

21世纪经济学系列丛书

证券市场内幕交易 监管的经济学分析

姜华东○著



北京师范大学出版集团
BEIJING NORMAL UNIVERSITY PUBLISHING GROUP

安徽大学出版社

21世纪经济学系列丛书

证券市场内幕交易 监管的经济学分析

姜华东○著



北京师范大学出版集团

BEIJING NORMAL UNIVERSITY PUBLISHING GROUP

安徽大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

证券市场内幕交易监管的经济学分析 / 姜华东著. —合肥:安徽大学出版社, 2010. 8

ISBN 978-7-81110-841-5

I. ①证... II. ①姜... III. ①证券交易—资本市场—监督管理—研究
IV. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 165458 号

证券市场内幕交易监管的经济学分析

姜华东 著

出版发行:北京师范大学出版集团

安徽大学出版社

(安徽省合肥市肥西路3号 邮编 230039)

www.bnupg.com.cn

www.ahupress.com.cn

印刷:安徽省瑞隆印务有限公司

经销:全国新华书店

开本:170mm×240mm

印张:13

字数:248千字

版次:2010年8月第1版

印次:2010年8月第1次印刷

定价:26.00元

ISBN 978-7-81110-841-5

责任编辑:钟蕾

装帧设计:陈耀

责任印制:陈如韩琳

版权所有 侵权必究

反盗版、侵权举报电话:0551-5106311

外埠邮购电话:0551-5107716

本书如有印装质量问题,请与印制管理部联系调换。

印制管理部电话:0551-5106311



前 言

由于各国证券市场纷纷推出内幕交易监管的法规,内幕交易监管逐渐成为一个新兴的研究领域。目前对于内幕交易监管的研究,偏重于法学视角的解释,而从经济学视角的研究还非常少。但是,从经济学视角的研究往往能够提供更为准确的理论依据,而且可以在内幕交易监管的实践中得到应用。因此,对内幕交易监管进行较为系统的经济学分析具有一定的理论意义和现实意义,并能为内幕交易监管政策的完善提供理论支持。

由于大多数国家都已经实施了内幕交易监管,因而我们的研究不仅仅要阐述内幕交易监管的必要性,还需要对内幕交易监管的有效性进行较为深入的研究。在以往研究的基础上,本书试图从证券市场、上市公司和法律制度这三个层面来说明内幕交易监管的必要性,并解释内幕交易监管的有效性为何产生了差异,从而为内幕交易监管效率的提高提供一些理论支持。内幕交易监管的研究,具有一定的复杂性,不仅涉及到经济学领域,还涉及到法学和社会学等其他领域,因此我们尽量从法与经济学结合的视角,运用经济学理论对内幕交易监管问题进行阐述。

内幕交易的存在是进行内幕交易监管研究的一个前提,因而本书结合我国证券市场的实际情况,首先分析了内幕交易的严重性和表现特征。我们运用事件研究法,通过一个微观案例和一个宏观事件证明了证券市场内幕交易的存在性,并阐述了其表现出的一般特征。我们发现,当监管力度不够强大时,证券市场上内幕不仅交易泛滥,而且利润非常高。

由于经济发展程度和法律体系的差异,各国的证券市场、上市公司和法律制度都存在自身的特殊性。而内幕交易监管与这三个方面都是密切相关的,因此我们选择从证券市场、上市公司和法律制度这三个层面,通过理论模型和实证研究相结合的方法对内幕交易监管问题进行较为系统的研究。

从证券市场的层面看,内幕交易监管对于投资者交易策略、市场流动性和市场利益的分配都有重要的影响。与以往的研究不同,我们在研究中加入了内幕交易监管的因素,在监管的框架下建立模型来分析内幕交易对投资者交易策



