

上市公司内幕交易人获取收益研究

韩岚岚

(首都经济贸易大学会计学院, 北京 100070)

【摘要】 本文利用2008年至2013年被中国证监会查处的内幕交易案件中101个内幕交易人作为研究对象,对内幕交易人获取收益情况进行了实证研究。研究表明,内幕交易人可以获得超额收益,公司内部内幕交易人获取的超额收益高于公司外部内幕交易人。在公司内部,总经理获得的超额收益最多。另外,本文还证实了上市公司治理结构越完善,内幕交易人获取的超额收益越少。据此,本文认为证券交易监管机构需要关注公司内部人员,特别是公司总经理交易股票的行为;对于上市公司本身而言,加强公司治理可以减少内幕交易的发生。

【关键词】 内幕交易人; 平均超额收益; 公司治理

一、引言

根据2007年5月中国证监会发布的《内幕交易行为认定指引》中的规定,内幕交易行为是指在证券交易中,内幕信息知情人或非法获取内幕信息的人,在内幕信息公开前买卖相关证券,或者泄露该信息,或者建议他人买卖相关证券的行为。内幕交易行为是典型的证券市场的投机行为,不利于证券市场“公开、公平、公正”三公原则的实施,不利于资本市场的健康发展。尽管中国证券监管部门出台了一系列法律法规来打击和防范内幕交易行为,但是由于内幕交易具有隐蔽性和复杂化的特点,在证券交易过程中难以识别,因此增加了监管部门的难度。同时,中国股票市场不成熟、信息透明度不高,投资者保护环境较差等原因导致对于内幕交易的查处非常困难。内幕交易的主体就是内幕交易人,内幕交易人进行内幕交易的目的是为了获取超额收益,因此研究内幕交易人获取收益的情况,对于证券监管机构有效识别和查处内幕交易、对于上市公司保护中小投资者的利益都是非常必要的。

笔者整理了2008年到2013年我国发生的、被中国证监会查处的内幕交易案件进行实证研究。本文主要从以下三个方面进行研究:第一,内幕交易人是否可以获得超额收益;第二,公司内部人与公司外部人获得的超额收益是否有显著的差异;在公司内部人中,不同职位的内幕交易人获得的收益是否有显著的差异;第三,公司治理情况是否会影响内幕交易人获取超额收益。

本文的贡献在于:①以往对于内幕交易的研究往往利用内部人交易的数据进行研究,本文直接利用笔者手工收集的被证监会查处的内幕交易案件作为研究对象,得出的结论更直观,更具有说服力;②以往对于内幕交易

的研究主要集中在内幕交易的度量、危害及监管,本文重点研究不同身份地位的内幕交易人的行为特征和收益情况,为证券监管部门有效查处内幕交易提供借鉴。

二、文献回顾与研究假设

1. 获取超额收益是内幕交易的主要原因。内幕交易人进行内幕交易的动机,主要是为了获得超额利润,内幕交易人通过尚未公开的内幕信息提前买入或卖出股票,以达到获利或避免损失的目的。大量的文献都证明内部人确实利用信息优势通过内幕交易获得了超额收益。Andre and Theissen(2009)利用德国的公司作为样本,发现在41天的事件窗内,内部人不论是购买还是出售股票,股票的累计超额收益率均显著的不为0。股价往往在内部人购买之后就涨价而在内部人出售以后就降价。Boubacar et al.(2011)利用加拿大上市银行为样本,发现上市银行的高级管理人员可以通过出售自己银行股份获取超额收益,并且这些交易一旦被公之于众将会对上市银行股票价值产生重大影响。内幕交易人由于拥有私有信息,因此可以在信息公告前购买股票来获得收益或者规避损失,因此内幕交易人购买股票可以获得超额收益。据此,提出假设1:内幕交易人购买股票可以获得平均超额收益。

2. 内幕交易人的身份会影响超额收益的获取。内幕交易人主要包括公司内部的内幕交易人和公司外部的内幕交易人。本文研究的公司内部的内幕交易人是指在公司内部能够直接接触到内幕信息的人员;公司外部的内幕交易人是指在公司外部不能直接接触到内幕信息,由公司内部人将内幕信息传递给他们的人。公司内部内幕交易人一般在公司的地位比较高,可以接触到公司的内部信息,因此他们在内幕信息公告前购买股票一般都可以获得超额收益。根据Seyhun(1986)提出的“信息层级假

