

不同类股权再融资的宣告效应分析及短期投资建议

邵志高 张琴

(华中科技大学管理学院 武汉 430074 武汉理工大学华夏学院 武汉 430223)

【摘要】 本文通过研究发现,公开增发、定向增发、配股和可转换债券具有不同的宣告效应,预案公告后短期内公开增发和配股的累积异常收益显著为负,而可转换债券的累积异常收益显著为正。进一步分析表明,震荡市中不论股价是否敏感,可转换债券公司股票都值得投资,而牛市中只有股价敏感度高的可转换债券公司股票才值得投资。

【关键词】 股权再融资 宣告效应 短期投资决策

目前,国内对股改后股权再融资的研究并未全面展开,研究股改后股权再融资宣告效应的文献还相当少见。王家新和刘曦(2008)研究了股改后定向增发和公开增发的宣告效应;章卫东也对股改后定向增发的宣告效应进行了有益探索。然而,这些文献却存在以下不足:①没有针对可转换债券和配股两类股权再融资的宣告效应展开研究;②研究样本偏少,如王家新和刘曦(2008)一文中的样本公司仅为13家;③没有讨论面对各类股权再融资时投资者的合理投资决策。鉴于此,本文研究了股改后各类股权再融资的宣告效应,并进一步考察了再融资预案公告后股票价格的短期变动规律,以供投资者在面对各类股权再融资时做出正确的投资决策。

一、数据来源与研究方法

1. 数据来源与样本筛选。 本文研究数据有多个信息源:判断再融资是否会发生以及各类再融资公司的股价信息来自北京色诺芬和万点数据库;再融资公告内容以及年报、分红等其他公告内容主要来自股天下网站,部分来自中信证券交易系统软件。所有数据都进行了逐一核实。

本文初选样本为股权再融资预案重新启动后两年内(2006年5月至2008年4月)实施股权再融资的公司。由于研究期间实施公开增发和配股的公司较少,因此将预案已经宣告但尚未正式实施的公开增发公司和配股公司也纳入初选样本。对初选样本进行如下处理:①由于本文是针对股改后再融资的研究,且再融资的预案公告日被确定为事件日,因此剔除2006年5月之后实施但在此之前就提出融资预案的公司,同时剔除极少数没有实施股改但宣告预案的公司。②为了消除重组事项对再融资研究的影响,剔除ST公司。③由于一些证券公司的上市是通过“卖壳”公司向证券公司实施定向增发的方式实现,因此剔除了这类定向增发的公司。④如果样本在估计窗内停牌较多,往往意味着该公司可能存在除股权再融资以外的重大事项。为了保障市场模型所估计的系数不受此类事项的影响,剔除了估计窗期间停牌超过10天的公司。⑤为了保障再融资异常收益的估计不受其他重要事项的影响,剔除了再融资预案公告前后两个交易日内有年报、股利等

其他重大事项披露的公司。经过上述处理,最终得到样本公司250家。样本分布详见表1:

表1 样本分布

	公开增发		定向增发			配股		可转换债券				
	2006	2007	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	
初选样本	85		224			40		38				
最终样本	52		143			28		27				
年份分布	3	46	3	98	45	0	0	19	9	11	16	0
牛熊市分布	牛市		熊市		牛市		熊市		牛市		熊市	
	39		13		142		1		12		16	

注:表中年份分布和牛熊市分布均指再融资预案公告日所处年份和所处牛熊市的分布。牛市期间确定为2006年5月至2007年9月,熊市期间确定为2007年10月至2008年4月。

2. 研究方法。 本文采用事件研究法考察股权再融资的宣告效应。由于再融资预案的董事会公告是所有相关公告中最先对外公布的,因此本文将研究的事件日确定为再融资的董事会公告日(若公告日停牌则顺延至下一交易日)。本文再融资宣告效应的事件窗确定为(0,1)和(-1,1),但也关注(-2,2)和(-5,5)事件窗内的累积异常收益。

本文采用市场模型估计异常收益,估计窗确定为董事会公告日所处月份的前6个月。为了尽量保障市场模型所估计的系数不受再融资事件的影响,如果预案公告日处于某月的前20日内,则将事件窗前移一个月。在估计窗或是事件窗内如果出现公司停牌,就将停牌日及下一交易日的市场指数报酬予以合并计算。

本文通过考察各类再融资公告日后一定时期内的累积异常收益来讨论各类再融资的短期投资决策,观察期确定为(0,10)和(1,10)。

二、宣告效应

1. 各类再融资的宣告效应。 表2报告了各类再融资公告日前20日至后10日期间的异常收益(AR)和累积异常收益(CAR)。结果显示,定向增发公告当日 t_0 的异常收益显著为正,并且这种宣告效应在公告日后保持了短暂的延续,公告日

