

内幕交易监管、投资者交易策略 与市场利益分配^{*}

姜华东¹, 乔晓楠²

(1.上海立信会计学院 金融学院,上海 201620;2.南开大学 经济学院,天津 300071)

摘要:当证券市场实施内幕交易监管后,投资者的交易策略可能会发生改变,市场利益的分配也会发生相应的改变。文章在一个实施内幕交易监管的框架下,对内部人的利益分配进行了研究,发现内部人的利益不仅与内幕交易监管力度和执行能力有关,还与市场流动性、交易者类型、信息准确度和市场波动性等因素密切相关。同时,由于监管有效性幻觉和内部人分层现象的存在,内部人利益在一定时期内还可能出现反常变动。

关键词:内幕交易;市场流动性;内部人利益

中图分类号:F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2010)05-0102-11

一、引言

中小投资者的保护问题是证券市场的一个核心话题。证券市场的内幕交易一般是中小投资者所无法把握的,如果内部人通过信息优势攫取中小投资者的利益,就会使中小投资者对市场逐渐失去信心,甚至会导致市场崩溃。那么在各国相继颁布内幕交易法律、实施内幕交易监管后,投资者的利益是否就得到了保护,市场利益的分配是否就更为公平了呢?

一些学者的研究表明,内幕交易监管的结果未必是完全合乎逻辑的。一些研究也发现了一些反常的现象,他们发现内幕交易监管变得严格后,内部人的利益反而增加了。Seyhun(1992)等人对美国证券市场的内幕交易监管进行了研究,发现在监管政策变得更为严格以后,内部人的收益反而增大了。美国在1984年颁布了《内幕交易制裁法案》(ITSA),并在1988年又追加实施了《内幕交易和证券欺诈执行法案》(ITSFEA),这两个法案的实施,促使美国的内幕交易执法能力得到了提高,惩罚力度也得以加强。Se-Jin(2003)的实证研究也表明,虽然内幕交易监管变得更加严格,但是内部人的收益不仅没有减少,反而出现了增加的情况。这个现象似乎是不合逻辑的,他们虽然表达了这

收稿日期:2010-01-20

作者简介:姜华东(1977—),男,江苏丹阳人,上海立信会计学院金融学院讲师,经济学博士;

乔晓楠(1980—),男,天津人,南开大学经济学院讲师,经济学博士。

一观点,但却并没有在理论上给出比较完整的解释。

内幕交易对交易者利益的影响,实际上是实施内幕交易监管的一个理论依据。Ausubel(1990)在一个理性预期的框架下,讨论了内部人和外部人之间的博弈行为,认为如果允许内幕交易,那么外部人就会减少交易量,从而导致整个市场的流动性下降,也降低了市场的效率。Leland(1992)建立了理性预期下的模型,却得到了一些不同的结论,认为内幕交易使股价对信息的反应更加迅速,但股价会偏高,而投资水平会有所提高。外部人的利益会增加,内部人的利益会受到损害,但整个市场的福利水平是不确定的。Repullo(1999)进一步扩展了Leland的模型,考虑了风险中性、风险厌恶的内部人和噪音交易下的不确定性,并拓展为包含多个内部人的模型,但结论总体上与Leland的模型是一致的。Huddart(2001)考虑了内部人在参与交易后需要进行交易信息披露的情形,认为在发生内幕交易后,价格发现将更加迅速,而内部人的利益也就相应变小了。

绝大多数研究的结论是内幕交易的监管会使内部人的利益减少,外部人的利益增加。但是,这些研究主要讨论了完全允许内幕交易和完全禁止内幕交易这两种极端的情形,事实上各国内幕交易监管的程度是不一样的,而且由于监管制度和法律体系的区别,内幕交易监管效果也出现了较大的差异。由于内幕交易监管因素的作用,这些研究的结论在实证中就会出现较大的偏离,难以很好地解释现实中内幕交易的影响力。

