

集团公司整体上市 与公司股价波动之间的关系探讨

章卫东(教授) 李德忠

(江西财经大学会计学院 南昌 330013)

【摘要】 本文对我国集团公司整体上市与公司股票价格波动之间的关系进行了实证研究,得出了相关结论,以期为我国证券监管部门制定监管政策、投资者做出投资决策以及我国集团公司进行整体上市的设计提供理论依据。

【关键词】 集团公司 整体上市 股票价格

近几年来,众多集团公司整体上市可谓是我国证券市场上的一道风景线。2004年,TCL集团采取IPO换股方式收购TCL通讯从而成功实施整体上市;接着,武钢股份以定向增发新股的方式收购武钢集团主业实施整体上市;随后,第一百货以吸收合并方式合并华联商厦实施整体上市。这些企业成功实施整体上市在我国证券市场上掀起了一阵波澜,使得整体上市成为业界关注的热点问题。我国上市公司进行股权分置改革后,又有一批公司采取以定向增发新股为主的方式成功实施整体上市,而准备整体上市以及宣告整体上市的公司更是如雨后春笋一般涌现。2006年年末,国资委明确表示鼓励和支持国有企业整体上市,而这也受到了投资者的青睐。

国内外学者对集团公司整体上市进行了大量研究。从国内外学者对整体上市的研究可以看出,整体上市后多数公司的市场绩效都有提高的趋势。国内学者的研究大多是基于个案的分析,没有从理论上很好地解释我国集团公司为什么要进行整体上市的问题,也没有从理论上深入分析集团公司整体上市与公司股票价格波动之间的关系,而对此方面进行实证研究的则更少。

为了深刻认识我国集团公司整体上市的现象,特别是实现整体上市的财富效应,本文将对我国集团公司整体上市与公司股票价格波动之间的关系进行实证研究,以便为证券监管部门更好地制定相关的监管政策、投资者做出投资决策以及我国集团公司进行整体上市的设计提供理论依据。因此,本文将致力于解决以下几个问题:①我国集团公司实施整体上市的原因;②我国集团公司整体上市与公司股票价格波动之间的关系;③以定向增发新股的方式实施集团公司整体上市与采用其他方式实施集团公司整体上市的超额累积收益率之间的差异。

一、集团公司整体上市的意义

1. 集团公司整体价值的提升是集团公司整体上市的原动力。在股权分置时代,由于非流通的国有股、法人股不能上市流通,衡量大股东价值的标准往往是非流通的国有股、法人股的净资产,集团公司非上市部分的资产价值的衡量标准为

净资产总额。而进行股权分置之后,国有股、法人股可以上市流通,大股东价值的衡量标准则是上市公司的股票价格。集团公司整体上市后不仅有利于对上市公司国有股、法人股的价值发现,而且使得集团公司非上市部分的资产价值得到提升,从而使集团公司资产的整体价值得到提升。笔者认为,这是我国集团公司实施整体上市的根本原因。

2. 集团公司整体上市有利于改善公司内部治理。公司内部治理结构扭曲是我国公司内部治理存在的一个重要问题,这具体表现在以下几个方面:①股东大会流于形式;②董事会结构不合理;③监事会的地位没有真正得到落实,监事会的监督作用没有得到充分发挥;④激励约束机制不健全。规范的整体上市行为的一个重要特点就是集团公司整体上市后,往往会吸收大量的社会资金投资于上市公司,这些新资金的注入有效地降低了上市公司中国有股的比例,并使非国有股的比例相应上升,同时还引入了大量其他所有制性质的投资者。这样一来,原上市公司的股权结构得到改善,而公司治理中许多问题的根源就在于公司股权结构的不合理,所以集团公司通过整体上市能够改变原来不合理的股权结构,从而改善上市公司的治理结构,有利于提高上市公司的业绩和保护中小股东的利益。另外,集团公司整体上市的目的之一就是追求企业的可持续发展,上市公司的管理者势必从公司的长远利益出发来做出相关决策,从而避免了管理者的短期行为。

