

ZHONGGUOZHENGQUANSHICHANG  
NEIMUJIAOYI  
JIANGUANSHIJIANYANJIUHEANLIFENXI

# 中国证券市场内幕交易监管 实践研究和案例分析

马 韞◎著

信息与金融市场  
再融资  
债务重组

经济分析检验  
老鼠仓

资产重组  
借壳上市

定向增发  
多种信息  
配股 增资 年报  
股东变更

中国方正出版社

014039875

F832.51  
409

# 中国证券市场内幕交易监管 实践研究和案例分析

马 韪 著



中国方正出版社



北航

C1727165

F832.51  
409

图书在版编目 (CIP) 数据

中国证券市场内幕交易监管实践研究和案例分析 /  
马韞著. —北京: 中国方正出版社, 2014. 4

ISBN 978 - 7 - 80216 - 944 - 9

I. ①中… II. ①马… III. ①证券市场—监管制度—  
研究—中国②证券市场—监管制度—案例—中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 043611 号

中国证券市场内幕交易监管实践研究和案例分析  
马 韞 著

---

责任编辑: 刘艳静

责任校对: 张 蓉

---

出版发行: 中国方正出版社

(北京市西城区广安门南街甲 2 号 邮编: 100053)

发行部: (010) 66560938 门市部: (010) 66562733

编辑部: (010) 59594619 出版部: (010) 59594625

邮购部: (010) 66560933

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

责编 E-mail: [eyes\\_liu@163.com](mailto:eyes_liu@163.com)

经 销: 新华书店

印 刷: 北京盛兰兄弟印刷装订有限公司

---

开 本: 787 毫米 × 1092 毫米 1/16

印 张: 13

字 数: 200 千字

版 次: 2014 年 4 月第 1 版 2014 年 4 月北京第 1 次印刷

(版权所有 侵权必究)

---

ISBN 978 - 7 - 80216 - 944 - 9

定价: 28.00 元

---

(本书如有印装质量问题, 请与本社发行部联系退换)

# 序

本书是在马韞同志博士论文的基础上修改而成的。马韞同志长期以来从事金融领域的反腐败工作，本书凝聚了马韞同志攻读博士期间的研究心得，也反映出她从工作实践中获得的经验认识。因而，本书呈现出偏重实证研究的色彩，是对现有国内关于证券市场内幕交易研究的有益补充，同时对于防治内幕交易问题的监管实践，也具有一定的现实参考价值。

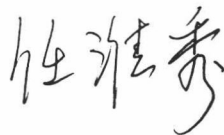
本书具有如下几个突出特点。首先，研究紧密结合中国证券市场发展历程。对证券市场内幕交易问题进行规制，发端于20世纪30年代的美国，至20世纪80年代以来，伴随着金融市场发展的全球化进程，世界各国普遍加强了证券市场的监管，内幕交易被认作证券违规违法行为的一种典型表现而广泛受到制裁。中国公开证券市场发展不过20余年，尽管年轻，但内幕交易的普遍性和严重性，以及监管低效和监管不足问题曾长期存在，且呈现阶段性特征。这其中，由于我国证券市场从无到有“构建性”的先天特征，政府和行业监管者的行为模式和制度安排，对证券市场的表现起着重要的影响，在内幕交易问题上也无例外。可喜的是，近年来，中国证监会重视回应市场呼声，加快推进市场规范建设，强化打击内幕交易执法。为深入理解内幕交易监管的变化，作者采取了追根溯源的方式，历史地、动态地观察内幕交易监管的演进，结合证券市场发展的阶段性矛盾，评价过去的成败，探讨未来的发展。

其次，着眼于宏观层面对相关因素进行系统分析。与现有更多从微观层面谈及内幕交易监管的研究不同，作者试图将视野放宽，从金融监管的研究规范出发，遵循监管供给和需求的分析传统，考察内幕交易监管发展实践。在供给方面，考察影响内幕交易监管供给的资源约束，向外拓展到证券市场的发展状况、法制环境、政治治理关系，向内拓展到现行证券监管模式、监管目标和监管资源分配，以此搭建起内幕交易监管与证券市场

