

■ 区域经济社会发展研究

募集资金投向变更的市场传导效应研究

任健华

(陕西学前师范学院政治经济系,陕西西安 710061)

摘要:募集资金的投资方向对企业的生产经营有重要影响,因此,与募集资金有关的信息,尤其是投向变更信息受到投资者格外关注。以沪深两市2014年有募资投向变更行为的80家上市公司为样本,用超额收益指标定量分析募资投向变更行为对股票市场的影响。研究发现,变更公告的发布会使股票价格异常波动,产生负的超额收益率,引起股价下降。通过分析,认为募资投向变更会使投资者产生信心下降,从而对股票市场产生负面影响。最后为企业、投资者、政府部门提出政策建议。

关键词:募资投向变更;事件研究方法;股票价格

中图分类号:F830.9

文献标识码:A

文章编号:2095-770X(2017)03-0023-04

PDF获取: <http://sxxqsfxy.ijournal.cn/ch/index.aspx>

doi: 10.11995/j.issn.2095-770X.2017.03.006

A Study on the Market Reaction to the Alteration of Financing Capital's Use from the Listed Companies

REN Jian-hua

(Shaanxi Xueqian Normal University, Xian 710161, China)

Abstract: Alteration of financing capital's use has an important impact on development. So people always pay attention to this behavior. We select 80 shares listed companies which altered financing capital in 2014 as samples, using event research method empirically analyze the market conductibility of the alteration of financing capital's use. The results show that listed companies altered financing capital's has declined. The net amount in a low proportion. Paper finally gives some advice to enterprises, investors and government.

Key words: alteration of financing capital's use; event research method; share price

募集资金的使用方式直接影响上市公司的经营效益和后续发展。而募资投向变更行为并不鲜见,部分企业变更募集资金的用途是为了适应市场变化或是政策需要,而随意且频繁的变更行为则是一种不正常的现象。由于募资投向变更会对企业生产经营产生影响,如果资本市场有效,则变更信息会通过股票价格的变动体现出来。合理的变更会增加企业价值,进而推动股价上涨,反之,变更行为会导致股价下跌。国内学者对募资变更行为进行了研究:刘少波、戴文慧认为募资投向变更公告对公司业绩有较大影响,且会对股票市场产生负面效应^[1];刘斌、

段奇特、周轶强认为募资变更公告不具有信息含量^[2];杨全文、薛清梅的研究结果表明投资者对IPO募资投向变更消息持负向市场反应^[3]。在已有对募资投向变更的市场传导效应研究中,样本数据比较老,且文献的研究结果并不一致,难以形成有政策影响的研究成果。因此,很有必要对这一问题开展深入研究。

一、研究方法

本文采用事件研究方法研究募资投向变更的市场传导效应。该方法认为,在有效资本市场前提下,

当前所有的可知信息都会通过股票价格反映出来。如果股价发生了变动,则是反映了新的信息。该方法以一特定时间段为研究窗口,通过分析该窗口内,某一事件发生前后股价变动情况,检验是否产生超常收益,以此判断事件是否对公司股票造成影响。在该研究方法中,以超常收益率 AR (abnormal return)和累计超常收益(CAR)来检验市场对信息的反应方向和程度。该方法的步骤如下:

(一)选取研究窗口

该方法首先要确定事件对股票价格产生影响的时间段。假设 T 时刻为事件发生日,由于在事件被公告之前,市场可能提前察觉该信息,故认为该事件会在发生日之前的 $T-m$ 时刻就对市场产生影响,且该影响会持续到 $T+n$ 时刻。把事件对市场产生影响的时间段称为观察期,即 $[T-m, T+n]$;在 $T-m$ 时刻以前,事件对市场不产生影响,将事件没有产生影响的时期称为估计期,即 $[0, T-m]$ 。将观察期和估计期做为事件研究法的研究窗口,即 $[0, T+n]$ ^[4]。选取研究窗口内 $T+n+1$ 个样本数据,其中估计期的数据用来估计模型参数,观察期数据用来计算超常收益。研究窗口、估计期、观察期的选取如图1所示:

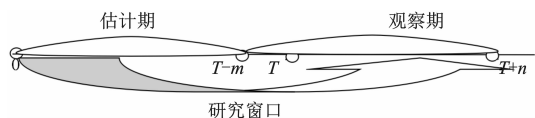


图1 研究窗口、估计期、观察期的选择

(二)计算超额收益率

以收盘价计算个股、市场指数的日收益率 R_i 、 $R_{m,t}$;其中: $R_{i,t}$ 为个股 i 的日收益率, $R_{m,t}$ 为市场指数日收益率。选择估计期数据,以市场指数日收益率 $R_{m,t}$ 为解释变量,以个股收益率 R_i 为被解释变量,进行回归,即 $R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \xi_{i,t}$ ^[5]。

假定 α_i 和 β_i 在观察期内保持不变,则预期正常收益率

$$\hat{R}_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t}$$

根据事件研究方法,有 $AR_{i,t} = R_{i,t} - \hat{R}_{i,t}$

$$AAR_t = \frac{\sum_i AR_{i,t}}{N}$$

$$CAR = \sum_t AAR_t$$

上式中: $AR_{i,t}$ (Abnormal Return)表示每日超常收益率; N 表示样本公司数目; AAR_t (Average Abnormal Return)即为当天的平均超常收益率;

CAR (Cumulative Average Return)是我们最终要计算的累积平均超常收益。

(三)T检验 AAR_t 和 $CAR_{t1,t2}$ 与 0 的差异性

将“事件发生对市场不产生影响”设定为原假设(零假设 H_0);反之,“事件的发生影响市场”作为备择假设(H_1)。对模型进行 T 检验,若检验结果显著,则表明该事件的发生影响了资本市场;反之,资本市场没有反映出与该事件相关的信息。

二、模型建立和参数估计

(一)样本选取

样本公司选取主要根据上海证券交易所、中国上市公司资讯网、金融界网等网站公开的募资投向变更公告来确定,股票价格走势历史数据来自和讯股道黄金版。

经统计,2014 年共有 105 家上市公司发生募资变更行为,排除公告日前后可能影响个股价格的其他事项,如对外担保、关联交易,以及与募资变更事项不相关的对外收购、年报(中期报告)等影响股票价格的其他重大事项的公司,最终筛选出 80 家公司作为考察样本。在这 80 个样本中,就募资方式来看,58 家公司为首次发行新股(IPO),10 家公司实施配股,12 家公司增发新股,分别占总样本的 72.5%,12.5%,15%;就变更公司所属行业来看,主要集中于制造业、农林牧渔业、批发零售业。

(二)计算重大投资项目对股票价格的影响

本文选择的研究窗口为上市公司发布募资投向变更公告的 $[-100, 10]$,共 111 天。其中,估计期为 $[-100, -11]$,观察期为 $[-10, 10]$ 。以估计期 $[-100, -11]$ 的市场指数日收益率 $R_{m,t}$ 为自变量,个股日收益率 R_i 为因变量,使用市场模型 $R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \xi_{i,t}$ 估算出的样本公司 α_i 和 β_i 。将市场指数日收益率 $R_{m,t}$ 在观察期 $[-10, 10]$ 的数据代入 $\hat{R}_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t}$,得出各样本公司在观察期 $[-10, 10]$ 预期收益 $\hat{R}_{i,t}$ 。

以个股在观察期 $[-10, 10]$ 实际收益 $R_{i,t}$ 减去预期收益 $\hat{R}_{i,t}$,得到样本公司在观察期 $[-10, 10]$ 的超常收益 $AR_{i,t}$;

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \hat{R}_{i,t} \quad (i=1, 2, 3 \cdots 80; t = -10, -9, -8 \cdots 10)$$

