

政府干预、同属管辖与 自利性股权转让市场反应研究

——基于控制权转让溢价和内幕交易的视角

乔薇 李瑞敏*

摘要：本文采用2001-2006年发生的407起上市公司大宗股权协议转让数据，研究了实际控制人性质、股权性质变更和控制权转让方式对转让溢价的影响，发现政府作为目标公司实际控制人，具有与非政府实际控制人所不同的“掏空”方式；政府实际控制人将控制权转让给不具有政府背景的并购方时，更倾向于收取较高的转让溢价；在政府普遍干预控制权市场的制度背景下，异地出让控制权带有明显的地方保护主义色彩；并购方收购目标公司的溢价越高，内幕交易越严重，宣告日前的累计超额收益成为大股东攫取控制权私有收益的最终实现形式。

关键词：控制权私有收益 实际控制人性质 寻租 内幕交易

一、引言

1994年3月珠海恒通因受让上海建材持有的上海棱光股份而成为其第一大股东，制造了我国通过协议转让国有股方式实现上市公司控制权转移的第一案。2010年9月初见分晓但尚未落下帷幕的“黄陈”国美控制权之争，再次将公司控制权变更这一一直以来备受理论界和实务界关注的问题推向风口浪尖。掌握公司的控制权意味着拥有一笔集显性价值与隐性收益于一身的资源，无论在当下还是在未来，现实的财富以及对财富的预期都对在任及潜在的实际控制人构成了不小的诱惑。

许多有关我国上市公司并购后经营绩效和价值创造的研究表明，并购并未改善上市公司业绩或提高其价值创造能力，反而损害了股东价值（冯根福、吴林江，2001；张新，2003；白云霞等，2004；李善民、朱滔，2005）。既然如此，为什么众多潜在控股股东仍然愿意花费大量资金和资源收购上市公司的控制权呢？并购方在支付了大量收购价款之后会通过怎样的途径或方式寻求价值补偿？补偿的后果是否进一步损害了中小股东的利益？在我国政府进入管制长期存在的外部环境下，政府作为目标企业的实际控制人集“人民公仆”与“理性经济人”身份于一身，其在出售控制权的过程中会以怎样的角色参与到交易价格的谈判当中？股权转让方式的选择又隐含着怎样的私利动机呢？私有收益理论在国外已有大量研究成果，普遍隐含于公司治理或接管理论的前提假设之中（Barclay and Holderness，1989；Dyck and Zingales，2004）。我国处于转型经济时期，非流通股的存在、“一股独大”的股权结构、发育不健全的资本市场和控制权市场为研究自利性股权转让提供了天然的土壤。

本文的主要贡献在于：（1）区分目标公司与并购企业所处地域的差异，对控制权转移过程中政府实际控制人攫取私有收益的方式进行研究，发现了一些隐藏的规律。（2）从我国特有的制度背景出发，发现实际控制人性质对控制权转让溢价具有决定性作用，并从理论上补充完善了传统控制权私有收益的衡量标准。

二、控制权转让相关制度背景简析

La Porta 和 Shleifer(1999) 提出，在投资者法律保护较弱的制度环境中，管理者或内部股东获取私有收益

* 乔薇，南京大学商学院，邮政编码：210093，电子信箱：qwcyntia@126.com；李瑞敏，中国人民银行营业管理部，邮政编码：100045，电子信箱：liruimin08@sina.com。

的情况更严重。我国正处于经济转型时期,弊端凸显,具体表现为:第一,“股权性质差别”是股改前股权结构的明显特征,除全流通公司外,上市公司转移控制权基本采用非流通股协议转让的方式,协议转让更容易产生所谓的“噪声交易”(Burkart et al. 2000),导致更大的私有收益和更小的公司价值;第二,我国企业上市融资的门槛很高,为了获得融资资格,很多企业倾向于“买壳上市”,这使得我国并购市场上的供需关系极不平衡,属于绝对卖方市场(干春晖 2004),并购方讨价还价的能力很小;第三,各级政府积极介入到企业并购活动中,过度的政府干预使得并购价格不能完全遵循市场规律(梁卫彬 2005),政府“掠夺之手”和“援助之手”的两面性决定了产权交易活动存在背离正常市场交易原则的私利动机;第四,政策性负担和官员政治晋升目标是地方政府干预企业并购的两大动机(潘红波等 2008),由于上市公司数量和规模是衡量地方经济发展程度的一项重要指标,因此成为地方政府竭力维护的资源;第五,证券市场效率低下(吴世农,1996;吴敬琏 2001)。散户居多,“羊群效应”、“板块效应”为常态,内幕消息泛滥,机构投资者操纵股市时有发生。这些制度缺陷使得控股股东更容易通过控制权转让从上市公司攫取大量私有收益。

三、文献综述、理论分析与假设提出

(一) 实际控制人政府属性与控制权转让溢价的关系

与西方国家不同的是,我国上市公司背后的实际控制人通常是各级政府。基于 Olson(1965)的利益集团理论(Special Interest Groups),本文认为政府干预并购的动因有官员个人效用最大化、行业或特殊利益集团利益最大化等。政府管制俘虏理论(Capture Theory of Regulation)认为,政府是与普通人一样具有自己特殊利益的官僚群体,政府规制是特殊利益集团寻租的结果,规制者会被受规制者俘虏而反过来为受规制者服务(Stigler, 1971)。受到信息不对称、机会主义和有限理性等因素的影响,处于委托-代理链条中的管制者必然存在“逆向选择”和“道德风险”,出现“创租”(Rent Creation)和“抽租”(Rent Extraction)行为(McChesney, 1987)。实际上,作为政府机构的掌控者,政府官员本身存在的激励问题和官僚主义作风是并购机制扭曲的实质,也是企业寻租和政府创租模式形成的根源。施东晖(2003)认为控制权的价值来源于大股东对公司的“掏空”行为以及公司本身的“壳”价值。我国企业的“一言堂”和稀缺的上市名额使得控制权成为一种独具价值的资源,实际控制人不但可以获得显性的公共收益,更重要的是可以攫取隐性的私有收益(叶康涛 2003)。因此,转让控制权对实际控制人而言更多意味着丧失了“掏空”的权力,较高的转让溢价可以补偿失去的控制权私有收益,溢价越高则说明转让的控制权中包含的私有收益越高。^①

在目标公司实际控制人为政府的情况下,政府行为取决于政府官员,这些官员不具有对国有资产的剩余索取权,但却掌握着公司的控制权,由于出让控制权的同时却得不到剩余索取权方面的补偿,因而官员大多会抵制国有企业控制权的转让(张维迎,1998),但是,如果并购活动能使官员的私有利益得到满足就另当别论了。Shleifer和Vishny(1994),Boycko等(1996)研究发现,政府官员干预企业只需承担很少甚至不承担干预的直接和间接成本,但却享有全部干预收益。在我国,政府有权监督国有企业法人的行为,但国家对政府本身却没有监督力,这为公职人员“设租”创造了条件。为了获得“租金”,官员会以贱卖国有资产为代价与实施寻租的并购方达成并购协议,一方面,主并企业把并购中获取的超额利润或缩减的收购溢价的一部分让渡于政府官员作为其创租收益,另一方面,目标企业直接承担了寻租造成的净损失,但是不具有企业剩余索取权的政府官员却无需为此买单。因此本文提出假设:

H1: 实际控制人为政府的目标公司比非政府控股目标公司收取的控制权转让溢价更小。

(二) 国有股权性质变更与控制权转让溢价的关系

如果并购双方均为国有企业,即控制权转让前后的股权性质未发生变更,则并购的目的在于调整或重组国家产业结构、消除市场无序和恶性竞争等,将国有企业并购方培育为能够担当起国际竞争重任的特大型龙头企业。因此,国有企业目标公司被并购并非完全源自实际控制人的意愿,而是政策导向的结果。在这种情况下,股权转让溢价一般较低,因为国家扶持和偏向的焦点在国有企业并购方,促成双方股权交易的目的在于实现以强并弱或强强联合。实际上,在许多案例中,国有企业目标公司都是以无偿划拨的形式被“送”给

^①Barclay和Holderness(1989)首先提出大宗股权转让溢价法(Block Premium),他们认为大宗股权交易价格与交易后股票市场价格的差额,反映了大股东为获取控制权私有收益所支付的价格(Dyck and Zingales 2004)。该方法在我国得到普遍应用,但是我国非流通股协议转让溢价是以“每股净资产”指标为计量基础的,因为2003年国资委在《关于规范国有企业改制工作的意见》中规定,上市公司国有股转让价格在不低于每股净资产的基础上,参考上市公司盈利能力和市场表现合理定价。

