

# 管理层收购会带来财富效应吗?

## ——基于中国上市公司的实证研究

汪强, 严奕, 吴世农

(厦门大学管理学院, 福建 厦门 361005)

**摘要:** 股权分置改革完成后, 管理层收购的动机更加强烈, 相关研究也再次成为理论界与实务界共同关注的热点问题。本文收集了 1997 - 2006 年间我国实施管理层收购的上市公司数据, 运用事件分析法对上市公司 MBO 的市场效应进行考察。实证研究发现, 上市公司的管理层收购没有带来显著的财富效应。表明, 我国管理层收购的积极作用不明显, 有关部门应该加强监管。

**关键词:** 管理层收购; 财富效应; 事件研究

中图分类号: F230

文献标识码: A

文章编号: 1004-4892 (2009)02-0067-07

## 一、引言

管理层收购 (Management Buyouts, 简称 MBO) 起源于 20 世纪 70 年代的美国, 20 世纪 80 年代在欧美国家大量涌现。在西方, 管理层收购被认为能够有效整合企业资源、降低代理成本、充分发挥企业家才能, 体现了一种制度创新 (DeAngelo 等<sup>[1]</sup>, 1984; Weston<sup>[2]</sup>, 1998; Wright 等<sup>[3]</sup>, 2001)。随着中国经济体制改革进程的深入, 管理层收购也作为国有企业产权改革的一种可选择方式而被引入。通过实施管理层收购, 一方面可以发挥激励作用, 有利于提高企业的经营效率; 另一方面, 可以减少外资并购带来的经济安全隐患, 避免民间资本收购难以解决的信息不对称问题。因此, 从理论上说, 实施管理层收购对于国有经济的战略调整、优化公司股权结构、提高企业价值具有重要作用。

然而, 有关研究表明, 管理层收购也可能由于实施后的巨大偿债压力或者委托代理问题等而无法增加股东财富 (Rappaport<sup>[4]</sup>, 1990; Seth<sup>[5]</sup>, 1993; 李昕<sup>[6]</sup>, 2005; 何光辉和杨咸月<sup>[7]</sup>, 2007)。同时, 在国有企业改革实践中也发现, 部分管理层收购成为公司高管攫取私利, 掏空企业资产的工具。2003 年 4 月, 财政部向原国家经贸委企业司发函, 建议“在相关法规制度未完善之前, 对采取管理层收购的行为予以暂停受理和审批, 待有关部门研究提出相关措施后再作决定”。与此同时, 经济学界也就管理层收购问题展开了激烈争论, 引起广泛关注和热烈讨论。2006 年 1 月, 国家重新允许国有企业的管理层进行持股, 重新开启了管理层收购的可能性。在后股权分置改革时代, 这意味着管理层可将所持股份售出而“一夜暴富”, 我国上市公司的管理层收购热潮可能又会兴起。基于上述背景, 本文运用事件分析法对上市公司管理层收购是否增加股东财富这一问题进行了实证检验, 以便进一步丰富我国特殊制度背景下的管理层收购理论, 并为我国现阶段乃至今后的产权制

收稿日期: 2008-08-31

基金项目: 国家自然科学基金资助项目 (70772095)

作者简介: 汪强 (1976), 男, 辽宁丹东人, 厦门大学管理学院博士生; 严奕 (1982), 女, 福建漳州人, 厦门大学管理学院硕士生; 吴世农 (1956), 男, 福建泉州人, 厦门大学管理学院教授, 博士生导师。

度改革提供有意义的参考。

## 二、研究设计

根据上市公司历年公告, 本文选取 1997—2006 年间实施 MBO 的沪深两市上市公司作为研究样本。样本选取的标准是在上市公司发布的公告中, 对 MBO 的事实进行正式披露的公司。公告日的选择条件为: (1) 以股权变动或第一大股东改制的提示性公告日为基准; (2) 若无 MBO 的相关提示性公告, 则选第一次公告 MBO 相关内容的日期; (3) 股权发生跨年度多次转让的上市公司, 对 MBO 日期的确定则以第一次发生转移的时点为基准。需要说明的是, 在样本选择中只以最终的控制权发生转移为标准, 而不考虑其以何种方式取得控制权, 这样最终得到 45 家上市公司样本。