略、市场流动性和市场利益分配的影响,进而衡量内幕交易监管的必要性和有效性。从总体上看,内幕交易监管是有必要的,可以提高市场流动性,降低内幕交易的利润。

我们发现,随着内幕交易监管能力的变化,市场流动性也会发生相应的变化,但各个市场的变化并不一致。在信息披露机制比较完善的证券市场里,内幕交易监管能力的提高会使得市场流动性得到提高;在信息披露机制很不完善的证券市场里,内幕交易监管能力的提高可能会使得市场流动性出现暂时性的降低。在市场利益分配上,在内幕交易监管初期,随着内幕交易监管能力的提高,内部人的利益以一个很快的速度减少,但一旦监管能力达到一定程度,发现内幕交易的概率较高以后,内部人利益所受的影响就会明显减少。

从上市公司的层面看,公司所有权性质、股权集中度和股权制衡机制都会对内幕交易产生很大的影响,这给内幕交易监管提供了一条很好的线索。公司股权结构的不同安排,会导致不同程度的内幕交易行为,因此可以通过股权结构的分析确定需要重点监管的公司,从而节约监管的成本,提高监管的有效性。

在所有权性质与内幕交易的关系上,我们发现国有控股公司和非国有控股公司都有从事内幕交易的动力,而且内幕交易的程度是相当严重的。但是,相对来讲,国有控股公司的内部人有更大的动机通过内幕交易来获利。在股权集中度与内幕交易的关系上,我们发现了倒 U 型 的内幕交易曲线,这为内幕交易监管提供了很好的启示。在股权制衡机制与内幕交易的关系上,我们发现股东之间力量的对比会影响到内幕交易,均衡的大股东之间并不能互相制衡,而绝对控股的第一大股东却能起到较好的制衡作用。

从法律制度的层面看,内幕交易法律的完备度,直接影响到内幕交易监管的有效性。我们应用不完备的法律理论,分析了内幕交易监管的有效性,发现内幕交易监管有效性的差异主要来自于法律的完备度差异。内幕交易法律完备的国家,其内幕交易监管的有效性相对较高;内幕交易法律不完备的国家,其内幕交易监管的有效性就相对较低。而且,监管的成本对于内幕交易法律的完备度起着决定性的作用。因此,不断地完善内幕交易法律是提高监管效率的重要途径。



目 录

| | |
|--------------------------|----|
| 前言 | 1 |
| 第一章 导论 | 1 |
| 第一节 内幕交易监管的研究背景 | 1 |
| 第二节 本书的研究视角与研究意义 | 5 |
| 第三节 研究思路与结构安排 | 6 |
| 第四节 本书的主要创新点 | 9 |
| 第二章 内幕交易监管的理论综述与评析 | 11 |
| 第一节 内幕交易监管的必要性分析 | 11 |
| 一、代理理论与监管必要性 | 13 |
| 二、市场理论与监管必要性 | 18 |
| 三、信息产权理论与监管必要性 | 25 |
| 第二节 内幕交易监管的有效性分析 | 27 |
| 一、内幕交易监管的相对有效性 | 27 |
| 二、内幕交易监管有效性的纵向比较 | 28 |
| 三、内幕交易监管有效性的横向比较 | 29 |
| 第三节 对内幕交易监管研究的评析 | 30 |
| 一、对内幕交易监管必要性的评析 | 30 |
| 二、对内幕交易监管有效性的评析 | 34 |
| 第三章 内幕交易监管的价值判断基础 | 38 |
| 第一节 内幕交易的核心概念 | 38 |
| 一、内幕信息 | 39 |
| 二、内幕人员 | 43 |