随着我国证券市场的发展,内幕交易问题也得到越来越多的重视。我国学者研究的重点集中在内幕交易的存在性及其与公司治理的关系等问题上,而对利益分配的研究相对较少(张新,2003;史永东,2004;唐齐鸣,2009)。当证券市场实施内幕交易监管政策后,不同交易者的交易策略会发生相应的改变,交易者利益也可能发生相应的变化。通过简单地比较完全允许内幕交易和完全禁止内幕交易这两种情形,并不能反映证券市场的真实状态。由于现有的研究一般不考虑内幕交易监管的因素,以致一些利益分配问题难以解释,内部人的利益变动情况也并不明确,因此在一个实施内幕交易监管的框架下,对内部人利益变动进行研究将更好地反映市场利益分配的状况,也有利于对一些看似反常的现象做出进一步的解释。

二、模 型

(一)模型的结构

当证券市场实施内幕交易监管后,交易者的交易策略可能会发生改变,交易者本身也可能发生改变,因此利益的分配方式也会发生相应的改变。为了更加准确地解释内部人利益的变动,需要深入交易者个体进行分析。与以往的研究相比,本文模型的主要特点在于:第一,引入内幕交易法律完备度的概

念,在实施监管的框架下进行分析。一个国家内幕交易法律的完备度,直接影响了内幕交易监管的效果。法律的完备度又涉及法律的健全程度、执法能力的高低和执行权力的分配等方面,在模型中可以通过内幕交易的发现概率和内幕交易的惩罚力度两个指标来衡量。第二,我们将细化分析异质内部人的心理税负。当实施内幕交易监管后,内部人的交易不再自由,不同内部人的心理状态都会发生变化。我们认为内部人在参与交易时面临两种惩罚:一种是物质惩罚,一种是精神惩罚。当内部人由于参与内幕交易被发现后,会受到相应的法律制裁。但是,即使内部人的交易最后没有被发现,他也会受到一种心理上的折磨和惩罚,可以将其归结为心理税负。内部人也具有一定的异质性,因此他们的交易行为也可能会产生较大的差异。内部人可能是风险偏好、风险中性或者是风险规避的,因此他们的心理税负也不同。

假设有一个重要的内幕信息,会导致股票价格发生变动。股票的事后流动性价值为 v ,服从均值为 v_0 、方差为 Σ_v 的正态分布。方差越大,交易的风险也就越大。我们考虑市场中三种不同类型的交易者:内部人、信息搜寻者和流动性交易者。当内部人获得内幕信息后,可以准确地知悉股票的事后流动性价值,而不用再去搜寻信息。但是在法律的规定下,内部人是不允许使用内幕信息参与交易而获利的。一旦内幕交易被发现,按照法律规定,内幕交易会人受到惩罚。内幕交易的利润会被没收,然后按照其获得的利润给予相应的罚款。在很多国家,严重的内幕交易还会受到刑事惩罚。

一旦内部人参与内幕交易,那么其交易量和未来价值与当前价值的价差就密切相关了。价差越大,内部人期望的收益率就越高,交易量也就越多;价差越小,内部人期望收益率就越低,交易量就会越少。也就是说:

$$x = \mu(v - v_0) \quad (1)$$

其中, x 是内部人的交易量, $(v - v_0)$ 是未来价值与当前股价的差值。为了简明地说明问题,我们假设内部人的交易量和价差之间存在一个线性的关系,其中 μ 是交易量与价差之间的一个系数。