本文研究数据均来自于 CCER (中国经济研究中心) 数据库和 WIND 金融数据库。

### (一) 研究变量的定义与计算

在现有文献中, 有关 MBO 公告市场反应的研究一般都采用事件研究法来考察异常收益, 本文采用标准事件研究法来研究 MBO 公告事件所引起的市场反应, 对 MBO 公告日前后的股票价格反应进行实证分析。

第一, 确定事件期。衡量 MBO 事件对股价的影响首先要确定事件期, 通常以公告日为中心, 将 MBO 事件的公告日确定为第 0 天 (如果是周末或停牌, 顺延至下一个交易日), 事件期为  $[T_1, T_2]$ , 即从事件公告日前的第  $T_1$  天到公告日后的第  $T_2$  天。许多研究选择的事件期为  $[-40, 40]$  (威斯通等, 2000), 本文即选取  $T_1$  为 -40 天,  $T_2$  为 40 天。

第二, 计算正常收益率。某只股票的实际收益率是根据每天的实际股价计算:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{i(t-1)}}{P_{i(t-1)}} \quad (1)$$

其中  $R_{it}$  是股票  $i$  在  $t$  日的收盘价。

正常收益率是事件不发生情况下可以预计到的收益, 通常有三种算法: 市场模型法、均值调整法和市场调整法, 这三种方法在大多数情况下得到的结果基本相似 (威斯通, 2000)。因此, 本文将选用市场调整法来计算正常收益率, 即将事件期内当日市场指数作为每家公司在事件期内每天的正常收益:

$$R_{mt} = \frac{P_{mt} - P_{m(t-1)}}{P_{m(t-1)}} \quad (2)$$

其中  $R_{mt}$  是市场在  $t$  日的收盘指数。

第三, 计算事件期内各种异常收益率。

股票  $i$  在  $t$  日的异常收益率:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (3)$$

所有样本公司在  $t$  日的平均异常收益率:

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n AR_{it} \quad (4)$$

其中  $N$  为样本中的公司数量;

股票  $i$  在事件区间  $[t_1, t_2]$   $[T_1, T_2]$  的累积异常收益率:

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \quad (5)$$

所有样本公司在事件区间  $[t_1, t_2]$   $[T_1, T_2]$  的平均累积异常收益率:

$$CAR(t_1, t_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \quad (6)$$

第四，进行假设检验。

为了检验我国 MBO 是否存在财富效应，对于异常收益 AR 和累积异常收益 CAR 的符号进行显著性检验，如果 AR 和 CAR 显著为正，说明我国 MBO 增加了股东财富，否则说明我国 MBO 没有增加股东财富，不存在财富效应。

#### (二) 研究程序

本文的研究步骤是：(1) 全部样本的描述性统计；(2) MBO 公告的股价反应考察；(3) 稳健性检验。

### 三、实证结果

#### (一) 简单描述性统计结果

表 1 列示了 45 家样本公司所在市场、公告年份和行业分布等方面的基本信息。MBO 公司在两个市场的分布基本一致，没有什么特别之处。发布实施 MBO 公告的公司数量随着国家政策的变化而呈现出一定的特点，2002 年之前有 11 家，2002 年国家公布了鼓励 MBO 发展的《上市公司收购管理办法》后，MBO 公司的数量大为增加，在 2002 年到 2004 年间达到了 20 家，2004 年国家又出台了限制 MBO 的相关法令，这在一定程度上减缓了国内上市公司实施 MBO 的步伐，在 2004 年之后有 14 家公司发布了实施 MBO 的公告。同时，在发布实施 MBO 公告的企业当中，制造业占了绝大多数。

