

我国上市公司产融结合的效应分析*

——基于产业资本参股金融机构的实证研究

刘 亮 朱慧敏

【摘 要】本文选取 2002-2016 年我国沪深两市公告进入金融业的非金融上市公司为研究对象,运用非参数统计方法和事件研究法,分别考察上市公司进行产融结合的财务效应和股票市场反应。实证研究发现,参股金融业后上市公司取得正的财务效应,表现为每股收益和净资产收益率均明显增长。同时参股金融业会带来正向的市场反应,公司市值得到提升。但上市公司介入不同类别的金融牌照产生不同的市场反应。涉及主要金融牌照的产融结合比涉及类金融牌照的市场反应更为显著,而不同金融牌照的切入在短期和长期的市场反应具有差异。本文的研究证实了产融结合在提升公司效应中的积极作用。

关键词:上市公司 产融结合 财务效应 市场反应

JEL 分类号:G14 G32 G34

一、引言

产融结合是指产业与金融业在经济运行中为了共同的发展目标和整体效益,通过参股、控股和人事参与等方式而进行的内在结合或融合。从世界范围看,产融结合可以分为“由产而融”和“由融而产”两种路径。前者是产业资本有选择地将部分资本转移到金融机构,形成服务于产业的金融核心。后者是指金融资本有意识地控制实体产业,从战略角度出发进行选择性的布局。但由于我国对银行投资实业的法律限制,产融结合更多表现为实体企业向金融业投资,即“由产而融”。

20 世纪 90 年代,海尔集团、新希望集团和德隆集团等率先进入金融业,产融结合成为我国大型企业集团发展的重要战略方向之一。但由于早期的发展缺乏相应的监管措施和法律规范,出现“德隆事件”等产业资本掏空金融资本的案例。因此,国资委出台政策严格管制企业向金融项目进行投资,产融结合进入了一个相对沉寂时期。随后出于将国有资产做大做强和增值保值等原因,2009 年国有资产监管机构开始转向积极支持产融结合,认为产融结合是国有企业培育国际竞争力,实现可持续发展的重要途径。这一政策的支持与企业集团做大做强的目标相结合,使得非金融企业涉足金融业务成为潮流和趋势。在中央企业层面,华润集团、招商局集团、国家电网、中石油和中国五矿等先后涉足证券、保险、银行、信托、股权投资和投资基金等,通过产融结合获取产业与金

* 刘亮,苏州大学东吴商学院,副教授,经济学博士;朱慧敏,苏州大学东吴商学院,硕士研究生。本文得到国家社科基金项目“基于共演机制的科技企投融资闭环生态圈建设研究”(17CJY066)、江苏省社会科学基金项目“基于创客视角的创业生态环境完善对策研究”(15EYC008)以及东吴智库项目支持。

融的协同效应,增强产业竞争优势,实现改革发展。

近年来,随着资本市场的发展与完善,在国企混改以及金融业“脱虚入实”的背景下,很多民营企业以及地方国企开始选择产融结合的发展战略,通过与金融机构相互参股、持股和控股,从而实现多元化经营,提高企业整体效益。典型案例涉及IT公司(阿里巴巴、腾讯、同花顺等)、主营业务增长乏力迫切需要转型的公司(百硕股份、兖州煤业、熊猫烟花)、地方国企改革(武汉金控、越秀金控等)、企业战略多元化(温氏股份)等多个领域。据同花顺数据库统计,截至2016年底,我国A股市场参股非上市金融机构的企业共522家,共计参股742家金融机构^①。

实体企业涉足金融业的动机可以归纳为两个。一是财务效应,即上市公司通过获取稳定的融资渠道(万良勇等,2015),放大财务杠杆(陈广垒,2016),获取金融牌照稀缺价值(胡祖铨,2017)等来提高公司财务绩效和股东回报。二是提升资本市场价值,即金融牌照的稀缺性使得资本市场通常给予其相对较高估值(胡聪慧等,2015)。一些公司如中航资本、紫金矿业等,在其业务整合了金融领域后,公司估值得到了大幅提升。从世界范围来看,超过80%的世界500强企业都实施了产融结合战略,推动了企业的跨越式发展(于上游和朱雪华,2017)。然而金融业自身的高风险,决定了并非所有的介入公司都带来企业绩效改善和市值提升。这种对金融业的热衷真的能够促进企业发展吗?产业资本进入金融业能否提升上市公司经营绩效?能否在发布公告的事件期内为公司股票带来正的市场反应?不同金融牌照的切入又是否带来不同的股价变动?这些正是本文准备探讨和回答的问题。

在以往的研究中,国内外学者对产融结合的动因和财务绩效等问题进行了探讨(支燕和吴河北,2011;杜传忠等,2014;黄昌富和徐亚琴,2016;黎文靖等,2017),但是结合资本市场的股价反应进行综合分析的研究较少。本文根据2002-2016年我国沪深两市上市公司发布的临时公告,提取出52家初步涉足金融领域的上市公司为研究对象,对公司财务绩效进行Wilcoxon符号秩检验,并采用事件研究法,分别选取长、短两种事件窗口期,探究产融结合事件公告对上市公司市值变动的影

