

不同支付方式下收购公司的财富效应分析

刘 锴(博士)

(中国石油大学(华东)经济管理学院 青岛 266555)

【摘要】 本文采用事件研究法,以股权分置改革后上市公司的股权收购和资产收购事件为研究对象,分别检验不同支付方式下收购公司的短期财富效应差异及影响因素。结果表明,采用股票支付的收购公司能获得显著为正的超额收益,且显著优于现金支付方式下的超额收益,但仍然存在控股股东在并购活动中利用股票支付手段进行掏空的行为。

【关键词】 股权分置改革 支付方式 短期财富效应

自 20 世纪 80 年代以来,并购交易特征中的支付工具的选择逐渐受到西方财务学者的重视,学者们从有效市场理论框架和行为金融理论框架两个角度对不同并购支付方式下的并购财富效应进行了深入分析,并得出不同支付方式会影响收购公司的财富效应的结论。我国证监会于 2005 年 5 月启动的股权分置改革使得资本市场同股同价的定价功能逐渐得以恢复,为股票支付等多种支付方式的运用创造了必要的市场条件,同时,新修订的《公司法》、《证券法》以及《上市公司收购管理办法》也为之提供了合法性的支持。本文选取 2008~2010 年已股改上市公司发生的兼并收购类并购事件为研究对象,采用事件研究法,来研究已股改收购公司在不同支付方式下的股东财富效应差异及影响因素。

一、理论分析与研究假设

支付方式的选择是并购决策过程中的重要环节,同时也是一项并购能否成功完成的重要因素之一。并购支付工具的选择以及不同支付方式对并购双方股东财富效应影响,早已受到西方财务学者的重视。有关股票支付方式和现金支付方式对收购公司财富效应的影响主要有两种观点:一种观点是在有效市场理论框架下,基于信息不对称理论和信号理论,一方面,不同的支付方式向市场传递不同的信号,现金支付意味着并购公司股票价值被市场低估了,会使投资者产生并购公司价值被低估的预期,合并后并购公司股票价值将趋于上升,股票支付则会向市场传递相反的信号;另一方面,支付方式的选择传递了收购公司未来投资机会或现金流量情况的信号,选择现金支付表明其现有资产可以产生较大的现金流,或者表明其有能力充分利用目标公司所拥有的或由并购所形成的投资机会;而选择股票支付则会向市场传递不良信号,产生相反的效果。因此,收购公司采用现金支付方式的超额收益无论是短期还是长期通常都要高于股票支付方式(Sudarsanam 和 Mahate, 2006)。另一种观点是在行为金融理论框架下,基于股票市场驱动并购理论(SMDA),认为当收购公司存在价值高估问题时,短期内使用股票作为支付方式优于现金支付,长期内取决于溢价比率,溢价比率越高,收购公司采用股票支付方

式的收益越差。然而,也有学者得出不同结论。

在我国,随着股权分置问题的解决,换股并购不再因为股份流通性的差别受到限制,可以灵活运用到上市公司之间、上市公司与非上市公司之间,并能避免收购公司大量的现金流压力以及对后续重整所带来的资金压力。其中,股权支付方式除了公司之间直接以股份按照一定的比例进行互换外,定向增发加换股、回购加换股等方式都是可行的手法,如果并购双方直接以一定的比例互换股份或者是向机构投资者定向增发,那么新股东和战略投资者的加入有利于改善收购公司的股权结构,如果是向大股东定向增发,那么表明大股东由于对上市公司充满信心而加强对其的控制。无论采取哪种形式的股权支付方式,都会向市场传递一个积极的信号。

曾颖(2007)运用市场模型检验股改后不同支付手段资产注入的市场反应,研究发现,与现金支付方式相比,公司以股权作为支付方式下的市场反应更强烈;另一方面,股票市场出现了持续高涨的局面,存在价值高估的问题,根据 SMDA 理论,短期内使用股票作为支付方式优于现金支付,而且对于非公开发行新股此类公司重大事件,事件公告本身对市场而言具有很大的信息含量,股价会对公告本身做出反应,同时,上市公司采用股票作为支付手段需要满足盈利、合规等多项条件,以股票作为支付手段进行并购的上市公司本身就具有较好的市场表现。根据上述分析,提出研究假设:收购公司采用股票支付能获得正的超额收益,且优于现金支付下的超额收益。

