

# 基于事件研究法的引入战略投资者分析 ——以山西汾酒为例

李晓嵘,段俊玲

(河北地质大学,河北 石家庄 050000)

**摘要:**本文以引入战略投资者对上市公司的市场绩效作用为指导,以山西汾酒为研究对象,基于事件研究法探求2018年山西汾酒引入战略投资者事件对其市场绩效的影响。结果显示:山西汾酒引入战略投资者在短期内市场绩效呈消极影响,长期来看具有积极影响。

**关键词:**山西汾酒;引入战略投资者;事件研究法;市场绩效

**【DOI】**10.12231/j.issn.1000-8772.2022.07.154

## 1 引言

2017年起,山西国资委积极引导地方国企进行混合所有制改革。我国国企混改的实现路径主要从微观角度进行,分为内外部两个方面,外部实现路径包括并购重组、引入战略投资者和改制上市;内部实现路径包括员工持股计划。山西汾酒选择了引入战略投资者的方式,实现“国企+央企”的改革模式。

1999年7月发布的《关于进一步完善股票发行方式的通知》中首次提到了战略投资者的概念。简单来讲,战略投资者是指具有资金技术管理市场人才优势,能够促进产业结构升级,增强企业核心竞争力和创新能力,拓展企业产品市场占有率,致力于长期投资合作,谋求获得长期利益和回报和企业可持续发展的境内外大企业、大集团。

## 2 汾酒引入战略投资者简介及过程

### 2.1 相关方简介

山西杏花村汾酒集团有限责任公司(简称“汾酒集团”)是一家知名的白酒国企,拥有22个分子公司,产业链包括汾酒、竹叶青酒和系列酒的开发、酿造、检验以及销售等涉及公司主营业务的上下游环节。山西汾酒是其全资子公司,于1993年在上海证券交易所上市。

华创鑫睿(香港)有限公司(简称“华创鑫睿”)是一家华润创业于2017年12月专门设立用于战略投资的新公司。华润创业成立于20世纪90年代末,经营领域一直以生活消费(啤酒、食品和饮品)为主,业务范围主要包括中国内地及香港地区,此次与汾酒战略合作也是有意发展白酒领域。

### 2.2 案例过程

山西汾酒于2018年1月20日发布停牌公告,宣布控股股东汾酒集团正式筹划重大事项,申请1月22日起正式停牌。2018年2月2日,公告表示汾酒集团向华润方面转让股份的相关框架与沟通已基本完成,公司将于2月5日复牌。同年2月3日,汾酒与华润创业等相关公司签署了股份转让以及战略合作协议,汾酒集团以协议转让的方式将其持有总股本的11.45%转让给华创鑫睿(华润集

团旗下公司)。

## 3 基于事件研究法的汾酒引入战略投资者具体应用

山西汾酒于2018年引入战略投资者,这一具有重大影响力的经济事件获得了资本市场的广泛关注,公告发布后,投资者会对该事件做出迅速反应,汾酒的股价也会随之波动。本文基于市场有效性假设,采用事件研究法对山西汾酒引入战投前后的市场绩效进行分析,从短期(CAR)、长期(BHAR)两方面考察这一事件产生的具体影响。

### 3.1 基础数据来源

数据主要从巨潮资讯网、国泰安以及同花顺获得,基础数据分析主要运用到个股股票价格数据以及个股所在的市场指数数据,将山西汾酒的日交易指标数据和上海证券交易所综合指数作为基础数据。

### 3.2 事件研究法主要步骤

事件研究法基于有效市场假设,对于分析山西汾酒引入“华创鑫睿”的市场绩效,判断市场反应,具有较好的适应性,具体步骤如下(主要针对CAR):

#### 3.2.1 明确事件日、窗口期;

3.2.2 计算山西汾酒个股实际收益率、上海证券交易所综合指数收益率;

