

控制权转移中的内幕交易监管案例剖析

陈思琪, 岳宝宏(教授)

(北京信息科技大学经济管理学院, 北京 100192)

【摘要】国内许多研究表明,我国上市公司的大股东可以利用控制权转移来牟取私有收益,加之我国控制权转移市场尚不成熟、监管制度不完善使得内幕交易现象严重。本文采用事件研究法,以典型案例事件期的累积超额收益、超额换手率等为研究对象进行实证研究,以检验上市公司控制权转移中内幕交易的严重程度。本文梳理了2000~2013年我国上市公司控制权转移中的内幕交易案例,并以“兄弟科技”为典型案例分析其内幕交易情况,探究控制权转移事件中发生内幕交易的特点和原因,以利于监管层对此类事件加强监管和防范。

【关键词】控制权转移; 兄弟科技; 内幕交易; 事件研究法

一、引言

内幕交易的存在不仅严重扰乱资本市场的正常秩序,更使广大中小股民对证券市场失去信心。特别是近年来我国上市公司控制权转移事件中内幕交易频发,引起人们对控制权转移内幕交易这一特殊事件的关注。

唐雪松、马如静(2009)以上市公司1997~2001年的数据为样本进行实证研究,发现控制权市场确实存在明显的知情交易现象。王培欣、谭雪(2013)采用事件研究法,以证券市场中发生控制权转移公司的股价累计平均超额收益来检验控制权转移的市场反应,说明控制权转移市场存在内幕交易的情形。岳宝宏、王化成(2013),翟建强、李小蓉(2014)等也通过实证研究证实了控制权转移事件中知情交易行为较为明显。

可见,我国上市公司控制权转移事件中内幕交易频发,相关监管部门应该加强对此类事件的重视。

二、2000~2013年控制权转移内幕交易案例梳理

资料来源于2000~2013年证监会网站披露的内幕交易处罚公告和中国裁判文书网判决书。本文将实际控制权发生变更做为控制权发生转移的标志。涉及控制权转移的案例共27个,其中3例涉及刑事案件(下表中序号用斜体表示),其中第17例“兄弟科技”,既有证监会公告又涉及刑事案件,本文看成一个案例处理。本文选取的案例中有9例后期控制权转移事件未成功,但是在公告时也明确表示将发生控制权转移(序号后标“*”表示)。内幕交易获利额和处罚金额数据保留到整数位,涉及多人内幕交易的案例获利额和处罚额均为其加总金额。内幕交易人员类型分为三种类型:只涉及内幕信息知情人、只涉及非法获取内幕信息的人、既涉及内幕信息知情人又涉及非法获取内幕信息的人,分别用“x”、“y”、“xy”来表示。其中

根据《证券法》将内幕信息知情人又分为7类:本文分别用 x_1 、 x_2 、 x_3 、 x_4 、 x_5 、 x_6 、 x_7 表示。当内幕信息知情人不只一种时,采用下标组合的方式,如 x_{24} 表示内幕交易人员类型既有 x_2 又有 x_4 。非法获取内幕信息的人进一步细分为三类: y_1 表示内幕信息知情人配偶, y_2 表示内幕信息知情人的亲戚, y_3 表示内幕信息知情人的朋友和同学, y_4 表示其他人员,多种类型表示同x。

