

中国上市公司股权转让的区域经济效应*

豆建民

(上海财经大学 区域经济研究中心, 上海 200433)

摘要:上市公司股权转让引起了区域之间的资本流动和股权联系。文章对1996~2002年中国证券市场沪、深两市共1 267起上市公司股权转让事件进行了实证研究。研究表明,股权转让引起的跨省区和跨地区(东中西部)资本流动额分别为337亿元和192亿元,资本的跨区流动比例较低,资本流向是从发达地区流往不发达地区;股权转让增加了区域之间的股权联系,引起的跨省区和跨地区股权联系分别为324亿元和188亿元,发达地区和省区的跨区股权联系较多,区际股权联系的区域分布很不平衡。

关键词:上市公司;股权转让;跨区资本流动;跨区股权联系

中图分类号:F061.5;F271 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2005)10-0053-11

一、问题的提出

上市公司并购问题始终是理论研究的热点之一,国内外学者对此进行了大量的实证研究。研究涉及微观与宏观两个层面,在微观层面上对协同效应、差别效率、狂妄假说、代理动机、再分配理论等理论假说进行经验研究,检验并购行为是否增进效率和创造价值,会引起怎样的股票价格变化、公司经营绩效变化和并购相关者的利益变化;在宏观层面上对并购活动与股票价格指数、经济周期、利率等宏观经济变量之间的关系进行经验研究,揭示并购活动时间性的决定因素(弗雷德等,1998)。

国内对上市公司并购重组问题的研究大多集中于微观层面上,运用超常收益法、财务指标法、数据包络分析稳定性指标法等方法对并购重组引起的市场反应、公司效率变化和利益再分配等给予了足够关注(陈信元、张田余,1999;朱宝宪、王怡凯,2002;李善民、陈玉罡,2002;李心丹等,2003;张新,2003),而对于并购重组与宏观经济及政策的关系则重视不够(陈信元等,2003)。在中观层面上,笔者则未发现相关研究。

上市公司并购活动涉及到收购公司、目标公司等微观主体以及宏观经济,

收稿日期:2005-06-18

基金项目:国家教育部人文社会科学博士点基金项目(03JB790036)

作者简介:豆建民(1966—),男,河南安阳人,上海财经大学区域经济研究中心副研究员。

也会影响到中观层面的区域经济。上市公司并购活动本质上是资本市场上资本要素的空间流动和重新配置,资本在区域之间的流动程度和流向会影响区域经济的收敛性,而且并购活动引起的区际股权联系有助于推进区域经济的融合和一体化进程。跨地区资本流动的渠道包括财政转移支付,银行信贷的转移,国内资本市场的资本流动,外商投资,以及其他渠道(包括民间渠道)。王小鲁和樊纲(2004)考察估计了20世纪90年代我国跨地区资本流动的规模和构成,但对国内资本市场的资本流动并未详细展开,认为市场主导的资本流动(包括外资、通过民间渠道和资本市场渠道的资本流动)在资本回报率引导下主要流向东部地区,政府主导的资本流动(财政资金,某种意义上也包括银行信贷资金)在缩小地区差距目标的引导下主要流向中西部地区。在我国证券市场上,上市公司并购活动引起了资本流动和股权变动,那么,这种资本流动的流量和流向如何?对我国区域经济会产生何种影响?在国家股和国有法人股比重很大的情况下,地方政府为了地方利益,是否也会对上市公司跨区并购进行干预从而影响市场主导的资本流动呢?

二、样本选取与方法设计

1. 数据来源与样本选取。本研究所用数据主要来源于:《中国证券报》1999~2002年连续公布的上市公司重大事项统计系列《上市公司重组事项总览》;国泰安信息技术公司(GTA)开发的《中国上市公司治理结构研究数据库——股权变动文件》。

