

内幕交易：规制抑或使之正当化？ ——基于法制史、比较法与学说对立状况的考察

谢潇

(西南政法大学民商法学院, 重庆, 401120)

摘要：内幕交易规制问题是证券法上的经典问题。不过在理论上内幕交易是否应受规制，存在极大争议：一派认为内幕交易有其合理性，应予以正当化；另一派则认为，内幕交易是违反公平正义的暴利行为，应受到绝对规制。而在比较法的视野内，各国法律对内幕交易的态度也存在不同。事实上，内幕交易在个人本位与社会本位的二维分析视角中既有其正当性，也有被规制的必要，所以我们对待内幕交易应当于规制与正当化之间寻求一个平衡点。

关键词：内幕交易；适度规制；正当化；市场效率；补偿计划；信息披露

中图分类号：D922.291

文献标识码：A

文章编号：1672-3104(2012)05-0100-06

一、问题的提出

内幕交易乃存在于证券领域的一种经济现象。美国学者 Clark 将内幕交易定义为“当一个人购买或者出售公司证券是基于重要的内幕信息；且该内幕信息的内幕性表现为该信息包含有关公司业务发展的内容，同时该信息并不广泛为公众所知”^[1]。事实上，单薄的定义难以释明内幕交易背后丰富的隐藏信息，在学界，尤其是美国法学界，对内幕交易是否应当受到规制一直存在争议：一派认为，内幕交易乃是典型的侵害社会公共利益，违反公平正义的暴利行为；另一派则认为，从经济学角度看，内幕交易可以提升市场效率，可以激励内幕人士积极创造更多的具有价值的信息，同时也是内幕人士进行信息创造创新的一种合理补偿。^[2]学界的观点异彩纷呈，目前尚无一致的结论。美国最高法院对内幕交易则持暧昧态度，通常规制内幕交易乃是通过使内幕交易者承担“信赖责任”(The Fiduciary Liability)以实现，并没有直接适用任何有关内幕交易应当受到规制的学说。^①职是之故，讨论内幕交易本身是否应当在法律上被赋予负面评价并进而被严格规制仍然具有理论及实务意义。

二、法制史及比较法上的观察

有案可查的内幕交易最早可以追溯至罗斯柴尔德家族在拿破仑战争后期，因自己完善的信息获取渠道，先于公众知晓惠灵顿获胜的消息，进而在伦敦证券交易所大兴内幕交易，从而获取了暴利的事迹^[3]。此事几为传奇，时常成为坊间惊叹罗斯柴尔德家族经营能力的谈资。与此同时，美国则开始了规制内幕交易的历程^{[3][6]}。在经历了因股市过度投机引发的大萧条后，美国痛定思痛，制定了《1934 年证券交易法》，以规制各种不当证券交易行为。而内幕交易虽然没有被明确规定为违法行为，不过证券交易委员会通常是以内幕交易方涉嫌欺诈因而违反《1934 年证券交易法》10B-5 条款，而将内幕交易方诉至法院；若证券交易委员会胜诉，则内幕交易方可能面临刑事与民事双重处罚^[4]。虽然美国是最早对内幕交易进行规制的国家，并且处罚异常严厉，然而内幕交易被处罚的概率却相对较低，因而至少在 20 世纪 80 年代之前，美国的内幕交易仍然十分盛行，以至于有学者评论说美国的内幕交易规制乃是在名义上制裁较为严厉，然而内幕交易被制裁的可能性却非常低^{[2][3]}。

