



广东技术师范大学  
Guangdong Polytechnic Normal University

# 毕 业 设 计（论 文）

题 目： 管理层收购对企业的影响研究综述

院 别： 财经学院

专 业： 会计专硕

姓 名： 胡梦宇

学 号： 2112309010

指导教师： 林欣

日 期： 2023 年 12 月 26 日

# 管理层收购对企业的影响研究综述

## 摘要

管理层收购（Management Buy-Outs，以下简称 MBO）是指公司内部管理层，通常是高层管理团队，利用自筹资金、或者外部投资等方式收购本公司股权或资产，使得公司逐步私有化，从而实现控制和重组公司的目的，并从中获得收益的行为。在此之中，管理层收购对企业的影响引人关注。通常来看，管理层收购会引起领导层、资源配置、发展战略和企业文化等方面的变动，这些因素的改变对于企业的变动是息息相关的。近年来，国内外研究人员对于管理层收购的研究经历了从定性研究到定量研究的阶段，众多学者从多角度探索了管理层收购下相关因素对于企业的影响，侧重于不同的影响动因进行的实验分析，对于企业的影响（正向影响、负向影响，综合影响）得出的结论也不尽相同。本文将对管理层收购在我国的发展进行一个简要概述并对从委托代理成本、财富效应、盈余管理这三个 MBO 影响动因的研究分析进行综述，最后对整体综述进行总结。

**关键词：**管理层收购；委托代理成本；财富效应；盈余管理

# **A Review of Research on the Impact of Management Buyouts on Firms**

## **Abstract**

Management Buy-Outs (hereinafter referred to as MBO) refers to the act of internal management, usually the top management team, using self-financing or external investment to acquire the equity or assets of the company, so as to make the company gradually privatized, so as to achieve the purpose of controlling and restructuring the company, and to gain profits from it. Among them, the impact of management buyout on the enterprise has attracted attention. Generally speaking, management buyout will cause changes in leadership, resource allocation, development strategy and corporate culture, which are closely related to the changes of the enterprise. In recent years. Researchers at home and abroad for the management buyout research has experienced from qualitative research to quantitative research stage, many scholars from multiple perspectives to explore the management buyout under the influence of related factors on the enterprise, focusing on the different impact of the dynamics of the experimental analysis of the impact on the enterprise's impact (positive impact, negative impact, the comprehensive impact) to reach different conclusions. In this paper, we will give a brief overview of the development of management buyout in China and review the research and analysis of the three MBO influencing factors, namely, proxy cost, wealth effect, and surplus management, and finally summarize the overall review.

**Keywords:** Management BuyOut; Proxy cost; Wealth effect; Surplus management

目录

一、 引言 ..... 错误！未定义书签。

二、 研究现状 ..... 1

    （一）关于管理层收购的财富效应对企业影响的研究 ..... 1

    （二）关于管理层收购的委托代理成本对企业影响的研究 ..... 3

    （三）关于管理层收购的盈余管理对企业影响的研究 ..... 4

三、 总结 ..... 6

参考文献 ..... 7

## 一、引言

管理层收购发源于 20 世纪 70 年代的英国，KKR 公司的三位创始人首次使用了杠杆收购，因此推动了公司在后期的进一步发展。之后，随着管理层收购在英国的持续发展，英国的大量国有企业私有化，因此管理层收购在那时被认为是最具效率的国有资产退出的渠道之一。

而到了 1990 年之后，管理层收购在我国变得越来越流行。1999 年，四通集团首次成功实施改制，并由管理层收购，2001 年，粤美集团也成为中国第一家上市公司管理层收购的案例。由于我国政治体制、市场环境、公司结构等与英国存在差异，使得管理层收购在我国运行出现了一系列问题，包括：信息不对称、定价依据混乱、中小股东权益受到侵害、国有资产流失等，为了解决这些问题，2003 年国家相关部门发布暂停管理层收购的政策，2005 年又出台了《企业国有产权向管理层转让的暂行规定》，为管理层收购的主体提出了更高的要求，并明令禁止国有控股企业、大型国有企业等进行管理层收购。虽然在某种程度上阻碍了管理层收购的发展，但也给一些小企业提供了进行管理层收购的机会。2006 年 9 月 1 日，我国正式颁布了《上市公司收购管理办法》，从法律层面上为其提供了公平的市场机会和良好的市场环境，使得管理层收购的实施和操作有了合法性保障。但随着我国管理层收购法律环境的日益成熟，其法律约束也更加多样，2013 年后，为了规避法律所带来的利益流失大部分企业开始实施一种“曲线”管理层收购，这种行为必然会损失其它企业的利益，因此为了有更好的市场环境，在未来的管理层收购中政府和企业需要付出更多的努力。

## 二、研究现状

### （一）关于管理层收购的财富效应对企业影响的研究

Jensen (1986) 的研究指出，MBO 的执行通常伴随着财务压力，高负债和财务杠杆的增加，以及对定期偿债的紧迫感。这种情况将限制管理层对现金的自由支配权，然而，这也为企业管理层提供了强烈的激励，通过股权奖励来应对挑战，

从而有效降低代理成本，提高企业效率。国际上许多金融经济学家对企业实施 MBO 的市场价值和股东财富等方面进行了广泛的实证研究，这些研究普遍支持了 Jensen 的观点。这种策略不仅有助于改善企业绩效，还能为股东创造财富效应。

Harry De Angelo, Linda De Angelo, and Edward Rice (1984) 首次采用实证方法验证了 MBO 的财富效应。他们选取了 1973 年至 1980 年间发生管理层收购的 72 家企业作为研究样本，结果显示，在 MBO 宣布日，企业股东财富平均增加了 22.27%。在随后的 40 天（包括宣布日），这一增长累计超过 30%，并在统计上具有高度显著性。此外，若以超过市场收益的平均溢价（提议前两个月的基准）来衡量股东财富增长，在 57 例全部采用现金支付的提议中，股东财富增加了 56.13%。De Angelo 等人还研究了管理层收购提议的撤回效应，选择了 18 家企业作为研究样本。回归结果表明，在宣布撤回提议当天，股东平均收益下降为 -8.88%，且在统计学上显著。因此，他们得出结论认为 MBO 交易活动中不可避免地存在着财富效应。