响。本文将所有金融类牌照分为两大类:主要金融牌照和类金融牌照。主要金融牌照包括银行、证券、保险和信托牌照。类金融牌照包括基金、融资租赁、担保、小额贷款、第三方支付、保理以及AMC等牌照。主要金融牌照关系到一国的金融发展和稳定。为防范金融风险,国家对主要金融牌照实施了严格的审批和监管,行业进入门槛高,目前仍主要掌握在国有资本中,一般只有具有一定政策优势的上市公司才能取得。主要金融牌照的取得方式主要有三种:一是直接主导或参与新设立的金融机构,如阿里巴巴、腾讯等;二是借助国有股东退出的机会,接手金融机构股权,如上海国之杰投资发展有限公司接手安信信托(原名鞍山信托);三是通过增资扩股实现对金融机构的控股。第三种方式中金控公司的母公司一般为非金融机构的经济实体,它通过控股或者全资拥有商业银行、保险公司、证券公司、信托公司等子公司,开展多元化经营,如新希望集团、海尔集团等。而类金融牌照相对进入门槛较低,一些上市公司结合自身的优势,如掌握上下游客户资源,会申请担保、小贷、保理第三方支付等类金融牌照。本文拟分别检验上市公司获得主要金融牌照和类金融牌照的市场反应。

本文的创新之处体现在以下三个方面。第一,在研究视角上,以往研究多从企业融资约束、经营绩效和投资效率等单个角度研究产融结合的效应,本文从企业涉足金融业的动因出发,分别考察上市企业参股金融机构之后的财务效应和股票市场反应,较为全面地考察了产融结合对上市企业的业绩影响。第二,本文根据2002-2016年A股上市公司发布的公告,手工整理了首次公告进入

^① 数据资料来源于同花顺“公司资料”板块,根据筛选条件“持有非上市金融企业股权”整理得到企业数。

金融机构的非金融上市公司,对于存在多次产融结合公告的企业,仅以第一次公告为有效样本,从而反映上市公司初步涉足金融业带来的效应变化。此外,本文创新性地区分了样本企业切入的金融牌照类别,将其归为主要金融牌照和类金融牌照两类,探究不同类型金融牌照的切入为上市企业带来的不同市场反应,以期更加准确地分析产融结合中不同类别事件的不同效果。第三,在事件窗口期的选择上,以往学者采用事件研究法时选择的事件窗口期长短不一,从1至30天不等(付雷鸣等,2010;黄娟等,2013;何平林等,2016),本文为了更加准确地描述产融结合的市场反应,分别选取公告发布的前后5天和前后30天作为窗口期进行两次事件研究,综合长短期的检验结果进行异同点分析,其结果更具参考性。

本文余下内容的结构为:第二部分为理论分析与研究假说,第三部分为研究设计,第四部分为实证结果及分析,第五部分为结论。

二、理论分析与研究假说

(一)产融结合的财务效应

上市公司借助产融结合获得稳定的融资渠道,减少企业融资压力,降低融资成本(Okabe, 2002;邓建平和曾勇,2011;王超恩等,2016)。万良勇等(2015)以上市公司参股银行业为案例,研究企业与银行产融结合为企业融资带来的信息效应和决策效应,发现产融结合能有效缓解企业的融资约束。李革森(2004)基于截面数据发现金融企业参股比例与上市公司经营绩效的相关程度会随着参股比例的上升而增强,并且当参股比例超过10%的临界值之后,上市公司的收益水平会随着参股比例的上升而显著提高,这一结论从实证角度说明上市公司吸纳更多的金融企业股东并提高其股权比例有利于公司的收益增长。张庆亮和孙景同(2007)从经营绩效的角度,利用财务指标分析法就我国企业产融结合有效性进行了定量分析,发现我国企业产融结合总体上有效性不显著,但随着结合时间的增长和结合程度的提高,其有效性也在不断提高,进一步映证了李革森的观点。因此,借鉴前人的研究结论及指标选取,本文提出假设1。

H1a:产融结合事件的发生与上市公司的每股收益正相关。

H1b:产融结合事件的发生与上市公司的净资产收益率正相关。

(二)产融结合的市场反应

证监会于2017年1月30日修订《上市公司信息披露管理办法》,要求上市公司发生经营方针和经营范围的重大变化、公司的重大投资行为或者购置资产的决定,而投资者尚未得知时,应当发布临时公告予以披露。这一重大信息披露要求在2007年版《上市公司信息披露管理办法》里就有相同规定,所以上市公司宣布进入金融业是其临时公告的重要组成部分。例如2014年3月28日,泛海建设集团股份有限公司发布董事会会议决议公告称,公司通过对民生证券股份有限公司的股权收购协议。据2016年上市公司年报显示,共有47家非金融A股上市企业参股金融机构,共计参股85家非上市金融机构^①。可见产融结合是企业经营业务转型、提升自身竞争力、实现可持续发展的的重要途径。

首先,Schipper and Thompson(1983)、Hubbard and Palia(1998)都认为企业进行与本身经营业务不相关的收购事件是利好消息,会对公司股票价格、成交量和收益产生正效应,并且不相关收购带来的股价效应大于相关收购企业。Morgan(2007)进一步指出,企业参股金融机构是对企业在信贷市场声誉的肯定,有利于增强企业信用评级,因而会被市场投资者视为积极信号。在我国,邓建

^① 数据来源于Wind资讯“公司研究”版块。

平和曾勇(2011)通过研究证实,企业与金融企业建立联系能提升其发展潜力,进一步提高市场对企业的价值评估,从而引起股价上升。我们认为,上市公司公告进入金融业在短期内会获得证券投资者的认可,从而该事件的发生会引起正的市场反应。据此,本文提出假设2。

H2:上市公司进入金融业公告的发布会使公司股价在事件期内存在正的超额收益。

其次,由于收购金融牌照事件时间跨度长,涉及人员广,可能会存在信息泄露事件。Brunnermeier(2001)发现,内部知情人士为了在信息披露前和披露后都具有信息上的优势,在市场公告前进行大量交易达到操控价格获取收益的目的。唐齐鸣和张云(2009)也验证了内幕交易能引起市场交易量的波动和超额收益。由此提出假设3。

