

## 期货市场内幕交易的法律规制

谢 杰<sup>\*</sup>

---

**内容提要：**现有期货市场内幕交易行政法律规范、刑事立法、司法解释等存在实质性缺陷与结构性障碍，影响对期货市场内幕交易行为的法律规制与市场保护效率。在《期货法》的制定过程中，要对期货市场内幕信息的具体法律类型进行更为丰富和完善的界定，对严重损害期货市场效率的内幕信息类型设置精细化的明示性规范，提升法律规定的明确化程度。应当明确设定期货市场内幕信息知情人员的主体范围，精确锁定具有潜在风险的期货市场内幕交易主体，有效控制期货市场内幕信息知情人员基于重大未公开信息的交易行为。刑法中的期货犯罪有必要与《期货法》进行联动修正。

**关键词：**期货法 期货市场 内幕交易 法律规制

---

### 一、问题的提出

2019年2月22日，中共中央政治局就完善金融服务、防范金融风险举行第十三次集体学习。中共中央总书记习近平在主持学习中强调，要建设一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，完善资本市场基础性制度，把好市场入口和市场出口两道关，加强对交易的全程监管。<sup>〔1〕</sup>这从国家重大战略部署、顶层决策的高度，为资本市场进一步深化改革指明了方向。通过法律规范不断完善与执法司法实践持续优化，高压打击证券市场中的内幕交易违法犯罪行为，是近年来我国反证券内幕交易立法、执法、司法实践的重点与亮点。但是，由于期货领域法律法规发展迟缓、期货内幕交易违法犯罪成本过低、期货内幕交易稽查执法与刑事司法能力受限等原因，我国期货市场内幕交易法律规制实践始终没有实现有效的突破。

---

<sup>\*</sup> 谢杰，上海交通大学凯原法学院副教授。

〔1〕 参见《习近平：深化金融供给侧改革推动金融业高质量发展》，载《证券时报》2019年2月25日，第A1版。

应当看到，我国期货市场通过长时间的积累，业已建构了比较丰富的商品期货交易品种系统，并且不断开发并推出全新的商品期货类型。同时，作为金融商品体系中最为重要的交易品种之一的股指期货，在经过长达十年的准备之后，也已经成功推出并运行多年。尽管经历了2015年“股灾”后的交易规则限缩，但近年来股指期货市场逐步常态化运行。沪深300、上证50、中证500等指数期权产品的研发与上市筹备，ETF期权的试点推进，〔2〕期货、期权以及衍生品市场的交易创新引领下的一系列做空机制极大地丰富了中国期货及衍生品市场风险对冲功能。

因此，加快制定《期货法》，对我国期货市场的长远发展与规范监管至关重要，监管层也正在积极推进《期货法》的研究工作。通过出台《期货法》解决期货行业短板问题与发展矛盾，进而规范监管已经成为业界与监管层的共识。〔3〕因此，有必要充分结合当前的《期货法》立法工作的实际需求，调查研究《期货交易管理条例》中有关内幕交易罚则条款所存在的问题，以及《刑法》中对应的相关期货犯罪条款的局限性，并以此为契机对期货市场内幕交易法律问题进行立法完善。

## 二、期货市场内幕交易的基础构造与行为样态

证券市场分为一级市场（发行市场）与二级市场（交易市场），作为金融商品之一的有价证券发行与交易的平台。证券市场的实质是发行人的融资平台、交易者的投资平台，并且，这种投资与融资行为具有中长期的特征。所以，证券市场又被称为中长期资本发行与交易平台。〔4〕上市公司等发行主体，在证券公司、会计师事务所、律师事务所、资产评估机构等市场中介的服务下，发行股票、债券等直接融资工具，获取其所需要的中长期资本资源。与此具有明显不同的是，期货市场是以大宗商品或各种类型的资产为标的的标准化契约的交易市场，交易对手方之间约定，达成合约之后，不对大宗商品、基础资产或者任何金融资产进行交割，而是在之后的约定时间内，对标准化契约设定的大宗商品实物或者基础资产实物进行交割，或者直接进行现金交割。故期货市场最为重要的功能并非就大宗商品、基础资产、金融商品的财产权进行交换，而是提供了一种非常重要的价格发现机制与风险转移平台。〔5〕所以，证券市场与期货市场之间具有非常明显的区别。期货市场中并不存在所谓的发行人，即发行股票、债券从而获取中长期资本的融资者。期货市场中交易标的的创制主体是期货交易所，其创制的内容是标准化的契约。

证券市场中的内幕交易行为，其实质特征是由证券的金融特征和证券市场的核心功能所决定的。上市公司是证券市场中股票、债券的发行人。证券市场内幕信息及其知情人员均围绕着上市公司及其相关人员展开。证券市场中内幕交易行为的核心内容就是：上市公司中参与内幕信息制造的知情人员，或者通过各种手段非法获取此类内幕信息的行为主体，在公司证券发行、交易过

〔2〕 参见左永刚：《股指期货铺路长期资金入市》，载《证券日报》2018年8月8日，第A2版。

〔3〕 参见祝惠春：《期市扩大开放呼唤期货法》，载《经济日报》2018年9月18日，第6版。

〔4〕 See Glenn G. Munn, F. L. Garcia, Charles J. Woelfel, *The St. James Encyclopedia of Banking and Finance*, St. James Press, 1991, p. 398.

