

证券内幕交易洗钱的分析甄别及对策建议

张娜

南京证券南京分公司，江苏 南京 210008

摘 要： 通过证券市场洗钱具有两大优势：既可以清洗非法所得，又能够获得额外利润。尤其是内幕交易，往往成为官员腐败和利益输送的新渠道，其手法更隐蔽、收益更高、危害更大，衍生出上市公司与公职人员之间的灰色利益链，不断侵蚀市场财富和信用，严重危害国家金融安全和社会稳定，是资本市场的“毒瘤”，必须予以铲除。本文基于典型案例，剖析内幕交易洗钱的手法 and 特征，梳理甄别的思路与方法，提出实践中的难点问题，并探讨防范措施和对策建议，希望为证券领域打击洗钱犯罪提供参考与借鉴。

关 键 词： 证券市场；内幕交易；洗钱

Analysis, Identification and Countermeasures of Money Laundering Through Insider Trading in Securities

Zhang Na

Nanjing Securities Nanjing Branch, Nanjing, Jiangsu 210008

Abstract： Money laundering through the securities market offers two major advantages: it can both cleanse illegal income and generate additional profits. Insider trading, in particular, has often become a new channel for official corruption and benefit transfer. Its methods are more covert, with higher returns and greater harm, giving rise to a gray interest chain between listed companies and public officials. This continuously erodes market wealth and credit, seriously jeopardizing national financial security and social stability. It is a “cancer” of the capital market that must be eradicated. Based on typical cases, this article analyzes the methods and characteristics of money laundering through insider trading, sorts out the ideas and methods of identification, raises difficult issues in practice, and explores preventive measures and countermeasures. It aims to provide reference and guidance for combating money laundering crimes in the securities field.

Keywords： securities market; insider trading; money laundering

一、相关概念

（一）内幕信息

根据《证券法》规定，证券交易活动中，涉及发行人的经营、财务或者对该发行人证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息，为内幕信息。内幕信息的认定与是否存在市场预期无关，只要具备“重大影响”和“尚未公开”这两个基本特征，就可以认定为内幕信息。

（二）内幕信息敏感期

根据《内幕交易司法解释》第5条规定，“内幕信息敏感期”是指内幕信息自形成至公开的期间，起点是指公司控股股东、实际控制人动议、决策或相关审批通过时，终点是指上市公司停牌或公告发布的时间。

（三）内幕交易主体

我国内幕交易的主体主要划分为“内幕信息知情人”和“非法获取内幕信息的人员”两大类（见表1）。对于内幕信息知情人，只需核查其在内幕信息敏感期内是否进行了相关证券交易。如是，则可直接依法认定其存在内幕交易行为，只有针对非法获取内幕信息的人员，才需要以“接触或联络+异常交易”来进行认定。^[1]

表1 内幕交易主体分类

内幕信息知情人	非法获取内幕信息的人员
发行人及其董事、监事、高级管理人员	窃取、骗取、套取、窃听、利诱、刺探或者私下交易等手段获取内幕信息的人员
持有公司百分之五以上股份的股东及其董事、监事、高级管理人员，公司的实际控制人及其董事、监事、高级管理人员	内幕信息知情人员的近亲属或者其他与内幕信息知情人员关系密切的人员
发行人控股或者实际控制的公司及其董事、监事、高级管理人员	与内幕信息知情人员联络、接触的人员
由于所任公司职务或者因与公司业务往来可以获取公司有关内幕信息的人员	
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	
因职务、工作可以获取内幕信息的证券交易所、证券公司、证券登记结算机构、证券服务机构、证券监督管理机构的有关人员	
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可以获取内幕信息的有关主管部门、监管机构的工作人员	
国务院证券监督管理机构规定的可以获取内幕信息的其他人员	

（四）内幕交易行为与内幕信息的相关性

根据《内幕交易司法解释》，实践认定中采取推定的原则，即行为人知悉并利用内幕信息在内幕信息敏感期内进行了相关证券交易且交易行为明显异常。^[2]

二、基本案情、操作手法

以证监会行政处罚决定书（2021[120]号）为例：

（一）内幕信息的形成和公开过程

D公司发行股份购买Z公司100%股权的事项，在公开前为内幕信息，其形成于2019年2月11日，公开于2019年3月25日。D公司股票于3月25日停牌，4月9日复牌。

