

上市公司内幕交易的行为识别和监管机制

The Behavior Identification and Supervision Mechanism of
Insider Trading on Listed Companies

李金峰 高峰 陈向飞 著



冶金工业出版社
www.cn mip.com.cn

上市公司内幕交易的行为识别和监管机制

李金峰 高峰 陈向飞 著

北 京

冶金工业出版社

内 容 提 要

本书运用规范的理论分析和严谨的实证分析方法,对我国上市公司内幕交易的行为识别和监管机制进行定性分析和定量研究,以上市公司内幕交易的行为动机和监管制度为主要线索,并结合具体的案例分析,探寻上市公司内幕交易的内在机理。在深入研究上市公司信息披露、公司治理和内幕交易影响关系的基础上,探究内幕交易和其外部影响因素的不同关系。同时,借鉴美、欧、日等国家和地区抑制内幕交易的经验,并结合我国的法律环境制度建设,提出我国内幕交易的防范政策和政策建议,形成我国上市公司内幕交易防控的具体路径和对策思路。

本书可供证券监管部门、中介机构、上市公司及高等学校相关专业的研究人员阅读。

图书在版编目(CIP)数据

上市公司内幕交易的行为识别和监管机制/李金峰,高峰,
陈向飞著. —北京:冶金工业出版社, 2017. 11

ISBN 978-7-5024-7633-5

I. ①上… II. ①李… ②高… ③陈… 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 (2017) 第 258402 号

出 版 人 谭学余

地 址 北京市东城区嵩祝院北巷 39 号 邮编 100009 电话 (010)64027926

网 址 www.cnmp.com.cn 电子信箱 yjchs@cnmp.com.cn

责任编辑 于昕蕾 美术编辑 吕欣童 版式设计 孙跃红

责任校对 卿文春 责任印制 牛晓波

ISBN 978-7-5024-7633-5

冶金工业出版社出版发行;各地新华书店经销;三河市双峰印刷装订有限公司印刷

2017 年 11 月第 1 版, 2017 年 11 月第 1 次印刷

169mm×239mm; 12.5 印张; 243 千字; 190 页

36.00 元

冶金工业出版社 投稿电话 (010)64027932 投稿信箱 tougao@cnmp.com.cn

冶金工业出版社营销中心 电话 (010)64044283 传真 (010)64027893

冶金书店 地址 北京市东四西大街 46 号(100010) 电话 (010)65289081(兼传真)

冶金工业出版社天猫旗舰店 yjgycbs.tmall.com

(本书如有印装质量问题,本社营销中心负责退换)



前 言

上市公司内幕交易普遍存在于世界各国的证券市场之中，其内幕交易行为严重干扰了证券市场的正常秩序，使证券市场的基本功能难以正常发挥，加剧了证券市场的波动，有悖于证券市场“公开、公正、公平”的原则，阻碍了证券市场的健康发展。内幕交易是一种投机行为，同时也是一种欺诈行为，内幕交易人员通过利用其掌握的未公开的敏感信息进行证券交易，从而牟取不当利益，使普通投资者遭受损失，破坏市场公平与稳定。上市公司在为国民经济和社会发展做出积极贡献的同时，其内幕交易问题在世界各国也备受关注。提高解读和识别上市公司内幕交易信息的能力，在一定程度上可以减轻信息不对称的程度，从而提高政府监管的效率，而如何有效地抑制上市公司的内幕交易，是迫切需要解决的问题。上市公司存在着大量的内幕交易问题，这不仅严重影响了上市公司的市场形象，给资本市场规范发展带来严重的负面效应，而且侵蚀了投资者的合法权益，如何有效地防范上市公司内幕交易成了一个迫切而实用的研究课题。

上市公司内幕交易是客观存在的，这是上市公司自身、政府部门、投资者和中介机构等多方利益博弈的结果。我国的资本市场作为新兴加转轨市场，在有效促进国民经济持续、健康、稳定发展的同时，伴随着资本市场对实体经济推动作用的日益增大，上市公司作为市场的主体，所披露的信息越来越受到各方经济主体的关注。各项经济活动



