

证券市场

内幕操纵 与监管控制

张宗新 著

Zhengquan Shichang
Neimu Caozong yu
Jianguan Kongzhi

 中国金融出版社

F832.51/75

2007

证券市场

内幕操纵
与监管控制

张宗新 著

Zhengquan Shichang

Neimu Caozong yu

Jianguan Kongzhi

中国金融出版社

责任编辑：戴 硕

责任校对：张京文

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

证券市场内幕操纵与监管控制 (Zhengquan Shichang Neimu Caozong yu Jianguan Kongzhi)/张宗新著. —北京：中国金融出版社，2007.3

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4323 - 1

I. 证… II. 张… III. 证券交易—资本市场—监督管理—研究—中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 036600 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 三河市利兴印刷有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 17.75

字数 323 千

版次 2007 年 10 月第 1 版

印次 2007 年 10 月第 1 次印刷

印数 1—3090

定价 36.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4323 - 1/F. 3883

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

前言

本书是在国家自然科学基金项目（批准号：70303006）的结项成果以及国家社会科学基金项目（批准号：06CJY038）阶段性成果的基础上，修改补充完成的。

自从股票市场创立初始，证券市场操纵就成为十分严重而一直未能解决的问题。无论在西方成熟市场还是新兴证券市场上，内幕交易和市场操纵都一直作为“公开的秘密”存在。内幕操纵不仅严重损害了中小投资者权益，破坏了市场的正常游戏规则，而且加剧了股价的异常波动，因而实施反操纵监管成为世界各国证券监管部门的重要职责。尽管监管部门一直致力于对内幕操纵行为的监管与防范，但是内幕操纵行为仍时有发生，其重要原因在于内幕操纵行为的复杂性、难以甄别性，以及反操纵司法程序的难以执行性。证券监管部门与市场操纵者之间的博弈从未停止过。1929年股市大崩盘后，美国参议院货币政策委员会就对证券市场运作进行深入调查，力图寻查股市崩盘的市场操纵证据，从而正式将市场操纵纳入证券监管的法律框架，并由此诞生了1933年《证券法》、1934年《证券交易法》等多部重要法律。虽然西方市场证券监管法律法规一直在不断完善，但仍不能杜绝内幕交易和市场操纵行为的发生，尤其是近年爆出的“安然丑闻”、“世通事件”，充分暴露了西方证券监管制度和体制的漏洞。

作为一个新兴市场，由于市场信息透明度不高、市场制度不完备、对投资者保护较差和反操纵监管不严等原因，中国证券市场的内幕交易和市场操纵问题尤其突出。对于这一问题的认识，与我十年的证券投资与研究经历存在着密切的关系。我对于内幕交易与市场操纵的初步认识，正是十年之前刚刚进入中国股市进行投资时的一点点粗浅感悟。在那个荒唐的“无股不庄”的时期，中国股票市场到处充斥着内幕消息和市场操纵，“坐庄”、“控盘”成了司空见惯的词语，“投资者保护”、“信息透明的市场”似乎仅是中小投资者的奢望。当时，关于“庄家”的一系列问题困扰着我，并且一直无法找到合理的答案，例如，“中国股市为何这么多庄股？”

“庄家是怎样操纵股票的?”“上市公司为何与庄家勾结和串通?”“内幕操纵为何不能得到有效遏制?”“谁来保护弱势群体的中小投资者?如何才能有效捍卫他们的权益?”等等。