Gailen L. Hite 和 Michael R. Vetsuypens (1989) 通过研究子公司在发布管理层收购公告前后母公司股价的变动，探讨了母公司的财富效应。研究结果显示，尽管存在买方和卖方之间谈判的相对不足，但并没有证据表明子公司发布管理层收购公告导致母公司股价下降。相反，公告前后两天内股东财富略微增加，并且在统计学上具有高度显著性。

管理层收购的财富效应在国外学者的研究中形成了较为统一且有说服力的结论，即管理层收购会增加股东的财富效应，但在我国的学者研究中，并未形成令人信服的统一结论，其中分为两种大类，“肯定论”与“否定论”。

“肯定论”的学者认为 MBO 可以为股东带来积极的财富效应。

魏兴耘（2003）通过运用规模效应、财务效应、财富效应、以及股价效应等指标，对 MBO 后上市公司的业绩和社会财富进行实证研究。研究表明，在企业绩效方面，资产规模、业务规模、以及现金流量等指标得到显著改善；而在社会财富效应方面，存在一定的正向影响。

朱红军、陈继云、喻立勇（2006）在研究宇通客车的 MBO 事件时，通过比较净资产收益率指标及相关行业数据发现，自 MBO 实施以来，宇通客车的业绩逐步上升，远超过行业中位数，表明 MBO 激发了公司管理层的积极性，促使企业绩效

改善。股票超额报酬率的分析显示，MBO 初期股价波动激烈，但最终实现阶段，股票市场反应积极，进一步证明市场对 MBO 提升公司经营效率的看法。

彭元（2011）从股权分置的角度出发，理论分析结合实际探索，分析了上市公司管理层收购如何影响公司价值传递机制。发现对于上市公司来说，管理层收购有效地改善了公司的治理结构同时完成了所有权的转变，进而减少了公司的代理成本，提高了公司绩效。

“否定论”的学者认为 MBO 不会带来财富效应，并且认为实施 MBO 的有效性不确定。

益智（2003）对我国上市公司 MBO 进行了全样本实证分析，涵盖了 MBO 方式、定价、资金来源和财富效应等多方面。通过事件研究法测算累计异常收益率、每股收益、资产收益率等指标，结果表明，无论是短期还是长期，我国上市公司 MBO 后未呈现显著的股东财富效应。与国外理论实践进行对比研究。

林海涛（2005）以 2000 年至 2003 年 15 家公开披露 MBO 的上市公司为样本，采用事件研究法从财富效应和公司绩效两个方面进行实证研究。结果表明，从财富效应角度看，MBO 未对上市公司产生积极的影响。

王栓军、孙贵珍、徐菲菲（2006）利用事件分析法，在财富效应的变化方面对 1990-2003 年我国上市公司的 MBO 事件进行全样本分析。研究发现，上市公司实施 MBO 后股东财富效应依然不显著。

## （二）关于管理层收购的委托代理成本对企业影响的研究

根据委托代理关系相对人身份的不一致，将代理成本分为股权代理成本与债务代理成本，其中，将股权代理成本分为一类代理成本（管理层、股东之间关系产生的成本）与二类代理成本（控股股东、中小股东之间关系产生的成本）。

潘国丽、于妍捷（2017）采用固定效应模型构建回归方程进行分析计算，最终发现 MBO 对一类股权代理成本和债务代理成本有明显的降低作用，但对于二类代理成本的作用不显著。

在吕长江、王克敏（2002）的研究中，以沪深 A 股市场中的 231 家上市公司为研究对象，他们在代理成本理论框架下调查了股利分配和管理层持股之间的相互作用。研究结果显示，增加管理者的股权有助于降低一类代理成本。而在王克

敏、陈井勇（2004）的研究中，他们发现代理成本与管理者股权呈反比关系，公司绩效与管理者股权正相关。

宋力、韩亮亮（2005）通过研究大股东持股对代理成本的影响指出，我国企业管理者与大股东之间存在紧密关系。在分散的股权结构中，股权激励可能导致内部人控制增加，代理成本上升；而在集中的股权结构中，大股东对管理者的监督最强，大股东会加强对管理者的监督，从而降低代理成本。

张兆国、何威风、闫炳乾（2008）将国有控股上市公司与民营上市公司分开进行实证分析，发现管理者持股比例与代理成本呈不显著正相关，具体关联因解释变量的不同而异。

徐宁、任天龙（2014）基于民营中小上市公司的数据研究发现，高管股权激励有助于抑制股东与管理层之间的第一类代理成本，但对于由控股股东与中小股东利益冲突而形成的第二类代理成本没有显著影响。

### **（三）关于管理层收购的盈余管理对企业影响的研究**

DeAngelo（1986）进行了实证研究，对上市公司管理层利用信息优势实施盈余管理进行了调查，但未能得出管理层实施盈余管理的结论。他解释这一实证结果的原因有三点：首先，他认为在实施管理层收购中，进行盈余管理的作用并不显著；其次，他指出应计利润的实证研究方法并不能有效衡量管理层收购中的盈余管理行为；最后，由于会计盈余是公司相关利益主体关注的焦点，管理人员在实施 MBO 前后进行盈余管理的难度较大。此外，公司股东在实施 MBO 前可能会聘请外部审计人员和资产评估人员对公司的相关资产、利润等重要信息进行独立评价，这使得管理层实施盈余管理后被发现的可能性增加，同时也可能面临法律制裁，进而提高了盈余管理的成本。因此，在实施 MBO 过程中，管理层实施盈余管理的可能性较小。