对财务信息的依赖程度越来越大，人们对财务信息质量的要求也越来越高。内幕交易违背了证券市场“公开、公正、公平”的原则，妨碍了证券市场的稳定发展，若能提供一种高效、科学的抑制上市公司内幕交易的制度方法，无论是理论还是现实层面，都具有重要的意义。

从现有相关研究文献来看，对上市公司内幕交易问题的研究通常涉及内幕交易的形成动因和超常收益方面的研究，而对内幕交易的防范与治理研究往往又关注于内幕交易对证券市场的影响，由于上市公司内幕交易对社会的影响是从企业的微观层次到资本市场的中观层次再到国民经济和社会发展的宏观层次，因此，过于侧重研究对象的某个侧面内容的考察，不免会影响到对其整体的把握。如何提高上市公司的信息解析能力，有效遏制内幕交易行为，自然成为所有投资者共同关注的焦点，同时这也是政府监管部门所关注的紧迫问题。本书在借鉴大量国内外上市公司内幕交易等相关领域研究成果的基础上，从内幕交易的行为动机出发，对内幕交易的监管强度、监控行为进行系统研究，实现对内幕交易的预警和最优处理，为我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，力图更为全面系统地阐述上市公司内幕交易的行为识别和监管机制。

本书在系统梳理内幕交易相关研究文献和理论的基础上，致力于研究我国上市公司内幕交易的机理，通过理论分析和实证研究探讨内幕交易抑制的原理，采用定性分析与定量研究相结合的研究方法，来解读内幕交易的行为识别与治理，选取近年来中国证监会公布的内幕交易处罚公告公司为样本，采用事件研究法，以检测其不同的信息含量，为抑制上市公司的内幕交易提供参考依据。全书试图从上市公司



的信息披露和公司治理等方面来研究内幕交易的识别过程,结合我国证券市场微观结构与内幕交易行为特征,来分析内幕交易者交易策略及对市场流动性的影响,探讨内幕交易对参与者和市场的影响,并提出通过调整股票市场微观结构来限制或监督内幕交易的措施,期望推动通过立法加强内幕交易的规制,促进我国上市公司的健康发展,寻求为我国上市公司内幕交易的识别和监管提出有益的政策建议。

本书围绕上市公司内幕交易的内涵、特征、行为动机,将上市公司运行机制的微观考察同中观的资本市场多层次构建和宏观的国民经济发展结合起来,对上市公司的内幕交易进行系统化综合研究;以理论经济学、财务管理学、金融学、投资学、管理学和计量经济学为主要分析工具,探寻上市公司内幕交易的内在动因;融合上市公司内幕交易的识别、治理等相关理论,以上市公司的监督运行机制为主要线索,探讨上市公司内幕交易的内在机制;通过对上市公司内幕交易的实证研究,判别上市公司内幕交易的影响因素和影响程度,对我国上市公司内幕交易的内在机理和外部监管机制进行探析。在上述研究的基础上,结合我国上市公司内幕交易和投资者保护制度、法律制度环境建设,形成对我国上市公司内幕交易抑制的系统把握,促进我国资本市场健康发展的对策思路。

全书主要解决的问题有:第一,内幕交易的概念是如何界定的?它由哪些主要要素所构成?第二,在指令驱动市场下,上市公司内幕交易是如何形成的?第三,影响中国上市公司内幕交易的主要因素有哪些?第四,上市公司内幕交易与公司治理的市场关系如何?第五,上市公司内幕交易的参与主体和受益者是哪一类投资者?第六,如何



设计上市公司信息披露的制度效果更好？第七，如何构建内幕交易防范的法律架构与监管机制？第八，采取何种措施，才能有效地遏制和防控上市公司的内幕交易？这些问题将是本书在相关章节重点深入考察和研究的。

