

## 激进董事与代理成本:当激进董事 入主董事会将发生什么?\*

[美]约翰·C.科菲 罗伯特·J.杰克逊

约书亚·R.米茨 罗伯特·E.毕肖普\*\* 著

林少伟 许瀛彪\*\*\* 译

---

\* John C. Coffee Jr., Robert J. Jackson Jr., Joshua R. Mitts, and Robert E. Bishop, *Activist Directors and Agency Costs: What Happens When an Activist Director Goes on the Board*, 104 Cornell L. Rev. 381 (2019), available at: <https://scholarship.law.cornell.edu/clr/vol104/iss2/3>. 本译文(附录略)是西南政法大学阐释党的十九届四中全会精神理论研究专项(编号:2020XZYB-10)和智能司法研究重庆市2011协同创新中心项目(编号:ZNSF2020Y02)、重庆市研究生科研创新项目(编号:CYB19118)和西南政法大学研究生科研创新项目(编号:2019XZXS-001)的阶段性成果。

\*\* 约翰·C.科菲,哥伦比亚大学法学院阿道夫·伯利法学教授。罗伯特·J.杰克逊,美国证券交易委员会专员。约书亚·R.米茨,哥伦比亚大学法学院副教授。罗伯特·E.毕肖普,耶鲁大学管理学院博士研究生。杰克逊专员入职美国证券交易委员会前已完成本文相应写作工作,本文体现的是杰克逊专员的独立观点,不代表美国证券交易委员会及其他雇员或专员的立场。美国证券交易委员会不对任何雇员或专员的私人出版物或声明负责。我们感谢 Lucian Bebchuk, Bernard Black, Emiliano Catan, Albert Choi, Jeffrey Gordon, Colleen Honigsberg, Charles Jones, Darius Palia, Alex Raskolnikov, Eric Talley 等人及哥伦比亚大学、纽约大学研讨会各位参会者的有益评论及建议,感谢哥伦比亚大学法学院的大力资助。同时我们对哥伦比亚大学法学硕士研究生 Maya Ben Meir 和 Serdar Inci 两位研究助理在数据编码和文献检索上的辛勤工作表示感谢。

\*\*\* 林少伟,西南政法大学民商法学院副教授;许瀛彪,西南政法大学民商法学院博士研究生。

**摘要：**本文采用一种全新且更为严密的方法来衡量和理解与对冲基金激进主义相关的知情交易与代理成本。我们发现任命由对冲基金提名的董事与该公司股票知情交易的增加二者之间存在系统性关联（当董事会成员中存在对冲基金雇员时这种关联最为显著）。这一发现之重要性可从以下两方面予以解读：其一，从公司治理角度而言，激进对冲基金代表了公司治理一股新兴且强劲的力量。其二，尽管内幕交易普遍遭致批判，但目前对内幕交易的研究仅停留于个案层面。

**关键词：**激进董事 代理成本 对冲基金 内幕交易 信息泄露

## 引 言

几乎人人都同意：对冲基金激进主义对公司治理的重塑可谓是革命性的。然而这种重塑是好是坏，则褒贬不一。围绕激进对冲基金干预是否会提高股东价值，抑或只会产生短期压力迫使公司管理层牺牲长期业绩的激烈争论旷日持久。<sup>[1]</sup>但是，本文的目的并不是继续探求

---

[1] 仅在一个共同发现上才存在共识，即向美国证券交易委员会提交的宣布激进投资者在一家上市公司中的持股的文件（通常是13-D表格）与异常股票收益相关。See Alon Brav et al., *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, 63 J. Fin. 1729 (2008). 除此之外，有关激进主义的大多数实证结论都存在争议。有人质疑，当随后没有交易实现时这种初始的股价涨势是否消失。然而，在这些激进行动干预之后的5年中，Bebchuk教授和其他研究人员调研了大约2000个目标公司的表现，没有发现最初股价上涨消失的证据。See Lucian A. Bebchuk et al., *The Long - Term Effects of Hedge Fund Activism*, 115 Colum. L. Rev. 1085 (2015). 尽管如此，Cremers和其他人认为Bebchuk的发现很大程度上是选择偏见和未能使用适当对照组的产物。他们认为一旦使用对照组，在目标公司后续表现中可以看到回归平均值。See Martijn Cremers et al., *Hedge Fund Activism and Long - Term Value*, SSRN.com, available at <https://ssrn.com/abstract=2693231>, accessed Dec. 14, 2015. 本文对这一持续的争议不持任何立场。许多人还提出这样的主张，即短期压力迫使管理层放弃长期投资特别是在研究与开发方面的长期投资，这些投资本来证明是有利可图的，结果便是激进干预导致研发总投资的减少从而产生负外部性。See John C. Coffee, Jr. & Darius Palia, *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, 41 Iowa J. Corp. L. 545 (2016); Leo E. Strine, Jr., *Who Bleeds When the Wolves Bite? A Flesh - and - Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System*, 126 Yale L. J. 1870 (2017).

这一问题。

相反,我们的研究出发点是在这种公司治理新格局中,激进对冲基金已经起到关键中介作用。<sup>[2]</sup>然而,伴随新代理人出现,新的代理成本亦会产生,这不言自明。<sup>[3]</sup>除非代理人与被代理人的利益完全一致,否则新代理人将找寻机会以机会主义与利己方式行事。因此,本文主要目标在于阐述因对冲基金激进主义而产生的新代理成本。我们尝试运用比以往应用于公司治理或白领犯罪统计上更严密的方法,希冀这些方法能作为今后在这些领域开展研究的典范。

最近三个事态发展(本文将重点讨论)表明,代理成本显著且持续增加。第一,对冲基金成功安排其提名人选进入公司董事会,在2016年创纪录地为其提名人选斩获131个董事会席位。<sup>[4]</sup>第二,这些席位绝大多数通过私下协议(而非股东投票)产生,最大型和最成熟的机构

---

[2] 对激进主义采取认可观点的代表性文章, see Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordan, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 Colum. L. Rev. 863 (2013).

[3] 迈克尔·詹森和威廉·梅克林首次提出“代理成本”,指因被代理人使用代理人而产生的成本,其主要包括:代理人从事机会主义行为的成本(如“自利行为”)、监督成本及约束成本。See Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Management Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, 3 J. Fin. Econ. 305 (1976). 有学者创造了“被代理人成本”一词,指被代理人对公司施加的成本,例如股东之间存在冲突的情况。See Zohar Goshen & Richard Squire, *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance*, 117 Colum. L. Rev. 767 (2017). 这也适用于此,因为其他股东可能会以领头激进投资者的决定是利己的为由提出异议。

[4] 在2016年,激进投资者发起争取董事会席位的149次行动,其中创纪录地斩获131个董事会席位。See Lazard, “Review of shareholder Activism in 2016” (February 2017) at p. 1. 在2017年,赢得席位数下降到100个,但激进行动数量上升到193次,激进投资者投入资本额跃升至创纪录的620亿元,因为激进投资者收购了更大公司。See Lazard Shareholder Advisory Group, “2017 Activism Year in Review”, at 1 and 5. 最近,在2018年第1季度,激进投资者人士发起了73次新的行动(根据Lazard的说法,这是所记录的最高季度水平),赢得了大约65个董事会席位(对比2016年和2017年遥遥领先)。See Lazard Shareholder Advisory Group, “Review of Shareholder Activism – 1Q 2018” at p. 1 无论如何,激进主义正在高涨。

投资者已开始抱怨这种私下和解程序实际剥夺了他们的权利。<sup>[5]</sup>相比发起行动的激进基金,这些反对者规模更大、更为多元(通常高度指数化)和更加稳定。因此,一个重要问题便是这种私下和解程序是否有违股东民主基本准则。第三,在研究这种私下和解程序过程中,我们搜集从2000年1月1日至2015年12月31日共475份和解协议。通过分析这些协议,我们发现一种迄今尚未被发现的模式:当根据和解协议被提名的董事入主目标公司董事会时,信息泄露伴随而至。换言之,在任命该董事(甚或授予董事会“观察员”地位)之后,目标公司股价预测反映未来信息公开披露后的价格,且在最终公开披露之前上下浮动。同样,公司股价的买卖价差相对于股票先前历史及类似公司的对照组均为扩大。我们还发现,目标公司在8-K表格上发布新公告之前有大量期权交易。这种模式解释为知情交易的产物最为合理。不知何故,一些重大非公开信息正被纳入股票价格中,而扩大的价差反映了市场对知情交易的预期(这令经验丰富的交易者防御性地扩大其价差)。无论这种知情交易违法与否,皆代表着其他股东承担的代理成本。

为强调私下和解协议可能抢占股东选举、激进主义干预之后知情交易似乎有所增加这两个发现之重要性,我们应该知道,2016年激进投资者赢得创纪录的董事会席位中95%的席位是通过私下和解谈判

---

[5] 三大机构股东先锋集团、贝莱德集团和道富环球投资管理公司共同持有标普500指数公司18.4%的股票。See Lazard Shareholder Advisory Group, “Review of Shareholder Activism – 1Q 2018”, *supra* note 4, at p. 8. 这三家机构均是高度多元化的,往往是“永久股东”,因此与持有较短时间的激进对冲基金不同。每家机构在给主要公司首席执行官的信中都一再反对激进对冲基金的短期愿景。See *infra* notes 93 to 97 and accompanying text. 他们宣称,激进基金和公司管理层之间的私下和解使他们无法在董事选任中发出任何有意义的声音。有关此观点的详尽说明, see *Protecting Long – Term Shareholder Interests in Activist Engagements*, State Street Global Advisors (Oct. 16, 2016), available at <https://www.ssga.com/investment-topics/environmental-social-governance/2016/Protecting-Long-Term-Shareholder-Interests-in-Activist-Engagements.pdf>. 对他们的批评更充分的解释, see *infra* notes 95 to 97 and accompanying text.

而非代理权争夺所获。〔6〕

目前,有关对冲基金激进主义的多数学术文献倾向于保持一种乐观态度,即激进投资者被视为合适的变革推动者,他们有意投资表现不佳的公司,以组织其他股东来支持他们的提议(通常是寻求增加杠杆和股东支出,减少浪费和/或更换公司高层管理人员)。〔7〕如此看来,这一过程似乎符合股东民主:激进投资者提出建议,管理层作出回应,股东之间角力平衡(主要是经验丰富的机构投资者)决定相关事项。以此观之,其结果合乎民主:充分辩论后公开表决。这是全新出现的现象——作为公司中介机构的激进对冲基金寻找表现不佳的公司,提出建议并游说拥有力量平衡的其他股东为彼此共同利益行事。

然而,对激进主义持怀疑态度的观点亦有其合理之处,毕竟这个过程背后并非如此简单。〔8〕实际上,对激进投资者提议或董事提名的股东投票微乎其微。相反,激进投资者和管理层通常通过私下谈判解决争议,并有时会获得额外私人利益。〔9〕但为何是私下和解而非公开争夺?我们的答案是,除非首席执行官与之达成和解,否则,其工作将受到损害。〔10〕由于人力资本被锁定在公司中,管理层有充分理由以规避

---

〔6〕 See Lazard (2016), *supra* note 4, at p. 1. 95%的数据与先前形成鲜明对比。2年前,在2014年激进投资者赢得的董事会席位中34%是源于实际的代理权争夺而非私下和解取得。Id. 因此,向私下和解的转变正在加速。在2017年,这一比率下降到86%(当年赢得的董事会席位86%是通过私下和解取得。See Lazard (2017), *supra* note 4, at 5.

〔7〕 See Gilson & Gordon, *supra* note 2(强调机构投资者在没有对冲基金的领导下,将保持被动和沉默)。

〔8〕 对于这种更怀疑的观点, see Coffee & Darius, *supra* note 1.

〔9〕 See *Infrasubpart II. A.*

〔10〕 Lazard的股东咨询小组报告称,自2013年以来,激进行动目标公司的CEO的年均营业额平均为23%,而非目标公司为12%。Lazard's Shareholder Advisory Group, *Review of Shareholder Activism - 3Q 2017* at 1. 关于如果激进基金提名人选入主董事会产生更高的离职率, see *Infra* note 47 and *Accompanying Text* (FTI咨询公司的报告研究显示,如果激进基金在董事会中提名1名或多名候选人,2年内首席执行官离职率将升至55.1%)。管理层规避风险的进一步证据在于,当实际存在代理权争夺时管理层通常会胜利。在2016年, Lazard发现激进投资者只在38%的代理权争夺获胜。See Lazard, *supra* note 4. 这表明管理层更愿意和解,除非管理层非常自信可以取胜。

风险的方式行事。此外，漫长的代理权争夺会给公司带来不确定性的风险并大量挤占管理时间。迫于此种压力，再加上为了避免代理权争夺的风险，绝大多数董事都是通过私下谈判达成协议进行任命。<sup>〔11〕</sup>大型机构投资者已开始大声疾呼反对这种私下和解程序，<sup>〔12〕</sup>这些机构将自己视为公司的“永久股东”，声称自身事实上的权力已经转移到与其议程明显不同的短期投资者身上。

以此角度观之，人们无法看见瑞士州的简单民主，却目睹了幕后交易过程，不禁让人联想到政治“机器”。两种观点之差距，极大程度上取决于私下和解是否会导致与股东投票不同的结果。

关于激进主义干预对股东民主的影响，以及激进投资者入主董事会知情交易的普遍性，这两个问题看似无关痛痒，但均系代理成本之典例。本文以为，这些成本高昂且尚未经认真审视。然而，我们必须首先强调，我们不断言股东激进主义有致命缺陷，并相信可行的改革易于实现。我们也不怀疑理性投资者会希冀“叛乱分子”（包括激进对冲基金）挑战公司管理。不过，我们坚持认为激进投资代理人的忠诚不可自动假定赋予。

有鉴于此，我们的研究还需强调另外两个发现。其一，当被激进投资者提名的董事是对冲基金雇员的情况下，我们可以观察到信息泄露情况增加以及股价买卖价差扩大。简言之，在对冲基金雇员而非前行业高管入主董事会的公司中，信息泄露发生更为频繁。因为对冲基金雇员生活在交易者圈子中，因此有更多机会通过交换或其他非正式渠道来传递此类信息，所以这似乎也是合理的。其二，我们发现这种信息泄露模式与私下和解协议是否严格限制激进投资者提名董事获取机密信息之间也存在密切关系。实际上，大多数协议对此都保持沉默，似乎默认允许信息分享。<sup>〔13〕</sup>

这些发现令我们提出三个假设。第一，基于获得重大非公开信息进行知情交易的能力可以为对冲基金激进主义提供补贴，这种补贴增进激进活动的数量或水平。这意味着，与更加严格限制激进投资者接

---

〔11〕 See Lazard, *supra* note 4 at 1.

〔12〕 See *infra* notes 90 to 95.

〔13〕 See *infra* notes 48 to 54.

触非公开信息相比,在一个激进投资者能够接触非公开信息的制度下,可能会产生更多激进行动及更多由激进投资者任命的董事。第二,提供对此类信息的接触可能令原本松散的对冲基金联盟组成共同体(通常称为“狼群”),从而支持主要激进投资者作出迫使公司管理层接受提议的行为。第三,由于盟友希望继续获取这类重大非公开信息因而对激进投资者换以支持回报(即使他们怀疑主要激进投资者的具体建议是否明智),激进投资者对目标公司商业模式进行低效变更的提议仍能成功。简言之,当激进投资者可通过获取重大非公开信息来奖励其盟友时,公司就有可能对其战略或商业模式进行低效变更。须强调的是,这些均为假设而非发现,后文将详细加以阐述和讨论。

为示公平,文章伊始需予限定:我们并不断言任何特定人士——激进董事、对冲基金雇员或其他对冲基金盟友——从事非法内幕交易,亦不能单独从样本数据中得出非法性推论。然而,当前存在如下明显情形:知情交易业已发生并有某些人士从中受益。无论如何,即使在投资专业人士之间分享重大非公开信息并不违法,这仍将代表投资者的代理成本和对扭曲资本市场的激进行动的不正当补贴。

在本文中,我们提出这些代理成本存在的实证证据。我们使用一个全新数据集,其中包含激进投资者与目标公司在15年间达成的475份和解协议,我们系统地研究激进投资者的协议以及根据这些协议任命之董事。<sup>[14]</sup>我们的研究在以下几方面具有创新性。首先,我们研究了2015年年底之前的和解协议。2011~2015年,与激进投资者达成的和解协议数量大幅增加,而多元化的机构投资者也首次公开批评了激进投资者的行为。

其次,我们识别出和解协议中的一些关键因素,这些关键因素在此之前未被审视(甚至尚未被发现)。尤其是,我们发现和解协议规定不设基金雇员董事的公司的股票平均5天累积超额收益率,是和解协议

---

[14] 我们并非最早研究激进投资者的和解协议,但我们开创性地仔细审查市场对其反应和这些论点的特殊特征。关于更早的研究, see Lucian A. Bebchuk et al., *Dancing with Activists*, SSRN. com, available at <https://ssrn.com/abstract=2948869> (last updated Oct. 12, 2017). 他们关注这些协议对目标公司治理的影响,包括董事会更替、首席执行官投票率、支付政策和业务绩效。

规定至少有 1 名基金雇员董事的公司的股票的两倍有余 (4.2% vs 1.9%)，<sup>[15]</sup>且这与我们关于在董事会中任命对冲基金雇员可能产生代理成本的研究结果 (如下所述) 一致。类似地，若和解协议本身或单独保密协议中对信息分享加以明确限制，公司股票平均 5 日累积超额收益率则高出协议中没有明确限制的公司股票的数倍 (2.2% vs. 0.42%)。<sup>[16]</sup>激进投资者继续将对冲基金雇员安排进入董事会，反对市场强烈偏好抵制信息分享限制规则，这表明存在某种强烈动机驱使激进基金无视市场偏好。

总而言之，我们的主要实证发现是任命激进基金提名的董事使得有关公司及其运营重要信息愈加泄露。换言之，与类似情况公司对照组相比，在信息公开披露之前更多信息已体现在公司股价，<sup>[17]</sup>信息泄露增加与激进投资者雇员而非行业专家担任董事关联极大。而且，泄露集中于和解协议本身或单独保密协议中对信息分享没有任何明确规定的情形。这表明，由于任命这类激进董事股票买卖差价大幅增长，这为和解中内在的代理成本提供进一步证据。<sup>[18]</sup>

---

[15] See infra notes 57 to 58.

[16] See infra note 58.

