



中国证券市场 内幕交易监管研究

Research on the Regulation of Insider Trading in China's Security Market



中国金融市场协会 CFAA

第 001 号

中国汇兑市场 内单交易监管研究

Research on Regulation of Single
Order Trading in the Foreign
Exchange Market

王理
著



• 经济管理学术文库 •

本书承蒙广西民族大学国际贸易学硕士学位建设点经费资助

中国证券市场 内幕交易监管研究

Research on the Regulation of Insider
Trading in China's Security Market

黄素心 / 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

中国证券市场内幕交易监管研究/黄素心著. —北京:
经济管理出版社, 2011. 8

ISBN 978 - 7 - 5096 - 1602 - 4

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

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 180921 号

出版发行: 经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话: (010) 51915602 邮编: 100038

印刷: 北京银祥印刷厂

经销: 新华书店

组稿编辑: 曹 靖

责任编辑: 孙 宇

责任印制: 黄 铄

责任校对: 蒋 方

720mm × 1000mm/16

11.75 印张 150 千字

2011 年 10 月第 1 版

2011 年 10 月第 1 次印刷

定价: 38.00 元

书号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 1602 - 4

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部
负责调换。联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974

邮编: 100836

前 言

内幕交易是一种基于信息优势的不道德行为，它不仅破坏市场的公平投资秩序，对中小投资者造成巨大侵害，而且还可能歪曲市场价格对实际价值的反映，破坏证券市场的资源配置功能，因而受到各国法律学者和经济学家的广泛关注。

中国股市是一个新兴的证券市场，市场结构和机制尚不完善，存在大量的内幕交易。与国外经验相比，中国证券市场中的内幕交易行为具有普遍性、隐蔽性、交易主体多样性、与其他违法行为关联性等特点。复杂的证券犯罪形态加上法律法规和制度建设的相对滞后，使得中国在执行《证券法》打击内幕交易的过程中一直面临着发现难、查处难和监管成本高昂的困境。因此，系统研究内幕交易行为以及监管机制，对提高证券市场的效率，规范证券市场的结构，推动经济的持续发展具有重大意义。

针对中国证券市场内幕交易的现状和存在的执法难题，运用理论模型、实证检验和案例分析等方法，从内幕交易的主体行为特征出发，对内幕交易的最优监管强度、实时监控技术和行为甄别方案进行系统研究，力图

实现对内幕交易的尽早预警和最优处理，为中国证券市场内幕交易监管的规则制定以及监管部门运用金融计量方法实施反内幕交易的监管实践提供参考依据和现实建议。

本书主体分为五个部分：第一部分简述了世界各国及中国内幕交易立法和监管的概况；第二部分对内幕交易者的交易策略、最终收益及监管机构的最优监管策略进行了分析，结论不仅有力地支持了内幕交易监管的必要性，而且认为监管机构在不同市场条件下应采取不同的监管强度；第三部分提出了内幕交易的“预警—甄别—调查取证”三阶段监察模式，并重点针对前两个阶段，构建了适用于中国市场的内幕交易实时监控预警系统和行为甄别系统；第四部分针对内幕交易处罚过程中非法所得的认定问题，对内幕交易者超常收益的计算进行了探讨；第五部分在前文研究结果的基础上提出相关的政策建议。

为了对内幕交易的主体行为特征及监管机构的最优监管策略进行分析，本书在 Kyle（1985）及缪新琼和邹恒甫（2004）理论模型的基础上，通过借鉴 Jhinyong Shin（1996）提出的监管力度测量指标，首次构建了包含监管者的单期模型。该模型通过假定内幕交易者的不完全信息以及市场对半强式有效条件程度上的偏离，成功地克服了缪新琼和邹恒甫（2004）的两个主要缺陷。研究结果表明，内幕交易者的利润及交易攻击性均与其私有信息的有用程度相关。在不同市场条件下，监管机构应采取不同的监管强度，对内幕交易完全不予监管或在任何情况下都坚决杜绝均不是最优策略。

为实现内幕交易的及时预警，本书将 Maheu 和 McCurdy (2004) 提出的 GARJI 模型引入内幕交易的研究中，从信息抵达和动态跳跃特征的角度对内幕交易进行研究，构建了基于 GARJI 模型 (GARCH - Jump Model with Autoregressive Jump Intensity) 的内幕交易实时监控系統。该系统通过对内幕消息抵达概率和股价涨跌幅两个指标实施动态监控，能够自动对交易中的股票发出低级和高级两种预警警报，实现了通过价量信号对内幕交易性质的自动认定和实时监控。