H3:进入金融业公告前的交易日,上市公司股价存在正的超额收益。

最后,已有的研究证明企业参股不同类型的金融机构会有不同的绩效。Li and Greenwood(2004)基于战略管理的视角对企业进入保险业的运营效率进行研究,结论显示企业采用多元化经营策略对管理者构建最佳市场产生负面影响,因此难以获得预期效应预期。李国正(2002)在关于行业因素对股价影响的分析中发现,企业与保险行业建立联系对股价的影响显著正相关。程宏伟和常勇(2008)的研究表明,参股或设立财务公司会为上市企业带来显著为正的经济效益,参股证券、银行业对企业经济绩效影响较小。杜传忠等(2014)在研究工业上市企业产融结合的动因及效率时,发现参股银行的工业企业相比于参股证券业的企业具有更高的投资效率,并且认为这与银行业金融运作经验充足,盈利能力更好等具有较大联系。本文认为企业涉足不同金融领域会为上市企业带来不同的市场反应,股票投资者对不同金融牌照认可程度的不同也会导致公告的市场反应有所差异,据此提出假设4。

H4:上市公司以不同金融牌照标的物进入金融业的方案会带来不同的市场反应。

三、研究设计

(一)样本选取和数据来源

本文选取沪深股市2002年1月1日到2016年12月31日公告进入金融业的上市公司为研究样本(如果在此期间同一公司存在多次公告的情况,则仅选取该公司第一次公告进入金融业的事件作为研究样本)。公告来自于上海证券交易所和深圳证券交易所网站,得到共计58家上市公司发布首次进入金融业的公告。同时,根据本文的研究需要,在样本的选择过程中,我们按照以下原则进行筛选:①剔除上市时间与公告时间相距少于样本估计窗天数的公司;②剔除由于其他非正常原因无法选择估计窗的公司;③剔除因其他事件导致指标波动过大的公司。最终共得到52家样本公司。

产融结合的财务效应以每股收益和净资产收益率为指标,数据来源于同花顺个股数据库。为消除系统性和行业差异的影响,两项指标均扣除对应行业均值,其中行业分类依据证监会最新颁布的行业分类。产融结合的市场反应研究中的每股收益、市场收益率、无风险报酬率等数据来自同花顺数据库。

(二)研究方法及模型设定

1. Wilcoxon 符号秩检验法

本文选取每股收益与净资产收益率的均值和中位数为指标衡量企业各年份经营业绩的变化,由于样本为两配对样本,我们选择非参数检验中的Wilcoxon符号秩检验法进行显著性检验。Wilcoxon符号秩检验法具有无需对总体分布做假定的优势,该方法既考虑了正负符号,又考虑了差值大小,研究结果的准确性较高。

配对样本的非参数检验方法的基本逻辑为：先求出配对数据的差值，然后考察差值总体的中心位置是否为 0。一般而言，若检验假设成立，则差值的总体分布是对称的，总体中位数为零。Wilcoxon 符号秩检验就是用秩的和作为统计量进行假设检验的方法，该方法在其他检验考虑差值正负符号的前提下，还对差值顺序进行测度。符号可以反映在中心位置的哪一侧，而差的绝对值代表了距离中心位置的远近顺序，二者的结合会更有效。

2. 事件研究法

本文采用事件研究法考察上市公司进入金融业的公告对公司股价的影响以探究其市场反应。事件研究法是计量经济学中常用的一种经济模型和统计方法，该方法以影响股票市场某类股票价格的特殊事件为中心，通过研究事件发生的时序性数据来检验市场对该事件的反应，如公司股价是否会随之产生波动，公司股票的超额收益率是否会产生波动。本文通过研究上市公司发布参股金融业公告前后的超常收益来验证市场对该事件的反应，从而检验上市公司产融结合是否具有市场效应。

本文选择的事件期基准日为上市公司发布参股金融业的公告日（若遇公告日为周末等节假日或者停牌，则顺延至下一个交易日），文中用 t 表示。为了计算正常收益率，选取事件发生之前的一段时间为估计窗。参考已有文献，学者大多选择 90-300 个交易日为事件估计窗，本文选取事件窗之前 120 个交易日作为估计窗。事件窗的长短影响事件发生所产生的影响的显著程度，关于事件窗口的确定，以往研究中最常见的标准事件窗口是 $(-1, 0)$ 或 $(-1, 1)$ ，最感兴趣的事件窗口就是公告日当天，即 0。国外很多研究者也尝试计算较长的时间窗口，发现其显著性都大大较低，如 Abhyankar and Dunning(1999)对英国市场可转债发行的财富效应实证研究中也计算了 $[-60, -20]$ 等窗口的累积超常收益率，但因为结果都不显著，因此就没有在文中列出。本文选取 $[-5, 5]$ 的窗口期检验产融结合公告对公司股价收益率的影响，并选择其他窗口期对结果加以检验。考虑到长期窗口的结果不够显著，并且公司股价可能因宏观因素或者行业动态导致波动，难以区分本文的中心事件与其他动态产生的噪音影响，本文选择 $[-30, -1]$ 、 $[0, 30]$ 作为较长的窗口期对产融结合的市场反应加以检验。

此外，本文采用 Eviews8 的单样本 T 检验对样本期内的平均超额收益率进行实证研究。

四、实证结果及分析

（一）产融结合的财务效应检验

我们选取各年份每股收益和净资产收益率的均值和中位数来反映上市公司财务效应的波动。每股收益能较好地反映企业年度经营绩效，以此评价企业的经营能力和预估企业的发展潜力。净资产收益率可用来衡量企业入股金融业的投资效率和运用其他资本的效率。我们确定的研究年份为产融结合前一年、实施当年以及后一年（共 3 年）。由于部分企业发布进入金融业的公告为近两年，因此排除不满足条件的企业后，财务效应检验包含 37 个样本公司。

