

# 利用证券未公开信息交易的统一规制论

缪因知\*

---

**内容提要：**证券发行人的工作人员的内幕交易和证券交易者的工作人员的抢先交易（老鼠仓）可被纳入一个更大更完整的违法利用未公开信息之交易的统一规制体系中予以理解。这些交易的违法本质是侵犯了信息财产权，或在不涉及信息财产权时违反了信息管理制度。增加信息所有者的交易成本（抢先交易时）、损害其他交易者的公平竞争权均是侵犯信息财产权或违反信息管理制度的后果。证券交易者（包括收购上市公司者）和被上市公司收购者均有权利用相关未公开信息实施交易，但它们的工作人员擅自利用未公开交易信息，侵犯了信息所有者的财产权；这种利用可能以非抢先交易的形式出现，故应以属概念“滥用未公开交易信息”来涵摄之。证券发行人的交易对象和其他利害关系人有权利用未公开的相关非交易信息实施交易，它们的工作人员擅自利用未公开非交易信息，同样侵犯了信息所有者的财产权。公法管理主体和市场基础设施的工作人员利用证券未公开信息实施交易，则违反了信息管理制度，产生了与前述私法主体不同的公法责任。重新划定和整体理解这些滥用信息行为的责任，建立统一规制体系，有利于增强证券交易法律责任体系的逻辑性和适用的合理性。

**关键词：**内幕交易 抢先交易（老鼠仓） 未公开信息

---

## 一、选题说明

影响证券交易价格的信息分为内部性信息（即证券发行人的价值基本面信息<sup>[1]</sup>）和外部性信息（即市场供需信息）。为实现市场交易的公平性，法律在大量情境下禁止利用具有重大性和

\* 缪因知，南京大学法学院教授、南京大学资产管理产品法律研究基地研究员。

[1] 本文的证券发行人并不专指一级市场的发行人，实际上主要指已在二级市场挂牌的上市公司。采用此称谓，主要是为了突出与文中的另一基本概念“证券交易者”的联系与区别。2020年《中华人民共和国证券法》也将“上市公司”的称法基本上改为了“发行人”。

未公开性的证券信息实施交易。<sup>[2]</sup>

典型的内幕交易是发行人的董事高管的相关交易。所谓的利用未公开信息交易源于抢先交易(front running，俗称老鼠仓)，指大型证券交易者(如基金)的工作人员利用职务便利、基于这些大型交易者的未公开的交易信息而实施的交易。

内幕交易和抢先交易有诸多区别。在主体层面，二者利用的信息分别来源于发行人和外部交易者。在信息层面，内幕信息一般反映发行人的基本面，应当被及时披露，而外部交易者的交易信息只反映该交易者的买卖意向，通常不会，也无须被披露。主流观点认为，内幕交易人侵害了反向交易者的权益，而抢先交易人侵害了其所属交易者的权益。

2009年后，我国内幕交易执法案例快速增长，<sup>[3]</sup>并已经成为最重要的证券执法活动之一。2023年作出行政处罚决定的案件共86件，<sup>[4]</sup>2024年为111件。<sup>[5]</sup>单个处罚案件的罚没金额超过1000万元，已经属于寻常，甚至有超过1亿元的，如2024年5月吴某杭案罚没1.06亿元。而且，近年来的执法实践中，内幕交易的主体和客体(内幕信息)的外延均出现了扩张，执法司法者追究交易责任的主体的数量与类型越来越多。这种责任扩大化做法的法理依据或许是一些学者倡言的“信息平等”进路，但这些学者也大多认为目前规制内幕交易主体的法理并不贯通、实践混乱。<sup>[6]</sup>

2009年《中华人民共和国刑法修正案(七)》[以下简称《刑法修正案(七)》]提出了“利用未公开信息交易罪”的概念来命名金融机构、监管部门等的从业人员的此类交易。这在命名上存在一定的问题，即将上位的属概念的外延窄化以单独涵摄下位的种概念。这导致一些学者界定的非公开信息与内幕信息存在交叉，如质疑证监会某次公布的4宗涉及内幕信息的案件为何只有两宗被认定为利用未公开信息罪。<sup>[7]</sup>此外，对“利用未公开信息”行为的执法司法在追责主体范围、追责交易时间段上，均突破了对抢先交易的传统学理认知。

传统上，证监会认为基金交易信息不属于内幕信息，对相关案件一般用损害基金财产和基金份额持有人利益的背信和利益冲突理路处罚。对此，有学者曾论证了以背信处理不如像美国按内幕交易处理。<sup>[8]</sup>

在近年的研究中，有学者将老鼠仓的主体划分为对客户负有受信义务的金融机构工作人员、金融市场基础设施工作人员、监管机构工作人员，模式分为操纵型、传统型、侵占基金财产型、

[2] 具有重大性的内幕信息应当具有一定的确定性。参见缪因知：《信息确定性视角下的披露与反欺诈制度一体性》，载《中外法学》2023年第5期。

[3] 不同年份执法数据参见张心向：《我国证券内幕交易行为之处罚现状分析》，载《当代法学》2013年第4期；邢会强：《证券欺诈规制的实证研究》，中国法制出版社2016年版，第63页；齐萌、刘博：《内幕交易抗辩事由：实证分析与法律规制》，载《财经法学》2022年第2期；黄辉：《我国证券内幕交易的执法强度及其影响因素：实证研究与完善建议》，载《法学评论》2023年第6期。

[4] 参见黄江东、施蕾：《2023证券行政处罚：全景观察》，载[https://mp.weixin.qq.com/s/2gwb5xZ8R3SEdNsY\\_COk\\_A](https://mp.weixin.qq.com/s/2gwb5xZ8R3SEdNsY_COk_A)，最后访问时间：2025年9月28日。

[5] 参见国浩律师事务所：《证券行政处罚2024年度全景观察》，载<https://www.grandall.com.cn/ghsd/info.aspx?itemid=30527>，最后访问时间：2025年9月28日。

[6] 如曾洋：《证券内幕交易主体识别的理论基础及逻辑展开》，载《中国法学》2014年第2期(认为“我国内幕交易主体立法与实践严重脱节”)；吕成龙：《谁在偷偷地看牌？——中国证监会内幕交易执法的窘境与规范检讨》，载《清华法学》2017年第4期(认为《中华人民共和国证券法》的规定“已经难以应付目前日渐复杂的内幕交易局面和监管要求”)。

[7] 参见王勇：《互联网时代的金融犯罪变迁与刑法规制转向》，载《当代法学》2018年第3期。

[8] 参见彭冰：《内幕交易行政处罚案例初步研究》，载《证券法苑》第3卷上，法律出版社2010年版，第95—96页。

职务侵占金融机构自营信息型和模仿交易型。<sup>[9]</sup> 从这一研究继续推进，本文旨在对利用证券未公开信息的交易行为的规制原理作出更为宏观和体系性的统一论的解释，一是指出哪些未公开信息的知悉者应当被允许或禁止利用之予以交易，从而在监管目标上实现公平与效率的平衡；二是对特定被禁止交易的信息知悉者在统一规制体系中的地位予以重新确定，在理论的具体展开上亦有诸多与其他学者的不同之处，以便构建本人主观认为的一种更为简洁并互联的学说体系。这也符合实务界将内幕交易和利用未公开信息交易行为统一考量的观念。<sup>[10]</sup>

