

中国上市公司 MBO 的实证研究

益 智

(上海财经大学 经济学院, 上海 200433)

摘 要: 本文对中国上市公司的管理层收购(MBO), 从方式、定价、资金来源、财富效应以及公司绩效等诸方面进行了全样本实证分析, 并结合国外的理论实践作了对比评论。通过对累计异常收益 CAR、每股收益、资产收益率等指标的计量, 发现中国上市公司的 MBO 并未提高公司绩效, 股东财富效应也不显著, 且存在违反“公开、公平、公正”三公原则的行为, 同时指出目前有关配套措施亦不完善, 从而得出慎行上市公司 MBO 的结论。

关键词: 中国上市公司; MBO; 财富效应; 公司绩效

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2003)05-0045-07

2002 年 9 月 28 日中国证监会出台了《上市公司收购管理办法》, 标志着我国上市公司的并购重组将进入一个新阶段。作为并购重组的方式之一, 上市公司的 MBO(管理层收购)最近频频见诸媒体, 引起了人们广泛的关注。本文主要对 1990—2002 年 10 月实施(或准备实施)MBO 的中国上市公司作一回顾, 并对它们 MBO 的方式、定价、收购资金来源、MBO 前后的公司价值、公司绩效及分配政策等进行了实证比较分析, 同时结合国外的经验加以评述。

一、我国上市公司的 MBO 状况

1. 中国上市公司 MBO 的界定

中国由于特殊的股权结构以及 MBO 还刚刚起步, 如果用国际通行的 MBO 概念来寻找相关案例, 可能没有一家符合要求。本文用广义的概念来确定上市公司实施 MBO 的样本, 即收购者为上市公司的管理层、内部员工或由其组建的法人实体, 收购了一定比例的上市公司股权, 意在部分控制或相对控制上市公司的经营, 姑且称为中国特色的 MBO。那些管理层小比例地买入股票仅作激励或象征性表态的则不算。据笔者对中国股票市场自 1991—2002 年 11 月的相关数据统计, 符合条件的样本上市公司有粤美的、特变电工、深方大、宇通客车、东方通信、天目药业、中远发展、大众交通、大众科创、深鸿基、望春花、佛塑股份、胜利股份、朝华科技、ST 甬富邦、洞庭水殖、丽珠集团、华晨汽车等 18 家。它们中有的已经实施了广义的 MBO, 有的则公告待批。

事实上, 媒体报道和有关文献提及的上市公司 MBO 还要超过上述样本, 比如说还有电广传媒、绍兴百大(浙江创业)、武汉中商、武汉中百、鄂武商、自仪、飞乐股份、飞乐音响、上海金陵、吴中仪表、上海贝岭、清华同方、清华紫光、三木集团、广东福地、东大阿派、实达电脑、赤天化、万科、张江高科、东阿阿胶、南天信息、中兴通讯、浙大海纳、隆平高科、泰达股份、春兰股份、鄂尔多斯、中国联通等。笔者认为, 样本之外的所谓 MBO 主要是一种对管理人员的激励措施或公司原有的股权安排, 基本不直接涉及上市公司控制权的变化, 因此, 本文不作为考察对象。

收稿日期: 2003-02-08

作者简介: 益智(1971—), 男, 上海人, 上海财经大学经济学院博士生。

2. 中国上市公司 MBO 的起源

这个问题目前还存在争议,有关媒体在报道 MBO 时,也莫衷一是,有的说粤美的打响了上市公司 MBO 的第一枪,有的说如果丽珠集团 MBO 成功,将会成为上市公司 MBO 第一例。实际上,从首次信息公开披露的角度来划分,我国第一起上市公司 MBO 发生在 1997 年,当年 5 月 7 日,大众出租一纸公告,“经公司一届九次董事会讨论决定,我公司已于 1997 年 5 月 5 日,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%”,而上海大众企业管理有限责任公司 90% 的股权由浦东大众(现已更名为大众科创 600635)的内部职工持股会持有。显然,这是一次典型的 MBO,只不过当时舆论对此没有现在那么关注,使之从容平淡地创下了一个纪录。