说”(Information Hierarchy Hypothesis),信息的传递是有先后顺序的,就像波澜一样由内向外传递。内幕信息也是由公司内部人传递给公司外部人的,公司内部人获得的信息含量高、获得信息时间短,因此,公司内部内幕交易人可以获得更多的超额收益。据此,提出假设2a:相对于公司外部的内幕交易人,公司内部的内幕交易人更容易获得平均超额收益。

Tavakoli et al.(2012)利用美国证券市场中进行内幕交易的上市公司为样本,研究内幕交易对市场投资者的影响,结论发现,内幕交易人能够获取预期的超额收益,尤其是当公司经营者和董事作为内幕交易人时这种超额收益更加明显。越来越多的文章研究内部人行为对于股票市场的影响,曾庆生(2008)证实中国上市公司的内部人能够获得超额收益,并且一般高管的获利能力要高于监事或者独立董事。曾亚敏和张俊生(2009)发现中国公司内部人的短线交易行为能够获得超额收益,尤其是公司监事的短线交易行为获利能力更强。

本文的公司内部人主要包括总经理、董事长及其他高管;公司外部人主要包括中介结构、内部人的亲属、朋友、其他人员。在日常的经营活动中,总经理是负责公司全盘业务的,所以他是最早接触到内幕信息的,并且获知的内幕信息最为全面,总经理可以利用其专业知识判断出在内幕信息未公布前购买股票是否可以获得超额收益,因此在公司内部,相比于董事长和其他的高管人员,总经理获得的平均超额收益最多。据此,提出假设2b:相比于公司内部的董事长和其他高管人员,总经理获得的平均超额收益最大。

3. 公司治理会影响内幕交易。国外学者较早地开始研究内幕交易与公司治理的关系,从公司治理角度去解释内幕交易的发生。Aboody and Lev(2000)认为R&D是内幕交易收益的一个潜在的来源,R&D集中的企业比没有R&D的企业内幕交易收益显著。Jaggi and Tsul(2007)研究董事会特征和内幕交易之间的相互影响,利用香港证券交易所的上市公司为样本,发现在上市公司董事会中,非家族董事或者独立董事的人数越多,内幕交易与可操控性应计之间的敏感性越弱。Anand and Beny(2007)实证研究显示,公司规模越大、控股股东越强势,越容易发生内幕交易。Yu, Hou and Cheng(2012)研究非法内幕交易与公司治理之间的关系,使用了三个主要的指标来代替公司治理——董事会成员的构成、所有权结构和财务报表的可靠性。结果显示CEO和董事会主席的两职合一以及国内的机构投资者与非法的内幕交易的发生率显著负相关。如果公司的财务报表可靠性较差的话,发生内幕交易的机会就大。Yonghan(2004)研究了公司治理和内幕交易的相关关系,在公司治理好的公司,公司更加关注投资者的利益保护,更注意做好私有信息的保密措施,

内幕人不能获得超额收益;而公司治理较差的公司由于在信息治理方面比较薄弱,不能有效地阻止内幕人利用私有信息进行内幕交易,因此发生的内幕交易行为比较多。

国内学者对于内幕交易和公司治理的研究较晚,开始于20世纪80年代。李捷瑜和王美今(2008b)研究内幕交易与公司治理之间的关系,发现资产负债比、股权集中度以及两职合一与内幕交易呈显著的正相关关系。唐齐鸣和张云(2009)从公司治理的视角对我国证券市场内幕交易行为进行研究,发现公司治理较好的公司内幕交易发生的概率较低,交易量的波动和信息不对称的程度有所缓解,并且外部法制环境的改善并不能有效地阻止内幕交易的发生,改善企业层面的公司治理水平才是遏制内幕交易发生的根本。据此,提出假设3:公司治理结构越完善的公司,内幕交易人获取的平均超额收益越低。

三、数据来源与检验模型

1. 数据来源。本文研究的样本来自于中国证券监督管理委员会2008年1月1日至2013年12月31日作出的68份查处内幕交易的行政处罚决定书资料,共涉及134个内幕交易人,其中16人属于泄露内幕信息的行为,因此没有买卖股票的资料应当予以剔除,还有17人由于中国证监会提供的处罚决定书中资料不全,因此予以剔除,最终的资料齐全的内幕交易人为101个,有关股票市场的相关数据资料来自于CSMAR数据库,本文使用的数据处理软件是STATA12。

