

# 中外证券从业人员买卖股票制度之比较研究

郭文英 丁海筠

**内容提要:**中国现行法律法规禁止证券从业人员买卖股票,立法者认为,证券从业人员利用自身的信息优势参与股票交易不利于其他投资者。然而,从理论上而言,法律不应因“身份”而设,而应当针对违法行为。从实践上来看,“禁止证券从业人员买卖股票”之法律规定有效力而无实效。此种法律规定不仅在现行法律规范体系内与更高位阶的法律规范构成矛盾,并且已与社会经济发展的客观情况不相适应。目前,证监会正在进行对《证券法》实施效果的立法后评估,在此过程中,有必要重新审视禁止证券从业人员股票买卖等法律规定的合理性。我国应逐步健全证券从业人员买卖股票的内幕交易規制机制,确立利益冲突交易限制机制,建立个人交易报告和信息披露制度,完善行政、民事、刑事的多层次责任追究体系与监管体系,在此前提下,考虑逐步放开或不再禁止证券从业人员买卖股票。

**关键词:**证券从业人员 内幕交易 个人交易报告 信息披露 行业自律

郭文英,中国证监会贵州监管局局长。

丁海筠,中国证监会陕西监管局处长。

我国《证券法》、证券业协会的自律准则以及党政机关的相关文件等,均明文禁止证券交易所、证券公司等机构的从业人员以及证券监管机构的工作人员(本文统称证券从业人员)买卖股票。但从发达国家的法律实践看,其并不禁止证券从业人员买卖股票。我国资本市场已经发展二十余年,市场规模不断扩大,证券业的内控水平、诚信程度不断提高,市场机制不断健全和完善,在市场内外部环境已经发生了很大的变化的情况下,我国还要全面禁止证券从业人员买卖股票,显然不是很符合当前市场发展的实际情况。

## 一 我国禁止证券从业人员买卖股票的制度

当前我国法律制度和政策文件都明确禁止证券从业人员进行证券交易,其禁止的行为包括持有、赠与、买卖等,而禁止交易的客体主要是股票。具体规定如下:

法律法规和文件	规范禁止从事证券交易的主体
《证券法》(1998 年制订, 2005 年修订)	证券交易所、证券公司和证券登记结算机构的从业人员、证券监督管理机构的工作人员以及法律、行政法规禁止参与股票交易的其他人员
《股票发行与交易管理暂行条例》(1993 年颁布)	证券业从业人员、证券业管理人员和国家规定禁止买卖股票的其他人员
《证券公司监督管理条例》(2008 年颁布)	证券公司从业人员
《基金管理公司投资管理人员管理指导意见》(2009 年颁布)	基金管理公司员工及直系亲属
《证券、期货投资咨询管理暂行办法》(1997 年颁布)	证券、期货投资咨询从业人员
《关于党政机关工作人员个人证券投资行为若干规定》(2001 年颁布)	中国证监会、证券交易所和期货交易所的工作人员及其父母、配偶、子女及其配偶
《中国证监会工作人员行为准则》(2009 年颁布)	中国证监会工作人员
《证券业从业人员执业行为准则》(2009 年颁布)	第四条 本准则所称的证券业从业人员是指： (一) 证券公司的管理人员、业务人员以及与证券公司签订委托合同的证券经纪人； (二) 基金管理公司的管理人员和业务人员； (三) 基金托管和销售机构中从事基金托管或销售业务的管理人员和业务人员； (四) 证券投资咨询机构的管理人员和业务人员； (五) 从事上市公司并购重组业务的财务顾问机构的管理人员和业务人员； (六) 证券市场资信评级机构中从事证券评级业务的管理人员和业务人员； (七) 协会规定的其他人员。

上述法律法规和文件做出如此规定的理由在于,从有利于证券市场“公平、公开、公正”原则出发,防范内幕交易,维护良好的证券市场秩序。立法者认为,证券从业人员有获得信息的便利条件,为防止他们利用信息优势参与股票交易而不利于其他投资者,保证证券交易活动的“公平、公开、公正”,因此将他们列入禁止买卖股票的主体范围。仅从理论角度论证上述制度,避免内幕交易和利益冲突的交易的有效手段之一即是证券从业人员将被禁止买卖证券的股票,然而,真正的情况却并不如此。

