

doi:10.3969/j.issn.1672-626x.2017.02.007

证券市场内幕交易研究现状与展望

李琦,乐菲菲

(济南大学 商学院,山东 济南 250022)

摘要:国内外针对内幕交易的研究文献众多,但在内幕交易的概念界定、内幕交易的影响、内幕交易的识别研究、内幕交易的影响因素、内幕交易的监管研究等方面仍存在不足。为此,需要结合中国实际情况,选取合适的研究方法来分析中国证券市场内幕交易问题,并从中创新性地得到理论基础性研究以及模型研究,包括丰富内幕交易内涵、形成有效的内幕交易识别体系、突破内幕交易单一影响因素考虑、突破内幕交易监管定性研究。

关键词:证券市场;内幕交易;监管

中图分类号:F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-626X(2017)02-0047-06

一、引言

自20世纪80年代以来,随着证券市场的迅速发展和越来越多的国家及地区对内幕交易监管的日益重视,内幕交易已成为业界和学界关注的重要议题。从目前的研究文献看,国外对证券市场内幕交易的研究始于20世纪60年代。80年代中后期,现代金融理论和行为金融学的出现进一步带动了内幕交易文献的大量涌现。相对而言,国内由于资本市场起步较晚,对内幕交易的研究从20世纪90年代才开始。但是,尽管如此,国内外对这一问题的探讨仍具有高度的契合,即主要集中在以下五个方面:内幕交易的概念界定、内幕交易的影响、内幕交易的识别、内幕交易的影响因素以及内幕交易的监管研究。

二、内幕交易研究现状

(一)内幕交易的概念界定

内幕交易行为从开始至今此起彼伏,从未间断。但是国内外众多学者对这一概念并没有形成统一的认识,给予其定义也是互有关联却又存在些许差异。

国外学者 Suter(1989)研究指出,内幕交易是指内幕交易者利用普通投资者无法获取的未公开的重要信息进行证券买卖的行为。Larry. D.Soderquist(1997)认为内幕交易是公司职员或者高管或其他与公司有信赖关系的人,在具备信息优势的前提下,购买或出售公司股票的行为。简而言之,内幕交易(Insider Trading)为在掌握“实质性的非公开信息”(Material Nonpublic Information)的情况下进行证券交易以此获利的行为。^[1]

国内也有不少学者对内幕交易进行了不同界定。例如,内幕交易又称内部人交易或知情交易,是指行为人以获取利益或者减少损失为目的,利用内幕信息进行证券交易活动的行为。^[2]后来随着证券市场的日臻成熟,关于内幕交易的概念也越来越具体化和细致化。许多学者就这一概念进行了充盈,不仅在定义中指出内幕交易的主体即内幕人和以不正当手段获取内幕消息的其他人员,而且还将内幕信息界定为“涉及证券发行、交易或对证券市场价格有重大影响的非公开的信息”,同时将“买卖证券的行为”具体化为泄露内幕消息、根据内幕消息买卖或者

收稿日期:2016-12-15

基金项目:山东省社会科学规划项目(14CWXJ01)

作者简介:李琦(1993-),女,山东菏泽人,济南大学商学院硕士研究生,主要从事公司理财研究;乐菲菲(1970-),女,新疆北屯人,济南大学教授,管理学博士,硕士生导师,主要从事公司理财研究。

建议他人买卖证券的行为。^[3-5]这一概念普遍被大众接受,而且与我国实施的《中华人民共和国证券法》的规定几乎持同。该定义基本上涵盖了内幕交易行为的基本构成要件,具有较高的科学合理性。

(二)内幕交易的影响

关于“内幕交易的影响”或者说“内幕交易是否应被禁止”这一问题,一直是国外学者争论不休的话题。其主要观点大致分为两派,一派认为内幕交易对证券市场有积极的作用。这主要基于以下三点原因:内幕交易是一种无受害人的犯罪;内幕交易有助于市场达到强式有效;内幕交易是对管理层的一种廉价有效的激励补偿机制。^[6]这一派主要活跃在20世纪60年代初期,且该方面的研究基本上只是停留在经验研究的水平。20世纪80年代中后期,另一派开始盛行,认为内幕交易对证券市场具有消极作用。这一观点也主要基于以下三点理由:内幕交易是针对公司信息进行的一种偷窃行为;内幕交易破坏市场公平;内幕交易增加交易成本,导致市场流动性降低,破坏市场效率。^[7-9]

