

# 上市公司变更非公开发行 定价基准日的市场反应研究

陈华妹 梅雨

(暨南大学管理学院 广州 510632 嘉应学院 广东梅州 514015)

**【摘要】** 本文以2006~2012年中国股票市场变更非公开发行定价基准日的A股上市公司为样本,运用事件研究法和单一样本T检验法,研究了定价基准日变更公告所带来的市场反应。结果发现,非公开发行公司通过择机更改定价基准日来降低非公开发行股票的价格实现了利益侵占,市场对非公开发行公司这一更改行为做出了显著为负的反应。

**【关键词】** 非公开发行 定价基准日 市场反应

## 一、引言

根据《上市公司证券发行管理办法》,股票非公开发行价格不能低于定价基准日前20个交易日公司股票的90%,但是对于定价基准日并没有做出明确的界定。这就为大股东提供了寻租的空间,他们可以根据股价的表现择机选择将定价基准日定为董事会决议日,也可以定为股东大会决议日或者是发行首日。甚至有些公司在确定非公开发行基准日后任意更改非公开发行基准日,而这些基准日股价大多都比之前确定的基准日股价要低,使得非公开发行购买人可以获取更低的发行价格,实现了对中小股东的利益侵占。

现有的研究多局限于对定价基准日的规范性探讨,缺乏实证研究依据。并且研究大股东通过变更定价基准日来进行利益侵占的文献也比较少,因此,本文拟采用事件研究法,对中国上市公司变更非公开发行定价基准日的市场反应进行研究,为非公开发行中大股东侵占中小股东利益提供证据支持。

## 二、文献回顾、理论分析与研究假设

利益侵占问题研究由来已久,其根源在于公司所有权和经营权分离产生的第二类代理问题,即大股东和中小股东之间的代理问题。Grossman和Hart(1983)认为,如果公司存在着持股比例较高的大股东,那么就会产生大股东的控制权收益。Shleifer和Vishny(1997)认为,大股东有可能利用手中的权力为自己谋取控制权私人收益,这会损害其他股东的利益、降低公司的价值,形成大股东侵害效应。Johnson等(2000)首次提出利益侵占(tunneling)一词,他们认为,股权集中会造成大股东与中小股东之间的严重代理问题,大股东会利用手中的控制权,通过隧道挖掘方式从上市公司转移资源。

黄建中(2007)通过对2006年驰宏锌锗非公开发行案例研究发现,该公司通过超期停牌使得大股东获得较低的发行定价,严重地损害了中小股东的利益。徐寿福(2009)研究发现大股东参与时的折扣率最高,且大股东以资产来认购时折扣率

明显高于其他认购方式,从而得出结论:非公开发行是大股东实现其利益输送的手段之一。张鸣和郭思永(2009)运用多元统计方法实证检验出大股东的机会主义行为是非公开发行的原因,并验证大股东通过非公开发行转移财富的水平与市场反映显著负相关。刘白兰等(2012)对非公开发行对象进行分组对比研究,结果表明,面向大股东发行的折价率最高,面向大股东和机构投资者发行的折价率次之,而面向机构投资者发行的折价率最低。

定价基准日是股票非公开发行中的一个关键问题。彭韶兵、赵根(2009)使用2006~2007年的数据证明了非公开发行存在着低价发行偏好,而且存在着发行时机的选择,60%以上的公司都选择股票收益率低于行业平均股票收益率的时机作为基准价格时机。吴育辉等(2010)首次系统地研究控股股东对上市公司非公开发行的时机选择与停牌操控行为及其对增发价格的影响。研究发现,控股股东在非公开发行前通过时机选择和停牌操纵来锁定较低的增发价格。

由于没有相关的法律法规约束,即便在确定了定价基准日后,如果股价的表现让人失望(因此根据之前确定的定价基准日来计算的发行价格往往比市场价格高),大股东还可以通过重新确定定价基准日来获取低的定价,即大股东进行了定价调减型定价基准日变更。大股东包赚不赔,而中小股东一旦下单买了股票,却没有了反悔的机会。因此,在获悉非公开发行定价基准日变化使得大股东的购买价格下降时,中小股东会选用脚投票,抛售手中的股票。定价基准日变更向市场传递了大股东利益侵占的信息。此外,根据Heinkel和Schwartz(1986)的研究,非公开发行中认购者和发行者之间可以通过多次协商以确定发行价格,因而发行折扣率传递了有关公司质量的信息,折扣率越高,说明公司质量越不乐观。通过变更定价基准日来调减定价还可能向市场传递了公司质量下降的信息。因此,通过以上分析,本文提出假设:定价调减型非公开

发行定价基准日变更会引起市场负面反应。

### 三、研究设计

1. 研究样本与数据来源。本文从锐思金融数据库中选取2006年6月至2012年5月沪深两市A股非公开发行过程中更改定价基准日的51家上市公司作为初始研究样本，并进行了如下整理：①剔除被ST、PT等特殊处理的公司；②由于金融上市公司数据的特殊性，剔除金融上市公司；③研究所需数据缺失的公司；④剔除在非公开发行期间有诉讼、年报披露和发行可转换债券等重大事件的公司。