为进一步判别受到预警的个股是否发生内幕交易，本书从股票市场表现、市场微观结构、公司治理结构及公司财务状况四个方面寻找内幕交易涉案股票的特征，构建了简洁而有效的内幕交易甄别模型，并在模型中首次运用了涨停次数 (Raise) 和完全调整天数 (Days) 两个指标。在最优判别临界值下，Logistic 和 Probit 甄别模型的判别准确率均达到了 97.14% 的高水平。对杭萧钢构、延边公路等 8 只案例股票的模拟监控结果表明，将上述实时监控系统和行为甄别方案结合使用，效果良好，可以作为内幕交易立案调查的重要依据。

为了在内幕交易的处罚过程中找到相对高效且易于操作的非法所得认定方法，本书对四种常见的超常收益计算法进行了比较，且通过实证研究对相对较新的 PDD 方法进行了分析。结果倾向于支持维持现状，即继续采用实际收益法对中国内幕交易的非法所得进行认定。

本书最后对中国证券市场内幕交易的防范和查处，从法律、制度及技术层面提出了建议。

目 录

1	绪论	1
1.1	研究目的和意义	1
1.2	内幕交易的概念	4
1.3	国内外研究综述	6
1.4	本书结构和创新点	18
2	内幕交易监管概况	22
2.1	各国内幕交易执法情况	22
2.2	内幕交易监管的香港经验	26
2.3	中国内幕交易监管的法律架构	28
2.4	中国证券市场内幕交易的监管及 处罚情况	37
3	内幕交易者的交易策略与最优监管强度	43
3.1	引言	43
3.2	不完全信息下的内幕交易者行为和 最优监管	45
3.3	市场偏离半强式有效条件下的内幕交易者	



行为和最优监管	52
3.4 本章小结	60
4 中国证券市场内幕交易的实时监控	63
4.1 内幕交易实时监控和稽查的国际经验	63
4.2 中国股市内幕交易的三阶段监察模式	65
4.3 基于 GARJI 模型的内幕交易实时 监控方案	67
4.4 本章小结	88
5 内幕交易的行为甄别模型	89
5.1 引言	89
5.2 内幕交易股票特征的实证检验	91
5.3 内幕交易行为甄别模型的构建	116
5.4 实时监控系统和行为甄别模型的 运用——案例分析	126
5.5 本章小结	132
6 内幕交易的处罚：超常收益的认定	134
6.1 超常收益的四种认定方法	135
6.2 中国内幕交易超常收益的认定情况	143
6.3 内幕交易个股超常收益的测定：基于 PPD 方法的实证	145
6.4 本章小结	150

7 结论及政策建议	152
7.1 主要结论	152
7.2 加强内幕交易监管的政策建议	154
7.3 研究存在的问题及后续研究方向	159
附录 1 黑色样本详情	161
附录 2 白色样本详情	164
参考文献	166
后记	175

1 绪 论

1.1 研究目的和意义

内幕交易是一种基于信息优势的不道德行为，它不仅破坏市场的公平投资秩序，对中小投资者造成巨大侵害，而且还可能歪曲市场价格对实际价值的反映，破坏证券市场的资源配置功能，因而受到各国法律学者和经济学家的广泛关注。

尽管法律、经济学和金融学的文献中关于是否应该禁止内幕交易还存在分歧，但从实践的角度来看，这一争论已经画上了句号。自从 1934 年美国首先制定禁止内幕交易的法律以来，目前世界上绝大多数国家都已经制定了禁止内幕交易的法律。根据 Bhattacharya 和 Daouk (2002) 的研究，截至 1998 年底，全球拥有股票市场的 103 个国家中，具有《内幕交易法》的国家达到了 87 个，其中执行了《内幕交易法》（表现为起诉内幕交易）的国家仅为 38 个，新兴市场执行《内幕交易法》的比例