根据下表分析,就内幕交易时期的起始时间与处罚时间(选取内幕交易涉及的所有处罚中时间最早者)间隔来看,未出现时间间隔小于1年的案例,时间间隔在1~2年的有10例,其余案例内幕交易起始时间与处罚时间间隔均在2年以上。这说明证监会对控制权转移的内幕交易查处效率比较低,往往会延误内幕交易处罚认定时机,使内幕交易者有机可乘。就内幕交易获利额来看,5例获利金额超过75万,其中有19例内幕交易案例获利,占案例总数的70.37%,说明大多数内幕交易者都能够获利。许多学者的研究也证明了这一点:祝红梅(2003)、王化成(2004)、曾昭灶、余鹏翼(2007)的研究都表明我国上市公司控股股东可以通过控制权转移事件的内幕信息获取私有收益。根据相关法律,本案例中有5例符合“情节严重”的情形,有5例符合“情节特别严重”的情形。就证监会的处罚金额来看,根据《证券法》第二百零二条和《刑法》第一百八十条规定,本案例中,内幕交易获利额为正值的有19例,其中5例处罚金额是获利额的1倍,10例处罚金额是获利额的1~2倍(含2倍),只有4例处罚金额是获利额的2倍以上,占总案例数的14.81%。单从处罚金额来看(不包含内幕交易获利金额不明或获利金额不为正的情况),证监会的处罚力度较轻。根据相关法律,内幕交易亏损的情况只适用于处以三万元以上六十万元以下的罚款,但

2000~2013年控制权转移内幕交易案例数据

序号	股票名称	内幕交易时期	处罚时间	内幕交易获利额(元)	处罚金额(元)	内幕交易人员	内幕交易人员类型
1	天山股份	2004.6~2004.7	2007/4/28	不明确	200 000	陈建良	x ₁
2	捷利股份	2007.5~2007.6	2008/11/19	225 206	225 206	邓军、曲丽	x ₄
3	四环药业	2007.1~2007.2	2009/2/1	22 507	22 507	金峰、余梅	x ₄ y ₁
4*	大成股份	2007.3~2007.10	2010/4/13	不明确	50 000	耿佃杰	x ₁
5*	ST得亨	2008.3~2008.12	2010/6/23	- 2 325 400	600 000	由春玲	x ₁
6	海星科技	2007.10~2008.6	2010/8/9	112 346	162 346	徐琴、况勇等	x ₄ y ₁₂
7*	ST兴业	2008.5~2008.7	2010/11/19	- 3 621 861	880 000	北孚集团、倪锋等	x ₂₄ y ₃
8*	桂林集琦	2006.11~2006.12	2010/12/6	不明确	600 000	张小坚	x ₄
9*	新潮实业	2010.3~2010.5	2011/6/29	55 570	55 570	林士泉	x ₄
10*	浙江东方	2009.10~2009.11	2011/7/22	29 958	50 000	杨宝才	x ₁
11*	金鸿能源	2009.10~2009.12	2011/12/13	386 579	920 959	李建新、刘建钢等	x ₁
12	科达机电	2010.3~2010.12	2012/2/3	73 992	147 984	周和华	x ₁
13	宁夏恒力	2010.5~2010.10	2012/6/6	887 936	1 053 162	朱莉丽、肖家守等	x ₄ y ₁
14	金利科技	2011.9~2012.2	2012/12/13	150 697	175 200	熊绍咏、曾俊生等	x ₄
15	安诺其	2011.12~2012.3	2013/5/9	3 489 845	3 509 246	罗永斌、蒯雯瑾等	y ₁₃₄
16	万顺股份	2010.9~2010.11	2013/5/9	0	200 000	王周屋	x ₄
17	兄弟科技	2012.2~2012.9	2013/5/22	2 473 763	2 576 000	朱维君、毛海舫等	x ₄ y ₁
18*	九鼎新材料	2009.12~2010.9	2013/5/23	99 789	179 040	周小南、朱敏等	x ₄ y ₂
19	海印股份	2011.1~2012.12	2013/6/5	47 663	149 153	黎家燕、赵东生等	x ₁₄ y ₁
20	金鸿能源	2012.1~2012.3	2013/8/21	737 731	737 731	朱建峰	x ₄
21	大元股份	2009.6~2009.9	2013/8/23	- 2 288	500 000	邓永祥	x ₄
22	大元股份	2009.12~2010.12	2013/8/23	18 836	30 000	郭文忠	x ₄
23	ST北人	2012.4~2013.1	2013/9/18	542 712	542 712	张庆瑞	y ₃
24*	春晖股份	2011.9~2012.1	2013/10/22	- 328 459	120 000	方振韶、方振颖等	x ₁₂ y ₂₃
25	蓝色光标	2010.7~2010.11	2013/12/31	46 889	170 667	冯喜利、米兴平	x ₄ y ₂
26	中关村	2007.4~2007.9	2008/11/25	396 000 000	900 000 000	黄光裕、许钟民等	x ₁
27	高淳陶瓷	2009.4~2009.4	2011/12/19	23 729 700	25 450 000	杜兰库、刘宝春等	x ₄ y ₁₃