表 1 上市公司参股金融业财务指标的均值、中位数

	每股收益(元)			净资产收益率(%)		
	Y^{-1}	Y	Y^1	Y^{-1}	Y	Y^1
均值	-0.164	-0.091	-0.007	-3.831	-0.303	2.667
中位数	-0.214	-0.079	-0.027	-4.345	-0.341	2.321

注： Y^{-1} 、Y、 Y^1 、 Y^2 分别表示参股发生前一年、参股当年、参股发生后一年、参股发生后两年（下表同）。

表2 上市公司参股金融业财务效应的 Wilcoxon 符号秩检验结果

	每股收益			净资产收益率		
	$Y - Y^{-1}$	$Y^1 - Y$	$Y^1 - Y^{-1}$	$Y - Y^{-1}$	$Y^1 - Y$	$Y^1 - Y^{-1}$
Z	-1.064	-3.206	-3.960	-1.064	-3.206	-3.960
渐近显著性 (双侧)	0.386	0.05** (0.0498)	0.039**	0.288	0.001**	0.000***

注：***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著。

由表 1 可知,上市公司进入金融业的前一年开始,每股收益的均值和中位数就呈上升趋势,结合 Wilcoxon 符号秩检验的结果来看,参股后一年相比参股当年和参股前一年的上升趋势在 5% 的水平上都通过了显著性检验,因此上市公司进入金融业后,每股收益数据出现增长,盈利能力提升,由此我们证实了假设 H1a。

净资产收益率的变化呈现类似结果。上市公司参股金融业之后,净资产收益率的均值和中位数都有明显提升,且样本检验结果非常显著,由此我们认为上市公司参股金融业为公司净资产收益率带来了正向效应,假设 H1b 得到验证。

由此可见,上市公司公告进入金融业这一事件会带来正的财务效应,公司每股收益和净资产收益率在参股前一年至参股后一年间显著增长。这证实了上市公司取得金融牌照将拓宽企业融资渠道,减少企业交易成本。并且企业将会获得更多的信贷支持,从而降低融资成本,提高融资效率。此外,对于发展良好、资金充足的企业(如样本企业中天城投、重庆百货等)来说,发展金融业将会实现企业多元经营和利润增长。进入金融业能将公司现有的大量存量资产转化为流量资产,金融业本身高利润的特征将会对企业利润增长起到重要的支撑作用,实现“主业+金融”的多元化发展战略。而且产业资本有着与金融资本不同的运作周期,两者的结合可以减少经济波动和经济周期带来的冲击。

(二) 产融结合的市场反应检验

1. 全样本分析

表3 全样本上市公司进入金融业公告市场反应(窗口期为[-5,5])

t	AAR(%)	ACAR(%)	T 值	t	AAR(%)	ACAR(%)	T 值
-5	0.702137	0.702137	1.643043	1	2.298706	4.588319	2.889864*
-4	0.376565	1.078702	0.786353	2	0.856791	3.155497	1.129795
-3	0.725656	1.102221	1.541188	3	1.457914	2.314705	2.126907**
-2	0.05987	0.785526	0.105253	4	0.618794	2.076709	0.990678
-1	1.776488	1.836358	3.052721*	5	-0.15451	0.464287	-0.248780
0	2.289614	4.066102	2.486125**				

注：***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著。

表 3 及图 1 显示,在 11 天的窗口期中,总样本平均超额收益率除了 $t=5$ 时小于 0 以外,其余时间全部大于 0,平均累积超额收益率在窗口期内全部大于 0。 $t=0$ 时,平均超额收益率和平均累积超额收益率均大于 0,同时在 5% 的置信度上通过了单样本 t 检验,说明市场对上市公司进入金融

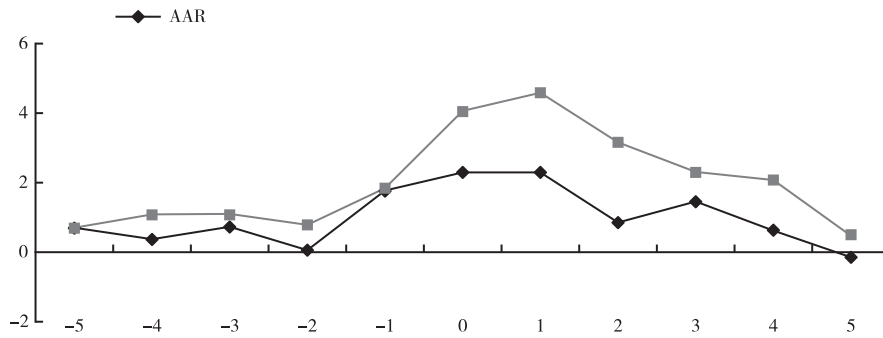


图1 全样本上市产业进入金融业公告市场反应(窗口期为[-5,5])

业公告这一事件产生正向反应,这证实了假设2。但随着时间的后延,这一效应逐渐减弱。

t = -1 时,平均超额收益率和平均累积超额收益率均大于0,同时在1%的置信度上通过了单样本t检验,说明上市公司的高管运用内幕消息,在公告日前对公司股价产生影响,市场提前产生了正向反应,这验证了假设3。