从比较法的视野看，本文的探索亦有先进性。美国内幕交易法立基于受信义务理论，后又加入了私取理论，法律进路较为复杂。欧盟内幕交易法名义上立基于信息平等理论，但实际上不得不承认诸多例外，理论和制度不确定性更强。例如，欧盟法一方面规定：鉴于取得或处置（即买卖）金融工具必然涉及之前的取得或处置决定，这种取得或处置的事实本身不应被视为利用内幕信息。一个人基于自身的交易计划和战略而行事，不应被视为利用内幕信息，但另一方面又规定应当以合适和正当的方式（fit and proper）实施交易，符合市场完整性和投资者保护要求，如果有权机关认为存在非法理由，则仍然构成内幕交易。<sup>[11]</sup> 这实际上带来了巨大的不确定性。

本文的理论基础是反欺诈论，主张依据行为人的身份类型来判定允许或禁止其各自利用证券未公开信息的理由，<sup>[12]</sup> 通过周延的、全面的情境化分类来探索内幕交易的法律边界。反欺诈说是受信义务的一种发展，但理路比受美国判例法发展路径所制约的受信义务说更清晰，也区别于法律适用标准和执法界限模糊的信息平等说或公平交易说。<sup>[13]</sup> 本文反对执法机构将内幕交易责任主体视为“任何知情人”（不限于法定的知情人）的立场，<sup>[14]</sup> 也对 2019 年修订后的《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）第 51 条不加区分地把与证券发行人有业务关联的主体的实际控制人及其董事、监事、高级管理人员一律纳入知情人的做法持保留立场。

在反欺诈论下，对非法获取内幕信息者的限定较简单，即以非法手段获取信息者。<sup>[15]</sup> 本文实际讨论的范围仅限于在职务工作中合法获取内幕信息者，以及对此类主体施加义务、追究责任

[9] 参见彭冰：《重新定性“老鼠仓”——运动式证券监管反思》，载《清华法学》2018年第6期。

[10] 例如，《中华人民共和国刑法》第 180 条将这两种行为规定在同一条，并规定利用非公开信息交易罪援引内幕交易罪的法定刑。最高人民检察院在马某案抗诉要求对利用未公开信息罪全部援引《中华人民共和国刑法》对内幕交易罪的量刑规定，并获最高人民法院（2015）刑抗字第 1 号刑事判决书改判支持。

[11] REGULATION (EU) No 596/2014 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC, Whereas (31).

[12] 反欺诈论的立场阐释参见缪因知：《反欺诈论下的内幕交易类型重构：原理反思与实证检验》，载《法学家》2021年第1期；朱大旗、陈鹏：《反欺诈论下泄露型内幕交易推定的适用及其限度》，载《法律适用》2022年第4期。

[13] 例如，有学者主张内幕交易的归责正当性基础在于侵犯市场主体的“以信息对称为核心的公平交易法益”，因此要禁止“任何知情人”利用内幕信息。参见曾洋：《内幕交易侵权责任的因果关系》，载《法学研究》2014年第6期。

[14] 参见中国证监会行政处罚委员会编：《证券行政处罚案例判解》（第 1 辑），法律出版社 2009 年版，第 4 页。

[15] 一种广义的非法获取观认为这包括：违反信义义务的获取，或在不具有信义义务时，违反信息平等原则的获取。参见李振林：《“非法获取内幕信息人”的理据辨正与司法廓清》，载《政治与法律》2022年第5期。在反欺诈论者看来，此等理论仍然存在其自身批评的“可能会导致处罚范围漫无边际地扩大”的问题，比如视被动获取信息为非法获取。这实际上难以操作，也至少与主流刑法理论和实践不符，如刘宪权：《论内幕交易犯罪最新司法解释及法律适用》，载《法学家》2012年第5期；苗有水、刘晓虎：《〈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〉的理解与适用》，载《人民司法》2012年第15期；赵姗姗：《法益视角下证券内幕交易罪主体范围的规范构造》，载《政治与法律》2018年第10期（主张在公共场所捡到、听到内幕信息均不构成非法获取）。

的法理依据。

本文并非一味主张限制内幕交易的责任主体范围，本文也主张依据统一的责任标准、在特定情形下，合理扩大追责范围。

## 二、证券发行人工作人员与证券交易者工作人员： 内幕交易责任与抢先交易责任的传统分野与内涵重定

内部价值信息的合法所有者（证券发行人、上市公司）和外部交易信息的合法所有者（如机构投资者）本身能利用（通常由其自身产生的）重大未公开信息交易，如公司可以基于“外部市场未能正确判断公司股价”的信息而回购股份。二者的工作人员则不能利用这些信息，但归责原理有所不同。

### （一）一般性问题：发行人、交易者及其工作人员的范围界定

本文的“工作人员”采广义，接近于“内部人”的含义，包括法人或其他组织的职员、董事/理事、高级管理人员、雇员、契约型受托人、合伙人、较大的股东、下属单位及其工作人员，也包括自然人的受托人。他们的共性是由于职务关系可以接触到相关主体的未公开信息。在一般情况下，他们彼此身份的差异不会影响本文的法律分析结论。

将证券发行人的工作人员与证券交易者的工作人员并列讨论，并非由于二者的共性，恰恰相反，是由于二者区别明显，分别构成了传统内幕交易和抢先交易的核心。在本文的利用证券未公开信息交易之规制对象的统一论解释中，其可谓构成了最不会互相混淆的“两端”。<sup>[16]</sup> 这在证券法和证券刑法学界已经达成了共识。

标的证券发行人/上市公司的工作人员/内部人利用内幕信息的交易行为（含泄露内幕信息供他人交易，下文皆同）违反了公司允许其知悉内幕信息时的初衷与信赖，侵犯了公司的信息财产权，<sup>[17]</sup> 并会对根据公开信息进行交易的投资者产生误导。<sup>[18]</sup> 在当前的主流社会认知下，发行人的内部人利用内幕信息为自身谋利，亦不利于市场投资者对发行人的观感，会降低他们交易该公司股票的意愿，这是对上市公司利益的又一重损害。

内部人可分为常规内部人与临时内部人。常规内部人包括董事、监事、高级管理人员、大股东、能接触内幕信息的重要岗位雇员。临时内部人是指基于委托代理关系为公司服务、在个别事项中获取内幕信息的主体，他们的活动后果归于上市公司，可视为公司的契约型临时雇员。这主

<sup>[16]</sup> 一个对比参照物是：由于期货品种是交易场所挂牌的类别化金融商品，而非特定企业提供的个性化金融商品，故期货市场不存在来自发行人及其工作人员的内幕交易，但仍然存在交易者工作人员的抢先交易、监管者基于宏观类别化信息的利用未公开信息的交易。更多讨论参见谢杰：《期货市场内幕交易的法律规制》，载《财经法学》2019年第5期。

<sup>[17]</sup> 斯坦福大学法学院教授斯考特（Scott）指出信息财产说较之于公平竞争说、信息流通说，更适合用于解释内幕交易责任。See Kenneth E. Scott, *Inside Trading: 10b-5, Disclosure and Corporate Privacy*, 9 *The Journal of Legal Studies* 801 (1980). 加利福尼亚大学洛杉矶分校班布里奇（Bainbridge）教授指出，尽管美国最高法院判决以受信义务为法律依据，但证监会的监管行动和下级法院判决积极地侵蚀了受信义务的适用，内幕交易的真正法理基础是信息财产权。See Stephen Bainbridge, *Regulating Insider Trading in the Post-fiduciary Duty Era: Equal Access or Property Rights?*, available at <https://www.researchgate.net/publication/256018677>, last visited on Sept. 20, 2025.

