

汉坤法律评述

2026年5月10日

北京 | 上海 | 深圳 | 杭州 | 武汉 | 海口 | 香港 | 新加坡 | 纽约 | 硅谷 | 伦敦

证券内幕交易行政监管实务解析（中）：构成要件与申辩事由

作者：何春艳 | 高明豪 | 马倩芸 | 孙洋洋 | 黄炎 | 刘毅

前言

近年来，我国证券内幕交易行政监管在案件查处数量、处罚力度、认定标准等方面均呈现出强化态势。从监管数据来看，处罚数量逐年上升，罚没金额不断增加，反映出监管机构对内幕交易行为的零容忍态度。同时，在构成要件的认定上更加严格和精准，通过一系列典型案例不断明确和细化判断标准，使得内幕交易的认定更加科学合理。

对于市场主体而言，面对日益严格的监管环境，必须高度重视内幕交易的法律风险。一方面，要加强内部合规管理，建立健全内幕信息管理制度，规范信息传递和交易行为，确保所有交易都基于合法公开的信息。另一方面，在面临监管调查时，应积极配合，如确未进行内幕交易的，可依法申辩，以合法有效的方式维护自身权益。

归根结底，内幕交易监管的本质是守护资本市场的公平底线，而合规生态的构建需要各方长期共建。唯有将“信息安全”视为经营发展的前提，以前瞻性思维完善内控机制，才能在日益严格的监管格局中实现可持续发展，共同推动资本市场向更公开、公平、公正的方向迈进。

本篇作为系列文章中篇，将深入拆解证券内幕交易的构成要件，梳理监管认定逻辑，并系统总结相应申辩事由。文章仅为概要性陈述，如有具体项目需结合案情进一步分析。

一、监管层面内幕交易的构成要件

监管实践中认定内幕交易，一般需满足“四要件”，即存在内幕信息、主体为内幕人、敏感期内实施内幕交易行为、存在利用内幕信息的主观意图。监管机构往往采用“实质重于形式”原则，进行要件认定。

（一）信息要件：存在具备“重大性”“非公开性”的内幕信息

《证券法》第五十二条规定：“（第一款）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。（第二款）本法第八十条第二款、第八十一条第二款所列重大事件属于内幕信息。”监管实践中认定内幕信息，一般需具备“重大性”和“非公开性”。

1. 重大性：涉及发行人的经营、财务或对证券价格有重大影响

监管实践中认定重大性的依据主要包括：**第一**，法定列举事项，直接适用《证券法》第八十条、第八十一条所列“重大事件”，如公司经营方针和范围的重大变化、债券信用评级发生变化、重大投资行为、重大资产处置、订立重要合同、重大债务、重大亏损或损失、生产经营外部条件的重大变化、高管重大变动、控制权变更、分红、增资、减资、合并、分立、解散、破产、被责令关闭、重大诉讼或仲裁、决议被撤销或宣告无效、涉嫌犯罪被立案调查等；**第二**，实质判断事项，对未明确列举的信息，结合是否影响公司经营存续、是否触发内幕信息管理程序、公开后股价是否显著波动等因素综合认定。

关于内幕信息重大性是否应以确定性为要件，存在一定争议，监管实践并未完全排除对确定性的考察，但通常对此把握较为严格。在内幕交易执法实践或司法实务中，当事人通常会以信息尚不确定、尚不知是否真的会发生等为由，以抗辩内幕信息在其交易之时并不成立从而不构成内幕交易行为。从实践情况来看，监管机构对此抗辩的认定较为严格，其核心理由即内幕信息并不以相关事项具有确定性为必要的先决条件，“内幕信息的形成”并不等同于“内幕信息的确定”，相关事项只要满足内幕信息关于重大性的要求，公开后可能对证券交易价格或投资者交易决策造成影响，即应当认为内幕信息已经形成。

