

# 内幕交易对公司股价的影响

——基于新潮实业等四只股票的实证研究

屠新曙, 李 倩

(华南师范大学 经济与管理学院, 广东 广州 510006)

**[摘要]**内幕交易破坏了证券市场的正常秩序,影响了正常股价,这不仅使得大多数股民在一个不公平的市场环境下进行交易,而且使得中小股民的利益受到损失。对证监会查处的涉及内幕交易的四只股票在未发生内幕交易时期的股价和发生内幕交易时期的股价进行实证分析后发现:在发生内幕交易期间,实际股价明显偏离正常预测股价,差异率的绝对值也呈明显上升趋势,而未发生内幕交易时期的实际股价基本符合正常预测股价走势,差异率的绝对值也呈随机游走状态,这说明内幕交易对股价有着很大的影响。

**[关键词]**内幕交易监管;证券市场;股权分置改革;异常股价;公司股票价格;股票交易

**[中图分类号]**F832.5 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2013)03-0064-08

信息的变化对股票价格有着直接的影响作用,股票价格对信息变化的敏感性要求证券市场能够处于一个公开、公平、公正的环境之中。然而,在股票交易的过程中,一些内部知情人往往会利用已获取的内幕信息直接或者间接地进行证券交易,从中获取一些不正当利益,这就形成了内幕交易。少数人因为内幕交易获得了巨额利益,但大部分中小股民的利益却因为内幕交易受到了严重损害。内幕交易破坏了证券市场的正常运作机制,影响了正常股价。

国外对内幕交易的监管起步较早,美国早在1934年就出台了针对禁止内幕交易的法律。与西方国家相比,我国对内幕交易的监管起步较晚,我国于1999年出台的《证券法》首次提出了禁止内幕交易的规定。2001年,中国证监会在上海、深圳、成都、广州、天津、沈阳、西安、武汉、济南等全国九个大会的证管办成立了稽查局,这标志着我国证券市场进入了一个“规范运作,依法监管”的新阶段。2005年,我国证券市场迎来了革命性的时刻,证监会启动了股权分置改革的试点工作,这表明政府开始着手解决股权分置这一困扰我国证券市场发展的重大制度问题。然而,实践表明,这一举措促进了上市公司的并购重组。上市公司的并购重组有利于促进企业的产业结构调整、加快资源向优势企业集中,但具有环节复杂、涉及面广等特点,这无疑为内幕交易提供了温床。近些年来,我国内幕交易案件层出不穷,据我国证监会稽查局统计数据显示,从2010年至2012年4月,监管部门共查处内幕交易案件122起,非正式调查193起,移送公安机关的内幕交易案件36起,占同期移送案件总量的64%<sup>[1]</sup>。同时,我国对内幕交易的严打力度一直在加强,由最高人民法院、最高人民检察院审议通过的首部关于内幕交易的司法解释《关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问

