

概念炒作背后的国有股减持与时机选择

——基于重庆啤酒的案例研究

刘星¹ 张超

(重庆大学经济与工商管理学院, 重庆 400030)

【摘要】以重庆啤酒疫苗事件为例,分析当前存在的概念炒作现象,研究上市公司择机减持国有股的行为要素及其经济后果。研究发现:尽管重庆啤酒声称多年来对疫苗研制信息是合规披露的,但由于相关监管制度的缺失与不完善,国有大股东在长期窗口中利用概念炒作获得减持机会,实现减持操作,造成股价大幅波动,损害中小股东利益。国有股减持行为只有在法律法规不断健全与完善的前提下才能达到社会福利最大化的目标。

【关键词】概念炒作;国有股减持;减持时机选择;后股权时代;股权结构;大股东减持;重庆啤酒

【中图分类号】F832. 51 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-4833(2014)02-0085-10

一、引言

自股权分置改革以来,大股东减持股份便成为学者和监管者关注的焦点。根据《上市公司股权分置改革管理办法》,非流通股在变为流通股满三年后便可实现全流通。解禁后的股份如能被平稳减持将是最理想的状态。但现实情况是,部分大股东在限售股解禁后迅速减持或择机减持,引起投资者猜疑并造成市场股价大幅波动,严重损害了中小投资者的利益。由于减持过程是资本结构、股权结构转变的过程,它集中体现为大股东与中小股东之间的代理矛盾,因此上市公司治理问题尤为突出。

相对而言,国有股减持需要经过层层审批,所以较少存在“迅速减持”或“择机减持”等现象。不过,面对解禁后巨大的资金引力,寻找适当的时机减持仍成为国有控股方的选择。我国国有企业天生具备一股独大的特征,国有股减持是不断完善公司治理进而建立现代公司治理模式的路径之一,因此,规范国有股减持行为成为稳步推进资本市场建设、提高公司治理水平的一个重点。国家先后出台了《企业国有产权转让管理暂行办法》、《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》和《中华人民共和国企业国有资产法》等法规,用于规范国有股权转让和产权转移等行为。但是,由于缺少相关的实证研究结论与市场信息反馈,这一类立法在中小投资者保护的具体操作上仍需完善。为此,进一步探讨国有股减持的行为机理和行为结果显得尤为重要。

本文运用不完全理性行为理论以及信息不对称理论,结合国有上市公司这一特殊产权性质特征,对重庆啤酒股份有限公司(简称“重庆啤酒”)进行深入分析,在透视概念炒作现象的基础上,系统分析国有大股东减持的行为要素及其后果。后文将按

¹收稿日期:2013-07-19

基金项目:国家自然科学基金项目(71232004、71172082、70902030、71372137);教育部人文社会科学基金项目(11XJC790015、09YJC630242);中央高校基本科研业务费重庆大学创新基金项目(CDJXS12020020)

作者简介:刘星(1956—),男,河南镇平人,重庆大学经济与工商管理学院院长,教授,博士生导师,从事公司财务与会计理论研究;张超(1986—),男,湖南长沙人,重庆大学经济与工商管理学院博士研究生,从事公司财务与资本市场研究。

照“理论支持——异象描述——外源因素——内源因素——理论成因与启示”的过程，逐步深入讨论。

二、相关理论与文献回顾

资本市场中炒作的行为理论源自于不完全理性行为理论，其中因炒作而产生的投资者情绪便是由投资者非理性而引起的，造成股票价格短期甚至长期偏离基本价值，出现股价价格大幅波动。投资者情绪影响企业行为的途径有“股权融资渠道”和“理性迎合渠道”。前者说明上市公司在融资过程中存在市场择机，后者说明理性管理者通过更改投资决策(如减持)迎合外部投资者情绪。国外学者根据信息不对称理论，认为企业内部人具有内幕信息优势和价值判断优势，存在增持与减持交易的短期时机选择行为，且交易一年后的超额收益表明，择机收益观测期可向长期扩展^[1]。基于以上两种理论的研究结果可看出，时机选择行为的产生既有外源因素的作用，又有内源因素的作用。

出于对择机水平的考察，部分学者研究了股权转让过程中的溢价现象，认为流动性和控制权收益都与转让溢价正相关，其理论包括“流动性溢价”假说和“控制权收益”假说等^[2]。当股票流动性较好时，大股东通过内幕交易获得控制权收益，择机处置股权并放弃对管理层的监管，但在减持过程中大股东还需权衡流动性与控制权之间的损益，因为过多利用流动性将失去控制权。此外，政府也常以股东的角色参与到股权转让中。“掠夺之手”模型表明政府在产权方面的改革趋向于迎合政治利益，而并非完全以社会福利最大化为目标。在结果分析方面，国有企业的控制权转向非政府主体时，企业中长期经营业绩有显著增加，而当转向其他政府主体时，中长期经营业绩并没有显著变化^[3]，这一研究说明在长期窗口下，国有股减持具有积极意义。