[17] 正如我们在理论附录中所展示，这种泄露遵循犯罪行为的动态行为模型：随着时间推移，检测泄露信息交易可能性增加，泄露发现数量减少。

[18] See infra Section II (G). 回顾之前实证研究记录对冲基金激进主义相关益处的文献，see Lucian A. Bebchuk & Robert J. Jackson Jr., *The Law and Economics of Blockholder Disclosure*, 2 Harv. Bus. L. Rev 40 (2012). 我们承认，我们并非最先研究激进股东获得重大非公开信息的影响。Collin - Dufresne 与 Fos 在披露激进投资者存在之前使用了目标公司股票大量交易数据集，以分析逆向选择的标准措施是否反映了这些交易。See Collin - Dufresne and Fos in Pierre Collin - Dufresne & Vyacheslav Fos, *Moral Hazard, Informed Trading, and Stock Prices*, The national Bureau of Economic Research (Nov. 2013), <http://www.nber.org/papers/w19619>. 但这与我们的关注重点完全不同。联邦法律要求激进投资者在获得目标公司任何类别的 5% 以上股权后的 10 日内，向公众披露其股份。正如前述，激进投资者经常利用这 10 日的窗口时间。See Lucian A. Bebchuk et al., *Pre - Disclosure Accumulations by Activist Investors: Evidence and Policy*, 39 J. Corp. L. 1, 23 (2013). 在 Collin - Dufresne 和 Fos 的研究中，激进投资者的存在本身就是相关的重大非公开信息。在这里，我们研究激进董事的任命这种公司重大事件基本信息如何影响股价。在 Collin - Dufresne 和 Fos 的研究语境下，激进投资者创造了信息即激进干预本身。相比之下，在本文中公司重大事件是外生的，而激进投资者和相关交易者从公司发行人创造的信息中获利。



这些都不意味着对冲基金激进主义天生齷齪或误入歧途。但就某种程度而言,对冲基金激进主义者自视为“股东之冕”,故须对这个本不完美的“股东之冕”予以更多监督。

本文的路线图已勾勒完毕。在引言之后,本文第一部分研究对冲基金参与的私下和解程序,以显示其与简单民主模式的区别。本文第二部分将对和解程序内在的代理成本进行实证研究。同样,进行分析并非表明对激进投资者必须加以抵制,而欲更多表明在某些领域需加强监督力度与透明度。本文第三部分转向可能的改革。在此有两个问题较为凸显:(1)当和解极大程度改变董事会组成时,是否应让其他股东参与或反对这些和解?(2)如何最大限度地减少与这种激进行动相关的代理成本?最后是本文的结论。

## 一、背景与理论

本文着眼于研究对冲基金激进主义相关的代理成本,借鉴一种新的学术文献将“纵向”代理成本与“横向”代理成本区分开来,<sup>[19]</sup>典型的“纵向”成本是与要求管理层负责的有关成本。但是,正如研究风险投资的学者所指出,在不同时间和权利下获得股权的股东群体之间亦会发生冲突,一些股东可能会对其他股东采取机会主义的行动。同样,随着公司治理的“纵向”代理成本被降至最低,管理层亦愈加负责,上市公司的激进投资者就愈加可能对另外两个群体采取机会主义行动:(1)其他由于各种原因传统上被动的股东;(2)利益相关者(尤其是债权人和雇员)。本文认为,激进投资者(通常是短期投资者)与指数机构投资者(通常是视自己为公司“永久股东”的长期投资者)之间发生的“横向”冲突尤其增多。

---

[19] See Robert P. Bartlett, III, *Vertical Capital, Agency Costs and the False Dichotomy of the Corporation*, 54 UCLA L. Rev. 37, 42-45 (2006); Simone M. Sepe, *Corporate Agency Problems and Dequity Contracts*, 36 J. Corp. L. 113 (2010). 这一概念类似于佐哈·戈申与查理德·斯奎尔提出的“被代理人成本”。See Goshen & Squire, *supra* note 3. 为实现我们的研究目的,术语差异并不重要。

随着冲突的加剧,管理层角色亦发生变化。过去,上市公司的管理层和董事会宣称其核心职责是平衡所有利益相关者的利益。<sup>[20]</sup>公司规模越大,管理层越趋于采取此种立场。但是,这种平衡(就其实际发生程度而言)有一部分可能是高昂代理成本的产物,其使管理层免受股东压力。一旦取消这种保护,管理层便失去酌处权,管理层与董事会可能会承受将财富从债权人和雇员转移给股东的更大压力。确实,有大量证据表明对冲基金激进行动已使债权人显著且系统地付出代价。<sup>[21]</sup>此外,一些证据表明由激进对冲基金组织和控制的股东产生的压力可能导致公司采取更具风险的方式行事,并且与广泛接受的公共政策背

---

[20] 玛格丽特·布莱尔正确地指出：“在 20 世纪中叶到至少 20 世纪 70 年代,大多数公司法学者以及法律和商业从业人员接受并满意董事会必须发挥平衡作用的观点。” See Margaret M Blair, *Boards of Directors as Mediating Hierarchs*, 38 Seattle U. L. Rev. 297, 315 (2015). 确实,在 1981 年,商业圆桌会议发布了“企业责任声明”,其中坚持要求董事会有义务平衡不同利益。See Business Roundtable, *Statement on Corporate Responsibility* 75 (1981). See also Harwell Wells, “Corporation Law is Dead”; *Heroic Managerialism, the Cold War, and the Puzzle of Corporation Law at the Height of the American Century*, 15 U. Pa. J. Bus. L. 305 (2013).

[21] See for example Surendranath Jory et. al., *The effect of shareholder activism on bondholders and stockholders*, 66 Q. Rev. of Econ. and Fin. 328 (2017), (发现“激进投资者的要求会导致债券收益显著下降,并且对长期债券的影响最大”); Felix Zhiyu Feng et al., *Caught in the Crossfire: How the Threat of Hedge Fund Activism Affects Creditors*, SSRN. com, available at [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2716929](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2716929) (2017) (观察到极可能受对冲基金激进行动威胁的公司在债券持有人财富方面遭受重大损失); April Klein & Emanuel Zur, *Entrepreneurial Shareholder Activism, Hedge Funds and Other Private Investors*, 64 J. Fin. 187 (2009) [发现从 13 - D 表格提交前的 10 天到提交后一天的债券收益为负(-3.9%),在提交日期之后一年里,平均异常债券收益为-4.5%,并且在短期和长期区间内,异常股票收益与异常债券收益负相关]; April Klein & Emanuel Zur, *The Impact of Hedge Fund Activism on the Target Firm's Existing Bondholders*, 24 Rev. Fin. Stud. 1735 (2011).

道而驰。<sup>[22]</sup> 职是之故,当激进投资者与管理层之间发生冲突时,将激进投资者自觉视为“好人”而将管理层当作“坏蛋”的论点趋于过时。

民主有赖于投票,但是今时今日之股东民主却演变为激进投资者与管理层之间的私下谈判。为说明这一点,Lazard 在 2016 年统计了激进股东在当年发起的 149 个旨在获得董事会席位的激进行动,研究发现这些行动创造了 2016 年赢得 131 个董事会席位的记录。<sup>[23]</sup> 但是,其中 95% 的席位是通过和解谈判获取。<sup>[24]</sup> 在相对较少的股东投票情形中管理层取胜,<sup>[25]</sup> 这表明只要管理层意识到存在失败风险便选择达成和解,而仅当管理层感到胜券在握时才会对激进投资者的要求提出异议。

最大的机构资产管理公司之一道富环球投资管理公司(SSGA)的一项研究也确认了 Lazard 的发现。通过对市值超过 5 亿美元的公司(中大型公司)进行调研,道富环球投资公司研究发现,在 2015 年和

---

[22] 仅举两个例子,有证据表明对冲基金激进主义正在:(1)对董事会多元化产生负面影响,并减少了在董事会中任职的女性和少数群体;(2)迫使一些能源公司使用“肮脏”能源并妨碍项目转向“清洁”能源。对于多元性的影响,see Andrew Borek et al., *The Impact of Shareholder Activism on Board Refreshment: Trends in S&P 1500 Firms* (2017), available at <https://irrcinstitute.org/wp-content/uploads/2017/08/FINAL-Activism-and-Board-Refreshment-Trends-Report-Aug-2017.pdf> (a Study by the ISS and the IRRC). 关于对环境的影响,最好的例子是著名对冲基金 Elliott Management 在 2017 年发起的一项行动,该行动迫使美国第二大电力生产商 NRG 能源公司处置其可再生能源资产(主要是太阳能和风能资产),然后重新使用煤炭(价格便宜)。See Ed Crooks, *Activists clash over direction for NRG Energy*, Financial Times.com (Apr. 4, 2017), available at <https://www.ft.com/content/89417ba2-1d3e-11e7-a454-ab04428977f9>; Diane Cardwell & Alexandra Stevenson, *NRG a Power Company Leaning Green, Faces Activist Challenge*, N. Y. Times, Apr. 7, 2017, available at <https://www.nytimes.com/2017/04/07/business/dealbook/nrg-elliott-management-climate.html>. 最终,NRG 能源公司让步,出售其可再生能源资产并重新使用“肮脏”能源。See Russell Gold, *NRG to Sell Assets, Slash Costs, Bowing to Activist Pressure*, WSJ.com (Jul. 12, 2017), available at <https://www.wsj.com/articles/nrg-to-sell-assets-slash-costs-bowing-to-activist-pressure-1499868712>.

[23] See Lazard, *supra* note 4, at 1. 这项 2017 年的研究发现,2016 年激进行动数量与 2015 年相比下降了 17%,但赢得 131 个董事会席位,这表明激进投资者行动更为成功。

[24] *Id.*

[25] Lazard 调查发现,2016 年激进基金在实际代理权争夺中取胜率仅为 38%。*Id.*, at 1.

2016年只有不到10%的董事会席位是通过代理权争夺产生。<sup>[26]</sup>相反,私下和解占据主导地位,而且这种趋势正与日俱增。道富环球投资公司发现,2014年激进投资者赢得的董事会席位中有34%是通过代理权争夺获得,这与2016年的10%的比例形成鲜明对比。<sup>[27]</sup>这意味着,过去几年的管理层更奋力为代理权争夺而战。简言之,现在的管理层似乎越来越厌恶风险,这可能是由于代理权争夺的失败会抹黑其形象并最终导致其下台。如今通过谈判和解,管理层及其公关专家们至少可取得对自己最有利之结果。善于变通的管理层,宁可选择和解也不愿参与争夺。

牵头激进行动的投资者乃是角逐资本市场的常客,图1显示,10名著名激进投资者在2016年赢得76个董事会席位在131个董事席位中占据了绝对多数席位。<sup>[28]</sup>

Most Board Seats Obtained <sup>2</sup>			
Activist	2016		2015 Rank
	# of Board Seats Won	Avg. Mkt Cap. of Targets <sup>1</sup>	
Starboard Value	21	\$10,267	1
Elliott	12	47,026	2
Icahn	9	30,105	3
Engaged Capital	8	773	8
JANA	7	6,314	5
Pershing Square	6	19,423	19
Glenview	4	2,300	-
Allimeter/PAR	3	17,313	-
Barington	3	1,120	13
Lucus (Red Alder)	3	671	-

图1 2016年10名著名激进投资者所占董事席位数量

激进投资者所占据的多数席位类似于传统的独立董事,但Lazard在2016年发现,争夺的董事会席位中有27%属于激进投资者雇员。<sup>[29]</sup>

[26] See *Protecting Long-Term Shareholder Interests in Activist Engagements*, supra note 5, at 1.

[27] Id.

[28] See Lazard, supra note 4, at 4. 对冲基金Elliott发起了最多行动,但赢得的席位少于对冲基金Starboard。Id.

[29] Lazard, supra note 4, at 1. 即使这低至27%,也允许对冲基金提出候选人名单(通常为1~4人)可包括1名对冲基金雇员。正如我们后来所发现的,在数据集里大约有70%激进投资者提出的名单中包括1名对冲基金雇员。See infra Table 1(发现已任命331名激进基金雇员进入董事会,在我们样本里69.8%的提名名单中至少包括1名对冲基金雇员)。

当对冲基金雇员被任命为董事会成员时,信息泄露可能性更大(如下所述)。

总体而言,对冲基金激进主义正加速发展。尽管2016年激进行动数量有所下降,但激进投资者赢得的实际席位数量有所增加。<sup>[30]</sup>更为重要的统计数据可能是该领域的新进入者数量,Lazard发现,有37位激进投资者在2016年首次发起激进运动。<sup>[31]</sup>这一数据表明,这些首次参加激进行动的投资者正是从激进行动中嗅到商机并加入行动大军的。

如前所述,激进行动通常导致谈判和解,这通常体现在和解协议中。这些协议通常(但并非总是)提交给美国证券交易委员会,而甚少被研究。Lucian Bebchuk教授及其几位同事曾展开一项大规模研究,<sup>[32]</sup>但该研究仅持续至2011年,此后事态已发生极大变化。通常这些协议涉及多个主题,包括董事会组成、冻结条款、激进行动费用报销补偿、非贬低条款以及可能的保密条款(这可能会或不会限制新董事或董事提名人与包括对冲基金在内的其他人分享在董事会会议上获取的信息)。如下所述,这些规定增加了激进投资者可能获得其他股东无法获得的利益的可能性。

Bebchuk教授研究得出的一个主要结论是,这些协议不涉及公司业务或政策,而只关注董事会组成。<sup>[33]</sup> Bebchuk教授和他的同事得出的结论是,这表明“不完全契约”的高效。<sup>[34]</sup>熟悉公司法的人对此有一个更简单的解释:作为受托人的董事不能剥夺其酌处权。在许多情况下,例如,约束董事投票增加股息或股票回购的协议将是不可执行的。<sup>[35]</sup>相反,和解协议必须侧重可达成共识的内容:股东如何投票选

---

[30] Id.

[31] Id.

[32] Bebchuk et al., *supra* note 13.

[33] Id., at 4.

[34] Id., at 14-17.

[35] 关于更早的代表性案例, see *McQuade v. Stoneham*, 263 N. Y. 323 (1934); *Long Park v. Trenton - New Brunswick Theatres Co.*, 297 N. Y. 174 (1948). 纽约州确实允许封闭持股公司通过章程条款选择不遵守该规则,但是对于公开上市公司而言则没有例外。 See N. Y. Bus. Corp. Law § 620(b).

举董事以及哪些董事将同意辞职。至少作为对和解协议结构的解释，“不完全契约”在学术研究上比实践中更有效。

无论如何，显然在大多数和解协议中，通常是通过扩大董事会规模将新董事纳入董事会的。<sup>[36]</sup>根据 Bebchuk 教授的研究，增加的董事席位中位数为 2（尽管在最近一些案例中，由激进投资者提名的多数董事通过选举产生，从而使激进基金获得实际控制权）。<sup>[37]</sup>冻结条款几乎是普遍的唯一其他规定。<sup>[38]</sup>

这些和解谈判不可避免地为激进投资者提供了自我交易的机会，激进投资者利益可能与其他股东利益发生冲突。举个著名的例子，苏富比拍卖行 2014 年被著名激进对冲基金 Third Point（该基金由知名度最高的对冲基金激进投资者之一丹尼尔·S. 勒布创立）采取敌意收购行动，对冲基金 Third Point 发起了一场代理权争夺战，试图在苏富比公司董事会任命 3 位董事，但是在股东大会召开前夕（就在宣布投票结果之前）对冲基金 Third Point 达成了部分和解，要求苏富比公司补偿 1000 万美元费用。<sup>[39]</sup>由于苏富比公司本身陈述其在反击 Third Point 的争夺战中仅产生 570 万美元支出，因此向 Third Point 支付的这 1000 万

---

[36] Bebchuk 教授及其同事的研究发现，在他们调查的和解中，新董事增加占 87.4%，现任董事离开董事会占 40.77%。See Bebchuk et al., *supra* note 13, at 21. 因此通常需要扩大董事会，如果公司章程有授权，则通常可以通过规章或董事会决议来扩大。

[37] 在 Bebchuk 教授的研究中，增加的董事席位中位数为 2。See Bebchuk et al., *supra* note 13, at 17. 尽管如此，差异仍然很大，Bebchuk 教授研究发现在 17 个案例中，任命人数为 4 个或更多。Id. 2016 年，即 2011 年 Bebchuk 教授研究结束日期之后，激进基金 Mantle Ridge 选出 CSX 公司董事会的多数董事席位，并任命了新 CEO，尽管 Mantle Ridge 仅持有 5% 的股份。

[38] Bebchuk 研究还发现，“冻结条款”几乎是普遍的。Id., at 6. 冻结条款有以下两种：（1）对激进投资者股权的限制；（2）公司治理冻结，委托书收购或其他行动停止。Id. at 6. 尽管我们发现冻结条款非常普遍，但我们 also 发现它们通常并不限制激进基金进行公开市场交易。它们在这一点上保持沉默，或者划定激进基金不能跨越的最高上限，但是该上限已经超过了其当前股权水平。通常，冻结条款更多地侧重于阻止代理权争夺或激进投资者及其盟友进一步提名董事。See text and notes *infra* at notes 82 to 84.

[39] See Alexandra Stevenson, *Sotheby's to Reimburse Loeb \$10 Million*, N. Y. Times, available at <https://dealbook.nytimes.com/2014/05/07/sothebys-to-reimburse-loeb-10-million/> (May 7, 2014).

美元令观察员感到惊讶,这可以说是过于慷慨了。<sup>[40]</sup>可以明确,Third Point 还通过谈判完成了最初寻求的3名董事的任命,但问题仍然是:是否有任何交易来换取这1000万美元的付款?在这里并未给出任何结论,因为相关的观点仅仅是Third Point和其他股东的利益可能会发生冲突。此种情况下,管理层与激进投资者之间的权衡极易想象。

激进投资者在争夺董事会代表方面的费用正在增加。在对冲基金Trian最近的激进行动中,其将创始人Nelson Peltz置于宝洁公司董事会选举中,对冲基金Trian估计其预期成本为2500万美元并承认成本可能会上涨。<sup>[41]</sup>如果宝洁公司管理层承认对冲基金Trian将赢得这场代理争夺战,宝洁公司可能会寻求与对冲基金Trian达成私下和解,偿还对冲基金Trian的部分或全部费用。这当然也涉及宝洁公司可能要求的回报问题。<sup>[42]</sup>

其他冲突亦不可避免地存在。当对冲基金指定一名或多名董事(其中一些可能是对冲基金雇员)时,通常会与其任命的董事保持密切联系,并极大可能从中获取重大非公开信息。<sup>[43]</sup>对冲基金本身可能会利用该信息,也可能将其传递给盟友,这种行为根据联邦证券法或特拉华州法律可能涉嫌违法。无论如何,就损害公司或扩大买卖差价而言,这就是一种代理成本。即便这一问题合法性在所不问,然而潜在冲突已经跃然纸上。

---

[40] 同前注[39]。

[41] 该估计是对对冲基金Trian在其代理声明中提出的,该文件承认实际成本可能更高。See also, Chris Isidore & David Goldman, *Procter & Gamble declares victory in expensive proxy fight*, money.cnn.com, 2017/10/10/new/companies/procter-gamble-proxy-fight/index.html (Oct. 10, 2017).