表4 全样本上市产业进入金融业公告市场反应(窗口期为[-30, -1]、[0, 30])

t	AAR(%)	ACAR(%)	T值	t	AAR(%)	ACAR(%)	T值
-30	0.764374	0.764374	1.575659	0	2.323651	2.233651	2.524214 **
-29	0.970865	1.816648	2.259613 **	1	2.203553	4.527204	2.741517 *
-28	0.146981	1.794668	0.342961	2	0.849435	5.376638	1.131231
-27	-0.38812	1.295787	-0.986146	3	1.460597	6.837235	2.139268 **
-26	0.533069	1.678583	1.155632	4	0.585038	7.422274	0.918081
-25	0.429721	2.146111	1.205932	5	-0.227	7.195274	-0.364431
-24	0.696899	2.860901	1.444039	6	0.679557	7.87483	1.260655
-23	-0.30471	2.568345	-0.750272	7	0.144124	8.018955	0.246457
-22	1.08592	3.649259	1.808883 ***	8	-0.89058	7.128372	-1.640011
-21	0.35625	3.77742	0.740826	9	-0.48931	6.639064	-0.977601
-20	0.202529	3.905539	0.462252	10	-0.15786	6.481204	-0.287876
-19	0.435662	4.344677	0.725593	11	-0.5234	5.957804	-0.837835
-18	0.347009	4.17533	-0.397089	12	0.576964	6.534768	1.062856
-17	0.307556	3.745385	-1.281350	13	0.866077	7.400845	1.512603
-16	0.479797	3.812264	0.477543	14	-0.07009	7.330755	-0.148592
-15	0.98706	4.130996	0.948973	15	0.450823	7.781578	0.797032
-14	0.347009	4.485321	0.900438	16	-0.56316	7.218414	-1.066389
-13	0.307556	4.886989	0.587738	17	0.451838	7.670252	0.893218
-12	0.479797	5.355483	0.962919	18	0.594189	8.264441	1.163339
-11	0.98706	6.274215	2.351805 **	19	-0.23734	8.027105	-0.462125
-10	1.552959	7.579988	3.058944 *	20	0.696965	8.72407	1.334956
-9	0.574231	7.978259	1.103682	21	-0.69682	8.027249	-1.338846

续表

t	AAR(%)	ACAR(%)	T 值	t	AAR(%)	ACAR(%)	T 值
-8	0.252635	8.275638	0.438166	22	0.313126	8.340375	0.639330
-7	0.232499	8.542882	0.463010	23	-0.13994	8.20043	-0.323010
-6	0.287274	8.852621	0.612217	24	0.904349	9.104779	1.622409
-5	0.697137	9.519763	1.515405	25	-0.45056	8.654218	-0.930531
-4	0.298938	9.758513	0.618524	26	-0.06867	8.58555	-0.158152
-3	0.646445	10.37117	1.309574	27	-0.1352	8.450347	-0.278460
-2	0.075356	10.48558	0.135095	28	0.698462	9.148808	1.408499
-1	1.711627	12.26236	2.951809*	29	-0.35115	8.797656	-0.638022
				30	-0.30982	8.487838	-0.485075

注：***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著。

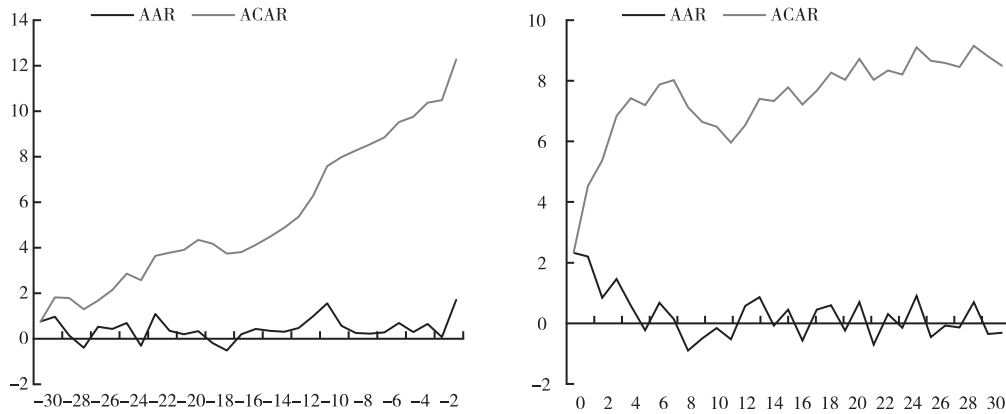


图2 全样本上市公司进入金融业公告市场反应

注：窗口期为[-30, -1]、[0, 30]。

由表4可知,在公告前30天的窗口期中,t = -29、t = -22、t = -11、t = -10和t = -1时股票的超额收益率都大于0,且通过了单样本t检验,说明在这期间存在公司高管利用内幕消息,通过运作,影响公司股价的情况,验证了假设3。

在公告后30天的窗口期中,平均超额收益率在前4天都大于0,但之后围绕0上下波动,这说明在公告后短期内市场正向反应明显,随后预期呈波动变化,累积超额收益率都大于0。t = 0时,平均超额收益率和平均累积超额收益率均大于0,同时在5%的置信度上通过了单样本t检验,说明市场对上市公司进入金融业公告这一事件产生正向反应,另外t = 1和t = 3时,也通过了显著性检验,但后续没有通过显著性检验,说明在市场对公告在短期产生了正向反应,长期作用逐渐减弱,假设2得到支持。

由以上实证分析可知,短期和长期窗口分别验证了假设2和假设3。上市公司进入金融业公告的发布会使公司股价在事件期内存在正的超额收益,事件引起正的市场反应,说明产融结合事件不仅改善了企业财务绩效,也在股票市场产生了积极影响,产融结合公告为利好消息。进入金融业公告前的交易日,公司股价存在正的超额收益,这验证了上市企业在产融结合准备期内,存在公司

