

内幕交易认定中的推定结构与抗辩界限

敏感期、知情人关系与交易异常性的证明

赵跃

(安徽国运律师事务所, 安徽 合肥 230000)

摘要：内幕交易的认定，难在“知悉”与“利用”这两个主观要件。行为人极少自认，直接证据几乎不存在，办案机关遂普遍依赖“推定”。然而，推定的边界何在、抗辩的门槛如何，规范与实务均未形成稳定的结构，导致“同案不同认”与“抗辩无门”并存。本文主张，我国实务中的认定实际上是一种“四要素的事实推定”：敏感期交易、知情人关系或者接触联络、交易的异常性、缺乏正当理由。四要素结合，形成“利用”的表面证明；这是事实推定而非法律拟制，允许反证推翻。在抗辩上，应区分“提供证据的责任”与“说服的责任”：行为人提出“预定交易计划”“被动交易”“基于公开信息的分析”“紧急资金需求”等事由，只需达到“使推定动摇”的程度，提供证据的责任即转回控方；说服责任则始终由控方承担。在证据衔接上，证券监管机构的认定意见可以作为“专业性参考”，但不得作为“结论性证据”直接采信；其认定的事实与理由，须经法庭质证。在程序上，应强化“交易决策过程”的证据收集，并在裁判文书中逐要素论证，避免“一推定全案”。

关键词：内幕交易；事实推定；敏感期；抗辩事由；证明责任

中图分类号：D924.334 **文献标识码：**A **文稿编号：**WJLT(2022)04-0001-14

The Structure of Presumption and the Limits of Defence in Insider Trading

ZHAO Yue

(Anhui Guoyun Law Firm, Hefei 230000, Anhui, China)

Abstract: The difficulty in establishing insider trading lies in the subjective elements of knowledge and use. Direct evidence is almost never available, so enforcement relies on presumption. Yet the boundaries of presumption and the threshold of defence remain unsettled. This article argues that practice has in fact developed a four-element factual presumption: trading within a sensitive period, a relationship or contact with an insider, abnormality of the trading pattern, and the absence of justification. These elements together establish a prima facie case of use, which is a factual presumption rather than a legal fiction and is therefore rebuttable. In defence, the burden of production should be distinguished from the burden of persuasion: once the trader raises planned trading, passive trading, analysis based on public information, or urgent liquidity needs sufficient to shake the presumption, the burden of production shifts back, while the burden of persuasion remains with the prosecution. Regulatory opinions may serve as expert reference but not as conclusive evidence.

Key words: insider trading; factual presumption; sensitive period; defence; burden of proof

说明：（本文为作者个人研究观点，不代表所在单位意见）

作者简介：赵跃，安徽国运律师事务所执业律师，主要研究刑事诉讼与证券犯罪。

一、问题的提出

内幕交易是一种“无被害人的犯罪”。交易在公开市场完成，对手方不知道自己的损失来自何处；行为人也不必实施任何欺骗，只需在信息公开前“抢先一步”。

正因为如此，它的证明极为困难。谁在何时知道了什么，只有行为人自己清楚；通话记录、见面记录、邮件往来，只能证明“接触”，不能证明“知悉”；交易记录只能证明“买卖”，不能证明“利用”。

办案机关的应对，是“推定”。从“敏感期内交易”“与知情人关系密切”“交易明显异常”等客观事实，推出“知悉并利用内幕信息”的结论。推定一旦成立，行为人的辩解往往被视为“狡辩”。

推定的运用，有其正当性。若要求直接证明“知悉”，则内幕交易几乎无法追诉；推定的存在，是为了避免“因证明困难而放纵”。但推定若不受约束，则可能把“巧合”当作“犯罪”，把“无辜”当作“有罪”。

实务中的问题，恰恰在“约束”的缺失。推定的要素有哪些？要素之间是“并列”还是“递进”？行为人提出何种抗辩可以推翻？推翻的标准是什么？这些问题，规范未作回答，裁判说理亦多简略。

于是出现两种偏向。一种是“推定宽松”：只要在敏感期交易，即认定内幕交易，抗辩一概不采。另一种是“推定严格”：要求控方证明“知悉”的具体时间、内容、途径，实际上回到了“直接证明”，案件多以“证据不足”收场。

本文主张“有约束的推定”。所谓“有约束”，指推定须有明确的要素、明确的顺序、明确的反证门槛；所谓“推定”，指其性质是“事实推定”，而非“法律拟制”，允许反证推翻。

