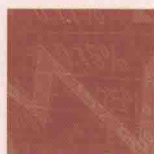
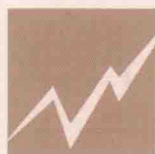


---

# 上市公司 内部人交易行为研究



SHANGSHI GONGSI  
NEIBUREN JIAOYI XINGWEI YANJIU

---

徐向艺 房林林 宋理升 著



经济科学出版社  
Economic Science Press

---

# 上市公司 内部人交易行为研究



SHANGSHI GONGSI  
NEIBUREN JIAOYI XINGWEI YANJIU

---

徐尚艺 房林桦 宋理升 著



经济科学出版社  
Economic Science Press

## 图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司内部人交易行为研究/徐向艺, 房林林, 宋理升著.  
—北京: 经济科学出版社, 2014. 6  
ISBN 978 - 7 - 5141 - 4682 - 0

I. ①上… II. ①徐…②房…③宋… III. ①上市公司 - 企业管理 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 108002 号

责任编辑: 柳 敏 宋 涛  
责任校对: 靳玉环  
版式设计: 齐 杰  
责任印制: 李 鹏

## 上市公司内部人交易行为研究

徐向艺 房林林 宋理升 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcs. tmall. com](http://jjkxcs.tmall.com)

北京汉德鼎印刷有限公司印刷

华玉装订厂装订

710 × 1000 16 开 15.75 印张 270000 字

2014 年 6 月第 1 版 2014 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 4682 - 0 定价: 48.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究)

## 摘 要

上市公司内部人交易是指上市公司的董事、监事和高级管理人员及其亲属等买卖本公司股票的行为。上市公司内部人比外部投资者了解更多公司的内部信息，在信息优势的存在及逐利动机的驱使下，上市公司内部人交易极易转化为内幕交易，从而给上市公司、外部投资者及整个证券市场带来严重的负面影响。为此，我国立法曾经对内部人交易采取了“堵”的策略，即严格禁止上市公司内部人交易行为的发生，直到2006年新《公司法》的实施，才开始对上市公司内部人交易行为解禁，对内部人交易的管理变“堵”为“疏”。

从2006年内部人交易解禁到现在，八年的时间里内部人交易行为逐年增加。这一现象在促进了我国股票市场繁荣的同时也带来了负面影响，违规交易行为的层出不穷损害了证券市场的公平。那么，如今我国上市公司内部人交易的现状到底如何？内部人交易是否遵从了及时披露的原则？内部人买卖自家股票是否获得了超额收益？这种超额收益来自于内部人的信息优势吗？违规交易如何发生？其发生是否源于相关法律法规的漏洞？我国的相关立法同其他国家和地区相比存在哪些不足？又应当如何完善？这些问题的发现和解决意义重大，为此我们进行了相关研究。本书共八章，主要内容如下：

第一章，绪论。主要介绍了上市公司内部人交易行为的研究背景、研究意义、研究内容、基本框架结构以及研究方法。第二章，概念辨析与文献综述。对内部人交易、内幕交易、短线交易等概念进行了辨析，梳理了国内外有关内部人交易的文献，明确

相关立法及司法实践比较分析的基础上，借鉴其他国家立法先进之处，从内部人持股申报、严格信息披露、短线交易主体、客体范围认定、短线交易归入收益计算及归入权行使等方面提出了完善我国内部人交易立法的建议。

# 目 录

第一章 绪论 .....	1
一、研究背景与意义 .....	1
二、研究思路与研究框架 .....	3
三、研究方法 .....	5
四、创新点 .....	5
第二章 概念辨析与文献综述 .....	7
一、主要概念界定与辨析 .....	7
二、国内外相关文献综述 .....	10
三、本章小结 .....	16
第三章 上市公司内部人交易行为的现状分析 .....	18
一、样本选择 .....	18
二、现状分析 .....	20
三、本章小结 .....	29
第四章 上市公司内部人交易的市场反应分析 .....	30
一、引言 .....	30
二、理论分析及研究假设 .....	31
三、研究设计 .....	33
四、实证检验 .....	36
五、本章小结 .....	44
第五章 上市公司内部人交易信息披露的及时性分析 .....	45
一、引言 .....	45

---

基于 SAMO 框架的中外上市公司信息披露机制比较研究 .....	201
母子公司关联度与子公司审计师选择 .....	211
母子公司治理研究脉络梳理与演进趋势探析 .....	226