Susan E. Perry、Thomas H. Williams(1994)对 1981 年至 1988 年实施管理层收购的 175 家公司进行研究，以验证管理层是否在实施收购前通过盈余管理降低公司的收益。研究结果显示，实施管理层收购的公司在收购前一年的操纵性应计利润显著为负，表明在实施 MBO 前，管理层实施了降低收益的盈余管理行为。



与控制样本的相关数据进行比较分析发现,调减的操纵性应计利润导致盈余下降的幅度近 27.8%。

Woody(1997)对 20 世纪 80 年代实施管理层收购的 87 家上市公司的盈余管理行为进行了研究。他发现,在实施管理层收购的前一年,样本公司的盈余变化远低于行业变动的中值。此外,对实施管理层收购的上市公司的股票价格波动进行的研究显示,在 MBO 前上市公司的股价呈下降趋势,并且这种趋势与 MBO 前的盈余管理行为具有系统的相关性。通过采用他的研究方法对 DeAngelo 的研究样本进行分析,发现管理层具有在 MBO 信息公布前实施盈余管理的行为。由此,他得出了管理层在 MBO 信息公布前就实施了盈余管理的结论。

陈长松(2004)以 1999 年至 2004 年 4 月实施管理层收购的 41 家上市公司为研究样本,对我国上市公司在实施管理层收购过程中是否存在以会计应计项目为手段降低每股净资产的盈余管理行为以及是否存在为缓解还款压力而进行上市公司现金流转移的行为进行了研究。通过截面 Jones 模型的检验分析,他发现上市公司的管理层在管理层收购过程中并不存在系统的有意转移上市公司现金流的行为,然而,在管理层收购前一年存在利用会计应计项目进行盈余管理的行为。

何问陶和倪全宏(2005)采用扩展琼斯模型对截至 2002 年底实施 MBO 的 15 家上市公司的盈余管理行为进行实证研究,未发现管理层在实施收购前一年采取了降低当期会计盈余的行为。他们认为这可能是因为我国上市公司管理层实施盈余管理的手段不仅仅局限于利用主观应计项目,还有可能采用扩展的琼斯模型无法发现的其他方式,甚至可能采取直接的造假手段。其次,由于管理层收购的上市公司的股权主要是国有股和法人股,收购过程并非一个市场化的公开竞争过程,因此在实施收购前,上市公司的管理层实施盈余管理的动机可能受到削弱。

程小伟和王德正(2007)采用扩展琼斯模型对实施 MBO 的 26 家上市公司在公告前后各 2 年的操纵性应计利润进行实证研究,发现在实施管理层收购前一年,上市公司的管理层存在显著的调减公司会计盈余的行为,而在收购当年和后一年则存在调增上市公司会计盈余的行为。

魏乐(2008)选择了 1999 年至 2006 年实施管理层收购的 54 家上市公司作为研究样本。首先,他运用应计利润分离法的五个模型进行研究,发现在实施

MB0 前一年，样本公司的操纵性应计利润显著为负，表明在实施 MB0 的前一年，上市公司的管理层实施了调减会计盈余的行为。其次，他采用非主营业务净资产收益率（非主营业务 ROE）来衡量通过线下项目实施的盈余管理行为。通过与选取的控制样本公司相比，发现在实施 MB0 的后一年和后两年，样本公司的线下项目显著小于控制样本公司，这表明实施管理层收购后，上市公司存在通过线下项目来调增会计盈余的行为。

邢明春（2009）以管理层控制的公司为上市公司的前两大股东作为标准，选择了 1999 年至 2004 年间实施 MB0 的 21 家上市公司为研究样本。他采用修正的琼斯模型来计量盈余管理程度，研究管理层收购事件是否引发了我国上市公司显著的盈余管理行为。结果显示，在管理层收购前后各一年，上市公司没有显著的盈余管理行为。然而，这并不意味着我国上市公司实施的管理层收购已经比较规范透明。

### 三、总结

从上述综述可以发现，无论是从财富效应、委托代理成本还是盈余管理层面都可以看出，国外学者对于管理层收购对企业的影响大多数一致于带来积极效应，而在国内学者的研究当中，上述三个层面都存在不一致的看法，众说纷纭，缺乏统一意见，究其原因有两点，一是管理层收购进入中国市场较晚，缺乏成熟的理论指导；二是因为中国企业市场纷繁复杂，存在各种不同性质的企业，缺乏同一性，管理层收购在不同规模不同性质的企业中的影响是不一样的，因此站在不同的角度考虑不同的因素很难得出一个一致性的结论。因此我认为在今后管理层收购的研究当中应该注意以下几点：一是需要加大对非上市企业的 MB0 研究，因为在我国，非上市的小微企业数量占比较大，对其研究具有普遍指导意义；二是需要跟踪企业 MB0 后的长期影响，国内外大多数研究仅限于对于企业 MB0 后一至三年的影响分析，对于不同类型的企业，影响的周期是不同的，因此需要对企业的影响持续跟进；三是需要关注 MB0 对于企业更多方面的影响，大多数对于其话题的影响研究在于委托代理成本的降低、盈余管理的优化、财富效应的体现，我认为可能 MB0 会的影响传导会影响企业的其它因素。

