我国上市公司管理层收购的绩效分析

崔华林　刘　晖

（东北财经大学工商管理学院　大连　116025　东北财经大学数学与数量经济学院　大连　116025）

【摘要】本文以我国2001～2007年32家实施管理层收购的上市公司为样本，采用因子分析方法实证分析管理层收购对上市公司经营绩效的长期影响。研究发现，实施管理层收购后上市公司的总体绩效有所提升，其主要原因是由于上市公司的规模显著扩大，但上市公司规模扩张的同时并没有取得预期的规模效益，总体上看上市公司的盈利能力反而在降低。

【关键词】管理层收购　绩效分析　规模效益　盈利能力

一、引言

管理层收购属于杠杆收购的一种特殊形式，它是指目标公司的管理层利用自筹或借贷所融资本购买本公司的股份，从而改变公司所有权结构、控制权结构和资产结构，达到重组本公司的目的并获得预期收益的一种收购行为。

在我国改革开放初期，一些自筹资金成立的民办企业一般都注册为集体企业，属于戴“红帽子”的假集体企业，这些民办集体企业在“摘帽子”的过程中广泛地采用管理层收购这种方式。20世纪90年代中后期，在国有企业”抓大放小”的改革进程中，管理层收购在我国进一步推行。但是直到1997年我国才出现第一例上市公司管理层收购：大众公司的管理层和员工联合对上市公司浦东大众实施管理层收购。此后，大型企业以及国有控股上市公司如海螺水泥、张裕A等开始频繁出现管理层收购的运作。

管理层收购作为一种产权制度改革的方式在我国产生并逐步推广，在一定程度上对解决国有企业“所有者虚置”以及拓宽国有资本从竞争性领域退出进行了有效的探索，尤其是在解决企业委托代理成本、健全对管理层的激励机制等方面发挥了积极作用。但是在我国目前法制环境和监督机制并不完善且实施管理层收购过程中存在诸多问题的情况下，只有实施管理层收购后，企业的经营绩效得到显著提升以及股东财富得到增加，才能证明这种方式具有实施的价值和意义。

的影响非常显著，这表明企业的投资不足更容易受到其投资机会的影响。

2. 内部现金流与投资支出存在着正相关关系，且这种关系从整体和个别来看都比较显著，这证明假设3成立。

3. 经过分组检验后，我们发现投资机会Q和内部现金流CF的交互项的系数为正但是不显著，这说明投资不足样本组的投资现金流敏感性是由于信息不对称所致的融资约束造成的。这些表明，投资与现金流敏感性及融资约束程度高低关系不密切。

4. 整体样本的企业规模与其投资支出的相关性相对显著，但是与其企业规模的大小无重大影响，表明企业规模这一指标与企业的非效率投资行为无重大关系。

5. 经过样本的划分之后，创业板上市公司的盈利能力指标与其投资支出均存在较显著的关系，其中企业投资不足的程度与其盈利能力存在负相关关系，这验证了假设4中所提出的观点。

6. 尽管从整体来看，公司的成长性与其投资支出并无显著关系，但是经过残差分组之后，我们发现公司的成长性与其投资支出存在着显著的关系，这表明假设5基本成立，但是进一步看，投资不足组的主营业务增长率和投资支出存在着正相关关系，这表明公司的成长性越好，其出现过度投资的可能性越小，但是出现投资不足的可能性越大，这与上面对假设5的验证是一致的，即基本成立。

7. 投资不足样本组的资产负债率水平和公司的投资支出水平不存在显著关系，从而证明假设6难成立。创业板上市公司的融资行为与“啄食顺序理论”不符，有明显的股权融资偏好。就创业板上市公司资产负债率指标的描述性统计结果来看，这些公司的资产负债率水平普遍较低，因而在此方面的债务约束较少，从而与其非效率投资行为的关联程度较小。

