

企业并购中的内幕交易问题实证研究

刘尚林(教授) 黄佩佩

(湖北经济学院会计学院 武汉 430205 湖北大学商学院 武汉 430062)

【摘要】 本文采用事件研究法,以2011年发布并购信息的上市公司为样本,通过实证分析并购信息披露日前后股票价格的变化情况,来检验我国发生并购事件的上市公司在信息披露日前是否存在并购信息泄露的问题。研究结果表明,并购公司存在并购信息在公告日前已经泄露的问题。对此,笔者提出了改善这种状况的政策建议。

【关键词】 企业并购 内幕交易 事件研究法

随着我国证券市场规模的迅速扩大,证券市场的参与者越来越多。但由于我国证券市场的发展历程较短,在发展过程中又受到多方面因素的影响,因此证券市场中隐藏着不少问题。其中影响最大的是内幕交易,即事先知情的内部人员,提前买卖股票,操纵股价的运行,以牟取不正当利益或避免损失。少数内幕信息知情人通过内幕交易获取超额收益,侵占其他投资者的利益,违背了市场的“三公”原则,也打击了投资者的信心,这不利于建设良好的市场环境。

并购重组是内幕交易的高发区,这是大家共知的。并购包括兼并和收购两种形式,并购可以通过资源整合提高公司的经营效率,其交易量大,溢价高,因此被视为利好消息,容易产生内幕交易。中国证券市场自1993至2011年被证监会查处的内幕交易案45件,其中就有21件涉及并购重组,占比为47%。这充分说明了上市公司并购重组是内幕交易的“重灾区”。尽管大家都认识到我国证券市场中普遍存在内幕交易,但由于各方面的原因,规制和查处内幕交易行为却并不容易,因此很有必要对并购事件中的内幕交易行为进行系统研究。基于此,本文以并购这一重大事件为基础,采用事件研究法,分析并购个股股价在并购公告发布前后的变化来说明我国证券市场中内幕交易情况,并提出一些政策建议。

一、内幕交易文献综述

1. 国外关于内幕交易的文献综述。Leland(1992)采用实证研究方法证明了内幕交易会降低股票市场的流动性,提高股票的平均价格,且常常会导致股价的剧烈波动。Se-Jin Min(2003)利用美国上世纪80年代上市公司的并购数据来研究内幕交易法律的实施效果,发现加强内幕交易监管能在一定程度上规制小额的内幕交易,但大额的内幕交易并没有显著减少。Bris(2005)实证研究了56个国家的并购活动,发现内幕交易法律的实施能降低内幕交易的频率,却会导致内幕交易利润增加。Ackerman和Maug(2006)比较研究了一些国家的并购信息公告事件,发现内幕交易法律越严格的国家,并购前股价

的波动较小,而那些没有内幕交易法律的国家,其股价在并购前往往发生剧烈波动。

2. 国内关于内幕交易的文献综述。由于我国的证券市场起步较晚,国内在内幕交易方面的研究仍基本处在起步阶段。祝红梅(2003)以我国1999~2002年的资产重组事件为对象,采用事件研究法分析被并购公司股票和交易量的波动,发现重大资产重组过程中存在较为严重的内幕交易和股价操纵行为。晏艳阳、赵大玮(2006)对我国股权分置改革中第一、第二批的试点公司进行研究,结果表明,股改中存在较严重的内幕交易行为。朱伟骅(2008)采用信息交易概率模型分析了影响内幕交易监管效率的因素,结果发现,并购信息公告前存在明显的基于私人信息的信息内幕交易行为。

综上所述,国外关于内幕交易的研究比较早,也比较多,国内关于内幕交易的研究起步较晚,且较多是从法律的立场和角度出发进行研究的,只有少量文献对我国证券市场的内幕交易情况进行实证研究。近年来虽有一些实证研究,但也只是研究整个市场中内幕交易事件的情况,没有对某一类事件进行细分研究。为此,本文在并购视角下运用事件研究法着重研究内幕交易事件的状况,检验我国并购事件过程中内幕交易的严重程度,并基于我国国情提出相关建议。

二、研究设计

1. 研究方法。国内外学者在检验重大事件中是否存在内幕交易时,通常采用事件研究法,其原理是:由于内幕交易的存在,重大信息公开披露前,市场上相关股票价格和交易量会出现异常波动,产生异常收益率。在分析内幕交易存在的情况时,有四种可供选择的方法,即市场调整法、均值调整法、不变收益模型法和市场模型法。经过实证推导,市场模型法要优于其他方法。因此本文采用市场模型法,利用CAPM模型,测量一定时间窗口期内的超常收益率AR与累计超常收益率CAR,以此来度量内幕消息公开披露前后的异常收益率。本文将并购信息公告日作为事件发生日,定义为第0天,将信息

公告日的前20个交易日至公告日的后10个交易日作为事件的窗口期,即[-20,10],并将信息公告日的前50个交易日至前21个交易日作为事件的估计期,即[-50,-21]。事件研究法的步骤受篇幅限制此处不再赘述。