后一交易日的异常收益也显著为正。定向增发在 t-4 日就开始出现了正的异常收益，且单日最大的异常收益并不是出现在公告当日而是在 t-1 日，这些都表明定向增发的“利好信息”已提前泄露；月累积异常收益数据显示，t-3 日至以后各交易日的累积异常收益都显著为正，一个月的累积异常收益达到显著的 9.04%；事件窗(0,1)和(-1,1)的累积异常收益也为正。从表 2 可以看出，定向增发的累积异常收益在公告日前迅速上升，上升趋势在公告日后很快稳定下来并最终保持在较高水平。

表2 异常收益与累积异常收益

date	定向增发		公开增发		配股		可转换债券	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
t-20	0.000 5	0.000 5	-0.005 1	-0.005 1	0.002 3	0.002 3	-0.005 1	-0.005 1
t-15	0.003 3	-0.000 7	-0.000 2	-0.004 4	-0.000 4	-0.001 4	0.001 2	-0.006 9
t-10	0.003 6	0.007 3	0.005 4	0.005 3	0.021 7***	-0.006 8	0.002 9	-0.005 0
t-5	-0.001 1	0.009 5	0.007 6	0.028 4	0.008 6	-0.001 6	0.007 0	0.004 3
t-4	0.006 3**	0.015 8	0.008 3	0.036 7*	0.002 5	0.000 9	0.006 5	0.010 8
t-3	0.009 6***	0.025 4**	-0.001 8	0.034 9	0.001 3	0.002 2	-0.002 2	0.008 6
t-2	0.009 6***	0.034 9**	0.011 9**	0.046 9*	0.012 6*	0.014 8	-0.001 2	0.007 3
t-1	0.030 4***	0.065 3***	0.020 4***	0.067 2***	0.007 1	0.021 9	0.006 6	0.014 0
t0	0.014 5***	0.079 8***	-0.010 9*	0.056 3**	-0.006 2	0.015 7	0.005 6	0.019 6
t1	0.006 3*	0.086 0***	-0.015 2***	0.041 1	-0.005 7	0.010 0	0.005 1	0.024 7
t2	0.001 8	0.087 8***	-0.004 8	0.036 3	-0.004 4	0.005 7	0.008 8	0.033 5
t3	0.004 0	0.091 9***	0.002 6	0.038 9	-0.002 6	0.003 0	0.001 5	0.035 0
t4	0.002 3	0.094 2***	-0.003 7	0.035 1	0.002 1	0.005 1	0.002 2	0.037 3
t5	-0.004 0	0.090 1***	-0.004 5	0.030 6	0.005 8	0.011 0	0.008 0	0.045 2
t10	0.004 5	0.090 4***	-0.007 5	0.012 9	-0.001 3	-0.015 1	0.003 5	0.058 3
事件窗	(0,1)	(-1,1)	(0,1)	(-1,1)	(0,1)	(-1,1)	(0,1)	(-1,1)
CAR	0.020 7	0.051 1	-0.026 1	-0.005 7	-0.004 8	-0.011 8	0.017 3	0.010 7
P值	0.001 0	0	0.001 6	0.544 1	0.708 2	0.311 4	0.175 1	0.378 9

注：***、**、* 分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。

公开增发在公告日前后也有显著的异常收益，但是明显不同于定向增发的宣告效应。公开增发公告当日及后一交易日的异常收益都显著为负，但公告日前两个交易日的异常收益显著为正；事件窗(0,1)的累积异常收益为负，(-2,-1)的累积异常收益显著为正(限于篇幅，未予报告)，而(-1,1)的累积异常收益并不显著。从表 2 可以看出，公开增发的累积异常收益在公告日前两个交易日快速上升，但公告日后迅速回落。出现这种现象可能与市场预先对融资方式的错误判断有关。因为股改后我国绝大多数公司采取的是定向增发的再融资方式，而定向增发往往被视为“利好信息”，这样当市场捕捉到公司有再融资动向时，很可能会将公司的再融资方式错误地判断为定向增发，从而导致再融资在董事会公告日前股价快速上升，而在融资方式最终被确定为公开增发(公司正式对外公告公开增发预案)后股价迅速回落。