国内学者针对大股东减持动机的研究发现，解禁股低成本套现、经营状况不佳且市场高估、规避风险以及大股东利益侵占等是大股东减持股份的主要原因^[4]。大股东减持数量与减持前的业绩并不存在直接相关，而主要取决于其对上市公司前景的预期。学者们利用事件研究法发现，减持对股价产生下跌的压力。在机会选择上，大股东具有盈余管理和信息披露控制等行为，从而影响股价而获得减持机会。股权分置改革后，大股东具有更强的盈余操纵动机，他们通过股份减持实现自身利益最大化，不过国有股减持的限制导致国有大股东的减持动机相对较弱。另外，学者们针对政府控制权转移的研究发现，增进企业经营效率、增加财政收入和政治战略博弈是放弃政府控制权可能的原因，进而他们把影响政府控制国企的内生性因素归纳为政治动机和经济动机两类。其中，政治动机又明显高于经济动机，即减持中政府倾向于保留规模较大的和有战略意义的企业，而非经营业绩较好的企业^[5]。

结合国内外的理论研究我们发现，国有大股东具有一般大股东减持股份的动机，虽然股改后存在股权转让限制使其自利动机降低，但较强的政治压力将诱发股权转让和控制权转移等行为。我国资本市场的非理性投资行为仍占据市场主导地位，随着限售股不断被解禁，作为内部人的国有大股东很可能利用市场情绪波动以及增加的流动性而选择减持时机，此举既可达到政治目的又能实现一定的经济目的。那么，在实践中，国有股减持是否受到政治因素和经济因素的联合作用?减持过程中国有大股东是否利用市场情绪波动(如因炒作使得股价大涨大跌时)进行时机选择?在情绪极大波动的情况下，国有大股东减持是否会影响到中小投资者的利益?对于这些问题的考察不仅将使我们国有控股背景下的国有股减持行为有更深刻的认识，而且对提高政府监管水平、完善资本市场制度有着启示作用。

本文以重庆啤酒作为案例公司，尝试以单案例分析方法解答以上问题。我们选择重庆啤酒作为研究对象的原因在于：①对疫苗概念的炒作使重庆啤酒获得了优于行业平均水平的股价表现和超过同行业企业的市场关注度，造成投资者情绪持续高涨；②重庆啤酒作为国有企业，受到政治因素影响较为明显；③在概念炒作期发生了股份减持、国有股权转让的重大事件；④疫苗研制宣布失败后，股价暴跌对相关利益人造成了重大影响。基于以上原因，我们认为采用重庆啤酒作为研究对象，能够较清晰地分析本文提出的相关问题。

三、经营业绩与市场表现——异象描述

重庆啤酒由重庆啤酒集团公司(简称“重啤集团”)于1993年独立发起,主要从事啤酒的生产及销售业务。1997年,重庆啤酒在A股上市,股票代码600132。2009至2011年,其西南地区主营业务收入占总营业收入超过七成,2011年末在西南地区市场占有率45%,其中在重庆地区达到80%以上。此外,旗下“山城”商标是“中国驰名商标”了不错的核心竞争力和较强的区位优势。

尽管重庆啤酒在业内具有一定影响力,但其并非啤酒行业中的翘楚。如表1所示,中国啤酒业三大巨头青岛啤酒(股票代码:600600)、燕京啤酒(股票代码:000729)以及华润雪花都拥有更高的销量和市场占有率。无论从公司成长性、盈利能力还是现金流创造力来观察,重庆啤酒与业内龙头企业相比均无优势,只处于行业平均水平(由于篇幅原因未列出)。

表1 2007年—2011年啤酒销量与市场占有率水平

啤酒销量 (万千升)	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	复合增长率 (%)
重庆啤酒	101	104	112	115	116	2.81
青岛啤酒	506	543	600	658	715	7.16
燕京啤酒	401	423	467	503	550	6.52
华润雪花	690	726	837	928	1023	8.19
全国总量	3900	4100	4236	4483	4898	4.66%
市场占有率 (%)	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	复合增长率 (%)
重庆啤酒	2.59	2.54	2.64	2.57	2.37	-1.76
青岛啤酒	12.97	13.24	14.16	14.68	14.60	2.40
燕京啤酒	10.28	10.32	11.02	11.22	11.23	1.78
华润雪花	17.69	17.71	19.76	20.70	20.89	3.38

注:数据主要来源于各公司年报与官方披露,个别数据经由网络资料补齐。

除主营啤酒业务外,重庆啤酒于上市之初就有意触及医药行业。1998年,重啤集团联合科研机构成立“佳辰生物”,随后即将52%的股份转让给重庆啤酒,从而使重庆啤酒正式开始“乙肝疫苗”的研制。2001年重庆啤酒通过配股向佳辰生物增资,其股权达到93.15%。图1为佳辰生物股权关系图。

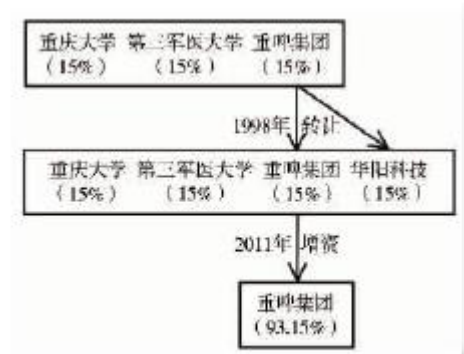


图1 佳辰生物股权关系图

疫苗研制期间,重庆啤酒的股价持续高涨,直至2011年12月8日重庆啤酒披露的临床试验II期b阶段结果显示疫苗无显著疗效,股价几天内从最高81.06元/股连续暴跌至20多元/股。2012年4月18日,实验总结报告的发出,宣告了历经13年的疫苗研发最终失败。表2是疫苗临床研究的详细进程。