广义的并购包括股权转让、收购兼并、资产剥离、资产置换等一系列重组行为。股权转让或股权变动指上市公司的股东发生变化,上市公司作为目标公司。收购兼并指上市公司购买其他公司的资产、股权等,上市公司作为收购公司。资产剥离或所拥有股权出售指上市公司剥离或出售自身的资产或所拥有的其他公司的股权。资产置换指上市公司与其他公司置换所拥有的股权或资产。基于本文研究目的,笔者选取了股权转让类并购活动,因为股权转让属于股权类并购,并且数据来源中包含了有关交易所涉及的三方(出让方、受让方、目标公司)的信息,而其他类型的并购活动则缺乏详细完整的有关交易三方的信息。笔者选取了1996~2002年共7年期间沪市和深市A股中所有发生股权转让事件的公司作为样本,并按照其公告内容,凡是没有公告交易价格或交易数量,或属于无偿划转(交易价格为零)的,或交易未成功的,则予以剔除。如果一家上市公司股权在同一日期转让给2家或多家公司,则计为2个或多个股权转让样本。经过样本选择,共得到1267个股权转让样本:

表1 上市公司股权转让样本分布

年份	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	合计
数量(个)	11	73	135	198	255	351	244	1267

然后对选取的全部样本进行整理,根据交易所涉及的三方各自的公司注册地址,分别标明其所在省份(自治区、直辖市,以下简称省份)和所在东、中或西部地区,如果其注册所在地不属于大陆的31个省份(如香港、澳门),则标为“其他”,从而得到含有区域信息的股权转让数据库。

2. 研究方法。上市公司股权转让示意图如图1所示。

股权转让会引起资本流动和股权变动。若A和B分别属于不同省份(地区),则为跨区资本流动;反之,则为区内资本流动。若B和C分别属于不同省份(地区),则为跨区股权联系;反之,则为区内股权联系。资本流动金额和股权联系金额都按照“交易价格”乘“交易股数”计算,即交易总金额代表了本次交易所引起的资本流动金额或股权联系金额。

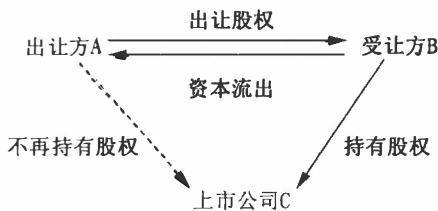


图1 股权转让示意图

因此,从资本流动看(A与B),每一省份(地区)会有资本区内流动、资本流入和资本流出项目。从股权联系看(B与C),每一省份(地区)会有区内(被)持股、跨区持股和跨区被持股项目。笔者分别统计了上述数据,在此基础上采用了下列指标:

(1)资本净流入(net inflow)比重

$$I_i = \frac{N_i}{\frac{1}{2} \sum_{i=1}^n |N_i|} \quad (1)$$

式中, n 表示省份(地区)总数, N_i 表示某省份(地区) i 的资本净流入额(资本流入额-资本流出额),负值则表示资本净流出额。该指标反映资本的流向,即某省份(地区)相对于全国总体在资本市场上通过股权转让引起的资本净流入比重。

(2)相对跨区资本流动程度(mobility)指标

$$M_i = \frac{F_i}{T_i} / \frac{\sum_{i=1}^n F_i}{\sum_{i=1}^n T_i} \quad (2)$$

式中, F_i 表示某省份(地区) i 的跨区资本流动额(资本流入额+资本流出额), T_i 表示某省份(地区) i 的资本流动总额(即所有股权交易额,包括资本区内流动额、资本流入额和资本流出额), n 为省份(地区)总数。该指标反映资本流动性,即某省份(地区)相对于全国水平在股权转让中资本跨区流动程度。 M 值大于1,表示流动程度优于全国水平。

(3)相对跨区股权联系程度指标

$$S_i = \frac{C_i}{H_i} \bigg/ \frac{\sum_{i=1}^n C_i}{\sum_{i=1}^n H_i} \quad (3)$$

式中, C_i 表示某省份(地区) i 的跨区股权联系金额(跨区持股金额+跨区被持股金额), H_i 表示某省份(地区) i 的股权联系总额(区内(被)持股金额+跨区持股金额+跨区被持股金额), n 为省份(地区)总数。该指标反映某省份(地区)相对于全国水平在股权转让中的跨区股权联系程度。 S 值大于1,表示跨区股权联系程度优于全国水平。