是如果亏损金额较巨大同样代表内幕交易人员交易数量之多从而扰乱证券市场秩序,而相关法律对于内幕交易亏损相应的处罚却没有细分。就表中内幕交易人员类型来看,只涉及内幕信息知情人的案例有15例,只涉及非法获取内幕信息的人的案例有2例,其余10例案例既涉及内幕信息知情人又涉及非法获取内幕信息的人。值得注意的是,内幕交易人员类型中有9例案例涉及内幕信息知情人x₁发行人的董事、监事、高级管理人员,17例案例涉及x₄由于所任公司职务可以获取公司有关内幕信息的人员,x₂(持有公司百分之五以上股份的股东及其董事、监事、高级管理人员,公司的实际控制人及其董事、监事、高级管理人员)和x₃(发行人控股的公司及其董事、监事、高级管理人员)类型较少,原因可能是因为有些公司无母子公司,另外发行公司自身相对于母子公司和外部业务相关机构获取信息更加方便。在12例涉及非法获取内幕信息的人的案例中有6个案例涉及内幕信息知情人的配偶。近两年发生的案例涉及内幕交易人员辐射面广,牵涉内

幕信息知情人的亲属、朋友,还包括证券期货从业人员和政府机构人员。以2012年发生的“安诺其”为例,公司内幕交易涉及的人员不仅包括内幕信息知情人的亲属、朋友,还有师生、校友等。

三、典型案例分析——兄弟科技

(一)内幕交易存在性研究

姚燕(2007)、孙健、程小可(2010)选择控制权转移的首次宣告日作为事件日,本文选取的案例自2012年3月7日控制权转移的首次宣告日起公司股票停牌未进行交易,因此本文视同2012年3月21日复盘日为该案例事件日。祝红梅(2003)、曾昭灶、余鹏翼(2007)、王化成、岳宝宏(2009)、王培欣、谭雪(2013)都采用事件研究法考察控制权转移的市场反应。本文也采用事件研究法,通过测算控制权转移事件期内股价的超额收益率和超额换手率来考察此类事件中内幕交易的严重程度。

1. 超额收益率。张伟强、王裙等(2008)认为,如果超额收益发生在事件宣布前所占的比重较大,说明信息可能已

被提前泄露,存在内幕交易。岳宝宏、王化成(2013)研究认为,如果累计超额收益在信息首次公告日之前就显著不为零,表明信息已提前泄露,存在显著知情交易。本文以均值法作为计算超额收益的主要方法,并以市场调整法进行稳健性检验。均值调整法以事件前的一段清洁窗口期内股票的平均收益率作为正常收益率,股票收益率扣除正常收益率即超额收益率(AR)。计算公式如下:

$$AR = R_t - R_T$$

R_t 为股票在第t日的实际收益率, R_T 为股票在“清洁期”内的平均收益率。本文选取(-140,-61)这80天作为清洁窗口。2012年3月21日兄弟科技股票复牌交易,并披露相关事宜,因此这一天为控制权转移首次公告日。兄弟科技的 R_T 为0.013 913。

$$\sum_{i=t}^1 \text{累计超额收益率} CAR = AR_i$$

其中,t和1为累计计算的AR的起点和终点。

利用均值法计算出兄弟科技在(-30,60)期间的超额收益率AR、累计超额收益率CAR(数据经RESSET金融研究数据库基础数据计算得出,结果保留6位小数)。图1描绘了兄弟科技在均值法下超额收益率和累计超额收益率的变化趋势。