## 二 禁止证券从业人员买卖股票的问题分析

立法者所希望建立的法律秩序,是提供了人类行为的一般准则的法律规范。禁止性规定这种消极的规则,最大的优势在于它的简洁,但恰恰也是它的弱点。相对积极的行为的条

款,消极的行为规则本身的指引效果会差很多。这也间接导致目前证券从业人员买入和卖出股票的禁令,不但不能调节的困境,还背离了现实,同时证券从业人员买入和卖出股票的禁令还忽视了巨大的执法成本和制定与此配套规则的立法成本。因此,摆在立法者和监管者面前的问题不仅在形式合理的法律规范,更是一个合理的标准问题。

### (一)“禁止证券从业人员买卖股票”是有效力而无实效的法律规定

法律效力表明法律对规范对象具有拘束力,不论该对象是否遵循;法律实效则表明法律实际上得到实行和实行的程度,是法律目的和内容的实现。“禁止证券从业人员买卖股票”这一法律规定在执行中欠缺可操作性,实为一纸空文。证券从业人员买卖股票是一种普遍现象,已经是中国证券市场上公开的秘密。对与从业人员具有紧密血缘、财产关系的配偶、父母、子女买卖股票的行为,实践中也无法禁止。因此,本条规定在实践中并无实际效力。证券从业人员及其亲属作为普通投资者依据自己的分析和判断买卖股票,虽然违法,但却没有侵害公众的利益。作为专门的证券从业者,从业人员本身具有普通投资者所不具备的专业判断能力,这就必然导致了内生的股票交易冲动。如果法律给予他们合法、合理的入市渠道,他们可以用自己的名义买卖股票,也就不存在违法违规炒股的问题。法律应当惩处的是某些权势阶层和特殊地位的人,利用自身优势为自己和亲友搞内幕交易,严重地侵害了公众利益的违法犯罪行为,这样的法律规定才能具有法律实效。

### (二)禁止性法律规范应当针对违法“行为”而不应因“身份”不同而设

“禁止证券从业人员买卖股票”法律规范的设定,立法者想当然地认为“证券从业人员”一定知悉内幕信息,极有可能利用内幕信息进行交易,从而侵犯其他投资者公平获取信息交易的权利,扰乱证券市场秩序。现实中,可能知悉内幕信息的人员远远不止“证券从业人员”,其中包括政府宏观管理官员、公司的行业主管、公司的主办银行、各级国家统计局部门、税务部门、海关、公司的股东、实际控制人、关联交易人等等。既然如此,本条仅对“证券从业人员买卖股票”进行限定,显然不公平。不允许证券从业人员买卖股票,就像不允许商店店员使用本店出售的商品(有偷窃商品的便利),不允许银行工作人员给自己办理银行业务(有侵占、挪用的便利),不允许政府官员买卖国债(有可能谋私利),不允许纺织厂的员工买自己生产的布匹(有可能占便宜)一样荒谬。法律应当禁止的是不公平的行为,而不是相关从业人员的正当行为。从发达国家的法律实践看,其并不禁止证券从业人员买卖股票;恰恰相反,法律规定证券从业人员必须以自己的名义进行证券买卖,这种证券买卖必须接受监管当局的全面监控。法律查处的,不是哪类人士买卖股票,而是这种买卖行为是否属于内幕交易。

### (三)“禁止证券从业人员买卖股票”在一定程度上是对公民财产权的侵害

我国《宪法》规定,公民享有社会经济权利,即公民依照《宪法》规定享有物质利益的权利,是公民实现其他权利的物质保障。其主要内容之一是公民的财产权,即公民个人通过劳动或者其他合法方式取得财产和享有占有、使用、收益、处分财产的权利。公民买卖股票是一个公民应享有的投资权利。在人民币长期升值的背景下,不允许一部分公民进行正常的股票投资,等于事实上让他们的财产贬值、缩水,这和剥夺他们的财产异曲同工。但是,《证券法》及其相关规定却把一部分公民,尤其是证券从业人员甚至其亲属的这种权利剥夺了,实质上是一种“违宪”的规定。上述规定直接侵犯的是《宪法》赋予公民的社会经济权利,甚

