

我国上市公司管理层收购的经营绩效分析

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。本文通过对国内上市公司管理层收购的实证分析，发现目前已实施管理层收购的上市企业并未给公司带来明显的经营绩效的改善。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；因子分析；经营绩效

中图分类号：F276.6 **文献标识码：**A **文章编号：**1006-1894(2007)05-0030-06

一、管理层收购及相关理论

管理层收购(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。管理层收购最初是管理者在企业所有人选择歇业时避免企业清盘和保护企业组织资本而采取的应急措施，而在现代融资渠道日益多样化，公司购并日趋频发情况下，管理层收购成为管理者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采取的一种安排。西方MBO实践也证明，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。

学者们对管理层收购的研究主要集中于管理层收购的内在原因和对公司经营改善作用的内在机理上。围绕管理层收购对公司经营的改善作用主要有代理成本理论和效率理论。

1. 管理层激励与代理成本效应 首先，人们认为，杠杆收购或管理层收购使管理人员持股增加，从而增加了他们提高业绩的激励。有些高收益的投资项目需要公司管理层付出巨大的努力，因此管理层只有在能够获得一定的收益时，才愿意实现此类投资项目。而上市公司与管理层签订的报酬协议往往不能提供足够的激励(Jensen 和 Murphy, 1988)。通过实施MBO，有助于满足管理层的报酬要求，从而促使那些高收益的投资项目得以实施。这种推理与另一种观点比较接近：来自敌意接管的威胁降低了管理人员和雇员进行企业专属人力资源投资的动力，通过实施MBO，可以保证这类投资的报酬。

其次，由于管理层和股东之间存在着信息不对称，如果股东很难获取有关经理层经营情况的真实信息或这种信息的成本过高，那么管理层可能被错误地撤换。在这种情况下，

管理层有可能为了保住自己的职位而低效率地利用公司资源。例如,在进行投资决策时,管理层并不选择收益最高的项目,而是选择比较容易引起外部人士注意的项目。在杠杆收购或管理层收购后,收购者持有大量目标公司股权,并直接参与公司经营,所有权和控制权重新结合,这将减少管理层和股东之间的信息不对称,降低代理成本。

最后,自由现金流量往往促使管理人员进行奢侈的支出,而不是把它返还给股东。如大量投资于低收益的投资项目(Stulz, 1990)。由于MBO会导致公司债务大量增加,可以迫使这些现金流量被用来偿还债务,这是支付股利的有效替换方式。相对于股利的发放来说,管理人员对于偿还债务的自由选择余地就比较少了。因此,债务的刚性约束可以限制管理层对自由现金流量的支配,从而降低自由现金流引致的代理成本(Jensen, 1986)。如果经理人员是风险厌恶型的,债务的增加也会给管理人员带来压力,并促使其加倍努力,以避免公司破产(因为破产会降低他们的报酬和人力资本的价值)。因此,管理层收购代表了一种债务约束行为,它促使管理人员接受新设定的目标。

2. 效率因素 该理论认为,上市公司在实施MBO后转为非上市公司,管理层不必向董事会汇报,决策效率更高,可以更快地改变战略,并且可以避免上市公司必须详细披露信息的义务,避免竞争对手利用披露信息的风险。但是这些观点很难检验,相关经验分析有待继续进行。

在我国管理层收购的历史并不长,从首次信息公开披露的角度来看,我国第一起上市公司MBO发生在1997年5月7日,大众出租公司发布公告,以协议方式一次性向上海大众企业管理有限责任公司转让所持有的上海浦东大众出租汽车股份有限公司法人股2600万股,占公司总股本的20.08%。其后,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生水起。2001年上半年,“粤美的”、“深圳方大”和“宇通客车”陆续发布向管理层成功转让股份的公告,还有近30家上市公司相继提出各种管理者持股计划。2002年证券市场上,胜利股份、佛塑股份、洞庭水殖、特变电工等几家上市公司明确宣布实行MBO,另外还有上百家上市公司正积极准备实施MBO方案等等。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,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的争议和面临反复。

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真正提高上市公司的经营绩效尚难有定论。因此本文通过选取反映公司经营绩效的财务指标,通过实证方法来验证我国实施管理层收购是否带来经营绩效的改善。

二、我国上市公司管理层收购的经营绩效分析

1. 指标的设定和参照公司的选取 我们以收购当年为 0 期,收购前一年为 -1 期,收购后一年为 1 期,收购后两年为 2 期。根据本文实证研究的需要,共选取了 5 个财务指标作为本文研究的起点(见表 1),同时为了消除行业、公司规模和管理层收购前业绩的影响,本文参考了李增泉等(2005),为每家样本公司依据以下标准和顺序为其选择一家参照公司(见表 2),并将样本公司的会计收益指标扣除其参照公司相应指标后的差值作为比较的基准:(1)与样本公司同行业(使用证监会的行业分类标准,以行业分类代码的前一位为准,第一位为 C 的以前两位为准);(2)管理层收购前一年的总资产处于样本公司的 25%~200% 范围之内;(3)相应会计指标(主要以净资产收益率为准)与样本公司在收购前一年最为接近。