<sup>[18]</sup> See Michael J. Fishman & Kathleen M. Hagerty, *Insider Trading and the Efficiency of Stock Prices*, 23 *Rand Journal of Economics* 106, 110 – 111 (1992).

要指证券中介机构及其人员，包括上市公司并不实际知悉其姓名的中介机构辅助人员。他们虽然与上市公司无直接合同关系，但仍然因为职务获取内幕信息，与上市公司存在直接关系的主要中介人士只是分工不同。上市公司亦可合理预期会有一些姓名不为已知的中介机构工作人员将从己处获取内幕信息。常规内部人与临时内部人利用公司的未公开信息的行为均为内幕交易。

证券发行人本身不应该构成内幕交易的责任主体，即便发行人以公司层面的意思表示对外泄露出内幕信息，令他人来交易本公司股票，亦不应构成内幕交易，因为这是公司对自身信息财产的处分。<sup>[19]</sup> 公司本身和个别股东之间是投资关系，没有受信关系。如果持公司契约论、把公司看作是财产的集合或合同的联结点（nexus of contracts）的话，结论就更是如此。相比之下，董事会对股东、大股东对小股东有受信义务，是因为小股东向公司交付了资产，但自身没有决策权，故与控制公司的董事会、大股东形成了一个事实上的信托或受信关系。《证券法》第 51 条扩张性地将发行人自身列为内幕信息知情人，是值得商榷的。

证券交易者也不应就自身交易（包括收购）的信息构成内幕交易主体或抢先交易主体。以最常见的收购交易为例，收购人对收购对象的原股东/卖出者并无义务，“在并购案件中确认信义义务实属牵强”<sup>[20]</sup>。《证券法》第 53 条对此有一个明示的例外“持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有公司百分之五以上股份的自然人、法人、非法人组织收购上市公司的股份，本法另有规定的，适用其规定”。<sup>[21]</sup> 光大证券案则构成了一个错误的适用，光大证券作为普通自营商，有权自由买卖，并无义务向其他市场交易者披露“此前自身的买入行为系出错所致”的未公开信息。<sup>[22]</sup>

证券交易者的受托人或工作人员利用证券交易者的交易信息（包括自营信息和资管机构为客户交易的信息）为自己实施同向交易时，会构成抢先交易，抬高证券交易者的交易成本，若实施反向交易，则不损害该证券交易者的权益，除非是刻意通过安排其可影响的证券交易者的交易来实现利益输送，如故意令一方将持有的证券低价卖给另一方。<sup>[23]</sup>

## （二）特殊交易者：收购上市公司者和被上市公司收购者的责任主体地位辨析

标的证券交易者中重要的一类是收购上市公司者。需要注意的是，不能将上市公司收购和被收购的情形混为一谈。美国证券交易委员会 14e—3 规则规定：收购上市公司的要约（tender offer）实质开始后，任何自要约人或被要约人处获取该重大未公开信息的人不得交易标的证券。这实际上限于传统内幕信息知情人（自受要约人即上市公司处获取信息）和要约收购人及其受托方的工作人员。在一个典型案例中，法院判决收购上市公司的投资银行的雇员利用未公开信息购买目标上市公司证券的行为构成内幕交易。<sup>[24]</sup> 日本《金融商品交易法》第 166 条禁止上市公司的 5 类关系人（関係者）利用公司未公开经营事项信息的交易行为，包括公司工作人员、股东

<sup>[19]</sup> 此等行为并不导致泄密人获取违法的个人利益。详见缪因知：《人际利益关系论下的内幕信息泄露责任研究》，载《法律科学（西北政法大学学报）》2020 年第 3 期。

<sup>[20]</sup> 吴昉昱：《我国证券内幕交易主体之理论解读与规则构建》，载《政治与法律》2015 年第 7 期，第 50 页。

<sup>[21]</sup> 有观点基于经济效率的理由支持此豁免规定，认为其有利于促进收购上市公司。但本人认为这并非本质原因。

<sup>[22]</sup> 证监会和法院系统普遍认为此案构成内幕交易，而学术界普遍质疑此结论，如陈洁、曾洋：《对“8·16 光大事件”内幕交易定性之质疑》，载《法学评论》2014 年第 1 期；缪因知：《光大证券事件行政处罚与民事索赔之合法性质疑》，载《法学》2014 年第 1 期。

<sup>[23]</sup> 如中国证监会行政处罚决定书（深圳市富航投资管理有限公司、岳伟、李博亚）〔〔2019〕29 号〕；《中国证券监督管理委员会深圳监管局行政处罚决定书》〔〔2016〕6 号〕。

<sup>[24]</sup> See United States v. Newman, 664 F.2d 12 (2d Cir. 1981).

及其工作人员、法定监管者、与公司缔约或拟缔约者及其工作人员，但第 167 条只禁止对上市公司发出公开收购要约（公開買付）者的同 5 类关系人利用未公开收购要约信息的交易行为，而非规制所有并购相关主体。

我国 2005 年修订的《证券法》（已失效）将“上市公司收购的有关方案”列为发行人的内幕信息。2019 年修订的《证券法》将内幕信息与触发临时报告的重大事件等同，故无此项，但在内幕信息知情人中加入了上市公司收购人或者重大资产交易方及其控股股东、实际控制人、董事、监事和高级管理人员。严格按照文义的话，在《证券法》2019 年修订前后，上市公司拟收购的公司工作人员购买该上市公司股票的情形均应该由于主体的不适格而不能成为内幕交易责任主体，<sup>[25]</sup> 但此前有此类执法，<sup>[26]</sup> 此后也恐怕不会消失。

自被要约人处获取信息，与自要约人处获取信息，破坏了来自不同主体的信赖、违反了对不同主体的义务。上市公司收购和被收购的法律意义存在深刻不同。

展开而言之，甲拟收购上市公司时，甲（及其临时内部人）的工作人员的提前买入行为抬高了甲的收购成本、损害了收购者的利益。所以，当收购上市公司者聘请的律师事务所中非直接经办工作人员（严格地说，不是临时内部人的工作人员）利用未公开信息买入上市公司股票时，<sup>[27]</sup> 美国法院在受信义务理论框架下，通过私取理论的创造来追究公司外部人的交易责任。<sup>[28]</sup> 其本质原因即在于该等行为具有真实的危害性：其违反了信息来源方（收购者）对其临时内部人（律师事务所）的信赖、欺诈收购者并损害了其权益（若其实施的是卖出行，則难言损害了收购者的利益）。

