

管理科学与工程 2010年会文集

与

GUANLI KEXUE YU
GONGCHENG XUEHUI
2010NIANHUI WENJI

李京文 / 杨善林 / 马庆国◎主编



合肥工业大学出版社
HEFEI UNIVERSITY OF TECHNOLOGY PRESS

管理科学与工程学会 2010 年会文集

李京文 杨善林 马庆国 主编

合肥工业大学出版社

管理科学与工程学会 2010 年年会暨 第八届中国管理科学与工程论坛

会议组织机构

主 办 单 位:中国管理科学与工程学会

承 办 单 位:合肥工业大学

中国科学技术大学

学会理事长:李京文

学会副理事长:马庆国 黄海军 李一军 袁 卫 陈国青 齐二石 李 垣
陈宏民 党延忠

学会顾问团:李金华 王春正 左铁镛 范柏元 佘志远 王礼恒 徐滨士
郭重庆 朱高峰 张寿荣 袁晴裳 殷瑞钰 何继善 钱七虎
朱晓东 王众托 刘源张 徐寿波 王基铭 刘人怀 蒋士成
饶芳权 谢冰玉 宋德雄 潘 刚 于泽华

组委会主席:杨善林 梁 樑 梁昌勇

组委会成员:刘业政 关 峻 何建民 尚广海 洪少柱 褚太国 陈先环
李楠楠

前 言

一年一度的“中国管理科学与工程论坛”已经成为全国管理科学与工程领域的专家、学者以及企业界代表开展管理科学与工程领域学术交流和合作、探讨管理学科建设和人才培养、推动我国管理科学发展的重要平台。经中国管理科学与工程学会常务理事会讨论决定,“管理科学与工程学会 2010 年年会暨第八届中国管理科学与工程论坛”于 2010 年 10 月 22 日至 24 日在安徽省合肥市召开,大会由中国管理科学与工程学会主办,合肥工业大学与中国科学技术大学联合承办。

本次大会主题为“后金融危机下的中国管理科学”。大会涉及八个专题:管理科学与工程新思维,管理决策理论与方法,信息系统与电子商务,供应链与物流管理,金融工程,突发事件的应急管理,工程管理以及管理、信息、生命交叉学科新发展;设立了四个论坛:管理研究方法论坛、管理科学与工程人才培养与学科建设论坛、管理实践论坛、院长论坛。会议通过学术报告、专题讨论、成果展示和经验交流等形式就中国管理科学与工程的理论方法、应用实践、学科发展、人才培养等方面开展深入、广泛的交流。

为了促进我国管理科学人才培养、学术研究和管理实践的发展,大会出版了《管理科学与工程学会 2010 年会文集》。文集探讨了全球和我国进入后金融危机时期的形式特点与发展趋势,以中国企业为主要研究对象,汇聚全国管理科学与工程领域的专家、学者以及企业界代表的新思想、新方法、新发现,以供各位与会代表和全国管理科学与工程学科的专家学者研讨交流。

本次大会共收到学术论文 131 篇,正式录用 81 篇。涉及管理科学与工程理论与前沿、管理科学与工程技术与应用、管理科学与工程相关研究等研究内容。

本次大会得到了中国管理科学与工程学会理事长李京文院士、承办单位合肥工业大学和中国科学技术大学领导的大力支持;并得到中国管理科学与工程学会副理事长马庆国教授、副秘书长关峻教授以及其他副理事长和常务理事的鼎力帮助;大会组委会成员为大会的论文征集、审阅和整理以及论文集出版、大会网站的建设、运行及会议信息发布付出了辛苦的劳动;在此向他们表示衷心的感谢!正是他们的辛勤工作,才保证了本次大会的顺利召开。

衷心感谢中国管理科学与工程学会、合肥工业大学和中国科学技术大学对本次大会的大力支持;衷心感谢所有参与本次学术研讨会投稿的各位作者;衷心感谢本次大会的程序委员会、组织委员会以及会议秘书处的专家和工作人员的辛苦劳动和卓有成效的工作。

管理科学与工程学会 2010 年年会暨第八届中国管理科学与工程论坛
大会主席:杨善林,梁 樑,梁昌勇教授

2010 年 10 月于合肥

目 录

公司房地产购置财富效应的影响因素分析:来自中国沪深 A 股的经验证据	杜红艳	马永开(1)
基于品牌信用度的性质研究	孙曰瑶	沙楠(11)
IT 外包中知识转移影响因素的元分析	刘咏梅	丁纯洁 王琦(20)
基于多分类器组合的消费者个人信用评估	王昱	(31)
治理层监督与经理层盈余操纵的情境依赖:权力发展与惩罚力度		
——基于多智能体模型的仿真模拟	程新生	李海萍(36)
具有独立子系统的 MDEA-ISS 模型及应用研究	张勇	(44)
技术学习、不确定性、碳税和低碳转型技术路径		
——以一个内生技术变化模型分析	迟春洁	马铁驹(51)
分析师荐股评级、组合头寸调整频率与投资策略	王宇熹	肖峻 陈伟忠(56)
我国商业银行内部欺诈风险度量研究	欧阳资生	(63)
声誉和声誉机制对网络商品成交价格的影响	陆晓菁	陈宏民(72)
基于 GIS 的城区物流配送等值线生成方法	方艳	胡祥培 孙丽君 丁秋雷(80)
社会行为集聚效应的创新扩散研究	周琦萍	徐迪(86)
逆向选择与伯川德竞争下两期保险准分离均衡	刘喜华	乔晗 王双成(93)
新兴市场股指期货与现货的波动溢出效应研究	樊继拓	宋福铁(98)
基于遗传算法的带有软时间窗车辆调度优化研究	杜海舰	伍瑞昌 王运斗(106)
基于需求统计的供应链动态分配机制的研究	杨立洪	张蕾蕾 辜质敏(113)
新能源汽车的个体消费者购买决策影响因素分析	胡剑	李英 郑颖 王颖(118)
基于资源池的正逆向物流协同研究	倪明	廖瑞辉(124)
双重不确定性条件下考虑代理冲突的项目投融资决策异化研究	陆菊春	(130)
基于 SWARM 仿真平台的成品油价格滞后对需求影响研究	肖锋	张帆(136)
企业网络组织协同动机与协同行为的关联性分析		
——基于任务复杂性的视角	彭正银	王小美 李志坚(144)
基于博弈视角的知识产权保护模型分析		
——以禁止盗版制品为例	王德应	郑文光 刘渐和 王轶凡(153)
基于简化可辨识矩阵的 ROUSTIDA 不完备数据分析效率改进方法	武森	冯小东 高学东(161)
指数效用风险约束下退货策略的协调性	姚忠	(166)
基于多功能开放型企业供需网(SDN)的大批量定制方法与技术	徐福缘	顾新建 魏欣(173)
物流网络上的级联失效分析方法研究	黄英艺	金淳 高鹏 饶卫振(181)
一种基于模糊语言的绿色供应商选择方法	吴坚	(186)
监督检验与可追溯制度对食品质量安全的影响机理分析	左两军	牛刚 张光辉(191)
国际原油价格与油轮运输市场动态相关性建模	孙晓蕾	李建平(196)
基于结构方程模型的鞋类品牌质量评价研究	叶奇旺	汤兵勇(202)

