

万科组团跨国并购新加坡普洛斯案例分析

——基于事件研究法和会计指标法

韩婷婷

西安培华学院, 中国·陕西 西安 710125

【摘要】为了提升国际竞争力, 扩张市场份额, 许多企业会选择跨国并购, 中国也不例外。本文以中国企业万科组团跨国并购新加坡普洛斯 (GLP) 案例为例, 运用事件研究法和会计指标法对企业短期财务绩效和长期财务绩效展开分析。最后得出跨国并购对企业财务绩效起到积极作用, 同时, 为确保企业可以更加有效地利用跨国并购提升企业财务绩效, 提出三点需要注意问题, 尤其是对于被并购方企业文化是否需要同化这一问题值得关注。本文为企业在跨国并购前后关注点提供借鉴意义, 也为政府出台相关政策提供参考意见。

【关键词】跨国并购; 短期财务绩效; 长期财务绩效; 事件研究法; 会计指标法; 万科

A Case Study of Vanke's Cross-border Merger and Acquisition of Singapore GLP

— Based on event research method and accounting indicator method

Han Tingting

Xi'an Peihua College, Xi'an, Shaanxi, China 710125

[Abstract] In order to enhance international competitiveness and expand market share, many companies will choose cross-border mergers and acquisitions, and China is no exception. This paper takes the case of Chinese enterprise Vanke's cross-border merger and acquisition of Singapore GLP (GLP) as an example, and uses the event study method and accounting index method to analyze the short-term financial performance and long-term financial performance of the enterprise. Finally, it is concluded that cross-border mergers and acquisitions play a positive role in corporate financial performance. At the same time, in order to ensure that companies can more effectively use cross-border mergers and acquisitions to improve corporate financial performance, three issues need to be paid attention to, especially whether the corporate culture of the acquiree needs to be assimilated. One question deserves attention. This paper provides reference for the concerns of enterprises before and after cross-border mergers and acquisitions, and also provides reference for the government to issue relevant policies.

[Key words] cross-border mergers and acquisitions; short-term financial performance; long-term financial performance; event research method; accounting index method; Vanke

引言

案例主要情况: 据新加坡仓储物流地产公司普洛斯 (GLP) 官网消息, 由万科 (000002.SZ, 02202.HK) 等公司组成财团 2017 年 7 月 14 日将以约 790 亿元人民币 (160 亿新元) 价格收购该公司, 交易完成后, 普洛斯将从新加坡交易所退市^[1]。并购方: 万科自 2015 年开始布局物流地产。据 Wind 资讯显示, 自 2015 年至 2017 年, 并购方万科在全国各地至少拿下了 17 宗仓储物流用地, 总建筑面积约 154 万平方米。此次跨国并购, 在持股比例方面, 万科集团占股 21.4%、厚朴投资占股 21.3%、高瓴资本占股 21.2%、中银集团投资有限公司占股 15%、普洛斯管理层占股 21.2%。被并购方: 普洛斯 (GLP) 是新加坡物流业巨头, 智通财经查阅资料后发现, 截至 2017 年 3 月 31 日, 普洛斯业务发展到了中国、日本、美国和巴西 116 个主要城市, 拥有并管理约 5492 万平方米物流基础设施, 管理价值近 400 亿美元物流资产。在中国, 普洛斯有园区 252 个, 分布在 38 个主要城市, 物业总面积 2870 万方, 其中, 完工物业 1750 万平米, 计划开发 1120 万平米, 土地储备 1190 万平米。

1 研究方法

本文将对跨国并购财务绩效进行短期绩效和长期绩效研究, 分别采用事件研究法和会计指标法。

1.1 万科企业并购短期绩效

短期绩效研究选取 2017 年 7 月 14 日公告日作为并购事件日, 基于 ESM 选取前后 10 天为事件窗口期, 即 2017 年 6 月 29 日至 2017 年 7 月 28 日。为了使市场模型参数可以说明真实股价

变动, 并且估计结果比较稳定, 选择窗口期前 240 天为事件估计期, 即 2016 年 7 月 4 日至 2017 年 6 月 28 日 (所选时间剔除该段时间内非交易日)。

市场模型收益率设定基于 Capital Asset Pricing Model 简称 CAPM, 如公式 1。

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im} (E(r_m) - r_f) \quad (1)$$