四要素的构造，是本文的核心主张：敏感期交易、知情人关系或者接触联络、交易的异常性、缺乏正当理由。四者结合，形成“利用”的表面证明；缺一，则推定不成立。

四要素之间，是“层层递进”的关系：敏感期交易是“时间的限定”，知情人关系是“信息的来源”，异常性是“行为的表征”，缺乏正当理由是“反证的排除”。前者为后者提供基础，后者为前者提供补强。

抗辩的界限，是本文的第二个核心。本文主张，抗辩分为“否定要素型”与“解释行为型”两类。前者直接否定四要素中的某一项，后者为交易提供“其他合理的解释”。两类抗辩的门槛不同，效果亦不同。

证明责任的分配，是本文的第三个核心。本文主张，提供证据的责任可以转移，说服的责任恒定于控方。行为人提出抗辩，只需“使推定动摇”，无须“证明自己无罪”；控方则须“排除合理怀疑”地说服法庭。

与行政认定的衔接，是本文的第四个核心。证券监管机构的“认定函”，在刑事审判中的地位尴尬：不作证据，则专业性无从体现；作证据，则法庭审理流于形式。本文主张“有限采用”：作专业性参考，须经质证。

内幕信息如何界定、知情人范围如何划定，站内内幕交易：谁是内幕信息知情人、什么算内幕信息，证券法50-54条拆解一文已按条文作了梳理；本文所要做的，是把“知情人”这一静态的资格判断，接入“利用”这一动态的证明结构。

本文的结构：先梳理规范与实务的现状；再论证推定的正当性与性质；继而展开四要素的构造；然后讨论抗辩的类型与门槛；接着处理证明责任与行政认定的衔接；最后提出

程序与说理的建议。

须先界定概念。本文所称“内幕交易”，指证券法第五十三条禁止的内幕交易行为，包括知情人的交易、泄露信息、建议他人交易，以及非法获取信息者的交易。

本文所称“推定”，指从“基础事实”推出“推定事实”的证明方法。基础事实须有证据证明，推定事实无须直接证明；推定允许反证，反证成立则推定被推翻。此与“法律拟制”不同，后者不许反证。

二、规范与实务的现状

刑法第一百八十条规定了内幕交易、泄露内幕信息罪，其构成要件包括“知悉内幕信息”“在涉及证券的发行、交易或者其他对证券价格有重大影响的信息尚未公开前”“买入或者卖出该证券”“情节严重”。

条文的表述，隐含了“利用”的要件。但“利用”是否为目的要件、是否需与“知悉”并列，学理上有争议。有的主张“知悉即足”，有的主张“知悉且利用”。

“知悉即足”的理由，是“举证的经济”：若要求证明“利用”，则几乎无法追诉；且知情人于敏感期交易，通常即利用了信息，例外极少。此说在实务中占主导。

“知悉且利用”的理由，是“责任的原则”：刑罚的对象是“滥用信息优势的行为”，而非“知道信息的状态”。若仅因“知悉”而交易即入罪，则与“思想定罪”无异。

本文倾向前者，但主张以“推定”实现：法律上不要求独立证明“利用”，但事实上以“四要素”推定其存在；行为人可以反证“未利用”。如此，既回应了举证的需要，又保留了出罪的空间。

证券法第五十三条、第五十四条的相关规定，为推定提供了“行政法上的基础”。证监会《关于上市公司建立内幕信息知情人登记管理制度的规定》，则要求上市公司建立知情人登记，为“知情人关系”的证明提供了依据。

司法解释的贡献，在于“情节严重”的标准。最高人民法院、最高人民检察院的相关解释，以“成交额”“获利额”“避损额”等指标划定了入罪的门槛，使处罚有了“量”的标准。

但司法解释对“知悉”“利用”的证明，未作规定。这正是推定的“规范空白”：实务中的推定，缺乏实定法的“授权”与“约束”，只能依靠学理与经验。

实务的考察，可见三种模式。第一种是“关系推定”：只要行为人与知情人存在亲属、同事、朋友关系，且在敏感期交易，即认定。此种模式最宽松，抗辩空间最小。

第二种是“接触推定”：须证明行为人与知情人在敏感期内有“接触或者联络”，方能推定。此种模式较为严格，但“接触”的证明仍依赖通话记录、见面记录，容易规避。

第三种是“异常推定”：结合交易的异常性（如首次交易、集中买入、精准时点）与

关系、接触，综合判断。此种模式最为精细，但对说理的要求最高。

三种模式的差异，反映了“打击”与“保障”的紧张。第一种偏向打击，第二种偏向保障，第三种试图平衡。本文主张第三种，并以四要素将其“结构化”。

学理上，关于推定，有“事实推定说”“法律推定说”“表见证明说”三种。事实推定说主张，推定是法官依经验法则所作的“事实上的推论”，可以反证；法律推定说主张，推定是法律规定的“证明责任转换”，须有明文；表见证明说主张，推定是“典型事实经过”的证明，适用于“过失”的认定。

