

内幕交易犯罪案件违法所得 计算方法研究^{*}

王 涛^{**}

摘要:对于行为人获悉内幕信息后买入或卖出股票,在信息公开后5个交易日内已卖出或买入(回补)证券的,适用实际所得法;对于行为人获悉内幕信息后买入或卖出股票,在信息公开后未卖出或买入(回补)的部分,或者超出5个交易日卖出或买入(回补)的部分,适用拟制所得法,并将信息公开后5个交易日收盘平均价格拟制为市场基准价格。行为人在利好型内幕信息公开前买入并卖出股票的,根据收盘价格涨跌幅偏离值指标判断是否将获利数额认定为违法所得。对于期初持股案件,依先进先出法和后进先出法分别计算后就低认定违法所得。如果内幕信息涉及利润分配、权益分派或股票分红的,其分红数额应当纳入违法所得的计算范围。

关键词:内幕交易犯罪 违法所得 计算方法

* 本文仅代表作者个人观点,与所在单位无关。本文系2017年度国家社科基金一般项目“信息化条件下特大城市犯罪治理研究”(项目批准号:17BFX188)阶段性研究成果。

** 法学博士,上海市人民检察院第一检察部四级高级检察官。

认定内幕交易行为应受行政处罚还是刑事处罚,并非“质”的相异问题,而是“量”的多少问题,其关键在于判断其是否达到“情节严重”的标准。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》明确规定,“获利或者避免损失数额在15万元以上的,应当认定为情节严重”,但并未明确选择何种方法计算获利或避损数额。对此,理论界鲜有论述,实务界也莫衷一是,需要进一步研究。

一、违法所得计算方法的概述

(一) 实际所得法

实际所得法,又称净利法或者差额法,以卖出金额减去买入金额及相关交易费用后的余额作为违法所得。司法实践中,对于行为人获悉利好型内幕信息后买入股票,并在信息公开前后卖出的,或者行为人获悉利空型内幕信息后(融券)卖出股票,并在信息公开后买入(回补)的,多采用实际所得法。对于利好型内幕信息公开后未卖出的部分,由于不存在对应的交易价格,通常不纳入违法所得的计算范围;对于利空型内幕信息公开后未买入(回补)的部分,我国台湾地区法院往往不再计算违法所得,美国判例通常将实际卖出金额扣除原始买入成本及相关交易费用后的余额认定为违法所得。此外,在实际所得法下,并不考虑内幕信息公开后卖出或买入(回补)股票的时限,即该方法无须考虑其他市场因素引发股价的涨跌变化程度。

(二) 市场吸收法

市场吸收法,又称关联所得法,强调股价涨跌变化与内幕信息公开之间必须具有相当关联性。在具体计算时,首先要确认内幕信息公开后市场完全吸收该信息的合理期间,然后判断内幕信息在该期间内对股价涨跌变化的实际影响,并据此认定违法所得。对于与内幕信息无关的其他市场因素对股价的影响,则予以排除。与实际所得法不同,行为人在内幕信息公开后是否卖出或买入(回补)股票,或者实际卖出或买入(回补)价格如何,均不影响以市场吸收法计算违法所得。例如,

行为人在获悉利好型内幕信息后以每股 15 元的价格买入某公司股票,经确认内幕信息公开后 3 日市场完全吸收该信息,在排除其他市场因素影响的情况下,股价达到每股 20 元。行为人在内幕信息公开后第 10 日以每股 25 元的价格卖出部分股票。根据市场吸收法,计算违法所得应以内幕信息被市场完全吸收时的 20 元为基础;由于股价从 20 元上涨至 25 元系受其他市场因素影响所致,与内幕信息无关,故最终卖出价格 25 元以及继续持有部分股票对违法所得的认定没有实际意义。

(三) 拟制所得法

拟制所得法,将内幕信息公开后特定交易期间的交易价格拟制为市场基准价格,并以其与内幕信息公开前买入或卖出股票价格的差额作为计算违法所得的基础。该方法也强调股价的涨跌变化须与内幕信息的公开具有因果关联性,只不过与市场吸收法相比,市场吸收法对因果关联性进行了较为严格的限定。^[1] 根据市场吸收法确定市场完全吸收内幕信息的合理期间因个案差异会长短不一,且内幕信息对股价的实际影响程度也不同,其间需要排除与内幕信息无关的其他市场因素引起股价的涨跌变化。而拟制所得法则是直接设立特定交易期间作为市场完全吸收内幕信息的合理期间并统一适用于所有案件,且交易价格也相对确定并易于计算,其间基于拟制性不再单独考虑与内幕信息无关的其他市场因素对股价的影响。例如,我国台湾地区借鉴《证券交易法》第 157 条之 1 第 3 项关于内幕交易民事赔偿计算方法的规定,将内幕信息公开后 10 个交易日收盘平均价格拟制为市场基准价格,而日本则将内幕信息公开后 2 周内股票的最高价或最低价拟制为市场基准价格。司法实践中,对于行为人获悉内幕信息后买入或卖出股票,在信息公开后未卖出或买入(回补)的部分,或者超出特定交易期间卖出或买入(回补)的部分,多采用拟制所得法计算违法所得。其中,在我国台湾地区,无论是计算获利数额还是避损数额,市场基准价

[1] 参见汤欣、高海涛:《我国内幕交易案件中违法所得的算定及判罚——兼论域外法律实践及其启示》,载郭锋主编:《证券法律评论》(2015 年卷),中国法制出版社 2015 年版,第 61~62 页。

格均是内幕信息公开后 10 个交易日的收盘平均价格;而在日本,内幕信息公开后 2 周内股票的最高价是计算获利金额时的市场基准价格,内幕信息公开后 2 周内股票的最低价则系计算避损数额时的市场基准价格。^[2]

二、我国违法所得计算方法的适用

(一) 我国违法所得计算方法的适用现状

本文通过对 64 件内幕交易犯罪案件中涉案股票买卖时点、内幕信息敏感期间、内幕信息实现与否以及剩余股票持有情况等内容进行梳理(见附件),将我国司法实践中适用的违法所得计算方法归纳为以下几种类型:

1. 行为人获悉利好型内幕信息后买入股票,在内幕信息得以实现的情况下,于信息公开后全部卖出的案件有 33 件,法院均以实际所得法计算违法所得。在这些案件中,信息公开日或股票复牌日与卖出时点间隔长短不一,有的案件在复牌当日即全部抛售,如杨某山内幕交易案、蔡某福内幕交易案,有的案件至复牌后 7 个多月才全部清仓,如肖某庆内幕交易案。

2. 行为人获悉利好型内幕信息后买入股票,在内幕信息未能实现的情况下,于信息公开后全部卖出的案件有 4 件。其中,在韩某内幕交易案,吴某某内幕交易案,王某鸣等人内幕交易、泄露内幕信息案中,法院以实际所得法计算违法所得;在王某芳等人内幕交易、泄露内幕信息案中,辩护人提出应以复牌日最低价计算账面盈利作为违法所得,法院既未采纳其辩护意见,也未依实际所得法认定违法所得,而是以复牌日收盘价计算账面盈利作为违法所得。

3. 行为人获悉利好型内幕信息后买入股票,于信息公开前卖出部分股票,在内幕信息得以实现的情况下,于信息公开后卖出剩余股票的案件有 8 件,法院均以实际所得法计算违法所得,如邓某内幕交易

[2] 参见薛智仁:《内线交易之犯罪所得概念》,载《政法法学评论》2012 年第 5 期。

案,杜某库等人内幕交易、泄露内幕信息案。

4. 行为人获悉利好型内幕信息后买入股票,于信息公开前卖出部分股票,并在内幕信息未能实现的情况下,于信息公开后卖出剩余股票的案件有1件,法院以实际所得法计算违法所得,即冯某明等人内幕交易案。

5. 行为人获悉利好型内幕信息后买入股票,于信息公开前卖出部分股票,并在内幕信息得以实现的情况下,于信息公开后继续持有剩余股票的案件有7件。其中,在陈某洪等人内幕交易、泄露内幕信息案,邓某新内幕交易案中,法院以复牌日收盘价计算余股市值;在黄某芳内幕交易案中,法院则以复牌后连续涨停的最后涨停日的收盘价计算余股市值。在上述案件中,法院对于卖出的部分股票则均以实际所得法计算违法所得。在其余4件案件中,如董某青等人内幕交易、泄露内幕信息案,判决书并未体现违法所得的计算方式。

