

上市公司同业并购短期绩效分析

——以天山股份为例

张源荣

(长江大学 经济与管理学院, 湖北 荆州 434023)

摘 要: 本文以天山股份为研究对象, 以首次发布并购重组公告和正式披露并购重组草案当天为事件日, 运用事件研究法分析天山股份并购重组事件对公司短期绩效的影响。结果显示, 两次公告均在事件窗口内产生了显著为正的累积超额收益, 这表明该事件显著提高了公司短期绩效。为此, 应继续优化企业兼并重组市场环境, 培养具有国际竞争力的大企业集团和推动产业结构优化升级; 水泥企业应重视并购后的资源整合, 充分发挥同业并购的协同效应, 并以科技创新驱动高质量发展; 社会公众投资者应坚持长期主义, 注重价值投资。

关键词: 同业并购; 公告效应; 短期绩效; 事件研究法

一、引言

“十四五”规划纲要明确指出, “鼓励技术创新和企业兼并重组……深化供给侧结构性改革……健全市场化法治化化解过剩产能长效机制, 完善企业兼并重组法律法规和配套政策”, 目的是推动经济高质量发展。随着我国经济建设规模不断扩大, 水泥行业得到快速发展, 但其产能过剩问题也日益凸显。对此, 国家发展和改革委员会先后颁布了一系列关于去产能的指导性文件, 支持水泥行业利用市场化手段进行联合重组压减过剩产能。国务院则相继出台了《国务院关于促进企业兼并重组的意见》等政策鼓励企业兼并重组, 提高了企业并购的概率和并购数量^[1]。随后, 中国证券监督管理委员会也加紧发布了《上市公司重大资产重组管理办法(2020年修订)》等配套文件, 逐步健全上市公司并购重组制度, 引导企业实施市场化兼并重组。在此背景下, 兼并与收购成为水泥行业进一步发展。而水泥企业间的同业并购, 除了要化解过剩产能, 减少无效供给, 更要通过行业内部整合来提升产业集中度, 促进产业转型升级, 因为产业结构的升级有助于促进经济高质量发展^[2]。由于天山股份此次并购重组尚未完成, 本文采用事件研究法来分析该事件对公司短期绩效的影响。

二、文献综述

自 1993 年发生第一起上市公司并购活动到后来的股权分置改革和并购重组市场化改革, 我国资本市场先后经历了包括同业并购在内的多次并购浪潮。

国内学者对上市公司同业并购如何影响公司短期绩效这一问题的研究成果相当丰富, 其中大多数采用事件研究法。蒋冠宏研究认为, 在外商并购中我国被并购企业获得了显著为正的异常收益率, 且并购双方行业相关性越大, 为我国企业创造的市场价值越大^[3]。盛明泉通过分析宝钢吸收合并武钢这一同业并购案例, 得出并购为企业带来了明显的正效应^[4]。徐晓慧研究发现, 从行业分布来看, 化学、石油加工及塑料制造业行业的国企进行完全相同行业并购存在显著的负股价效应, 其他行业的同业并购对并购方企业的绩效没有明显的影响^[5]。李云鹤分析得出在上市公司海外并购活动中民营公司的同业并购对短期市场价值产生显著负面影响^[6]。综上所述, 目前学界关于上市公司同业并购对公司短期绩效的影响这一研究尚无定论。此外, 大多数文献均从上市公司总体或行业整体的角度展开实证研究, 鲜有学者对某一特定的同业并购事件进行探讨。因而, 本文通过研究天山股份并购重组这一个例, 以期得出上市公司同业并购如何影响公司短期绩效的相关结论。

三、研究设计

(一) 定义事件

天山股份拟采用发行股份及支付现金的方式, 向母公司和其他交易方购买中联水泥 100% 股权、南方水泥 99.927 4% 股权、西南水泥 95.716 6% 股权及中材水泥 100% 股权等资产, 此次交易将构成重大资产重组, 本文将研究事件定义为天山股份并购重组。

(二) 确定事件日与事件研究窗口

1. 确定事件日

事件日是指资本市场接收该事件信息的时间点,而不是该事件实际发生的时间点。2020年7月24日,天山股份首次发布并购重组公告,拟收购母公司旗下的水泥板块资产。自7月27日停牌到8月10日正式复牌后连续三日涨停,股价创历史新高,之后总体呈下跌趋势。时隔半年,天山股份在2021年3月2日晚再次发布并购重组公告,披露了正式的重组方案,第二天股价以涨停开盘,只是涨幅和价位都不比上次,且往后依旧是高开低走。可见,这两次公告都对股价波动造成一定影响。因此,本文选取天山股份首次发布并购重组公告和正式披露并购重组草案当天为事件日。