将各个样本公司在观察期 $[-10, 10]$ 每天的超常收益累加,再除以样本数,计算样本公司平均超常收益 AAR_t ;

$$AAR_t = \frac{\sum_i AR_{it}}{80} \quad (t = -10, -3, -2 \cdots \cdots 10)$$

最后,对平均超常收益 AAR_t 求和,计算样本公司在观察期的累计超常收益 $CAR_{t1,t2}$ 。

$$CAR = \sum_t AAR_t \quad (t = -10, -3, -2 \cdots \cdots 10)$$

假设样本公司的募资投向变更行为没有对股票价格产生影响,则 $CAR_t(t = -10, -3, -2 \cdots \cdots 10)$ 序列大体上服从均值为 0 的正态分布。对 CAR 进行 T 检验,如果 $CAR > 0$,且 T 检验显著,说明募资投向变更使公司股价上升;如果 $CAR < 0$,且 T 检验显著,表明募资投向变更行为使得股价下降;若 CAR 与 0 不存在显著差异,则认为股票市场没有对募资投向变更行为做出反应。

三、实证结果与分析

通过计算,得出 80 家样本公司在观察期 $[-10, 10]$ 的每日平均超常收益率 AAR 和累积平均超常收益率 CAR ,计算结果如表 1 所示。T 检验 CAR 与 0 是否存在显著差异,得出的 T 检验值为 -2.6556 ,检验结果显著,说明样本公司在观察期的股票价格反映了募资投向变更信息。

表 1 80 家样本公司的 AAR 和 CAR

DAY	AAR	CAR
-10	-0.1727	-0.1727
-9	0.0054	-0.1673
-8	0.0775	-0.0899
-7	0.0054	-0.0845
-6	0.1045	0.0200
-5	-0.0044	0.0156
-4	0.0251	0.0406
-3	0.2888	0.3294
-2	0.1077	0.4371
-1	-0.0522	0.3849
0	0.0591	0.4440
1	-0.2807	0.1632
2	-0.3032	-0.1400
3	-0.2175	-0.3575
4	-0.2156	-0.5731
5	0.0271	-0.5460
6	0.0110	-0.5350
7	0.1499	-0.3851
8	-0.0607	-0.4458
9	0.0335	-0.4123
10	-0.0459	-0.4582

从表 1 可以看出,在公告日前,AAR 在 $DAY =$

$-10, -5, -1$ 时为负,说明公告日前仅有少数几日的平均超常收益为负。 CAR 在 $DAY = [-10, 0]$ 时,也就是从公告前 10 个交易日到募资投向变更公告日的超常收益显著大于零,说明这个时候投资者可以获得 44.4% 的累计超常收益。而在 $DAY = [-10, 10]$ 时, CAR 为 -0.46 ,累计超额收益为负,也就是股票持有者会有损失。

为了更直观的了解观察期内超额收益的变化,绘制出样本公司的 AAR 和 CAR 时间序列图,如图 2 所示。纵坐标表示平均超额收益和累计平均超额收益,横坐标表示公告前 10 个交易日到公告后 10 个交易日的观察窗口。

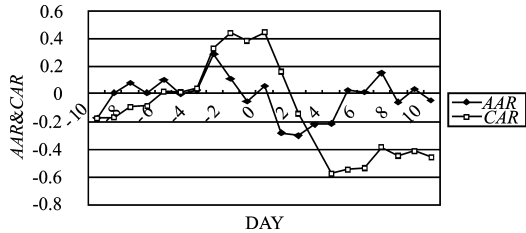


图 2 80 家样本公司的 AAR 和 CAR 时间序列图

由图 2 可以看出,AAR 围绕 0 小幅振动,在公告日前两天向上振动最大;在公告日($DAY = 0$)时,降到最低点。 CAR 在公告日的前一天开始呈现下降趋势,在公告发布后的第三天出现最低值。在公告发布后的 10 个交易日内,超常收益率为负的有 6 天,累积超常收益率为负的有 9 天。说明关于样本公司募资投向变更的信息通过资本市场反映出来,且使公司获得负的超常收益,引起股价下降。