| | |
|--|-----------|
| 三、内幕交易行为 | 44 |
| 第二节 内幕交易监管的价值判断基础 | 49 |
| 一、信义义务理论 | 50 |
| 二、泄密理论与盗用理论 | 52 |
| 三、市场公平理论 | 54 |
| 四、市场效率理论 | 56 |
| 第三节 公开或戒绝规则 | 57 |
| 一、早期的司法观点与法律实践 | 57 |
| 二、公开戒绝规则的形成与法律实践 | 59 |
| 第四章 信息优势、股价异动与内幕交易的存在性 | 62 |
| 第一节 信息不对称性与内幕交易 | 62 |
| 第二节 内幕交易的事件研究法 | 64 |
| 一、事件研究法在内幕交易执法中的运用 | 64 |
| 二、事件研究法的基本步骤 | 66 |
| 第三节 内幕交易与股价异动：一个案例分析 | 69 |
| 一、一个内幕交易案例 | 69 |
| 二、数据选择与研究方法 | 71 |
| 三、实证结果与分析 | 73 |
| 第四节 信息优势与内幕交易：以股权分置改革为例 | 76 |
| 一、股权分置改革与事件的重大性 | 76 |
| 二、数据选择与研究方法 | 77 |
| 三、实证结果与分析 | 79 |
| 本章小结 | 81 |
| 第五章 流动性、市场利益与内幕交易监管：基于市场层面的分析 | 83 |
| 第一节 内幕交易与证券市场层面的传统研究 | 83 |
| 第二节 心理税负、利润率门槛与内部人分层 | 86 |
| 一、内幕交易监管威慑力与心理税负 | 86 |
| 二、心理利润率门槛与内部人分层 | 88 |
| 第三节 模型的特点与结构 | 91 |
| 一、模型的特点 | 91 |
| 二、模型的结构 | 92 |
| 第四节 内幕交易监管与投资者的交易策略 | 95 |



| | |
|--|------------|
| 一、内部人的均衡交易策略 | 95 |
| 二、信息搜寻者的均衡交易策略 | 99 |
| 三、内幕交易监管政策下的市场均衡 | 101 |
| 第五节 市场流动性变化与市场利益的分配 | 103 |
| 一、市场流动性的变化 | 103 |
| 二、内部人利润与最优监管机制 | 107 |
| 三、内部人利润反常与监管有效性差异 | 110 |
| 四、内幕交易监管与信息搜寻者的利润 | 111 |
| 本章小结 | 112 |
| 第六章 股权结构与内幕交易监管:基于公司层面的分析 | 116 |
| 第一节 股权结构、“挖空”行为与内幕交易 | 116 |
| 第二节 股权结构与内幕交易监管:理论分析与研究假说 | 119 |
| 一、所有权性质与内幕交易监管 | 119 |
| 二、股权集中度与内幕交易监管 | 122 |
| 三、股权制衡机制与内幕交易监管 | 125 |
| 第三节 股权结构与内幕交易监管:基于上海证券交易所数据的 实证研究 | 128 |
| 一、数据选择 | 128 |
| 二、实证研究方法 | 132 |
| 三、实证结果与分析 | 136 |
| 本章小结 | 149 |
| 第七章 不完备法律与内幕交易监管:基于法律层面的分析 | 151 |
| 第一节 科斯定理、不完备合约与内幕交易监管 | 151 |
| 第二节 不完备法律理论与内幕交易监管的有效性 | 153 |
| 一、不完备法律的概念 | 153 |
| 二、内幕交易法律的不完备性与监管的有效性 | 155 |
| 第三节 内幕交易法律完备度的影响因素 | 159 |
| 一、内幕交易执法过程与法律完备度 | 159 |
| 二、内幕交易监管成本与法律完备度 | 162 |
| 三、内幕交易监管制度与法律完备度 | 164 |
| 四、监管者的监督与法律完备度 | 170 |
| 本章小结 | 172 |



| | |
|-----------------|-----|
| 第八章 结论与展望 | 174 |
| 第一节 主要结论 | 174 |
| 第二节 后续展望 | 179 |
| 参考文献 | 181 |
| 附录 | 197 |



第一章 导论

内幕交易监管问题,直接关系到证券市场的健康发展。由于越来越多的国家开始实行内幕交易监管,对内幕交易监管的研究也逐渐成为一个新兴的研究领域。内幕交易监管的研究具有一定的复杂性,涉及到经济学、法学、社会学和信息科学等很多方面。目前从法学视角对内幕交易监管的研究很深入,而从经济学视角的研究则相对薄弱。然而,对内幕交易监管的经济学分析,往往可以提供更为准确的理论依据,也可以为内幕交易法律制度的完善提供一定的支持。本书试图从证券市场、上市公司和法律制度这三个层面对内幕交易监管进行较为系统的经济学分析,并在一定程度上将法与经济学相结合,来阐述内幕交易监管的必要性和有效性。