光盘目录

第一部分 管理科学与工程理论与前沿

声誉和声誉机制对网络商品成交价格的影响	陆晓菁 陈宏民(2)
基于小波变换和混沌理论的短期电价预测	张 亮 李存斌 陆炳德(10)
基于遗传算法的带有软时间窗车辆调度优化研究	杜海舰 伍瑞昌 王运斗(14)
基于柔性制造的作业车间调度招投标模糊决策建模研究	马士凤 韩文民(21)
西部经济框架下陕西建筑企业竞争力状况与发展研究	罗福周 王腊银(27)
基于需求统计的供应链动态分配机制的研究	杨立洪 张蕾蕾 辜质敏(34)
梯度推移理论创新——虹吸理论	李鹤虎 段万春(39)
新能源汽车的个体消费者购买决策影响因素分析	胡 剑 李 英 郑 颖 王 颖(46)
基于资源池的正逆向物流协同研究	倪 明 廖瑞辉(52)
基于 KSF 的组合套期保值策略模型	刘慧宏 丁元耀(58)
国外物流运输业可持续发展政策研究综述——政策、方法及环境、成本模型	杨道理 许茂增(63)
复杂系统的风险控制——以审计群体为例	胡记兵 王 昊 王旭辉 黄作明(71)
网络型能源产业融合趋势及企业竞争策略分析	吕 魁 王 昊(76)
企业网络组织协同动机与协同行为的关联性分析——基于任务复杂性的视角	彭正银 王小美 李志坚(84)
具有独立子系统的 MDEA-ISS 模型及应用研究	张 勇(93)
技术学习、不确定性、碳税和低碳转型技术路径——以一个内生技术变化模型分析	迟春洁 马铁驹(100)
高校科研团队隐性知识共享的影响因素:距离的视角	蔡 翔 陈 果(105)
基于复杂性科学的中国民营企业普适性研究	杨正东(109)
社会行为集聚效应的创新扩散研究	周琦萍 徐 迪(114)
非点源污染管理中补偿机制设计	王先甲 黄彬彬(121)
我国商业银行内部欺诈风险度量研究	欧阳资生(126)
国际原油价格与油轮运输市场动态相关性建模	孙晓蕾 李建平(135)
合肥市工业电能投入产出效率研究——基于第二次全国经济普查数据的开发利用	江 兵 马 亮(141)
原油进口需求对国际油价的影响:中美比较分析	焦建玲(147)
我国区域专利技术创新驱动因素研究	徐 晟 袁德玉 王宏乔(152)

第二部分 管理科学与工程技术与应用

基于 GIS 的城区物流配送等值线生成方法	方 艳 胡祥培 孙丽君 丁秋雷(160)
基于 TOE-TAM 的企业信息化规划策略研究	刘红军 汪 旭 杨 映(166)
Research and Designing of E-Commerce Information-driven Model Based on Structure Equation	SunFu-quan, ChengXu(171)
工程项目风险的模糊数学分析	关会芳 田 剑 董晨燕(175)
基于 Excel 的工程总承包招标资格预审数据处理	梁 君 朱 昱 黄东云 刘 璐 牛天勇(180)
移动服务采纳行为实证研究综述:从 2G 到 3G	刘子龙(184)
How to Strengthen the Enterprise Culture Construction of Our State-Owned Commercial Bank in the New Period	RanJie(193)
具有时变影响力的观点动态演化模型研究	杨立洪 曾庆龙 杨 雷(198)
火车票销售的多渠道管理	张佳莹(203)
酒店收益管理中客房超订研究	王 影(207)
电网企业安全风险管理测度方法研究	柳瑞禹 李小明 邱 丹(211)
双重不确定性条件下考虑代理冲突的项目投融资决策异化研究	陆菊春(217)
基于 SWARM 仿真平台的成品油价格滞后对需求影响研究	肖 锋 张 帆(223)
基于多分类器组合的消费者个人信用评估	王 昱(231)
随机需求的二层供应链定价决策	张建同 吕碧玉(236)
双渠道模式下供应链整体绩效评价体系研究	周明慧 杨 帆(240)
基于工业企业区位商分析的都市圈产业集群识别研究——以云南省滇中城市经济圈为例	李鹤虎 段万春(246)
基于简化可辨识矩阵的 ROUSTIDA 不完备数据分析效率改进方法	武 森 冯小东 高学东(252)
企业技术战略选择及其扩展模型	李 利 闫侃侃(257)
基于多功能开放型企业供需网(SDN)的大批量定制方法与技术	徐福缘 顾新建 魏 欣(261)
物流网络上的级联失效分析方法研究	黄英艺 金 淳 高 鹏 饶卫振(269)
Flexibility Evaluation Index of Supply Chain in the Uncertainty Circumstance	MuYanfen(274)
对北京等城市开设公交车道等特权车道的探讨	薛 晗 江 山 李志祥(280)
一种基于模糊语言的绿色供应商选择方法	吴 坚(285)
绩效审计案例库的系统设计与关键问题	王旭辉 沈静秋 王 昊(290)
基于结构方程模型的鞋类品牌质量评价研究	叶奇旺 汤兵勇(295)
电子商务生态系统进化过程及其特征研究	雷 轶 汤兵勇(301)
差异作业批调度流水车间问题的优化算法	程八一 陈亚萍(305)
含作业释放时间的同类机调度问题下界	李 凯 马华伟 褚 伟(310)
供应链模糊二层规划模型及可调参数两层协商求解	李 应 毛雪岷 李锋刚(316)