再将整个事件窗口分成三个时间段:公告日窗口 $[-1, 0]$ 、事前窗口 $[-10, -1]$ 、事后窗口 $[1, 10]$,以分析公告日反应、事前反应、事后反应。它们的累计平均超额收益分别记为,可得 $CAR1$ 为 0.0069、 $CAR2$ 为 0.3851、 $CAR3$ 为 -0.9021 。根据这三个值可以看到,投资者在变更公告日的累计超额收益近似于 0,而在事前窗口和事后窗口显著不为 0,并且两者数值相差较大,且符号相反,说明由于募资投向变更公告的发布,对公司的股价产生不利影响,导致股价下降,最终出现负的累计超额收益。

四、结论和建议

通过对 2014 年 80 家有募资变更行为的上市公司进行研究,得出如下结论:募资投向变更公告的发布会对股票市场产生影响,引起个股价格在短时间内波动下降,削减公司的累计超额收益。可见对公司的募资投向变更行为,更多的投资者认为是公司

的“坏消息”，市场对于募资投向变更显示出负面反应。这可能是由于市场将募资投向的变动理解为上市公司内部治理结构或者是未来业务发展不稳定的表现。

针对市场的负面反应，上市公司和监管部门要共同努力，尽量减少募资投向变更行为。一方面，上市公司要科学做出融资和投资决策，加强内部治理，从根本上解决随意变更募资投向问题，给投资者构建一个诚信稳健的外在形象。另一方面，监管部门要严格项目审批，增强相关政策的连续性和稳定性，加强对上市公司资金募集和使用的监督管理，对随意变更行为加大处罚力度。

[参考文献]

[1] 刘少波,戴文慧.我国上市公司募集资金投向变更研究

[J].经济研究,2004(5):88—97.

[2] 刘斌,段特奇,周轶强.我国上市公司变更募集资金投向的市场反应研究[J].当代财经,2006(10):53—56.
[3] 杨全文,薛清梅. IPO 募资投向变更、经营业绩变化和市场反应[J].会计研究.2009(4):69—77.
[4] 任健华,郑少锋.上市公司重大投资公告的市场反应分析[J].财会通讯,2011(14):21—23.
[5] 任健华.上市公司募资投向变更的市场反应研究[D].杨凌:西北农林科技大学,2012.

[责任编辑 朱毅然]

(上接第 17 页)

四、结语

巫术这种介于科学和宗教之间的社会文化现象,是人们适应自然和改造自然过程中的集体智慧和文化创造。在苗族先民的社会文化生产实践中,由于当时人类的认知所限,面对一些无法解释的自然现象,在人类集体情感和集体思维的基础上,形成了凝聚集体智慧的巫文化,使苗族祖先能够坚持不懈的奋斗下去,巫文化曾起过诸如文化传承、族群凝聚、社会规范等积极作用,就是在科技如此发达的今天,巫术依然在一定程度上起着人类精神寄托的作用。

[参考文献]

[1] 让·塞尔维耶.巫术[M].管震湖,译.北京:商务印书馆,1998.
[2] 露易丝·波恩.巫师的秘密[M].张欲晓,译.北京:中

国工人出版社,2010.

[3] 爱德华·伯纳特·泰勒.原始文化[M].连树声,译.桂林:广西师范大学出版社,2005.
[4] 詹·乔·弗雷泽.金枝[M].徐育新,汪培基,张泽石,译.重庆:中国民间文艺出版社,1987.
[5] 乌丙安.中国民间信仰[M].上海:上海人民出版社,1995.
[6] 云南民族事务委员会,云南民族出版社.怒族文化大观[M].昆明:云南民族出版社,1999.
[7] 于希谦.基诺族文化史[M].昆明:云南民族出版社,2000.
[8] 胡新生.中国古代巫术[M].北京:人民出版社,2010.
[9] 洪迈.夷坚志[M].北京:中华书局,1997.
[10] 林河.中国巫傩史[M].广州:花城出版社,2001.
[11] 罗义群.中国苗族巫术透视[M].北京:中央民族学院出版社,1993.

[学术编辑 黄彦震]

[责任编辑 李兆平]