本文采事实推定说。理由有三：其一，我国法上无“内幕交易推定”的明文，法律推定说缺乏依据；其二，事实推定允许反证，符合“无罪推定”的要求；其三，事实推定的“经验法则”可由判例积累，逐步形成“类型”。

须辨析“推定”与“推论”的区别。推论是从证据到事实的“推理”，属于自由心证的范畴；推定是从基础事实到推定事实的“规则”，具有“转移举证负担”的效果。二者常被混用，实则有别。

本文所称的推定，兼具二者：四要素的结合，既是“经验上的推论”，也是“举证上的转移”。前者解决“如何认定”，后者解决“谁来证明”。二者结合，方为完整的推定结构。

还须辨析“推定”与“拟制”的区别。拟制是“把甲当作乙”，不许反证；推定是“暂且认定甲”，允许反证。内幕交易的推定，只能是推定，不能是拟制；否则将与“无罪推定”冲突。

三、推定的正当性与边界

推定的正当性，首先在于“证明的困难”。内幕交易的行为人，多为专业人士，熟悉监管规则，善于规避；其交易多通过他人账户、多层嵌套完成，踪迹难寻。若固守“直接证明”，则多数案件无法追诉。

其次在于“经验的支撑”。知情人于敏感期交易，其“利用”的概率远高于“巧合”；这一经验，来自大量案件的归纳，具有“统计上的可靠性”。推定即以这一可靠性为基础。

再次在于“风险的分配”。内幕交易损害的是“市场的公平”，而非特定的被害人；若因证明困难而放纵，则损害的是“不特定多数人”的利益。推定的运用，是把“证明不能”的风险，分配给“最有能力说明”的行为人。

但推定须有边界。第一重边界是“基础事实的真实性”。推定的基础事实，须有证据证明，且须达到“排除合理怀疑”的程度；基础事实不实，推定即失其基础。

第二重边界是“经验法则的可靠性”。推定所依的经验，须是“通常如此”而非“偶尔如此”；若经验本身可疑，推定即不可靠。经验的可靠性，应结合“市场的成熟度”

“信息的敏感度”“交易的规模”判断。

第三重边界是“反证的可能性”。推定须允许反证，且反证的门槛不能过高；若反证实际上不可能，则推定沦为拟制。反证的可能性，是推定“正当”的必要条件。

第四重边界是“结论的唯一性”。推定所得出的结论，应是“最合理的解释”；若有“同样合理”的其他解释，则推定不能成立。唯一性的要求，实际上是把“排除合理怀疑”引入推定的审查。

四重边界，构成了推定的“正当性框架”。框架之内，推定可以运用；框架之外，推定即为“擅断”。实务中的偏差，多因忽视边界而生。

须强调，推定的“强度”应与“要素的数量”成正比。单一要素（如敏感期交易），推定的强度弱，只能作为“线索”；两个要素（如敏感期交易+知情人关系），强度中等，可作为“初步证明”；三个以上要素，强度较强，可作为“定案的依据”。

强度的分级，对量刑亦有意义。要素越多、越强，行为的“可非难性”越高，量刑应越重；要素较弱而行为人又有合理解释的，可从轻或者免除处罚。

推定与“罪刑法定”的关系，须予澄清。罪刑法定要求“犯罪的构成要件由法律规定”，推定并不创设构成要件，只是“证明的方法”；故推定不违反罪刑法定，但须受“有利于被告”原则的约束。

“有利于被告”的约束，体现为“疑罪从无”：推定不能排除合理怀疑的，应作有利于被告的认定。这一约束，是推定的“底线”，不可突破。

推定的可靠性，最终取决于“经验的可信度”。经验来自何处？来自已决案件的归纳，也来自市场监管的统计。若某一经验在统计上“高概率成立”，则推定的强度较高；反之则较低。

我国市场的成熟度，是判断经验可靠性的重要变量。市场越成熟，信息的传播越充分，价格的反映越迅速，“敏感期交易”与“利用”的相关性越强；市场越不成熟，投机氛围越浓，“巧合”的概率越高。

故推定的强度，应随市场的成熟度“调整”。在成熟市场，单一要素即可形成较强的推定；在新兴市场，则须更多要素的“合力”。这一调整，是“具体问题具体分析”的体现。

信息链的梳理，是推定的“基础工程”。内幕信息从“形成”到“公开”，往往经过“提议、论证、决策、披露”多个环节；每一环节，都可能成为“传递”的节点。

梳理信息链的意义，在于“定位”传递的时点与路径。若行为人与信息链上的某一节点有“接触”，则传递的“可能性”成立；若接触的时点与交易的时点“吻合”，则推定的强度增强。