6. 行为人获悉利好型内幕信息后买入股票,于信息公开前卖出部分股票,并在内幕信息未能实现的情况下,于信息公开后继续持有剩余股票的案件有1件,法院以停牌前一日收盘价计算余股市值,对于卖出的部分股票则以实际所得法计算违法所得,即陈某生内幕交易案。

7. 行为人获悉利好型内幕信息后买入股票,于信息公开前卖出部分股票,并在内幕信息得以实现的情况下,于信息公开后又卖出部分股票且继续持有剩余股票的案件有1件,法院以复牌日收盘价计算余股市值,对于卖出的部分股票则以实际所得法计算违法所得,即郭某祥内幕交易案。对此,法院特别指出,在利好型内幕交易案件中,行为人利用其预先获悉内幕信息的优势提前进行股票交易,如果没有证据证明行为人从内幕信息知情人员处获取了预期价位,则该利好型内幕信息公开后,行为人与普通投资者相比已不再具备信息优势;而且,收盘价是某个交易日市场参与者综合考虑各种信息后通过实际交易获得的价格,内幕信息公开后经过首个交易日,应视为证券市场充分吸收了上述信息。因此,复牌日收盘价可以作为余股市值计算标准,也符合利好型内幕交易案件的交易习惯。^[3]

[3] 参见天津市高级人民法院(2015)津高刑二终字第9号刑事裁定书。

8. 行为人获悉利好型内幕信息后买入股票,在内幕信息得以实现的情况下,于信息公开后未卖出股票或仅卖出部分股票的案件有6件。其中,法院在国美电器、黄某裕等人内幕交易案,姚某江等人内幕交易案,宋某军内幕交易案中以复牌日收盘价计算余股市值;在段某内幕交易案中以复牌后打开涨停板日(最后涨停日的次日)的收盘价计算余股市值。在上述案件中,法院对于卖出的部分股票则均以实际所得法计算违法所得。在其余2件案件中,如王某等人内幕交易、泄露内幕信息案,判决书并未体现违法所得的计算方式。

9. 行为人获悉利空型内幕信息后至公开前卖出股票的案件有3件,法院计算避损数额的方法各不相同。在宏普实业、曾某珍内幕交易案中,法院认为,涉案信息属于明显的利空信息,该信息公告后公司股票面临极大的下跌可能,而在公告当日股市开盘时宏普实业就具备了抛出宏盛科技股票规避损失的条件,所以应以公告日的开盘价作为基准价计算避损数额;在黄某涛等人内幕交易、泄露内幕信息案中,涉案股票在7月1日复牌当日及此后2个交易日(7月4日、5日)均跌停,法院以7月5日最后跌停日的收盘价作为基准价计算避损数额;在周某内幕交易案中,涉案股票在2月1日复牌当日及此后2个交易日(2月4日、5日)均跌停,2月6日股票跌幅为3.42%,打开跌停板,法院以2月6日打开跌停板日的收盘价作为基准价计算避损数额。

(二) 我国违法所得计算方法的适用困境

目前,我国关于内幕交易刑事案件的裁判文书很少描述买卖股票的详细数据及交易费用(佣金、过户费、印花税等)的具体数额,对违法所得的计算依据和论证过程更是鲜有提及,即使列明控辩双方对该问题的争议焦点,释法说理也往往一语带过,未能充分阐述和评析各方观点。加之证券监管机构和最高司法部门的相关规范性文件仅规定了违法所得的概念及简单的计算公式,并未就适用条件和判定规则进行细化,导致司法机关对违法所得的认定标准不一,存在同类案件不同判决的情况,其处理结果的公允性和公信力难免受到社会质疑,主要如下:

1. 关于内幕信息对股价影响的时效性问题,司法机关在计算违法所得时往往未予以充分考虑。例如,在利好型内幕信息得以实现的情况下,无论信息公开后多久卖出股票,法院均适用实际所得法;在内幕

信息公开前卖出股票的,无论内幕信息是否实现,法院也一律采用实际所得法;在利好型内幕信息未能实现的情况下,对信息公开后陆续卖出股票的,有的法院仍依实际所得法计算违法所得。这就意味着,即使内幕信息对股价的影响尚未产生或者不复存在,只要行为人卖出股票,就以卖出金额减去买入金额并扣除交易费用计算违法所得,这种不考虑内幕信息对股价影响具有时效性的计算方法有违内幕交易的本质,即行为人利用内幕信息对股价产生的影响而获利或避损。值得注意的是,在冯某明等人内幕交易案中,辩方提出在内幕信息未实现的情况下应以德赛电池股票复牌日的收盘价计算被告人的账面盈利作为违法所得,但广东一审、二审法院均未采纳该意见。而利用同一内幕信息买卖德赛电池股票的王某芳等人内幕交易案,上海一审、二审法院均以复牌日的收盘价计算被告人的账面盈利作为违法所得,比适用实际所得法计算的获利数额少了580万余元。上海法院认为,利好型内幕信息未能实现往往不会对复牌后的股价产生直接影响,即后续的股价变化与内幕信息之间没有因果关系。行为人在复牌当日未抛售股票而选择继续持股,系基于对市场的判断而作出的选择,后续的获利或损失与内幕信息缺乏关联性。因此,对于在复牌后仍较长时间持股或卖出的,以复牌日收盘价计算违法所得较为合理。^[4]

2. 对于获悉利空型内幕信息后至公开前卖出股票规避损失的计算,司法机关在计算时选择基准价的标准并不统一。例如,在宏普实业、曾某珍内幕交易案中,辩护人提出规避损失数额应基于内幕信息公告日的收盘价认定,而法院则以公告日的开盘价作为基准价。与之不同,在黄某涛等人内幕交易、泄露内幕信息案和周某内幕交易案中,法院分别以复牌后连续跌停的最后跌停日的收盘价和打开跌停板日(最后跌停日的次日)的收盘价作为基准价。

3. 对于内幕信息公开后继续持有股票的市值,司法机关在计算时选择基准日(价)的标准并不统一,从而导致认定的违法所得数额差异较大。2007年中国证监会《证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》

[4] 参见罗开卷:《利好型内幕信息复牌后未兑现的违法所得认定》,载《人民司法》2014年第8期。

(以下简称《指引》)第22条仅规定可以将内幕交易行为终止日、内幕信息公开日、行政调查终结日或其他适当时点作为计算违法所得的基准日,未明确“其他适当时点”包括哪些时点,亦未明确各时间点分别适用何种情形,一定程度上增加了司法机关确定基准日的不确定性。如在姚某江等人内幕交易案中,在计算余股市值时,检察机关以公安机关立案日的收盘价11.75元/股作为基准价,而法院则以复牌日的收盘价7.23元/股作为基准价,单价相差4.52元,而由此认定的余股市值差异更大。经统计分析,目前对余股市值的认定,在利好型内幕信息得以实现的情况下,多数法院以复牌日的收盘价作为基准价,也有法院以复牌后连续涨停的最后涨停日或者复牌后打开涨停板日的收盘价作为基准价;而在利好型内幕信息未能实现的情况下,则存在法院以停牌前一日收盘价作为基准价。

4. 对于是否剔除与涉案内幕信息无关的其他市场因素(包括其他内幕信息)对股价的影响,司法机关在认定违法所得时均未给出明确意见。例如,张某等人内幕交易、泄露内幕信息案中,利好型内幕信息公开后凯诺科技股票涨幅14%,同期大盘涨幅22.58%。辩方认为,法院适用实际所得法计算违法所得数额过高,应考虑同期大盘涨幅高于涉案股票涨幅的情况,剔除与内幕信息无关的市场系统性因素对股价的影响。对此,法院认为,违法所得是被告人利用内幕信息买卖股票所实际获取的利益,大盘只能说明在某一段时间内股市的综合涨跌幅度,不能据此推测某一只股票获利与否,更不能据此认定该时间段内交易单只股票的获利数额。虽然被告人交易的股票涨幅低于大盘涨幅,但内幕交易是有针对性的股票交易,仍应当以其利用内幕信息进行交易所实际获取的利益来认定违法所得。^[5]可见,虽然辩方主张剔除市场系统性因素对单只股票价格的影响,但法院只是重申违法所得应是通过内幕交易所实际获取的利益,并未对内幕信息以外的其他市场因素引发股价涨跌是否计入违法所得作出具体回应。再如,诸暨某商贸公司、李某等人内幕交易案,该案涉及两个内幕信息,即非公开发行股票和年度利润分配预案,其敏感期分别为2013年1月29日至4月25日