3. 有关上市公司 MBO 的法律依据

目前还没有直接对上市公司 MBO 进行规范的法律,《公司法》、《证券法》对上市公司收购行为作了笼统的表述,只是在 2002 年 12 月 1 日实施的《上市公司收购管理办法》第 31 条中规定,“管理层、员工进行上市公司收购的,被收购公司的独立董事应当为公司聘请独立财务顾问等专业机构,分析被收购公司的财务状况,就收购要约条件是否公平合理、收购可能对公司产生的影响等事宜提出专业意见,并予以公告。财务顾问费用由被收购公司承担。”用一种含蓄的方式认可了上市公司的 MBO,但没有实施细则。一些部门和地方出台的管理办法,如《国家经贸委关于出售国有小型企业中若干问题意见的通知》、《外经贸股份有限公司和有限责任公司内部职工持股试点暂行办法》、《北京市现代企业制度试点企业职工持股会试行办法》及《江苏省现代企业制度试点企业职工持股会试行办法》等,往往成为许多企业包括上市公司实行 MBO 的依据。

二、我国上市公司 MBO 的特点

笔者根据上海证券报、中国证券报和证券时报等财经报刊公开披露的信息,对中国证券市场现有的 18 家样本上市公司 MBO 的方式、MBO 的定价、收购资金来源以及 MBO 的股权比例等情况作描述分析^①(详见表 1)。

1. MBO 的方式

最流行的方式是由上市公司的管理层或内部员工成立一家公司(收购平台),协议受让原上市公司大股东的非流通股,这种情况占 83.33%。中华控股是管理层的自然人直接从二级市场购买流通股,占 5.56%。中远发展是管理层的自然人在向流通股股东增发时认购,占 5.56%。大众交通方式较为特别,它向大众科创定向增发不可流通的法人股,使之成为第一大股东,而大众科创是早已被 MBO 的上市公司,所以大众交通实行了一种隐性间接的 MBO,这种情况也占 5.56%。所以,我国主流的 MBO 方式是成立具有收购平台性质的壳公司,协议收购上市公司的非流通股,这就留下了两个隐患:(1)壳公司是否有法定能力收购大规模的股权。我国公司法规定:普通公司对外投资不得超过其净资产的 50%,而这些壳公司基本都违反了 this 规定;(2)收购的定价是否合理。

2. MBO 的定价

据表 1,情况不明的有 3 家,为宇通客车、天目药业和丽珠集团,其中丽珠集团为股权法院裁定转移,这种情况占 16.67%。等于相关年度净资产的有 1 家,占 5.56%,为胜利股份。高于相关年度净资产的有 6 家,占 33.33%,其中 ST 甬富邦的转让价 1.6 元/股,虽大于 2000 年和 2001 年的净资产 0.80 元多,但却低于 1999 年 ST 前的 1.61 元。低于相关年度净资产的有 8 家,占 44.44%。因此,除了 2 家从二级市场购买股票之外,其余 16 家的 MBO 定价均以净资产为基础,大大低于流通股股东的持股成本,占 88.88%。这表明相对于流通股股东而言,MBO 的收购者以极其低廉的价格取得了相对多数股权及控制权,虽然这些股权暂时不能流通,但其收益权和

控制权是与流通股等同的，这在公平公正性方面肯定存在问题，也给流通股股东造成了心理阴影。而国外如美国的 MBO 收购者成本要高于原有流通股股东持股成本的 50%。

3. MBO 的收购资金来源情况

明确公告有融资的仅 1 家，为佛塑股份，占 5.56%。通过自有资金或收购平台的注册资本收购的有 9 家，占 50%。未明确公告的有 8 家，占 44.44%。值得注意的是，MBO 的收购资金往往都远远大于个人和收购平台的资金能力。