了国有企业并购方。

如果国有企业目标公司被民营企业收购,即控制权转让前后的股权性质发生变更,则会触及到国有资产转让这一敏感话题。国家已经出台了一系列政策来规避私有化过程中的舞弊行为,国资委在对国有资产转让价格的审批程序上更是把关严格,对“贱卖”国有资产的单位和个人制定了相应惩处措施,这在一定程度上堵死了国有资产流失的渠道。因此,政府控股目标公司必须以较高的溢价转让控制权,才能通过国资委的审批程序和监管部门的严格审核,意欲低价出售控制权以抽取“租金”的行为会受到限制,使得转让溢价不能低至引发“贱卖”国有资产嫌疑的水平。

因此本文得出结论,政府控股目标公司将控制权转让给非政府控股的并购方企业时取得的转让溢价更高,但是,此时的高溢价并不意味着较高的控制权私有收益。在国有企业重组过程中,转让价格的制定并不完全以目标公司实际控制人的意志为转移,而是由产业政策导向和国有资产转让相关法律法规决定的。由此提出以下假设:

H2: 政府实际控制人将国有股权私有化时取得的转让溢价更高。

(三) 同属管辖与控制权转让溢价的关系

企业拓展异地市场首先面临的问题是“水土不服”,市场风险、法律风险随时都会给新成立的企业造成损失,但是通过并购入主异地企业就能有效解决这些问题(朱滔,2009)。首先,利用目标企业原有的供销渠道和客户资源可以更顺利地打开当地市场,大大降低了企业市场风险;其次,地方企业熟知当地政府出台的各项地方性商业法律法规和条文细则,并购当地企业不但能有效规避法律风险还能在“政策”和“对策”间找到最有利于企业的平衡点;最后,并购可以减少许多“启动成本”,如政治资源成本、人力资源成本。中国特殊的制度环境决定了商业经营与政治关联是密不可分的,“政策庇护”能确保企业欣欣向荣,并购异地目标企业可以节省重新搭建政治网络(Political Connection)的成本。人力资源作为企业核心竞争力的重要性不容忽视,目标企业员工和高管均熟知当地产品需求和市场状况,并购方只需在此基础上整合人力资源,替换低效率员工,这比在自行创建企业的情况下重新招兵买马花费的成本更低。总之,选择异地企业来拓展市场的并购方较本地企业的并购方而言,对并购事项达成的愿望更强烈,因此,依据对方并购效用的大小,目标公司更倾向于向异地并购方收取更高的控制权转让溢价,而异地并购方也愿意承担相对于本地并购方更高的并购成本,因为这些成本相对于其在异地新建企业的总成本来讲还是比较少的。

另一方面,实际控制人对上市公司进行利益转移等自利性行为是并购事件背后的真正动因(Bae et al., 2002)。李增泉等(2005)研究发现,我国的并购行为具有关联性和同属性特征,即并购方与目标公司存在关联关系或同属一个地方政府管辖,所以,目标公司将控制权转让给本地企业实属“内部资源”重组,扮演总导演角色的地方政府是整个并购活动的最大受益者。地方财政分权和以国内生产总值(GDP)为主的业绩考核与官员晋升机制导致地方政府密切关注当地经济发展,上市公司作为当地的“摇钱树”是本地GDP增长的重要支柱,同时也是吸纳当地劳动力的主要经济载体,为政府承担了社会和经济的双重责任(方军雄,2008;吴红军,2009)。做大做强本地上市公司是地方政府官员实现个人私利的重要途径,因此作为实际控制人的地方政府会非常排斥异地并购方,同时也会通过制定各种政策竭力阻止非政府实际控制人将目标公司交由异地企业接管,一方面是不甘失去“圈钱工具”,另一方面是不愿“为他人作嫁衣裳”。所以本文认为,实际控制人实施异地转让比实施本地转让收取的溢价更高,一来作为失去本地珍贵“壳”资源的补偿,二来用高溢价降低异地并购成功的概率。由此提出假设如下:

H3: 当非政府和地方政府实际控制人转让控制权时,异地转让比本地转让的溢价更高。

(四) 内幕交易程度与控制权转让溢价的关系

根据Demsetz(1986)和Bhide(1993)的研究,内幕交易利润可以作为对大股东的一项重要补偿,张新和祝红梅(2003)也从管理层付出的角度分析了内幕交易的补偿作用,认为管理层付出的越多,要求的补偿也越大。因此本文认为,并购方在受让控制权时支付的溢价越多,就越倾向于从内幕交易中攫取更多的利益作为补偿,而控制权转移作为重要的利好消息也恰巧为内幕知情人提供了内幕交易的机会(唐雪松、马如静,2009)。因此提出假设:

H4a: 控制权转让溢价越高,内幕交易程度越严重,累计超额收益越高。

H4b: 非政府实际控制人出让控制权时,内幕交易更严重;转让前后的国有股权性质发生变更时,内幕交易更严重;将控制权转让给异地企业时,内幕交易更严重。

四、主要变量说明与模型的构建

(一) 变量设计与说明

影响企业控制权转让溢价的因素有股权结构 (Bebchuk, 1999; 刘峰、贺建刚, 2004)、盈利能力 (Roe)、企业规模 (Size)、流通股比例 (Liquid) (韩德宗、叶春华, 2004)、财务杠杆 (Lev)、企业成长性 (Growth) (胡旭阳, 2004)、股权转让比例 (Percent) (唐宗明等, 2005)、市场化进程 (Market) (Nenova, 2003)、固定资产占比 (Fixed) (林朝南等, 2006)、行业 (Industry) 和年份 (Year)。Logit 回归在方军雄 (2008) 构建模型的基础上选取控制变量。在以内幕交易收益 $CAR(t, -1)$ 为因变量的模型中加入市场类型变量 (Martyp) 以控制上市地点差异给股价带来的影响。因变量控制权转让溢价 (PB) 在借鉴原有测量指标的基础上采用了 3 种计量方法 (贾明等, 2007) 即: (1) $PB_1 = \frac{P - NAPS}{NAPS} \times \frac{N_b}{N}$ (唐宗明、蒋位, 2002; Dyck, 2004) P 为转让价格, $NAPS$ 为每股净资产, N_b/N 为转让比例; (2) $PB_2 = \frac{P - NAPS(1 + AROE_c)}{NAPS(1 + AROE_c)} \times \frac{N_b}{N}$ (邓建平、曾勇, 2004) $AROE_c$ 表示控制权转让前三个年度的净资产收益率平均值; (3) $PB_3 = \frac{(P - NAPS - ENCF) \times N_b}{NAPS \times N}$ (马忠、张瑶, 2009), 公有收益 $ENCF$ 是全体股东均可享有的股利分红 DPS 和再次出售股份获得的资本利得, 即 $ENCF = (\sum_{i=1}^3 NAPS_i - \sum_{i=-2}^0 NAPS_i + \sum_{i=1}^3 DPS_i) / 3$ 。累计超常收益 (CAR) 采用基于 CAPM 模型的市场模型法计算 (杨记军等, 2010), 选择事件期为 (-90, 30), 内幕交易收益用 $CAR(t, -1)$ 衡量, 公告效应为 $CAR_i(-1, 1) / CAR_i(t, 1)$, 内幕交易效应为 $CAR_i(t, -1) / \text{Max}CAR_i$ (唐雪松、马如静, 2009)。同属管辖 (Samplac) 以并购双方注册地在同一个地级市界定。

表 1 简要列示了变量的名称、代码及含义和计量方法:

表 1 变量定义表

| 变量名 | 代码 | 定义 |
|----------------------------|--------------------------|---|
| 因变量 | | |
| 非流通股 转让溢价 | PB_1 | $PB_1 = \frac{P - NAPS}{NAPS} \times \frac{N_b}{N}$ |
| | PB_2 | $PB_2 = \frac{P - NAPS(1 + AROE_c)}{NAPS(1 + AROE_c)} \times \frac{N_b}{N}$ |
| | PB_3 | $PB_3 = \frac{(P - NAPS - ENCF) \times N_b}{NAPS \times N}$ |
| 内幕交易收益 | CAR | 采用市场模型计算的累积超额收益 |
| 公告效应 | Pronoun | $CAR_i(-1, 1) / CAR_i(t, 1)$ |
| 内幕交易效应 | Inside | $CAR_i(t, -1) / \text{Max}CAR_i$ |
| 自变量 | | |
| 国有股性质变更 同属管辖 实际控制人性质 | Change Samplac Gov | 国有股权性质发生变更为 1, 否则为 0 股权出让方和收购方属同一个直辖市为 1, 否则为 0 实际控制人是政府为 1, 否则为 0 |
| 控制变量 | | |
| 股权集中度 | Z | 第一大股东与第二大股东持股比例的比值 |
| 股权制衡度 | Balance | 第二至第五大股东持股数量之和与第一大股东持股数量之比 |
| 盈利能力 | Roe | 净资产收益率 |
| 固定资产占比 | Fixed | 固定资产占总资产比重 |
| 流通股比率 | Liquid | 宣布控制权转移前目标公司流通股比率 |
| 企业规模 | Size | 总资产的自然对数 |
| 财务杠杆 | Lev | 资产负债率 |
| 成长性 | Growth | (第 t 年销售收入 - 第 $t-1$ 年销售收入) / 第 $t-1$ 年销售收入 |
| 每股现金股利 | DPS | 来自应付股利项目 |
| 股权转让比例 | Percent | 转让股份数 / 目标公司普通股总数 |
| 市场化指数 | Market | 上市公司所在地市场化进程综合得分 |
| 市场类型 | Martyp | 沪市为 1, 深市为 0 |
| 行业哑变量 | Industry | 标的公司所在行业, 根据证监会《行业分类指引》, 以制造业作为基础行业, 其余行业分别设置虚拟变量 |
| 年度哑变量 | Year | 以 2001 年为基础年份, 其余年份分别设置虚拟变量 |