(4)两省份(地区)之间股权联系程度指标

$$R_{ij} = \frac{B_{ij}}{\sum_{ij=1}^m B_{ij}} \quad (4)$$

式中, B_{ij} 表示某两个省份(地区) i 和 j 之间的持股与被持股金额之和, m 为任意两省份(地区)之间股权联系的总组合数量。该指标反映两省份(地区)之间股权联系在全国总体中所占比重。

三、对资本跨区流动的影响

1. 股权转让对资本跨区流动的总影响。经统计,本研究所选取的1996~2002年期间的1267个样本的交易总额为75 613 840 802元。如果按不同省份计算跨区交易,则共有646次跨区交易,占股权转让总次数的50.99%,跨区交易金额为33 722 170 527元,占总额的44.60%。如果按东中西部地区计算跨区交易,则共有352次跨区交易,占总次数的27.78%,跨区交易金额为19 188 297 571元,占总额的25.38%。

在选取的样本中,转让标的为国家股和国有法人股的转让次数为485次,交易金额43 394 261 944元,分别占38.28%和57.39%。在这些国家股和国有法人股的区内和区外转让中,在不同省份之间的跨区转让次数和交易金额分别占49.28%和42.58%。

在历年中,资本跨区流动金额占该年交易总额的比例如图2所示,它显示了每年按上述三种标准划分的资本跨区流动比例逐年增大的变化趋势。

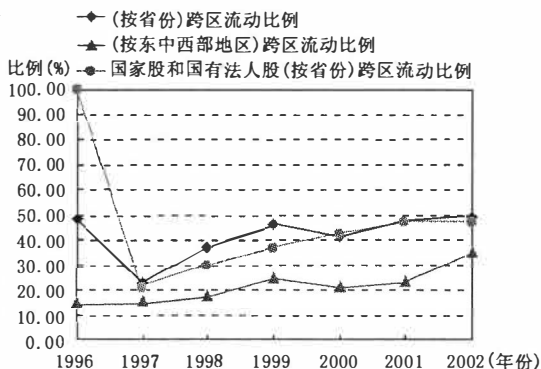


图2 上市公司股权转让中资本跨区流动金额所占比例的历年变化(1996~2002年)

国家股和国有法人股(按省份)跨区流动所占比例大体上与总体样本(按省份)跨区流动比例保持一致。但必须注意,如果考虑样本之外的无偿划转类股权变更(因没有交易价格,故未选入样本),国家股和国有法人股的跨区流动比例则要低得多。1996~2002年共有221次无偿划转,这些股权变更全部为区内变更。这样,国家股和国有法人股按省份跨区转让次数所占比例将由原计算的49.28%,下降为33.85%。

2. 股权转让对资本流向的影响。笔者统计了1996~2002年各省份历年和7年总计的资本净流入额及其资本净流入比重(I)。表2显示,北京、上海、广东、吉林、陕西、浙江、江苏、海南、安徽、新疆、河南11个省份为资本净流出省份,资本净流出总额为14 585 714 406元,平均每年近21亿元。其他为资本净流入省份,辽宁、湖北、河北、天津、云南、黑龙江、重庆、江西等省份的净流入较多。

表2 1996~2002年上市公司股权转让中各省份资本净流入额及其比重(I)和跨区流动程度(M)

省份	资本净流入(元)	I _{1996~2002}	M _{1996~2002}	省份	资本净流入(元)	I _{1996~2002}	M _{1996~2002}
北京	-5 478 890 113	-0.3756	1.3509	广西	261 856 862	0.0180	1.3624
上海	-2 171 831 359	-0.1489	0.6225	青海	330 294 518	0.0226	1.4338
广东	-1 883 940 319	-0.1292	0.9428	山东	378 785 852	0.0260	0.8885
吉林	-1 485 433 730	-0.1018	1.2830	其他	508 657 937	0.0349	1.0626
陕西	-936 299 573	-0.0642	1.3658	湖南	551 509 059	0.0378	0.6374
浙江	-752 699 256	-0.0516	1.0778	福建	587 541 469	0.0403	0.8979
江苏	-625 095 475	-0.0429	0.6813	四川	669 945 977	0.0459	1.0668
海南	-538 246 829	-0.0369	1.1859	江西	1 058 132 474	0.0725	1.4665
安徽	-363 754 299	-0.0249	1.0030	重庆	1 137 970 988	0.0780	0.8188
新疆	-334 125 134	-0.0229	1.1382	黑龙江	1 138 562 637	0.0781	1.3373
河南	-15 398 316	-0.0011	0.7947	云南	1 171 974 764	0.0804	1.2998
山西	52 243 916	0.0036	0.8578	天津	1 276 941 700	0.0875	1.3172
西藏	149 127 639	0.0102	1.5375	河北	1 341 127 355	0.0919	1.2897
宁夏	232 180 000	0.0159	0.5556	湖北	1 364 047 493	0.0935	0.9316
贵州	245 397 790	0.0168	1.6211	辽宁	1 633 037 244	0.1120	0.8659
内蒙	246 494 298	0.0169	0.9369	总计	0	0.0000	1.0000
甘肃	249 884 433	0.0171	0.7083				