另一方面，上市公司拟友好收购乙时，若乙由此知悉收购信息，并利用之购买上市公司股票，并不违法。因为友好收购并不由收购人单方即可完成，而是依赖被收购人的配合，故此未公开信息并非来源于上市公司的单方让渡，而是必然由双方共有的一个信息。乙对上市公司及其股东不具有受信义务，故交易行为难称损害了他们的权益。与之相通的是上市公司与乙发生合并、缔约等交易关系的情形，乙利用相关未公开信息并不违法 [更多讨论见第四（一）部分]。若上市公司拟对乙敌意收购，乙一般不知悉此等信息，除非是第三方泄露“上市公司拟收购乙”这一内幕信息。

若乙的工作人员买卖上市公司的股票，由于其对上市公司及其股东不具有受信义务，故难称损害了他们的权益。这也不存在对乙的权益的直接损害，但若乙将被收购信息作为商业秘密信息处理，明示暗示地限制工作人员擅自使用，则乙的工作人员的利用行为构成了侵犯乙的信息财产权（对此种滥用信息行为的更多分析见第三部分）。

若乙同时是上市公司，则乙的工作人员利用未公开信息购买乙的股票，或前一个例子中的上市公司工作人员购买甲的股票，仍然构成内幕交易。尽管收购上市公司是关于标的证券外部供需

<sup>[25]</sup> 在 2019 年修订的《证券法》下，上市公司所收购对象的工作人员在文义上也不宜被解释为“与公司业务往来可以获取”内幕信息的人。该条若可如此广泛解释的话，就无需单列收购人一项了。

<sup>[26]</sup> 如《中国证监会行政处罚决定书（邓军、曲丽）》（〔2008〕46 号）。

<sup>[27]</sup> See United States v. O'Hagan, 521 U. S. 642 (1997).

<sup>[28]</sup> 中国《证券法》下的禁止“非法获取”内幕信息的规则即源于美国私取理论，但较为笼统，实践执法不仅包括一切采用非法手段的情形，甚至包括只是无合法获取资格，但和知情人有过联络、接触，同时又有异常交易的行为。参见夏东霞、杨婷：《简论内幕信息受领人内幕交易行为的认定——美国相关经验对我国的启示》，载《证券法律评论》2017 年卷，中国法制出版社 2017 年版，第 295、298—299 页；邢会强：《我国内幕交易推定制度的收缩与完善》，载《政法论坛》2025 年第 5 期（主张废除“密切关系人+交易”及“联络接触+交易”型内幕交易推定）。

而非内部基本面的信息，但当被收购公司工作人员的信息来源于该公司内部时，违背的也是公司对他的信赖。责任辨识的主体标准应优于信息客体标准。

在传统上，相关主体利用收购上市公司的未公开信息的交易被纳入内幕交易法予以规制，只是法制演进中偶然性的路径依赖因素所致，即利用发行人内部信息的交易禁止规则及其实践，较之利用发行人外部交易信息的交易禁止规则更为发达，从而为简便起见，将相近的后者纳入前者的领域一并规制。但本文上述更细化的分析显示，相关责任存在进一步区分的法理基础。

小结之，利用外部交易信息的交易的规制法理与利用内部价值信息的交易的规制法理存在结构性相似，故有时易产生混淆，但二者的作用场域截然不同。交易者工作人员滥用交易信息的交易违背了交易者（主要是机构投资者）对行为人（主要是机构投资者的操盘手）的信赖（即允许其知悉或作出对标的证券的交易决策）、可能破坏了被抢先交易的主体获得更优市场价格的机会；内幕交易侵犯了上市公司的信息财产权，违背了发行人对行为人的信赖，但“利己不损人”，未必明确损害其他交易者的利益。<sup>[29]</sup> 收购上市公司者的工作人员利用此交易信息买入上市公司股票，违背的是收购者对行为人的信赖，损害了收购者的利益，不应视为侵害上市公司利益的内幕交易。而被上市公司收购者（收购对象）的工作人员的交易行为，可能构成对收购对象的信息财产权的侵害，但同样不是内幕交易。

### 三、如何认识证券交易者工作人员的非抢先交易： 滥用未公开交易信息责任的概念提炼

大型证券交易者本身的交易信息会显著影响市场供求，其工作人员利用职务便利获取使用其交易信息的行为，构成违法“利用非公开信息交易”行为。实践案例很多并非“抢先交易”，而是同期或晚于被利用的信息的所有者自身的交易。<sup>[30]</sup> 不少主体是在交易信息已经形成后，再据之予以交易。目前执法司法实践认为在信息所有者的合法交易前 5 个交易日到后 2 个交易日利用未公开交易信息的行为均属于“同期”。<sup>[31]</sup> 法院认为，在此期间内机构的交易信息“一般不为普通投资者所知悉”<sup>[32]</sup>。

法院的这一看法符合信息实质公开理论。即便是法定需要披露的内幕信息，在形式上被公开后一定时期内，仍然可能尚未被市场实质性地消化，更不用说本身无需被直接披露、只能被放大的交易量所间接体现的机构交易信息。然而，抢先和非抢先交易存在更为根本的正当性疑问。抢先交易未必对被抢先者造成权益损害，也未必对其他市场投资者造成公平竞争权的损害。而非抢

<sup>[29]</sup> 内幕交易实际上抢占了同向交易者的成交机会，反而令实际成交的反向交易者获得了更优的交易结果，但现代法制基于“若知道对手是内幕交易人，就不会希望成交”的法理，而只赋予反向交易者赔偿权。内幕交易究竟损害了股票卖出者（原股东）还是买入者（现股东），亦令人困惑。这些使得内幕交易的民事责任法理基础模糊不清。

<sup>[30]</sup> 例如马某就是先于、同期或稍晚于其管理的基金账户实施买卖。参见最高人民法院（2015）刑抗字第 1 号刑事判决书。

<sup>[31]</sup> 参见黄江东、陈辰：《“老鼠仓”与证券从业人员违法买卖股票行为辨析》，载黄江东、施蕾编：《证券法治新图景：新〈证券法〉下的监管与处罚》，法律出版社 2022 年版，第 230 页。将“前五后二”认定为“同期”的重要判决如曾某案。参见北京市高级人民法院（2016）京刑终 61 号刑事判决书。

<sup>[32]</sup> 上海市第一中级人民法院（2015）沪一中刑初字第 17 号刑事判决书。

先交易的危害性则更小。对它们的规制理由必须重新探求。

首先，在很多情境下，抢先交易对被抢先者的损害其实是微弱的，是“定性”而非“定量”的。值得被抢先的交易一般是机构投资者的大规模交易，抢先的交易规模由此相对较小，甚至只有几万股或几千股，<sup>[33]</sup> 对前者造成的购入成本增抬效应其实颇为有限，“根本不可能使得基金投资该股票的成本增加”<sup>[34]</sup>，可忽略不计。

其次，抢先交易的不公平性较弱。即便是大型机构的交易信息也未必似内幕信息那般具有利好或利空性，它们的交易决定可能仍然不足以影响股价，特别是大盘股股价。<sup>[35]</sup> 所以，在交易实施后，股价很可能还是不会显著变动，也不会体现“已经发生大额买入”的信息，相关内部人跟风或搭车交易的商业价值不像内幕交易那般立竿见影。推而言之，至少对同一笔交易而言，“即将发生大额买入”的信息的市场价值也就相当有限了，利用之实施的抢先交易也难言对其他交易者有几许不公平。相反的情形是，若机构投资者的交易导致了特定证券价格显著变动、体现了“已经发生大额买入”的信息，则在此之后交易者即便是机构投资者的工作人员，亦谈不上对其他投资者有何不公平之处。