3. 集团公司整体上市有利于拓展融资渠道。在信息不对称的情况下,IPO或公开增发新股向市场传递了负面信息,会导致上市公司股票价格的下跌(Myers et al.,1984)。因此,集团公司通过IPO、公开增发新股实施整体上市的难度较大。而通过向特定投资者定向增发新股来募集资金实施整体上市则可避免这一问题。由于定向增发新股的对象为机构投资者,它们有能力对定向增发新股的上市公司进行调查,并在定向增发新股之后对其资金的使用情况进行监管,解决了发行人与投资者之间的信息不对称问题,有利于上市公司价值的提升,也解决了集团公司整体上市的融资问题。

4. 集团公司整体上市有利于解决关联方交易问题。我国

上市公司关联方交易带来的种种弊端都是由于上市公司与存续企业之间的矛盾造成的,而整体上市能很好地解决这个问题。集团公司整体上市的初衷就是为了消除上市公司与存续企业之间的矛盾。集团公司整体上市后,存续企业也改组上市,而原有上市公司与存续企业之间的矛盾也就自然消失。国有企业整体上市后,上市公司与存续企业的矛盾就不存在了,控股股东与中小股东的利益趋于一致,并且股权结构也很清晰,还可以利用资本市场这个平台不断进行内部重组和优化,提高核心竞争力,做大做强上市公司(黄清,2004),从而提升集团公司的整体价值。

可见,集团公司整体上市有利于解决上市公司与控股公司或关联公司之间的关联方交易问题,进而解决上市公司与控股股东的代理问题,降低代理成本,也有利于提高上市公司的业绩,从而提升上市公司的价值。

二、研究设计

1. 理论假设。根据上文的分析,本文提出如下假设:

假设1:上市公司宣告整体上市有正的财富效应。

假设2:通过定向增发新股实施集团公司整体上市的宣告效应好于通过其他方式实施集团公司整体上市的宣告效应。

2. 样本的选取及数据来源。本文选取了从2005年5月1日到2007年3月31日有整体上市公告的A股上市公司作为研究样本,这些数据均来自于上海万得信息技术有限公司。为了本文研究的需要,我们要求样本公司必须满足以下选取标准:①由于B股、H股公司的股票价格的计量标准与A股公司不同,本文仅考虑宣告整体上市的A股普通股公司;②由于金融行业经营范围的特殊性,本文仅仅考虑宣告整体上市的非金融类公司;③所需的财务数据和金融交易数据可以获得。按照以上三条选取标准,最后得到符合标准的样本公司共44家,其中:通过定向增发新股方式实施整体上市的有28家,通过其他方式实施整体上市的有16家(见表1)。

表1 样本公司统计描述

	深圳证券交易所	上海证券交易所	合计
整体上市	19	25	44
所占比重	43%	57%	100%

	通过定向增发新股 实施整体上市	通过其他方式 实施整体上市	合计
整体上市	28	16	44
所占比重	64%	36%	100%

3. 方程设定和变量定义。本文使用的回归模型如下:

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1 Debratio_i + \beta_2 Lnsiz_e_i + \beta_3 Tobin's Q_i + \beta_4 DUM(ztss) + \varepsilon_i$$

其中,各个变量的含义如下:

(1)CAR为通过定向增发新股实施整体上市的超额累积收益率。对于研究的第i个样本,其市场调整后的第t日的异常回报率为:

$$AR_{it} = r_{it} - r_{mt} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} - \frac{P_{mt} - P_{mt-1}}{P_{mt-1}}$$

其中: r_{it} 为第i只股票样本第t日的收益率; r_{mt} 为相对应时期的市场收益率; P_{it} 为第i只股票样本第t日的收盘价格; P_{it-1} 为第i只股票样本第t-1日的收盘价格; P_{mt} 为大盘第t日的收盘指数; P_{mt-1} 为大盘第t-1日的收盘指数。