信息搜寻者通过自身的努力,在证券市场上搜寻信息,来预测股票的未来价值。但是,与内部人相比,信息搜寻者始终是处于劣势的。假设信息搜寻者存在信息偏差,对股票未来价值的预测偏差为 ϵ 。 ϵ 服从均值为 0、方差为 Σ_ϵ 的正态分布。信息搜寻者一般是理性地进行交易的,那么其交易量应该与 $(v + \epsilon - v_0)$ 密切相关。与内部人一样,我们假设信息搜寻者的交易量与价差之间存在一个线性关系,也即:

$$y = \rho(v + \epsilon - v_0) \quad (2)$$

其中, y 是信息搜寻者的交易量, ρ 是交易量与价差之间的一个系数。

流动性交易者一般都是出于流动性需要,或者其他外部原因进行交易。他们一般并不特别关注证券市场信息的准确性,或者对股票价值进行一个详

细的估计。我们假设流动性交易者的净交易量为 u ，服从均值为 0、方差为 Σ_u 的正态分布，并且独立于股票未来价值 v 和信息搜寻者的信息偏差 ϵ 。除了一些为了保值进入证券市场的机构以外，我国证券市场中的许多中小投资者，实际上也是流动性交易者。一旦有了财富冲击或者消费需要，他们就必须将股票卖出，否则难以应付支出需求。

当内部人、信息搜寻者和流动性交易者都向市场发出交易指令后，假设存在一个合适的价格，使得市场能够出清。我们按照 Kyle(1985)的方式来决定市场定价策略：

$$P = v_0 + \lambda z = E[v | z] \quad (3)$$

其中， z 是所有交易者的净交易量， λ 是定价与交易量之间的系数。按照 Kyle(1985)和 Leland(1992)的定义， λ 反映了股票价格对交易量的敏感度。 λ 越小，交易量对价格的冲击就越小，市场流动性也就越好。因此， λ 在很大程度上反映了市场的流动性。

(二)内部人的交易策略

内部人的交易决策主要涉及市场定价、期望利润、监管因素和心理承受力等因素。内部人交易量的大小，将会影响到市场的定价，而市场定价的高低直接影响到内部人的期望利润。内部人进行内幕交易是为了获得一个高额回报。在各个国家纷纷对证券市场实施内幕交易监管政策后，内部人的内幕交易也受到了很大的限制，他们会担心内幕交易被发现，并受到严厉的惩罚。监管政策的严厉程度，将直接影响到内部人的交易策略。其中内部人的心理承受力就是一个十分重要的因素。在进行内幕交易时，内部人将经历精神上的折磨，因此不同的内部人在进行内幕交易时都存在一个心理税负，承受力不同的内部人会产生不同的交易策略。内部人的交易策略可以表示为：

$$\max_x [(1-q)E(\pi) - q\beta x^2 - f(t)x^2] \quad (4)$$

$$E(\pi) = E[x(v-P) | v] \quad (5)$$

$$P = v_0 + \lambda[x + \rho(v + \epsilon - v_0) + u] \quad (6)$$

$$f(t) = qt \quad (7)$$

其中，(4)式表示内部人的交易策略是在监管政策的限制下，使自身利益达到最大化。 q 是内幕交易被发现的概率， β 为内幕交易惩罚力度， x 为内部人的交易量， t 为内部人的基准心理税率。由于内部人交易量越大，其担心程度就越高，而且内部人是存在损失厌恶心理的，因此我们假设心理税负是交易量平方的一个函数，即 $f(t)x^2$ 。^① 也就是说，随着交易量的增加，内部人的心理负担是不断增加的。一旦实施了内幕交易监管政策，无论内幕交易是否被发现，内部人都会产生这种心理税负。^② (5)式表示内部人的期望利润，是一个条件期望。在一个确定的事后流动性价值下，内部人的期望利润是交易量与价差的乘积。(6)式是市场的定价策略。当内部人、信息搜寻者和流动性交易者

将各自的交易量指令递交后,假设风险中性的做市商总能够使市场出清,那么定价就是在原来价格基础上的一个变动。(7)式表示监管政策下的心理税率,内幕交易发现概率越高,内部人的心理税率也就越高,因此我们可以假定心理税负与内幕交易监管能力成正比。