## 参考文献

- [1] Jensen, Michael C. Agency costs of free cash flow: corporate finance and takeover[J]. American Economic Review, 1986(76):322-329.
- [2] Harry De Angelo, Linda De Angelo and Edward Rice. Going private: Minority freezeouts and stockholder wealth[J]. Journal of Law and Economics, 1984(27):367-386.
- [3] Gailen L. Hite, Michael R. Vetsuypens. Management Buyouts of Divisions and Shareholder Wealth[J]. The journal of Finance, 1989(4):953-970.
- [4] 魏兴耕. 我国上市公司 MBO 实施效应及相关问题探讨[J]. 证券市场导报, 2003(6): 70-75.
- [5] 朱红军, 陈继云, 喻立勇. 中央政府、地方政府和国有企业利益分歧下的多重博弈与管制失效——宇通客车管理层收购案例研究[J]. 管理世界, 2006(4): 115-129.
- [6] 彭元. 基于股权分置视角的中国上市公司 MBO 股东财富效应研究[J]. 当代财经 2011(07): 76-84.
- [7] 益智. 中国上市公司 MBO 股东财富效应实证研究[J]. 求索, 2006(8): 29-31.
- [8] 林海涛. 我国上市公司管理层收购的实证研究——兼论对国有企业改革的意义[J]. 经济学家, 2005(1): 62-67.
- [9] 王栓军, 孙贵珍, 徐菲菲. 中国上市公司 MBO 效应分析[J]. 河北农业大学学报(农林教育版), 2006(6): 53-56.
- [10] 潘国丽, 于妍捷. 国有中型上市公司管理层收购的代理成本效应研究[J]. 财会通讯, 2017(12): 121-124.
- [11] 吕长江, 王克敏. 上市公司资本结构、股利分配及管理股权比例相互作用机制研究[J]. 会计研究, 2002, (03): 39-48.
- [12] 宋力, 韩亮亮. 大股东持股比例对代理成本影响的实证分析[J]. 南开管理评论, 2005(01): 30-34.
- [13] 张兆国, 何威风, 闫炳乾. 资本结构与代理成本——来自中国国有控股上市公司和民营上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2008(01): 39-47.

- [14] 徐宁,任天龙. 高管股权激励对民营中小企业成长的影响机理——基于双重代理成本中介效应的实证研究[J]. 财经论丛, 2014(04):55-63.
- [15] DeAngelo, L. Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders. The Accounting Review, 1986(61):400-420.
- [16] Susan, E. Perry, and Thomas, H. Willjam. Earnings Management Buyout Offers. Journal of Accounting and Economics, 1994(18):157-179.
- [17] Wu, Y. Woody. Management Buyouts and Earning Management. Journal of Accounting. 1997(12):373-389.
- [18] 陈长松. 中国上市公司 MBO 盈余管理现象研究[D]. 上海: 复旦大学, 2004. 41-45.
- [19] 何问陶、倪全宏. 中国上市公司 MBO 前一年盈余管理实证研究[J]. 会计研究, 2005(6): 58-63.
- [20] 程小伟、王德正. 上市公司管理层收购的市场效应与盈余管理[J]. 价格理论与实践, 2007(3): 79-80.
- [21] 魏乐. 基于管理层收购的盈余管理研究[D]. 北京: 北方工业大学, 2008: 24-33.
- [22] 邢明春. 管理层收购背景下的上市公司盈余管理研究[J]. 河南财政税务高等专科学校学报, 2009(12): 23-28.

## PaperPass[免费版]查重报告

## 简明打印版

## 查重结果(相似度):

总体: 28%

本地库: 28% (本地库包含期刊库、学位库、会议库、联合库)

- 期刊库: 21% (期刊库相似度是指论文与学术期刊库的比对结果)
- 学位库: 21% (学位库相似度是指论文与学位论文库的比对结果)
- 会议库: 2% (会议库相似度是指论文与会议论文库的比对结果)
- 联合库: 4% (联合库相似度是指论文与大学生联合比对库的比对结果)
- 图书库: (免费版不检测图书库)
- 专利库: (免费版不检测专利库)
- 报纸库: (免费版不检测报纸库)
- 外文库: (免费版不检测外文库)

互联网: (免费版不检测互联网资源)

检测版本: 免费版(仅检测中文)

报告编号: 658AC5BF09320U7AM

论文题目: 23会硕10胡梦宇

论文作者: 佚名

论文字数: 8970

段落个数: 100

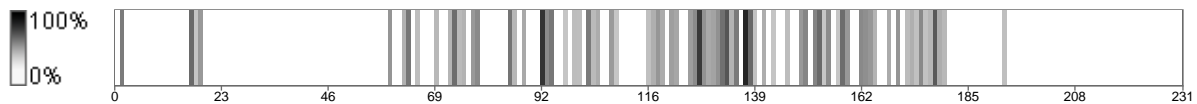
句子个数: 231

提交时间: 2023-12-26 20:23:27

比对范围: 期刊库、硕博学位库、会议库、大学生联合比对库

查询真伪: <https://www.paperpass.com/check>

## 句子相似度分布图:



## 本地库相似资源列表(期刊库、硕博学位库、会议库、大学生联合比对库):

1. 相似度: 3.7%  
来源: 大学生联合比对库
2. 相似度: 3.1% 篇名: 《基于管理层收购的盈余管理研究》  
来源: 学位论文 北方工业大学 2008
3. 相似度: 2.6% 篇名: 《管理层收购背景下的上市公司盈余管理研究》  
来源: 学术期刊 河南财政税务高等专科学校学报 2009年6期
4. 相似度: 2.4% 篇名: 《国有中型上市公司管理层收购的代理成本效应研究》  
来源: 学术期刊 财会通讯 2017年12期
5. 相似度: 2.3% 篇名: 《管理层收购过程中的盈余管理行为实证研究》