更进一步的，一笔大额买入完全可能是逆市而动，带来亏损，伴随它的抢先或非抢先交易同样如此。事实上，不少执法司法机构认定的利用未公开信息行为盈利甚少，甚至亏损。<sup>[36]</sup> 相关主体故意利用交易信息来实施交易，实际上类似于利用确定性较弱的内幕信息来实施交易。

故而，这些交易行为的弊害未必在于抬高被抢先者的交易成本，也未必在于损害其他市场交易者的权益，包括所谓公平交易权。交易信息不同于内幕信息，本来就不会被披露给市场投资者。在内幕交易责任理论中，人们可以主张赔偿理由是“交易时不披露内幕信息，会在极大程度上影响到投资者所投资的交易品种价格，进而造成投资者的损失”<sup>[37]</sup>，同一理由却不能适用于抢先交易。

为了正确界定其法律责任的性质，有必要从抢先交易责任的范畴向上提炼出滥用未公开交易信息的属概念。滥用信息行为的主要弊害在于对信息所有者的权益的侵害，即背信利用工作之便，侵占了所属主体的信息财产、“白看了”其商业秘密。投资经理的投资决策虽然是自身的“劳动成果”，但却是建立在雇用其的资方提供的各种软硬件生产资料包括人际交往关系、参考信息之上的，其决策属于有偿的职务行为，不可私自利用。所以，即便擅自利用未公开交易信息的行为对信息所有者未造成直接的损害，只要所有者将此信息作为商业秘密信息处理、明示暗示地限制工作人员擅自使用，则其工作人员的擅自利用行为即构成对该信息财产权的侵权，属于违法。其危害后果不一定是财务性的，也包括工作人员的不当行为对信息所有者声誉的损害。

内幕交易被认为是对诸多分散的市场投资者的侵害，所以为提高追责效率，公法追责机制更

<sup>[33]</sup> 参见《中国证监会行政处罚决定书（涂强）》（〔2010〕27号）。

<sup>[34]</sup> 彭冰：《重新定性“老鼠仓”——运动式证券监管反思》，载《清华法学》2018年第6期，第37页。

<sup>[35]</sup> 例如，李某利案中的基金买入工商银行股票3亿多元，已经属于此类交易中规模较大的，但对比前后几日的交易，股票并没有出现价格异常上涨或交易量异常放大。参见彭冰：《重新定性“老鼠仓”——运动式证券监管反思》，载《清华法学》2018年第6期。

<sup>[36]</sup> 一项统计显示38起利用未公开信息罪中，盈利率超过5%的只有6起。参见彭冰：《重新定性“老鼠仓”——运动式证券监管反思》，载《清华法学》2018年第6期。相关行政处罚案件也多有亏损的。

<sup>[37]</sup> 该理由出自我国第一起判决赔偿的内幕交易案例光大证券案一审判决书。参见上海市第二中级人民法院（2014）沪二中民六（商）初字第76号民事判决书。该一审判决书在二审中被维持。

有价值（民事责任机制也同时凸显了其弱点）。而滥用信息交易是对特定主体财产权的侵害，故而对侵害行为追责的主导权可以交还被侵害者。换言之，被侵害信息财产权的主体可自行决定对侵害者是否追责、如何追责。以投资基金为例，基于基金的交易信息的非抢先交易难言损害了基金份额持有人的利益，而抢先交易对份额持有人利益的损害亦很难度量。更为适当的追责方式是由投资基金本身基于组织体的信息管理制度或合同规则对滥用人施加违约金、纪律处分等，或比照《中华人民共和国证券投资基金法》（2015 年修正，以下简称《证券投资基金法》），<sup>[38]</sup> 令其交易所得归入信息所有者。毕竟，抢先交易的发生可能性和“受害”机构本身的交易规模成正比。而且，如耶鲁大学梅西教授（Jonathan R. Macey）所质疑的，这意味着将公共执法资源耗费在保护资深的超大型机构投资者身上，本身就是缺乏正义的。<sup>[39]</sup>

此前，执法机构在处罚基金从业人员利用未公开信息的行为时，会一并以 2005 年修订的《证券法》第 43 条（2019 年修订的《证券法》第 40 条）证券从业人员不得买卖证券的禁令为依据，以降低适用“损害基金利益”的单一抽象规则时的不适宜。然而，《证券投资基金法》第 17 条其实并不禁止基金管理人的工作人员从事证券投资（要求事前申报）。与此同时，学界和业界对证券从业人员不得买卖证券的禁令在《证券法》修订时解禁的呼声很高。<sup>[40]</sup> 允许特定员工在事后知悉本机构的交易信息，甚至可能成为一种员工福利，<sup>[41]</sup> 对外部监管者的追责正当性产生釜底抽薪式的消解。故而，对交易者的工作人员滥用交易信息是否追责、如何追责，只应由交易者自身决定。

#### 四、证券发行人的交易对象和其他利害关系人及其工作人员的责任： 滥用未公开非交易信息责任的概念提炼

##### （一）证券发行人的利害关系人有权利用其合法知悉的未公开信息实施交易

证券发行人的交易对象指与证券发行人发生订约、合并、重组等交易的外部主体。与前述收购证券者不同，交易对象与发行人之间存在着另一重非证券交易的法律关系，他们基于该法律关系对发行人价值基本面的利害结果作出了相应的证券决定。与前述收购证券者相同，他们据之以交易的信息并非从发行人处知悉，而是从自身的业务活动中知悉，故此等行为不应视为违法，二者可被归纳为利用自身信息交易者。比如《澳大利亚公司法》《新西兰证券修正法》《新加坡证券期货法》以相同的节标题《知悉自身意愿或活动之例外》和基本相同的文字规定：一个人不会由于知悉他自己有意实施或已经实施的相关交易或约定而被视为内幕交易。

交易本身只是人际利害性交往、交互的一种形式。将上述交易做广义理解的话，所涉及其他

<sup>[38]</sup> 《证券投资基金法》第 123 条规定：“基金管理人、基金托管人及其董事、监事、高级管理人员和其他从业人员侵占、挪用基金财产而取得的财产和收益，归入基金财产。但是，法律、行政法规另有规定的，依照其规定。”

<sup>[39]</sup> 乔纳森·梅西：《声誉至死：重构华尔街的金融信用体系》，汤光华译，中国人民大学出版社 2015 年版，第 196—197 页。

<sup>[40]</sup> 2015 年 4 月提交全国人民代表大会常务委员会的《中华人民共和国证券法（修订草案）》第 76 条曾规定证券从业人员买卖证券实行申报制，学界也普遍赞同此等改变。学界和业界研究也多持此论。参见郭文英、丁海筠：《中外证券从业人员买卖股票制度之比较研究》，载《环球法律评论》2012 年第 3 期；清华大学课题组：《证券交易法律制度完善研究》，载《证券法苑》第 10 卷，法律出版社 2014 年版，第 233—235 页。