(二) 实证模型设计

模型(1) - (4b) 分别检验假设 H1 - H4b, 其中 $i = [1, 7]$, $j = [1, 12]$:

$$PB_{1(2/3)} = \alpha_0 + \alpha_1 Gov + \alpha_2 Z + \alpha_3 Balance + \alpha_4 Roe + \alpha_5 Fixed + \alpha_6 Size + \alpha_7 Lev + \alpha_8 Growth + \alpha_9 Market + \alpha_{10} Liquid + \sum \alpha_{10+i} Year_i + \sum \alpha_{16+j} Industry_j + \varepsilon \quad (1)$$

$$PB_{1(2/3)} = \alpha_0 + \alpha_1 Change + \alpha_2 Z + \alpha_3 Balance + \alpha_4 Roe + \alpha_5 Fixed + \alpha_6 Size + \alpha_7 Lev + \alpha_8 Growth + \alpha_9 Market + \alpha_{10} Liquid + \sum \alpha_{10+i} Year_i + \sum \alpha_{16+j} Industry_j + \varepsilon \quad (2)$$

$$PB_{1(2/3)} = \alpha_0 + \alpha_1 Samplac + \alpha_2 Z + \alpha_3 Balance + \alpha_4 Roe + \alpha_5 Fixed + \alpha_6 Size + \alpha_7 Lev + \alpha_8 Growth + \alpha_9 Market + \alpha_{10} Liquid + \alpha_{11} Percent + \sum \alpha_{11+i} Year_i + \sum \alpha_{17+j} Industry_j + \varepsilon \quad (3)$$

$$CAR(t, -1) = \alpha_0 + \alpha_1 PB_{1(2/3)} + \alpha_2 Percent + \alpha_3 Market + \alpha_4 Martyp + \alpha_5 Roe + \alpha_6 Size + \alpha_7 Z + \alpha_8 Lev + \alpha_9 Growth + \sum \alpha_{9+i} Year_i + \sum \alpha_{15+j} Industry_j + \varepsilon \quad (t = -90, -60, -30) \quad (4a)$$

$$Gov = \alpha_0 + \alpha_1 CAR(-1, 1) / CAR(t, 1) + \alpha_2 Z + \alpha_3 DPS + \alpha_4 Size + \alpha_5 Roe + \alpha_6 Growth + \alpha_7 Lev + \sum \alpha_{7+i} Year_i + \sum \alpha_{13+j} Industry_j + \varepsilon \quad (t = -90, -60) \quad (4b-1)$$

$$Change = \alpha_0 + \alpha_1 CAR(-1, 1) / CAR(t, 1) + \alpha_2 Z + \alpha_3 DPS + \alpha_4 Size + \alpha_5 Roe + \alpha_6 Growth + \alpha_7 Lev + \sum \alpha_{7+i} Year_i + \sum \alpha_{13+j} Industry_j + \varepsilon \quad (t = -90, -60) \quad (4b-2)$$

$$Samplac = \alpha_0 + \alpha_1 CAR(-1, 1) / CAR(t, 1) + \alpha_2 Z + \alpha_3 DPS + \alpha_4 Size + \alpha_5 Roe + \alpha_6 Growth + \alpha_7 Lev + \sum \alpha_{7+i} Year_i + \sum \alpha_{13+j} Industry_j + \varepsilon \quad (t = -90, -60) \quad (4b-3)$$

五、数据来源与描述性统计

(一) 数据来源及筛选

我国市场规则的正式法律规定始于 1999 年 7 月实施的《证券法》,考虑到协议转让溢价的度量中需包括转让后三年平均净资产增值和现金红利发放的完整数据,本文从 CCER《股权协议转让数据库》中选取 2001 - 2006 年发生的非流通股协议转让观测值 2 115 个,其他股权转让相关数据和公司财务数据来自 CISMAR 和 WIND 数据库。并购方所属行业为手工搜集,并依据证监会颁布的《中国上市公司分类指引》确定行业分类代码,再与目标公司行业代码逐一比较确定并购类型(相关/多元化并购)。在上述基础上剔除如下样本:(1) 交易状态为 ST、PT 和退市的目标公司样本;(2) 金融、保险类行业的上市公司;(3) 股权交易未完成或交易已经终止的样本;(4) 同一宣告日宣告多笔股权交易数据的样本;(5) 管理层收购的样本;(6) 股权交易数据无法获取或财务数据不全的上市公司;(7) 同一公司两次股权转让宣告日时间相隔不超过 6 个月的样本;(8) 关联交易样本。最终样本 407 个。

由于 2001 - 2002 年间的股权交易数据没有披露股权转让是否引发了控制权转移,我们将股权转让后第一大股东发生变更(邓建平、曾勇 2004)以及买方在交易完成后所持股份比例超过 30%^①的股权交易视为控制权发生转移的股权交易(李善民、张媛春 2009)。此外,证监会于 2001 年才要求上市公司在年报中披露实际控制人的相关信息^②,而数据库中对于实际控制人性质的统计起始于 2002 年,因此本文逐一查询了 2001 年 71 家样本公司的年度报表和官方网站,并最终确定了这些上市公司的实际控制人性质。

(二) 描述性统计

表 2 中,第一,发生控制权交易最多的行业是制造业,占观测值总数的 54.79%,之后是批发零售贸易业为 10.07%,说明我国转移控制权的目标企业多处于传统行业,由于普遍面临产业升级压力,并购重组成为传统行业快速有效寻求发展的便利途径;第二,除农林牧渔业和社会服务业外,政府控制人出让控制权的概率在各个行业中都大于非政府控制人,前者是后者的近 2 倍。刘芍佳(2003)发现,1 105 家上市公司中有超过 84% 的法人

^①收购人拟通过协议方式收购一个上市公司的股份超过 30% 的,超过部分应当改以要约方式进行。

^②2001 年 8 月证监会发布的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号〈年度报告的内容与格式〉(2001 年修订稿)》第二十五条规定:年报将对公司控股股东的信息作进一步披露。控股股东为法人的,将介绍股东单位的法定代表人、成立日期、主要业务和产品、注册资本、股权结构等;若控股股东为自然人的,将介绍其姓名、性别、年龄、主要经历及现任职务。公司还应比照上述内容,披露该股东的控股股东或实际控制人的情况。另,我国 95.4% 的上市公司存在实际控制人(叶勇等 2005)。

大股东实际上都控制在国家手中,由此推测,我国并购事件中大多存在政治关联;第三,除农林牧渔业、房地产业和社会服务业之外,其他行业均倾向于将控制权转让给本地企业,这与实际控制人大多为政府有密切关系;第四,农林牧渔业和社会服务业的转让溢价均值在各个行业中排前两位,溢价最小的是采掘业和交通运输仓储业,说明溢价高低与行业垄断程度呈反比。