表1 内幕交易人年度分布情况

年度	内部人			外部人				合计
	董事长	总经理	其他高管	中介机构	亲属	朋友	其他人员	
2008	0	2	0	0	0	0	1	3
2009	1	4	2	0	1	0	2	10
2010	2	4	2	0	4	1	2	15
2011	1	5	1	2	1	2	2	14
2012	2	4	4	5	8	4	1	28
2013	3	6	2	2	8	9	1	31
合计	9	25	11	9	22	16	9	101

表1报告了内幕交易人的年度分布。在101个内幕交易人中,公司内部内幕交易人为45人,公司外部内幕交易人为56人。从内幕交易人的年度来看,呈现逐年上升的趋势,从2008年的3人上升到2013年的31人,涨幅近10倍。从总人数来看,总经理进行内幕交易最多,主要是由于总经理有信息上的绝对优势,因此总经理进行内幕交易的最多,其次是亲属22人。随着近几年我国证券监管机构查处内幕交易力度的增强,越来越多的内部人将内幕信息告知亲属,由亲属进行内幕交易,增加了内幕交易的隐蔽性。因此,中国证监会在2011年10月发布《关于上市公

司建立内幕信息知情人登记管理制度的规定》，希望通过该规定来限制内部人家属参与内幕交易。

2. 持有期平均超额收益的度量。度量超额收益的首要问题是度量正常收益率。本文使用的模型如下：

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

其中： $E(R_{it})$ 表示第*i*家公司股票在时间*t*的预期收益率； R_{mt} 表示市场在时间*t*的实际收益；为获得稳定的系数估计值，第*i*家公司股票的 α_i 和 β_i 值通过(-180, -21)共160个交易日的日收益与市场日收益回归估计而得。因此，每天超额收益率用如下方法度量：

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

其中： AR_{it} 表示股票*i*在第*t*日的超额收益率； $E(R_{it})$ 表示股票*i*在第*t*日的预期收益率； R_{it} 表示股票*i*在第*t*日的实际收益率。持有期累计收益率为：

$$HPAR_i = \sum_{t=1}^N AR_{it}$$

$HPAR_i$ 表示内幕交易人从买入*i*股票($t=1$)那天开始到卖出股票($t=N$)那天结束的持有期超额收益率。由于内幕交易人持有股票的天数是不一样的，因此为了使样本可比，需要对 $HPAR$ 进行平均化处理，从而有：

$$AHPAR_i = \frac{1}{N} HPAR_i$$

$AHPAR_i$ 表示持有期股票*i*每天的平均超额收益率。

3. 模型设计。为了验证上述假设1和假设2a的正确性，采用普通最小二乘法(OLS)运行模型1：

$$Ahp_{par} = \alpha + \beta_1 Tsize + \beta_2 Inside + \beta_3 Tsize * Inside + \beta_4 Gender + \beta_5 Age + \beta_6 Bsize + \beta_7 Idper + \beta_8 Hhi + \beta_9 size + \beta_{10} Lev + \varepsilon$$

模型1中被解释变量 Ahp_{par} 表示内幕交易人持有股票期间获得的平均超额收益。解释变量中 $Tsize$ 是内幕交易人交易股票的规模，用内幕交易人交易股票的数量除以公司发行股票的总数； $Inside$ 是哑变量，表示内幕交易人是公司内部人，当内幕交易人是公司内部的董事长、总经理以及其他的高管人员， $Inside$ 取1，否则取0； $Tsize \times Inside$ 是 $Tsize$ 与 $Inside$ 的交乘项。 $Tsize$ 的估计系数表示内幕交易人获得的超额收益与购买股票之间的关系，如果该系数为正，表示内幕交易人购买股票进行内幕交易可以获得平均超额收益； $Inside$ 表示公司内部人与外部人之间获得超额收益的差异，如果该系数为主，表示公司内部人比公司外部人获得的平均超额收益高； $Tsize \times Inside$ 的估计系数表示相对于外部人而言，公司内部人是否可以获得平均超额收益，如果该系数为正，则表明公司内部人随着购买股票的增多可以获得平均超额收益。根据假设1，内幕交易人购买股票可以获得超额收益，因此预计 $Tsize$ 的估计系数为正；根据假设2a，相对于外部人而言，内部人可以获得更多的平均超额收益，因此预计 $Tsize \times Inside$ 的估计系数为正。由于内部人可以获得更多的私有信息，因