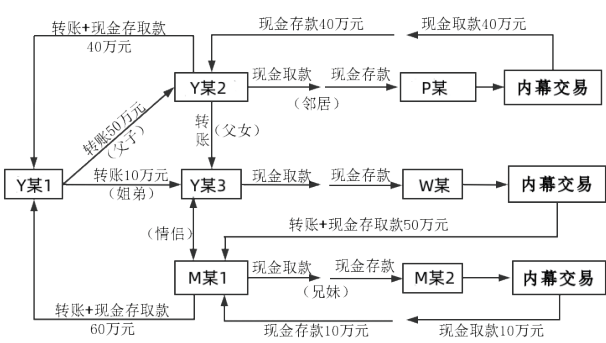
（二）知悉内幕信息、相关人员联络情况及涉案账户基本情况

Y某1系高管秘书，为内幕信息知情人。内幕信息敏感期内，Y某1与Y某2存在23次通话，与M某1存在1次通话，与Y某3存在7次通话。涉案账户组包括“P某”“W某”“M某2”账户，先后开立于同一家证券公司。其中P某为Y某1父亲Y某2的邻居，M某为Y某1姐姐Y某3的男友M某1的妹妹。

（三）涉案账户资金划转情况

涉案账户资金主要来源于Y某1，部分资金来源于Y某2、M某1、Y某3等人。内幕信息公开前，Y某1通过多个银行账户累计转出资金60万元；内幕交易后，又通过多种方式累计转入资金

100万元（见图1）。



>图1 涉案账户资金划转情况

（四）操作手法

1. Y某1基于其职务身份获悉内幕信息。在内幕信息敏感期内，Y某1与其亲友频繁联络接触，关系密切。
2. 涉案账户的主要资金来源去向指向Y某1本人。Y某1反侦察意识较强，利用现金交易痕迹少、流向难以追踪的特点，人为割裂资金链条，隐匿涉案人身份，企图混淆资金的来源、性质。
3. 操作多个“马甲”账户，层层隐匿身份。账户组开户时点、资金转账、交易时点与内幕信息形成、发展的过程高度吻合。涉案前账户从未交易过该股票，公告发布前精准买入，放量交易，交易风格趋同。随后均在同一天高位清仓，说明背后由同伙操控策划（见表2）。

表2 涉案账户交易情况

实际控制人	涉案账户	交易数量（股）	买入日期	买入均价（元）	卖出日期	卖出均价（元）	盈利（不考虑手续费，单位：万元）	收益率
Y某2	P某	69800	2019.3.18-3.21	4.82	2019.4.16	8.53	25.90	76.97%
M某1、Y某2	W某	60800	2019.3.19-3.21	4.82	2019.4.16	8.53	22.56	76.97%
M某1	M某2	47200	2019.3.21	4.86	2019.4.16	8.53	17.32	75.51%

三、可疑预警信号、识别认定

（一）预警信号

内幕交易发生后通常盘面上会出现一些迹象，股价及相关指标会“先知先觉”地异常波动。以下预警信号仅代表可能存在内幕交易嫌疑，需结合其他数据进一步确认。

1. 股价异常波动

根据基本面分析理论，若公司业绩、行业政策等基本面无重大变化，则短期内股价不会出现剧烈波动。在无任何基本面变化的情况下，其股价涨跌幅比例大幅偏离同期所属行业和大盘指数，则意味着背后可能出现内幕交易。^[3-4]

2. 股东户数、户均持股数量等指标异动

在基本面无利好的情况下，如果股东户数减少、户均持股比例提高，则说明是先知先觉的资金在吸取筹码，持股集中度会进一步提高。反之亦然。可通过季报查看比对股东户数和人均持股比例的

变化，结合前十大流通股东名单，综合研判，寻找蛛丝马迹。

3. 市场消息传闻不断

重大公告发布前，网络上有时会有大量的消息传闻。这些传闻并非空穴来风，所谓“无风不起浪，事出必有因”，当传闻四起、媒体质疑不断而公司澄清内容前后不一致或澄清态度模棱两可的时候，可能预示内幕信息提前发生了泄露。

