

管理科学与工程丛书

主编：葛新权

控制权转移中的 内幕交易

——基于中国上市公司的经验证据

Insider Trading
in Control Transfer Process:
Evidence from
Listed Companies in China

岳宝宏 著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

管理科学与工程丛书

主 编：葛新权

控制权转移中的内幕交易

——基于中国上市公司的经验证据

Insider Trading in Control Transfer Process:
Evidence from Listed Companies in China

岳宝宏 / 著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目 (CIP) 数据

控制权转移中的内幕交易：基于中国上市公司的经验证据 / 岳宝宏著. —北京：社会科学文献出版社，2012.7

(管理科学与工程丛书)

ISBN 978-7-5097-3445-2

I. ①控… II. ①岳… III. ①证券市场-监管制度-研究-中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 107357 号

管理科学与工程丛书

控制权转移中的内幕交易

——基于中国上市公司的经验证据

著 者 / 岳宝宏

出 版 人 / 谢寿光

出 版 者 / 社会科学文献出版社

地 址 / 北京市西城区北三环中路甲 29 号院 3 号楼华龙大厦

邮政编码 / 100029

责任部门 / 财经与管理图书事业部 (010) 59367226

责任编辑 / 王莉莉

电子信箱 / caijingbu@ssap.cn

责任校对 / 师旭光

项目统筹 / 恽 薇

责任印制 / 岳 阳

经 销 / 社会科学文献出版社营销中心 (010) 59367081 59367089

读者服务 / 读者服务中心 (010) 59367028

印 装 / 北京季蜂印刷有限公司

开 本 / 787mm × 1092mm 1/20

印 张 / 9.2

版 次 / 2012 年 7 月第 1 版

字 数 / 120 千字

印 次 / 2012 年 7 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978-7-5097-3445-2

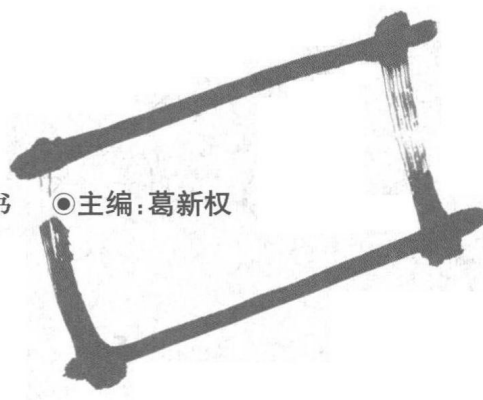
定 价 / 39.00 元

本书如有破损、缺页、装订错误，请与本社读者服务中心联系更换

 版权所有 翻印必究

管理科学与工程丛书

●主编:葛新权



本书受北京市教委科学技术与研究生建设项目资助
本书受北京市重点建设学科管理科学与工程建设项目资助

总 序

基于 2003 年北京机械工业学院管理科学与工程硕士学位授予权学科被批准为北京市重点建设学科，我们策划出版了这套丛书。

2004 年 8 月，北京机械工业学院与北京信息工程学院合并筹建北京信息科技大学。

北京机械工业学院工商管理分院 2004 年建立了知识管理实验室，2005 年建立了北京地区第一个实验经济学实验室，2005 年 8 月主办了中国第一次实验经济学学术会议，2005 年 12 月获得 2005 年度北京市科学技术奖二等奖一项，2006 年 4 月获得北京市第九届人文社科优秀成果二等奖两项。2006 年 5 月，工商管理分院的知识管理研究团队被批准为北京市教委人才强教计划学术创新团队；2006 年 10 月，工商管理分院被批准为北京市哲学社会科学研究基地——北京知识管理研究基地。