表 1 MBO 公司基本情况统计

市场分布		深圳	上海						
		20	25						
公告年份		2002 年之前	2002 - 2004				2004 年之后		
		11	20				14		
行业分布	行业	综合类	社会服务业	农林牧渔服务业	制造业	土木工程建筑业	房地产业	批发和零售贸易	交通运输业
	MBO 公司	5	2	2	30	2	2	1	1
	比例 (%)	11.11	4.44	4.44	66.67	4.44	4.44	2.22	2.22

注：本文根据“公告年份”对 MBO 公司的分组参照了国家相关政策的变化

表 2 全部 MBO 样本基本特征的描述性统计

	均值	中位数	最大值	最小值	标准差
总资产 (百万元)	2709.98	1765.66	17924.03	300.80	3055.92
销售收入 (百万元)	2021.03	1031.00	12441.71	94.18	2763.68
长债/总资产 (%)	6.70	4.22	26.78	-0.01	7.66
资产负债率 (%)	50.03	50.42	87.20	11.92	16.77
经营现金流 (百万元)	183.31	101.91	1900.74	-280.48	332.17
固定/总资产 (%)	32.65	30.12	75.86	2.60	16.03

表 2 列示了全部样本在 MBO 当年基本特征的描述性统计结果。我们发现资产负债率的均值为 50.03%，而长期负债资产比均值仅为 6.70%，说明中国 MBO 公司存在股权融资偏好，且负债主要为短期负债。经营现金流均值约为 1.83 亿元，说明我国 MBO 公司现金状况良好，有着比较充裕的现金。固定资产比例平均为 32.65%，说明我国 MBO 公司的经营风险较低。

#### (二) MBO 公告的市场反应分析

表 3 列示了 MBO 总体样本在事件期  $[-1, 1]$  中异常收益率的描述性统计特征以及显著性检

验结果。由表 3 所示，事件期内 $\overline{AR}_t$ 的参数检验均不显著。公告日及其前后一天的日平均异常收益率都大于零，公告日当天的平均异常收益率为 0.33%，高于公告日前一天和后一天，但统计上并不显著，这意味着 MBO 并没有引起显著市场反应，没有为流通股东带来收益。本文通过符号检验和 Wilcoxon 秩检验来判别事件期内  $AR_{it}$  正负值分布的随机性。如表所示，两种检验的结果均不显著，表明在公告日及其前后一天内， $AR_{it}$  正负值数呈现随机分布。

表 4 列示了 MBO 公告事件期内股价异常收益的描述性统计特征及显著性检验结果。如表所示，在公告后的第 4 个交易日异常收益显著小于零，同时，wilcoxon 秩检验和符号检验均显示在 5% 的水平上显著，意味着在这一天 AR 负值的个数在 5% 的水平上显著多于正值的个数。但是，在其它事件窗口的检验基本上不显著，这说明股票市场对 MBO 公告没有显著的反应。

表 3 MBO 总体样本 $\overline{AR}_t$  (%) 及其检验

事件期 t	最大值	均值	中位数	最小值	P 值	符号检验	Wilcoxon 秩检验
- 2	0.04	0.00	0.00	- 0.03	0.122	0.766	0.225
- 1	4.69	0.21	- 0.10	- 6.05	0.419	0.766	0.569
0	6.00	0.33	0.11	- 4.17	0.252	0.551	0.407
1	3.88	0.07	- 0.33	- 2.58	0.767	0.551	0.748
2	0.07	0.00	0.00	- 0.03	0.968	0.551	0.358