通过计算得出,兄弟科技有限公司控制权转移事件在(-30,60)期间内最高可获得的累计超额收益率为36.57%。公告日前一天的累计超额收益率为30%,公告日前两天的累计超额收益率为17.88%。从图1可看出,公告前19天开始累计超额收益率明显大于0,公告前4天开始,累计超额收益率迅速上升,至公告后1天达到峰值,之后累计超额收益率呈下降趋势,至公告后60天累计超额收益率下降至11.15%。“兄弟科技”事件期的累计超额收益率在信息首次公告日之前就显著不为零,说明信息已提前泄露,存在内幕交易。为了证明结果的稳健性,采用市场法做出的超额收益率和累计超额收益率的趋势图如图2所示。公告前17天开始累计超额收益率明显大于0,同样能够证明兄弟科技控制权转移事件公告前存在内幕交易。

2. 超额换手率。换手率(TR)同样是一种衡量交易活跃程度的指标。本文将超额换手率作为超额交易量的辅助证明工具。

换手率公式为: $TR = V_t / V_{al}$ 。其中, V_t 为成交量(股), V_{al} 为上市流通股总数。

超额换手率(ATR)公式为: $ATR_t = TR_t - TR_T$ 。其中, ATR_t 为证券在第t日的超额换手率, TR_t 为证券在第t日的换手率, TR_T 为“清洁期”(-140,-61)的均值换手率。

