

引入境外战略投资者是否提升了公司价值 ——来自 H 股公司的经验证据

石 凡 陆正飞 张 然*

摘 要 本文从 IPO 抑价以及长期市场回报的角度, 考察 H 股公司中境外战略投资者的引入能否提升公司价值。研究发现, 境外战略投资者的引入能够显著降低 IPO 首日抑价, 降低股权融资成本, 因此有助于提升公司价值。在控制了市值规模等因素之后, 引入境外战略投资者的公司能够在上市后获得显著更高的经过市场调整的累计超额回报 (CAR)。本文研究在丰富相关学术文献的同时, 对于我国境内资本市场刚刚开放的境外战略投资者的制度, 提供了重要的经验证据。

关键词 境外战略投资者, IPO 抑价, 累计超额回报, 公司价值

一、引 言

中国企业改制过程中, 引入外资是一种常用手段。2005 年 12 月 31 日, 中国商务部、证监会等五部委联合制定《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》(以下简称《办法》), 为境外投资者提供了 B 股以及合格境外机构投资者 (QFII) 制度之外的直接投资中国上市公司股权的渠道。《办法》的目标十分明确, 即为上市公司引进境外战略投资者, “维护证券市场秩序, 引进境外先进管理经验、技术和资金, 改善上市公司治理结构”。《办法》表明了中国监管部门鼓励外资对国内上市公司进行长期投资、参与上市公司实际运营。

无论是学术界还是实务界都很关心境外战略投资者的实质作用和影响。但是由于目前境外战略投资者在中国内地资本市场还处于一个最初的发展阶段, 缺乏必要的制度环境来进行研究。但是这一概念对于香港上市的中国企业来说却并不陌生。1997 年到 2007 年底在香港上市的 72 家 H 股公司中, 陆续有 37 家引入了境外战略投资者, 并且逐渐成为一种趋势。在经营环境、公司性质方面, 这些中国内地公司与 A 股上市公司最为接近, 其引入境外战略

* 北京大学光华管理学院。通信作者及地址: 陆正飞, 北京大学光华管理学院, 100871; 电话: (010) 62756360; E-mail: zflu@gsm.pku.edu.cn。本文由国家自然科学基金重点资助项目“产权保护导向的会计研究”(项目批准号: 70532002) 的资助。作者衷心感谢两位匿名审稿人富有建设性的意见。

投资者的经验对国内资本市场具有借鉴意义。

那么这些境外战略投资者能否对中国企业产生积极影响,有利于增加公司价值呢?一些观点认为,上市公司引入境外战略投资者,可以实现股权结构多元化,通过改善公司治理以及扩大运营层面的合作,有利于增加公司价值;而另一些观点则认为,境外战略投资者进入上市公司后,仍然不能取得控股地位,因而难以对改善上市公司治理结构和经营绩效产生实质性的影响。允许外资作为战略投资者进入上市公司,只是外资与被投资公司之间的数字游戏。一方面,上市公司引入外国战略投资者能够支撑股票形象,确保发行成功;另一方面,外资则能够以较低成本获得股份,并在持股锁定期结束后获取高额资本回报。

对于境外战略投资者的学术研究,目前国内外还没有系统性的成果。我们认为主要原因在于目前缺乏一个对于战略投资者描述的数据库,很难准确地识别战略投资者与财务投资者,以及二者的特征。本文关于战略投资者的描述全部来自于招股说明书,希望基于此在这一领域进行探索性的研究。

本文主要从两个角度来研究境外战略投资者对于H股上市公司企业价值的影响。一是IPO抑价:IPO抑价越低,说明公司股权融资成本越低,越有助于提升公司价值;二是新股上市的长期市场回报:新股上市之后的累计超额回报(Cumulative Abnormal Return, CAR)越高,说明公司价值得到越大幅度的提升。

研究结果表明:首先,境外战略投资者的引入能够显著地降低IPO首日抑价。我们认为,境外战略投资者的进入能够有效地降低发行商、承销商和投资者之间的信息不对称,增强投资者的信心,使得公司在国际市场上更得到投资者的认同。这一点对于国有资本占控股地位的中国企业来说,效果尤其显著。其次,引入境外战略投资者的公司能够在上市之后获得显著更高的经过市场调整的累计超额回报。在控制了各种风险干扰因素之后,这种累计超额回报依然显著。该结论在内生性等稳定性检验中依然成立。基于以上二者,文章认为,境外战略投资者能够有效地提升H股公司的公司价值。

本文余下部分的结构如下:第二部分是对过去文献的回顾,并提出研究假设;第三部分阐述H股公司引入境外战略投资者的制度背景;第四部分相应地提出研究设计,包括了样本选择和数据来源、变量设计和检验模型;第五部分是实证检验与结果;第六部分进行稳定性检验;最后一部分是对全文内容的总结。

二、文献回顾与研究假设

(一) 境外战略投资者与 IPO 抑价

IPO 抑价是资本市场中一个备受学术界关注的现象。Ritter and Welch (2002) 选取 1980 年到 2001 年上市的 6 249 家公司对此进行研究, 结果表明平均首日回报约为 18.8%。大约 70% 的 IPO 公司首日的收盘价高于发行价, 大约 16% 的公司首日收盘价等于发行价。对于各国各地区资本市场的研究, 也表明抑价是一个在全球 IPO 市场普遍持续存在的现象。蔡祥、李志文和张为国 (2003) 的综述性文章汇总了我国 A 股、B 股市场首日收益率的研究发现。由于各个研究者选择的样本不同, 研究的时期不一样, 各项研究成果差异也很大, 但总的来说我国首日收益率要远远高于任何其他国家 (Mok and Hui, 1998; 刘力和李文德, 2001; 陈工孟和高宁, 2000)。

解释 IPO 抑价的理论有很多, Ritter and Welch (2002) 认为主流理论解释主要基于发行商与投资者之间的信息不对称。公司发行股票上市, 改变了原有的股权结构, 使内部控制人与股东之间产生代理成本, 降低公司价值。投资者在决定投资购买 IPO 股票时, 就要估计公司内部控制人潜在的代理行为及其经济后果。如果公司的内部控制制度能够有效地约束内部人的代理行为, 降低代理成本, 则投资者无疑愿意出更高的价格购买公司的股票, 降低 IPO 抑价; 反之, 如果公司的内部控制制度不能有效地约束内部人的代理行为, 投资者就会要求更高的发行价格, 以弥补未来可能发生的公司价值损失。