信息链的梳理，须依“客观证据”。会议的纪要、文件的流转、邮件的往来，均可“复原”信息链；仅凭“推测”的链条，不足以支撑推定。

“泄露”与“建议他人交易”的推定，有其特殊性。泄露的认定，须证明“告知”的行为；建议的认定，须证明“推荐”的表示。二者均无须证明“对方实际交易”，但须证明“信息的内容”。

实务中，泄露与建议的证明，多依赖“受领人的证言”与“通讯记录”。证言的“可信度”，须结合“与行为人的关系”“证言的一致性”“有无利害关系”判断；仅有“孤证”的，不足以认定。

四、四要素的展开

第一要素是“敏感期交易”。敏感期，指内幕信息形成至公开的期间。其起点，是“信息形成”之时；其终点，是“信息公开”之时。期间的确定，须依具体案情，不能一概而论。

“信息形成”的时点，实践中争议最大。有的主张以“动议提出”为起点，有的主张以“方案确定”为起点，有的主张以“实质进展”为起点。本文主张“实质确定性”标准：当信息的内容与方向已“基本确定”，仅为“程序待走”时，即为形成。

“实质确定性”的理由，是“信息的价值”：只有内容与方向基本确定，信息才具有“交易的价值”；此前的“动议”“意向”，尚无确定的交易价值，不宜作为敏感期的起点。

“信息公开”的时点，以“法定披露媒体发布”为准。网络流传、媒体报道、分析师推测，均不构成“公开”；但若信息已“广泛传播”且“被市场消化”，可作为“公开”的参考。

敏感期的“交易”，包括买入与卖出。买入的，是“利用利好”；卖出的，是“避免利空”。二者均为“利用”，不因方向不同而区别对待。

第二要素是“知情人关系或者接触联络”。知情人关系，包括法定的知情人（如董事、监事、高级管理人员、中介机构人员）与“非法获取信息者”。接触联络，指行为人与知情人之间的“信息传递的可能”。

法定知情人的认定，以“登记”为基础，但不以“登记”为限。未登记而实际知悉的，仍属知情人；登记而未实际知悉的，不因登记而当然“知悉”。登记的效力，是“推定的基础”，而非“结论”。

“非法获取”的认定，包括“窃取、骗取、套取、窃听、利诱、刺探”等手段。手段的违法性，是“非法获取”的核心；至于“获取”是否成功，不影响认定，但影响“知悉”的推定。

接触联络的证明，依赖通话记录、短信、邮件、社交软件记录、见面记录等。证明的“密度”，应与“信息的敏感度”相匹配：信息越敏感，传递越隐蔽，证明的密度要求越低。

接触联络的“时间”，须与“敏感期”重合。敏感期之前的接触，不能证明“敏感期内传递”；敏感期之后的接触，不能证明“交易前知悉”。时间的重合，是接触联络“相关性”的关键。

第三要素是“交易的异常性”。异常性，是“利用”的“行为表征”。其判断，可从“交易的时间”“交易的规模”“交易的集中度”“交易的习惯”“账户的来源”五个方面展开。

交易的时间异常，指交易“紧接”敏感期起点或者“紧接”信息形成之后。时间的“紧凑”，暗示“信息的即时利用”；时间的“滞后”，则暗示“其他原因”。

交易的规模异常，指交易的金额“显著超过”行为人平时的交易规模，或者“显著超过”其资产状况所能承受。规模的“突变”，往往意味着“信心”的来源。

交易的集中度异常，指在单一证券上“集中买入”或者“集中卖出”，而非分散投资。集中的“押注”，暗示“信息的确定性”。

交易的习惯异常，指交易方式“背离”行为人一贯的风格。例如，一贯保守的投资者突然“满仓”，一贯长线的投资者突然“短线”，均为异常。

账户的来源异常，指交易通过“他人账户”“新开账户”“异地账户”完成。账户的“隐蔽”，暗示“规避监管”的意图，是异常性的“强指标”。

五个方面，不必全部具备。具备“时间+规模+集中度”的，异常性已较强；再加上“习惯+账户”的，异常性极强。方面的组合，决定了推定的强度。

第四要素是“缺乏正当理由”。严格说，这不是“要素”，而是“反证的排除”。将其列为要素，是为了“结构的完整”：前三要素建立推定，第四要素确认推定未被推翻。

“正当理由”的范围，包括“预定交易计划”“被动交易”“基于公开信息的分析”“紧急资金需求”“履行法定义务”等。这些理由，将在抗辩部分详述。

四要素的“顺序”，不宜颠倒。先看“敏感期”，确定“时间窗口”；再看“关系”，确定“信息来源”；再看“异常”，确定“行为表征”；最后看“理由”，确定“是否排除”。顺序颠倒，容易“先入为主”。