监管的关系。在需求方面，考察内幕交易监管相关需求方的行为，包括上市公司、机构投资者、证券中介服务机构和中小投资者，以四类主体为载体，又抽象到证券市场的几个核心概念：信息、信念和信任，以此搭建起内幕交易问题与证券市场交易特征的关系。尽管对于相关影响因素的讨论，如信息、信念和信任问题，其准确度和深度还显欠缺，但通过上述问题的综合，试图建立一个相对完整的研究框架，较为全面地考察我国证券市场内幕交易监管问题，也不失为一种有益的尝试。

再次，通过统计分析典型案例构筑立论的基础。书中整理了1993年以来能够公开查询的主要内幕交易案件，进行具体而微的分析，揭示出我国证券市场内幕交易的特征和规律，也反映出监管层对内幕交易规制认识的深化，后一视角尤为有益。同时，结合案例，作者对监管实绩和制度安排进行了正反两方面的评析，对证券监管部门在内幕交易监管立法、执法方面的积极贡献，作了较为全面的梳理，同时也直言了存在的问题，思考了改进的方向。相较泛泛的评析，这样的立论更具说服力。

总之，我国证券内幕交易问题的发生，是多因素作用的结果，涉及经济、政治、法律、文化、社会心理等多方面，仅凭单一监管主体、单维度的监管对策难以完全化解，需要考虑一揽子措施、持之以恒的综合治理。本书的贡献在于，从理论上，有助于加深对中国证券市场内幕交易监管的理解；从实践上，有助于挖掘内幕交易监管不足的症结，以期今后予以更为系统的应对。



2014年4月

# 目 录

第一章 绪 论 .....	1
第一节 研究背景 .....	1
第二节 研究的视角 .....	2
第三节 研究的意义 .....	4
第四节 本书结构安排与研究方法 .....	5
第五节 本书的创新之处 .....	6
第二章 金融监管及内幕交易有关研究理论综述 .....	9
第一节 信息与金融市场 .....	9
一、对信息的理解 .....	9
二、信息与金融市场有效性 .....	11
三、信息与金融市场脆弱性 .....	12
第二节 金融监管理论渊源概要 .....	13
一、经济学视角 .....	13
二、政治经济学视角 .....	16
三、法和经济学视角 .....	18
第三节 对我国证券监管的启示 .....	23
第四节 证券市场内幕交易监管的建立和发展 .....	32
一、美国的始创 .....	32
二、20 世纪 80 年代各国的普遍立法 .....	33
三、法律规制的归责理论及对我们的启示 .....	35
第五节 证券市场内幕交易监管的经济学分析 .....	37
一、最初的研究来自反对者 .....	37
二、内幕交易是非之辨 .....	38
三、内幕交易监管有效性分析 .....	41

■ 中国证券市场内幕交易监管实践研究和案例分析 .....

第六节 本书的研究框架——中国证券市场内幕交易监管问题 .....	45
第三章 我国证券市场上内幕交易法规演进及典型案例解析	
——监管的法制基础及其应用 .....	53
第一节 我国禁止内幕交易的法律规范 .....	53
第二节 我国证券市场上内幕交易表现及特征分析： 基于1993年以来内幕交易案例实证分析 .....	64
一、常见的内幕信息 .....	72
二、典型的内幕交易主体 .....	74
三、内幕交易的表现形式 .....	76
四、内幕交易的处罚问题 .....	77
第三节 我国内幕交易法规的演进和完善： 基于典型内幕交易案例的剖析 .....	79
一、对内幕交易关键要素的认识逐渐细化 .....	79
二、内幕交易责任追究的证明标准出现分层 .....	89
三、内幕交易的民事诉讼仍处尴尬局面 .....	92
第四节 结论和建议 .....	93
第四章 我国证券市场上内幕交易监管考察	
——监管供给的影响因素、执法现状与监管失灵 .....	100
第一节 内幕交易监管供给：证券监管体制及监管背景分析 .....	100
一、内幕交易监管体制的变化 .....	101
二、影响监管供给的环境因素分析：一个多因素的分析框架 .....	104
第二节 证监会的监管实践评析：指导思想、 执法成效与不足、监管改进 .....	109
一、要树立怎样的监管理念 .....	109
二、监管执法分析（成效与不足） .....	111
第三节 证监会监管的内在冲突问题： 内幕交易监管失灵的发生机理之一 .....	119
一、市场准入监管与信息监管间的冲突 .....	119
二、保护投资者利益与助长信息违规问题的冲突 .....	120
三、监管者的利益冲突问题 .....	121