第一节 内幕交易监管的研究背景

内幕交易是指因地位或职务上的便利而掌握内幕信息的知情人,直接或间接地利用内幕信息进行证券买卖,获取不正当的经济利益;或者泄露该内幕信息,使他人非法获利的行为。证券市场内幕交易的历史已经很长,最早的一个典型内幕交易案例发生在英国。早在1815年,英国的内森·罗思柴尔德家族因为提前得到了拿破仑兵败滑铁卢的消息,大量买入政府债券,获得了巨大的利润(多米尼克,1997)^①。由于当时的证券市场并不成熟,内幕交易并没有引起太大的反响。

^① 罗思柴尔德家族势力比较庞大,在欧洲各地都设有信息网,在英军主帅威灵顿的正式快信到达伦敦前大约40小时,罗思柴尔德就已经得知了战争的结果。他利用该信息大量买进政府债券,在拿破仑战败的消息到达伦敦后,政府债券价格急剧上涨,他因此而获得巨额利润(多米尼克,1997)。



证券市场是一个信息密集型的市场,股票价格对信息的变化十分敏感。按照现代金融学理论,根据股票价格对信息的反映程度,市场可以分为强式有效、半强式有效和弱式有效三种类型。强式有效的市场是指股价充分反映了所有的公开信息和私人信息,没有人能利用私人信息长期稳定地获得超额收益;半强式有效市场是指股价反映了所有可公开的信息,没有人能利用公开信息进行套利;弱式有效市场是指股价能够充分反映其历史信息,投资者不可能通过分析历史的价格信息而获得超额收益(Fama,1979)。在实践中,即使是效率很高的美国市场也难以达到强式有效,中国等国家的证券市场一般都是弱式有效的,因此一些投资者就可以利用私人信息获取超额收益。在客观上,为了保证市场的公平和效率,一般要求将所有信息都充分准确地披露给投资者,但实际中很难做到,因而拥有内幕信息的人就可以通过内幕交易而获利了。

1934年,美国通过了联邦法律《证券交易法》,并成立了证券交易委员会来监督证券交易和证券法规的实施。《证券交易法》首次对内幕交易进行了规定,包括了禁止内部人短线交易,禁止内部人卖空,规定内部人交易后报告交易内容等条款。由于美国开始对内幕交易实施监管,理论界和实务界都开始重视对内幕交易的研究。由于对内幕交易的认识更加深刻,自20世纪90年代以来,越来越多的国家开始实施内幕交易监管政策,各国纷纷推出了禁止内幕交易的相关立法,而且金融计量技术和分析方法也被应用到这一领域中来,使得内幕交易的执法能力也有所提高^①。可以说,对内幕交易监管的理论研究和实践探索,是法与经济学相结合的一个典范。

虽然证券市场内幕交易的历史悠久,但是对内幕交易进行理论研究的时间并不长。内幕交易的研究大致可以分为两个阶段:第一阶段是20世纪60年代—80年代,重点讨论内幕交易监管的必要性;第二阶段是20世纪80年代以后,进入成熟阶段,一方面进一步讨论内幕交易监管的必要性,另一方面也开始讨论内幕交易监管的有效性。

在研究的初始阶段,由于内幕交易法律实施不久,因此人们的研究着重于讨论内幕交易监管的必要性。内幕交易到底应不应该监管,到底对市场和投资者会造成什么样的影响,这都是人们真正关心的问题。Manne(1966)出版了著名的《内幕交易与证券市场》(Insider Trading and the Stock Markets)一书,认为内幕交易由于具有经济意义上的积极作用而不应当被禁止,从而引起了一场内幕交易监管必要性的大论战。反对实施内幕交易监管的人认为,内幕交易