2006 年 12 月，北京机械工业学院工商管理分院与北京信息工程学院工商管理系、经济贸易系经贸教研室合并成立

北京信息科技大学经济管理学院。2008年3月，企业管理学科被批准为北京市重点建设学科。

2008年4月，教育部正式批准成立北京信息科技大学。

经济管理学院是北京信息科技大学最大的学院。经过2007年10月学科专业调整（信息系统与信息管理专业调出）后，经济管理学院拥有管理科学与工程、企业管理、技术经济及管理、国民经济学、数量经济学5个硕士学位授予权学科；拥有工业工程专业硕士学位授予权；拥有会计学、财务管理、市场营销、工商管理、人力资源管理、经济学6个本科专业，设有注册会计师、证券与投资、商务管理、国际贸易4个专门化方向。

经济管理学院下设5个系：会计系、财务与投资系、企业管理系、营销管理系、经济与贸易系；拥有实验实习中心，包括会计、财务与投资、企业管理、营销管理、经济与贸易、知识管理、实验经济学7个实验室；现有教授12人、副教授37人，具有博士学位的教师占23%，具有硕士学位的教师占70%。在教师中，有博士生导师、跨世纪学科带头人、政府特殊津贴获得者，有北京市教委人才强教计划学术创新拔尖人才、北京市教委人才强教计划学术创新团队带头人、北京市哲学社会科学研究基地首席专家、北京市重点学科带头人、北京市科技创新标兵、北京市青年科技新星、北京市政府顾问，还有国家注册审核员、国家注册会计师、大型企业独立董事、一级学术组织常务理事、证券投资专家，他们分别在计量经济学、实验经济学、知识管理、科技管

理、证券投资、项目管理、质量管理和财务会计教学与研究领域颇有建树，享有较高的知名度。

经济管理学院成立了知识管理研究所、实验经济学研究中心、顾客满意度测评研究中心、科技政策与管理研究中心、食品工程项目管理研究中心、经济发展研究中心、国际贸易研究中心、信息与职业工程研究所、金融研究所、知识工程研究所、企业战略管理研究所。

近3年来，在提高教学质量的同时，经济管理学院在科学研究方面也取得了丰硕的成果。完成了国家“十五”科技攻关项目、国家科技支撑计划项目、国家软科学项目等8项国家级项目和12项省部级项目；荣获5项省部级奖；获得软件著作权24项；出版专著16本；出版译著2本；出版教材10本；发表论文160余篇。这些成果直接或间接地服务于政府部门以及企业，特别是服务于北京社会发展与经济建设。为重点建设学科“管理科学与工程”的建设与发展打下了比较坚实的基础，促进了企业管理学科建设，形成了基于知识管理平台的科技管理特色，也形成了稳定的研究团队和知识管理、科技管理、知识工程与项目管理3个学术研究方向。在北京市教育委员会科学技术与研究生建设项目、北京市重点建设学科管理科学与工程建设项目、北京市属高等学校人才强教计划——知识管理研究学术创新团队项目、北京市属高等学校科技创新平台项目、北京知识管理研究基地资助下，我们把建设成果结集出版，形成了这套“管理科学与工程丛书”。

“管理科学与工程”学科发展日新月异，我们取得的成果不过是冰山一角，也不过是一家之言，难免有不当甚至错误之处，敬请批评指正。这也是我们出版本丛书的一个初衷。让我们共同努力来提高中国管理科学与工程学科研究的学术水平。

在北京市教委与北京信息科技大学的大力支持与领导下，依靠学术团队，我们有信心为管理科学与工程学科建设、科学研究、人才培养与队伍建设、学术交流、平台建设与社会服务作出更大的贡献。

主编 葛新权

2008年4月于北京育新花园

前 言

我国的证券市场已经成立 20 余年，从成立至今，尽管相关法律法规不断完善，监管机构的执法能力越来越成熟，但是，内幕交易一直是难以有效解决的病症之一。郑顺炎（2002）在其所著的《证券内幕交易规制的本土化研究》中写道：“现在股票市场上投机钻营的人们更是对此（内幕交易）趋之若鹜，关系—内幕信息—赚钱，它已经成为许多投资者奉行的标准游戏模式。”由此可见，内幕交易在我国股票市场上如此猖獗。投资者信心是资本市场的基石，为了维护投资者信心、保护投资者利益、保障市场健康运行，证监会主席郭树清（2012）表示，资本市场的内幕交易就是盗窃行为，要继续把打击内幕交易作为证监会的工作重点。

