

# 企業社會責任是否能抑制內部人交易之獲利

## Can Corporate Social Responsibility Suppress the Abnormal Return of Insider Trading?

趙雅儀(Chao Ya Yi)<sup>1</sup>

蕭哲芬(Hsiao Chi Fen)<sup>2</sup>

黃超暉\*(HUANG,CHAO-HUEI)<sup>3</sup>

國立高雄科技大學會計資訊系

### 摘要

本研究旨在探討在台灣市場上，內部人交易的獲利行為是否會被公司的企業社會責任程度所抑制。由於一間公司的企業社會責任(CSR)在近年來被視為企業形象的一大指標，我們普遍認為積極揭露企業社會責任報告的公司旨在建立、維持公司的良好形象；而內線交易則被視為企業形象的反指標之一，因此這些公司的管理層為了不給公司帶來負面消息，透過知情交易獲利的機會就應相對較低。本文以台灣經濟新報(TEJ)中上市上櫃公司為研究對象，採用事件研究法來衡量內部人是否能獲取異常報酬，接著進一步以企業社會責任書中的資訊為基準，分配計分來排序CSR成效分數，進而比較CSR程度高低之異常報酬變化。

透過上述研究方法，本文之研究結果認為內部人的確能因內線消息而獲取異常報酬，且CSR程度較高的企業，其內部人的異常報酬確實較CSR程度較低的企業還要來的少，顯示企業社會責任確實有抑制內部人獲取異常報酬的效果。

關鍵字：企業社會責任，內部人交易，事件研究法，累積異常報酬

### 壹、緒論

#### 一、研究背景

企業社會責任在近年來逐漸受到各方的重視，隨著國際化的接軌、社會文化與時代的變遷，企業以不能再將企業利潤做為唯一的目標，員工福利、社區福利與環境保護等強調企業社會責任與企業道德的議題已成為經營者無法避免的重大難題。如何在維持企業利潤的成長下也考量到整個社會的福祉，達成「永續經營」已經是各大企業的終極目標。

近年來台灣食安風暴逐漸爆發，政府為因應食安問題及強化企業公司治理，從2015年開始強制四大類上市櫃公司需每年公告企業社會責任報告書，且若有誇大、偽造等情事，將進行糾正與開罰。

一、食品工業及最近年度餐飲收入占總營收50%以上的特定公司

二、金融業；

三、化學工業；

四、資本額100億元以上的大型公司。

同時也提倡其他的企業能自行揭露其社會責任報告書，提升企業形象與社會安定，而不是當企業有不良影響之事件發生時才消極地將企業社會責任當作補償的措施。

內線交易大多為內部人獲悉未公開之特定消息後，因而產生的自利交易，在資訊不對稱的情況下常導致資訊未得

<sup>1</sup> 國立高雄科技大學會計資訊系 副教授

<sup>2</sup> 國立高雄科技大學會計資訊系 助理教授

<sup>3</sup> 國立高雄科技大學會計資訊系 研究生 only14jay@gmail.com

者的重大損失，這些交易除了法律不允許外，通常也造成了投資者等關注者的觀感不佳，重創企業的形象。

企業內部人透過買賣公司持股達成獲利或減損之行為普遍被視為消息靈通的先知者，內部人的定義依證券交易法第 157-1 條規定包括以下人員<sup>4</sup>：

- 一、 董事、監察人、經理人及法人股東代表；
- 二、 持股超過 10%之股東；
- 三、 基於職業或控制關係獲悉消息之人(準內部人)；
- 四、 喪失前三項身分後，未滿六個月者(原內部人)；
- 五、 從以上所列身分之人獲悉消息之人(消息受領人)；

證券交易法第 157 條之 1 所訂定之內線交易罪構成要件主要分為「重大影響」、「消息明確」、「實際知悉」等三大認定要件。由此可見內線交易除了導致外部投資人因資訊不對稱受損外，對內部其他知情者或其受任人等造成各種損失更可能重創企業形象，因此我們期許企業社會責任在維持企業良好聲譽時，同時也能嚇阻內部人用內線消息得到異常報酬的行為，從而達到健全證券市場的公平性。

## 二、 研究動機

如果企業社會責任和內部人交易都揭示了企業的利他主義和內部人利己之貪婪程度的異質性，那麼企業的企業社會責任參與也可能與內幕交易產生負相關關係（例如，Benabou 和 Tirole，2006）。