至在某种程度上间接侵犯的是公民人身权利中的婚姻自由权。中纪委及证监会的相关规定中“配偶不得买卖股票”，即证监会工作人员不得与股民结婚；“子女的配偶不得买卖股票”，即证监会工作人员子女不得与股民结婚。对于以炒股为职业的股民来讲，其必须选择放弃职业或放弃婚姻。

#### （四）“禁止证券从业人员买卖股票”与当前市场发展不相适应

目前很多上市公司都已经在尝试股权激励，而证券公司对此是一片空白。严禁从业人员持股，不利于证券公司实行股权激励。目前许多证券公司已经上市，作为上市企业的证券公司，其从业的董事、监事和高管，不能获得与其他上市公司董事、监事和高管同等的股权激励待遇，显然不合情理。

#### （五）“禁止证券从业人员买卖股票”不利于提高监管效率与降低执法成本

法律规范层面的禁止没有考虑到一般性的禁止规则要付诸实践还需有配套的、完善的规范体系问题，也没有考虑到实施该规则的执法成本问题。<sup>〔1〕</sup>从监管层面讲，证券从业人员的股票买卖通常是通过匿名账户或借用他人账户进行，因此，对其监管非常困难。对证监会而言，监控其工作人员通过匿名账户或借用他人账户买卖股票已经很困难，监控其亲属通过匿名账户或借用他人账户买卖股票则难上加难。从实践角度看，证券法规定了证券公司这类证券从业人员不得从事证券买卖，但没有规定他们的亲属、家人是否可以从事交易。如果允许其亲属从事交易，那么这个规定就形同虚设，即没有可操作性，监管的效率等于零。虽然在理论上讲，增强监管力度可以促进法律的有效实施，但是针对从业人员买卖股票来讲，其监管成本早已超过了法律约束所产生的效益。

#### （六）“禁止证券从业人员买卖股票”不利于证券从业队伍的建设

事实上，人们似乎很难想象一个不了解市场、不了解行情、不了解股票交易基本程序的人能够成为一名优秀的证券业经营人员和监管人员。近几年，随着资本市场的快速发展，各个市场主体及监管层均招录了大量新人，多数新人并无入市炒股的经历，虽然接受所供职的机构或单位提供的大量培训，但终究不比自身利益与市场挂钩时对市场了解得全面和透彻。这样的经营者和监管者担负起发展市场和管理市场的责任，任重而道远。在普通投资者的眼里，对从业人员炒股并不感到奇怪；但如果一个从业人员不炒股反倒令其吃惊。从业人员在股市中历练，是提升证券从业队伍专业素质必备的课程。

### 三 其他国家和地区证券从业人员买卖股票制度的借鉴

域外立法例均不禁止证券从业人员买卖股票。但有禁止和防范内幕交易和利益冲突交易的规制。美国从 1772 年纽约股票交易所成立至 1929 年发生金融危机将近 150 年的时间里，金融经营体制采取的是自由银行制度，与之相对应的是金融自由主义的监管制度，主要是美国各州根据自己的实际情况对证券活动加以规范和限制，分别制定立法，如堪萨斯州于 1911 年通过了《蓝天法》。总体看来，政府对证券的发行和交易活动整体持自由放任的态度。这一时期并不存在真正意义上的证券监管，更无明确的禁止或者限制证券从业人员买

〔1〕 程文浩：《中国治理和防止公职人员利益冲突的实践》，《广州大学学报（社会科学版）》2006 年。

卖股票的规定。1929年经济大危机导致凯恩斯国家干预主义思潮的盛行,《1933年证券法》和《1934年证券交易法》应运而生,证券交易委员会成立,至此美国正式建立了证券监管体系。此后出台的《1935年公用事业控股公司法》、《1940年投资公司法》、《1940年投资顾问法》和《蓝天法》均规定在绝对禁止内幕交易和遵循公平交易原则下,不限制证券从业人员买卖股票。

英国规制证券从业人员买卖证券的法律框架主要可以归结为:以古老的信托法理念为基础,以自律为基本内容,以制定法为基本依据,以判例法为基本体现。主要由所属公司依据民法、刑法、信托法、证券法等相关机制对证券从业人员个人交易行为进行约束,法律制裁方式主要限于事后惩罚。德国除了《有价证券交易法》之外,关于基金从业人员买卖股票规制主要体现在《德国民法典》、《德国商法典》的个别条款,以及2004年1月1日通过的《投资现代化法案》和德国基金公会发布的《基金从业行为准则》当中。<sup>[2]</sup>英国和德国虽然监管体系不同,但都允许证券从业人员买卖股票,在此前提下国家严格规范买卖行为。其主要内容不是禁止买卖股票,而是禁止内幕交易和针对基金从业人员的禁止利益冲突交易。