#### 3.2.3 利用市场模型计算预期收益率;

3.2.4 计算超额收益率、超额累计收益率,作趋势图并对此进行分析。

### 3.3 从短期对市场绩效分析

#### 3.3.1 明确事件日、窗口期

山西汾酒于2018年2月3日引入战投,这天即为事件日。窗口期是指事件相关信息对市场参与者造成影响的时期。窗口期包括事件窗口期和估计窗口期。

(1) 事件窗口期:选取事件发生日前后10天( $[-10, 10]$ ),汾酒集团于2018年2月3日与华创鑫睿签署了股份转让协议,因这天为非交易日,所以将事件日后的第一个交易日2018年2月5日设为零时点,以 $[2018/01/08, 2018/02/26]$ 作为事件窗口期。

(2)估计期:为了计算正常收益率,选择企业不受被研究事件影响的期间,

选取了停牌前的 121 个交易日,以[2017/06/29,2017/12/21]作为估计期。

### 3.3.2 计算山西汾酒实际收益率和上证综合指数收益率

首先从巨潮资讯网获得山西汾酒个股以及上证综合收盘指数,通过公式(1)、(2)计算得出考虑现金红利再投资的个股回报率(实际收益率)为  $R_{it}$ ,指数收益率为  $R_{mt}$ 。

$$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1} \quad (1)$$

$$R_{mt} = (P_{mt} - P_{mt-1}) / P_{mt-1} \quad (2)$$

$P_{it}/P_{it-1}$ : 山西汾酒第  $t/t-1$  天的股票收盘价; $P_{mt}/P_{mt-1}$ : 上证综合指数第  $t/t-1$  天的收盘价。

### 3.3.3 利用市场模型计算预期收益率

选用市场模型计算预期收益,市场模型假设个股收益和市场指数收益之间存在一定的线性关系。估计期的个股实际收益率和指数收益率关系通过 Stata 最小二乘法进行回归分析。

根据公式  $R_{it} = \alpha + \beta R_{mt}$ , 经过 Stata 进行回归分析得出  $\alpha = 0.0041$ , 相关系数  $\beta = 1.326059$ , 得到回归函数表达式为:  $R_{it} = 1.326059 R_{mt} + 0.0041$ 。通过回归拟合分析,山西汾酒的实际收益率和市场收益率的拟合程度为 7.25%, 表明在窗口期内山西汾酒个股指数受到上证所指数的影响不大, 大体走向保持一致。通过将  $\alpha$  和  $\beta$  带入公式(3)可以得到这段区间的正常收益率, 即山西汾酒预期收益率。

$$R_{it} = \alpha + \beta \times R_{mt} + \varepsilon \quad (3)$$

### 3.3.4 计算超额收益率、超额累计收益率

通过公式(4)、(5)计算得到超额收益率(AR)和超额累计收益率(CAR),在不影响研究结果的前提下保留六位小数。这两个指标反映了山西汾酒这一经济事件对市场绩效的短期影响。

$$AR_{it} = R_{it} - R_{it}^e \quad (4)$$

$$CAR = \sum_{i=1}^{10} AR_{it} \quad (5)$$

经计算,山西汾酒引入战略投资者这一事件窗口期的超额收益率如表 1。

如表 1, 山西汾酒在事件日之前,于 2018 年 1 月 18 日超额累计收益率达到最大值 0.043703。山西汾酒引入战略投资者后,其超额累计收益率在复牌当天下降至 -0.075215,降低了 2.72 倍,接连几天其超额累计收益率都为负值,并于 2018 年 2 月 6 日降至窗口期最低值,为 -0.134920。