目前已经有相关学术文献解释中国市场 IPO 首日抑价的影响因素, 也有文献验证国外常见的解释 IPO 抑价的理论模型在中国的适用性。其中比较具有代表性的文章包括: 陈工孟和高宁 (2000) 认为新股首日起超额收益是企业经营者的有意决策, 其大小与上市公司的风险以及未来是否增发股票有关。Su and Fleisher (1998, 1999) 结果表明, 在上市后不久即大量增发股票的公司, 首日收益率比较高, 并从信号传递理论的角度对这一现象进行了解释。Su (2004) 运用中国的数据验证逆向选择 (赢者诅咒) 理论和信号理论, 证据同时支持这两个理论解释。结果表明, IPO 抑价与 IPO 之前的杠杆程度以及内部人股权比例正相关。Chan, Wang and Wei (2004) 研究表明国有股比例、发行日与上市交易日之间时间间隔和规模等三个因素可以用来解释抑价现象。以上的这些文献, 都是基于中国内地的 A 股和 B 股市场。在可触及的所有文献中, 我们只发现 Carey and Steen (2006) 和 Meurer and Ho (2006) 研究过香港市场的 IPO 首日抑价问题。Carey and Steen (2006) 认为, 香港市场 IPO 抑价主要与市场状况相关, 1997 年前后, 香港市场由盛转衰, 前后的 IPO 抑价有巨大不同, 并没有证据支持 IPO 首日抑价与行业或者地域因素相关。

Meurer and Ho (2006) 研究 2004—2006 年在香港上市的 128 家公司, 并没有发现其他学术文章中提到的影响中国市场的 IPO 首日抑价的因素在香港市场也有效。文章认为 GDP、恒生指数以及在 IPO 前后上市的其他公司数量, 会影响首日抑价。也就是说, 过去文献认为影响香港 IPO 首日抑价的主要是宏观以及市场因素, 例如 GDP 增长、恒生指数等, 而没有公司层面的相关特征可以对其进行解释。

正如蔡祥、李志文和张为国 (2003) 的综述性文章指出, 以上这些关于中国 IPO 抑价的研究的主要问题之一就是缺乏对中国制度背景的充分考虑。中国上市公司有一个独特的制度背景, 大部分上市公司都是由国有企业转化而来。对于目前的许多企业而言, 国有大股东依然占据统治地位。与美国不同的是, 在 IPO 之前并不存在类似于美国机构投资者那样的大宗股票持有者。虽然对于大股东以及公司业绩之间关系的研究并没有得出一致的结果, 但是不可否认, 国有大股东的存在必然增加了投资者与公司之间的信息不对称, 增加了公司治理的风险, 使得投资者对于公司未来存在更多的不确定性。因此, 前文提到的信息不对称的影响在中国的制度背景下尤其明显。

因此, 中国企业在 H 股上市, 要获得境外投资者的认同, 就需要通过其他机制消除投资者与发行者之间的信息不对称。例如通过改善公司治理就是一种机制。朱凯、田尚清和杨中易 (2006) 选用了董事会特征、股权结构特征和关联交易特征三个方面分析公司治理, 结果表明, 良好的公司治理结构可以显著地降低 IPO 抑价。而本研究中讨论的中国企业在 H 股上市过程中越来越多地引入境外大宗股票投资者, 则是另外一种机制。通过引入境外大宗股票投资者, 尤其是战略投资者, 有助于发挥大宗股票投资者的监督作用, 对于消除投资者与发行者之间的信息不对称, 降低 IPO 抑价, 对于降低股权融资成本是有帮助的。

综上所述, 得到本文的第一个研究假设。

假设 1 (H1) 引入境外战略投资者的 H 股公司, 其 IPO 首日抑价低于其他 H 股公司。

(二) 境外战略投资者与长期市场回报

西方的学术文献, 发现新股在上市之后普遍存在市场回报不佳的现象, 也就是说, 新股上市后在经历了极短期的高速上涨以后, 在接下来的较长期间内会出现回报低于总体市场走势。这一现象最早由 Ritter (1991) 在美国股票市场中发现, 以后又被许多学者基于不同数据证实。

Ritter and Welch (2002) 采用了 1980—2001 年美国的数据, 新股的三年期平均回报为 22.6%, 经过市场指数调整以后的新股平均回报为 -23.4%, 但是如果以 Ritter 构建的与新股组合在市值规模与市净率上基本相等的非新

股组合作为对比组合，相对于对比组合，新股的三年平均长期超额回报只有 -5.1%。

在 Loughran and Ritter (2000) 的另外一项研究中，采用了 Fama-French 的三因素模型作为长期回报定价的研究工具。通过对不同新股组合的三因素模型的估计可见，模型在时间序列上具有负的截距项，但截距项在数值上较小，不能通过显著性检验。这说明新股在长期即使存在负的异常回报，这样的异常回报也不是很大。该研究还发现新股组合的 Beta 系数较大，显示新股组合在上市后的较长时间内具有高风险的特性；同时在三因素模型的估计结果中 SMB 系数是较大的正数，这证实了新股组合属于小市值股票组合的特性；HML 系数为负说明新股属于高成长类型股票。新股在 SMB 与 HML 方面体现的回报与风险的特性基本可以用 Fama-French 三因素模型有效解释，所以如果以三因素定价模型来衡量没有明显的异常回报现象。

也有学者以中国资本市场为背景，研究新股发行之后的长期市场回报，主要包括刘力和李文德 (2001)、王美今和张松 (2000) 以及白仲光和张维 (2003)。在刘力和李文德 (2001) 的研究中，以 1992 年至 1996 年中国证券市场中发行的 398 只 A 股作为研究样本，研究了扣除市场指数回报以后的新股超额回报。研究结果表明：新股上市后以一年期计算的持有期回报中没有正的超额回报，但以二、三年计算的长期回报存在着正的超额回报，并且研究发现新股长期回报与发行后的首日回报之间没有相关关系。在王美今和张松 (2000) 的新股长期回报研究中，采用了经过 Beta 系数调整的相对长期回报作为衡量新股长期回报的指标。研究发现，新股上市后的上半年弱于市场走势，下半年开始走强，在第二年明显强于市场走势，股票市值对于新股实际收益率具有很大影响。白仲光和张维 (2003) 采用了构建同类型对比组合比较和 Fama-French 三因素模型的方法。研究发现，中国股票市场中的新股上市后在较长期间内具有回报高于市场和同类型对比组合的现象，并且新股超额回报不能够用三因素定价模型有效解释。