第四节 政府部门的政治影响与内幕交易监管：	
内幕交易监管失灵的发生机理之二 .....	123
一、政治影响与国有控股上市公司 .....	124
二、政治影响与上市公司并购重组 .....	125
三、政治影响下并购重组决策链条分析及存在的问题 .....	126
第五节 结论与思考 .....	130
一、阶段性的密集执法要避免顾此失彼 .....	130
二、提升监管执行力的问题不能松懈 .....	132
三、将内幕交易防控作为一项系统工程来设计 .....	133
第五章 我国证券市场内幕交易监管对象行为分析	
——内幕交易中的信息、信念与信任因素 .....	134
第一节 各类市场主体与内幕交易：围绕信息、信念	
与分析 .....	135
一、上市公司：从公司治理的角度看内幕交易的信息源头 .....	135
二、机构投资者和证券中介服务机构：从专业机构的	
可信任角度看内幕交易问题的市场基础 .....	145
三、中小投资者：从普通大众的投资偏好（信念）	
看内幕交易存在的群众基础 .....	154
第二节 从更广泛意义上理解和防治内幕交易 .....	159
一、证券市场的透明度建设——构建信息更为公开的制度	
环境 .....	160
二、市场投资者自主性的发挥——培育良好投资信念的市场	
环境 .....	162
三、证券活动信任基础的维护——营造诚信的投资文化	
环境 .....	165
第六章 内幕交易案件的经济分析检验	
——基于微观层面的实证分析补充 .....	171
第一节 研究样本 .....	171
第二节 研究方法 .....	172
第三节 实证结果 .....	175



■ 中国证券市场内幕交易监管实践研究和案例分析 .....	
一、价格分析 .....	175
二、交易量分析 .....	179
三、年度间比较 .....	182
四、对内幕交易案件的分类比较 .....	183
第四节 结论和建议 .....	186
参考资料 .....	187
后    记 .....	197

# 第一章 绪 论

本书重在实证研究我国证券市场内幕交易监管问题。内幕交易及其有效监管是个全球性难题，我国证券市场是个新兴、快速发展市场，遏制内幕交易、实施有效监管任务更加任重道远。本书结合国际上对内幕交易监管的研究，考察我国内幕交易监管的经验和现实，评析监管行为的必要性、可行性与局限性，进一步揭示我国内幕交易监管不足的主要症结，以及相关影响因素。本书尝试建立一个包括内幕交易监管逻辑分析、内幕交易法规建设、监管和执法实践、监管对象行为特征在内的较为宽泛的分析框架，结合具体案件剖析，从多方面实证研究我国内幕交易监管实践，并在实证研究的基础上，能够提出些改善我国证券市场内幕交易监管的意见和建议。

## 第一节 研究背景

证券内幕交易行为始终伴随着证券市场的发展而存在。从该行为的个体性看，内幕交易是一种基于信息优势的证券交易行为，故成为个体在证券市场上逐利的一种手段。从该行为的社会性看，内幕交易者利用信息优势获利会对利益相关的其他人造成不公，故成为证券监管者规制的行为。早期的证券市场是自由发展的，内幕交易行为也是游离于监管之外的。1929年至1933年间的第—次世界经济危机，直接推动了内幕交易立法的诞生。1929年10月28日史称“黑色星期一”事件下的美国股市崩盘后，证券市场上十分猖獗的内幕交易和操纵市场行为，成为了人们广泛声讨的对象。1933年罗斯福新政后，美国第—部《证券法》诞生，专门的证券监管机构——证券交易委员会 SEC 也应运而生，内幕交易行为被纳入监管者视野。此后，内幕问题不断接受着公众和市场监管者的拷问，至20世纪80年代以来，伴随着金融市场发展的全球化进程，

