

内幕交易违法所得的司法判定模式

文/陈显江 王云超 韩振兴 许 枫

内容提要 资本市场是一个“信息+信心”的市场，与金融安全、人民群众财产利益息息相关。内幕交易行为利用内幕信息谋取非法利益，严重扰乱证券市场秩序，影响资本市场投融资功能的正常发挥。内幕交易违法所得是内幕信息经济价值的犯罪化实现，对违法所得的正确认定和追缴，实现罚当其罪、罪责刑相适应，体现对内幕交易违法犯罪的从严打击与震慑具有重要意义。人民法院应当根据犯罪形势不断织密法网、依法从严“零容忍”，以知情要件和关联要件为框架，从法律分析和经济分析双重视角出发，构建内幕交易违法所得的司法判定方法和模式，最大限度追赃挽损，完善全链条打击、全方位违法所得追缴体系。

随着资本市场改革发展和经济金融形势深刻变化，证券期货违法犯罪呈现出新的特点。内幕交易、操纵市场等证券犯罪持续高发，犯罪手法愈加隐蔽多样，案件认定和审判难度不断提升。2021年7月中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于依法从严打击证券违法活动的意见》，要求坚持零容忍原则，依法从严从快从重查处证券重大违法案件。2024年，中国证监会依法从严查办证券期货违法案件739件，同比增长10%，内幕交易案件178件，占比24%，其中借助并购重组股实施内幕交易的违法案件35件，同时内幕信息知情人范围有扩大趋势。

内幕交易是指证券期货内幕信息知情人员或者非法获取证券、期货交易内幕信息的人员，在涉及证券的发行，证券、期货交易或者其他对证券、期货交易价格有重大影响

的信息尚未公开前，买入或者卖出该证券，或者从事与该内幕信息有关的交易，或者泄露该信息，或者明示、暗示他人从事上述交易活动，情节严重的行为。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，该行为在破坏证券市场“公平、公正、公开”大环境的同时，也对投资者的知情权和财产权造成潜在或实质的侵害，具有严重社会危害性。纵观世界范围内证券市场的整个发展历程，内幕交易犯罪并非打着“独此一家”标签的中国特产，而是整个证券市场的顽疾，“在证券市场中清除内幕交易，恐怕是证券法最难以实现的制度目标”。^①

2025年3月8日，最高人民法院院长张军在最高人民法院工作报告中提出：以“零容忍”态度惩治财务造假、内幕交易等证券期货违法犯罪，有力维护资本市场健康发展。人

^①陈洁：“内幕交易事实认定中自由裁量权的适用及其规制”，载《清华法学》2018年第6期。

民法院审理内幕交易案件时,基本的审判理念为:既要依法保护投资者知情权、参与重大决策和选择管理者等参与公司治理的权利,也要依法保护投资者获取公司分红、分享公司成长带来的资本增值等财产性收入的权利,还要依法保护投资者在获取真实、准确、完整的公开披露信息和真实价格信号的基础上,公平参与市场交易的权利。2024年4月,最高人民法院、最高人民检察院、公安部、中国证监会出台《关于办理证券期货违法犯罪案件工作若干问题的意见》提出,加大财产刑适用和执行力度,人民法院作出判决,要注重自由刑与财产刑、追缴违法所得并用,加大对证券期货犯罪分子的经济处罚和财产执行力度。以我国近年来的司法实践审视,内幕交易案件不断增多,涉案人员的范围更为多样,且内幕交易的手段也更趋隐蔽和复杂。我国当前对内幕交易行为进行规制的法律依据主要是刑法第一百八十条、证券法、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》(以下简称《内幕交易解释》),上述法律、司法解释在对内幕交易行为进行处罚时,违法所得均是重要的依据和标准。科学认定内幕交易违法所得的数额,不仅关系到是否追究内幕交易行为人行行政责任和怎样处以刑罚,还关乎有效惩处和遏制此类犯罪,甚至关乎法律适用的统一。