[42] 公司管理层可能希望获得如下回报,包括:(1)冻结条款,在此协议中,激进投资者同意不购买更多股票或发动任何代理权争夺战;(2)非贬低条款,激进投资者同意不公开批评管理层。两者都是和解协议中的常见规定。

[43] 特拉华州法律确实规定了董事的保密义务。See, e. g., *Shocking Technologies v. Michael*, 2012 WL 4482838 at \*10 (Del. Ch., Oct. 1, 2012) (董事向投资者提供机密信息违反忠诚义务); See also *Henshaw v. American Cement Corp.*, 252 A. 2d 125 (Del. Ch. 1969). 不过,一位备受尊敬的特拉华州法官最近认为,“董事在抵制保密协议时立场坚定”,并且可能会与提名他们的对冲基金及其相关同事分享在董事会获得的信息。See Travis Laster & Mark Zeberkiewicz, *The Rights and Duties of Blockholder Directors*, 70 Bus. Law. 33, 48-51 (2014). 正如后文讨论,这种分享似乎极其常见并导致信息的广泛泄露。

激进投资者与其他股东的利益之间可能存在“横向”冲突的最后一个场域，是新董事的选择和议程。通常持有更多股票的多元化机构投资者可能更倾向于目标迥异的不同董事。最近，几大投资管理公司包括贝莱德集团 (BlackRock)、先锋集团 (the Vanguard Group)、道富环球投资管理公司 (SSGA) 均公开批评激进投资者及和解程序，表明他们作为持有比激进投资者更多股权的“永久股东”却被和解协议排挤在外。<sup>[44]</sup> Bebchuk 教授及其同事不同意这些批评，因为他们发现激进对冲基金提名的候选人在随后董事选举中不会获得较少投票。<sup>[45]</sup> 然而，这种解释的问题在于，Bebchuk 教授的研究只关注到 2011 年，而这些多元化的大型机构投资者开始表达他们的担忧和批评更多集中于 2015 年和 2016 年。<sup>[46]</sup> 因此，这一进程是否良性仍是一个非常开放与值得商榷的问题。

在此阶段需得出的结论是：激进投资者通常会通过私下谈判来解决他们与目标公司之间的分歧，而这通常会改变董事会的组成。之后，首席执行官将频繁离职。<sup>[47]</sup> 虽然此过程可能侧重于表现不佳的公司，但这仍然困扰着大型机构投资者，他们自认为是目标公司的“永久股东”，但最后发现自己被这些谈判所“排挤”。

## 二、对冲基金激进主义的代理成本：实证分析

可以作出如此假设：激进主义对冲基金可以获得其他股东不能获

---

[44] 对于道富环球投资管理公司的反对意见，see *infra* notes 94 to 96, and accompanying text.

[45] See Bebchuk et al., *supra* note 13, at 5.

[46] See *infranotes* 93 – 97 and accompanying text.

[47] Bebchuk 研究发现，达成和解协议后一年内有 18.6% 的 CEO 离职（尽管只有约 3% 的此类协议规定了 CEO 的离职）。See *Id.*, at 16. FTI 咨询公司的最新研究表明，CEO 的离职率在激进董事任命后的一年和两年中分别为 34.1% 和 55.1%。See Sonali Bazak & Beth Jinks, *Activist Directors Double Chance of CEO exits, study shows*, Bloomberg.com (Sep. 21, 2016), available at <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-09-21/activist-investors-double-chance-of-ceo-exits-study-shows>.



得之私人利益,或因可发挥杠杆作用违背多数的股东意愿。在理论附录中我们给出一个形式模型,其为本节中许多论点之基础。在此,我们简要分析足以引起人们关注的私人利益。我们首先描述用于建立我们实证主张的数据。

### (一)激进的和解与董事的任命

首先,我们在激进和解上建立一个数据集。我们从 SharkRepellent (译者注:为 Factset 数据库中 SharkRepellent 公司治理子版块数据)中获取 2000 年 1 月 1 日至 2015 年 12 月 31 日的所有激进行动信息。接着根据 SharkRepellent 的数据,以激进投资者是否获得董事会代表为标准分为两组。<sup>[48]</sup>然后,我们查询前一组公司证券备案以识别和解协议(如果存在,该和解协议导致激进投资者代表被任命为董事会成员)的本质。<sup>[49]</sup>

其次,我们从多个维度对激进和解进行编码。<sup>[50]</sup>第一,确定激进投资者代表进入董事会的日期。<sup>[51]</sup>第二,确定每位新董事姓名以及该董

---

[48] 我们将重点放在通过和解程序任命的董事上,因为我们在上文提到缔约和补偿动态比代理权争夺过程的不确定产品更能反映和解协议,代理权争夺引入额外成本和收益从而使研究变得复杂。对于通过代理权争夺机制产生的激进董事,我们另文研究。

[49] 我们注意到,我们的数据集既包括披露正式和解协议的情况,也包括目标公司在随后的证券备案中仅注明董事会和激进投资者已达成任命激进董事协议的情况。两种情况都反映出达成任命激进董事的协议,在这两种情况下,激进投资者代表均可获取重大非公开信息。

[50] 我们从数据集中排除目标公司缺乏证券价格研究中心(CSRP)数据库数据、激进投资者先前已在目标公司董事会中获得代表、现任董事参与激进行动的情形。

[51] 通常,这仅仅是新董事加入董事会的确切日期,可以通过董事会任命或在年度会议上从管理层中选举产生。但是我们注意到,在我们数据集大约 8% 的和解中,激进投资者是为董事会“观察员”权利而和解,即新董事在正式任命董事会之前可以进入董事会。在这种情况下,我们记录观察者权利生效的日期。例如,Settlement Agreement By and Among Axcelis Technologies and Vertex Capital (Mar. 5, 2015), available at [https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1113232/000110465915017346/a15-1574\\_3ex99d2.htm](https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1113232/000110465915017346/a15-1574_3ex99d2.htm) (允许每位激进投资者选定的董事在 2015 年年度会议之前被任命为董事会观察员……并会在切实可行范围内,在每次会议举行前,合理地收到所有通知及书面资料的副本,并会获准出席董事会全体会议)。

事是否为激进投资者雇员抑或行业专家。<sup>[52]</sup>我们还从 SharkRepellent 获取有关激进投资者是否为对冲基金、个人、投资顾问、公司、共同基金、特定股东集团、养老基金或其他机构、利益相关者的信息。

最后,我们审查和解协议,编码协议是否禁止激进投资者发起或参与正式的代理权争夺,还是规定偿还激进投资者费用——所允许的费用金额及种类。基于我们对信息泄露的关注,我们还对协议中是否包含限制信息分享的明确规定进行编码,包括在单独保密协议中有信息共享规定以及引用有关信息共享通用政策。此外,我们亦记录这些信息分享政策是否仅适用于根据和解协议任命的新董事或者明确涉及对冲基金。

如表 1 所示,每次激进行动平均只有不到两名代表被任命为目标公司董事会成员,在近 70% 的协议中至少有一位代表为激进投资者雇员。

表 1 475 项和解协议特点统计汇总

和解条件	观察体数量(个)	占总数百分比(%)
激进投资者平均获得董事会席位	1.76	—
激进董事任命前授予观察员权利	37	7.8
新董事含激进投资者雇员	331	69.8
协议含公开披露的冻结条款	263	55.4
平均冻结期限(年度会议)	1.47	—
协议要求偿还激进行动费用	166	34.9

## (二) 保密和信息分享规定

在样本的 475 项和解中,有 92 项和解(占 19.4%)明确限制信息分享。<sup>[53]</sup>在这 92 项和解中,有 64 项将限制载于和解协议本身,其余的则

[52] 我们用美国证监会备案文件、公司网站和彭博资讯等确定每位董事的背景以及与激进投资者的关系。

[53] 这些规定宽严不一。例如,一份协议中严格规定:“每位成员均须对机密信息保密,除非适用法律或法规要求进行披露,否则未经公司事先作出明确书面同意,成员及其代表不得以任何方式披露任何机密信息。”

载于独立保密协议之中。<sup>[54]</sup>此外,约73份协议(另外16%)引用信息分享政策。<sup>[55]</sup>无论信息分享规定是采用合同规则还是政策形式,大约90份协议明确提及对冲基金,但这些协议通常仍然允许对冲基金较为宽松地与他人分享信息。<sup>[56]</sup>

即便许多条款模棱两可、软弱无力,但事实仍然非常突出:在作为样本的475份协议中其余64%对保密或信息分享无所提及。如前所述,<sup>[57]</sup>市场对没有涉及任何信息分享规定的协议反应温和,而对这种规定的存在作出更为积极的反应。尽管对此差异可能有多种解释,<sup>[58]</sup>这至少表明对许多激进投资者而言能够广泛地分享从董事提名者处获得的信息是非常重要的。后文,我们将提出并分析为何激进基金会这种需要。<sup>[59]</sup>

### (三) 私下支付

由激进对冲基金介入的目标公司同意偿还行动有关费用的情形并不少见。这些费用可能包括向美国证券交易委员会的备案费、法律费用或实际代理权争夺的费用(如果进行诉讼或准备代理声明草案)。在此,苏富比公司以向Third Point支付的1000万美元就显得非常突出。

---

[54] 发行人一般不会在8-K表格或宣布和解协议的新闻稿上提交保密协议,因此我们无法接触。

[55] 例如,一项这样的“政策”声明:“每位RC集团的提名人均应遵守与利益冲突、职责、保密、交易和披露政策以及适用于公司所有其他董事的其他治理准则相同的义务,公司已向RC集团提供了自公告之日起生效的所有政策和指导。”从本质上讲,这一“政策”指出,基金提名的董事受到与其他董事相同的规则的约束,但这些规则内容远不透明。

[56] 以下是允许广泛分享的参考示例(其中,对冲基金被定义为“接受者”):“接受者只能向获知接受者有关机密信息的机密性质和协议义务的代表披露机密信息。”

[57] See *supra* note 15, and accompanying text(提到平均5日累积超额收益率的差别为2.2%比0.42%,或超过5倍)。

[58] 这种差异可能与对冲基金的身份有关。如果某些激进基金不受市场欢迎(由于多种可能的原因),并且这些基金不能容忍保密规定,那么这种差异可能与保密问题的关系较小,而与基金身份有关。但是,由于我们数据样本中64%的和解协议没有任何信息分享规定,因此这种差异似乎不太可能归因于某些基金的“不良”声誉。但是,可能有一些信誉良好的激进基金确实同意保密性限制,而且市场对身份的反应比对条款的反应要大。

[59] See *infra* notes 87 to 92, and accompanying text.

如此的大额支付有多典型？Bebchuk 教授的研究报告没有就这一问题得出结论。在 475 份和解协议的数据集里，我们发现 166 份协议（35%）存在某种类型的费用偿还条款，其中我们能够在 148 份协议中确定有费用偿还数额，费用偿还数额的平均数和中位数分别为 328,753 美元和 100,000 美元。在这 148 份和解协议中，41 份（27.7%）规定偿还 250,000 美元或以上，19 份（12.8%）规定偿还 500,000 美元或以上，7 份（4.7%）规定偿还 1,000,000 美元或以上。

这些数据表明，与苏富比公司向 Third Point 支付数额相同数量级的极少。尽管补偿并不罕见，但支付金额通常不高。由于激进投资者行动可能会产生大量合法法律支出，因此对冲基金报告的有限补偿表明，激进投资者披露大量付款可能惧怕声誉受损而受到限制，或因激进投资者可能想宣告在行动中获得可观利润，至于费用报销此等小事何足挂齿。可以想象，一些激进投资者确实收到一笔可观报酬，却从无报告显示其财务不实。但是，由于多种原因这对我们来说似乎不太可能。<sup>[60]</sup>

目标公司从中有何获益？有人认为，公司通常会在和解协议中获得非贬低条款。这些条款在和解协议中非常普遍，即禁止激进投资者在协议期限内公开批评公司及其管理层。实际上，自认为“股东之冕”的激进投资者就此变得守口如瓶、沉默是金。

其他付款方式亦有可能。今年早些时候，对冲基金激进主义新手 Mantle Ridge 对 CSX 运输公司采取了非常成功的行动。尽管 Mantle Ridge 持有 CSX 公司不到 5% 的股份，却能够确保将其 4 位提名人任命为 CSX 公司董事会成员，包括新任首席执行官亨特·哈里森（E. Hunter Harrison），此人带来了 CSX 公司的新战略计划。实际上，Mantle Ridge 及其新任首席执行官在 CSX 公司策划了一场“宫廷政变”。然后，Mantle Ridge 在 CSX 公司年度股东会议上以咨询投票形式，要求 CSX 公司的股东批准首席执行官的薪酬方案。该方案包括向 Mantle Ridge 偿还 8400 万美元，以补偿哈里森辞去加拿大太平洋公司首席执行官来

---

[60] 原因之一是目标公司管理层还需要披露有关和解协议的信息，而在我们看来双方都同意不披露支付的可能性似乎很小。

担任 CSX 公司职务时所丧失的赔偿金和福利。<sup>[61]</sup> 尽管该交易使 CSX 公司股票价格大幅上涨,但有关人士指出股东别无选择。因为哈里森表示,如果 CSX 公司股东未批准该补偿他将辞职。<sup>[62]</sup> 由于哈里森辞职可能导致股价下跌抵消早先涨幅,CSX 公司的股东实际上身不由己、别无选择。

CSX 公司此类案例表明,股东可能会被迫批准激进投资者采取措施,然后从激进投资者处获得超额股票收益。显然,目标应是在不消除股东收益情况下降低代理成本。

#### (四) 信息泄露的实证研究

在本节中我们提出一项实证研究,该研究发现任命一个或多个激进投资者提名人为公司董事会成员后,短期内就有更多信息泄露到目标公司股票价格中。换言之,在目标公司激进主义候选人被任命为董事会成员(或在董事会会议上被授予“观察员”身份)后,目标公司公开披露重要信息之前,公司股价向公司披露后所产生的价位移动。市场会对新的发展动态作出反应然后再将其公开宣布,这可能是由于接触重大非公开信息的交易者进行知情交易并被其他交易者解码,其暗示可能的收益与损失。

为夯实信息泄露实证研究,我们首先计算和解协议公告的累积超额

---

[61] 描述这次行动, see Shawn Tully, *CSX CEO Hunter Harrison's Pay is No Great Train Robbery*, Fortune.com (Mar. 24, 2017), available at <http://fortune.com/2017/03/24/csx-hunter-harrison-pay/>. 这笔款项是支付给 Mantle Ridge 的,因其先前已向哈里森先生补偿。CSX 公司股东在咨询表决中以极大的票数通过了这笔款项。之后,CSX 公司董事会做出具有法律约束力的决定以批准付款。See Michael Flaherty, *CSX shareholders approve \$84 million reimbursement to Mantle Ridge*, Reuters.com (Jun. 5, 2017), available at <https://www.reuters.com/article/us-csx-harrison/csx-shareholders-approve-84-million-reimbursement-to-mantle-ridge-idUSKBN18W1Y6>. 哈里森先生已于 2017 年 12 月去世,提出的有关批准的问题超出了本文讨论范围。

[62] 在对交易的评论中,克莱里·戈特利布(Cleary Gottlieb)指出:“可以提出合理的论点,即股东投票是……保护董事会免受强硬要求的幌子。”See Arthur H. Kohn et al. *Balancing Concessions and Activist Against Responsiveness to the Broader Shareholder Base*, Harv. Law School forum on Corp. Gov. Fin. Reg. (Apr. 4, 2017), available at <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/04/04/balancing-concessions-to-activists-against-responsiveness-to-the-broader-shareholder-base/>.

收益率(CAR)。在全部和解协议样本中,我们发现平均5日累积超额收益率为2.64%,但这个平均值掩盖了巨大异质性。我们发现当没有任命任何对冲基金雇员为董事会成员的和解,公司股票平均5日累积超额收益率为4.21%。相形之下,任命对冲基金提名雇员的和解,公司股票平均5日累积超额收益率为1.95%。这表明市场对对冲基金雇员担任董事持怀疑态度。类似地,若和解协议本身或单独保密协议中对于信息共享加以明确限制,公司股票平均5日累积超额收益率为2.25%,相比之下对于不包含任何信息共享限制的和解协议,公司股票平均5日累积超额收益率则为0.42%。<sup>[63]</sup>

现状令人迷惑不解。尽管市场有明显相反偏好,为何激进基金仍继续任命其雇员担任董事并避免规定保密条款?一个原因可能是,与盟友分享信息是团结“狼群”并因此维持其对目标公司杠杆作用的重要手段。<sup>[64]</sup>另一个原因是,激进基金任命雇员担任董事并蔑视保密条款,主要是激进投资者已拥有足够杠杆作用,这使目标公司管理层担心会招致代理权争夺回应而不敢轻举妄动。<sup>[65]</sup>

无论如何,我们接着检验信息泄露与这两个变量(雇员被提名董事与缺乏保密条款)如何相关。我们建立了一个数据集,使我们能够评估信息进入上市公司股票价格的情况。通常联邦法律要求公司在8-K表格中披露某些重大事件,一般须在事件发生后4个工作日内提交。因此,8-K表格通常不会在申报之前就全部做好安排,并须对意外情形变化作出回应。我们从2000年1月1日至2016年9月30日,由7799家上市公司提交的635,490份8-K表格着手研究。

对于每份8-K表格,我们都试图观察其中信息进入公司股价的速度。为此,我们导出给定公司(我们标注公司“*i*”),在给定日期(我们标注日期“*t*”)上提交8-K表格的信息泄露值,我们将其表示为“*leak<sup>i,t</sup>*”,

---

[63] 如前注[48]~[52]以及随附文本所述,我们的数据样本中有19.4%的合同条款限制了信息分享,而另外16%则是引用关于信息分享的政策。因此,略高于64%的样本对此问题保持沉默,并且累积超额收益更低。

[64] 我们将在如下文注释[86]~[90]以及随附文本所述中讨论这一可能性。

[65] 在这些情况下,市场可能已经预料到了激进投资者的胜利,因此,股市的反应可能会更加平淡。

如同金融文献中使用的标准度量“加权价格贡献”<sup>[66]</sup>该值计算如下:

$$leak_{i,t} = \frac{r_{t-5,t-1}^i}{r_{t-5,t_0}^i}$$

简而言之,信息泄露值是一个分数:分子是在8-K表格申报后公司从事件发生前5日(a)到事件发生前1日(b)收盘价的百分比变化,<sup>[67]</sup>而分母是8-K表格申报公司从事件发生前5日(a)到事件发生当日(b)收盘价的百分比变化。

举一简例,假设公司股价在事件发生前5日收盘价为10美元,在事件前1日为11美元,在事件当天为12美元。该分数分子约为10%:<sup>[68]</sup>10美元(前5日的价格)到11美元(前1日的价格)增加10%。该分数分母约为20%:10美元(前5日的价格)到12美元(当天的价格)增加20%。信息泄露值则为50%,通过10%/20%计算得出。平均而言,较高信息泄露值表明,在8-K表格实际披露该信息的前1日,8-K表格反映的信息已进入股票价格。<sup>[69]</sup>

关键点在于,随着更多信息在公告日期之前进入股票价格,该比率将随之增加。然而,从经验来说以该比率计算会带来某些挑战。理论上该比率应保持在0~1,例如,如果股价从披露前5日到披露之日(含)之间上涨2美元,则从披露前5日到披露前1日价格不应上涨3美元,而在披露当天价格下跌1美元。但实际上,这种情况经常发生——因为市场并非完全有效并且交易复杂。一旦我们认识到价格可以出于随机原因而波动,分母就有可能非常接近零而分子却没有,从而导致比率急剧

---

[66] Barclay, Michael J. and Terrence Hendershott, *Price Discovery and Trading After Hours*, *The Review of Financial Studies* 16.4 (2003): 1041 - 1073.