- 来源: 学位论文 北京工商大学 2008
6. 相似度: 1.9% 篇名: 《MBO对企业绩效的财务驱动力:理论与经验数据》  
来源: 学术期刊 广东财经职业学院学报 2006年2期
7. 相似度: 1.9% 篇名: 《股权激励为何在中国实施维艰:代理成本理论解释与上市公司数据验证》  
来源: 学术期刊 现代财经—天津财经大学学报 2014年12期
8. 相似度: 1.8% 篇名: 《京山轻机管理层收购的动因及绩效分析》  
来源: 学位论文 江西财经大学 2015
9. 相似度: 1.7% 篇名: 《国有中型上市公司管理层收购的代理成本效应研究》  
来源: 学位论文 哈尔滨工程大学 2016
10. 相似度: 1.6% 篇名: 《基于上市公司管理层收购的盈余管理实证研究》  
来源: 学术期刊 财会通讯 2012年36期
11. 相似度: 1.4% 篇名: 《中国上市公司MBO盈余管理现象研究》  
来源: 学位论文 复旦大学 2004
12. 相似度: 1.3% 篇名: 《并购中收购方应计与真实盈余管理的权衡与影响》  
来源: 学位论文 北京交通大学 2016
13. 相似度: 1.2% 篇名: 《我国上市公司MBO的绩效与风险分析》  
来源: 学位论文 暨南大学 2005
14. 相似度: 1.2% 篇名: 《中国上市公司并购中的盈余管理研究》  
来源: 学位论文 中山大学 2010
15. 相似度: 1.2% 篇名: 《非流通股减持中的盈余管理与公司治理》  
来源: 学位论文 南开大学 2010
16. 相似度: 1.1% 篇名: 《中国管理层收购市场及其环境研究》  
来源: 学位论文 北京交通大学 2011
17. 相似度: 1.1% 篇名: 《基于获取剩余索取权的管理层收购理论与实证研究》  
来源: 学位论文 天津大学 2006
18. 相似度: 1.0% 篇名: 《中国上市公司MBO前一年盈余管理实证研究》  
来源: 学术期刊 会计研究 2005年6期
19. 相似度: 1.0% 篇名: 《我国上市公司管理层收购短期财富效应实证研究》  
来源: 学术期刊 生产力研究 2009年18期
20. 相似度: 0.9% 篇名: 《我国国有上市公司MBO实施价值实证研究》  
来源: 学位论文 西南财经大学 2007
21. 相似度: 0.9% 篇名: 《上市公司管理层收购财务绩效实证研究》  
来源: 学术期刊 财会通讯 2016年8期
22. 相似度: 0.9% 篇名: 《国有上市公司管理层收购的治理效率研究》  
来源: 学位论文 哈尔滨工程大学 2017
23. 相似度: 0.9% 篇名: 《我国上市公司管理层收购绩效研究——基于DEA方法的分析》  
来源: 学位论文 南京财经大学 2006
24. 相似度: 0.9% 篇名: 《我国上市公司管理层收购绩效的实证研究》  
来源: 学位论文 首都经济贸易大学 2013
25. 相似度: 0.9% 篇名: 《中国上市公司管理层收购绩效研究》  
来源: 学位论文 北京工商大学 2011
26. 相似度: 0.9% 篇名: 《宇通客车管理层收购及增持中的盈余管理研究》  
来源: 学位论文 上海交通大学 2015
27. 相似度: 0.9% 篇名: 《上市公司并购过程中的盈余管理研究》  
来源: 学位论文 西南交通大学 2014
28. 相似度: 0.8% 篇名: 《管理者持股对代理成本和企业业绩影响的文献综述》  
来源: 学术期刊 商 2014年11期
29. 相似度: 0.8% 篇名: 《管理层收购与企业绩效改善的理论探讨》  
来源: 学术期刊 生产力研究 2006年11期
30. 相似度: 0.8% 篇名: 《不同成长性下公司治理结构的有效性研究》  
来源: 学位论文 南京师范大学 2009

### 互联网相似资源列表:

免费版不检测互联网资源库



广东技术师范大学  
Guangdong Polytechnic Normal University

# 毕 业 设 计（论 文）

查重 62%

题 目： 管理层收购对企业的影响研究综述

院 别： 财经学院

专 业： 会计专硕

姓 名： 胡梦宇

学 号： 2112309010

指导教师： 林欣

日 期： 2023 年 12 月 26 日



# 管理层收购对企业的影响研究综述

## 摘要

**查重 67%**  
管理层收购 (Management Buy-Outs, 以下简称 MBO) 是指公司内部管理层, **查重 40%**  
通常是高层管理团队, 利用自筹资金、或者外部投资等方式收购本公司股权或资产, **查重 53%**  
使得公司逐步私有化, 从而实现控制和重组公司的目的, 并从中获得收益的行为。在此之中, 管理层收购对企业的影响引人关注。通常来看, 管理层收购会引起领导层、资源配置、发展战略和企业文化等方面的变动, 这些因素的改变对于企业的变动是息息相关的。近年来。国内外研究人员对于管理层收购的研究经历了从定性研究到定量研究的阶段, 众多学者从多角度探索了管理层收购下相关因素对于企业的影响, 侧重于不同的影响动因进行的实验分析, 对于企业的影响 (正向影响、负向影响, 综合影响) 得出的结论也不尽相同。本文将对管理层收购在我国的发展进行一个简要概述并对从委托代理成本、财富效应、盈余管理这三个 MBO 影响动因的研究分析进行综述, 最后对整体综述进行总结。

**关键词:** 管理层收购; 委托代理成本; 财富效应; 盈余管理

# **A Review of Research on the Impact of Management Buyouts on Firms**

## **Abstract**

Management Buy-Outs (hereinafter referred to as MBO) refers to the act of internal management, usually the top management team, using self-financing or external investment to acquire the equity or assets of the company, so as to make the company gradually privatized, so as to achieve the purpose of controlling and restructuring the company, and to gain profits from it. Among them, the impact of management buyout on the enterprise has attracted attention. Generally speaking, management buyout will cause changes in leadership, resource allocation, development strategy and corporate culture, which are closely related to the changes of the enterprise. In recent years. Researchers at home and abroad for the management buyout research has experienced from qualitative research to quantitative research stage, many scholars from multiple perspectives to explore the management buyout under the influence of related factors on the enterprise, focusing on the different impact of the dynamics of the experimental analysis of the impact on the enterprise's impact (positive impact, negative impact, the comprehensive impact) to reach different conclusions. In this paper, we will give a brief overview of the development of management buyout in China and review the research and analysis of the three MBO influencing factors, namely, proxy cost, wealth effect, and surplus management, and finally summarize the overall review.