各国加强了证券市场的监管，内幕交易被认为证券违规违法行为的一种典型表现而受到广泛制裁。

与监管实践相对的，法学界和经济学界开始对内幕交易及内幕交易监管的“是与非”问题展开争论。尽管美国证券法的立法初衷，简化到可以用“公开”两字概括，如罗斯福在1933年国情咨文中指出的“建立在‘购者自慎’的旧规则之外增加一个新原则，‘让卖者也自慎’，使卖者承担说出全部真相的义务”，但是基于证券市场信息影响价格的复杂性，对于内幕交易行为的准确认定以及该行为市场影响和社会危害的准确评估，并不了然清晰。因此，对于监管必要性和有效性的认识也存在争论。

尽管一直有观点认为适度的内幕交易可以促使市场更加活跃，但是阐述内幕交易危害性并主张严格制裁内幕交易的观点一直居于主导地位，现实中的内幕交易立法和监管已超越理论纷争而真实存在。因此，对内幕交易问题的研究，从探讨内幕交易监管的必要性，转而探讨内幕交易规制的有效性，并试图发现有效监管应该具备的条件和环境。

对于我国证券市场来说，内幕交易的普遍性和严重性，已经是老问题，加强内幕交易监管的呼声也不是新问题，但对于监管有效性和监管失灵的分析，一直缺乏系统研究。2009年以来，中国证监会将内幕交易问题视为“证券监管工作的主要矛盾之一”，并将防控内幕交易问题作为证券执法的重点工作。相比较，1933年罗斯福向证券市场展示的监管决心，这一步似乎有点晚，但相比较中国证券市场发展仅20余年的历程，也许反映了市场发展矛盾运动的自身节奏。更进一步，由于我国证券市场“构建性”的基本特征，监管者的监管措施和行为模式，对证券市场的表现起着重要的影响。因此，相较于此前关于内幕交易监管的一些零散研究，本书基于监管层正进入深化内幕交易监管的历史时期，选择系统研究中国内幕交易的监管问题。

## 第二节 研究的视角

国际上对内幕交易的研究，一般可分为以下几类：一类是研究内幕交易对证券市场的整体影响，包括市场效率、流动性、价格波动性等；

二类是内幕交易对企业及个体利益的影响，包括对公司股东、其他利益相关者、一般投资者等利益的影响；三类是对内幕监管规制适用及效果的研究，包括对信息披露制度效果的考察、内幕交易规制适用性的分析、内幕交易的影响因素及相应对策、最优监管模式的选择等。

总体而言，我国证券市场上内幕交易问题及监管的研究，还处于较为初期，尽管现有研究对上述三个层面均有涉及，但更多是模仿国外相关问题的研究框架，用我国市场数据及实例加以验证，主要体现为内幕交易存在性的实证研究。具体到内幕交易监管问题，早些年的研究主要集中在国际上相关法律制度的比较和借鉴上。近几年，有学者开始结合中国市场实际，研究可行的监管策略及监管有效性问题，有代表性的研究包括：缪新琼和邹恒甫、唐齐鸣、黄素心和王春雷、姜华东和乔晓楠主要从个体利益的变动角度，来寻求监管的最优策略；张宗新从内幕交易的微观结构角度，提出并检验了内幕交易的预测模型；黄素心基于股价波动的动态模型，建立了内幕交易监管的预警模型；陈雨、朱伟骅、辜波、李文君、何青分别从上市公司与监管部门的博弈、公司治理与内幕交易监管、内部人交易超额收益的特征等角度，讨论了中国市场上内幕交易监管的低效问题。

但是，这些研究主要围绕问题的微观层面开展，出发点是将投资主体的内幕交易作为一种微观经济行为，通过观察他们的交易特征和交易策略，反观内幕交易监管的效果和应采取的对策。这些研究缺乏对现行监管制度以及执行情况关注和反思，从完善监管的角度，解决不了以下几个问题：一是良好的内幕交易监管应具备的基础性制度，是否存在？二是在中国独特的证券市场制度环境下，内幕交易监管本身的作用机理，是怎样的？三是内幕交易监管的发展变化，是否在向更为有效的方向发展，以及如何提升监管有效性？