**[收稿日期]**2012-09-25

**[作者简介]**屠新曙(1968—),男,浙江萧山人,华南师范大学经济与管理学院教授,硕士生导师,博士,主要研究方向为金融工程;李倩(1986—),女,陕西宝鸡人,华南师范大学经济与管理学院硕士生,主要研究方向为金融工程。

题的解释》于 2012 年 6 月 1 日起施行,这意味着我国对内幕交易的监管又上了一个新台阶<sup>[2]</sup>。

## 一、文献综述

在国外关于内幕交易的研究文献中,Manne 是较早对内幕交易和证券市场进行研究的学者,他认为内幕交易对证券市场有着积极作用,故内幕交易不应该被禁止<sup>[3]</sup>。Leland 运用理论预期模型对内幕交易进行研究后发现,内幕交易虽然可以增加股票的平均价格,但会使股票价格的波动性增强,因此内幕交易应该被禁止<sup>[4]</sup>。Chakravarty 和 McConnells 将股票交易分为内部人交易和非内部人交易两类,把非内部人交易再进一步划分为卖出交易和买入交易。他们通过分析内部交易人和非内部交易人的交易量与股票价格上涨量之间的关系来判断内幕交易是否造成了股票价格的波动<sup>[5]</sup>。Aggarwal 等最早提出了信息搜索者的概念,他们构建了一个含有内幕交易者、非内幕交易者、信息操纵者以及信息搜索者的模型,并运用这个模型对美国股票市场的内幕交易行为进行了研究。研究结果表明,当内幕操纵者卖出股票时股价的流动性高于内幕操纵者买入时,而且此时股价的流动性和波动性较大,则股票的价格会更高<sup>[6]</sup>。Minerma 提出了一种新的计算内幕交易者超常收益率的方法——潜在概率法(Potential Deterministic Disgorgemen, PPD),这种方法不要求观测期很长,且与市场弱势有效假设相符合,计算量相对较小<sup>[7]</sup>。Vinh 等检验了 718 个在越南新兴股票市场的股票分割事件,研究结果表明股票分割引起的非法内幕交易更容易引起企业内部的非正常运转<sup>[8]</sup>。

国内学者在内幕交易方面也作了大量的研究。何佳和何基报以深圳证券交易所 1999 年至 2000 年全部上市公司的 A 股作为研究对象,研究了它们在重大事件(如股权转让、重大人事变动、重大投资等行为)前后的股价波动情况,结果表明我国股票市场存在严重的内幕交易行为<sup>[9]</sup>。史永东利用 PPD(Potential Deterministic Disgorgemen)法检测了发生内幕交易时股票的超常收益率,并运用 LMSW 方法<sup>①</sup>检测了内幕交易过程中的信息不对称现象<sup>[10]</sup>。汪贵浦等研究了 1993 年至 2000 年中国证券市场的内幕交易行为以及市场操纵行为,他们发现,中国证券市场的内幕交易在股票买进时不能取得超额收益,在股票卖出时会误导投资者进行投资,而基于市场操纵的内幕交易能够对市场产生很大的影响<sup>[11]</sup>。张宗新等运用 Logistic 模型从非参数分析的角度引入决策树模型对样本进行了实证研究,结果表明我国证券市场存在严重的内幕操纵行为<sup>[12]</sup>。晏艳阳、赵大伟和田满文对我国股权分置改革的第一批和第二批试点公司股票超常收益率和相对交易量的变化进行了研究,同时还研究了它们的公告效应和内幕交易效应,结果表明,我国证券市场在股权分置改革期间存在较为严重的内幕交易现象<sup>[13-14]</sup>。李心丹等从内幕交易者的行为动机角度出发,建立了内幕交易行为动机结构模型,分析了影响内幕交易的各个因素,并得出了有价值的研究结论:正向激励(如巨额利益)会促使投资者从事内幕交易行为;负向激励(如国家的相关法律法规)会弱化投资者进行内幕交易的倾向。另外,投资者的自我感知、上市公司的信用等都是影响投资者是否会从事内幕交易的动机指标<sup>[15]</sup>。贝政新和袁理将从时间序列角度总结的内幕交易新特征指标引入到 Logit 模型中,分别建立了在利好和利空时的内幕交易甄别模型,通过分析利好和利空时的不同甄别因子对内幕交易行为进行甄别判断<sup>[16]</sup>。黄素心和王春雷构建了一个基于 GARJI 模型的实时监控系统,该系统从信息抵达和动态跳跃的角度检测股票市场是否发生内幕交易,并选取了三普药业、宝钢股份等涉及过内幕交易且被处罚过的 8 只股票进行了检验,结果表明此系统的检验效果良好,有助于协助监管部门对内幕交易进行监管<sup>[17]</sup>。

从已有的国内外关于内幕交易对股票影响的文献中可以看出,大多学者通过研究内幕交易前后股票收益率的变化来判断内幕交易对股票价格的影响作用。本文主要对内幕交易前后股票价格的变化进行研究,并对未发生内幕交易和发生内幕交易时的股票价格进行比较分析,以便更加直观地看到在内幕交易期间内幕交易行为对股价的影响,对有效鉴别和防范证券市场的内幕交易行为起到一定