表2 疫苗临床研究进程

日期	事项
2003 年 06 月	临床 I 期开始
2004 年 11 月	临床 I 期总结会议
2005 年 06 月	获批临床 II 期 a 阶段
2006 年 04 月	临床 II 期 a 阶段开始
2007 年 12 月	临床 II 期 a 阶段结束
2008 年 05 月	临床 II 期 b 阶段申请
2009 年 01 月	临床 II 期 b 阶段实验研究者会议
2009 年 08 月	获批临床 II 期 b 阶段,同时临床 II 期 b 阶段(北方组)开始
2010 年 04 月	临床 II 期 b 阶段(北方组)招募完成
2010 年 06 月	多中心启动会议,临床 II 期 b 阶段(南方组)开始
2011 年 02 月	临床 II 期 b 阶段(南方组)招募完成
2011 年 11 月	临床 II 期 b 阶段(北方组)数据揭盲
2012 年 01 月	临床 II 期 b 阶段(北方组)总结报告
2012 年 04 月	乙肝疫苗临床试验(北方组)总结报告

注:资料来源于上海证券交易所网站临时公告、定期报告。

自从成立佳辰生物,重庆啤酒便受到较多的关注。如下页表 3 统计显示,重庆啤酒 165 个交易月月末股价标准差为 15.06,显著高于燕京啤酒 4.04、青岛啤酒 11.32 以及行业平均水平 3.95,这表明重庆啤酒比同业企业更受关注。那么,是什么原因导致一家上市公司在副业上的投资能吸引到如此多的眼球呢?

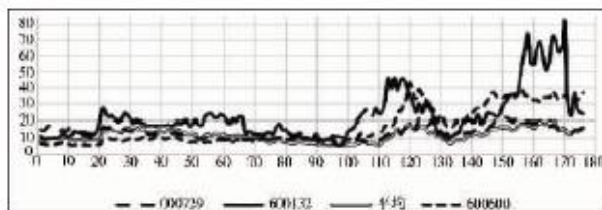
据了解,现已成熟的乙肝疫苗技术属于预防性技术,只能对乙病毒感染起到预防作用,但重庆啤酒投资研制的乙肝疫苗属于治疗性疫苗,它能克服人体的特定范围内免疫不足,对乙肝起到治疗作用。当前,同时有多个公司在研制治疗性乙肝疫苗,但均尚未取得实质性成果。一言以蔽之,无论哪家公司率先取得重大突破都将获得巨大的市场利益。

表3 1998 年 8 月—2012 年 5 月月末股价描述性统计

	重庆啤酒	燕京啤酒	青岛啤酒	行业平均
最大值(元)	81.06	22.66	43.29	19.75
最小值(元)	7.76	5.66	5.31	4.69
标准差	15.06	4.04	11.32	3.95
月数(个)	165	166	164	166

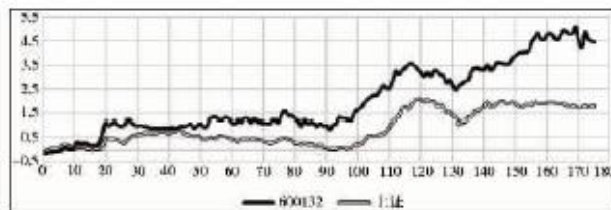
注:数据来源于 CSMAR 数据库。

随着乙肝疫苗研制的时间推移,概念炒作的力度也水涨船高。如下页图 2 所示,在横轴点第 13 个交易月(佳辰生物成立)附近,重庆啤酒股价开始超过行业龙头青岛啤酒(临床试验 II 期 b 阶段数据揭盲之后以及期间少数月份除外),都具有相对较高的股价。同样下页图 3 的累积收益率显示,1998 年中旬以后重庆啤酒的累计收益率开始超过上证 A 股市场,并从横轴点第 135 个交易月(临床 II 期 b 阶段实验研究者会议)开始差距逐渐扩大。当重庆啤酒股价达到最高 83 元/股时,其市值高达 400 亿元,但当年营业收入仅 23 亿元。对比之下,青岛啤酒具有几乎相等的市值,而营业收入达到 200 亿元。即便乙肝疫苗具有超常的潜在市场利益,在临床实验数据正式公布前的股价也不应如此之高。是什么力量在炒作疫苗概念?重庆啤酒高层就无所作为吗?



注：数据来源于CSMAR数据库，个别月份无交易。

图2 1997年10月—2012年5月月末股价(单位:元)



注：数据来源于CSMAR数据库。

图3 1997年10月—2012年5月月末累计收益率(%)

四、信息披露与概念炒作——外源因素分析

为了进一步分析以上问题，我们将时间聚焦于2009年初到2011年11月之间。正如前文所述，这一时期是概念炒作最为明显的时候。从图4可以看出，横轴第276个交易日(2010年3月1日)开始放量交易，以此时间点为分界线，表4统计了重庆啤酒主动披露疫苗研制信息的次数、外部券商提供疫苗研制相关研究报告的次数以及这些研究报告表达的投资态度(强烈推荐、推荐、增持、持有和减持等)。由统计数据可知，688个交易日中内部主动披露22次，远远低于外部研究报告52次。单独就研究报告而言，不利于股价上涨的研究报告11次，显著低于有利于抬高股价的研究报告41次，其中有34次是“强烈推荐”。在2010年3月1日之前，压低股价的研究报告占据了11次中的7次，而“强烈推荐”只有2次；交易放量后，压低股价的研究报告明显减少而“强烈推荐”显著增多。由此可见外部研究报告很有可能是概念炒作的手段，且助涨言辞越激烈效果越显著。