一、内幕交易违法所得的归责逻辑

从刑事归责的正当性分析,内幕交易犯罪法律规制所针对的对象是交易行为中的欺诈性以及滥用重大未公开信息价值的部分。内幕交易犯罪产生特定危害结果的基本构造为:行为人获取内幕信息→行为人实施关联性的证券欺诈行为→证券价格基于内幕信息影响而相应变动→违法所得实际产生。在上述证成过程中,将违法所得数额归责于内幕交易的证券欺诈需要两个要件同时具备:(1)知情要件,即行为人基于对内幕信息的知情而实施欺诈行为;(2)关联要件,违法所得数额与证券欺诈之间存在关联。内幕交易犯罪的政策目标决定了结果归责中知情要件和关联要件应同时具备,知情要件提出的是事实层面的问题:行为人是否因知晓并信赖内幕信息而实施证券欺诈行为;关联要件提出的是价值层面的问题:与证券欺诈相关联的违法所得数额是多少。

内幕交易违法所得,是证券、期货交易内幕信息的知

情人员或者非法获取人员,在涉及证券的发行以及证券、期货交易或者其他对证券、期货价格有重大影响的信息尚未公开前,买入或者卖出该证券,或者从事与该内幕信息有关的期货交易,或者基于因泄露而获悉内幕信息的交易所获得的利益或者避免的损失。^①该违法所得即是基于资本市场中价值重大的未公开信息而实施的相关金融交易行为的获利与避损,本质上是内幕信息经济价值的犯罪化兑现或者量化评估[2022年《最高人民法院、公安部关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定(二)》第30条规定,从事内幕交易,获利或者避免损失数额在50万元以上的,应予立案追诉]。从概念上看,违法所得可以分为两种主要形式,即违法利润和规避损失,利润又可以分为正利润和负利润,正利润一般被认定为实际利润,负利润一般以名义利润为准。在我国香港地区,罚款和罚金均以名义利润(即内幕信息公布后立即卖出证券可以赚取的利润)为准,无论内幕人员最终获得的是正利润还是负利润。^②

根据证券法第五十二条、第八十条、第八十一条,2017年修订的《期货交易管理条例》第81条等规定的内幕信息的具体类型,内幕信息在敏感期内按照其性质可以分为利好型和利空型内幕信息。利好是指能够对证券、期货价格产生积极影响,利空是指对市场行情不利,可能导致证券、期货价格下跌,二者均具有重大影响且尚未公开。内幕交易者基于其获取的内幕信息属于利好或者利空,实施相对应的证券、期货违法交易行为即建仓或者空仓,最终通过内幕交易实现利益获取或者损失避免。从法律关系层面,基于内幕信息而产生的交易行为应与投资者合法权益的损失、相关金融产品的市值增值具有因果关系;从经济关系层面,内幕交易违法所得与重大未公开信息导致的市场价格波动具有因果关系。由此可见,违法交易行为的获利或者避损,只有在经济上与内幕信息的价值具有因果关系时,才能具备在司法领域认定为内幕交易违法所得的可归责性,进而实现对犯罪行为的定性分析与犯罪所得的定量认定。

综上,内幕交易违法所得的归责基础应当定位于内幕信息价值通过金融产品违法交易行为直接或者间接转化为实施内幕交易犯罪行为人的个人经济价值。以此为出发点,通过对内幕交易违法所得认定方法和模式的构建,准确判断内幕交易所得的违法性,科学量化内幕交易违法所得数

①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。

②黄辉、赵青航、李海龙:《内幕交易法律制度研究——国际比较与本土实证》,北京大学出版社,2024年版,第342页。

额,对正确定罪量刑、追缴违法所得、高效遏制内幕交易犯罪具有决定性影响。

二、内幕交易违法所得的认定方法

(一) 法律分析方法——规范性证成

在刑法第一百八十条和《内幕交易解释》的规范性框架下,内幕交易违法所得的法律证成过程为:内幕交易者获取内幕信息与实施违法交易行为之间具有直接关联性,违法交易行为与获利或避损的结果之间具有直接关联性,推导出内幕信息与相应违法所得之间具有法律上的因果关系。内幕交易违法所得就是内幕信息经济价值的犯罪化表现,重大信息的形成、公开、影响力大小等因素直接影响内幕交易者的实际获利。通过规范性的法律解释可以透视出内幕交易违法所得源自于内幕信息优势地位的滥用而获取的非法利益,进一步明确其应被追缴属性与证明责任分配,为司法认定内幕交易违法所得建立规范性框架。从司法实践看,违法所得数额是内幕交易犯罪定罪量刑最重要的组成部分,基于罪责刑相适应原则,数额要素必须能够体现行为的不法程度。关联性需要发挥限制国家刑罚权任意发动的作用,只有证券欺诈的法益侵害达到特定程度才能动用国家刑罚权。^①

