

上市公司管理层收购效应

的个案分析——胜利股份

● 斯 思

摘要:一般认为,管理层收购在降低代理成本、重构经营者激励约束机制和促进管理效率提高等方面具有积极作用,表现为现金流和经营业绩显著改善。文章以上市公司胜利股份为分析对象,通过其实实施管理层收购前后两年各种指标的变化,对公司的经营利润、现金流量、营运能力、偿债能力、获利能力、发展能力、财富效应等多方面进行了考察,结果发现:管理层收购对改善该公司的现金流和财务绩效没有发挥积极作用,代理成本效应和股权激励效应不明显,但管理层更加注重公司的可持续发展能力。

关键词: 管理层收购 收购效应 公司绩效 指标变化

中图分类号: F830.9 **文献标识码:** A

文章编号: 1004-4914(2006)03-116-02

管理层收购(MBO)作为一种创新的收购方式,产生于美国的第四次并购浪潮,是管理层扩大对公司持股比例、实现所有权收益和企业真实价值的重要手段。实践证明,国外的管理层收购在降低代理成本、激励内部人积极性和改善企业的经营状况等方面都起到了积极的作用。国内对管理层收购正处于探索和研究阶段,本文将以上市公司个案为研究对象,通过各类财务和交易数据的比较,对该公司的管理层收购效应做出评价。

一、国内外对管理层收购效应的研究结论

通常认为,管理层收购的效用主要有以下两个方面。一是股权激励效应。管理层收购后,委托代理和公司治理关系发生改变。一方面,管理者成为公司的股东,管理层利益最大化同公司利益最大化趋于一致,管理者在为公司创造财富的同时也在为自己创造财富,这将促使管理者更加努力地工作,公司经营效率也随之提高;另一方面管理层收购调和了经营权和所有权的利益关系,消除了两权分离时股东与管理者的目标差异,可以有效降低因代理和信息不对称产生的成本。二是债务约束效应。管理层收购通常伴有高负债杠杆的作用,这就进一步约束了管理者的经营行为。管理层在收购完成后,往往会大力调整公司的资产结构,实施资产重组和内部改革活动,积极拓展附加值高的业务,使正常的现金流能满足其还本付息的需要。债务减少了管理人员对自由现金流量的分配权,减少了自由现金流量所导致的代理成本。

1. 国外学者研究结论。S. N. Kaplan研究了收购后盈利的根源,发现收购后企业有显著的价值创造依据。他在系统地比较了收购前股东和收购后拥有权益的股东之间的与收购相关的盈利分布后发现,收购后企业的权益投资持有者(投资者和管理者)盈利明显高于收购前的股东的利润。收购后营运资金和企业内部的管理得到加强,利润率提高。A. J. Smith通过回归分析证明经营收益的变化与财务杠杆率以及管理人员持股比例存在正相关的关系,这些结果与债务约束效应、管理者的激励及股权集中强化监督效应是一致的。J. 弗雷德·威斯通将管理者收购的收益来源解释为以下几个因素:第一,纳税优惠;第二,管理人员激励和代理成本效应;第三,信息不对称和定价偏低。作为收购者的管理层较外部持股者更了解公司的价值,双方对公司价值的评估也不尽一致,公司未来的实际价值高于原先的预期,抑或风险小于市场认可的风险;第四,效率考虑,管理层成为公司大股东后,较少受董事会的牵制,决策程序变得简洁又有效率,通过管理整合发挥潜在管理效率空间。并且管理层在获得对企业的控制后,企业的发展战略也会发生相应的调整。Seth(1993)研究表明,管理层收购表现出企业的更集中的战略活动,使企业转向核心的相关业务。企业内部的组织机构和资产组合都发生了相应的变化,提高了抵制经济下降的能力。