（二）识别认定

1. 交易行为发生于内幕信息敏感期内

先核查内幕信息的敏感期，再判断买卖交易时间是否与该期间相吻合。对于利好的内幕信息可直接核查买入的时间，对于利空的内幕信息可直接核查卖出的时间。先于利好信息公告前买入或利空信息公告前卖出的精准“神操作”，应予以高度警惕。^[5]

2. 交易行为与内幕信息之间存在关联性

（1）时间吻合程度

划转资金、买卖股票的时间与其和内幕信息知情人联络接触

时间、内幕信息发展过程基本一致，即多条时间线基本吻合，如账户变动（开户 / 激活 / 销户）、资金变化、买卖行为的时间与内幕信息的形成和公开时间基本一致；买卖发生时间与获悉内幕信息的时间基本一致。吻合点越多、程度越高，交易行为与内幕信息的关联度就越高。

（2）交易背离程度

a. 内幕信息敏感期内交易行为与历史风格不符，交易习惯发生明显改变，无正当理由依据。

b. 买卖意愿强烈，品种单一，资金量明显放大。

c. 交易行为明显背离基本面，且无法作出合理解释说明。

（3）利益关联程度

a. 一人控制使用多个他人账户，借他人名义买卖，掩人耳目，实际背后均由同一人操控。

b. 分工协作，授意他人操作，掩盖非法资金的来龙去脉和真实的所有权关系。可核查涉案交易前后资金的来源及去向、出资人和最终受益人、交易时间和交易风格是否相近、交易地址是否存在关联等。

c. 拆分交易，规避监测。通过多账户分散操作、拆分交易，以降低单户交易数额，减少监测预警，从而规避尽调追踪。这些账户交易行为趋同，可通过交易时间、品种是否趋同及 ip、mac、手机号码或移动设备识别码等进行甄别。

d. 集中划转大量资金，资金流转量与其身份背景明显不匹配。例如，涉案前有大量资金从信息传递人的账户转至信息受领人的账户，资金规模与其年龄、身份、财务状况等不符，随后又有大量资金从信息受领人的账户全部转出，最终回流至信息传递人的账户，完成资金清洗过程。^[6]

四、问题难点

（一）信息保密源头管控不足

因内幕信息从形成到公开需要不断地磋商筹划，很难处于完全封闭的状态，存在第三者非法或偶然得知的可能性。据统计，为了规避监测，亲友等关系密切人员间泄露内幕信息、发生内幕交易的情况较为普遍。由于关系密切人员的范围难以清晰界定和完整登记，还有通过窃取、套取或偶然获取内幕信息的人员，同样也可能发生内幕交易，在实践中无法对此类人员进行逐一登记管理，完全依靠个人自觉自律和公司内部监督，因此源头管控不足成为内幕交易屡禁不止的主要原因。

（二）内幕信息知情人登记管理执行不到位

从近年来证监会处罚情况来看，在内幕信息知情人登记管理中，仍有部分公司未规范执行，包括未按规定填写内幕信息知情人档案、信息登记不完整、知情人对知悉情况未进行确认、部分事项未进行知情人档案登记、登记不规范或不准确、知悉时间登记不合理、与事实不符，未制作重大事项进程备忘录等诸多问题，反映出上市公司未予以高度重视，保密意识淡薄，内幕信息知情人登记及报备制度执行不到位，内部控制失效。

（三）跨机构交易频繁，可疑交易排查难度较大

不法分子为了掩盖真实身份，往往控制大量“马甲”账户，进一步增加了调查取证的难度。而证券公司可对可疑客户的监测被限定于本机构内，只能“管中窥豹”，无法“互通”信息，形成了“各人自扫门前雪”的工作现状，无法实现资金交易全链条分析。对于非本人操作等违反实名制情形，不配合回访、刻意隐瞒实控人和资金来源等情况，证券公司难以追本溯源、深挖线索，导致尽职调查难以有效开展。此外，金融机构无法获取客户的联络通讯记录，同样影响了可疑交易分析的准确性。^[7]