国内学者同样针对内幕交易的影响做了许多研究,但主要关注于其消极作用,认为内幕交易对证券市场的这一消极作用集中体现在两大方面,一方面是对证券市场三个基本属性的影响,包括市场效率、流动性和波动性;另一方面是对内幕交易者、外部交易者、上市公司市场三类参与方的影响。主要结论如下:内幕交易者一般会从内幕交易中获取超额利益;内幕交易容易导致市场不公平,从而对外部交易者产生不利影响;内幕交易会损害公司声誉,同时导致上市公司融资成本提高,未来新增投资下降;不仅如此,内幕交易容易引起市场流动性和波动性变化,并导致市场信息低效率。^[10-17]

(三)内幕交易的识别

国外关于内幕交易的识别研究,主要包括EKOP模型和知情交易概率测度方法。^[18-19]其中,从专家参加市场交易行为视角提出的完全不同于EKOP模型的知情交易概率测度方法,克服了EKOP模型中一只股票仅有一个知情交易概率的缺陷,能估计出每一笔或者每个交易时间段的知情交易概率。但其也存在不足,这主要体现在这一方法仅适用于存在做市商的报价驱动市场,而世界上多数证券市场为订单驱动市场,因此方法缺少普适性。

国内也围绕这两类模型进行了相关的内幕交

易识别研究。^[20-21]但是国内更倾向于以事件研究法和基于换手率的Logistic模型来识别内幕交易行为,其中基于Logistic模型建立的内幕交易判别体系明显具有更高的判别率。^[22-23]而针对事件研究法,其主要用于对内幕交易的存在性和存在形式进行探讨,也就是说探讨某些事件中可能引发的内幕交易行为并为此提供证据。研究结论发现,我国上市公司控制权转移、股权分置改革以及业绩预告等活动中常伴随着内幕交易的发生,且大多数内幕交易都是围绕利好消息。^[24-26]李心丹等指出,股权分置改革后,在进入全流通时代的中国资本市场中,大股东和机构投资者利用信息、资金以及控制权等优势进行内幕交易的动机更强,内幕交易将更为严重。^[27]

(四)内幕交易的影响因素

1. 内幕交易与公司治理

国内外学者致力于从公司的股权结构、董事会特征、信息披露水平等方面对哪类上市公司更容易发生内幕交易行为展开探讨,探讨结论普遍支持内幕交易大多发生在治理较差的上市公司。

国外学者Shleifer、Tirole、Denis等研究指出公司治理是发生内幕交易行为的关键性影响因素。^[28-30]其中信息透明度、股权集中度、薪酬激励机制、管理层持股比例,甚至公司规模都在一定程度上对内幕交易产生正相关或负相关的影响。^[31-33]

国内学者也基本认同以上结论,认为脆弱的公司治理滋生内幕交易的动机。^[34-35]另外,除了以上国外学者所考虑的因素外,沈冰等还发现内幕交易与董事会会议、独立董事占比存在显著负相关。^[36]凌玲等研究也发现控制权越大,或者股权制衡水平越低,上市公司发生内幕交易的可能性越大。^[37]

2. 内幕交易与法律环境

从LLSV的“法与金融”经典理论开始,诸多研究还论证了法律规制的强弱对内幕交易行为有着重要的影响。王春峰提到,我国证券立法所存在的不足以致于难以有效规制内幕交易行为。^[38]曹时礼和梁霄基本持有相似观点,即相关法律法规的缺失必然导致内幕交易者有恃无恐。另外在法律制度环境下,陈小林通过实证研究表明,若在法律规制比较健全条件下,投资者合法权益便能得到更好的保护,内幕交易的发生率便会随之降低。^[39]沈冰等在此基础上,发现在法律制度环境较差的地方,内幕交易发生的概率则会有所上升。

(五)内幕交易的监管

1. 国外研究动态

国外学者主要从法学、金融学、经济学等领域对内幕交易的监管进行研究。其主要研究视角包括三个方面:一是基于内幕交易监管的必要性;二是考虑到内幕交易监管的有效性;三是针对内幕交易监管模式的最优。