# 第一章

## 绪 论

自 2006 年新《公司法》对内部人买卖自家公司股票行为解禁以来，我国上市公司内部人交易得到迅猛发展。内部人交易在促进上市公司对管理层激励及股票市场繁荣的同时，内部人违法交易行为的出现也损害了外部投资者的利益及证券市场的公平。本书正是在此背景之下，对内部人交易行为进行研究，主要内容有上市公司内部人交易行为现状分析、内部人交易市场反应分析、信息披露的及时性分析、内部人交易立法及司法实践的国际比较、内部人交易治理机制设计等。本章内容作为本书的开篇，主要包括本书的研究背景与意义、研究思路与框架、研究方法以及本书的创新点四部分内容。

### 一、研究背景与意义

#### (一) 研究背景

上市公司内部人交易是指上市公司的董事、监事和高级管理人员及其亲属等买卖自家公司股票的行为。由于内部人比外部投资者掌握更多有价值的内部信息，若允许内部人交易，必然会导致内幕交易的增加。因此，我国处于对外部投资者保护的考虑，曾一度对内部人交易行为进行严格禁止，直到 2006 年新《公司法》实施才开始对内部人交易实行有条件的解禁。

仔细分析我国立法对内部人交易态度转变的原因，主要有以下三点：



第一，内部人交易并不必然会转换为内幕交易，美国、欧洲等成熟资本市场考虑到公司内部人的正常经济需求以及法律上的无罪推定，从来没有完全禁止过内部人交易；第二，我国 1999 年开始管理层持股作为一种对公司管理层的激励手段被广泛应用，随后又推行了对管理层的股权激励，但禁止内部人交易法律规定的存在，限制了管理层持股及股权激励作用的有效发挥，为了顺应环境的变化也应当放开对内部人交易的规定；第三，股权分置改革使非流通股通过支付对价等方式获得解禁并得以流通，股票市场逐渐繁荣。随着股权分置改革的逐步完成，内部人持有的股票也获得了流通权，这些股票的正常流通也需要我国立法解除对内部人交易的限制。

为此，从 2006 年新《公司法》、新《证券法》颁布开始，我国法律法规对内部人交易开始有限制的解禁，主要规定如：2006 年新《公司法》第 142 条规定，“公司董事、监事、高级管理人员应当向公司申报所持有的本公司的股份及其变动情况，在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的 25%”；2006 年新《证券法》第 47 条规定，“上市公司董事、监事、高级管理人员、持有上市公司股份 5% 以上的股东，将其持有的该公司的股票在买入后六个月内卖出，或者在卖出后六个月内又买入，由此所得收益归该公司所有，公司董事会应当收回其所得收益”；中国证监会 2007 年 4 月 25 日发布的《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》第 11 条规定，“上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份发生变动的，应当自该事实发生之日起 2 个交易日内，向上市公司报告并由上市公司在证券交易所网站进行公告”；第 13 条规定，“上市公司董事、监事和高级管理人员在下列期间不得买卖本公司股票：上市公司定期报告公告前 30 日内；上市公司业绩预告、业绩快报公告前 10 日内；自可能对本公司股票交易价格产生重大影响的重大的事项发生之日或在决策过程中，至依法披露后 2 个交易日内；证券交易所规定的其他期间。”除此之外，沪深证券交易所还针对内部人交易及相关问题公布了详细的业务指引。

然而，从近几年的内部人交易情况来看，虽然我国立法对内部人交易作出上述诸如转让股份份额、短线交易收益归入、及时信息披露和交易敏感期等多项限制，但从相当一部分内部人交易买卖时点的精准性来看，内部人违规交易的现象较为普遍。例如，2007 年 1 月 11 日《上海证券报》的一篇题为“上市公司高管成炒股高手”的报道引起了市场的广泛关注；

同年6月6日《北京商报》也报道了“上市公司高管违规炒股仍猖獗,9天揪出13例”的文章;2010年11月23日《新闻报》道了北陆药业(300016)股东频繁违规交易现象,北陆药业(300016)高管无视法律法规竟然在1个月内多次违规短线交易。上述这些现象损害了其他投资者利益,扰乱了证券市场的正常秩序,给投资者、上市公司、证券市场等都造成了诸多不利影响。