高管为了个人私利泄露信息的现象。长短期窗口检验的不同之处在于,长期窗口中,假设 3 在公告日前较长时间区间内会有反应,而短期区间内仅在公告日前一天产生反应,这可能是因为长期窗口包含的数据更多,反映的信息更加丰富。

2. 分样本分析

表 5 分样本上市公司进入金融业公告市场反应(窗口期为[-5,5])

t	主要金融牌照			类金融牌照		
	AAR(%)	ACAR(%)	T 值	AAR(%)	ACAR(%)	T 值
-5	1.098486	1.098486	2.016028***	0.06798	0.06798	0.099685
-4	0.725437	1.823922	1.786868***	-0.18163	-0.11365	-0.302058
-3	1.193642	1.919079	1.863135***	-0.02312	-0.20475	-0.030734
-2	0.104626	1.298301	1.181873	-0.01179	-0.03491	-0.013643
-1	2.100858	2.205518	1.808401***	1.257495	1.245701	1.366633
0	1.861257	3.962115	2.855765*	2.974985	4.23248	2.281775**
1	1.635059	3.496316	1.611884	3.36054	6.335524	3.278399
2	0.491254	2.126314	1.129807	1.441649	4.802189	1.381246
3	0.536706	1.02796	0.598039	2.931849	4.373498	2.799529**
4	0.600068	1.136773	0.801890	0.648757	3.580605	0.574477
5	-0.59197	0.008101	0.006345	0.545428	1.194184	0.542426

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著。

表 5 显示,在短期事件窗中,主要金融牌照公司和类金融牌照公司各时间点平均超额收益和平均累积超额收益率都大于 0,这说明上市公司进入不同牌照的金融业都会使公司股价在事件期内存在正的超额收益,事件引起正的市场反应,即假设 2 得到支持。主要金融牌照公司在公告日前 $t = -5$ 、 $t = -4$ 、 $t = -3$ 和 $t = -1$ 的平均超额收益和平均累积超额收益率均大于 0,且通过单样本 t 检验,这验证了假设 3。类金融牌照公司在公告日前平均超额收益和平均累积超额收益率均没有通过单样本 t 检验,拒绝假设 3,这主要是因为主要金融牌照的获取门槛高、盈利能力和市场估价更高,因此相比于类金融牌照,公司切入主要金融牌照信息的泄露能为管理者带来更可观的利益。

表 6 分样本上市公司进入金融业公告市场反应(窗口期[-30,-1])

t	主要金融牌照			类金融牌照		
	AAR(%)	ACAR(%)	T 值	AAR(%)	ACAR(%)	T 值
-30	0.238103	0.262807	0.380037	1.606407	1.511962	2.152366**
-29	1.639666	2.063952	3.018695*	-0.09922	1.420963	-0.153053
-28	-0.26089	1.475459	-0.530756	0.799714	2.305402	1.020428
-27	-0.41187	0.948252	-0.842602	-0.35011	1.851844	-0.517816
-26	0.600822	1.323397	0.933331	0.424662	2.246882	0.669647
-25	0.463422	2.039622	0.969006	0.375801	2.316492	0.699233
-24	1.15017	3.370519	1.767274***	-0.02834	2.045513	-0.041126
-23	-0.24633	3.140023	-0.475159	-0.39812	1.65366	-0.594274

续表

t	主要金融牌照			类金融牌照		
	AAR(%)	ACAR(%)	T值	AAR(%)	ACAR(%)	T值
-22	1.364018	4.70404	1.585044	0.640962	1.961609	0.852738
-21	0.691375	5.078627	1.055869	-0.17995	1.696327	-0.262479
-20	0.258468	5.210961	0.419202	0.120291	1.816864	0.194149
-19	-0.33531	5.012988	-0.552542	1.419042	3.275379	2.078128 **
-18	0.069875	4.92382	0.102448	-0.60449	2.978266	-1.007223
-17	-0.57317	4.54048	-0.943738	-0.4047	2.473234	-1.102649
-16	0.332977	4.970507	0.615355	-0.00619	1.959074	-0.008864
-15	0.934125	5.736368	1.467761	-0.36188	1.562402	-0.603867
-14	0.589132	6.384777	1.101926	-0.04039	1.446192	-0.076673
-13	0.522015	7.416683	0.675150	-0.03558	0.839479	-0.060985
-12	0.47711	8.119734	0.629877	0.484096	0.932681	0.998809
-11	1.339076	9.051777	2.318765 **	0.423833	1.830116	0.736014
-10	1.782521	10.20227	2.937316 *	1.185659	3.384343	1.304725
-9	1.505133	11.35268	2.001226 **	-0.91521	2.579191	-1.93904 **
-8	1.044212	12.57582	1.372502	-1.01389	1.395352	-1.236975
-7	0.219013	12.74884	0.354873	0.254077	1.813344	0.290416
-6	0.140707	13.21836	0.210220	0.521782	1.867438	0.866737
-5	1.173051	14.38092	2.078105 **	-0.06433	1.741913	-0.083354
-4	0.62672	14.86562	0.928282	-0.22551	1.587164	-0.349325
-3	1.120749	15.98258	1.858916 ***	-0.11244	1.392923	-0.134164
-2	0.117231	16.24639	0.155244	0.008357	1.268287	0.010116
-1	2.106717	18.63957	2.808850 *	1.079482	2.05882	1.175121

注：***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著。

由表 6 可知,在长期事件窗中,主要金融牌照公司和类金融牌照公司都验证了假设 3。主要金融牌照公司在公告日前 $t = -29$ 、 $t = -24$ 、 $t = -11$ 、 $t = -10$ 、 $t = -9$ 、 $t = -5$ 、 $t = -3$ 和 $t = -1$ 的平均超额收益和平均累积超额收益率均大于 0,且通过单样本 t 检验,假设 3 得到支持。同样地,类金融牌照公司在公告日前 $t = -30$ 、 $t = -19$ 和 $t = -3$ 的平均超额收益和平均累积超额收益率也大于 0,且通过单样本 t 检验,假设 3 得到支持。