内幕交易监管的必要性。这一方面主要是考虑到内幕交易的公司效应和市场效应,对此问题,学术界迄今为止并无统一看法。争论的焦点集中在内幕交易对于经理与股东利益冲突的代理问题影响上,并由此产生对内幕交易监管必要性的争论。^[40-42]

内幕交易监管的有效性。这一方面主要是将内幕交易的福利效应纳入考虑范围。如 Haddock 和 Marcey 通过私人利益范式模型,指出内幕交易的监管主要是从财富分配的角度考虑。^[43] Fisherman 和 Hagerty 提出了分辨内幕交易者和市场专家的模型,指出在一定条件下禁止内幕交易可以提高股价有效性。^[44] 总体上看,该类研究显得比较零散,其中包含了更多对于内幕交易的价值判断和公平性方面的考虑,研究本身也缺乏一致公认的结果。

内幕交易监管模式的最优。Chowdhry 等考虑内幕交易超额收益被监管者罚没的概率,通过模型得到的监管政策既不是对内幕交易的无限制也不是完全禁止。^[45] Shin J 提出了测量监管力度的指标,指出在监管导致市场专家信息精度提高的条件下,最优的监管政策可容许少量的内幕交易。^[46] Bernardo 从社会福利的角度分析了在契约约束条件下内幕交易的成本,应该禁止公司管理人员的内幕交易达到社会福利最优。^[47]

2. 国内研究动态

我国对内幕交易监管的研究包括两大领域,分别是法学和经济学,其中法学领域为主要领域,大多集中于对证券市场内幕交易法律法规的解读,探讨如何从法律角度加强对内幕交易行为的监管;而经济学领域研究起步较晚,且大多集中于内幕交易行为的有效性分析,并据此简单提出政策建议,所以实质性意义不大。由此可见,法学界的研究广度和深度要远远大于经济学界。

法学界研究以内幕交易的监管手段、惩罚措施和适用条款为主,目的在于为监管工作提供借鉴指导;经济学界研究主要内容是对内幕交易监管的效

率或者说是有效性进行探讨。^[48-53]

三、现有研究不足之处

尽管国内外针对内幕交易的研究文献众多,其成果也可谓是相当丰富,但仍存在以下不足:

1. 内幕交易的概念界定,随着社会的进步和学术界的不断深入,众多学者都在努力尝试将内幕交易这一概念尽可能地具体化、全面化和易于量化。但是国内外尚未形成统一定论的原因之一,便是我国面临的都是非法的内幕交易,而针对国外而言,研究样本多为“合法的内幕交易”。这一国情不同带来的研究样本的差异性在一定程度上阻碍了内幕交易概念达成共识。

2. 内幕交易的影响,虽然至今学者仍未取得一致的意见,但是从上述分析来看,不难发现内幕交易的负面影响远远大于它所带来的积极影响,所以后者在学术界占据主流地位。因此,我们在对内幕交易监管方面仍然需持肯定态度,以防止内幕交易对整个资本市场带来更大的危害。但当前在此方面的研究往往忽视了以下两点:其一,内幕交易的形式和分类多种多样,比如分红型内幕交易、并购型内幕交易、重大事件内幕交易等等,由于内幕交易的形式和分类不同,所以产生的影响以及影响程度也存在差异,进而由影响所带来的监管措施也会有所不同;其二,目前在大多数研究文献里,主要针对内幕交易者的影响研究居多,而对于外部交易者的影响鲜有着重提及。外部交易者作为基于技术分析的理性投资者,受市场深度的影响,不可避免地也将受到内幕交易行为的影响,但具体影响路径以及影响程度尚未深入、具体地涉及。

3. 内幕交易的识别研究,学者在选择甄别方法时,并未充分考虑到各种方法的普适性,即需要考虑到各国金融证券的发展环境、证券市场的运行机制、证券监管和法律体系以及投资者的异质性等等来选择合适的方法进行相应研究。另外这些识别方法在实际监管当中的可操作性还有待考量,因为并未提出更多具有针对性的政策建议,所以其实际应用价值尚处于待估状态。

4. 内幕交易的影响因素,目前的研究相对来说还比较欠缺。大多数学者仅仅关注于公司治理对内幕交易的影响,但是公司治理包括诸如股权结构、激励机制等多方面的内容,公司治理的不同方面可能对内幕交易产生的影响存在质的差异,而现有的