4. MBO 的股权比例

据表 1，笔者发现我国上市公司 MBO 的股权比例均不超过 30% 这一法律规定的全面要约限制，除深鸿基和佛塑股份的比例为 29%—30% 之间外，其它都在 25% 以下。这说明我国上市公司的管理层在实施 MBO 时，都刻意回避全面收购甚至与之相关的豁免程序，从而避免触及价格较高的流通股。这也从另一方面表明 MBO 所收购的股权具有极大的成本优势，MBO 定价的合理性与规范性已刻不容缓。

表 1 中国上市公司 MBO 基本情况一览表

	转让日期	转让份额	转让金额(元)	转让股数	定价 (元/每股)	转让方式	受让方资金来源
深鸿基 0040	1999.7.27	29.360%	325,216,098.00	68,945,448	4.72	作为对受让方的追加投资	作为注册资本溢价
方大集团 0052	2001.6.28	16.498%	160,392,000	48,900,000	3.28	协议买卖	自筹
	2001.9.29	3.745%	39,405,000.00	11,100,000	3.55	协议买卖	自筹
		15.895%	145,104,960.00	47,112,000	3.08	协议买卖	自筹
胜利股份 0407	2002.9.17	6.850%	36,760,304.00	16,410,850	2.24	协议买卖	注册资本金
广东美的 0527		7.260%	103,792,800.00	35,184,000	2.95	协议买卖	自筹
	2000.1.19	14.940%	217,290,993.00	72,430,331	3.00	协议买卖	自筹
朝华科技 0688	2002.10.22	1.440%	5,000,000.00	5,000,000	1.00	协议买卖	自筹
佛山塑料 0973	2002.9.6	29.462%	324,571,980.00	110,024,400	2.95	协议买卖	自有资金及对外融资
宇通客车 600066	2001.5.21	8.700%		11,900,520		转让方股权被法院冻结	
	2001.6.20	15.440%		21,103,000	不明	协议买卖	自筹
		1.590%	10,316,800.00	4,126,720	2.50	协议买卖	自有资金
特变电工 600089	2002.9.25	4.930%	39,680,000.00	12,800,000	3.10	协议买卖	自有资金
		4.930%	15,872,000.00	12,800,000	1.24	协议买卖	自有资金
洞庭水殖 600257	2002.10.10	17.070%	71,633,500.00	12,458,000	5.75	协议买卖	自筹
大众交通 600611	1999.11.12	24.74%	464,800,000.00	140,000,000	3.32	定向增发社会法人股	经营性净资产
浦东大众 600635	1997.5.7	20.080%	111,800,000.00	26,000,000	4.30	协议买卖	不明
		5.020%	27,950,000.00	6,500,000	4.30	协议买卖	不明
		2.010%	11,180,000.00	2,600,000	4.30	协议买卖	不明
中远发展 600641	2002.2.25	0.170%	6,762,842.80	762,440	8.87	增发 A 股	不明
望春花 600645	1998.3.2	9.600%	15,000,000.00	15,000,000	1.00	协议买卖	不明
天目药业 600671	2000.6.27			36,728,911	不明	公司改组, 股权转让	
东方通信 600776	2000.6.10	6.320%	124,200,000.00	36,000,000	3.45	协议买卖	不明
宁波富邦 600768	2002.11.4	6.700%	9,964,800.00	6,228,000	1.60	协议买卖	
		22.000%		20,448,000		合并吸收	不明(尚未批准)
丽珠集团 0513	2001.9.24				法院裁定		
华晨 600653	2002.2.9				二级市场买入	二级市场买入	不明
					二级市场买入		不明