表 7 分样本上市公司进入金融业公告市场反应(窗口期为[0,30])

t	主要金融牌照			类金融牌照		
	AAR(%)	ACAR(%)	T值	AAR(%)	ACAR(%)	T值
0	1.862834	1.862834	1.467859	3.060957	3.060957	2.373593 **
1	1.540547	3.433883	1.366039	3.264362	6.615168	3.123274 *
2	0.49378	3.654713	0.471721	1.418482	8.160576	1.386318
3	0.552035	4.272481	0.630077	2.914297	10.84253	2.819147 **

续表

t	主要金融牌照			类金融牌照		
	AAR(%)	ACAR(%)	T 值	AAR(%)	ACAR(%)	T 值
4	0.522921	5.344185	0.688641	0.684426	11.13299	0.593950
5	-0.72349	4.505209	-0.901604	0.567383	11.77954	0.575258
6	0.717661	5.55834	1.045951	0.61859	12.0301	0.692204
7	0.738935	6.392935	0.946885	-0.80757	11.30886	-0.952170
8	-0.92268	5.729727	-1.238737	-0.83922	10.40984	-1.075027
9	-0.46981	5.209833	-0.711970	-0.5205	10.04756	0.665584
10	-0.48242	4.680237	-0.686649	0.361434	10.80885	0.407435
11	-0.3016	4.871976	-0.351935	-0.87828	9.761655	-0.984649
12	0.228863	5.164244	0.312052	1.133925	10.77671	1.433370
13	0.891042	5.914277	1.148943	0.826132	11.6348	0.975136
14	-0.49931	5.156695	-0.702439	0.616655	12.27192	1.401939
15	1.031764	5.812693	1.489516	-0.47868	12.19389	-0.502803
16	-0.74167	5.442042	-1.049694	-0.27756	11.52052	-0.347988
17	0.434292	5.753124	0.620082	0.479913	12.1797	0.675179
18	0.429144	6.144057	0.590996	0.85826	13.03767	1.296507
19	0.242219	6.085597	0.335616	-1.00462	12.40846	-1.530862
20	0.775983	6.751178	1.136124	0.570537	12.96099	0.690297
21	-1.34678	5.347309	-1.8633***	0.343119	13.31215	0.520681
22	0.135022	5.555664	0.195649	0.598092	13.7138	0.918698
23	0.228401	5.792484	0.372157	-0.7293	12.98574	-1.338160
24	0.804765	6.236714	1.114361	1.063683	14.41803	1.185720
25	-0.88487	5.411756	-1.262299	0.24434	14.60756	0.437386
26	0.142416	5.389604	0.280535	-0.4064	14.24285	-5.10749
27	-0.22002	5.418179	-0.344179	0.000505	14.02786	0.000664
28	1.142392	6.501191	1.623466	-0.01183	14.31635	-0.019176
29	-0.05464	6.854094	-0.076928	-0.82557	13.25829	-0.936131
30	0.176201	6.737453	0.249241	-1.08745	12.46014	-0.890693

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著。

表 7 中,对于主要金融牌照公司在公告后 30 天的窗口期内,平均超额收益率在前 4 天都大于 0,但之后围绕 0 上下波动,这说明在公告后短期内市场正向反应明显,随后预期呈波动变化,累积超额收益率都大于 0。 $t=0$ 时,没有通过单样本 t 检验,说明市场对上市公司进入主要金融业公告这一事件没有产生正向反应,假设 2 不成立。这与我们验证的假设 3 可能具有较为紧密的联系,公司进入主要金融机构的公告发布前,公司股价共有 8 天存在显著的超额收益,我们由此推测公司存在违规信息泄露情况,市场提前消化了这一消息的积极影响。

对于类金融牌照公司在公告后 30 天的窗口期中,平均超额收益率在前 6 天都大于 0,但之后围绕 0 上下波动,这说明在公告后短期内市场正向反应明显,随后预期呈波动变化,累积超额收益

率都大于0。 $t=0$ 时,平均超额收益率和平均累积超额收益率均大于0,同时在5%的置信度上通过了单样本 t 检验,说明市场对上市公司进入类金融业公告这一事件产生正向反应,这验证了假设2。另外 $t=1$ 和 $t=3$ 时,也通过了显著性检验,但后续没有通过显著性检验,说明在市场对公告在短期产生了正向反应,长期作用逐渐减弱。

由以上实证分析可知,上市公司进入主要金融牌照公司和类金融牌照公司在长期和短期都有不同的表现。短期内,主要金融牌照的切入会为公司带来积极的市场反应,并且存在公告发布前的超额收益,而类金融牌照在短期内对此均无体现。长期内情况的不同在于,市场对上市公司进入主要金融业公告这一事件没有产生正向反应,而类金融牌照的切入公告会带来市场的正向反应。因此,以不同金融牌照标的物进入金融业的方案会带来不同的市场反应,假设4得到支持。

