

我国上市公司管理层收购的财富效应分析

徐永林 叶南峰

摘 要：管理层收购在中国正处于积极探索实施过程中，对其所产生的作用和效果学术界莫衷一是。政府的政策也是左右不定。通过对国内上市公司管理层收购的实证分析，可以发现目前已实施管理层收购的上市企业并未给公司股东带来明显的财富效应。这种情况由多种原因造成，其中管理层持股比例相对不足是一个非常重要的原因。

关键词：管理层收购；激励效应；财富效应

中图分类号：F276.6 **文献标识码：**A **文章编号：**1006-1894(2006)06-0039-05

一、管理层收购的背景

管理层收购(Management Buyouts, 以下简称MBO)是20世纪80年代在欧美国家出现的一种企业收购方式,它是指公司的管理层利用高负债融资来购买全部或绝大部分公司股权,达到控制公司的目的。管理层收购通常发生于管理层为了实现自身长远的经营战略或为了抵御外来的收购或认为企业价值被低估等情况下。西方MBO实践证明,MBO在降低代理成本、改善企业产权结构、激励内部人积极性等方面起到了积极作用,因而得到了较为广泛的发展,成为西方国家在公司产权结构与法人治理结构领域的重大变革。

伴随国有经济战略性重组引发的国有企业产权主体多元化以及国有资产管理体制的改革,管理层收购在中国风起云涌。但由于政策面的不明朗,加之实际运作中在融资等方面确实存在诸多障碍,因此国内企业的管理层收购大多遮遮掩掩,若隐若现。由于MBO实施过程中涉及到国有资产转让等敏感问题,为此,2002年12月1日国家颁布了《上市公司收购管理办法》对MBO予以调控和规范,2003年12月后国资委先后颁布了《关于规范国有企业改制工作的意见》和《企业国有产权转让管理暂行办法》,为规范国有产权转让行为及MBO作出了若干原则性和操作性的规定。2005年4月14日,国务院国资委、财政部又联合发布了《企业国有产权向管理层转让暂行规定》,明确规定,大型国有及国有控股企业所

属上市公司的国有股权不向管理层转让。而大型企业的界定标准按照《关于印发中小企业标准暂行规定的通知》和《统计上大中小型企业划分办法(暂行)》。但2006年2月国资委再次发布了《关于进一步规范国有企业改制工作的实施意见》对8个月前发布的暂行规定解禁。在MBO实际操作中企业和政府双方的行为都表明,相对于西方相对成熟的市场环境,我国的市场体系仍不完善,法律规范也不完善,MBO在我国的实践过程仍处于探索阶段,在这个过程中必然会出现不同程度的异化(偏离这一机制设计的初衷),因此MBO在我国的开展仍将招致许多争议和面临反复。

从欧美等国的理论和实践看,MBO有利于促进公司管理和激励机制、改善公司治理结构。但因为国内的管理层收购和国外在收购方式、定价、收购的股权比例、融资方式等各方面都有较大的不同,因此国内的管理层收购能否给股东带来财富以及能否真正提高上市公司的经营绩效尚难有定论。财富效应是指在管理层收购给股东带来的财富,通常表现是在公告日前后持有该公司的股票可以得到一个超出该股票预期正常收益的一个超额收益。国外的研究表明,在公告日前后各20天的时期内,去除市场总体变动因素后的目标公司股东收益约超过20%,为持有股票的股东带来了较大的财富效应。现在在理论上单纯争论管理层收购是否有利很难讲清楚,实际检验我国管理层收购是否带来财富效应显得很有必要。

二. 管理层收购的股东财富效应分析

1. 样本公司及公告日选择 样本公司的选择:由于本文研究的主要是管理层收购股权激励效应,因此用广义的概念来定义管理层收购,即包括上市公司的管理层、内部员工

表1 我国管理层收购样本公司概况

目标公司	转让日期	转让份额	转让股数	定价	转让方式	受让方资金来源
粤美的(000527)	2001.1.19	14.94%	72430331	3.00	协议买卖	自筹
方大 A(000055)	2001.6.28	16.50%	160392000	3.28	协议买卖	自筹
	2001.9.29	3.75%	39405000	3.55	协议买卖	自筹
		15.89%	145104960	3.08	协议买卖	自筹
丽珠集团(000513)	2001.9.25	9.50%	不明	不明	法院裁定	不明
佛塑股份(000973)	2002.9.6	29.46%	110024400	2.95	协议买卖	自筹
胜利股份(000407)	2002.9.17	17.65%	43411076	2.24	协议买卖	注册资本金
大众公用(600635)	1997.5.5	20.08%	26000000	4.30	协议买卖	自筹
天目药业(600671)	2000.6.28	30.16%	36728911	不明	公司改组	不明
宇通客车(600066)	2001.6.21	17.19%	23500000	不明	协议买卖	自筹
洞庭水殖(600257)	2002.10.10	17.07%	12458000	5.75	协议买卖	自筹
永鼎光缆(600105)	2002.4.5	49.86%	124460462	不明	股东改制	不明
武昌鱼(600275)	2002.6.13	20.01%	66036800	3.03	协议买卖	不明
特变电工(600089)	2002.9.25	13.92%	36126760	不明	协议买卖	自有资金
鄂尔多斯(600295)	2002.10.16	43.80%	452000000	1.77	股东改制	不明
维科精华(600152)	2002.10.29	8.82%	不明	不明	不明	不明
宁波富邦(600768)	2002.11.5	22.00%	20448000	1.60	合并吸收	不明
红豆股份(600400)	2002.11.19	70.28%	126155402	不明	股东改制	不明