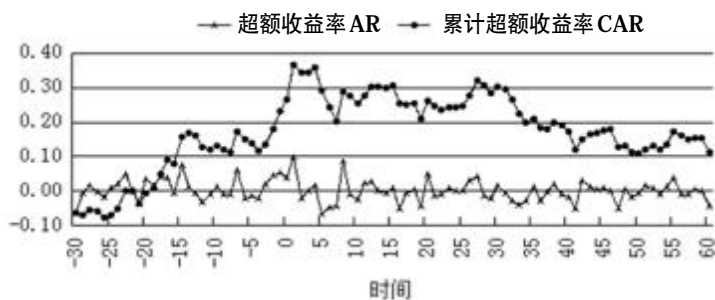


图1 均值法下兄弟科技的超额收益率和累计超额收益率

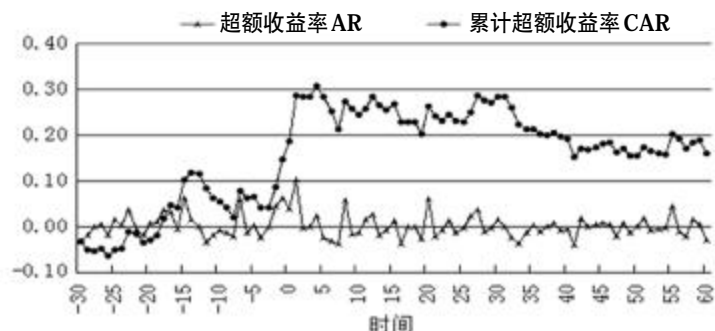


图2 市场法下兄弟科技超额收益率和累计超额收益率

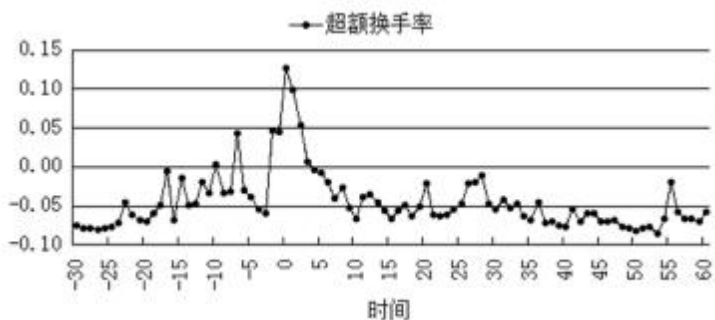


图3 兄弟科技宣告日前后超额换手率

图3为兄弟科技在(-30,60)期间超额换手率情况。如图3所示,超额换手率数值在公告日前3天迅速上升并在宣告日达到峰值,公告日前2天超额换手率显著为正,控制权转移事件宣告后超额换手率迅速下降,并且宣告日前超额换手率明显高于宣告日后。从中可以看出兄弟科技控制权转移事件宣告之前内幕信息已经泄露,即存在内幕交易。

(二)内幕交易严重程度

1. 公告效应和内幕交易效应。本文借鉴祝红梅(2003)、Bris(2005)、吕景胜、邓汉(2012)的做法,采用公告效应以及内幕交易效应来检验内幕交易严重程度。公告效应(AE)是控制权转移信息披露当天到披露日后1天的累积超额收益率 $CAR(0,1)$,与事件期左端点 t_0 到披露日后1天的累积超额收益率 $CAR(t_0,1)$ 之比,公式为:

$$AE = CAR(0,1) / CAR(t_0,1)$$

公告效应反映了事件公告所带来的市场反应占公告前市场反应和公告反应之和的比例。该指标越低,说明股票价格受正式公告披露的影响越小,信息不对称程度越高,内幕交易越严重。反之,该指标越高,说明信息的提前泄露越少,市场上的信息不对称程度越低,内幕交易的严重程度越小。

内幕交易效应即事件期左端点 t_0 到披露日前 1 天的累积超额收益率 $CAR(t_0, -1)$, 与事件期 $(t_0, 1)$ 内 CAR 的最大值 $\max CAR$ 的比值。计算公式为:

$$IE = CAR(t_0, -1) / \max CAR$$

与公告效应的思路类似,内幕交易效应衡量了正式公开披露信息之前事件对公司证券的影响占整个事件期内包括内幕信息和公开信息对公司证券的最大影响的比重。该比例越高越说明证券价格变动主要发生在信息公开披露之前,即掌握控制权的人利用内幕信息获取了私有收益,内幕交易越严重。

2. 兄弟科技内幕交易效应和公告效应。根据均值法下计算出的兄弟科技在事件期内的 AR 、 CAR , 可以得出如下数据:

$$AE = CAR(0, 1) / CAR(t_0, 1) = 26.97\%$$

$$IE = CAR(-30, -1) / \max CAR = 62.89\%$$

均值法下兄弟科技在事件期内的公告效应为 26.97%, 即公开信息公布后的超额收益仅占整个事件期内超额收益的 26.97%, 有 73.03% 的超额收益发生在控制权转移事件正式公开披露信息之前。这说明该事件内幕交易程度较严重。内幕交易效应为 62.89%, 表明信息公告之前, 股票价格的上升占了整个事件期最大上升值的 62.89%, 这也说明了控制权转移事件公开披露之前存在着严重的内幕交易。为了提高结果的稳健性, 本文将市场法下计算的内幕交易效应和公告效应作为结果的稳健性检验。

$$AE = CAR(0, 1) / CAR(-30, 1) = 35.39\%; IE = CAR(-30, -1) / \max CAR = 51.21\%$$

市场法下公告效应 35.39%, 有 64.61% 的超额收益率发生在控制权转移信息正式公开披露之前; 市场法下内幕交易效应为 51.21%, 超过 50%, 同样证明兄弟科技控制权转移事件内幕交易程度的严重性。

(三) 兄弟科技案例具体分析

1. “兄弟科技”股票简介。兄弟科技股份有限公司成立于 1991 年, 公司主要从事维生素、精细化工品、皮革化学品等产品的研发、生产与销售等业务。“兄弟科技”于 2011 年 3 月 10 日在深交所中小企业板上市, 证券代码为 002562。“兄弟科技”2011 年股价虽有小幅波动, 但整体比较平稳。2012 年股价较 2011 相比波动较大, 且有较大幅度的下跌。

