

A股上市公司送转股的填权效应分析

郗解放(研究员) 李冰洁

(浙江工业大学 杭州 310014)

【摘要】本文以2009~2012年我国A股送转股上市公司为研究对象,通过事件研究法对其除权日前后股价变动进行了研究。研究表明:无论市场行情如何,在除权日前后的一段时间内,送转股都将使公司股价呈倒V型波动,即在除权日前股价显著上升,除权日及其后短期内股价显著下跌;牛市中公司股价在除权后显著上涨但其涨幅未及预期的好,熊市中股价在除权后显著下跌但其较预期正常的跌幅小;相比上年年底股价,事件期内公司股价均较高,即除权事件无负面影响。

【关键词】上市公司 送转股 除权 股价影响 行情影响 填权效应

一、引言

我国上市公司向股东无偿发放股票的方式包括送股和转增两种形式。公司在送股和转增之后会进行相应的股价除权,如果除权后股票的交易市价高于除权基准价格,即称之为“填权”。虽然送股和转增并没有产生现金的流入流出,仅仅是上市公司所有者权益内部结构的变化,因此从理论上说其并不增加公司价值。但是,在我国资本市场上,上市公司和投资者都对送股和转增表现出强烈偏好,并对股价除权之后的填权效应表现出相当的期待。

由于我国资本市场还处于摸索发展阶段,对填权效应的盲目期待而导致的非理性投资行为会影响我国证券市场的稳定发展,现有的填权效应概念也仅是一个很笼统的概念,没有明确股价比较基准日,以及送转股对股价影响的时间范围。本文试图通过分析送转股上市公司除权前后公司股价的变动规律,区分市场行情的影响,对填权效应的存在性及其特点进行探索,以期能为投资者提供决策信息。

二、研究设计

本文采用事件研究法,以上市公司送转股行为的股价除权作为研究事件,从公司自身股价涨幅和超额收益率两个角度对公司送转股的股价除权事件进行研究。

本文以除权除息日为事件日,用 $t=0$ 表示, $-t$ 表示除权前第 t 个交易日; t 表示除权后第 t 个交易日。在事件期的窗口时间选择上,考虑到送转股实施方案一般在除权除息日前3~7个交易日公布以及相关息提前被市场获悉引起股价异常波动的可能性,本文选取除权前15个交易日作为事件期起始日,同时为观察除权后填权效应的

出现与否,考虑到在事前并无法确定事件的影响期间,选取除权后30个交易日作为事件期结束日,共计45个交易日为事件期,以事件期前一年作为估计期。

1. 除权事件期内股价自身的变化趋势。本文以股价涨跌幅作为检验指标,采用单样本均值T检验,同时分别以不同的比较基准日对除权事件期公司股价进行配对T检验,比较不同日期股价的涨跌及幅度,比较基准日选择去年年底股价、预案公告日股价和除权前1日股价。

2. 除权事件期内股价相对于预期的变化情况。采用市场模型计算个股的超额收益率,其公式如下:

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha + \beta \times R_{it})$$

$$CAR_{it} = \sum AR_{it}$$

其中: AR_{it} 表示 i 公司第 t 日的超额收益率; CAR_{it} 表示 i 公司在时间 $[t_1, t_2]$ 内的累计超额收益率; R_t 表示第 t 日市场收益率; R_{it} 表示 i 公司第 t 日的实际收益率; α 和 β 为利用估计期计算的估计系数,本文选用事件期前一年作为估计期。

根据上述方法,可以观察在事件期内上市公司股价收益率相对于预期正常的股价收益率所产生的异常波动,进一步对超额收益率和累计超额收益率进行单样本T检验,可以了解该异常收益率的显著性。

3. 样本选择。本文以我国A股主板上市公司为研究样本,选取2009~2012年送股和转增上市公司为研究对象。在剔除金融类上市公司、数据缺失的上市公司以及在研究期内有其他对股价产生较大影响事项(如并购等)的上市公司后,最终得到样本公司616个,其中2009年121个、2010年175个、2011年171个、2012年149个。相关研究数据均来自CSMAR数据库。