[67] 这些实际上是1 + 百分比变化的自然对数,即该时间段内的连续复利回报。

[68] 由于讨论了连续复利,因此我们使用“大约”一词。

[69] 我们注意到,8-K表格中披露信息有时会先于以新闻稿或其他公告形式向公众披露。为处理这种可能性,如下所述,我们在每个8-K表格的文本中搜索与发布新闻稿相关的词语,并控制我们的泄露分析中是否存在。

“爆炸”，这给统计推断带来不小挑战。<sup>[70]</sup>

有两种方法可解决此问题。第一，金融文献中的标准方法是将该比率乘以与分母绝对值成正比的权重——这是迈克尔·巴克利 (Michael Barclay) 和特伦斯·亨德肖特 (Terrence Hendershott) 在得出“加权价格贡献”时所采用的方法，以衡量一天中不同时间的股价走势。<sup>[71]</sup>这样可以确保分母非常接近零的观测值获得非常接近零的权重。我们对主要结果采用这种方法，用分母的绝对值进行加权回归分析。

第二，删除信息泄露值为“负”的数据（比率的分子和分母正负不同），因为在这种情况下比率没有意义，并删除信息泄露值大于 1 的数据，这意味着市场对信息“过度反应”，同时调整系数估计和标准误差。<sup>[72]</sup>如下文所示，除去这两个规格，我们的结果在符号和统计意义上总体一致。

我们将达成和解协议目标公司提交的 8-K 表格文件编码为“处理组” (treatment)，将新董事获得重大非公开信息后（或入局董事会或通过取得观察员权利进入董事会）提交的 8-K 表格文件编码为“任职组” (post)。<sup>[73]</sup>重申一点：由于这种设计，我们基本上在不同时间点有 475 种处理组。令我们欣慰的是，从因果关系识别角度来看，我们的测量效果不太可能受单个时间段内不可观察的时间趋势所驱动。

[70] 假设  $r_{t-5,t-1}^j = \alpha_{t-5,t-1} + \epsilon_{t-5,t-1}$  及  $r_{t-5,t_0}^j = \alpha_{t-5,t_0} + \epsilon_{t-5,t_0}$  两者中的  $\epsilon_{t-5,t-1}, \epsilon_{t-5,t_0}$  都是零均值指 i. i. d., 正态分布随机变量。即使  $\frac{\alpha_{t-5,t-1}}{\alpha_{t-5,t_0}} < 1$ ，它并不遵循  $E$

$\left[ \frac{r_{t-5,t-1}^j}{r_{t-5,t_0}^j} \right] = \frac{\alpha_{t-5,t-1}}{\alpha_{t-5,t_0}} < 1$ 。噪声项的比值  $\frac{\epsilon_{t-5,t_0}}{\epsilon_{t-5,t-1}}$  是两个零均值正态随机变量的比率。

该项为柯西分布，其第一矩和第二矩均未定义。

[71] 公式简示如下： $W_i = \frac{|r_{t-5,t_0}^j|}{\sum |r_{t-5,t_0}^j|}$ ，这正是巴克莱 (Barclay) 和亨德肖特 (Hendershott)

(2003) 在加权价格贡献中所使用的。

[72] 我们通过最大似然法来估计截断回归模型，如 J. Scott Long, *Regression Models for Categorical and Limited Dependent Variables* 192 (1997)。

[73] 如下所述，然而，在我们的估计中将样本窗口限制在新董事获得重大非公开信息之前和之后的更短时间内，以减少董事首次进入董事会之日起长时间的泄露差异结果的可能性。



关于任命激进董事对信息泄露的影响进行因果推理,所面临的另一个挑战是构建适当对照组。我们考虑了多种方法来表明我们的结果并非受单一对照组的选择所驱动。我们初步估计使用一个“同行业”对照组:对于每个和解协议,我们收集目标公司4位SIC行业代码中其他上市公司的所有8-K表格文件。也就是说,每份和解协议都有一个处理组公司和对照组公司,它们被分配在获取重大非公开信息的相同日期。如下所述,我们进一步应用倾向得分匹配以确保我们正在比较的处理组公司和尽可能相似的对照组公司之间信息泄露前后的差异。

由于多种原因,我们认为重要的是要验证处理组与对照组之间的披露行为是否相似,这需要验证作为对冲基金业务目标的公司会否比处理组公司提交更多(或更少)8-K表格,结果研究发现两组公司之间披露行为非常相似。图2显示了2000~2015年的“内核密度图”。<sup>[74]</sup>对照组与处理组之间密切一致性表明,任命激进董事上市公司的披露行为不会改变,二者似乎以相同频率提交8-K表格。

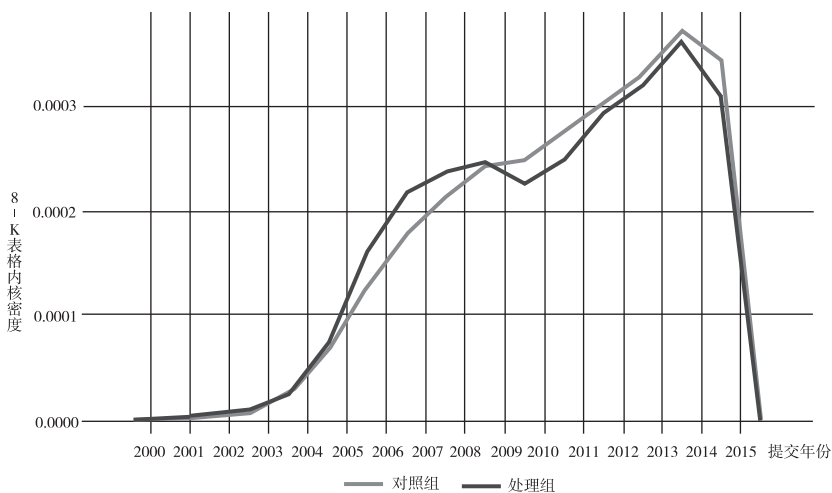


图2 2000~2015年8-K表格内核密度变化统计汇总

[74] “内核密度图”显示在非常小的时间间隔内在y轴上生成8-K表格的频率。因此,这些单位非常小。

我们为每个公司找出一些可能会影响信息泄露的其他变量：其市值（股票数量乘以价格）、Amihud(2002)非流动性度量<sup>[75]</sup>以及公司股票的特质波动率。<sup>[76]</sup>这些数据均在每份8-K表格申报之前1个月计算。

我们还将使用其最新Compustat年度财务报表计算该公司市帐率。我们计算8-K表格文件长度，以及是否含“新闻稿”，这表明文件不一定包含新的公共信息。最后，我们从每个8-K表格档案文件中提取项目编码（法律规定的信息类别）。<sup>[77]</sup>

我们将有关信息泄露的数据、附加变量以及和解协议中的“处理特征”编码合并在一起，得出下文分析中使用的最终数据集。表2列出该数据集的统计汇总信息，列出8-K表格申请数目以及诸如平均值、标准差、中位数和各种百分位数之类的统计数据。与公司对应的变量——例如，Amihud(2002)非流动性的度量或特质波动率——反映提交8-K表格的公司，并与该公司提交的8-K表格“链接”，因为这些变量可能解释信息泄露的变化。

---

[75] Amihud(2002)指数是当天绝对股票回报率与当天交易量的日平均比率，如Yakov Amihud, *Illiquidity and Stock Returns: Cross - Section and Time - Series Effects*, 5 J. Fin. Markets. 31 (2002)。为简化计算，我们稍微与Amihud不同，使用分母中的股票数量而不是美元数量，两者在日常交易数据中几乎没有区别。

[76] 特质波动率是从股票收益中减去资产定价模型的预测后所剩余的标准差。

[77] 如今，上市公司必须为一些公司事件提交8-K表格；根据证券法规定，需要在8-K表格上披露的各种事件称为“项目”。例如，8-K表格上的项目1.03要求披露公司是否已进入破产或破产清算程序，项目2.01要求披露公司资产收购或出售的结束等。

表 2 信息泄露数据集统计汇总

变量	8-K 表格 申请数目 (个)	平均值	标准差	最小值	第 25 个 百分数 (%)	中位数	第 75 个 百分数 (%)	最大值
信息泄露值分母(事件发生前 5 日的百分比变化)	575,196	-0.003	0.129	-2.695	-0.054	0.004	0.049	3.545
信息泄露值分子(事件发生前 5 日到事件前 1 日的百分比变化)	575,196	-0.002	0.087	-2.678	-0.029	0.001	0.027	3.449
信息泄露值	575,196	0.584	0.265	0.0001	0.380	0.621	0.807	1.000
处理组虚拟变量(当目标公司提交 8-K 表格时 =1)	575,196	0.022	0.147	0	0	0	0	1
任职组虚拟变量(8-K 表格在和解协议后提交 =1)	575,196	0.462	0.499	0	0	0	1	1
对冲基金虚拟变量	12,681	0.811	0.391	0	1	1	1	1
对冲基金经理虚拟变量	12,681	0.700	0.458	0	0	1	1	1

续表

变量	8-K表格 申请数目 (个)	平均值	标准差	最小值	第25个 百分数 (%)	中位数	第75个 百分数 (%)	最大值
Amihud (2002) 非流动性	500,756	4.933	8.419	0.000	1.269	2.379	5.006	782.695
特质波动率	500,659	0.030	0.026	0.000	0.015	0.023	0.036	1.393
市场资本总额	500,757	5,770,181	23,888,702	633.566	157,635	591,091	2,159,389	735,734,809
市场比率	476,990	-4.883	1.739	-12.902	-5.946	-4.846	-3.803	16.001
激进行动干预与表格 提交日差	575,196	-53.424	588.806	-1,064	-552	-70	425	1,064
8-K表格文件长度 (字符)	575,190	548,488	2,123,165	1,315	27,811	74,620	307,421	152,816,998

我们的研究分析了在激进主义干预前后,处理组和对照组之间信息泄露变化是否存在差异,即所谓“双重差分”(difference in differences):通过比较处理组和对照组随时间变化的差异。我们采用干预前后120天为主要时间窗口,并限制董事会任命日期前后几天。我们排除了董事会任命日期前后3星期,以确保结果不受和解协议本身的影响。

此设计有两个关键的识别假设。双重差分模型基于以下假设:处理组和对照组随时间变化遵循平行趋势。换言之,在没有激进和解情况下,两组之间信息泄露随时间变化将保持相似,通常没有理由怀疑激进基金选择的目标公司可能在干预后的几个月内经历更大的信息泄露。我们当然承认激进投资者根据相对历史表现等特征选择目标公司,<sup>[78]</sup>但我们几乎没有理由担心这些特征与信息泄露的时间趋势相关。<sup>[79]</sup>我们将在下文验证这一假设。

除双重差分模型之外,我们还采用倾向得分匹配使处理组公司和对照组公司尽可能具有可比性。匹配方法在公司治理实证研究中变得越来越流行,<sup>[80]</sup>因为其允许在可观察的维度上形成一对或一小群相似的公司,并且只在这些公司之间相互比较,有效地按相似性加权。我们根据可观察到的协变量对处理组公司和对照组公司进行匹配,这些变量包括股票每日市值、Amihud(2002)的非流动性测量、特质波动率、市帐率、文件是否涉及新闻稿、1位数的SIC代码,以及以下8-K表格项目披露:<sup>[81]</sup>

---

[78] See Martijn Cremers et al., *supra* note 1.

[79] 举例说明在这种模型中假设对冲基金基于管理不善选择目标公司并假设管理不善与内幕交易相关的选择批评不太可能成为问题。但是在双重差分模型设计中,结果只能因时间变化的省略变量而有偏差。因此,要使这一反对意见成为问题,对冲基金必须根据未发现的泄露增加趋势来选择干预的目标公司。很难想象会有这样的趋势,特别是因为有475位不同的激进董事在不同的时间获得董事会权限,这种时间趋势不能仅仅是日历时间中某个特定时刻的巧合,而必须是长期一致的趋势。

[80] See, e. g., Martijn Cremers et al., *Staggered Boards and Long-Term Firm Value*, 126 J. Fin. Econ. 422 (2017).

[81] 因为我们只有这么多的数据,所以除了4位SIC代码之外,我们在匹配高维协变量(如Form 8-K项号)方面的能力有限。在这种情况下,标准方法是“粗化”匹配组,即以足够广泛的通用性选择协变量以使匹配可行。See, e. g., Iacus, Stefano, Gary King and Giuseppe Porro, *CEM: Software for Coarsened Exact Matching*, Journal of Statistical Software 30.13 (2009):1-27. 我们通过使用1位SIC代码并选择8-K表格中最重要的类别来应用这种“粗化”匹配。

- 项目 1.01：签署重要协议
- 项目 2.02：业务成果和财务状况
- 项目 5.02(a) – (b)：董事或特定官员离职
- 项目 5.02(d)：董事选任
- 项目 7.01：FD 条例披露
- 项目 8.01：其他事项

我们最多允许 5 个最近邻值，这样结果就不会受到任意接近匹配项的影响。

我们以两种方式从实证上验证这些识别方法的有效性。首先，我们进行“平衡测试”，检查倾向得分匹配是否成功产生平衡的处理组和对照组。结果示于表 3。

**表 3 公司与申报文件特征平衡测试**

项目	平均值		偏差%	T 统计量	P 值
	处理组	对照组			
Amihud (2002) 非流动性测量	0.4259	0.43667	-1.5	-0.54	0.592
股票每日市值	13.212	13.209	0.1	0.04	0.97
包含“新闻稿”	0.60677	0.60437	0.5	0.15	0.882
特质波动率	0.02851	0.02808	1.7	0.61	0.54
市帐率	-4.5058	-4.5587	2.7	0.83	0.405
项目 1.01：签署重要协议	0.16439	0.17236	-2.2	-0.64	0.519
项目 2.02：业务成果和财务情况	0.28345	0.27974	0.8	0.25	0.803
项目 5.02(a) – (b)：董事或特定官员离职	0.17641	0.17553	0.2	0.07	0.945
项目 5.02(d)：董事选任	0.24468	0.24697	-0.6	-0.16	0.872
项目 7.01：FD 条例披露	0.17094	0.16395	1.8	0.57	0.571
项目 8.01：其他事项	0.23867	0.23539	0.8	0.23	0.816

注：在本表中，我们比较处理组和对照组之间在匹配设计中使用的每个关键协变量的均值，本表显示每个组的平均值、差异占处理组的百分比、该差异的 t 统计量以及相关的 p 值。p 值大于 0.05 表示两组均值之间在统计上没有显著差异，这表明不能拒绝这些可观察特征上的平衡零假设。

此外,我们绘制了处理组及对照组的倾向得分密度。如果两组在可观察特征上保持平衡,则倾向得分在两组之间应相似,图3确属此种情况。

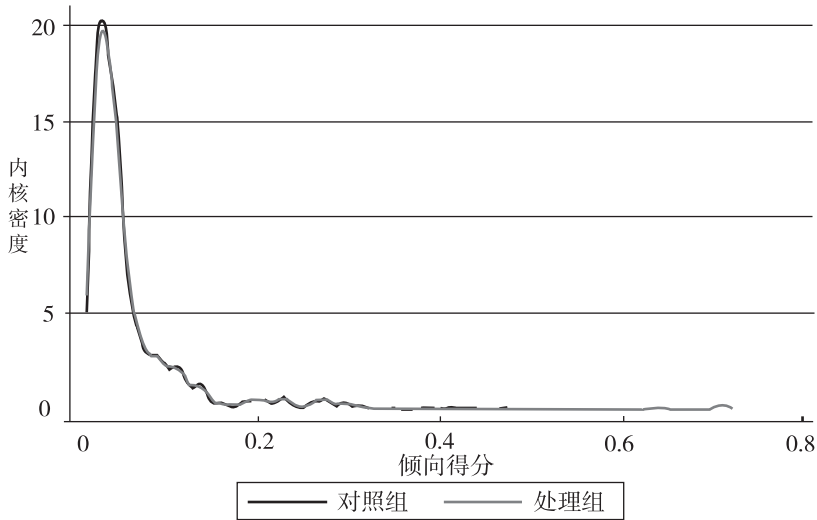


图3 倾向得分密度

在附录中,我们展示了处理组和对照组的信息泄露结果趋势是平行的,这是我们在此处有效采用双重差分模型的重要条件。综上所述,这些结果表明本文中发现的信息泄露并非受公司向市场披露信息类型差异驱使。在得出理论假设与实证证据一致后,我们现在转向衡量激进和解协议以及根据这些和解协议任命的董事对信息泄露的影响。

#### (五) 激进董事获得董事会权限后的信息泄露

首先,我们要分析在激进和解协议允许新董事进入董事会前后,信息泄露变化是否在我们的处理组公司和对照组公司之间有所不同。为评估该问题,我们进行了回归分析,该分析估计了董事入局董事会前后信息泄露的变化,并比较了处理组和对照组之间的信息泄露变化差异。其次,我们试图确定谁被任命为董事会成员(特别是独立专家与对冲基金雇员)是否导致信息泄露发生显著差异。如上所述,我们会根据公开搜索将每位董事身份进行编码,并按照他们是否为激进投资者雇员进行

分类。<sup>[82]</sup>最后,我们分析所确定的泄露增加是否因和解协议中存在保密条款而有所不同。在表4中使用的是T统计量显示每种估计的差异系数,表5中则是使用替代截断模型。

表4 信息泄露

项目	信息泄露值	信息泄露值	信息泄露值	信息泄露值
对照组 x 任职组	<b>0.0752**</b>	—	—	—
(T 统计量)	<b>(2.17)</b>	—	—	—
对冲基金 x 任职组	—	<b>0.0994***</b>	—	—
(T 统计量)	—	<b>(2.92)</b>	—	—
非对冲基金 x 任职组	—	-0.0225	—	—
(T 统计量)	—	(-0.27)	—	—
雇员董事 x 任职组	—	—	<b>0.0760**</b>	—
(T 统计量)	—	—	<b>(2.01)</b>	—
非雇员董事 x 任职组	—	—	0.0731	—
(T 统计量)	—	—	(1.28)	—
无信息分享规定 x 任职组	—	—	—	<b>0.1107**</b>
(T 统计量)	—	—	—	<b>(2.34)</b>
有信息分享规定 x 任职组	—	—	—	0.0631
(T 统计量)	—	—	—	(1.17)
观察资料	9414	9414	9414	9414