〔5〕 See John Smullen, Nicholas Hand, *Oxford Dictionary of Finance and Banking*, Oxford University Press, 2005, p. 37.

程中的内幕信息尚未公开前,从事相关证券交易,建议他人从事相关证券交易,或者泄露该证券内幕信息。与之进行对照分析,虽然在构成要素层面,期货市场内幕交易同样需要具备内幕信息知情人员、内幕信息非法获取人员等主体要素,内幕信息这一对象要素,相关交易以及泄露内幕信息等行为要素,然而,上述构成要素在具体内容、特征层面,相对于证券市场上内幕交易而言,存在明显差异。

期货市场中交易的是交易所创制的各类标准化契约,而非上市公司等发行人发行的股票、债券。期货市场的主要功能是价格发现与风险对冲,区别于证券市场的融资、投资功能。上述金融特征与市场功能的差异,共同使得期货市场中的内幕交易行为具有符合其自身特殊性的核心内容。其一,由于期货交易所是期货市场中标准化契约的创制主体,产品发行主体本身与该产品有关的内幕信息并不存在实质性的联系。与期货市场特定产品内幕信息有关的主要是该标准化契约内在的大宗商品或者基础资产的内在价值或者市场上的供求关系。其二,期货市场中的内幕信息知情人员是制造、参与、接触、管理对期货交易品种、对应的大宗商品、基础资产市场价格具有重大影响的信息的行为主体,不存在像上市公司中“内部人”的法律概念。其三,证券市场中的内幕交易行为通常发生在股票、债券所发行与交易的现货市场,而期货市场上内幕交易行为并不完全局限于期货交易品种所在的市场,任何与特定期货交易品种市场价格挂钩的现货市场、期货市场、衍生工具市场,都可以成为期货内幕交易行为具体实施的场所,尤其是与商品期货交易品种直接对应的大宗商品现货市场或者与金融期货交易品种对应的金融商品现货市场。

证券市场价格受到基础资产内在价值、供求关系以及证券供求关系的影响。而期货市场首先是一种衍生市场,因为期货合约是基础资产交易的衍生工具。以商品期货为例,其基础资产市场就是商品现货市场,商品期货合约的市场价格受到相关联的商品现货内在价值、相关合约对应时间的现货供求关系以及期货合约供求关系的影响。再以国债期货为例,其基础资产市场就是国债现货市场,国债期货合约的市场价格受到相关联的国债现货内在价值、相关期货合约对应期间的国债现货供求关系以及国债期货合约供求关系的影响。这就意味着期货市场中的内幕交易在具体表现形态上,具有更加多样化、多层次、多变量的特征。其一,行为人可以在与期货合约有关的内幕信息尚未公开之前,在期货合约交易中实施买入、卖出等行为,或者建议他人实施该期货合约的交易。其二,因为期货市场内幕信息会影响对应的现货市场商品行情,即期货市场信息引导商品现货市场,故行为人可以在与期货合约有关的内幕信息尚未公开之前,于该期货合约对应的现货市场中实施交易行为,或者建议他人实施该商品现货的交易。其三,因为商品现货内幕信息会影响对应的期货市场中的合约行情,即现货市场信息引导商品期货市场,故行为人可以在与商品现货市场有关的内幕信息尚未公开之前,于该现货对应的期货市场中实施交易行为,或者建议他人实施该期货合约的交易。上述复杂情况产生的实质原因是现货、期货合约与重大未公开信息等要素之间,随着现货市场与期货市场之间的价格关联性及其程度的不同,会产生不同的互动效果。但无论期货市场内幕交易各个构成要素之间形成怎样的结构形态,实质上都是在期货内幕信息公开之前的提前于其他市场参与者的“抢跑”“作弊”行为。

上述期货市场内幕交易行为的构成要素与表现形态说明,期货市场中存在明显的跨市场行

为，这就决定了期货市场内幕交易最为重要的行为特征就是跨市场性。而证券本身只是其基础资产的证券化而非衍生工具，所以不存在现货市场与期货市场之间的跨市场特征。此外，还可以进一步看到，期货市场内幕交易行为结构中还存在一个非常重要的特征，即信息跨市场与交易跨市场。期货市场内幕交易行为中的内幕信息可以是现货市场中的内幕信息，也可以是期货市场中的内幕信息，期货与现货市场的价格关联是由两个市场之间的信息关联所决定的。期货内幕信息的跨市场性体现在：对于期货合约交易价格具有重要影响的信息可以是期货合约的交易信息（例如，某机构决定大量卖空特定月份的黄金期货合约会引起该月份甚至关联月份的黄金期货合约价格下降），还可以是与期货合约直接相关的现货市场价格信息（例如，特定时间段的大豆现货进口量锐减会引起关联月份的大豆期货合约价格上涨），甚至可以是与期货合约间接相关的现货市场政策信息（例如，房地产调控政策会引起螺纹钢、线材等现货市场供大于求进而引发螺纹钢、线材期货合约交易价格下降）。期货内幕交易行为的跨市场性体现在：基于期货与现货市场交易价格之间的关联度，期货内幕信息知情人员或者非法获取人员既可以在期货市场建仓或者平仓获取利润或者规避损失，也可以在现货市场买入或者卖出现货商品或者基础资产获利或者避损。所以，应当以期货市场、期货内幕信息、期货市场内幕交易行为的跨市场性特征为导向，设计并完善符合期货实质特征的法律规范。