综合国内外的研究成果可以发现，新股上市后的长期回报主要受到市值规模、风险特性等因素的干扰。过去关于中国资本市场新股上市之后长期回报的大样本的研究，主要都是控制了这二者。同时，也有一些研究具体问题的文献，识别出了另外一些影响新股上市长期回报的因素，例如 Fan, Wong and Zhang (forthcoming) 提出了 CEO 政治联系对 H 股上市后长期回报的影响。

本文认为，引入境外战略投资者，能够帮助被投资公司改善公司治理结构，提高经营效率，为股东创造更大的价值，也将带来更高的股东回报率。另外，外国战略投资者对被投资公司的作用，往往需要通过一定的时间才能反映出来，公司经营的财务绩效在短期内可能难以反映出外国战略投资者的积极作用。而股价则包含了投资者对公司未来经营状况的预期，理性的股票

投资者将认可外国战略投资者对被投资公司的积极作用,使得引入外国战略投资者创造的价值也能够短期的股票价格中得以体现。

因此,我们得到本文的第二个研究假设。

假设2(H2) 引入境外战略投资者的H股公司,上市之后的市场回报优于其他H股公司。

三、制度背景

H股公司在上市过程中引入境外战略投资者通常有两种形式。第一种是在上市前的重组阶段引入。境外战略投资者的引入与上市之间的间隔时间通常在1年之内,与整个上市过程有紧密联系。引入战略投资者的意图是直接与上市相关联的。例如交通银行,在上市之前的重组时引入汇丰银行作为战略投资者。第二种形式,是大多数H股公司引入境内外投资者的方式,即在发行股份的全球配售时引入。通常,H股上市公司的全球股票发售包括在香港的公开发售以及国际配售两部分。香港的公开发售,可供香港公众人士、机构以及专业投资者申请,但通常只是全球发售股份中比较小份额的一部分。而多数股份由承销商进行国际配售,向机构以及专业投资者,以及预期对有关发售股份有大量需求的其他投资者选择性地推销发售股份,希望能够给公司建立广泛的股东基础,让本公司和股东整体受益。

我们判别战略投资者和财务投资者的标准,就在于承销商以及上市公司在招股说明书中披露的投资协议。作为国际配售的一部分,承销商与上市公司通常会与策略投资者以及其他投资机构就大额配售签订协议,包括认购股份数额、锁定期、策略合作内容、是否进入董事会,以及其他相关内容。协议通常分为两种,可因此区分两类不同的投资者。第一类称为策略配售协议,即承销商与上市公司认为该投资者与上市公司之间存在着战略合作关系,其中的大多数都会在签署战略配售协议的同时,还会签订战略合作的条款;第二类称为企业配售协议,主要面向大企业或者其他机构,主要出于承销商配售股份的需要,用于稳定股价,而对于企业的基本面没有大的影响。

根据这一标准区分的战略投资者与财务投资者的主要区别就在于,战略投资者对于公司运营的基本面产生重大影响或者产生潜在影响,他们通常参与公司治理层面,或者与企业有战略业务合作;而财务投资者则不介入公司运营以及公司治理层面,主要通过持有,获得上市过程中股票的抑价以及股票的长期回报。

我们简单地比较这两类投资者的协议条款的差别,初步的发现是,战略投资者更倾向于参与企业的经营管理、入股时有更强的排他性要求、持股比例相对较高、更倾向于进入董事会以及锁定期更长。这也从侧面验证了我们

对于两类投资者的分类是比较可靠的。

四、研究设计

（一）样本选择与数据来源

本研究中的样本数据主要选取了 1997 年之后在香港进行首次新股发行的 H 股公司，共 72 家（剔除了已经被联交所停牌的公司），占了 H 股上市公司的绝大多数。有关 H 股公司上市引入境外投资者的信息，最为准确并且口径一致的披露只存在招股说明书上（至今未见任何数据库有相关信息）。香港联交所披露了 1999 年之后的 H 股企业的招股说明书。另外，通过其他的数据库（包括 Bloomberg、Thomson Financial Data）获得了 1997—1999 年 20 家公司中大部分公司的招股说明书。对于依然残缺的招股说明书，通过复印香港大学图书馆藏的招股说明书以及向上市公司董事会秘书电子邮件索取补齐。对于 1997 年之前的 21 家 H 股公司，由于无法找到招股说明书，我们无法以一致的口径来判断它们是否在上市过程中引入了境外投资者，因此从样本中剔除。

我们采用手工收集方式，从上市公司披露的招股说明书中，根据前文讨论的定义识别战略投资者。关于 IPO 的数据主要来自于 Wind（万得资讯）、上市之后的市场数据和财务指标主要来自于 DATASTREAM，早期一些财务指标缺失，我们通过 Bloomberg（彭博资讯）补齐。

（二）变量设计和检验模型

本文主要考察境外战略投资者对于 H 股公司 IPO 发行抑价以及长期市场回报的影响。

1. IPO 抑价

学术研究中关于定价合理性的判断往往从股票上市后一定期间的价格反应来看，也就是衡量 IPO 抑价。最经常使用的是新股发行的首日抑价，这也是本文研究的主要因变量。主要研究的自变量为哑变量 STRATEGIC。引入战略投资者，赋值为 1；不引入战略投资者，赋值为 0。所以，回归模型 1a 如下：

$$\text{UNDERPRICING} = \beta_0 + \beta_1 \text{STRATEGIC}. \quad (1a)$$

前面讨论过，在我们的视野范围内，基于香港市场的 IPO 首日抑价的研究比较有限，认为影响香港市场 IPO 首日抑价的主要因素是宏观经济和整个资本市场状况（Carey and Steen, 2006；Meurer and Ho, 2006）。因此我们尝试引入 YEAR（年份）的变量，控制不同年份之间经济和资本市场的影响。所以，回归模型 1b 如下：

$$\text{UNDERPRICING} = \beta_0 + \beta_1 \text{STRATEGIC} + \beta_2 \text{YEAR}_i. \quad (1b)$$