按东中西部地区统计资本区内流动、资本流入、流出和净流入,东部地区为资本净流出地区,中西部及港澳等地区为资本净流入地区(如表3所示)。资本净流入总额为6 216 204 684元,平均每年近9亿元。

表3 1996~2002年上市公司股权转让中东中西部地区资本净流入额及其比重(I)和跨区流动程度(M)

地区	区内流动额(元)	资本流入额(元)	资本流出额(元)	资本净流入(元)	I _{1996~2002}	M _{1996~2002}
东部	43 019 458 083	5 967 221 687	12 183 426 371	-6 216 204 684	-1.0000	0.7330
中部	6 191 744 387	6 193 102 927	3 910 258 742	2 282 844 185	0.3672	1.5317
西部	6 029 579 286	6 467 012 771	3 042 310 208	3 424 702 562	0.5509	1.5118
其他	1 184 761 475	560 960 187	52 302 250	508 657 937	0.0818	0.8426
总计	56 425 543 231	19 188 297 571	19 188 297 571	0	0.0000	1.0000

3. 股权转让中各省份(地区)的跨区资本流动程度。采用相对跨区资本流动程度指标(M),可以计算出各省份(地区)的跨区资本流动性。结果表明,相对于全国水平,贵州、西藏、江西、青海、陕西、广西、北京、黑龙江、天津、云南

等省份在股权转让中,跨区资本流动份额远远大于其区内流动份额,如贵州的内区流动额为0,这可能与其上市公司数量较少有关;而宁夏、上海、湖南、江苏、甘肃、河南、重庆、山西、辽宁、山东等省份的M值则较小,显示其股权转让中资本区内流动的份额大于其资本跨区流动的份额(参见表2)。这一结果与我们平常的主观想象具有较大差异。在东中西部三大地区中,中西部地区的跨区资本流动份额大于其区内流动份额,而东部地区的跨区资本流动程度则较低(见表3)。

四、对区际股权联系的影响

1. 股权转让对区际股权联系的总体影响。上市公司的股权被另一个省区的公司收购时,会增加收购公司和上市公司所在省区之间的股权联系,其交易额代表了这两个省区间因股权转让引起的股权联系的增量。1996~2002年期间,收购公司与上市公司分属不同省份的股权转让事件共有604次,持股金额(按交易额计算)32 372 035 600元,分别占总数(区内和跨区股权联系)的47.67%和42.81%。收购公司与上市公司分属东中西部不同地区的股权转让事件共有357次,持股金额18 808 071 793元,分别占总数的28.18%和24.87%。图3显示了每年收购公司与上市公司为不同省份(地区)的股权联系金额在当年总额中所占比例的变化。虽然跨区持股份额逐年增加,但相对于同区持股,其份额仍然偏低。

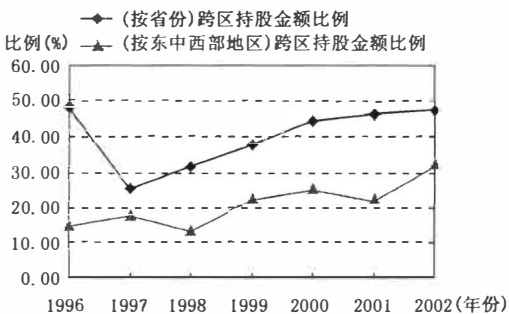


图3 上市公司股权转让中跨区持股金额所占比例的历年变化(1996~2002年)