### 三、期货市场内幕交易法律规范的缺陷与结构性障碍

《期货交易管理条例》第 69 条、〔6〕第 81 条第（十一）（十二）项〔7〕对期货内幕交易违法行为及其行政法律责任进行了规定，同时，《刑法》第 180 条对期货内幕交易犯罪也设置了相应的定罪处罚规范。然而，不管是期货行政法规，还是期货犯罪刑法条文，由于其很大程度上是机械地套用证券内幕交易法律规制的思路，甚至是直接在证券内幕交易犯罪行为类型之后简单加上期货内幕交易犯罪的规定，导致期货市场内幕交易法律规范存在明显的实质性缺陷与结构性障碍，基本丧失了规制的针对性与有效性。

实际上监管层已经开始高度重视期货市场滥用行为的特征。例如，2019 年 2 月 15 日，证监会基于规范发展期货市场、增强期货市场服务实体经济能力、精准打击期货市场操纵行为、维护

---

〔6〕《期货交易管理条例》第 69 条规定：“期货交易内幕信息的知情人或者非法获取期货交易内幕信息的人，在对期货交易价格有重大影响的信息尚未公开前，利用内幕信息从事期货交易，或者向他人泄露内幕信息，使他人利用内幕信息进行期货交易的，没收违法所得，并处违法所得 1 倍以上 5 倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不满 10 万元的，处 10 万元以上 50 万元以下的罚款。单位从事内幕交易的，还应当对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处 3 万元以上 30 万元以下的罚款。国务院期货监督管理机构、期货交易所和期货保证金安全存管监控机构的工作人员进行内幕交易的，从重处罚。”

〔7〕《期货交易管理条例》第 81 条规定：“……（十一）内幕信息，是指可能对期货交易价格产生重大影响的尚未公开的信息，包括：国务院期货监督管理机构以及其他相关部门制定的对期货交易价格可能发生重大影响的政策，期货交易所作出的可能对期货交易价格发生重大影响的决定，期货交易所会员、客户的资金和交易动向以及国务院期货监督管理机构认定的对期货交易价格有显著影响的其他重要信息。（十二）内幕信息的知情人员，是指由于其管理地位、监督地位或者职业地位，或者作为雇员、专业顾问履行职务，能够接触或者获得内幕信息的人员，包括：期货交易所的管理人员以及其他由于任职可获取内幕信息的从业人员，国务院期货监督管理机构和其他有关部门的工作人员以及国务院期货监督管理机构规定的其他人员。”

期货市场秩序、防范风险的现实考虑,根据《期货交易管理条例》授权,起草了《关于〈期货交易管理条例〉第七十条第一款第五项的规定(征求意见稿)》(以下简称《期货操纵规定》)。<sup>〔8〕</sup>《期货操纵规定》明确禁止虚假申报、蛊惑、抢帽子、挤仓四种操纵期货交易价格的行为,并规定了具体构成要件。其中,禁止任何单位或者个人不以成交为目的申报买卖合同,影响期货交易价格,并进行与申报方向相反的交易或者谋取其他不正当利益;禁止任何单位或者个人编造、传播虚假信息或者误导性信息,影响期货交易价格,并进行相关交易或者谋取其他不正当利益;禁止从事期货投资咨询业务的机构或其人员,或者其他具有市场影响力的主体,对合约或合约标的物作出公开评价、预测或者投资建议,影响期货交易价格,并进行与其评价、预测或者投资建议方向相反的期货交易;禁止任何单位或个人单独或者联合,在临近交割月或交割月,利用不正当手段规避持仓限制,形成持仓优势,影响期货交易价格。<sup>〔9〕</sup>上述期货市场操纵的规则修改代表了监管层已经注意到期货市场违法犯罪行为的独立性特征。因此,反思当前期货市场内幕交易法律规范显得尤为必要。

#### (一) 期货市场内幕交易法律规范的缺陷

期货市场内幕交易法律规范的缺陷主要体现在:期货内幕信息具体类型不清晰,期货内幕信息知情人员范围过于模糊。

《刑法》第180条规定,期货内幕交易犯罪构成要件中的期货内幕信息、期货内幕信息知情人员的范围,根据法律、行政法规的规定来确定。所以,期货内幕交易违法犯罪核心要素的界定均依赖于期货行政法律法规。目前我国期货行政法律法规的最高位阶为法规,即《期货交易管理条例》。根据《期货交易管理条例》第81条的规定,期货内幕信息,是指可能对期货交易价格产生重大影响的尚未公开的信息,包括国务院期货监督管理机构以及其他相关部门制定的对期货交易价格可能发生重大影响的政策,期货交易所做出的可能对期货交易价格发生重大影响的决定,期货交易所会员、客户的资金和交易动向以及国务院期货监督管理机构认定的对期货交易价格有显著影响的其他重要信息。内幕信息的知情人员,是指由于其管理地位、监督地位或者职业地位,或者作为雇员、专业顾问履行职务,能够接触或者获得内幕信息的人员,包括期货交易所的管理人员以及其他由于任职可获取内幕信息的从业人员,国务院期货监督管理机构和其他有关部门的工作人员以及国务院期货监督管理机构规定的其他人员。