2. 非公开性：未通过法定渠道完整披露

监管实践中认定信息已公开一般需同时满足以下标准：**第一**，形式标准，需在证券交易场所的网站和符合证券期货监管机构规定条件的媒体（如金融时报、经济参考报、中国日报、中国证券报、证券日报、上海证券报、证券时报，以及其依法开办的互联网站）上发布；**第二**，实质标准，公开内容需完整、准确，被一般投资者广泛理解。股吧平台讨论信息等据以猜测、分析、推断的信息，模糊不完整，亦非由上市公司在证监会指定的媒体发布，不能据此认为信息已经公开。

（二）主体要件：内幕信息知情人或非法获取内幕信息者

《证券法》第五十条规定：“禁止证券交易内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人利用内幕信息从事证券交易活动。”监管实践中对两类内幕交易行为主体的认定标准各有侧重。

1. 内幕信息知情人：通过合法途径取得内幕信息的人

监管实践中认定内幕信息知情人的标准主要包括：**第一**，法定列举人员，直接适用《证券法》第五十一条所列内幕信息知情人，如发行人及其董监高、持股5%以上股东或实控人及其董监高、发行人控股的公司及其董监高、因公司职务或业务往来可以取得内幕信息的人员、上市公司收购人或重大资产交易方及其关联方、因职务或工作可以取得内幕信息的证券交易所或中介机构人员、因职责或工作可以取得内幕信息的监管机构人员等；**第二**，实质参与人员，不仅需审查行为人的身份，还应从其所任职务、承担职责、实际履职、参与程度、信息来源等方面审查其获取内幕信息的情况。虽不属于上述法定列举人员，若因职务、工作、监管、业务关系等合法途径可以取得内幕信息的，也应当认定为内幕信息知情人。如在江苏监管局（2025）7号案例中，上市公司披露合同引发舆情，董事长的朋友作为帮忙处置舆情的人员，也被纳入内幕信息知情人的范围。

在监管实践中，对于《证券法》第五十一条明确列举的人员，通常采取推定模式，即除非有反证推翻，否则直接推定相关人员因身份、职位即知悉或应当知悉内幕信息的内容，从而构成内幕信息知情人。

2. 非法获取内幕信息者：通过非法途径取得内幕信息的人

对于非法获取内幕信息者，《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》（下称“《内幕交易司法解释》”）第二条明确列举了三种情形：**第一**，非法手段型，即以窃取、刺探等非法手段获取内幕信息的人员；**第二**，特定身份型，即内幕信息知情人近亲属及与其关系密切人员，在敏感期内从事相关交易明显异常，应认定为非法获取内幕信息的人员；**第三**，积极联系型，即在敏感期内与内幕信息知情人联络、接触的人员，从事相关交易明显异常，应认定为非法获取内幕信息的人员。

3. “二次推定”的适用条件

《关于审理证券行政处罚案件证据若干问题的座谈会纪要》（法〔2011〕225号）第一条第一款规定：“监管机构根据行政诉讼法第三十二条、最高人民法院《关于行政诉讼证据若干问题的规定》第一条的规定，对作出的被诉行政处罚决定承担举证责任。人民法院在审理证券行政处罚案件时，也应当考虑到部分类型的证券违法行为的特殊性，由监管机构承担主要违法事实的证明责任，通过推定的方式适当向原告、第三人转移部分特定事实的证明责任。”该规定明确了内幕交易行政处罚可以适用推定规则。

《内幕交易司法解释》上述规定也采取相同立场，即如果没有直接证据证明当事人非法获取内幕信息，可基于当事人与内幕信息知情人或非法获取内幕信息者联络、接触以及异常交易证券的情况，推定当事人非法获取了内幕信息，除非当事人能够作出合理说明或提供反证¹。

关于能否适用“二次推定”，即推定的非法获取内幕信息者与某投资人联络，能否再次推定该投资人非法获取了内幕信息，一般认为需同时满足以下条件：**第一**，存在完整的沟通链条，有证据证明内幕信息知情人、非法获取内幕信息者、投资人之间联络或接触，可传递内幕信息；**第二**，投资人的交易行为明显异常，如与信息传递时点高度吻合、突击交易、全仓买入等；**第三**，投资人无法提供其他正当信息来源的说明和证据。