2. 股权转让对各省份(地区)国内跨区股权联系的影响。一个省份(地区)的上市公司股权被转让出本省,或本省(地区)的企业收购外省的上市公司股权,构成该省的国内跨区股权联系。

笔者计算了各省份(地区)1996~2002年间上市公司股权转让引起的国内跨区股权联系金额(见表4、表5),其中,北京、广东、上海的跨区股权联系金额明显大于其他省份,占全国总额的比重分别为15.21%、13.01%和11.05%。东部地区的国内跨区股权联系金额几乎相当于中西部之和,占全国总额的比重为46.55%。但采用相对跨区股权联系程度指标(S),一些跨区股权联系金额绝对量较大的省份则表现较差,如广东、上海、辽宁、湖北等省都低于全国水平,这主要是因为这些省份在股份转让中较多的是本省内(被)持股关系,跨省区的(被)持股关系则相对较少。

表 4 1996~2002 年上市公司股权转让中各省份跨区股权联系(持股和被持股)及其相对跨区股权联系程度指标(S)

省份	跨区股权联系金额(元)	跨区股权联系/全国总额	$S_{1996\sim 2002}$	省份	跨区股权联系金额(元)	跨区股权联系/全国总额	$S_{1996\sim 2002}$
北京	9 848 533 339	0.1521	1.3604	黑龙江	1 308 480 602	0.0202	1.2591
广东	8 422 145 017	0.1301	0.9051	其他	1 237 063 725	0.0191	1.6679
上海	7 151 988 879	0.1105	0.6843	江苏	1 234 302 669	0.0191	0.6762
辽宁	3 197 726 242	0.0494	0.9791	湖南	1 129 907 809	0.0175	0.6611
海南	3 124 149 039	0.0483	1.2214	江西	990 167 674	0.0153	1.4708
湖北	2 837 014 090	0.0438	0.9319	河南	773 131 945	0.0119	0.7731
浙江	2 717 175 768	0.0420	1.0303	安徽	535 503 399	0.0083	0.9953
四川	2 467 882 933	0.0381	1.0832	西藏	410 731 013	0.0063	1.5818
吉林	2 290 052 503	0.0354	1.2168	内蒙	393 855 070	0.0061	0.7407
天津	1 919 140 370	0.0296	1.3510	贵州	366 871 160	0.0057	1.6679
陕西	1 828 861 926	0.0282	1.1375	甘肃	353 800 118	0.0055	0.8707
山东	1 753 906 477	0.0271	0.7287	广西	330 283 661	0.0051	1.4030
重庆	1 695 908 283	0.0262	0.8879	青海	306 965 505	0.0047	1.3854
福建	1 540 342 624	0.0238	1.0112	宁夏	256 590 236	0.0040	0.6098
河北	1 451 741 578	0.0224	1.2724	山西	85 468 916	0.0013	0.5562
新疆	1 417 589 666	0.0219	1.3213	总计	64 744 071 200	1.0000	1.0000
云南	1 366 788 964	0.0211	1.3340				

表 5 1996~2002 年上市公司股权转让中中东中西部地区跨区股权联系(持股和被持股)及其相对跨区股权联系程度指标(S)

地区	跨区股权联系金额(元)	跨区股权联系/全国总额	$S_{1996\sim 2002}$
东部	17 509 977 411	0.4655	0.7255
中部	9 639 684 504	0.2563	1.4586
西部	9 229 417 946	0.2454	1.4469
其他	1 237 063 725	0.0329	2.5101
总计	37 616 143 586	1.0000	1.0000

3. 股权转让中的区际股权联系分布。总体的跨区股权联系主要分布在哪些省份之间呢?为此,笔者统计了任意两省份(地区)之间的股权联系,共得到 163 个组合。结果表明,北京与广东、天津与吉林、北京与上海之间的股权联系最紧密,其两省份(地区)之间股权联系程度指标 R 分别为 0.0524、0.0485 和 0.0446(见表 6)。这意味着它们由股权转让引起的相互股权联系比其他地区更为紧密,分别占总额的 5.24%、4.85%和 4.46%。东部与中部地区、东部与西部地区的股权联系程度分别为 0.4435 和 0.4217,而中部与西部地区的股权联系程度只有 0.0690(见表 7)。