表2 控制权转让事件发生行业分布统计

| 行业 | N(%) | 实际控制人 | | 同属管辖 | | 转让溢价(均值) | | |
|----------|------------|---------|-----|---------|-----|----------|---------|---------|
| | | 政府 | 非政府 | 否 | 是 | PB_1 | PB_2 | PB_3 |
| A | 9(2.21) | 4 | 5 | 5 | 4 | 0.0298 | 0.0066 | -0.8811 |
| B | 3(0.74) | 3 | 0 | 0 | 3 | -0.1895 | -0.2994 | -1 |
| C | 223(54.79) | 148 | 75 | 87 | 136 | -0.0374 | -0.0507 | -0.9056 |
| D | 21(5.16) | 17 | 4 | 10 | 11 | -0.0296 | -0.0349 | -0.8938 |
| E | 6(1.47) | 5 | 1 | 2 | 4 | -0.0959 | -0.0754 | -0.9624 |
| F | 7(1.72) | 5 | 2 | 3 | 4 | -0.1352 | -0.1653 | -0.9722 |
| G | 29(7.13) | 16 | 13 | 13 | 16 | -0.0341 | -0.0347 | -0.9012 |
| H | 41(10.07) | 24 | 17 | 12 | 29 | -0.0291 | -0.0321 | -0.9066 |
| J | 15(3.69) | 8 | 7 | 8 | 7 | -0.0452 | -0.0305 | -0.8857 |
| K | 9(2.21) | 4 | 5 | 7 | 2 | 0.0264 | 0.0312 | -0.8453 |
| L | 3(0.74) | 3 | 0 | 1 | 2 | -0.0904 | -0.1416 | -0.8800 |
| M | 41(10.07) | 25 | 16 | 16 | 25 | -0.0154 | -0.0286 | -0.8927 |
| 合计 | 407(100) | 262 | 145 | 164 | 243 | | | |
| χ^2 | | 13.1169 | | 12.3799 | | | | |

注:A-农林牧渔业、B-采掘业、C-制造业、D-电力煤气及水的生产和供应业、E-建筑业、F-交通运输仓储业、G-信息技术业、H-批发和零售贸易业、J-房地产业、K-社会服务业、L-传播与文化产业、M-综合类。

表3显示,首先,异地转让和本地转让样本分别占总观测值的比例为40.29%和59.71%,说明大多数目标公司倾向于将控制权转让给本地企业。其次,目标公司把股权转让给异地企业取得的溢价(PB_{1-3})比本地转让获取的溢价更高,均值(中位数)差异在1%的水平下显著,初步验证了假设H3。最后,实施本地和异地转让目标公司的股权集中度、净资产收益率、固定资产占比、企业规模、市场化进程以及转让股权规模的均值和中位数差异分别在1%、5%和10%的水平下显著。由此可见,实施本地转让的目标公司的股权集中度更高、净资产的盈利能力更强、企业规模更大、所处的外部市场环境更好、股权转让规模也更大;进行异地转让的目标公司的固定资产占比更大。

表3 主要变量分类描述统计及差异检验

| Panel A 异地与本地转让的股权转让溢价及标的公司特征差异检验 | | | | | | |
|-----------------------------------|---------|---------|---------|---------|------------|---------------|
| 变量 | 异地转让 | | 本地转让 | | T检验 | Wilcoxon 秩和检验 |
| | 均值 | 中位数 | 均值 | 中位数 | T值 | Z值 |
| PB_1 | 0.0013 | 0.0040 | -0.0598 | -0.0144 | 5.7363*** | 5.021*** |
| PB_2 | -0.0021 | 0.0002 | -0.0750 | -0.0064 | 5.3185*** | 4.537*** |
| PB_3 | -0.8829 | -0.9106 | -0.9172 | -0.9353 | 3.4911*** | 4.117*** |
| Z | 6.6570 | 2.0104 | 17.9661 | 2.2873 | -1.7351** | -1.948** |
| Balance | -0.8844 | -0.9427 | -0.9190 | -0.9493 | 1.8104** | 0.943 |
| Roe | 3.5315 | 4.85 | 5.5098 | 6.98 | -1.5230* | -2.381** |
| Fixed | 0.3173 | 0.3049 | 0.2976 | 0.2728 | 1.0692*** | 1.161** |
| Size | 20.8683 | 20.8410 | 21.0165 | 20.8888 | -1.7684** | -1.651* |
| Lev | 0.4687 | 0.4808 | 0.4753 | 0.4822 | -0.3664 | -0.654 |
| Growth | 0.1802 | 0.1166 | 0.2199 | 0.1438 | -0.7513 | -1.307 |
| Market | 6.2171 | 5.85 | 6.8894 | 6.83 | -3.3637*** | -3.351*** |
| Liquid | 0.0487 | 0.0296 | 0.0560 | 0.0323 | -1.2149 | -0.716 |
| Percent | 0.1379 | 0.1038 | 0.1799 | 0.1205 | -2.7980*** | -1.704* |
| N | 164 | | 243 | | 合计 | 407 |

注:***、**、* 分别表示1%、5%和10%的显著性水平,下同。

表4中Panel A显示,首先,转让前后股权性质未发生变更的交易有291笔,占比70%以上。在股权性质变更样本中,国有股权转让为非国有股权的交易数量居多,占股权性质变更样本总量的4/5,说明我国“国有股减持”在不断向前推进;其次,非国有股权转让溢价的均值和中位数大于国有股权转让溢价的均值和中位数,该结果支持假设H1;最后,在转让前后国有股权性质不变的交易中,溢价均值和中位数均为负值,说明

控制权在国有企业之间的划转更多着眼于全局性的结构调整,对政府自身经济利益表现超然。此外,股权性质变更样本的溢价均值和中位数大于未变更样本的溢价均值和中位数。Panel B 中,国有股权变更为非国有股权的转让溢价在 1% 的显著性水平下大于国有股权未发生变更的样本;国有股权性质未变更的溢价显著小于非国有股权性质未变更的溢价。这些证据均支持假设 H2。

表 4 股权性质及其变更对控制权转让溢价影响差异检验

| Panel A | | | | | | |
|---------|----------------------|----------|---------|-----------------------|---------|---------|
| 变量 | 国有 - 非国有 | | | 国有 - 国有 | | |
| | N | 均值 | 中位数 | N | 均值 | 中位数 |
| PB_1 | 95 | 0.0067 | 0.0112 | 143 | -0.1112 | -0.0736 |
| PB_2 | 95 | 0.0163 | 0.0046 | 143 | -0.1487 | -0.0700 |
| PB_3 | 93 | -0.8693 | -0.8970 | 142 | -0.9505 | -1 |
| Panel B | | | | | | |
| | T 检验 | 秩和检验 | | T 检验 | 秩和检验 | |
| | 国有 - 非国有 VS 国有 - 国有 | | | 非国有 - 国有 VS 非国有 - 非国有 | | |
| PB_1 | 7.7343*** | 6.798*** | | 1.6247** | 1.369 | |
| PB_2 | 8.3587*** | 7.396*** | | 1.0215 | 1.396 | |
| PB_3 | 6.8308*** | 6.851*** | | -0.2780 | -0.059 | |
| Panel C | | | | | | |
| | 国有 - 非国有 VS 非国有 - 国有 | | | 国有 - 国有 VS 非国有 - 非国有 | | |
| PB_1 | -0.9568 | | | -9.5606*** | | |
| PB_2 | -0.0129 | | | -9.6817*** | | |
| PB_3 | 0.7252 | | | -6.7033*** | | |

图 1 显示,政府控股目标公司的 CAR 值曲线从宣告日前 25 日开始至宣告日当天稳步上升,而非政府控股目标公司的 CAR 值曲线则多有波动。总体来看,-25 日之前投资于非政府控股的目标公司股票基本能获得更高的累计超额收益,但从 -23 日开始,非政府控股目标公司 CAR 值落次,并继续大幅下跌,至宣告日前第 16 天跌至低谷,随后一跃而起,于 -3 日冲破零关口, CAR 值由负转正并重居榜首。说明非政府控股目标公司的内幕交易人已经在该时间段中着手操纵股价, CAR 值在前期的急速跌落是为了给下一轮更大幅度的上涨做铺垫。到宣告日当天,非政府控股目标公司的累计超额收益比政府控股目标公司高出 0.30%。此外,政府和非政府控股目标公司重组事件的内幕交易效应分别为 6.66% 和 16.87%,公告效应分别为 82.89% 和 -81.34%,说明交易非政府控股目标公司股票能够为内幕人带来 16.87% 的事前收益,而在宣告日当天抛售却不能获取任何收益,但交易政府控股目标公司股票只可以在事前获得事件披露全部收益的 6.66%,宣告日抛售可获得总收益的 82.89%。