**Keywords:** Management BuyOut; Proxy cost; Wealth effect; Surplus management

目录

一、 引言..... 1

二、 研究现状..... 1

    （一）关于管理层收购的财富效应对企业影响的研究..... 1

    （二）关于管理层收购的委托代理成本对企业影响的研究..... 3

    （三）关于管理层收购的盈余管理对企业影响的研究..... 4

三、 总结..... 6

参考文献..... 7

## 一、引言

管理层收购发源于 20 世纪 70 年代的英国，KKR 公司的三位创始人首次使用了杠杆收购，因此推动了公司在后期的进一步发展。之后，随着管理层收购在英国的持续发展，英国的大量国有企业私有化，因此管理层收购在那时被认为是最具效率的国有资产退出的渠道之一。

而到了 1990 年之后，管理层收购在我国变得越来越流行。1999 年，四通集团首次成功实施改制，并由管理层收购，2001 年，粤美集团也成为中国第一家上市公司管理层收购的案例。由于我国政治体制、市场环境、公司结构等与英国存在差异，使得管理层收购在我国运行出现了一系列问题，包括：信息不对称、定价依据混乱、中小股东权益受到侵害、国有资产流失等，为了解决这些问题，2003 年国家相关部门发布暂停管理层收购的政策，2005 年又出台了《企业国有产权向管理层转让的暂行规定》，为管理层收购的主体提出了更高的要求，并明令禁止国有控股企业、大型国有企业等进行管理层收购。虽然在某种程度上阻碍了管理层收购的发展，但也给一些小企业提供了进行管理层收购的机会。2006 年 9 月 1 日，我国正式颁布了《上市公司收购管理办法》，从法律层面上为其提供了公平的市场机会和良好的市场环境，使得管理层收购的实施和操作有了合法性保障。但随着我国管理层收购法律环境的日益成熟，其法律约束也更加多样，2013 年后，为了规避法律所带来的利益流失大部分企业开始实施一种“曲线”管理层收购，这种行为必然会损失其它企业的利益，因此为了有更好的市场环境，在未来的管理层收购中政府和企业需要付出更多的努力。

## 二、研究现状

### （一）关于管理层收购的财富效应对企业影响的研究

Jensen (1986) 的研究指出，MBO 的执行通常伴随着财务压力，高负债和财务杠杆的增加，以及对定期偿债的紧迫感。这种情况将限制管理层对现金的自由支配权，然而，这也为企业管理层提供了强烈的激励，通过股权奖励来应对挑战，

从而有效降低代理成本，提高企业效率。国际上许多金融经济学家对企业实施 MBO 的市场价值和股东财富等方面进行了广泛的实证研究，这些研究普遍支持了 Jensen 的观点。这种策略不仅有助于改善企业绩效，还能为股东创造财富效应。

Harry De Angelo, Linda De Angelo, and Edward Rice (1984) 首次采用实证方法验证了 MBO 的财富效应。他们选取了 1973 年至 1980 年间发生管理层收购的 72 家企业作为研究样本，结果显示，在 MBO 宣布日，企业股东财富平均增加了 22.27%。在随后的 40 天（包括宣布日），这一增长累计超过 30%，并在统计上具有高度显著性。此外，若以超过市场收益的平均溢价（提议前两个月的基准）来衡量股东财富增长，在 57 例全部采用现金支付的提议中，股东财富增加了 56.13%。De Angelo 等人还研究了管理层收购提议的撤回效应，选择了 18 家企业作为研究样本。回归结果表明，在宣布撤回提议当天，股东平均收益下降为 -8.88%，且在统计学上显著。因此，他们得出结论认为 MBO 交易活动中不可避免地存在着财富效应。

Gailen L. Hite 和 Michael R. Vetsuypens (1989) 通过研究子公司在发布管理层收购公告前后母公司股价的变动，探讨了母公司的财富效应。研究结果显示，尽管存在买方和卖方之间谈判的相对不足，但并没有证据表明子公司发布管理层收购公告导致母公司股价下降。相反，公告前后两天内股东财富略微增加，并且在统计学上具有高度显著性。

管理层收购的财富效应在国外学者的研究中形成了较为统一且有说服力的结论，即管理层收购会增加股东的财富效应，但在我国的学者研究中，并未形成令人信服的统一结论，其中分为两种大类，“肯定论”与“否定论”。

“肯定论”的学者认为 MBO 可以为股东带来积极的财富效应。

魏兴耘（2003）通过运用规模效应、财务效应、财富效应、以及股价效应等指标，对 MBO 后上市公司的业绩和社会财富进行实证研究。研究表明，在企业绩效方面，资产规模、业务规模、以及现金流量等指标得到显著改善；而在社会财富效应方面，存在一定的正向影响。

朱红军、陈继云、喻立勇（2006）在研究宇通客车的 MBO 事件时，通过比较净资产收益率指标及相关行业数据发现，自 MBO 实施以来，宇通客车的业绩逐步上升，远超过行业中位数，表明 MBO 激发了公司管理层的积极性，促使企业绩效

改善。股票超额报酬率的分析显示, MBO 初期股价波动激烈, 但最终实现阶段, 股票市场反应积极, 进一步证明市场对 MBO 提升公司经营效率的看法。

彭元(2011)从股权分置的角度出发, 理论分析结合实际探索, 分析了上市公司管理层收购如何影响公司价值传递机制。发现对于上市公司来说, 管理层收购有效地改善了公司的治理结构同时完成了所有权的转变, 进而减少了公司的代理成本, 提高了公司绩效。

“否定论”的学者认为 MBO 不会带来财富效应, 并且认为实施 MBO 的有效性不确定。

益智(2003)对我国上市公司 MBO 进行了全样本实证分析, 涵盖了 MBO 方式、定价、资金来源和财富效应等多方面。通过事件研究法测算累计异常收益率、每股收益、资产收益率等指标, 结果表明, 无论是短期还是长期, 我国上市公司 MBO 后未呈现显著的股东财富效应。与国外理论实践进行对比研究。

林海涛(2005)以 2000 年至 2003 年 15 家公开披露 MBO 的上市公司为样本, 采用事件研究法从财富效应和公司绩效两个方面进行实证研究。结果表明, 从财富效应角度看, MBO 未对上市公司产生积极的影响。