第三部分 管理科学与工程相关研究

基于多项任务多阶段委托——代理模型的银行信贷风险管理研究	雷 煊	严广乐	鄢展鹏	李晓红(324)
建筑节能经济激励政策分析与建议	张 琳	杨 杰	王艳艳(329)	
逆向选择与伯川德竞争下两期保险准分离均衡	刘喜华	乔 晗	王双成(333)	
新兴市场股指期货与现货的波动溢出效应研究	樊继拓	宋福铁(338)		
基于人力资本产权要求的国有企业薪酬激励模式研究	朱秋白	孙颖巍(346)		
区域高新技术产业化系统协调性分析——以河北省为例	马 乐	孙丽文(351)		
基于模糊综合评判法评判应急军事物流中道路安全通过率	王 涛	周飞飞(357)		
股权集中度对技术创新影响的实证分析——以电子行业上市公司的数据为例	颜 蕾	王志媛(362)		
公司房地产购置财富效应的影响因素分析:来自中国沪深 A 股的经验证据	杜红艳	马永开(368)		
新建污水处理 BOT 项目费用定价和投资额决策研究	张晓颖	刘小峰(378)		
肝炎肝硬化中医临床诊疗疗效系统评价	黄 妍	严广乐(382)		
基于品牌信用度的性质研究	孙曰瑶	沙 楠(389)		
IT 外包中知识转移影响因素的元分析	刘咏梅	丁纯洁	王 琦(398)	
基于成本视角的林业绿色供应链形成动力的探讨——以林纸一体化为例	郭承龙	张智光(409)		
物流科技园区项目投融资分析——以 WHFY 物流园为例	王 玫	汪传雷	谭妮妮(415)	
治理层监督与经理层盈余操纵的情境依赖:权力发展与惩罚力度 ——基于多智能体模型的仿真模拟	程新生	李海萍(419)		
基于博弈视角的知识产权保护模型分析——以禁止盗版制品为例	王德应	郑文光	刘渐和	王轶凡(427)
指数效用风险约束下退货策略的协调性	姚 忠(435)			
物联网技术在国内外智能交通中的应用:以 ETC 为例	徐 青	郭思亲	范 华	姜晨慧
浅析金融危机下人力资源激励机制的作用	段万春	林江珠	孙永河(449)	
分析师荐股评级、组合头寸调整频率与投资策略	王宇熹	肖 峻	陈伟忠(452)	
监督检验与可追溯制度对食品质量安全的影响机理分析	左两军	牛 刚	张光辉(459)	
政府科技投入价值评估的现状 & 研究进展	钟金宏	黄 玲	汪 伟(464)	
网络组织中企业间信任维度实证研究	康 凯	魏旭光	张化平	刘 迎(468)
高新技术企业人才流失模型研究	傅为忠	高永斌	匡 萍(473)	
安徽省工业领域新兴产业结构统计分析	张 晨	梅孙华(480)		

公司房地产购置财富效应的影响因素分析： 来自中国沪深 A 股的经验证据

杜红艳 马永开

(电子科技大学经济与管理学院 四川成都 610054)

摘要 以中国 A 股企业为研究对象,提出了公司房地产购置财富效应影响因素的分析框架,包括购置企业特征、交易特征和市场环境三个层面。进而,用事件研究法对购置企业股票的累计超额收益(CAR,Cumulative Abnormal Return)进行估计,并用多元回归方法对影响 CAR 的因素进行检验。得出如下结论:(1)从购置企业的特征来看,制造业、批发零售业和综合类企业的 CAR 显著较低;企业规模、总经理持股比例、独立董事比例、股权集中度、国家股比例和法人股比例与 CAR 显著正相关;负债率、自由现金流和主营业务利润率与 CAR 显著负相关;(2)从交易特征来看,以债权作为支付方式、购置标的是土地或以多元化经营为目的都会显著提高购置企业的 CAR;(3)从市场环境来看,当市场处于繁荣期时,购置企业的 CAR 显著较高。

关键词 公司房地产购置;财富效应;购置企业特征;交易特征;市场环境

A Study on Factors Affecting the Wealth Effect of Corporate Real Estate Acquisition: an Empirical Evidence from Chinese A-Share Market

Du Hongyan, Ma Yongkai

(E-mail:zhilandu@163.com, mayongkai@uestc.edu.cn)

(School of Economics and Management, University of
Electronic Science and Technology of China, Chengdu 610054)

Abstract: With Chinese A-share firms as the research object, the paper presents an analysis framework of the factors affecting the wealth effect of corporate real estate acquisition, including bidder characteristics, deal characteristics and market condition. Then, this paper calculates the cumulative abnormal return (CAR) of the bidder by using event study method, and examines the factors affecting CAR with multiple regression method. The empirical results show that: (1) CAR of manufacturing, wholesale & retail and conglomerate companies is significantly lower; firm size, manager shareholding ratio, proportion of independent directors, ownership concentration, percentage of state-owned shares and percentage of corporate shares are significantly positively related to CAR; leverage, free cash flow and core return of asset are significantly negatively related to CAR; (2) when debt is used as payment method, the acquisition target is land and the purpose is diversification, bidders' CAR is significantly higher; (3) when the market is during booming period, bidder will get significantly higher CAR.

Key words: corporate real estate acquisition, wealth effect; bidder characteristics, deal characteristics, market condition

1 引言

并购重组的财富效应一直是学术界关注的问题^[1]。关于财富效应的研究主要包括三个方面:财富效应是否存在,财富效应的影响因素,以及财富效应如何在买卖双方之间分配。公司房地产购置是企业资产并购重组的重要形式之一。公司房地产是指非房地产企业持有的房屋、建筑物及土地使

用权^[2]。它兼具生产要素和投资品两种属性,对企业的经营绩效有重要影响。众多学者的统计研究表明,随着经济的发展,公司房地产在企业资产结构中的地位日趋重要^[3,4,5]。

对于公司房地产购置的财富效应,多位学者进行了研究。Owers & Rogers^[6]、Glascok , Davidson 和 Sirmans^[7,8]采用事件研究法分别对美国企业 1968—1981、1981—1986 和 1971—1986 年间的公司房地产购置事件进行研究,均发现购置企

业的股东财富无显著变化。为了检验已有结论, Booth, Glascock 和 Sarkar^[9]对传统事件研究法中的市场模型进行了修正, 采用 GARCH 模型计算股票超额收益, 仍然发现美国企业 1980—1989 年间的公司房地产购置没有财富效应。Liow^[10]对英国企业在 1982—1991 年间的 86 起房地产购置事件进行研究也得到了相同的结论。以上研究主要针对公司房地产购置的财富效应是否存在, 也有部分文献对影响财富效应的因素进行了研究。Glascock, Davidson 和 Sirmans^[8]检验了购置频率和标的类型对购置企业 CAR 的影响, 发现在样本区间上只有一次购买行为的企业获得了显著为正的 CAR, 而有多次购买行为的企业的股东财富无显著变化。并且, 若企业的购置标的是房地产资产, 其 CAR 显著为正; 若购置标的是房地产部门或子公司, 其 CAR 与 0 无显著差异。此外, Ting^[11]以马来西亚的非房地产企业为对象, 研究了 1997 年金融危机对公司房地产购置财富效应的影响, 发现购置企业的 CAR 在金融危机前显著为正, 在金融危机后则显著为负。