另外,我们还基于中国市场 IPO 的研究 (Su and Fleisher, 1999; 陈工孟和高宁, 2000; Chan, Wang and Wei, 2004), 引入其他控制变量, 包括 LNSHARE、LNDAY 和 TOP1SHARE。这些研究都是基于中国 A 股和 B 股的研究, 有可能是中国企业的特征, 因此在香港市场一样有影响, 也有可能是中国内地资本市场的特征, 因此在香港市场不具有影响。过去的研究表明, 在发行公司、承销商以及投资者之间的信息不对称会造成 IPO 的抑价发行, 发行规模 LNSHARE (发行股数的自然对数) 和 LNDAY (发行日与上市交易日之间间隔天数的自然对数) 是衡量信息不对称的重要变量。发行规模越小, 发行日与上市交易日之间的时间间隔越长, 则通常信息不对称越严重, 首日抑价相对可能越高。TOP1SHARE (最大股东的持股比例) 用于控制非流通股以及国有股权的影响。因此, 回归模型 1c 如下:

$$\begin{aligned} \text{UNDERPRICING} = & \beta_0 + \beta_1 \text{STRATEGIC} + \beta_2 \text{LNSHARE} + \beta_3 \text{LNDAY} \\ & + \beta_4 \text{TOP1SHARE}. \end{aligned} \quad (1c)$$

最后, 综合了以上两类控制变量的回归模型 1d 如下:

$$\begin{aligned} \text{UNDERPRICING} = & \beta_0 + \beta_1 \text{YEAR}_i + \beta_2 \text{STRATEGIC} + \beta_3 \text{LNSHARE} \\ & + \beta_4 \text{LNDAY} + \beta_5 \text{TOP1SHARE}. \end{aligned} \quad (1d)$$

2. 长期市场回报

本研究选取的因变量为经过市场调整的累计超额回报, 样本为 2005 年 6 月 30 日之前上市的 H 股企业, 共 50 家。这一方面保证有足够的样本, 另一方面也保证有足够的 IPO 之后的期限来衡量累计超额回报。我们最新的数据截止到 2007 年 3 月, 因此, 我们考察的长期市场回报的区间为第 1 月末到第 21 月末, 累计超额回报数据采用月度数据计算, 并根据恒生指数进行市场调整。具体计算公式如下:

$$\text{CAR}_{jn} = \prod_{t=1}^n (R_{jt} - r_t + 1) - 1,$$

其中, CAR_{jn} 表示股票 j 在第 n 个月末的经过市场调整的累计超额回报; R_{jt} 表示股票 j 在第 t 个月的回报率; r_t 表示第 t 个月恒生指数的回报率。

同样的, 主要考察的自变量是境外战略投资者 STRATEGIC 的影响。同时参考过去文献 (Loughran and Ritter, 2000; 王美今和张松, 2000; Ritter and Welch, 2002; 白仲光和张维, 2003), 我们引入了其他控制变量。LEVERAGE (财务杠杆)、LNASSET (总资产)、PB (市净率) 这三个指标主要用于表示 Fama-French 影响长期市场回报的三方面因素, 来控制风险特性

的干扰；TOP1SHARE（第一大股东的持股比例）来控制股权结构的影响，投资者可能认为国有股过分集中可能造成更低的企业运营效率，因此降低股票的市场回报，这一点对于中国企业而言尤为明显；IND 作为行业哑变量，来控制规制性行业的影响。

因此，我们的回归模型 2 如下：

$$\begin{aligned} \text{CAR}_{j,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{STRATEGIC} + \beta_2 \text{LEVERAGE} + \beta_3 \text{TOP1SHARE} \\ & + \beta_4 \text{LNASSET} + \beta_5 \text{PB} + \beta_6 \text{IND}. \end{aligned} \quad (2)$$

五、实证检验与结果

（一）境外战略投资者与 IPO 抑价

表 1 报告了样本公司 IPO 首日抑价的描述性统计结果。72 家样本公司中，有 37 家引入境外战略投资者，35 家未引入。引入战略投资者的子样本的首日抑价平均值和中位数都低于未引入战略投资者的子样本。接下来，对子样本进行方差、均值以及中位数检验。 t 检验和 Wilcoxon 秩和检验的目的分别是验证两个子样本之间的均值和中位数是否相等。从检验结果上看，境外战略投资者能够降低 IPO 首日抑价，但是解释能力可能相对比较弱。

表 1 样本公司 IPO 首日抑价的描述性统计

	样本数量	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
全部样本	72	0.1202	0.1989	-0.2336	0.5675	0.1629
引入战略投资者	37	0.0894	0.0745	-0.2336	0.4608	0.1551
不引入战略投资者	35	0.1528	0.1098	-0.1111	0.5675	0.1667
Levene 检验		t 检验			Wilcoxon 秩和检验	
F 值	p 值	t 值	p 值	均值差异	Mann-Whitney U	p 值
0.189	0.665	1.669	0.100	0.063	502.000	0.101

注： t 检验中关于方差是否相等的假设基于 Levene 检验的结果。

仅仅进行均值、中位数检验并不能完全证明战略投资者对于样本公司 IPO 首日抑价的影响，我们还需要控制其他可能影响 IPO 首日抑价的市场、行业以及制度方面的因素，进行回归。如前文所述，由于研究 H 股 IPO 首日抑价的文献很有限，我们主要控制不同年份之间的影响以及中国 A 股市场 IPO 抑价的影响因素。

我们首先尝试引入年份的变量，控制不同年份之间宏观经济和资本市场的影响。表 2 列示了不同年份之间 IPO 首日抑价的描述性统计结果。利用方差分析，我们发现不同的年份之间 IPO 首日抑价之间有显著的差异（ F 检验的 p 值为 0.0044）。进一步对各个年份进行对比分析。由于我们假设的宏观经济因素和资本市场状况在时间上具有连续性，所以我们只考察各年与上一年

的差异。如果某年的资本市场状况产生明显变化,进而影响 IPO 首日抑价的话,那么就能从对比之中看出这种差异。如表 2 所示,我们发现只有 2005—2006 年之间存在显著的差异 (F 检验对应的 p 值为 0.0001)。

表 2 样本公司 IPO 首日抑价的年度间差异分析

来源	自由度	平方和	均方	F 值	p 值
模型	9	0.5771	0.0641	3.0400	0.0044
误差	62	1.3059	0.0211		
合计	71	1.8829			

