

中国证券市场 内幕交易的分析及其 监管研究

Zhongguo Zhengquan Shichang Neimu Jiaoyi de
Fenxi Jiqi Jianguan Yanjiu

张小波 著



看书扫这里

和阅读方式:

编辑短信 10658080 发送至 10658080

手机也能随时随地阅读本书



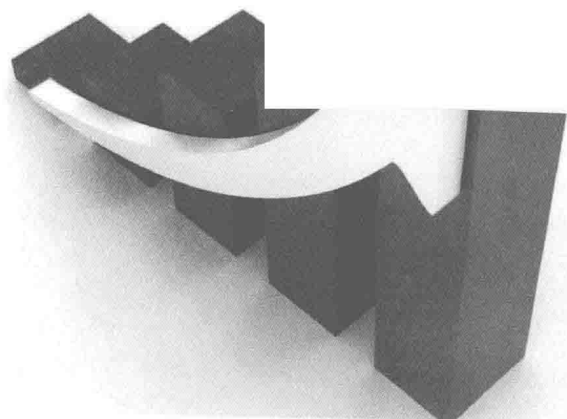
西南财经大学出版社

SOUTHWESTERN UNIVERSITY OF FINANCE & ECONOMICS PRESS

中国证券市场 内幕交易的分析及其 监管研究

Zhongguo Zhengquan Shichang Neimu Jiaoyi de
Fenxi Jiqi Jianguan Yanjiu

张小波 著



西南财经大学出版社
SOUTHWESTERN UNIVERSITY OF FINANCE & ECONOMICS PRESS

图书在版编目(CIP)数据

中国证券市场内幕交易的分析及其监管研究/张小波著. —成都:西南财经大学出版社,2015.7

ISBN 978-7-5504-1972-8

I. ①中… II. ①张… III. ①证券市场—研究—中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 127005 号

中国证券市场内幕交易的分析及其监管研究

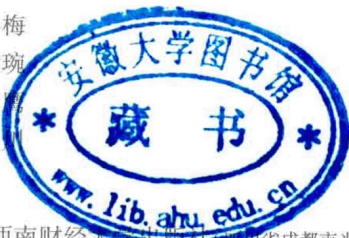
张小波 著

责任编辑:何春梅

助理编辑:周晓璇

封面设计:杨红

责任印制:封俊



出版发行	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街55号)
网 址	http://www.bookej.com
电子邮件	bookej@foxmail.com
邮政编码	610074
电 话	028-87353785 87352368
照 排	四川胜翔数码印务设计有限公司
印 刷	四川新财印务有限公司
成品尺寸	170mm×240mm
印 张	13.5
字 数	220千字
版 次	2015年7月第1版
印 次	2015年7月第1次印刷
书 号	ISBN 978-7-5504-1972-8
定 价	68.00元

1. 版权所有,翻印必究。
2. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。

前 言

证券市场上的内幕交易是一种损害社会公共利益的行为，损害了证券市场的运行效率，增加了市场运行的成本，打击了投资者的信心，危害了证券市场的安全，在极端的情况下会导致市场崩溃。证券市场上的内幕交易规制已成为各国证券监管十分重要的内容。从1993年至2014年8月12日，中国证券监督管理委员会公告处罚的内幕交易案高达135件。尽管如此，中国证券市场上的内幕交易的监管效果却并不尽如人意，内幕交易并未伴随各项法律法规的不断调整而下降，而是总体呈现增长的态势。更令人担心的是，中国证券市场上的内幕交易不仅仅源于上市公司，还出自政府。

回顾中国每一次牛市大爆发，都是由政府政策的突然出台而带来的。政府行政命令最大的弊端就是难以保密，有关系和有权力的人总是能先得到消息，所以，一些与政策制定者靠得近、有特殊背景的机构或个人在政策信息的获得上有着先天的优势。因此，内幕交易行为从表面上看是信息和资本的结合，在中国现阶段的市场中，内幕交易通常是权力与前两者的进一步结果。一些大户、机构投资者可以凭借自己在这些方面所具有的优势，在股票市场中进退自如，这势必使普通投资者处于非常不利的地位。因此，如何改善和提升中国证券市场上内幕交易的监管效率，最大程度保护中小投资者利益已成为当前中国监管当局面临的十分紧迫的问题。为此，本书密切结合中国证券市场发展的实践，在全面梳理现有有关内幕交易的研究文献基础上，对中国证券市场上的内幕交易现状与特征、基于公司行为的内幕交易甄别和实证、基于政府行为的内幕交易实证、内幕交易监管的国际比较、完善中国证券市场上的内幕交易监管法律法规体系和监管技术的对策等内容进行了研究与探讨，并得出以下主要结论：