表 6 1996~2002 年上市公司股权转让中两省份之间股权联系程度指标(R)前 20 位

省份	股权联系金额(元)	$R_{1996\sim 2002}$	省份	股权联系金额(元)	$R_{1996\sim 2002}$
北京—广东	1 695 155 199	0.05236	北京—浙江	572 310 248	0.01768
吉林—天津	1 570 767 320	0.04852	广东—四川	570 560 222	0.01763
北京—上海	1 442 605 425	0.04456	北京—云南	553 788 093	0.01711
辽宁—上海	1 058 407 647	0.03270	广东—江西	516 362 779	0.01595
广东—香港	816622 551	0.02523	湖南—上海	509 485 491	0.01574
广东—上海	799 637 106	0.02470	广东—河北	507 620 000	0.01568
北京—湖北	689 860 393	0.02131	广东—辽宁	498 354 826	0.01539
北京—重庆	608 899 656	0.01881	北京—山东	488 004 438	0.01507
海南—湖北	605 747 074	0.01871	海南—上海	482 185 339	0.01490
北京—辽宁	577 492 392	0.01784	广东—海南	438 791 513	0.01355

表 7 1996~2002 年上市公司股权转让中两地区之间股权联系程度指标 R

地区	股权联系金额(元)	R _{1996~2002}
东部—中部	8 341 590 122	0.44351
东部—西部	7 931 323 564	0.42170
西部—中部	1 298 094 382	0.06902
其他—东部	1 237 063 725	0.06577
总计	18 808 071 793	1.00000

五、结论与讨论

通过对股权转让样本的统计分析,得出如下结论:

1. 1996~2002 年期间,我国上市公司股权转让引起的跨省区资本流动总额约 337 亿元,跨地区(东中西部)资本流动总额为 192 亿元。北京、上海、广东等 11 个省份(主要是东部地区省份)是资本净流出省份,净流出额共 146 亿元,每年约 21 亿元。中西部地区是资本净流入地区,东部地区是资本净流出地区,净流出额共 62 亿元,每年约 9 亿元。资本顺向流动有助于缩小我国地区经济差距。

这个结论与王小鲁、樊纲(2004 年)估计的每年几百亿的国内资本多种渠道的跨地区流动总额相比,资本流动额显然要小很多,因为上市公司股权转让不过是资本流动的诸多渠道之一。资本的流向是从发达省份(东部地区)流向不发达省份(中西部地区),属于顺向流动。这种资本顺向流动将有助于缩小我国地区经济差距。新古典区域均衡增长理论认为,各国(地区)经济增长会趋于稳态,但要素的自由流动性至关重要。Razin 和 Yuen(1997)利用外债与 GDP 比率指标代表资本流动性,对资本流动性与收入增长之间的关系进行了经验研究,研究发现,资本流动性是导致不同国家(地区)之间经济增长趋于收敛的重要因素,如果对资本流动性条件加以限制,就一定会导致不同国家(地区)经济增长趋于发散。Edwards(2001)的实证研究认为,在控制其他变量时,资本流动性强的国家比限制资本流动的国家具有更高的增长率。本文所研究的资本流动由于不是总体数据,因而难以计量其对经济增长的影响程度大小,但资本的顺向流动必定会对不发达地区的经济增长产生积极的影响。

2. 在 7 年内由上市公司股权转让引起的全部资本流动中,跨省区流动额占 44.6%,跨地区(东中西部)流动额仅占 25.4%。在占总体样本交易额 57.4%的全部国家股和国有法人股转让中,跨省区流动额占 42.4%。宁夏、上海、湖南、江苏等省份的跨区资本流动程度相对较低。应消除阻碍资本跨区流动的障碍,提高资本跨区流动的比例。跨区流动额比例反映了资本市场上不同省份(地区)间转让股权的程度。尽管跨区流动额比例历年的变化表现出逐年增大的趋势,但增幅趋缓,并且这一比例仍然偏低,尤其是跨地区(东中西部)流动额比例更低,只有 1/4 的交易额属于跨地区股权转让。特别是,国家