欧洲大陆上的德国长期将内幕交易视为合法行

收稿日期：2012-04-01；修回日期：2012-07-31

作者简介：谢潇(1988-)，男，重庆璧山人，西南政法大学 2010 级硕士研究生，主要研究方向：民商法学。

为^[5]。有学者研究称这源于德国特殊的窝藏、包庇内幕交易的企业文化和商业环境^{[5](1)}。传统德国法认为内幕交易属于私法领域，纵使产生损害，也应当通过私法途径解决。基于这种思路，德国于1970年制定了内幕交易准则，不过这种准则与君子协定或者道德准则相若，没有强制效力；相关交易方可以参照内幕交易准则，将不得进行内幕交易作为合同条款写入合同，日后若一方为内幕交易，则合同相对方可以兴讼使内幕交易方承担违约责任——这也是德国1970年内幕交易规则所提供的唯一救济途径^{[5](1)}。不过随着德国证券业的发展，基于欧洲资本市场的统一、国际上的压力、国际竞争的考虑，德国于1994年出台《第二金融市场促进法》，开始明文规定内幕交易为非法行为^{[5](1)}，并设立了针对证券交易的联邦监督局，还设置了严厉的刑事处罚机制^{[5](2)}。德国内幕交易规制立法具有鲜明的大陆法系特点，其为内幕交易的构成设置了四个构成要件，即内幕人、内幕信息、内幕证券和内幕交易事实，并且法律明确规定内幕信息来源公司的子公司、分公司，因其内幕信息来源公司之股东地位而有机会获得内幕信息的人、因其职位或地位而有机会获取内幕信息的人以及已经知道内幕信息的任何第三方为内幕人^{[5](7-10)}。与美国不同，德国并没有依靠抽象的分析来确定哪些机构拥有内幕信息，而是径行以类型化的方法规定各内幕交易信息拥有者^{[5](8)}。虽然德国出台了规制内幕交易的法律，但是因德国传统商业文化对内幕交易的包容以及内幕交易立法之继受法性质，德国内幕交易规制面临着一系列的阻碍。^{[5](20)}

受德国法学影响颇深的日本在处理内幕交易的问题上长期持近似于德国的态度，即认为内幕交易在法律上并无可责难的理由^{[1](28)}。日本资本市场上内幕交易十分盛行，被学者称之为“内幕交易的天堂”^[6]。虽然日本迫于国际上的压力对其证券法于1988年进行了修改，明确了规制内幕交易的态度，不过法律条文规定得较为暧昧，为内幕交易留下了可以打擦边球的空间，因此可以说是比较宽容的内幕交易立法。美国学者 Shen-Shin lu 甚至不无严厉地批评日本的内幕交易规制立法乃是日本的官员们一方面想要通过表面上十分严苛的内幕交易规制立法消除外国投资者的担忧，吸引外来投资，另一方面又为本国投资者隐设了进行内幕交易的机会。^{[1](28)}之后，日本于1998年再次对证券法进行了修改，不过在内幕交易规制方面并无较大进展。^[7]

美国、德国和日本是当今世界主要的金融强国，不过在对待内幕交易的态度上则存在相当大的差异：美国对内幕交易极为敏感，对内幕交易近乎采取零容

忍之态度，并且由证券交易委员会秉持内幕交易调查权及诉权，实施全方位的监控和规制。反观德国和日本，本身的法律土壤均对内幕交易持宽容态度，之后均是在来自国际社会的压力下或者出于国际金融竞争需求之考量，被迫立法规制内幕交易。但是纵使出台了规制内幕交易的法律，其规制在表面上很严厉，不过在实施过程中却显得柔软无力，这在无形中凸显了美国、德国、日本对内幕交易的不同态度。不过在我国法学界，大多都继受了美国的有关内幕交易规制理论，鲜有论及内幕交易是否具有正当性、是否应当对内幕交易采取灵活态度的讨论。因此，回到内幕交易本身，就其正当性展开立法论意义上的讨论仍然具有实益。

三、学说对立状况之考察

美国是内幕交易规制的先行者，因此考察美国有关内幕交易规制的学说对立状况具有相当的借鉴意义。

（一）反对规制内幕交易的观点

在美国法学界，有少数法学家对内幕交易持宽容甚至赞成态度，这种观点虽然人数尚不多，不过影响力却处于持续的增长中，其中尤以 Henry Manne 的理论最为引人注目，其理论号称开创了内幕交易相关领域之革命^[8]。反对规制内幕交易的学者之论点主要有两个：