2001年底美国股市爆出的“安然丑闻”，关于内幕交易和投资者保护等敏感问题成为证券市场的热点话题。2002年底，恰逢上海证券交易所联合研究计划（第8期）就证券市场热点问题对社会公开进行招标。基于对内幕操纵问题的前期思考和深层困惑，我设计了关于内幕操纵行为监管的上海证券交易所课题申请书，并有幸中标。这就是我对内幕交易与市场操纵问题研究的初始起点。在获得上海证券交易所的研究资助后，我开始查询关于这一专题的研究文献，经过仔细研读这些文献，才发现内幕交易与市场操纵问题远比我前期思考的复杂得多。同时，这一课题的复杂性与挑战性也深深地吸引了我。在完成了上海证券交易所的课题后，我认为这一课题可以继续深入开展，于是，在2003年国家自然科学基金申报时，我把内幕信息操纵问题作为申报选题，并顺利中标。国家自然科学基金课题的申报中标，正式将内幕操纵问题纳入我的学术研究轨道。随着对这一问题的深入，我越发感觉到这一课题研究的复杂性和困难性。尽管在几年的研究过程中取得过一点点成绩，但更多的是深感研究的不足，尤其是在这一领域很多重大问题依然没有解决，例如如何有效甄别内幕操纵行为？如何对内幕操纵进行事前预防和监管？如何构建有效的内幕交易规制体系？因此，在完成了国家自然科学基金课题研究之后，我认为很有必要继续将没有完成的问题研究下去。正是基于这种思想，针对本人前期研究没有解决的重大问题，我又申请了2006年国家社会科学基金项目，并获得研究资助。尽管在本书完成时，国家社科研究项目还没有结束，但我已经将部分研究成果融入了本书的研究框架和体系，以将这一领域的最新研究成果展示给读者。

今天，经过股权分置改革后的中国证券市场迈入了一个股份全流通时代，长期制约中国股市发展的痼疾得到消除，中国证券市场必将迈进一个新的历史时期。在中国证券市场发展的新时期，内幕交易与市场操纵问题仍然会存在。目前，我国内幕操纵监管仍侧重“事后”监管，例如对“德隆系”、“中科创业”等内幕操纵的处罚，都是以广大中小投资者付出惨重代价为前提的。而国外学者研究表明，对内幕操纵事后监管是无效的（La Porta et al, 2006）。因而，在中国证券市场全流通条件下如何强化事前预

防和事中监控,如何有效甄别内幕交易行为,及时控制和禁止内幕操纵,成为证券监管部门实施反操纵监管的重要研究课题。可见,进行内幕操纵行为甄别研究不但对有效实施反操纵监管具有重要的理论价值,而且对于及时打击内幕操纵行为、保护中小投资者合法权益具有重要的现实意义。

从2002年获得上海证券交易所的研究资助,到国家自然科学基金项目和国家社会科学基金项目资助,已经经历了四年多时间。两年前,记得曾读过郎咸平先生的《操纵》一书,尽览了香港市场和内地市场上机构投资者和大股东操纵的案例,对这种严重损害市场的操纵行为感悟颇深。在感悟和钦佩郎教授对内幕操纵案例研究的同时,我在想如何从微观金融的视角,构建一个内幕交易与市场操纵问题的系统研究框架。基于这种想法,我决定将这几年的研究成果系统整理出来,通过对内幕操纵行为的理论分析,内幕操纵的行为检验和甄别,构建一个关于内幕操纵行为分析和监管控制的系统理论分析框架。我国证券市场相关数据特别是高频率数据和有关账户数据难以获得,在很大程度上制约了本研究项目的开展。在中国证券市场内幕交易行为检验中,我们仅以20余家嫌疑公司作为研究样本,偏少的样本数量在实证检验过程中不但会存在过度拟合等统计问题,而且得出的实证结论难免存在一定偏差。因此,今后随着样本数据的获得,我们希望能够将这一研究继续下去,结合内幕交易者的交易数据和账户数据,可以更加清晰完整地将中国证券市场的内幕交易与操纵行为模型揭示出来,从而为我国的证券市场反操纵监管提供更有力的金融学证据和学术研究支持。