2. 确定事件研究窗口,包括事件窗口和估计窗口

其中,事件窗口是用于检验股价对事件有无异常反应的期间,本文选择事件日前后各10个交易日为事件窗口,即 $[-10, +10]$ 。而估计窗口的作用在于估计预期收益率,本文选择事件窗口前100个交易日为估计窗口,即 $[-110, -11]$ 。如果事件窗口或估计窗口因包含非交易日或停牌日而无法取得交易数据,则往后顺延到下一个交易日,具体如表1所示。

表1 事件日与事件研究窗口

事件日 ($t=0$)	事件窗口 $[-10, +10]$	估计窗口 $[-110, -11]$
2020-07-24	2020-07-10 至 2020-08-21	2020-02-13 至 2020-07-09
2021-03-02	2021-02-09 至 2021-03-16	2020-09-11 至 2021-02-08

(三) 选择模型

计算预期收益率一般有四种不同的方法,本文选择最常用的市场模型,公式如下。

$$R_{it} = a_i + b_i \times R_{mt} + e_{it} \quad (1)$$

其中, R_{it} 为股票 i 在 t 交易日的实际收益率; R_{mt} 为市场组合在 t 交易日的实际收益率; a_i 表示截距项; b_i 表示个股收益率受市场收益率影响的敏感程度,即股票的系统性风险; e_{it} 为随机扰动项。本文所采用的个股收益率和市场收益率均来源于CSMAR数据库。

(四) 计算超额收益率和累积超额收益率

超额收益率 (Abnormal Return, AR), AR_{it} 是指股票 i 在 t 交易日的实际收益率与预期收益率之间的差值,计算公式如下。

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (2)$$

其中, $E(R_{it})$ 为股票 i 在 t 交易日的预期收益率,是指如果事件不发生的话预计可以得到的收益。

累积超额收益率 (Cumulative Abnormal Return, CAR), CAR_{it} 是指股票 i 在事件窗口内每个交易日的超额收益率之和,计算公式如下。

$$CAR_{it} = S(t_1, t_2) \sum AR_{it} \quad (3)$$

其中, $S(t_1, t_2)$ 表示对事件窗口 (t_1, t_2) 内的超额收益率进行求和。

(五) 进行显著性检验

为了更准确地反映天山股份并购重组这一事件的发生是否对股价波动造成了影响,本文对累积超额收益率进行 t 检验,并提出原假设 $H_0: CAR=0$, 构造 t 检验统计量,公式如下。

$$t_{CAR} = (CAR - 0) / s(CAR) \sim t(t_1 + t_2) \quad (4)$$

其中, s 为累积超额收益率的标准差。

四、实证分析

(一) 以首次发布并购重组公告当天为事件日

由图1可知,天山股份首次发布并购重组公告之前,尽管累积超额收益率有下降的趋势,但整体收益为正,且股价波动相对平缓。在事件日当天,虽然超额收益率为负,从表面上看该公告似乎传递了消极信号,可就在事件窗口 $[1, 3]$ 内,超额收益率连续三天保持在10%的高位,累积超额收益率也达到了峰值34.2%,这充分表明了天山股份的并购重组行为受到了市场的认可,此次公告属于利好消息。一个可能的解释是天山股份此次并购重组计划兑现了母公司中国建材于2017年11月13日提出的承诺:在三年内解决集团内部同业竞争问题,通过整合旗下水泥子公司来提升企业集团的核心竞争力,这正好打消了投资者的疑虑。不过,在经历了复牌后的三个涨停板之后,超额收益率出现了大幅度下滑,即使其后稍有上升,最终还是跌回到事件日当天的水平。总的来看,累积超额收益率在整个事件窗口中表现较好,除了在 $t=-10$ 时为负值,其余时段持续为正,可知这次公告具有正向的股价效应。从表2可得, CAR_1 通过了 t