综上所述, 已有文献主要有两个特点: 第一, 集中于对公司房地产购置是否存在财富效应进行研究, 对财富效应影响因素的研究较少, 并且分析也不全面。他们只检验了购置频率、标的类型和市场景气状况对购置企业 CAR 的影响, 而公司规模、自由现金流、治理情况、交易规模、交易目的等因素对 CAR 的影响并未被检验; 第二, 分别以美国、英国和马来西亚为背景对公司房地产购置的财富效应进行研究, 其中美国和英国的研究成果表明, 只有符合一定条件的公司房地产购置才会有显著为正的财富效应, 大多数情况下财富效应并不存在^[8]。但马来西亚的研究成果却表明, 金融危机前后的公司房地产购置对企业的股东财富均有显著影响, 差别只体现于影响的正负, 与美国和英国的研究成果有较大的区别。这可能是因为各国的经济环境有较大差异。中国大陆是不同于美、英和马来西亚的一个重要经济体, 其经济和社会环境均有独特之处, 中国大陆企业也在公司治理结构等方面表现出与其他国家企业不同的特征。因此, 中国大陆企业房地产购置的财富效应也可能不同于其他国家的研究结果, 影响财富效应的因素也可能与别国不同, 但目前尚无文献对此进行研究。

本文以中国 A 股企业为研究对象, 提出了公司房地产购置财富效应影响因素的分析框架, 包括购置企业特征、交易特征和市场环境三个层面。进

而, 用事件研究法对公司房地产购置的财富效应进行了估计, 发现购置企业的股东财富显著增加, 这与大部分已有结论不同。然后, 本文用多元回归方法对影响财富效应的因素进行了检验。本文的贡献主要体现在: 构建了更全面的公司房地产购置财富效应的影响因素分析框架, 为同类研究提供参考; 首次以中国大陆为背景对公司房地产交易的财富效应进行研究, 填补了相关领域的研究空白。

本文其余部分的结构如下: 第二节提出了公司房地产购置财富效应影响因素的分析框架; 第三节为实证设计; 第四节对实证结果进行了分析; 第五节对全文进行了总结。

2 公司房地产购置财富效应影响因素的理论分析框架

公司房地产购置的财富效应是指企业宣告其房地产购置活动引起的股价变化, 有长期和短期之分, 本文主要研究企业的短期股价变化。长期的股价变化主要反映了所购置房地产为企业带来的收益, 而短期的股价变化则受到多方面因素的影响, 不仅包括交易频率、交易标的和市场景气状况, 还包括其他因素。本文按性质将影响财富效应的因素分为三类: 与购置企业相关的因素、与交易相关的因素和与市场相关的因素, 分别总结为购置企业特征、交易特征和市场环境。

2.1 购置企业特征

本文从中国大陆企业特点出发, 以中国证券市场为背景, 对购置企业的特征进行分析, 主要包括企业规模、行业、成长能力、财务状况和治理情况等方面。

(1) 企业规模

不同规模企业的收购活动可能会导致不同的股东财富变化, 主要有以下三方面的原因: 第一, 管理层狂妄假说^[12]认为, 管理层的并购决策往往出于自身的狂妄和盲目乐观, 过分相信自己对目标公司的过高估价和对协同效应的过高估计。企业的规模越大, 管理层狂妄的可能性越大, 越可能在并购活动中给出高价或是进行协同效应为负的并购, 从而导致收购公司的股东财富下降^[13]。而且, 规模较大的公司被接管的可能性较小, 其管理者更可能做一些降低企业价值的收购活动; 第二, 不同规模企业的信息披露渠道不同, 小公司的信息披露渠道较少, 其收购活动宣告相对于大公司会更具有信息效应^[14]; 第三, 陈信元和张田余^[15]的研究表明, 在中

国企业的资产重组中,存在大户操纵行为。相对于小规模企业来说,规模较大的企业在市场上更不易为大户操纵,其股价变化幅度也较小。

基于以上三条原因,本文预期,如果公司房地产购置增加了股东财富,大规模企业的股东财富变化幅度应低于小规模企业;如果公司房地产购置降低了股东财富,那么不同规模企业的股东财富变化并无明确预期。

(2) 行业

中国股票市场存在着明显的行业效应。其中,制造业、零售业和综合类企业的平均收益率在各行业中处于较低的水平^[16]。同时,这三个行业的生产经营活动对房地产都极为依赖,其房地产绝对持有量和相对持有率在各行业中也处于较高水平。由于房地产具有资金占用量大、流动性差等特点,本文认为,市场可能并不看好这些行业再置业。因此,根据以上两方面原因,本文预期,制造业、零售业和综合类企业因宣告公司房地产购置而引起的股东财富变化应低于其他行业。

(3) Tobin's Q

Tobin's Q 是反应企业成长能力的指标,Jung, Kim 和 Stulz^[17]认为企业的成长能力越强,管理层与股东之间的代理成本越低,其决策越有利于股东利益,Lang, Stulz 和 Walkling^[18]和 Servaes^[19]的研究证实了其观点。他们分别对要约收购和上市公司收购进行研究,都发现 Tobin's Q 与收购企业的累积超额收益正相关,但 Moeller, Schlingemann 和 Stulze^[13]对一个综合性样本进行研究,却得到了相反的结论。因此,根据已有实证研究,本文预期, Tobin's Q 对公司房地产购置的财富效应有显著影响,但影响的方向并不确定。

(4) 资产负债率

资产负债率对公司房地产购置的财富效应有两个相反方向的影响:一方面,大量实证研究表明,负债是一种有效的监督机制,可以促使经理人做出有利于企业发展的决策。基于此,企业的负债率越高,经理人的决策应越有利于股东利益,公司房地产购置应增加股东财富;另一方面,资产负债率也反映了企业的长期财务状况。由于房地产具有资金需求量大和流动性差等特点,许多企业需要通过借贷来购置房地产。即使企业完全通过内部资金来购置,但由于大量资金被占用,其他项目的实施也可能需要借助于债权融资。如果企业本身具有较高的负债率,购置房地产会进一步提高其负债水

平,破产风险会大大增加。从这个角度考虑,资产负债率越高的企业购置房地产会降低其股东财富。在两种相反力量的共同作用下,资产负债率与购置企业股东财富变化之间的关系并不明确。

(5) 自由现金流

根据 Jensen^[20]提出的自由现金流假说,当企业拥有较多自由现金流时,管理层会从其自身利益出发购置房地产,盲目的扩大企业规模或建设形象工程,此时房地产购置并不利于股东财富增加。但 Masulis, Wang 和 Xie^[21]也提出,充足的自由现金流表明企业的经营良好,这可能与高质量的管理有关。此时管理者做出的公司房地产购置决策应有利于股东利益。基于自由现金流假说和 Masulis, Wang 和 Xie^[21]的观点,自由现金流与公司房地产购置财富效应的关系可能为负,也可能为正。