对于计算期[a,b]内第i只股票样本相对市场的超额累积

$$CAR_{a,b} = \sum_{t=a}^b AR_{it}$$

(2)Debratio表示整体上市前一年年末公司的资产负债率。代理理论(Jensen et al., 1976)认为债务比例的提高会降低代理成本,债务具有杠杆作用和抵税效应。因此,债务比例的提高可以作为公司具有更高品质的信号。Heinkel(1982)的信号模型指出,财务杠杆的改变可以传达一定的公司内部信息。这个模型认为,投资者把更高的债务比例作为公司具有更高品质的信号。

(3)Lnsiz_e为度量公司规模指标。考虑到数量级的关系,用整体上市前公司总股本的自然对数表示。Blazenko(1987)把公司规模看做一个重要的解释变量,他认为公司规模是信息不对称的代理变量。另外,公司规模可以被看做财务破产成本的代理变量。从股权方面看,公司规模越大,信息披露越完善,公司股票的流动性越强,从而为二级市场带来正面影响。相对于大公司而言,小公司的信息不对称问题更为严重。按照这个观点,来自于小公司的私募宣告的信息内容比来自于大公司的更难以评价。因此,公司规模是度量信息不对称的一个重要指标。

(4)Tobin's Q是反映公司市场价值与公司重置成本的比值。公司市场价值=总股本×计算窗口内平均股价+长期债券。重置成本用总资产表示。代理理论认为,上市公司的Tobin's Q值越高,说明投资者认为公司未来的投资机会较多,从而使代理人滥用公司资金的可能性减少。因此,Tobin's Q值是反映公司成长性的一个重要指标。

(5)DUM(ztss)表示是否通过定向增发新股实施整体上市的虚拟变量。若是,取值为1;若不是,取值为0。

三、整体上市宣告效应的实证研究

1. 单变量检验结果。

表2 整体上市超额累积收益率的单变量检验结果

计算窗口	t 检验			K-S 检验		
	均值	t 值	p 值	中位数	Z 值	p 值
[-20, +5]	9.42%	2.251**	0.030	5.87%	1.222	0.101
[-10, +5]	8.14%	2.652**	0.011	5.58%	0.983	0.289
[-5, +5]	8.75%	2.495**	0.017	2.47%	1.519**	0.020

注:**表示在5%的水平上显著。

从表2的结果可见,在本文选取的三个计算窗口[-20,+5]、[-10,+5]、[-5,+5]内,整体上市的超额累积收益率都为正,超额累积收益率分别为9.42%、8.14%和8.75%,并且高度显著。这说明上市公司宣告整体上市有正的财富效应,从而证明了本文提出的假设1。

从表3的结果可见,在本文选取的三个计算窗口[-20,

表3 整体上市超额累积收益率的单变量比较检验结果

计算窗口		t 检验		K-S 检验	
		均值	t 值	中位数	Z 值
通过定向增发新股实施整体上市	[-20,+5]	13.83%	2.404**	7.91%	1.232*
	[-10,+5]	12.75%	3.245***	8.68%	1.135
	[-5,+5]	13.96%	2.830***	6.04%	1.320*
通过其他方式实施整体上市	[-20,+5]	1.70%	0.324	-2.52%	0.641
	[-10,+5]	0.07%	0.016	-3.9%	0.732
	[-5,+5]	-0.36%	-0.107	-1.09%	0.654
二者比较	[-20,+5]	12.13%	1.410	10.43%	-1.464
	[-10,+5]	12.68%	2.062**	12.58%	-2.318**
	[-5,+5]	14.32%	2.035**	7.13%	-2.367**

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%和 10%的水平上显著。

+5]、[-10,+5]、[-5,+5]内,宣告通过定向增发新股实施整体上市的超额累积收益率都为正,超额累积收益率分别为13.83%、12.75%和13.96%,并且高度显著。而宣告通过其他方式实施整体上市的超额累积收益率却远远低于宣告通过定向增发新股实施整体上市的超额累积收益率。