(二) 经济分析方法——趋势化分析

在经济分析法中,传统的趋势分析法是指将公司一段时期内的财务有关数据进行比较,以分析公司财务状况和经营成果的变化情况及发展趋势的方法。在内幕交易违法所得的认定过程中,内幕信息在敏感期间内对金融产品市场价格波动的影响力及影响力大小是认定内幕交易违法所得的核心要素,这需要通过金融产品市场发展整体趋势走向进行数据分析统计以确认如下问题:重大未公开信息在敏感期内推动金融产品的价格波动到什么位置?这一价格波动趋势何时开始受内幕信息所影响、何时影响力耗尽?有无其他市场介入因素干扰金融产品基于内幕信息产生的市场走势?通过对信息价值、交易行为、经济获利之间形成层层推进、逻辑严密的经济分析,得出内幕信息对金融产品市场价格变化趋势的影响范围和幅度,进而可以直观地得出在具体的内部信息影响趋势范围内相关违法交易行为对应的经济收入扣除交易成本后均应认定为内幕交易违法所得。

(三) 日期认定方法——形成之时、公开之日、基准日

《内幕交易解释》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。形成和公开的具体时间节点如何确定,可参考借鉴以下原则:

1. 内幕信息形成之时——以一般理性投资者的立场判断重要事实是否具备高度实现可能性

按照《内幕交易解释》的规定,证券法第八十条、第八十一条所列“重大事件”发生时间、《期货管理条例》第85条规定的“政策”“决定”等的形成时间,应当认定为内幕信息的形成之时。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。根据现代汉语词典,动议是指“会议中的建议”、筹划是指“想办法,定计划”、决策是指“决定策略或办法”,其指向均是重要事实已经进入实际操作阶段。可见,内幕交易者利用的是上述重要事实所带来的信息优势,内幕信息的形成时间应以信息所对应的重要事实具有高度实现可能性之时为界定标准。同时,应当从一个理性投资者的角度来判断,获知、利用基于重要事实所形成的信息会获利或避损。这一标准可以兼顾法益保护目的和刑法谦抑性原则,既确保将重要事实发展过程中根据掌握的信息线索确信事实即将发生的人员纳入打击范围,又有效将利用高度不确定信息进行高风险交易人员予以排除。“杭萧钢构案”即是以双方公司高层就合同主要内容基本形成一致之时认定涉案项目“已经进入实质操作阶段并具有很大的实现可能性”,以该日期作为内幕信息的形成之时。

由于资本市场运作过程的复杂性,法律条文难以清晰地界定各种情形下的信息形成时间,面对重要事实存在多个环节、决策反复推翻再建立等复杂情况,证券监督管理机关常使用“不晚于某天”的表述在行政案件中认定内幕信息敏感期时间起算点。刑事司法领域对该类内幕信息形成时间的认定可以为该天或者晚于该天的某一天。

2. 内幕信息公开之日——形式公开为主、实质公开为辅

“形式公开论”认为,只要内幕信息依照法定形式予以披露,即认定为内幕信息公开。我国证券法律规定采纳该理论观点,《内幕交易解释》规定,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。“实质公开论”则主张,无需限定内幕

^①潘华杰:“证券犯罪数额要素刑事归责的分层认定”,载《苏州大学学报法学版》2025年第3期。

应用

信息披露的方式,只要内幕信息被一般投资者广泛知悉和理解,即认定为内幕信息公开。“光大证券乌龙指案件”中法院提出认定内幕信息通过媒体揭露而公开的3个重要条件:一是媒体揭露的广泛知晓性,即相关媒体报道必须能够被市场中的主体广泛知晓,以确保信息的普遍传播;二是媒体揭露信息的完整性,即媒体所披露的信息需要包含内幕信息的主要内容,这些信息应当足够完整,使理性的市场参与者能够基于所披露的内容,对信息可能产生的市场影响进行综合评估;三是媒体揭露信息的可靠性,即理性的市场参与者必须能够相信媒体所披露的信息是可靠的。笔者认为,随着证券交易市场信息的复杂化,信息公开之日的司法认定应当与时俱进,形式公开为主、实质公开为辅,以回应实质公平的司法要求。