雖然標準的新古典主義和代理理論允許個人在公司政策中發揮特殊影響的有限作用，但 Bertrand 和 Schoar（2003）提出，企業的企業社會責任導向可以成為企業在成為優秀企業之傾向。因此，注重企業社會責任的內部人更有可能避免採取自利行動，例如知情交易。

這些行為往往會導致企業形象的破壞，從而為知情交易者帶來更高的內部成本，Dai, Parwada and Zhang(2015)也提到當有越多知情交易的醜聞爆發後，內部人將會考量企業形象受損程度及對訴訟風險的擔憂，使這些知情者會深刻思考進行內線交易是否真的能為自己帶來更高的利益，進而降低內線交易之產生。

有如郭雅億(2015)提出企業社會責任程度較高的企業確實較能保障利害關係人的權利與報酬，因此我們期望企業在企業社會責任(CSR)的重視下所營造的社會公益積極者的形象能為企業內部人的知情交易帶來抑制，從而塑造健全的證券交易市場並維持企業內部的信賴關係。

因此本研究提出以下之研究目的：

- 一、 內部人是否能從內線消息獲取超額異常報酬。
- 二、 企業社會責任是否能抑制內線人交易之獲利。

我們認為本研究之結果能對公司治理程度尚未完全發展的市場能有一定的參考價值，因這些市場的資訊不對稱及公司治理機制相對嚴重與不足，若能透過提升公司的企業社會責任積極性，便能再提升公司良好的企業公民形象外，也能抑制內部人交易的發生，達成雙向鞏固的目的。

---

<sup>4</sup>其二所列身分之人依證交法第 157-1 條第 5 項準用同法第 22-2 條第 3 項規定，其持有之股票，包括其配偶、未成年子女及利用他人名義持有者。

其三所列身分之人定義範圍非常廣泛，包含主管機關人員、律師、會計師等可能接觸到內部資訊之人都可被列入。其四所列身分之人係為避免前董監事等人於獲悉內線消息後，先辭職再為內線交易，造成法律上的漏洞，證交法特別增訂第 4 條規定，喪失前揭內部人身分未滿六個月者，仍為內部人。

## 貳、文獻探討與假說發展

內線交易往往被視為違反健全證券市場公平性的一大威脅，郭承昌(2014)中提出，當內部人知悉重大非公開之消息，並以此進行證券交易已達成利己行為即是內線交易，Ryan(2016)也提到，內部人交易分為(1)與證券化相關的追索風險，(2)尚未報告的當前季度證券化收益，以及(3)基於證券化的商業模式可持續性，三種類型，且內部人的確能因這些因素獲取利益。

因此我們認為當內部人進行內線交易時，將獲取異常的超額報酬，即買入時，是否內部人獲悉未來的好消息，故提前購入以賺取更多利差；賣出的交易行為則因獲悉未來的壞消息，故提前售出以減少損失，因此我們提出本研究的假說 H1a 與 H1b：

H1a: 內部人交易為買入時，將有方向為正的異常超額報酬

H1b: 內部人交易為賣出時，將有方向為負的異常超額報酬

以往有關 CSR 的文獻大多數探討企業社會責任(CSR)對公司績效的探討，如李秀英、劉俊儒和楊筱翎(2011)中提到企業在追求利潤的同時，也必須對整體社會或環境議題負起相關責任，建立優良企業公民的角色，才能替企業創造永續性的競爭優勢，其結果也證實企業對其 CSR 的投入能對企業的財務與非財務績效都有正向顯著之影響，李念萍(2018)也證實企業社會責任會計低公司進行避稅行為的意願，從而減少其潛在成本與社會負面觀感，由此可見企業社會責任的確是公司績效與聲譽極重要的一環。

如同 Friedman (2012) 對“財星雜誌”1000 強企業的 CSR 高管進行了調查，並視企業建立社會責任的主要動機是為了要建立聲譽。

我們反過來看內部人交易，Manne(1966)，Schotland(1967)都認為內線交易等自利服務的管理行為會削弱企業對社會的承諾，會潛在降低企業聲譽，儘管內線交易是否強化或損害了經濟效率尚不清楚。我們可從此得知內線交易的情形會導致社會大眾對企業聲譽造成負面影響，因此當一間企業有積極地進行企業社會責任時，是否會影響內部人做出影響企業聲譽行為的可能，透過楊惠敏(2004)裡提到的當道德信念愈強時，人越不會做出違反道德判斷的行為，同時內部人士也被法律所禁止，當內線交易案件被發現並揭露時，公司往往因負面的公開而招致聲譽損失。