注:在本表中,我们估计了处理组和对照组之间的信息泄露随时间变化的差异。我们展示了OLS回归模型的结果,其中因变量为 $leak_{i,t}$ ,特定8-K表格申报泄露值,按 $|r_{i-5,t0}^j|$ 和倾向得分权重加权。该示例仅限于 $[-120, -21]$ 和 $[+21, +120]$ 时间窗口。

[82] 与和解协议有关的大多数证券备案都指明了激进董事与激进投资者的关系性质(如果存在)。此外,我们发现激进投资者雇员的任命通常是激进投资者的高级管理人员,这使他们与投资者的关系的识别变得简单。相比之下,不是激进投资者雇员的董事通常是目标公司所在行业的现任或前任高管,因此对他们的工作和专业知识的识别也很简单。



该模型由以下线性规范给出： $leak_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 d_i + \beta_2 post_t + \beta_3 (d_i \times post_t) + \epsilon_{i,t}$ 。

如果 8-K 表格申报属于处理组,则其中的指标变量等于 1;如果在董事任命日期之后进行 8-K 表格申报,指标变量  $d_i$  等于 1; $\epsilon_{i,t}$  是随机误差项。 $\beta_3$  为本文关注的参数,显示两组之间信息泄露的随时间变化的差异。我们通过公司事件聚类标准误差,以调整信息泄露中的序列相关性。相关系数下方的括号内提供了 T 统计量。我们使用以下具有统计显著性的指标:\*\*\* 表示 P 值 < 0.01,\*\* 表示 P 值 < 0.05,\* 表示 P 值 < 0.10。

表 5 信息泄露(替代截断规格)

项目	信息泄露值	信息泄露值	信息泄露值	信息泄露值
处理组 x 任职组	<b>0.2535</b> ***	—	—	—
(T 统计量)	( <b>2.73</b> )	—	—	—
对冲基金 x 任职组	—	<b>0.2701</b> ***	—	—
(T 统计量)	—	( <b>2.68</b> )	—	—
非对冲基金 x 任职组	—	0.2238	—	—
(T 统计量)	—	(0.85)	—	—
雇员董事 x 任职组	—	—	<b>0.2406</b> **	—
(T 统计量)	—	—	( <b>2.17</b> )	—
非雇员董事 x 任职组	—	—	0.2907 *	—
(T 统计量)	—	—	(1.74)	—
无信息分享规定 x 任职组	—	—	—	<b>0.4985</b> ***
(T 统计量)	—	—	—	( <b>3.28</b> )
有信息分享规定 x 任职组	—	—	—	0.0453
(T 统计量)	—	—	—	(0.29)
观察资料	23,002	23,002	23,002	23,002

注:在本表中,我们预测处理组和对照组之间的信息泄露随时间变化的差异。因变量为  $leak_{i,t}$ ,我们展示了泄露值为  $0 < leak_{i,t} < 1$  的特定 8-K 表格的截断回归模型结果(Long,1997)。该示例仅限于  $[-120, -21]$  和  $[+21, +120]$  时间窗口。该模型由以下线性规范给出： $leak_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 d_i + \beta_2 post_t + \beta_3 (d_i \times post_t) + \gamma' x_{i,t} + \epsilon_{i,t}$ 。

如果 8-K 表格申报属于处理组,则其中的指标变量  $d_i$  等于 1;如果在董事任命日期之后进行 8-K 表格申报,指标变量  $post_t$  等于 1; $x_{i,t}$  是时变协变量的向量:该公司市值、特质波动率、Amihud(2002)非流动性测量和公司市帐率;以上每一项截至 8-K 表格申报前一个月或本年年市帐率,以及申报级别协变量:文件长度及项目编码的固定影响; $\epsilon_{i,t}$  是随机

误差项。 $\beta_3$  为本文关注的参数,显示两组之间信息泄露的随时间变化的差异。我们通过公司事件聚类标准误差,以调整信息泄露中的序列相关性。相关系数下方的括号内提供了 T 统计量。我们使用以下具有统计显著性的指标:\*\*\* 表示 P 值 < 0.01, \*\* 表示 P 值 < 0.05, \* 表示 P 值 < 0.10。

在表 4 和表 5 中,“处理组 x 任职组”加粗行显示,在任命激进董事进入董事会后 4 个月之内,对比对照组公司信息泄露平均高 7.5% (表 4) 或 25% (表 5)。<sup>[83]</sup> 两种估计变化是由不同加权和截断程序所驱使:前一种估计较小,因为其包括许多“负”泄露(错误交易)的观察结果,而后一种则通过截断排除这些情况。这两种模型只是采用不同的方法来处理不容易满足泄露值的“价格变化百分比”解释的情况。在两个模型中,此差异在 1% 的水平上具有统计意义,即通过随机机会获得此结果的概率小于 1%。

类似地,在任命激进董事后的 4 个月之内,作为对冲基金投资者的目标公司与对照组相比,信息泄露平均高出 9.94% (见表 4) 或 27.9% (见表 5)。如前所述,变化是由截断差异导致的。在两个规格中,此差异在 1% 的水平上具有统计意义,即通过随机机会获得此结果的概率小于 1%。另外,“非对冲基金 x 任职组”一行表明,作为非对冲基金投资者的目标公司泄露随时间变化增长的估计不一致,从 -0.0225% 至 22.4% 不等。但是,这些估计值在 1%、5% 甚至 10% 的水平上均无统计学意义。因此,非对冲基金的估计很可能仅通过随机机会获得。<sup>[84]</sup> 我们的研究结果与猜想一致,即某些对冲基金激进投资者的动机和商业模式可能要求对与其他投资者有显著差异的激进干预进行补偿,但

[83] 这种影响会长期持续吗? 我们至少可以想到两个原因,使泄露不太可能在未来几个月内持续存在。其一,激进对冲基金已经实现了任命董事到目标公司董事会的目的,可以迅速实现所需的财务或运营变化,然后将注意力转移到其他地方。在达到这些短期目标后,激进基金可能会停止与其盟友或其他市场参与者讨论有关该目标的重大非公开信息,而这些当事方的交易也将减少。其二,如理论附录中所提及,如果泄露是由非法行为所驱使,则随着时间变化检测的可能性会增加,从而随着时间变化阻止泄露的可能性也会越大。我们分析在任命董事加入董事会后,我们衡量的效果是否会持续较长的一年时间(-365, +365)。我们在更长时间内估算出与上述相同的规格。与我们的短期样本结果不同,我们发现在激进投资者干预之后,在更长的时间范围内估计泄露时差异系数没有显著差异。

[84] 但是,F 检验并不表明这些系数的差异具有统计学意义。

是我们重申这一统计结果并未确认行为非法或违反美国证券交易法10B-5规则。

接下来,我们比较对照组和两个处理组之间随时间在泄露方面变化的差异,根据和解协议分为两类:将激进基金雇员任命为目标公司董事会成员,以及非激进基金雇员任命为目标公司董事会成员。标记为“雇员董事 x 任职组”的粗体行显示,和解任命至少一名激进基金雇员的董事的公司,在任命激进董事加入董事会后的4个月内,对比对照组泄露平均增加了7.6%或24%。这种差异在5%的水平上具有统计学意义,即通过随机机会获得此结果的概率小于5%。另外,标有“非雇员董事 x 任职组”一行显示,和解任命外部专家为董事的公司泄露增加估计在主规格统计上是微不足道的。在截断规格中,只有在10%的水平上具有统计学意义。<sup>[85]</sup>综上所述,这些结果表明非雇员董事的估计是仅通过随机机会获得的,始终具有统计意义的唯一泄露结果是雇员董事。

尽管这种异质性的原因值得仔细分析,但我们提供了进一步研究的几种可能性。首先,在一定程度上我们所观察的信息泄露机制是由董事推动的,激进投资者雇员(金融专业人士)比非雇员更有可能:(1)获得我们观察到的股票价格变动所必需的交易资本;或(2)接触愿意充当其代理人的专业交易员(大概是为分享利润)。其次,在某种程度上机密信息的传播机制是散漫闲聊,对冲基金雇员(董事或与其接触的同事)生活在交易者圈子中,这种信息价值得到更好理解(提供与接收信息者互惠互利)。我们将其称为“互惠银行”,这意味着金融界从事这种信息分享的人士可能会遵守互惠规则。最后,与激进基金雇员相比,非雇员(通常是行业专家,一般是大型上市公司的现任或前官员)不恰当地促进知情交易造成的声誉损失可能更大。可以说,这令专家和高管望而却步。然而,我们并不断言我们已然证明这些猜想。

现在我们探讨和解后信息泄露的增加是否与和解协议的信息分享规定不同有关。如上所述,我们根据信息分享规定对每个和解协议进行分类,包括该协议是否包含关于信息分享的明确规定,是否在单独保

---

[85] 与先前结果一样,F检验并不表明这些系数的差异具有统计学意义。

密协议中载入信息分享规定或引用关于信息分享的通用政策。如前文所述,我们分析 2 个处理组:在和解协议或单独保密协议中明确含有信息分享规定的处理组,以及对此没有规定的处理组。在主要统计规格中,后者系数是前者 2 倍。<sup>[86]</sup>在替代规格中,缺少限制信息分享规定的协议几乎是含信息分享规定的协议的泄露的 12 倍,并且前者统计显著性非常高,而后者在统计上几乎无统计显著性。在该规格中,标准统计检验(称为“F 检验”)确实表明这些系数差异具有统计学意义。

换言之,泄露差异与激进和解协议或单独保密协议中是否含有信息分享规定密切相关。这并不表明这种相关性具有因果关系,我们也并非宣称这种规则存在会防止泄露。相反,对此种差异的一种可能解释是,最有可能利用重大非公开信息进行交易的激进投资者或许相对于目标公司管理层具有更大议价能力,从而能坚持在无任何信息分享规定条件下达成和解。在这些情况下,市场对和解协议公告的反应可能会较为温和,因为市场已经了解到激进投资者对目标公司具有足够影响力。

迄今为止,与我们分析相对的一个意见是,即使具有倾向得分匹配对照组也可能无法与处理组充分比较,因为这些对照组公司并未经历和解协议之后影响深远的公司变革。<sup>[87]</sup>这主要涉及与我们因果分析相关的反事实:信息泄露增加,要么是因为根据和解协议任命董事,要么是根据对冲基金要求作出业务变动?后者意味着我们发现的信息泄露是由对冲基金激进主义引起,而不一定与董事任命有关。尽管这也会引起重要的政策关注,但是所涉机制不同。

我们已认真对待这一反对意见,并通过两个测试来衡量这是否会影 响研究结果。首先,我们使用一个替代对照组,由经历 13-D 表格申报但未签订和解协议的公司组成。一般而言,这些公司为应对对冲基金激进主义而进行业务变动,因此提供一个反事实可更精确地排除和解协议本身(需要以一定的统计能力为代价,因为该样本要小得多)。在这种情况下,主要挑战在于选择相关的“和解”日期,因为处理

---

[86] 但是,F 检验并不表明这些系数的差异具有统计学意义。

[87] 我们感谢 Lucian Bebchuk 和 Alon Brav 独立提出这一非常重要的问题。

组和对照组在和解之前均提交了 13 - D 表格申请。我们主要方法是将 13 - D 表格申请日期和和解日期之间的平均距离(148 个日历日)添加到该替代对照组的 13 - D 表格提交日期中,同时我们还随机抽样 13 - D 表格申请日期与和解日期距离并获得非常相似的结果。我们应用与以前相同的倾向得分匹配(获得协变量之间的平衡),并在表 6 中显示该替代对照组的分析结果。

表 6 信息泄露(13 - D 对照组)

项目	信息泄露值	信息泄露值	信息泄露值	信息泄露值
对照组 x 任职组	<b>0.1099<sup>***</sup></b>	—	—	—
(T 统计量)	(2.59)	—	—	—
对冲基金 x 任职组	—	<b>0.1362<sup>***</sup></b>	—	—
(T 统计量)	—	(3.25)	—	—
非对冲基金 x 任职组	—	0.0027	—	—
(T 统计量)	—	(0.03)	—	—
雇员董事 x 任职组	—	—	<b>0.1101<sup>**</sup></b>	—
(T 统计量)	—	—	(2.44)	—
非雇员董事 x 任职组	—	—	0.1096 <sup>*</sup>	—
(T 统计量)	—	—	(1.76)	—
无信息分享规定 x 任职组	—	—	—	<b>0.1012<sup>*</sup></b>
(T 统计量)	—	—	—	(1.68)
有信息分享规定 x 任职组	—	—	—	0.1434 <sup>***</sup>
(T 统计量)	—	—	—	(2.71)
观察资料	5364	5364	5364	5364

注:在本表中,我们估计处理组和替代对照组之间的泄露随时间变化的差异,该替代对照组由接受激进投资者干预但未达成和解的公司组成,其中,对照组公司的“激进董事任命日期”等于 13 - D 表格提交日期加上对照组和解日期和 13 - D 表格提交日期之间的中位数差。我们展示了 OLS 回归模型的结果,其中因变量为  $leak_{i,t}$ ,特定 8 - K 表格申报泄露值,按  $|r_{i-5,0}^j|$  和倾向得分权重加权。该示例仅限于  $[-120, -21]$  和  $[+21, +120]$  时间窗口。该模型由以下线性规范给出: $leak_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 d_i + \beta_2 post_t + \beta_3 (d_i \times post_t) + \epsilon_{i,t}$ 。

如果 8-K 表格申报属于处理组,则其中的指标变量  $d_i$  等于 1;如果在董事任命日期之后进行 8-K 表格申报, 指标变量  $post_i$  等于 1; $\epsilon_{i,t}$  是随机误差项。 $\beta_3$  为本文关注的参数,显示两组之间信息泄露的随时间变化的差异。我们通过公司事件聚类标准误差,以调整信息泄露中的序列相关性。相关系数下方的括号内提供了 T 统计量。我们使用以下具有统计显著性的指标:\*\*\* 表示 P 值 < 0.01, \*\* 表示 P 值 < 0.05, \* 表示 P 值 < 0.10。

表 6 显示,替代对照组结果与先前发现基本一致。处理组差异系数为正,在统计上具有显著性,其幅度与先前对照组相似。与前述一致,对冲基金组与非对冲基金组之间存在较大数值差异。雇员董事组具有统计显著性,而非雇员董事组则没有。唯一区别是,在此替代对照组规格中,先前的无信息分享规定组结果方向相反。

为进一步验证信息泄露是由激进投资者干预而非根据和解协议任命董事所驱使的可能性,我们在处理组内进行调查并比较 13-D 表格提交后(但在任命提名董事之前)的信息泄露情况和根据和解任命这些董事后的信息泄露情况。后一时期使我们能够将董事任命的额外影响隔离出信息泄露的可能渠道。具体而言,我们比较两个期间提交的 8-K 表格的泄露:(1)任命董事前期间,始于 13-D 表格提出后 7 日,结束于根据和解任命董事进入董事会之前 7 日;(2)任命董事后期间,从任命董事起 7 日开始,到 120 日后结束。在本规格中我们仅比较这两个期间的泄露情况。结果见表 7,表 7 包含迄今为止分析的每个处理组:所有和解、仅限对冲基金、仅限雇员董事、仅限无信息分享规定。

表 7 信息泄露 (13-D 表格提交后任命董事前 vs 任命董事后)

项目	所有和解	仅限对冲基金	仅限雇员董事	仅限无信息分享规定
任职组	<b>0.0533</b> **	<b>0.0741</b> ***	<b>0.0488</b> *	<b>0.0651</b>
(T 统计量)	(2.22)	(2.86)	(1.65)	(1.51)
(截距)	0.6672 ***	0.6673 ***	0.6789 ***	0.6723 ***
(T 统计量)	(49.59)	(44.89)	(45.42)	(32.13)
观察资料	7411	5758	4744	3007

注:在此表中,我们仅根据处理组的和解预测了 13-D 表格提交后的信息泄露与任命董事后的信息泄露的差异。具体而言,我们比较两个期间的泄露情况,定义如下:

Pre = [13-D 表格提交日期 + 7 日, 董事任命日期 - 7 日]

Post = [董事任命日期 + 7 日, 董事任命日期 + 120 日]

我们展示了特定 8-K 表格泄露值的 OLS 回归模型结果,其中因变量为  $leak_{i,t}$ ,按

$|r_{t-5,t}^j|$  加权。该模型由以下线性规范给出:

$$leak_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 post_t + \epsilon_{i,t}$$

如果在董事任命日期之后进行 8-K 表格申报, 指标变量  $post_t$  等于 1;  $\epsilon_{i,t}$  是随机误差项。 $\beta_1$  为本文关注的参数, 显示 13-D 表格提交与和解日期之间信息泄露随时间变化的差异。我们通过公司事件聚类标准误差, 以调整信息泄露中的序列相关性。相关系数下方的括号内提供了 T 统计量。我们使用以下具有统计显著性的指标: \*\*\* 表示 P 值 < 0.01, \*\* 表示 P 值 < 0.05, \* 表示 P 值 < 0.10。

如表 8 所示, 从第一阶段(从 13-D 表格提交到董事任命之前)到第二阶段(紧随激进董事任命之后)的信息泄露有所增加。在四个规格的其中两个, 该增加在 1% 或 5% 的水平上具有统计学意义, 而另一个规格在 10% 水平上具有统计学意义。增长幅度为 5% ~ 7%, 或常数项的 8% ~ 11%。这些结果进一步表明泄露增加并非仅由激进干预本身驱使, 可能与根据和解协议任命董事亦有关联。

#### (六) 期权交易

前述知情交易证据可能的一种反驳是, 领头激进基金与其盟友之间许多交流可能是无害且无关紧要的。例如, 一位老练交易员可能会问激进基金: “您在 XYZ 公司的行动进行得如何?” 并收到非特定的回复: “非常好! 我们正在取得实质进展的过程中。”这种回复可能会影响老练交易者购买期权, 但就法律层面可能并不重要。但这种解释可以反驳我们认为知情交易是老练交易者需要准确地知道何时重要信息会进入并影响市场的观点。例如, 基于上述沟通, 一般交易者无法明智地购买 XYZ 公司的 30 日期权, 因为即便老练交易者也无法判断信息何时影响市场。

对于一个知情交易者而言, 期权是最有效的交易方式, 其可凭借较低成本获得更高回报。实际上, 许多研究已经证明知情交易者活跃于期权市场,<sup>[88]</sup> 而期权价格的确可以预测未来的股票收益。<sup>[89]</sup> 就本文

[88] See Jun Pan & Allen M. Potoshman, *The Information in Option Volume for Future Stock Prices*, 19 Rev. Fin. Stud. 871 (2006); Martijn Cremers et al., *How Do Informed Options Traders Trade?: Options Trading Activity, News Releases, and Stock Return Predictability*, SSRN.com (last revised, Sept. 21, 2017), available at [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2544344](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2544344) (期权市场知情交易的调研文献)。

[89] Martijn Cremers & David Weinbaum, *Deviations from Put - Call Parity and Stock Return Predictability*, 45 Jour. Fin. and Quantitative Analysis 335 (2010)。