1. 内幕交易能够提升证券市场的效率

反对规制内幕交易的学者首先在“整个社会均会从证券市场所反映的价格为正确价格获益”上与赞成对内幕交易的学者达成了共识^{[2](7)}。在此基础上，反对规制内幕交易的学者认为，如果所有有关证券的信息均向公众公开，则正确的证券价格的确是由市场决定的。但是，当发行证券的公司获得有关自己证券的重大信息时，其证券价格不再准确地由市场决定了，如果没有公开的信息特别重要，则价格受该信息而可能发生的偏差也就越大。然而，公开内幕信息将贬损内幕信息的价值，并会抑止创造有价值的内幕信息的动力。职是之故，反对规制内幕交易的学者声称，内幕交易乃是保存创造内幕信息之激励的需求与使证券价格维持在正确范围之需求之间的一种有效妥协，内幕交易与信息公开并不是一个决然对立的关系。学者 Henry Manne 举例说，在某公司的股价为每股50美元时，该公司发现了有价值的内幕信息，并且该内幕信息一旦公开，则其股价将涨到每股60美元。如果该公

司选择以该内幕信息为基础进行内幕交易,则其股票固然会卖出高出每股 50 美元的价格,不过不会高于每股 60 美元,该公司进行内幕交易之后,公布了该内幕信息,则股价自然会涨到每股 60 美元,甚至高于该价格,此时公众则可以依据该信息进行正确证券价格下的交易。这样,所谓的内幕交易其实不过是信息披露的代替品,两者并无实质冲突。允许内幕交易将使公司保有不披露信息的好处进而激励其继续创造有价值的信息,同时,稍后的信息披露也使市场可以获得正确价格的利益,两者不仅并行不悖而且使作为内幕信息拥有者的公司能够更有效率地做出灵活选择,不至于被动等待信息披露之后再行做出已经滞后于市场的操作。^{[2][9]}恰如学者 Friedman 所言,反对规制内幕交易者认为“一个公司不可能依靠持续不断的信息披露而紧跟市场步伐,因此市场的效率将会因内幕交易而得到提升,因为相对于等待内幕信息披露而言,内幕交易提供了其他获得信息的渠道并以其为基础进行交易的可能性”^[9],因此,相对于滞后的信息披露,允许内幕交易将使市场各主体能够以更有效率的方式处理证券事务。

2. 内幕交易是一项有效的补偿计划

反对规制内幕交易的学者 Henry Manne 声称,内幕信息本身具有相当的财产价值,而作为内幕信息的创造者,企业家和经理阶层基于创新而创造有用信息的努力理应获得相应的补偿,而内幕交易恰好就是一项有效的补偿计划。^{[2][11]}反对规制内幕交易的学者认为企业家和经理阶层的工资相较于内幕信息的巨大价值而言极不成比例,因此需要内幕交易所带来的利益补偿企业家和经理阶层生产信息的努力;同时,倘若允许内幕交易,则企业家和经理阶层将受到激励,从而更加努力地创造内幕信息。^[10]

当然,反对规制内幕交易的学者也清楚奖励金机制同样也能补偿企业家和经理阶层的付出,不过在 Henry Manne 看来,奖励金也存在不能完全满足补偿企业家和经理阶层的情形。因为第一,法院可能否决奖励金计划;第二,奖励金计划必须对外公开,而一些企业家和经理阶层的人可能不愿意公开;第三,企业家和经理阶层与其公司也许不能在其为公司所做出的贡献之价值方面达成共识;第四,奖金是每年发放一次,但是企业家和经理阶层的创造则可能随时在发生;第五,当公司亏损时,即使企业家和经理阶层的信息创造工作极大地减少了公司的亏损,此时公司也不太可能向企业家和经理阶层发放奖金。^{[10][135]}