2. 内幕交易时期及处罚时间。此次“兄弟科技”内幕

交易发生的最早时间为 2012 年 2 月 29 日, 中华化工副总经理毛海舫妻子仲志真用其账户买入“兄弟科技”股票, 内幕交易发生的最晚时间为 2012 年 9 月 4 日, 仲志真账户将剩余股票卖出, 因此 2012 年 2 月 ~ 2012 年 9 月为此次控制权转移事件兄弟科技内幕交易时期。内幕交易处罚的最早时间为 2013 年 5 月 22 日, 证监会对内幕交易人朱维君、毛海舫下达行政处罚决定书。就内幕交易时期的起始时间与最早处罚时间间隔来看, 时隔 1 年零 3 个月, 耗时较长, 相关部门的查处效率较低, 不利于维护证券市场的稳定性, 且容易给内幕交易者可乘之机, 不利于后续证据的取得。

3. 内幕交易获利额和处罚金额。朱维君系中华化工总经理, 实际知悉内幕信息事宜并在事件期买卖兄弟科技股票, 亏损 9 214.21 元。毛海舫时任中华化工副总经理, 知悉内幕交易事宜, 并将该信息泄露给其妻仲志真, 仲志真账户在内幕交易敏感期内买卖兄弟科技股票并获利 5 733.04 元。金建平时任兄弟科技董事, 将兄弟科技要收购中华化工股权事宜泄露给吕悦明, 并委托吕悦明买卖兄弟科技股票非法获利 245 000 元, 吕悦明利用自有资金买卖兄弟科技股票, 非法获利 2 232 244.52 元, 符合《刑法》第一百八十条规定的“情节特别严重”的情形。

本案例涉及内幕交易金额总计 2 473 763.35 元。证监会分别处以朱维君、毛海舫 3 万元的罚款, 处以仲志真 3.6 万元的罚款。根据 2013 年浙刑二终字第 135 号判决, 金建平和吕悦明都被处以罚金 248 万元。根据《证券法》规定, 内幕交易获利额不足三万元的, 处以三万元以上六十万元以下的罚款, 本案朱维君、毛海舫均被处以最低限额的罚款。根据《刑法》规定内幕交易“情节特别严重”的处违法所得一倍以上五倍以下罚金, 本案例中金建平和吕悦明也几乎被处以最低限额罚金。单就处罚金额来看, 无论是证监会还是法院对内幕交易的处罚力度都较轻。针对近年来此类内幕交易频发的趋势, 相关部门应加大惩罚力度, 否则无法起到法律的威慑力。

4. 内幕交易人员及类型。该内幕交易涉及时任中华化工总经理朱维君、中华化工副总经理毛海舫及其妻仲志真、兄弟科技董事金建平及其朋友吕悦明。涉及人员较为复杂, 控制权转移事件双方董事或高级管理人员、内幕信息知情人的配偶、内幕信息知情人的朋友都参与到内幕交易中。这也是近几年内幕交易发生的趋势, 人员辐射范围广, 配偶泄露内幕信息成为通病, 一些高管在高额利益的诱惑下将信息泄露给亲戚朋友共同实施内幕交易。根据《证券法》第二百零二条规定: 对于泄露内幕信息人的处罚并没有和进行内幕交易人员的处罚分开, 并且对于泄露内幕信息者的处罚也是基于其买卖证券的处罚, 建议进一步细化单独对内幕信息泄露行为的处罚, 以遏制信息泄露行为, 避免内幕信息的进一步泄露。

股权结构与资金占用的实证研究:创业转型的视角

权琳^{1,2}

(1.西安医学院药学院,西安 710012; 2.武汉理工大学经济学院,武汉 430070)