五、结论

上市公司纷纷选择产融结合战略来面对新的市场竞争,而实体企业涉足金融领域所呈现的财务效应和市场反应究竟是“如其所愿”还是“事与愿违”?本文选取2002-2016年期间共52家上市公司为研究样本,选择财务指标数据并采用Wilcoxon符号检验法考察参股金融业公告的发布对公司财务效应的影响,通过事件研究法考察上市公司进入金融业事件发生前后对股票价格的市场反应,以及不同金融牌照切入是否产生不同的市场结果。研究得到以下结论。第一,上市公司公告进入金融业这一事件会带来正的财务效应,公司每股收益和净资产收益率在参股前一年至参股后一年间显著增长。第二,上市公司进入金融业这一事件会带来股价的公告效应:参股金融业公告的发布会使公司股价在事件期内存在正的超额收益,事件引起正的市场反应。在公告前的交易日,存在高管泄露信息导致公司股价的超额收益。并且,参股不同类型的金融牌照会带来不同的市场反应。在事件发生前的交易日内,切入主要金融牌照的公司股价存在正的超额收益,而切入类金融牌照的公司股价不存在正的超额收益。

后续研究可以进一步深入挖掘案例,通过梳理对样本企业进行分类。第一,根据介入金融业的动机对样本企业进行分类。一些实体企业进入金融业是作为财务投资者,而另一些是作为战略投资者,通过产融结合,以融促产,推动企业战略转型,还有一些则是谋求多元化经营。第二,根据介入金融业的程度,来对样本企业进行分类。仅为谋求利润而介入金融业的企业大多数以参股的方式介入金融业,一般不对其所投资金融企业拥有控股权,从而一般较少参与金融企业的日常经营决策。这种方式对于不熟悉金融业经营的实体企业来说,有利于规避风险,也便于日后的退出。而为谋求产融结合或者寻求更多金融资源的实体企业,则通常会对持有主要金融牌照的企业谋求控制权。由于介入金融业能够给企业集团带来诸多有利之处,因此越来越少的企业集团会单纯为一个目的而介入金融业,其动力往往是多个内在动机的集合。不过,在某个特定发展时期,企业集团通常都有一个主要的动机占支配地位。

参考文献

- 陈广奎(2016):《产融结合迷思之二:为什么我国企业热衷金融业务》,《新浪专栏·意见领袖》,9月。
- 程宏伟、常勇、刘丽(2002):《我国上市公司产融结合实证研究》,《吉林工商学院学报》,第5期。
- 邓建平、曾勇(2011):《金融关联能否缓解民营企业的融资约束》,《金融研究》,第8期。
- 杜传忠、王飞南、蒋伊菲(2014):《中国工业上市公司产融结合的动因及效率分析——基于参股上市金融机构的视角》,《经济与管理研究》,第4期。
- 付雷鸣、万迪昉、张雅慧(2000):《中国上市公司公司债发行公告效应的实证研究》,《金融研究》,第3期。
- 何平林、宋建威、杨琳琳(2016):《多视角下的高送转股利公告效应——基于混合模型的事件研究法》,第10期。

刘亮、朱慧敏:我国上市公司产融结合的效应分析

- 黄昌富、徐亚琴(2016):《产融结合、投资效率与企业经营绩效——基于制造业上市公司面板数据的实证研究》,《现代财经》,第9期。
- 黄娟、刘岩、刘焱(2013):《我国A股上市公司首次发行公司债券的公告效应研究》,第5期。
- 胡聪慧、燕翔、郑建明(2015):《有限注意、上市公司金融投资与股票回报率》,《会计研究》,第10期。
- 胡祖铨(2017):《产融结合的现实意义及动机》,《国家信息中心》,3月号。
- 黎文靖、李茫茫(2017):《“实体+金融”:融资约束,政策迎合还是市场竞争?——基于不同产权性质视角的经验研究》,《金融研究》,第8期。
- 李革森(2004):《我国产融结合的绩效检验——来自证券市场的证据》,《开放导报》,第2期。
- 李国正(2002):《行业差别对股价走势影响》,《证券时报》,9月。
- 唐齐鸣、张云(2009):《基于公司治理视角的中国股票市场非法内幕交易研究》,《金融研究》,第6期。
- 万良勇、廖明情、胡璟(2015):《产融结合与企业融资约束——基于上市公司参股银行的实证研究》,《南开管理评论》,第2期。
- 王超恩、张瑞君、谢露(2016):《产融结合,金融发展与企业创新——来自制造业上市公司持股金融机构的经验证据》,《研究与发展管理》,第5期。
- 于上游、朱雪华(2017):《央企金融业务风险防范》,《中国金融》,第1期。
- 张庆亮、孙景同(2007):《我国产融结合有效性的企业绩效分析》,《中国工业经济》,第7期。
- 支燕、吴河北(2011):《动态竞争环境下的产融结合动因——基于竞争优势内生论的视角》,《会计研究》,第11期。
- Abhyankar, A. and A. Dunning (1999): “Wealth Effects of Convertible Bond and Convertible Preference Share Issues: An Empirical Analysis of the UK Market”, *Journal of Banking and Finance*, 23, 1043-1065.
- Brunnermeier, M. (2001): *Asset Pricing under Asymmetric Information*, Oxford University Press.
- Hubbard, R. and D. Palia (2010): “A Reexamination of the Conglomerate Merger Wave in the 1960s: An Internal Capital Markets View”, *Journal of Finance*, 54, 1131-1152.
- Li, S. and R. Greenwood (2004): “The Effect of Within-industry Diversification on Firm Performance: Synergy Creation, Multi-market Contact and Market Structuration”, *Strategic Management Journal*, 25, 1131-1153.
- Morgan, D. (2000): “Bank Commitment Relationship, Cash Flow Constraints, and Liquidity Management”, Staff Reports 108, Federal Reserve Bank of New York.
- Okabe, M. (2002): *Cross Shareholdings in Japan*, Edward Elgar Publishing.
- Schipper, K. and R. Thompson (1983): “Evidence on the Capitalized Value of Merger Activity for Merging Firms”, *Journal of Financial Economics*, 11, 85-119.

(责任编辑:程 炼)