研究目的而言,关注知情交易者如何在期权市场进行交易意义重大。此处最好的证据是,预计不定期信息披露时他们更愿意持有多头头寸,避免在定期信息披露(如盈利公布)时交易。<sup>[90]</sup>从定义上说,8-K表格提交是非定期信息披露(通常必须在发生确定事件后的4个工作日内提交)。因此,如果我们根据发生在8-K表格提交之前的交易,在期权市场中找寻有利可图的交易,则这与期权市场知情交易的一般模式相一致,但是考虑到提交8-K表格的时间很短,交易者不能指望仅凭模糊不重要的信息从30日的期权中获利。交易者必须快速交易,从预先了解到的8-K表格内容获利,这就要求交易者大约知道何时会发布公告。此外,通常情况好转(或不好)并不意味着很快就会有申报(当然不是8-K表格申报)影响市场。综上所述,交易者必须掌握具体信息(包括公告日期),才能从期权交易中获利。

有鉴于此,我们研究达成激进和解协议后是否发生更多目标公司的股票期权交易。由于随着时间推移,任何给定公司的股票上可能有成百上千的股票期权合同,因此有必要采用专门针对性的分析形式。我们从OptionMetrics IvyDB数据库中下载了执行激进和解协议的公司的期权数据并分为两组,从而将我们的分析限制在达成和解协议前后一年时间范围内。

第一组包括与和解公司8-K表格披露重叠的期权。此处“重叠”是指期权价格在8-K表格提交之前报价,但期权在随后8-K表格提交之后到期。例如,假设8-K表格是在1月10日提交,一个在1月1日报价并在1月31日到期的期权将与8-K表格披露重叠。1月9日到期的期权不会与8-K表格披露重叠;1月11日报价的期权同样也不会重叠。第二组包括和解公司与8-K表格披露不重叠的期权。

与8-K表格披露重叠的期权交易量增加与基于重大非公开信息的交易一致。平均而言,这些期权在8-K表格披露后会增加价值。然后,我们使用回归分析来比较根据和解协议任命董事前后重叠与不重叠期权之间的交易量差异。我们在表8中展示这些双重差分结果。

---

[90] See Cremers et al., *supra* note 78. 盈利发布都是定期的,通常在10-Q表格上发布。



表 8 激进和解对期权交易的影响

项目	交易量 (无对照组)	交易量 (较少对照组)	交易量 (较多对照组)	交易量 (全部对照组)
重叠(与不重叠 差异)	-0.8144 ***	-0.8178 ***	-0.2481 ***	-0.2329 ***
(T 统计量)	(-32.69)	(-33.36)	(-9.11)	(-8.58)
董事任职后(与 董事任职前差 异)	-0.4264 ***	-0.5230 ***	-0.3921 ***	-0.4203 ***
(T 统计量)	(-15.95)	(-19.34)	(-14.39)	(-15.47)
重叠 x 任职组 (双重差分)	<b>0.2318 **</b>	<b>0.2780 ***</b>	<b>0.1503 ***</b>	<b>0.1685 ***</b>
(T 统计量)	<b>(6.84)</b>	<b>(8.27)</b>	<b>(4.66)</b>	<b>(5.25)</b>
履约价	—	-0.4942 ***	-0.0575 *	0.2791 ***
(T 统计量)	—	(-15.14)	(-1.82)	(7.67)
期权 Delta	—	0.2763 ***	0.3289 ***	0.3371 ***
(T 统计量)	—	(15.37)	(19.96)	(20.56)
期权 Gamma	—	—	1.8129 ***	2.0393 ***
(T 统计量)	—	—	(23.41)	(25.41)
期权 Vega	—	—	-0.0592 ***	-0.0574 ***
(T 统计量)	—	—	(-32.43)	(-31.77)
隐含波动率	—	—	—	1.2712 ***
(T 统计量)	—	—	—	(18.42)
(截距)	4.1628 ***	9.2969 ***	4.5731 ***	0.5585
(T 统计量)	(199.57)	(27.26)	(13.76)	(1.41)
观察资料	251,450	251,450	251,450	251,450

注:在本表中,我们估计 8-K 表格重叠与不重叠的期权交易随时间变化的差异,本报告双重差分规格结果,我们用最小二乘法表述如下:

$$\log(vol_{i,t}) = \beta_1 d_i + \beta_2 post_t + \beta_3 (d_i \times post_t) + \gamma' x_{i,t} + \phi_i + \varepsilon_{i,t}$$

$vol_{i,t}$ 为期权  $i$  在  $t$  月的交易量;如果期权与 8-K 表格披露重叠,虚拟变量  $d_i$  等于 1;如果  $t$  月是在董事任命之后,虚拟变量  $post_t$  等于 1; $x_{i,t}$ 是时变期权协变量:期权履约价、

delta, gamma, vega 和隐含波动率;  $\phi_i$  对公司  $i$  是一个固定效应; 而  $\varepsilon_{i,t}$  是一个随机误差项。 $\beta_3$  为本文关注的参数, 显示两组交易量随时间变化的差异。我们按选项聚类标准误差, 以解决交易量中的序列相关性。我们使用以下具有统计显著性的指标: \*\*\* 表示  $P$  值  $< 0.01$ , \*\* 表示  $P$  值  $< 0.05$ , \* 表示  $P$  值  $< 0.10$ 。

在表 8 中, 标有“对照组 x 任职组 (双重差分)”的粗体行显示, 在与 8-K 表格披露不重叠相比, 随着时间的推移与 8-K 表格披露重叠的和解公司平均交易量增长 16% ~ 23%, 这种差异在 1% 的水平上具有统计学意义, 即通过随机机会获得此结果的概率小于 1%。这一证据与以下猜想一致, 即接受透风者 (tippees) 拥有特定信息并且大概知道它何时会在市场上释放。

### (七) 对买卖价差的影响

接着, 我们研究和解导致目标公司董事任命后股票买卖价差是否扩大, 从而与本文所述理论预测一致。为此, 我们按照与上述计算每个对照组“董事任命日期”相同方法, 从 CRSP 数据库中获得处理组和对照组中每只股票的每月买入/卖出价差。为与信息泄露分析保持一致, 我们排除和解前后 21 天的时间窗口 (尽管如果包括这些时间结果变化很小)。为确保结果不受和解所产生的买卖差价差异的影响, 我们将样本限制在结算日期前后 90 个、120 个、150 个和 180 个日历日之内。结果见表 9。

表 9 激进和解与买卖价差扩大

项目	[ - 90, - 21 ] vs [ + 21, + 90 ]	[ - 120, - 21 ] vs [ + 21, + 120 ]	[ - 180, - 21 ] vs [ + 21, + 180 ]	[ - 270, - 21 ] vs [ + 21, + 270 ]
对照组	-0.0023 *	-0.0021 *	-0.0014	-0.0011
(T 统计量)	( - 1.68)	( - 1.73)	( - 1.26)	( - 1.16)
任职组	-0.0029 **	-0.0025 ***	-0.0022 ***	-0.0020 ***
(T 统计量)	( - 2.55)	( - 2.58)	( - 2.62)	( - 2.77)
对照组 x 任职组	0.0033 **	0.0034 ***	0.0033 ***	0.0035 ***
(T 统计量)	( 2.58)	( 2.97)	( 3.16)	( 3.67)
(截距)	0.0086 ***	0.0083 ***	0.0076 ***	0.0074 ***

续表

项目	[-90, -21] vs [+21, +90]	[-120, -21] vs [+21, +120]	[-180, -21] vs [+21, +180]	[-270, -21] vs [+21, +270]
(T 统计量)	(7.02)	(8.06)	(8.47)	(9.51)
观察资料	9252	13,195	20,910	32,576

注:在本表中,我们估算了处理组和对照组之间买卖价差随时间变化的差异。该表报告了双重差分的结果,我们用最小二乘法估算如下,并按倾向得分权重进行加权:

$$spread_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 d_i + \beta_2 post_t + \beta_3 (d_i \times post_t) + \epsilon_{i,t}$$

$spread_{i,t}$  为 i 公司在第 t 个月的收盘价买卖价差;如果公司根据和解协议任命激进董事,则虚拟变量  $d_i$  等于 1;如果在董事任命日期后的第 t 个月,虚拟变量  $post$  则等于 1; $\epsilon_{i,t}$  是随机误差项。 $\beta_3$  为本文关注的参数,显示两组之间买卖价差随时间变化的差异。我们按公司对聚类标准错误,以解决价差的序列相关性。

在表 9 中,标有“Treatment x Post”(双重差分)的粗体行显示,进行和解的公司的每笔交易买卖价差随时间变化平均增长 0.33% ~ 0.35%。在多数规格中,此差异在 1% 的水平上具有统计意义,即通过随机机会获得此结果的概率小于 1%。为了解这种影响程度大小,在“treatment x post”6 个月规格 [-180, -21] vs [+21, +180] 中,我们将每家公司股票的每月原始买卖价差乘以该月交易的股票数量,得出每家公司每月平均价差增加 43,325 美元,再以此数字乘以 8034 家公司,得出买卖价差总额大约增加 3.48 亿美元。

最后我们注意到,尽管这种差异的点估计值似乎相对较小,正如 Glosten 与 Putnins 所指出的,<sup>[91]</sup>与这种效应相关的社会成本损失可通过扩大买卖价差妨碍公平互惠交易的下游效应放大。该结果与以下相一致:无论董事在激进和解之后促进交易获得私人利益如何,这些利益都伴随着相应的社会成本——扩大的买卖价差可能剥夺了其他投资者本应发生的公司股票交易机会。尽管我们认识到这种社会成本的数额存在极大不确定性,但我们的研究表明,和解协议以及随之而来的董事任命对上市公司投资者而言确是一项成本。

[91] See Lawrence R. Glosten & Talis J. Putnins, *Welfare Costs of Informed Trade*, SSRN. com (Aug. 23, 2016), available at [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2827158](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2827158).

### 三、研究结论及可能改革

#### (一) 知情交易与对冲基金激进主义

何以驱使对冲基金行动主义？仅仅是激进基金想为其他股东带来最大价值？抑或是其他原因？在简单激进主义模型中，激进基金乃基于所投资目标公司的股票价格计算损益。如果激进基金购买目标公司的股票，推动其业务、员工或商业模式改变，并换以目标公司股价上涨，那么极少有人会否认激进基金令其他股东受益。但是，如果激进行动最终使提名董事被任命还伴随知情交易（无论是否违法），那么激进投资者就会获得第二个利润来源——实际上是来自知情交易的特殊补贴。因此，激进行动可能不仅仅（至少有时）是出于效率方面之考虑，而是由于认识到任命董事将使他们获得重大非公开信息而受到激励。如果这种来自知情交易的补贴是可观的，那么从逻辑上即使这些激进行动并没有为其他股东带来价值，其行动数量应该也会增加。为说明这一点，假设一个激进基金在6个月内支出100,000美元（未偿还），并最终任命两名董事担任目标公司董事会成员。进一步假设，在其被任命为董事会成员之后6个月内，股价上下波动但最终没有上涨，因此目标公司股东一无所获（并可能承担某些成本，表现为公司为此支付的法律费用及转移的管理时间）。最终假设在此时间内，激进投资者（或其盟友）从二级市场上知情的股票交易中获利500,000美元。结果整个交易通常不为股东带来任何收益（并可能产生社会浪费），但确实会产生可观的私人利益。然而，当私人收益导致公共浪费时，造成社会效率低下。

最重要的是，普遍获得重大非公开信息会给激进主义带来无形的补贴，从逻辑上讲，这既提高了激进干预的比例，也鼓励了一些不能为其他股东创造价值（但为知情交易者创造利润）的低效行动。可以肯定的是，这并不意味着对冲基金激进主义本身不可取或低效，仅仅说明对冲基金激进主义正在获得不正当补贴。

然而，如何获得和分配这项补贴呢？通常，激进投资者会与目标公

司签署冻结协议。<sup>[92]</sup>但是,由于以下几个原因,一开始可能并不会遇到障碍:首先,冻结协议通常不会阻止卖空或看跌期权和看涨期权的交易(这是利用重大非公开信息的最廉价方法)。其次,尽管私下和解协议对其所施加的限制有极大不同,但大多数并没有明确禁止激进投资者的雇员或代理人进行交易,并且极少要求目标公司同意机密信息分享。<sup>[93]</sup>然而,其他因素似乎阻止了对冲基金的这种交易。<sup>[94]</sup>

即使激进基金本身不敢交易目标公司股票,但其雇员和盟友也可能感到不受约束,其可通过隐蔽的代理人进行交易。不过,这些协议也通常不禁止雇员和“接受透风者”进行交易;相反,协议往往只载明一个各方均须确认知悉法律规定的模板条款。<sup>[95]</sup>相形之下,由激进投资者提名的董事或许是最不可能参与交易的群体,这不仅是因为他们的透明度和明确的受信地位,而且还是因为美国《证券交易法》第16(b)条规则要求

---

[92] 如前所述,Bebchuk 研究发现和解协议中的冻结条款几乎是普遍的。Bebchuk et al., *supra* note 13, at 6. 不过,正如后来所指出的,这一冻结水平可能高于目前激进基金的股权水平(从而使其能够购买更多)。See note 83 *infra*.

[93] 根据我们对和解协议的审查,绝大多数协议没有明确禁止董事或对冲基金买卖目标公司的期权或普通股(尽管有些协议确实限制了目标公司股票的任何衍生品的交易,包括看跌期权和看涨期权,有些确实限制了卖空)。也就是说,有几个因素使对冲基金本身难以从公开市场股票交易的知情交易中获利。首先,激进投资者可获得的股票数量通常有一个有效上限。许多和解协议都包含冻结百分比,并且激进投资者同意购买的股票数量不能超过该百分比,该百分比通常设置为与激进投资者已经持有的股票相当接近。即使在和解协议未指定冻结百分比的情况下,也很少有激进投资者愿意超过10%的股权门槛,部分原因是美国《证券交易法》第16条对任何10%的持有人都施加了额外的要求和处罚,这适用于任何持有超过10%股权的人,不论董事会中是否有其被提名人。另外,将“毒丸”设置在10%股权阈值上是社会可接受的,因为持有超过10%股权通常被视为收购/出售企图的前奏。而且,如果对冲基金将其在目标公司中的头寸增加超过1%,则需要修改其13-D附表并立即披露这一增加的持有量。See Rule 13d-2(a), 17 C. F. R. § 240.13d-2(a). 如果激进投资者被视为在非公开信息上进行交易,则可能会引起不希望的审查。出于这些原因,激进投资者不太可能在签署含冻结条款的协议后直接大幅增加其多头头寸,尽管此类交易显然仍可能在这些界限之内发生。

[94] See discussion *supra* at note 83.

[95] 有时,和解协议会规定:“每个投资者都须确认,知悉美国证券法禁止任何接收到有关公司的重大非公开信息的人进行买卖。”在其他时候,该规定仅要求激进基金通知其分享信息的人此是机密信息,接收者可能会被限制使用或分享。我们认为,这些是自利规定,并非具有意义的实质性限制。

向证券交易委员会公开披露董事的交易情况并要求董事将任何短线交易收益归还公司。<sup>[96]</sup>

那么,更可能的是交易由激进投资者的“接受透风者”或其雇员进行。如果对冲基金或其雇员与“狼群”盟友成员分享进入目标公司董事会所获取的重大非公开信息,那么这些交易将更难被发现,而且在法律上也难以起诉。另外,有些对冲基金雇员喜欢与专业同事闲聊,期望他们的信息分享在以后赢得互惠。这种将华尔街视为一家巨大的“互惠银行”的含蓄观点似乎与最近一些案例事实相符,其中包括 Newman 案,一家对冲基金工作的“接受透风者”向其他基金同事分享了非公开信息。<sup>[97]</sup>最后,在某些情况下激进基金的信息透风可能是完全合法的。例如,如果激进基金获得盟友的保密承诺,便可与该投资者分享机密的非公开信息,并且这样做有时确实具有合法公司目的。<sup>[98]</sup>如果激进投资者获得此般承诺,日后便可宣称自己是合法行为,并会为接受透风者行为

---

[96] See 18 U. S. C. § 78p(b). 第 16(b) 条要求董事向美国证监会提交表格 4 和表格 5。表格 4 必须在“执行相关交易之日的第二个工作日结束之前”提交。See Rule 16a-3(g)(1). 17 CFR § 240.16a-3(g). 此外,在获得或处置 1% 或更多的普通股后,激进投资者人士必须对 13-D 表格提出修正,列出过去 60 日内发生的所有普通股交易。任何受到第 16 条约束的激进投资者——通过拥有 10% 以上的股权或在公司董事会有一名雇员——都必须将交易在表格 4 备案。因此,一位激进投资者在股票上的大量交易活动将被公开报道,特别是当基金有一名员工在董事会的情况。在数据集里,我们发现 13-D 表格或表格 4s 上几乎没有可疑交易,这进一步证明了如下结论,即激进投资者或其雇员更有可能进行信息透风而非直接在重大非公开信息上进行交易。

[97] 在 Newman 案中,被告是“遥远的”第四层和第五层接受放风者,信息似乎作为一种“礼物”从一个基金的雇员转移到另一个基金的雇员,尽管从后来的裁判来看 Newman 案裁判不甚妥当,但其展示了信息如何在行业中流动并提出互惠规范可能会激励信息分享。

[98] 例如,如果激进基金试图发起代理权争夺,则其管理层与潜在盟友分享有关计划的信息可能是该基金投资者的最大利益,从而以最大限度发挥对目标公司的杠杆作用。激进基金要在代理权争夺中赢得多数支持,须寻求盟友并解释其理由。《公平披露条例》明确承认重大非公开信息可与同意保持其机密性的人分享。See Regulation FD, 17 CFR § 243.100(b)(2)(ii) (前提是 FD 条例不适用于向“明确同意对所披露信息保密的人”的披露)。当然,那些承诺保密的人可能不遵守承诺(或者可能向无须遵守承诺的人透风)。

违法而感到“震惊”。<sup>[99]</sup>

激进基金分享重大非公开信息之动机极易理解。就其本身而言激进基金通常只持有目标公司不到10%(通常为6%~7%)的股权。立基于此,激进基金在代理争夺战中仅有管理上的适度优势,但如果能组建一个持有20%或更多股权的“狼群”联盟便具有巨大优势,管理层将不得不赢得62.5%的剩余选票以避免失败。面对大小未卜的“狼群”(因为通常不需要披露),管理层可能宁愿选择和解,也不愿与可能令自己相形见绌的对手展开争夺。为何盟友蜂拥支持激进基金?一个可能的答案是,获取重大非公开信息是一种有力激励措施,可吸引盟友留在“狼群”之中,否则没有理由如此行事。换言之,即便这些“狼群”盟友怀疑激进投资者提议的逻辑,他们仍期望能提前获取重大非公开信息而受益。在此须了解的是,伴随激进投资者通过其初次13-D表格披露其地位,最初价格上涨之后目标公司股价通常不会再上涨。充分实证研究表明,只有在随后出现“成功的结果”(合并或出售交易)情形之后才会有可衡量的增长。<sup>[100]</sup>这意味着在初次提交13-D表格之前购买股票的“狼群”盟友在表格提交之后可能减少继续持有目标公司股票的动力,尤其是在合并或出售交易前景不确定或递减情况下。因此,如果没有其他诱因,这些盟友可能会在最初股票价格上涨之后理所当然地出售股票(然后转移至新目标),故而“狼群”将是短暂的。然而获取重大非公开信息是一种额外强劲的激励措施,可激发这些盟友保持其在目标公司中的地位(从而增强激进投资者的投票表决权)。此外,根据激进投资者宣布的计划,可以合理预见近期还会有市场变化的公告。即使大多数“狼群”盟友都同意激进基金的提议,但这种获得非公开信息的渠道也