<sup>[41]</sup> 一些基金管理公司即允许基金经理查询其他基金的投资品种。参见《中国证券监督管理委员会上海监管局行政处罚决定书》（沪〔2014〕1 号）。该案中债券基金经理钟某婧利用了股票基金的投资品种信息实施交易。尽管公司未必会明文允许工作人员因此实施自利交易，但获取未公开信息本身就是一种多用途的优势。

利害关系人也包括与发行人发生诉讼、仲裁等法律行动关系的主体，无论是对上市公司采取还是被上市公司采取法律行动。从价值的角度看，甲公司和乙公司解约，甲公司起诉乙公司这两种人际交往并无质的区别。法律亦不把采取诉讼行为前的买卖视为内幕交易。例如，实践中，2012年万得信息公司曾位列上市公司同花顺信息公司的十大股东之列，其卖出同花顺股票后宣布对同花顺的数据终端产品提起巨额侵权索赔诉讼。有律师向证监会公开举报万得构成内幕交易，但证监会未就此立案。

再略加推展的话，此类合法利用未公开信息的交易也包括对发行人发布看多或看空观点、正面或负面新闻报道，并在此之前或之后作出交易。这种情形与前两者有所不同，前两者涉及的是发行人自身基本面的变化，而这是外部主体对发行人基本面的评价，属于观点表达，其作用的对象是市场投资者的买卖意愿，是更为典型的外部信息。

在美国，在发布看空观点前实施卖出或卖空，是做空机构获利的典型手法。但在中国是否合法，尚且存疑。这一是由于做空工具有限，二是由于证监会立场模糊，其答复有意尝试此类操作的市场机构时称：对有可疑证券先融券卖出，再发布看空报告以及谋求利益的行为是否违法，必须结合具体事实认定。<sup>[42]</sup> 在中国偏严的证券监管执法环境下，发布观点或新闻报道的行为即便存在一定的事实基础，同时行为人也未必具有扰乱市场秩序的故意，仍然存在较高的被认定为传播编造虚假信息或信息型操纵行为的风险。<sup>[43]</sup>

小结之，证券发行人的利害关系人可以利用基于其合法参与和知悉的未公开利害关系实施证券交易。若其通过违法行为制造了一种利害关系，就可能构成操纵市场，如在发布看多或看空观点时故意编造虚假信息，并借此通过证券价格的波动牟利。

对利用自身信息进行交易者的已有研究主张对此等行为的合法性确立3个要件：利用本人信息、行为人具有主观善意标准、与交易者所处地位相同的投资者会认为该利用行为是合理的。<sup>[44]</sup> 本人主张一种更宽容的立场。首先，可利用的信息仅以合法知悉的信息为限。比如甲与发行人乙缔约、丙受甲合法告知此信息，也可以买入。其次，对此等交易应当推定为善意，而非由交易者自行证明善意。第三，“相同投资者测试”更像是一个整体方法论，而非独立的个案判断。只要交易者合法取得了相关未公开信息，就应当推定其合法。

## （二）证券发行人的利害关系人的工作人员

与第三部分的分析类似，证券发行人的利害关系人的工作人员擅自利用相关未公开信息实施交易，属于侵犯了这些利害关系人的信息财产权的滥用行为。这些信息并非证券交易信息，但引发的责任类型与利用未公开交易信息的情形相同，我们可称之为利用未公开非交易信息的交易的责任。此处的“非交易信息”指不涉及标的证券的买卖供需的信息，而非不涉及任何交易。

这里值得展开分析的是，在涉及看多看空观点的（机构）发布者的场合，其工作人员利用未公开信息实施交易的行为仍然应视为滥用信息的交易，而非内幕交易。虽然这些信息是会公布的，但信息公布者并无公布义务，他们公布利好利空观点，就像投资基金不公布交易方案一样，

<sup>[42]</sup> 参见缪因知：《裸卖空、卖空型操纵与股指期货做空监管研究》，载《财经法学》2015年第6期。

<sup>[43]</sup> 参见缪因知：《信息型操纵市场行为执法标准研究》，载《清华法学》2019年第6期。

<sup>[44]</sup> 参见陈洁：《“利用自身信息交易”作为内幕交易抗辩规则的建构——兼论我国内幕交易安全港规则的基本框架》，载《现代法学》2021年第5期。

均是一种经营获利的方式。<sup>[45]</sup> 在发布观点或事实性报道者为本身不会从事证券交易的主体如新闻媒体时，他们的工作人员擅自利用信息交易的行为亦应视为滥用未公开信息的交易，而非内幕交易，理由同前。不过，若媒体获取的未公开信息完全源于上市公司本身，如源于公司邀请媒体去采访，且能合理预期公司不希望媒体提前利用或泄露的话，该等信息应被视为内幕信息。<sup>[46]</sup>

## 五、证券交易公法管理主体和市场基础设施的工作人员： 私法主体以外的公法主体责任

除了基于证券发行人的内部人地位而从发行人内部获取未公开信息，或基于证券交易或与发行人发生交易等利害关系而从发行人外部获取未公开信息外，还有两类特殊的主体会知悉与标的证券有关的重大未公开信息。

一是公法管理主体的工作人员，包括基于各种法律规则制定、行政管理、监管执法、司法审判等具有公法性质的职权活动，而强制从发行人处获取或自行产生关于发行人的重大未公开信息的主体的工作人员，包括常规职员、雇员和具有合同关系的受托人。

公法管理主体本身因为一般不会开户交易，所以它们不存在利用未公开信息实施交易引发的责任问题。

公法管理主体的工作人员在职务活动中知悉的相关未公开信息的来源分为两类，一类是依据职权（证券监管和非证券监管类职权，包括工商、税务、质检、环保、国有资产管理等相关职权，立法权，<sup>[47]</sup> 司法权）而从发行人处获取的价值基本面信息。

在这个领域的突出问题是监管机构、地方政府如金融办会强行派人旁听上市公司董事会等，导致过多人员能接触发行人的内幕信息。“来的人还特别多，只要能想出借口的人都来，后面坐的人比董事会人还多。每次讨论重要信息的时候，市场异常波动……他们一面开会一面上厕所，一上厕所，股市就波动。”<sup>[48]</sup>

公法管理主体的工作人员知悉的另一类未公开信息与传统内幕信息有所区别，即依据职权制造或知悉他人（如同事）制造的对发行人有重大影响的行为的信息，如作出处罚决定、判决，决定对发行人予以征收、补偿、补贴等。

在这个领域的突出问题是我国国有控股上市公司的资产转让、并购重组不仅审批链条长，会涉及多个公权力部门、多次集体会议，有关部门还可能会要求报送会议纪要，导致大量人员获取未公开信息。地方党委常委会、政府办公会、政府常务会议、国资委和金融办主任办公会均可成

<sup>[45]</sup> 甚至媒体作为一个独立利益主体，可能会鉴于发布真实新闻所带来的风险，而选择出售自己关于信息的“劳动果实”，即“有偿不闻”。参见缪因知：《敲诈和“有偿不闻”违法性的法经济学分析》，载《北大法律评论》第 16 卷第 2 辑，北京大学出版社 2015 年版，第 81—92 页。