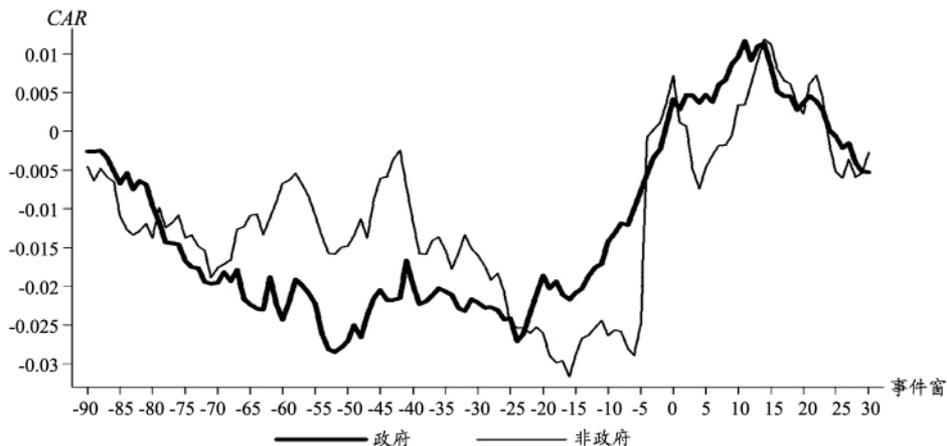


图 1 政府与非政府控股目标公司 CAR 值差异曲线图

图2显示,实施本地转让的目标公司CAR值曲线整体较为平缓,从宣告日前20日开始稳步上升至宣告日当天,并首次达到峰值1.08%,股价被操控的迹象并不十分明显;异地转让CAR值曲线则较为波动,在(-90,-25)时间段内,曲线总体呈现出波动下滑的趋势,并于宣告日前第24日降至最低值-3.25%,随后轻微反弹(-24,-6)时间窗口内的CAR曲线以较小的斜率波动上行。然而从-6日开始,CAR值迅速拉升,经过-3日的小幅下调之后于宣告日当天重归峰值,并以0.27%的微弱优势居于本地转让的CAR峰值之上。总体而言,宣告日前期明显的“V”字形曲线走势和较高的CAR峰值均说明,较实施本地转让的目标公司而言,实施异地转让的目标公司股价被操控的程度更严重。此外,本地并购和异地并购的内幕交易效应分别为49.74%和84.83%,相应地,本地并购的公告效应73.43%也大于异地并购的公告效应15.56%,由此可见,欲实施异地转让目标公司的信息提前泄露程度更大,或宣告日当天提供的信息含量更少,实施异地并购的并购方通过内幕交易的不当得利更多。

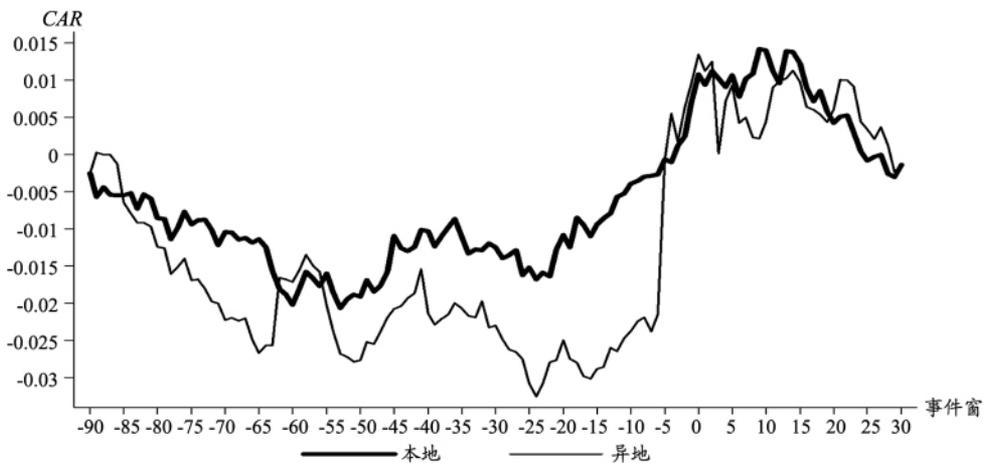


图2 本地转让与异地转让CAR值差异曲线图

图3显示,两条CAR值曲线的相对位置以宣告日当天为分界点划分为两个阶段:在宣告日之前,转让前后股权性质发生变更的目标公司CAR值明显大于股权性质未变更目标公司的CAR值;从信息披露当天开始,股权性质变更目标公司的CAR值急速下挫,位于“未变更”曲线之下。说明交易股权性质发生变更的国有目标公司股票,并在宣告日前抛售,可以获取更多的内幕交易收益。

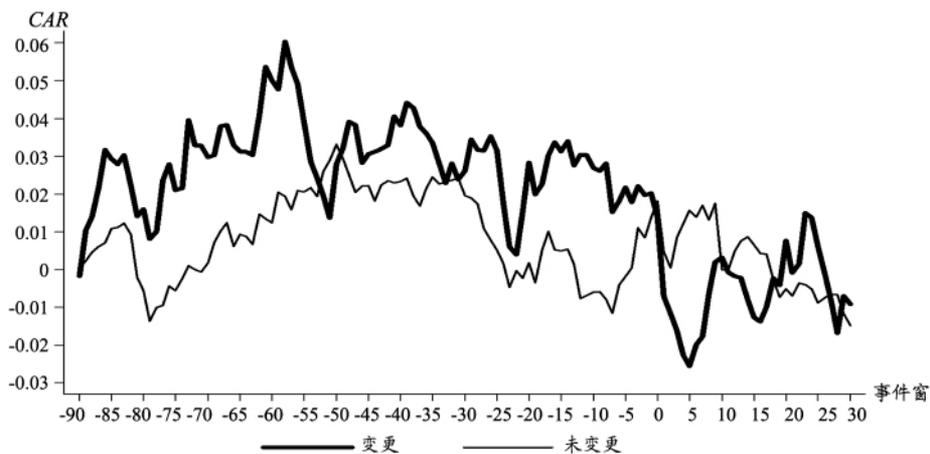


图3 股权性质变更与否的CAR值差异曲线图

六、实证结果与分析

(一) 实际控制人性质对控制权转让溢价影响的回归分析

表5显示,政府实际控制人属性(Gov)与控制权转让溢价显著负相关,说明政府实际控制人在出让控制权的过程中获取的溢价较非政府实际控制人更少。我国“壳”资源稀缺的卖方市场特征为政府官员营造了良好的创租环境,加之剩余索取权与控制权分离的天然制度缺陷,裙带关系和腐败行为就难以彻底避免。目标公司的政府官员和并购企业的利益集团会共谋压低溢价,以目标公司被贱卖为代价各自渔利。

表 5 实际控制人性质与控制权转让溢价多元回归

| Robust Test | PB ₁ | | PB ₂ | | PB ₃ | |
|----------------------------|-----------------|----------|-----------------|----------|-----------------|-----------|
| | 系数 | T 值 | 系数 | T 值 | 系数 | T 值 |
| <i>Gov</i> | -0.0505 | -5.37*** | -0.0680 | -5.79*** | -0.0098 | -1.66* |
| <i>Z</i> | -0.0002 | -0.82 | -0.0003 | -0.65 | -0.00004 | -0.45 |
| <i>Balance</i> | 0.0301 | 0.86 | 0.0568 | 1.52 | -0.0091 | -0.43 |
| <i>Roe</i> | -0.0004 | -0.70 | 0.0008 | 0.93 | -0.0004 | -1.44 |
| <i>Fixed</i> | 0.0542 | 1.40 | 0.0477 | 0.92 | 0.0167 | 0.88 |
| <i>Size</i> | -0.0083 | -1.09 | -0.0181 | -1.75* | -0.0041 | -0.97 |
| <i>Lev</i> | -0.0250 | -0.68 | 0.0095 | 0.19 | -0.0038 | -0.19 |
| <i>Growth</i> | 0.0077 | 0.77 | 0.0045 | 0.36 | 0.0066 | 2.20** |
| <i>Market</i> | -0.0038 | -1.24 | -0.0025 | -0.65 | 0.0007 | 0.38 |
| <i>Liquid</i> | 0.0696 | 0.73 | 0.0993 | 0.78 | 0.0172 | 0.32 |
| <i>_cons</i> | 0.2320 | 1.50 | 0.4317 | 2.09** | -0.8549 | -10.01*** |
| <i>Year</i> | 控制 | | 控制 | | 控制 | |
| <i>Industry</i> | 控制 | | 控制 | | 控制 | |
| <i>Adj - R²</i> | 0.1018 | | 0.1052 | | 0.0939 | |
| <i>N</i> | 407 | | 407 | | 402 | |

注: *_cons* 表示截距项,下同。

(二) 国有股权性质变更对控制权转让溢价影响的回归分析

表 6 显示,国有股权性质变更(*Change*)与控制权转让溢价在 1% 的显著性水平下正相关,说明政府实际控制人将国有控制权转让供给民营企业取得的溢价更高。当国有股权性质发生变更时,政府实际控制人必然呈现出以高溢价达成并购的姿态,以便迎合监管部门的需要以及严格遵守法律程序。假设 H2 得证。