监管实践中对“二次推定”的适用较为谨慎，但可能以在案书面证据足以证明投资人系内幕信息知情人或非法获取内幕信息者为由，认为不涉及“二次推定”的问题。

4. 个人或单位的主体认定方式

个人或单位违法的认定核心在于“意志来源”与“利益归属”。个人违法系基于个人意志决策（如个人擅自使用或借用单位账户等），违法所得归个人或家庭所有。单位违法系基于单位集体意志（如公司决议、管理层决策等），违法所得归单位所有或用于单位经营。

（三）行为要件：敏感期内实施“交易”“泄露”或“建议”行为

1. 敏感期：从信息形成至公开的期间

《内幕交易司法解释》第五条规定：“（第一款）本解释所称‘内幕信息敏感期’是指内幕信息自形成至公开的期间。（第二款）证券法第六十七条第二款所列‘重大事件’的发生时间，第七十五条规定的‘计划’、‘方案’以及期货交易管理条例第八十五条第十一项规定的‘政策’、‘决定’等的形成时间，应当认定为内幕信息的形成之时。（第三款）影响内幕信息形成的动议、筹划、决策或者执行人员，其动议、筹划、决策或者执行初始时间，应当认定为内幕信息的形成之时。（第四款）内幕信息的公开，是指内幕信息在国务院证券、期货监督管理机构指定的报刊、网站等媒体披露”。

关于内幕信息的形成时间，一般认为信息已进入动议、筹划或谈判阶段，具备实质推进可能性，而

¹ 范林波：《内幕交易认定疑难问题实证研究——以证监会2000-2023年前三季度行政处罚决定为视角》，载《证券法苑》第40卷，2025年1月。

非停留在“初步设想”或“传闻”阶段。具体标准主要包括：**第一**，主体合意，各方已就交易核心内容达成初步一致，如价格区间、合作模式等。在湖南监管局〔2025〕4号案例中，双方高管沟通收购意向及估价，希望进入实质洽谈，被认定内幕信息已形成。**第二**，书面证据，已形成相关书面文件，如会议纪要、合作意向书、方案草案等。在江苏监管局〔2025〕7号案例中，各方就合作内容形成初步书面文件，被认定内幕信息已形成。**第三**，实质行为，已启动相关实质工作，如中介机构尽调、核心条款谈判、内部审批流程等。在证监会〔2024〕87号案例中，上市公司召开总经理办公会，决定聘请中介机构进场，被认定内幕信息已形成。

2. 行为形态：交易、泄露或建议交易

根据《证券法》第五十三条第一款规定，内幕交易行为是指在内幕信息敏感期存在以下行为：**第一**，买卖与内幕信息直接相关的发行人证券，包括以自己名义买卖、控制他人账户买卖、委托他人以他人名义买卖、与他人合作买卖等；**第二**，泄露内幕信息，无论他人是否实际交易；**第三**，明示或暗示建议他人买卖与内幕信息相关的发行人证券，无论他人是否实际交易。

关于接受建议从事交易的一方是否构成内幕交易，实践中一般需满足“明知或应知建议基于内幕信息+交易行为异常”。若知晓建议关联内幕信息，交易存在突击买入、全仓操作等异常特征，则往往被认定构成内幕交易。在证监会〔2024〕29号、江苏监管局〔2025〕1号、山西监管局〔2024〕9号、广西监管局〔2023〕1号等案例中，有证据表明投资人与内幕信息知情人在敏感期有联络接触，且投资人在敏感期内交易证券行为呈现突击、重仓买入特点，与以往交易习惯迥异，无法排除利用内幕信息交易的可能，被认定构成内幕交易。

3. 共同违法的认定及处罚方式

关于共同违法的认定标准，实践中主要包括：**第一**，主体关系紧密，通常存在亲属、夫妻、朋友、同学、同事等密切关系；**第二**，联络接触频繁，在敏感期内存在频繁的通讯、见面、微信联系等；**第三**，具有共同行为，如共同出资、共同决策、共同操作（一方提供信息、另一方操作账户，或共同控制账户）、共享利益、共担亏损等；**第四**，信息传递链条清晰；**第五**，交易行为明显异常。