本书能够出版,首先要感谢国家自然科学基金和国家社会科学基金的资助,这绝不仅仅是来自课题资金的物质支持,更多的是课题基金给我的研究带来巨大的动力和压力,使自己能够在上海这个浮华都市潜心研究这一学术问题。在本课题的研究过程中,得到复旦大学金融研究院的姜波克教授、刘红忠教授的大力学术支持,在此表示衷心感谢。复旦大学金融学科的广大同事,对此课题有关问题进行多次研究讨论和交流,使我倍感受益和启迪,同时内幕操纵课题组成员朱伟骅、沈正阳、丁振华、王吉赞等为课题研究付出了大量劳动,为此一并表示感谢。2006年在中国第三届金融学年会上,年会组委会批准我就本课题研究成果作主题发言,并有幸得到陈学彬教授、汪昌云教授、张维教授、吴冲锋教授、李心丹教授、王振山教授、唐齐鸣教授、陈守东教授等知名专家的指正,在此对第三届中国

金融学年会组委会以及各位金融专家表示特别感谢。同时，感谢上海证券交易所对本人研究内幕操纵课题的大力资助，尤其感谢胡汝银教授、施东晖博士、刘逖博士、卢文莹博士、张卫东博士对我承担上交所联合研究课题的大力支持。感谢东北证券公司总裁助理郭来生博士对上证联课题的支持。最后，对中国金融出版社戴硕编辑为本书出版付出的大量辛勤劳动表示感谢。

由于作者水平有限，本书肯定存在许多不足之处，希望今后能够得到有关专家和广大读者的批评和指正。

张宗新
2007年5月于复旦园

目录



导论	1
0.1 选题的出发点	1
0.2 研究的结构和框架	2
0.3 研究的方法	5
0.4 创新之处	6
第1章 证券市场内幕操纵概述	9
1.1 证券市场操纵研究综述	9
1.2 内幕操纵相关范畴的界定	12
1.3 内幕操纵行为特征及其对证券市场的 冲击	22
第2章 内幕信息操纵行为的动因与生成机理	29
2.1 证券市场内幕操纵的动因分析	29
2.2 联盟寻租博弈与合作博弈的“正溢出” 效应	41
第3章 内幕信息操纵行为及其对股价的冲击效应	58
3.1 内幕信息操纵：基于非对称信息条件 的投资者行为分析	58
3.2 内幕交易者的最优操纵策略分析	74
3.3 内幕信息操纵对股价的冲击效应	84
3.4 内幕操纵对股价的冲击效应：基于信息 含量的分析	88
第4章 中国证券市场内幕信息操纵行为的实证检验	94
4.1 内幕信息操纵对证券价格波动的冲击	94
4.2 内幕信息操纵的行为特征检验	102
4.3 内幕信息操纵行为的甄别体系检验	121

第5章 内幕操纵、信息不对称及其对投资者权益的损害	140
5.1 证券内幕交易与信息非对称：基于理论模型的解析	142
5.2 内幕操纵信息非均衡的实证度量	147
5.3 信息非对称与投资者损害的计量分析	171
第6章 新兴市场上内幕信息操纵的监管均衡	179
6.1 证券监管理论及其监管重心	179
6.2 内幕操纵与证券监管之间的博弈分析	187
6.3 证券市场监管效率的国际比较	191
6.4 新兴市场证券均衡监管模式的构建	212
第7章 实施证券内幕信息操纵控制的制度安排	219
7.1 完善内幕信息操纵的法律监管体系	220
7.2 构建有效率的证券信息操纵甄别体系	226
7.3 构建多层次的证券监管体系	231
7.4 强化证券信息披露制度监管	243
参考文献	260

导 论

0.1 选题的出发点

内幕交易行为与股市的产生、发展相伴而行，最早的内幕操纵行为可追溯到 17 世纪阿姆斯特丹股票交易所成立之初。当时，两家从事海上运输业务的公司股票成为阿姆斯特丹股市操纵的对象，它们分别是荷兰的东印度公司和西印度公司。而这种操纵方式常常又与咖啡屋相联系，具体而言，当股票交易者或中间经纪人要购买股票时，一方面在市场上大量抛售股票，打压股票价格；另一方面直接或通过其他合谋者在咖啡屋散布诸如“公司船只海上遇难”、“贸易运输遭受海盗抢劫”等利空信息，造成股票持有者的恐慌而低价抛售股票，引发股价暴跌，以实现低价购买股票的目的。当股票交易者或中间经纪人出售股票时，则采取相反的交易策略。初期市场的这种股价操纵典型形态被称为“熊市搜捕”（bear raid），即经纪人采取集中卖出策略大量抛售股票，并散布有关上市公司不良前景的虚假信息，不知情交易者因担心股价进一步下跌而将持有的股票卖出，从而引起股价的加剧下跌，随后经纪人在低位买进股票持有原有仓位。