在河南科技大学经济学院和冶金工业出版社的支持下，本书得以出版。同时，在本书的写作过程中，河南科技大学经济学院相关领导和同事以及作者家人都给予了大量支持和帮助，在此表示衷心的感谢。虽然作者均曾长期在上市公司和社会实践部门工作，积累了较丰富的社会工作经验，又在河南科技大学从事了多年的理论教学和研究工作，但鉴于作者的学识水平，书中难免会有错误和不妥之处，欢迎批评指正。

作 者

2017年8月

目 录

第一章 绪 论	1
第一节 研究背景和意义	1
第二节 内幕交易基础理论	5
第三节 国内外研究现状	9
第四节 研究内容和研究方法	15
第二章 上市公司内幕交易的行为动机	18
第一节 内幕交易的概念界定	18
第二节 内幕交易的形成过程分析	25
第三节 我国证券市场的制度发展	30
第四节 上市公司内幕交易形成的前置要素分析	35
第三章 上市公司内幕交易与公司治理关系的影响研究	45
第一节 上市公司治理结构的缺陷	45
第二节 上市公司治理结构和内幕交易关系的实证研究	53
第三节 上市公司管理层控制与内幕交易的抑制	62
第四章 上市公司内幕交易与信息披露机制关系的效应分析	70
第一节 信息披露制度及完善	70
第二节 上市公司信息披露的制度设计与规范建设	84
第三节 上市公司信息披露制度的完善与体系构建	91
第五章 上市公司内幕交易与法律制度环境建设	102
第一节 反内幕交易法律体系架构	102
第二节 内幕交易法律完备度的影响因素	110
第三节 内幕交易规制的立法框架构建	114



第六章 美欧日抑制上市公司内幕交易经验借鉴	125
第一节 美国证券市场内幕交易监管体系	125
第二节 欧盟规制内幕交易的监管框架	131
第三节 日本抑制内幕交易的发展思路	138
第四节 美欧日反内幕交易执法对我国的借鉴思考	147
第七章 我国上市公司内幕交易的防范和监管机制	153
第一节 通过立法加强内幕交易规制	153
第二节 完善上市公司信息披露制度及公司治理结构	158
第三节 内幕交易防控的路径选择	163
第八章 研究结论及后续研究展望	171
第一节 研究结论	171
第二节 研究展望	174
附录 2000~2016 年中国上市公司内幕交易情况统计	175
参考文献	183

第一章 绪 论

内幕交易的产生从本质上来说是因为掌握内幕信息的内幕人员希望将内幕信息转化为经济收益。内幕人员利用自己潜在的优势获取上市公司的非公开实质性信息,相对于其他社会公众投资者来说,有违证券市场的“三公”原则。内幕交易的发生破坏了证券市场的正常秩序,使得证券市场的监督体系严重缺失,也会容易导致内幕人员为所欲为进行内幕交易。如对内幕交易行为听之任之,证券市场自然而然地会趋向畸形发展,一旦把控不好,很有可能会进一步诱发社会矛盾,引起社会混乱。现在世界主要国家证券监管部门虽然对内幕交易行为大都予以严厉的惩罚,但是内幕交易行为仍然难以根除,在世界各个国家都不同程度地存在。

第一节 研究背景和意义

内幕交易行为是一种基于信息优势下的不道德行为,它不仅严重破坏证券市场的公平投资秩序,对中小投资者造成巨大侵害,还可能扭曲股票价格对实际价值的反映,破坏证券市场的融资功能和资源配置功能,因而受到世界各国政府和学界的广泛关注。自1934年美国率先制定禁止内幕交易的立法以来,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法规。为何内幕交易行为屡禁不止?为何即使监管当局制定了《内幕交易法》,仍然难以遏制?这正是内幕交易行为的复杂性和隐蔽性所带来的执行难题。