通过解(4)式、(5)式、(6)式和(7)式,可以得到内部人的最优交易量:

$$x^* = \frac{(1-\lambda\rho)}{2(\lambda+\phi)}(v-v_0) \quad (8)$$

$$\text{其中 } \phi = \frac{q(t+\beta)}{1-q} \quad (9)$$

由(8)式可知,内部人的最优交易量与很多因素是密切相关的,包括股票的价差、内幕交易监管政策、内部人的心理税率、信息搜寻者的交易策略以及市场流动性等。(9)式的 Φ 值是内幕交易监管政策的一个体现。监管政策中包含内幕交易的发现概率 q 和内幕交易的惩罚力度 β 。由(9)式有:

$$\frac{d\phi}{dq} > 0, \frac{d\phi}{d\beta} > 0 \quad (10)$$

内幕交易发现概率越大,或者内幕交易的惩罚力度越大,内幕交易监管政策就越为严格,而严格的内幕交易监管政策会使内部人的最优交易量减少。由前面的(1)式和(8)式可以得到:

$$\mu = \frac{1-\lambda\rho}{2(\lambda+\phi)} \quad (11)$$

(三)信息搜寻者的交易策略

信息搜寻者的目标是获得关于证券真实价值的信息,并利用这些有价值的信息进行交易。一般的机构投资者都属于信息搜寻者,他们一般具有较强的专业知识和研究能力,能够对市场和公司的价值变化做出一定的预测,并通过拥有的私人信息进行交易,从而拥有一定的比较优势。信息搜寻者会根据掌握的信息来选择一个相对最优的交易量,以实现自身利益的最大化。信息搜寻者的问题就变为:

$$\text{Max}_y E[y(v-P) | v+\epsilon] \quad (12)$$

$$P = v_0 + \lambda[\mu(v-v_0) + y + u] \quad (13)$$

其中, y 是信息搜寻者的交易量, ϵ 是信息搜寻者对资产价值估计的偏差,服从均值为0、方差为 Σ_ϵ 的正态分布。通过解(12)式和(13)式两个方程,可以得到信息搜寻者的最优交易量:

$$y^* = \frac{1-\lambda\mu}{2\lambda} \frac{\Sigma_v}{\Sigma_v + \Sigma_\epsilon} (v+\epsilon-v_0) \quad (14)$$

由(2)式和(14)式可以得到:

$$\rho = \frac{1-\lambda\mu}{2\lambda} \frac{\Sigma_v}{\Sigma_v + \Sigma_\epsilon} \quad (15)$$

其中 ρ 是信息搜寻者对市场反应的敏感度, 我们可以看到这个敏感度系数与内部人的敏感度系数是紧密相关的。内部人、信息搜寻者和流动性交易者在市场中互相博弈, 最终会达到一个均衡的状态。

(四) 内幕交易监管下的市场均衡

内部人掌握了公司的内幕信息, 而信息搜寻者对市场信息是非常敏感的。流动性交易者则缺乏信息的优势, 但他们为市场提供了流动性。在实施内幕交易监管政策的市场中, 市场利益到底如何分配, 是我们所关心的问题。当内部人和信息搜寻者都根据自身的情况做出相应的交易策略后, 就出现了一种均衡的状态。由(11)式和(15)式可以得到:

$$\mu = \frac{\sum_v + 2\sum_\epsilon}{\lambda(3\sum_v + 4\sum_\epsilon) + 4\phi(\sum_v + \sum_\epsilon)} \quad (16)$$

$$\rho = \frac{(\lambda + 2\phi)\sum_v}{\lambda[\lambda(3\sum_v + 4\sum_\epsilon) + 4\phi(\sum_v + \sum_\epsilon)]} \quad (17)$$

$$\text{其中 } \phi = \frac{q(t+\beta)}{1-q}.$$

从而, 在市场均衡时, 内部人和信息搜寻者的最优交易量分别为:

$$x^* = \mu(v - v_0) = \frac{\sum_v + 2\sum_\epsilon}{\lambda(3\sum_v + 4\sum_\epsilon) + 4\phi(\sum_v + \sum_\epsilon)}(v - v_0) \quad (18)$$

$$y^* = \rho(v + \epsilon - v_0) = \frac{(\lambda + 2\phi)\sum_v}{\lambda[\lambda(3\sum_v + 4\sum_\epsilon) + 4\phi(\sum_v + \sum_\epsilon)]}(v + \epsilon - v_0) \quad (19)$$