(6) 公司治理

公司治理分为外部治理和内部治理:外部治理是指公司的权益人通过市场体系对管理者进行控制;内部治理是指权益人通过股东大会、董事会和经理层等内部决策机制来实现其目的^[22]。产品市场竞争作为一种外部治理机制,对企业的治理绩效有重要影响。大量国内外实证研究表明,激烈的产品市场竞争能有效降低经理人与股东之间的代理成本。本文预期,产品市场的竞争程度与房地产购置的财富效应成正相关关系。

对经理人的股权激励是企业的内部治理机制之一,Datta, Iskandar-Datta 和 Raman^[23]发现经理人的股权激励与收购企业的宣告效应正相关。Lewllen, Loderer 和 Rosenfeld^[24]的研究也发现,收购企业的股东财富变化随着经理人的持股比例增加而增加。本文预期,总经理持股比例越高,房地产购置企业的 CAR 越高。

董事会也是一种重要的内部控制机制,它直接影响着企业决策机制的科学性和合理性。独立董事是董事会的重要组成部分,Byrd & Hickman^[25]的研究发现在要约收购中,独立董事的比例与收购企业的财富效应正相关。董事长与总经理两职是否兼任对企业绩效也有重要影响,从委托—代理理论出发,两职分离能有效维护董事会监督的独立性和有效性。因此,本文认为,独立董事比例应与房地产购置的财富效应正相关,而两职兼任会导致购置企业的股东财富降低。

股权结构包括股权构成和股权集中度。中国上市公司股权构成有其独特之处:流通股与非流通

股并存;流通股 A 股、B 股、H 股被分割到不同的市场,同股不同价;非流通股所占比重过大,其中国家股和法人股占绝对控股地位,这种独特的性质对中国上市公司的治理绩效有着重要影响。李善明和陈玉罡^[26]的研究发现,国家股和法人股比重最大的收购公司获得的财富效应显著高于 A 股流通股比重最大的收购公司。另外,许多研究也表明,集中的股权结构能有效的激励大股东去监督和约束经理人行为,降低股东与经理人之间的代理成本。本文预期,衡量股权结构的国家股比例、法人股比例和股权集中度都应与公司房地产购置的财富效应正相关。

2.2 交易特征

(1)交易的相对规模

交易的相对规模越大,该交易对企业的影响越大。Asquith, Brune 和 Mullins^[27] 和 Moeller, Schlingemann 和 Stulze^[13] 均发现收购企业的超额收益与交易的相对规模正相关,但 Moeller, Schlingemann 和 Stulze^[13] 将总样本分为大规模样本和小规模样本分别研究时,又发现大规模样本的超额收益与交易的相对规模负相关。这可能是因为交易规模与收购企业超额收益的关系受到了其他因素的影响。因此,本文预期,交易的相对规模对公司房地产购置企业的股东财富变化有不确定的影响。

(2)交易的支付方式

公司房地产购置的支付方式包括现金、债权和股权三类。以股权作为支付方式是指公司用股份与房地产出售企业进行交换,这会导致企业股权被稀释。因此,以股权作为支付方式的公司房地产购置不会带来正的财富效应。以债权为支付方式是指出售企业因无力偿还购置企业债务,用其房地产抵债。通过这种方式,购置企业可以加快应收款项的回收工作,减少应收账款风险,同时也增加公司土地、房产等资产的储备。相对于现金支付占用大量企业资源以及股权支付引起的股权稀释问题,债权支付不会对企业其他业务的发展产生影响,市场可能有更好的反应。

(3)标的类型

公司房地产购置的标的包括三类:房屋建筑物、土地和两者皆有的混合标的。不同类型的购置标的伴随着不同的收益和风险:房屋建筑物可立即投入使用,而土地需要进一步的规划、开发,面临着更大的不确定性,而且,土地在持有阶段还需向政府缴付一定的费用。但是,土地的可开发空间也远

大于房屋建筑物,可与企业的其他资源产生更大的协同效应。股价的变化是对企业未来投资收益的体现,因此,相对于房屋建筑物,购置土地会给企业带来更大的收益。本文预期,以土地为标的的公司房地产购置会具有更高的宣告效应。

(4)是否以多元化为目的

以多元化经营为目的是指企业为了寻求新的利润增长点,通过购置房地产进入房地产开发或租赁市场。这在为企业带来收益的同时,也使企业面临更高的不确定性,因此,市场的反应也不确定。如 Morck, Shleife 和 Vishny^[28] 的研究发现,以多元化经营为目的并购会损害股东财富,而 Vollaloga^[29,30] 和 Campa & Simi^[31] 的研究却发现,多元化的并购不一定会降低企业价值,在某些时候甚至有助于增加股东财富。基于已有研究可知,房地产购置是否以多元化经营为目的对财富效应的影响并不确定。

(5)交易频率

Glascok, Davidson 和 Sirmans^[8] 的研究表明,房地产购置频率大于一次的企业获得的财富效应显著低于只有一次购置行为的企业。他们认为,多次购买行为代表企业具有房地产购置策略,单次房地产购置的财富效应在购置策略宣告时就已经被抵消。本文认为,从边际效用递减的角度分析,随着购置次数的增加,新增房地产为企业带来的边际收益会减少,市场对其宣告的反应也会降低。因此,本文预期,交易频率低的企业会获得相对较高的房地产购置财富效应。

交易特征还包括目标公司特征,如目标公司是否上市等。因为本文的研究对象为公司房地产购置事件,只涉及目标公司的部分资产,目标公司的其他特征对购置企业的股东财富变化应无显著影响。因此,本文未对其进行详细分析。

2.3 市场环境

市场环境对公司房地产购置财富效应的影响体现于多个方面,包括经济环境、社会环境以及市场景气状况等。本文以中国大陆市场为研究背景,已处于特定的经济和社会环境中,因此,主要考虑了市场景气状况对财富效应的影响。当市场处于繁荣期时,企业购置房地产可以获得规模效应或进入新的行业,同时,房地产作为投资品也会带来资本增值^[11]。此时购置企业会获得正的财富效应。而当市场处于衰退期时,许多企业都会陷入财务困境,购置房地产会增加企业的破产风险,并且在经

济衰退时,房价会下降,购买房地产不会获得资本增值,投资者不会看好。但另一种说法认为,经济衰退时的房价较低,企业趁低吸纳作为生产的储备,能有效地降低成本。综上可知,市场环境对公司房地产购置财富效应的影响也并不确定。

3 实证设计

3.1 样本选择及描述

本文从CSMAR(China Stock Market & Accounting Research)数据库中提取出1998年~2009年3月沪、深两市A股企业的资产重组信息,从中筛选出房地产购置事件,最终得到156起房地