对《期货交易管理条例》规定的期货内幕信息类型与范围进行分析,可以发现,相对于《证券法》第67条、第75条对证券内幕信息范围进行极为详尽的规定而言,期货内幕信息范围界定明显粗糙且不够清晰:国务院期货监督管理机构、期货交易所制定的对期货交易价格具有重大影响的政策、规定、决定等显然属于期货内幕信息,但是,如何理解“其他相关部门制定的对期货交易价格可能发生重大影响的政策”中的“其他相关部门”;期货交易所会员、客户的资金和交

〔8〕 参见中国证监会:《关于就〈关于〈期货交易管理条例〉第七十条第一款第五项的规定〉公开征求意见的通知》,载 [http://www.csrc.gov.cn/zjhpublic/zjh/201902/t20190215\\_350976.htm](http://www.csrc.gov.cn/zjhpublic/zjh/201902/t20190215_350976.htm),最后访问时间:2019年7月6日。

〔9〕 参见中国证监会:《证监会就〈关于〈期货交易管理条例〉第七十条第一款第五项的规定〉公开征求意见》,载 [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201902/t20190215\\_350975.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201902/t20190215_350975.html),最后访问时间:2019年7月6日。

易动向究竟涵盖哪些数据与指标；除了期货监管机构、期货交易所、相关部门的监管信息与期货交易信息之外，是否有必要、有能力细化列举其他类型的期货内幕信息从而适当控制期货监管机构在认定期货内幕信息问题上的裁量权？这些问题实际上都需要在期货行政法律法规中予以明确，而不能直接且全部地交由期货监督管理机构进行行政裁量。同时，《期货交易管理条例》完全从期货内幕信息来源机构的角度界定信息范围亦不尽合理。鉴于期货交易品种的多样性，影响期货交易价格的重大信息涵盖农产品、有色金属、债券、股票指数等众多类型的商品与基础资产现货市场及其监管领域，以期货内幕信息核心内容为基础进行类型化规定实际上更符合法律规范明确性的现实要求。同理，《期货交易管理条例》对于内幕信息知情人员范围的界定同样是相对含糊的。期货监管机构、期货交易所中基于职务能够接触期货内幕信息的工作人员显然属于期货内幕信息知情人员，但是，“其他由于任职可获取内幕信息的从业人员”的含义并不明确，其他有关部门的工作人员中“有关”的范围也难以准确界定。

## （二）期货市场内幕交易法律规范的结构性障碍

期货市场内幕交易法律规范的结构性障碍主要体现在：期货内幕交易犯罪与期货内幕交易违法之间的法律标准倒挂、期货内幕交易与证券内幕交易界限模糊以及反内幕交易违法犯罪法律规范基本丧失独立性与针对性。

根据《期货交易管理条例》第 69 条的规定，期货交易内幕信息的知情人或者非法获取期货交易内幕信息的人，在对期货交易价格有重大影响的信息尚未公开前，利用内幕信息从事期货交易，或者向他人泄露内幕信息，使他人利用内幕信息进行期货交易的，构成期货内幕交易违法。而根据《刑法》第 180 条的规定，期货交易内幕信息的知情人员或者非法获取期货交易内幕信息的人员，在涉及期货交易或者其他对期货交易价格有重大影响的信息尚未公开前，从事与该内幕信息有关的期货交易，或者泄露该信息，或者明示、暗示他人从事上述交易活动，情节严重的，构成期货内幕交易犯罪。可见，《期货交易管理条例》规定的期货内幕交易违法有两种行为类型：本人在重大信息尚未公开之前，实施相关期货合约的买卖行为；在重大信息尚未公开之前，向他人泄露该内幕信息，从而导致他人从事相关期货合约的买卖行为。《刑法》规定的期货内幕交易犯罪除了规定本人利用内幕信息从事相关期货交易的犯罪行为类型之外，还规定了在期货内幕信息尚未公开之前，建议他人实施相关期货合约的买卖行为。但是，在后面一种期货市场内幕交易行为中，法律并不要求被建议者实际实施了相关期货交易行为。这意味着在行为模式的条件设置层面，期货内幕交易犯罪行为法律标准相对于期货内幕交易违法而言更为宽松。这种犯罪标准与违法标准之间的倒挂深刻地反映了反内幕交易法律在规范结构设置上的紊乱。

2010 年 4 月，沪深 300 股指期货合约作为一种全新的金融期货交易品种，在中国金融期货交易所上市交易。金融期货重新成为我国期货市场中一项非常重要的交易品种，金融期货时代正式启航。股指期货交易在丰富金融期货交易品种的同时，对期货市场内幕交易监管提出了全新挑战。对于期货内幕交易与证券内幕交易的规范界定而言，《证券法》与《期货交易管理条例》之间并没有进行有效的协调。沪深 300 指数期货合约的挂钩证券品种的市场行情，直接决定了沪深