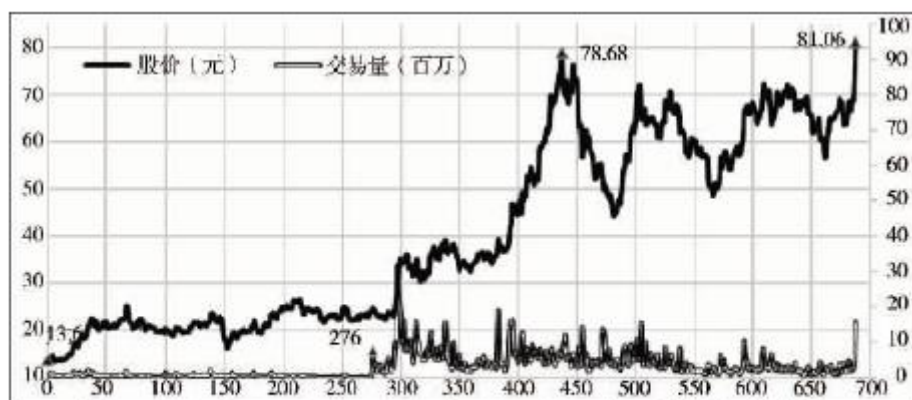


图4 2009年1月5日—2011年11月25日每日股价与交易量

注：数据来源于CSMAR数据库。

表4 2009年1月5日—2011年11月25日主动披露与外部研究报告(单位:次)

2010年3月1日	主动披露	外部研究报告						
		合计	压低	抬高				
				小计	持有	增持	推荐	强烈推荐
总计	22	52	11	41	3	3	1	34
之前	2	12	7	5	2	1	0	2
之后	20	40	4	36	1	2	1	32

注：考虑到年报、半年报和季报主要是针对经营业绩的报告，为提高测度的准确性，故没有将定期报告计算在主动披露次数内。
数据来源于上海证券交易所网站和新浪财经、搜狐财经等网络媒体。

为了检验以上推论，本文借鉴Barber等^[6]的方法，对其展开回归分析。首先，本文以60日窗口期的个股收益率对市场收益率展开回归，据此求得异常收益率，并计算累计超额收益率(CAR)，再分别求当日与前一日差额、前后三日均值差额，用Y1和Y2表示。其次，本文设发布研究报告、发布利于抬高股价的研究报告、发布“强烈推荐”的研究报告和主动披露分别为X11、

X12、X13 和 X2，若当日发布了(或披露了)计为 1，否则计为 0。此外，为了排除主动披露对研究报告的影响，降低变量间多重共线性，我们还将发布研究报告当日且主动披露的 X 值设置为 0，用 X01、X02、X03 表示，以严格区分研究报告和主动披露对股价的影响。本文将 Y 作为因变量 X 作为自变量展开回归。

如表 5 结果所示，除以 Y2 为被解释变量时的 Column2 组不显著外，其他外部研究报告系数均显著为正，并且系数随言辞的激烈程度变强而逐渐变大，说明研究报告抬高了股票价格，且措辞越激烈效果越明显。同时，X2 系数在各组中均不显著，说明重庆啤酒的信息披露行为对股价并没有直接提升效果，也没起到缓解投资者情绪高涨的作用。值得关注的是，重庆啤酒在股价处于上升通道时，没有发布一次风险提示公告，但从数据揭盲到发出疫苗研制总结报告共有 11 次投资风险提示。

表 5 主动披露、外部研究报告与股价变动回归结果

		Column1			Column2		
		X ₁₁	X ₁₂	X ₁₃	X ₀₁	X ₀₂	X ₀₃
Y ₁	X ₁ /X ₀	0.0167 ** (2.36)	0.0174 ** (2.11)	0.0212 ** (2.29)	0.0159 ** (2.06)	0.0184 ** (2.00)	0.0240 ** (2.23)
	X ₂	-0.0104 (-1.07)	-0.0102 (-1.03)	-0.0120 (-1.19)	-0.0021 (-0.23)	-0.0022 (-0.24)	-0.0023 (-0.25)
Y ₂	X ₁ /X ₀	0.0296 ** (2.04)	0.0306 * (1.81)	0.0380 ** (2.00)	0.0230 (1.45)	0.0232 (1.23)	0.0305 (1.38)
	X ₂	-0.0146 (-0.73)	-0.0141 (-0.70)	-0.0175 (-0.85)	-0.0001 (-0.00)	-0.0004 (-0.02)	-0.0004 (-0.02)

注：*、** 和 *** 分别是在 10%、5% 和 1% 水平上显著。在更为严格的稳健性检验中，我们还控制了股票市场平均收益率和行业平均收益率，以排除股市整体环境和行业环境的影响，由于结果与上表无差异，因此并没有列出。

综上所述，外部券商提供偏激的研究报告炒作了疫苗概念，而重庆啤酒在信息披露上的“无为”又为此提供了温床。原大股东之一的大成基金首席表示：黄明贵先生作为重庆啤酒公司董事长，应当认真履行勤勉尽职义务，对信息披露的真实性、准确性、完整性以及公司治理的规范性负责；在此次事件上，其负有不可推卸的责任”。但是值得注意的是，重庆啤酒在信息披露方面其实是“有所为”的：从 2009 年 8 月 26 日到 2010 年 4 月 15 日共 142 个正常交易日，重庆啤酒没有任何关于疫苗研制的信息披露；而从 2010 年 6 月开始转变为每周至少一次的主动披露。我们不禁要问，重庆啤酒此举又“意欲何为”？是否真如董事长黄明贵所说的那样：“对于信息披露，做了应做工作，对此我问心无愧”？