一、研究的背景

我国证券市场是一个新兴的市场,具有与其他国家市场所不同的属性。无论是在市场功能的设施配套还是市场信息的流通机制以及国家政策法律、监管方面都还存在着不小的差距,再加上我国上市公司的治理结构和内部控制等方面的不成熟以及市场结构和机制的不完善等原因,致使我国证券市场上的内幕交易行为屡禁不止。与国外相比,我国证券市场中的内幕交易行为有着自己的特点:第一是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。第二是内幕交易主体具有多样性。从事内幕交易的既有个人，也有许多机构，如上市公司、证券公司、基金公司、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。第三是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。在股票价格异常波动的背后，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链条。正是由于我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，我国在执行《证券法》打击内幕交易的过程中也一直存在着发现难、查处难和监管成本高的困境。据统计，在 2000 年前，中国证监会公开处罚的证券违法犯罪案件极少，进入 2014 年和 2015 年以来，中国股市迎来了新一轮的牛市行情，证券市场十分活跃，一度销声匿迹的内幕交易卷土重来，内幕交易案件增多，操纵手段花样翻新，严重扰乱市场秩序，损害广大投资者利益。中国证监会已在法律规定基础上，借鉴发达市场经验，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。《内幕交易认定办法》和《市场操纵认定办法》已在业内试行一段时间。因此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，不仅具有很强的理论意义，更具有现实的紧迫性。

中国股票市场从 20 世纪 90 年代初建立至今，经过二十余年的快速发展，取得了令人瞩目的成就。目前我国股票市场已形成了上海、深圳证券交易所作为主板市场，深圳创业板市场作为二板市场，代办股份转让系统作为三板市场的多层次市场体系。截至 2016 年底，中国股票市场已成为全球第二大市场，沪深 A 股上市公司总数达到 3047 家，股票市场总市值达 53.13 万亿元，其中，流通市值 41.79 万亿元。投资者数量居全球第一，累计开户数达 1.64 亿人，形成了包括证券投资基金、证券公司、保险公司、社保基金、QFII 等在内的机构投资者和人数众多的个人投资者。中国证券市场在促进企业直接融资、转变企业经营机制、完善公司治理结构等方面发挥着重要的功能，培育了一批在国际、国内有一定影响力和竞争力的优秀企业。中国证券市场在国民经济和社会发展中发挥着日益重要的作用，逐渐成为国民经济的“晴雨表”，引起了世人的关注，已成为世界经济体中不可缺少的重要组成部分。然而，在快速发展的过程中，中国证券市场泥沙俱下，也暴露出不少问题，其中比较突出的一个问题就是内幕交易现象比较严重。内幕交易行为严重干扰了证券市场的正常秩序，使证券市场的基本功能难以正常发挥，加大了证券市场的波动，违背了证券市场的“公平、公正、公开”原则，损害了中小投资者的利益，不利于证券市场的健康发展。



内幕交易行为并不是中国证券市场独有的产物,它是伴随着证券市场的产生而出现的一种普遍现象。在各国证券市场,无论是在欧美发达国家的证券市场,还是中国这样新兴的证券市场,都或多或少地存在着内幕交易现象。内幕交易像一颗毒瘤,时刻威胁着证券市场肌体的健康发展,如果不加以控制,将对证券市场带来严重的后果。为此,打击内幕交易行为是各国证券监管部门共同面对的一项艰巨任务,各国证券监管部门纷纷出台相应的法律法规来规范投资者行为,严惩内幕交易行为,许多国家都专门针对内幕交易行为制定了《内幕交易法》,但执行效果却普遍不尽如人意。为什么内幕交易屡禁不止?为什么《内幕交易法》执行起来如此困难?其原因主要在于内幕交易具有隐蔽性和复杂性的特点,在股票交易过程中难以观测和识别,给证券监管部门查处和打击这一行为带来了较大的难度。尤其是像中国这样的新兴证券市场,由于市场机制还不完善,信息透明度不高,投资者结构不合理,整体素质不高,投资者保护环境较差,内幕交易更为严重,绝大部分内幕交易人员在从事内幕交易时并不使用自己的账户,有的使用几百个,甚至上千个他人的账户,这使得对内幕交易的查处和取证非常困难,使得一大批内幕交易者逍遥法外,而这又在一定程度上助长了内幕交易行为。