股和国有法人股的跨区转让低于总体水平,如果考虑未包括在本文样本中的 221 次无偿划转的话,那么,国家股和国有法人股的跨区转让比例就更低。由于无偿划转全部在本省内转让,一些属于资本净流出的东部发达省份的 M 指标偏低,也说明了其跨区转让程度低于本省内转让程度。

造成跨区转让从而跨区资本流动程度低的原因很多,如信息不完备、搜寻成本和谈判成本高、市场不透明、市场中介不发达等,但地方政府对资本市场的干预是一个重要原因。在我国目前的证券市场上,上市公司的股权结构是典型的国有股一股独大,而国有股的股权转让要经过有关政府主管部门的批准,这对于跨地区的企业重组尤其是民营企业通过受让国有股权参与企业重组实际上增加了昂贵的交易成本,这会在客观上限制更多的企业通过资本市场实现跨地区扩张。据统计,在 1996~2002 年间全部的 485 次国家股和国有法人股转让中,国家股变更为法人股的仅 71 次,国有法人股变更为法人股的仅 47 次。地方政府为保留住本地上市公司这一融资资源,即使本地上市公司是绩差股,也会千方百计地采取“拉郎配”的方式让本地其他企业来参与重组,而对外地企业重组本地的上市公司则设置种种障碍。因为外地企业并购和控股本地上市公司后,常常会改变上市公司的属地性质,按照现行国家税收和统计体制,企业所得税要交回当地,所创造的国内生产总值也计算在当地。由于利益驱动,地方政府对于经营不良的企业,也不愿意轻易改变其产权区域归属,结果造成一方面甲地的企业已有大量生产能力处于闲置或者低效、无效运行状态;而另一方面乙地的企业又在扩大生产同类产品的投资和生产规模。资本市场上的地方保护行为,不仅阻碍了资本在全社会的自由流动,阻碍了区域之间的投资合作,而且保护了落后的生产力,阻碍了国有存量资产向高效益的领域转移,阻碍了产业结构的调整和优化升级。

3. 我国上市公司股权转让引起的跨省区股权联系金额约 324 亿元,跨地区(东中西部)股权联系金额约 188 亿元。北京、广东、上海、辽宁等省份的国内对外股权联系金额较大。跨区股权联系有助于推进我国经济一体化进程。

跨区股权转让形成区际股权联系,区际股权联系是连接区域经济的资本纽带。与区际贸易合作相比,这种区际投资合作具有利益共享机制,因而具有稳定性和长期性。跨区股权联系程度是微观经济一体化的重要标志,跨区股权联系越多,微观经济一体化程度越高,因而跨区股权联系可以推进我国区域经济乃至全国整体经济的一体化进程。从国际上来看,区域经济一体化组织的成立与跨国公司在区内的大量投资密不可分。以北美自由贸易区为例,墨西哥能与美国、加拿大实施经济一体化,主要原因便是美国、加拿大跨国公司对其多年扩张和渗透的结果。1955~1989 年间,美国在墨西哥的直接投资总额从 6.07 亿美元增加到 70.79 亿美元,增长了 10.7 倍。在墨西哥的外国直接投资中,美国资本占 60%以上,1980 年在墨西哥的 2 349 家国外跨国公司的

子公司中,美国和加拿大分别占总数的 79.7%和 2.6%(联合国跨国公司中心,1992)。美国和加拿大跨国公司的渗透使得在北美自由贸易协定生效之前,美、加、墨经济的相互依存度就已经很高。这是因为,跨国公司把传统的国家产业间分工转化成企业之间的产业内分工,从而提升了区域内国家的比较优势,并且深化了区域内市场,加速了各国市场规则的趋同,因此,跨国公司依靠市场机制,为推进区域经济一体化创造了基础条件。

在我国经济一体化进程中,各地政府应大力推动企业按照自主原则进行以股权为纽带的兼并、收购和联合。企业间跨地区、跨部门、跨所有制的股权型合作,不仅会带给当地资金、带动当地就业和经济增长,更重要的是通过企业这一载体带给当地先进技术、经营管理理念和外部经济信息,形成相互长期稳定的合作关系,加速区域经济的一体化进程。在我国西部地区,尤其要鼓励民营企业 and 外来企业通过包括证券市场在内的各种渠道参与国有企业的资产重组,这将有利于推进国有经济的战略性调整,有利于西部地区经济市场化程度的提高,增强微观企业的活力。

