

公司治理规则与内幕交易利润

作者: 彼得·兹拉科 (Peter Cziraki), 彼得·格伊 (Peter de Goeij) 与 卢克·瑞恩伯格 (Luc Renneboog)

摘要作者: 克莱尔·埃默里 (Claire Emory), CFA

原文刊登于: 《金融评论》2014 年 1 月刊 (Review of Finance, Vol. 18, No. 1 (January 2014): 67-108)

摘要链接: <http://dx.doi.org/10.2469/dig.v44.n8.24>

翻译: 李虹谕 审读: 仲奇超, CFA

通过研究 2004 年荷兰公司治理相关规定中所发生变化, 作者分析了关于股东约束机制与内幕交易利润之间关系的两个假设。他们发现内幕交易的利润在公司治理较强但股东约束机制较弱的企业中更高, 这表明内幕交易的利润是对其他控制权私人收益一个不完美的替代品。

作者使用了 2004 年荷兰公司治理相关规定中所发生的变化来分析内幕交易利润, 与股东约束机制是否存在关系, 以及与股东约束机制的范围之间的关系。他们发现内幕交易的利润在股东约束机制较弱的公司更多, 从而总结出内幕交易利润是对其他控制权私人收益的一个不完美的替代品。虽然作者的研究集中在合法的内幕交易, 但其他的研究表明, 公司内部人士也可能从事非法的内幕交易。

该研究对投资从业者有何帮助? 作者的研究表明, 从长期来看, 强有力的公司治理和股东约束机制的缺失对公司和社会都有益, 公司需要这样的治理结构, 而社会也要求强有力的公司治理和股东权利。在 2008 年全球金融危机之后, 许多国家的监管机构对监管方式的各方面进行了分析和调整, 包括公司治理。深刻领会激励机制如何在一个特定的公司结构中发挥作用, 以及某些政策变化对其产生的影响, 能改善企业的运作方式, 同时改善该企业所处的资本主义社会。

作者的研究方法:

作者将 2004 年荷兰公司治理相关规定中所发生的变化作为一个准自然实验, 运用双重差分方法检验在新的公司治理准则和股东权力加强的背景下, 这些变化对内幕交易利益的影响。他们观察的那些公司, 都是当时的公司治理结构与 2004 年公司治理规定有冲突的。作者的研究主要基

于两个假说: 监管假说和替代假说。监管假说认为, 强有力的公司治理通过提高股东意识和大股东监控限制了内幕交易利润。因此, 在公司治理标准较高但股东限制机制较弱的公司中, 内幕交易利润更少。

替代假说认为, 公司治理结构较强的企业会拥有更多的内幕交易利润。在公司治理薄弱的企业, 内部人士会注重更有吸引力的控制权私人收益上——例如, 公司资源私用和更高的管理层薪酬。当内部人员面对强有力的公司治理时, 会用更不可靠的内幕交易利润来替代原本在公司治理薄弱的企业更容易获取的其他私人利益。

数据取自 1999 年 4 月到 2007 年荷兰金融市场的官方统计。作者通过对 15,527 个交易数据的研究发现, 其累积的异常回报模式支持替代假说。研究表明, 较弱的股东对抗机制伴随着较高的内幕交易利润, 这与监管假说相悖。作者还考虑通过一些其他途径来解释他们的研究成果, 但并没有发现对此分析结果有显著的影响。

摘要作者的观点:

该研究结果对专业人士在分析政府监管并评估他们的预期和非预期结果时可能有一定价值, 同时可以在此基础上进行更深入的研究。鉴于荷兰历史上公司治理特别薄弱、各公司股东权利差别很大, 这些研究结果是否对美国或英国的公司治理直接适用, 还尚不清楚。 