多账户与间接交易，是异常性判断的“难点”。行为人通过配偶、子女、父母的账户交易，或者通过“代持”“信托”安排交易，其“本人”的交易记录“干净”，异常性难以从“本人账户”看出。

对此，异常性的判断应“穿透”。穿透的方法，是“资金的溯源”与“决策的溯源”：资金是否来源于行为人，决策是否由行为人作出。二者具备，则“名义账户”不影响认定。

穿透的边界，须予把握。若资金来源于行为人，但决策由账户名义人“独立”作出，则不宜认定；若决策由行为人作出，但资金为名义人“自有”，则须结合“信息的传递”判断。

组合交易的情形，须专门讨论。行为人同时交易“多只证券”，其中仅有“一只”涉及内幕信息；此时，异常性的判断应“个别化”，不能因“组合”而“整体推定”。

个别化的方法，是“比较”：将“涉信息证券”的交易与“同组合其他证券”的交易比较，若前者在“时点、规模、集中度”上显著异常，则可认定；若二者无差异，则难以认定。

“卖出避损”的情形，与“买入获利”略有不同。卖出的异常性，往往表现为“清仓”“大额减持”“在利空公开前集中卖出”；其判断，须结合“持有时间”“成本价”“历史交易习惯”。

卖出的抗辩，常见的是“止盈止损”。行为人主张，卖出系“达到预设的止损线”而为。此一抗辩，须证明“止损线的事先设定”与“触发的客观条件”；事后追认的“止损”，不具证明力。

时间窗口的“临界”情形，须谨慎处理。交易发生于“信息形成”的前一日，或者“信息公开”的后一日，是否属于“敏感期”？本文主张“实质判断”：前一日交易而信息尚未形成的，不属敏感期；后一日交易而信息已公开的，亦不属。

五、抗辩的类型与门槛

抗辩的第一类是“否定要素型”。其内容，是直接否定四要素中的某一项：或否定“敏感期”（信息尚未形成，或者已经公开），或否定“知情人关系”（与知情人无关联），或否定“异常性”（交易符合一贯风格）。

否定要素型的抗辩，性质是“否认”，而非“抗辩”。行为人无须“证明”要素不存在，只需“指出”控方证据的不足；控方的证明不能，则推定不成立。

否定要素型的典型，是“信息已公开”的抗辩。行为人主张，交易时信息已被媒体广泛报道，市场已消化，故不属“未公开信息”。此一主张，若成立，则“敏感期”不存在，推定即失其基础。

判断“已公开”，可参考“传播的广度”“市场的反应”“监管的确认”。媒体报道的数量、股价的异动、交易所的问询，均可作为“已公开”的间接证据。但“传闻”不等于“公开”，须有“可靠来源”与“实质内容”。

否定要素型的另一典型，是“交易风格一贯”的抗辩。行为人主张，其交易方式与其一贯风格一致，无异常可言。此一主张，须以“历史的交易记录”为证；记录显示其长期“集中买入”，则本次交易不具异常性。

第二类是“解释行为型”。其内容，是为“敏感期交易”提供“其他合理的解释”：预定交易计划、被动交易、基于公开信息的分析、紧急资金需求、履行法定义务等。

“预定交易计划”是最常见的抗辩。行为人主张，交易系依“事先订立的计划”执行，与内幕信息无关。计划的“事先性”，须以书面文件、邮件、记录为证；事后补作的

计划，不具证明力。

计划的“具体性”，是审查的重点。计划须明确“交易的数量、价格区间、时间”，而非笼统的“拟减持”。笼统的计划，无法证明“本次交易系依计划而为”。

计划的“不可变更性”，亦是重点。若计划允许“随时调整”，则行为人可借“调整”之名行“利用”之实。不可变更的计划，或者变更须经“独立第三方批准”的计划，证明力较强。

“被动交易”的抗辩，包括“他人代为操作”“定投计划自动执行”“质押平仓”“法院强制执行”等。此类交易的特点是“行为人未作决策”，故无“利用”的可能。

被动交易的证明，须达到“排除行为人意志”的程度。他人代为操作的，须证明“操作人独立决策”；定投自动执行的，须证明“计划长期存在且未修改”；质押平仓的，须证明“平仓系债权人依约而为”。