<sup>①</sup>LMSW 方法是 Llorente 等人在 2001 年提出的一种测量交易过程中信息不对称的方法。

的作用,而且还可以为我国监管部门遏制内幕交易行为提供依据。

## 二、研究设计

关于内幕交易的研究方法,最著名的就是事件研究法(Event Study),这种方法是基于有效市场这一基本假设为前提的,即股票价格能够反映所有已知的公共信息,因为投资者是理性的,投资者对新信息的反应也是理性的。事件研究法的基本思想是:首先设定发生事件的时间段为事件窗口,未发生事件的时间段为估计窗口,通过估计正常收益来计算事件窗口期的异常收益、异常收益率和累计异常收益率,然后进行统计检验,以此来判断内幕交易对公司股票价格的影响。事件研究法的基本步骤是:确定事件的事件日以及事件期—界定事件的估计期—计算正常收益率—估计超额收益率—统计检验。目前国内学者关于内幕交易的研究一般都采用事件研究法。

事件研究法通过估计收益率来研究内幕交易,然而在实际生活中,大部分人还是比较关心最直观的股价,所以本文在借鉴已有的采用事件研究法对内幕交易的股票异常收益率进行研究的基础上,从直观的股价角度出发,通过研究异常股价来判断是否发生内幕交易。本文设定了估计期1、估计期2和事件期,通过估计期1得出的模型对估计期2和事件期的股价进行估计,并计算出异常股价以及差异率的绝对值,通过折线图对这两个时期的股价及差异率进行对比分析,以此来研究内幕交易对上市公司股价的影响。

### (一) 事件的窗口期

借鉴事件研究法,本文首先确定事件的事件窗和估计窗。估计窗是未发生内幕交易的时期,这个时期选取在内幕交易事件发生之前,估计窗的作用是通过未发生内幕交易时期的股价来确定参数模型,进而用此模型来估计事件窗时期的正常股价。估计窗选取的时间段不能过短,因为这样得不到有效的参数估计值;也不能选取离事件期太近的时间,因为这样容易掺杂事件的因素,从而不能得到有效的参数估计值。基于以上分析,本文选取了距事件发生日之前的120天到220天作为估计期。若把事件发生日<sup>①</sup>记为第0日,则估计窗记为 $[-220, -120]$ 。此外,为了增强结果的准确性和说服力,本文又选取了另外一个估计窗作为检验窗口,此估计窗通过前一个估计窗估计的模型来检验未发生内幕交易时期股价的估计值和实际值,主要是为了与发生内幕交易时期的股价形成一个对比。本文将检验窗口的估计期选为 $[-350, -250]$ ,并定义为估计窗2,将估计窗 $[-220, -120]$ 定义为估计窗1。

事件窗包含了事件发生的整个过程,其中以事件发生日为中心,包括了该发生日之前的一段时间和之后的一段时间。事件发生日是市场获得信息可能发生事件的时间,本文选取公司的首次信息公告日作为事件发生日,选取的事件窗为 $[-20, 20]$ 。

### (二) 模型设立

#### 1. 估计正常股价

估计正常股价模型设立的基本思想是将市场的日收盘指数与单只股票的价格相结合进行研究,这是因为任何证券的价格和市场指数之间都存在相关性。本文在估计正常股价时建立以下模型:

$$P_{it} = \alpha_i + \beta_i P_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, $P_{it}$ 为第*i*只股票在第*t*天的收盘价, $P_{mt}$ 为第*t*天的市场收盘指数。若股票在上海证券交易所上市, $P_{mt}$ 取上海A股市场收盘指数;若股票在深圳证券交易所上市, $P_{mt}$ 取深圳A股市场收盘指数。 $\alpha_i$ 、 $\beta_i$ 为估计参数, $\varepsilon_{it}$ 为残差项。

#### 2. 估计异常股价

异常股价是指实际股价超出正常股价的部分,记为 $AP$ ,计算公式如下:

<sup>①</sup>事件发生日是指市场接收到信息的时点。在有效市场假设的前提下,若市场接收到信息就会对其做出反映。事件公告日不是最后公布实施的时间,而是市场刚刚收到公司要做该决议的时间。本文选取公司的首次信息公告日作为事件发生日。

$$AP = P_{it} - \bar{P}_{it} \quad (2)$$

其中  $P_{it}$  为第  $i$  只股票在第  $t$  天的收盘价,  $\bar{P}_{it}$  为第  $i$  只股票在第  $t$  天所估计的正常股价。