关于共同违法的处罚方式，实践中通常采用“分别处罚、按责量罚”原则，根据分工地位、出资比例、收益分配比例等衡量各主体责任大小，对起主导作用的（如信息源头、主要决策者）从重处罚，对起辅助作用的（如协助下单、提供账户）从轻处罚。

（四）主观要件：“利用”内幕信息

对于《证券法》第五十条规定的“利用内幕信息”，监管实践中由于内幕交易较为隐蔽，监管机构一般采用“过错推定”原则，若无直接证据证明主观故意，只要满足“知悉内幕信息+敏感期交易+交易行为异常”，即可推定当事人“利用”内幕信息，举证责任转移至当事人。

关于交易行为异常的认定标准，根据《内幕交易司法解释》第三条规定，应综合考虑以下三方面：**第一**，时间吻合程度，账户状态变动、资金变化、买卖交易等的时间，与内幕信息形成、变化、公开时间或获悉内幕信息的时间是否基本一致；**第二**，交易背离程度，买卖交易行为是否明显与平时交易习惯不同或与公开信息反映的基本面明显背离；**第三**，利益关联程度，交易账户的资金来源、收益归属是否与当事人相关。

二、内幕交易监管的有效申辩事由

根据相关规定及监管实践，当事人可以提出的申辩事由主要可分为两个层次：**第一**，否定构成的事由，即当事人不构成内幕交易，不应承担责任；**第二**，减免责任的事由，即当事人虽构成内幕交易，但依法应减轻或免除责任。如【[上篇](#)】所述，监管实践中申辩率近七成，但采纳率不足一成。因此，不论提出何种申辩事由，当事人均应充分举证予以证明，否则无依据的口头辩解基本无法得到采纳。

（一）否定构成的事由

理论上，当事人可围绕内幕交易的四项构成要件，举证证明任一要件不具备，即不构成内幕交易。规范上，《内幕交易司法解释》第四条规定了四种不属于内幕交易的情形：

1. 持有上市公司 5%以上股份的主体收购该公司股份

持有或通过协议、其他安排与他人共同持有上市公司 5%以上股份的主体收购该上市公司股份的，不属于内幕交易。符合该项情形，一般认为需同时满足以下条件：**第一**，主体资格，收购方为单独或共同持股 5%以上的主体，收购标的为已持有的上市公司股份；**第二**，收购目的，交易需基于增持股份、取得或巩固上市公司控制权的合法目的，而非利用内幕信息短期获利的非法目的。

2. 既定交易计划

按照事先订立的书面合同、指令、计划从事相关证券、期货交易的，不属于内幕交易。符合该项情形，一般认为需同时满足以下条件：**第一**，书面化，计划需以书面形式存在，如交易计划书、券商交易指令、邮件记录等，笼统口头意向和交易想法不构成有效计划；**第二**，事前性，计划需在内幕信息形成前制定，且与内幕信息无关联；**第三**，严格执行，交易需完全按原计划执行，不因内幕信息而调整时间、数量、价格等。若存在提前交易、超量交易，仍构成违法。在证监会（2024）17号案例中，证监会认为构成内幕交易阻却事项的交易计划，应当是决策基础与内幕信息无关，且该计划具备相对的确定的和可执行性；当事人未提供交易计划的客观证据，且在与内幕信息知情人联络后立即安排亲属进行交易，亦佐证无事先订立的交易计划。

3. 依据已披露信息交易

依据已被他人披露的信息而交易的，不属于内幕交易。符合该项情形，一般认为需同时满足以下条件：**第一**，披露合法性，需为他人通过法定渠道（如金融时报、经济参考报、中国日报、中国证券报、证券日报、上海证券报、证券时报，以及其依法开办的互联网站）完整披露的信息，而非股吧传闻、自媒体报道、零散泄露的信息；**第二**，决策独立性，需举证证明交易逻辑与公开信息直接关联，如研报分析、历史交易记录等，而独立于内幕信息；**第三**，排除关联性，公开信息需与内幕信息不存在关联关系，否则仍可能被认定为违法。如公开信息为重组意向、内幕信息为重组细节，两者之间存在关联性，相关申辩可能无法得到采纳。