“基于公开信息的分析”的抗辩，主张交易系依“公开信息+专业分析”而为。此一抗辩，须证明“分析的依据全为公开信息”“分析的方法具有合理性”“分析的结论支持交易”。

此一抗辩的难点，在于“分析”与“信息”的界限。若分析所依据的信息中，含有“非公开的重大信息”，则抗辩不成立；若分析纯以公开信息为基础，则即使结论“巧合”，亦不构成内幕交易。

证明的方法，可以是“研究报告”“投资笔记”“交易日志”“与同行的讨论记录”。此类证据的“同时作成”至关重要：事后的“回忆”，证明力弱；事前的“记录”，证明力强。

“紧急资金需求”的抗辩，主张交易系因“资金周转”而为，与信息无关。此一抗辩，须证明“需求的真实性”“时间的紧迫性”“金额的匹配性”。需求的“真实性”，可以“债务到期”“医疗支出”“诉讼赔偿”为证。

此一抗辩的弱点，是“需求”与“交易”之间的“关联”难以证明。若行为人“明知”利空信息而“恰好”有资金需求，则难以排除“利用”。故须结合“交易的时点”“交易的规模”综合判断。

“履行法定义务”的抗辩，包括“履行减持承诺”“履行股权激励的解锁安排”“履行司法判决”。此类交易的特点是“法律或者合同的强制”，行为人无“选择”的余地。

此一抗辩的成立，须证明“义务的存在”与“履行的必要”。义务的存在，以“承诺函”“激励计划”“判决书”为证；履行的必要，以“期限届满”“条件成就”为证。

第三类是“程序型抗辩”。其内容，不是否定实体，而是指摘程序的违法：取证违法、鉴定违法、管辖违法等。程序型抗辩的成立，可能导致证据排除或者程序重来。

抗辩的“门槛”，是本文的关键主张。本文认为，行为人提出上述抗辩，只需达到“使推定动摇”的程度，即“提出证据的责任”完成；此后，说服的责任转回控方，由控

方“排除合理怀疑”地证明抗辩不成立。

“使推定动摇”的标准，低于“优势证据”，更低于“排除合理怀疑”。其含义是：抗辩事由“有可能”成立，使法官对“利用”的认定产生“合理怀疑”。只要存在这种可能，行为人即已完成“提供证据的责任”。

这一标准的正当性，在于“无罪推定”。被告人不负“证明自己无罪”的责任；其提出抗辩，只是“指出”控方证明的“漏洞”。漏洞一旦出现，填补的责任在控方。

实务中的偏差，是把抗辩的门槛提高到“优势证据”甚至“排除合理怀疑”。行为人须“证明”计划真实、“证明”分析独立、“证明”需求紧迫，否则抗辩不采。这是对证明责任的误置。

门槛的降低，不意味着“抗辩一律成立”。抗辩成立与否，仍须综合全案判断：抗辩的“可信度”、与“其他证据”的“契合度”、行为人的“一贯表现”，均为考量因素。门槛的降低，只是“把判断的权力”还给法庭，而非“预设结论”。

抗辩事由的“竞合”，须有处理规则。行为人同时提出“预定计划”与“紧急需求”，或者同时主张“信息已公开”与“交易一贯”，此时应如何审查？

本文主张“逐一审查、综合判断”。逐一审查，指对每一事由分别判断其是否“使推定动摇”；综合判断，指在全部事由的基础上，判断“利用”的认定是否仍有“合理怀疑”。

逐一审查的意义，在于“避免遗漏”。若仅审查其中一项，可能忽略其他事由的“合力”；“合力”之下，原本“微弱”的怀疑可能变为“合理”的怀疑。

抗辩的“部分成立”，亦须处理。行为人的抗辩，可能仅对“部分交易”成立：例如，预定计划仅覆盖“部分减持”，其余减持仍属异常。此时，应“分割”认定：计划覆盖的部分，不构成；其余部分，仍可推定。

分割认定的技术，是“按交易笔数或者数量”划分。划分的依据，是“计划的范围”与“实际交易”的对应关系；无法对应的，推定为“计划之外”。

刑事与行政的抗辩，存在“差异”。行政处罚的证明标准较低，抗辩的门槛相对较高；刑事定罪证明标准较高，抗辩的门槛相对较低。同一事由，在行政程序中不成立，在刑事程序中可能成立。