我们可以看到, 内部人对内幕信息的最优反应与很多因素是密切相关的, 包括内幕交易监管政策、市场流动性、股票的波动程度、搜寻者的信息准确性等。信息搜寻者对搜寻信息的最优反应除了与信息的准确性相关外, 还与内幕交易监管政策、市场流动性、股价波动程度以及内部人的交易策略相关。

三、内幕交易监管与内部人利益变动

内幕交易监管政策的实施, 对投资者的交易策略产生了重要的影响。尤其对内部人来说, 监管政策致使其交易存在很大的风险, 因此其交易策略可能会发生较大变化。在这种交易策略下, 内部人和信息搜寻者的收益已经发生了一定的变化。对内部人来说, 一旦其交易量确定下来, 那么所获得的收益也就相应地确定了。由(18)式和(19)式, 我们得到了内部人和信息搜寻者的最优交易量。再由(5)式和(6)式可以得到内部人的利润为:

$$\pi^i = E\{\mu(v - v_0)[v - (v_0 + \lambda(\mu(v - v_0) + \rho(v + \epsilon - v_0) + u))] \} \quad (20)$$

从而得到:

$$\pi^i = \frac{(\lambda + 2\phi)(\sum_v + 2\sum_\epsilon)^2}{Q^2} \quad (21)$$

其中 $Q = \lambda(3\sum_v + 4\sum_\epsilon) + 4\phi(\sum_v + \sum_\epsilon)$, $\phi = \frac{q(t+\beta)}{1-q}$ 。

当我们得到了内部人的利润后,我们可以进一步分析市场利益分配发生了哪些变化。由(21)式可以得到:

$$\frac{d\pi_i}{d\phi} < 0, \frac{d\pi_i}{d\sum_v} < 0, \frac{d\pi_i}{d\sum_\epsilon} > 0, \frac{d\pi_i}{d(1/\lambda)} > 0 \quad (22)$$

由(22)式可以看到,内部人的交易利益与内幕交易监管机制、股价波动性、信息准确性、市场流动性等因素都是相关的。内幕交易监管越严格,内部人的利润就越小;相反,在内幕交易监管不严格的市场中,内部人的利润就会变大。同样,如果股价波动性越大,那么内部人的利润就会越小。信息搜寻者的信息越是准确,那么信息搜寻者的竞争优势加大,成为内部人的重要竞争对手,内部人的利润将被信息搜寻者分享。如果信息搜寻者所掌握的信息并不准确,出现较大的偏差,那么内部人的信息优势就非常明显,其利用内幕信息盈利的机会就越大。市场流动性对内部人的利润也有着较大的影响,市场流动性越大,内部人的利润就越高;相反,市场流动性越低,内部人的利润也就越低。因此,对不同的证券市场来讲,内部人的利润率还依赖于市场的流动性。

内部人、信息搜寻者和流动性交易者的利益总是息息相关的,交易者不同的交易策略,会导致市场利益的不同分配。根据证券守恒定律,如果在短期内不考虑分红配股等利益收入,内部人、信息搜寻者和流动性交易者的利润之和应该为零。内幕交易监管政策的实施,只是对内部人进行了限制,但一旦内幕交易发生,如何对流动性交易者进行保护,还是一个很大的问题。根据内部人的利润来看,没有信息优势的中小投资者在短期内并不能分享公司成长的收益。

四、内部人利益为何会反常变动?