(二) 赞成规制内幕交易的观点

赞成规制内幕交易的学者认为反对规制内幕交易

的学者之观点过于片面,他们认为,仅仅从经济学上的效率角度分析内幕交易的正当性有失偏颇。对反对规制内幕交易的学者之观点,赞成规制内幕交易的学者从两方面进行了驳斥:其一,内幕交易并非有效提升市场效率的机制,也不比其他对企业家和经理阶层的补偿计划更有效;其二,即使内幕交易具有提升市场效率之功效,是一种更有效的对企业家和经理阶层付出的补偿机制,但出于基本的社会成本及公平正义之考量,内幕交易也应当被禁止。^{[2][15]}赞成规制内幕交易的学者观点具体包括以下几个方面:

1. 内幕交易有损公司与股东的利益

赞成规制内幕交易的学者认为,内幕交易在一定程度上将加深公司内部的不信任并造成公司运作的迟延,这在公司内部层级结构复杂的条件下更为突出。^[11]同时,允许内幕交易将可能使企业家和经理阶层为了自身利益而做出干扰公司计划的交易,而一旦计划受到干扰,将影响公司对内幕信息的利用,^[12]公司执行计划可能付出更多的成本,甚至丧失交易机会。

赞成规制内幕交易的学者进一步论证,虽然允许内幕交易会激励企业家和经理阶层去创造更多的有用信息,但是,这种激励是否具有实益是存有疑问的。例如,A 公司意欲购买一套机器设备,甲为该公司的总经理,若允许内幕交易,则甲会倾向于为自己相中的内幕交易相对方量身打造交易条件,这种做法可能对公司及股东都造成损害。

当然,就算假设内幕交易本身具有一定正当性,赞成规制内幕交易的学者仍然无不担忧地表示,允许内幕交易将诱使企业家和经理阶层进行证券价格操纵活动,而证券价格操纵则属于不折不扣的欺诈行为,属于法律严厉打击的对象。^[13]

2. 内幕交易会造成人为的信息披露的迟延

赞成规制内幕交易的学者认为,假设内幕信息的披露无限迅速,则证券市场的效率会相应提高,反之,若内幕信息的披露被迟延,则市场效率会随之降低。对于证券市场来说,任何额外的、不必要的迟延都将导致没有相称回报的社会成本,而内幕交易者可能为了方便自己进行内幕交易而故意推迟内幕信息披露时间,从而降低市场效率,损害相关公司的利益。^[14]

对此,反对规制内幕交易的学者辩称内幕交易也可能促使内幕信息知晓者及早、及时披露信息,而不会一定造成迟延,^[15]而赞成规制内幕交易的学者则敏锐地提到,正是因为内幕交易反而造成了信息披露的及早、及时和迟延变得不可捉摸,这使得市场预期顿失依赖。

3. 内幕交易违反公平正义之期待

赞成规制内幕交易的学者认为，倘若允许内幕交易，则市场上那些没有掌握内幕信息的主体将会花费额外成本去寻求内幕交易的机会，这样一来整个市场秩序将失之稳定，同时相对地造成对其他未掌握内幕信息的市场主体的不公。^{[2](21)}

通常，我们会在直觉上认为内幕交易在道德上具有可责难性，并且这种道德直觉的确会影响到立法，但是赞成规制内幕交易的学者们则为这种直觉寻求到了理性依据，他们认为，公平原则可以细化分三个方面：第一，公平原则要求没有交易者为了交易而违反信赖责任(Fiduciary Duty)；第二，公平原则要求没有人在信息上天然享有优势；第三，公平原则要求交易者在交易时不得损害交易相对方。^{[2](21-26)}