^① 虽然我国证券市场历史较短,但在1999年颁布的《中华人民共和国证券法》中,就已经对内幕交易监管做出了正式而明确的规定。



不仅是一种很好的激励补偿机制,可以使得公司内部人更加努力地工作,并使公司的价值有所增加,而且内幕交易可以促使信息更快地反映到股票价格中去,从而有利于提高市场效率(Manne, 1966; Jensen&Meckling, 1976; Carlton&Fischel, 1983等)。主张实施内幕交易监管的人则认为,内幕交易不但难以成为一种有效的激励补偿机制,更不会提高市场的效率,而且对于公司价值也可能产生负面的影响(Easterbrook, 1981; Manove, 1989等)。

从20世纪80年代后期开始,特别是90年代以来,内幕交易的研究成果大量涌现,内幕交易研究开始进入较为成熟的阶段。在这个阶段,由于代理理论和市场理论迅速地发展,因此内幕交易的研究也取得了很大的发展。而且由于统计数据的增多,金融计量技术也开始应用到内幕交易的研究中来,实证研究进一步检验和扩展了理论,也使得内幕交易的研究有了新的发展。更为重要的是,由于内幕交易引起了社会的广泛关注,各个领域的学者都开始关注内幕交易的研究。经济学家、法学家、社会学家、信息科学家等进行的合作研究,使得内幕交易的研究得到了飞速的发展,而且研究的质量也提高了。

在这个阶段,人们一方面继续讨论内幕交易监管的必要性,一方面也开始研究内幕交易监管的有效性。新的理论方法和分析技术开始运用到内幕交易问题的研究中来,信息经济学、博弈论、市场微观结构理论等都被引入到内幕交易的研究中,并使得研究结论更具可靠性和说服力。虽然人们仍然对内幕交易监管的必要性颇有争论,但是由于越来越多的国家和地区开始实施内幕交易监管,因此内幕交易监管论实际上已经取得了论战的胜利。所以,人们开始更加关注内幕交易监管的有效性(Bhattacharya, 2000)。内幕交易监管到底对证券市场产生了哪些影响,是否可以保护投资者的利益,内幕交易法律有没有起到作用,这些问题开始成为人们关注的焦点。

对于内幕交易有效性的研究,也产生了很多的争论。一些研究认为内幕交易监管并没有产生作用,在实施内幕交易监管后,证券市场中的内幕交易行为不仅没有减少,而且内部人甚至可以获得更多的超额收益(Seyhuan, 1992; Bris, 2000等);另一些研究认为,内幕交易监管的实施还是有效的,对内部人存在威慑作用,可以提高投资者对市场的信心,而且从长远来看,内幕交易监管的效果将更好地体现出来(Gombola, 2001; Stoltz, 2006; Esther, 2007等)。

我国是一个新兴市场国家,经济处于快速发展的阶段。一些研究表明,我国的经济已经发展到了“刘易斯转折点”,即将进入新一轮全新的发展时代,而证券市场的稳健发展将是经济持续发展的重要基础(蔡昉, 2007)。既然我国经济刚刚出现“刘易斯转折点”的迹象,人们的收入水平还不是很,投资者承担风险的能力还不是很强,在这样的条件下,证券市场的内幕交易对中小投资者



的伤害更大。因此,从保护中小投资者的角度看,我国证券市场的内幕交易监管就更值得关注和研究了。而且,在一个转型的市场中,内幕交易行为往往是非常普遍的。20世纪90年代捷克和波兰证券市场的研究表明,证券市场的监管是非常重要的。在一个内幕交易泛滥的国家,证券市场很难取得发展,从长期看甚至面临崩溃的危险;而在监管严格的国家,证券市场一般都发展较好,并且能够进一步推动经济的发展(Glaeser,2001)。

与西方发达国家相比,我国经济发展水平尚处于较低的阶段,中小投资者更需要保护,但证券市场的内幕交易行为却可能更多,因此,内幕交易监管问题就显得更为重要了。我国《证券法》、《公司法》、《基金法》、《刑法》以及证监会出台的一系列管理规则,都对内幕交易行为做出了明确禁止的规定^①。虽然我国证券市场的历史并不长,但证券市场的内幕交易监管问题却已经越来越受重视了。