表 1 所选指标的涵义

变量符号	指标名称	计算公式
X 1	净资产收益率	净利润 / 本期平均净资产
X 2	每股收益	净利润 / 普通股股数
X 3	主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入
X 4	总资产周转率	主营业务收入 / 本期平均总资产
X 5	总资产收益率	净利润 / 本期平均总资产

表 2 样本公司与参照公司

实施 MBO 的上市公司及实施公告日	未实施 MBO 的上市公司
粤美的 (000527) 2001. 01. 09	春兰股份 (600854)
方大 A (000055) 2001. 06. 20	北新建材 (000786)
丽珠集团 (000513) 2001. 09. 25	桂林集琦 (000750)
佛塑股份 (000973) 2002. 08. 01	宝硕股份 (600155)
胜利股份 (000407) 2002. 09. 17	大西洋 (600558)
大众公用 (600635) 1997. 05. 05	新潮实业 (600777)
天目药业 (600671) 2000. 06. 28	广济药业 (000952)
宇通客车 (600066) 2001. 6. 21	中通客车 (000957)
洞庭水殖 (600257) 2002. 02. 01	华龙集团 (600242)
永鼎光缆 (600105) 2002. 04. 05	上海邮通 (600680)
武昌鱼 (600275) 2002. 06. 13	中水渔业 (000798)
特变电工 (600089) 2002. 09. 26	华立科技 (600097)
鄂尔多斯 (600295) 2002. 10. 16	大连创业 (600233)
维科精华 (600152) 2002. 10. 29	深纺织 A (000045)
宁波富邦 (600768) 2002. 11. 04	鹏博士 (600804)
红豆股份 (600400) 2002. 11. 19	江苏吴中 (600200)

资料来源:根据巨潮资讯中历年上市公司公告整理

2. 方法设计 在进行实证研究中,我们选择了能够衡量企业收购前后经营业绩变化的多个财务指标作为分析的基础。但是因为每个指标都在不同程度上反映了所研究问题的某些信息,且各指标相互之间有一定的相关性,如果孤立地分析单个指标,在大样本多变量的情况下,不仅会增加计算量,还会增加我们分析问题的难度。因子分析是处理多变量数据的一种统计方法,其基本思想是从为数众多的可观测变量中概括和推论出少数互不相关的因子,用最少的因子来概括和解释大量的观测事实,从而建立起最简洁、最基本的概念系统,来解释事物之间的最本质的联系。本文采用因子分析法来分析管理层收购对经营绩效的影响。

3. 实证结果与分析 我们以所选样本公司 MBO 后 2 年的财务指标为个体进行因子分析的演示,其运行结果如下:

(1) 样本财务指标的相关性分析。从表3可以看出,除总资产周转率与其他指标之间相关性不大显著外,大部分指标间相关性较大,从总体上讲各个指标之间具有恰当的相关性,这与我们的预期基本一致,所选指标基本上能反映现阶段我国上市公司的经营情况。

表3 财务指标的相关系数矩阵

		X 1	X 2	X 3	X 4	X 5
Correlation	X 1	1.000	.843	.812	.219	.985
	X 2	.843	1.000	.611	.491	.854
	X 3	.812	.611	1.000	.087	.835
	X 4	.219	.491	.087	1.000	.206
	X 5	.985	.854	.835	.206	1.000

(2) 因子函数的确定。根据因子分析数学模型要求,进一步求出公共因子及其权重。软件会生成表4,即总方差解释。

表4 总方差解释

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	3.579	71.572	71.572	3.579	71.572Y	71Y
2	1.033	20.663	92.235	1.033	20.663	92
3	.285	5.703	97.938			
4	9.093E-02	1.819	99.756			
5	1.218E-02	.244	100.000			

Extraction Method: Principal Component Analysis.