4. 在我国上市公司股权转让中,北京与广东、天津与吉林、北京与上海之间的股权联系最紧密,但各省份之间的股权联系差异程度很大。

上市公司股权转让虽然加深了任意两省之间的股权联系,但区域分布很不均匀。据统计,在全部 163 个组合中,排在前 20 位的两省股权联系金额之和占总体金额的比重就达到 46.34%(参见表 6)。全部组合的 R 值的均值为 0.0061,其标准差为 0.0082,变异系数为 1.33,显示差异程度较大。具体来看,在经济一体化程度相对较高的长江三角洲地区,江浙沪的相互股权联系总体上优于全国水平,但江苏与浙江两省在 7 年中竟然没有通过上市公司股权转让发生任何股权联系。在环渤海地区,北京与天津两市在 7 年中也没有发生任何股权联系。

当然需要指出的是,本研究仍存在某些局限。在样本的选择上,本研究只限于证券市场中并购活动的一种形式,只反映了上市公司股权转让情况,因而引起的资本流动和股权联系只能是局部的和增量意义上的。另外,这种资本流动和股权联系对地区经济增长和经济一体化的影响,也有待于做进一步的定量研究。

* 作者感谢原红旗博士、陈冬华博士、徐瑜、杨海涛和陈文乐在本文的数据获取和数据处理方面给予的支持和帮助。

参考文献:

- [1]陈信元,张田余.资产重组的市场反应[J].经济研究,1999,(9):47~55.
- [2]弗雷德·威斯通.兼并、重组与公司控制[M]北京:经济科学出版社,1998.
- [3]联合国跨国公司中心.三论世界发展中的跨国公司(中译本)[M].北京:商务印书馆,1992.

- [4]王小鲁,樊纲. 中国地区差距的变动趋势和影响因素[J]. 经济研究,2004,(1):33~44.
- [5]魏后凯. 外商直接投资对中国区域经济增长的影响[J]. 经济研究,2002,(4),19~26.
- [6]朱宝宪,王怡凯. 1998年中国上市公司并购实践的效应分析[J]. 经济研究,2002,(11):20~26.
- [7]张新. 并购重组是否创造价值[J]. 经济研究,2003,(6):20~29.
- [8]Caves,R E. Multinational enterprise and economic analysis[M]. 2nd Edition, Cambridge Survey of Economic Literature, Cambridge University Press, 1996.
- [9]Edwards, S. Capital mobility and economic performance: Are emerging economies different? [R]. NBER Working Paper No. 8076, 2001.
- [10]Jensen, M C and Ruback, R S. The market for corporate control: The scientific evidence[J]. Journal of Financial Economics, 1983, (11):5~50.
- [11]Montiel, Peter. Capital mobility in developing countries: Some measure issues and empirical Estimates[J]. World Bank Economic Review, 1994, 8(3):311~350.
- [12]Razin, A and Yuen, C. Factor mobility and income growth: Two convergence hypotheses[J]. Review of Development Economics, 1997, 1(2):171~190.

On the Regional Economic Effects of Listed Companies' Stock Right Transference in China

DOU Jian-min

(Research Center for Regional Economy, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: The stock right transference of listed company leads to inter-regional capital flow and ownership connection. This paper studies 1 267 events of listed companies' stock right transference in Chinese Shanghai and Shenzhen stock markets during 1996~2002. Empirical results show that stock right transference causes 33.7 billion yuan inter-provincial and 19.2 billion yuan inter-district (Eastern, Middle and Western) capital flow. The amount of inter-regional capital flow is comparatively low. The capital tends to flow from developed regions to underdeveloped regions. Meanwhile, stock right transference increases the inter-regional ownership connection, causing 32.4 billion yuan inter-provincial and 18.8 billion yuan inter-district ownership connection. Further, developed regions have larger inter-regional ownership connection, while the regional distribution of inter-regional ownership connection is quite unbalanced.

Key words: listed companies; stock right transference; inter-regional capital flow; inter-regional ownership connection (责任编辑 许柏)