（四）缺乏有效的民事赔偿救济机制，集体公益诉讼难以实现

新证券法虽然加大了违法处罚力度，但对于民事损害赔偿责任的规制过于笼统，仍停留于原则性规定“内幕交易行为给投资者造成损失的，应当依法承担赔偿责任”，缺少配套细则，存在损失计算标准不明确、举证责任方面对受损投资者过重、举证困难等情形，致使民事责任的追究举步维艰。当前法律法规对证券违法犯罪行为的责任判定，主要偏重于行政和刑事责任，削弱了民事责任的惩戒作用。因此，内幕交易民事责任的规制、代表人诉讼有关制度还需要立法进一步的明确和规范。^[8-9]

五、对策建议

（一）规范信息传输途径的保密管理，强化上市公司源头治理

信息传输途径主要包括纸质、电子和口头的方式，可根据不同保密等级采取相应的管控措施。涉及内幕信息的业务，应使用项目代码，严防外泄。在书面警示方面，及时出具《保密提示函》或《禁止内幕交易告知书》，要求签署保密协议。此外，还需重视行为主体的法律认知、道德水平建设，毕竟“道德是内心的法律”，律己慎行、恪守底线，才能从根源上减少内幕交易的发生。

（二）设立评级和激励机制，提升知情人登记和保密管理水平

建议定期对上市公司内幕信息知情人登记和保密管理工作进行分类评级，引导上市公司做好内幕信息的事前管理。对内幕信息知情人登记管理工作质量较高、内控规范的上市公司给予优先融资等政策优惠支持，并在再融资考核体系中增加对内幕信息保密工作水平的度量。通过有效的内幕信息保密激励机制，引导上市公司优化完善内幕信息管理，不断规范和提升公司治理水平，从根本上抑制内幕信息的泄露。^[10]

（三）推动科技创新赋能，加强可疑交易监测分析

一是积极运用大数据、人工智能等技术，加强证券公司与证券登记结算公司开户信息、交易数据的比对排查，建立完善以“客户”为单位的全方位、立体化的监控体系，实现业务流程和交易数据的互联互通。二是优化完善可疑交易监测模型。结合公司公告、盘面信号（如股价、换手率、涨跌幅偏离值、股东户数、户均持股比例）与客户的异常交易行为构建专项预警模型。三是

全面梳理典型案例，及时发布风险提示，有针对性地开展可疑交易监测。

（四）完善侵权民事赔偿实施细则，优化集体诉讼服务机制

建议完善相关民事责任及赔偿有关细则，在刑事诉讼之外对内幕交易者课以民事惩罚，使投资者在合法权益受到损害时有更多的救济渠道。在民事赔偿方面，健全投资者补偿制度，优先对

私权进行充分救济。中证中小投资者服务中心必要时应及时启动集体诉讼，主动为投资者提供公益诉讼服务，争取实现从权利登记、案情查明、诉讼通知、意见表达、赔偿发放的“一站式”解决，践行公益投保机构的使命担当，不断提高人民群众的“获得感”，维护社会公平正义。

参考文献

[1] 邓义君.《基于特征及案例分析的国内股票市场内幕交易研究》[D]. 上海交通大学2017-05.
[2] 吕红兵. 朱奕奕.《律师眼中的注册制度与证券法》[M]. 法律出版社2020-09.
[3] 北京律师协会刑事合规专家组.《高发罪名刑事合规实践》[J]. 北京律协智库2022-05.
[4] 李宇燕. 证券领域内幕交易罪主体问题研究 [D]. 华东政法大学, 2023.
[5] 王为雄. 证券市场操纵行为认定和归责逻辑问题探究 [J]. 海峡法学, 2023, 25(04): 97-107.
[6] 鲍晓晔. 证券内幕交易损害赔偿的公私法协作 [J]. 证券法苑, 2022, 38(04): 385-404.
[7] 张国琪. 证券市场操纵行为的实质解构与执法认定 [J]. 多层次资本市场研究, 2023, (02): 162-178.
[8] 付吟雪. 证券内幕交易认定的法律问题研究 [D]. 辽宁大学, 2023.
[9] 王雨晨. 新《证券法》背景下内幕交易行政执法裁量标准研究 [D]. 华东政法大学, 2023.
[10] 郭锋. 证券市场信息披露的方式规则 [J]. 证券法律评论, 2023, (00): 118-154.