经过上述筛选和整理，最终得到的样本为41家。其中，2008年更改定价基准日的样本公司最多。这是因为，2007年底到2008年底中国股票市场经历了历年来最大幅度的下跌，按照以前确定的定价基准日来发行股票很有可能比市价还要高许多，因此一些公司“为了保证发行能够顺利进行”，纷纷变更了定价基准日，以获取较低的发行价。我们还可以看出，控股股东参与的非公开发行占了30次之多，高达73%；由于变更定价基准日使得定价调减的公司有36家，占总样本量的87.8%，而定价调减型定价基准日变更样本公司只有5家。

2. 研究方法。本文使用事件研究法来研究股票非公开发行公司定价基准日更改的市场反应。目前事件研究法通用的方法有市场调整法、市场模型法和均值调整法三种。陈信元等(2005)以1990年到2003年A股公司为样本，分析这三种方法的检验力。结果表明，无论事件研究中各公司事件是否相近或者重叠，最好的方法是使用以市场模型为基础的非参数检验法，累积超额收益率的检验也应该以市场模型为计算基础。市场调整模型检验力弱于市场模型，而均值调整模型在这三种方法中力度最弱，不可用于计算非正常收益。因此，本文拟用市场模型法来计算股票非公开发行中更改定价基准日的公司股票累积超额收益率。

具体做法如下：选取非公开发行定价基准日变更公告日为事件日(t=0)，将非公开发行定价基准日变化公告前后10个交易日即[-10, 10]设定为事件窗口期，将窗口期前160个交易日即[-160, -11]设定为事件估计期。首先计算个股的超额收益率AR<sub>it</sub>：

$$AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}) \quad (1)$$

其中R<sub>it</sub>为i公司在t时期的实际收益率，(α̂<sub>i</sub> + β̂<sub>i</sub>R<sub>mt</sub>)是i公司在t时期的估计收益率；α̂<sub>i</sub>和β̂<sub>i</sub>是利用事件估计期个股和市场收益数据回归得到的估计值；R<sub>mt</sub>为t时期市场组合收益率。

然后计算平均超额收益率AAR和平均累积超额收益率CAR：

$$AAR_{it} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (2)$$

$$CAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t \quad (3)$$

### 四、实证检验结果及分析

1. 定价基准日更改的公告效应。图1描述了总样本和定

价调减型样本在定价基准日变更前后10个交易日的日平均超额收益率。定价调减型样本在定价基准日变更公告日前一天开始出现了负超额收益率，在定价基准日变更公告日当天负超额收益率达到最大，并且在[-1, 10]期间内持续着这种负值趋势，而总样本的AAR没有明显的变化趋势。这可能是因为总样本中所包含的定价调增型样本向市场传递了利好信息，抵消了价格调减型样本所带来的负向效应，从而呈现出不明显的趋势。从图形中我们可以初步判断，当市场听闻非公开发行定价基准日变化且定价要调低时，迅速做出了负向的反应，而且这种反应还持续到day 10。

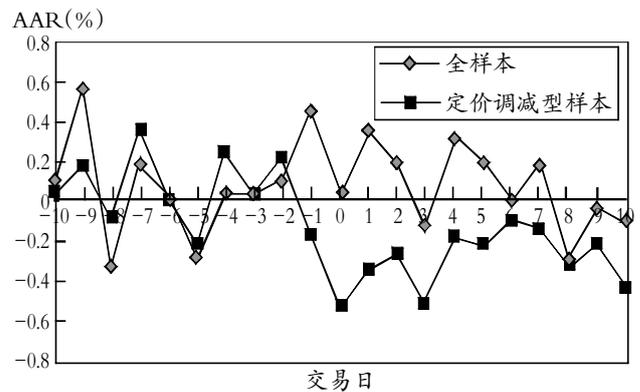


图1 定价基准日变更前后10个交易日的AAR

图2描述了总样本和价格调减型样本在定价基准日变更前后10个交易日的累积超额收益率。可以看出，从定价基准日变更公告日前一天开始总样本和定价调减型样本的CAR出现了明显的差异。定价调整型样本的累积超额收益率从day 1开始出现了负值，且到day 10为止下跌趋势不变，CAR[-10, 10]达到了-2.6%。而总样本的累积超额收益率在定价基准日变更公告日前后基本为正数，而且没有出现下跌趋势。