3. 基准日——未平仓金融产品违法所得的确定

在利好型内幕消息情况下,内幕交易者在信息公开之日后卖出金融产品的,无论何时卖出、分几次卖出,均应按照实际获利认定违法所得。对于案发时未平仓的金融产品违法所得如何确定,是司法认定中的难点问题,其核心是确定违法所得截止的基准日。综合分析国内外已有的关于内幕交易犯罪的实践可见,基准日的选择并不统一,有的以固定的时间节点确定,明确规定信息公开后一固定时间为基准日。采用这一做法是基于各证券市场的特点,对市场吸收予以充分考量,具有较强的确定性和可预测性。而有的则在参考成交量、金额等市场指标的基础上以非固定的时间节点确定,一般是影响市场波动因素较多的国家和地区。例如,我国台湾地区,无论是计算获利数额还是避免损失的数额,市场基准价格是内幕信息公开后10个交易日的平均收盘价格;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是计算避免损失时的市场基准价格。^①2007年发布的《中国证券监督管理委员会证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》(以下简称《内幕交易行为认定指引》,2020年已废止)规定,违法所得的计算,应以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为基准日期。这种多个基准日的可选择性导致案件处理方法难以统一。如果选定时间节点过早,则内幕信息未必会被市场完全吸收,在此时间节点之后股价会进一步上涨,进而造成认定

的违法所得低于行为人的实际获利,不能实现有效惩治的目的。如果确定得过晚,则内幕信息对股价的影响已经减弱或不存在,内幕信息与获利之间的因果关系不能合理体现,进而影响违法所得数额的科学性。如果参照国外做法,根据市场指标确定基准日,则不同的案件会有不同的基准日,不确定性过高,进而造成司法资源的浪费。综上,时间节点的选择应该立足我国证券市场的特质,便于司法实践,同时能够实现市场对内幕信息的吸收。

三、内幕交易实际违法所得的判定模式

内幕交易违法所得的认定原则上应当采用实际成交差额规则,即实际所得法。平仓时市场价格的水平与内幕信息之间在经济上应具有相当因果关系,只要涉案的未公开信息具有重大性,且信息公开后市场价格形成与信息内涵相应方向的价格波动,就应当认定信息与价格具有相当因果关系,并以内幕交易者实际实施的平仓价格作为计算违法所得的基准。

(一) 实际违法所得计算公式

结合原《内幕交易行为认定指引》规定,实际违法所得数额的计算,可参考下列公式:

1. 利好型内幕信息中已平仓部分的违法所得(获得的收益)

公式一: 累计卖出金额+累计派现金额(股票分红)-累计买入金额-配股金额-交易费用。

上述计算公式适用于以下两种情形:

第一,内幕信息公开之前建仓并全部平仓的违法所得。重大信息尚未公开,内幕信息形成之后建仓的交易者实施平仓行为情况下,核定内幕交易者的“提前平仓利益”,只有在法律上能够公正推导出交易所得具有可归责性的前提下,才能核定该利益为违法所得。有学者认为,金融交易行为与金融产品之前价格间存在“解码”机制,即证券、期货各类交易所通过互联网平台将金融产品的交易价格、交易量、大宗交易数据、融资融券数额等资本市场主要数据信息即时公开,资金市场中的投资者从其他市场参与者金融行为导致的数据变化中解读、推断潜在的未公开重大信息,从而实现金融交易者基于对预期收益的重新评估而产生交易行为导致金融产品提前出现市场价格波动。^②因此,在内幕信息公开前,内幕交易者完全有可能基于“解码”机制对金融产品

^①薛智仁:“内线交易之犯罪所得概念”,载《政大法学评论》2012年第5期。

^②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。

价格形成的波动在内幕信息公开之前平仓获利离场。由于该类内幕交易中的平仓行为所对应的交易价格实际上来源于内幕信息“解码”机制的影响,足以构建平仓收益作为内幕交易违法所得的可归责性,应当将建仓成本与平仓价格之间的差额适用上述公式核定为内幕交易违法所得。