王栓军、孙贵珍、徐菲菲(2006)利用事件分析法, 在财富效应的变化方面对 1990-2003 年我国上市公司的 MBO 事件进行全样本分析。研究发现, 上市公司实施 MBO 后股东财富效应依然不显著。

## (二) 关于管理层收购的委托代理成本对企业影响的研究

根据委托代理关系相对人身份的不一致, 将代理成本分为股权代理成本与债务代理成本, 其中, 将股权代理成本分为一类代理成本(管理层、股东之间关系产生的成本)与二类代理成本(控股股东、中小股东之间关系产生的成本)。

潘国丽、于妍捷(2017)采用固定效应模型构建回归方程进行分析计算, 最终发现 MBO 对一类股权代理成本和债务代理成本有明显的降低作用, 但对于二类代理成本的作用不显著。

在吕长江、王克敏(2002)的研究中, 以沪深 A 股市场中的 231 家上市公司为研究对象, 他们在代理成本理论框架下调查了股利分配和管理层持股之间的相互作用。研究结果显示, 增加管理者的股权有助于降低一类代理成本。而在王克

敏、陈井勇（2004）的研究中，他们发现代理成本与管理者股权呈反比关系，公司绩效与管理者股权正相关。

宋力、韩亮亮（2005）通过研究大股东持股对代理成本的影响指出，我国企业管理者与大股东之间存在紧密关系。在分散的股权结构中，股权激励可能导致内部人控制增加，代理成本上升；而在集中的股权结构中，大股东对管理者的监督最强，大股东会加强对管理者的监督，从而降低代理成本。

张兆国、何威风、闫炳乾（2008）将国有控股上市公司与民营上市公司分开进行实证分析，发现管理者持股比例与代理成本呈不显著正相关，具体关联因解释变量的不同而异。

徐宁、任天龙（2014）基于民营中小上市公司的数据研究发现，高管股权激励有助于抑制股东与管理层之间的第一类代理成本，但对于由控股股东与中小股东利益冲突而形成的第二类代理成本没有显著影响。

### （三）关于管理层收购的盈余管理对企业影响的研究

DeAngelo（1986）进行了实证研究，对上市公司管理层利用信息优势实施盈余管理进行了调查，但未能得出管理层实施盈余管理的结论。他解释这一实证结果的原因有三点：首先，他认为在实施管理层收购中，进行盈余管理的作用并不显著；其次，他指出应计利润的实证研究方法并不能有效衡量管理层收购中的盈余管理行为；最后，由于会计盈余是公司相关利益主体关注的焦点，管理人员在实施 MBO 前后进行盈余管理的难度较大。此外，公司股东在实施 MBO 前可能会聘请外部审计人员和资产评估人员对公司的相关资产、利润等重要信息进行独立评价，这使得管理层实施盈余管理后被发现的可能性增加，同时也可能面临法律制裁，进而提高了盈余管理的成本。因此，在实施 MBO 过程中，管理层实施盈余管理的可能性较小。

Susan E. Perry、Thomas H. Williams（1994）对 1981 年至 1988 年实施管理层收购的 175 家公司进行研究，以验证管理层是否在实施收购前通过盈余管理降低公司的收益。研究结果显示，实施管理层收购的公司在收购前一年的操纵性应计利润显著为负，表明在实施 MBO 前，管理层实施了降低收益的盈余管理行为。



与控制样本的相关数据进行比较分析发现,调减的操纵性应计利润导致盈余下降的幅度近 27.8%。

Woody(1997)对 20 世纪 80 年代实施管理层收购的 87 家上市公司的盈余管理行为进行了研究。他发现,在实施管理层收购的前一年,样本公司的盈余变化远低于行业变动的中值。此外,对实施管理层收购的上市公司的股票价格波动进行的研究显示,在 MBO 前上市公司的股价呈下降趋势,并且这种趋势与 MBO 前的盈余管理行为具有系统的相关性。通过采用他的研究方法对 DeAngelo 的研究样本进行分析,发现管理层具有在 MBO 信息公布前实施盈余管理的行为。由此,他得出了管理层在 MBO 信息公布前就实施了盈余管理的结论。

陈长松(2004)以 1999 年至 2004 年 4 月实施管理层收购的 41 家上市公司为研究样本,对我国上市公司在实施管理层收购过程中是否存在以会计应计项目为手段降低每股净资产的盈余管理行为以及是否存在为缓解还款压力而进行上市公司现金流转移的行为进行了研究。通过截面 Jones 模型的检验分析,他发现上市公司的管理层在管理层收购过程中并不存在系统的有意转移上市公司现金流的行为,然而,在管理层收购前一年存在利用会计应计项目进行盈余管理的行为。

何问陶和倪全宏(2005)采用扩展琼斯模型对截至 2002 年底实施 MBO 的 15 家上市公司的盈余管理行为进行实证研究,未发现管理层在实施收购前一年采取了降低当期会计盈余的行为。他们认为这可能是因为我国上市公司管理层实施盈余管理的手段不仅仅局限于利用主观应计项目,还有可能采用扩展的琼斯模型无法发现的其他方式,甚至可能采取直接的造假手段。其次,由于管理层收购的上市公司的股权主要是国有股和法人股,收购过程并非一个市场化的公开竞争过程,因此在实施收购前,上市公司的管理层实施盈余管理的动机可能受到削弱。

程小伟和王德正(2007)采用扩展琼斯模型对实施 MBO 的 26 家上市公司在公告前后各 2 年的操纵性应计利润进行实证研究,发现在实施管理层收购前一年,上市公司的管理层存在显著的调减公司会计盈余的行为,而在收购当年和后一年则存在调增上市公司会计盈余的行为。