此预计 $Inside$ 的估计系数显著为正。

为了验证上述假设2b和假设3的正确性，采用普通最小二乘法(OLS)运行模型2：

$$Ahp_{par} = \alpha + \beta_1 Tsize + \beta_2 GM + \beta_3 CM + \beta_4 DM + \beta_5 Gender + \beta_6 Age + \beta_7 Bsize + \beta_8 Idper + \beta_9 Hhi + \beta_{10} size + \beta_{11} Lev + \varepsilon$$

模型2中的解释变量仍为 Ahp_{par} ，表示内幕交易人持有股票期间获得的平均超额收益。解释变量 $Tsize$ 表示内幕交易人交易股票的规模； GM 、 CM 、 DM 表示内幕交易人身份的哑变量，其中 $GM=1$ 表示内幕交易人是总经理； $CM=1$ 时表示内幕交易人是董事长； $DM=1$ 表示内幕交易人是其他高管。根据假设2b，总经理在内部人中获得的信息最直接和全面，因此预计 GM 的估计系数显著为正，而 CM 和 DM 的估计系数不显著。

该模型中 $Bsize$ 表示董事会规模，用董事会人数表示； $Idper$ 表示董事会中独立董事的比例，用董事会中独立董事占董事会人数的比例表示； Hhi 表示公司前十大股东的持股比例，用前十大股东的赫芬达尔指数表示。 $Bsize$ 、 $Idper$ 、 Hhi 都是表示公司治理的代理变量，这些变量的比例越高，表示公司治理水平越高。根据假设3，公司治理水平越高，可以减少内幕交易人获得的超额收益，因此预计 $Bsize$ 、 $Idper$ 、 Hhi 的估计系数显著为负。

为了控制其他因素的影响，在模型中还加了一些控制变量。 $Size$ 表示公司规模，用总资产的对数表示； Lev 表示公司的财务杠杆，用总负债除以总资产表示。 $Gender$ 表示内幕交易人的性别哑变量，当内幕交易人是男士时，取1；否则取0。 Age 表示内幕交易人的年龄。关于变量的定义及说明，详见表2。

表2 变量定义

符号	名称	变量含义
Ahp_{par}	平均超额收益率	内幕交易人持有股票期间获得的平均超额收益
$Tsize$	交易股票规模	内幕交易人交易股票的数量占公司发行股票的比例
$Inside$	内部人	当内幕交易人是董事长、总经理或者其他高管时取1，其他取0
GM	总经理	内幕交易人是总经理时，取1，其他取0
CM	董事长	内幕交易人是董事长时，取1，其他取0
DM	其他高管	内幕交易人是除了董事长和总经理以外的其他高管时取1，其他取0
$Gender$	性别	内幕交易人是男士时取1，其他取0
Age	年龄	内幕交易人的年龄
$Bsize$	董事会规模	董事会的人数
$Idper$	独董比例	董事会中独立董事的比例
Hhi	股权集中度	前十大股东的赫芬达尔指数
$Size$	规模	总资产的自然对数
Lev	公司杠杆	总资产除以总负债