二、研究目的与意义

本书的研究目的是:用科学的理论和方法,在对上市公司内幕交易形成机理和行为识别机制进行深入分析的基础上,系统地探索上市公司内幕交易防范的路径、模式和效应,为证券监管部门有效地防控内幕交易提供理论和实证支持。

本书的研究将在一定程度上对丰富内幕交易在我国的研究文献起到作用,而且对投资者、监管者以及上市公司运营都能提供一定的启示作用。因此无论在理论上还是实践上都具有一定程度的意义。

(一) 理论意义

有助于在立足信义义务理论、泄密与盗用理论、市场公平理论、市场效率理论、信息不对称理论及金融市场微观结构理论等理论背景的基础上,结合中国上市公司内幕交易的实际状况,研究上市公司内幕交易的行为识别机理和监管机制,并力争在研究中有所突破和创新。

有助于丰富内幕交易的研究文献。内幕交易对资本市场的健康运行带来了严重的威胁,使得投资者遭受巨大的损失,也扰乱了市场秩序。本书通过对证监会和沪深交易所公布的内幕交易处罚公告公司股票信息进行实证分析,从不同角度切入内幕交易研究,对于丰富内幕交易研究起到一定作用。

有利于构建包括预防、识别、治理、处罚在内的反内幕交易体系。当内幕



交易已经成为世界性难题的时候，局部性的策略和方法就很难起到根本性的作用，必须建立起一套有效的反内幕交易体系，才能保证和提高反内幕交易的质量。

（二）现实意义

内幕交易最早可追溯到英国的“南海泡沫事件”，“南海泡沫事件”可以看作世界资本市场内幕交易的雏形。南海泡沫事件与1720年的法国密西西比公司及1637年的荷兰郁金香狂热，是西方历史早期爆发的三大泡沫经济事件。1720年6月，为了遏制股市泡沫的膨胀和打击股市投机行为，英国国会通过了《反金融诈骗和投机法》，依据该法案，很多公司即被政府强制解散。鉴于内幕交易的性质及其危害性，世界大多数国家都将内幕交易作为打击对象严加监管，我国也不例外。我国证券市场从无到有，规模从小到大，在二十多年的发展历史中不断成长和壮大，已经成为我国国民经济和社会发展的的重要组成部分，为我国市场经济发展、公司治理建设、融资渠道拓展、金融市场完善等做出了重要贡献。但由于发展时间短，各项制度不完善，相比国外成熟证券市场，我国上市公司的内幕交易问题较为严重，各类内幕交易、市场操控行为不断涌现。虽然近几年中国证券监管部门加大了对市场规范化的监督和查处，处理了一批股票违法违规案例，但并没有从根本上遏制和防范内幕交易的存在，各类内幕交易现象依然存在，证券市场上股票价格的异常波动、公司重大信息的非正常披露等现象的存在，对我国证券市场的健康发展和投资者信心提高及上市公司的正常运营产生了极大的负面影响，对我国证券市场制度的合理性提出疑问。因此，研究我国上市公司内幕交易的行为识别和监管机制有极大的现实意义。

我国的内幕交易研究尚处于初步发展阶段，以介绍国外研究成果和利用国外研究方法分析国内证券市场为主，真正结合我国市场特点来分析实际问题的内幕交易研究较少，并且对内幕交易的研究没有形成统一系统，研究领域分散在监管法律、市场有效、信息披露和传递等方面。中国股票市场正处于“新兴+转轨”时期，内幕交易问题异常严重，不利于股票市场的健康发展。有关部门对这一问题十分重视，近年来，陆续出台了一系列法律法规来禁止内幕交易行为，加大了对内幕交易的打击力度，查处了一批对市场危害极大的内幕交易案件，如“私募一哥”“泽熙系”掌门人徐翔内幕交易案。2000年以来，中国证监会共对202件内幕交易案件做出行政处罚。内幕交易等案件涉及人员范围和数量呈现链条化、扩散化等特点，不仅包括上市公司董事、监事、高管，还包括政府管理部门及中介机构人员等。仅在2016年，共有超过50人因内幕交易受到证监会处罚，涉及34家上市公司的股票。