年份	描述性统计			与上一年比较			
	样本量	均值	标准差	对比平方和	均方	F 值	p 值
1997	15	0.1305	0.1746				
1998	1	0.0202	—	0.0114	0.0114	0.5400	0.4649
1999	2	0.0695	0.0676	0.0016	0.0016	0.0800	0.7825
2000	3	-0.0381	0.0119	0.0139	0.0139	0.6600	0.4197
2001	3	0.0717	0.0629	0.0181	0.0181	0.8600	0.3579
2002	4	0.0620	0.0626	0.0002	0.0002	0.0100	0.9307
2003	10	0.1602	0.1394	0.0276	0.0276	1.3100	0.2569
2004	8	0.0481	0.1248	0.0559	0.0559	2.6500	0.1084
2005	9	-0.0005	0.0765	0.0100	0.0100	0.4700	0.4937
2006	17	0.2476	0.1810	0.3621	0.3621	17.1900	0.0001

注:假设的宏观经济因素和资本市场状况在时间上具有连续性,因此方差分析只比较相邻两年的差异。

2006 年香港市场 IPO 首日抑价显著偏高,可能是由于资本市场的状况造成的。2006 年香港资本市场跟随 A 股市场持续走高,交易活跃。从一级市场融资来看,无论是发行股票数量,还是融资规模,都是过去十年之最,尤其是随着工商银行、中国银行等大型蓝筹股的上市,市场发展迅速。这与 Carey and Steen (2006) 得出的资本市场繁荣提高 IPO 首日抑价的研究结论是一致的。

因此我们设置控制变量 $YEAR_{06}$, 当公司于 2006 年上市时,赋值为 1; 当公司于其他年份上市时,赋值为 0。

表 3 报告了多元回归的结果。在模型 1a 中,只放入要考察的自变量,回归系数为负,并且在 10% 显著性水平上有效。在模型 1b 中,我们发现, $YEAR_{06}$ 对于 IPO 首日抑价有很强的影响,在 1% 显著性水平上有效,同时,在控制了这一变量之后,战略投资者的解释能力有了明显提高。整个模型的 $Adj. R^2$ 也有了很大提高,模型拟合质量有了明显改善。在模型 1c 中, $LN-DAY$ 、 $TOP1SHARE$ 、 $LNSHARE$ 的影响都不显著。也就是说,我们的样本并不支持影响内地资本市场 IPO 首日抑价的因素在 H 股市场上具有解释能力。这从一个层面说明,在解释 IPO 首日抑价时,香港市场和内地资本市场在市场特征层面有明显差异。在模型 1d 中,我们同时加入了 $YEAR_{06}$ 、 $LN-DAY$ 、 $TOP1SHARE$ 和 $LNSHARE$ 等四个控制变量。结果与前面的基本一致: $STRATEGIC$ 和 $YEAR_{06}$ 对于 IPO 首日抑价有很强的解释能力, $LN-DAY$ 、 $TOP1SHARE$ 、 $LNSHARE$ 都不具有解释能力。

表 3 境外战略投资者对 IPO 首日抑价影响的实证回归结果

变量	模型 1a		模型 1b		模型 1c		模型 1d	
	系数	ρ 值						
STRATEGIC	-0.063	0.100	-0.076	0.029	-0.068	0.107	-0.063	0.097
YEAR ₀₆			0.174	0.000			0.182	0.000
LNDAY					0.116	0.304	-0.034	0.754
TOP1SHARE					-0.063	0.618	-0.030	0.791
LNSHARE					-0.003	0.859	-0.011	0.416
(CONSTANT)	0.153	0.000	0.118	0.000	-0.030	0.940	0.441	0.247
模型参数 Adj. R ²	0.025		0.224		0.004		0.201	

注：STRATEGIC, 哑变量, 在上市过程中引入境外战略投资者, 赋值为 1, 未引入境外战略投资者, 赋值为 0; YEAR₀₆, 哑变量, 当公司于 2006 年上市时, 赋值为 1, 当公司于其他年份上市时, 赋值为 0; LN-DAY, 表示发行日 (Offering Date) 与上市交易日 (Listing Date) 之间间隔天数的自然对数; TOP1SHARE, 表示公司在上市时最大股东持有的股份数量; LNSHARE, 表示香港的 IPO 发行股数的自然对数。

这说明, 境外战略投资者对于 H 股市场 IPO 首日抑价的影响是显著的。这与信号理论的解释是一致的。境外战略投资者的进入, 能够向市场传递一个良好的信号, 来消除发行者、承销商与投资者之间的信息不对称, 尤其有助于消除境外投资者对于国有股东依然占控股地位的中国的确定性, 增加市场信心。因此境外战略投资者的进入能够有效地降低 IPO 首日抑价。

(二) 境外战略投资者与长期市场回报

图 1 中的实线表示的是全部样本公司自上市交易后第 1 个月到第 21 个月的经过市场调整的累计超额回报。从中我们看到, 在选取的区间之内, 经过恒生指数调整之后, 累计超额回报一直停留在临界值左右, 在大部分时间, 这些新上市的 H 股公司的表现还弱于市场表现。这与过去文献中发现的新股长期回报不佳的现象是一致的。

图 1 中其他两条虚线分别表示按照是否引入境外战略投资者分类, 两个子样本公司自上市交易后第 1 个月到第 21 个月的经过市场调整的累计超额回报。从图中可以看出, 引入境外战略投资者的样本公司自上市之后就一直表现出超额回报; 不引入的样本公司在上年后基本保持负的超额回报, 最低低于 -25%。从图 1 中还可以观察到, 大约从上市后第 3 个月开始, 两个子样本之间的超额回报就开始呈现出明显的差异, 一直持续到第 21 个月, 并且差异越来越明显。也就是说, 引入战略投资者的公司在上市之后市场表现更好, 累计超额回报更高。

我们首先比较了引入和不引入境外战略投资者的公司在第 1 个月末到第 21 个月末的经过市场调整累计超额回报的均值、标准差, 并对均值进行 t 检验, 对中位数进行 Wilcoxon 秩和检验。表 4 报告了奇数月末的检验结果 (偶数月末的检验结果与之相似), 从上市之后的第 1 个月末一直到第 21 个月末, 引入境外战略投资者的样本公司的市场表现要优于未引入的样本公司, 最大的均值差异出现在第 19 个月末, 二者差异达到 36.9%; 通过 t 检验和 Wil-