仅为 23.1%。为何内幕交易行为难以杜绝？即使监管当局制定了《内幕交易法》，仍然难以执行？这正是内幕交易行为复杂性带来的执行难题。

中国股市是一个新兴的证券市场，市场结构和机制尚不完善，存在大量的内幕交易。与国外相比，中国证券市场中的内幕交易行为有自己的特点：①内幕交易行为的普遍性与隐蔽性。内幕交易在证券市场上普遍存在，大批投资者卷入其中，成为证券市场上公开的秘密。同时内幕交易却又非常隐蔽，绝大多数内幕人员在从事内幕交易时并不使用自己的账号，这使得对内幕交易的查处和取证非常困难（施东晖和傅浩，2002）。②内幕交易主体具有多样性。从事内幕交易的既有个人，也有法人单位，如上市公司、证券公司、各种投资公司等，这和美国内幕交易主体主要是上市公司和证券经营机构内部人员有很大区别。除了上市公司及其控股股东、高管、工作人员以外，还有证券公司等市场中介机构的人员，甚至涉及相当级别的党政干部。③内幕交易与其他违法行为具有关联性。内幕交易往往和市场操纵、证券欺诈等其他形式的违法行为相关联，不少上市公司及其内幕人员与市场投机机构相勾结，利用内幕信息操纵市场，有时甚至发布虚假信息误导其他投资者，形成“庄股”这种综合性的证券违法形态。在股价猛涨的背后，往往是市场操纵、内幕交易、发布虚假信息等各种形式的证券违法违规行共同存在，形成了复杂的证券犯罪形态。内幕信息呈现出多级传递、多向传递的态势，出现了一些窝案、串案，内幕交易的操作更加隐蔽、复杂，逃避

监管、抗拒执法的趋向与能力明显增强。

正是由于中国内幕交易行为的上述特点以及法律法规和制度建设的相对滞后，中国在执行《证券法》打击内幕交易的过程中一直面临着发现难、查处难和监管成本高昂的困境。随着中国证券市场股权分置改革的基本完成，全流通市场情况下内幕交易频发，尤其是并购重组过程中的内幕交易行为屡禁不止，严重扰乱市场秩序，损害广大投资者利益。中国证监会主席尚福林在 2010 年 6 月举行的“2010 陆家嘴论坛”上表示：“内幕交易已经上升为市场监管的主要矛盾。”

面对内幕交易监管的严峻形势，《人民日报》在 2010 年 5 月连发五文进行评论。中国证监会于 2007 年借鉴发达国家的市场经验，针对中国市场情况制定了内幕交易和市场操纵的认定标准。2010 年在细化和完善“操纵市场”、“内幕交易”两个认定指引的同时，加快推进了“信息披露违法案件责任认定指引”和“会计机构人员证券违法认定指引”等规则的出台。据统计，2008 年以来证监会共调查内幕交易案件 227 起，占新增 564 起案件的 40%，其中立案 61 起、非正式调查 166 起，依法向公安机关移送涉嫌犯罪案件 16 起，重点查处了杭萧钢构、延边公路、中关村、高淳陶瓷、中山公用等一批重大案件。其中，仅在 2010 年 7 月和 8 月新立案就有 15 起，对内幕交易的打击力度可谓史无前例。

在此背景下，加强对内幕交易行为甄别、监控技术以及最优监管方式的研究，提高识别违规行为的及时性和准确性，促进证券市场稳定健康发展，不仅在金融学



的研究层面具有较强的理论意义，而且更具有现实的紧迫性。

针对中国证券市场内幕交易的现状和存在的执法难题，本书运用理论模型、实证检验和案例分析等方法，从内幕交易的主体行为特征出发，对内幕交易的最优监管强度、实时监控技术和行为甄别方案进行系统研究，力图实现对内幕交易的尽早预警和最优处理，为中国证券市场内幕交易监管的规则制定和实践提供理论依据和现实建议。

1.2 内幕交易的概念

所谓内幕交易，指的是因地位或职务上的便利而能掌握内幕信息的人（即内幕人员）直接或间接利用该信息进行证券买卖，获取不正当的经济利益；或泄露该信息，使他人非法获利的行为。显然，内幕交易的构成与下述几个重要概念有密切的关系。

1.2.1 内幕信息

内幕信息又称内幕消息、内线消息或内部消息。从大多数国家的立法来看，被内幕交易者利用的内幕信息必须同时满足以下两个基本条件：

（1）非公开性（Non - public）。内幕信息应该是未公开的信息，即投资公众尚未获得，或经合法渠道无法获

得的信息。具体而言，只要行为人在交易时所利用的信息，尚未在证券监督管理机构指定的传播媒体上公布，或尚未通过监管机构认可的其他信息披露方式向社会公布，就可认定其属于非公开的信息。