产购置事件,这些事件符合以下条件:都是成功交易;为了增加结论的显著性,要求交易金额大于1000万;为了剔除其他资产重组信息对股价的影响,要求在该房地产交易公布的前后20日内,没有其他资产重组信息公布;因为房地产企业购置房地产的目的与非房地产企业有极大不同,所以样本应剔除房地产开发与经营类上市企业的房地产交易;若同一次公告披露两起或两起以上的房地产交易事件,视为一起交易;若数据库所记录的首次公告时间与证券交易所的首次公告时间不一致,以交易所的公告时间为准;在CSMAR数据库或色诺芬数据库中能查询到其股票日收益率及所有的财务数据。

表1 房地产购置事件的时间以及行业分布

时间	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009.1~3	合计
企业数量	5	6	24	17	20	29	46	9	
行业	A	C	D	E	F	G	H	K L M	156
企业数量	4	87	3	3	3	8	21	4 2 21	

注:A——农、林、牧、渔业;C——制造业;D——电力、燃气及水的生产和供应业;E——建筑业;F——交通运输、仓储和邮政业;G——信息传输、计算机服务和软件业;H——批发和零售业;K——公共设施服务业;L——信息与文化产业;M——综合类。

从表1可知,本文的最终样本并不包括1998—2001年的房地产购置事件,主要因为这几年的房地产购置交易较少,同时还存在交易金额小、股票收益与财务数据不全等问题。本文的样本时间主要集中于2004—2008年,其中2008年的房地产购置事件最多。这可能是因为2008年爆发的美国次贷危机冲击到了全球各国的经济,中国房地产市场也遭受影响。许多企业趁机以低成本购置房地产,作为发展储备。从行业的角度来看,制造业的房地产购置占样本量的56%,批发零售业与综合类企业各占13%,剩余7个行业总体占18%。这可能是因为制造业的企业数量远高于其他行业,同时也反映了各行业对房地产的不同依赖性。

通过分析样本企业的房地产购置公告得知,37%的房地产购置是因为生产经营需要,具体包括扩大生产规模、运行新项目、提高资产质量等原因;11%因办公用房需要,具体原因包括办公用房紧缺、提升企业形象等;15%因房地产开发或租赁需要,包括扩大企业主营业务和多元化经营两种目的;17%的房地产购置以减少关联交易为目的,在此类交易中,购置方所使用的房产或地产的产权属于其关联方,通过房地产购置可以达到以下目的:减少关联交易,规范上市公司运作;统一权证,便于

抵押融资;11%的房地产购置属于租转买性质,其中只有1%不属于关联交易,是购买方为稳定经营而进行的交易;8%出于减少应收账款风险的目的,在这类情况中,房地产购置企业为出售企业的债权人,为了防止应收账款不能按期或按量收回,允许出售方以资抵债。

表2 房地产购置的目的统计

交易目的	交易数量	所占百分比
生产经营需要	58	37%
办公需要	17	11%
房地产开发或租赁	23	15%
减少关联交易、统一权证	27	17%
租转买(关联交易)	15	10%
租转买(非关联交易)	2	1%
减少应收账款风险、 欠债企业以资抵债	13	8%
员工住宿需要	2	1%
未公布交易目的	14	9%
总计	156	100%

3.2 变量定义

表 3 定义了上文所归纳的因素,除了交易频率。这是因为本文样本中的绝大部分房地产购置企业都只有一次购置行为,交易频率对财富效应的影响可能较小,所以本文并未对其进行检验。需要指出的是,衡量公司外部治理情况的产品市场竞争程度的指标较多,本文采用施东晖^[32]的做法,用主营业

务利润率来衡量,该指标越小,说明企业面临的产品市场竞争越激烈。另外,在本文的样本中,公司房地产购置的支付方式只包括债权和现金两种,因此本文并未检验股权作为支付方式对财富效应的影响。所有与购置企业特征相关的变量均由交易前一年度的数据计算而成,有关数据来自 CSMAR 和色诺芬数据库。有关交易特征的数据均来自于企业的房地产购置公告。

表 3 变量定义及预期与 CAR 的关系

变量名称	变量代码	变量定义	预期关系
购置企业特征			
企业规模	Size	企业总市值的对数	?
行业	Industry	当企业属于制造业、批发零售业和综合类时,变量取 1,否则取 0。	—
Tobin's Q	Tobin's Q	总资产的市场价值/账面价值	?
资产负债率	DA	总负债的账面价值/总资产的账面价值	?
企业自由现金流	FCF	(净利润+利息费用+非现金支出-营运资本追加-资本性支) /1000000000 ^a	?
公司治理情况			
主营业务利润率	CROA	主营业务利润/主营业务收入	—
总经理持股比例	MSR	总经理持股数量/总股数	+
独立董事的比例	ID	独立董事人数/董事会总人数	+
两职是否兼任	Duality	当两职兼任存在时,该变量取 1,否则取 0	—
股权集中度	Concentration	前十大股东持股比例之和	+
国家股比例	State	国家股股数/总股数	+
法人股比例	Legal	法人股股数/总股数	+
交易特征			
交易的相对规模	R-size	交易的总金额/企业总资产	?
支付方式	Payment	当支付方式是债权时,变量取 1,否则取 0	+
标的类型	Target	当标的与土地相关(包括混合标的)时,变量取 1,否则取 0。	+
是否多元化经营	Diversification	当房地产开发或租赁不是企业的主营业务,而企业在公告中表明所购置房地产用于开发或租赁时,变量取 1,否则取 0。	?
市场环境			
市场景气状况	Market	交易发生于 2008 年后,变量取 1,否则取 0	?

3.3 检验公司房地产购置的财富效应的方法

本文采用事件研究法来检验公司房地产购置的财富效应。“事件”定义为公司房地产购置的首次公告。本文采用市场模型法来计算超额收益,这种方法被国内外学者广泛采用,具体模型如下

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it} \tag{1}$$

R_{it} 是指股票 i 在时期 t 的收益率, R_{mt} 时期 t 的市场收益率, ϵ_{it} 服从标准正态分布。

$$AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}) \tag{2}$$

$\hat{\alpha}_i$ 和 $\hat{\beta}_i$ 是利用股票 i 在估计窗上的收益率对模

型(1)估计所得。 $\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}$ 为股票*i*在时期*t*的正常收益率, AR_{it} 为其超额收益率。根据袁显平和柯大钢^[33]对事件研究方法的阐述,本文选择事件日前(-210,-31)为估计窗,同时,考虑到可能存在的消息泄露,本文选择(-20,10)为事件窗。