四、实证结果

1. 描述性统计。表3报告了描述性统计结果。从全样本来看,平均超额收益率(Ahpar)的均值为0.013 4,大于零,说明平均来看,内幕交易人交易股票能够得到平均超额收益,这与假设1内幕交易人可以获得超额收益是相符的。Ahpar最小值和最大值分别为-0.031 2和0.094 4,相差很大,说明有的内幕交易人可以获得高额的收益,而有的内幕交易人即使获得了内幕信息,也不能获得超额收益。交易股票规模(Tsize)均值为0.014 9,说明内幕交易人购买股票的数量占公司发行股票总数的1.49%,购买的规模并不大。最大值为13.15%,最小值只有0.1%,两者相差很大。公司内部人(Inside)的均值为0.445 5,说明公司内部内幕交易人中内部人大概占44.55%的比例。总经理(GM)、董事长(CM)、其他高管(DM)的均值分别为0.287 1、0.089 1和0.108 9,说明总经理、董事长、其他高管分别占内幕交易人的28.71%、8.91%和10.89%,其中总经理所占比例最大。内幕交易人性别(Gender)均值为0.683 2,中位数为1,说明内幕交易人大多数是男性。内幕交易人年龄(Age)均值为48岁,最小值为31岁,最大值为73岁。董事会规模(Bsize)均值为6人,最小值为5人,最大值为13人,符合我国实际情况。我国《公司法》规定,股份有限公司的董事会成员不得少于5人。董事会中独董比例(Idper)均值为0.387,说明在董事会中独立董事所占比例超过三分之一,这也符合我国《公司法》的规定。股权集中度(Hhi)的均值为0.158 7,说明前十大股票所占比例为15.87%,最小值和最大值分别为4.9%和48.47%,说明内幕交易人所在的上市公司前十大股东所占的比例相差很大。公司规模(Size)均值和标准差分别为21.448 5和1.352 4,说明各公司的规模相差并不大。公司杠杆(Lev)的均值为0.608 3,说明公司资本结构中61%的为负债融资,Lev标准差为1.516 1,说明各公司的杠杆差异较大。

表3的第(2)部分和第(3)部分分别报告了公司内部内幕交易人和公司外部内幕交易人的描述统计,表3的第(4)部分则对内幕交易人为公司内部人和外部人的特征差异进行检验。内部人的平均超额收益率(Ahpar)的均值和中位数分别为0.020 7和0.011 6,外部人的平均超额收益率(Ahpar)的均值和中位数分别为0.009 1和0.004 6。检验结果表明,公司内部内幕交易人的平均超额收益率的均值和标准差都显著高于公司外部内幕交易人的。内部人是男性的均值和中位数都显著高于外部人,说明内幕交易人是公司内部人的,男性比例较大,有些内部人将内幕信息告知外部人,由外部人进行交易,因此内幕交易人是外部人的,女性的比例大大上升。

注:表3中,平均值之差的检验方法为t检验,中位数之差的检验方法为秩和检验;***表示在1%水平上显著;**表示在5%水平上显著;*表示在10%水平上显著,下同。

表3 描述性统计

变量	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
(1)全样本 N=101					
Ahpar	0.013 4	0.021 2	0.006 4	- 0.031 2	0.094 4
Tsize	0.014 9	0.033 3	0.001 3	0.000 1	0.131 5
Inside	0.445 5	0.484 2	0	0	1
GM	0.287 1	0.3846	0	0	1
CM	0.089 1	0.2714	0	0	1
DM	0.108 9	0.3131	0	0	1
Gender	0.683 2	0.4676	1	0	1
Age	47.643 6	7.489 4	48	31	73
Bsize	5.762 4	1.209 5	6	5	13
Idper	0.387	0.234	0.364	0.3	0.667
Hhi	0.158 7	0.138 2	0.105 8	0.004 9	0.484 7
Size	21.448 5	1.352 4	21.778 9	17.399 8	23.331
Lev	0.608 3	1.5161	0.502 7	0.045 9	1.641 8
(2)公司内部人 N=45					
Ahpar	0.020 7	0.027 4	0.011 6	- 0.031 2	0.094 4
Tsize	0.011 6	0.031 7	0.000 7	0.000 1	0.131 5
Gender	0.837 8	0.373 7	1	0	1
Age	48.675 7	7.195 9	49	35	62
Bsize	5.405 4	1.383 6	6	5	10
Idper	0.428 9	0.129 6	0.6	0.357	0.667
Hhi	0.129 2	0.125 8	0.068 7	0.004 9	0.408 5
Size	21.527 8	1.364 7	21.778 9	17.399 8	23.331
Lev	0.587 2	1.454 8	0.449 8	0.100 5	1.210 1
(3)公司外部人 N=56					
Ahpar	0.009 1	0.015 2	0.004 6	- 0.010 4	0.054 4
Tsize	0.016 8	0.034 3	0.002 2	0.000 1	0.131 5
Gender	0.593 8	0.495	1	0	1
Age	47.046 9	7.645 8	47.5	31	73
Bsize	5.968 8	1.053 6	6	6	13
Idper	0.389	0.271 1	0.666 7	0.4	0.714 3
Hhi	0.175 7	0.143 1	0.127	0.004 9	0.484 7
Size	21.402 6	1.353 9	21.862 2	17.399 8	23.218 8
Lev	0.620 5	1.561 6	0.571 2	0.045 9	1.322
(4)公司内部人-公司外部人					
	均值之差	t值	中位数之差	Z值	
Ahpar	0.011 6	2.72***	0.007	2.693***	
Tsize	- 0.005 2	- 0.756	- 0.001 5	- 1.59	
Gender	0.244	2.601***	0	2.528***	
Age	1.628 8	1.054	1.5	1.176	
Bsize	- 0.563 4	0.446	0	0.444	
Idper	- 0.039 9	- 0.106	- 0.066 7	0.063	
Hhi	- 0.046 5	- 2.303**	- 0.058 3	- 1.538	
Size	0.125 2	- 1.948*	- 0.083 3	- 1.407	
Lev	- 0.033 3	- 1.701*	- 0.121 4	- 1.735*	