我国香港特别行政区证券立法最早见于1974年3月1日起生效的《证券条例》和《保障投资者条例》。此后又陆续制定了《证券及期货事务监察委员会条例》、《证券交易所合并条例》、《公司条例》、《证券(内幕交易)条例》、《证券(公开权益)条例》、《证券(结算所)条例》等十多个条例。1999年3月,香港特区政府发布《证券及期货市场改革的政策性文件》,提出证券及期货市场改革计划,2002年3月13日通过并于4月日生效的《证券及期货条例》,是一部统一的证券期货法典。对于证券从业人员买卖证券,《证券及期货条例》没有明文禁止,而是授权给每个从业人员的行业协会或者其公司自行制定有关内部政策,但是,《证券及期货条例》禁止一切内幕交易行为,并规定了严格的法律责任。内幕交易规则在很大程度上构成对从业人员买卖股票的限制和监管基础。<sup>[3]</sup>《证券及期货条例》针对利益冲突类型的交易也无禁止规定。《持牌人或注册人操守准则》12.2条授权基金公司、证券公司等可以就是否允许其雇员本身交易或买卖证券、期货合约或杠杆式外汇交易合约制定内部政策。<sup>[4]</sup>《基金经理操守准则》第2条就基金公司职员的私人账户交易做出了特别的监管规定。<sup>[5]</sup>

由上可见,无论是以英国、中国香港特区为代表的自律监管模式还是美国、德国为代表的立法监管模式,对证券从业人员买卖证券行为,并没有简单地采取“堵”和严格禁止的思路和办法,而重在“疏”和规范。具体而言,主要采取了以下几个方面的措施:第一,不强制禁止证券从业人员买卖股票;第二,主要着眼于防范内幕交易和利益冲突,并兼顾防范其它可能存在的问题,构建规制证券从业人员买卖证券的具体制度;第三,监管机构要努力实现从注重监管证券从业人员个人向充分利用证券类公司监管实现监管目的的监管思路的转变;第四,在对机构监管贯彻的前提下,实行或者间接实行申报制度。

[2] 德国在接受了欧盟的《内幕交易指令》后,于1994年通过《有价证券交易法》,该法第三章专门规定了有关内幕交易的行为,第六章规定了内幕交易的罚则。

[3] 参见《持牌人或注册人操守准则》一般GP6及第9.1条及第9.2条。

[4] 参见《持牌人或注册人操守准则》第12.2条。

[5] 参见《基金经理操守准则》第2.1.1条及第2.1.3条。

## 四 放开证券从业人员买卖股票的必要性和可能性

### (一) 国家鼓励居民拥有财产性收入

我国资本市场从无到有、从小到大,经过二十年来的发展与规范,已经成为国民经济重要的组成部分。股民的开户数也过亿,涉及千家万户。自 2007 年 10 月,党的十七大报告中提出“创造条件让更多群众拥有财产性收入”,财产性收入指拥有的动产(如银行存款、有价证券等)、不动产(如房屋、车辆、土地、收藏品等)所获得的收入。它包括出让财产使用权所获得的利息、租金、专利收入等;财产营运所获得的红利收入、财产增值收益等。通过参与资本市场获取收入也正在成为人民群众分享经济发展成果的一条重要途径。证券从业人员作为证券市场的参与者,不能参与证券市场股票买卖对他们是不公平的。

### (二) 证券行业市场化、国际化和法制化深入发展的客观需要

目前证券行业的发展也需要我们对过去的一些不合理规定进行废、改、立。证券业作为一个业务不断创新、风险相对较高的行业,对从业人员的业务能力和素质也有较高的要求。让没有股票买卖经历和经验的证券从业人员指导其他股民买卖股票,正如让从来没有下过水的人来教游泳一样,只能是纸上谈兵、沙盘争锋,结果只会误人害己。而放开证券从业人员买卖股票将对提高证券从业人员业务能力与水平,从而改善和提高整个证券行业服务能力与水平有很好的促进作用。