300 指数期货合约的市场价格。对于沪深 300 指数期货合约的成分股而言,对于相关个股的市场价格具有重要影响的信息,构成《证券法》上的内幕信息。但是,对于沪深 300 指数期货合约的市场价格而言,成分股的个股或者一组股票的市场价格具有相当的影响力,尤其是权重更大的股票。诸如此类因为证券市场与股指期货市场之间的价格联动而对股指期货合约市场交易价格具有重大影响的信息,其基本定位是证券市场信息,但具有期货市场影响力,那么,其究竟构成证券内幕信息还是期货内幕信息,仅从现有的《期货交易管理条例》的相关条文进行分析难以形成有效的法律判断。其直接后果就是股指期货等全新期货交易品种的推出导致期货内幕交易与证券内幕交易在现有的规范框架下存在界限不明的问题。试想这种情况:上市公司股票被纳入股指期货,并且该个股属于成分股中的权重股,该上市公司内幕信息的知情人员,在与该个股有关的重大未公开信息尚未披露之前,并未针对该股票有关的信息实施交易行为或者建议他人从事交易的行为,却在股指期货市场中基于该证券市场信息实施期货合约交易。这种违规交易行为在金融实践中是完全可能存在的,但由于《证券法》《期货交易管理条例》均没有明确这种行为的法律性质,《刑法》又将证券与期货内幕交易犯罪统一规定为内幕交易罪,对此类金融期货交易领域基于未公开信息的违规交易的法律规制出现结构性紊乱。

此外,还应当看到,期货内幕交易与证券内幕交易的典型行为类型存在非常重大的差异。然而,《刑法》第 180 条不仅在一个条款中同时规定了证券市场与期货市场中的内幕交易犯罪行为,更是在构成要件层面设置了完全相同的规定(除了对象要件之外)。这就导致法律规范没有强调甚至完全没有反映期货市场、期货内幕交易行为的任何实质性特点。基于当时的证券期货犯罪立法技术与能力,刑法实际上是直接从证券内幕交易犯罪的行为模式简单复制得出期货内幕交易犯罪的行为模式,并没有针对期货市场、期货信息、期货交易、期货内幕交易的内容与结构进行具体的规定,更没有结合期货市场创新的变动与发展及时调整期货立法。期货内幕交易犯罪刑法规范制定时的技术性缺陷很大程度上需要司法解释进行优化。但是,从当前我国证券期货犯罪仅有的立案追诉标准而言,其对于证券内幕交易犯罪与期货内幕交易犯罪规定的定罪标准,基本上没有体现出任何针对期货内幕交易犯罪的差异性特点进行制度设计的理念。

根据 2010 年最高人民检察院、公安部《关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定(二)》(以下简称《追诉标准二》)第 35 条的规定,内幕交易、泄露内幕信息涉嫌下列情形之一的,应予立案追诉:(1) 证券交易成交额累计在五十万元以上的;(2) 期货交易占用保证金数额累计在三十万元以上的;(3) 获利或者避免损失数额累计在十五万元以上的;(4) 多次进行内幕交易、泄露内幕信息的;(5) 其他情节严重的情形。同时,根据 2011 年最高人民法院、最高人民检察院《关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》(以下简称《内幕交易解释》)第 6 条的规定,在内幕信息敏感期内从事或者明示、暗示他人从事或者泄露内幕信息导致他人从事与该内幕信息有关的证券、期货交易,具有下列情形之一的,应当认定为《刑法》第 180 条第 1 款规定的“情节严重”:(一) 证券交易成交额在五十万元以上的;(二) 期货交易占用保证金数额在三十万元以上的;(三) 获利或者避免损失数额在十五万元以上

的；（四）三次以上的；（五）具有其他严重情节的。

从上述《追诉标准二》与《内幕交易解释》的规定中我们可以看出，证券内幕交易与期货内幕交易在定罪标准上只有在“期货交易占用保证金”层面体现出了差异性，这反映出司法解释认识上的局限性，即认为证券交易与期货交易的机制在本质上并无不同，能够归纳出的重大差异性特征只有期货交易保证金机制。另外，“占用保证金数额累计在三十万元以上”，这一数额标准在内容上的合理性仍然存在极大的疑问，其金额设置明显过低，几乎不能适应期货市场的交易实际。更为重要的是，《追诉标准二》与《内幕交易解释》完全没有考虑期货市场内幕交易行为与证券市场内幕交易行为的重大差异。事实上，正是期货内幕交易跨市场性的行为特征决定了司法解释简单套用证券内幕交易的规范框架规制期货内幕交易在实践中很难起到现实效果。

#### 四、期货市场内幕交易法律规范的优化路径

上述关于期货内幕交易行为特征以及现有法律规范对期货内幕交易规制缺陷的分析清晰地反映出《期货交易管理条例》实际上无法承担规制期货市场内幕交易的重任。这也是我国期货市场内幕交易执法、司法实践至今没有查处一起期货内幕交易违法犯罪案件的法律制度根源。因此，《期货法》立法探索与实践有必要针对期货内幕交易的特点进行期货市场内幕交易法律规范的建构与优化，重点从以下几方面实现立法完善。

##### （一）明确规定证券与期货的界限

现有法律规范之所以无法确认跨越证券与期货市场的内幕交易行为究竟属于证券还是期货内幕交易违法犯罪行为，最根本的原因在于我国证券期货行政法律法规对于证券与期货的界限规定得不甚明确。根据《证券法》第2条的规定，证券包括股票、公司债券、政府债券、证券投资基金份额、证券衍生品等。根据《期货交易管理条例》第2条的规定，期货包括商品和金融期货合约、期权合约等。由此可以看到，债券期货（期权）、股票期货（期权）、股指期货等金融产品，既可以认为其属于证券衍生品，也可以认为其属于金融期货（期权）合约，从而导致证券与期货的界限模糊。由于我国证券与期货的监管职能均由中国证券监督管理委员会承担，这种界限模糊并不会导致行政监管的紊乱，但却使跨越证券与期货市场的内幕交易违法犯罪行为的性质难以在法律上得到清晰界定。解决该问题的路径显然在于通过《期货法》的制定明确证券与期货的规范界限。