研究多是指向公司治理的某一个方面,并不能全面反映公司治理对于内幕交易的影响。另外,公司治理这一因素主要基于上市公司层面,而内幕交易涉及到的参与方还有很多,比如监管者、投资者等等,目前尚无文献对此进行相关探讨。

5. 内幕交易的监管研究,其理论与监管模型还有待进一步丰富和深入。单纯从立法不足来考虑监管制度的缺陷对内幕交易监管的影响,虽说有一定现实意义,但是我国对于内幕交易的立法可谓是越来越完善和健全,其不足以成为导致监管效率低下的首要原因。因此,监管在何种程度最优,又该如何结合本国实际借助于模型来剖析内幕交易监管的执法水平和效率应成为当前考虑的问题。

四、研究展望

通过以上国内外文献梳理,发现我国对内幕交易的研究尚处于起步并进入逐渐发展阶段。目前主要对国外已有成果进行了相应的整合,而真正结合中国实际情况,选取合适的研究方法来分析中国证券市场内幕交易问题,并从中创新性地得到理论基础性研究以及模型研究的少之又少。因此,有待在以下几个方面有所突破和创新:

1. 丰富内幕交易内涵

尽管国内外针对内幕交易的内涵已有了相对完善的界定,但在其细节的明确上还有待进一步拓展和延伸。比如在内幕人的规定上,学者一般将内幕交易人分为内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的其他人这两类,但是对于“什么才属于非法获取”这一问题,还有待进一步明确。另外,在其定义中还将高级管理人员列入内幕信息知情人范围内,但是究竟哪些为高级管理人员,也难以准确对其定位。而在内幕信息的规定上,一方面是未公开性,但是内幕信息非公开性界限难于精确划分;一方面是重大性,何种程度为“重大”,在其定义中也并未发现具体说明。因此,内幕交易的内涵需要国内外学者思想的碰撞和融合,在根据自身国情的基础上,寻求内涵界定的共性,并保留只适用于本国实际的差异,以此来对内幕交易内涵进行丰富和深化,争取实现相对统一并且易于量化的界定。

2. 形成有效的内幕交易识别体系

国内对内幕交易识别的研究较为分散,各种方法都有涉及和运用,但并未考虑到这些方法的普适性。因此,我国在对内幕交易识别的研究中,不仅仅

需要识别出它的存在性,更有必要在考虑我国为订单驱动市场的前提下,研究出一个可供监管部门使用的识别内幕交易行为的模型方法,找寻提高内幕交易行为识别正确率与稳健性的最优方法,从而对内幕交易行为作出实时监控。

3. 突破内幕交易单一影响因素考虑

无论是国外还是国内的研究,都注重于探讨内幕交易发生期间,较少有从事前和事后进行分析。事前主要是指内幕交易形成的原因,也就是内幕交易影响因素,并且大多数学者仅仅局限于从微观层面的公司治理出发进行探讨,忽略了公司治理因素之间的差异性以及证券市场其他参与方对内幕交易的影响,如投资者、市场本身、监管者等等。而在考虑法律制度环境对其影响的同时,尽管健全的法律是提高公司治理水平、保护投资者利益以及促进金融市场健康发展的重要途径,但是法律的完善并非朝夕而就,因此需要寻求法律制度之外的替代机制来给予支持。这就提出了疑问,那就是在考虑内幕交易影响因素时,是否应该将法律之外的替代因素也考虑在内。

4. 突破内幕交易监管定性研究

在监管方面,由于我国非强势有效市场的现状、监管部门监管力度不足等外因以及内幕交易手法多样化、取证甄别难度较大等内因,使得内幕交易行为的监管一直是我国证券监管部门的难题。所以如何对其进行有效监管从而规范证券市场,在当前我国深化改革的关键时期显得尤为重要。但是,我国内幕交易的监管研究目前仍处于定性研究阶段,侧重于从法学的角度对监管法律法规条文的不足等方面进行剖析,而对监管执法的效率、成本对监管效果的影响缺乏广泛和深入的研究。而从经济学考虑,只是在模型之后简单地提出政策建议,并无较大针对性、应用性和可操作性。所以,如何在符合本国国情的条件下,借助于模型来对内幕交易监管的有效性和最优进行较为全面地探讨,有必要成为当前的重要议题。

参考文献:

- [1] Easley D, Kiefer N M, O'Hara M, et al. Liquidity, Information, and Infrequently Traded Stocks [J]. The Journal of Finance, 1996, (4): 1405-1436.
- [2] 马元驹,张军,杜征征.内幕交易与内幕交易监管综述[J].