### (三) 成熟资本市场的经验借鉴

成熟资本市场的经验表明,在制定了防范内幕交易和利益冲突制度的前提下,准许证券从业人员买卖股票是明智之举。我国目前禁止从业人员买卖股票的立法本意在于防范内幕交易,法律既然已经禁止了特定主体利用内幕信息进行内幕交易,也就免除了进一步规制的成本。<sup>[6]</sup>但这种简单的一刀切做法缺乏科学性。通常,法律可以在特定情形下基于公共利益等合理理由对特定人员的行为进行限制,但是这种限制应以对行为人最小化为原则,既存的绝对禁止似乎与此相悖。事实上从业人员只是相对于证券市场上的其他人员(如普通投资者)更容易或者更加可能获得内幕信息,但并不是说他们一定是内幕信息知情人。<sup>[7]</sup>从业人员的非内幕信息交易对实现禁止内幕交易的证券法立法目的并不构成障碍。作为有可能成为内幕信息知情人的证券从业人员,通过内幕交易的规定完全可以达到禁止其参与内幕交易的目的。从近年来查处的内幕交易案件来看,涉及参与内幕交易的往往是政府相关部门、监管部门、金融机构、上市公司等内幕知情人员,而一般的证券从业人员并不多。防范的重点应该放在内幕知情人上,而不是在证券从业人员上。

证券市场作为一个高度公开化信息化的市场,信息不对称现象的存在是无法回避的。《证券法》第 43 条禁止从业人员买卖股票除了防范内幕交易的考虑外,更多的是基于防范由于这种信息不对称而导致的证券从业人员和普通投资者之间的利益冲突。从行业道德来讲,允许从业人员买卖股票则有可能出现从业人员的个人利益与投资者利益在特定交易中的冲突,唐建“老鼠仓”案件即为明证。但是,全面禁止从业人员买卖股票虽然是最简单的

[6] 徐晨:《证券市场内幕交易之法律规范》,同济大学文法学院 2003 年博士论文。

[7] 浙江省丽水市人民检察院课题组:《利用未公开信息交易罪疑难问题探析》,《河北法学》2011 年第 5 期。

办法,但却不是最好的办法和最有效的办法。而且证券从业人员买卖股票早已是一个众所周知的事实,禁令形同虚设。放开从业人员买卖股票,确立利益冲突交易的规范机制可以实现证券市场的共赢。另外对证券从业人员买卖股票可能存在与所在公司及其投资者的两种利益冲突情形,可以由其所在公司和证券期货协会、基金同业公会的内部规范来加以防范和解决。所以,立法的重点不应放在证券从业人员禁止买卖股票上来,而应该放在防范和打击内幕交易上来。

## 五 构建具有“疏堵结合”特色的证券从业人员 买卖股票制度

无数历史经验证明,“堵”不是办法,“疏”才是有效途径。我国证券法全面禁止证券从业人员买卖股票的“一刀切”立法模式,不仅没有节省立法成本,降低监管成本和难度,而且侵犯了公民的权利,证监系统内部出台的禁止工作人员配偶、父母子女、儿媳女婿买卖股票的规定更是法外之规,明显与宪法抵触,既不合法也不合理。因此堵疏结合,借鉴境外成熟资本市场的合理规制,构建中国特色证券从业人员买卖股票制度是必由之路。

### (一) 建立证券从业人员买卖股票申报制度

根据证券监管人员、证券期货从业人员、基金从业人员、证券期货交易所、结算中心等不同类别的证券从业人员的身份、职责、行业等差异性制定相应的买卖股票申报制度,可以有效防范和解决证券从业人员买卖股票可能存在的内幕交易和利益冲突问题。从业人员应该对首次持股申报,在首次开立账户或买卖股票之后特定时间内提交,主要包括拥有的股份权益、数量、账户信息等内容。另外应有年度交易申报,内容包括交易日期、证券名称和数量;取得或处置方式;成交价格等要素。此外要对特别敏感的交易事项进行临时申报,具体由行业自律组织或所在公司规章制度确定。