三、实证分析

1. 个股股价走势检验。为研究除权事件对送转股公司股价的影响,本文首次以股价日涨跌幅和股价累计涨跌幅作为研究对象,股价日涨跌幅= $\ln(P_t/P_{t-1})$,累计涨跌幅= $\sum_{t_1}^{t_2} \ln(P_t/P_{t-1})$ 。其中 P_t 表示第 T 日平均股价,以直观反映除权事件期内公司股价的走势。

2009~2012年上市公司送转股除权事件期内个股股价涨跌幅检验结果如图1所示(由于篇幅限制,股价涨跌幅的T检验结果未显示)。

根据图1,我们可以发现:

2009年除权公司股价在除权前呈现单调上涨趋势,且上涨幅度自除权前10日起在统计上显著,除权当日及除权后3日股价呈下跌趋势,且除权后1日下跌幅度在统计上显著。自除权后3日起至除权后30日,除权公司的股价呈现单调上涨趋势,且大部分日期涨幅在统计上显著。

2010年除权公司股价在除权前呈现下跌趋势,且在除权前7日和前6日跌幅在统计上显著,除权前4日起直至除权当日股价呈现上涨趋势,且除权当日涨幅在统计上显著。除权后3日除权公司股价呈现显著下跌,自除权后第4日起除权公司股价有涨有跌但幅度都不大,且大部分涨跌在统计上都不显著,可认为股价基本持平。

2011年除权公司股价在除权前先跌后涨,上涨趋势一直持续到除权当日,且除权前5日至前2日涨幅显著。除权当日呈现不显著的上涨趋势,除权后1日和后2日股价呈现显著下跌。自除权后第3日起股价涨跌不显著。

2012年除权公司股价在除权前15日至前5日单调下跌,其中前12日至前9日下跌幅度在统计上显著,除权前4日出现显著为正的股价上涨。除权当日股价出现显著的下跌,除权后股价呈现单调下跌趋势,且在大部分日期内下跌幅度在统计上显著。

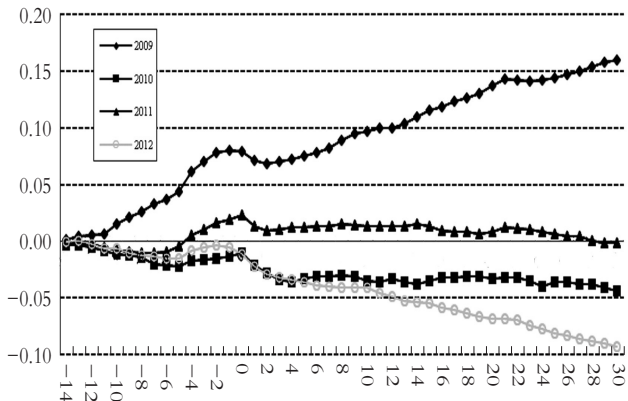


图1 累计股价涨跌

表1 关键日期股价配对T检验

| 比较基准 | 上一年年底股价 | | | | 预案公告日股价 | | | 调整除权前1日股价 | | |
|-------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | -15 | 0 | 15 | 30 | 0 | 15 | 30 | 0 | 15 | 30 |
| 2009年 | 6.631*** | 8.199*** | 9.334*** | 10.587*** | 2.726** | 3.857*** | 5.122*** | 0.018 | 1.214** | 2.616*** |
| 2010年 | 0.017 | -0.215 | -0.440 | -0.717 | -1.149*** | -1.399*** | -1.652*** | 0.179 | -0.026 | -0.391 |
| 2011年 | 0.781** | 1.567*** | 1.482*** | 1.091* | -0.440 | -0.525 | -0.918** | 0.174*** | 0.078 | -0.325 |
| 2012年 | 2.201*** | 2.130*** | 1.682*** | 0.944* | -0.272 | -0.722** | -1.481*** | -0.108 | -0.500*** | -1.273*** |