第二,内幕信息公开前建仓,公开后全部平仓的违法所得。这类金融产品获利案件在内幕交易违法所得行政处罚和刑事判决的样本中占大多数,如青岛市中级人民法院审理的戴某某内幕交易案:^①2012年,被告人戴某某在任某集团下属饭店公司员工期间,受集团董事长兼该集团上市公司董事长徐某某安排,专门负责管理和操作该集团及部分职工名下的证券账户。2015年2月2日至6日,徐某某经与上市公司相关人员商量公司2014年年报公告有关利润分配事宜,初步确定拟“高送转”。2015年2月28日公告2014年度报告,其中资本公积金转增股本的方案为拟以资本公积金向全体股东每10股转增15股。在公司拟高送转的内幕信息形成后至公开前,被告人某某与徐某某存在频繁联络、接触,并于2015年2月6日、2月9日、2月26日,使用其负责管理和操作的证券账户,明显异常交易且无正当理由,买入公司股票共计25.05万股,成交金额共计282万余元,非法获利71万余元。在本案中,由于戴某某所获得的违法所得与其知悉内幕信息之间存在因果关系,且在案发前其持有的股票已经全部抛售,所以法院按照公式一将其实际获利认定为违法所得。

2. 利空型内幕信息中平仓后回购部分的违法所得(规避的损失)

公式二: 卖出股票数量 × (卖出金额 - 买入金额) - 交易费用。

该情形适用于内幕信息公开前卖出股票,信息公开后再低价买回股票的情况下,以二者差额作为因避损而获益的实际违法所得金额。这种交易行为又称“做空交易”。我国台湾地区的部分判例对于做空买卖金融产品的内幕交易违法所得即适用该实际成交差额规则。

(二) 计算阻确因素——市场性因素

金融产品价格的波动,受多种因素的影响,错综复杂。内幕信息未实现、内幕信息影响力耗尽后平仓、宏观信

息、国内外经济环境、投资者预期、行业重大事件等系统性和非系统性市场因素,都会导致相关金融产品在内幕信息敏感期内的市场价格波动。如果将内幕信息以外的信息对价格的影响全部计入内幕交易者的违法所得,则可能造成事实上的处罚不当。因此,内幕信息以外的造成市场价格变动的因素应当尽量扣除,并以此为基础确定内幕交易行为人的违法所得。“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”。^②若有确实且充分的证据证明,内幕交易者的实际获利数额有上述阻确因果关系的因素存在,则对应的经济收益应排除在违法所得之外,必要的情况下可以进行专项评估。

四、内幕交易拟制违法所得的判定模式

拟制所得法,又称为账面所得法或名义所得法,“是指股票买入价与相关信息公布后一段合理时间(即相关信息被市场充分吸收)内股票的重新评估价之间的差额”。^③通常用于内幕交易者买入股票后一段时间内继续持股,没有抛售行为以及抛售行为发生在相关信息被市场全面吸收一段时间后的情形,这一方法强调股价涨跌变化与内幕信息公开之间必须具有相当的关联性。拟制所得法的优点在于,即使没有销售行为,或者销售行为发生在相关信息全面公布或传播后,也可以依此方法计算违法所得;难点在于需要确认内幕信息被公开后市场完全吸收该信息的合理期间,在此基础上判断内幕信息对股价的影响。

(一) 拟制违法所得计算公式

1. 利好型内幕交易中未平仓部分的违法所得

公式三: 基准日持有证券市值(基准日收盘价 × 未平仓数量) + 未平仓部分的派现金额(分红) - 买入金额 - 配股金额 - 交易费用。

该公式适用的情形是: 第一,内幕信息形成后买入,信息公开后部分卖出后,持仓部分的违法所得;第二,内幕信息形成后买入,信息公开后直至案发未卖出部分的违法所得。从证监会以往的处罚案例来看,对此类案件有的并不直接认定违法所得,而是采取或限期处理余股,或以拟制所得计算盈利,或直接给予不确定性处罚的方式对内幕交易行为进行规制。笔者认为,尚未平仓的金融产品被持有

^①参见山东省青岛市中级人民法院(2018)鲁02刑初107号刑事判决书。

^②吴任恒:“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。

^③肖泽晟:“违法所得的构成要件与数额认定”,载《行政法学研究》2013年第4期。

应用

的非法性来源于内幕信息，金融产品持仓利益与内幕信息之间影响与被影响关系的构建即可以对应确立内幕交易者与金融产品市场之间欺诈与被欺诈的关系，对应的未平仓产品的经济利益即构成内幕交易违法所得。对于基准日的确定已经在上文予以说明，不再赘述。