2. 国内学者研究结论。黄小花等(2004)对我国管理层收购与上市公司治理绩效的相关性进行了实证研究。研究结果表明,管理层持股比例在0%~4.41%的范围内与公司治理绩效正相关,在4.41%与32.88%之间时,关联程度还有所加强。而如果管理层持股比率大于32.88%,则与公司治理绩效负相关。李曜(2004)通过对粤美的的研究后发现,中国企业管理层收购带来的新激励机制是一种产权清晰后的股权激励机制。在企业产权不清状况下,管理层控制了优质资产或潜在优质资产而不愿意投入上市公司,这种现象造成了企业价值和股东价值的损失。在管理层收购之后,管理层从法律上获得了对于上市公司的所有权和控制权,代理成本不再存在,因此将这部分资产投入上市公司,并进行相关产业重组,从而提高了上市公司的财务绩效。

二、研究对象的选择和概述

1. 研究对象。为了对收购的效应进行比较分析,研究对象在收购前后至少经历两个完整的会计年度。本文选择深交所上市公司胜利股份(股票代码000407)作为分析对象,还考虑到作为《上市公司收购管理办法》颁布之后首次获批的上市公司国有股权转让案,胜利股份的管理层收购含有反收购的特殊性。

本文界定2002年为管理层收购发生年份。并将2001年作为基准年(-1),2000年为(-2),2002年为(0),2003年为(+1),2004年为(+2),由此划分四个年度区间:(-2,-1)(-1,0)(-1,+1)(-1,+2)。2002年11月12日公司公告显示管理层组成的收购主体成为公司第一大股东,该日作为证券市场正式认知管理层收购的日期。

由于胜利股份主营业务的特殊性,与所属板块的同行业上市公司平均水平的可比性不强,所以只能选取上交所上市公司宝硕股份(股票代码600155)与本文的研究对象进行横向比较,以考虑一些指标受行业因素的影响。在本文的考察期间内,宝硕股份没有发生管理层收购行为,控股股东也没有发生变化。

2. 基本情况介绍。“胜利股份”,主营塑料和化工产品,公司规模较大,股本流通性较高,股权相当分散。这个特点一方面造成各股东之间相互制衡,容易产生股权的争夺;另一方面为实施收购提供了较好的条件,受让较低份额的股权可以减轻管理层的融资压力和清偿压力,同时降低收购的操作难度。

陈晓等(2001)在对胜利股份1997-1999年的经营业绩进行统计分析后发现,虽然胜利股份以净资产收益率来衡量的盈利能力要强于类似规模的公司,但其主营业务利润率却显著低于全部上市公司的平均水平,显示出主业低效和不突出的特点。这可能是产生代理权之争的原因之一。另外,在对比了1999年胜利股份与类似规模公司在管理者的股权利益和年度报酬两方面的状况后,发现胜利股份的管理层具有更为显著可见的控制权利益。这个特点也使得在日后的控制权的争夺中,管理层会有如此大的决心捍卫公司的控制权。

三、实施管理层收购前后的财务和交易数据比较

1. 管理层收购对经营利润和现金流量的影响。本文选取息税折旧摊销前利润(EBITDA)和经营活动现金流量净额两个指标进行分析。

在整个考察期间,胜利股份的EBITDA和EBITDA/总资产均呈下降趋势,且明显低于同行业公司同期增长率。在管理层收购完成当年和一年后,下降速度有所减缓,但两年后又大幅度下降。表明公司经营利润情况并不乐观。EBITDA/主营业务收入在管理层收购完成当年和一年后小幅上升,与同行业公司相比,这期间主营业务获取经营利润的能力增强。

公司的经营活动现金净流量的变化较为显著。管理层收购前一年该指标明显提高,现金流状况明显改善。这可能是公司出现股权之争的原因之一。作为收购目标的公司应该处在良好的经营状况下,这是公司管理层能力的基本表现。如果公司经营的现状很糟糕,就容易造成外部投资者或债权人对管理层能力和品质的怀疑。更重要的是,作为杠杆收购的一种方式,管理层用来偿还收购时所筹债务的资金最终大部分来源于目标公司,并且在收购完成后有尽快还债的倾向。这点从收购一年后发生的巨额的偿还债务现金流流出量可以看出。从这个方

