

对股票市场上内幕交易的几点看法

■ 宋玉臣

内幕交易的普遍性已被世界各国股票市场发展实际所证明。对内幕交易的限制几乎是各国股票市场的共同行为,然而,现实中的股票市场绝没有因为限制内幕交易使之减少。事实上内幕交易不可能也不应该被禁止。这里存在一个对内幕交易的误解问题,实际上是把内幕交易与证券欺诈行为、操纵股价、财务造假等现象混为一谈。

股市信息包括真实信息和虚假信息。真实信息在正式公布前为内幕信息,在公布后为公开信息;虚假信息是各国政府共同打击的对象,无须论证。利用内幕信息进行交易为内幕交易。就真实信息来说,在政府规定公布日前为股份公司合法持有,公司内部人员(主要指公司高管人员)利用内幕信息进行交易,是不应限制又无法限制的现象。

内幕交易(Insider Trading)行为可分成两个方面:利用政府宏观信息进行的内幕交易和利用上市公司微观信息进行的内幕交易。目前就是否禁止内幕交易问题的争论实际上主要针对后一种含义。其实对于前一种含义无须争论,作为政府决策者在做出对股票市场价格产生重大影响的决策之前,利用内幕信息进行交易,显然严重违反政府的行为准则,这不用争论。我国《证券法》第68条规定了七种知悉证券交易内幕信息的知情人作为内幕交易的主体。根据该条规定,内幕交易主体可以分为三类:一是公司内部人,指上市公司董事、监事、经理、其他高级管理人员、从业人员、代理人以及具有控制关系的股东、经理。此外,广义上的公司内部人还包括发行公司或上市公司的关联人。

二是市场内部人,指依据公司业务或合约关系,知悉公司内幕信息的会计师、律师、审计师、公司顾问、证券承销商等中介机构及其管理人员。三是消息领受人,是指从内幕信息知悉者处获悉信息之人。从一般意义上讲也指的是利用微观内幕信息进行的内幕交易。本文研究的内幕交易也是这种含义,并认为股票市场监管部门不应该也不可能禁止内幕交易,允许内幕交易对股票市场没有像有些学者所说的那些坏处。笔者不支持“内幕交易是股票市场的毒瘤,对股票市场的健康发展危害极大”的观点。

一、国内外学者的研究成果

国内外研究内幕交易的成果非常多,尤其在发达国家,对内幕交易的含义几乎不存在争论。所谓内幕交易,指的是掌握内幕信息的人(主要是公司高管人员),利用该内幕信息进行证券买卖,获取经济利益;或泄漏该内幕信息,使他人获利的行为。目前,争论的焦点主要集中在是否禁止内幕交易,绝大多数学者认为应禁止内幕交易,只有极少数反对禁止内幕交易。

Fishman和Hagerty(1992)在考虑收集信息成本后提出,内幕交易会导致更为低效的股票价格;Chakraborty,Utpal和Hazem daouk(2002)理论证明内幕交易会导致反向操作,降低市场信息效率;Bhattacharya和Spiegel(1991)指出,当市场很不完全、内幕交易严重时,市场效率会大大降低,严重的会导致整个市场的崩溃。Rezaul Kabir和Theo Vermaelen(1996)对荷兰阿姆斯特丹股票市场进行的实证分析,通过检验年报公布前两个月的股票流动性来检验内幕交易

对股票市场的影响,发现限制内幕交易并没有减少股票的流动性(用交易量衡量流动性),结论是支持政府限制内幕交易。内幕交易在美国和很多欧洲国家都受到限制(Bhattacharya and Daouk,2002)。

Manove(1989)认为内幕交易可以更快地反映到股票价格中去,使股价能更贴近上市公司的实际情况,因此在一定程度上可以提高股价的信息效率;内幕交易可以降低股价波动幅度,降低市场风险;Manne, Henry G (1996) 在《内幕交易与证券市场》(Insider Trading and Stock Market) 中提出反对禁止内幕交易的看法,认为内幕交易是对企业家的奖励,禁止内幕交易的成本高昂且收效不大,不应禁止内幕交易。