2. 相关系数。表4报告了变量之间的相关系数。**Ahpar**与**Tsize**显著正相关,说明在未控制其他因素的情况下,交易股票的规模越大,获得的平均超额收益越大;**Ahpar**与**Inside**正相关,说明相比于外部人,公司内部内幕交易人可以获得平均超额收益;**Ahpar**与**GM**正相关,说明公司总经理能够获得平均超额收益;**Ahpar**与**CM**、**DM**不相关,说明相比于总经理,公司董事长和其他高管不能获得平均超额收益;**Ahpar**与**Gender**、**Age**不相关,说明内幕交易人获得超额收益与性别和年龄无关;**Ahpar**与公司治理的代理变量**Bsize**、**Idper**、**Hhi**都是显著负相关,说明公司董事会规模越大,独立董事在董事会所占比例越大,前十大股东的持股比例越大,说明公司治理情况较好,这时内幕交易人获得的平均超额收益较少。**Ahpar**与**Size**负相关但不显著;**Ahpar**与**Lev**显著负相关,说明公司负债率越高,内幕交易人获得的平均超额收益越低。从其他变量之间的关系来看,它们之间都不存在高度的相关性,因此,模型1和模型2回归的有效性不受多重共线性的影响。

3. 检验结果。表5报告了模型1和模型2的回归结果。从模型1来看,被解释变量为内幕交易人获得的平均超额收益,交易股票规模(**Tsize**)的估计系数为正,并在1%的水平上显著,说明内幕交易人买卖股票越多,获得的平均超额收益越大,这一结果支持了假设1。公司内部人(**Inside**)估计系数为正,并在1%的水平上显著,说明相比于外部人,公司内部内幕交易人能够获得平均超额收益;**Tsize*Inside**的估计系数在5%的水平上显著为正,说明随着交易股票数量的增多,内部人获得的平均超额收益超过外部人;进一步检验**Inside+Tsize*Inside**估计系数之和显著异于0,说明随着内幕交易人交易股票的增多,内部人获得超额收益更多,这一结果支持了假设2a。**Gender**和**Age**都不显著,说明内幕交易人的性别和年龄对他们获取超额

收益没有影响。董事会规模(**Bsize**)估计系数为负,并在1%水平上显著,说明董事会规模越大,内幕交易人获得的平均超额收益越少;董事会中独立董事的比例(**Idper**)估计系数为负,并在10%的水平上显著,说明独立董事在董事会中比例越大,内幕交易人获得的平均超额收益越少;前十大股东的持股比例(**Hhi**)估计系数为负,并在10%的水