面来说,胜利股份符合适合进行管理层收购的条件之一。但是,在管理层收购完成一年后,该指标却发生很大的滑坡,两年后继续下降,与同行业公司的差距显著。尽管仍然高于2000年的水平,但结合上文对EBITDA的分析,可以看出管理层收购后短期的经营利润的增长没有相应的现金流量作为保证,收购没有改善公司的现金流状况。

2. 管理层收购对绩效指标的影响。

(1) 营运能力的变化。本文选取应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率等三个指标的变化来反映管理层收购对公司营运能力的影响。管理层收购后,应收账款周转率明显提高,且保持增长趋势,表明公司对应收账款的回收速度加快,应收账款的流动性提高,坏账损失可能减少。存货周转率先降后升,管理层收购后第二年该指标上升了28.88%,表明公司存货管理效率有所提高,在销售额提高的同时,营运资金占用在存货上的金额不断减少。总资产周转率没有发生较大变化,管理层收购后该指标一直低于收购之前的水平。

(2) 偿债能力的变化。本文选取流动比率、资产负债率两个指标的变化来反映管理层收购对公司偿债能力的影响。

管理层收购后公司的短期偿债能力均有所提高,偿债风险减少。与基准年相比,流动比率明显提高,资产负债率变化不大,只有小幅增长,财务杠杆的效用不明显。这个结果也从侧面反映了国内外管理层收购操作机制的差异。与西方收购绝对控股不同,国内的操作基本是相对性收购,不能实现目标公司的完全私有化。这样,管理层作为收购方只能成为目标公司的相对大股东,处于相对控股概念,不能对目标公司资本结构和财务结构进行调整,目标公司也不是收购后巨额杠杆融资的高级债和次级债的债务人。因此,国内收购的杠杆融资体现在收购主体(公司或个人),而不是目标公司本身。

(3) 获利能力的变化。本文选取主营业务利润率、主营业务收益率、净资产收益率、每股收益等四个指标的变化来反映管理层收购对公司获利能力的影响。其中,主营业务收益率的计算公式为主营业务利润÷总资产,它相对真实的反映了公司的盈利能力和业绩水平,被操纵的程度较少,同时避免了利用非主营业务利润进行利润操纵的可能性。净资产收益率作为证监会衡量公司业绩的基本指标,不受股权稀释对盈余指标一致性的影响。相关研究表明,即使在中国不规范的A股市场上,净资产收益率同样具有很强的信息含量,它的有用性并不因会计准则、股市监管方法或其他制度上的差异而改变或消失。

主营业务利润率在管理层收购完成当年和一年后分别增长了11.06%和9.57%,表明公司在解决股权之争的问题后,更加致力于主业经营,成本管理与控制能力提高,主营业务的获利能力增强。在同行业公司表现欠佳的情况下,这一点十分突出。主营业务收益率、净资产收益率和每股收益总体呈现下降趋势,但收购一年后的下降幅度小于收购当年的下降幅度,表明股权结构相对稳定后,公司的盈利能力、资产运营能力和业绩水平在短期内有了一定的好转。与同行业公司相比,实施管理层收购对构建公司的激励约束机制作用效果不明显。以上四个指标在收购两年后均出现大幅度下降,净资产收益率和每股收益的跌幅甚至高达50%以上,这里原因比较复杂,结合上文的分析和同行业公司的情况,可能与公司经营环境和市场因素发生不利变化有关。

(4) 发展能力的变化。本文选取主营业务收入增长率、净资产增长率、总资产增长率等三个指标来反映管理层收购对公司发展能力的影响。

管理层收购后公司的经营发展能力有了一定程度的提高。主营业务收入在经历了前三个期间的下滑后,在收购两年后终于出现正增长。但在同行业中销售能力仍然不强。结合前面对获利能力的分析可以发现,公司在收购完成第二年净利润的大幅下降主要是主营业务成本的巨额增加和期间费用的上升导致,原因可能是原材料价格的持续上涨以及竞争加剧,使塑胶行业毛利率下降。另外,公司正逐步由塑胶产业转型为以生物技术为主的多元化经营,生物技术产业处于市场开拓期,目前尚未对公司收益产生较大贡献。净资产增长率和总资产增长率在收购后不断增长,表明管理层更加注重培育公司的长期发展能力,公司经营开始注重长期性和战略性,降低了决策行为的短期化。管理层收购使公司成功转型,并在此基础上集中资源优势培育主导产业,提高产业竞争力,为公司未来的发展奠定了基础。