### 3. 差异率的绝对值

为了更加直观、更加清晰地反映出内幕交易对股价的影响,本文还计算了实际股价与估计股价的差异率,记为  $\eta$ ,并对其取绝对值。差异率的绝对值反映了估计股价偏离实际股价的程度,对估计期 2 和事件期的差异率进行比较分析更能说明内幕交易的存在性。差异率的计算公式如下:

$$|\eta| = \left| \frac{\text{估计股价} - \text{实际股价}}{\text{实际股价}} \right| \quad (3)$$

值得说明的是,由于一只正常股票的日涨幅率不超过  $\pm 10\%$ ,因此本文假设股票的涨跌幅在  $\pm 5\%$  内是正常波动,超出这个范围则为异常股价。所以本文在计算事件期差异率的绝对值时,为了更能直观地突出内幕交易对股票价格的影响,本文选取实际股价和估计股价的 95% (股价下跌 5% 的值) 来计算差异率的绝对值。

## 三、实证分析

### (一) 样本选取

本文选取在中国证券监督管理委员会证监会公告的行政处罚决议书中涉及内幕交易的四只股票作为研究样本,这四只股票分别是新潮实业(600777)、浙江东方(600120)、四川圣达(000835)和界龙实业(600836)。选取这四只股票的原因在于它们的内幕交易活动都是近一两年最新发生的案件,具有较强的时效性,而且这四只股票在内幕交易发生期间的数据信息比较完整,这非常有利于本文的研究。四只股票的首次信息公告日时间(事件发生日)以及它们的事件窗和估计窗如表 1 所示。

表 1 样本股票的信息公告日以及研究窗口

证券名称	证券代码	首次信息公告日	事件窗	估计窗 1	估计窗 2
新潮实业	600777	2010/05/15	[-20, 20]	[-220, -120]	[-350, -250]
浙江东方	600120	2009/11/04	[-20, 20]	[-220, -120]	[-350, -250]
四川圣达	000835	2007/02/16	[-20, 20]	[-220, -120]	[-350, -250]
界龙实业	600836	2008/01/10	[-20, 20]	[-220, -120]	[-350, -250]

### (二) 实证结果

在事件期的前期、中期、后期内幕交易对股价的影响如表 2 所示。

由表 2 可以看出,在内幕交易的中后期,股票的平均价格显著上升,内幕交易中期的平均价格明显高于内幕交易前期的价格,这说明内幕交易信息已被市场所吸收,且已反映到股票价格上。内幕交易后期的平均价格高于中期,但增长幅度小于中期对前期的增幅,这说明在后期内幕信息依旧影响着股票价格。从标准差可以看出,中期的标准差显著高于前期的标准差,这说明在中期股价的

表 2 事件期内幕交易对股价的影响

股票代码	变量	[-20, -10]	[-10, 10]	[10, 20]
新潮实业 (600777)	Mean	5.925	6.181	6.735
	$\sigma$	0.315	0.657	0.334
浙江东方 (600120)	Mean	6.737	7.615	8.954
	$\sigma$	0.089	1.055	0.565
四川圣达 (000838)	Mean	8.430	9.020	10.743
	$\sigma$	0.793	1.250	0.447
界龙实业 (600836)	Mean	11.525	15.794	16.5713
	$\sigma$	0.372	1.349	1.087

注:所需数据来源通过 SPSS 软件分析整理所得。

波动明显,后期的股价较中期波动较小,但是较前期依旧波动较大,这说明在后期股价依旧处于高位,只是股价的变化波动较小。接下来,本文将根据所设定的模型估计得出四只股票在估计期 2 和事件期的股价以及差异率绝对值的曲线图,以进一步说明内幕交易对股价的影响。