控制权市场作为公司治理的外部治理机制，一直被认为对于提升上市公司经营业绩、促进产业升级换代、替换不合格的经理人等有重要作用。然而，由于中国证券市场在成立之初所承担的特殊使命，以及存在的制度障碍，控制权转移作为控制权市场发挥治理作用的重要方式异化为相关利益团

体攫取控制权私有收益的重要渠道，加之监管的不足及对投资者保护的匮乏，我国的控制权转移存在许多问题。最突出的问题就是我国的控制权转移事件在宣告日之前存在着严重的信息泄露，即控制权转移尚在酝酿时，股价便开始启动，在控制权转移出台前，股价迅速上升，待控制权转移信息正式公告，股价马上回落。这一现象表明，我国上市公司控制权转移中存在明显的信息泄露和内幕交易痕迹。

本书希望在借鉴前人对证券市场内幕交易研究成果的基础上，以控制权转移的市场反应为切入点，系统研究 2001 ~ 2007 年发生的控制权转移事件中内幕交易者行为、内幕交易者的收益率、内幕交易的严重程度、市场监控体系的完善等问题，为中国证券市场内幕交易研究提供阶段性的成果。

本书篇章结构除前言外，主要由八个章节组成。

第一章为本书的研究缘起，通过描述本书的研究背景及相关文献，指出由于我国证券市场在成立之初所承担的特殊使命，加之监管的不足及投资者保护的匮乏，我国的控制权转移存在许多问题。最突出的问题就是我国上市公司控制权转移中存在明显的信息泄露和内幕交易痕迹。而国内尚没有通过控制权转移的市场反应来系统研究内幕交易的严重程度、内幕交易者收益的文献。在明确本书的研究背景后，进一步说明本书研究的理论意义和实践意义。

第二章为本书研究的相关理论基础和文献回顾，本章首先阐述了内幕交易的外部效应理论和内幕交易的监管效率理论，从而对内幕交易进行理性客观的经济学分析。本章的文

献回顾从三方面展开：内幕交易的相关文献；控制权转移的相关文献；控制权转移中的内幕交易的相关文献。通过相关文献回顾，将进一步明确本书的研究空间。

第三章为本书研究的制度背景及我国目前内幕交易的监管现状。在制度背景中，本书首先回顾了我国的控制权市场发展历程，阐释了控制权市场发挥作用的控制权转移中存在的相关问题。在监管现状方面，指出我国目前关于内幕交易的监管在规制层面上已经有长足的进步，但相关规制的运行还存在很多问题。本章还分析了由于市场参与者的结构性不成熟、治理结构的特殊性以及法律监管的不足，我国控制权转移中内幕交易行为存在的必然性。

第四章为控制权转移中的内幕交易存在性研究，本部分采用事件研究法，通过研究控制权转移事件宣告前后的超额收益率、超额交易量及超额换手率来甄别控制权转移前的内幕交易行为。

第五章为控制权转移中的内幕交易严重程度及影响因素研究，本章借鉴 Bris（2005）的做法，以控制权转移宣告的公告效应来衡量内幕交易的严重程度。在影响因素方面，本部分通过理论分析及借鉴相关文献，选取了公司资产规模、股权制衡程度等相关指标作为影响内幕交易严重程度的因素。

第六章为内幕交易者收益率及影响因素研究，本部分首先对如何计算内幕交易者收益的相关文献进行梳理，并结合中国实际，借鉴 Bris（2005）的方法，间接确定了内幕交易者的收益率。本章也进行了内幕交易者收益影响因素的分析。