(1) 中国证券市场内幕交易并未随着相应法律法规的不断调整而下降，而是总体呈现增长的态势。已查处的内幕交易案件表现出三方面特点：一是内幕交易违规主体以上市公司内部人员为主，但呈现群体化、裙带化、复杂化趋势；二是资产重组领域成为内幕交易的重灾区；三是内幕交易行为方式以内幕信息知悉人买卖该公司的证券为主，但有朝着多样化发展的趋势。内幕交易的监管与处罚以警告、罚款、没收违法所得等行政处罚为主，处罚力度较轻，监管执法的力度偏弱，对内幕交易的威慑力不强，对中小投资的利益保护机制还不足。

(2) 密切结合中国证券市场发展的实践，选取 1993—2014 年 8 月 12 日（证监罚字〔2014〕73 号）证监会公告处罚的内幕交易案件为样本，运用事件研究法和构建甄别内幕交易的 Logistic 模型，实证事件研究法和

Logistic 模型作为监管技术在中国证券市场适用性。结果表明：其一，事件研究法中的异常收益率、累计异常收益率能很好地甄别内幕交易行为，是一种可操作性强的内幕交易监管计量技术指标；其二，事件研究法中的波动性、流动性指标，能进一步地确认内幕交易行为对股价、股票成交量的影响和冲击，是甄别内幕交易有力的辅证技术工具；其三，不管是对于利空还是利好行为的内幕交易，Logistic 模型都具备很高的甄别效率、很强的判断力，能弥补事件研究法甄别内幕交易行为的不足，是监管当局监管内幕交易行为的一项操作性强的计量技术工具。

(3) 基于政府行为的内幕交易的典型事实分析结果显示：重大政策事件的颁布和出台前，股市的价格指数、成交量会出现巨大波动，重大政策事件在出台或颁布之前就已经泄露。

(4) 选取 1996—2013 年对中国证券市场有重大影响的政策为样本，运用事件研究法进行实证，结果再次印证了政府重大政策事件在公告之前就已经泄漏，成为中国证券市场的重要内幕信源。证券市场上基于重大政策事件的提前泄露的内幕交易对股市的价格指数、成交量带来了异常波动，增加了股市风险，中国证券市场不能简单用“政策市”来概括，在“政策市”现象后面，内幕信息出自于政府是中国证券市场的“特色”，这极大影响了证券市场固有的功能，损害了证券市场的公平性，损害了中小投资者的利益，这不利于证券市场的健康发展。

(5) 证券市场内幕交易监管的国际比较表明：其一，对内幕交易的有效监管要依靠证券监管机构的监管能力和监管效率，这又取决于证券市场法律法规的完善程度、监管提示的健全程度和证券市场监管技术的发达程度以及证券监管人员的专业素质与道德素质。内幕交易的国际比较显示发达国家对内幕交易监管都有一套完备的法律法规体系以及相应的先进的市场监管技术（监管的技术这里指对交易活动进行实时动态监控、事后统计

分析和监控的技术手段)。其二,证券交易所对上市公司内幕交易起着一线监管的基础性作用,它是对上市公司的实时监管和监管技术的实现层,在监管过程中起着关键性作用。其三,发达国家的监管经验表明行政责任、刑法并不是管制内幕交易的十分有效的手段,与刑事责任和行政责任相比,内幕交易的民事责任应该是规制内幕交易最好的手段。

(6) 完善中国证券市场内幕交易法律法规体系和提升监管效率,亟需:其一,改变在对内幕交易处罚上的“重行轻民”的作法,通过确定赔偿主体、明确内幕交易与投资者的因果关系和归责认定、建立内幕交易的损失额的认定机制等方式,填补中国证券市场内幕交易民事责任的空缺,形成切实有效的内幕交易民事赔偿责任机制;其二,建立政府宏观重大政策披露制度规范,立法规制出自政府部门的内幕交易。

目 录

第1章 绪论 1

- 1.1 研究背景与意义 2
- 1.2 内幕交易的相关概念及理论基础 4
 - 1.2.1 内幕交易的相关概念 4
 - 1.2.2 国外内幕交易的理论基础 11
 - 1.2.3 内幕交易与证券欺诈 12
 - 1.2.4 内幕交易与关联交易、内部交易 16
- 1.3 研究内容和研究方法 17
 - 1.3.1 研究思路和内容 17
 - 1.3.2 研究方法 19