AAR_t 为样本股票在时期*t*的平均超额收益率,计算公式如下

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (3)$$

样本在时间段(T_1, T_2)上的累计超额收益定义为

$$CAR(T_1, T_2) = \sum_{t=T_1}^{T_2} AAR_t, T_1 \leq T_2 \quad (4)$$

其中, N 为样本数量。

根据 Lee & Lee^[34]的检验方法,假设事件发生对股价无影响时 AAR_t 和 $CAR(T_1, T_2)$ 均服从均值为0的正态分布,由于总体方差未知,可构建 t 统计量检验 AAR_t 和 $CAR(T_1, T_2)$ 是否显著异于0。

4 实证结果分析

4.1 公司房地产购置财富效应的检验结果

分析样本企业股票的日平均超额收益可知,在房地产购置宣告当日 AAR 为正,但并不显著。在事件窗(-20,10)内,有21天的 AAR 为正,其中-9、2、3、4日显著;有10天为负,皆不显著。同时,只在-19、-15、-10、-7和1日,超额收益为正的企业数量少于一半,但都非常接近50%。在其余的26日,均有超过半数的企业获得正的超额收益,最高达63%。图1展示了样本企业在事件窗(-20,10)上的累积超额收益。总的来说,样本企业的 CAR 在事件窗内呈上升趋势,其中,-20至-10日,样本企业的 CAR 在0附近波动,并无显著变化,从-10日开始,一路上升,至10日,上升幅度达3.53%。

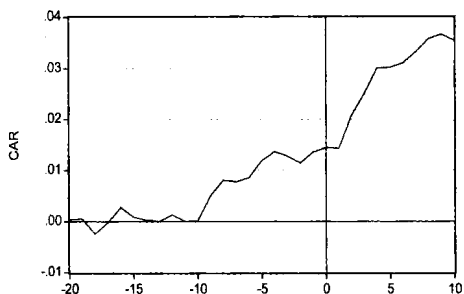


图1 房地产购置企业在事件窗(-20,10)上的CAR

综上所述,公司房地产购置能显著增加企业的股东财富,此结论不同于 Owers & Rogers^[6], Glascock, Davidson 和 Sirmans^[7], Booth^[9] 和 Liow^[10]的研究。并且,从图1可以判断,公司房地产购置对股东财富的影响主要从公告日前10日开始,在本文的研究中,影响区间为(-10,10)。本文检验区间(X, Y)上 CAR 的显著性也发现, $X = -20; Y = -19, -18, \dots, -10$ 上的 CAR 均与0无显著差异,而 $X = -10, -9; Y = -9, -8, \dots, 10$ 以及 $X = -8, -7, \dots, 1; Y = 2, 3, \dots, 10$ 上的 CAR 均显著为正。

4.2 公司房地产购置财富效应的影响因素检验结果

由4.1的分析结果可知,购置企业 CAR 的显著变化主要集中在(-10,10),其 AAR 的显著变化则集中于(-9,4)。本文首先以(-10,10)和(-9,4)上的 CAR 作为因变量对表3中的影响因素进行回归。同时,由于在不同的时段上,投资者考虑的因素可能不一样,导致影响 CAR 的因素也发生变化,本文以所有显著的 CAR 作为因变量对影响因素进行了回归。由于篇幅限制,只列出了(-7,7)和(-1,2)上的 CAR 作为因变量的回归结果。本文认为,只要某因素的回归系数在任一模型中显著异于0,该因素就对购置企业的 CAR 有显著影响,回归结果见表4。从中可知,购置企业特征、交易特征和市场环境均对购置企业的 CAR 有显著影响。

购置企业特征如规模、行业、资产负债率、自由现金流以及公司治理情况均对 CAR 有显著影响。变量 $Size$ 的估计系数在 Model 4 中为 0.018,在10%的水平下显著,说明企业规模越大,其房地产购置带来的宣告效应也越大。在 Model 2 和 3 中, $Industry$ 的系数在5%的水平下显著为负,表明制造业、批发零售业以及综合类企业的房地产购置的宣告效应确实低于其他行业,与本文的预期一致。变量 DA 的系数为负,Model 4 中该系数为-0.012,在5%的水平下显著,说明负债率较高的企业购置房地产会降低市场预期。变量 FCF 对 CAR 的影响也为负,其估计系数在 Model 2、3、4 中均显著,说明充足的自由现金流的确会使经理人进行自利性的并购活动,导致股东财富损失。

公司治理情况对房地产购置的财富效应也有显著影响。变量 $CROA$ 的估计系数在四个模型中均为负,Model 3、4 中该系数在10%的水平下显著,说明主营业务利润率越高,即企业面临的产品市场

竞争越小,房地产购置企业的 CAR 越小。两者的负相关关系与预期一致。MSR 的估计系数为正,在 Model 1、2、3 中均显著,表明总经理持股比例与购置企业的 CAR 正相关,这说明企业的股权激励的确能有效降低总经理与股东之间的代理成本,使两者利益保持一致。从变量 ID 的系数均为正可知,独立董事比例与 CAR 正相关,该变量在 Model 1、2、3 中的系数均在 10%的水平下显著,这表明独立董事在企业的并购决策中发挥了积极作用。而且,本文样本中有很大部分交易属于关联交易,独立董事的意见对市场的影响更为重要。董事长与总经理两职兼任对 CAR 的影响也与预期一致,变量 Duality 的估计系数在各模型中均为负,其中 Model 1 中该系数在 5%的水平下显著。说明在两职兼任的情况下,经理人做出的房地产购置决策不但不能

增加股东财富,还会给其造成损失。变量 Concentration 的估计系数在四个模型中均为正,Model 4 中该系数显著,表明股权集中度越高,购置企业的 CAR 越高,与预期一致。变量 State 和 Legal 的估计系数在 Model 1、3 中为正,并都在 10%的水平下显著,说明国家股比例和法人股比例都与购置企业的 CAR 正相关。这是因为国家股的持股主体主要是政府机关、国有资产经营公司和集团公司,法人股虽分为国家法人股和非国家法人股,但就经验分析和不规则统计,法人股股东中国有产权占控制地位的比例较高^[32]。因此,国家股和法人股比例越高,房地产购置企业与政府的联系越密切,政府介入其购置活动的可能性越大。此时,它基本不会面临竞争对手,其购置成本会大大降低,从而获得较高的超额收益。