我们的分析表明,随着更为严格的内幕交易法律的出台和内幕交易监管能力的提高,内部人的利益应该会有所降低($d\pi_i/d\Phi > 0$)。但是,有的学者在进行实证研究时发现了一些看似反常的现象,他们发现监管法律变得严格后,内部人的利益反而增加了。

由(21)式可以看到,内部人的利益不仅仅与内幕交易监管力度和执行能力有关,还与市场流动性、内部人心理税率、信息准确度和市场波动性等因素密切相关。当实施内幕交易监管政策后,关键的一些因素会使内部人利益减少。但在某些时刻,一些相关因素的突变可能会导致内部人利益出现反向的变化。当证券市场出台更为严格的内幕交易法律,实施更为严格的内幕交易监管后,投资者的情绪就会出现波动。不同的投资者,对内幕交易监管政策的

反应应该是不一样的，我们可以分别对外部人和内部人进行分析。

（一）监管有效性幻觉与市场流动性的变动

当内幕交易监管法律和监管措施推出后，一般会给市场交易者带来信心。事实上，实行内幕交易监管的一个重要原因就是维护市场公平，树立投资者的信心。一旦证券市场实施内幕交易监管，外部人就会认为市场开始受到管制，内幕交易将大大减少，短期内对市场会充满信心。一些外部人甚至会产生内幕交易监管完全有效的幻觉，产生更大的积极性。在短期内，这种监管有效性幻觉会使外部人的交易情绪发生变化，促使他们增加交易量，从而促使市场流动性得以提高。^③

由(22)式可知，由于 $d\pi_i/d(1/\lambda) > 0$ ，随着短期内市场流动性的提高，内部人的收益 π_i 也会相应地提高。但是，市场流动性并不会一直提高，一旦外部人知悉市场交易的实情后，市场流动性就不会继续增加，内部人的收益也就不会继续增加了。Se-Jin Min(2003)的研究发现内幕交易法律的实施对小额的内幕交易具有很强的威慑作用，但是对大额的内幕交易却并没有产生影响。这说明在内幕交易监管政策的实施下，中小型的内部人往往会退出内幕交易市场，但是对那些实力雄厚并且具有极度隐蔽的内幕信息的内部人来说，在短时期内难以产生真正的威慑力。这样，市场流动性的提高就会使这部分内部人的收益增加。

而且，市场流动性在短期内的提高会使这些内幕交易更具有隐蔽性，更难以被监管机构发现，也就是说，监管指标 Φ 值在短期内实际上会减小。由于 $d\pi_i/d\Phi < 0$ ，内部人收益 π_i 短期内也会有所增加。

由图1可知，随着内幕交易监管政策的实施，外部人会

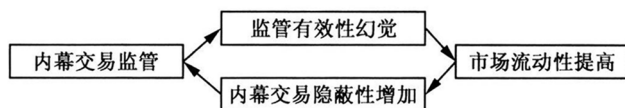


图1 监管有效性幻觉与市场流动性

产生监管有效性幻觉，从而提高了交易的积极性，使得市场流动性增加。当市场流动性增加时，内部人的收益就会相应地增加($d\pi_i/d(1/\lambda) > 0$)。同时，由于市场流动性的增加，内部人更难以被发现，内幕交易的隐蔽性增加，致使内幕交易监管有效性出现回落，从而使内部人的利益进一步增加($d\pi_i/d\Phi < 0$)。

因此，在刚刚推行内幕交易监管或者监管尚不完备的时期，那些有实力的内部人可能会获取更多的内幕交易利润，但是总体上内幕交易的数量会减少。随着监管机构经验的积累以及监管技术的不断提高，内幕交易法律将对内部人起到真正的威慑作用，那时外部人才能够对市场树立起长远的信心，而不会再处于监管有效性的幻觉当中。当然，内幕交易法律的完善和执法力度的提高，都还需要加强投入，法律的有效实施是一个长期累积的过程。

(二)内部人分层与平均心理税率的变动

内部人是具有异质性的,他们可能是风险偏好、风险中性或者是风险规避型的。由于内幕交易监管政策的实施,内部人可能会出现分层现象。内部人参与内幕交易都是期望能够获得一定的超额收益,即存在一个期望的利润率。但是,在实施内幕交易监管的市场上,内部人进行内幕交易存在很大的风险,一旦被发现,那么不仅实现不了期望的利润率,反而会遭受很大的损失。