从美国、日本等成熟资本市场的相关法律规范来看，各国基本上都将基于证券的期货、期权以及衍生品统一规定为证券。例如，美国将基于证券而创制的期货、期权、掉期等衍生品视为证券类衍生品，统一纳入证券的范畴由美国证券交易委员会进行监管，故对于利用股票现货市场的内幕信息从事相关股票期货、股票期权、债券期货等交易的行为，美国联邦法律将其规定为证券内幕交易行为。在行为人知悉尚未公开的与股票交易价格紧密相关重大信息的情况下，如果其在该信息尚未公开前在期货（期权）市场从事相关股票期货、股票期权、股指期货等交易，构成证

券内幕交易，由美国证券交易委员会进行监管与起诉。<sup>〔10〕</sup>再如，日本《金融商品交易法》将各类股票、债券以及证券期权、资产抵押证券等衍生品统一规定为证券。<sup>〔11〕</sup>因此，对于跨越证券市场与期货市场的内幕交易行为，相对合理的方式是以金融产品的属性确定行为性质与监管机构。同时，将以证券为基础的期货、期权以及其他衍生品等规定为证券，将利用与证券期货（期权）相关的重大未公开信息从事交易规定为证券内幕交易，是成熟资本市场国家法律规范的常规立法模式，我国制定《期货法》时可以进行合理借鉴。

## （二）细化规定期货内幕信息的类型

相对于证券内幕信息的具体类型有规范明确且详细的界定而言，期货内幕信息范围的法律规定显然极为简单与粗陋。因此，在《期货法》的制定过程中，需要对期货市场内幕信息的具体法律类型进行更为丰富和完善的界定，对严重损害期货市场效率的内幕信息类型设置精细化的明示性规范，提升法律规定的明确化程度，从信息效率保护的角度加强对期货市场内幕交易的惩治与预防。

笔者认为，《期货法》有必要将下列对期货交易品种市场价格具有重大影响的未公开信息，规定为期货内幕信息：

第一，交易所、交易结算中心、期货经纪公司等期货行业机构中的未公开交易业务数据、技术数据等信息。例如，在期货交易中，期货交易所将即时行情信息、成交概况、持仓信息、期货合约交易量排名、会员交易排名等基本数据信息予以公开，但是，期货交易所、期货经纪公司等均按照严格的信息数据管理制度对于客户的持仓、建仓、仓位变动、资金流动等具体数据等进行保密。此类未公开交易业务数据中对期货交易价格有重大影响的信息，应当明确规定为期货内幕信息。

第二，证券公司、期货公司以及各类金融投资机构在从事期货自营业务、期货交易业务、资产管理业务、投资咨询业务等过程中形成的经营性信息。例如，证券公司在利用自有资金从事股指期货自营业务时，自营业务账户动态、交易席位情况、自营业务规模、资产配置决策等经营过程中形成的信息，实际上对于该信息所指向的股指期货合约供求关系具有实质性影响，按照证监会有关证券期货公司业务风险管理指引的规定，此类信息必须采取信息保密措施进行信息风险控制，这类信息符合期货内幕信息价格敏感性与未公开性的特征，应当明确规定为期货内幕信息。<sup>〔12〕</sup>同时，还应当看到，当前我国期货公司自营业务基于监管力度大、风险抵抗弱、交易机制不灵活等因素而长期处于停滞状态，但是，随着期货行业不断发展、期货监管有针对性放开、期货做市交易机制逐渐成形，各类商品期货、金融期货、期权等自营业务的规模会逐渐扩大，未公开的自营业务信息数据对于期货交易价格的影响程度与范围将会愈发加深和扩大，期货法律应当在期货内幕信息类型界定层面进行前瞻性的规定。

〔10〕 See Jerry W. Markham, "Front-Running"—Insider Trading Under The Commodity Exchange Act, 38 *Catholic University Law Review*, 69 (1988).

〔11〕 金融商品取引法（きんゆうしょうひんとりひきほう、昭和23年4月13日法律第25号）第二条この法律において「有価証券」とは、次に掲げるものをいう。

〔12〕 参见闫艳：《利用未公开信息交易罪研究》，华东政法大学2011年硕士学位论文，第11页。

第三，商业银行、保险公司、信托公司等金融机构以及全国性和地方性社会保险基金管理机构在从事与期货投资相关的经营活动中所形成的投资决策、资金动向数据、投资咨询等综合性信息。比如，商业银行中间业务包括了金融期货交易业务、期货投资分析业务、基金托管业务等与期货交易相关的业务，涵盖了大量影响期货交易价格的决策信息、数据信息、咨询信息。<sup>〔13〕</sup> 这种处于未公开状态的综合性信息同样应当明确规定为期货内幕信息。

第四，证券业、基金业、期货业、保险业、银行业、信托业等金融监管部门以及与金融相关的政府机构、行业协会在行政执法与行业管理中形成的执法监管信息、政策信息、经济态势数据信息以及行业管理信息等。<sup>〔14〕</sup> 例如，中国人民银行调整利率、存款准备金率，或者国家统计局定期公布的消费物价指数（CPI）、采购经理指数（PMI）等信息，此类对于股指期货、债券期货等金融期货以及特定商品期货合约的交易价格具有极为重要影响的行政部门政策信息与数据信息在公布之前均严格按照国家保密法律规定进行信息数据保密，应当明确规定其为期货内幕信息。