五、国有股减持的三要素及其经济后果——内源因素分析

(一) 信息披露量变与国有股减持

面对使股价暴涨暴跌的炒作行为，重庆啤酒董事长在 2012 年 2 月的罢免议案中表现出些许无奈，但即便如他强调的那样“公司已按照证监会要求做了信息披露”，至少还有两个需要进一步探讨的问题：①披露的信息有价值吗？②由较少披露变为频繁披露，其目的是什么？由前文分析可知，重庆啤酒的信息披露并不涉及疫苗研制的核心数据，研制进程的提示除了能吸引市场注意力外，并不能为外部投资者提供投资决策所需的价值信息。

表6 信息披露量变过程

信息披露状态	日期	事件
无主动披露	2009年08月26日	临床II期b阶段(北方组)开始
	2009年09月27日	重啤集团限售解除
	2010年03月01日	开始放量增长
	2010年04月02日	收到轻纺集团重大事项商议函件
	2010年04月06日—	停牌
	2010年04月13日	拟进行协议转让的提示性公告
过渡期	2010年04月12日	拟进行协议转让并公开征集受让方信息公告
	2010年04月14日	临床II期b阶段(北方组)招募完成
	2010年04月15日	公开征集方式转让公告
频繁披露	2010年04月30日	临床II期b阶段(南方组)开始
	2010年06月04日	确定向嘉士伯转让股权
	2010年06月10日	股权过户完成

注:资料来源于上海证券交易所网站临时公告、定期报告。

我们在上页表6列示了信息披露过程。据此可知,重啤集团所控制的32.25%股份于2009年9月27日解除限售,而重庆啤酒在2010年上半年便发生了股权变动。另据表7所示,减持12.25%国有股权后,重庆啤酒的控股股东和实际控制人都发生了变化,不再由国家控股。从“受让方信息公告”到“确定向嘉士伯转让股权”,整个过程都与信息披露量在时间节点上基本吻合。信息披露是否是在为国有股减持寻找时机呢?后文将借用“舞弊”三角理论,从国有股权减持行为三要素和经济后果展开深入分析。

(二)为什么要减持国有股权——经济“动机”的产生

轻纺集团自身资金需求是其减持国有股的最大动机。其一,工业园区建设的资金需求。2010年1月,轻纺集团与合川区政府共同出资组建“合川轻纺”,注册资本1亿元,轻纺集团控股85%,后续“总投资约30亿元”。其二,业务转型与产业升级的资金需求。2010年8月,轻纺集团与台湾宇辰光电集团共同投资16.65亿元建立大尺寸触摸生产基地,向IT产业迈出实质性转型步伐;2011年6月,又斥资6.27亿收购德国萨固密集团,使前者达到拥有汽车密封件行业世界领先水平。其三,偿还银行贷款的资金需求。截至2009年底,重啤集团负债总额45.86亿元,其中短期借款和一年内到期的流动负债17.05亿元,显示还款压力较大。

表8 轻纺集团现金流量表主要指标(单位:万元)

	2007年	2008年	2009年
经营活动产生的现金流量净额	28,985.07	42,750.45	44,238.51
投资活动产生的现金流量净额	46,109.11	-54,695.61	-47,589.33
筹资活动产生的现金流量净额	47,86.31	34,213.80	23,605.15
现金及现金等价物净增加额	79,684.64	22,056.62	20,258.22

注:汇率变动影响没列出。资料来源于上海证券交易所网站债券募集说明书。

表8显示了轻纺集团现金流量表主要指标。2008年以来,现金及现金等价物净增加额大幅减少,主要是因为投资活动产生的现金流量净额为较大负数。可以认为,轻纺集团近两年的投资活动需要从市场取得大量融资,否则将难以为继。总的来说,尽管轻纺集团于2011年3月发行了7亿元债券补充资金,但并不足以从实质上减轻资金压力,因此减持国有股权便成为获得资金的首选渠道。

(三)为什么能减持国有股权——政治“借口”的营造

轻纺集团将引进外资作为股权转让的“借口”，在政策面上获得一路绿灯。表 9 是 2007—2010 年重庆市与成都市直接利用外资的对比情况。两个西部核心城市实际利用外资投资的水平相近。2009 年上半年，重庆市实到外资出现近 40%下滑，但“重庆市委、市政府采取了强有力的保障措施，终于在 11 月实现了实到外资的正增长，且增幅居全国第一”。可见，重庆市在“数据竞争”中做出了相当大的努力。2010 年 4 月 13 日，国务院颁布了《国务院关于进一步做好利用外资工作的若干意见》，为“引导外资向中西部地区转移和增加投资”提供了适时的政策支持。

表 9 直接利用外资(单位:亿美元)

	2007 年		2008 年		2009 年		2010 年	
	数额	增长率	数额	增长率	数额	增长率	数额	增长率
重庆市	10.85	-	27.29	151.52%	40.16	48.74%	63.7	58.62%
成都市	11.38	-	22.50	97.72%	44.76	98.93%	64.1	43.21%