差异的正当性，在于“制裁的严厉性”。刑罚的后果远重于罚款，故其证明标准应更严、抗辩空间应更大。以行政认定的标准“移植”于刑事，是对“无罪推定”的背离。

六、证明责任与行政认定的衔接

证明责任的分配，可分解为“提供证据的责任”与“说服的责任”。前者是“推进诉讼”的责任，可以转移；后者是“承担不利后果”的责任，恒定于控方。

在四要素的构造中，控方首先承担“提供证据的责任”：证明敏感期、知情人关系、

交易异常。三者的证明达到“表面可信”，推定即成立，提供证据的责任转由行为人承担。

行为人提出抗辩，即完成“提供证据的责任”，责任转回控方；控方须“排除合理怀疑”地证明抗辩不成立。若控方不能，则推定被推翻，行为人无罪。

说服的责任，始终由控方承担。无论推定是否成立、抗辩是否提出，控方均须“排除合理怀疑”地说服法庭。这一分配，是“无罪推定”的必然要求，不可通过“推定”规避。

须辨析“举证责任倒置”的说法。有观点认为，内幕交易的推定是“举证责任倒置”，由行为人“证明自己无罪”。此说有误：推定只转移“提供证据的责任”，不转移“说服的责任”；“倒置”之说，混淆了两种责任。

与行政认定的衔接，是实践中的难题。证券监管机构在行政处罚中作出的“认定函”，往往详细论证了“知悉”“利用”的过程；刑事审判中，该函常被作为“关键证据”使用。

“认定函”的性质，有“书证说”“鉴定意见说”“专家意见说”三种。书证说主张，其是“行政机关制作的文书”，属书证；鉴定意见说主张，其是“专业机构对专门问题的判断”，属鉴定意见；专家意见说主张，其是“专业意见”，供法庭参考。

本文主张“有限采用”：认定函可以作为“专业性参考”，但不得作为“结论性证据”直接采信。其认定的事实与理由，须经法庭质证；其结论，须由法庭独立判断。

理由有三：其一，认定函是“行政机关的单方意见”，未经“对抗式”的检验；其二，认定函的作出，适用的是“行政处罚的证明标准”，低于“刑事定罪的证明标准”；其三，采信认定函的结论，等于“以行政代司法”，违背“法院独立审判”的原则。

质证的重点，应放在“基础事实”与“推理过程”。基础事实是否有证据支持？推理是否符合经验法则？有无“其他合理解释”未予排除？质证充分的，认定函可采；质证不足的，不予采信。

实务中，有的判决直接引用认定函的“结论”，不作独立论证；有的则完全“绕开”认定函，重新构建证据。二者均非妥当。妥当的做法，是“参考其专业分析、独立作出判断”。

交易决策过程的证据收集，应强化。行为人“为何交易”，最直接的证据是“决策过程的记录”：与谁讨论、看了什么报告、作了什么笔记。此类证据，侦查阶段应“及时提取”，审判阶段应“充分质证”。

电子数据的提取，须注意“完整性”。交易软件的操作记录、聊天软件的对话、邮件的往来，均应“原样提取”，并“固定哈希值”。提取不规范的，可能影响证据能力。

专家辅助人的运用，值得推广。内幕交易涉及“证券市场的运作”“信息传播的路径”“交易策略的逻辑”，法官未必精通。由专家辅助人出庭，就“专业问题”发表意

见，可弥补法官知识的不足。

七、裁判说理与制度完善

裁判说理，是推定“可见”的保障。推定的过程若不说理，则当事人无从信服，上级法院无从复核，社会公众无从监督。说理的要求，应“逐要素展开”。

逐要素展开，指分别论证“敏感期”“知情人关系”“交易异常性”“缺乏正当理由”四项。每一项，均应指明“证据”“经验法则”“结论”三者的连接，不能笼统断言。

以“敏感期”为例，说理应包括：信息形成的时点及其依据、信息公开的时点及其依据、交易发生于两者之间的认定。三个环节，缺一不可。

以“异常性”为例，说理应包括：交易的时间与敏感期的关系、交易的规模与平时及资产的比较、交易的集中度、账户的来源。四个指标，应逐一说明，不能只讲“交易异常”四字。

以“抗辩”为例，说理应包括：行为人提出的抗辩事由、该事由是否“使推定动摇”、控方的反驳是否“排除合理怀疑”。三个层次，层层递进，不能跳过。

说理的“度”，须把握。过度说理，可能“泄露”侦查秘密或者“指导”规避；说理不足，则难以服众。妥当的做法，是“论证充分、表述克制”：把“为什么认定”讲清，把“如何规避”略去。

制度的完善，可从三方面着手：规则、案例、能力。规则，即由司法解释明确推定的要素与抗辩的门槛；案例，即通过指导性案例积累“类型”；能力，即提升办案人员的“金融素养”。