其中, $E(r_i)$ 是资产 i 预期回报率, r_f 是无风险利率, β_{im} 是 [[Beta 系数]], 即资产 i 系统性风险, $E(r_m)$ 是市场 m 预期市场回报率。

根据 CAPM, 在本案例中, 使用 R_t^* 为第 t 日预期回报率, R_t 为第 t 日实际回报率, β 为回归方程系数 (表示该股票对市场收益率敏感程度), α 表示整个期间无法由市场来解释平均收益率, R_m 为第 t 日市场收益率 (由沪深 300 指数计算所得)。使用 SPSS26.0 进行回归分析, 并对 CAR_t 进行单样本检验。

1.2 万科企业并购长期绩效

本文使用 AIA, 结合由国务院国资委统计评价局制定《企业绩效评价标准值》中相关会计指标, 从初步统计 148 个财务相关指标中筛选出 14 个指标组成并购绩效会计指标体系, 0peprfPS 每股营业利润 (元/股) X1; ROE 净资产收益率 (摊薄) (%) X2; EBITTOR 息税前利润 / 营业总收入 (%) X3; EBITDA 息税折旧摊销前利润 X4; Totprfcosttrt 成本费用利润率 (%) X5; Susgrrt 可持续增长率 (%) X6; Salesevcash 销售商品劳务收入现金 (元) X7; Netprf 净利润 (元) X8; NetprfCut 扣除非经常性损

益后净利润(元)X9; NAPS 每股净资产(元/股)X10; Finexprt 财务费用率(%)X11; OperaInc3GrRt 营业收入3年复合增长率X12; Pdcostrt 销售期间费用率(%)X13; NetProfShareGrRt 归属母公司股东净利润3年复合增长率X14。根据会计指标体系,选取2015年7月至2020年4季度数据进行PCA。为消除各指标量纲不同影响,同时不会改变数据之间相互关系,使数据具有可比性,本文选择选择SPSS26.0Z-score方法进行数据预处理。

2 结果与讨论

2.1 万科企业并购短期绩效

对事件估计期数据使用SPSS26.0进行回归分析,得出方程2。

$$R_t = -0.000146 + 0.344204R_{t-1} \quad (2)$$

利用方程2计算 R_{t-1} ,进而计算超额收益率和累计超额收益率(计算方法为公式3和4)。

$$AR_t = R_t - R_{t-1} \quad (3)$$

在万科宣告并购GLP公司前后10日里,万科 AR_t & CAR_t 值一直处于波动状态,而且,波动幅度较大。在宣告并购后, AR_t 值出现两次峰值,并购后第二日和并购后第四日,最后呈现一个缓慢上升水平。由此可以认为,市场对于万科此次并购持积极态度。与此同时,万科并购GLP公司前10日 CAR_t 值大多均为负值,并在宣告后第二日达到了高值,为1.5%,且并购宣布后第二到第四天都为正值,在并购宣布后第九天达到最低值(-8.19%)。据智通财经,当天中午,万科在深港两市双双发布停牌公告,称因发生对股价可能产生较大影响、没有公开披露重大事项,经公司申请,公司股票自2017年7月14日下午13:00起停牌,待公司刊登相关公告后复牌。截至午间收盘,万科企业收盘价23.20港元,涨幅2.43%。因此,我们可以认为市场对于此次并购持积极态度,与对 AR_t 分析结果一致。为了确定万科 CAR_t 变动是由宣告并购这一事件引起,对 CAR_t 进行One-Sample Test,在95%置信水平下即 $p < 0.05$,说明数据通过T检验。可以认为万科股价波动是由宣告并购引起。

2.2 万科企业并购长期绩效

对原始数据标准化后,进行主成分分析,可知, $KMO=0.755$,大于0.7; Bartlett 检验P值为0.000($p < 0.05$)。KMO和Bartlett 检验结果表明:此案例适合进行主成分分析。主成分分析共提取出3个主成分F1、F2和F3,总特征值为14。前3个公共因子累计方差贡献率依旧为92.963%,但是各因素方差贡献发生改变,这只是为了因子更易于解释,总体没有差别。该指标高于70%,说明提取3项公共因子表达效果特别好。