在对公平原则进行了界定之后，赞成规制内幕交易的学者们现行探讨了内幕交易是否公平的问题。

赞成规制内幕交易的通行理论主要遵循这么一种逻辑：经理阶层作为代理人，不得利用秘密信息为自身牟取个人利益，同时，为了防止代理人利用秘密信息，则代理人被要求公开所有重要信息。而之所以禁止代理人利用内幕信息为交易，乃是由于代理人已经获得了自身付出的报酬，因此再行利用内幕信息牟取利益有违公平正义。不过，反对规制内幕交易的学者并不反对上述原则的推演逻辑，只是对将公平原则适用于内幕交易正当性分析的合理性表示怀疑，因为内幕交易具有提升市场效率与充当有效补偿机制的功效，而非一无是处之物。然而赞成规制内幕交易的学者仍然认为，只关注企业家和经理阶层的利益与激励无疑是片面的，并且一旦允许内幕交易，可能引发系统性的交易风险，此时作为投资者的股东要么购买保险以规避风险，要么只好向管理投入更多资源。赞成规制内幕交易的学者经由对比，认为在禁止内幕交易的情况下将节省为预防违反信赖责任(受托责任 Fiduciary Duty)所投入的大量资源。^{[14](93)}

由于信赖责任存在不够具体的缺点与适用性上的模糊性，赞成规制内幕交易的学者转而进行了公平原则的细化工作，一些学者根据内幕交易的特点提炼出了内幕交易自身所特有的违反公平原则的特点，即信息上的不平等。认为内幕交易存在先天性信息不平等的学者认为，允许内幕交易将使内幕拥有者获得信息优势，这相对于其他交易者是不公平的，^{[14](332-334, 346)}因为在不同的信息条件下，交易者可能做出不同的利益选择，而拥有信息优势者总能做出更有利于自己的选择，处于信息劣势的一方通常只能随波逐流，做出较为被动的选择。

最后，赞成规制内幕交易的学者还认为，内幕交

易的不公平性将极大地打击投资者的信心，从而造成资本外流，增加公司的融资成本。^[16]

四、内幕交易正当性之检讨

通过上述梳理，可知有关内幕交易的立法例与理论存在着较大的差异：美国的内幕交易立法及理论处于世界前列，不过纵使学者们绞尽脑汁，也未能彻底解决内幕交易是否应当规制还是应当使之正当化的问题。不过即使理论上并未达成一致，美国国内要求进一步严厉对待内幕交易的声音也一直存在。而德国、日本法学界对待内幕交易的态度较为宽容，相关的论述也相对较少。那么内幕交易究竟是否具有正当性呢？

以 Henry Manne 为首的学者主要是以经济学的视角，从个人本位角度来看待内幕交易，进而得出内幕交易因其具有提升市场效率，补偿企业家、经理阶层付出之功效而应得到法律豁免之结论。在此，正如赞成规制内幕交易的学者所质疑的那样，在经济学上有效率，是否就理所当然具有正当性？私见以为，效率本身也是具有稀缺性的，完全效率市场仅仅存在于数学模型中，而现实中的市场，通常是效率与不效率并存，而且在一定情形下，效率与不效率之间存在相互作用和此消彼长的关系。例如在内幕交易中，知晓内幕交易者利用内幕信息进行了有效率的交易，而相对于内幕交易者而言，不知晓内幕信息者所为的交易在很大程度上是盲目的，因此是低效率的。那么，从证券市场的稳定性角度考量，信息披露理应及时而迅速，因为证券市场的虚拟性和泡沫制造能力特点，一旦内幕交易盛行，将造成系统性风险，甚至酿成证券市场的灾变，对实体经济造成巨大冲击，严重损害国民经济。内幕交易在企业家、经理阶层角度下的效率性与证券市场的稳定性存在矛盾，则依据利益衡量的原则，此时宜选择后者，而非前者。至于 Henry Manne 所提及的“内幕交易乃是对企业家、经理阶层的有效补偿计划”则更值得推敲。毕竟，信息创造的补偿有多种方式，立法者没有必要选择一种可能损及社会及证券市场上大多数主体利益，而仅仅可以充分满足企业家、经理阶层付出回报的模式，此等厚此薄彼的观点难于平衡各方面的利益，必定为其他利益群体所反对，而不为立法者所青睐。