主要参考文献

1. 欧阳凌，欧阳令南，周红霞.创业投资企业的控制权配置与非效率投资行为.系统工程理论方法应用，2005；14

2. 蔡吉甫.非效率投资、公司业绩及其影响因素研究.财会通讯，2010；3

3. 李远勤，郭岚，张祥建.企业非效率投资行为影响因素的前沿研究综述.软科学，2009；7

4. 张圣利.企业非效率投资影响因素及治理对策分析.研究与探索，2011；10

5. 郭胜.上市公司大股东行为与非效率投资研究：一个理论综述.生产力研究，2011；7

6. 曾牧.企业非效率投资国内外研究综述.财会月刊，2011；30

随着我国一些隐性上市公司管理层收购的案例逐渐浮出水面,广义上实施管理层收购的上市公司逐渐增多,研究样本不断增加。此外,一些上市公司已实施管理层收购四五年,可以从一个较长的时间段研究管理层收购事件对公司绩效的影响,实证分析更具可行性、科学性,对企业管理层收购进行更加深入、全面的研究便成为可能。

二、企业绩效评价方法的选择

管理层收购属于企业兼并重组的一种特殊形式，在评价兼并重组事件对企业经营绩效影响的实证研究中，最常用的两类方法是股票市场事件法和会计财务指标法。股票市场事件法以有效的资本市场为前提，通过分析兼并重组事件对上市公司股票价格的影响,研究其对股东财富的影响;会计财务指标法以企业的盈利能力、运营能力、偿债能力和发展能力等相关财务指标为基础构建绩效评价体系，研究并购重组事件对公司经营业绩的长期影响。

考虑到我国证券市场成立至今不过短短二十余年，在制度建设、信息披露、运营监管等方面均有待进一步完善,上市公司的股票价格有时并不能完全反映公司的实际价值,因此,本文采用会计财务指标法对上市公司管理层收购的经营绩效进行研究。在对财务指标进行筛选、综合和优化时,本文采用因子分析法，其实质就是把多个相互关联的指标转化成少数几个互不相关的新的综合性指标。这些综合性指标之间互不相关,既除去了重叠的信息,又能最大程度地反映原始指标所包含的信息,使形成的新指标体系达到最优。

三、样本选择

本文的研究对象为上海和深圳证券交易市场 2001～2007 年期间实施管理层收购的上市公司。本文主要研究上市公司管理层收购对公司绩效的实际影响，因此本文的样本选取遵循如下原则：

1. 本文所研究的管理层收购是指实施收购后,管理层对上市公司具有实际的控制权 ,或能够对上市公司的生产运营产生重大影响，而带有股权激励性质的管理层持股的上市公司,如山鹰纸业、民丰特纸等,不包含在研究样本内。

2. 在进行实证研究时,本文以股权收购协议签署的时间作为实证研究中管理层收购的时间。在我国上市公司管理层收购过程中一般存在签订股权转让协议、上市公司发布转让公告、政府部门完成行政审批以及通过工商部门完成股权过户四个时点。考虑到上市公司在签署股权转让协议时,转让价格已经确定,并且转让价款一般也已支付,管理层实际上已经获得了对上市公司的控制权，并且本文研究的样本均获得政府批准，因此本文以股权转让协议的签署日作为管理层实施收购的时间。

3. 本文所研究的管理层收购剔除由于上市公司原大股东减持使管理层自动成为上市公司的第一大股东或实际控制人,如人福医药、康缘药业等。在这种情形下,管理层在成为上市公司实际控制人前后所持上市公司的股权比例没有发生变化，获得上市公司控制权的动因与实施管理层收购相比存在较大区别,有可能会影响研究的整体效果。

4. 为了保证数据的可获得性，上市公司必须在 MBO 实施前 3 年上市交易，并且在 MBO 实施后 3 年内部控制权没有发生变化；管理层收购完成当年及前后 3 年的财务数据必须完整,所以研究样本必须是 2008 年以前进行 MBO 的上市公司。

本文数据来源为上海证券交易所网站、深圳证券交易所网站、中国上市公司资讯网(http://www.cnlist.com)和国泰安数据库(CSMAR 数据库)。

四、企业绩效分析指标体系的构建

为了评价管理层收购事件对企业经营绩效的影响，本文从规模、盈利能力、运营能力、现金流量、偿债能力和发展能力六方面选取 17 个指标(具体表 1),其中包括 5 个与现金流量相关的财务指标，以便更加客观真实地反映管理层收购事件对企业经营绩效的影响。