在本文选取的三个窗口[-20,+5]、[-10,+5]、[-5,+5]内,宣告通过其他方式实施整体上市的超额累积收益率分别只有1.70%、0.07%、-0.36%,并且不显著。这说明宣告通过定向增发新股实施整体上市的超额累积收益率要高于宣告通过其他方式实施整体上市的超额累积收益率,上市公司宣告通过定向增发新股实施集团公司整体上市更受投资者的追捧。为了使这一结论更加可靠,下面拟在考虑了控制变量的情况下,对宣告通过定向增发新股实施集团公司整体上市的超额累积收益率进行多变量回归分析。

2. 多变量回归分析。通过定向增发新股实施整体上市与通过其他方式实施整体上市宣告效应比较的多元回归检验结果如表4所示:

表4

回归统计量	回归 1	回归 2
常数	-0.903 (-1.219)	-1.350 (-1.880)*
Debratio	0.393 (1.785)*	0.387 (1.869)*
Tobin's Q	0.080 (1.954)*	0.098 (2.495)**
Lnsiz	0.035 (1.052)	0.050 (1.597)
DUM(ztss)		0.175 (2.514)**
样本数	44	44
Adj. R ²	0.049	0.160
F Value	1.735	3.053**

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%和 10%的水平上显著,括号内为 t 值。

加入了控制变量后的多元回归检验结果显示,在董事会宣告整体上市的[-5,+5]内,宣告通过定向增发新股实施整体上市的超额累积收益率要比宣告通过其他方式实施整体上市的超额累积收益率高17.5%,并且在5%的水平上高度显著;整体上市公司的Debratio每增加1%,宣告通过定向增发新股实施整体上市的超额累积收益率比宣告通过其他方式实施整体上市的超额累积收益率要高38.7%,并且在10%的水平上高度显著;整体上市公司的Tobin's Q值每增加1%,宣告通过定向增发新股实施整体上市的超额累积收益率比宣告通过其他方式实施整体上市的超额累积收益率要高9.8%,并且在5%的水平上高度显著。此外,整体上市公司的Lnsiz对宣告通过定向增发新股实施整体上市的超额累积收益率也有正面影响,但不显著。上述多元回归检验结果进一步说明,通过定向增发新股实施整体上市的宣告效应要好于通过其他方式实施整体上市的宣告效应,从而证明了本文提出的假设2。

四、结论

本文通过对2005年5月1日到2007年3月31日上市公司实施集团公司整体上市宣告效应的实证研究发现:①上市公司实施集团公司整体上市,有利于对集团公司整体资产的估值,有利于减少关联方交易、降低代理成本、节约交易费用,最终提升集团公司的整体价值。②上市公司宣告实施集团公司整体上市的超额累积收益率为正,这说明宣告实施集团公司整体上市有着正的财富效应,也解释了我国证券市场上宣告实施集团公司整体上市的上市公司受到二级市场投资者追捧的原因。③宣告通过定向增发新股实施集团公司整体上市的超额累积收益率要高于通过其他方式实施集团公司整体上市的超额累积收益率,说明宣告通过定向增发新股实施集团公司整体上市有着更大的财富效应,也解释了我国证券市场上宣告通过定向增发新股实施集团公司整体上市的上市公司更加受到投资者追捧的原因。

本文研究结论的意义在于:①上市公司实施集团公司整体上市提升了集团公司的整体价值,也实现了流通股股东财富最大化,说明实施集团公司整体上市是一项有利于实现股东财富最大化的融资行为。因此,有关方面应当积极推进集团公司整体上市。②宣告通过定向增发新股实施集团公司整体上市的超额累积收益率要高于宣告通过其他方式实施集团公司整体上市的超额累积收益率,说明宣告通过定向增发新股实施集团公司整体上市更有利于实现股东财富最大化。因此,有关方面在推进集团公司整体上市时,应当尽量采用定向增发新股的方式。

本文的不足之处在于:由于我国上市公司实施集团公司整体上市,特别是通过定向增发新股实施集团公司整体上市是近年来才出现的新生事物,本文可取得的研究样本较少,在一定程度上可能造成研究结论的偏差。

主要参考文献

1. 许奇挺.企业集团整体上市研究.技术经济,2005;2
2. 黄清.国有企业整体上市研究——国有企业分拆上市和整体上市模式的案例分析.管理世界,2004;2