打击和防范内幕交易已成为当前监管部门的重要工作，如何有效地防控内幕



交易和提高监管效率已成为管理层和学术界共同关注的热点问题。当前中国证券监管部门对上市公司内幕交易的监管侧重于“事后”监管，对“事前”预警和“事中”监控方面还做得很不到位，这也是导致监管效果不佳的原因之一。因而，要加强对内幕交易“事前”预警和“事中”监控方面的研究，就需要比较深入、系统地揭示内幕交易的特征与识别机理。本书基于这样的背景，对中国上市公司内幕交易的行为识别与监管机制进行比较系统的研究，为证券监管部门有效地防控内幕交易行为提供政策参考。

第二节 内幕交易基础理论

对于内幕交易的行为识别和监管机制，我们可以从信义义务理论、泄密与盗用理论、市场公平理论和市场效率理论这几个方面来进行分析和判断。

一、信义义务理论

信义义务理论是实施内幕交易监管的一个重要依据，也是内幕交易立法的法律依据。信义义务的主要思想是指，一个对公司负有义务的人不应当为了个人的私利或者为了避免损失而使用属于公司的价格敏感信息进行证券交易。这种交易行为违反了多种诚信义务，包括忠诚义务、不使用公司信息谋取个人私利的义务以及避免利益冲突的义务，因此这种交易行为伤害了商业基本准则、公司声誉和证券价值。然而，受托人义务理论要求一个人必须与拥有内幕信息的实体具有一定的关系，从而才能确定该人是一个内幕人员。公司内部人员和公司股东之间存在的诚信关系使其负有披露义务，这一点已被法律所确认。当有义务在交易之前进行信息披露而没有披露，则构成欺诈行为，这种披露的义务产生于一方拥有基于信托关系或其他信任关系而知悉的信息。公司股东和通过其在公司的地位而获取信息的内部人员之间，存在信任和信赖关系，这种关系使得内部人员负有披露义务，因为这样才能防止公司内部人员利用个人的信息优势，来损害不知情的小股东利益。

二、泄密与盗用理论

泄密理论比信义义务理论更进了一步，它提出了这样的问题：如果内部人员本人不利用内幕信息来进行证券交易，而是将该信息泄露给信息接受者（Tippee），信息接受者再利用信息进行股票交易是否违法呢？泄露信息者（Tipper）是否需要承担法律责任呢？信息泄密理论对这个问题进行了回答。

研究认为，当接受信息者利用非公开的公司信息进行证券交易时，如果其知道如下几点：（1）该信息是直接或间接由内部人传达的；（2）泄露信息者是出



于明知；(3) 泄露的信息是重要的信息；那么，进行交易的信息接受者就要承担法律责任。此外，即使泄露信息者没有参与交易，也要承担法律责任。泄密理论是对信义义务理论的一种扩展，弥补了信义义务在范围上的局限性。

为了弥补信义义务理论和信息泄密理论的缺陷，法院又创造了盗用理论。盗用理论涉及公司的信息产权问题，如果信息产权归公司所有，那么内部人员或其他人利用这种信息进行交易而获利，相当于是利用内幕信息窃取公司的财产。盗用理论关注对信息所有者权利的保护，而不是市场中的参与者。由于信息产权的存在，对具有价格敏感性信息的使用就是错误的，因此对私有信息的使用是一种侵权行为。不管个体是否为公司传统的内幕人员或者是否对交易中的对手负有信义义务，盗用理论均可适用。与信义义务理论一样，盗用理论也是由美国法院发展而来的。盗用理论不仅包括了信义义务的要求，而且还扩展了受托人信义义务理论，因为信息的所有人不必是被交易证券的实体。