---

[99] 在我们调查的和解协议中发现一些例子,激进基金分享机密信息仅告知接受透风者其提供的信息是机密的。See *supra* note 51. 如果接受透风者进行交易,透风者可能表示震惊与沮丧。

[100] See Marco Becht et al., *Returns to Hedge Fund Activism: An International Study* (Last revised at May, 22, 2017), [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2376271](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2376271) (发现如果有合并、要约收购或主要资产出售等“成功结果”,则目标公司股价在13-D表格提交初始上涨后才有大幅升值)。由于这些交易不确定且通常会延迟,因此,“狼群”盟友可能决定纾困并出售其股票,除非他们继续收到令人振奋的建议或其他利益(如重大非公开信息)才继续持有他们的股份。

为“狼群”盟友提供了有吸引力的短期回报。即使激进投资者计划最终失败、遭遇抛弃抑或抵御，“狼群”盟友均能获利。

确实，如果加入“狼群”能获取重大非公开信息，那么这种投资几乎没有不利之处。即使激进投资者的提议没能创造价值（甚或降低股东价值），从这些信息中获取的收益也可以（全部或部分）抵消这部分损失。因此，加入“狼群”似乎是“稳赚不赔”的投资机会，许多人难以抗拒如此商机，但反过来这意味着可能会引发道德风险。因为如果存在这些交易收益，激进投资者的支持者可能并不需要真正评估激进投资者提议的优劣。

当然，我们不知悉激进投资者在“狼群”中的盟友是否以此方式思考或行事。但是我们知道，一旦对冲基金内部人士入主董事会，某些人士的交易就会异常活跃。同样重要的是，我们知道市场似乎预料到这种交易，这也是为何任命对冲基金雇员担任董事时买卖差价扩大的原因。忽视市场的标准反应是强行给自己戴上眼罩，对此视而不见、置若罔闻。

总之，即便我们不明确违法行为是否发生，我们亦有证据表明知情交易无处不在，可疑的补贴正强力推动对冲基金激进主义。从事知情交易者的收益与其他股东的代理成本相称：买卖差价的扩大。公允地讲，目前尚不能准确地估计这一补贴的规模。显而易见，获取非公开信息的动机非常强烈，并且可能激励某些主体加入“狼群”并支持牵头激进投资者的计划，即便他们感到激进投资者的提议不符逻辑或不可实行。故此，获取非公开信息可能是将本不稳定之“狼群”聚集一团的粘合剂，因为他们希望在市场发布信息之前希望获取重大信息。

## （二）抢占多数股东的偏好

对冲基金激进主义鼎盛时期大约肇始于十年前，当时传统机构投资者（通常是多元化、经常被指数化且通常是被动的）开始支持激进对冲基金提出的建议。这种支持使通常只持有发行人股票不到10%的对冲基金迫使管理层避免代理权争夺失败而进行谈判，其中缘由是多元化机构投资者将投票支持不多元化的对冲基金。

然而最近，这一联盟受到压力。激进对冲基金与担心激进主义短期偏见的机构投资者之间明显出现裂痕。如前所述，三大机构股东先锋集团、贝莱德集团和道富环球投资管理公司，他们共同持有标普500公司



18.4%的股权。<sup>[101]</sup>近年来,如同上述三家公司这样的“被动投资者”极大地增加了他们在美国大型公司的股权份额,前十大机构股东(其中多数属于这一类)目前在标普500公司持有约45%的股权份额。<sup>[102]</sup>与激进基金不同,这些机构经常表达出对激进投资者目标的不同意见。尤其是,贝莱德集团和先锋集团的首席执行官在2015年给大型公司的其他首席执行官发出许多公开信,敦促他们不要采取激进对冲基金所倡导的短期观点。<sup>[103]</sup>然后在2016年,这些机构和其他机构就大型公司的公司治理原则声明达成一致,这些声明再次试图将重点从短期结果转移开来。<sup>[104]</sup>

2016年下半年,道富环球投资管理公司将重点从实质性目标转移到了程序上,发表了一份详尽声明,批评了激进主义干预的目标公司愿意与激进投资者快速达成私下和解协议而无寻求长期股东的意见。<sup>[105]</sup>道富环球投资管理公司显然观察到,规避风险的管理层宁愿将两个董事会席位让予激进投资者,也不愿冒险进行代理权争夺。正如道富环球投资管理公司指出,在2015年和2016年的激进行动中,只有不到10%董事会席位是由代理权争夺产生(而2014年为34%),<sup>[106]</sup>其他席位均是通过公司和激进投资者之间私下谈判产生。

道富环球投资管理公司不赞同这些协议的实质内容(他们认为这些

---

[101] See Lazard (2018), *supra* note 4, at 8.

[102] *Id.*

[103] 例如,参见拉里·芬克2016年致公司首席执行官的信,Blackrock.com (Feb. 1, 2016), available at <https://www.blackrock.com/corporate/en-no/literature/press-release/2016-larry-fink-ceo-letter.pdf>; 以及他的2017年年度信件, see ANNUAL LETTER TO CEOS: I write on behalf of our clients... Blackrock.com, available at <https://www.blackrock.com/corporate/en-no/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>; 另见先锋首席执行官比尔·麦克纳布2017年致上市公司董事的公开信: F. William McNabb III, *An Open Letter to Directors of Public Companies Worldwide*, Vanguard.com (Aug. 31, 2017), available at <https://about.vanguard.com/investment-stewardship/governance-letter-to-companies.pdf>; 以及他在2015年致先锋投资组合公司的独立主席和首席董事的信中, Vanguard.com (Feb. 27, 2015), available at [https://about.vanguard.com/investment-stewardship/CEO\\_Letter\\_03\\_02\\_ext.pdf](https://about.vanguard.com/investment-stewardship/CEO_Letter_03_02_ext.pdf).

[104] 类似集团也将一些大型公司和机构投资者联合起来,努力从长远角度调整投资政策。

[105] See Protecting Long-Term Shareholder Interests in Activist Engagements, *supra* note 5.

[106] *Id.*, at 1.

协议促使公司专注于短期利益),但更多地反对这些协议的程序。道富环球投资管理公司及其客户认为自己被这些私下和解剥夺权利。在2016年的声明中,道富环球投资管理公司就此类协议的期限、激进投资者持有股份的必要持有期限、激进投资者股份质押以及在某些情况下基金提名的董事辞职等方面提出一些具体建议。<sup>[107]</sup>在程序上,道富环球投资管理公司宣布他们将评估这些和解。不幸的是,这类类似于“马被偷之后才把谷仓门上锁”。一旦金融策略业已实施或激进董事已被任命,这些步骤就极难逆转。

因此,尽管道富环球投资管理公司的批评赢得阵阵掌声,但其并未勾勒出未来可行的策略,而且激进行动目标公司的管理层将继续采取最小的抵抗措施并私下达成和解。因此,下一节将重点讨论可行的策略,既可以保护长期股东不被剥夺权利,又可以尽可能减少知情交易为激进主义提供的补贴。

### (三) 实际改革

迄今为止,我们已经发现两个基本问题:(1)知情交易可能代表激进主义的隐性补贴,这可能会诱发激进主义发展并有理由支持激进投资者提出的存疑的优点;(2)长期股东(主要是多元化的养老基金和共同基金,也有交易型开放式指数基金)可能被剥夺权利,如果管理层想要规避风险,那他们宁愿与激进投资者私下和解,也不愿进行冒险的争夺或与所有股东进行更广泛谈判。基于立法不太可能改变(且国会运作失调)之假设,本节将重点关注自主改革和可能适用的美国证监会规则,前提是首选最不激烈之手段。

---

[107] 具体来说,道富环球投资管理公司反对以下内容:持续时间。道富环球投资管理公司估计大多数和解协议的期限从6个月到18个月不等,并建议该协议持续更长时间(但未指定拟议的期限)。股份持有期限。道富环球投资管理公司称:“应要求一家激进公司从和解之日起长期持有其股份,以使其与长期股东保持一致。”*Id.*, at 2. 最低持股阈值。道富环球投资管理公司反对减少激进投资者持有目标公司中的股份,并提出公司须要求激进投资者提名的董事在激进投资者持股水平降至最低要求的持股阈值以下时必须提出辞职。质押限制。道富环球投资管理公司将限制激进投资者卖空和质押股票,这可能会危害公司股价。高管薪酬。道富环球投资管理公司反对将每股收益用作CEO薪酬的主要决定因素。

### 1. 保护免被剥夺权利

让我们从一个现实假设开始:一旦激进投资者出现并干预目标公司,就不能信任该公司管理层与大多数股股东站在一起。管理层希望避免一场代价高昂的代理权争夺,因为他们有可能失败并最终下台。因此,管理层准备微弱地达成类似内维尔·张伯伦(Neville Chamberlain)般的妥协:将在董事会中提供两个席位以“实现我们时代的和平”。实际上,就如同内维尔·张伯伦的情况,管理层很少能获得所寻求的和平。因为任命激进董事后,通常首席执行官会在一两年之内离任。<sup>[108]</sup> 尽管如此,管理层还是寄以希望并选择和解。

与多元化投资者相比,公司管理层也有更多理由担心激进对冲基金,即使多元化投资者持有更多股票。这是因为非多元化的对冲基金只持有较小投资组合(就所持公司的数量而言),同时只专注于一两个激进行动,并且过去已经表明他们将承担代理权之争的费用。相比之下,多元化投资者可能拥有数百只股票的1%的股份,员工人数有限并且不太可能对仅代表其投资组合一小部分的个股采取行动。他们可能会投票赞成或反对激进投资者,但他们不愿意承担成本。

以此角度观察,道富环球投资管理公司这类公司并不会担心将来遭受激进行动干预。道富环球投资管理公司没有足够人手参与公司治理并密切监视其投资组合中的所有公司。确实,即使一家公司要求其派一名代表参加董事会(以表示该公司反对激进投资),道富环球投资管理公司(或类似公司)在逻辑上也可能会拒绝,因为道富环球投资管理公司雇员入主公司董事会可能会限制其出售股票的能力(因为担心内部交易责任)。被动投资者之所以被动是有其原因的:从逻辑上讲,他们更喜

---

[108] FTI 咨询公司在2016年进行的一项研究发现,在激进投资者的提名人员获得董事会席位后1年和2年内,CEO 离职率分别为34.1%和55.1%。正常CEO 离职率1年和2年内分别为16.6%和30.9%。See Sonali Basak & Beth Jinks, *Activist Investors Double Chance of CEO Exits, Study Shows*, Bloomberg. Com (Sep. 21, 2016), available at <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-09-21/activist-investors-double-chance-of-ceo-exits-study-shows>.

欢流动性而不是控制力。<sup>[109]</sup>

那么，我们可以对多元化机构投资者现实地期许什么呢？这里有两种可能性：首先，担心自己被私下和解剥夺权利的道富环球投资管理公司和贝莱德集团等投资者，可以（与其他志趣相投的机构）组成一个指导委员会，并组建一个外部董事团队（非其雇员），在激进行动干预的情况下他们可以寻求在公司董事会中任职。这需要一些预先准备，但参加该委员会的十几个（或更多）机构可共同努力并分担费用。该委员会可以在激进行动开始时与公司联系，提出自己的提名人选或希望参与和解程序的提议。诚然，有些公司不欢迎这种情形（因为这会使他们的谈判复杂化），但是，其他公司可能会认为这为管理层提供了更多的谈判筹码。该委员会无权约束其成员，只有在得到大多数成员支持时才能采取行动。

其次，与 ISS 或类似机构合作的多元化投资者可以采用股东批准的章程，以免董事会采取行动扩大董事会规模或在某些情况下选举董事补缺席位。例如，在一定比例股东反对情形下，该章程可能会试图限制董事会的行动。如果激进投资者提交了 13-D 表格或以其他方式干预公司后，那么比激进投资者代表更多股权的股东将在规定期限内向公司提出书面要求，要求董事会不能通过任命激进投资者提名人选进行和解。实际上，这种章程规定将禁止私下和解，并要求在年度会议上以股东投票的方式解决此问题（除非大多数反对的股东后来撤回要求）。此处核心思想是，如果多元化股东提出的要求得到比激进投资者持有比例更大的股权支持，那么，在激进投资者干预的情况下，多元化股东可阻止私下和解（未经他们同意）。此类要求的提出将有效表明，激进投资者并不代表“沉默的多数”。该章程的规定只能通过股东诉讼进行修改，但章程可进一步规定具体程序，比如，在激进投资者、多元化股东和公司管理层之间达成可接受的折中方案时，这些股东可撤回其要求。实际上，这种股东要求旨在启动激进投资者、“沉默的多数”与管理层之间的三方谈判。

---

[109] 本文作者之一在其他地方详细阐述了这一论点。See John C. Coffee, Jr., *Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*, 91 Colum. L. Rev. 1277 (1991). 对冲基金不是多样化的，是这种一般化的例外。

不可避免地,这里存在一些法律问题,但在很大程度上可被解决或被绕过。<sup>[110]</sup>无论如何,大多数公司管理层会发现,仅仅拒绝或挑战这种需求是困难的。这种要求程序将为多元化投资者群体带来灵活性和影响力,因为他们首先可以与管理层会面并谈判自己的候选人加入董事会,仅在不满意之时才诉之要求程序。具有敏锐洞察力的公司管理层可能会欢迎(甚至采用)这样的章程,因为会让激进投资者感知到,他们将在这样的公司遇到强劲阻力。<sup>[111]</sup>该信号可能会抵御一些激进干预,这可能是该章程规定的重要优点。

## 2. 限制知情交易

信息泄露至少可通过以下两种方式损害公司及其股东利益:首先,过早披露可能令公司无法利用商机或解决业务问题,而如果有更多时间则可能这样做。著名的美国德克萨斯州海湾硫磺公司内幕交易案说明了这个问题,因为大量内部交易迫使该公司在可以购买其测试钻孔周围土地的矿产权之前,披露其非凡的矿石探测。<sup>[112]</sup>在其他情况下,被挪用

---

[110] 首先最重要的是,如果股东通过章程没有包含保留公司董事履行其受信义务并在具体情形达成私下和解权力的规定,则该章程可能被视为无效(至少在特拉华州)。See *CA v. AFSCME Emples. Pension Plan*, 953 A. 2d 227, 240 (Del. 2008) (确定股东批准的章程可能不会侵犯董事会行使其受信义务的权力)。对此异议有几种答案。首先,可以通过规定条款来赋予董事会这种权力,但前提是它们要与提出要求的股东充分协商。其次,如果公司管理层明智地意识到这样的规定对他们起到了隔离作用,则他们自己可以修改公司注册文件,以添加相同规定(这样,该规定将不再受到此类法律挑战)。或者,董事会可以自己修改章程(可以说应该是有效的)。即使不能完全执行该章程,它也可能对不想冒犯其“永久股东”的公司产生重大影响。第二个问题是,邀请股东签署此类书面要求可能被视为符合代理规则的邀约。然而,这里似乎有几项对代理规则的豁免。Rule 14a-2(b)(2), 17 C. F. R. § 240.14a-2(b)(2)豁免“选定的总数不超过十个”的招标,少于十个机构投资者可轻易持有发行人股票的7%或8%。同样,那些要求机构投资者签署此类要求的人可以要求根据 Rule 14a-2(b)(1)给予豁免,因为他们不会寻求代理授权,底线是他们的法律问题是可解决的。

[111] 当然,这种规章或章程规定的影响之一可能是使激进投资者直接与机构投资者团体接触,并在与公司接触之前与他们共同制定建议,但这是可取的。

[112] See *SEC v. Texas Gulf Sulphur*, 401 F. 2d 833 (2d Cir. 1968) (en banc). 从本质上讲,此案认为美国证监会可以起诉管理层在发现重大矿石之后但于披露之前进行了交易,并且由于管理层交易而加速了公司的矿石探测披露,使公司无法完全实现从中的全部收益。

的信息可能被其他人(包括竞争对手公司)夺取并利用再次损害公司利益。其次,即使过早披露并不会损害公司,但公司股票知情交易导致其买卖价差扩大,这一成本最终将落在所有股东上。事实上,即使是那些不交易的股东也会间接承担,因为这提高了公司的资本成本。虽然这种成本在单个交易中可能很小,但整个市场总成本可能极大。

对一旦将激进投资者提名人选(特别是激进投资者雇员)任命为董事会成员,知情交易就会定期出现的证据的一种回应是:执法。如果这种行为是非法的,便应该提起刑事诉讼。但是,这种回应虽然可以理解,但过于简单。现实中依靠刑事制裁或美国证监会民事执法既有法律上的不确定性,也存在巨大的举证障碍。再者,检察资源有限且需要定期重新分配。本部分将简要研究这些问题,然后转向提议规则修改,扩展《威廉姆斯法》下“集团”的定义以简化内幕交易的执法。

#### (1) 法律的不确定性

计划激进行动的对冲基金进行的很多交易似乎都为合法。例如,假设一个激进对冲基金(火星基金)告诉其他5个基金,其计划在2周内就 Widget 公司提交 13-D 表格,该文件将列出其要求,包括 Widget 的首席执行官将被更换。本次沟通各方均知悉,随着 13-D 表格的提交将导致股票市场大幅跳升(可能会出现 7% 左右的异常收益),但是利用这些信息进行交易的人士并没有违反美国法律,因为他们对 Widget 公司不承担任何受信义务。类似地,如果在之后某个时刻,火星基金与其他激进投资者联系以支持其提名的 3 名董事进入 Widget 公司董事会。可以得出相同的结论:若无受信义务,则无相应责任。

但是,一旦火星基金成功任命两名董事加入 Widget 公司董事会,问题就变得更加复杂。现在,董事确实对 Widget 公司负有受信义务,而火星基金从他们那里(直接或间接)获得的任何重大非公开信息都使火星基金成为潜在的“接受透风者”。传统上,根据联邦最高法院在 *Dirks v. SEC* 案中的裁决,<sup>[113]</sup>到第二巡回法庭对 *Newman* 案的裁决,<sup>[114]</sup>检方有必要证明“透风者”从“接受透风者”(或代表)处获得一些个人利益。此

---

[113] See 963 U. S. 646 (1983)

[114] See *United States v. Newman*, 773 F. 3d 438 (2d Cir. 2014).