新潮实业在估计期 2 的估计股价、正常股价以及差异率的绝对值如图 1 所示,在事件期的估计股价、正常股价以及差异率的绝对值如图 2 所示。

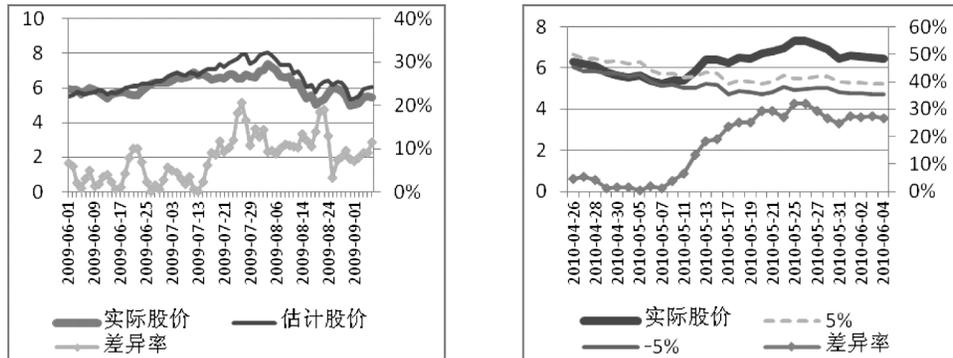


图 1 新潮实业未发生内幕交易时期的股价走势 图 2 新潮实业发生内幕交易时期的股价走势

图 1 展示了新潮实业未发生内幕交易时期的股价及差异率。由图 1 可知,新潮实业在估计期 2 的估计股价基本符合实际股价的走势,差异率的绝对值走势表现为随机游走。图 2 展示了新潮实业在事件期内幕交易对股价的影响。从图 2 可知,在 5 月 7 日之前,估计股价和实际股价的走势很接近,此时的差异率绝对值在 2% 以下。5 月 7 日以后,实际股价开始偏离估计的正常股价且向高处游走,而且从 5 月 7 日到信息公告日(5 月 15 日)这段时间,差异率的绝对值呈快速上升趋势,从 1.25% 快速升至 19.18%。信息公告日之后,实际股价继续上升且在 5 月 25 日达到最高点,之后略有下降后趋于平稳,差异率的绝对值在 5 月 25 日达到最大值 32.21%,之后几天略有下降后保持平稳状态。

浙江东方在估计期 2 的估计股价、正常股价以及差异率的绝对值如图 3 所示,在事件期的估计股价、正常股价以及差异率的绝对值如图 4 所示。

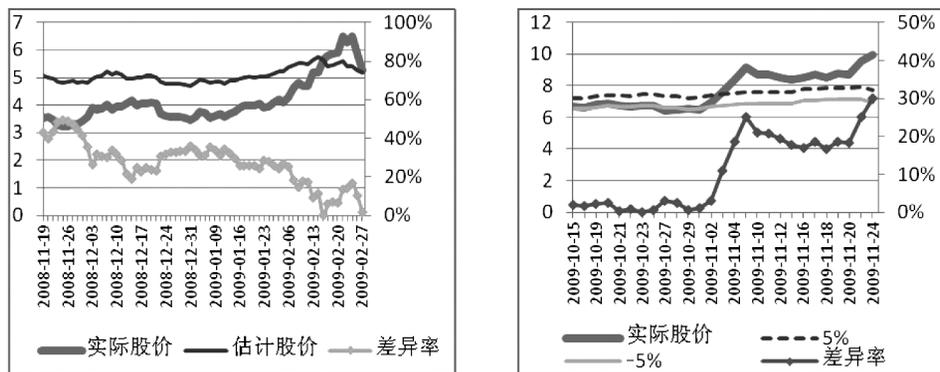


图 3 浙江东方未发生内幕交易时期的股价走势 图 4 浙江东方发生内幕交易时期的股价走势

图 3 是浙江东方未发生内幕交易时期的股价走势。从图 3 可以看出,浙江东方在估计期 2 根据股价估计模型所估计出来的股价与该期的实际股价走势基本一致,差异率绝对值的走势也是没有规律的,这说明股价未受到内幕交易的影响。图 4 展示了浙江东方在事件期内幕交易对股价的影响。从图 4 可以看出,在 10 月 30 日之前,估计股价基本和实际股价吻合,差异率的绝对值最小为 0.03%,最大也只有 3.09%。从 10 月 30 日开始到信息公告日(11 月 4 日),股价开始急速上升,差异率的绝对值也从 1.1% 速升至 18.68%。11 月 4 日到 11 月 8 日浙江东方停牌,11 月 9 日复牌,股价达到最高值,之后有小幅下降后一直趋于平稳到 11 月 20 日。11 月 20 日之后,股价又开始上升,差异率的绝对值在复牌当天达到最大值 25.19%,然后小幅下降到 11 月 20 日,之后又开始上升,在 11 月 24 日达到 29.92%。