除此之外,本文还添加了内幕交易效应对内幕交易的存在性进行一个比较全面的实证研究。内幕交易效应= $CAR_{CAR}(T_1, -1) / \text{Max}CAR_t$, 即 $CAR(T_1, -1)$ 占 CAR 最高值的百分比,这个比值能够说明股价波动的总幅度有多大比例发生在信息公开披露之前,比值越高,说明内幕信息在事件公告前提前泄露的越多,内幕交易就越严重。根据Keovn和Pinkerton(1981)对并购事件的研究,若上市公司股价波动总幅度的40%~50%发生在并购信息公告前,即存在内幕交易效应,则可以说明该并购重组事件存在内幕交易。

2. 样本选择与数据来源。将2011年沪深两市(不包括中小企板)所有发出收购兼并公告的上市公司按以下原则进行处理:①剔除发布并购公告时为*ST或ST、PT的上市公司;②当上市公司针对同一并购事件发布多次公告时,以第一次公告日为准;③剔除关联方交易公司;④剔除窗口期内存在其他重大事件的公司;⑤并购公司在事件期内不能连续停止交易超过5个交易日;⑥同一公司不得在相邻两个月内连续发生并购重组事项;⑦为使研究结果更为准确,本文没有考虑金额在人民币500万元以下的并购事件。根据上述样本选取规则,筛选整理后挑选出56家上市公司作为研究样本。

本文关于2011年沪深两市发生并购重组事件的上市公司的数据来自于CCER中国经济金融数据库,上证指数、深证成指和个股价格都来自于巨灵金融数据库。

本文所采用的数据处理工具为SPSS13.0以及Excel2003。

三、实证结果

通过收集相关数据并采用相关软件进行处理后,并购公告披露前20个交易日至公告后10个交易日的累积超额收益率CAR和平均超额收益率AAR的结果如图1:

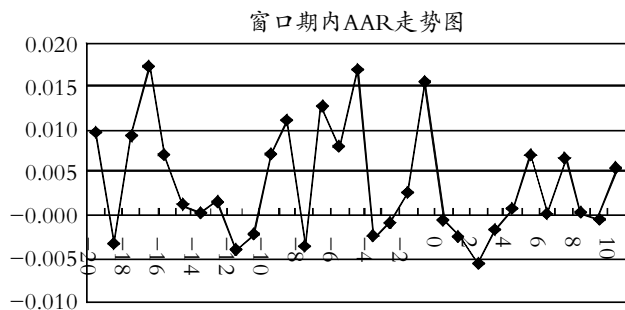


图1 窗口期内每日平均超额收益率走势图

从图1可以看出,并购信息公告前平均超额收益率剧烈波动,公告前3天开始,每天的AAR开始增大,公告日当天明显回落。公告日的后几天出现明显的下降,并且呈负数。这说明并购信息在公告日前就已经提前泄露,并在前三天大量买入股票,导致股票价格急剧上涨。

从图2可以看出,CAR在公告日的前10天就有了明显的

反应,呈上升趋势,累计超额收益率不断增长。当并购消息披露以后,累计超额收益率便慢慢趋于平稳,可见市场在并购公告日之前已经对事件做了大部分反应,这说明上市公司并购的利好消息已提前泄露。

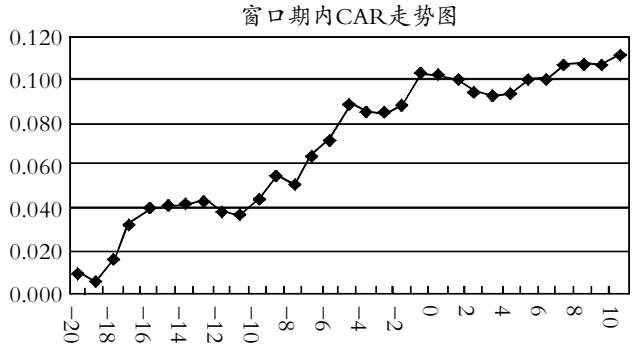


图2 窗口期内每日累计超额收益率走势图

本文运用SPSS统计分析软件中对累计超额收益率做显著性检验,其输出结果如下:

表1 单个样本统计量

	N	均值	标准差	均值的标准误差
CAR	31	0.069 538	0.032 819 0	0.005 894 5

表2 单个样本检验

	检验值=0					
	t	df	Sig. (双侧)	均值差值	差分的95%置信区间	
					下限	上限
CAR	11.797	30	0.000	0.069 537 9	0.057 500	0.081 576

结果表明,CAR值通过了检验,在95%的置信度水平下与零有显著差异,市场对信息已提前作出了反应,充分证明了并购事件过程中内幕交易的存在。由表3可以看出,内幕交易效应为91.64%,远远超过了50%,这进一步证明了内幕交易的存在,且表明了内幕交易程度非常严重。