王南喻和黃憲彰(2011)也證實當內線交易剛曝光展開調查時，投資大眾對整體事件並不權來了解，但隨著更多資訊被揭露後，股價異常報酬將出現負向衝擊，且內線交易除了對該公司之整體價值產生負面效果外，也可能衝擊整體證券市場，造成更多損害。

正如 Bettis (2000) 在“Diamond v. Oreamuno”案子中所指出，內線交易可以“像是烏雲遮蔽公司名聲，損害公司和股東關係，破壞公眾對公司證券的關注”。我們預計，內線交易會導致企業社會責任意識高的公司(投入較高的聲譽資本)產生的聲譽損失更大，因此具有較高 CSR 的公司其內部人為避免造成公司巨大損失，理應拒絕或降低內線交易的發生。

Gao(2014)中也提到 CSR 意識越高的企業，其內部人面臨著更高的內部和外部成本，這些內部人在面對自利行為的選擇可能與 CSR 意識較低之企業的內部人不同。基於以上文獻，我們建立了假說 H2：

H2：企業 CSR 程度愈高的企業，其內線人交易所獲取的報酬比企業 CSR 程度低的企業來的更低

## 參、研究方法

### 一、樣本選取

雖然內線交易的情形發生在各種不同產業與各年度，但由於金管會在 2014 年才強制規範特定產業需編制且發布企業社會責任報告書，於是為維持樣本完整性，我們將樣本時間訂為 2015 年，首先透過台灣經濟新報(TEJ)中獲取「國內上市(櫃)之食品工業及最近年度餐飲收入佔總營收達 50%以上之特定公司」、「化學工業」及「實收資本額達 100 億元以上之公司」加上「電子業」等上市櫃公司，並擷取其中在 2015 年裡有發生內部人交易之企業來進行測試，表 1 中的

Panel A 總結了完整的樣本選取。

表 1 樣本選取

Panel A：產業	總數	內線交易
食品工業及特定公司	21	14
化學工業	28	21
實收資本額達一百億元以上公司	31	25
電子業	612	278
Total	692	338 家

  

Panel B：次數	賣出	買入
內部人交易發生次數	802	995 件

註： Panel B 其中已將同時發生買進與賣出的事件日刪除，共 22 件。

接著我們將這 338 家企業在 2015 年所發生的內部人交易次數統計所得到的結果，分為賣出與買入兩種情況，這樣劃分的原因是因為內部人獲取內線消息後所採取的投機行為可分為兩種，一是得知好消息而進行的買入；二是得知壞消息而進行的賣出，由於單一事件日理應不存在互相抵觸的情形，故本研究將這兩種情形分開計算，以利研究進行，此結果呈現在表 1Panel B。

## 二、衡量 CSR 分數

本研究根據台灣經濟新報(TEJ)中的「TCGI 台灣公司治理指標」資料庫內有關企業社會責任的內容來衡量計算各公司的 CSR 分數，該資料庫定義有關 CSR 指標乃採用國際標準化組織 (International Organization for Standardization) 所提出之 ISO 26000 社會責任架構，統整為以下八大構面：

1. 組織治理 (Organizational governance)
2. 人權議題 (Human Rights)
3. 員工及幸福企業 (Labor Practices)
4. 環境保護及政策 (The Environment)
5. 公平運作實務 (Fair Operating Practices)
6. 產品及消費者議題 (Consumer Issues)
7. 社區關懷 (Community Involvement and Development)
8. 多樣性 (Diversity)

台灣經濟新報雖自 2002 年便投入 TCGI 的研發與推廣，但成效始終不彰，直至 2014 年金管會開始陸續強制定限產業的上市櫃公司需編制發布企業責任報告書，才逐漸完善資料庫的內容。