表 4 房地产购置企业的 CAR 对其影响因素的回归结果

模型	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
	CAR(-10,10)	CAR(-9,4)	CAR(-7,7)	CAR(-1,2)
常数项	-0.118(-0.64)	-0.129(-0.91)	-0.191(-1.35)	-0.128(-1.96)
购置企业特征				
Size	0.009(0.32)	0.020(0.91)	0.025(1.12)	0.018*(1.80)
Industry	-0.046(-1.60)	-0.043*(-1.91)	-0.048***(-2.18)	-0.002(-0.20)
Tobin's Q	0.017(1.58)	0.003(0.41)	0.013(1.51)	-0.006(-1.45)
DA	-0.019(-1.18)	-0.010(-0.76)	-0.015(-1.17)	-0.012*(-2.02)
FCF	-0.215(-1.31)	-0.232*(-1.83)	-0.234*(-1.85)	-0.125*(-2.15)
公司治理情况				
CROA	-0.148(-1.46)	-0.106(-1.36)	-0.133*(-1.71)	-0.064*(-1.80)
MSR	1.405*** (2.58)	0.847** (2.02)	1.109** (2.66)	0.219(1.13)
ID	0.254** (2.16)	0.155* (1.71)	0.151* (1.68)	0.045(1.09)
Duality	-0.046*(-1.98)	-0.027(-1.50)	-0.015(-0.84)	-0.010(-1.26)
Concentration	0.053(1.08)	0.029(0.77)	0.034(0.92)	0.064*** (3.72)
State	0.119* (1.68)	0.034(0.61)	0.098* (1.80)	-0.031(-1.24)
Legal	0.152* (1.87)	0.091(1.46)	0.125** (2.00)	0.018(0.64)
交易特征				
R-size	-0.052(-0.48)	-0.031(-0.37)	-0.077(-0.92)	-0.016(-0.41)
Payment	0.053(1.40)	0.045(1.53)	0.061** (2.09)	0.020(1.45)
Target	0.028(1.25)	0.042** (2.43)	0.042** (2.43)	0.016** (2.00)
Diversification	0.035(0.86)	0.018(0.57)	0.019(0.61)	0.030** (2.09)
市场环境				
Market	-0.112*** (-3.00)	-0.070** (-2.43)	-0.088*** (-3.08)	-0.026* (-1.93)
Adjusted R square	0.13	0.07	0.14	0.18
F 值	2.34***	1.72**	2.48***	3.01***

注:*,**,***是指分别在 10%,5%,1%的显著性水平下显著,括号中为 T 值。

与预期不一致的是,购置企业特征中的 Tobin's Q 值对 CAR 没有显著影响,这可能是由于本文样本企业的 Tobin's Q 较为接近的原因。

交易特征中,交易的支付方式、标的类型和是否多元化经营均对购置企业的 CAR 有显著影响。在四个模型中,变量 Payment 的估计系数皆为正,Model 3 中该系数在 5% 的水平下显著,说明当企业用债权支付时,市场的反应较好。变量 Target 的估计系数在 Model 2、3、4 中显著为正,说明当购置标的是土地时,企业会获得较高的 CAR。这可能是因为土地具有更大的开发空间,能与企业已有资源产生更大的协同效应。同时,变量 Diversification 的估计系数均为正,在 Model 4 中显著,说明以多元化经营为目标的房地产购置能带来较高的 CAR,与 Campa & Simi^[31] 的结论一致。相对交易规模对 CAR 却没有显著影响,与 Asquith, Bruner 和 Mullins^[27] 和 Moeller, Schlingemann 和 Stulze^[13] 的结论不同,这可能是因为样本企业的相对交易规模差异较小,不能对 CAR 进行解释。

回归结果还显示,变量 Market 的估计系数在四个模型中均在 5% 的水平下显著为负,说明 2008 年金融危机以后的房地产购置会给股东财富带来损失,与 Ting^[11] 的结论相似。

5 结 论

本文以中国 A 股企业为研究对象,从购置企业特征、交易特征和市场环境三个层面对影响公司房地产购置财富效应的因素进行了分析,并以中国 A 股企业 1998~2009 年 3 月的 156 起房地产购置事件为样本进行了实证检验,得出以下结论:

(1) 房地产购置企业的特征中,行业与治理情况对购置企业 CAR 的影响均与预期一致,具体表现为:当企业属于制造业、批发零售业和综合类企业时,房地产购置带来的 CAR 较低;总经理持股比例、独立董事比例、股权集中度、国家股比例和法人股比例与购置企业的 CAR 正相关;主营业务利润率过高以及董事长/总经理两职兼任都会导致购置企业的 CAR 下降。

公司规模对购置企业 CAR 的影响与预期有较大差异。本文的实证结果表明,企业的规模越大,其 CAR 越高,并未体现出大企业管理层的狂妄,也未体现出小企业的信息披露效应,表现出市场更看好大规模企业的管理决策。

资产负债率与自由现金流对 CAR 的影响符合本文的部分预期。负债率越高,购置企业的 CAR 越低,这是因为购置房地产可能会进一步提高企业的负债水平,增加破产风险,而负债监督经理人行为带来的收益也被其负面影响所抵消。自由现金流也与购置企业的 CAR 负相关,进一步为自由现金流假说提供了证据。

(2) 交易特征中支付方式、标的类型以及交易是否以多元化经营为目的都对购置企业的 CAR 有显著影响。其中,当购置企业以债权作为支付方式时,其 CAR 较高,即出售方以其拥有的房地产抵偿对购置企业的欠债,会给购置企业带来额外的超额收益。当标的是土地时,购置企业的 CAR 较高,这反映了投资者对该房地产购置未来收益的预期,因为与房屋建筑物相比,土地具有更大的开发价值。另外,如果房地产购置有利于企业进入房地产开发或租赁市场,实现多元化经营,证券市场也会有较好的反应。

(3) 市场环境对购置企业 CAR 的影响表现为:当市场处于繁荣期时,企业宣告房地产购置会获得较好的股价反应;当市场处于衰退期时,投资者并不看好企业购置房地产。

本文的研究也具有一定的局限性:由于样本数量的限制,本文只剔除了(-20,20)日内有其他资产重组公布的事件,并未剔除其他因素对股价的影响。为了检验样本选择误差的影响,本文在所选的样本上进一步剔除了财务数据和其他重大投资等信息的影响,得到了 46 起无污染的公司房地产购置事件。研究发现,无污染样本中的购置企业在事件窗(-10,10)上获得了 3.8% 的累积超额收益,与大样本相似。但由于样本量较小,而影响因素较多,本文并未检验无污染样本企业 CAR 的影响因素。因此,本文的研究结论还需要更大的无污染样本来检验。

参考文献

- [1] 陈健, 席酉民, 郭菊娥. 国外并购绩效评价方法研究综述[J]. 当代经济科学, 2005, 27(3): 85-111.
- [2] Liow K H. Corporate Real Estate and Stock Market Performance [J]. Journal of Real Estate Finance and Economics, 2004, 29(1): 119-140.
- [3] Liow K H. Corporate Investment and Ownership in Real Estate in Singapore: Some Empirical Evidence [J]. Journal of