以 Haft、Brudney 为代表的学者也是以经济学为依归，但更多站在社会本位的立场上渐次论证了内幕交易可能并不能提升市场效率，也非有效率的补偿机

制,而且更重要的是,内幕交易有违公平原则。客观地说,赞成对内幕交易进行规制的观点更加具有吸引力。不过,正如学者 Stephen Bainbridge 所言,赞成规制内幕交易的观点与反对规制内幕交易的观点均缺少经验数据方面的分析总结,因此才会在一系列观点上存在交叉与混沌^{[2](33)}。那么在经验数据缺位的情况下,我们是否可以内幕交易的正当性做出一个初步的判断? William K.S. Wang 进行了这方面的尝试,其通过将股市比喻为二手车市场、将内幕交易者比喻为通用公司的员工,将内幕信息比喻为通用公司某一种车型存在普遍性缺陷的方式,成功论证了在内幕交易中的确存在受害者,这为规制内幕交易提供了道德前提。^[17]不过令人困惑的问题出现了——在严格的论证下, William K.S. Wang 尽管成功论证了内幕交易受害者的存在,但是却无可奈何地发现内幕交易的受害者几乎都处于匿名状态,^{[17](4)}这使得内幕交易的损害仅具抽象意义。而当我们重新审视内幕交易时,则会发现在排除社会本位之考虑的情形下,内幕交易本身也是企业家、经理阶层甚至公司本身的理性选择,符合理性人的经济原则,从古典自由主义的角度看,内幕交易并无太多可受责难的地方,这也大抵是德国、日本长期对内幕交易持宽容态度的深层次原因(而非仅仅如 Harold S. Bloomenthal、Shen-Shin lu 等所言,德国、日本对内幕交易持宽容态度是出于其特定的企业、商业文化和官僚的贪婪的缘故)。从历史上看,内幕交易受到规制的时间并不长,普通法长期认为内幕交易是合法行为^{[2](1)},大陆法亦对内幕交易采“犹抱琵琶半遮面”的态度,直至现代金融的繁荣兴盛,因内幕交易引发的金融秩序紊乱等问题才使得内幕交易在世界范围内受到广泛的规制。

因此,内幕交易也许本身具有一定的正当性,不过这种正当性仅仅建立在个人本位之上,在将内幕交易纳入社会本位之考量的视野下,则内幕交易确有被规制的实益与需要。但是此时并非内幕交易本身的正当性被否定了,而只是内幕交易被滥用以至于严重损害第三方、社会利益的事实被法律给予了否定性评价。因而,规制内幕交易和内幕交易的正当化乃是可以平衡的一种组合,而没有必要绝对地反对规制内幕交易和赞成规制内幕交易,也许真理就在两者的平衡之间:基于个人本位价值之考量,内幕交易不应前置性地被定性为其内核便含有不正当因素的行为,而应将其视为正常性证券交易行为的一种,以鼓励内幕信息创造者生产内幕信息并运用内幕交易使自己合理受益。同时,基于社会本位的约束性要求,倘若内幕交易给社会公共利益造成重大损害或者对社会公共利益有重大

损害之虞时,则应由国家代表内幕交易的受害者,基于公共利益维护的考虑而规制内幕交易,如运用行政力量中止内幕交易,强制内幕信息拥有者公开内幕信息,对内幕交易者处以巨额罚款甚至刑罚等等。此外,国家也可以允许成立股东协会之类的组织,使其具有代表内幕交易匿名受害者向不当内幕交易者请求损害赔偿的民事主体资格,以缓解传统私法救济形式无法在内幕交易侵权领域得以展开的困境。一言以蔽之,我们应当在个人本位与社会本位之间把握其辩证平衡关系,首先应当将内幕交易区分为正当内幕交易和不当内幕交易(也可定义为滥用内幕信息的证券交易行为),进而承认正当内幕交易的合理性,并对不当内幕交易施加必要的规制措施,最终使内幕交易中的个人利益与社会公共利益得到公正的分配与保障。

注释:

① SEC V. Texas Gulf Sulphur Co.