我国学者也开始关注并加强对内幕交易相关问题的理论研究,但是尚处于初始阶段。在经济学研究上,我国学者的研究集中在证明我国证券市场内幕交易的存在性。按照已有的理论,很多学者提出了内幕交易在中国并购重组等重大事件中也可能扮演着重要角色,并通过对并购重组事件的研究证明了我国证券市场内幕交易的严重性。他们还分析了我国证券市场的机构投资者通过信息优势进行操纵市场的行为,并通过实证研究表明中国市场存在严重的内幕交易行为(何佳、何基报,2001;张新,2003;黄余海,2003;张宗新,2005等)。

也有一些学者对内幕交易的信息含量和市场效率进行了研究。汪贵浦(2002)通过对内幕交易案例的分析,研究了我国证券市场内幕交易的信息含量。史永东和蒋贤峰(2004,2005)以中国股票市场历史上发生过内幕交易的股票为样本,在对其特征进行分析的基础上,研究了内幕交易对股票价格和信息不对称的影响,同时对内幕交易者的非法收益进行了检验。唐齐鸣、张学功(2005)对中国股票市场内幕交易的价格和交易量进行了因果关系分析,发现内幕交易股票存在由收益到成交量的单向因果关系。唐齐鸣、张学功(2006)基于中国证券市场的实际情况,探讨了内幕交易对证券价格有效性的影响,研究了信息和被内幕交易排挤的市场专家数目之间的关系,并认为内幕交易降低了证

^① 我国除了《证券法》、《公司法》、《基金法》、《刑法》中明确禁止内幕交易外,证监会还出台了很多配套措施。例如,为了避免上市公司董事、监事和高管人员利用信息优势为自我牟利,保护公众投资者的合法权益,证监会在2007年4月5日发布了《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》。该规则对转让股份基数的确定、短线交易禁止期的计算、交易窗口的选择、股份变动的及时披露等多个事项做了明确规定。



券价格的有效性。

施东晖和傅浩(2002)从法学与金融学的角度,将法律制度与金融体系联系起来,对我国证券市场的内幕交易行为进行了分析,是我国法与金融学相结合研究内幕交易的一个开端。陈雨(2005)从新政治经济学的视角,分析了内幕交易监管效率受制于外部人和内部人两个利益集团之间的力量对比以及监管者的效用偏好,对英美法系和大陆法系国家之间的内幕交易监管效率差异提出了一种解释。

另外,我国学者还从法学角度对内幕交易进行了分析。例如,杨亮(2001)研究了管制内幕交易的法律演进、内幕交易归责理论及内幕交易的法律责任。胡光志(2002)提出了以内幕信息为中心的内幕交易立法体系,郑顺炎(2002)分析了本土化的证券内幕交易管制情况。这些法学研究一般是逻辑上的推理,对内幕交易的实际运行缺乏较好的证据。

第二节 本书的研究视角与研究意义

综观目前国内外对内幕交易监管的研究,从法学视角的研究较为深入,而从经济学视角的研究则刚刚起步。然而对内幕交易监管的经济学分析不但能够提供更为准确的理论依据,还可以为法律制度的完善提供更多的理论支持。并且,在内幕交易监管的实践中,经济学理论和方法往往可以对内幕交易监管的执法提供更好的支持。事实上,现代经济学理论和金融计量技术将越来越多地被应用到内幕交易监管的执法中去。因此,对内幕交易监管的经济学分析不仅可以对法学研究做出补充,而且可以在更广泛的层面上进行拓展。

由于内幕交易监管的研究涉及范围非常广,其中关系最为密切的领域包括证券市场、上市公司和相关的法律制度。而各国的证券市场、上市公司和法律制度又都存在一定的特殊性,这种特殊性又会导致各国的内幕交易监管在实践中产生差异,因此我们选择从这三个层面入手来分析内幕交易监管的必要性和有效性。