第五，农业、有色金属行业、能源业等大宗商品主管部门、行业协会等在行政执法与行业监管中形成的执法监管信息、政策信息、数据信息等。例如，中国有色金属工业协会、中国农产品市场协会等行业协会，其主要职责包括了根据政府主管部门的授权与委托，开展行业数据统计调查，采集、整理、加工及分析行业信息。此类行业信息准确反映了有色金属、农产品等供求基本面，对于我国期货市场中铜、锌、棉花、白糖等大宗商品期货交易价格具有重要影响。<sup>〔15〕</sup> 对于尚且处于未公开状态下的上述信息，应当规定为期货内幕信息。

### （三）准确界定期货内幕信息知情人员的范围

由于我国期货市场运行机制尚待完善，期货交易与期货监管体系相对复杂，我们对期货从业人员和监管机构工作人员的定位、辨识、认定不可避免存在一定程度的模糊与凌乱，所以有必要通过《期货法》等期货法律规范明确框定期货内幕信息知情人员的主体范围，从而合理控制期货内幕信息与准确定位期货内幕交易违法犯罪的行为主体。

其一，期货交易跨越品种繁多的商品现货市场、证券现货市场、期货市场的特点决定了法律界定期货内幕信息知情人员范围原则上应当“从宽”而非“从窄”。

以美国期货内幕交易法律规制为例，期货内幕信息知情人员的范围界定实际上是相当宽泛的。美国主要以《商品交易法》为核心建构期货内幕交易法律规制体系。《商品交易法》自 1936 年施行起历经多次修改，2010 年美国《金融改革法案》对期货交易环节的内幕交易违法犯罪作出最新修正：（1）禁止联邦政府部门及其雇员利用凭借职务便利获取的能够影响州际商品期货、互换交易价格的未公开信息，从事相关商品期货、期权或者互换交易；（2）禁止联邦政府部门及其雇员以协助他人获取个人利益为目的，向他人泄露其利用职务便利能够获取的影响州际商品期

〔13〕 参见前引〔12〕，闫艳文，第 14 页。

〔14〕 参见谢杰：《利用未公开信息交易犯罪行为对象的刑法分析》，载《江苏警官学院学报》2011 年第 6 期。

〔15〕 参见张小妮、张宝山：《我国期货市场内幕交易规制反思——以美国法的理论与规范为借鉴》，载《商事法论集》2014 年第 1 期。

货、互换交易价格的未公开信息；（3）禁止在明知联邦政府部门及其雇员泄露影响州际商品期货、互换交易价格的未公开信息的情况下，从事相关商品期货、期权或者互换交易；（4）禁止盗窃、传播、私用联邦政府部门及其雇员掌握或者制作的影响州际商品期货、互换交易价格的未公开信息。<sup>〔16〕</sup>同时，根据美国《商品交易法》第13（c）至（e）条的规定，商品期货交易委员会委员、员工或者代理人，不得使用未公开信息直接或者间接参与以下交易：（1）期货交易；（2）任何具有期货或者期权性质的交易；（3）任何以交付商品为标的的标准化合约的交易，例如，通过保证金账户、保证金合约、杠杆操作账户等形式出现的标准化商品交易合约；（4）经商品期货交易委员会认定的与标准化合约具有相同作用，或者以与标准化合约大致相同方式销售或管理的合约、账户、安排、计划或设计等交易；（5）商品期货交易委员会规章等文件明确禁止的任何形式的商品交易。<sup>〔17〕</sup>禁止商品期货交易委员会委员、员工或者代理人，基于职务或者雇佣关系获知影响或者可能影响期货或商品交易价格且尚未公开的重大信息，并以此直接或者间接协助他人从事相关期货交易。禁止任何人利用通过上述渠道获取的信息从事相关交易。<sup>〔18〕</sup>禁止任何注册的期货经营机构、期货协会及其工作人员，利用职务或者上述渠道获取的影响或可能影响期货或商品交易价格且尚未公开的重大信息，从事相关交易。<sup>〔19〕</sup>违反上述禁止性规定构成联邦重罪，处50万美元以下罚金，或者5年以下监禁，或者两者并处。同时，构成犯罪的，应当另行承担所有起诉费用。可见，全球最发达且成熟的美国期货市场法律监管体系深刻地认识到，与期货交易有关的内幕信息不仅涉及期货监管，而且覆盖各类商品、证券以及其他金融领域的监管。所以，我国期货法律规范对此问题有必要予以充分关注，尽可能地将所有涉及重大且未公开的期货交易信息的知情人员纳入监管的范围。

其二，期货法律规范应当明确界定构成期货内幕信息知情人员的“有关”部门工作人员的范围。

现行《期货交易管理条例》规定，经国务院监管机构认定，“有关”部门工作人员可以构成期货内幕信息知情人员。但是，“有关”的含义相对模糊，在制定《期货法》时应当明确“有关”所指向的具体范围。笔者认为，“有关”部门工作人员构成期货内幕信息知情人员应当包括两方面的内容：

一是有关监管部门工作人员的界定。有关监管部门显然包括直接负责金融监管职能的机构，主要是中国人民银行、证监会、银保监会及其各地派出机构。由于我国金融行业具有多头监管的特点，其他承担部分金融监管职能的部委也应当属于有关监管部门。<sup>〔20〕</sup>例如，财政部金融司的职责范围包括：承担财政政策与货币政策、金融监管、金融体制改革协调配合相关工作；拟订国有金融资本管理规章制度，承担中央国有金融资本出资人相关工作；承担金融方面的部门预算有关工作，拟订金融类企业和金融管理部门财务制度；拟订政策性金融、普惠金融有关政策；承担

〔16〕 See 7 U. S. C. § 6c (A). 转引自前引〔15〕，张小妮、张宝山文。

〔17〕 See 7 USC § 13 (c).