二、研究设计

1. 数据来源与样本选择。 本文所选样本为 2008~2010 年间发生的上市公司股权收购和资产收购事件,剔除金融保险类上市公司。采用事件研究法时,为了尽量捕捉并购公告发布在事件期内对股票市场的影响,剔除上市当年并购的样本,剔除在事件期内发生分红、配股以及增发的可能影响股价变动的重大事件的并购样本。经筛选后共有 586 起并购事件作为本文最终研究样本。样本数据来源于 CSMAR 数据库和 CCER 数据库。

2. 研究方法与变量定义。本文采用事件研究法计算出来的累积超额收益率(CAR)来衡量并购的短期财富效应。为最大限度地保证有效样本量,本文采用市场调整法来计算CAR。

股票*i*在*t*天的日超额收益:AR_{*i,t*}=R_{*i,t*}-R_{*m,t*};股票*i*在[T₁,T₂]内的累积超额收益:CAR_{*i,t*}= $\sum_{t=T_1}^{T_2} AR_{i,t}$;等权股票组

合*P*在*t*天的日平均超额收益:AAR_{*P,t*}= $\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t}$;等权

股票组合*P*在[T₁,T₂]内的平均累积超额收益:CAR_{*P,t*}= $\sum_{t=T_1}^{T_2}$

AAR_{*P,t*}= $\frac{1}{N} \sum_{T=T_1}^{T_2} \sum_{i=1}^N AR_{i,t}$

运用参数检验中的单一样本均值T检验和非参数检验中的Wilcoxon符号秩检验进行两种支付方式下的CAR单因素分组检验。并运用多元回归分析模型检验支付方式与股权结构对CAR的交互影响,以及收购公司其他特征对CAR的影响,变量定义和度量见表1。

表1 研究变量的定义和度量方法

变量名称	变量符号	度量标准
并购公告前的市场反应	CAR (-30,-1)	并购首次公告日前30个交易日至公告日前1个交易日,共计30个交易日的累积超额收益
并购公告后的市场反应	CAR (+1,+30)	并购首次公告日后1个交易日至公告日后30个交易日,共计30个交易日的累积超额收益
并购短期绩效	CAR (-30,+30)	并购首次公告日前30个交易日至公告日后30个交易日,共计61个交易日的累积超额收益
并购支付方式	Pay	采用股票支付,取值1,否则为0
股权性质	Ucontrol	终极控制人为国有时,取值1,否则为0
第一大股东持股比例	Conshare	并购前最近一个财务报告期第一大股东持股比例
机构投资者持股比例	Insshare	并购前最近一个财务报告期机构投资者持有公司股份数占流通股股数的比例
并购规模	Amount	交易总价/并购前一年期末总资产
并购前绩效	Roe	EBIT/并购前一年平均净资产总额
公司成长性	Growth	(前一年销售额-前两年销售额)/前两年销售额
财务杠杆	Lev	Lev=并购前一年的负债总额/资产总额
公司规模	Size	并购前一年末公司总资产的自然对数

三、实证检验与结果分析

1. 按照不同支付方式分组的收购公司CAR的单因素分组检验。从表2单一样本的均值T检验和Wilcoxon符号秩检验结果来看,“股票支付方式”组的CAR值均显著为正,而“现金支付方式”组的CAR则显著为负;从独立样本的组间均值T检验和Wilcoxon符号秩检验来看,“股票支付方式”明显高于“现金支付方式”组的CAR值,而且两组的CAR值基本上存在1%水平下的显著差异。检验结果符合研究假设。

2. 收购公司短期财富效应影响因素的多元回归分析。从表3中,在控制了并购交易特征和收购公司的其他特征后,模型1、3、5的支付方式(Pay)与CAR显著正相关,与前文单因素分组检验结果一致,进一步验证了本文的研究假设。