从证券市场的层面来看,各国证券市场的交易机制、投资者的交易策略以及证券市场的有效性等都存在一定的差异,因此,细致地从市场层面进行分析,可以给内幕交易监管带来更多的理论支持。另外,内幕交易监管的实施,到底对证券市场具有何种影响,对投资者具有何种影响,是否真正增强了市场的有效性,都是值得进一步研究的问题。



从上市公司的层面来看,各国上市公司的特征和治理机制也有着显著的差别。例如,我国上市公司很多都是国有控股的大规模企业,这种性质的公司在国外相对较少。在股权结构上,我国上市公司一般股权集中度都非常高,而国外上市公司的股权则相对分散。在公司激励机制上,我国还非常欠缺,已经实现期权激励、职工持股等激励机制的公司相对还较少,公司内部人的贡献并不能得到有效的补偿,因此内幕交易监管问题在中国显得更为重要。但是,从这些角度对内幕交易监管进行的研究几乎还是空白,因此在这些方面还缺少理论的支持,还具有很大的研究空间。

另外,从法律制度的层面来看,各国的法律体系也存在很大的差异。这种法律体系的差异以及执法能力的差异,执法资源分配的差异,都会导致内幕交易监管的不同效果。我国一些法学研究者已经开始关注这些问题,但他们主要是从法理上进行分析,没有具体的数据支持和理论依据。因此,在法律的层面上,需要经济学和法学研究者共同努力,对内幕交易监管的研究做出实质性的推进,同时为我国内幕交易法律制度的完善和健全提供更多的理论依据。

由于证券市场、上市公司和法律制度的差异,内幕交易监管问题并不是统一的,各个国家会出现不同的情况,也需要不同的理论来支持。因此,针对我国证券市场的实际情况,对内幕交易监管的必要性和有效性进行细致而深入的研究,具有重要的理论意义和现实意义,也可以为我国内幕交易监管制度和法律体系的完善提供一定的理论依据。

第三节 研究思路与结构安排

内幕交易监管的研究,具有一定的复杂性,不仅涉及经济学领域,还涉及法学和社会学等其他领域,因此我们尽量从法与经济学相结合的视角进行阐述。由于大多数国家都已经实施内幕交易监管,其中包括中国,因此我们的研究将偏重于内幕交易监管有效性的研究,而不再一味地追求内幕交易监管必要性的研究。由于各国证券市场、上市公司和法律体系都具有自身的特点,这也会导致内幕交易的特殊性,因此我们选择从市场、公司和法律这三个层面来分析内幕交易监管问题。

从证券市场的层面来看,我们可以在实施内幕交易监管政策的新背景下,重新分析内幕交易对市场的影响。以往的研究都在讨论完全禁止内幕交易或完全允许内幕交易这两种情形,但对已经实施内幕交易监管却不能完全禁止的



情形缺少研究,因此我们在新的假设条件下,可以更加合理地对内幕交易监管的作用进行分析。而完全禁止或完全允许内幕交易的情形实际上成为我们讨论的特例,所以在这种情形下分析的结果可以进一步验证内幕交易监管的必要性和有效性。

从上市公司的层面来看,由于上市公司本身的特点、股权结构的差异,其内幕交易的程度也会出现差异。而内幕交易的监管,首先是针对公司的股票或其他证券进行的。因此,从公司角度进行分析,有助于甄别出哪些公司更容易发生内幕交易,从而为内幕交易监管提供依据,节省监管的成本,提高监管的有效性。

从法律制度的层面来看,法律体系的差异也会导致内幕交易监管的有效性产生差异。我国法律体系同样具有特殊性,与国外存在很多的不同之处,需要进行深入的分析。而且从法律层面的研究,可以将法与经济学更好地融合在一起,从而更好地解释内幕交易监管的有效性。以往的一些研究表明,各个国家内幕交易监管的效果并不一致,但是他们并没有给出很好的理论解释,我们尝试性地以经济学理论为工具,从法律不完备的角度给出较为合理的解释。另外,从法律层面对内幕交易监管进行的研究,可以为法律制度的完善和健全提供理论依据,从而提高内幕交易监管的有效性。