界龙实业在估计期2的估计股价、正常股价以及差异率的绝对值如图5所示,在事件期的估计股价、正常股价以及差异率的绝对值如图6所示。

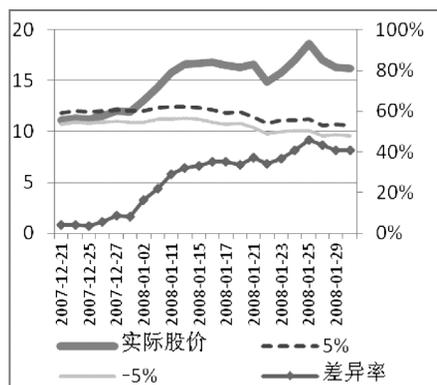
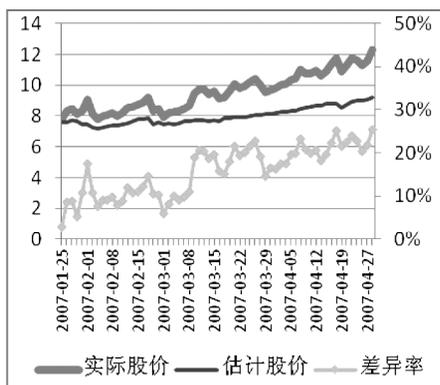


图5 界龙实业未发生内幕交易时期的股价走势 图6 界龙实业发生内幕交易时期的股价走势

图5是界龙实业未发生内幕交易时期的股价走势。从图5可以看出,虽然界龙实业的实际股价走势较为曲折,估计股价的走势较为平坦,但根据股价估计模型所估计出来的股价与该期的实际股价走势基本趋于一致。差异率的绝对值走势呈随机游走状态,说明股价未受到内幕交易的影响。图6展示了界龙实业在事件期内内幕交易对股价的影响。从图6可以看出,在12月25日之前,估计股价和实际股价的走势基本吻合,差异率的绝对值在5%以下;从12月25日起股价开始上升,差异率的绝对值也开始上升,到信息公告日(1月10日)实际股价已经远远偏离估计的正常股价,差异率的绝对值也达到22.15%。在信息公告日之后,实际股价继续上升,在1月25日达到最高点后略有下降并趋于平稳,差异率的绝对值在1月25日达到最高值45.77%。

四川圣达在估计期2的估计股价、正常股价以及差异率的绝对值如图7所示,在事件期的估计股价、正常股价以及差异率的绝对值如图8所示。

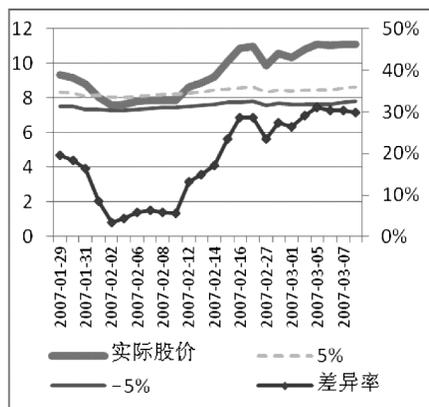
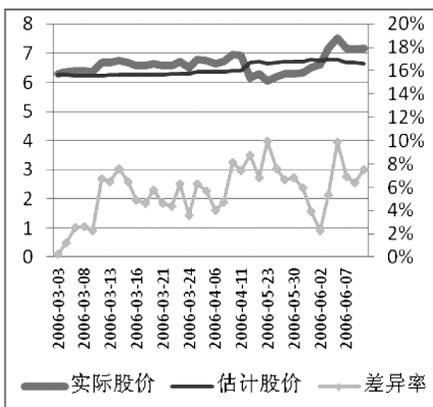