[5] 参见山西省清徐县人民法院(2011)清刑初字第30号刑事判决书。

及同年3月28日至4月22日。4月18日,露笑科技因筹划非公开发行股票而停牌,同月25日复牌(单日涨停)。被告人李某仅获悉露笑科技非公开发行股票的信息,而对年度利润分配预案并不知情。2013年2月至3月,李某指使他人先后买入露笑科技股票,并在复牌后陆续抛售获利。由于两个内幕信息同时对股价产生影响,而李某只是利用其中一个内幕信息买卖股票,故应剔除另一个内幕信息对股价的影响,但法院在计算违法所得时仍直接适用实际所得法。^[6]

三、境外违法所得计算方法的实践

(一) 实际所得法的适用

1. United States v. Mooney 内幕交易案

United Healthcare 公司(以下简称 UH 公司)有意收购 Metra Health 保险公司(以下简称 MH 公司)。1995 年 5 月 24 日至 6 月 14 日,UH 公司副总裁 Mooney 以 25.8 万余美元陆续买入期权。同年 6 月 26 日,UH 公司宣布收购 MH 公司。后 Mooney 陆续卖出期权,得款 53.2 万余美元。联邦地方法院及第八巡回法院均采实际所得法认定 Mooney 获利 27.4 万余美元。^[7]

2. United States v. Nacchio 内幕交易案

Nacchio 系某公司董事长兼执行长,其获悉公司盈利欠佳后,在该信息公开前将其持有的公司股票共计 133 万股全部卖出,得款 5200 万余美元。联邦地方法院依实际所得法以实际卖出金额与原始买入成本 731.5 万美元及相关交易费用 1613.8 万余美元之差认定违法所得为 2855.4 万余美元。^[8]

3. 游某内幕交易案

明基公司副总经理游某在获悉公司重大亏损的信息后,将其持有

[6] 参见浙江省台州市中级人民法院(2015)浙台刑二初字第1号刑事判决书。

[7] See United States v. Mooney, 425 F.3d 1093 (8th Cir. 2005).

[8] See United States v. Nacchio, 573 F.3d 1062 (10th Cir. 2009).

的明基公司股票 676.9 万股卖出,每股平均单价为 34.03 元(以下涉及我国台湾地区的案例,币种均为新台币)。上述信息公开后,又买入 529.5 万股,支出 14,325 万余元,每股平均单价为 27.05 元。我国台湾地区“高等法院”以每股 34.03 元计算买入 529.5 万股的成本为 18,018 万余元,较实际支出减少 3693 万余元,并将其认定为游某的违法所得。^[9] 需要注意的是,游某在内幕信息公开后仅买入(回补)529.5 万股,与卖出数量相差 147.4 万股,由于该部分股票没有对应的买入价格,故“法院”仅对 529.5 万股计算违法所得。

(二) 市场吸收法的适用

1. United States v. Nacchio 内幕交易案

联邦地方法院依实际所得法认定 Nacchio 违法所得为 2855.4 万余美元,判处其有期徒刑 72 个月。Nacchio 提出上诉。第十巡回法院撤销联邦地方法院判决,改采市场吸收法,认为影响股价涨跌的因素复杂多样,违法所得只能以内幕信息对股价的影响作为计算基础,并扣除非因内幕信息所产生的利益。当时,代表政府的专家及代表被告的学者都使用事件研究法测算内幕信息对股价的影响,但是结论却差异较大。代表政府的专家主张,本案内幕信息对股价下跌的影响达 45% ~ 65%,被告获利在 2300 万 ~ 3200 万美元。代表被告的学者却认为,本案内幕信息对股价下跌几乎没有影响,至多仅为 3.52%,被告获利最多只有 183 万余美元。第十巡回法院采信代表政府的专家意见,对其判处有期徒刑 70 个月。^[10] 可见,该案使内幕信息和其他市场因素对股价的实际影响在司法实践中得到适用,不再停留在纯粹的理论分析和行为人的抗辩层面。

2. 徐某、林某内幕交易案

徐某、林某系警察,在履行职务过程中获悉千兴公司遭受调查的信息后,融券卖出该公司股票。该信息经媒体报道,千兴公司股价大跌。被告以每股 9.26 元的价格买入(回补)千兴股票。我国台湾地区“最高法院”撤销“高等法院”依实际所得法作出的判决并指出,原审法院

[9] 我国台湾地区“高等法院”2009 年度瞩上重诉字第六十一号刑事判决书。

[10] 同前注[8]。

以被告回补股票的成交价格 9.26 元作为计算违法所得的基准价格不妥,因为被告回补股票之时距离内幕信息公开之时将近一个月,在此期间,难以认定该内幕信息与千兴公司股价下跌具有相当关联性,不排除其他影响股价的市场因素介入其中。^[11]

3. 苏某等人内幕交易案

本案中,我国台湾地区“高等法院”对于被告买入后再行卖出的部分,采实际所得法认定违法所得,未卖出部分不列入计算范围。^[12] 但我国台湾地区“最高法院”予以撤销,认为违法所得应依市场吸收法认定。^[13] “高等法院”更一审判决仍然坚持原审观点,“最高法院”重申前判意旨,再次撤销“高等法院”更一审判决。“高等法院”更二审判决针对已出售的股票,以实际所得法计算违法所得;针对未出售的股票,则将行为人最后一次出售股票的价格作为计算基准。^[14] “最高法院”在撤销“高等法院”更二审判决时,进一步说明市场吸收法的意旨:(1)计算违法所得必须以股票价格的变动与内幕信息的公开之间具有相当关联性为必要,如果股价变动是由于其他市场因素所导致,而与内幕信息公开无关,则不能以涨跌变化后的股价作为计算违法所得的依据。(2)被告历次卖出股票的交易时点,与内幕信息公开之时远近距离各有不同,其中近则 4 日,远则 11 个月又 13 日,故不能一概认定公司股价变动与内幕信息公开之间具有相当关联性。^[15]

(三) 拟制所得法的适用

1. 刘某内幕交易案

刘某在获悉公司重大亏损信息后,卖出持有的公司股票,并在信息公开后未再买入。我国台湾地区“高等法院”判决指出:(1)本案只有卖出价格而无买入价格,故只能以拟制方式认定买入成本;(2)内幕信息对于股票价格的影响通常在 10 个交易日左右,其后股价若有涨跌,往往系其他市场因素所致,与内幕信息无关,故将 10 个交易日收盘平

[11] 参见我国台湾地区“最高法院”2012 年度台上字第五九二四号刑事判决书。

[12] 参见我国台湾地区高等法院 2007 年度瞩上重诉字第十七号刑事判决书。

[13] 参见我国台湾地区“最高法院”2007 年度台上字第七六四四号刑事判决书。

[14] 参见我国台湾地区高等法院 2009 年度瞩上重更(二)字第八号刑事判决书。

[15] 参见我国台湾地区“最高法院”2012 年度台上字第一八五七号刑事判决书。

均价格拟制为买入价格,据以计算其违法所得。^[16]

2. 周某内幕交易案

周某在公司并购内幕信息公开前,买入涉案公司股票。“台北地方法院”认为,计算违法所得应以内幕信息公开后 10 个交易日收盘平均价格为基准,而不以实际卖出获利为限。因此,“法院”在判决中并未说明周某买入股票后是否卖出以及卖出多少,而是直接将内幕信息公开后 10 个交易日收盘平均价格作为卖出价格。^[17]

3. 苏某等人内幕交易案

一审时,我国台湾地区“台北地方法院”采用拟制所得法并指出:由于影响股价的因素众多,因此,计算违法所得必须采取拟制所得法,以内幕信息公开后 10 个交易日收盘平均价格为市场合理基准价格。^[18]更三审时,我国台湾地区“高等法院”参考“法务部”委托学者研究的意见,认为如果在内幕信息公开后 10 个交易日内卖出或买入的,应以实际所得法计算;如果在内幕信息公开后未卖出或买入,或者超出 10 个交易日卖出或买入的,应以 10 个交易日收盘平均价格计算。^[19]

(四) 比较与述评

在美国,实际所得法与市场吸收法的争议点主要集中在以下几个方面:

1. 支持市场吸收法的第十巡回法院认为,买卖股票无罪,罪在欺骗。当内幕信息公开,市场完全吸收该信息并反映于股价时,欺骗行为即告终止,其他市场因素造成的股价涨跌与欺骗行为无关。因此,在一笔股票交易中,必须区分“合法的股票买卖”与“非法的内幕交易”,并据此将所获利益区分为:“非关内幕信息的收益”与“来自内幕信息的所得”,且将违法所得限于后者。而主张实际所得法的第八巡回法院则认为,内幕交易只是一笔整体的证券交易,并不存在将一笔内幕交易分割为“合法股票买卖”与“非法内幕交易”的情形,因此,联邦量刑准则说明中明确,所谓违法所得,是指被告买卖证券所获得的全部利益

[16] 参见我国台湾地区高等法院 2009 年度瞩上重诉字第六十一号刑事判决书。

[17] 参见我国台湾地区台北地方法院 2008 年度金诉字第十号刑事判决书。

[18] 参见我国台湾地区台北地方法院 2006 年度瞩重诉字第一号刑事判决书。

[19] 参见我国台湾地区高等法院 2012 年度瞩上重更(三)字第八号刑事判决书。

(the total increase in value realized through trading in securities by the defendant)。此外,联邦量刑准则说明所使用的文字是一般用语,而非专业用语,依联邦最高法院判决,上述文字应根据一般文义加以理解。如依市场吸收法计算违法所得,联邦量刑准则说明应表述为:“the gain in market value that has resulted from the offense”,而事实并非如此。^[20]

2. 市场吸收法认为,制定量刑准则是为了提高量刑一致性,使相同或类似的犯罪行为适用相同或相近的刑罚,并减少罪刑不相等的现象。而实际所得法却因被告人买卖股票时间的不同而价格各异,使违法所得数额存在较大差异,导致出现相同犯罪情节适用不同刑罚,或不同犯罪情节却适用相同刑罚的情形,悖离量刑准则的基本目的。^[21]理论上,依市场吸收法计算违法所得,因不受买卖股票时点及价格的影响,同一案件各被告人的量刑,与实际所得法相比确实较为一致。但实际上,市场吸收法具有人为设算的性质,不仅内幕信息在股价上完全反映出来的时间点很难认定,而且区分股价的涨跌,多少是因为内幕信息的公开所导致,多少是由于其他市场因素的影响所引发,必须倚赖高度专业的金融分析师和财务审计师的参与,而不同专家和学者往往得出迥异的结论。例如,United States v. Nacchio 内幕交易案中,同一被告在相同市场的违法所得,不同专家和学者即使采用同一研究方法却得出差异悬殊的数额。该案中代表政府的专家及代表被告的学者都承认,由于证券市场对内幕信息的反应本质上存在效率欠佳的问题,现有的研究方法不能完整地呈现内幕信息对股价的影响程度。特别是当几项内幕信息在一段时间内陆续公开时,计算信息对股价的影响更为困难。^[22]可见,由于市场吸收法并无明确统一的认定标准,相同情节的内幕交易案件未必能得出相同的违法所得并适用相同的刑罚,也难以达成罪刑相当的目的。而且,当实际所得数额远大于依市场吸收法计算的违法所得时,如果将后者作为量刑的基础,就会导致被告人在内幕交易犯罪故意支配下,在可预见的范围内,按照自己所决定的买卖时点

[20] 同前注[7]。

[21] 同前注[7]。

[22] 参见江朝圣:《论内线交易之犯罪所得——美国法的观察》,载《甘添贵教授七秩华诞祝寿论文集》(下册),承法出版文化有限公司2012年版,第393页。

实施内幕交易行为,实际获得较高的收益,却依较低的违法所得适用较轻的刑罚,也有违量刑公平原则。此外,倾向于市场吸收法的论者,主要是希望通过市场吸收法扣除其他市场因素对股价的影响,以解决量刑过重的问题。^[23]但事实上,United States v. Nacchio 内幕交易案显示,实际所得法和市场吸收法实际效果相当,最终量刑只相差2个月。因此,市场吸收法并未从根本上解决刑期过重的问题。

3. 市场吸收法借鉴了美国联邦最高法院审理的 Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Braudo 内幕交易案的民事赔偿计算方法,并将用于认定刑事案件违法所得。第十巡回法院认为,内幕交易的民事赔偿数额,以信息公开前买卖股票的价格,与信息公开后合理期间的股票价格差额,并剔除其他市场因素对股价的影响后,作为计算的基础。^[24]该方法旨在剥夺被告人的非法获利,能忠实反映被告人的主观恶性,与刑事责任的作用有共通之处,且可促成罪刑相当的目的,故在认定违法所得时应予以援引。^[25]但事实上,美国联邦法院对于是否能以民事赔偿计算方法认定刑事案件违法所得存在分歧,同意适用的案例有 United States v. Olis、United States v. Rutkoske,拒绝适用的案例有 United States v. Berger。此外,第八巡回法院认为,民事赔偿是为了弥补投资者因内幕交易所遭受的损失,因此,必须扣除其他市场因素对股价的影响,以避免投资者不当得利。而美国联邦量刑准则规定的实际所得法则有更广泛的公共利益考量,况且该准则明确,由于投资者因内幕交易所遭受的损失金额难以认定,故以违法所得取代投资者的损失作为量刑基准。^[26]因此,不应以民事赔偿的计算方法认定刑事案件违法所得。

与上述产生争议的立足点不同,在我国台湾地区,主张市场吸收法的“最高法院”认为,计算违法所得必须以股票价格的变动与内幕信息

[23] See Lana L. , *Freeman; Sentences Should Be Reasonable, Not Shocking; A De - Emphasis on Loss for Federal Securities Fraud Sentencing*, U. ILL L. REV. (2012) :969.

[24] See *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Braudo*, 544 U. S. 336 (2005) .

[25] 同前注[8]。

[26] See Stephanie Nevins, *Nacchio Profits; The Tenth Circuit in United States v. Nacchio Properly Departs from the Eighth Circuit in United States v. Mooney and Adopts the Civil Remedy of Disgorgement to Measure an Inside Trader's Gain under the Federal Sentencing Guidelines*, Creighton L. Rev. (2010) 43:1120.

的公开之间具有相当关联性为必要,此为法理上之当然解释。但是,支持实际所得法的学者则认为,同一笔内幕交易,价格无论如何涨跌,在特定的时点,客观上只有一个价格,立法理由并没有明确要求股票价格的变动须与内幕信息的公开相关联,亦未要求将其他市场因素产生的涨跌部分扣除。而且,摘取立法理由的一句话作为解释的权威依据,并不是“法理上之当然解释”。^[27] 正如 Harold Leventhal 法官所说的,依据立法理由判决案件,就像在人头攒动的群众中找出自己的朋友。执法者只是从立法理由所呈现的多种观点中,选择采用可以支持自己结论的理由。^[28] 综观我国台湾地区“司法”判例,虽然“最高法院”在判决中阐述市场吸收法的要旨,但仅作为撤销原判发回重审的理由,事实上“高等法院”并没有根据内幕信息公开后对股价所产生的实际影响计算违法所得,目前实务中仍多以实际所得法认定。

单纯从理论上分析,市场吸收法相较于其他两种计算方法,对违法所得的认定更为精准。因为影响股价的因素具有多样性和即时性,在内幕信息公开后对股价产生影响期间,不可避免地会有其他市场因素同步介入引起股价波动,而市场吸收法正是通过剔除其他市场因素对股价的影响来测算内幕信息这一单一因素引起股价涨跌变化的幅度。尤其是在市场持续上涨或下跌的特殊情况下,市场吸收法的计算方式对违法所得的准确认定具有重要参考价值与借鉴意义。换言之,当市场整体上涨时,计算违法所得应该剔除市场上涨因素对股价的影响,否则会高估被告人的违法所得。反之,当市场整体下跌时,涉及内幕信息的股票即便没有大幅上涨,但相对于其他股票而言可能会表现出抗跌甚至微涨的迹象,此时对其违法所得的认定更应该考虑市场因素的影响。不过,这种“违法所得数额的计算方法,对法院是极为复杂而艰辛的任务;而且计算的过程,耗费庞大的人力、物力,给量刑程序的进行平添许多障碍”。^[29] 与之不同,实际所得法具有简单、明确、容易预见的优点,能够避免市场吸收法程序复杂冗长而结果不确定的问题,方便司

[27] 参见杨仁寿:《法学方法论》(第2版),台北,三民书局2010年版,第223页。

[28] 参见赖英照:《内线交易的所得计算》,载《中原财经法学》2013年第2期。

[29] Daniel Richman, *Federal White Collar Sentencing in the United States: A Work in Progress*, Law & Contemporary Problems (2013) 76:56.