参考文献:

- [1] Shen-Shin Lu. Are the 1988 Amendments to Japanese Securities Regulation Law effective deterrents to insider trading? [J]. Columbia Business Law Review, 1991(179): 1-2.
- [2] Stephen Bainbridge. The insider trading prohibition: A legal and economic enigma [J]. University of Florida Law Review, 1986(35): 3-4.
- [3] Joerg Hartmann. Insider Trading: An economic and legal problem: How would O'Hagan come out under the new German securities trading act? [J]. Gonzaga Journal of International Law, 1997-1998(2): 3
- [4] Saikrishna Prakash. Our dysfunctional insider trading regime [J]. Columbia Law Review, 1999(99): 1491.
- [5] Ursula C. Pfeil. Finanzplatzdeutschland: Germany enacts insider trading legislation [J]. American University Journal of International Law and Policy, 1996(11): 1.
- [6] Sanger. Insider trading, "The Japanese way"[J]. New York Times, 1988(32):1.
- [7] 马广太.日本证券交易法的最新修改[J].法学杂志, 1999(3): 48-49.
- [8] Alexandre Padilla. How do we think about insider trading? An economist's perspective on the insider trading debate and its impact[J]. Journal of Law, Economics & Policy, 2008, (239): 1-2.
- [9] Friedman. Efficient market theory and rule 10b-5 nondisclosure claims: A proposal for reconciliation [J]. 1982, MO. L. REV. (47): 745,753.
- [10] H. Manne. Insider trading and the stock market [J]. Harvard

- Business Review, 1966, (114): 116.
- [11] Haft. The effect of insider trading rules on the internal efficiency of the large corporation[J]. Michigan Law Review, 1982, (80): 1051, 1053-1060.
- [12] Kitch. The law and economics of rights in valuable information [J]. J. Legal. Studies. , 1980, (9): 683, 719.
- [13] Schotland. Unsafe at any price: A reply to manne, insider trading and the stock market [J]. Virginia Law Review, 1967, (53): 1425.
- [14] Brudney. Insiders, outsider, and informational advantages under the federal securities law[J]. Harvard Law Review, 1979, (93): 322,337.
- [15] Dooley. Enforcement of insider trading restrictions[J]. Virginia Law Review, 1980, (66): 1, 7.
- [16] Mendelson. The economics of insider trading reconsidered[J]. University of Pennsylvania Law Review, 1969, (117): 477-478.
- [17] William K.S. Wang. Stock market insider trading: Victims, violators and remedies including an analogy to fraud in the sale of a used car with a generic defect [J]. 45 Villanova Law Review, 2000, (27):1-10.

Insider trading: Regulation, or to make it legitimate? ——Based on the investigation of legal history, comparative law, and the opposition of doctrines

XIE Xiao

(Department of Civil Law and Commercial Law, Southwest University of Political Science and Law,
Chongqing 401120, China)

Abstract: The regulation of insider trading is the classic problem of the securities law. However, there is a huge controversy in theory: a school believes that insider trading is a behavior that is a violation of fairness and justice should be regulated absolutely, another school considers that insider trading which has rationality should be justified. Countries differ in the insider trading's attitude. In fact, if we analyze insider trading based on the individual standard and the social standard, we should find that insider trading needs both justified and regulation, which suggests that we should find the point of balance.

Key Words: insider trading; moderate regulation; justified; market efficiency; compensation plan; information disclosure

[编辑：苏慧]