- 经济学动态,2009,(9):85-88.
- [3] 晏艳阳,赵大玮.我国股权分置改革中内幕交易的实证研究[J].金融研究,2006,(4):101-108.
- [4] 李捷瑜,王美今.内幕交易与公司治理:来自业绩预告的证据[J].证券市场导报,2008,(12):59-66.
- [5] 张俊瑞,白雪莲,孟祥展.启动融资融券助长内幕交易行为了吗?——来自我国上市公司的经验证据[J].金融研究,2016,(6):176-192.
- [6] Finnerty J E. Insiders and Market Efficiency [J]. The Journal of Finance,1976,(4):1141-48.
- [7] George,TJ. The Impact of Private and Public Information on Market Efficiency [R].University of Michigan, Working Paper, 1988.1-64.
- [8] King M, Roell A. Insider trading [J].Economic Policy, 1988,(2):15-15.
- [9] Collin-Dufresne P, Fos V. Insider Trading, Stochastic Liquidity, and Equilibrium Prices[J]. Econometrica,2016,(4):1441-1475.
- [10] 史永东,蒋贤锋.内幕交易、股价波动与信息不对称:基于中国股票市场的经验研究[J].世界经济,2004,(12):54-64.
- [11] 谢志华,肖泽忠.内幕信息、私下披露及其控制[J].会计研究,2000,(10):29-35.
- [12] 祝红梅.内幕信息、内幕交易及其管制[J].南开经济研究,2002,(2):16-20.
- [13] 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.
- [14] 王伟.我国证券市场内幕交易:形成机制与经济后果研究[D].成都:西南财经大学,2012.
- [15] 张宗新,沈正阳.内幕操纵、市场反应与行为识别[J].金融研究,2007,(6):120-135.
- [16] 曾庆生.公司内部人具有交易时机的选择能力吗?——来自中国上市公司内部人卖出股票的证据 [J]. 金融研究,2008,(10):117-135.
- [17] 屈文洲,谢雅璐,高居先.信息不对称、流动性与股权结构——基于深圳证券市场的实证研究[J].南开管理评论,2011,(1):44-53.
- [18] Easley D, Kiefer N M, O'Hara M, et al. Liquidity, Information, and Infrequently Traded Stocks[J]. The Journal of Finance,1996,(4):1405-1436.
- [19] Nyholm K. Inferring the Private Information Content of Trades: a Regime-Switching Approach [J]. Journal of Applied Econometrics,2003,(4):457-470.
- [20] 杨之曙,姚松瑶.沪市买卖价差和信息性交易实证研究[J].金融研究,2004,(4):45-56.
- [21] 张宗新.内幕交易行为预测:理论模型与实证分析[J].管理世界,2008,(4):24-35.
- [22] 汪贵浦,池仁勇,陈伟忠.中国证券市场内幕交易的信息含量及与操纵市场的比较[J].中国管理科学,2004,(4):131-137.
- [23] 黄素心,王春雷.证券市场内幕交易行为甄别研究[J].金融理论与实践,2011,(9):92-96.
- [24] 唐雪松,马如静.内幕交易、利益补偿与控制权转移——来自中国证券市场的证据[J].中国会计评论,2009,(1):29-52.
- [25] 傅勇,谭松涛.股权分置改革中的机构合谋与内幕交易[J].金融研究,2008,(3):88-102.
- [26] 蔡宁.信息优势、择时行为与大股东内幕交易[J].金融研究,2012,(5):179-192.
- [27] 李心丹,宋素荣,卢斌,等.证券市场内幕交易的行为动机研究[J].经济研究,2008,(10):65-79.
- [28] Shleifer A, Vishny R W. A Survey of Corporate Governance[J].The Journal of Finance,1997,(2):737-83.
- [29] Tirole J. Corporate Governance [J].Econometrica, 2001,(1):1-35.
- [30] Dennis P J, Strickland D. Who Blinks in Volatile Markets, Individuals or Institutions?[J].The Journal of Finance,2002,(5):1923-1949.
- [31] O'Hara P A. The Association for Evolutionary Economics and the Union for Radical Political Economics: General Issues of Continuity and Integration[J]. Journal of Economic Issues,1995,(1):137-159.
- [32] Porta R L, Lopez-De-Silanes F, Shleifer A. Corporate Ownership Around the World [J].The Journal of Finance,1999,(2):471-517.
- [33] Noe C F. Voluntary Disclosures and Insider Transactions[J].Journal of Accounting & Economics, 1999,(3):305-326.
- [34] 沈根祥,李春琦.中国股票市场透明度改革效果的理论与检验[J].财经研究,2008,(6):62-73.
- [35] 李琦,乐菲菲.我国证券市场内幕交易现状及成因分析[J].上海商学院学报,2016,(3):101-106.
- [36] 沈冰,郭粤,傅李洋.中国股票市场内幕交易影响因素的实证研究[J].财经问题研究,2013,(4):54-61.
- [37] 凌玲,方军雄.公司治理、治理环境对内幕交易的影响[J].证券市场导报,2014,(6):63-68.
- [38] 王春峰,蒋祥林,韩冬.中国股市的内幕交易及监管——国际经验与中国的对策 [J]. 国际金融研究,2003,(3):57-63.
- [39] 陈小林.信息环境、法律制度与投资者利益保护[J].经济经纬,2011,(4):131-135.
- [40] Carlton D W, Fischel D R. The Regulation of Insider