当实施内幕交易监管后,内部人会出现分层,一些风险规避型和风险中性的内部人会退出内幕交易市场,而剩下更多的则是风险偏好型内部人。风险偏好型内部人由于心理承受能力较强,其基准心理税率 t 相对较小,而风险规避型的内部人基准心理税率 t 相对较大。当市场中风险偏好型的内部人增多时,内部人的平均心理税率 t 就会减小。由(9)式可知, $\Phi = q(t + \beta)/(1 - q)$, 当内部人平均心理税率 t 减小时,内幕交易监管指标 Φ 值也会相应地减小。根据 $d\pi_i/d\Phi < 0$ 可知,随着 Φ 值的减小,内部人收益就会有所增加。因此,从内部人类型的变动所导致的平均心理税率变动来看,在内幕交易监管政策的实施下,内部人的收益 π_i 在一定时期内可能是会增加的。

而且,不同的内幕交易监管政策可能会对内部人产生不同的效应。如图2所示,当内幕交易监管政策威慑不足时,可能只有少部分风险规避型的内部人退出市场,而风险

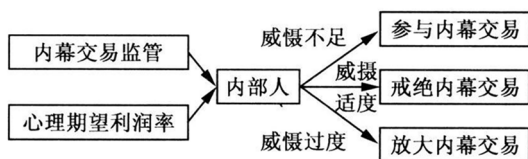


图2 内幕交易监管与内部人分层

偏好型和一部分其他类型的内部人仍然会留在市场中。当监管政策威慑适度时,大多数的内部人都会退出市场,这时监管的效果最好。当监管政策威慑过度时,由于交易风险过大,交易的边际成本也非常大,因而参与交易的内部人就会尽量放大内幕交易量,尽可能多地获取内幕交易的收益。在这种情况下,内部人与资金拥有者就可能进行串谋,通过进行大量的交易来获取内幕交易利益。总体来看,在内幕交易监管政策刚刚实施或者还不是很完善时,风险偏好型的内部人会增多,内部人的平均心理税率 t 可能会有所下降,因此也会出现内部人利益增加的情况。

五、结 论

内幕交易监管政策的实施,对投资者的交易策略产生了重要的影响,也使市场利益的分配发生了变化。我们发现内部人的交易利益与内幕交易监管机制、市场流动性、内部人类型和市场信息准确度等因素都是相关的。一般来讲,内幕交易监管越严格,内部人的利益就越小;相反,在内幕交易不严格的市场中,内部人的利益就会变大。信息搜寻者是内部人的重要竞争对手,信息搜

寻者的信息越准确,竞争优势就越大,内部人的利益就越容易被信息搜寻者分享。如果信息搜寻者所掌握的信息并不准确,出现较大的偏差,那么内部人的信息优势就非常明显,其利用内幕信息盈利的机会就越大。市场流动性对内部人的利益也有着较大的影响,市场流动性越大,内部人的利益就越大;相反,市场流动性越低,内部人的利益也就越低。因此,对不同的证券市场来说,内部人的利润率还依赖于市场的流动性。

我们还从监管有效性幻觉和内部人分层这两个方面解释了内部人利益的反常变动。当开始实施内幕交易监管时,外部人会对市场充满信心,一些外部人甚至会产生内幕交易监管完全有效的幻觉。在短期内,这种监管有效性幻觉会改变外部人的交易情绪,致使他们增加交易量,从而促使市场流动性进一步提高。随着市场流动性的提高,内部人的交易利益也会相应地增加。同时,由于市场流动性的增加,内幕交易的隐蔽性更强,导致内幕交易监管有效性出现回落,从而使内部人的利益进一步增加。另外,内部人是具有异质性的,由于内幕交易监管政策的实施,内部人可能会出现分层现象。由于风险偏好型的内部人更多地留在了内幕交易市场中,会使内部人的平均心理税率有所下降。而平均心理税率的下降以及监管有效性的降低,会导致内部人利益的增加。内部人利益的反常变动也提示我们,刚刚推出的监管法律或政策可能并不会起到立竿见影的效果,因此监管机构需要加强投资者教育,提示交易风险,从而保护投资者的利益。当然,内部人利益的反常变动只是一个短期现象,随着监管经验的积累和监管技术的不断提高,内幕交易法律将发挥更大的作用。