美国 20 世纪 70 年代的首席法官 Burgers 当时提出了盗用理论，认为任何人盗用非公开信息都应该坚持披露或戒绝规则。从别人那里盗用信息，由于减少了信息创造的动力，从而间接降低了资本市场的效率，这是有害的，并且是应该禁止的，这与盗窃行为有害并且应该禁止是同一个道理。因此，任何人盗用非公开信息，都有义务披露该信息或者戒绝交易。当然，盗用理论并不是完善的，也存在许多的局限。在盗用理论中，内幕交易被认为是一种偷窃的观点与实际情况有一定的差异，与普通人的思维也存在一定的差距。通常情况下，一个人对信息的使用对于另外一个人使用该信息的边际成本的影响是很小的，一个内幕人员在利好信息被公布前购买证券通常不会对公司造成多大的伤害。而且，盗用理论预想了信息产权对公司或者利益相关人的分配，但却并没有回答谁应当被授权使用该信息的产权。

三、市场公平理论

公平是证券监管的重要目标之一，禁止内幕交易的首要原因和价值在于维护证券交易的公平，确保公众对证券市场的信任。公平、公正、公开是证券交易必须遵循的基本原则，各国立法对此都作出了明确的规定。公平首先并自始至终体现在对投资者的保护上，它要求在证券的发行与交易中，发行人、投资者、证券公司和证券专业服务机构的法律地位平等，其合法权益受到同等的保护。公平原则强调的是机会均等、公平竞争，其目的在于保障投资者的平等投资机会及证券公司和证券专业服务机构的平等参与机会，使一切市场主体在相同的法律条件下按照公平统一的市场规则进行各种活动。参与到市场中的所有投资者都面临着交易的风险。但是，由于一些市场参与者在收集信息方面拥有较好的资源和技能，并且具有分析和处理该信息的能力，这就意味着一些投资者比其他投资者拥有一



定的交易优势。市场公平理论并没有去限制一个投资者在技能、时间和承担义务上的优势，它只是要防止内幕人员基于非公开信息源获取信息上的优势。因为这种非公开信息源上的信息优势是具有价格敏感性的，可以为内幕人员在交易中带来利益。内幕交易则破坏了证券市场中的公平原则。

市场公平理论，有时也被称为平等信息获取理论。公平理论的核心主张就是，市场中的所有投资者应当拥有平等的机会获取和评估与其交易决策相关的信息。市场公平理论，实际上提供了一种比信义义务理论和盗用理论都更为宽泛的内容，其对内幕交易的规制范围也更大了。但是，市场公平理论也并非尽善尽美。市场公平理论认为，公司内部人员抢先取得了本应是长期投资者的利益，从这个层面上来说，投资者将面临两个深层次的问题。第一，只有那些已经决定抛出股票的投资者，才会输给内幕人员。内部人在做出买入决定的同时，并没有强迫任何人卖出。第二，如果内部人员在市场上被禁止交易，投资者也不一定就是赢家。站在内部人员身后的是那些市场专业人士（分析师、投资顾问等），这些专业人士会抢在普通投资者之前，运用信息获利。剥夺内部人员的资格，不准他们进行交易，实际上就是把信息优势转移给经纪人、投资银行和其他专业人士。

四、市场效率理论

证券市场的基本作用，是通过股票转让和股价变动，实现资本的优化重组，并对公司经营做出评价和对经理人员进行监督。但是，各个证券市场的效率是存在差异的。证券市场能否发挥作用，取决于市场能否反映股票的真实价值，因此，市场效率就变得非常重要了。经济学家们关心的三种效率为配置效率、交换效率和信息效率。在一个高效的证券市场上，那些市场前景好、回报率高的公司股价会上升，而那些市场前景差、回报低的公司股价就会下跌。随着公司信息的披露，投资者会对各个公司进行评估，相应地，社会资源会从低回报的公司流向高回报的公司，从而资源配置就更加合理，在长期会逐步趋向于帕累托最优状态。尽管这种最优状态在现实中难以实现，但总会向更合理的方向发展。因此，重要信息的披露可以提高市场效率，促进资源的合理配置。