配股和可转换债券的宣告效应并不明显：①配股公告日有-0.62%的异常收益，在统计上并不显著。配股公告日前后

的异常收益不显著，事件窗(0,1)和(-1,1)的累积异常收益不显著，一个月的累积异常收益数据也显示不存在异于 0 的宣告效应。配股的异常收益比较稳定，基本上都在-2%与 2% 范围内波动。②与配股类似，可转换债券公告日虽有 0.56% 的异常收益但也不显著；公告日前 20 日至后 10 日的所有观测日、事件窗(0,1)和(-1,1)以及一个月的累积异常收益数据都显示并不存在异于 0 的宣告效应，但从一个月内累积异常收益的波动来看，公告日后的累积异常收益开始稳步上升。

2. 各类再融资宣告效应差异比较。表 3 报告了各类再融

资在不同事件窗内累积异常收益差异比较的结果，并采用方差分析(ANOVA)模型进行回归分析。分析结果表明，配股没有明显的宣告效应，因此以配股作为方差分析的基准变量。而对定向增发 PRI、公开增发 SEO 和可转换债券 CB 则分别设置虚拟变量。取值方法是：当公司为定向增发时，PRI 取值为 1，否则为 0；当公司为公开增发时，SEO 取值为 1，否则为 0；当公司为可转换债券时，CB 取值为 1，否则为 0。结果显示，与配股相比，定向增发在事件窗(0,1)内累积异常收益要显著高出 3.3%。各事件窗内公开增发的累积异常收益均比配股的小，但这种差异不明显。各事件窗内可转换债券的累积异常收益均比配股的大，但差异同样不显著。总体来讲，定向增发具有最积极的宣告效应，其次是可转换债券，再次是配股，最后是公开增发，但后三者间的差异并没有统计上的差别。

表3 各类再融资宣告效应差异比较

		(0,1)	(-1,1)	(-2,2)	(-5,5)
constant	系数	-0.012	-0.005	0.003	0.021
	P值	0.359	0.745	0.855	0.427
PRI	系数	0.033**	0.056***	0.059***	0.058**
	P值	0.022	0.001	0.004	0.046
SEO	系数	-0.014	-0.001	-0.002	-0.011
	P值	0.372	0.958	0.929	0.730
CB	系数	0.023	0.022	0.022	0.027
	P值	0.221	0.291	0.421	0.482
Adj. R ²		0.065	0.091	0.063	0.033

注：CAR=C₀+C₁PRI+C₂SEO+C₃CB+ε；***、** 分别表示在1%、5%的水平上显著。

三、短期投资决策

1. 一般选择。投资者面对各类股权再融资时，不能简单地依据宣告效应来进行投资决策。以定向增发为例，上述研究表明，尽管定向增发具有显著的正宣告效应，但这种效应大多

在公告日之前就已被消化,因此在预案公告之前介入这类公司才可能赚取异常收益。然而普通投资者往往做不到先知先觉,因此普通投资者往往更为关注各类再融资预案公告后的投资机会。

表4 各类再融资预案公告后短期内累积异常收益

	观察期	CAR	P值
公开增发	(0,10)	-0.054 3***	0.001 1
	(1,10)	-0.043 4***	0.004 0
定向增发	(0,10)	0.025 1*	0.061 4
	(1,10)	0.010 6	0.375 3
配股	(0,10)	-0.037 0**	0.071 5
	(1,10)	-0.030 8	0.130 9
可转换债券	(0,10)	0.044 3**	0.022 1
	(1,10)	0.038 6**	0.016 1

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。

表4报告了各类再融资预案公告后短期内的累积异常收益。结果显示,尽管定向增发在观察期(0,10)内有2.51%的累积异常收益,但在观察期(1,10)内的累积异常收益只有1.06%,在统计上并不显著。如果公告当日公司股价高开2.51%,那么这类股票就没有短期投资机会,因此公告日后对这类公司股票不应该盲目追高。公开增发在观察期(0,10)和(1,10)内都有较大的负的累积异常收益,且统计上高度显著,表明公告日后介入这类公司的投资风险相当大,投资者应尽量回避这类公司。配股在观察期(0,10)内累积异常收益显著为负,且观察期(1,10)的P值也大于10%,表明投资这类公司有较大的风险。可转换债券在(0,10)和(1,10)观察期内都有较高的累积异常收益,且统计上高度显著,表明公告日后介入这类公司有可能获取可观的短期回报。

以上分析表明,定向增发尽管有正的宣告效应,但公告日后的投资价值并不大;而公开增发、配股和可转换债券的宣告效应尽管都不显著,但公告日后的投资机会截然不同,前两者应尽量回避而后者可择机参与。