法机关适用,亦符合依犯罪情节轻重而量刑的立法意旨。需要关注的是,实际所得法也有自身的不足:一是内幕信息公开后未卖出或买入(回补)的部分往往不能纳入违法所得的计算范围;二是即使内幕信息对股价的影响消失殆尽,仍会将相关交易价格作为违法所得的计算基础,违反了违法所得因果关系的基本法理。^[30]

为解决上述问题,拟制所得法应运而生。拟制所得法本质上是市场吸收法的简易版,两者都认为,内幕信息对股价的影响是有时效性的,但对于如何确定这一影响期间,市场吸收法认为,应取决于证券市场的大小、投资者专业程度、信息流动速度、证券流通速度等多种因素,并无绝对的标准,应由法官依个案认定。^[31]例如,美国第二巡回法院在 *United States v. Royer* 内幕交易案中,将违法所得界定为内幕信息公开后 3 日内的实际收益。^[32]而拟制所得法为了便于司法操作,保证违法所得认定逻辑的一致性和认定规则的明确性,避免使用市场吸收法时需要确定内幕信息被市场充分吸收的时间而进行的复杂的事实调查,^[33]将内幕信息公开后特定交易期间的交易价格拟制为市场基准价格,并以其与内幕信息公开前买入或卖出股票价格的差额作为计算违法所得的基础。这种拟制方式,实际上正是在寻求合理评估内幕信息公开对股价影响程度的标准,尽量排除买卖股票时间及其他市场因素对计算违法所得的影响。

事实上,无论从立法目的的角度考虑,还是从执法效率的方面衡量,上述计算方法均有其合理性,但也都无法避免在具体操作时出现各种各样的问题。执法部门希望最大限度地剥夺被告人的不当得利并对其进行处罚,被告人则希望减少对其违法所得的认定并据此获得从轻处罚。此时,计算方法之争就会演变为利益保护和政策效果之争。值

[30] 参见张保生、朱媛媛:《对执法实践中内幕交易违法所得认定方法的反思与修正》,载郭锋主编:《证券法律评论》(2017年卷),中国法制出版社2017年版,第327页。

[31] 参见李有星、杨楠:《论我国内幕交易损害赔偿计算方法的建构》,载《时代法学》2012年第6期。

[32] See *United States v. Royer*, 549 F.3d 886 (2d Cir. 2008).

[33] 参见肖泽晟:《违法所得的构成要件与数额认定——以内幕交易为例》,载《行政法学研究》2013年第4期。

得欣喜的是,不同利益主体基于其自身利益,提出各种关于内幕交易违法所得的认定方法在不断完善,值得我们研究和借鉴。

四、我国违法所得计算方法的重构

通过前述关于我国内幕交易刑事案例的梳理,以及关于境外立法和实践的经验,本文提出以下完善我国内幕交易违法所得计算方法的建议。

(一)我国违法所得算定的一般规则

在内幕交易犯罪中,行为人的获利或避损只有剔除市场因素的影响且与内幕信息存在相当关联性才能作为违法所得。^[34]目前,世界多数国家资本市场在监管实践中,通常将法律意义上的“违法所得”等同于金融范畴中的“超常收益”,即运用金融学数理模型拟合出某只股票在不涉及内幕信息的情况下基于市场因素影响所产生的正常收益,从该股票的整体收益中扣减正常收益得出“超常收益”。^[35]也就是说,“超常收益”的计算区分了内幕信息与市场因素对股价的影响,只将基于内幕信息产生的收益认定为违法所得。在此基础上,经进一步考虑市场波动的随机性,形成了测算“超常收益”的主要方法:潜在计量法和潜在概率法。^[36]需要注意的是,这两种方法对的计算结果往往由于

[34] 吴任桓:《内幕交易违法所得计算中对市场因素的处理》,载《金融理论探索》2017年第4期。

[35] 陈莹、李心丹、周旭媛:《内幕交易违法所得计算中对市场因素的处理——基于国内案例的实证分析》,载《证券市场导报》2014年第4期。

[36] 潜在计量法由SEC开发,以事件研究法为基础,认为如果没有特别信息的扰动或冲击,股价变动应遵循前一段时期的状态,由此可根据历史股价测算股票交易能够获得正常收益。若内幕交易者基于信息优势,显著并连续地战胜市场,获得正常收益以外的利润,则这部分利润便是信息优势给内幕交易者带来的额外好处,属于违法所得。与之类似,潜在概率法也是利用股价突破正常收益范围的程度来测算内幕交易者基于信息优势所获得的好处。但不同的是,潜在计量法中的正常收益是由股价历史回归模型得来,而潜在概率法的正常收益则由股价几何布朗运动得来,后者计算更为准确,适用性更广。参见黄素心、王春雷:《内幕交易违法所得测度方法述评》,载《商业时代》2009年第28期。

模型的设计和参数的选取而存在较大差异。例如,邓某、曲某内幕交易案中,依潜在计量法和潜在概率法认定邓某的违法所得分别为8万余元、12万余元,两种计算方法得出的超常收益相差约4万元。但如果不剔除市场上涨因素对股价的影响,直接将实际所得认定为违法所得(该案为15万元),就会存在对被告人处罚过重的风险。又如,瞿某内幕交易案中,根据潜在计量法、潜在概率法认定的违法所得分别为16万余元、0元,差额悬殊。而根据实际所得法认定的违法所得为-4万余元,因为前期内幕信息虽然给被告人带来收益,但在其卖出股票时,同期股市泡沫破裂,股指从6000点急剧下跌,导致其实际所得处于亏损状态。^[37]此外,潜在计量法和潜在概率法涉及大量的计量模型和统计工作,一般办案人员如不具备金融知识,较难完全理解和掌握。因此,在实践中仍具有较大的操作难度。^[38]正如 *United States v. Nacchio* 内幕交易案中,法官在承认市场因素对内幕交易违法所得产生影响的同时,也指出“要绝对精确”地计算出市场因素对股价的影响,并在此基础上分离出内幕信息产生的收益是相当困难的。^[39]更何况,“与实际所得法比较,市场因素的影响只是程度不同,并非存在本质的差异。依市场吸收法计算违法所得,亦不能脱离市场效率性的影响。同样的信息在反应敏锐的市场与反应迟钝的市场,引发股价的涨跌幅度并不相同;即便在同一市场,各股票对信息的反应程度也有差异。对内幕信息反应敏锐的股票,违法所得相对较多,反之则违法所得较少。可见,无论采取何种计算方法,市场因素的影响依然存在,设想通过市场吸收法排除市场因素的影响并不符合股票市场的现状”。^[40]甚至有专家认为,这种不精确的计算方法,在执行上也未必产生理想的效果,故不应适用于刑事案件中。^[41]

[37] 同前注[35]。

[38] 同前注[1],第56页。

[39] 同前注[35]。

[40] 同前注[28]。

[41] See Nicole Black, *United States v. Nacchio and the Implications of an Emerging Circuit Split: Practical and Policy Considerations of Amending Financial Gain as a Measure of Culpability*, *Denver Uni. L. Rev.* (2010) 87:633.