注:*,**,***分别表示显著性为10%、5%、1%,下同。

从表1中我们可以发现:

以年底股价作为比较基准,除权事件期内经复权调整的送转股公司股价均显著高于年底股价(2009年)或基本持平(2010年)。其中,2009年呈现大幅上涨,除权当日复权价较年底股价平均上涨72.28%,除权后第30日复权价上涨93.34%。

以预案公告日股价作为比较基准,2009年样本公司股价呈现显著上涨趋势,其余三年均呈现不同程度的下跌,说明在牛市行情(2009年)市场将送转股作为利好信息,自预案公告日起给予积极反应,而在震荡行情及熊市行情市场将送转股作为利空消息,自预案公告日起给予消极反应。

以除权前1日股价作为比较基准,2009年样本公司股价呈现显著上涨,2010年和2011年略跌但不显著,2012年股价呈现显著下跌趋势。

从以上分析我们可以发现,除权事件对不同市场行情的反应并不一样,不同年份股价在除权后的走势显著不同,可发现除权行情受市场行情的显著影响,但无论怎样的市场,股价在除权日附近都形成倒V型的波动,即在除权前几日股价显著上涨,在除权日及其后几日股价显著下跌。

2. 相对市场的股价走势。为进一步检验除权事件对公司股价造成的异常波动,本部分采用市场模型来衡量上市公司在除权前后的超额收益率,图2显示的是上市公司在除权日前后的累计超额收益率,表2显示的是上市公司在研究期内的累计超额收益率T检验。

从图2和表2中我们可以发现,上市公司除权前后的相对走势与个股股价走势呈现出显著的差异,可总结为以下四点:

其一,无论市场行情如何,累计超额收益率在除权日前6日至除权后2日呈现倒V型走势,且最高峰出现在除权日之前。

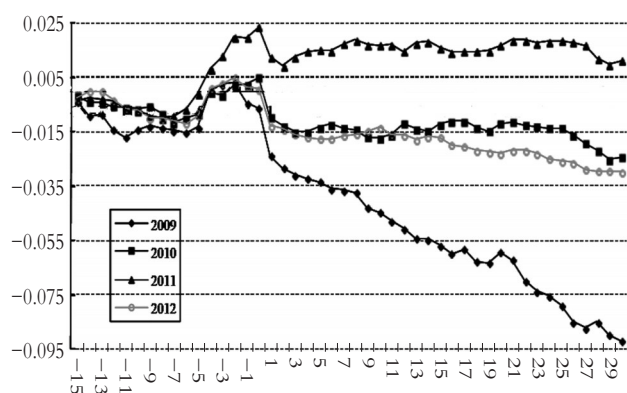


图2 累计超额收益率

表2 2009~2012年除权前后CAR的T检验

| 事件期 | 除权前CAR | | | | 除权后CAR | | 除权前后CAR | | | |
|-------|-----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|-----------|
| | [-15,-10] | [-10,-5] | [-5,-1] | [-1,0] | [0,1] | [1,5] | [-1,1] | [-5,5] | [-10,10] | [-15,15] |
| 2009年 | -1.40%*** | 0.35% | 1.10%* | -0.93%** | -1.84%*** | -2.71%*** | -2.58%*** | -1.79%** | -2.72%** | -5.64%*** |
| 2010年 | -0.70%* | -0.36% | 1.24%*** | 0.36% | -1.20%*** | -1.96%*** | -1.13%*** | -0.43% | -1.10% | -1.08% |
| 2011年 | -0.65%* | 0.48% | 2.63%*** | 0.44% | -0.62%* | -0.77%* | -0.64%* | 2.32%*** | 2.47%*** | 1.71%* |
| 2012年 | -0.76%*** | -0.27% | 1.27%*** | -0.45%* | -1.46%*** | -1.86%*** | -1.82%*** | -0.68% | -0.80% | -1.86%*** |