注:数据主要来源于重庆市人民政府网站与成都市人民政府网站,个别数据经由网络资料补齐。

因此，以引进外资为“借口”，轻纺集团向嘉士伯转让国有股权时享受了“简化审批程序，最大限度缩小审批、核准范围”等一系列有利政策。在政策层面迎合政府发展需要，国有股减持行为得到政府的大力支持。正如重庆啤酒总经理陈世杰所说：“这次转让股权，完全是政府在操作”。2009 年 9 月限售解除，2010 年 4 月 2 日收到轻纺集团重大事项商议函件，2010 年 6 月 10 日确定向嘉士伯转让股权，2010 年 12 月 27 日股权过户完成。这段短暂的时间内不仅解决了工人反对、嘉士伯香港不适格等问题，还通过公司董事会、股东大会、职工代表大会以及重庆市政府、国资委和国家商务部的层层审批，说明该国有股权转让的速度非常之快。

(四)为什么此时减持国有股权——减持“机会”的选择

1. 短期窗口

首先，本文从短期窗口来观察减持行为的择机效果。本文借鉴杨记军等的研究方法，考察 2010 年 4 月 14 日公告前后超额收益情况^[7]。事件窗口是前后 22 天(从 2010 年 3 月 1 日放量增长开始)，估计窗口 270 天(从临床 II 期 b 阶段实验研究者会议开始)。

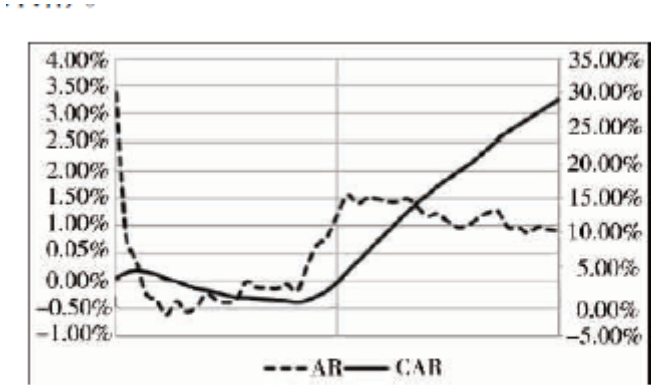


图 5 2010 年 3 月 1 日—5 月 17
日平均超额收益率与累积超额收益率

从图 5 可看出, 平均超额收益率在股权转让正式公告日(横轴第 23 个交易日)之前基本为负, 而之后都显著为正。其主要原因是此宗转让并不以市场价格成交, 转让方在短期内并不关心股价的走势, 这一点与一般大股东减持有本质区别。累积超额收益率呈现“V 型”, 说明国有股减持行为在短期窗口内并没有择机现象, 曲线在公告日后大幅上扬也说明外部投资者将国有股减持解读为重庆啤酒未来价值的增加。此外, 平均超额收益率在 3 月 26 日(横轴第 20 个交易日)转正且累积超额收益率开始上扬, 在之后重庆啤酒连续三个交易日发布股价上涨的异常波动公告, 表明重庆啤酒在收到轻纺集团重大事项商议函件(4 月 2 日)前就有内幕消息泄露。总之, 轻纺集团减持国有股权在短期内并没有发生市场择机, 用传统的事件研究方法也不能解析减持方对市场机会的把握。

2. 长期窗口

其次, 本文探讨在长期窗口下的机会选择。2009 年 9 月 27 日限售股解禁, 此时股价 19.97 元/股。2010 年 4 月 14 日, 发布拟协议转让股权公告, 提出“转让价格以本次信息公告日前 30 个交易日的本公司股票每日加权平均价格算术平均值为基础确定”, 经计算为 24.85 元/股。而在 2010 年 6 月 10 日确定向嘉士伯转让股权后, 转让定价为 40.22 元/股。假定临床 II 期成功时的市场估值为揭盲前最高股价 81.06 元, 以此股价计算的 12.25%股权转让金额比实际金额多一倍以上。如果疫苗研制完成并成功上市, 溢价将更高, 但如果研制失败则无法获得疫苗研制的成长期权溢价收益(揭盲后 30 日均价仅 32.21 元/股, 之后股价持续跌至 20 元/股)。值得注意的是, 控制权随着国有股减持而旁落他人, 历经 13 年疫苗研制如若成功, 其成果几乎将全被外资攫取。因此, 尽管轻纺集团有资金需求, 作为次优决策也不应将控制权拱手相让, 其实只要转让低于 7.4%的股权份额, 就既能缓解资金压力又能确保控制权的存在。那么, 轻纺集团为什么还是选择正处于收益激增且距离疫苗临床 II 期完成只有 1 年的时候减持股份并放弃控制权呢?