举证通常容易完成。例如,火星基金向雇员支付薪酬并要求其在 Widget 公司董事会中工作,这足以构成必要的“个人利益”。即使火星基金不向外部专家支付任何费用,这也可能导致他们从 Widget 公司处获得董事薪酬,亦足以构成此种情形。

但是,假设火星基金不参与交易 Widget 股票,取而代之的是“狼群”盟友木星基金间接听到火星基金雇员在 Widget 公司上次董事会会议获取的信息。木星基金没有向火星基金雇员支付任何费用,但其可能知道火星基金已向雇员补偿。就此,木星基金可能须对其知道透风者获得“个人利益”而承担责任。但是,如果信息现在从木星基金泄露给其他基金,这些基金不知道信息源是从火星基金雇员传递给火星基金的,那么这就可能超出美国证监会执法或刑事执法所及范围。

2017年,第二巡回法庭裁决大大简化检察官证明内幕交易的责任, Martoma 案<sup>[115]</sup>裁决认为,透风者(或任何连续的接受透风者)向任何可能利用信息交易的人士提供信息“礼物”都违反法律,即便接受透风者没有向透风者输送利益。但这一裁决似乎仍然要求接受透风者知悉该信息“礼物”是在透风者违背受信义务下给予的。

尽管检察官的证明责任已在 Martoma 案后得到简化,但是此处要点为,随着接受透风者的链条变长,执法变得更加困难直至无法完成。在某些时候,“遥远”的接受透风者不知道信息来源。同样,董事/透风者可能有正当理由披露信息,首先是向雇用透风者的对冲基金乃至其盟友披露信息。如果该雇员仅打算与基金管理团队讨论下一步战术举措,这种情形下雇员没有协助与教唆任何人的交易违规行为。有鉴于此,我们不能全然得出结论:在含对冲基金雇员的公司董事会信息泄露增加意味着非法内幕交易已经发生。因为它可能发生,也可能没有发生。尽管如此,买卖差价的扩大仍是代理成本(过早披露可能会以其他方式使公司蒙受损失)。

---

[115] See 869 F.3d 58 (2d Cir. 2017). 在 Martoma 案中,多数股东举例一位公司内部人士“不是给门卫现金年终奖,而是提供了一些内部信息并带有交易信息的指示。”*Id.*, at 70. 然后补充道:“因此,我们认为内部人士或透风者都会从内部信息披露中受益,并期望接收者会与之进行交易。”*Id.* 在一个对冲基金向另一个对冲基金透风情况下,除非有可靠理由认为该接受透风者不会进行交易,否则这个情况似乎很容易满足。

因此提出的问题是，是否存在降低该代理成本的可行方法。我们认为，存在达到这一目的的简单方法，包括正如我们接下来讨论的通过扩大《威廉姆斯法》的“集团”概念。

## (2) 重新定义“集团”

一些背景词最初是必要的。对冲基金激进主义背后的驱动力是一群志趣相投的“狼群”投资者迅速集结起来威胁或进行代理权争夺的能力。<sup>[116]</sup> 如果根据《威廉姆斯法》第 13(d)(3) 项的规定，将“狼群”所有成员都视为一个“集团”，则“狼群”的形成过程将需要放慢脚步，一些现有成员可能拒绝加入该集团，其他股东可与发行人进行谈判以建议其他董事会候选人。面对美国证监会根据《威廉姆斯法》制定的规则，这种由激进投资者组成的非正式联合很容易被视为一个“集团”，<sup>[117]</sup> 但最近司法裁决对“集团”的定义过于狭窄，拒绝将正在讨论平行行动的激进投资者视为一个“集团”。<sup>[118]</sup> 即使是由同一个投资者提议的董事联合，也不足以说服法院将这一投资者联合视为“集团”。<sup>[119]</sup> 吊诡的是，当投资者“达成一致行动的谅解”时，早期裁决就认定为一个“集团”。<sup>[120]</sup> 这种司法转变原因为何？可能是最近法院不愿在收购战中改变利益平衡，并且不希望因轻微的披露违规而禁止一个有利可图的要约收购。

然而，今日之问题不在于因为可能存在的披露缺陷是否阻止要约收购，而在于由激进投资者主导的少数股份是否可以构成一个障碍并抢占更为被动的多数股东的偏好。在这种情况下，法院应对一致行动人在开始向董事会施加压力时不必披露其身份、计划和持股的可能性更加敏感。例如，这些对冲基金各自拥有目标公司股票 3%，决定向目标公

---

[116] 本文作者之一更广泛地讨论了 this 主题，*supra* note 1.

[117] 此处需要特别注意美国《证监会规则》第 13d-5(b)(1) 项（“证券收购”），该规则规定如下：“两个或两个以上的人，为购买、持有、表决或者处置发行人权益证券的目的，而同意一致行动，这样便形成了一个集团，该集团应当从协议之日起被视为根据美国 1934 年《证券交易法》第 13(d) 条及 13(g) 条规定取得了权益拥有权。”该规则认识到“表决集团”的可能性，即同意一致行动的人，如选举一名或多名董事。

[118] See *Hollywood Realty Partners v. Gotham Partners*, 286 F.3d 613 (2d Cir. 2002).

[119] See *McVC Draper Fisher Jurvetson Fund v. Millennial Partners*, 260 F. Supp. 2d 616, 631-3 (S. D. N. Y. 2003).

[120] See, e. g., *GAF v. Milstein*, 453 F.2d 709, 717 (2d Cir. 1971); *Wellman v. Dickinson*, 682 F.2d 355, 363 (2d Cir. 1982).



司施加压力以增加其财务杠杆并剥离 1/3 资产。如果他们的一致行动决定促使他们成为一个集团,则他们将被要求合并提交 13 - D 表格,承认他们是一个集团并披露其计划。但是,如果他们仅宣布各自计划独立行事就可避免成为一个集团,那么直到 3 个基金的其中 1 个持股超过 5% 时,才需提交 13 - D 表格。

这种时间差异非常重要,因为提前通知会给其他投资者(如道富环球投资管理公司和其他多元化机构投资者)提供更多机会来组织和参与和发行人之间的谈判。相反,在收购的背景下,较早的通知能给目标公司提供更多时间来布控防御措施或寻找“白衣骑士”。

即使在新近司法裁决中使用“集团”的狭义定义,当激进投资者计划(或威胁)代理权争夺时,仍然有更多理由发现存在“集团”。根据定义,代理权争夺需要集体行动。相比之下,那些仅购买目标公司股票以期将来有收购出价的人并未参与集体行动(即便他们定期沟通)。因此,那些要求管理层任命他们提名候选人的投资者(其固有的威胁是如果被拒绝他们将发起代理权争夺)似乎比那些只购买股票希望会有收购出价机会的投资者更恰当地被视为“集团”。简言之,由于前者需要集体行动才能取得成功,因此更恰当地将其视为“集团”。

但在最近案例中,“集团”的狭义定义带来了一个问题。解决这个问题的最好办法是采用新的美国证监会规则,在对冲基金激进主义背景下定义“集团”一词。这种扩展规则的一种可能表达是将“集团”定义为:

任何个人或实体正式或非正式的关联,实际通过私下谈判或代理权争夺任命董事进入目标公司董事会,直接或间接地从另一集团成员(包括其雇员及代理人)收到有关相关信息或计划,并随后在公开披露该行动之前购买目标公司股票。<sup>[12]</sup>

“集团”包括任何从其他集团成员之处私下获取透风信息后购买发行人股票的所有股东。该标准可同时满足两个事项:第一,它将排除仅

---

[12] 因此,在领头激进投资者提交 13 - D 表格之前与其联系且事后购买目标公司股票的任何个人或实体将被视为该集团的成员。在此信息透风之后且未公开披露之前,假定集团成员进行了股票购买,则不算正式承诺(或正式拒绝)。

从新闻媒体处了解到激进投资者正在寻求推进董事会候选人名单的人。这类人即使他们坚决支持这场行动，也非组织行动集团的一部分。第二，这一标准相当重视激进基金私下对其盟友的信息泄露，这就是助长“狼群”的原因，因此对其加以“集团”认定。信息透风并非随机发生，而是向寻求支持和忠诚的人提供的。当领头的激进基金告诉其他对冲基金（或其他活动家）下周就 Widget 公司提交 13 - D 表格是计划时，这当然不是琐碎闲话，而是加入该集团的非正式邀请，法律应对此予以承认。

如果收到这些透风信息然后购买目标公司股票的人被认为是第 13 (d) 规定的“集团”成员，将一个激进基金到另一个激进基金的透风事实作为集团成立证据，其后果是：“狼群”的存在必须在更早阶段被披露。据推测，随着每个成员加入集团，13 - D 表格必须被修改。这个想法至少在美国证监会中已经产生。<sup>[122]</sup>一些投资者不想加入集团（可能担心责任），这意味着他们无法购买目标公司股票（至少在提交 13 - D 表格公开披露“集团”之前）。此外，目标公司董事会针对此披露将采用的“毒丸”计划都将限制所有“集团”成员，使他们持有其当前披露的股份。简而言之，“狼群”不太容易增长到最近案例所达到的规模。任何一场代理权争夺都可能是一场激烈战斗，其他股东可能会向董事会请愿以支持其提名人。

美国证监会是否有可能采用“集团”的扩张性定义？这容易符合法定语言并与现行规则保持一致，但在近年公司与激进投资者之间的角力中，美国证监会选择默默地站在一边。这种中立性可能是由于美国证监会明白，如果美国证监会只站在一方的立场上将会遭受另一方的广泛批评。但是，如今有证据表明激进主义与美国证监会执法传统目标的知情交易有关。而且，关于激进主义策略的争论不再拘泥于激进基金与目标

---

[122] 美国证监会最近开始表明，对冲基金通过协作分享特定目标公司的信息可能会“越界”并导致形成“集团”。See Perrie Michael Weiner & Patrick Hummus, *Expect Greater SEC Scrutiny of Activist Hedge Funds That Share Information or Collaborate in Advance of Their Trades*, Law360. com ( Apr, 17, 2014 ), www. law 360. com/articles/529294/activist - investors - brace - yourself - for - 13d - changes; Liz Hoffman et al. , *SEC Probes Activist Funds Over Whether They Secretly Acted in Concert*, WSJ. com ( Jun. 4, 2015 ), available at [https://www. wsj. com/articles/sec - probes - activist - funds - over - whether - they - secretly - acted - in - concert - 1433451205](https://www.wsj.com/articles/sec - probes - activist - funds - over - whether - they - secretly - acted - in - concert - 1433451205).

公司管理者之间的双方战争,因为机构投资者本身是分裂的(一类为激进投资者,另一类是永久股东群体)。通过忽略“狼群”美国证监会越来越趋于扮演“鸵鸟”角色,并使自身变得无关紧要、高高挂起。

### (3)披露保密限制

在我们的数据集中,大多数和解协议均未就对冲基金被提名人在董事会会议上所获信息的分享作任何规定。少数和解也仅提及一项单独保密协议,对其条款未予披露。<sup>[123]</sup>然而,研究数据显示,市场对含有限制信息分享和解协议反应更为积极。<sup>[124]</sup>此项数据表明这些信息对投资者来说是重要的。<sup>[125]</sup>因此考虑到此类和解协议的提交频率,美国证监会可能希望和解协议进一步披露(无论是在8-K表格中还是在新闻报道中)如何处理新基金提名董事获得的机密信息。

要求进行更充分披露的原因在于,对冲基金提出董事名单既是一种新颖又是迅速增长的现象。同样,根据FD条例,除非获得保密协议,否则发行人不得选择性地对冲基金披露重大信息。<sup>[126]</sup>所有这些因素都支持披露和解协议是否包含保密条款及其条件的情况。

### 3. 影响及可能的反驳

本文所提建议不会遏制或削弱对冲基金激进主义,而会减少信息“透风”和知情交易并授权其他股东采取自助措施。这些均为适度目标,可以降低与对冲基金行动相关的代理成本,增加透明度和股东权利但并不遏制激进主义。

尽管如此,我们预计激进投资者会提出反驳。他们可能会争辩,相对于激进行动产生的收益,价差扩大和知情交易造成的损失根本不值一

[123] See *supra* notes 48 to 51, and accompanying text.

[124] See *supra* Table 9. 对信息分享加以明确限制的和解协议,公司股票平均5日累积超额收益率为2.25%,没有明确限制的公司为0.42%。See *supra* note 15, and accompanying text.

[125] 始于 *TSC Industries v. Northway*, 426 U. S. 438 (1976), 联邦最高法院对“重要性”的一贯定义:“如果一个理性股东在决定如何投票时认为该遗漏的事实确属重要,则该遗漏的事实就是重要的。”*Id.*, at 449. 如果遗漏保密规定的内容似乎在很多情况下会改变市场(如我们的数据所示),则表明该遗漏是重要的。

[126] 根据条例FD第100(b)(2)项规定,第100(a)条规定禁止选择性披露的规定不适用于“明确同意对所披露信息保密的人”的披露。See 17 C. F. R. § 243. 100(b)(2)(ii).

提。有关该论点的两个严重问题在于：其一，激进主义的收益存在争议。现有的实证研究仅证明，只有在激进投资者提交其最初的 13-D 表格宣布其持股情况以及在后来有“成功的结果”时，股价才会有积极的反应。<sup>[127]</sup> 如果没有“成功的结果”（如收购目标公司），股价可能会下跌。<sup>[128]</sup> 其二，更重要的是，这种“收益大于损失”的本质是“为达结果不择手段”的辩解，这种情形原则上应以拒绝，特别是当所辩解的行为违法时。本文收集的证据强烈表明任命激进基金提名的董事之后，知情交易系统性地发生，并且根据新近判例法，如果透风者预期此信息接收者可能会进行交易，那么此行为可能构成违法。<sup>[129]</sup> 认为有利可图便可忽略这种行为以促进对冲基金激进主义，如同认为普遍的犯罪行为可以容忍。华尔街的现代历史启示我们，一旦规则被歪曲或被忽视，就会迅速全面溃败。<sup>[130]</sup>

比成本带来更大收益的观点的变形是另一种狭隘主张，即信息分享不违反特拉华州法律规定的董事保密义务，<sup>[131]</sup> 这在某种程度上可能是正确的。一位备受尊敬的特拉华州副大法官在一篇著名的法律评论文章中指出，由基金提名的董事可能会与提名他们的激进基金分享机密信息。<sup>[132]</sup> 但是，即使这篇文章只是非常宽泛地提及一些模棱两可的先例，它也认识到信息分享必须在此停止，激进基金不能与其他人分享信息。<sup>[133]</sup> 我们进一步指出，只有在董事合理地认为该基金已采取适当限制以确保机密性的情况下，该董事才可与激进基金分享机密信息。正如我

---

[127] See Discussion at supra note 1. See also Becht et al., supra note 89, at 31. 一项大型国际调查得出结论：“激进主义商业模式的成功似乎在很大程度上取决于激进主义取得的成果。”换句话说，激进主义董事的任命并不能单独创造价值。

[128] See Becht et al., supra note 90, at 28-31 (激进行动如果没有“成功的结果”不会创造股东价值)。

[129] See supra note 102, and accompanying text (discussing *United States v. Martoma*, 963 U. S. 646)。

[130] 这也是 Ayad Akhtar 创作的戏剧“JUNK”的主题，该剧着重描述 20 世纪 80 年代的并购世界，这似乎是基于 Michael Milken 的职业生涯。

[131] 特拉华州法律规定董事负有保密义务。See *Henshaw v. Am. Cement*, 252 A. 2d 125 (Del. Ch. 1969)。

[132] See Laster & Sezerkiewicz, supra note 39.

[133] *Id.*, at 50 (“公司可以要求董事签订保密协议以限制信息使用或进一步传播”)。

们的研究表明,此类正式的政策并不常见。<sup>[134]</sup>此外,与私募股权公司(持有无法交易的非上市公司的股份)不同,激进基金生活在一个许多人向其寻求机密信息的环境中。缺乏强有力的政策规制和内部控制,允许董事与雇用他们的基金分享机密信息,最终会产生大量的知情交易。在这种环境下,董事未能承担保密责任,除非董事采取进一步措施确保保密,否则应被视作违背受信义务。

#### 四、结语

知情交易似乎与对冲基金激进主义密切相关。但是,断言所有激进基金都如此行事未免太愤世嫉俗。的确,多数不是如此。本文最引人注目的发现是:作为行业专家的基金提名董事与作为对冲基金雇员的基金提名董事之间存在根本差异。不同的法律规范和道德要求似乎将这两类人员区分开来。一旦对冲基金雇员入主董事会,知情交易便成为一种常态。我们并不认为所有激进基金都会做出这种行为,也不认为激进基金(或其雇员)本身都进行交易。我们也不能确定所有信息透风都是出于理性动机——礼尚往来、彼此效劳,可能很多信息透风只是散漫闲聊而已。但是我们至少可以确信,激进基金与其盟友之间的信息划分(如果存在)往往疏漏百出。

反过来,这意味着代理成本将强加给其他股东,而且激进主义普遍正以获取重大非公开信息的形式获得补贴。我们并不认为仅靠这种补贴就可促进对冲基金激进主义,但其确实令激进行动数量增加,并且可能使在经济上处于边际的对冲基金干预有利可图。

对此需推进哪些合理的改革呢?有人可能抱有“阳光是最好的防腐剂”的想法,因此本文研究成果的发表将使激进投资者感到羞耻无比、尴尬至极,令其不再提名雇员成为董事并采取更强力措施保护机密信

---

[134] See supra notes 48 to 52, and accompanying text(在数据集里,很少有公司规定有意义的限制)。当然,这种失败可能部分由于管理层面对强大激进投资者与强烈风险规避方面力量有限。

息。然而,我们并不乐观地认为改革会随着研究结果发表而自动展开,这一方面是因为激进基金的提名雇员通常是该基金创始人(有极强自我意识);另一方面是因为激进基金可能需要奖励其盟友以团结其联盟,从而确保在未来代理权争夺中拥有足够影响力。因为我们发现主要模式是,对冲基金和目标公司未对基金董事提名人选获得信息进行任何保密性限制,所以我们认为这或将成美国证监会着手处理的首个领域。此外,鼓励在和解协议中设置保密条款(并披露其缺席情形)会抑制信息流通便利程度。

我们提出的改革措施几乎不会削弱对冲基金激进主义,但可以有效减少不正当补贴。我们认识到,如果目标公司的股票价格在干预后上涨,激进基金能够从中获利,但如果价格下跌或波动不规律则无利可图。我们预计所提改革将被抵制,但没有发现有任何理由可容忍普遍发生的信息泄露。

最后,本文研究为监管机构提供执法路线图。迄今为止,被逐案起诉的内幕交易取决于执法人员与违规行为的“偶遇”(通常是举报者或与第三方进行辩护交易的结果,他们因供认对其他违法行为而受到奖励)。然而,运用我们提供的方法,监管机构能识别信息泄露的可疑模式,继而转向期权市场确认交易主体。立基于此,相关执法将变得更为理性与有效。

(编辑:姜沅伯)