### (二) 建立证券从业人员买卖股票强制信息公开制度

“公开、公平、公正”是证券市场的基本原则,而信息公开则是证券市场的核心原则,真实、及时、准确、完整的信息公开是成熟市场的基本要求,也是消除和减弱证券市场信息不对称的重要保障,同时也是投资者在证券市场中做出判断和投资的前提。美英等国在从业人员买卖股票这个问题上,都强调信息公开的重要性。这既体现在内幕交易的规制当中,更是体现在利益冲突交易的规制当中。阳光是最好的防腐剂,公开也是证券市场的一大原则。对于普通的证券从业人员买卖股票只要按申报制度的规定履行事前申报,而且执行了相关的所在行业、职责、岗位的禁止性规定,其买卖股票的行为应该不受限制。但是对于一些担当特殊职位的监管人员、公司、交易所、结算中心、行业协会高级管理层的人员应制定买卖股票信息公开制度。应该制定证券市场蓝天法来防范和解决内幕交易和利益冲突,甚至其他证券违法犯罪。

### (三) 建立和完善禁止规则机制

为防范证券从业人员买卖股票涉及内幕交易和利益冲突,需要制定相应有效的内幕交易防范规则和利益冲突处理机制和“防火墙”机制。首先应当建立禁止交易名单。对由于履行监管职责或参与公司证券事务而知晓影响公司股票价格信息的人员列入在一定期限内

对该公司股票禁止买卖人员。解决特定人员特定时期禁止买卖特定股票的问题。如对证券从业人员应该制定本人及其近亲属不应在其监管决定、处罚决定或证券公司的研究报告发出前及发出后的特定时间内,买卖涉及的上市公司的任何证券。证券公司、基金公司自营人员不能够通过建立“老鼠仓”的方式买卖自营股票。其次对利益冲突的防范主要应该有行业协会通过自律规则和从业人员所在公司通过内部管理制度来实现。从业人员因其身份或地位负有对投资者的忠实义务和谨慎义务,当与投资者利益发生冲突时,应当以公众投资者的利益为先,禁止从业人员的某些交易行为。要充分发挥行业自律和公司自治,能由市场解决的由市场来解决。再次是在从业人员所在部门、公司内部建立防火墙机制,通过有效制度和机制隔离信息传递,防范公司内部不同部门之间以及与普通投资者之间的利益冲突。

#### (四) 建立严格的法律责任追究体系

放开证券从业人员买卖股票之后,一定要有强大的法律责任追究机制来防范违法违规买卖行为。证券从业人员违反相关内幕交易和利益冲突的法律法规和规章制度买卖股票行为,要根据违法违规行为性质、情节、危害来追究相关的责任。做到违规必查,责任必究。对于证券从业人员违规交易,由公司追究内部责任,自律组织根据自律管理规定做出如取消从业资格等责任追究;情节严重的,由监管部门课以罚款、市场禁入等。涉及损害投资者利益的,投资者可通过仲裁、诉讼等途径追究其民事责任,构成犯罪的,应当依法移送司法机关追究其刑事责任。

总之,通过建立公司自治、行业自律、行政、民事、刑事多位一体的法律责任追究体系,实现有疏有堵、放而不乱,从而实现促进证券市场稳定健康发展的目标。

---

---

[ **Abstract** ] The current law and regulations prohibit employees engaged in securities business from purchase and sale of shares, because legislators believe that by taking advantage of information collected, their engagement in trading is detrimental to other investors. However, theoretically, law ought to focus on illegal acts instead of making distinction on the basis of “status”. In practice, such stipulation, though having validity, yet has no actual effect, since it not only contravenes the legal norm of higher hierarchy within the present system of legal norms, but also lags behind the objective situation of social and economic development. At present, the assessment of the effect of enforcement of Securities Law of the PRC is being conducted by China Securities Regulatory Commission and during this process, it is necessary to reexamine the justification and rationality of law and regulations that prohibit employees engaged in securities business from purchase and sale of shares. In China, efforts should be made to gradually perfect the mechanism of regulation of insider dealing in terms of participation in securities trading by employees engaged in securities business, establish mechanism of control over trading involving conflicting interest, set up individual trading report and information disclosure system, and improve systems of administrative, civil and criminal investigations of liabilities and of regulations. Under this premise, employees engaged in securities business may no longer be prohibited from purchase and sale of shares by law.

---

---

(责任编辑:姚 佳)