表 1　　财务绩效评价指标体系

指标类型	变量名称	指标名称	指标计算公式	指标性质
规模	X01	资产总额		正向指标
	X02	股东权益		
	X03	营业收入		
盈利能力	X04	投入资本回报率	(净利润+财务费用)/(资产合计-流动负债+应付票据+短期借款+一年内到期的长期负债)	
	X05	净资产收益率	净利润/平均净资产	
	X06	营业利润率	营业利润/营业收入	
运营能力	X07	应收账款周转率	营业收入/[(应收账款期末余额+应收账款期初余额)/2]	
	X08	存货周转率	营业成本/[(存货期末余额+存货期初余额)/2]	
	X09	总资产周转率	营业收入/[(资产合计期末余额+资产合计期初余额)/2]	
现金流量	X10	盈余现金保障倍数	经营活动现金流量净额/净利润	
	X11	现金营运指数	经营活动现金流量净额/经营所得现金	
偿债能力	X12	现金流量比率	经营活动现金流量净额/流动负债	
	X13	债务保障率	经营活动现金流量净额/债务总额	
	X14	现金到期债务比	现金到期债务比=经营活动现金流量净额/本期到期的债务	
发展能力	X15	资产总额增长率	(本年资产总额-上年资产总额)/上年资产总额	
	X16	营业收入增长率	(本年营业收入-上年营业收入)/上年营业收入	
	X17	资本积累率	(本年所有者权益-上年所有者权益)/上年所有者权益	

五、上市公司管理层收购绩效分析的实证结果

1. 财务指标的无量纲化处理。无量纲化是指通过一定的数学变换来消除原始变量间的量纲影响。本文采用正态标准化处理来消除财务指标间的量纲影响。即：

$Z_{i,j}=(X_{i,j}-u_j)/\sigma_j$

式中：$Z_{i,j}$ 为公司 i 的第 j 项财务指标经过标准化处理的数值；$X_{i,j}$ 为公司 i 的第 j 项财务指标；u_j 为 j 项财务指标的平均值；σ_j 为 j 项财务指标的标准差。

2. 因子分析适用性检验。本文运用巴特利特球度检验和 KMO 检验对样本公司在研究区间里的 17 个财务指标的相关性进行分析。

通过分析（见表 2）发现，KMO 的值为 0.666，大于 0.6；巴特利特球度检验统计量的观测值为 3 610，对应的 P 值接近 0，小于显著性水平 a（0.05）。因此本文选取的财务指标之间具有较强的相关性，适合采用因子分析方法进行分析。

表 2　KMO and Bartlett´s Test

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		0.666
Bartlett´s Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	3.610E3
	df	136
	Sig.	0

3. 公因子提取。本文采用因子分析中的主成分分析法提取公因子，并选取特征根值大于 1 的特征根。为了使因子所包含的经济意义更加明确，采用方差最大法对因子载荷矩阵实施正交旋转，旋转后的因子载荷矩阵如表 3 所示。

表 3　Rotated Component Matrix[a]

	Component					
	1	2	3	4	5	6
X01	0.983	−0.010	0.000	−0.058	0.094	−0.016
X02	0.954	0.011	0.117	0.048	0.028	0.007
X03	0.925	−0.008	0.002	−0.014	0.276	0.024
X04	−0.061	0.157	0.158	0.884	0.102	−0.045
X05	0.108	0.376	0.049	0.776	0.218	−0.037
X06	−0.028	0.290	0.171	0.783	−0.192	0.109
X07	0.298	0.142	0.214	0.136	0.657	0.021
X08	0.201	0.023	0.142	−0.316	0.693	0.134
X09	−0.001	0.010	−0.010	0.195	0.891	0.056
X10	0.004	0.025	0.228	−0.103	0.094	0.876
X11	0.005	0.106	0.142	0.105	0.070	0.898
X12	0.070	0.023	0.950	0.149	0.023	0.143
X13	0.001	−0.029	0.944	0.165	0.017	0.136
X14	0.067	0.154	0.738	0.018	0.308	0.166
X15	0.003	0.940	0.021	0.215	0.023	0.047
X16	−0.027	0.900	0.045	0.177	0.044	0.031
X17	0.021	0.900	0.056	0.243	0.085	0.085

Extraction Method：Principal Component Analysis.

Rotation Method：Varimax with Kaiser Normalization.

a. Rotation converged in 5 iterations.