第七章为控制权转移中内幕交易监管的重要性及政策建议，本章首先以 Kyle (1985) 的单期模型为基础，在模型中加入内幕交易监管，进而推导出加入监管后的均衡结果，以此来说明引入监管后，内幕交易者的交易策略及影响，阐释控制权转移中内幕交易监管的重要性。另外，本章通过对截至目前中国证监会稽查并公布结果的涉及控制权转移中的内幕交易的案例进行梳理和剖析，分析了我国目前控制权转移中的内幕交易监管现状，并结合前面的研究结论提出了相关政策建议。

第八章为研究结论和研究局限。

本书是由笔者的博士学位论文修改、校订而成的，在写作过程中得到了许多学者的无私帮助和支持。首先感谢北京市知识管理研究基地首席专家葛新权教授，他对本书的结构修改、出版规划给予了厚重指导；感谢我的博士生导师王化成教授，在他的指导和启发下，我的论文写作才有了某些关键性的进展；感谢博士同门兄弟姐妹和北京信息科技大学的同事为我提供的帮助。本书的完成离不开前人的研究基础和同行富有创新的文献支持，在此谨向他们表示真诚的谢意。同时，我亦深知，限于时间和能力，书中难免存在一些不足，期待着同行的宝贵意见和建议。

岳宝宏

2012 年 2 月

目 录

前言 / 1

第一章 导论 / 1

- 一 选题背景与研究意义 / 1
- 二 研究内容与研究框架 / 6
- 三 研究方法 / 12
- 四 研究创新点 / 14

第二章 文献综述 / 16

- 一 内幕交易相关文献回顾 / 18
- 二 控制权转移相关文献回顾 / 25
- 三 基于控制权转移的内幕交易研究 / 29
- 四 本章小结 / 32

第三章 制度背景及内幕交易监管现状 / 34

- 一 制度背景 / 34
- 二 我国内幕交易监管现状 / 42

三 我国控制权转移中内幕交易存在的必然性 / 48

四 本章小结 / 49

第四章 控制权转移中内幕交易存在性研究 / 51

一 引言 / 51

二 样本选择 / 53

三 内幕交易存在性的甄别方法 / 55

四 实证结果与分析 / 60

五 竞争性假说 / 67

六 本章小结 / 71

第五章 控制权转移中内幕交易严重程度研究 / 73

一 引言 / 73

二 内幕交易严重程度的界定——公告效应和内幕交易效应 / 78

三 控制权转移中内幕交易严重程度 / 80

四 内幕交易严重程度的影响因素分析 / 82

五 本章小结 / 91

第六章 控制权转移中内幕交易者收益率研究 / 93

一 引言 / 93

二 内幕交易者收益率衡量方法 / 97

三 控制权转移中内幕交易者收益率 / 99

四 内幕交易者收益率的影响因素分析 / 101

五 本章小结 / 114

第七章	控制权转移中内幕交易的监管 / 116
一	控制权转移中内幕交易监管的重要性 / 116
二	我国控制权转移中的内幕交易监管案例 / 126
三	控制权转移中内幕交易的监管建议 / 141
四	本章小结 / 144
第八章	结论、研究局限及展望 / 145
一	研究结论 / 145
二	研究局限与展望 / 148
参考文献 / 150	
后 记 / 165	

Contents

Foreword / 1

Chapter 1 Introduction / 1

1. Research Background and Significance / 1
2. Research Main Contents and Framework / 6
3. Research Methods / 12
4. Innovation / 14

Chapter 2 Foundation of Research and Literature Review / 16

1. Literature About Insider Trading / 18
2. Literature About Control Transfer / 25
3. Literature About Insider Trading in Control Transfer Process / 29
4. Chapter Summary / 32

Chapter 3 Background and Current Situation of Insider Trading Supervision / 34

1. Background—Chinese Special Supervision System / 34