<sup>[46]</sup> 参见《中国证监会行政处罚决定书（夏雄伟）》（〔2009〕26 号）。该案中上市公司在披露新产品研制成功前两天邀请媒体采访。

<sup>[47]</sup> 美国 2012 年《禁止利用国会信息交易法》(STOCKA) 通过后，立法机构工作人员才正式不再可以利用未公开的立法信息从事证券交易。

<sup>[48]</sup> 李蕾：《李剑阁炮轰官员“列席董事会”》，载《新京报》2014 年 4 月 12 日，第 A18 版。

为并购重组的决策机构；<sup>[49]</sup>而且党政批准的流程也很长，例如解放日报报业集团（下称解放日报）在召开处级以上干部会议、宣布与文汇新民报业集团次日合并，上市公司新华传媒公告承认“有关部门正按照程序对拟任干部进行任职前公示”，但经书面函证控股股东解放日报，没有接到合并获批的通知，又过了4日新华传媒才停牌。<sup>[50]</sup>这给不少官员利用内幕信息进行违法交易制造了空间。被判决内幕交易罪名成立的前副省长就有多人，其中不乏多次动用国有资金坐庄，令自己通过抢先买入的老鼠仓行为获利的情况。《中国共产党纪律处分条例》（2018年修订）亦有针对性地在第94条禁止了“利用参与企业重组改制、定向增发、兼并投资、土地使用权出让等决策、审批过程中掌握的信息买卖股票，利用职权或者职务上的影响通过购买信托产品、基金等方式非正常获利”。

这两类未公开信息的产生机制不同，前一类信息源于发行人，后一类信息源于管理主体。但前一类信息的提供一般出于法律的强制，<sup>[51]</sup>而非由于发行人自愿的信任、委托、缔约，<sup>[52]</sup>所以公法管理主体及其工作人员不应构成发行人的临时内部人，不应构成内幕交易。而且，实务中两类信息的知悉可能存在交织，如证券稽查人员检查发行人账簿时发现存在财务不实并决定予以处罚，所以简化起见，对利用这两类未公开信息的交易可不加以区别，统一归于滥用未公开信息交易。

公法管理主体并非私法主体，对职权活动中产生的信息不具有财产权。它们也不能向滥用信息者主张财产损害赔偿责任或自行豁免其损害赔偿责任。公法管理主体的工作人员不当利用相关未公开信息，本质上属于违反了信息管理制度，违反了公法管理主体对他们的信赖，系滥用职权、以权谋私的行为，<sup>[53]</sup>损害了他们应有的廉洁性，甚至损害了公众整体对公法管理主体的信赖，主要应承担公法责任。

与公法管理主体存在类似性的是证券市场基础设施，包括证券交易场所、登记和结算机构等。<sup>[54]</sup>证券交易场所等基础设施的部分工作人员可能基于行使市场化监管职权而获取或产生重大未公开信息（如交易所决定对上市公司发出问询函、予以公开谴责，甚至监管员会提前与上市公司就运营情况、分红情况等信息予以沟通），他们可纳入公法管理主体的工作人员。

而市场基础设施的其他工作人员从事的工作实际上是服务性的，他们在一定程度上能被视为发行人的临时内部人，即受托提供证券信息披露、成交撮合、登记结算等服务。这些服务性工作人员一般不会自行产生关于证券的重大未公开信息，而其知悉的未公开信息有的是发行人的价值基本面信息，有的是标的证券的交易信息，有的是标的证券的非交易信息（如甲上市公司拟披露

<sup>[49]</sup> 参见朱文超：《并购重组中的内幕交易主体规制——以〈证券法〉相关制度完善为依归》，载《证券法苑》第5卷，法律出版社2011年版，第116页。

<sup>[50]</sup> 参见李有星、冯泽良：《论重大资产重组信息披露制度的完善》，载《浙江大学学报（人文社会科学版）》2015年第3期。该文主张将涉及上市公司资产重组事项的政府部门及国有资产监督管理委员会追加为信息披露义务人。

<sup>[51]</sup> 实践中有一些案例涉及政府工作人员以发行人投资合作方的身份去调研时获取内幕信息。参见《中国证监会行政处罚决定书（王永进）》（〔2013〕76号）、《中国证券监督管理委员会甘肃监管局行政处罚决定书（辜典虹）》（〔2019〕3号）（与上市公司共同开发）、《中国证券监督管理委员会广东监管局行政处罚决定书》（〔2020〕15号）（去上市公司招商引资）。本人认为这些案例与商务人员获取信息并无不同，可根据具体事实酌情视为泄露、偶然获取信息。

<sup>[52]</sup> 由是之故，商事仲裁人或调解人利用从事仲裁或调解的机会知悉证券未公开信息并交易，应归入临时内部人范畴，而不是比照诉讼活动归入公法管理主体工作人员范畴。

<sup>[53]</sup> 有学者认为此类行为类似于职务侵占，或与内幕交易类似。参见彭冰：《重新定性“老鼠仓”——运动式证券监管反思》，载《清华法学》2018年第6期。本文赞同其类似于职务侵占，但不赞同简单与内幕交易类比。

<sup>[54]</sup> 不限于证券登记结算机构，也包括证券资产管理产品的登记结算机构。

起诉乙上市公司)。由于市场基础设施本身并不会开户交易，基础设施的工作人员知悉标的证券的交易信息的时间一般在交易主体已经报单或成交之后，故不会发生抢先交易。

市场基础设施和公法管理主体的共性大于差异。二者本身不从事证券交易，也不是相关信息的财产所有者。发行人对交易基础设施主体的选择不同于对证券经纪商、承销商等的市场化自由选择，而具有一定的强制性、指定性。这种服务的强制性、指定性又与交易基础设施的市场化监管功能互为表里。<sup>[55]</sup> 与作为市场服务机构的行业协会的自律监管模式不同，我国市场基础设施的权力监管实际上是自律监管，权威性来自法律法规设定的、其对自身或自身成员以外的其他类型的主体的监管。

所以，就未公开信息利用之规制而言，证券市场基础设施应当与公法管理主体同等对待，其工作人员利用非公开信息实施交易，属于滥用职权、以权谋私的行为。这两类主体滥用交易信息的行为并不构成侵犯信息财产权，而主要是破坏信息管理的公法秩序，是对社会整体的侵害，责任轻重应主要视行为情节而定，如违反信息管理制度时的主观状态、交易规模大小等，不宜伴随民事责任。而前几部分所讨论的行主要是对特定的私法主体(标的证券的其他交易者或未公开信息所有者)权益的侵害，责任轻重应视后果情节而定，即其对被侵害者的损害大小，并可适度产生民事责任。两者的对比请参见表 1。

表 1 利用未公开信息的交易行为的公私法主体差异

差异内容	私法主体	公法主体
典型主体类型	收购上市公司者的工作人员	证券监管人员
违法交易的侵害对象	信息财产权	信息管理秩序
责任轻重的衡量标准	后果(违法所得)	行为
违法行为的民事责任	可以适度产生	不产生