故為維持樣本完整與一致性，本研究篩選以上兩大構面中的三個指標來衡量，其中分別為「員工及幸福企業」中的「員工流動率」、「高管與基層員工薪酬」及「多樣性」中的「董事性別組成」來當作計算依據，因這三項指標乃資料庫中數據相對其他指標較為完整，接著將企業 2015 年各指標的數據排序後分為四個群組(0, 25)、(25, 50)、(50, 75)及(75, 100)並依序給予最低 1 分至最高 4 分，此評分方式與之前的研究相似 (e.g. Gao et al,2014)。

因此整合三個指標的分數後，一家企業的 CSR 分數最高為 12 分最低為 3 分，再將此分數分為高分組與低分組，

此種分法是為區別企業社會責任程度之高低，此結果呈現在表 2，可以看出總數 338 家企業中有 217 家落在高分組，遠遠超過半數，由此我們可以推斷當政府強制企業發布企業社會責任報告書時，企業本身也願意提供較高品質的報告書來提升企業形象，而非應付法令而草草了事，可見企業社會責任的確是能成為良好企業經營意識的正指標。

表 2 CSR 組別

Panel A：分數分布	家	高分組	低分組
03 分	6	0	6
04 分	19	0	19
05 分	34	0	34
06 分	62	0	62
07 分	61	61	0
08 分	56	56	0
09 分	57	57	0
10 分	23	23	0
11 分	12	12	0
12 分	8	8	0
Total	338	217	121

### 三、內部人交易

本研究同樣擷取台灣經濟新報(TEJ)中「Company DB」內的內部人實際持股異動狀況的資料來進行研究，我們將樣本公司 2015 整年度發生的內部人交易之月資料分為兩種組別，”買入”與”賣出”，並透過事件研究法-OLS 風險調整模式分別計算內部人是否能透過內線交易在未來 12 月中獲取異常報酬，我們期許計算結果得到的累積異常報酬(CAR)在”買入”的情況時應為正，及內部人的確能透過內線消息提前購入股票而賺取超額報酬。

”賣出”則相反，因內部人若獲取內部資訊而進行賣出的交易時，我們可將其視此行為目的是為降低損失而提前出售股票，即未來的累積異常報酬(CAR)應為負。

我們使用市場調整模型來計算異常報酬的部分，市場調整模型如下：

$$R_{i,t} = R_f + \alpha_i + \beta_{1i}(R_{mt} - R_f) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$R_f$  = 無風險利率

接著我們可得出事件期的預期報酬率

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad (2)$$

接著我們即可從(1)、(2)式裡得出異常報酬(AR)：

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_i) \quad (3)$$

累積異常報酬(CAR)為各期異常報酬(AR)累積而成，在本研究中 C 為事件期計算不同時間段的 CAR。

$$t_1 \leq t \leq t_2 \quad (0 \leq t \leq +3, 0 \leq t \leq +6, \text{ and } 0 \leq t \leq +12).$$

$$CAR_{i,t} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR(i, t) \quad (4)$$

最後我們將 CSR 高低兩組分別計算他們的累積平均異常報酬，我們預計高分組的累積平均異常報酬不管是在買入或是賣出的情況下都應該是要小於低分組的累積異常報酬的，而買入的累積平均異常報酬方向應為正，賣出的則為負。

## 肆、實證結果與分析

### 一、內部人交易異常報酬

我們將樣本公司 2015 的內部人交易之月資料用事件研究法進行 OLS 風險調整模式分析，估計期間為事件月(-61, -1)，最小樣本數=60，並擷取其中(0, +3)，(0, +6)及(0, +12)的平均累積異常報酬作為依據，最後結果呈現在表 3

表 3 內部人交易累積異常報酬

Panel A: 買入交易(Buy)	(0, +3)	(0, +6)	(0, +12)
平均累積異常報酬率 CAR	2.9411***	5.7808***	8.3855***
(Prob.Value)	(0)	(0)	(0)
Panel B: 賣出交易(Sale)	(0, +3)	(0, +6)	(0, +12)
平均累積異常報酬率 CAR	-1.2021**	-0.332	1.6257*
(Prob.Value)	(0.0244)	(0.6385)	(0.0914)

從表 3 的 Panel A 中可得知當內部人交易系買進股票行為時，未來三個時間段的累積異常報酬率皆顯著為正，表明內部人的確能從提前購買股票以賺取超額報酬的獲利行為中得到利益，且此消息能維持一年之久，表明此內線消息的資訊實屬重大，由此可證實本研究的假說 H1a 成立。