图7 四川圣达未发生内幕交易时期的股价走势 图8 四川圣达发生内幕交易时期的股价走势

图7是四川圣达未发生内幕交易时期的股价走势。从图7可以看出,估计的股价围绕实际股价上下波动,而且此时的股价走势较为平稳,未出现大起大落,差异率的绝对值呈现不规则的折线状态,这说明此时的股票价格未受到内幕信息的影响。图8展示了四川圣达在事件期内内幕交易对股价的影响。从图8可以看出,实际股价在1月31日突然走低,并且持续下降,到2月2日股价达到最低点。在持续稳定一段时间后,2月9日实际股价急速上升,在2月16日信息公告日达到最高值。信息公告日之后股价稍有下滑,但后来继续上升并保持在高位。差异率的绝对值在2月2日之前呈下降趋

势,在稳定一段时间后,从2月9日的5.55%开始快速上升,在信息公告日达到28.74%,之后小幅下降后继续持续上升到31.15%,然后在高位趋于平稳。

从以上四只股票的走势分析中可以看出,在事件公告日之前,内幕人员已经得知了内幕消息,并且大量购入股票,此举刺激了股价的快速上升;信息公告日之后,内幕人员并没有立即抛售股票,因为此刻他们仍觉得有利可图,股票受刺激后价格继续上升,但没有之前上升快。在股票价格上升到某一高位时,内幕人员便大量抛售股票,从而造成股票价格的下跌。

#### 四、结论与政策建议

本文选取了证监会查处的涉及内幕交易的四只股票作为研究样本,实证分析了四只股票在未发生内幕交易时期的股价和发生内幕交易时期的股价,并对估计期2和事件期的正常股价进行了估计,计算了估计期2和事件期的股价的差异率的绝对值。通过对实证结果进行比较分析我们发现,在发生内幕交易期间,实际股价明显偏离正常预测股价,差异率的绝对值也呈明显上升趋势,而未发生内幕交易时期的实际股价基本符合正常预测股价走势,差异率的绝对值也呈随机游走状态,这说明内幕交易对股价有着很大的影响。具体研究结论如下:(1)在未发生内幕交易的估计期2,股票的估计股价与实际股价的拟合还是不错的,基本符合股价的正常走势,尤其是新潮实业的股价拟合度。(2)在估计期2,实际股价与估计股价的差异率的绝对值的分布没有明显规律,呈随机分布状态。(3)在发生内幕交易的事件期,实际股价和估计股价出现很大程度的偏差,异常差异率和异常股价证明了内幕交易的存在性。(4)我国股市的内幕交易情况比较严重,而且在上市公司的资产重组并购过程中更容易发生内幕交易活动。

内幕交易严重破坏了证券市场的正常秩序,而且已成为各国证券市场打击的重点。内幕交易频频发生而且屡禁不止,究其原因在于:(1)内幕交易的取证相对困难。由于内幕信息的传递大部分是通过口头传达,因此很难取得相关证据。(2)缺乏保护内幕信息的有效制度。内幕信息的监管制度极不健全,从而使得内幕信息很容易被泄露,这就从源头上促使了内幕交易的发生。(3)对内幕交易犯罪的惩治力度不够。一般来讲,内幕交易过程中的违规成本较低,而且违规者一旦逃过查处、操作成功,将获得巨大的收益,这种诱惑会促使内幕人员想方设法从事内幕交易活动。

基于以上分析,本文认为我国应该在内幕交易监管的制度、措施等方面进行不断的改进与完善,具体建议如下:(1)相关部门要加强对内幕交易的监管力度。目前,我国尚缺乏一套有力的内幕交易判别体系,若能拥有该判别体系,就可以根据具体的交易作出判断或者预警。(2)完善上市公司的信息披露制度。我国现有的披露制度首次要求上市公司披露相关重大事件信息,但对披露事件后续的或者进一步的信息披露没有明确要求。因此,我国应进一步完善上市公司的信息披露制度,使其向着动态化方向发展,以大大降低或避免内幕人员利用内幕信息进行市场操控的几率。(3)加大对内幕交易行为的惩罚力度。违规成本低是内幕交易发生的一个重要原因,因此我国应该加大对内幕交易者的惩治力度,如终身禁止进入证券市场,大额违规的内幕人员应负刑事责任等。(4)加强上市公司的内部监控。从近年来发生的内幕交易案件来看,公司高管等一些能直接在第一时间接触内幕信息的人员比较容易成为内幕人员,这说明了上市公司内部监控的欠缺。若能杜绝内部人员犯案,则能大大降低内幕交易发生的概率,因此应该在制度上将公司利益和高管层的利益紧紧联系起来。(5)加强监管部门的自律。目前发生的内幕交易案件出现了监管机构和上市公司共同操纵的情况,这更加大了内幕交易监管的难度。因此,监管部门要通过实行多层次和多元化的管理来加强对自身的监管力度。