表2 收购公司短期财富效应(CAR)在不同支付方式下的单因素分组检验

CAR (%)	①股票支付组		②现金支付组		两组差异(①-②)	
	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数
CAR (-30,-1)	11.146 ***	9.135 ***	1.107	-0.882 **	10.039 *** (3.872)	10.017 *** (3.661)
CAR (-1,+1)	11.639 ***	11.003 ***	0.514 *	-0.014	11.125 *** (9.384)	11.017 *** (5.165)
CAR (+1,+30)	11.914 **	1.735	-2.017 **	-3.052 ***	13.931 *** (4.277)	4.787 ** (1.965)
CAR (-30,+30)	29.208 ***	24.356 ***	-0.650	-3.867 **	29.858 *** (7.587)	28.223 *** (5.139)

注: *、**和***分别表示在10%、5%和1%的水平上显著(双尾)。

表3 收购公司短期财富效应(CAR)影响因素的多元回归结果

变量	CAR(-30,-1)		CAR(+1,+30)		CAR(-30,+30)	
	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5	模型6
常数项	-0.118 (-0.69)	0.184 (1.15)	-0.030 (-0.16)	-0.068 (-0.38)	0.007 (0.03)	0.056 (0.23)
Pay	0.056 * (1.80)	0.087 (0.94)	0.078 ** (2.21)	0.299 *** (2.90)	0.267 *** (5.35)	0.415 *** (2.97)
Ucontrol	-0.004 (-0.23)	0.023 (1.38)	0.017 (0.94)	0.006 (0.12)	0.002 (0.08)	0.024 (0.93)
Conshare	-0.018 (-0.34)	-0.069 (-1.32)	-0.036 (-0.60)	0.007 (0.12)	0.027 (0.33)	-0.053 (-0.67)
Insshare	0.042 (1.05)	0.158 *** (3.92)	0.016 (0.35)	0.037 (0.83)	0.075 (1.19)	0.180 *** (2.97)
Pay * Ucontrol		-0.032 (-0.50)		0.184 *** (2.56)		0.181 * (1.86)
Pay * Conshare		-0.039 (-0.14)		-0.812 *** (-2.59)		-0.906 ** (-2.13)
Pay * Insshare		0.201 (1.21)		-0.215 (-1.16)		0.026 (0.10)
Amount	0.026 *** (3.15)	0.001 (0.12)	0.042 *** (4.40)	0.039 *** (3.92)	0.017 (1.29)	0.043 *** (3.22)
Roe	0.039 (0.28)	-0.245 * (-1.73)	-0.222 (-1.42)	-0.279 * (-1.77)	0.057 (0.26)	-0.519 ** (-2.42)
Growth	-0.001 (-1.32)	0.001 (0.08)	-0.001 (-0.51)	0.029 *** (2.96)	-0.001 (-1.40)	0.031 ** (2.27)
Lev	0.003 (0.07)	0.000 (0.00)	0.031 (0.60)	0.021 (0.41)	-0.001 (-0.02)	0.028 (0.40)
Size	0.006 (0.67)	-0.008 (-1.04)	0.001 (0.02)	0.0014 (0.16)	-0.002 (-0.14)	-0.004 (-0.34)
N	586	586	586	586	586	586
Adj.R ²	0.033	0.051	0.070	0.121	0.07	0.146
F	2.83 ***	3.17 ***	5.04 ***	6.55 ***	5.21 ***	7.87 ***

从表3并购支付方式与股权结构对CAR的交互影响结果来看,模型4、6中的支付方式与股权性质交乘项(Pay * Ucontrol)与CAR显著为正,而且支付方式(Pay)与CAR显著正相关,说明在首次公开日之后,国有性质的收购公司和非国有性质的收购公司采用股票支付方式时的短期市场绩效都比现金支付方式好,说明短期内,市场对采用股票支付方式的

国内外资产减值研究文献评述

朱海嘉 郭炜 曹霞

(华中科技大学管理学院 武汉 430074)

【摘要】 本文从资产减值与盈余管理的关系以及资产减值的相关因素研究两个大的方面着手,对国内外资产减值的研究文献进行了回顾梳理,最后对全文进行了总结并对后续研究提出建设性意见。