图 1 中蓝线代表汾酒超额收益率 AR,红线代表汾酒超额累计收益率 CAR。看图发现:AR 为负时,CAR 会下

表 1 山西汾酒引入“华创鑫睿”事件期内 AR 与 CAR

Date	Dif	AR	CAR	Date	Dif	AR	CAR
01/08	-10	-0.029680	-0.029680	02/06	1	-0.059706	-0.134920
01/09	-9	0.025562	-0.004119	02/07	2	0.004200	-0.130720
01/10	-8	-0.008196	-0.012315	02/08	3	0.041855	-0.088865
01/11	-7	-0.008676	-0.020990	02/09	4	0.064390	-0.024475
01/12	-6	0.001128	-0.019862	02/12	5	0.041181	0.016707
01/15	-5	0.036932	0.017070	02/13	6	0.007514	0.024221
01/16	-4	0.021470	0.038539	02/14	7	-0.015286	0.008935
01/17	-3	-0.039185	-0.000646	02/22	8	-0.025341	-0.016407
01/18	-2	0.044349	0.043703	02/23	9	-0.029038	-0.045445
01/19	-1	-0.005113	0.038590	02/26	10	-0.039265	-0.084709
02/05	0	-0.113804	-0.075215				

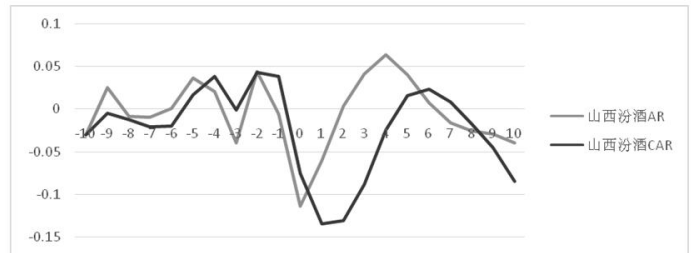


图 1 山西汾酒事件期超额收益率与超额累计收益率趋势图

降,这表明这天市场对于汾酒事件的反应较差;反之表明这天的市场反应较好。2月3日公告发布之前,汾酒的 AR 整体保持平稳状态;公告发布后,汾酒在复牌当天股价跌幅 10 个百分点左右,AR 和 CAR 出现了窗口期最低值。表明此时市场对这一经济事件的不看好。

山西汾酒 2018 年 2 月 3 日宣布引入战略投资者,汾酒的超额(累计)收益率于 3 日至 5 日之间迅速波动,7 日超额收益率开始有所缓解,出现了正值,此后一周超额收益率都为正数,超额累计收益率逐步上升,波动趋势与超额收益率大体一致,表明市场对这一经济事件带来的不利影响逐渐缓解。但是从总体上看,汾酒引入战略投资者产生的短期市场反应是消极的,投资者并不看好这一经济事件将会给企业带来的发展前景,对其引入华创鑫睿整体上持保守态度。

### 3.4 从长期对市场绩效分析

运用事件研究法中的 BHAR 对山西汾酒引入战略投资者进行长期市场绩效分析,公式如下:

$$BHAR_{it} = \prod_{t=1}^T (1 + R_{it}) - \prod_{t=1}^T [1 + E(R_{it})] \quad (6)$$

其中,  $T$  代表考察的时间范围; $R_{it}$  表示样本在  $t$  月时的股票收益率; $E(R_{it})$  代表  $t$  月时样本股票月份期望收益率。

本文选择从事件发生月起 36 个月内山西汾酒个股收益率和上证 A 股的月市场收益率计算 BHAR, 以此研究长期市场绩效。

如图 2,山西汾酒引入战略投资者当月(2018 年 2 月)

BHAR 为负值,可见当下事件发生时的市场反应态度消极,但是从4月开始有所缓解,当年11月再次陷入低迷,出现了窗口期最低值,从2019年3月开始BHAR值转为正数并逐步提升,说明从长远来看市场对山西汾酒这一经济事件呈积极态度。