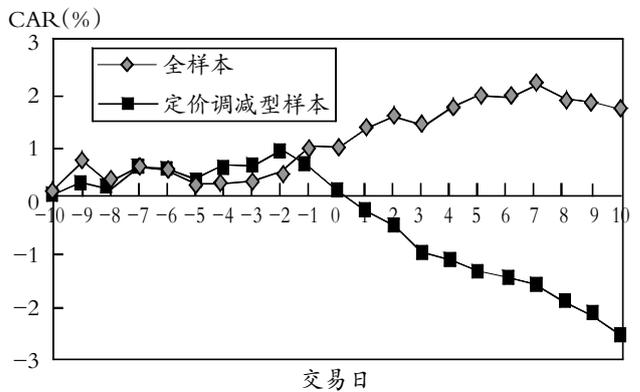


图2 定价基准日变更前后10个交易日的CAR

2. AAR和CAR的显著性检验。本文先对定价调整型样本的CAR进行了正态性检验，结果显示服从正态分布，因此使用单一样本均值T检验法来对day[-10, -1]和day[0, 10]期间的CAR进行检验。day[0, 10]期间的CAR检验结果见表2，而由于day[-10, -1]的检验结果均不显示，因此文中未列示。从

# 担保机构的商业模式及其可持续发展性

李新芳

(北京首创投资担保有限责任公司 北京 100031)

**【摘要】** 近期相继出现的一些担保机构因违规经营导致资金链断裂事件,使整个担保业信誉受到不良影响,进而出现了对担保行业商业性和可持续发展性的质疑。本文从担保机构盈利模式视角,通过具体财务分析阐明担保机构具有可持续的商业性,提出担保机构应立足主业,通过提高风险管理水平增强企业实力,提高经济效益,实现担保行业的长期、稳定、健康发展。

**【关键词】** 担保机构 商业性 可持续性

随着我国中小企业的蓬勃发展,信用需求的不断增强,担保业自身也得到了长足发展,截至2011年末,全国融资性担保机构达到八千多家,整个产业的资本结构由开始的“国家出资”到后来的“政府为主,民间为辅”,发展到现在民间资本占比已经大大超过了国有资本。逐利是民营资本的本质特性,民营资本的不断增长,说明担保业的投资回报颇具吸引力。然而中担事件发生后,有人以担保机构利润微薄来为部分民营担保机构挪用客户保证金、以理财名义占用客户贷款资金等违法违规行为开脱,认为这些违规行为是担保业的“灰色地带”,

定价基准日更改公告后第2天开始,t值在显著性水平为0.10时通过了检验,CAR[0,4]、CAR[0,5]、CAR[0,7]和CAR[0,8]在0.05显著性水平上显著,CAR[0,9]和CAR[0,10]在0.01显著性水平上显著。这支持了本文提出的假设,即定价调减型非公开发行定价基准日变更会引起市场负向反应。

表2 定价调减型定价基准日变更后的AAR和CAR检验结果

时点	AAR	CAR	T检验	P值
0	-0.545 97	-0.714 57	-1.161	0.253
1	-0.342 65	-1.057 22	-1.575	0.124
2	-0.268 11	-1.325 33 *	-1.740	0.090
3	-0.512 12	-0.780 23 *	-1.865	0.070
4	-0.166 97	-2.004 41 **	-2.042	0.049
5	-0.215 11	-2.219 52 **	-2.133	0.040
6	-0.082 35	-2.301 87 *	-1.971	0.056
7	-0.131 89	-2.433 75 **	-2.145	0.039
8	-0.334 71	-2.768 47 **	-2.350	0.024
9	-0.207 12	-2.975 59 ***	-2.809	0.008
10	-0.444 48	-3.420 07 ***	-3.081	0.004

注:\*\*\*表示在0.01的水平上显著;\*\*表示在0.05的水平上显著;\*表示在0.10的水平上显著。

其存在不可避免。这些舆论看似为某些担保机构开脱,实际上会将整个担保业拽入泥潭。本文从商业模式的视角阐明担保机构可以立足主业,通过风险控制和业务开拓创新实现企业和行业的可持续发展。

## 一、担保机构的商业模式

担保机构经营的产品是信用,即以专业能力、企业信誉和充足的高流动性资产作为资本,出售信用赚取利润。

1. 担保机构的主要收入来源。一是担保业务收入。担保机构对企业融资等提供担保,按照市场需求和承担的风险程

## 五、结论

本文使用事件研究法对2006~2012年期间更改定价基准日的非公开发行公司进行实证研究,发现:在股票价格下跌时期,非公开发行公司会通过择机更改定价基准日来降低非公开发行的基准价格,从而实现利益侵占,市场对此行为做出了显著为负的反应。因此建议市场监管者制定出更规范的政策法规来约束在非公开发行过程中控股股东通过更改定价基准日等手段来侵占中小股东利益的行为,从而保护中小股东利益、促进中国证券市场更好的发展。

本文的研究局限:首先是由于变更非公开发行定价基准日的公司占非公开发行公司的比例不大,因此样本量偏少;其次,由于很大一部分样本公司并没有公布非公开发行定价基准日变更前后的具体相关定价数据,影响了笔者对非公开发行定价基准日变更的影响因素等进行更深入的研究。

## 主要参考文献

1. Karen Hopper Wruck. Equity ownership concentration and firm value:evidence from private equity financings. Journal of Financial economics,1989;23
2. Barclay Michael J.. Private placement and managerial entrenchment. Journal of coporate finance,2007;13