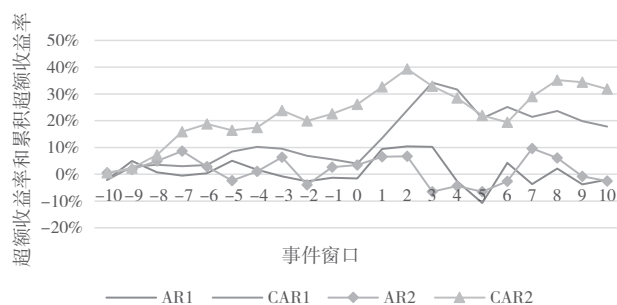


图1 天山股份两次事件日的超额收益率和累积超额收益率

检验,说明天山股份首次发布并购重组公告存在显著的股价效应。

表2 CAR的单样本t检验结果

检验值=0			
累积超额收益率	t 值	显著性(双侧)	均值差值
CAR_1	5.997**	0.000	0.137 091
CAR_2	9.826**	0.000	0.226 853

注:**表示检验在5%的置信水平上显著

(二)以正式披露并购重组草案当天为事件日

通过图1可以发现,在事件窗口[-10,-1]内,相较于首次发布并购重组公告,虽然股价波动不太稳定,但大多时间处于上涨的通道,超额收益率和累积超额收益率都有了更好的走势和增长。在事件日当天,超额收益率为正,且比前一天略有上升,而后续两天也有不俗的表现,平均在6.5%以上,只是没有第一次公告时反应强烈,股价直接涨停。这或许是因为本次重组只是母公司旗下水泥资产整合的开始,并购方案并不涉及集团另外两家上市公司宁夏建材和祁连山水泥,并且同业竞争问题尚未彻底解决,所以不及投资者预期。随后,超额收益率急速回落,接连四天为负,直到 $t=7$ 时才反弹转正并升至顶峰9.6%,然而,还是不断下落至负水平。最后,累计超额收益率与正式披露并购重组草案后第一天几乎持平,股价在短期内回调到正常水平。根据表2可知, CAR_2 通过了t检验,说明天山股份正式披露并购重组草案也存在显著的公告效应。

五、结论与建议

(一)结论

第一,天山股份并购重组事件显著提高了公司短期绩效。天山股份先后两次发布的重组公告在事件窗口内均产生显著为正的累积超额收益,这表明天山股份同业并购这一事件向市场释放了积极信号,受到投资者的青睐。

第二,正式披露重组草案比首次发布并购重组公告获得更好的市场反应。由于重组正式方案的信息含量更多,实质性的并购内容加强了投资者对天山股份并购重组提升股价的预期,为公司带来更多的超额收益。

第三,股市对天山股份两次并购重组公告均存在过度反应。无论以哪一次公告为事件日,在发布公告后两到三个交易日内均能获得很高的超额收益,但事件窗口内最后一个交易日的累积超额收益基本上回落到公告日之后第一个交易日的水平。

(二)建议

首先,应继续优化企业兼并重组市场环境,培养具有国际竞争力的大企业集团和推动产业结构优化升级。另外,还应以信息披露为中心,加强事中事后监管,进一步降低并购重组的制度成本,助力深化供给侧结构性改革。

其次,水泥企业应重视并购后的资源整合,充分发挥同业并购的协同效应,并以科技创新驱动高质量发展。除了要淘汰过剩产能,水泥行业还需进行内部深度整合来促进产业结构升级。此外,水泥企业还应贯彻新发展理念,通过加强绿色科技创新来缓解该行业带来的环境污染问题,助推我国经济高质量发展。

最后,社会公众投资者应坚持长期主义,注重价值投资。对此,个人投资者可关注国家的发展动态,追踪行业变化趋势,把握投资机会,并学习基本的财务知识和证券投资知识,避免盲目投资。

参考文献

- [1] 赵研.我国兼并重组政策的实施效果:以上市公司为例[J].中国流通经济,2021,35(2):71-83.
- [2] 汪宗顺,郑军,汪发元.产业结构、金融规模与经济高质量发展:基于长江经济带11省市的实证[J].统计与决策,2019,35(19):121-124.
- [3] 蒋冠宏.外商并购是“创造”还是“破坏”了我国企业的市场价值[J].武汉金融,2019(6):4-13.
- [4] 盛明泉,李永文.僵尸企业并购重组绩效研究:以宝钢并购武钢为例[J].财会月刊,2020(11):13-20.
- [5] 徐晓慧.中国上市企业并购短期绩效研究:基于并购双方的行业相似性[J].当代经济科学,2015,37(3):89-98.
- [6] 李云鹤,葛林楠,唐梦涵.我国民营公司海外并购创造市场价值了吗?——来自短期市场价值效应的证据[J].华东师范大学学报(哲学社会科学版),2018,50(5):142-151.