表3 累计超额收益率的分析结果

CAR最高值	0.112 4
CAR(-20,-1)	0.103 0
CAR(披露日)	0.102 3
CAR(1,10)	0.010 1
CAR(-20,10)	0.112 4
内幕交易效应	91.64%

四、研究结论及政策建议

本文的实证结果表明,企业并购重组信息提前泄露,被知情者利用大量进行内幕交易,致使股价异常波动。基于此,本文对规制内幕交易提出如下政策建议:

首先,加强信息保密和信息披露的制度建设。并购重组是内幕交易的“重灾区”,极有必要针对并购重组制定相应的措施。我国并购重组活动的审批环节较多,参与人员较多,信息提前泄露的可能性较大,因此应该减少并购重组的审批环节,

文化创意企业股票估值:以皖新传媒为例

甄兆静 敖诗文

(天津工业大学管理学院 天津 300387)

【摘要】 本文通过分析文化创意企业的特质,找出了适合文化创意企业的股票价值评估方法,并以皖新传媒为例通过线性回归模型预测出每股收益和修正的市盈率估值法,评估出企业的股票价值,为企业投资者决策提供帮助。

【关键词】 文化创意 股票价值评估 修正市盈率

文化创意企业对于提升区域经济发展水平、优化产业结构具有不可低估的作用,但是由于文化创意企业本身的特点以及我国当前在股票价值评估方面存在的诸多问题,使得文化创意企业的价值评估比较困难,直接影响了文化创意企业的投资和融资等行为,导致投资者望而却步。有鉴于此,笔者以皖新传媒为例,采用市盈率相对估值法为文化创意企业股票估值提供一种思路。

一、文化创意企业的特质分析

文化创意产业随着经济水平的不断提高和分工的日益细化逐步成为国民经济中的支柱产业,但文化创意企业股票价值评估一直比较困难,主要原因是其显著的行业特质。

简化行政许可程序,缩小内幕信息的知情范围,避免非必要人员接触内幕信息,落实内幕信息知情人的登记制度,做好信息保密工作。并购过程中,并购双方都应及时披露与并购相关的重要信息,保证信息的对称性。

其次,建立内幕交易预警机制,完善内幕交易监控系统,及时发现并处置内幕交易行为。证监会和证券交易所应该引进先进的监控技术,建立一整套预警机制,对证券市场中的异常证券账户、异常股价波动以及异常交易量进行监控,一旦发现涉嫌内幕交易的行为应及时制止并进行查处,避免并购重组成为股价操纵、牟取暴利的工具。

再次,加大内幕交易的处罚力度。从以往证监会查处的内幕交易案例来看,我国对内幕交易行为的处罚力度相对较轻,往往以没收违法所得和罚款为主。正是由于我国内幕交易的违法成本较低、内幕交易者所获取的超额收益远远高于其违法成本,所以内幕信息知情人往往会铤而走险,造成了内幕交易的普遍存在。针对这种情况,相关部门应加大惩处力度,以起到震慑作用,从而减少内幕交易。

最后,加强投资者教育,提高投资者素质。通过报纸、网络等多种渠道和形式展开宣传,使广大股民意识到内幕交易的危害和后果,杜绝其参与内幕交易的侥幸心理。同时加强投资

1. 文化创意企业具有创新性。创新是文化创意企业的本质特征。文化创意企业依赖的是文化资源与其他生产要素的紧密结合,是一种文化、科技与经济互相渗透、互相交融、互为条件、优化发展的经济模式。其创新性主要是指在文化产品的生产和营销过程中,独具特色的文化创意贯穿始终。在文化创意产业中,人力资本是核心的驱动要素,创新成为第一生产力和经济发展的主导力量。文化创意企业的创新性,使得投资者难以总结出其经营规律。

2. 文化创意企业具有高风险性。文化创意企业生产的产品是富于精神性、文化性、娱乐性的产品。随着人们文化生活水平的提高,对精神产品的需求在总体上日益提升,需求量越

者的识别能力,提高其防控意识,以免其他内幕信息知情人侵占其权益,共同建立公平有序的证券市场。

主要参考文献

1. Bris A, Do Insider Trading Laws Work? European Financial Management, 2005; 3
2. Bhattacharya U, H. Daouk, B. Jorgenson and C. Kehr. When an Event is not an Event: the Curious Case of an Emerging Market. Journal of Financial Economics, 2000; 55
3. Se -Jin Min. The Effectiveness of the Insider -Trading Sanctions in the 1980's - The Case of Mergers and Acquisitions. University of California, Los Angeles, 2003
4. Keown, A.J. and Pinkerton, J. M. Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation. The Journal of Finance, 1981; 36
5. 晏艳阳, 赵大玮. 我国股权分置改革中内幕交易的实证研究. 金融研究, 2006; 4
6. 史永东, 蒋贤锋. 内幕交易、股价波动与信息不对称: 基于中国股票市场的经验研究. 世界经济, 2004; 12
7. 祝红梅. 资产重组中的内幕交易和股价操纵行为研究. 南开经济研究, 2003; 5