第2章 国内外研究现状 21

- 2.1 内幕交易的识别研究现状 22
 - 2.1.1 国内外内幕交易的识别研究现状 22
 - 2.1.2 国内外内幕交易的识别研究评述 28
- 2.2 内幕交易的影响研究 29
 - 2.2.1 国内外内幕交易的影响研究现状 29
 - 2.2.2 国内外内幕交易的产生影响研究评述 37
- 2.3 内幕交易的影响因素 38
 - 2.3.1 国内外内幕交易的影响因素研究现状 38
 - 2.3.2 国内外内幕交易的影响因素研究评述 43
- 2.4 内幕交易监管研究 44
 - 2.4.1 国内外内幕交易监管研究现状 44
 - 2.4.2 国内外内幕交易监管研究评述 54
- 2.5 小结 55

第3章 中国证券市场内幕交易的现状分析 57

- 3.1 中国证券市场内幕交易的法律与监管架构现状分析 58
 - 3.1.1 中国证券市场内幕交易的法律构架现状分析 58
 - 3.1.2 中国证券市场内幕交易的监管构架现状分析 65
- 3.2 中国证券市场内幕交易的发展趋势与特征分析 67
 - 3.2.1 中国证券市场内幕交易的特征分析 69
- 3.3 中国证券市场内幕交易处罚现状分析 75
- 3.4 小结 78

第4章 基于公司行为的内幕交易甄别与实证分析 81

- 4.1 内幕交易行为的甄别与实证方法 82
 - 4.1.1 事件研究法 83

- 4.1.2 Logistic 模型 92
- 4.2 基于公司行为的中国证券市场内幕交易甄别与实证分析 96
 - 4.2.1 事件窗口期和事件估计期的界定与说明 96
 - 4.2.2 样本的选取与相关说明 96
 - 4.2.3 事件研究法的实证结果 97
 - 4.2.4 Logistic 模型的实证结果 106
- 4.3 小结 112

第5章 基于政府行为的内幕交易的实证分析 115

- 5.1 中国证券市场基于政府行为的内幕交易的分析方法 117
 - 5.1.1 基于政府行为的内幕交易事件窗口期的界定 117
 - 5.1.2 基于政府行为的内幕交易的典型事实分析方法 118
 - 5.1.3 基于政府行为的内幕交易事件的识别方法 119
- 5.2 中国证券市场重大政策事件的界定及其样本选择 120
- 5.3 中国证券市场基于政府行为的内幕交易的典型事实分析 125
 - 5.3.1 基于股指数变化的分析 125
 - 5.3.2 基于成交金额变化的分析 134
- 5.4 基于政府行为的内幕交易实证分析方法 137
 - 5.4.1 基于股市价格指数的实证结果 138
 - 5.4.2 基于股市成交量的实证结果 141
- 5.5 小结 145

第6章 证券市场上内幕交易监管的国际比较 147

- 6.1 样本国家证券交易所监管上市公司内幕交易的比较 148
 - 6.1.1 纽约证券交易所和德国证券交易所的上市公司内幕交易监管体系的功能比较 149
 - 6.1.2 样本交易所对内幕交易人界定的比较 150
 - 6.1.3 各国对内幕交易行为的界定比较 152

6.1.4 各国对内幕交易行为的处罚措施比较 154

6.1.5 美国内幕交易的民事责任机制 159

6.2 小结 162

第7章 结论与展望 165

7.1 基本结论 166

7.2 发达国家证券交易所监管内幕交易对中国的启示及其政策建议 167

7.3 本研究的局限性与后续研究建议 170

参考文献 172

附录 191

附表1 191

附表2 202

附表3 203

第 1 章 绪 论

1.1 研究背景与意义

在证券市场发展初期，内幕交易并不在法律禁止之列，直到 20 世纪 20 年代末，美国证券市场大崩溃后，1934 年美国的《证券交易法》才首次以法律形式禁止包括内幕交易在内的各种欺诈行为。之后各国纷纷效仿，迄今为止，对证券内幕交易的立法监管已经成为各国证券监管的重点之一。内幕交易具有以下特点：首先，内幕交易是一种证券投机行为，行为人利用了证券信息公开前与证券价格反映之间的时间差，是一种谋取私利的行为；其次，内幕交易是一种交易欺诈行为。内幕人员在不告知其交易相对人真相的情况下，用并不代表证券实际价格的证券与之进行交易；再次，内幕交易是一种不正当竞争行为，内幕人员利用公司职务或工作便利，获取了本不属于自己所有的内幕信息，这实质上剥夺了普通投资者平等获得信息的机会；最后，内幕交易是一种损害社会公共利益的行为，损害了证券市场的运行效率，造成市场运行成本的增加，打击了投资者的信心，危害了证券市场的安全，在极端的情况下会导致市场崩溃。