表 6 国有股权性质变更与控制权转让溢价多元回归

| Robust Test | PB ₁ | | PB ₂ | | PB ₃ | |
|----------------------------|-----------------|---------|-----------------|---------|-----------------|---------|
| | 系数 | T 值 | 系数 | T 值 | 系数 | T 值 |
| <i>Change</i> | 0.0836 | 6.11*** | 0.1247 | 6.51*** | 0.0731 | 3.13*** |
| <i>Z</i> | -0.0002 | -0.67 | -0.0004 | -0.85 | -0.000001 | -0.01 |
| <i>Balance</i> | 0.1800 | 3.12*** | 0.2850 | 3.16*** | 0.1162 | 1.37 |
| <i>Roe</i> | 0.0013 | 1.86* | 0.0031 | 2.76*** | -0.0001 | -0.11 |
| <i>Fixed</i> | -0.0317 | -0.59 | -0.0426 | -0.45 | -0.0025 | -0.04 |
| <i>Size</i> | -0.0067 | -0.59 | -0.0270 | -1.46 | -0.0253 | -2.29** |
| <i>Lev</i> | 0.0394 | 0.74 | 0.1257 | 1.41 | 0.0679 | 1.18 |
| <i>Growth</i> | 0.0061 | 1.16 | 0.0121 | 1.34 | 0.0143 | 2.39** |
| <i>Market</i> | -0.0063 | -1.33 | -0.0062 | -0.87 | -0.0033 | -0.63 |
| <i>Liquid</i> | 0.0565 | 0.52 | 0.1169 | 0.66 | -0.0416 | -0.38 |
| <i>_cons</i> | 0.1608 | 1.05 | 0.6543 | 1.77* | -0.3454 | -1.53 |
| <i>Year</i> | 控制 | | 控制 | | 控制 | |
| <i>Industry</i> | 控制 | | 控制 | | 控制 | |
| <i>Adj - R²</i> | 0.2564 | | 0.2756 | | 0.1892 | |
| <i>N</i> | 116 | | 116 | | 112 | |

(三) 地方保护对控制权转让溢价影响的回归分析

表 7 模型显示,在非政府和地方政府控股样本中,同属管辖 *Samplac* 与控制权转让溢价 PB_{1-3} 分别在不同显著性水平下负相关,但在中央政府控股样本中,统计结果并不显著,说明非政府和地方政府实际控制人在将控制权转让给本地企业时收取的转让溢价更低。作为当地财政收入的主要来源,上市公司的地位至关重要,广纳财源、打造企业航母是每个地方官员共同的目标,由于地方政府之间存在激烈竞争,将本地上市资源拱手相让于异地是反其道而行之,因此,高溢价不失为一种阻碍收购的方法之一,同时也是对本地资源流失的一种补偿,该溢价中包含了地方官员的私有收益。相反,低溢价促成本地收购可以扩大企业规模,为建立大型企业集团做准备。如果实际控制人为中央政府,则不存在业绩考核等方面的压力,因为央企之间的兼并重组往往是政策导向的结果,目的在于消除低效率的央企出让方,力推高效率的央企并购方,最终打造出更具实力的国际型企业,实现产业振兴。

表 7

同属管辖和股权转让溢价多元回归

| Robust test | 非政府 | | | 中央政府 | | | 地方政府 | | |
|--------------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) |
| | PB_1 | PB_2 | PB_3 | PB_1 | PB_2 | PB_3 | PB_1 | PB_2 | PB_3 |
| <i>Samplac</i> | -0.0244** (-2.14) | -0.0268** (-2.29) | -0.0197* (-1.74) | -0.0254 (-0.49) | -0.0956 (-0.73) | -0.0634 (-0.33) | -0.0292*** (-3.52) | -0.0397*** (-3.31) | -0.0215* (-1.78) |
| <i>Z</i> | -0.0005 (-0.80) | -0.0002 (-0.31) | -0.0001 (-0.04) | 0.0003 (0.14) | 0.0004 (0.06) | 0.0003 (0.03) | 0.0001 (0.51) | 0.0001 (0.28) | 0.0001 (0.79) |
| <i>Balance</i> | -0.0867*** (-2.74) | -0.0661** (-2.07) | -0.0684* (-1.89) | 0.0023 (0.00) | 0.2031 (0.16) | -0.4898 (-0.33) | 0.0381 (1.06) | 0.0224 (0.46) | 0.0632 (1.15) |
| <i>Roe</i> | -0.0018*** (-2.73) | -0.0007 (-1.18) | -0.0024*** (-4.56) | 0.00003 (0.01) | 0.0017 (0.23) | -0.0052 (-0.64) | 0.0001 (0.33) | 0.0009 (1.60) | 0.0001 (0.21) |
| <i>Fixed</i> | 0.1007*** (3.04) | 0.0644** (2.10) | 0.0352 (0.84) | 0.134 (0.27) | 0.5890 (0.88) | 0.5342 (0.80) | -0.0060 (-0.21) | 0.0122 (0.28) | -0.0168 (-0.46) |
| <i>Size</i> | -0.0013 (-0.17) | -0.0102 (-1.50) | 0.0044 (0.45) | -0.0252 (-0.44) | -0.0281 (-0.24) | -0.0064 (-0.06) | -0.0008 (-0.14) | -0.0039 (-0.43) | -0.0154** (-2.00) |
| <i>Lev</i> | 0.0199 (0.48) | 0.0691* (1.77) | -0.0183 (-0.39) | 0.1676 (0.82) | 0.3433 (0.62) | 0.1564 (0.25) | 0.0014 (0.05) | 0.0017 (0.04) | 0.0451 (1.13) |
| <i>Growth</i> | 0.0188** (1.94) | 0.0173* (1.84) | 0.0221** (1.95) | -0.0433 (-0.23) | -0.0662 (-0.24) | 0.0513 (0.17) | -0.0076 (-0.55) | -0.0052 (-0.24) | 0.0033 (0.17) |
| <i>Market</i> | 0.0021 (0.63) | 0.0046 (1.44) | 0.0055 (1.39) | -0.0049 (-0.26) | 0.0121 (0.24) | 0.0102 (0.18) | -0.0037 (-1.37) | -0.0055 (-1.37) | -0.0010 (-0.28) |
| <i>Liquid</i> | 0.0595 (0.36) | 0.1297 (1.08) | 0.1217 (0.78) | 0.1228 (0.18) | -0.1458 (-0.07) | 1.0782 (0.58) | -0.0046 (-0.07) | 0.0480 (0.46) | -0.1286 (-1.45) |
| <i>Percent</i> | -0.0731 (-0.76) | 0.0149 (0.19) | -0.1030 (-1.25) | -0.2965 (-0.67) | -0.8232 (-1.62) | -0.4003 (-0.90) | -0.2460*** (-9.36) | -0.4882*** (-10.55) | -0.1368*** (-3.91) |
| <i>-cons</i> | -0.1024 (-0.65) | 0.0607 (0.45) | -1.0949*** (-5.64) | 0.4448 (0.30) | 0.2362 (0.09) | -1.4763 (-0.60) | 0.1166 (1.02) | 0.1787 (0.99) | -0.5062*** (-3.20) |
| <i>Year</i> | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| <i>Industry</i> | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| <i>Adj-R²</i> | 0.3241 | 0.3596 | 0.1775 | 0.4274 | 0.3271 | 0.0742 | 0.4801 | 0.5619 | 0.1509 |
| <i>N</i> | 145 | 145 | 142 | 47 | 47 | 46 | 215 | 215 | 212 |

注:括号内数值为 t 值统计量,下同。

(四) 内幕交易与控制权转让溢价多元回归分析

表 8 显示 在宣告日前 90、60 和 30 天窗口期内 控制权转让溢价与 CAR 值显著正相关 这种正向关系在 (-60, -1) 窗口期中最强 说明内幕信息在公开披露之前已经开始泄露 如果并购方在宣告日前一到三个月内交易目标公司股票 并在宣告当日抛售 则可以获得较高的累积超额收益。内幕交易收益作为对并购方的一种利益补偿可以维持其收支平衡 收购控制权支付的大笔现金流可以通过利用资本市场的信息不对称和法制监管的不健全而立即得到收回 收购溢价越高 希望得到补偿的动机越强 内幕交易收益越多。对于并购方而言 内幕交易收益也是一种私有收益 源于控制权价值转移的成本。假设 H4a 得证。

