

定向增发公告效应理论解释综述

何丹(博士) 孙静华

(西南财经大学会计学院 成都 610074)

【摘要】 本文对国内外关于定向增发公告效应的研究进行了回顾,并阐述了国外私募公告效应的理论解释。国外学者的研究结果普遍表明,私募具有正的公告效应。

【关键词】 定向增发 所有权结构假说 信息假说

一、关于定向增发公告效应的研究回顾

对公开增发公告效应的研究,国内外理论界和实务界已经取得了较多的研究成果。Asquith 和 Mullins(1986)、Masulis 和 Korwar(1986)、Mikkelsen 和 Partch(1986)的研究表明,美国股票市场上以包销方式进行的增发在公告日对股价产生明显的负面影响,公告日前一日和公告日这两天的超额收益率约为-3%。在国内的研究中,李梦军(2001)选取了27家增发股票的公司作为样本进行了研究,研究结果表明:公告期内的平均超额收益率基本在0左右变动,公告日的负超额收益率不太明显,但是从累计超额收益率来看,从相对日期的前19日开始出现负值,并且从公告日起,其累计超额收益率加速下跌明显。王海宁(2001)的实证研究表明,对于增发的新股,股价多会下跌。胡乃武(2002)用个股的收益率减去大盘的收益率来衡量超额收益率,其得出的结论是:在增发信息带来的超额收益率中,负的占51.4%,正的占45.7%。刘力、王汀汀、王震(2003)对1998~2001年发布增发公告的上市公司进行研究,发现增发公告事件窗口内超额收益率显著小于0,公告日前一日和公告日这两日的超额收益率的平均水平为-2.8%。由此可见,国内学者的研究也基本上得出“公开增发公告效应为负”的结论。

就非公开增发(也称“定向增发”,在国外又称为“私募”)而言,大量的文献显示出:平均来讲,私募的公告效应显著为正。已有来自多个国家的研究结果支持这一结论。比如,Wruck(1989)对美国上市公司从1979年7月1日到1985年12月31日的99起私募案例进行研究,发现私募公司在事件窗口[-3,0]的平均公告效应为4.41%。Hertzl 和 Smith(1993)研究从1980年1月1日到1987年5月31日的106家美国公司的私募行为,其相同事件窗口的公告效应为1.72%。Kato 和 Schallheim(1993)对日本76家上市公司私募行为的研究结论与Wruck(1989)的结论非常一致,并发现私募公告效应与企业规模呈显著的负相关关系。此外,Crongvist 和 Nisson(2000)对瑞典股票市场的研究以及Eckbo 和 Norli(2005)对挪威股票市场的研究都表明,上市公司进行私募后,市场的短期绩效显著为正。Tan 等(2002)对1988~1996年的新加坡股

票市场的研究发现,在公告日前21日,市场对私募的反应显著为正。然而,Chen 等(2002)使用较短跨度期间进行研究却得出“新加坡上市公司私募超额收益率为-0.89%”的结论。

在我国,由于定向增发的情况在股权分置改革后才大量出现,所以相关文献很少,有关定向增发的实证研究更是空白。戴爽(2007)研究表明:预案公告日、证监会批准日是定向增发事件中的两个关键时点,在这两个时点附近的短期超额收益率的变化最为明显;而最大的短期超额收益率则集中在预案公告日前后,约为4.77%。笔者计算了2006年5月至2007年5月这段时期内的86个定向增发的样本公司在事件窗口内的超额收益率,结果表明:就我国全流通条件下的上市公司而言,在以[-3,0]为事件窗口时,定向增发对公司来说是好消息,其累计超额收益率为4.49%,且在1%的水平上显著。这和Wruck(1989)的研究结论非常一致。

二、国外私募公告效应的理论解释

1. 所有权结构假说。Wruck 于1989年提出了所有权结构假说,后来被广泛引证。公开增发由于是向分散的投资者进行配售,所以会稀释现有股东的股权;而非公开增发除了会稀释现有股东的股权,还将引入大宗股权。因此,Wruck(1989)认为私募会导致股权的相对集中,上市公司的所有权结构会因为私募而发生改变。Wruck 根据私募投资者的身份作进一步分析得出,前六大股东(包括经理、董事会成员以及持股比例在5%以上的大股东等)的持股比例从31%增加到37%。这主要是由于向非经理投资者发行股票所致,经理的持股比例在私募后减少1.5%。这一现象说明,虽然经理具有自利行为动机,但是向非经理投资者筹集资金的行为有利于其他机构投资者加强监管,从而有利于企业价值的增加。

Wruck 在所有权集中度与企业价值的相关关系的回归分析中,用调整后的超额收益率 $AR_{\Delta NPV}$ 表示企业价值并作为被解释变量,以前六大股东在私募前的持股比例和私募后的持股比例相对于私募前持股比例的变化值作为解释变量,Wruck 发现 $AR_{\Delta NPV}$ 与所有权集中度呈显著的正相关关系(参数为0.009,t统计量为5.15)。这一结果表明,私募引入了机构投资者,导致其加强对企业的监管,使得经理与其他