〔18〕 See 7 USC § 13 (d).

〔19〕 See 7 USC § 13 (e).

〔20〕 参见前引〔12〕，闫艳文，第14页。

政府外债有关管理工作；会同有关方面拟订全国社会保障基金投资管理等办法；拟订公共服务领域政府和社会资本合作制度。<sup>〔21〕</sup> 上述金融监管职责不仅直接影响金融政策进而作用于期货市场（尤其是利率期货），而且涉及相关金融机构资产配置信息，相关工作人员利用此类政策信息与监管信息，可以从事相关期货交易谋取个人利益。因此，发改委、财政部、审计署及其派出机构等承担部分金融监管职能的机构及其工作人员，也应当规定为期货内幕交易违法犯罪中的“有关”监管部门及其工作人员。<sup>〔22〕</sup>

根据法律法规规定不具有金融监管职能的行政机构工作人员是否当然地排除在期货内幕信息知情人员之外？对此，笔者持否定意见。因为“有关”并不是指监管机构与期货监管之间的关联性，其本质上代表的是监管机构所承担的监管职责与期货交易价格之间的相关性。没有金融监管职能的行政机构也可能通过行政监管行为直接影响证券期货产品的交易价格。例如，某个以黄金矿产开发为主业的上市公司因为环境违法行为被环境主管部门责令停产，该公司的黄金矿产开发量对于国内黄金现货供求关系具有重要影响，而国内黄金期货合约交易价格又与现货市场紧密挂钩，故环境保护执法机构的执法信息对于黄金期货合约交易价格也会产生重要影响。所以，不具备金融监管职责的行政机构的执法信息同样能够对期货市场价格产生重大影响，在执法信息未公开前利用此类监管信息从事期货交易，具有相当严重的社会危害性。

所以，对期货内幕交易违法犯罪中“有关”监管部门工作人员的范围进行规定，不能将之简单等同于与金融监管有关的行政机构，而应当以一种开放性的视角分析相关行政机构的具体监管职责与行政行为是否能够实质上影响特定期货产品的交易价格。行政机构及其工作人员行使具体监管职能对特定期货交易走向产生实际作用与影响效果的，应将此类主体规定为期货内幕信息知情人员。<sup>〔23〕</sup>

二是有关行业协会工作人员的确定。中国证券业、期货业、保险业、银行业、信托业协会及其地区性协会等属于接受金融主管部门监督管理与业务指导的自律性金融行业协会，根据行政法规、金融主管部门的规章及规范性文件，主要负责各类金融信息的收集、管理与交流，对金融机构会员进行管理、监督、检查及服务。上述行业协会工作人员显然应当明确规定为期货内幕信息知情人员。<sup>〔24〕</sup> 同时，期货法律规范不能忽略无法归类于金融领域的行业协会。虽然有的行业协会的会员均非金融机构，其主管单位亦非金融监管机构，但其在履行行业自律性监管职能过程中掌握大量与期货交易市场（特别是商品期货市场）具有密切关系的行业信息。此类行业协会中的工作人员，在决定大宗商品期货交易价格变动的行业信息处于保密阶段时，利用行业信息优势从事私利交易或者违规抢先将信息提供给他人，也应依据期货市场内幕交易条款追究其行政、刑事责任。所以，自律管理中掌握金融产品交易价格关联信息的非金融领域行业协会工作人员，应当规定为期货内幕信息知情人员。

〔21〕 参见中央机构编制委员会办公室：《财政部职能配置、内设机构和人员编制规定》，载 [http://www.scopsr.gov.cn/jg-bzdt/gg/201903/t20190318\\_361591.html](http://www.scopsr.gov.cn/jg-bzdt/gg/201903/t20190318_361591.html)，最后访问时间：2019年7月6日。

〔22〕 参见前引〔12〕，闫艳文，第23页。

〔23〕 参见前引〔12〕，闫艳文，第24页。

〔24〕 参见谢杰：《最新内幕交易犯罪司法解释的缺陷与规则优化》，载《法学》2015年第10期。

**Abstract:** Substantial defects and structural obstacles in the existing administrative regulations, criminal legislation and judicial interpretation of insider trading in the futures market, affect the legal regulation and market protection efficiency of insider trading behavior in the futures market. In the formulation of Futures Law, specific legal types of insider information in the futures market should be more abundantly and well defined, explicit specifications should be set for the type of insider trading information that seriously damages the efficiency of the futures market, and the clarity of regulations should be improved. We should clearly define the scope of insiders who have access to insider information, precisely fix on the potentially risky insider trading subjects in the futures market, effectively control the trading behavior of insider trading insiders in the futures market based on major undisclosed information. It's necessary that the amendments of futures crimes in Criminal Law be consistent with Futures Law.

**Key Words:** futures market law, futures market, insider trading, legal regulation

---

(责任编辑: 李 伟 赵建蕊)