表5 回归结果

变量	模型1			模型2		
	预计符号	估计系数	t值	预计符号	估计系数	t值
截距项		0.151 4	3.46***		0.177 2	3.95***
Tsize	+	0.071 9	2.85***	+	0.081 2	3.12***
Inside	+	0.012 4	2.7***			
Tsize*inside	+	0.084 2	2.06**			
GM				+	0.018 4	3.27***
CM				?	-0.000 7	-0.009
DM				?	0.005 0	0.76
Gender	?	-0.0065	-1.51	?	-0.005 0	-1.15
Age	?	-0.0030	-1.14	?	-0.000 3	-1.36
Bsize	-	-0.004 6	-2.48***	-	-0.005 1	-2.75***
Idper	-	-0.016 1	-1.88*	-	-0.016 4	-2.05**
Hhi	-	-0.025 4	-1.72*	-	-0.024	-1.70*
Size	-	-0.003 6	-1.98**	-	-0.004 5	-2.41***
Lev	-	-0.003 9	-1.87*	-	-0.005 6	-2.72***
行业效应		已控制			已控制	
年度效应		已控制			已控制	
Adj- R ²		0.2213			0.2286	
F值		3.81***			3.67***	
N		101			101	
Test $\beta_2+\beta_3=0$			5.28***			

表4 相关系数

	Ahpar	Tsize	Inside	GM	CM	DM	Gender	Age	Bsize	Idper	Hhi	Size	Lev
Ahpar		0.154**	0.279***	0.271***	0.017	0.088	-0.091	-0.018	-0.025*	-0.319***	-0.131*	-0.096	-0.104*
Tsize	0.163**		0.040*	0.321***	0.227**	-0.033	0.258***	-0.257	0.119	-0.075	-0.126*	-0.130**	0.214**
Inside	0.265***	0.144*		0.603***	0.393***	0.469***	0.278***	0.141	-0.131**	-0.141*	-0.17*	0.061	0.006
GM	0.290***	0.182*	0.613***		-0.133	-0.159	0.073	0.197**	0.016	-0.166*	-0.116	0.194*	-0.03
CM	-0.034	0.1124*	0.386***	-0.137		-0.104	0.118	0.132	-0.072	0.03	-0.114	-0.194*	0.015
DM	0.082	-0.082	0.460***	-0.163*	-0.103		0.236**	-0.135	-0.158	-0.044	-0.023	0.029	0.031
Gender	-0.044	0.100	0.253**	0.039	0.121	0.239**		-0.083	0.018	-0.05	-0.211*	0.028	-0.024
Age	-0.019	-0.1749*	0.105	0.120	0.132	-0.098	-0.047		-0.021	0.143	0.138	0.006	-0.054
Bsize	-0.173*	0.0624	-0.226**	-0.145	-0.064	-0.116	0.060	0.088		0.288***	-0.075	-0.031	0.062
Idper	-0.207**	0.024	-0.193*	-0.170*	-0.012	-0.082	0.017	0.033	0.161**		0.158	0.103	-0.085
Hhi	-0.145*	-0.182*	-0.163	-0.103	-0.100	-0.039	-0.165	0.051	-0.109	0.034		0.280***	-0.200***
Size	-0.042	0.337***	0.045	0.155	-0.206**	0.057	0.022	0.094	-0.112	0.162	0.325***		0.036
Lev	-0.168*	0.692***	-0.011	-0.053	0.130	-0.065	0.055	0.216**	-0.009	-0.1	0.019*	-0.604***	

注:左下方是Pearson相关系数检验,右上方是Spearman相关系数检验。

平上显著,说明前十大股东的持股比例越大,内幕交易人获得的平均超额收益越少,这一结果支持了假设3。控制变量Size估计系数在5%的水平上显著为负,说明公司规模越大,内幕交易人获得的平均超额收益越少;公司杠杆(Lev)估计系数在5%的水平上显著为负,说明公司资本结构中负债越多,公司内幕人获得的平均超额收益越少。

从模型2来看,Tsize的估计系数在1%的水平上显著为正,说明内幕交易人可以获得平均的超额收益;总经理(GM)的估计系数在1%的水平上显著为正,说明相比于董事长和其他高管,总经理可以获得平均超额收益;董事长(CM)和其他高管(DM)的估计系数都不显著,说明相比于总经理,董事长和其他高管并不能显著地获得平均超额收益,这一结果支持了假设2b。由于总经理参与了公司所有业务的管理,利用其专业知识更能判断出公司股价的未来走势,因此可以获得超额收益。其他变量的估计系数的方向与模型1是一致的,同样支持了假设3。

五、稳健性检验

为了验证本文的可靠性,本文直接将内幕交易人的身份作为被解释变量,引入回归模型中,则模型1可以简化为模型3:

$$Aphar = \alpha + \beta_1 Inside + \beta_2 Gender + \beta_3 Age + \beta_4 Bsize + \beta_5 Idper + \beta_6 Hhi + \beta_7 Size + \beta_8 Lev + \varepsilon$$