二、对内幕交易应澄清的几个问题

1.内幕交易不等于不公平。

内幕交易是对企业家的奖赏(Manne, Henry 1996),它会推动股份公司重组、创新。上市公司发生对股票价格构成重大影响的事件,必然要经历一个过程,从一般意义上讲,这一阶段公司的信息属于商业秘密,属于内幕信息。股份公司只要按照政府有关部门规定的时间及时披露相关信息即可,在按规定公布前的信息就是内幕信息,应成为股份公司(主要指公司高管人员)的垄断信息。利用内幕信息进行交易并不等于欺诈。制造虚假信息和藏匿按规定时间披露的真实信息才是政府监管的范围。上市公司高级管理人员利用内幕信息进行交易,获得超额利润是一种正常行为。

2.消除内部交易不具有现实性。

股份公司的信息披露是有时间规定的(年报、半年报、季报和重大信息及时披露等),而上市公司一些情况的变化是随时的。我们总不能要求上市公司每时每刻的一点变化,甚至高层管理者的一点想法都随时公布。所谓信息的及时披露就是指按管理部门规定时间公布上市公司相关信息。消除内幕交易在技术上不具有可能性。国内外大量研究表明,内幕交易具有普遍性,限制内幕交易行为的效果并不明显。

3.内幕交易并不降低市场效率,反而会提高市场效率。

内幕交易会导致股票市场信息不对称,而信息不对称又会引起逆向选择和道德风险,理论界一般认为这会降低市场有效性。但在笔者看来不然,从另一个

角度上讲,内幕交易反而会提高市场的吸引资金的力量,提高市场效率。如果存在一个没有内幕交易的市场,那么该市场就是信息完全对称的,股票市场就是强式有效市场(Fama,1970),股票价格反映上市公司的全部信息,不存在投资者想象之外的价格波动,股票市场便会只有投资者而没有投机者,股价就不会活跃,成为死水一潭,股票市场就会不存在,还谈什么市场效率呢?事实上,从行为金融学上讲,投资者之所以关注股票市场,就在于股票价格的不确定性。就像足球的魅力就在于其结果和其他项目相比更具有不确定性一样,股票市场的真正魅力(即吸引投资者)就是其价格的不确定性。没有这一特点也就没有股票市场。

4.禁止内幕交易成本远大于收益。

从信息产生到正式公布(年报、半年报、季报、重大事件及时披露等)之间必然有一个时间差。上市公司部分高级管理人员必成为先知先觉一族,他们利用内幕信息进行内幕交易以获得超额利润(利多)或避免损失(利空),这是既不应限制也无法限制的一种交易行为。上市公司信息在按规定公布日前就是内幕信息,政府根本无法限制内幕交易。很简单,内幕人员根本不用自己的名字开设股票帐户,技术难度很小,很容易做到。政府监管起来成本会非常高,而且效果不会好。托普重组川长征时魏礼群的行为被界定为内幕交易,没收了其非法收益并处以罚款,其实他利用很简单的手段就可以避开惩罚。政府禁止的不是内幕交易,而是藏匿真实信息和制造虚假信息的欺诈行为,并规定相应的惩罚措施。

规范股票市场,政府的调控范围是:

1.明确信息披露的时间和方式。

信息披露制度一直是证券市场中最基本的制度安排之一,建立和完善这一制度的过程就是证券界对其有效性、合理性、公平性不断进行辩论和求证的过程。

2.对制造虚假信息和藏匿真实信息进行处罚。

在各国股票市场中,政府监管部门应建立对虚假陈述、藏匿真实信息或延缓公布真实信息的监控系统,而不是监管内幕交易。

(作者单位:吉林大学商学院)

(责任编辑:耿佳)