魏乐(2008)选择了 1999 年至 2006 年实施管理层收购的 54 家上市公司作为研究样本。首先,他运用应计利润分离法的五个模型进行研究,发现在实施



查重 47% MBO 前一年，样本公司的操纵性应计利润显著为负，表明在实施 MBO 的前一年，  
查重 41% 上市公司的管理层实施了调减会计盈余的行为。其次，他采用非主营业务净资产  
查重 58% 收益率（非主营业务 ROE）来衡量通过线下项目实施的盈余管理行为。通过与选  
查重 41% 取的控制样本公司相比，发现在实施 MBO 的后一年和后两年，样本公司的线下项  
目显著小于控制样本公司，这表明实施管理层收购后，上市公司存在通过线下项  
目来调增会计盈余的行为。

查重 44% 邢明春（2009）以管理层控制的公司为上市公司的前两大股东作为标准，选  
查重 72% 择了 1999 年至 2004 年间实施 MBO 的 21 家上市公司为研究样本。他采用修正的  
查重 47% 琼斯模型来计量盈余管理程度，研究管理层收购事件是否引发了我国上市公司显  
著的盈余管理行为。结果显示，在管理层收购前后各一年，上市公司没有显著的  
查重 44% 盈余管理行为。然而，这并不意味着我国上市公司实施的管理层收购已经比较规  
范透明。

### 三、总结

从上述综述可以发现，无论是从财富效应、委托代理成本还是盈余管理层面  
都可以看出，国外学者对于管理层收购对企业的影响大多数一致于带来积极效应，  
而在国内学者的研究当中，上述三个层面都存在不一致的看法，众说纷纭，缺乏  
统一意见，究其原因有两点，一是管理层收购进入中国市场较晚，缺乏成熟的理  
论指导；二是因为中国企业市场纷繁复杂，存在各种不同性质的企业，缺乏同一  
性，管理层收购在不同规模不同性质的企业中的影响是不一样的，因此站在不同  
的角度考虑不同的因素很难得出一个一致性的结论。因此我认为在今后管理层收  
购的研究当中应该注意以下几点：一是需要加大对非上市企业的 MBO 研究，因为  
在我国，非上市的小微企业数量占比较大，对其研究具有普遍指导意义；二是需  
要跟踪企业 MBO 后的长期影响，国内外大多数研究仅限于对于企业 MBO 后一至三  
年的影响分析，对于不同类型的企业，影响的周期是不同的，因此需要对企业  
的影响持续跟进；三是需要关注 MBO 对于企业更多方面的影响，大多数对于其话  
查重 42% 题的影响研究在于委托代理成本的降低、盈余管理的优化、财富效应的体现，我认  
为可能 MBO 会的影响传导会影响企业的其它因素。

## 参考文献

- [1] Jensen, Michael C. Agency costs of free cash flow: corporate finance and takeover[J]. American Economic Review, 1986(76):322-329.
- [2] Harry De Angelo, Linda De Angelo and Edward Rice. Going private: Minority freezeouts and stockholder wealth[J]. Journal of Law and Economics, 1984(27):367-386.
- [3] Gailen L. Hite, Michael R. Vetsuypens. Management Buyouts of Divisions and Shareholder Wealth[J]. The journal of Finance, 1989(4):953-970.
- [4] 魏兴耕. 我国上市公司 MBO 实施效应及相关问题探讨[J]. 证券市场导报, 2003(6): 70-75.
- [5] 朱红军, 陈继云, 喻立勇. 中央政府、地方政府和国有企业利益分歧下的多重博弈与管制失效——宇通客车管理层收购案例研究[J]. 管理世界, 2006(4): 115-129.
- [6] 彭元. 基于股权分置视角的中国上市公司 MBO 股东财富效应研究[J]. 当代财经 2011(07): 76-84.
- [7] 益智. 中国上市公司 MBO 股东财富效应实证研究[J]. 求索, 2006(8): 29-31.
- [8] 林海涛. 我国上市公司管理层收购的实证研究——兼论对国有企业改革的意义[J]. 经济学家, 2005(1): 62-67.
- [9] 王栓军, 孙贵珍, 徐菲菲. 中国上市公司 MBO 效应分析[J]. 河北农业大学学报(农林教育版), 2006(6): 53-56.
- [10] 潘国丽, 于妍捷. 国有中型上市公司管理层收购的代理成本效应研究[J]. 财会通讯, 2017(12): 121-124.
- [11] 吕长江, 王克敏. 上市公司资本结构、股利分配及管理股权比例相互作用机制研究[J]. 会计研究, 2002, (03): 39-48.
- [12] 宋力, 韩亮亮. 大股东持股比例对代理成本影响的实证分析[J]. 南开管理评论, 2005(01): 30-34.
- [13] 张兆国, 何威风, 闫炳乾. 资本结构与代理成本——来自中国国有控股上市公司和民营上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2008(01): 39-47.

- [14] 徐宁,任天龙. 高管股权激励对民营中小企业成长的影响机理——基于双重代理成本中介效应的实证研究[J]. 财经论丛, 2014(04):55-63.
- [15] DcAngelo, L. Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders. The Accounting Review, 1986(61):400-420.
- [16] Susan, E. Perry, and Thomas, H. Willjam. Earnings Management Buyout Offers. Journal of Accounting and Economics, 1994(18):157-179.
- [17] Wu, Y. Woody. Management Buyouts and Earning Management. Journal of Accounting. 1997(12):373-389.
- [18] 陈长松. 中国上市公司 MBO 盈余管理现象研究[D]. 上海: 复旦大学, 2004. 41-45.
- [19] 何问陶、倪全宏. 中国上市公司 MBO 前一年盈余管理实证研究[J]. 会计研究, 2005(6): 58-63.
- [20] 程小伟、王德正. 上市公司管理层收购的市场效应与盈余管理[J]. 价格理论与实践, 2007(3): 79-80.
- [21] 魏乐. 基于管理层收购的盈余管理研究[D]. 北京: 北方工业大学, 2008: 24-33.
- [22] 邢明春. 管理层收购背景下的上市公司盈余管理研究[J]. 河南财政税务高等专科学校学报, 2009(12): 23-28.