模型2可以简化为模型4:

$$Aphar = \alpha + \beta_1 GM + \beta_2 CM + \beta_3 DM + \beta_4 Gender + \beta_5 Age + \beta_6 Bsize + \beta_7 Idper + \beta_8 Hhi + \beta_9 size + \beta_{10} Lev + \varepsilon$$

表6 稳健性检验结果

变量	模型3			模型4		
	预计符号	估计系数	t值	预计符号	估计系数	t值
截距项		0.151 5	3.44***		0.176 1	3.98***
Inside	+	0.009 9	2.22**			
GM				+	0.018 2	3.28***
CM				?	- 0.000 5	- 0.07
DM				?	0.004 9	0.76
Gender	?	- 0.006 1	- 1.39	?	- 0.004 9	- 1.14
Age	?	- 0.000 3	- 1.23	?	- 0.000 3	- 1.37
Bsize	-	- 0.004 8	- 2.55***	-	- 0.005 1	- 2.76***
Idper	-	- 0.018 1	- 2.10**	-	- 0.016 3	- 1.93*
Hhi	-	- 0.026 4	- 1.77*	-	- 0.024 2	- 1.86*
Size	-	- 0.003 4	- 1.84*	-	- 0.004 5	- 2.42***
Lev	-	- 0.005 0	- 3.10***	-	- 0.005 3	- 3.34***
行业效应		已控制			已控制	
年度效应		已控制			已控制	
Adj- R ²		0.201 8			0.236 9	
F值		4.13***			4.07***	
N		101			101	

模型3可以直观地看出公司内部人与获得平均超额收益的关系;模型4可以直观地看出总经理、董事长和其他董事获得平均超额收益的情况。检验结果如表6所示。从模型3来看,Inside的估计系数在5%的水平上显著为正,说明如果相比于外部人,内部人可以获得平均超额收益。在模型4中,总经理(GM)的估计系数在1%的水平上显著为正,说明相比于其他人员,总经理可以获得平均超额收益。在模型3和模型4中,代表公司治理的变量Bsize、Idper、Hhi估计系数都显著为负,说明公司治理较好时,可以减少内幕交易人获得的平均超额收益。这都验证了本文提出的假设。

六、研究结论与启示

本文利用2008~2013年被中国证监会查处的内幕交易案件中101个内幕交易人作为研究对象,发现内幕交易人可以获得超额收益;公司内部内幕交易人可以获得更多的超额收益;在公司内部人中总经理获得超额收益最多;公司治理好的上市公司,内幕交易人获得的平均超额收益较少。这些研究结果对于证券监管机构有重要的启示作用。从表1可以看出,随着监管力度的增加,公司外部人越来越多地成为内幕交易的主体,因此建议在《证券法》中将内幕交易的主体逐步由传统的“内幕人”改为“知情人”,不管在公司内部还是外部,只要是获得了内幕信息的人员,都要纳入《证券法》的处罚范围,从而在法律层面约束知情人的行为,减少内幕交易的发生。另外,我国还要逐步完善公司治理的法制环境,切实保护中小投资者的利益。一是要尽快推出专项立法,例如推出专门的反内幕交易法;二是要加强执法力度。除了对内幕交易人给予严厉的行政和刑事处罚,还要加大经济处罚的力度,使进行内幕交易的成本提高,进而遏制内幕交易的发生。

对于上市公司而言,由于总经理发生的内幕交易最多,因此上市公司要加强对于总经理的教育和监管。由于加强内部公司治理,同样可以减少内幕交易的发生,所以上市公司本身应该完善公司治理结构。同时上市公司还要优化信息披露制度,使内幕信息在对外公布之前严格保密,减少内幕信息对外泄露的可能性。

主要参考文献

Andre Betzer and Erik Theissen .Insider Trading and Corporate Governance: The Case of Germany[J]. European Financial Management, 2009(2).

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).

【基金项目】2012年北京市教育委员会社会科学计划项目“我国上市公司信息披露公正性评价研究”(项目批准号:SZ201210038027);国家自然科学基金项目“我国上市公司‘信息界圈’现象分析及其治理研究”(项目批准号:70872080)