由于未旋转成分载荷矩阵无法清楚地看出每个变量到底应该归属于哪个因子,所以本文选择旋转成分载荷矩阵。由数据可知: X1-X9标准化数值关于成分1负荷量高,聚成第一成分ZF1; X10-X12标准化数值关于成分2负荷量高,聚成第二成分ZF2; X10-X12标准化数值关于成分3负荷量高,聚成第三成分ZF3。根据原始变量各指标所属能力方面,可进行如下汇总: ZF1体现了长期获利能力,即结合盈利能力和资产管理能力,评估企业是否能有效维持收益; ZF2体现了长期运营能力,即企业良好发展不仅与每股净资产有关,还与财务费用率有关; ZF3体现了长期发展能力,即企业成长能力能否随时间而稳定维持一定水平。

结合得到各成分表达式(以ZF1为例):

$$\begin{aligned} ZF1 = & ZX1*0.177 + ZX2*0.11 + ZX3*-0.003 + ZX4*0.181 \\ & + ZX5*0.011 + ZX6*0.084 + ZX7*0.134 + ZX8*0.178 \\ & + ZX9*0.179 + ZX10*0.13 + ZX11*0.043 + ZX12*- \\ & 0.169 + ZX13*0.15 + ZX14*-0.152 \end{aligned} \quad (5)$$

其中, $ZX_i (i=1, 2, \dots, 14)$ 表示对原始变量标准化后数据。经计算,企业财务绩效综合评分为:

$$ZF = (ZF1*67.344 + ZF2*18.435 + ZF3*7.184) / 92.963 \quad (6)$$

根据主成分分析结果,得到万科2015年7月-2020年4月各季度并购财务绩效综合得分和各主成分得分趋势图。

分析可发现,观察期内,企业获利能力和企业运营能力是影响并购财务绩效最主要因素,即万科并购财务绩效综合得分ZF和ZF1、ZF2变化趋势相似(ZF1最为相似)。但是ZF3变化趋势却截然不同,出现两次最低低谷情况。反映获利能力ZF1在图中几乎与财务绩效ZF有极大重叠性。这表明:财务绩效大小很大程度上取决于企业获利能力,这也是在有些研究中,学者直接以获利能力指标度量财务绩效原因。在跨国并购发布公告后,获利能力增长速度改变。说明万科通过跨国并购对于获利能力影响很重要,进而对财务绩效产生影响。反映运营能力ZF2具有明显季节性,在每年第一季度处于最高值,在第四季度处于最低值。这种差异化在发生跨国并购后更明显,这表明:跨国并购后,管理层会更注重收购后资源配置,对企业内资产等进行重新分配,合理利用投资。当然,相对于财务绩效而言,运营能力变化趋势略有滞后性。但是,整体趋势上也呈现上升趋势,说明万科通过跨国并购在很大程度上提升了运营能力^[2]。反映发展能力ZF3在考察期初期,出现大幅度波动。但在并购发生后明显提升,说明万科通过跨国并购在一定程度上提升了发展能力。跨国并购改善了万科长期获利能力、长期运营能力和长期发展能力,进而改善了长期财务绩效。这表明:跨国并购在某种程度上会对企业长期业绩起到促进作用,但是这种促进作用维持程度有待商榷。

3 结论

本文结论:第一,利用CAPM模型借助 AR_t 、 CAR_t 指标,发现:市场对于此次跨国并购持积极态度,即短期财务绩效可以得到提升;第二,利用PCA借助长期获利能力ZF1、长期运营能力ZF2和长期发展能力ZF3得到ZF评分代表跨国并购财务绩效,发现:长期财务绩效在跨国并购发生后可以得到提升。因此,不论是短期财务绩效,还是长期财务绩效,跨国并购都起到促进作用。即跨国并购事件对并购方企业财务绩效为正向影响。随着中国政府对国内企业“走出去”战略支持,国内企业在跨国并购前需要考虑以下三点,便于改变当前中国跨国并购市场萎靡现象。第一,在考虑国内政策同时,对于被并购方所在国家政府政策需要同步关注;第二,对于被并购方企业文化是否需要同化;第三,企业当前经济能力不足支付并购金额时,需要对借款举债等方法进行并购方案进行可行性分析,尽职调查需要全面。第四,需要时刻关注企业所在行业市场动向。在企业发展过程中,根据客户需求来确定供给,会更有利于企业长期发展。

参考文献:

- [1] 丁祖昱. 做大做强——评万科参与并购普洛斯[J]. 沪港经济, 2017(8): 84-85.
- [2] 齐潇湘. D公司并购S公司案例分析——基于事件研究法和会计指标分析法[J]. 当代会计, 2019(2): 2.