2. 可转换债券的具体决策。择机参与并不等于盲目投资。公告日后可转换债券有正的宣告效应并不意味着公司股票一定值得投资。是否投资还需取决于两个条件:一是有正的报酬,二是报酬必须大于市场报酬。将市场报酬设为 x ,依据市场模型,公司的正常报酬为 $\alpha+\beta x$ 。其中, α 和 β 为本文估计窗内采用市场模型所估计的回归系数, β 反映了公司股价对市场指数变动的敏感程度。上述研究已发现,公告日后可转换债券的累积异常收益约为4%,这里假定为4%,则公告日后可转换债券的预期报酬为 $(4%+\alpha+\beta x)$ 。依据上述参与投资的条件可得: $4%+\alpha+\beta x > x$, $4%+\alpha+\beta x > 0$ 。

经整理可得,投资可转换债券公司股票的条件是:当 $\beta > 1$ 时, $x > -(4%+\alpha)/\beta$;当 $\beta < 1$ 时, $-(4%+\alpha)/\beta < x < (4%+\alpha)/(1-\beta)$ 。即在股价较敏感的情况下,市场报酬在 $-(4%+\alpha)/\beta$ 以上便可参与;在股价不敏感的情况下,市场报酬只有在 $-(4%+\alpha)/\beta$ 与 $(4%+\alpha)/(1-\beta)$ 之间才可参与。

然而,实践中具体的市场报酬无法准确估计,市场趋势却相对容易把握,笔者拟对市场趋势进行简单分类,以讨论不同市场状况下的投资决策。为了便于描述,用 m 和 n 分别代表 $-(4%+\alpha)/\beta$ 和 $(4%+\alpha)/(1-\beta)$ 。由于 α 的绝对值很小(未予报告,统计表明均小于1%),因此 m 为负而 n 为正,且绝对值都不大。当市场报酬处在区间 $(m,0)$ 或 (m,n) 时可大致地理解为震荡市,而处在该区间的左边或右边时则理解为熊市或牛市。不难看出,可转换债券公司股票在股价较敏感的情况下,无论是震荡市还是牛市都值得参与;而在股价不敏感的情况下,只有震荡市才适宜参与。换言之,震荡市下不论股价是否敏感,可转换债券公司的股票都值得参与,而牛市下只有股价敏感度高的可转换债券公司股票才值得投资。

表5 可转换债券短期投资决策

股价敏感度	$\beta > 1$			$\beta < 1$		
	$(-\infty, m)$	$(m, 0)$	$(0, \infty)$	$(-\infty, m)$	(m, n)	(n, ∞)
市场报酬	熊市	震荡市	牛市	熊市	震荡市	牛市
市场总体状况	放弃	参与	参与	放弃	参与	放弃
投资决策						

注: $m = -(4%+\alpha)/\beta$, $n = (4%+\alpha)/(1-\beta)$ 。

四、结论

本文以2006年5月至2008年4月两年内的股权再融资公司为样本,研究了股改后各类再融资的宣告效应以及融资公告后的短期投资决策。结果表明,定向增发的宣告效应显著为正,公开增发预案公告前股价快速上升而公告后股价迅速回落,配股和可转换债券则没有显著异于0的宣告效应。预案公告后的一段时期内可转换债券的累积异常收益显著为正,而公开增发和配股的累积异常收益显著为负,表明短线投资者可积极介入预案已公告的可转换债券公司,而应尽量回避预案已公告的公开增发和配股公司。笔者进一步研究发现,震荡市下不论股价是否敏感可转换债券公司的股票都值得参与,而牛市下只有股价敏感度高的可转换债券公司股票才值得参与。

本文研究主要有两点创新:一是发现股改后各类股权再融资存在不同的宣告效应;二是从投资者角度提出了对再融资预案公告后各类融资公司的不同投资决策。这为短线投资者面对各类股权再融资时做出正确投资决策提供了参考。

主要参考文献

1. 王家新,刘曦.中国股市增发公告的股价效应分析.统计研究,2008;4
2. 孔东民,付克华.中国股市增发的市场反应及影响因素分析.世界经济,2005;10
3. 李康,杨兴君,杨雄.配股和增发的相关者利益分析和政策研究.经济研究,2003;3
4. 刘力,王汀汀,王震.中国A股上市公司增发公告的价格效应及其二元股权结构解释.金融研究,2003;8
5. 王亚萍.上市公司选择股票的增发时间吗?金融研究,2006;12
6. 叶红雨,曾芒.中国A股市场增发效应与投资者保护.南开管理评论,2005;5