注：p 值为 t 检验的相伴概率；符号检验采用二项分布检验法。

表 4 MBO 事件期内 $\overline{AR}_t$  (%) 及其检验

事件期	$\overline{AR}_t$ (%)	P 值	符号检验	Wilcoxon 秩检验
- 40	0.18	0.532	0.766	0.852
- 30	0.01	0.925	0.766	0.950
- 20	0.07	0.791	0.371	0.446
- 18	- 0.24	0.361	0.136	0.049
- 16	0.05	0.791	1.000	0.977
- 14	- 0.25	0.217	0.074	0.174
- 12	- 0.34	0.164	0.551	0.157
- 10	0.08	0.707	0.551	0.307
- 8	- 0.17	0.554	0.766	0.608
- 6	- 0.21	0.205	0.766	0.296
- 4	- 0.04	0.872	0.371	0.329
- 2	0.36	0.122	0.766	0.225
0	0.33	0.252	0.551	0.407
2	0.01	0.968	0.551	0.358
4	- 0.36	0.025	0.037	0.015
6	- 0.11	0.679	0.551	0.481
8	- 0.36	0.245	1.000	0.531
10	- 0.18	0.362	0.136	0.307
12	0.16	0.524	0.136	0.615
14	0.05	0.839	1.000	0.791
16	0.32	0.161	1.000	0.502
18	0.31	0.308	1.000	0.968
20	0.35	0.171	0.551	0.291
30	- 0.17	0.367	0.233	0.185
40	- 0.10	0.679	0.371	0.407

注：p 值为 t 检验的相伴概率；符号检验采用二项分布检验法。

表5列示了MBO事件期内累积异常收益(CAR)及显著性检验结果。由表可知,在不同的MBO事件期内,样本公司的平均累积异常收益率呈现出一定的变化趋势。公告日前40天到公告日前1天的平均累积异常收益率为最高,达到1.61%,之后逐步下降,但是随着公告日的不断临近,平均累积异常收益率又出现不断升高的趋势,公告日前4天到公告日前1天达到了0.61%。样本公司在公告日后的平均累积异常收益率基本上都小于0,但是在公告日后1天到公告日后20天则达到0.84%。虽然平均累积异常收益率在公告日前后呈现不同的变化趋势,但是由于统计检验的结果多为不显著,这意味着MBO事件在公告日前后都不存在显著的市场效应。同时,由于符号检验和Wilcoxon秩检验的结果基本上都不显著,说明样本公司的累积异常收益率在事件期内的正负值个数相差不多。

表5 MBO事件期内CAR(%)及其检验

事件期	CAR (%)	P 值	符号检验	Wilcoxon 秩检验
[- 40, - 1]	1.61	0.229	0.551	0.221
[- 30, - 1]	0.56	0.639	1.000	0.553
[- 20, - 1]	- 0.50	0.681	0.766	0.782
[- 18, - 1]	- 0.84	0.450	0.766	0.569
[- 16, - 1]	- 0.73	0.515	0.551	0.481
[- 14, - 1]	- 0.50	0.650	0.371	0.592
[- 12, - 1]	- 0.13	0.892	0.551	0.915
[- 10, - 1]	0.03	0.969	1.000	0.888
[- 8, - 1]	0.21	0.988	0.766	0.656
[- 6, - 1]	0.21	0.716	1.000	0.722
[- 4, - 1]	0.61	0.166	0.371	0.181
[- 2, - 1]	0.58	0.137	0.766	0.196
[- 1, 1]	0.01	0.060	0.056	0.037
[1, 2]	0.08	0.956	0.233	0.364
[1, 4]	- 0.49	0.224	0.371	0.118
[1, 6]	- 0.32	0.478	0.233	0.302
[1, 8]	- 0.68	0.228	0.233	0.123
[1, 10]	- 0.68	0.255	0.551	0.189
[1, 12]	- 0.42	0.538	0.233	0.329
[1, 14]	- 0.22	0.758	1.000	0.608
[1, 16]	- 0.08	0.879	0.766	0.808
[1, 18]	0.56	0.578	0.766	0.600
[1, 20]	0.84	0.430	0.766	0.553
[1, 30]	- 0.36	0.756	0.233	0.323
[1, 40]	- 0.29	0.806	0.074	0.426