本书正是在上述背景之下,利用沪深证券交易所公布的内部人交易数据,分析了上市公司内部人交易的实际状况;考察了内部人交易的市场反应和信息披露情况;并在内部人立法及司法实践层面进行了国际比较,最终在此基础上提出了对内部人交易进行规范管理的措施。

## (二) 研究意义

本书对内部人交易行为的研究,有利于制止内部人违规交易行为,促进对内部人交易的规范管理。其中,对内部人交易现状、内部人交易的市场反应及信息披露及时性的分析,清楚地呈现了内部人交易解禁以来的实际交易状况,存在的问题及弊端;对国际上内部人交易相关法律法规及司法实践的比较,明确了发达国家立法的先进及我国立法的不足之处,有利于我国的立法借鉴。总之,本书的研究及结论,为我国有关公司内部人交易法规完善、制度建立提供有益的建议,有利于更好地维护证券市场参与者之间信息获知的平等地位,防止具有信息优势的内部人以外部人利益为代价来获取超额利润,维护所有投资者的信心和证券市场的稳定,对我国内部人交易相关法律法规的制定及上市公司内部人交易行为的规范管理具有积极的借鉴意义。

## 二、研究思路与研究框架

### (一) 研究思路

对内部人交易的规范管理,必须从对内部人交易现状的正确认识开始。因此,本书首先用三章的内容考察了内部人交易现状、内部人交易市场

反应及信息披露的及时性问题。内部人交易现状分析为本书其他研究奠定了基础,提供了内部人交易的特征、违规交易及其处罚措施等方面的信息;内部人交易之所以备受关注,源于外界对内部人超额收益的质疑,对内部人交易市场反应的分析,提供了判断内部人是否利用内部信息获得超额收益的方法;对信息披露及时性的分析,明确了影响内部人交易信息披露因素,为内部人交易规范管理提供了依据。

其次,完善有关内部人交易的立法,是对内部人交易规范管理的关键。因此本书在对内部人交易现状剖析之后,用两章内容综合比较了美国、日本、韩国、中国台湾等国家和地区有关内部人交易立法及司法实践的区同,为我国内部人交易立法的完善提供借鉴。

最后,本书综合上述研究,从上市公司自治、中间性组织监管、国家立法规制、市场参与管理四个方面提出了对内部人交易规范管理的措施。

## (二) 研究框架

本书的研究框架如图 1-1 所示。

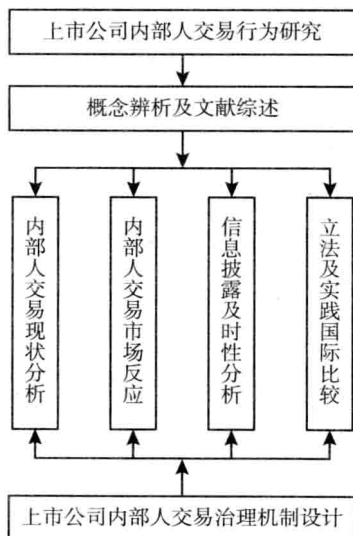


图 1-1 内部人交易行为研究框架

### 三、研究方法

本书主要采用文献研究、实证研究及比较分析的方法。

第一，文献研究法。通过大量解读国内外与内部人交易相关的文献，包括书籍、论文等，厘清内部人交易研究进展，为本书研究相关问题打好理论基础。

第二，实证研究法。本书采用沪深证券交易所及其他权威机构公布的数据为样本，运用描述性统计方法分析了我国上市公司内部人交易的现状；并在此基础上采用 T 检验、Z 检验、多元回归和 Logistic 回归等实证方法，对上市公司内部人交易的市场反应以及相关信息的披露情况进行了实证研究，检验了内部人超额收益的获取及信息披露的影响因素等。

第三，比较分析法。本书对内部人交易相关立法及司法实践的分析采用了比较分析的方法，从持股报告、信息披露、短线交易及司法判例等具体层面分析了我国与发达国家立法的异同。