【摘要】本文以创业板上市企业为研究对象,分析认为小股东利益侵占的根源在于创业企业的转型失败。创业企业由创业者管理转型到专业管理是企业生命周期中的革命性转折,在创业板上市为创业转型提供了重要的机遇。然而,IPO前股权结构带来的所有权价值惯性引发转型失败,导致控股自然人上市之后通过降低权力分享、维持控制权来侵占小股东利益。研究发现,第一大自然人股东持股比例越高上市后独立董事规模越小,董事长和总经理职务分离的可能性越小,而小股东利益侵占水平越高。

【关键词】股权结构;董事会;资金占用;创业转型

一、引言

小股东利益侵占是中国上市公司中普遍存在的突出问题。近年来,越来越多的学者认识到,公司治理机制的设计不仅需要关注股东和经理人之间的冲突,也需要考虑股东与股东之间的冲突(Young等,2008;余明桂等,2004;唐建新等,2013)。委托—委托理论认为,由于存在制度不健全,股权集中导致大股东和小股东之间存在冲突,大股东可以通过关联交易、任用亲信、资金占用等多种形

式侵占小股东的利益。

现有研究主要从正式制度角度分析股权集中度影响小股东利益侵占的内部机理。Dharwadkar等(2000)分析发现,代理问题在新兴国家和发达国家具有不同的表现形式。在正式制度不完善的新兴经济国家,外部经理人市场、控制权市场等外部治理机制难以发挥有效的作用。因此,公司治理更加依赖内部的所有权结构、董事会、高管薪酬来解决代理问题。股权高度集中虽然能够较好地解

四、总结

本文对2000~2013年控制权转移事件中内幕交易案例进行梳理,以及对“兄弟科技”典型案例进行详细分析,不难看出我国上市公司控制权转移事件发生的内幕交易程度仍较为严重,且近几年内幕交易人员的类型呈多元化趋势发展。虽然近几年证监会加大了查处力度,查处案件数量呈上升趋势,但是由于对内幕交易追债力度不够、处罚力度小,使得内幕交易成本较低,在巨额利益的诱惑下内幕信息知情人往往铤而走险。

近几年,我国证券市场内幕交易问题主要集中在涉及并购重组等控制权转移事件的题材上,随着我国资本市场并购重组深度和广度的进一步增加,控制权转移市场中的内幕交易行为将在一定时期内持续存在。内幕交易严重扰乱了证券市场的秩序,造成资本市场的信息不对称。但是通过以上分析可以看出,证监会及相关部门对控制权转移内幕交易的查处效率较低,处罚力度不够,这与内幕交易的泛滥形成鲜明的对比。内幕交易犯罪成本较低,加之内幕信息多会给利用者带来经济利益,导致许多获取内幕信息的人产生侥幸心理,铤而走险。近年来内幕交易人员类型更加多样,涉及人员范围更加广泛,但是

从表中可以看出内幕信息知情人或多或少都与内幕信息主体具有一定的关系。马元驹(2008)认为,信息披露主体在经济信息的传递过程中会根据自己血缘、地缘和利益的亲疏关系向特定对象披露内幕信息,这种现象使得无关系的中小投资者遭受损失。针对这种现象,相关部门应尽快完善信息披露制度,建立更加完善和公平的信息披露机制,对内幕信息泄露者和非法获取内幕信息并交易的人采取更加严厉的处罚措施。

主要参考文献

唐雪松,马如静.内幕交易、利益补偿与控制权转移——来自我国证券市场的证据[J].中国会计评论,2009(1).

王培欣,谭雪.上市公司控制权转移的市场反应研究[J].管理科学,2013(6).

张伟强,王珺,廖理.股权分置改革中的“实惠效应”与“未来效应”[J].中国工业经济,2008(11).

岳宝宏,王化成.控制权转移中内幕交易严重程度研究[J].经济与管理研究,2013(11).

马韪.关于我国现阶段证券市场内幕交易监管的思考[J].投资研究,2011(5).