注: p 值为 t 检验的相伴概率; 符号检验采用二项分布检验法。

表6列示了流通股股东财富变化的频数分布统计结果。由表可知,在MBO公告日当天,流通股股东的异常收益率都集中在 $[0, 5\%]$ 和 $[-5\%, 0]$ 的范围内,同国外的情况相比,我国流通股股东在MBO公告日所获得的异常收益率明显偏低。流通股股东在MBO公告日前40天到公告日前1天所获得的累积异常收益率呈现倒U形分布,其中京东方A的累积异常收益率达到25.81%,而钱江生化的累积异常收益率却只有-18.01%。流通股股东在MBO公告日后1天到公告日后40天所获得的累积异常收益率基本上都小于0。其中,大亚科技的累积异常收益率为最高,达到了25.27%,而人福科技的累积异常收益率最低,为-13.39%,大部分样本公司的累积异常收益率都集中在 $[-10\%, -5\%]$ 这一范围内。

表 6 流通股股东财富变化的频数分布统计

流通股股东的 百分比收益率	AR <sub>0</sub> 在指定区间 的公司数	CAR [- 40, - 1] 在指定区间 的公司数	CAR [1, 40] 在指定 区间的公司数
30 % < R	0	0	0
25 % < R 30 %	0	1	1
20 % < R 25 %	0	1	1
15 % < R 20 %	0	0	3
10 % < R 15 %	0	6	3
5 % < R 10 %	2	7	3
0 < R 5 %	23	10	5
- 5 % < R 0	20	11	9
- 10 % < R - 5 %	0	5	15
- 15 % < R - 10 %	0	2	5
- 20 % < R - 15 %	0	2	0
R - 20 %	0	0	0

(三) 稳健性检验

为了验证以上检验结果的可靠性，本文针对可能影响结论的因素展开进一步分析。作者按照不同交易所、MBO 公告时间以及所属行业将样本分为不同的子样本，以考察 MBO 公告效应是否有显著差异，结果如表 7 所示。由表可知，不同交易所、公告时间及行业公司的 MBO 公告效应没有显著差异，说明本文结果比较稳健。

MBO 方式也可能对公告效应有影响。2003 年前的管理层收购主要是采取了“直接 MBO”的形式，即公司管理层以自然人或通过设立壳公司的方式，直接对上市公司的股权进行收购，从而实现对该公司的直接控制。在此之后的管理层收购则采取了更加隐蔽、曲折的做法，如通过收购上市公司母公司的股权间接获取上市公司控制权，通过信托等方式进行 MBO 等等，本文称为“曲线 MBO”。为了检验 MBO 方式对公告效应的影响，作者将全部样本分为“直接 MBO”和“曲线 MBO”并重复上述检验，结果列示于表 8。

如表所示，在 MBO 公告日当天，曲线 MBO 公司的异常收益率的均值为 0.49%，远远高于直接 MBO 公司的 0.08%。两个样本组在公告日前 40 天到公告日前 1 天的平均累积异常收益率都为正，而且直接 MBO 公司的平均异常超额收益率要高于曲线 MBO 公司。直接 MBO 公司在公告日后 1 天到公告日后 40 天的平均异常超额收益率为 - 2.66%，而曲线 MBO 公司的平均累积异常收益率为 1.18%，与公告日前相同。上述结果显示，直线 MBO 公司与曲线 MBO 公司的公告效应似乎有所差异，但由于两者在统计上均不显著，说明无论哪种 MBO 方式都没有显著增加股东财富，进一步支持本文的结论。

表 7 MBO 公告效应的敏感性分析

交易所	上海	深圳	差异性检验 P 值				
	0.006	0.000	0.371 <sup>a</sup>				
MBO 公告时间	2002 年之前	2002 - 2004	2004 年之后	差异性检验 P 值			
	0.009	0.000	0.004	0.226 <sup>b</sup> 行业			
行 业	综合类	社会服务业	农林牧渔服务业	制造业	土木工程建筑业	房地产业	差异检验 P 值
	0.010	0.013	- 0.005	0.001	- 0.001	0.019	0.570 <sup>b</sup>