(2) 重要性 (Materiality)。内幕信息应当是重要的，或者说具有价格敏感性。这类信息一旦在证券市场公布，便很可能对证券的市场价格产生重大影响。

1.2.2 内幕交易的主体

内幕交易主体，指的是从事内幕交易的行为人，它是指掌握了内幕信息并根据内幕信息进行证券交易或者从事法律禁止的其他行为的人。严格地讲，内幕人员 (Insider，或称内部人) 与内幕交易主体是有区别的，内幕交易主体除了内部人以外，还包括接受信息者以及盗用信息的外部人，但人们通常习惯用内幕人员来泛指内幕交易主体。

从各国法律对内幕交易主体的认定来看，基本上有一个共同的趋势，那就是对内幕交易主体的范围界定越来越宽。以美国为例，其法律对内幕人员的界定最为严格，包括三大类：

(1) 经典的内幕人 (Classic Insider)，主要是公司董事、经理和大股东。

(2) 推定的内幕人 (Constructive Insider，或称临时性内幕人员)，指那些与证券的发行公司关系足够密切以至于可以掌握内幕信息的人被推定为内幕人，如公司雇用的外部律师、会计师、投资银行人员等。



(3) 内幕信息的知悉者 (Tipper), 包括任何获得内幕信息的人员, 其包括的范围非常大, 法律的追查非常严格。

1.2.3 内幕交易的形态

由于各国的国情不同, 对内幕交易有不同的规定。在英国, 内幕交易行为主要有三种: 一是利用内幕信息进行证券买卖; 二是利用内幕信息为第三人提供服务; 三是传播内幕信息。在美国, 内幕交易主要有两种: 一是利用内幕信息进行证券交易; 二是传播内幕信息给第三人进行证券交易。根据中国《证券法》和《禁止证券欺诈行为暂行办法》的规定, 中国内幕交易的形态主要有四种: 一是内幕人员利用所知悉的内幕信息进行证券交易, 这是中国最常见的内幕交易形式; 二是内幕人员根据内幕信息建议他人进行证券交易; 三是内幕人员泄露内幕信息; 四是非法获取内幕信息的其他人员根据该信息进行证券交易、泄露该信息, 或者建议或推荐他人进行证券交易。

1.3 国内外研究综述

1.3.1 国外文献

国外经济学界对证券市场内幕交易的研究始于 20 世纪 60 年代, 80 年代中后期以来, 随着现代金融理论和行

为金融学的迅速发展,有关内幕交易的文献大量涌现。其中,“内幕交易是否应该被禁止”一直是国外研究者争论不休的核心问题,在过去的40多年间,共有超过250篇的文献对这一问题进行了探讨(Bainbridge, 1998)。认为内幕交易不应被禁止的一方提出了三点理由:①内幕交易是一种无受害人的犯罪(Herzel和Katz, 1987)。②内幕交易是补偿经理人的有效手段(Manne, 1966)。③内幕交易有助于市场达到强式有效(Finerty, 1976a)。反对内幕交易的一方也有三点理由:①内幕交易是对公司信息的不当挪用,是一种偷窃(Georges, 1976)。②内幕交易破坏市场公平(Loss, 1983; Langevoort, 1987)。③从微观结构的角度看,内幕交易增加交易成本,导致市场流动性降低,破坏市场效率(King和Roell, 1988; Bhattacharya和Daouk, 2000; Milia, 2000)。从法律实践上看,很多国家允许一定程度的内幕交易,将内幕交易分为合法与不合法两种。因此,国外文献对内幕交易的研究也分为两大类:一类是内部人自己申报的交易,即合法的内幕交易;另一类是由监管者或执法者证实的非法的内幕交易。其中,以合法内幕交易作为建模对象或实证样本的研究占了绝大多数,而对非法内幕交易(即国内所指的内幕交易)的研究主要有下面的4篇:Meulbroek (1992)、Cornell和Sirri (1992)、Chakravarty和Mc Connell (1997)以及Chakravarty和Mc Connell (1999)。由于两类研究使用了不同的内幕交易数据集,因而在研究方法、结论和解释方面都存在差异。

从研究内容来看,国外文献对内幕交易的关注主要