考虑到中国证券市场上内幕交易监管的复杂性，亟须一个较为宏观层面的研究，对相关因素进行系统分析。鉴于此，本书试图将视野放宽，从金融监管理论的视角出发，遵循内幕交易监管供给和需求的分析传统，深入到中国证券市场上内幕交易监管建立、实施、发展变化过程中，试图建立一个相对完整的研究框架，较为全面地考察我国证券市场上内幕交易监管问题。

### 第三节 研究的意义

从理论上讲，有助于加深对中国证券市场内幕交易监管的理解。深刻理解内幕交易，一是从价值无涉的角度，将其放置于证券市场交易达成的研究范畴，与信息、资产定价、资本市场有效性等金融市场核心概念联系，理解这一概念的金融内涵；二是从相关主体利益实现的角度，将其放置于证券市场的主体结构中辨析，通过观察证券市场参与者如何收集和处理信息，据之交易而重新配置资产，理解这一概念背后的利益分配问题；三是从制度发展的角度，将其放置于证券市场监管的范畴，理解内幕交易作为证券市场规制对象，在监管主体和监管对象的矛盾运动中，如何产生公利与私利间的冲突，重在理解这一过程中监管当局（广义的，包括行政和立法、司法机构）的行为对内幕交易产生、发展和变化起到的决定性影响。

本书重在从第三个角度展开研究，为目前国内研究不多见。本书的讨论中，暗含这样几个假设：其一，由于存在个体理性和集体理性的冲突，在以维护“公平、公正、公开”为己任的监管者视角下反对的内幕交易问题，对于具体的市场参与主体，在给定制度下，从事该行为存在合理性；其二，由于监管者的政策和德行对于证券市场具有强外部性，影响现行交易制度，使得市场主体行为的“异化”，有相当程度上来源于现行监管者的行为；其三，由于监管者也受到给定制度的约束，如果希望监管者的目标和市场参与主体的目标在尽可能程度上达成一致，共同反对内幕交易，需要形成双方的激励相容，以及更高层面的制度改进。

从实践上看，有助于找准内幕交易监管不足的症结，进行系统应对。本书研究发现，中国证券市场内幕交易表现复杂多样，大致可分为以下几类：一类是公司内部人“常规的”内幕交易行为；二类是特定外部人“搭车的”内幕交易行为；三类是“老鼠仓”问题；四类是将内幕信息作为资源分享、“共谋的”内幕交易行为；五是信息披露不公，对部分主体进行选择信息披露的行为。这些不同类型内幕交易的产生，是多因素作用的结果，涉及经济、政治、法律、社会文化等多方面，仅凭

单一的内幕交易监管对策难以化解，需要一揽子的综合措施。因此，本书紧密结合实际，讨论了中国证券市场内幕交易法规建设的不足、监管的选择性执法问题、证监会的市场准入监管与信息监管间的冲突问题、政府部门的政治影响与内幕交易问题、内幕交易的监管失灵问题、上市公司股权结构与内幕交易问题、市场投资者的行为模式与内幕交易问题，等等，从制度层面，相应地给出思考和建议。此外，通过对73起内幕交易行政和刑事案例的统计分析和经济分析，详细地剖析了内幕交易的各种表现特征、影响因素以及执法后果，从技术层面，对内幕交易行为的识别和处罚给了具体建议。

#### 第四节 本书结构安排与研究方法

本书的结构安排，体现了这样的研究思路：一是运用金融监管的基本视角看待内幕交易监管；二是运用金融市场的基本范畴分析内幕交易问题；三是从静态角度，评析制度、体制对监管的影响及监管的内在机理；四是从动态角度，体现监管与监管对象矛盾运动的过程。