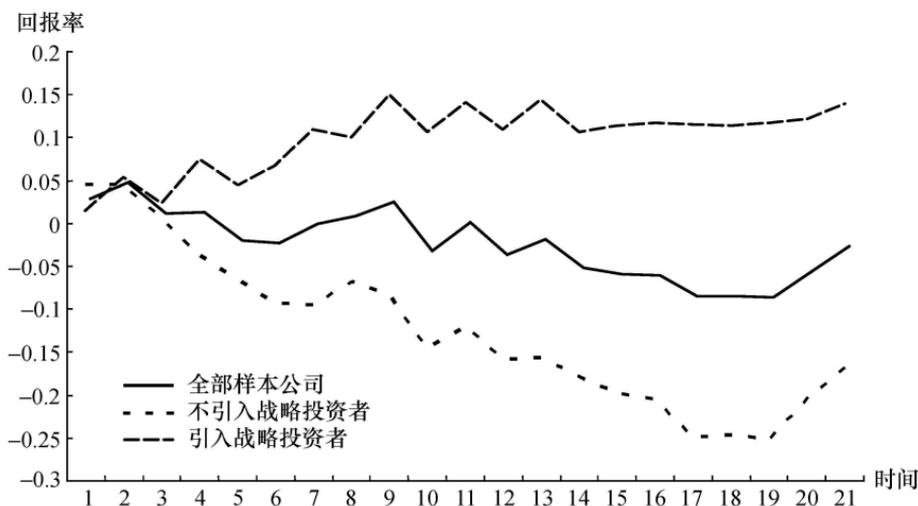


图1 引入和不引入境外战略投资者的样本公司累计超额回报比较

注:按照是否引入境外战略投资者分类,从1997年1月到2005年6月在香港IPO的24家引入境外战略投资者和26家不引入境外战略投资者的H股公司自上市交易后第1个月到第21个月的平均经过市场调整的累计超额回报的比较。

OXON 秩和检验可以发现,至少从第7个月末开始,这二者之间的市场回报表现出显著的差异。这与我们在图中观察到的趋势是一致的。

表4 经过市场调整的累计超额回报(CAR)的方差、均值、中位数检验

	样本数	均值	标准差	t 检验			Wilcoxon 秩和检验		
				t 值	p 值	均值差异	M-W U 值	p 值	
1 个月	不引入战略投资者	26	0.044	0.245	0.548	0.587	0.030	299.000	0.801
	引入战略投资者	24	0.015	0.120					
3 个月	不引入战略投资者	26	0.006	0.286	-0.266	0.791	-0.018	275.000	0.472
	引入战略投资者	24	0.024	0.189					
5 个月	不引入战略投资者	26	-0.067	0.329	-1.287	0.204	-0.111	224.000	0.087
	引入战略投资者	24	0.044	0.277					
7 个月	不引入战略投资者	26	-0.095	0.371	-2.058	0.045	-0.204	210.000	0.048
	引入战略投资者	24	0.110	0.328					
9 个月	不引入战略投资者	26	-0.085	0.464	-2.006	0.051	-0.235	193.000	0.021
	引入战略投资者	24	0.150	0.353					
11 个月	不引入战略投资者	26	-0.119	0.455	-2.171	0.035	-0.260	200.000	0.030
	引入战略投资者	24	0.141	0.387					
13 个月	不引入战略投资者	26	-0.157	0.452	-2.528	0.015	-0.301	170.000	0.006
	引入战略投资者	24	0.144	0.383					
15 个月	不引入战略投资者	26	-0.200	0.435	-2.732	0.009	-0.313	168.000	0.005
	引入战略投资者	24	0.113	0.370					
17 个月	不引入战略投资者	26	-0.249	0.450	-2.895	0.006	-0.365	162.000	0.004
	引入战略投资者	24	0.116	0.440					
19 个月	不引入战略投资者	26	-0.252	0.462	-2.745	0.008	-0.369	170.000	0.006
	引入战略投资者	24	0.117	0.487					
21 个月	不引入战略投资者	26	-0.167	0.497	-2.227	0.031	-0.306	189.000	0.017
	引入战略投资者	24	0.139	0.473					

注:(1) t 检验中关于方差是否相等的假设基于 Levene 检验的结果;

(2) 经过市场调整的累计超额回报基于月度数据计算,以恒生指数进行调整。

接下来，我们进行回归分析来考察境外战略投资者对累计超额回报的影响。根据均值、中位数检验的结果，我们将第 6 个月末一直到第 21 个月末的累计超额市场回报作为因变量，利用模型 2 来进行检验。由于篇幅限制，在表 5 中，我们只报告了奇数月末的回归结果（偶数月份的结果与之相似）。

从表 5 的结果中可以看到，在新引入的控制变量中，TOP1SHARE、LNASSET 和 PB 的影响相对比较显著，而 LEVERAGE 和 IND 对于长期市场回报不具有解释能力。也就是说，上市时第一大股东的持股比例越高（对于 H 股公司来说通常是国有股），则未来股票的市场表现相对较差；股票上市时的总资产越多，也就是说公司规模越大，则未来股票的市场表现相对较好；股票上市时的市净率越高，则未来股票的市场表现越好。这与过去文献（Loughran and Ritter, 2000；王美今和张松，2000；Ritter and Welch, 2002；白仲光和张维，2003）的结果是相似的。

在控制了以上影响股票上市后长期市场表现的因素之后，我们发现，引入境外战略投资者依然具有解释能力——第 7 个月末、第 13 个月末和第 15 个月末，在 5% 的显著性水平下显著；第 9 个月末、第 11 个月末、第 17 个月末和第 19 个月末，在 10% 的显著性水平下显著。

六、稳定性检验

（一）内生性检验

本研究中一个潜在的问题是上市之后长期市场回报与境外战略投资者之间的内生性问题。本文结论认为，引入境外战略投资者有利于提高上市之后的长期市场回报，进而增加公司价值。但是，有可能是因为境外战略投资者具有识别能力，选择入股财务状况较好的企业，因此导致了企业在上市之后获得超额回报。针对这一问题，我们进行内生性检验。我们从招股说明书中获得上市前三年的财务数据。根据 Sun and Tong (2003) 以及其他相关文献，我们用上市前三年平均净利率（Return on Sales，净利润 / 销售额）来衡量上市前财务业绩。不使用资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE），是因为上市会对资产和股东权益产生显著影响。我们设置一个哑变量 ROS：净利率高于中位数的公司，定义为“好”公司，赋值为 1；净利率低于中位数的公司，定义为“坏”公司，赋值为 0。