三、我国上市公司 MBO 的实证效应分析

1. 财富变化效应

所谓财富变化，在我国由于股本结构性质的不同，对流通股股东而言，股价的变动就是其现实财富的变化，而对非流通股股东而言，股价的短期变动对其财富几乎没有影响，衡量其财富的标准是每年的净资产变化，因为我国上市公司非流通股的转让大多数是以净资产为基础的。

(1) 对流通股股东：流通股的市场价格变化

笔者采用金融分析中国通用的“事件分析法”，以上市公司 MBO 首次公告日为中心，定义为第 0 天，本研究中事件期选择为(-2 天,+2 天)、(-10 天,+1 天)和(0,+10 天)。计算步骤为^②：第一，事件期内每家公司每天的预期正常收益率以当天大盘的收益率((当天收盘指数-昨天收盘指数)/昨天收盘指数)来替代，记为 $\hat{r}_{jt} = r_{mt}$ ，其中 t 为天数，j 为公司。第二，每家公司每天的异常收益 R_{jt} ，即每家公司当天的实际收益率((当天收盘价-昨天收盘价)/昨天收盘价)减去预期正常收益率， $R_{jt} = r_{jt} - \hat{r}_{jt}$ 。第三，对事件期内每天各公司的异常收益求平均数，即得该样本公司当天的平均异常收益 $AR_t = \sum R_{jt} / N$ 。第四，将事件期内每天的 AR 进行求和，得到累计平均异常收益 $CAR = \sum AR_t$ 。 $CAR(T_1, T_2)$ 表示在 T_1 至 T_2 事件期内上市公司 MBO 对流通股股东带来的财富效应，也就是该期间 MBO 给流通股股东带来的超过市场平均收益的利润率。

$$CAR(-2 \text{ 天}, +2 \text{ 天}) = 0.49\% \quad (1)$$

$$CAR(-10 \text{ 天}, +1 \text{ 天}) = 2.92\% \quad (2)$$

$$CAR(0, +10 \text{ 天}) = -0.9\% \quad (3)$$

(1)式表明我国上市公司 MBO 发生前后 5 天中的平均收益率为 0.49%，几乎与大盘持平；(2)式数据说明有人利用 MBO 消息有所运作，跑赢大盘 2.92%；(3)式的负值说明没有内幕消息的流通股股东在 MBO 后所得为负效应。这说明 MBO 对流通股股东没有带来财富效应，而在美国，MBO 使原股东的财富增加约 50%。

(2)对非流通股股东：公司的每股净资产变化

就可以取得的数据而言，笔者对上市公司 MBO 首次公告年度前后每年净资产的变化趋势进行分类，发现 MBO 公告前净资产呈下降趋势的有 9 家，它们是特变电工、天目药业、大众科创、深鸿基、望春花、胜利股份、ST 甬富邦、丽珠集团、华晨汽车；另外 9 家上市公司 MBO 公告前净资产呈上升趋势，两类各占 50%。MBO 公告后净资产呈上升趋势的有 7 家，它们是粤美的、东方通信、天目药业、大众交通、大众科创、佛塑股份、丽珠集团；MBO 公告后净资产呈下降趋势的有 2 家，它们是深鸿基和望春花；另外 9 家因 MBO 发生在 2001 年和 2002 年，目前还无法判断。虽然数据缺损，但表明作为受让方的管理层可以因净资产的增加而受益(占可比数的 77.8%)，也说明低价转让股权者并未实现其应有的价值。

2. 公司绩效

笔者用每股收益、净资产收益率和总资产收益率三个指标来衡量，也使用事件分析法，0 年为发生 MBO 的年份，-2、-1 年分别为发生 MBO 前的相应年份，1 年为 MBO 后 1 年。笔者发现，从 18 家公司的平均值来看，MBO 发生的当年及前 1 年，公司绩效的各项指标均有可观升幅，特别是每股收益涨幅分别达到 22.1%和 18.9%，当年的净资产收益率和总资产收益率分别达到 24.3%和 21.99%，可能正是这些有利因素促使管理层决定实施 MBO。但 MBO 后 1 年的数值却大幅下降，三大指标均大幅下挫，每股收益下跌 23.87%，净资产收益率下降 25.51%，总资产收益率更是跌幅达 33.01%。这里原因可能比较复杂，但 MBO 前后如此大的反差表明，中国上市公司的 MBO 并不能减少代理成本，提高经营效率。