从表 3 和表 4 可以看出，第 1 个因子主要解释资产总额、股东权益、营业收入，可以解释为规模因子；第 2 个因子主要解释资产总额增长率、营业收入增长率、资本积累率，可以解释为发展能力因子；第 3 个因子主要解释现金流量比率、债务保障率、现金到期债务比，可以解释为偿债能力因子；第 4 个因子主要解释投入资本回报率、净资产收益率、营业利润率，可以解释为盈利能力因子；第 5 个因子主要解释应收账款周转率、存货周转率、总资产周转率，可以解释为运营能力因子；第 6 个因子主要解释盈余现金保障倍数、营运指数，可以解释为现金流量因子。考虑到前 6 个因子的累积方差贡献率为 84.204%，基本反映了原有变量绝大部分信息，因此提取前 6 个因子较为合适。

表 4　因子含义及对应的财务指标

经济含义	累积方差解释率	对应的财务指标
规模（F_1）	16.995	资产总额（X01）、股东权益（X02）、营业收入（X03）
发展能力（F_2）	33.547	资产总额增长率（X15）、营业收入增长率（X16）、资本积累率（X17）
偿债能力（F_3）	48.564	现金流量比率（X12）、债务保障率（X13）、现金到期债务比（X14）
盈利能力（F_4）	62.488	投入资本回报率（X04）、净资产收益率（X05）、营业利润率（X06）
运营能力（F_5）	74.278	应收账款周转率（X07）、存货周转率（X08）、总资产周转率（X09）
现金流量（F_6）	84.204	盈余现金保障倍数（X10）、营运指数（X11）

4. 实施 MBO 的上市公司绩效综合得分排名。根据样本公司经营绩效的综合得分，经过整理得到表 5。可以看出，在 32 家实施管理层收购的上市公司中，经营绩效好的上市公司如海螺水泥、张裕 A 等在管理层收购前后的绩效综合得分排名均靠前，而经营效益差的上市公司如方大集团、武昌鱼等在管理层收购前后的排名均靠后。虽然上市公司在各年度的排名存在一定波动，但基本符合上市公司的实际情况，因此本文所选择的财务绩效指标具有一定的合理性，上市公司经营绩效的综合得分基本能够反映上市公司的实际经营情况。

六、实施管理层收购上市公司因子年度分值及方差检验

根据因子得分函数计算出的实施管理层收购的上市公司在研究区间各因子的年度得分，利用方差分析来检验其变化特征。因子年度间得分差异检验假设为：

H_0：因子年度间得分差异不显著。

H_1：因子年度间得分差异显著。

表 6 的研究结果显示，实施 MBO 的上市公司在管理层收购前后共 7 年时间里，总体绩效并没有发生显著变化，但代表规模和盈利能力的因子在管理层收购前后却发生了显著变化，表现为上市公司在管理层收购后公司规模显著扩张，但是盈利能力却出现了显著下降。

表 5　　实施MBO的上市公司绩效综合得分排名

	T−3	T−2	T−1	T	T+1	T+2	T+3
宇通客车	17	9	8	9	3	9	7
方大集团	13	20	22	26	29	26	32
维科精华	15	6	10	10	7	12	21
永鼎股份	22	22	19	13	25	29	25
大湖股份	11	13	28	21	24	23	30
宁波富邦	30	32	12	5	17	16	24
胜利股份	20	25	20	19	20	24	18
创兴置业	29	23	15	24	27	8	26
鄂尔多斯	6	18	9	18	9	10	17
武昌鱼	7	28	5	30	32	32	28
水井坊	1	7	13	27	30	14	22
特变电工	16	19	23	14	14	15	15
海螺水泥	4	1	4	1	1	3	1
强生控股	5	2	7	2	8	20	14
深圳华强	2	10	27	20	5	28	20
红豆股份	9	5	31	12	18	22	31
江苏吴中	8	12	21	22	12	25	27
京东方A	12	4	1	4	26	17	3
美罗药业	26	26	26	25	21	18	23
海正药业	25	14	2	7	16	21	9
栖霞建设	27	27	25	29	15	11	16
亚宝药业	14	17	24	11	22	27	10
罗牛山	28	30	29	23	31	30	4
张裕A	10	11	3	3	2	2	2
山东海龙	23	24	14	6	10	19	5
大亚科技	21	15	16	16	19	6	11
海德股份	32	16	30	17	28	1	8
亚星化学	19	21	17	15	13	13	19
赛马实业	24	3	18	28	23	7	6
华泰股份	3	8	6	8	4	5	12
银基发展	31	31	11	32	11	4	29
粤宏远A	18	29	32	31	6	31	13