基于以上,笔者认为,实际所得法与拟制所得法计算方式相对简便,可操作性强。同时,拟制所得法也考虑到股价的涨跌变化必须与内幕信息的公开具有因果关系,通过直接设立特定交易期间作为市场完全吸收内幕信息的合理期间并统一适用于所有案件,其间基于拟制性不再单独考虑与内幕信息无关的其他市场因素对股价的影响,值得借鉴。因此,对于行为人获悉内幕信息后买入或卖出股票,在信息公开后特定交易期间内已卖出或买入(回补)证券的情形,适用实际所得法计算违法所得。对于行为人获悉内幕信息后买入或卖出股票,在信息公开后未卖出或买入(回补)的部分,或者超出特定交易期间卖出或买入(回补)的部分,采用拟制所得法计算违法所得。关于特定交易期间的确定,有学者提出,考虑到我国证券市场上现行的涨跌停板交易机制,原则上应以信息公开至打开涨跌停板日为特定交易期间,以当日收盘价或期间加权平均价为参考价格。^[42]对此,笔者并不认同,因为内幕信息并不必然引起涨跌停,而且即使涨跌停板打开,也并不意味着内幕信息对股价的影响就消失殆尽,因此,宜立足我国证券市场发展水平及现有法律规定精神,并借鉴我国台湾地区的“司法”实践,设立固定的交易期间。根据《证券法》第42条第2款的规定,为发行人及其控股股东、实际控制人,或者收购人、重大资产交易方出具审计报告或者法律意见书等文件的证券服务机构和人员,自接受委托之日起至上述文件公开后5日内,不得买卖该证券。基于此,可以初步认定,《证券法》认为市场在上述文件公开5日后已经吸收相关内幕信息。因此,建议将内幕信息公开后5个交易日收盘平均价格拟制为市场基准价格。具体来说,行为人获悉利好型内幕信息后买入股票的,违法所得(获利数额) = (市场基准价格 - 买入价格) × 买入数量 - 交易费用;行为人获悉利空型内幕信息后卖出股票的,违法所得(避损数额) = (卖出价格 - 市场基准价格) × 卖出数量 - 交易费用。当然,对于上述情形,应当允许被告人及其辩护人提出证明交易所得与内幕信息无关的反证;^[43]反证

[42] 同前注[1],第66页。

[43] 参见杨子良:《如何计算内幕交易案件中的违法所得》,载《法律适用》2017年第24期。

成立的,应当将与内幕信息无关的部分从违法所得中扣除。

(二) 利好型内幕信息公开前买入并卖出股票的违法所得算定规则

内幕交易的违法性在于利用内幕信息对股价的影响获得独有的不当收益。因此,对于在利好型内幕信息公开前买入并卖出股票的,有学者认为,这时内幕信息尚未对股价产生影响,所从事的交易即使获利,也完全是由于其他市场因素的影响,不属于违法所得;行为人等于是选择享受其他市场因素带来的收益而放弃了内幕交易,应当认定其并没有利用内幕信息获利。^[44] 换言之,在内幕信息敏感期内已完成的交易所产生的收益,并非在内幕信息的影响下产生,二者不具有因果关系,从处罚的适当性与公正性看,不宜认定为违法所得,除非有充分的证据证明尚未公开的内幕信息是导致证券价格波动的主要原因。^[45] 如我国香港地区的 *Success Holdings Limited* 案中,审裁处认为,内幕信息在公开前是否能够按照预定计划披露并不确定,即使最终披露,被告人在信息公开之前卖出股票也不具有利用内幕信息获利或避损的动机,故不存在违法所得。^[46] 但在此后的 *Public International Investments Limited* 案中,审裁处则改变观点,认为被告人在信息公开之前卖出股票获利是基于内幕交易的违法所得。^[47] 我国香港地区终审法院更是在 *Shek Mei Ling* 案中明确“如果股票销售行为发生在相关信息公开之前,以实际所得法计算违法所得”。^[48] 对此,我国司法机关对于行为人在利好型内幕信息公开前买入并卖出部分股票的 14 件案件,无论内幕信息是否实现,也不论信息公开后是卖出还是持有余股,均适用实际所得法计算信息公开前卖出股票的违法所得。

内幕交易的实质在于行为人利用内幕信息对股价的影响实现利益的定向输送。因此,认定行为人在利好型内幕信息公开前买入并卖出

[44] 彭冰:《内幕交易行政处罚案例初步研究》,载《证券法苑》(第3卷),法律出版社2010年版,第126~127页。

[45] 同前注[34]。

[46] See Report of the Insider dealing tribunal of Hong Kong: *Success Holdings Limited* (June, 1994).

[47] 参见香港特别行政区政府网: http://www.idt.gov.hk/english/doc/Public_International_Investments_Ltd.pdf, 2019年7月15日访问。

[48] *Insider Dealing Tribunal v. Shek Mei Ling* (1999) FACV No. 23 of 1998.

股票的收益是否属于违法所得,关键在于判断这种收益是否源于内幕信息对股价的影响。一般而言,行为人通过各种方式获得利好型内幕信息后,就会想办法去挖掘该信息的潜在价值,使其充分反映到相关股价中。为此,在内幕信息公开之前,行为人都利用这一信息优势大量买入涉案股票,并可能有意识地暗中释放内幕信息,使直接或间接获知该信息的人员不断增加。当这些人不断买入涉案股票时,往往会推动其成交量(换手率)的增加和价格的上涨,促使该股票的技术指标和技术形态逐渐走好,从而吸引正反馈交易者的参与。^[49] 他们从超出原有市场预期的交易活动中推测、判断相关的内幕信息,并据此调整自己的投资策略,纷纷购买该股票。随着参与交易的投资者不断增多,该股票交易变得活跃起来,其成交量不断增加,价格也进一步上涨,形成知情效应。^[50] 正如有效市场理论所指出,理性投资者获取市场信息,不仅可以通过信息披露的方式来完成,而且还能够依靠对交易行为的“解码”来实现。理性投资者从其他市场参与者的交易行为所导出的股价、成交量等数据变化中解读、推断潜在的内幕信息,对资产收益产生正确的预期,从而使信息能够快速地扩散和聚合,并反映在股票价格上,因此,那些并无信息优势的投资者能够通过观察市场变化而获取和内部人一样的内幕信息。^[51] 正是基于上述因素,内幕交易者能够利用内幕信息公开前所引发的股价波动获取具有违法所得性质的收益。^[52]

为便于司法操作,有学者进一步提出量化标准,即内幕信息公开

[49] 正反馈交易者是通过股价过去的变化趋势而进行趋势外推的“追涨杀跌”型投资者,往往在股价上涨时买入,在股价下跌时卖出。

[50] 知情效应衡量的是投资者对新信息的了解程度,当投资者对新信息了解和吸收程度加深,就会有越来越多的投资者改变其原来的预期及投资策略,加入投资队伍之中,导致成交量增加和股价波动增大,这种现象就是知情效应。参见沈冰、冉光和、钟剑:《我国股票市场知情交易的形成及策略分析》,载《管理世界》2012年第1期。

[51] 楼扬:《实验方法下信息不对称和操纵对预测市场的影响》,浙江大学2013年硕士学位论文。

[52] 有学者以2009~2012年上证A股126家上市公司共423个重大事项作为样本进行实证分析,发现重大事项信息在公开披露前15日左右就已经泄露并对股价产生影响,内幕信息知情人通过内幕交易低价买入,并在公开前一天卖出,即可获得超额收益。参见胡攀峰、江磊:《信息披露前后的股价波动与内幕交易分析》,载《经济论坛》2013年第9期。

前,相关股票价格出现下列情形之一,应当将该期间所获利益纳入违法所得的计算范围:(1)单一交易日涨停或者跌停的;(2)连续3个交易日按照信息内容的指向日波动幅度超过5%的;(3)7个交易日按照信息内容的指向总波动幅度超过30%的;(4)20个交易日按照信息内容的指向总波动幅度超过50%的。^[53]对此,笔者并不认同,因为股价是否基于内幕信息产生异常波动,在内幕信息公开之前买入并卖出股票获得的利益是否源于这种波动,并非简单地根据该股票价格的波动幅度以及是否出现单日涨停或跌停进行判断,还需要从中剔除大盘普涨、普跌和行业整体波动等外部因素引起的股价变化。对此,可以借鉴上海和深圳证券交易所关于“股价异常波动”的标准。根据《上海证券交易所交易规则》(2020年修订版)第5.4.2条规定,连续3个交易日内日收盘价格涨跌幅偏离值(单只股票收盘价格涨跌幅-对应分类指数涨跌幅)累计达到 $\pm 20\%$ 的,属于股价异常波动。此外,根据《深圳证券交易所交易规则》(2020年修订版)第5.4.3条,ST和*ST股票连续3个交易日内日收盘价格涨跌幅偏离值累计达到 $\pm 12\%$ 的,也属于股价异常波动。

选取收盘价格涨跌幅偏离值指标,相较于单纯采用股价波动幅度的标准,可以真实地反映涉案股票价格受内幕信息单一因素影响而引发的变化情况,使股价异常波动的评判更加科学、合理。以陈某生内幕交易案为例,该案内幕信息敏感期为2007年4月17日至5月9日,涉案创兴科技股票连续3个交易日(4月27日、4月30日、5月8日)内收盘价格涨幅分别为9.55%、8.07%、9.32%,对应上证A股指数涨跌幅为-0.61%、2.17%、2.83%,偏离值分别为10.16%、5.90%、6.49%,累计达到22.55%,这意味着内幕信息并没有通过正规披露的方式,而是借由信息“解码”的市场运作模式在公开前已经对创兴科技股票价格产生实际影响,故法院将陈某生在内幕信息公开前卖出股票所获利益计入违法所得。^[54]与之不同,在黄某芳内幕交易案中,敏感期的任