规则的明确，最为紧迫。现行司法解释只规定“情节严重”的标准，未规定“认定”的方法；补充规定“四要素”与“抗辩事由”，可使实务“有据可依”，减少“同案不同认”。

规则的明确，须注意“不枉不纵”。要素过多、门槛过高，则放纵犯罪；要素过少、门槛过低，则伤及无辜。四要素的构造，试图在两者之间取得平衡；平衡的“刻度”，应在实践中逐步校准。

案例的积累，可采“指导性案例+参考案例”的双层结构。指导性案例确立“规则”，参考案例展示“适用”；前者约束力强，后者参考性强。双层结构，兼顾了“统一”与“灵活”。

能力的提升，须“请进来、走出去”。请证券监管、交易所、高校的专业人士授课；派法官到监管机构、交易所交流。专业能力的提升，是推定“精准”的基础。

还须关注“跨境内幕交易”的新形态。信息的传递跨越国境，交易的账户设于境外，取证须经“司法协助”。此类案件的推定，须考虑“信息传递的路径”“交易的监管环

境”，不能简单套用境内经验。

最后须交代本文的局限。所论以“股票”内幕交易为主，未及“债券”“期货”“衍生品”的特殊性；所引案例，以公开裁判文书为限，未及“未公开”的实务做法。这些，均有待进一步研究。

实践中还有一类“边缘情形”，值得专门讨论：行为人并非知情人，也未与知情人直接接触，而是从“公开渠道的蛛丝马迹”中推测出内幕信息。此类“推测型交易”，是否构成内幕交易？

本文主张“不构成”。内幕交易的核心，是“信息优势的滥用”，即取得“他人无法取得的重大信息”。若信息完全来自公开渠道的推测，则行为人并无“优势”，其交易是“分析能力”的回报，而非“信息优势”的掠夺。

但“推测”与“获取”的界限，须以证据划定。若行为人虽称“推测”，实则有“内部消息”的来源，则仍构成；若其推测的依据“全部公开”，则即使结论“精准”，亦不构成。举证的责任，在控方。

这一界限的划定，对市场有“正向”的意义：它鼓励“研究”，而非“打探”；它保护“分析”，而非“内幕”。市场的效率，正来自“对公开信息的挖掘”，而非“对未公开信息的窃取”。

八、结语

内幕交易的认定，本质上是“在不确定中寻找确定”。信息的传递无形，决策的过程隐秘，行为的动机复杂；法官所能依凭的，只是“事后”的痕迹与“经验”的推论。

推定的价值，在于“把不可能变为可能”：不可能直接证明“知悉”，则从“关系”与“交易”推定；不可能直接证明“利用”，则从“异常”与“无理由”推定。推定的技术，是刑事证明的“必要之恶”。

但“必要之恶”须受约束。四要素的构造，是“约束”的一种：要素明确，推定才不恣意；顺序清晰，论证才不混乱；门槛适当，抗辩才有空间。

抗辩的门槛，是“约束”的核心。门槛过高，推定沦为拟制，无罪推定被架空；门槛过低，推定形同虚设，市场公平无从维护。本文主张的“使推定动摇”，试图在两者之间找到“均衡点”。

证明责任的分配，是“约束”的技术。提供证据的责任可以转移，说服的责任恒定于控方；这一分配，既回应了“证明困难”，又守住了“无罪推定”。

从更远处看，内幕交易的规制，关涉“市场效率”与“市场公平”的平衡。规制过严，则信息的“价格发现”功能受损；规制过松，则“信息优势”沦为“掠夺工具”。司法的角色，是在两者之间“校准”。

愿每一次推定，都有充分的证据支撑；愿每一次抗辩，都得到认真的对待。此即本文

的初衷。

参考文献

- [1] 《中华人民共和国刑法》第一百八十条。
- [2] 《中华人民共和国证券法》第五十条至第五十四条、第一百九十一条。
- [3] 《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》（法释〔2012〕6号）第一条至第七条。
- [4] 《最高人民法院、最高人民检察院关于办理操纵证券、期货市场刑事案件适用法律若干问题的解释》（法释〔2019〕9号）。
- [5] 中国证券监督管理委员会《关于上市公司建立内幕信息知情人登记管理制度的规定》（证监会公告〔2021〕24号）。
- [6] 王作富主编：《刑法分则实务研究》（上），中国方正出版社2013年版。
- [7] 彭冰：《内幕交易行政处罚中的证明问题》，《中外法学》2019年第4期。
- [8] 缪因知：《内幕交易推定的边界》，《法学研究》2021年第2期。