#### 参考文献:

[1]上海证券报.内幕交易花样多,呈现五大新特点[EB/OL]. [2012-06-24]. <http://finance.jj.com.cn/2012/05/>

24040913244000. shtml
- [2] 中华人民共和国最高人民法院. 最高人民法院、最高人民检察院关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释[EB/OL]. [2012-06-20]. [http://www.court.gov.cn/qwfb/sfjs/201205/t20120522\\_177170.htm](http://www.court.gov.cn/qwfb/sfjs/201205/t20120522_177170.htm)
- [3] Manne H G. Insider trading and the stock markets[M]. New York: Free Press, 1966.
- [4] Leland H E. Insider trading: should it be prohibited? [J]. The Journal of Political Economy, 1992, 100: 859-887.
- [5] Chakravarty S, McConnell J J. Does insider trading really move stock prices? [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1999, 34, 191-209.
- [6] Aggarwal K R, Wu Guojun. Stock market manipulation theory and evidence[R]. University of Michigan Business School Working Paper, 2002.
- [7] Minenna M. Insider trading, abnormal return, value of preferential information: probabilistic approach[J]. Journal of Banking and Finance, 2003, 27: 59-86.
- [8] Vinh N, Anh T, Richard J Z. Insider trading and stock splits[EB/OL]. [2012-08-31]. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2024101](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2024101).
- [9] 何佳, 何基报. 中国股市重大事件信息披露与股价异动研究报告[EB/OL]. [2012-06-20]. <http://www.doc88.com/p-520016816.html>.
- [10] 史永东. 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): 59-63.
- [11] 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.
- [12] 张宗新, 潘志坚, 季雷. 内幕信息操纵的股价冲击效应: 理论与中国股市证据[J]. 金融研究, 2005(4): 149-153.
- [13] 晏艳阳, 赵大伟. 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.
- [14] 田满文. 股权分置改革中内幕交易和市场操纵行为研究[J]. 审计与经济研究, 2007(4): 103-107.
- [15] 李心丹, 施东晖, 傅浩, 等. 内幕交易与市场操纵的行为动机与判别监管研究[N]. 中国证券报, 2007-08-17(A21).
- [16] 贝政新, 袁理. 中国股票市场内幕交易行为甄别监控机制研究[J]. 上海商学院学报, 2009(5): 79-84.
- [17] 黄素心, 王春雷. 内幕交易实时监控系统的构建——基于 GARJI 模型的实证研究[J]. 广东金融学院学报, 2011(4): 68-77.

[责任编辑: 王丽爱, 黄 燕]

## The Influence of Insider Trading on Company's Share Price: An Empirical Study on Four Stocks

TU Xin-shu, LI Qian

**Abstract:** Insider trading damages the normal order of the securities market and affects the normal share price. It makes most of investors trade in an unfair marketing environment and small and medium-sized investors lose their interests. This paper selects four stocks which have been published by CSRC for the insider trading and separately studies the price of them in the period of insider trading and normal period. After contrasting the share price in different periods, this paper finds that during the insider trading period, the actual share price significantly deviated from the normal forecast price, and the absolute value of the difference in rates is also showing a rising trend; in the normal period, the actual share price was in line with the forecast stock price, and the absolute value of the difference in rates was random. This indicates that insider trading has a great impact on the stock price.

**Key Words:** supervision on insider trading; securities market; split share reform; abnormal stock price; stock price; stock exchange