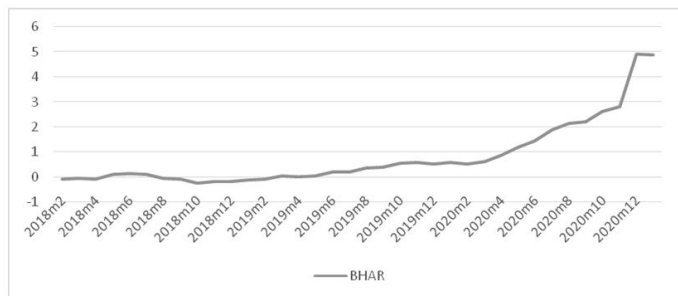


图2 山西汾酒 BHAR 趋势图

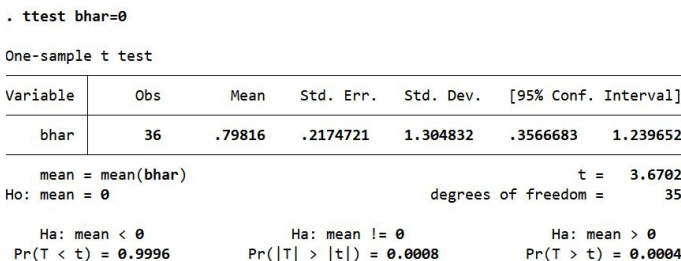


图3 山西汾酒 BHAR 单个样本 T 检验

图3可知,通过Stata对样本BHAR的T检验,在36个窗口期内,BHAR的均值为0.80,t值为3.6702,P值=0.0008<0.05,BHAR在1%的水平上显著大于0,验证了市场对该事件的积极反应。

#### 4 结论与启示

##### 4.1 结论

本文选取在引入战略投资者方面具有代表性的山西汾酒,对其引入战投对市场绩效的影响进行研究。研究发现:对于山西汾酒的市场绩效而言,短期内具有消极影响,但随着汾酒发展以及与华润方面合作的不断深入,市场对汾酒引入战投这一事件的消极态度逐渐缓和;从长期来看,市场在长期内对这一事件呈积极态度。

##### 4.2 启示

###### 4.2.1 合理选择合作对象

企业应该合理评估自身能力,选择合适的引入战略投资者对象。在合作之前应充分了解合作对象的信息,从各方渠道获取预期合作对象的情况,不能仅限于企业在财务报表中公开披露的部分,目光放长远。

###### 4.2.2 积极进行资源整合

山西汾酒引入华润之前就对如何实现资源整合、发挥协同效应等方面进行了沟通,引入之后,双方在深入合作过程中,建立了战略合作工坊、成立了战略合作委员会,双方通过不断地沟通达成一致并付诸实践。

##### 4.2.3 积极完善公司治理

双方针对汾酒的董事会进行了调整,华润方面提名了公司内的专业人员来协助山西汾酒实现公司治理的现代化,通过人员部署,华润全面参与到汾酒内部的管理中以协助汾酒实现公司治理能力的提升,同时还将股权激励作为公司治理的推进剂。

##### 4.2.4 积极推进渠道整合

首先汾酒加强了与华润啤酒终端方面的合作,其次是华润创业旗下的华润万家、怡宝矿泉水,特别是华润万家在香港的渠道,也开始与汾酒中高端产品展开合作。双方的渠道合作制定了详细的实施措施,合作的方针由点到面、由南向北展开。

#### 参考文献

- [1]林雄凯.舍得酒业引入战略投资者进行混改的效果分析[D].江西财经大学,2021.
- [2]张凡.战略投资者引入对新零售企业绩效影响[D].安徽财经大学,2021.
- [3]陈旭.基于事件研究法的企业并购绩效研究——以阿里巴巴并购饿了么为例[J].时代经贸,2020(16):68-69.
- [4]王彤.国企混改中引入战略投资者对财务绩效的影响研究[D].云南财经大学,2020.
- [5]白雪.基于混合所有制改革的山西汾酒财务绩效研究[D].哈尔滨商业大学,2020.
- [6]廖鹏程.事件时间法中CAR和BHAR的比较[J].商,2012(21):131.

作者简介:李晓嵘(1998.8-),女,汉族,山西省晋中市人,河北地质大学本科学历,硕士在读,研究方向:财务管理。

段俊玲(1997.12-),女,汉族,山东省德州市人,河北地质大学本科学历,硕士在读,研究方向:财务管理。