### 四、创 新 点

本书主要有以下两个创新点：

第一，本书提出了自动锁定违规交易账户法、预交易公告制度及上市公司内部人财产申报制度三个措施。自动锁定违规交易账户法是一种通过及时锁定违规内部人交易账户来防止违规交易行为发生的新方法，与违规交易发生后的惩罚措施相比，自动锁定违规交易账户能够更有效地防止违规交易行为的发生；预交易公告制度是一种内部人交易的事前申报制度，具体指上市公司内部人在进行买卖双向股票交易之前就进行申报，并且必须按照已申报的交易方向、时间、规模进行交易。目前，实施的事后披露制度容易导致股份变动发生后延期报告或者不报告的情况发生，而预交易公告制度能有效防止这一缺陷，并且能够有效压缩内部人利用信息优势进行交易的获利空间；上市公司内部人财产申报制度是一种通过监督内部人财产来源来控制内部人非法交易的新方法，该制度要求上市公司内部人准确及时地申报个人及家庭成员的财产状况及来源，尤其是巨额财产的来

源，这一制度能够有效约束内部人非法获利的行为。

第二，提出了完善我国上市公司内部人交易立法的建议。本书在对美国、日本、韩国、中国台湾等国家和地区的内部人交易相关立法及司法实践比较分析的基础上，借鉴其他国家立法先进之处，从内部人持股申报、严格信息披露、短线交易主体、客体范围认定、短线交易归入收益计算及归入权行使等方面提出了完善我国内部人交易立法的建议。

## 第二章

# 概念辨析与文献综述

本章包括以下两方面内容：第一，对上市公司内部人交易、内幕交易、短线交易归入制度的概念进行界定及辨析，明确本书的研究对象；第二，对内部人交易的国内外文献进行综述，厘清目前国内外相关领域研究进程。

### 一、主要概念界定与辨析

研究上市公司内部人交易行为，必然会涉及内幕交易、内部人短线交易等，其中内部人交易与内幕交易很难区分，如国内学者曾庆生<sup>①</sup>定义公司内部人买卖本公司证券的行为为广义的内幕交易，尤其是国外文献中内部人交易及内幕交易的英文表述都是 Insider trading。然而实际上，上市公司内部人交易、内幕交易、内部人短线交易有本质的区别，不能等同。因此，对内部人交易及其相关概念的界定及辨析十分必要。

#### （一）内部人交易

内部人交易是指上市公司内部人及其亲属等买卖自家公司股票的行为。上市公司内部人交易的主体是内部人，要想清楚了解内部人交易，就必须明确其主体即内部人究竟是指哪些人？首先看立法层面，新《公司法》、新《证券法》、《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股

---

<sup>①</sup> 曾庆生：《公司内部人具有交易时机的选择能力吗？——来自中国上市公司内部人卖出股票的证据》，载《金融研究》2008年第10期。

票及其变动管理规则》是规范我国内部人交易行为的主要法律法规，规定内部人为上市公司的董事、监事、高级管理人员及持有上市公司股份5%以上的大股东；其次是不同文献的界定不同，如国外学者戴伊（Dye，1984）规定内部人为公司高层管理人员；而福尔—格里默和格鲁伯（Faure - Grimaud & Gromb，2004）则把内部人限定在公司大股东，尤其是控股股东及首要的融资机构上；国内学者李勇（2005）<sup>①</sup>定义内部人主要指发行股票或公司债券的董事、监事、经理、副经理以及有关高级管理人员，还包括持有公司5%以上股份的股东；曾庆生（2011）定义公司的内部人仅限于公司董事、监事、高级管理人员；张俊生（2011）还对内部人亲属的股票交易行为进行了研究。本书出于保障证券市场公平公正，严格规范内部人交易的考虑，采取了更为宽泛的界定，即认为上市公司内部人应包括上市公司的董事、监事、高级管理人员和持有上市公司股份5%以上的大股东及其相关人员，其中相关人员包括上市公司董事、监事、高级管理人员的父母、配偶、子女、兄弟姐妹及上市公司董事、监事、高级管理人员所控制的法人或其他组织<sup>②</sup>。

## （二）内幕交易

内幕交易是证券交易内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人，利用或者建议他人利用内幕信息在该信息尚未正式披露之前从事证券交易以达到获利或者减少自身损失的目的的交易行为。从内幕信息定义来看，内幕信息和内幕信息知情人判定内幕交易的关键因素，对这两个因素我国2006年新《证券法》中都有相应的规定。

新《证券法》第75条对内幕信息做了详细描述，即内幕信息包括涉及公司的经营、财务或者对该公司证券的市场价格有重大影响的尚未公开的所有信息；同时该法第74条规定内幕信息知情人不仅包括上市公司的董事、监事、高级管理人员，持有公司5%股份的股东等公司内部人，还包括证券监督管理机构、保荐人承销的证券公司、证券交易所、证券登记结算机构、证券服务机构的工作人员等公司外部人。