股东的利益趋于一致,使得机构投资者在企业价值增加的过程中发挥了积极作用。为了使研究结果更加准确,Wruck使用了分段线性回归方法,发现股票市场对不同的所有权集中度的反应是不一样的,特别是所有权集中度在25%以上时,其与 $AR_{\Delta NPV}$ 呈显著的正相关关系。但是我们应该看到,所有权集中度的改变对企业价值有两方面的影响:一方面是所有权集中度的改变对企业资源配置的影响。如果所有权集中度的改变能够使经理与其他股东的利益更加一致且使机构投资者发挥监管作用,则企业价值将增加;但是如果私募导致经理侵占企业资源,则企业价值将减少。另一方面是所有权集中度的改变对企业被收购的可能性的影响。所有权集中度的改变导致企业被收购的可能性减小,企业价值因缺乏收购溢价而减少。除此之外,Wruck还认为私募条件下股票的折价发行(私募条件下股票的发行价格往往偏低)反映了对私募投资者的一种补偿。

2. 信息假说。信息假说最早由 Hertzl 和 Smith(1993)提出,并成为对私募的正公告效应的第二种解释。

信息假说是对 Myers 和 Majluf (1984)的信息不对称条件下的优序融资理论的扩展。在 Myers 和 Majluf (1984)的分析框架里,假设管理者总是代表被动的老股东的利益,管理者比潜在的投资者更清楚企业的内在价值,具有信息上的优势。因此,在信息不对称条件下,如果管理者所掌握的信息对企业不利,企业股票的价格被高估,这种情况下管理者总是愿意发行股票,即便将股票发行后筹集到的资金投资到净现值为零的项目也愿意;相反,如果管理者所掌握的信息对企业有利,企业股票的价格被低估,这给原有股东所带来的损失可能远大于投资项目所能带给他们的收益,所以管理者从原有股东的利益出发,可能愿意放弃净现值大于零的投资项目,从而不愿意发行价格被低估的股票,于是导致投资不足。这只是信息不对称问题的一个方面。另一个方面,潜在投资者知道企业管理者的行为模式,因此他们会把企业不发行股票的决策当作是一个“好消息”(企业价值被低估),而把企业发行股票的决策当作是一个“坏消息”(企业价值被高估),这可以解释前面我们提到的公开增发公告效应显著为负的现象。Myers 和 Majluf 虽然明确地指出企业的融资顺序,但其并没有提出有效解决投资不足问题的方法。

于是,Hertzl 和 Smith(1993)拓展了 Myers 和 Majluf(1984)的分析框架,将私募作为企业权益再融资的又一选择加入其理论模型中。Hertzl 和 Smith(1993)的信息假说认为,通过私募,管理层可以很好地与少数机构投资者进行交流,既解决了信息不对称问题,又解决了 Myers-Majluf (1984)模型中的投资不足问题,从而更好地满足投资项目的财务需求。

这里可以通过 Hertzl 和 Smith(1993)的论证来分析信息假说以及私募行为发生的条件。具体如下:

企业原有股东所持股票的价格 V^{old} 有三种结果:

(1)公司进行公开增发的时候,原有股东所持股票的价格为:

$$V^{old} = \text{Max} \left\{ \frac{P'}{P'+E} (E+a+b) \right\}$$

(2)公司进行私募的时候,原有股东所持股票的价格为:

$$V^{old} = \text{Max} \{ a+b-T \}$$

(3)公司既不公开增发也不私募的情况下,原有股东所持股票的价格为:

$$V^{old} = \text{Max} \{ a \}$$

其中: P' 是发行新股后企业原有股东所持股票的市场价格; E 是筹资额; a 是管理者对现有资产的估值; b 是管理者对投资项目净现值的估值; T 是原有股东对私募投资者花费成本收集公司信息所进行的补偿,原有股东通过折价发行股票的方式来承担这一成本。

在满足下列不等式的条件下,私募可以解决上市公司投资不足的问题:

$$\frac{P'}{P'+E} (E+a+b) < a < a+b-T$$

以上不等式表明,只要未来投资项目的净现值大于私募投资者收集企业信息所产生的成本,私募对原有股东而言就是有价值的。因此,可以将以上不等式看成是对 Myers-Majluf (1984)模型中投资不足问题的一种有效解决方法。

与 Wruck(1989)的计量方法异曲同工,Hertzl 和 Smith(1993)仍然以超额收益率作为被解释变量,并以发行规模作为衡量信息不对称的关键变量进行研究,其研究表明:发行规模与超额收益率呈显著的正相关关系。也就是说,发行规模越大,未来投资机会越多,私募投资者对未来投资机会的不确定性估值也越困难,企业价值被低估的可能性越大。因此,这一正的公告效应从另一个角度说明在信息不对称条件下,私募投资者发挥着对投资机会的鉴证作用。

三、结论

国外研究文献表明,私募公告效应显著为正,而所有权结构假说和信息假说是解释正公告效应的主要理论。然而,也有研究(Barclay等,2001)认为这两种假说的前提是购买公司新发行的股票的私募投资者对公司价值的增加发挥了积极作用。他们的研究表明,由于私募而产生的大宗股权持有者(私募投资者)并没有积极地发挥监管和鉴证作用,因此正的公告效应无从解释。Wu 和 Wang(2005)以香港公司为样本,同时对公开增发和非公开增发的公告效应进行研究,其研究结论不支持这两个假说。此外,这些理论是否能够对我国股票市场的定向增发公告效应做出有力的解释,值得我们作进一步检验和分析。

主要参考文献

1. 刘力,王汀汀,王震.中国A股上市公司增发公告的负价格效应及其二元股权结构解释.金融研究,2003;8
2. 李梦军,陆静.上市公司增发新股信息与股票价格波动的实证研究.财经理论与实践,2001;4