或由其组建的法人实体,收购了一定比例的上市公司的股权,相对控制了上市公司的经营。公告日的选择条件为:(1)以收购信息提醒日为基准;(2)若无收购信息提醒日,则选第一次公告MBO相关内容的日期;(3)若存在多次公告的情况,选择第一次公告日。

2. 实证分析 本文采用金融分析中国际通用的事件分析法来验证16家上市公司管理层收购的价格效应,并以此检验管理层收购的市场反应及相关的股东收益。

以上市公司MBO首次公告日为中心,定义为第0天,前t天为第-t天,后t天为第t天。计算步骤为:

(1) 事件期内每家公司每天的正常收益率($\hat{R}_{it}$)。正常收益率是指如果事件不发生的话预计可以得到的收益率,其衡量方法有两种:市场调整法和市场模型法。其中,市场调整法假设市场指数的收益率就是每只股票在事件期内当天的正常收益率。市场模型法则根据证券资产定价的理论模型(例如CAPM模型)来计算正常收益率。用大盘指数的收益率作为正常收益率最简单、直观,当然也存在一定的问题。比如,不同公司所处的行业不同,有的公司股价增长一贯很快,能够超越大盘,因此即使这些公司在考察期内的收益率超越大盘,也不能肯定有异动发生。但市场模型的应用有严格的使用前提,那就是证券市场的有效性。如果证券市场不是有效率的,那么,单只股票的收益率与市场指数的收益率之间的线性关系就很难成立。虽然一些学者研究认为中国股市已达弱式有效,但吴世农(1996)指出,股票市场的发育是一个长期的过程,由于我国股市发育时间不长,信息的完整性、分布均匀性和时效性与发达国家还存在较大差距,股价容易受人为因素操纵,所以他对中国股市已达弱式有效的结论提出质疑。笔者就其中的一些股票用CAPM模型作了回归分析,发现其中较多的股票的线性关系不显著。所以,笔者用市场指数的收益率作为正常收益率。

我们用每一个交易日的个股收盘价及其所在市场的收盘指数(上证指数或深证综指),来计算相应的每日个股和市场收益率。 $R_{mt} = \ln p_{mt+1} - \ln p_{mt}$, $R_{it} = \ln p_{it+1} - \ln(\frac{p_{it} + n_2 p_{i2} - d}{1 + n_1 + n_2 + n_3})$ 其中, p_{mt+1} , p_{mt} 分别为股票所在大盘在t+1和t个交易日的收盘指数; p_{it+1} , p_{it} 分别为股票i在t+1和t个交易日的收盘价。这里我们用连续复利的形式来计算 R_{mt} 和 R_{it} 。计算个股的收益率的时候,我们考虑了在股票除权日送股、配股、转股、以及派现对股价的影响。 n_1 为送红股比例, n_2 为配股比例, n_3 为转股比例, p_{i2} 为配股价, d 为现金股利。

(2) 每家公司每天的异常收益 AR_{it} , 即每家公司当天的实际收益率减去正常收益率, 异常收益率 $AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it}$ 。

(3) 对事件期内每天各公司的异常收益求平均数, 即得该样本公司当天的平均异常收益为 $\overline{AR_{it}} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}$ 。

(4) 将事件期内每天的平均异常收益率 $\overline{AR_{it}}$ 进行求和, 得到累计平均异常收益 $CAR_{t1t2} = \sum_{t=t_1}^{t_2} \overline{AR_{it}}$ 。 CAR_{t1t2} 表示在 (t_1, t_2) 事件期内上市公司MBO对流通股股东带来的财富效应, 也就是该期间MBO给流通股股东带来的超过市场平均收益的利润率。

根据以上的公式我们计算了管理层收购事件带来的平均异常收益率和累计平均异常收益率, 并进行了显著性检验, 结果如表2。

表2 MBO 事件的收益率检验

事件窗口		t	Sig. (2-tailed)	Mean Difference
$\overline{AR}_{it}$	t=-1	2.045	.059	.6593%
	t=0	-.925	.370	-.3876%
	t=1	1.384	.187	.3442%
CAR_{it2}	(-1,1)	1.330	.204	.6165%
	(-2,2)	1.520	.149	.6069%
	(-20,20)	-1.061	.306	-4.7165%

注: 只有 $\overline{AR}_{it}^{t=-1}$ 通过了0.1水平的显著性检验。

表2总结了MBO公告日前后的平均异常收益率和累积平均异常收益率的统计结果。结果显示:

(1) 在公告日, 日平均异常收益率为-0.3876%, 但是没有通过至少是0.1水平的显著性检验。在公告当日MBO事件并没有为投资者带来异常收益。

(2) 在公告前一日, 日平均异常收益率为0.6593%, 并通过了0.1水平的显著性检验; 在公告后一日, 日平均异常收益率为0.3442%, 但是没有通过至少是0.1水平的显著性检验。在公告前后(-1, 1)日的区间中, 累积平均异常收益率为0.6165%; 在公告日前后(-2, 2)的区间中, 累积平均异常收益率为0.6069%, 但是没有通过至少是0.1水平的显著性检验。上述统计结果表明, 尽管在公告前一日有异常收益, 但总体上市场对MBO事件并不存在短期利好反应。MBO事件的这一结果, 同国外相应的LBO和MBO事件研究的结论是不一致。如Lehn and Poulsen发现在区间(-1, 1)中存在一个统计上显著的累积平均异常收益率(16.3%), Bae and Simet发现区间(-1, 0)内, 实施MBO公司的股东获得了一个正的累积平均异常收益率(11.95%)。

(3) 公告日前后(-20, 20)日中, 累积平均异常收益率为-4.7165%, 但是其没有通过至少是0.1水平的显著性检验。这表明MBO事件的累积平均异常收益在较长区间内也不存在。

三、结论分析

实践中我国上市公司MBO事件在公告日前后并不存在累积异常收益; 为什么我国MBO事件不存在累积异常收益? 可能的理由是:

1. 实证技术上的原因 首先, 我国证券市场的有效性不足, 从而不能用更精确的办法来计算样本公司的预期收益率; 其次, 我国MBO信息披露制度不规范, 难以确定真正的宣告日。大多数MBO样本公司并没有切实遵守信息披露的规定, 它们只是以一次公告的形式发布已完成有关股权转让的事实。我们知道从宣布收购到完成有一个过程, 对于普通投资者而言, 他们在宣布股权转让完成之前, 可能并不清楚已经开始收购的事实。但对一些知道内幕消息的人而言, 他们可能很早就已经知道开始收购的事实。因此, 在公告出来之后, 其财富效应可能在正式公告日之前就已经被消化掉了。

2. 我国MBO同西方真正意义上的MBO有本质区别 在西方国家中得到经验研究支持的代理成本效应和纳税优惠效应在中国可能并不存在。其一, 从纳税优惠效应看, 由于我国MBO并不收购公司的全部股权, 我国法律不允许以公司资产抵押融资收购本公司股权。

在实践中,由于通过管理层个人和其他变通方式为MBO进行融资,基本不涉及公司资产债务结构的变化,所以我国MBO不可能产生债务的纳税优惠效应,而可能因管理层迫于还款压力而提高公司分红水平的情况。红利必须在公司税后支付,从而使MBO后公司实际现金流出增加,公司财务出现困境,给其他股东造成损失(杜福胜和王奇,2002)。再从折旧增加带来的税收节省的角度看,由于我国MBO仅仅是公司部分股权的交易行为,而不是全面收购,因而并不涉及公司原有资产价值的调整。所以,也不存在折旧增加带来的税收节省。其二,从代理成本效应看,我国的管理层只收购部分股权,不像国外收购绝大部分股权。所以管理层很可能在MBO后可能获利的方式——努力工作以提高公司价值和以更高的价格变现或侵害公司中小股东和债权人利益之间进行权衡和比较。当变现或侵害公司中小股东和债权人利益所获得的收益大于努力工作所获得的收益时,管理层就极有可能在完成MBO以后进行投机,而不是努力工作提高公司经营绩效(王成慧和林静,2002)。这样,通过MBO提高我国上市公司治理效率的目的就难以实现。其实在管理层收购的看法上,一直存在“财富创造说”和“财富转移说”,从中国MBO目前的操作来看,更多地表现为财富转移型。此外,由于收购过程透明度的缺乏、操作的不规范等原因,可能导致资本市场普遍对上市公司MBO缺乏足够的信心。

(作者单位:上海对外贸易学院)



参考文献:

- [1] (美)斯蒂芬 A.罗斯等著,吴世农,沈艺峰译.公司理财[M].北京:机械工业出版社,2001.
- [2] 毛道维,蔡雷,任佩瑜.1999—2002年中国上市公司MBO实证研究[J].中国工业经济,2003,(10).
- [3] 陆满平.对企业实施MBO财务绩效的分析[N].国际金融报,2003-10-15.
- [4] 辛翌.我国管理层收购的股价效应分析[J].财经研究,2004,(7).
- [5] 益智.中国上市公司MBO的实证研究[J].财经研究,2003,(5).
- [6] 廖洪,张娟.我国上市公司MBO的财务绩效分析[J].审计研究,2004,(4).
- [7] 李曜.中国上市公司管理层收购效应的实证案例研究[J].上海财经大学学报,2004,(3).
- [8] 王苏生,彭小毛.管理层收购:杠杆收购及其在公司重组中的应用[M].北京:中国金融出版社,2004.
- [9] 马庆国.管理统计:数据获取、SPSS工具与应用研究[M].北京:科学出版社,2002.