表 8

内幕交易收益与控制权转让溢价多元回归

| Robust test | 内幕交易收益 | | | | | | | | |
|----------------|---------------------|-----------------------|---------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|---------------------|---------------------|----------------------|
| | $CAR(-90, -1)$ | | | $CAR(-60, -1)$ | | | $CAR(-30, -1)$ | | |
| PB_1 | 0.0778** (2.01) | | | 0.1865*** (3.53) | | | 0.1470*** (3.80) | | |
| PB_2 | | 0.0712* (1.75) | | | 0.1568*** (2.75) | | | 0.1487*** (3.56) | |
| PB_3 | | | 0.0384* (1.71) | | | 0.1113* (1.85) | | | 0.0444 (1.20) |
| <i>Percent</i> | 0.0521** (1.96) | 0.0486* (1.74) | 0.0237 (1.08) | 0.1119*** (2.91) | 0.0976** (2.42) | 0.0473 (1.51) | 0.0807*** (2.79) | 0.0804*** (2.70) | 0.0236 (0.95) |
| <i>Market</i> | 0.0011 (0.59) | 0.0009 (0.50) | 0.0007 (0.41) | 0.0040 (1.48) | 0.0036 (1.33) | 0.0032 (1.11) | 0.0012 (0.64) | 0.0009 (0.49) | 0.0007 (0.34) |
| <i>Martyp</i> | -0.0002 (-0.04) | -0.0004 (-0.07) | 0.0008 (0.13) | 0.0150 (1.58) | 0.0145 (1.55) | 0.0130 (1.37) | 0.0055 (0.86) | 0.0052 (0.80) | 0.0037 (0.53) |
| <i>Roe</i> | -0.0005* (-1.85) | -0.0006*** (-2.17) | -0.0005* (-1.70) | -0.0010*** (-2.78) | -0.0012*** (-3.20) | -0.0011*** (-2.93) | -0.0005* (-1.90) | -0.0007* (-2.44) | -0.0007** (-2.10) |
| <i>Size</i> | 0.0023 (0.51) | 0.0026 (0.59) | 0.0019 (0.47) | -0.0006 (-0.11) | -0.0001 (-0.02) | -0.0012 (-0.20) | 0.0087** (2.06) | 0.0094** (2.33) | 0.0075* (1.73) |

续表 8

内幕交易收益与控制权转让溢价多元回归

| Robust test | 内幕交易收益 | | | | | | | | |
|----------------------|--------------------|--------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|
| | CAR(-90 , -1) | | | CAR(-60 , -1) | | | CAR(-30 , -1) | | |
| Z | 0.000001 (0.30) | -0.0000 (-0.03) | -0.0000 (-0.04) | 0.0001 (0.82) | 0.0001 (0.77) | 0.0001 (0.77) | 0.00001 (0.18) | 0.0001 (0.930) | 0.0000 (0.10) |
| Lev | -0.0314 (-1.47) | -0.0330 (-1.54) | -0.0355 ^{***} (-1.66) | -0.0623 ^{***} (-2.24) | -0.0660 ^{***} (-2.34) | -0.0611 ^{***} (-2.23) | -0.0773 ^{***} (-3.63) | -0.0806 ^{***} (-3.94) | -0.0744 ^{***} (-3.43) |
| Growth | 0.0094 (1.43) | 0.0096 (1.44) | 0.0083 (1.17) | 0.0060 (0.65) | 0.0067 (0.71) | 0.0074 (0.74) | -0.0009 (-0.13) | -0.0006 (-0.08) | 0.0006 (0.08) |
| Year | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Industry | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Adj - R ² | 0.0633 | 0.0610 | 0.0604 | 0.1144 | 0.1040 | 0.0909 | 0.1040 | 0.1033 | 0.0674 |
| N | 407 | 407 | 402 | 407 | 407 | 402 | 407 | 407 | 402 |

(五) 控制权转让特征与内幕交易严重程度相关性检验

既然较高的控制权转让溢价会引发严重的内幕交易,那么具有高溢价转让特征的控制权转让方式应当也会引发更严重的内幕交易行为,这是一种间接的传递效应。本文将公告效应 $CAR(-1,1)/CAR(-90,1)$ 和 $CAR(-1,1)/CAR(-60,1)$ (分别用 CAR_{90} 和 CAR_{60} 表示) 作为内幕交易严重程度的替代变量,公告效应指标值越低说明内幕交易严重程度越高。表 9 采用 Logistic 回归模型(1)、(2)显示,政府控股(Gov)与 CAR 值在 1% 的显著性水平下呈正相关关系,说明并购方以高溢价收购民营企业之后更倾向于从证券市场上寻求补偿。模型(3)、(4)显示,股权性质变更(Change)与 CAR 值在 1% 的显著性水平下负相关,说明收购国有企业控制权的民营企业并购方存在更严重的内幕交易行为。模型(5)、(6)显示,实施本地转让(Samplac)与 CAR 值分别在 1% 和 10% 的显著性水平下正相关,说明实施异地并购的企业更容易在证券市场上利用信息优势操纵股价获取不正当利益。假设 H4b 得证。

表 9 实际控制人性质、股权性质变更和同属管辖与内幕交易严重程度 Logistic 回归

| | 全样本 | | 政府控股样本 | | 非政府、地方政府样本 | |
|-----------------------|----------------------------------|----------------------------------|------------------------------------|-----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|
| | Gov | | Change | | Samplac | |
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
| CAR ₉₀ | 0.0030 ^{***} (8.33) | | -0.0724 ^{***} (-11.54) | | 0.0457 ^{***} (9.90) | |
| CAR ₆₀ | | 0.0013 ^{***} (2.95) | | -0.1554 ^{***} (-2.52) | | 0.3060 [*] (1.73) |
| Z_index | 5.5418 ^{***} (4.55) | 5.5699 ^{***} (4.57) | -2.477 [*] (-1.81) | 0.0009 (0.56) | 1.3649 (1.38) | 1.118 (1.14) |
| Dps | 2.8212 ^{**} (2.14) | 2.712 ^{**} (2.08) | -0.4086 (-0.38) | -1.1298 (-0.94) | 0.7010 (0.59) | 0.7691 (0.60) |
| Size | 0.3256 [*] (1.78) | 0.3314 [*] (1.80) | 0.4263 [*] (1.90) | 0.3497 (1.53) | 0.3955 ^{**} (2.36) | 0.4155 ^{**} (2.46) |
| Roe | -0.0143 (-1.07) | -0.0140 (-1.04) | -0.0048 (-0.39) | -0.0034 (-0.28) | -0.0026 (-0.22) | -0.0030 (-0.26) |
| Growth | -0.415 [*] (-1.80) | -0.4116 [*] (-1.79) | 0.1061 (0.20) | 0.0470 (0.09) | -0.1877 (-0.84) | -0.1767 (-0.80) |
| Lev | 0.1992 (0.23) | 0.0484 (0.06) | -0.4021 (-0.35) | -0.4794 (-0.42) | -1.1000 (-1.35) | -1.0785 (-1.33) |
| _cons | -8.1023 ^{**} (-2.17) | -8.1402 ^{**} (-2.17) | -10.3698 ^{**} (-2.32) | -9.1832 [*] (-1.98) | -7.9016 ^{**} (-2.34) | -8.1097 ^{**} (-2.40) |
| Industry | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Year | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Pseudo R ² | 0.1357 | 0.1385 | 0.0991 | 0.0957 | 0.0682 | 0.0682 |
| N | 407 | 407 | 260 | 260 | 355 | 355 |

七、结论与进一步的研究方向

本文采用 2001 - 2006 年沪深两市上市公司协议转让控制权的数据,对实际控制人属性、股权性质变更与控制权转让方式影响私有收益的程度,以及不同事件窗口的内幕交易状况进行了实证检验,发现实际控制人能够从异地转让中获取更高的控制权私有收益;国有股权私有化的溢价更高;政府实际控制人转让控制权

的溢价更低;并购方收购控制权支付的溢价越高,其通过内幕交易的不当得利越大。

本文的主要贡献在于,发现了原有控制权私有收益的衡量标准由于没有区分获利对象的身份和属性而缺乏准确性,这种划分在转型经济制度背景下的中国是很有必要的。首先,对于出让方而言,股权转让溢价可以用来衡量实际控制人利用手中控制权所攫取的私有收益大小,二者呈正比;对于受让方而言,控制权私有收益就是其在收购目标公司控制权的过程中,通过内幕交易获得的累计超额收益,二者呈正比。其次,从目标公司实际控制人的属性来看,对于非政府实际控制人,两权合一和纯粹的“经济人”性质决定了转让溢价是控制权私有收益的正向测评指标;对于中央政府实际控制人,控制权的转让旨在完成宏观产业布局调整等政策导向,转让溢价在此不具有作为衡量指标的意义;对于地方政府实际控制人,两权分离和“多重角色”下产生的政府“创租”使“租金”与转让溢价形成此消彼长的关系,“租金”才是地方官员的控制权私有收益(隐性收益),而转让溢价在一定程度上成为衡量控制权私有收益的逆向指标。