目前，我国 2005 年《证券法》(已失效)把证券监督管理机构工作人员以及由于法定职责对证券的发行交易进行管理的其他人员，证券交易所、证券登记结算机构、证券服务机构的有关人员列为内幕信息的知情人。2019 年《证券法》扩张了内幕信息知情人的范围，增加了因职责、工作可以获取内幕信息的证券监督管理机构工作人员，因法定职责对证券的发行、交易或者对上市公司及其收购、重大资产交易进行管理进而可以获取内幕信息的有关主管部门、监管机构的工作人员。但如本部分所述，在一个更严整的概念体系下，证券监督管理机构工作人员以及由于法定职责对证券的发行、交易进行管理的其他人员不应视为内幕交易主体，而是利用未公开信息交易的违法行为的主体。

《刑法修正案(七)》通过后的《中华人民共和国刑法》第 180 条则将内幕交易、泄露内幕信息罪和用未公开信息交易罪放置在一条内，其第 3 款规定“内幕信息、知情人员的范围，依照法律、行政法规的规定确定”，第 4 款又规定“利用因职务便利获取的内幕信息以外的其他未公开的信息”实施违法交易的犯罪主体是“证券交易所、期货交易所、证券公司、期货经纪公司、

<sup>[55]</sup> 有研究主张将基础设施定位于“非政府公共组织”，通过行政法规赋予其制定的管理规范对世的普遍拘束力。参见季奎明：《金融市场基础设施自律管理规范的效力形成机制》，载《中外法学》2019 年第 2 期；更新论述参见季奎明：《金融法制中的基础设施统合规范论纲》，载《财经法学》2025 年第 4 期。

基金管理公司、商业银行、保险公司等金融机构的从业人员以及有关监管部门或者行业协会的工作人员”。所以，在对监管部门、行业协会、交易所等的工作人员的利用未公开信息行为定责时，需要区分其获取的信息的内容与性质，才能决定定为何罪，颇为麻烦，也未必合理。

现有法律条文还存在法律罅隙。例如，证券登记结算机构工作人员利用职务便利获取标的证券的交易信息，严格地说并不受上述法律规则的制约，却是真实出现的案例。<sup>[56]</sup> 将公法管理主体和市场基础设施工作人员统一按照滥用未公开信息责任予以规制，颇为必要。

## 六、统一规制体系的建立

违法利用未公开信息行为的基本规制法理应当在于：这种行为侵犯了信息财产权，或（在不涉及信息财产权时）违反了信息管理制度。增加信息所有者的交易成本（抢先交易时）、损害其他交易者的公平竞争权均只是侵犯信息财产权或违反信息管理制度的后果而已。

在侵犯信息财产权的情形中，内幕交易不会导致对信息所有者（上市公司）的抢先交易，因为上市公司并不交易自己的股票；未公开交易信息的所有者（机构投资者等）必然会交易标的证券，未公开非交易信息的所有者（被收购者、交易对象等利害关系人）有时会交易标的证券，它们的工作人员实施抢先交易，可能导致增加信息所有者的交易成本。

基于前述理论阐释，可以建立利用未公开信息的交易的统一性规则体系如表 2。

表 2 利用未公开信息的交易的统一性规制

利用未公开信息交易者的身份	定性	能否导致对信息所有者的抢先交易
证券发行人的内部人/工作人员	内幕交易（损害了发行人）	否
证券交易者（包括收购上市公司者） (属于利用自身信息交易)	不违法	/
证券交易者的工作人员 (包括收购上市公司者的工作人员、 其临时内部人及其工作人员)	滥用未公开交易信息 (损害了交易者/收购者)	能
被上市公司收购者	不违法	/
被上市公司收购者的工作人员	滥用未公开交易信息 (损害了被收购者)	能
发行人的交易对象与其他利害关系人 (属于利用自身信息交易)	不违法	/
发行人的交易对象与其他利害关系人 的工作人员	滥用未公开非交易信息 (损害了利害关系人)	能
证券公法管理主体的工作人员	滥用未公开信息 (公法责任)	否
证券市场基础设施的工作人员		
其他偶然获取内幕信息的人	不违法	/

附加说明：上述主体向他人泄露未公开信息的行为性质同于自身直接利用信息；交易者与泄露、建议者之间有事前通谋，或者属于家属间合作的，交易者亦承担责任。

行为人自上述渠道采用非法手段获取未公开信息的行为性质同于合法获取者。

[56] 参见广东省高级人民法院（2018）粤刑终 479 号刑事判决书。

由此，将不同主体的交易行为重新定性，包括将多种主体的行为从内幕交易重新定性为滥用信息的交易，可以理顺法律的逻辑，明确不同的行为所侵害的权利主体，从而为相关主体主张权利、承担或豁免责任提供统一连贯的依据。

这里尤其重要的是划定法律责任的边界，实现各种责任的有机衔接，消除当前相关责任体系的混乱性。例如，收购上市公司者的工作人员的同向交易损害的是收购者的权益，而非上市公司的权益。收购者（而非上市公司及其股东）可以向交易人主张责任，也可以豁免其责任。

本文论证结果对呈加强趋势的内幕交易民事责任和行政责任施加也颇具意义。内幕交易民事责任的施加已成主流学说，相关司法解释也已经在起草中。然而，内幕交易民事责任的功能正当性和制度可行性亦不无值得商榷之处。<sup>[57]</sup> 刑事司法界也一向重视证监会的责任认定。实践中，刑事判决多会和行政处罚决定书的有责结论保持一致。商法和刑法学者也明确主张在经济犯罪中突出罪刑规范的从属性，尊重证券法对内幕交易等行为的定性。<sup>[58]</sup> 故而，若证监会在新型或边缘型的未公开信息执法案件中过于激进，会对民事和刑事责任实践产生不必要的“拖曳”效应。本文则对此提出了系统的重新定位之道。

---

**Abstract:** Insider trading and front running trading could be understood in a bigger integrated system of illegal use of nonpublic information of securities. The essence of these trading is an infringement of information property or a violation of information management. An increase of trading cost for the information owner or harm to the fair trading right of other traders are just results of such infringement or violation. Securities traders (including a person intending to take over a listed company) and a company that would be purchased by a listed company are entitled to use relevant nonpublic information for trading, but their employees or agents are not allowed to do infringe on the information property. Such illegal use may be presented not as a front trading, thus should be put in the category of illegal use of nonpublic information for trading. Trading partners and other related parties of the issuer are entitled to use relevant nonpublic information for trading, but their employees or agents are not allowed to do infringe on the information property. Employees or agents of nonpublic agencies and market infrastructures should not use nonpublic information to trade since it violates information management institution and creates a different public liability. To re-streamline and understand the liabilities of these conducts, we could improve the coherence of securities trading liabilities system.

**Key Words:** insider trading, front running, nonpublic information

---

(责任编辑：王湘淳)

<sup>[57]</sup> 参见缪因知：《内幕交易民事责任制度的知易行难》，载《清华法学》2018年第1期；吕成龙：《论内幕交易民事责任之否定》，载《财经法学》2023年第5期。

<sup>[58]</sup> 如夏小雄、赵希：《刑法与商法关系的理论思辨和体系构造——基于立体刑法学的视角》，载《北京工业大学学报（社会科学版）》2017年第5期；黄晓亮：《经济犯罪立法完善的部门法关系分析》，载《财经法学》2019年第5期。