表 3 Panel B 則同樣呈現了內部人交易為賣出股票行為時，其未來短中期的累積異常報酬率為負，其中僅有累積至未來第 12 個月時為正，這有可能是負面的內線消息之影響經過時間已經慢慢被平息，但已可看出當內部人進行賣出股票以減少未來損失的舉動在三個月內是有顯著效果的，可證實假說 H1b 成立。

總體來說，內部人交易的行為不論是為獲取更多利益而進行買入，亦或是為減少未來的損失而操作的賣出，都能為內部人帶來獲利行為，尤其是再買入的部分，效果時間長且更加顯著。

### 4-2 CSR 對內部人交易獲利的影響

本研究將樣本公司分為 CSR 高分組與低分組後，分別將應對的”買入”與”賣出”兩種情形進行事件研究法分析各自的平均累積異常報酬(CAR)，估計期間為事件月(-61, -1)，最小樣本數=60，同樣擷取其中(0, +3)，(0, +6)及(0, +12)並將結果呈現在表 4。

表 4 CSR 對內部人交易獲利的影響

Panel A：買入交易(Buy)			
	(0, +3)	(0, +6)	(0, +12)
CSR 高分組之 CAR	2.6464***	5.6388***	8.465***
(Prob.Value)	(0.0009)	(0)	(0)
CSR 低分組之 CAR	4.3059***	7.4556***	11.5535***
(Prob.Value)	(0.0001)	(0)	(0)
Panel B：賣出交易(Sale)			
	(0, +3)	(0, +6)	(0, +12)
CSR 高分組之 CAR	-0.6105	0.3927	1.1493
(Prob.Value)	(0.4502)	(0.7135)	(0.4304)
CSR 低分組之 CAR	-1.2802	-0.756	1.5928
(Prob.Value)	(0.1493)	(0.5197)	(0.3196)

從表 4 我們可得知在買入的情形下，未來三個時間段的平均異常報酬 CAR 都顯著為正，顯示儘管企業社會責任意識較高的高分組也無法完全避免內部人的自利行為的發生，但我們也可明顯的看出低分組的報酬率都相對於高分組來的更高，而賣出的狀況下，儘管各項數據皆不顯著，但從方向及數據來講，CSR 高分組的確較低分組要更能夠抑制內部人的自利行為，由此可證實 H2 成立。

## 伍、結論

鄭揚耀,王元章和王育偉(2010)在文章中提到當公司有壞消息、代理問題與監管系統不完善、家族企業、沒有或很少獨立董事，資訊不對稱程度越高等情況時，內部人更可能透過內線交易獲取更多利益，因此我們可以看出當一間企業其公司治理效果不彰時，將使企業之聲譽與利益遭受損失，我們也可從中看出，內線交易能給內部人帶來更多利益，本文研究也證實了這一點。

而企業社會責任(CSR)在近年來逐漸受到企業的重視，其對企業績效與聲譽等影響與日俱增，陳育成,許峰睿和黃聖雯(2013)也驗證了這點，企業之企業社會責任績效與公司獲利能力指標如淨利率、每股盈餘、資產報酬率與股東權益報酬率等皆呈現顯著正向關係，甚至與公司營業收入也呈現正向顯著，儘管承擔企業社會責任在短期內對股價表現不利，但長期而言將有助於提高公司股價報酬，顯示企業社會責任程度對公司的影響之大已成為企業不可缺少的一塊，而內線交易則一直被視為違反證券市場公平性的一大威脅，更可能對企業本身帶來不可逆轉的聲譽損失，因此我們試著找出這兩者間是否為負相關的關係。

為此本研究得到兩個結論：

- (1)內部人的確能透過內線交易而賺取超額報酬，不論是買進或賣出，但在買進的情況較為顯著。
- (2) 良好的企業社會責任意識能降低內部人自利選擇發生的機率。

內線交易再買進的情況較為顯著的原因有可能是因為內部人在取得公司之好消息的途徑較為廣泛，企業也可能將看好未來公司前景的隱含消息告訴員工，以激勵公司士氣，使得內部人有較多機會關注此類消息，從而透過提前買進股票賺取利益。