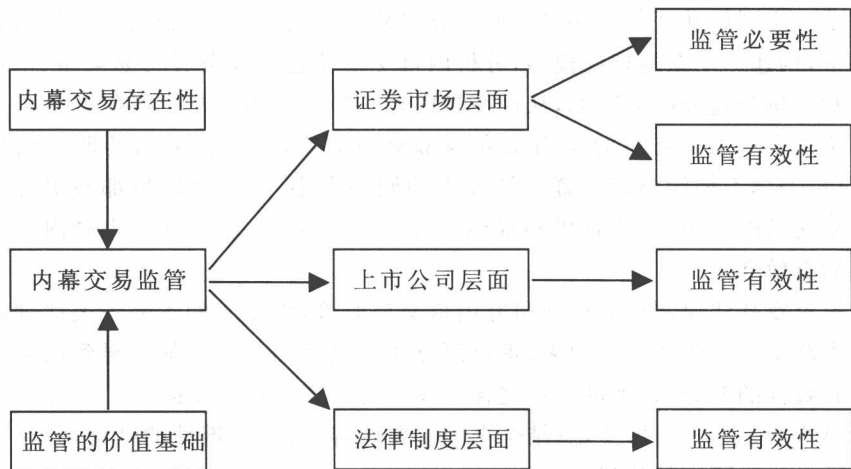


图 1.1 内幕交易监管的主要研究思路

图 1.1 反映了本书的具体研究思路。首先说明内幕交易的存在性和内幕交易监管的价值判断基础,然后从证券市场、上市公司和法律制度这三个层面出发,较为系统地对内幕交易监管问题进行阐述。从证券市场层面的分析,目的在于进一步验证内幕交易监管的必要性,并对监管有效性的差异进行一定的



解释;从上市公司层面的分析,是一种新的探索,目的在于发现哪些类型的公司更容易发生内幕交易,为提高内幕交易监管的有效性提供更好的建议;从法律制度层面的分析,较为深入地讨论法律的完备度对内幕交易监管有效性的影响,从而为进一步完善法律提供依据。

具体来说,本书的结构安排如下:

第一章是导论部分,对内幕交易监管的研究背景、研究视角和研究意义进行阐述,进而分析本书的研究思路和结构安排,并对论文的主要创新点和局限性进行了说明。

第二章是内幕交易监管的理论综述与评析,以监管必要性和有效性为出发点,对内幕交易监管的理论研究进行综述,并结合实际情况给出了一些评析,指出现有的理论需要进一步改进或者可以进行创新的地方。

第三章是内幕交易监管的价值判断基础,对内幕交易的核心概念进行了说明,并结合经济学理论和法学理论对内幕交易监管的价值判断基础和法理规则进行阐述。

第四章是信息优势、股价异动与内幕交易监管,以我国市场为例,分析证券市场内幕交易的严重性,并总结出内幕交易的一般特征。由于证券市场内幕交易的严重性,内幕交易监管的研究就变得更有意义了。

第五章开始从证券市场的层面研究内幕交易监管,在实施内幕交易监管的框架下,构建一个新的理论模型,分析内幕交易监管对投资者交易策略、市场流动性和市场利益分配的影响,从而衡量内幕交易监管的必要性和有效性。

第六章从上市公司的层面研究内幕交易监管,从上市公司的股权结构入手,分析不同类型的公司内幕交易发生的概率大小,从而筛选出那些更容易发生内幕交易的公司,为监管机构提供重点的监管对象,也有助于提高内幕交易监管的有效性。

第七章从法律制度的层面研究内幕交易监管,将新兴的不完备法律理论应用到内幕交易监管的分析中来,重点研究法律制度的差异为何会导致内幕交易监管有效性的差异,并为进一步完善法律和提高监管有效性提供了依据。

第八章是结论与展望,总结全书的主要内容,得出关键性的结论,并且提出了若干进一步研究的建议。