20 世纪 90 年代以来，在全球公司治理模式更加注重保护中小投资者的大背景下，世界各国证券市场纷纷完善了禁止内幕交易的立法，金融计量技术开始运用于内幕交易的执法活动，掀起了金融与法的高潮。在法律层面上，通过立法禁止内幕交易已成为全球性的趋势。各国法律在内幕信息、内幕交易主体、内幕交易行为等的认定及内幕交易处罚等方面都制定了详细而严密的条文，为针对内幕交易的监管和执法提供了坚实的法律保障。在金融层面上，事件研究（Event study）等金融计量技术日益成熟，

使判断内幕信息的“重大性”及计算“非法所得（或避免损失）”成为可能，从而为内幕交易的监管和执法提供了有力的技术支持。

中国证券市场创立 20 多年来，经历了风风雨雨，其中的违法违规行为更是令人触目惊心。中国证券监督管理委员会自 1993 年成立以来，到 2014 年 8 月 12 日（证监罚字〔2014〕73 号）证监会公告处罚的“盐田港”内幕交易案，中国证监会做出行政处罚的内幕交易案例以及涉及犯罪的内幕交易案例共计 135 件。尽管如此，处罚效果并不尽人意，内幕交易并未随着内幕交易法律法规的不断调整而下降，而总体呈现增长的态势。其中，2005 年 5 月启动股权分置改革后，内幕交易案件呈现迅速增长的态势。很多人认为中国证券市场内幕交易几乎每天都在发生，内幕交易违法行为已经达到了比较严重的程度。

然而中国证券市场内幕交易不仅发生在上市公司，政府内部也时有发生。中国证券市场被称为“政策市”，政府的政策对市场的影响至关重要，回顾中国每一次牛市大爆发，都是政府政策的突然出台带来的。政府行政命令最大的弊端就是难以保密，有关系和有权力的人总是能先得到消息，所以，一些与政策制定者走得近、有特殊背景的机构或个人在政策信息的获得上有着先天的优势。因此，内幕交易行为从表面上看是信息和资本的结合，在中国现阶段的市场中，内幕交易通常是权力与前两者进一步作用的结果。一些大户、机构投资者可以凭借自己在这些方面所具有的优势，在股票市场进退自如，势必使普通投资者处于非常不利的地位。

尽管 1999 年颁布的《中华人民共和国证券法》对禁止内幕交易作了规定，但到目前为止，中国对内幕交易的监管仍然缺乏一套行之有效的方法。目前中国内幕交易监管面临的主要问题是：①如何判定内幕交易人所利用的信息是重大的；②缺乏一套行之有效的确定不同内幕交易人超常收益（非法所得）的方法；③政府重大政策是否成了内幕交易信息的重要组

成部分？政府重大政策事件的信息披露的规范问题是我们政策市场的特殊问题，对此该如何查处、如何规制等也是中国证券监管部门务必及时解决的重大课题。鉴于此，本书试图通过严格的经济计量方法对已发生的案件进行实证分析得出具体的实证结果，从市场角度回答以上问题，以期能对中国证券监管层对内幕交易的监管和执法提供有力的技术支持或者辅助依据。

1.2 内幕交易的相关概念及理论基础

1.2.1 内幕交易的相关概念

内幕交易行为的隐蔽性以及各国证券市场环境迥异，使得国内外理论与实务界对内幕交易的定义并未给出一致的界定。苏特（Suter，1989）研究指出内幕交易为内幕交易者拥有普通投资者所无法获取的未公开且价格敏感的信息，并利用该信息进行证券买卖的行为。莱瑞·D·索德奎斯特（Larry. D. Soderquist，1997）认为内幕交易是公司职员、董事或其他与公司有信赖关系的人，在占有重要而非公开的信息时，购买或出售公司股票的行为。戴维·拉特那（David LRatner，1999）认为内幕交易为能够获取一般相对人所接触不到的信息的交易者进行证券交易的行为。查理·艾伦·波斯纳（Richard Allen Posner，2003）则将内幕交易定义为公司的经理或其他知情人利用还未向其他股东或外界公开的重要信息对其公司股票进行交易，以此获利的行为。美国是最早对内幕交易进行规制的国家，但其立法机关、司法机构、证券监管机构未对内幕交易作出明确的界定。