[53] 参见刘宪权:《内幕交易违法所得司法判断规则研究》,载《中国法学》2015年第6期。

[54] 参见福建省厦门市中级人民法院(2009)厦刑初字第109号刑事判决书。

意连续3个交易日内,其股票收盘价格涨幅偏离值均未达到“股价异常波动”的标准,难以认定内幕信息在公开前已经对涉案三变科技股票价格产生实际影响,故法院径直将黄某芳在内幕信息公开前卖出股票所获利益计入违法所得的理由不够充分。^[55]

(三) 期初持股案件的违法所得算定规则

期初持股,是指行为人在知悉利好型内幕信息前已经在同一证券账户内持有部分涉案股票。由于期初持股与内幕交易无关,因此,在认定行为人利用内幕信息买入股票的违法所得时,不应将期初持股数量纳入计算范围。换言之,当证券账户同时包含期初持有的股票和利用内幕信息买入的股票时,行为人在内幕信息公开后以不同价格卖出全部或部分股票的,需要确定利用内幕信息买入、卖出或继续持有股票之间的关系,进而剔除期初持股对计算内幕交易违法所得的影响。对此,国内外学术界侧重于方法上的简单介绍和理论上的抽象研究,对真实案例情境下期初持股的实务探讨并不多见。目前,国内外证券监管机构和司法机关主要采用会计行业中常见的发出存货成本的计价方法来处理期初持股问题,包括先进先出法和后进先出法。^[56]前者是指先买进来的股票先卖出去,后买进来的股票后卖出去。而后者则指先买进来的股票后卖出去,后买进来的股票先卖出去。

具体包括以下两种情形:

1. 行为人在内幕信息公开后以不同价格卖出全部股票的,需要判定两类股票的卖出顺序和卖出价格,进而扣除期初持股对应的卖出金额。例如,行为人期初持有某公司股票5000股,并在知悉利好型内幕信息后,以每股2元的价格买入10,000股。后内幕信息公开,行为人分别以每股3元的价格卖出7000股,以每股3.5元的价格卖出8000股。依先进先出法,期初持有的5000股先被卖出,则利用内幕信息买入的10,000股对应的卖出金额为 $(7000 - 5000) \times 3 + 8000 \times 3.5 = 34,000$ 元,故违法所得为 $34,000 - 10,000 \times 2 = 14,000$ 元。依后进先

[55] 参见浙江省台州市中级人民法院(2014)浙台刑二初字第4号刑事判决书。

[56] 在会计行业中,先进先出法是指根据先入库先发出的原则,以先入库存货的单价计算发出存货成本的方法;后进先出法是根据后入库先发出的原则,以后入库存货的单价计算发出存货成本的方法。

出法,期初持有的 5000 股后被卖出,则利用内幕信息买入的 10,000 股对应的卖出金额为 $7000 \times 3 + (8000 - 5000) \times 3.5 = 31,500$ 元,故违法所得为 $31,500 - 10,000 \times 2 = 11,500$ 元。

2. 行为人在内幕信息公开后以不同价格卖出部分股票的,需要判定两类股票的卖出数量和卖出价格以及继续持有的数量和基准价格,进而扣除期初持股对应的卖出金额或虚拟市值。例如,行为人期初持有某公司股票 5000 股,并在知悉利好型内幕信息后,以每股 2 元的价格买入 10,000 股。后内幕信息公开,行为人分别以每股 3 元的价格卖出 7000 股,以每股 3.5 元的价格卖出 2000 股,案发时仍持有 6000 股(假定基准价格为每股 4 元)。依先进先出法,期初持有的 5000 股先被卖出,则利用内幕信息买入的 10,000 股对应的卖出金额为 $(7000 - 5000) \times 3 + 2000 \times 3.5 + 6000 \times 4 = 37,000$ 元,故违法所得为 $37,000 - 10,000 \times 2 = 17,000$ 元。依后进先出法,期初持有的 5000 股后被卖出,则利用内幕信息买入的 10,000 股对应的卖出金额为 $7000 \times 3 + 2000 \times 3.5 + (6000 - 5000) \times 4 = 32,000$ 元,故违法所得为 $32,000 - 10,000 \times 2 = 12,000$ 元。

可见,在内幕交易违法所得的计算过程中,对期初持股采取不同的处理方法会产生差异较大的结果。而且,由于交易比较复杂,难以确定卖出的股票中哪些是在知悉内幕信息后买入,哪些是在知悉内幕信息前持有,这两种不确定情形发生的概率是相同的,由此产生的利益应遵循存疑有利于被告人的原则,根据先进先出法和后进先出法分别计算后就低认定。例如,冯某明等人内幕交易案中,冯某明操作他人证券账户在内幕信息敏感期内大量买入德赛电池股票并在案发前全部卖出。法院认为,根据涉案证券账户在内幕信息敏感期间购买的德赛电池股票所对应的卖出金额扣减期间买入股票金额和交易税费再加上股息收益计算得出违法所得数额,其中以先进先出法计算违法所得为 1921 万余元,以后进先出法计算违法所得为 1837 万余元,根据现有证据情况并按照有利于被告人的原则认定违法所得为 1837 万余元。^[57] 又如,邓某新内幕交易案中,邓某新在内幕信息敏感期内买入中国长城股票

[57] 参见广东省高级人民法院(2013)粤高法刑二终字第 274 号刑事裁定书。

并在案发前卖出部分股票。法院认为,对应卖出金额按照先进先出法计算,余股市值按照复牌日收盘价计算,盈利金额 411,565.67 元;对应卖出金额按照后进先出法计算,余股市值按照复牌日收盘价计算,盈利金额 412,832.71 元。按照有利于被告人的原则认定违法所得为 411,565.67 元。^[58]

(四) 涉及股票分红的违法所得算定规则

司法实践中,对于行为人利用内幕信息买卖股票获得的股票分红能否认定为违法所得亦存有争议。一种观点认为,股票分红是上市公司根据自己的盈利情况作出的利润分配,是任何在规定期间持有股票的投资者都可以获得的既定利益,与二级市场上的内幕交易行为并无直接关系,不能认定为违法所得,宜将所分红利作为内幕交易行为的附带收益予以追缴。^[59] 另一种观点则认为,股票分红与买入的股票数量成正比,而买入的股票数量直接与内幕信息的影响力有关,因此,股票分红与内幕信息之间具有刑法上的因果关系,应将其认定为违法所得;^[60] 此外,《指引》第 23 条规定的违法所得的计算公式也将涉及股票分红的累计派现金额计入违法所得。

对此,笔者认为,应根据主客观相统一的原则进行认定:

1. 对于内幕信息涉及利润分配、权益分派或股票分红的,行为人在获悉该信息后买卖相关股票旨在实现“双赢”:从内幕信息引发股价上涨中获取差额利益以及利用内幕信息买入的股票获得相应分红。其分红数额直接派生于内幕信息的经济价值,应当纳入违法所得的计算范围。例如,李某生内幕交易案中,李某生与宝利沥青董事会秘书陈某商谈时,刺探到该公司 2011 年度利润分配信息后,即买入宝利沥青股票。后宝利沥青公告称将向全体股东每 10 股转增 10 股并派发现金 2 元。李某生持股参与利润分配并陆续将上述股票全部卖出获利。法院在认

[58] 参见广东省深圳市中级人民法院(2017)粤 03 刑初 214 号刑事判决书。

[59] 参见万志尧:《内幕交易刑事案件“违法所得”的司法认定》,载《政治与法律》2014 年第 2 期。

[60] 参见刘晓虎:《关于内幕交易犯罪案件若干问题研究》(下),载《上海证券报》2016 年 6 月 15 日。

定违法所得时将股票分红计入其中。^[61]