乙肝疫苗研制本身具有高风险性, 虽然重庆啤酒并未向外界披露核心数据, 但失败的风险系数是能够测算的, 且越接近数据揭盲测算得越准确。当失败风险不断加大时, 控股股东便面临减持多少、何时减持与如何减持的决策。减持时机的选择要达到三种效果:①获得一定溢价收益, 回避“国有资产流失”之嫌;②保持投资者对疫苗研制的信心, 回避“出逃”之嫌;③尽快完成减持, 转移研发风险。从国有股减持的“机会”选择来看, 轻纺集团确实达到了这三个目的。首先, 实际转让价格 40.22 元, 远高于同一时期的行业龙头企业青岛啤酒 35 元, 更高于试算的基准股价 24.85 元。中性偏乐观导向的披露既成就了券商的炒作, 又为较高的溢价收入打下基础。但另一个疑问是, 嘉士伯在国有股减持后将获得控制权, 所以这部分溢价到底是控制权溢价还是疫苗溢价值得商榷, 如果实际交易价格中仅存在控制权溢价, 那么就说明嘉士伯也不看好疫苗研制。由于能得到足够高的减持溢价, 所以控制权的转移也不会遭受“国有资产流失”的怀疑。其次, 国有股减持前后由无主动披露到频繁主动披露, 不仅为券商炒作提供了温床, 还为投资者传达了足够的信心, 以不断上升的股价掩盖原控股股东“出逃”之意。再次, 以引进外资为“借口”, 迅速完成国有股减持的审批程序, 转移了部分研发风险, 待确定疫苗研制失败后, 外部投资者反而认为减持很及时、很成功^[8]。可见, 在疫苗研制后期, 放任概念炒作的目的是向大股东提供最佳的减持“机会”。至于控制权转移的原因: 一是为了获得嘉士伯的战略投资青睐, 二是为了迎合政府吸引外资构建可持续发展能力的需要。

(五) 国有股权减持的经济结果分析

国有股减持给部分相关利益者造成了重大影响。其一, 原控股股东轻纺集团不仅满足了资金需求, 还完成了引进外资的任务, 避免了“国有资产流失”和“出逃”的责难, 并且成功转移了部分研发风险。其二, 重庆啤酒对佳辰生物累计投入 2.26 亿元, 虽然没有成功研制出乙肝疫苗, 但其主业并没受到副业拖累, 在获得“山城”商标等核心资产的基础上, 找到了能助其持续发展的外资控股股东。其三, 嘉士伯表面上以 40.22 元/股的高价买到了真实价值仅 15 元/股左右的股权, 但其开辟中国业务并立足西部市场的战略目标已达成, 4 月 20 日重庆啤酒被授权使用乐宝和嘉士伯特酿商标, 说明着嘉士伯看重的是中方公司的战略价值而非疫苗价值。其四, 轻纺集团愿意交出控制权并实现核心资产转让, 嘉士伯也承诺承担疫苗研制的风险, 两代控股股东达成默契, 于是便见到了在 2012 年 2 月的重庆啤酒股东大会上, 大成基金罢免董事长黄明贵却高票未能通过的一幕, 使得董事与高管成功免责。概念炒作背后的国有股减持和控制权转移是两代控制人以及上市公司本身的成功。

虽然国有股减持对外部投资者而言没有显著的影响，但由此而造成的信息披露失效却间接导致了投资者情绪的大幅波动，使得股价暴涨暴跌，进而损害了一部分外部股东的利益。2011年11月23日重庆啤酒公告宣布将于当月27日召开揭盲会议。为保护投资者合法权益，重庆啤酒于11月28日至12月2日停牌。在公告与停牌之间存在两个交易日。如表10所列示，11月25日较前一日交易量大幅攀升，更引人注目的是，在大单买入占比下降的同时，大单卖出与小单买入占比明显上升，说明有消息灵通的机构投资者在数据揭盲前已经获得研发失败的消息。正如上证交易所公布的交易龙虎榜显示，机构席位在两交易日内累积卖出金额超过1亿元，所以这类机构也是既得利益者。对于其他投资者就没那么幸运了，如大成基金在数据揭盲前已持股超过10%股权，而揭盲后亏损达到20多亿元且需面对巨额资金赎回。不仅如此，大成基金被迫抛售其他股票套现应对，使其重仓股都巨幅下跌。基金等机构亏损的背后是无数中小投资者的利益损失。当然也有更多的中小投资者高价买进股票，面对十连跌停时无法抽身。市场资金从中小投资者手中流出的同时，也极大地打击了市场信心。根据后续观察的结果，疫苗事件之后，重庆啤酒股价连续下跌至20元/股以下，在15—18元间徘徊。许多投资者表示，不再投资于重庆啤酒，甚至不再关注医药研发，于是在市场上的挫败直接影响了资本市场的资源配置功能。

表10 数据揭盲前交易量

	大单买入量 (手)	大单卖出量 (手)	大单买入比 (%)	大单卖出比 (%)	小单买入比 (%)	小单卖出比 (%)
11月24日	14930	18040	26	31	18	25
11月25日	19965	63686	13	40	22	25

注:1手=100股,大单是大于等于200手的单次交易。数据来源于西南证券网络交易客户端。

六、国有股减持中的时机选择行为:理论成因与启示

我们综合重庆啤酒案例剖析的结果，发现在其概念炒作风波的背后，是国有股减持与政府控制权转移等行为。如下页图6所示，以监管部门对信息披露规范的缺失与不完善为借口，又以券商大肆炒作作为机会，重庆啤酒放任概念炒作行为为轻纺集团减持国有股份提供了最佳时机，而后者借助经济动机与政治借口成就了对国有股的减持。事件的最终受益者是国有股权转让的相关主角，而承受股价暴涨暴跌之痛的是包括部分基金等机构在内的外部投资者。尽管这只是一个案例，但其成因与启示无疑具有普遍意义。

基于以上从现象到外因再及内因的连贯分析，我们试图结合第二部分相关理论做出更深入的解释。在信息非对称情况下，大股东掌握着上市公司更完整、更客观的私有信息，他们通过控制信息传递实现一系列市场时机选择。而代理理论表明，大股东在实现自我目标的情况下并不会关心中小股东的利益。由于缺乏足够详细的信息披露制度，大股东限制消极信息进入市场，使外部投资者高估股价，所以在前者高价减持的背后往往是后者的利益损失。