4. 基于其他正当理由交易

交易具有其他正当理由或者正当信息来源的，不属于内幕交易。符合该项情形，一般认为需举证证明交易基于客观强制因素或正当商业目的的发生，而与内幕信息无关。具体情形可能包括：**第一**，质押平仓，需提供券商平仓通知、质押合同、资金流水等证据，证明交易为被动平仓，非主动利用内幕信息；**第二**，强制执行，需提供法院执行裁定书、协助执行通知书等证据，证明交易为履行法定义务，无自主决策空间；**第三**，资金周转，需提供银行催款通知、贷款合同、还款记录等证据，证明交易为获取资金

偿还到期债务且无其他资金来源。

（二）减免责任的事由

当事人即使构成内幕交易，也可以围绕违法事实、性质、情节、社会危害程度及当事人主观过错程度等，主张符合法定减免责任事由，应减轻或免除责任。规范上，《行政处罚法》等主要规定了四种减免责任事由：

1. 特定主体状态

根据《行政处罚法》第三十条、第三十一条，以及《中国证监会行政处罚裁量基本规则》（下称“《行政处罚规则》”）第八条规定，不满 14 周岁的未成年人从事内幕交易的，不予行政处罚；已满 14 周岁不满 18 周岁的未成年人从事内幕交易的，应从轻或减轻处罚；尚未完全丧失辨认或控制自己行为能力的精神病人、智力残疾人从事内幕交易的，可从轻或减轻处罚；违法的个人死亡或违法的单位被撤销、注销的，免于处罚（单位的主管人员和其他直接责任人员仍承担责任）。

2. 违法情节轻微

根据《行政处罚法》第三十二条、第三十三条，以及《行政处罚规则》第七条、第九条、第十条规定，违法行为轻微（如交易金额低等）并及时改正（如返还违法所得、赔偿损失、公开致歉等），没有造成危害后果的，不予处罚；初次违法且危害后果轻微（如未引发股价波动或跟风交易等）并及时改正的，可不予处罚；主动消除或减轻危害后果、主动供述或举报其他违法行为、或配合查处有立功表现的，应从轻或减轻处罚；危害后果轻微、积极配合查处、或签署认错认罚具结书的，可从轻处罚。

3. 没有主观过错

根据《行政处罚法》第三十二条、第三十三条，以及《行政处罚规则》第七条、第九条、第十条规定，当事人举证证明没有主观过错的，除法律、行政法规另有规定外，不予处罚；受他人胁迫或诱骗实施违法行为的，应从轻或减轻处罚；主观过错较小的，可从轻处罚。一般认为主观过错减免责任事由主要适用于泄露内幕信息行为，需举证证明因过失导致信息泄露（如文件保管不善、邮件误发等），且已及时采取补救措施（如上报监管、撤回邮件等），并无主动传递内幕信息的故意；但不适用于交易行为，内幕信息知情人或非法获取内幕信息者负有戒绝交易的法定义务，即使过失知悉，只要实施交易仍构成违法。

4. 已过处罚时效

根据《行政处罚法》第三十六条，以及《证券期货违法行为行政处罚办法》第六条规定，内幕交易行为在 2 年内未被发现的，不再给予处罚；涉及金融安全且有危害后果的，处罚时效延长至 5 年；处罚时效从内幕交易发生之日起算，若多次从事内幕交易或持续泄露内幕信息，从最后一次行为终了之日起算。监管实践中往往对内幕交易被发现的时间采取宽松认定，既可以由证券监管机构发现，也可以由公安机关等其他有权机关发现；要求当事人提供相关材料，和相关当事人进行谈话，均可认定违法行为已被发现并进入监管视野。

下篇预告

系列下篇将梳理证券内幕交易违法行为的财产、资格、信用三类行政责任，并从“事前防范、事中应对、事后救济”三个维度，提供全流程合规建议，以助于市场主体筑牢风险防线，实现合规经营。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

何春艳

电话： +86 10 8525 4631

Email: chunyan.he@hankunlaw.com