当利用市场效率理论来衡量一个证券市场的优劣时，内幕交易就需要规制。市场效率理论认为内幕交易在很多方面都伤害了证券市场，我们从以下几个方面来加以阐述：第一，内幕交易会阻碍重要信息的披露，因为内幕人员会尽可能地利用内幕信息来从事内幕交易获取利益。从这点上看，公司的重大信息总是会被延迟披露，大众投资者在信息上处于绝对劣势，因此会对市场失去信心，从而减少在市场中的交易，降低市场流动性，也降低了证券市场的效率。第二，内幕交易的存在还将影响公司各层次的决策机制，降低公司的决策效率。公司下级部门



将推迟向上级部门汇报重要的信息，以扩大其利用内幕信息获取资本收益的机会。如果公司存在多级决策层，每级只要有稍微的迟滞，对公司高层决策者来说，信息的延误将带来非常严重的后果。第三，内幕交易会诱使内幕人员操纵股价，使得市场扭曲，从而造成市场效率的低下。内幕人员为了获得更多的收益，期望股价的波动程度加大，当拥有内幕信息时，就可以通过操纵股价，推动股价的波动来实现获利的目的。

五、信息不对称理论

信息不对称理论是指人们在经济活动中对信息的获得和认知都是存在差异的，获得信息较多的人通常比获得信息较少的人处于有利地位，掌握信息多的一方通常可以利用向掌握信息少的一方传递可靠信息从中获利。信息不对称理论通常可以用逆向选择和道德风险来诠释，总体来说信息的不对称性导致拥有信息的一方为了自身获得更多的利益而损害另一方的利益，从理论上称为逆向选择和道德风险。

阿克洛夫旧车模型认为在旧车市场上买卖双方信息是不对称的，卖者比买者更清楚旧车的价值，买者在平均价格基础上买入急于出手的质量低的旧车后发现旧车的价值低于价格，从而降低买者的预期，旧车缺陷少的卖主便卖不出好价钱，导致退出二手市场，质量高于平均水平的卖者会退出市场，而留在市场的都是质量低于平均水平的卖者，出现劣币驱逐良币的结果，即逆向选择效应。道德风险是指在经济市场中人们为了使自身效用最大化而做出损害他人效用的行动。从委托代理信息不对称角度出发，道德风险是指代理人利用比委托人拥有更多信息量的优势，为了满足自己的利益而损害委托人的利益的可能性。在双方交易的过程当中一方比另一方具有信息优势，当这种情况发生的时候一般就认为经济机制中存在着信息不对称。一方面，逆向选择效应出现在证券市场的情况下，投资者可能不了解上市公司的潜在能力、不清楚管理者对公司信息披露的准确程度等，有可能对好的潜在公司产生不良影响，摧毁投资者对证券市场的信心，导致证券市场的萎缩，破坏证券市场的正常秩序。另一方面，由于只有管理者才最清楚自身情况，为了捍卫自己的利益，如绩效、为股东利益谋福利等，很有可能牺牲投资者或债权人的利益，从而投资者与管理者之间就产生了道德风险。在上市公司信息披露的过程中，上市公司经营者与投资者、证券经营机构与投资者之间都存在代理问题，都会产生道德风险。上市公司的经营者在筹资后，把筹集到的资金投向高风险的项目，而不考虑投资者的利益，使投资者承担了较大的风险，这对市场的正常运作以及经济体制的公平有效性具有重大影响。上市公司这种道德风险的行为，最终只会加大资本市场的风险，阻碍资本市场的资源的有效配