表 6　　财务指标因子年度分值及其方差检验

	F_1	F_2	F_3	F_4	F_5	F_6	F_S
T−3	−1.293 3	0.453 9	0.410 5	0.887 6	−0.535 2	0.087 8	−0.029 9
T−2	−1.005 6	−0.161 0	−0.454 9	0.262 3	−0.555 7	−0.226 6	−0.338 4
T−1	−0.506 6	0.373 6	−0.019 8	0.193 2	−0.171 3	−0.058 5	−0.066 3
T	−0.016 3	0.011 8	0.460 0	−0.177 1	0.205 7	0.461 8	0.038 4
T+1	0.211 4	−0.857 6	−0.994 4	−0.910 4	−0.193 2	−0.583 9	−0.649 0
T+2	0.528 6	−0.230 5	−0.028 0	−0.439 6	0.329 3	−0.038 8	0.115 4
T+3	1.006 8	0.860 5	0.626 6	0.275 5	0.920 4	0.358 2	0.647 0
F值	3.801 2	1.768 5	1.220 3	2.801 2	1.762 7	1.096 4	2.166 5
P值	0.001 3	0.106 8	0.296 9	0.012 1	0.108 0	0.365 5	0.047 4

1. 实施管理层收购的上市公司在研究区间内总体绩效显著提升。因子总得分(F_S)的 F 统计值为 2.166 5,对应的 P 值为 0.047 4,大于显著性水平 a(0.05),这表明管理层收购前后上市公司的总体绩效发生显著变化。从综合绩效得分因子的分值符号看,管理层收购前三年均为负,而管理层收购后两年(T+2,T+3)均为正,并在实施管理层收购后的第三年达到最高值。可以看出,实施管理层收购后,上市公司的整体经营绩效提升显著。

2. 实施管理层收购后,上市公司的规模显著扩大。反映规模的因子得分(F_1)的 F 统计值为 3.801 2,对应的 P 值为 0.001 3,小于显著性水平 a(0.05),这表明实施管理层收购前后,上市公司的规模发生了显著变化。从规模因子的分值符号看,管理层收购前三年均为负,而管理层收购后三年均为正;从规模因子的数值看,呈现出一直增长的趋势,并在管理层收购后的第三年达到最高值。可以看出,上市公司规模在实施管理层收购前有收缩趋势,在实施管理层收购后扩张趋势明显。

3. 实施管理层收购后,上市公司的盈利能力显著下降。反映盈利能力的因子得分(F_4)的 F 统计值为 2.801 2,对应的 P 值为 0.012 1,小于显著性水平 a(0.05),这表明实施管理层收购前后,上市公司的盈利能力发生了显著变化。从盈利能力因子的分值符号看,管理层收购前三年均为正,管理层收购当年及随后两年均为负;从盈利能力因子的数值看,呈现出高—低—高的趋势,从管理层收购前第三年开始一直下降,在管理层收购后一年达到最低值,虽然在管理层收购后的第三年有所改变,但整体上看实施管理层收购后上市公司的盈利能力显著下降。

4. 反映发展能力、偿债能力、运营能力、现金流量的因子在研究区间没有发生显著变化。经过检验发现,那些在研究区间稳定的因子所包含的财务指标也相对稳定。

七、结论

本文实证研究结果显示,实施管理层收购后,上市公司的运营能力、偿债能力、发展能力和现金流量均未发生显著变化。上市公司的总体绩效显著提升主要是由于实施管理层收购后上市公司的规模显著扩大导致的,但上市公司规模扩张的同时并没有取得预期的规模效益,反而使得公司的盈利能力显著降低。

主要参考文献

1. 程果.我国上市公司管理层收购对公司业绩影响的实证研究.会计之友,2008;11

2. 冯根福,吴林江.我国上市公司并购绩效的实证研究.经济研究,2001;1

3. 傅文玥.上市公司绩效的灰色因子分析——以中国 A 股市场信息技术行业为例.云南农业大学学报,2010;12

4. 何光辉,杨咸月.上市公司管理层收购的总体绩效与结构效应.经济科学,2007;2