表5 境外战略投资者对市场回报影响的实证回归结果

	第7个月		第9个月		第11个月		第13个月		第15个月		第17个月		第19个月		第21个月	
	系数	p 值														
STRATEGIC	0.234	0.048	0.231	0.088	0.233	0.082	0.283	0.042	0.272	0.041	0.270	0.064	0.247	0.098	0.205	0.173
LEVERAGE	-0.063	0.279	-0.030	0.654	-0.010	0.878	-0.049	0.468	-0.033	0.606	-0.022	0.760	-0.002	0.976	-0.003	0.969
TOP1SHARE	-0.193	0.589	0.005	0.991	-0.122	0.763	-0.520	0.218	-0.340	0.399	-0.596	0.179	-0.952	0.040	-0.939	0.046
LNASSET	0.016	0.632	0.032	0.412	0.051	0.194	0.045	0.262	0.055	0.159	0.088	0.041	0.108	0.016	0.112	0.014
PB	0.115	0.460	0.357	0.051	0.415	0.023	0.128	0.483	0.189	0.284	0.038	0.843	-0.047	0.813	0.030	0.882
IND	-0.006	0.958	-0.023	0.857	0.043	0.733	0.039	0.768	0.026	0.835	0.022	0.874	0.089	0.532	0.129	0.372
(CONSTANT)	-0.302	0.625	-0.822	0.250	-1.159	0.105	-0.661	0.364	-0.996	0.157	-1.330	0.086	-1.433	0.073	-1.508	0.063
模型参数 Adj. R ²	0.0517		0.0997		0.1615		0.1214		0.1332		0.1579		0.2042		0.1902	

注:(1) 经过市场调整的累计超额回报(CAR)基于月度数据计算,以恒生指数进行调整。

(2) STRATEGIC:哑变量;在上市过程中引入战略投资者,赋值为1;未引入战略投资者,赋值为0;LEVERAGE:债务/销售额指标(Debt/Sales ratio);TOP1SHARE:上市后的最大股东的持股比例;LNASSET:上市当年总资产的自然对数;PB:上市当年的市净率;IND:哑变量;当公司处于管制性行业(基础设施、运输、能源、矿产、金融),赋值为1;当公司处于其他行业,赋值为0。

首先，我们检验 ROS 与境外战略投资者之间的相关性。结论显示二者不具有相关关系，也就是说，引入境外战略投资者的公司并不总是财务业绩较好的企业。其次，我们将 ROS 作为控制变量引入回归模型中，进行稳定性检验。表 6 报告了内生性检验的结果。新引入的财务数据变量对于上市之后长期市场回报有显著的解释能力，在绝大多数月份， p 值都小于 1%。这说明，定义中的“好”企业（上市之前财务业绩较好），上市之后更容易获得超额回报。更重要的是，在控制了上市前财务业绩之后，境外战略投资者的影响依然显著，在某些月份显著性水平还有所提高。这在一定程度上说明了，境外战略投资者对于公司价值的提升，并不是由于境外战略投资者预先选择了财务业绩较好的企业。

此外，我们还选择了销售收入增长和净利率增长来衡量财务业绩，进行稳定性检验，依然不影响境外战略投资者对于长期市场回报的解释能力。

（二）其他稳定性检验

本研究对于累计超额回报的计算采用了市场调整的方法。在稳定性检验中，我们还根据上市时的总资产规模，对样本公司累计超额回报进行规模调整。控制了其他控制变量之后，结果显示，境外战略投资者对于样本公司超额回报的影响依然显著。

另外，我们尝试用境外投资者（包含战略投资者和财务投资者）的概念取代战略投资者，进行本文的各项检验。无论是对于 IPO 首日抑价还是上市后长期市场回报，境外投资者都不具有解释能力。这也进一步说明了境外战略投资者的作用不同于其他类型的投资者。

七、结 论

本文针对香港 H 股公司在 IPO 过程引入境外战略投资者这一事件，从 IPO 抑价以及长期市场回报的角度，考察境外战略投资者的引入能否增加企业价值。

研究发现，境外战略投资者的引入能够显著地降低 IPO 首日抑价，我们认为主要原因在于境外战略投资者的进入能够有效地降低发行商、承销商和投资者之间的信息不对称，增强投资者的信心，使得公司在国际市场上更得到投资者的认同。同时我们发现年度因素在解释 H 股 IPO 抑价方面有很强的解释能力。其次，在控制了市值规模、第一大股东持股比例等因素之后，引入境外战略投资者能够在上市后 21 个月获得显著更高的经过市场调整的累计超额回报。在进行内生性和其他稳定性检验后，结论依然成立。IPO 抑价越低，说明公司股权融资成本越低，越有助于提升公司价值；新股上市之后的累计超额回报越高，说明公司价值得到越大幅度的提升。因此，境外战略投资者的引入能够显著地增加公司价值。

表6 内生性检验结果

	第7个月		第9个月		第11个月		第13个月		第15个月		第17个月		第19个月		第21个月	
	系数	p值	系数	p值	系数	p值	系数	p值								
STRATEGIC	0.223	0.048	0.185	0.165	0.224	0.074	0.250	0.052	0.257	0.036	0.267	0.037	0.218	0.078	0.218	0.089
LEVERAGE	-0.072	0.192	-0.021	0.744	-0.023	0.705	-0.039	0.529	-0.048	-0.422	-0.063	0.311	-0.024	0.695	-0.041	0.512
TOPISHARE	-0.263	0.442	-1.071	0.011	-1.102	0.006	-0.723	0.068	-0.443	0.233	-0.622	0.112	-0.220	0.558	-0.079	0.839
LNASSET	0.040	0.244	0.157	0.000	0.159	0.000	0.131	0.002	0.089	0.019	0.080	0.044	0.084	0.030	0.061	0.127
PB	0.140	0.348	0.077	0.665	0.007	0.967	0.083	0.623	0.226	0.164	0.165	0.329	0.450	0.009	0.387	0.027
IND	0.017	0.871	0.173	0.181	0.138	0.250	0.064	0.601	0.060	0.603	0.073	0.549	0.076	0.521	0.004	0.971
ROS	0.237	0.028	0.444	0.001	0.506	0.000	0.428	0.001	0.345	0.004	0.346	0.005	0.330	0.006	0.282	0.023
(CONSTANT)	-0.788	0.213	-2.420	0.002	-2.470	0.001	-2.209	0.003	-1.703	0.015	-1.371	0.058	-1.837	0.011	-1.400	0.056
模型参数 Adj. R ²	0.1377		0.1888		0.2860		0.2570		0.2783		0.3459		0.4433		0.3679	