自从股票市场创立初始，证券市场操纵行为就成为十分严重而一直未能解决的问题。证券信息操纵（information manipulation）一直是困扰证券市场发展的难题。之所以是难题，主要基于两点原因：一是如何甄别内幕信息操纵，即内幕信息操纵与合规市场行为的边界在哪里；二是如何对证券信息内幕操纵进行监管，减少信息操纵行为发生。

尽管世界各国证券监管部门一直致力于对内幕交易行为的监管与防范，但内幕交易与市场操纵依然未能有效杜绝。“有关内幕交易的法律在发展中变得越来越严格，但仍然只能阻止最不能容忍的内幕交易投机”（Jaffe, 1974）。大量内幕交易行为仍时有发生，甚至负面影响度越来越大。例如 2000 年 2 月，一宗涉及菲律宾前总统埃斯特拉达（Estrada）的内幕交易使得 BW 的股价从最高的 107 比索猛跌至 0.95 比索，并且拖累市场连跌五天。“安然事件”的发生，更是给西方资本市场带来地震式影响。内幕交易与市场操纵，已经成为很多西方国家或地区证券市场上公开的秘密。内幕信息操纵为何屡禁不

止?这的确是一个值得思考的现实问题。

在新兴证券市场上,证券市场制度的不完善性与投资者行为的不规范性,为证券市场内幕操纵行为提供了客观基础。同时,在新兴市场上的内幕交易和市场操纵行为往往与内幕交易者掌控重大信息相联系,即内幕交易者利用信息优势进行市场操纵,从而使得新兴市场上的内幕交易与市场操纵行为表现为内幕信息操纵。这一点,中国证券市场上表现尤为明显,“中科创业”、“蓝田股份”、“银广夏”、德隆系等内幕信息操纵事件更是屡禁不止。这种证券信息内幕操纵行为,不仅严重破坏了证券市场秩序,对股价波动造成巨大冲击,严重损害了不知情交易者(Uninformed Trader)的利益,削弱了投资者的投资信心,而且使证券市场效率大大降低,扭曲了市场价格对资产价值的反映,破坏了证券市场资产的配置效率。因此,研究中国证券市场的信息操纵行为,对于强化证券监管部门的监管职能,保护投资者合法权益,维护证券市场的合理秩序,构建一个有效证券市场具有重要的现实意义。在本课题的研究过程中,我们分析内幕操纵行为就是以内幕交易者的信息占优为前提的。

本课题的研究,正是试图建立一个关于新兴市场上内幕操纵及其监管控制的研究框架,分析上市公司与机构投资者为寻求“战略合作信息租金”而采取的“串谋”操纵行为,及其对股价产生的过度冲击和给不知情交易者造成的利益损害。为揭开困扰内幕操纵监管的难题,课题应用实证研究方法检验内幕操纵行为特征,并提取内幕操纵因子,构建内幕操纵甄别模型,区分内幕信息操纵与合规市场行为的边界,对内幕操纵行为进行判断和甄别。在此基础上,提出优化证券监管模型,构建适合新兴市场的均衡监管的思路,并针对损害市场的内幕交易行为,提出对内幕操纵进行有效控制的一系列制度安排。

0.2 研究的结构和框架

按照课题的研究思路,全书共分为7章,具体研究内容分为以下几个方面:

第1部分,概述,重点介绍了内幕操纵方式、范畴界定,以及对内幕信息操纵对股价的冲击效应进行了分析。

第2部分,内幕操纵行为的动因及其生成机理分析。首先对西方市场上内幕操纵的一般动因进行剖析,在此基础上对新兴市场上内幕交易行为动因进行剖析。然后,应用信息经济学理论,论证新兴市场上上市公司与机构投资者之间的合作信息博弈和进行合谋操纵的动因,并指出具有信息优势的上市公司管理层与具有资金优势的机构之间利用双边垄断,在互惠利益耦合的助推下

结成合谋共生单元，攫取超额信息租金。

第3部分，内幕信息操纵行为及其对股价的冲击效应。从证券市场信息均衡与非均衡这一基本前提出发，研究不同市场参与者交易行为和策略，剖析内幕交易者如何利用信息优势改变外部投资者决策判断，从而实现内幕操纵的目的。在该部分的结构安排上，首先对非对称信息条件下的投资者行为进行分析，信息非均质正是内幕交易者实施操纵行为的基本前提；然后，根据市场微观机构理论，分析了信息占优条件的内幕交易者操纵策略选择，构建了内幕交易者获取超额收益的最优模型，并对庄家的操纵策略进行模拟；在此基础上，分别从股价波动模型和信息含量模型角度出发，对内幕操纵的股价冲击效应进行了分析和论证。

第4部分，中国证券市场内幕信息操纵的实证检验。为研究新兴市场的内幕交易行为，本书以中国证券市场内幕信息操纵行为为研究对象，对内幕操纵的价格冲击、操纵行为特征和操纵行为甄别依次进行实证检验分析。按照这一逻辑，在具体结构安排上，首先以上市公司重大事件为研究对象，采用“事件研究法”对内幕信息操纵对证券价格波动的冲击进行检验。其次，应用中国证券市场上的“庄股”为研究对象，对内幕操纵的行为特征进行分析，从“庄股”实证角度剖析内幕操纵行为的市场微观结构特征；在此研究基础上，本书根据“庄股”行为，提取内幕操纵行为甄别多因素因子，构建 Logistic、决策树、神经网络等判别模型对内幕操纵行为进行甄别。

第5部分，内幕操纵、信息不对称及其对投资者权益的损害。针对新兴证券市场的内幕交易行为，构建了一个衡量内幕交易的信息冲击和外部投资者权益损害的系统框架。为此，本书从内幕交易造成的信息非对称性出发，对内幕交易造成的信息非均衡进行度量，在此基础上对内幕交易行为对外部投资者的权益损失进行计量，从而为反内幕操纵的法律执行提供金融学证据。

第6部分，证券信息内幕操纵的监管均衡。重点针对新兴证券市场大量存在的内幕信息操纵及其违规行为，对如何选择监管模式，优化监管体制，提高证券监管效率进行了探讨。在研究过程中，本书根据证券监管的特定属性和使命，分析内幕信息操纵行为与证券监管部门的博弈，对证券监管效率进行了实证分析。在此基础上，提出了新兴证券市场内幕信息操纵的证券监管均衡思路。

第7部分，实施证券信息内幕操纵控制的制度安排。重点提出了新兴市场中证券监管对信息内幕操纵行为进行控制的一系列重要制度安排，具体包括完善内幕信息操纵的法律监管体系，构建有效率的证券信息操纵甄别体系，构建多层次的证券监管体系，强化证券信息披露制度监管。

按照以上研究思路，本书的逻辑结构安排如下：

以中国证券市场内幕信息操纵与监管控制为研究主线，从金融市场微观结构角度，按照内幕操纵行为问题的提出→新兴市场内幕交易行为的理论解释→内幕交易行为特征分析→内幕交易识别模型与识别效果分析→内幕交易甄别体系构建→实施内幕交易规制的逻辑思路，构建了一个相对完整的内幕交易行为甄别及其规制的研究框架（见图1）。