2. 利空型内幕交易中已平仓未回购部分的违法所得

公式四：累计卖出金额 - 卖出证券在基准日的虚拟价值（卖出股票数量 × 基准日该股票的收盘价） - 交易费用。

上述公式适用情形是：内幕交易者在内幕信息公开前平仓后没有买回股票的，需要确定一个已经平仓股票在基准日的虚拟价值计算违法所得即避免的实际损失。

（二）基准日的确定

1. 在未出现涨停、跌停的情况下，应当以信息公开后的首个交易日作为拟制违法所得的基准日，以收盘价作为基准价。主要理由是：

第一，部分案件中内幕信息公开前后案涉金融产品有的会停牌，如果案涉产品尚处于停牌期间，则行为事实上无法利用内幕信息获利。同时，停牌时的股票价格亦不能反映出内幕信息对股价的影响。因此，内幕交易的行为人只有在股票复牌后才可能通过交易股票而获利。基准日的选择，应当能够体现市场对内幕信息的完全吸收，价格趋于稳定。由于我国证券市场的涨、跌停板制度限制了证券价格一个交易日的涨跌幅，因此，在信息公开后的第一个交易日或者连续多个交易日价格如果处于涨、跌停板状态，也不能体现市场对内幕信息的充分吸收。证券市场很大程度上是信息市场，如果基准日选择的时间过晚，则股票价格已经不能反映出内幕信息的影响。第二，认定收盘价以外的其他价格均有明显不足。如果以最高价为基准计算，虽然有利于对行为人的惩罚，但却大概率会造成处罚上的不公平，因为证券交易实践中准确地卖在最高点具有较大的难度。行为人参与证券交易的目的是获利，从理性行为人的角度出发，其一般不会选择是价格最低时出售股票。因此，以最低价为基础计算违法所得虽然是有利于被告人的做法，但却难以实现对行为人有效惩治的目的，从而无形中降低了行为人的犯罪成本。而认为应当以平均价计算的观点也存在明显不当，因为平均价一般是在“遇到销售金额或其他数

额高、低不等难以具体查明时，取其平均数额予以认定”。^①收盘价是市场参与者所广泛认可的价格，是盈利和亏损的重要基准。实践中，准确地卖在最高点和买在最低点都是较为罕见的情况，然而，经过一天的交易，在收盘时，市场对内幕信息的吸收较为完全，证券价格波动也趋于稳定，以收盘价作为基准价格相对更为符合逻辑，相对更为合理。

2. 在出现涨停、跌停的情况下，对利好型内幕消息情况下，金融产品拟制违法所得基准日的确定，可以区分两种情况：一是利好消息已经兑现的情况下，以复牌后以首个收盘打开涨停日作为基准日，收盘价作为基准价；二是利好消息未兑现的情况下，以复牌日作为基准日，收盘价作为基准价。在利空型内幕消息情况下，内幕交易者多选择在内幕信息公开前卖出金融产品，此后未再买回，拟制违法所得以复牌后首个收盘打开跌停日作为基准日，收盘价作为基准价计算为宜。对于利空型内幕信息提前交易避免损失的，基准日是利空信息对市场影响的出清日，即信息公布后首个收盘价打开跌停板之日，信息公布后没有跌停的，以信息公布后首个交易日作为基准日。关于基准价格，实践中有收盘价、最高价、最低价、平均价等不同观点。其中，收盘价是买卖双方共同形成的该交易日股票价格的最终定位，较其他几个价格更能反映出该股票价格市场趋势，作为计算内幕交易违法所得的基准价格更为适宜。“蒋某某内幕交易案（检例第221号）”即以上述标准计算违法所得，即“蒋某某在内幕信息敏感期内卖出股票的价格 × 卖出股数 - 该股票在基准日的基准价格 × 卖出股数 - 交易费用 = 避免损失金额”。^②

结语

综上，笔者认为，内幕交易违法所得的司法认定，应当区分利好型内幕信息与利空型内幕信息，以是否平仓为标准对应实际违法所得和拟制违法所得。具体按照基准日和基准价格如下计算违法所得：如果内幕信息公开后的第一个交易日股价未出现涨跌停情况，则以该日为基准日，以收盘价为基准价格；如果股票第一个交易日出现涨跌停情况，则以打开涨跌停交易日为基准日，以收盘价为基准价格；如果行为人卖出股票，则以实际获益或者实际避损作为违法所得。

（作者单位：山东省青岛市中级人民法院 山东省青岛市市南区人民法院）

①贺平凡：“论刑事诉讼中的数量认定规则”，载《法学》2003年第2期。

②杜学毅、罗曦、赵一珊：“依法从严惩治证券犯罪维护资本市场稳定健康发展——最高人民检察院第五十五批指导性案例解读”，载《人民检察》2025第14期。