【关键词】 资产减值 盈余管理 盈余管理

关于资产减值的研究,国外从上个世纪 80 年代就已经开始,并且取得了较为丰富的研究成果。而自 1998 年开始,我国开始执行减值准则,随后也陆续开展了一系列的相关研究。本文通过回顾国内外资产减值的研究文献,旨在全面而清晰的把握资产减值的研究方向,概括目前该领域研究的进展,为今后的研究和实践指明方向。

本文分两个方面对国内外学者的前期研究进行分类梳理:第一方面是基于资产减值的相关因素研究;第二方面是有关资产减值与盈余管理的关系研究,对此学者意见不一,争议很大。

并购活动都有积极的市场反应,而不对收购公司的股权性质加以区分。然而支付方式与第一大股东持股比例交乘项(Pay * Conshare)与 CAR 显著为负,说明基于全流通预期的市场环境虽然为股票支付方式的运用提供了制度上的支持,同时也使得收购公司获得了正的财富效应,但股权分置市场环境下大股东谋求私人利益的掏空行为并未消除,仍将在新环境中有所延续,而且第一大股东持股比例越大,其利用股票支付方式进行掏空的可能性越大。支付方式与机构投资者持股比例交乘项(Pay * Insshare)在整个事件期内与 CAR 都不显著,这可能是由于股票支付方式是股改后新出现的一种支付方式,必然受到监管部门的重点监管,尤其是针对机构投资者持股比例高的收购公司采用股票支付方式出现的股价异动,因此,机构投资者对这类公司采取的投资行为会更谨慎一些。

四、研究结论与政策建议

综合上述实证分析可以得到以下结论:①收购公司采用股票支付能获得正的超额收益,且优于现金支付下的超额收益,收购公司采用现金支付不能获得超额收益。②第一大股东持股比例越高,收购公司在采用股票支付方式时的短期财富效应越差,表明大股东谋求私人利益的掏空行为在股改后并未消除,而且第一大股东持股比例越大,其利用股票支付方式进行掏空的可能性越大。

因此,基于全流通预期的市场环境下,在积极推进上市公司采用股票支付方式进行并购的同时,应针对新环境下股票

一、资产减值的相关影响因素研究

这一类的研究基本上是着手于资产减值的某一方面进行深入研究,希望在此基础上完善资产减值准则的计提标准和实施办法,而这些方面一定程度上就构成了资产减值的影响因素。由于研究的侧重点和切入点不同,国内外关于资产减值的因素研究基本上包括减值公司特征、价值相关性、管制规则约束以及风险管理等几个方面。

关于资产减值的价值相关性研究,李扬、田益祥(2008)发现国内的亏损上市公司在计提了减值准备以后,会计盈余价值相关性增强了,而且盈利年度的会计信息对于投资者进行

支付并购活动中出现的股价异常变动,建立“疏堵结合”的分类监管体系,重点监管第一大股东持股比例较高的收购公司,从根源入手遏制其不合理行为,并通过健全激励机制对控股股东进行正面引导,充分保护中小投资者的切身利益。

主要参考文献

1. 华斐铭,丁亨.股权分置改革对中国上市公司并购的影响财经界,2007;6
2. 杜兴强,聂志萍.中国上市公司并购的短期财富效应实证研究.证券市场导报,2007;1
3. 曾颖.资产注入:支付手段与市场反应.证券市场导报,2007;10
4. King, D. R., Dalton, D. R., Daily, C. M., Covin, J. G.. Meta-analyses of Post-acquisition Performance: Indications of Unidentified Moderators. Strategic Management Journal, 2004,25:187-200.
5. Sudarsanam, S.,Mahate A.A.. Are Friendly Acquisitions Too Bad for Shareholders and Managers? Long-term Value Creation and Top Management Turnover in Hostile and Friendly Acquirers. British Journal of Management, 2006,17 (special issue):S7-S29.
6. Faccio, M., McConnell, J. J.,Stolin, D.. Returns to Acquirers of Listed and Unlisted Targets. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2006, 41