其二,在牛市(2009年),相对于股价在除权后的强势上涨,日超额收益率却持续为负,且在统计上显著;而在熊市(2012年),日超额收益率在除权日后下跌幅度有限。

其三,除权事件的累计超额收益率除2011年外基本为负,且除权当日及后一日显著为负,即无论何种市场行情,市场对除权事件的总体反应都不乐观。

其四,在累计超额收益率方面,各年呈现出一样的规律,期间[-1,0]超额收益显著为负或不显著为正;期间[-15,-10]均呈现显著为负的累计超额收益率,[-5,-1]出现显著为正的累计超额收益率;除权后5日内显著为负的累计超额收益率。

从以上分析来看,除权事件在本文的事件期始就出现了显著的异常反应,考虑到除权实施公告一般在除权日3~8日公布,即在除权实施公告之前市场已经出现了的异常反应,说明在我国市场可能存在信息泄露问题,同时这部分知情人士对该信息的反应显著为负,但当信息公布之后,市场对其反映显著为正。

四、结论

1. 无论何种市场行情(2009年牛市、2010~2011年震荡、2012年熊市),股价自身涨幅和超额收益率都在除权前8日左右开始出现上升和正的超额收益率直至除权前1日,其涨幅高峰基本出现在除权日之前,即除权事件能带来股价上涨及正的超额收益率,但是时间较短且不存在持续性,若市场行情较稳定(2010年、2011年)除权事件所造成的股价波动基本在除权后10日左右停止,而在市场大幅涨跌的情况下该影响持续更久。

2. 除权公司的股价涨幅与超额收益率变化呈现显著

不同的趋势,在牛市(2009年)股价呈现显著上涨,但超额收益率大部分为负,即在牛市中除权公司股价在除权事件期有显著上升但上升行情却低于其预期的情况;在熊市(2012年)股价大幅下跌,累计跌幅达到10%,但是从超额收益率可以发现,其跌幅小于预期,即其表现得比预期行情好。

3. 若以年底股价为比较基准,除权事件期内股价均显著高于年底股价,对长期持有公司股票者(如公司大股东、持股高管等)除权事件对其基本不存在任何机会成本,这也在一定程度上显示了送转股行为对上市公司来说没有逆向选择成本,即基本不会出现因上市公司随意的送转股而对公司股价造成负面影响。

4. 在除权前较早期(除权前15日至前8日)无论是送转股公司股价还是超额收益率,无论在何种市场行情下都为负,考虑到送转股实施公告一般在除权日前8日至前8日,我们认为市场存在信息提前泄露的问题,且内部信息知情者对送转股实施公告的信息显著为负,这从一定程度上说明内部人员对送转股并不看好或者该送转股并未暗示公司长期业绩增长等利好信息。

综上所述,我们认为仅从股价角度解释的“填权效应”已经不再适用,从整体上看公司股价在除权当日及之后几日持续下跌,并且公司股价相对于除权参考价下跌得更多。除权事件引起的异常反应为短期现象,市场参与者对于事件的反应在提前,除权事件引起的股价异常波动的峰值出现在除权前几日,同时市场行情对除权行情有显著影响。市场参与者对送转股行为非理性的关注及偏好,同时除权事件对公司股价基本不存在负面影响,这也许能成为解释我国上市公司对送转股偏好的部分原因,当然这有待进一步的探讨。

主要参考文献

1. Fama Fisher L., Jensen M. C., Roll R.. The Adjustment of Stock Prices to New Information. International Economic Review, 1969; 10
2. 陈晓, 陈小悦, 倪凡. 我国上市公司首次股利信号传递效应的实证研究. 经济科学, 1998; 5
3. 俞乔, 程滢. 中国公司红利政策与股市波动. 系统工程, 2010; 10
4. 黄娟娟, 沈艺峰. 上市公司的股利政策究竟迎合了谁的需要——来自中国上市公司的经验数据. 会计研究, 2007; 8