- Trading[J].Columbia Law Review,1980,(3):201-211.
- [41] Kraakman, R.,The Legal Theory of Insider Trading Regulation in the United States [A].Hopt,K., E. Wymeersch.European Insider Dealing [C].London: Butterworths,1991.39-54.
- [42] Klock, M.,Mainstream Economics and the Case for Prohibiting Insider Trading [J].Georgia State University Law Review,1994,(10):297-335.
- [43] Haddock D D, Macey J R. Regulation on Demand: A Private Interest Model, with an Application to Insider Trading Regulation [J].The Journal of Law and Economics,1987,(2):311-52.
- [44] Fishman M J, Hagerty K M. Insider Trading and the Efficiency of Stock Prices[J].South China Journal of Economics,2006,(1):106-122.
- [45] Chowdhry B, Nanda V. Multimarket Trading and Market Liquidity[J].Review of Financial Studies, 1991,(4): 483-511.
- [46] Shin J. The Optimal Regulation of Insider Trading [J]. Journal of Financial Intermediation,1996,(1):49-73.
- [47] Bernardo A E. Contractual Restrictions on Insider Trading: a Welfare Analysis[J].Economic Theory,2001,(1):7-35.
- [48] 张宗新,杨怀杰.内幕交易监管的国际比较及其对中国的启示[J].当代经济研究,2006,(8):32-36.
- [49] 何青,房睿.内幕交易监管:国际经验与中国启示[J].经济理论与经济管理,2013,(7):17-24.
- [50] 朱伟骅.内幕交易监管与监管困境研究综述[J].证券市场导报,2007,(9):33-37.
- [51] 唐齐鸣,黄素心,王春雷.内幕交易者的交易策略与最优监管研究[J].数量经济技术经济研究,2007,(8):90-99.
- [52] 姜华东,乔晓楠.内幕交易监管、投资者交易策略与市场利益分配[J].财经研究,2010,(5):102-112.
- [53] 刘晓峰.内幕交易监管效率与上市公司高管薪酬——一个理论模型[J].经济学(季刊),2013,(1):265-286.

(责任编辑:刘同清)

Present Situation and Prospect of the Research of Inside Trading in Security Market

LI Qi, YUE Fei-fei

(School of Business, University of Jinan, Jinan Shandong 250022, China)

Abstract: There are still many researches on insider trading at home and abroad, but there are still some problems in the definition of insider trading, the influence of insider trading, the identification of insider trading, the influencing factors of insider trading and the supervision of it. Therefore, it's necessary to select the appropriate research methods with the current situation of China to analyze this problem in China's securities market. At the same time, in order to get the basic theoretical research and the model research, we need to enrich the connotation of insider trading, form an effective discernment system, break the restraints of the single influencing elements and the qualitative study on the regulation.

Key words: security market; insider trading; regulation