3. 管理层收购的财富变化效应。

由于我国股本结构性质的特殊性,故本文选取平均股价和股票收益率两个指标来衡量流通股股东财富的变化,选取调整后每股净资产的变化作为衡量非流通股股东财富的标准。

(1) 流通股股东财富变化。考察期间为管理层收购前120个交易日和收购后140个交易日,其间未发生增发、配股、送股和派现。

胜利股份在管理层收购前后的股票收益率(扣除市场因素)差异表现区别很大,尤其是收购后一年的股票收益率较前一年下降35.68%,股价表现也低于大盘的平均水平,说明资本市场对管理层收购的效果并不认同,收购也没有给流通股股东带来财富效应。可能的原因是我国管理层收购的信息披露制度不规范,管理层向市场投资者传递关于公司未来绩效、管理层能力等相关信息的信号传递效应比较微弱,导致市场对管理层收购普遍缺乏信心。

(2) 非流通股股东财富变化。从有关资料中可以看出,每股净资产只在收购一年后有小幅上升,其他年度都呈下降趋势,表明作为受让方的管理层可以因净资产的增加而受益,而低价转让股权者并未实现其应有的价值。

四、结论

本文对胜利股份实施管理层收购前后两年的各种指标变化进行了考察,通过比较后发现:

1. 管理层收购后,公司的经营利润和现金流状况并没有得到改善,反而呈现下降趋势。盈利能力和业绩水平只在短期内相对好转,整体盈利状况和财务绩效并未收到预期的效果。

2. 管理层的短期资产营运能力、成本控制能力的提高使主营业务的获利能力增强。公司规模得到扩充,更加注重主业经营和决策的长期性、战略性。

3. 管理层收购效应没有得到资本市场的认同,也没有给其他股东带来财富。

对于胜利股份的管理层收购效应,本文认为,管理层收购后,由于所有权和经营权的统一,管理层更加积极开拓盈利高的业务和产业,注重开发和培育公司的可持续发展能力。但从总体上看,管理层收购没有产生股权激励效应和代理成本效应,潜在的管理效率空间发挥不明显。可能的解释有:(1) 管理层收购只是提供了产权激励的平台,业绩的改善需在其基础上通过管理的整合、强化与创新才能实现。(2) 行业竞争的加剧和市场因素的影响使得业绩下滑。(3) 考察范围有局限性,财务和交易的指标可能无法完全反映公司真实价值的变化。(4) 考察区间过短,可能不能代表公司财务绩效长期的变化趋势。

参考文献:

- Jensen, Michael. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers[J]. American Economic Review, 1986(5)
- 于付勤,李志斌.论管理层收购的财务与会计问题[J].企业经济, 2004(2)
- J·弗雷德·威斯通.兼并、重组与公司控制[M].北京:经济科学出版社,1998.
- Anju Seth. Strategic Redirection in Large Management Buyout: The Evidence from Post-buyout Restructuring Activity[J]. Strategic Management Journal, 1993(14)
- 黄小花,李林初.管理层收购与上市公司治理绩效研究[J].财经理论与实践, 2004(1)
- 李曙.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(6)
- 陈晓,蔡祥,陈璇.胜利股份的“胜利”[N].中国财经报, 2001. 12. 20
- 姚圣,郑炜.中国上市公司MBO后财务状况[J].河北理工学院学报(社会科学版), 2004(4)
- 朱宝宪.中国并购评论(第一册)[M].北京:清华大学出版社, 2003
- 田晶.MBO实战操典[M].北京:机械工业出版社, 2004
(作者单位:厦门大学会计系 福建厦门 361005)

(责编:郑钊)