具體來說，公司擁有良好企業社會責任意識的內部人其在利己主義與貪婪程度上與企業社會責任意識較低之企業的內部人相對來的不強烈，這有可能是企業本身良好的聲譽與形象逐漸影響著內部人，且若事件公開，企業社會責任形象較好的企業所遭受的損失也遠大於較低的；相對來說，再優秀良好的企業社會責任意識也不能完全免除內部人交易的發生，因為個人主觀的判斷無法全然被外部因素影響，總體而言，企業社會責任還是能有效的減少聲譽損失的機率的。

### 研究限制

因現今台灣企業社會責任(CSR)強制規定的準則較以往幾年較為完善，但除了相關規定產業外，其餘公司提供之企業社會責任報告書大多揭露不全，這有可能是市場上企業的企業社會責任意識雖逐年增加，但在實際實施的積極性上尚不明顯，導致企業社會責任各指標的全市場資料蒐集相當不易，致使大多數研究在探討台灣之企業社會責任議題時，多採用遠見雜誌的”遠見企業社會責任獎”與天下雜誌的”天下企業社會責任公民獎”作為樣本配對的依據，但此方法較難擴大樣本數，且有規模限制。

故本研究則採用量化各企業企業社會責任報告書指標的方式來進行探討，期望能得知各公司在企業社會責任上得積極性，但在篩選企業社會責任指標的完整性後同樣使得樣本公司相對較少，可能對整體市場的反應較為不足，故此研究限制因能在資料庫更為完善後得到解決，即可在未來研究擴大樣本數據，使研究結果更為精準，更能反映市場。

## 參考文獻

### (一)中文期刊

- 李秀英,劉俊儒和楊筱翎(2011), 企業社會責任與公司績效之關聯性,東海管理評論 ;13 卷 1 期, P77 – 111
- 李念萍(2018)企業社會責任與避稅行為,元智大學,財務金融暨會計碩士班未發表碩士論文
- 郭雅億(2015),企業社會責任與利害關係人報酬之關聯性研究,逢甲大學會計所未發表碩士論文
- 郭承昌(2014),台灣內線交易案例之研究,國立台灣大學會計與管理決策組未發表碩士論文
- 鄭揚耀,王元章和王育偉(2010), Will Corporate Governance Reduce Illegal Insider Trading?財務金融學刊 ;18 卷 1 期 (2010 / 03 / 31), P55 - 90
- 陳育成,許峰睿和黃聖雯(2013), 企業社會責任與經營績效之關聯性研究,評價學報 ;6 期,P53 – 72
- 楊惠敏(2004),影響內線交易道德判斷心理因素之研究,淡江大學會計學系未發表碩士論文
- 王南喻和黃憲彰(2011), 探討內線交易醜聞對證券股價之影響—以某上市公司為例 ,智慧科技與應用統計學報 ,9 卷 2 期 (2011 / 12 / 01), P69 – 82

### (二)英文期刊

- Bénabou Roland and Jean Tirole, (2006)Incentives and Prosocial Behavior ,American Economic Review,VOL. 96,(pp. 1652-1678)
- Bertrand Marianne and Antoinette Schoar(2003) Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies,The Quarterly Journal of Economics, Volume 118, Pages 1169–1208
- Bettis J. C., Jeffrey Coles and M. L. Lemmon(2000), Corporate policies restricting trading by insiders,Journal of Financial Economics, 2000, 191-220
- Dai Lili,Jerry T. Parwada And Bohui Zhang(2015)The Governance Effect of the Media’s News Dissemination Role:Evidence from Insider Trading,Journal of Accounting Research , Vol. 53 Printed in U.S.A. Pages 331-366
- Friedman Adam (2012),Associates Reveals New Findings on Corporate Social Responsibility,  
<https://www.prweb.com/releases/2012/11/prweb10144917.htm>

Gao Feng,Ling Lei Lisic and Ivy Xiyang Zhang(2014) Commitment to social good and insider trading,Journal of Accounting and Economics, Volume 57,Pages 149-175

Manne Henry G. (1966), Insider Trading and the Stock,The American Economic Review Vol. 57 pp. 971-974

Ryan Stephen G.,Jennifer Wu Tucker and Ying Zhou(2016) Securitization and Insider Trading,The Accounting Review,Vol. 91, No. 2, pp. 649–675

Schotland Roy A. (1967) ,Unsafe at Any Price: A Reply to Manne, Insider Trading and the Stock Market, Virginia Law Review Vol. 53, pp. 1425-1478