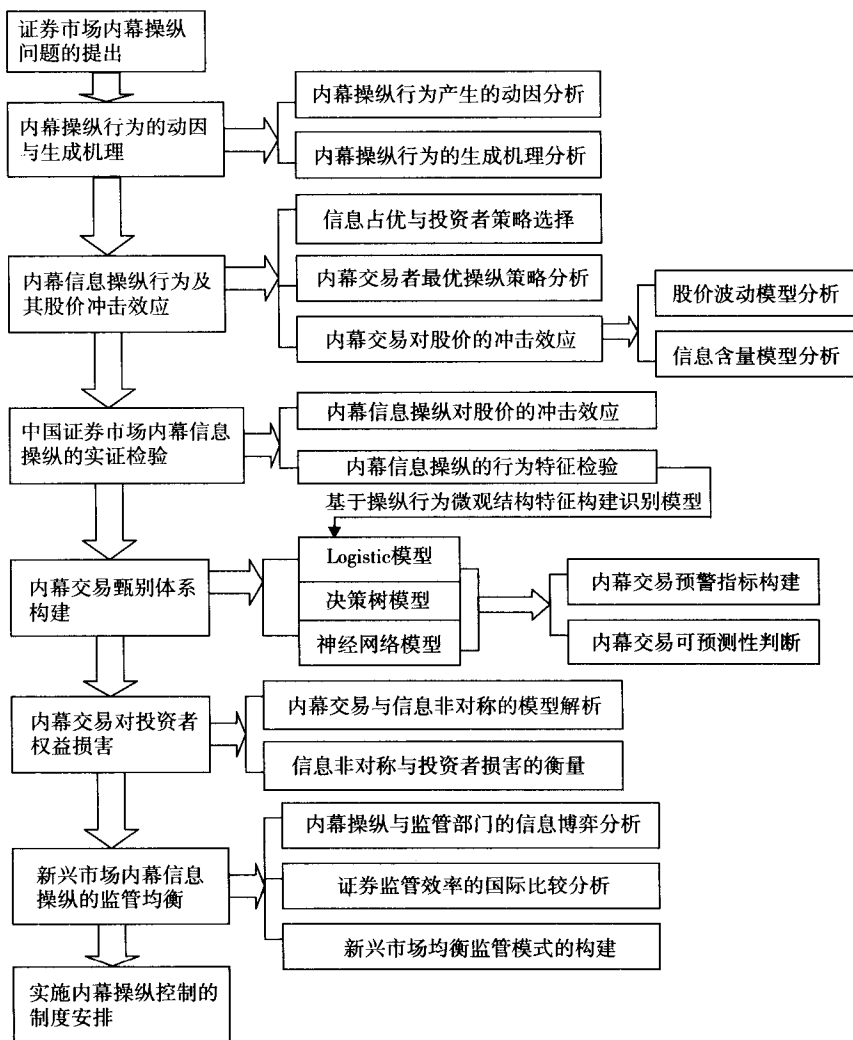


图1 内幕交易行为甄别及其规制研究框架图

0.3 研究的方法

1. 规范研究与分析方法

本书应用经济学规范分析方法,建立了一个新兴市场内幕操纵与监管控制的逻辑分析框架,分析了新兴市场内幕操纵行为的动因与产生机理,阐述信息非均衡条件下机构投资者行为策略选择和市场操纵模型,这种操纵对资产价格造成严重冲击,严重破坏了公平市场投资秩序和损害了外部投资者的权益。在此基础上,应用中国证券市场数据对内幕交易的操纵行为和冲击效应进行实证检验,并提取内幕操纵因子,构建内幕操纵行为甄别体系,以此对内幕操纵行为进行判断和甄别。最后,针对中国新兴市场的实际情况,一方面提出构建均衡监管模式的思想;另一方面,提出了新兴市场证券监管部门对信息内幕操纵行为进行控制的一系列重要制度安排。