美国官方对其界定很大程度上取决于联邦证券交易委员会和联邦法庭的解释。例如联邦法庭在处理内幕交易案件时，往往依据美国联邦颁布的《1934年证券交易法》第十条第二项以及基于该项所制定的“10b-5”进行解释：“禁止内幕交易的规则，系基于一种证券市场中所有透过非面对面市场交易的投资人，对于重大资讯皆有平等接触机会之正当期望的政策制定的。”法国是欧洲最早明确禁止内幕交易的国家，在其带动下欧洲其他一些国家也纷纷立法规制内幕交易，以此为基础欧盟于1989年4月签订了《反内幕交易公约》（*The Convention on Insider Trading*，以下简称《公约》），在该《公约》中将内幕交易定义为：证券发行公司的董事会主席或成员、管理和监督机构、有授权的代理人及公司雇员，故意利用尚未公开、可能对证券市场有重要影响、认为可以保障其本人或第三人特权的信息在有组织的证券市场进行的非常规操作。

国内也有不少学者对中国证券市场给的内幕交易进行研究，也对内幕交易进行了不同的界定。例如杨亮（2001）在梳理中国相应法规的基础上指出内幕交易为内幕人员或其他非法获取内幕信息的人员，以获取利益或减少损失为目的，自己或建议他人或泄露内幕信息使他人利用该信息进行证券发行、交易的活动。郑顺炎（2003）研究指出内幕交易是内幕交易的知情人员，在涉及证券发行、交易或者其他证券的价格有重大影响的信息公布之前，进行证券交易或者将该信息泄露给他人，或者根据该信息建议他人进行证券交易。姜华东（2010）认为内幕交易是拥有内幕信息的人员利用内幕信息在证券市场上进行交易获取利益或规避损失的行为。黄素心（2011）则将内幕交易定义为利用地位或职务上的优势而掌握内幕信息的人利用内幕信息交易证券，非法获得经济利益，或者泄露内幕信息给他人，从而使他人非法获益的行为。黄佩佩（2013）在综合现有研究内幕交易的文献基础上将内幕交易界定为内幕信息知情人和非法获取内幕信息人

员违反相关法律规定，利用其获取的内幕信息买卖证券、向他人泄露信息或提出买卖证券建议的行为。《禁止证券欺诈行为暂行办法》（1993年版）、《中华人民共和国证券法》（2014年8月31日修订版）、《中华人民共和国刑法》（2011年修订版）、《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》（2012年6月1日）等法律法规也未明确对内幕交易进行界定。

国内外学术界和实务界对内幕交易未形成一致的界定，如何对内幕交易进行规制？各国内幕交易规制实践表明，监管当局往往从“内幕信息”“内幕交易主体”“内幕交易行为”“内幕交易窗口期”这四个内幕交易的构成要素对内幕交易进行界定和监管。由于本书是对中国证券市场上的内幕交易行为进行研究，故在此仅根据《禁止证券欺诈行为暂行办法》（1993年版）、《中华人民共和国证券法》（2014年8月31日修订版）、《中华人民共和国刑法》（2011年修订版）、《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》（2012年6月1日）等法律法规对内幕交易的构成要素进行概述，进而对内幕交易进行界定和把握。

（1）内幕信息的界定。

《禁止证券欺诈行为暂行办法》（1993年版）第五条规定：“本办法所称内幕信息是指为内幕人员所知悉的、尚未公开的和可能影响证券市场价格的重大信息。”不包括运用公开的信息和资料，对证券市场作出的预测和分析。该款所称重大信息包括：①证券发行人（以下简称“发行人”）订立重要合同，该合同可能对公司的资产、负债、权益和经营成果中的一项或者多项产生显著影响；②发行人的经营政策或者经营范围发生重大变化；③发行人发生重大的投资行为或者购置金额较大的长期资产的行为；④发行人发生重大债务；⑤发行人未能归还到期重大债务的违约情况；⑥发行人发生重大经营性或者非经营性亏损；⑦发行人资产遭受重大损