以下为除第一章绪论外的各章简要说明：

第二章，研究综述。首先，对有关金融监管理论进行综述，继而对中国证券市场的监管问题进行梳理，拟对全书的探讨建立一个认识基点。其次，对内幕交易及其规制的研究综述。一是回顾以美国为首的主要国家内幕交易规制的建立和发展，旨在揭示内幕交易规制的演进过程，以及蕴含的法律理念；二是归纳总结有关内幕交易的经济学分析，梳理不同视角下内幕交易及其监管的经济后果；三是引出中国证券市场内幕交易监管问题，在前人研究的基础上，提出本书的研究脉络及研究重点。

第三章，解析我国证券市场内幕交易法律规范演进及典型内幕交易案例。首先，回顾我国内幕交易法规的建立和发展，体现监管层对内幕交易认识的深化；其次，整理统计了1993年以来公开查处的内幕交易案件共计73起，从中归纳总结我国内幕交易的表现及特征，具体而微地理解内幕交易行为的多样性；最后，结合案例的法律适用，探究具体法律规定的完善与不足。

第四章，考察我国内幕交易监管的演变。首先，研究内幕交易监管体制的变化，分析影响监管供给的体制性、历史性矛盾因素；其次，研究证监会的监管实践，探讨监管理念的确立，评价监管的难点，总结监管成效与不足；再次，从证监会监管的内在冲突以及政府部门的政治影响两个视角，对监管失灵的发生机制进行了探讨，重在揭示现行体制下内幕交易的监管困境；最后，结合案例分析，重点说明对制约监管有效性的监管公信力问题，给出改善内幕交易监管的建议。

第五章，讨论几类市场主体与内幕交易的关系。首先，将市场主体分为四类：上市公司、机构投资者、证券中介服务机构和中小投资者，从产权约束、交易模式、社会规范和文化心理等角度，分析内幕交易发生的多元诱因。讨论集中在信息、信任和信念三个关键因素，试图说明这些因素对内幕交易监管有效性的影响。其次，结合前几章的研究，从更广泛意义上思考内幕交易防治问题。从制度环境、市场环境和文化环境等三个角度，探讨了证券市场的透明度建设、市场投资者自主性的发挥以及证券活动信任基础的维护三方面问题，立足于更远的将来，为提升内幕交易监管有效性提出一些思考和建议。

第六章，运用内幕交易经济学分析常用的事件研究法，对第三章统计的内幕交易案例进行了计量分析，作为微观层面的一种典型实证研究，形成对前几章宏观层面分析的补充。通过更为细致地描述内幕交易的市场表现以及相关影响因素，进一步加深对中国证券市场内幕交易行为的理解，并检验内幕交易执法的有效性。

## 第五节 本书的创新之处

本书在以下四个方面有一定的创新：

第一，结合规范分析和实证分析，多角度评估我国内幕交易监管的历史和现状。紧贴监管实践，重在分析内幕交易监管低效问题，指出了在体制和制度层面上，内幕交易监管失灵的作用机理。结合各国监管实践的一般规律，以及我国证券市场发展趋势，探讨进一步完善监管的可行方向。

第二，围绕信息、信念和信任三个核心概念，分析市场相关主体，包括上市公司、机构投资者、证券中介服务机构和中小投资者的行为特征，从与监管视角相对的角度，理解中国证券市场的内幕交易问题，继而，从更宽泛意义上提出防治内幕交易的相关思考。

第三，通过统计分析，剖析典型内幕交易行为。本书整理统计了1993年以来公开信息能够查询到的73起内幕交易案件。长期以来，由于内幕交易案例的缺乏，中国证券市场内幕交易的规制问题，更多集中在概念和学理方面的讨论，缺乏对相关案例的系统分析。本书通过对典型案例的比较分析，一方面，可以揭示出我国证券市场内幕交易的特征和规律；另一方面，可以反映出监管层对内幕交易规制认识的深化，其中的成效和不足可以在今后的监管实践中加以发扬或弥补。

第四，通过计量分析，研究除基金“老鼠仓”之外的63起内幕交易案件。一是用通行的事件研究法，对查处的内幕交易问题进行相关数据检验，分析研究结论异同所在；二是将查处内幕交易作为衡量内幕交易监管实效的重要参考指标，评析监管后果；三是与以往国内类似研究相比，本书的数据更新、细节深化。



本书研究框架图