2. 对于内幕信息涉及其他重大事项的,行为人在获悉该信息后买卖相关股票,只是为了能从内幕信息引发股价上涨中获取差额利益,对股票分红事先没有认知,或者纯属意料之外,分红数额与内幕信息没有因果关系,不宜计入违法所得。如高某内幕交易案中,高某获悉的内幕信息涉及重大资产收购,而非利润分配、权益分派或股票分红,其利用内幕信息买入万顺股份股票,后根据万顺股份《2009 年度权益分派实施公告》获得股票分红。^[62] 由于股票分红与涉案内幕信息无关,故法院将股票分红计入违法所得不妥。

附件:

内幕交易犯罪相关案例违法所得计算方法统计

序号	案例名称	裁判文书号	违法所得计算方法
1	叶环保国有公司人员 失职、滥用职权、内幕 交易,顾某内幕交易案	(2003)深罗法刑 初字第 115 号	实际所得法
2	刘某春、陈某玲内幕 交易案	(2010)通中刑二 初字第 5 号	实际所得法
3	赵某梅、刘某斌、刘某祥 内幕交易案	(2011)锡刑二初 字第 0001 号	实际所得法
4	丁某某等人内幕交易案	(2011)浙刑二终 字第 41 号	实际所得法
5	谢某华内幕交易案	(2011)浦刑初字 第 2738 号	实际所得法
6	肖某庆受贿、内幕交易 案	2011 年(未找到 文书号——笔者 注)	实际所得法
7	李某清内幕交易案	(2011)卢刑初字 第 122 号	实际所得法

[61] 参见江苏省无锡市中级人民法院(2013)锡刑二初字第 0010 号刑事判决书。

[62] 参见江苏省无锡市中级人民法院(2014)锡刑二初字第 0008 号刑事判决书。

续表

序号	案例名称	裁判文书号	违法所得计算方法
8	杨某山内幕交易案	(2012)沪一中刑初字第191号	实际所得法
9	李某生内幕交易案	(2013)锡刑二初字第0010号	实际所得法
10	孙某章内幕交易案	(2013)穗中法刑二初字第108号	实际所得法
11	金某平等内幕交易、泄露内幕信息案	(2013)浙嘉刑初字第49号	实际所得法
12	顾某旃内幕交易案	(2013)沪一中刑初字第131号	实际所得法
13	王某内幕交易案	(2014)沪一中刑初字第167号	实际所得法
14	高某内幕交易、泄露内幕信息案	(2014)锡刑二初字第00008号	实际所得法
15	余某某内幕交易案	(2014)江开法刑初字第546号	实际所得法
16	李某俊等人内幕交易案	(2014)二中刑初字第315号	实际所得法
17	李某甲等人内幕交易、泄露内幕信息案	(2015)浙台刑二初字第1号	实际所得法
18	陈某龙犯内幕交易、泄露内幕信息案	(2015)浙杭刑初字第78号	实际所得法
19	石某甲等人内幕交易案	(2015)中二法刑二初字第243号	实际所得法
20	葛某云内幕交易、泄露内幕信息案	(2016)渝01刑初131号	实际所得法
21	张某礼泄露内幕信息、刘洪亮内幕交易案	(2016)沪01刑初60号	实际所得法

续表

序号	案例名称	裁判文书号	违法所得计算方法
22	刘某强挪用资金、内幕交易案	(2016)冀08刑初12号	实际所得法
23	王某仪等人内幕交易、泄露内幕信息案	(2016)闽05刑初92号	实际所得法
24	鹿某犯内幕交易、泄露内幕信息案	(2016)鲁03刑初12号	实际所得法
25	张某翔、杨某斌内幕交易、泄露内幕信息案	(2016)粤刑终399号	实际所得法
26	周某军内幕交易、泄露内幕信息案	(2017)晋01刑初21号	实际所得法
27	陈某泉等人内幕交易、泄露内幕信息案	(2017)沪01刑初121号	实际所得法
28	芮某华等人内幕交易、泄露内幕信息案	(2017)鄂10刑初14号	实际所得法
29	顾某安内幕交易案	(2018)沪02刑初28号	实际所得法
30	郭某泄露内幕信息案	(2018)沪02刑初29号	实际所得法
31	范某升内幕交易、泄露内幕信息案	(2018)沪02刑初99号	实际所得法
32	张某内幕交易、泄露内幕信息、职务侵占案	(2018)粤刑终1244号	实际所得法
33	蔡某福内幕交易、泄露内幕信息案	(2019)闽0203刑初283号	实际所得法
34	韩某内幕交易案	(2014)浙绍刑初字第12号	实际所得法
35	吴某某内幕交易案	(2015)榕刑初字第182号	实际所得法

续表

序号	案例名称	裁判文书号	违法所得计算方法
36	王某鸣等人内幕交易、泄露内幕信息案	(2018)沪01刑初14号	实际所得法
37	王某芳等人内幕交易、泄露内幕信息案	(2013)沪一中刑初字第51号	以复牌日收盘价计算账面盈利作为违法所得
38	邓某内幕交易案	沪浦检刑诉(2005)1272号	实际所得法
39	杜某库等人内幕交易、泄露内幕信息案	(2011)锡刑二初字第2号	实际所得法
40	邹某内幕交易案	(2012)沪一中刑初字第282号	实际所得法
41	徐某庭内幕交易案	(2015)粤高法刑二终字第134号	实际所得法
42	陈某红等人内幕交易、泄露内幕信息案	(2015)沪一中刑初字第141号	实际所得法
43	汪某明等人内幕交易、泄露内幕信息案	(2016)沪01刑初80号	实际所得法
44	满某某等人内幕交易、泄露内幕信息案	(2016)鲁05刑初14号	实际所得法
45	张某勤内幕交易案	(2017)浙01刑初28号	实际所得法
46	冯某明等人内幕交易案	(2013)粤高法刑二终字第274号	实际所得法
47	陈某洪等人内幕交易、泄露内幕信息案	(2017)闽刑终43号	以复牌日收盘价计算余股市值,对于卖出的部分股票则均以实际所得法计算违法所得
48	邓某新内幕交易案	(2017)粤03刑初214号	以复牌日收盘价计算余股市值,对于卖出的部分股票则均以实际所得法计算违法所得

续表

序号	案例名称	裁判文书号	违法所得计算方法
49	黄某芳内幕交易案	(2014)浙台刑二初字第4号	以复牌后连续涨停的最后涨停日的收盘价计算余股市值,对于卖出的部分股票则均以实际所得法计算违法所得
50	董某青等人内幕交易、泄露内幕信息案	(2008)天法刑初字第689号	从判决书中无法判断违法所得计算方法
51	鲍某民等人内幕交易案	(2012)站刑再字第2号	从判决书中无法判断违法所得计算方法
52	倪某琴等人内幕交易、泄露内幕信息案	(2015)粤高法刑二终字第151号	从判决书中无法判断违法所得计算方法
53	张某业内幕交易案		从判决书中无法判断违法所得计算方法
54	陈某生内幕交易案	(2009)厦刑初字第109号	以停牌前一日收盘价计算余股市值,对于卖出的部分股票则以实际所得法计算违法所得
55	郭某祥内幕交易案	(2014)一中刑初字第54号	以复牌日收盘价计算余股市值,对于卖出的部分股票则以实际所得法计算违法所得
56	国美电器、黄某裕等人内幕交易案	(2010)二中刑初字第689号	以复牌日收盘价计算余股市值
57	姚某江等人内幕交易案	(2011)乌中刑二初字第2号	以复牌日收盘价计算余股市值
58	宋某军内幕交易案	(2017)鲁05刑初3号	以复牌日收盘价计算余股市值
59	段某内幕交易案	(2016)京02刑初82号	以复牌后打开涨停板日的收盘价计算余股市值;对于卖出的部分股票则均以实际所得法计算违法所得

续表

序号	案例名称	裁判文书号	违法所得计算方法
60	王某等人内幕交易、 泄露内幕信息案	(2015)粤高法刑 二终字 239 号	从判决书中无法判断违法 所得计算方法
61	胡某明等人内幕交易案	(2016)沪 02 刑 初 115 号	从判决书中无法判断违法 所得计算方法
62	宏普实业、曾某珍内幕 交易案	(2009)浦刑初字第 1895 号	以公告日的开盘价作为基 准价计算避损数额
63	黄某涛等人内幕交易、 泄露内幕信息案	(2019)沪 01 刑 初 1 号	以最后跌停日的收盘价作 为基准价计算避损数额
64	周某内幕交易案	(2015)沪一中刑 初字第 82 号	以打开跌停板日的收盘价 作为基准价计算避损数额

(编辑:邹露)