相对而言，国有大股东在减持时受到较严的监管。相关法律法规在防范国有资产流失方面起到了关键的作用，不仅保障了国家利益还从侧面促进了资本市场的发展。但是，在这个过程中如果疏于对中小股东利益的思考，便可能会使其与社会福利最大化目标相悖。迫于政治压力和自身的经济需求，国有大股东在长期窗口存在时机选择行为，这无疑是不利于稳定市场股价的，在这个过程中，中小投资者同样面临利益遭受侵害的局面。此外，我国资本市场发展不过二十余年，市场参与主体行为并不成熟，理性投资行为较为脆弱，当存在一定煽动的情况下，投资者情绪更易产生巨大波动。中小股东非理性行为为国有大股东减持提供了最佳的机会。虽然有关法律规定“上市公司的控股股东在该公司的年报、半年报公告前30日内不得转让解除限售存量股份”，以回避在股价波动中的择机减持行为，但概念炒作形成的股价波动并没有被相关法律条文所规避。更突出的问题是，不少券商发布的研究报告也不受法律监管，致使炒作更加严重，从而不利于理性投资理念在市场的成长。

由此看来，相关细节约束的缺失与不完善是造成国有股减持过程偏离社会福利最大化目标的根本原因。

1. 优化国有解禁股转让制度，在概念炒作期内限制减持。概念炒作本不是价值投资的表现，它在增大股票价格波动的同时，助长了恶性的市场择机行为。但是，概念炒作在资本市场不成熟时期是难以完全控制的，唯有尽量回避股价波动影响才能降低大股东减持对中小股东利益的损害。处于概念炒作期的上市公司具有较高的价值判断风险，而大股东可凭借信息优势将这种风险让渡给中小股东。

因此，应如同限制定期报告前 30 日不得转让一样，限制概念炒作期内的股权转让行为。针对本案例而言，可以以 2010 年 3 月 1 日开始的放量交易日为概念炒作期的起点，以 2011 年 12 月 8 日公告披露“乙肝疫苗”临床试验 II 期 b 阶段(北方组)揭盲数据为终点设置概念炒作期，限制这一期间内的减持行为。

2. 细化上市公司信息披露制度，分行业制定披露细则并要求适当的风险提示。2007 年 1 月 30 日颁布实施的《上市公司信息披露管理办法》要求，“发生可能对上市公司证券及其衍生品种交易价格产生较大影响的重大事件，投资者尚未得知时，上市公司应当立即披露，说明事件的起因、目前的状态和可能产生的影响”。但其中的“重大影响”并没有客观的判断标准。正因为缺失具体的披露标准，上市公司在披露过程中才有“已按要求披露”的借口。政府相关部门分不同行业制定相关披露细则，要求客观披露阶段性成果并提前做出风险提示，提高市场透明度，防范利用概念炒作损害中小投资者利益。

3. 强化对券商机构研究报告的监管，建立研究报告有效性评分制度。大部分概念炒作都源自券商机构的研究报告，因此建立健全的券商研究报告管理与评比机制，既能降低炒作发生的可能性，又能提高券商对市场有效性的贡献。此外，要求各证券机构组织树立风险防范意思，加强对投资项目的客观调查和分析，提倡价值投资。

七、结语

国有股减持作为解决“一股独大”和“政企不分”等诟病的方式之一，对引进战略投资者(特别是外国投资者)，提升公司治理能力并形成可持续发展能力都有积极效果。宏观上讲，国有股减持是经济转型时期国家调整核心产业布局，优化产业结构的关键步骤。然而，国有大股东的减持行为在理论上存在市场时机选择的可能性。通过重庆啤酒的案例研究我们发现，由于相关监管制度的缺失与不完善，国有大股东在长期窗口利用概念炒作获得在适当股价下的减持机会，实现了减持操作却损害了中小股东利益。需强调的是，重庆啤酒案例并不否认国有股减持对我国市场经济制度的促进作用，只是为以后相关政策的改进提供一定依据。

参考文献:

[1] Lakonishok J, Lee I. Are insider trades informative? [J]. Review of Financial Studies, 2001, 14(1) : 79-111.

[2] Amihud Y, Mendelson H. Asset pricing and the bid-ask spread [J]. Journal of Financial Economics, 1986, 17(2) : 223-249.

[3] Bolton P, Thadden E L. Blocks, liquidity, and corporate control [J]. The Journal of Finance, 1998, 53(1) : 1-25.

[4] 叶陈刚, 王海菲. 公司内部治理机制研究述评与启示 [J]. 审计与经济研究, 2011(1):90-112.

[5] 朱茶芬, 陈超, 李志文. 信息优势、波动风险与大股东的选择性减持行为 [J]. 浙江大学学报(人文社会科学版), 2010(2):164-173.

[6] Barber M. et al. Can investors profit from the prophets? Security analyst recommendations and stock returns. The Journal of Finance, 2001, 56(2) : 531-563.

[7] 杨记军, 逯东, 杨丹. 国有企业的政府控制权转让研究 [J]. 经济研究, 2012(2):69-82.

[8] 屠新曙, 李倩. 内幕交易对公司股份的影响 [J]. 南京审计学院学报, 2013(3):64-71.