文章选取2001-2006年非流通股协议转让样本进行研究,原因在于股改前的样本比较干净,适于研究控制权私有收益的问题。股改之后,控制权的转让产生出三种主要方式:非流通股协议转让、流通股二级市场竞价转让和流通股协议转让。我们想要进一步研究的是流通股竞价转让和流通股协议转让之间、流通股协议转让和非流通股协议转让之间的控制权私有收益程度孰轻孰重。这对股权分置改革是否能够起到约束实际控制人在股权交易中的不端行为或减轻上市公司第二类代理问题的作用具有重要的现实意义。

参考文献:

1. 白云霞、吴联生、徐信忠 2004 《资产收购与控制权转移对经营绩效的影响》,《经济研究》第12期。
2. 邓建平、曾勇 2004 《大股东控制和私人利益研究》,《中国软科学》第10期。
3. 方军雄 2008 《政府干预、所有权性质与企业并购》,《管理世界》第9期。
4. 冯根福、吴江林 2001 《我国上市公司并购绩效的实证研究》,《经济研究》第1期。
5. 干春晖 2004 《并购经济学》,清华大学出版社。
6. 韩德宗、叶春华 2004 《控制权私人收益的理论与实证研究》,《统计研究》第2期。
7. 胡旭阳 2004 《上市公司控制权私人收益及计量》,《财经论丛》第3期。
8. 贾明、张喆、万迪昉 2007 《控制权私人收益相关研究综述》,《会计研究》第6期。
9. 李善民、张媛春 2009 《制度环境、交易规则与控制权协议转让的效率》,《经济研究》第5期。
10. 李善民、朱滔 2005 《上市公司并购的长期绩效》,《中山大学学报(社会科学版)》第5期。
11. 李增泉、余谦、王晓坤 2005 《掏空、支持与并购重组——来自我国上市公司的经验证据》,《经济研究》第1期。
12. 刘芍佳、孙霁、刘乃全 2003 《终极产权论、股权结构及公司绩效》,《经济研究》第4期。
13. 梁卫彬 2005 《我国企业并购与政府的职能定位》,复旦大学博士学位论文。
14. 刘峰、贺建刚、魏明海 2004 《控制权、业绩与利益输送——基于五粮液的案例研究》,《管理世界》第8期。
15. 林朝南、刘星、郝颖 2006 《行业特征与控制权私有:来自中国上市公司的经验证据》,《经济科学》第3期。
16. 马忠、张瑶 2009 《大宗股权协议转让中控制权私利及其影响因素》,南开大学第五届公司治理研讨会工作论文。
17. 潘红波、夏新平、余明桂 2008 《政府干预、政治关联与地方国有企业并购》,《经济研究》第4期。
18. 施东晖 2003 《上市公司控制权价值的实证研究》,《经济科学》第6期。
19. 唐雪松、马如静 2009 《内幕交易、利益补偿和控制权转移》,《中国会计评论》第15期。
20. 唐宗明、蒋位 2002 《中国上市公司大股东侵害度实证分析》,《经济研究》第4期。
21. 唐宗明、余颖、俞乐 2005 《我国上市公司控制权私人收益的经验研究》,《系统工程理论方法应用》第12期。
22. 吴红军 2009 《控股股东自利性并购研究》第1版,经济科学出版社。
23. 吴世农 1996 《我国证券市场效率的分析》,《经济研究》第4期。
24. 吴敬琏 2001 《十年纷纭话股市》,上海远东出版社。
25. 杨记军、逯东、杨丹 2010 《国有企业的政府控制权转让研究》,《经济研究》第2期。
26. 叶康涛 2003 《公司控制权的隐性收益——来自中国非流通股转让市场的研究》,《经济科学》第5期。
27. 叶勇、胡培、何伟 2005 《上市公司终极控制权、股权结构及公司绩效》,《管理科学》第18卷第2期。
28. 朱滔 2009 《转型经济中上市公司并购行为与绩效研究》第1版,中国金融出版社。
29. 张新、祝红梅 2003 《内幕交易的经济分析》,《经济学季刊》第3期。
30. 张维迎 1998 《控制权丧失的不可弥补性与国有企业兼并中的产权障碍》,《经济研究》第7期。
31. Bhidé A. 1993. "The Hidden Costs of Stock Market Liquidity." *Journal of Financial Economics* 34(1): 31-51.
32. Boycko M. A. Shleifer and R. W. Vishny. 1996. "A Theory of Privatization." *Economic Journal* 106(435): 309-319.
33. Barclay M. J., and C. G. Holderness. 1989. "Private Benefits from Control of Public Corporations." *Journal of Financial Economics* 25(2): 371-395.
34. Burkart M. D. Gromb and F. Panunzi. 2000. "Agency Conflicts in Public and Negotiated Transfers of Corporate Control." *Journal of Finance* 55(2): 647-677.
35. Bae K. H. J. K. Kang and J. M. Kim. 2002. "Tunneling or Value added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups." *Journal of Finance* 57(6): 2695-2740.

(下转第78页)

ed. Edmund A. Mennis. New York : New York Institute of Finance.

28. Webb J. ,M. F. Grace ,and H. D. Skipper. 2002. “The Effect of Banking and Insurance on the Growth of Capital and Output. ” Center for Risk Management and Insurance ,Working Paper.
29. Winter R. A. 1994. “The Dynamics of Competitive Insurance Markets. ” *Journal of Financial Intermediation* 3(4) : 379 – 415.

Insurance Fluctuating and Economy Fluctuating: Pro – cyclically or Counter – cyclically?

Wu Hong

(School of Economics ,Shenzhen University)

Abstract: This study is an extent exploration on relationship between insurance cycle and economy cycle. We construct an insurance quantity fluctuation model and an insurance quality fluctuation model to study the fluctuating correlation dynamics between insurance sector and macro – economy system. We find that insurance quantity is pro – cyclical with GDP ,consumption and foreign trade fluctuating ,but no significant relation with investment variation. Insurance quality is counter – cyclical with market interest. We also find a stable counter – cyclical relationship between insurance quantity and insurance quality. We suggest that insurers or supervisors should pay more attention to the rule of insurance fluctuating ,try their best to improve the quality of insurance development and keep stable of the industry using corresponding method during insurance cycle.

Key Words: Insurance Fluctuation; Insurance Cycle; Economic Fluctuation; Cointegration Relation

JEL Classification: G22

(责任编辑: 陈永清)

(上接第 68 页)

36. Bebchuk L. A. 1999. “A Rent – protection Theory of Corporate Ownership and Control. ” NBER Working Paper Series 7203: 1 – 37.
37. Dyck A. and L. Zingales. 2004. “Private Benefits of Control: An International Comparison. ” *Journal of Finance* 59(2) : 537 – 600.
38. Demsetz H. 1986. “Corporate Control Insider Trading and Rates of Return. ” *American Economic Review* 76(2) : 313 – 316.
39. La Porta R. and A. Shleifer. 1999. “Corporate Ownership around the World. ” *Journal of Finance* 54(2) : 471 – 517.
40. McChesney F. S. 1987. “Rent Extraction and Rent Creation in the Economic Theory of Regulation. ” *Journal of Legal Studies* , 16(1) : 101 – 118.
41. Nenova T. 2003. “The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross – country Analysis. ” *Journal of Financial Economics* , 68(3) : 325 – 352.
42. Olson Mancur. 1965. *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups* 98 – 125. Cambridge: Harvard University Press.
43. Shleifer A. and R. W. Vishny. 1994. “Politicians and Firms. ” *The Quarterly Journal of Economics* ,109(4) : 995 – 1025.
44. Stigler G. J. 1971. “The Theory of Economic Regulation. ” *The Bell Journal of Economics and Management Science* 2(1) : 3 – 21.

Government Intervention ,Unified Domination and Market Response to Self – interest Share Transfer: An Empirical Study Based on Transfer Premium and Insider Trading

Qiao Wei¹ and Li Ruimin²

(1: Business School of Nanjing University; 2: Operations Office of the People’s Bank of China)

Abstract: With the data of 407 listed companies agreement transfer for the period 2001 – 2006 ,this paper empirically tests the impact of the actual controllers’ feature and of the ways of stock right transfer on transfer premium. The results demonstrate that as the actual controllers of target company ,the government officers have different ways of “tunnelling” from non – government controllers. The authority actual controllers will be prone to higher transfer premium when the share is of privatization. There is strong local protectionism feature with transferring control right to other municipalities in the background that government officers usually interfere in market for corporate control. The higher the transfer premium that buyer pays ,the more serious of insider trading ,and the cumulative abnormal return got by controllers before declaration is the final form of private benefits.

Key Words: Private Benefits of Control; Feature of Factual Controller; Rent – seeking; Insider Trading

JEL Classification: G34 ,G38

(责任编辑: 彭爽)