* 本文为上海市教委高水平特色项目“金融信用知识创新体系”的阶段性的成果之一。

注释:

- ①行为金融学的前景理论认为,投资者对于事件结果的判断遵循S形的价值函数,因此我们不能把内部人的心理损失用线性的形式表示,而可以用一种二次函数的形式来近似表示(Kahneman和Tversky,1979)。
- ②内部人的心理税负实际上是由于内幕交易监管政策而产生的,如果没有内幕交易监管,那么内部人就完全没有这种担忧。但是由于在外界条件发生变化时,内部人的类型可能也会发生变动,交易策略也会发生变动。例如市场中可能由于逆向选择问题而导致风险偏好的内部人增多,使心理税率减小,因而加入这种心理税负可以帮助分析内部人的交易变动。
- ③除了内幕交易监管因素,其他因素也可能导致市场流动性的提高。如果同期由于某些其他因素提高了证券市场的流动性,那么也同样会对内部人的交易利益产生影响。

参考文献:

- [1]史永东,蒋贤峰.内幕交易、股价波动和信息不对称[J].世界经济,2004,(12):54—64.
- [2]唐齐鸣,张云.基于公司治理视角的中国股票市场非法内幕交易研究[J].金融研究,2009,(6):144—160.

- [3]张新,祝红梅.内幕交易的经济分析[J].经济季刊,2003,(1):71—96.
- [4]Ausubel L M. Insider trading in a rational expectations economy[J]. American Economic Review, 1990, 80: 1022—1041.
- [5]Glaeser Edward, Simon Johnson, Andrei Shleifer. Coase vs. coasians[J]. Quarterly Journal of Economics, 2001, 116: 853—899.
- [6]Huddart Steven, John S Hughes, Carolyn B Levine. Public disclosure and dissimulation of insider trades[J]. Econometrica, 2001, 69(3): 665—681.
- [7]Kahneman Daniel, Amos Tversky. Prospect theory: An analysis of decision under risk [J]. Econometrica, 1979, 47: 263—291.
- [8]Kyle Albert. Continuous auctions and insider trading[J]. Econometrica, 1985, 53(6): 1315—1335.
- [9]Leland H E. Insider trading: Should it be prohibited? [J]. Journal of Political Economy, 1992, 100: 859—887.
- [10]Repullo, Rafael. Some remarks on leland's model of insider trading[J]. Economica, 1999, 66: 359—374.
- [11]Se-Jin Min. The effectiveness of insider trading sanctions in the 1980s[D]. Dissertation in UCLA, 2003.
- [12]Seyhun H N. The effectiveness of the insider-trading sanctions[J]. Journal of Law and Economics, 1992, 35(1): 149—182.
- [13]Shin Jhinyoung. The optimal regulation of insider trading[J]. Journal of Intermediation, 1996, 5: 49—73.

Insider Trading Regulation, Investor Trading Strategies and Market Profit Distribution

JIANG Hua-dong¹, QIAO Xiao-nan²

(1. School of Finance, Shanghai Lixin University of Commerce, Shanghai 201620, China; 2. School of Economics, Nankai University, Tianjin 300071, China)

Abstract: The investor trading strategy and profit distribution on stock market will change after the implementation of insider trading regulation. The paper studies the insiders' profit distribution and finds that insiders' profit is not only related with the effectiveness of insider trading regulation, but also closely with market liquidity, trader types, information accuracy and market volatility. Meanwhile, owing to the illusion of regulation effectiveness and insider stratification, insiders' profit may abnormally change.

Key words: insider trading; market liquidity; insiders' profit

(责任编辑 喜 雯)