表4显示的是按因子分析法求得的所选财务指标相关矩阵的特征值及其所对应向量的贡献率,其中最大的两个特征值分别为3.579和1.033,它们所对应的权重分别为0.7157和0.2066,所以在我们选取2个公共因子的情况下,它们的累计贡献率已达92.235%,已能反映所选指标的大部分信息。由此可得综合评价函数如下:

$$F_2 = 0.7157f_1 + 0.2066f_2$$

我们采用最小二乘法对因子得分函数进行了回归估计。

我们可以得到-1期、0期和1期的综合评价函数和他们的公共因子得分,从而算出他们的总的得分。

$$F_{-1}=0.4285f_1+0.3344f_2$$

$$F_0=0.4276f_1+0.3001f_2$$

$$F_1=0.5947f_1+0.1914f_2$$

(3) 配对检验。利用上面得出的综合评价函数以及公共因子得分,我们可以算出并购前一年、并购当年、并购后一年和并购后两年的总的得分,然后将收购公司在收购前后各相邻年份之间的经营绩效作配对检验,以检验收购活动对其企业的经营绩效是否存在影响。其运行结果见表5。

表5 相邻年份的配对检验

		Paired Differences	t	Sig. (2-tailed)
		Mean		
Pair 1	F0-F-1	9.108*10 ⁻⁷	.000	1.000
Pair 2	F1-F-1	2.835*10 ⁻⁷	.000	1.000
Pair 3	F2-F-1	9.829*10 ⁻⁷	.000	1.000
Pair 4	F1-F0	-6.273*10 ⁻⁷	.000	1.000
Pair 5	F2-F0	7.219*10 ⁻⁸	.000	1.000
Pair 6	F2-F1	6.994*10 ⁻⁷	.000	1.000

从上面的配对检验中可以看出,相对于收购前一年的业绩,其后3年的业绩都有提升,但是非常小,而且都没有超过至少0.1的显著性水平。收购后一年相对于收购当年的业绩甚至有滑坡,不过,在收购后第二年有所回升。从整体上说,我国的管理层收购并没有提升上市公司的经营业绩。

三、结论分析

从上述检验看,我国的管理层收购并没有提升上市公司的经营业绩,之所以得出这样的结果,从原因看可能有以下几个方面:

第一,中国的管理层收购无论是市场环境、公司自身的状况和管理层收购的具体操作形式都和发达国家有很大的不同。比如说我国的管理层只收购部分股权,不像外国收购绝大部分股权。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。只有当业绩的改进能够明显地体现在股价当中,从而使管理层手中的股票价值大于侵害中小股东利益带来的价值时,管理层才会努力工作以改善业绩。

第二,管理层收购有改善公司经营的效果,但可能还没有完全释放出来。我们研究的只有4年的数据,相对较短。管理层采取的业务重组和管理模式上的改进可能要等今后一段时间之后才可能慢慢发挥其作用,这有待于今后进一步的观察和研究。

第三,实证技术上的一些原因。判断一家公司的经营绩效并不是一件有客观标准的事,我们有很多的财务指标,每个指标都只能说明公司的一部分特征,而且这些指标之间又会有一些重复,所以在指标的选择上就可能出现一些偏颇。另外在参考公司的选择上也是如此,

基于合作博弈的上海与长三角地区物流产业发展模式研究*

仰 炬

摘 要:近年长三角地区持续物流热和各地“以港兴市”战略造成区域间物流产业发展相对封闭、各自为政、低价无序竞争,针对区域内物流企业规模较小、服务水平较低、物流成本较高等问题,本文在明确广义物流联盟概念基础上,运用博弈理论,建立合作博弈模型,导出博弈后的分配方案(Shapley 值)的计算公式,提出基于合作博弈的广义物流联盟是上海与长三角地区物流产业发展模式必然选择,最后就上海与长三角地区物流产业发展从政府层面、企业层面和中间层面给出对策建议。

关键词:物流产业;上海与长三角地区;合作博弈模型;广义物流联盟

中图分类号: F259.22 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894(2007)05-0035-05

* 基金项目:国家自然科学基金项目“非连续技术创新群体合作博弈及其演化研究”(编号:70471085)。

单独拿行业标准来衡量的话,就没有考虑企业规模和并购前业绩的影响,像本文这样拿单独一家公司作参考标准,也可能使得单家公司的选择变得非常关键。也许在收购前一年它是很有代表性的公司,但一年后它再作为标准就不合适了。还有就是样本数量和研究时间上还不足,这些需要以后的进一步研究。

(作者单位:上海对外贸易学院 中国农业银行宁波市分行)

参考文献:

- [1] 赵卫亚. 计量经济学教程[M]. 上海:上海财经大学出版社, 2003.
- [2] 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.
- [3] 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).
- [4] 王成慧,林静. 我国企业管理层收购应注意的若干问题[J]. 管理现代化, 2002, (4).
- [5] 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.
- [6] 张卫国,纪杰,葛春辉. 上市公司管理层收购(MBO)经营绩效实证分析[J]. 贵州财经学院学报, 2004, (6).
- [7] 益智. 中国上市公司 MBO 的实证研究[J]. 财经研究, 2003, (5).
- [8] 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).