注:(1) 经过市场调整的累计超额回报(CAR)基于月度数据计算,以恒生指数进行调整。

(2) STRATEGIC:哑变量;在上市过程中引入战略投资者,赋值为1;未引入战略投资者,赋值为0;LEVERAGE:债务/销售额指标(Debt/Sales ratio);TOPISHARE:上市后的最大股东的持股比例;LNASSET:上市当年总资产的自然对数;PB:上市当年的市净率;IND:哑变量;当公司处于管制性行业(基础设施、运输、能源、矿产、金融),赋值为1;当公司处于其他行业,赋值为0;ROS:哑变量;净利率高于中位数的样本公司,赋值为1;净利率低于中位数的样本公司,赋值为0。

本研究第一次系统性地针对境外战略投资者对于中国公司的实质性影响进行研究,识别出在中国独特的制度背景下,影响中国企业公司价值的又一重要因素,对于我们理解境外战略投资者这一机制的内在作用,有很强的理论意义,并且为后续有关战略投资者的研究起到了开拓性的贡献。此外,在全流通的背景下,允许外资以战略投资者进入 A 股市场不仅关系到上市公司的改革,也涉及国内资本市场开放和资本项目管理改革的问题,是我国当前一项重要的金融改革措施。虽然 A 股有其特殊性以及与 H 股的不同特点,但由于现在 A 股战略投资者引入的局限性,本文只能采用 H 股数据进行研究,但其研究结论仍将对于决策层、投资者以及公司管理层正确理解境外战略投资者入股的作用和地位,仔细甄别能够真正对公司治理、日常运营产生实质性影响的企业发挥一定的借鉴作用。

参 考 文 献

- [1] 白仲光、张维,“中国证券市场新股长期回报的实证研究”,《中国会计与财务研究》,2003 年第 5 卷第 3 期,第 145—159 页。
- [2] 蔡祥、李志文、张为国,“中国证券市场中的财务问题:实证研究述评”,《中国会计评论》,2003 年第 1 卷第 1 期,第 1—23 页。
- [3] Carey, P., and A. Steen, “Changing Conditions in the Hong Kong New Issues Market”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 2006, 14(5), 484—500.
- [4] 陈工孟、高宁,“中国股票一级市场发行抑价的程度和原因”,载刘树成、沈沛主编《中国资本市场前沿理论研究文集》。北京:社会科学文献出版社,2000 年。
- [5] Chan, K., J. Wang, and K. Wei, “Underpricing and Long-term Performance of IPOs in China”, *Journal of Corporate Finance*, 2004, 10(3), 409—430.
- [6] Fama, E., and K. French, “The Cross-section of Expected Stock Returns”, *Journal of Finance*, 1992, 47(2), 427—465.
- [7] Fan, J., T. Wong, and T. Zhang, “Politically Connected CEOs, Corporate Governance, and Post-IPO Performance of China’s Newly Partially Privatized Firms”, *Journal of Financial Economics*, 2007, 84(2), 330—357.
- [8] 刘力、李文德,“中国股市股票首次公开发行首日超额收益研究”,《中国会计与财务研究》,2000 年第 2 卷第 4 期,第 1—26 页。
- [9] Loughran, T., and J. Ritter, “Uniformly Least Powerful Tests of Market Efficiency”, *Journal of Financial Economics*, 2000, 55(3), 361—389.
- [10] Meurer, C., and W. Ho, “IPO Underpricing in Hong Kong: A Sectoral Perspective”, Working Paper, Hong Kong University of Science and Technology, 2006.
- [11] Mok, H., and Y. Hui, “Under-pricing and Aftermarket Performance of IPOs in Shanghai, China”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 1998, 6(5), 453—474.
- [12] Ritter, J., “The Long Run Performance of Initial Public Offerings”, *Journal of Finance*, 1991, 46(1), 3—27.
- [13] Ritter, J., and I. Welch, “A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations”, *Journal of Finance*, 2002, 57(4), 1795—1828.

- [14] Su, D., "Adverse-selection Versus Signaling: Evidence from the Pricing of Chinese IPOs", *Journal of Economics and Business*, 2004, 56(1), 1—19.
- [15] Su, D., and B. Fleisher, "Risk, Return and Regulation in Chinese Stock Markets", *Journal of Economics and Business*, 1998, 50(3), 239—256.
- [16] Su, D., and B. Fleisher, "Why Does Return Volatility Differ in Chinese Stock Markets?" *Pacific Basin Finance Journal*, 1999, 7(5), 557—586.
- [17] Sun, Q., and W. Tong, "China Share Issue Privatization: The Extent of Its Success", *Journal of Financial Economics*, 2003, 70(2), 183—222.
- [18] 王美今、张松, "中国新股弱势问题研究", 《经济研究》, 2000 年第 9 期, 第 49—56 页。
- [19] 朱凯、田尚清、杨中益, "公司治理与 IPO 抑价——来自中国股票市场的经验证据", 《中国会计评论》, 2006 年第 4 卷第 2 期, 第 291—306 页。

Does Introducing Foreign Strategic Investors Enhance Firm Value? Evidence from H-share Companies

FAN SHI ZHENGFEI LU RAN ZHANG
(Peking University)

Abstract This paper examines if foreign strategic investors enhance the value of H-share companies. The results show that foreign strategic investors significantly reduce IPO first-day underpricing and the cost of equity, therefore enhance firm value. Furthermore, we show that the market-adjusted cumulative abnormal returns (CAR) after IPO are higher for companies that bring in foreign strategic investors than those that do not. The paper not only contributes to the literature on strategic investors and firm value, but also provides empirical evidence for recently adopted mechanism of introducing foreign strategic investors into China's domestic capital market.

JEL Classification G14, G34, M49