<sup>①</sup> 李勇、朱淑珍：《内部人交易与信息披露成本》，载《中国矿业大学学报》2005年第9期。

<sup>②</sup> 本书中上市公司内部人的相关人员范围划分遵循深圳证券交易所上市公司诚信记录中的相关规定。

### （三）内部人短线交易及归入制度

内部人短线交易指在上市公司内部人将其持有的该公司的股票在买入后6个月内卖出，或者在卖出后6个月内又买入的交易行为。短线交易归入制度是指上市公司内部人因短线交易所获收益应当归该上市公司所有，上市公司董事会有权收回此收益。

内部人短线交易是上市公司内部人交易的一种特殊形式，是一种违法的交易行为。目前，我国对内部人短线交易的惩罚主要包括两个方面：第一是剥夺相应收益；第二是给予警告及罚款。纵观内部人短线交易的相关规定可发现，内部人短线交易及归入权的概念在1993年颁布的《股票发行与交易暂行条例》中首次提出，该《条例》第3章第38条规定：“股份有限公司的董事、监事、高级管理人员和持有公司5%以上有表决权股份的法人股东，将其所持有的公司股票在买入后6个月内卖出或者在卖出后6个月内买入，由此获得的利润归公司所有。”2006年新《证券法》中进一步提出了对内部人短线交易的惩罚措施，即该法第195条规定对违法短线交易行为给予警告，并处3万元以上10万元以下罚款。

### （四）三者的区别与联系

上市公司内部人交易、内部人短线交易和内幕交易三者有一定的联系，但不能完全等同。总体来讲，内部人短线交易属于违法的内部人交易，当上市公司内部人在6个月内存在反向交易时，就应当被认定为短线交易；如果内部人交易、内部人短线交易是利用了内幕信息而为，那么两者就构成了内幕交易。具体来说，三者的区别主要表现在以下几个方面：

#### 1. 交易的主体不同

目前，我国法律规定内部人交易、内部人短线交易的主体是上市公司的董事、监事、高级管理人员及持股比例在5%以上的大股东，而内幕交易的主体除上述的公司内部人之外，还包括证券监督管理机构、保荐人承销的证券公司、证券交易所、证券登记结算机构、证券服务机构的工作人员等公司外部人。因此，内幕交易的主体范围较大，也就是说利用了内幕信息进行交易的内部人交易及短线交易一定是内幕交易，但内幕交易不一



定都是内部人交易，更不同于内部人短线交易。

## 2. 交易的动机不同

内部人短线交易和内幕交易的主要动机是非法获利或减少自身损失，通过利用内幕信息或者信息优势操作股票，获得非法利润，两者都属于违法交易行为。内部人交易的动机除了获得利润之外还有上市公司内部人规避风险需要、资金流动性需要、公司经营状况信号传递的需要等诸多因素。

## 3. 法律的监管不同

上市公司合法内部人交易应当受到法律保护，但内部人短线交易及内幕交易属于违法交易，必须加以严格监管及处罚。对于内幕交易行为，各国纷纷出台相应法律法规予以严格监管，并且惩罚力度较大；然而对内部人交易的监管我国与西方发达国家有所区别，许多发达国家对内部人交易行为从未禁止过，但我国为了更好地从源头控制内幕交易的发生及维护资本市场稳定的考虑，直到2006年随着新《公司法》的完善，才开始对内部人交易进行有条件的解禁。

## 二、国内外相关文献综述

国外学者很早就开始了对内部人交易行为的研究，与此相关的文献颇多，总体来说研究主要集中在内部人交易的利弊分析、影响因素分析、获利策略选择、规范管理措施等方面。国内内部人交易合法化至今时间较短，现有相关文献主要集中在内部人交易的获利动机、获利策略、信息披露对内部人交易的影响、内部人交易的管理等方面。<sup>①</sup>

### （一）内部人交易的利弊分析

国外对内部人交易的利弊之争一直存在，相关学者也分为内部人交易的支持派和内部人交易的反对派，直到现在利大于弊，还是弊大于利也没

<sup>①</sup> 此处内容参考房林林硕士论文《上市公司内部人交易及其规范管理研究》，2012年3月。