注：a 为两独立样本差异 t 检验的 p 值；b 为方差分析 F 统计量的 p 值，由于批发和零售贸易业和交通运输业只有 1 家企业，方差分析不包括这两个行业。

表 8 MBO 分类样本的统计分析<sup>1</sup>

	上市公司直接 MBO			上市公司曲线 MBO		
	AR <sub>it</sub>	CAR [- 40, - 1]	CAR [1, 40]	AR <sub>it</sub>	CAR [- 40, - 1]	CAR [1, 40]
均值 (%)	0.08	2.25	- 2.66	0.49	1.18	1.18
P 值	0.841	0.139	0.102	0.213	0.558	0.583
Wilcoxon 秩检验	0.586	0.170	0.170	0.171	0.597	0.885
样本数		18			27	

## 四、结论与启示

实证结果表明，MBO 没有为流通股股东带来显著的财富效应。究其原因，可能的理由是：（1）由于 MBO 信息披露不规范（包括收购主体、交易内容、收购资金等），收购过程透明度低，导致市场反应失真；（2）管理层收购的是国有股与法人股，而不是流通股，特殊的二元股权结构削弱了上市公司 MBO 对市场的影响力。由于我国证券市场分为流通市场和非流通市场，导致 80% 以上的管理层收购采用针对非流通股的协议受让方式。因此，中国上市公司 MBO 可能并非是管理层看好整个公司未来前景而采取的承担风险的经营性收购行为，而是针对上市公司部分存量资产的一种寻租性收购行为；（3）缺乏合理的 MBO 定价机制。在西方，MBO 是在全流通股市场中采用的一种公平收购，所有交易都是在公开市场中经过公平竞价达成的。而在国内，多数 MBO 的收购价格都围绕着净资产做文章，大大低于流通股股东的持股成本，收购价格缺乏公平性。而且由于国有股东和法人股东可以和流通股股东享受同等利益分配权，这将会在一定程度上损害中小投资者以及企业未来战略者的利益，从而打击了中小投资者以及战略投资者的信心。

### 参考文献：

- [1] DeAngelo H., DeAngelo L., and Rice E., Going Private in minority freezeouts and shareholder wealth [J], Journal of Law and Economics, 1984, (27): 367 - 402.
- [2] 威斯通等. 兼并、重组与公司控制 (中译本) [M]. 北京: 经济科学出版社, 1998.
- [3] Bruining, J., M. Wright, Entrepreneurial orientation in management buyouts and the contribution of venture capital [J], Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance, 2002, 4 (2) 147 - 168.
- [4] Rappaport A., The staying power of the public corporation [J], Harvard Business Review, 1990, (68): 96 - 106.
- [5] Seth A., Strategic redirection in large management buyouts: the evidence from post-buyout restructuring activity [J], Strategic Management Journal, 1993, (14): 251 - 273.
- [6] 李昕. 从财富效应角度研究我国上市公司管理层收购 [J]. 企业经济, 2005, (11): 217 - 219.
- [7] 何光辉, 杨咸月. 中国上市公司管理层收购的股价反应 - 与投资者市场行为理性的对照检验 [J]. 财贸研究, 2007, (2): 94 - 103.

## Can MBO Increase Shareholders' Wealth? —Evidence From Listed Companies in China

WANG Qiang, YAN Yan, WU Shi-nong  
(Management School, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

**Abstract:** Management Buyouts (MBO) have been a heated topic in China after the non-tradable shares reform. The paper investigates the market reaction of MBO in China during 1997 - 2006. The empirical results show that MBO doesn't significantly increase stockholders' wealth in China.

**Key words:** management buyouts; wealth effect; event study

(责任编辑: 殷雅斐)