2. 数理经济学分析方法

本书运用数理经济学分析和数学规划理论,推导经济主体的决策行为,建立内幕操纵行为的数理分析结构。例如,对新兴市场内幕交易行为的生成机理进行分析,认为新兴市场证券内幕交易的生成,不仅由于上市公司和证券经营结构之间存在“合谋”,也由于证券经营机构和监管部门之间存在“共谋”行为,从而由双边利益耦合结成一个多边利益耦合的内幕交易自增长机制。对信息非均质条件下内幕信息操纵行为的分析,论证了内幕交易者的最优行为选择,应用最优规划方法探析内幕交易者的操纵策略,在此基础上从股价波动模型和信息含量模型角度出发,对内幕操纵的股价冲击效应进行了分析和论证。同时,应用数理经济学分析方法,对内幕交易和市场操纵的信息非对称性进行分析,根据信息非均衡条件下的不同投资者的最优策略选择,推导出了单期投资条件下内幕交易信息含量的判定准则。

3. 博弈论与信息经济学分析方法

博弈论研究参与主体行为发生相互作用时的决策以及这种决策的均衡问题,博弈论方法在指导规范研究中具有不可替代的作用和价值。“正如理性预期使宏观经济学发生革命一样,博弈论广泛而深远地改变了经济学家的思维方式”(Tirole, 1988)。本书广泛应用博弈论研究方法进行模型构建,如论证政府监管部门、市场投资主体之间的依存监管均衡,构建证券监管部门与市场参与者之间的动态博弈均衡模型,信息非对称条件下机构投资者和中小散户之间的博弈行为,机构投资者信息占优进行风险溢价套利,等等。

信息经济学主要研究激励理论和逆向选择问题(张维迎, 1996)。论文应

用信息经济学理论,构建有限信息和监管部门有限理性条件下的监管均衡模型;论证信息非对称约束下,不同市场参与者根据信号传递进行信息甄别与行为的策略选择。

4. 计量经济学分析方法

在研究内幕操纵行为及其股价冲击过程中,本书注重实证研究并广泛应用计量经济学分析方法。实证检验部分主要体现在第4~6章,其中第4章重点是对中国证券市场内幕信息操纵行为进行实证检验分析。在检验过程中,首先以证券市场上最可能发生内幕信息操纵的上市公司重大事件为研究对象,采用事件研究法、GARCH类模型等计量方法对内幕信息操纵对证券价格的冲击进行实证研究。同时,应用中国证券市场上的“庄股”为研究对象,对内幕操纵的行为特征进行分析,从“庄股”实证角度剖析内幕操纵行为的市场微观结构特征,并根据“庄股”行为提取内幕操纵行为甄别多因素因子,构建判别模型对内幕操纵行为进行甄别。第5章重点实证研究了内幕信息在市场不同投资者之间的不均质分布并就其对投资者的损害进行了具体计量。第6章的实证部分主要对中国证券市场监管效率及监管效率国际比较进行了经验分析。

5. 数据挖掘的分析方法

本书应用数据挖掘的思想,运用SAS8.2软件Data Miner模块中的Logistic、决策树和神经网络的数据挖掘方法,对内幕交易与市场操纵行为进行数据挖掘,在此基础上从内幕交易行为判别影响因素中提取具有较大影响变量的参数,作为内幕交易行为因子,以对证券市场上内幕交易行为进行甄别和判断。从内幕操纵预测模型的适用性效果看,内幕交易预测模型具有较强的适用性和可操作性。

0.4 创新之处

本书以股价依存的市场条件——市场信息的非对称性作为切入点,系统分析证券信息操纵机理、操纵对股价冲击及其监管控制,构建了内幕操纵与监管的研究框架,并针对我国证券监管体制、监管制度等基础性问题,提出了相应的对策与建议。

本书主要有以下五点创新与突破:

1. 首次构建了内幕操纵与监管控制的严格逻辑性推理和系统性理论研究框架

尽管国内有些文献对新兴市场内幕交易与市场操纵行为进行了一些研究,

但是缺乏内幕操纵行为分析及其监管的系统理论框架。我们从困扰证券市场发展的难题——如何甄别内幕操纵及其对其有效监管，作为研究出发点，深刻剖析新兴市场上内幕交易产生的动因及生成机理，揭示出上市公司与机构投资者利用双边垄断进行合作信息博弈寻求信息租金的行为驱动力；在此基础上，利用新兴市场上信息非均衡刻画了具有信息优势的机构投资者如何进行最优操纵策略行为选择，并应用股价冲击模型和信息模型论证了内幕操纵的股价冲击效应；在理论论证基础上，应用中国股市的数据对内幕操纵行为及其冲击效应进行实证检验，以此揭示内幕操纵行为特征，并提取内幕操纵因子与构建内幕操纵行为甄别模型，以此对内幕操纵行为进行判断，从而为监管部门及时禁止内幕操纵和减少市场损害行为发生提供理论基础；最后，还提出构建均衡监管模式，并对信息内幕操纵行为进行有效控制的一系列制度安排，从而构建起了新兴市场关于内幕操纵与监管控制的逻辑性推理和系统性理论研究框架。

2. 系统论证了中国证券市场内幕操纵行为及其对股价的冲击效应

本书应用信息经济学方法和市场微观机构理论，系统阐述了新兴市场上信息非均衡条件下机构投资者如何信息优势和资金优势进行操纵的行为策略选择。证券市场的内幕信息操纵行为，正是机构投资者利用证券信息在不同投资者之间的非均质分布，通过信息占优影响非知情交易者的贝叶斯认知，从而达到内幕操纵的目的。在研究过程中，我们一方面根据新兴市场上信息非均质的市场条件发展了经典的市场微观机构理论，刻画了机构最优策略行为选择，并应用最优规划方法对这种最优选择行为进行数理模拟；另一方面，应用股价冲击模型和信息模型，对内幕操纵的股价冲击效应进行了系统论证。以上研究，无疑是对内幕操纵理论在新兴市场上条件下的一种发展。

3. 应用金融市场微观结构理论，第一次构建了关于内幕操纵行为甄别体系

如何对内幕操纵进行有效甄别和判断，一直是困扰反操纵监管的重要难题。为揭开这一证券监管难题，本书以中国证券市场上的“庄股”为研究样本，从“庄股”实证分析中剖析内幕操纵的行为特征，发现内幕操纵样本在市场微观结构方面具有显著异常特征，即信息价格发现效率明显偏低、市场流动性显著减弱、股票收益率序列呈现自相关、持股度和换手率偏高。在内幕操纵行为分析基础上，我们提取了行为甄别多因素因子，构建 Logistic 模型、决策树模型和神经网络模型对内幕操纵行为进行甄别，从内幕操纵预测模型的检验效果看，内幕操纵行为甄别体系具有较强的适用性。这些研究，不仅是内幕操纵理论的一种发展，而且为证券监管部门反操纵监管提供了研

究支持。

4. 对证券监管理论的发展与创新

本书在论证内幕操纵的信息不对称过程中，还对内幕交易造成的信息非均衡进行度量，并对内幕交易行为造成的外部投资者权益损失进行具体计量，从而为反内幕操纵的法律执行提供金融学证据；应用信息经济学理论，对内幕操纵与监管部门的动态博弈关系进行论证，在此基础上提出了均衡监管和最优监管模式构建的思路；针对内幕交易事后监管无效的观点，提出如何强化事前预防，从立法体系上如何有效打击内幕操纵行为，减少损害投资者行为发生。

5. 系统提出了操纵监管的制度安排和体系

通过研究，本书提出了新兴市场的证券监管对信息内幕操纵行为的有效控制，这包括一系列制度安排，具体表现为：完善内幕信息操纵的法律监管必须加速实施投资者有效保护的立法和司法体系；完善有效的证券违规惩戒机制，加大内幕操纵惩罚力度；构建有效率的证券信息操纵甄别体系，对内幕交易行为进行动态监管；构建多层次的证券监管框架，构建证监会、交易所和行业自律协调统一的“三位一体”的监管体系；强化证券信息披露制度监管，提高证券市场运行透明度。