四、对于我国上市公司 MBO 的评析

1. 国外 MBO 相关理论实践述评

国际上特别是美国的 MBO 如果涉及上市公司，往往伴随着转为非上市的过程(go private)，即上市公司的管理层因为看好公司的发展，用显著高于其股票市场交易成本的价格大量收购公司的股票，达到控股地位，以致因上市公司的股权太集中而必须退市。由于收购需要大量资金，MBO 通常由投资银行或相应基金的融资完成，融资的压力也是管理层未来经营的动力和风险。所以国外的 MBO 是以承担现时风险的方式来努力获取未来的报酬，对公司的发展是有利的。

同时,由于 MBO 时的高价收购股票,老股东可以搭便车,其利益能够现实地得到保障,据统计,美国上市公司 MBO 前后 1 个月左右,股东的累计异常收益 CAR 可达 50%(DeAngelo and Rice 1984、Kaplan,1989)。

美国 20 世纪 80 年代公司收购浪潮的特征就是 LBO 和 MBO,它是对 60、70 年代公司规模盲目扩张的混合购并浪潮的一种修正,其产生的主要原因是能够降低代理成本,同时能充分保障经营产生的自由现金流转换为股东价值(Baker、Jensen and Murply,1988)。当然,产生这些效果的前提是收购者以高于当时市场成本的价格收购股票。

2. 对中国上市公司 MBO 的一些看法

中国上市公司的 MBO 与国外完全不同。主要表现在以下几方面:

(1)中国上市公司 MBO 的动机不纯。从 MBO 的方式和定价可以明显看出,我国上市公司管理层感兴趣的是上市公司的国家股和法人股,83.33%的 MBO 采用了针对这类非流通股的协议受让方式,88.88%的收购价格都是围绕着净资产作文章,大大低于流通股股东的持股成本。MBO 受让股权的比例也明白地告诉我们,上市公司的管理层或内部人没有任何意向全面收购二级市场的流通股,而是充分利用我国股权结构和价格的双轨制,避高就低,采取了一种成本最小化的攫取控制权的方式。从财富效应来看,MBO 后的中国上市公司老股东并未像国外同类一样获取超额的异常收益,相反作为协议转让方的非流通股股东还有利益受损的风险,没有任何提升股东价值的证据。从公司绩效来看,MBO 后的上市公司各项重要会计指标明显恶化,使 MBO 理论上所具有的激励、减少成本和提高经营效率的功能均被扭曲。那么为什么我国上市公司会发生 MBO 呢?笔者作一直观的计算。据统计,MBO 当年的平均每股净资产为 3.46 元/股,由于 88.88%的收购价以净资产为基础,我们就将管理层的收购成本记为 4 元/股。这 18 家 MBO 公司 2002/11/28 收盘平均价为 10.22 元/股,可认为是流通股股东的持股成本。MBO 当年的平均每股收益为 0.33 元/股。那么管理层的实际收益率为 8.25%,而流通股股东的实际收益率则为 3.23%。在股利分配上也是同样道理,宇通客车的高额分红就是典型案例。在没有规则和监管的情况下,MBO 必然成为上市公司管理层向往的撇脂游戏。综上所述,从静态角度分析,中国上市公司 MBO 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。至于动态角度的分析,像 MBO 后管理层是否会合法地滥用内部人的控制权损害其它股东的权益,由于本文没有实证资料,还不敢妄下断语。

(2)中国上市公司 MBO 现存的技术性问题:

第一,信息披露的及时完整性。MBO 牵涉到上市公司的相对控制权的变化,属于重大事项,应对其各个环节予以及时完整的披露。我国上市公司 MBO 在一般的程序上的披露尚可,但对于某些关键问题基本不予解释,如收购资金的来源、收购定价的标准等,而这些正是我国 MBO 的软肋。例如上海宇通创业投资有限公司注册资本为 1.2 亿元左右,出资者为 23 个自然人,按照 2000 年宇通客车的每股净资产高达 6.35 元,收购资金高达 1.5 亿元左右,23 个人如何承担 1 亿多元的收购金额应予以说明。

第二,收购主体的合法性。MBO 之前必须首先考虑收购者是否符合 MBO 收购主体的资格要求。在我国,管理者收购中的收购者应该是原企业的从业人员。但由于上市公司 MBO 时流行成立收购平台公司,而这类公司往往有上市公司员工之外的人员参与,如宇通客车等;还有一些上市公司管理层采用隐名收购,如中远发展,但隐名收购不受法律保护,如名义收购者和实际收购者发生法律纠纷,法律将保护名义收购者的权利。

第三,收购定价的合理性与规范性。对于国有股权转让,根据国资企发[1997]32 号文件,规定“转让股份的价格必须依据公司的每股净资产、净资产收益率、实际投资价格(投资回报率)、近期市场价格以及合理的市盈率等因素来确定,但不得低于每股净资产值”。我国上市公司 MBO

定价因此也大都以净资产为依据,但收购价格合理性和规范性还值得怀疑。规范意义上的管理层收购是一种市场行为,收购价格由收购者和目标公司股东通过谈判来确定,力求能反映股票的实际价值。在我国,一方面由于 MBO 的对象主要是上市公司的非流通股,股票市场还不能正确反映股票的价值;另一方面国有和集体公司所有者缺位,容易形成内部人控制,由内部人来进行收购,很难保证转让价格的合理性。例如,深圳方大 2001 年净资产 3.47 元,两次收购价 3.28 元和 3.08 元;佛塑股份净资产 3.18 元,收购价 2.95 元;特变电工更低,2002 年中期净资产 3.38 元,向三家股东收购价高的为 3.1 元,低的居然只有 1.24 元,收购平台“上海宏联创业”合计收购 2972.67 万股,按净资产计算为 10047.62 万元,可实际收购价仅 6586.88 万元。针对上述问题,有人提出用未来现金流量折现法(DCF 模型)、经济增加值指标(EVA 法)或布莱克·舒尔斯(Black-Scholes)的期权定价模型来衡量非流通股的价值,但笔者认为,这些方法只能作为参考,要保证交易价格的合理性,最实际的办法是破除 MBO 过程中的单方交易黑箱操作的局面,增加买方数量,将管理层或内部员工发起的收购平台作为收购公司股权的买方之一参与公开竞价拍卖。例如东百集团的国有股通过竞拍,平均拍卖价为每股 3.69 元,远高于其当年的每股净资产 2.07 元,就连每股亏损 0.265 元的天宇电气的国有股拍卖价也达到了每股 3.12 元,高于其当年每股净资产 2.83 元。

第四,收购资金来源的通畅性。在资本市场发达的国家,管理层收购方可以运用垃圾债券、优先股、认股权证等多种融资工具大规模筹措资金,而国内可运用的金融工具十分有限。融资借贷是国外 MBO 的显著特征,但我国人民银行制定的《贷款通则》禁止从金融机构取得贷款用于股本权益性投资,企业之间的资金拆借行为也受到限制,所以实践中只能通过其他方式。目前公告的大都用收购平台公司的自有资金实施 MBO 收购,动用的资金大大超出其注册资本,这本身已与《公司法》规定对外投资不得超过其净资产的 50%相悖。因此,如何在现有法律框架内解决所需资金问题成为目前 MBO 发展需要突破的一个瓶颈。有人提出可以利用 2001 年 10 月 1 日出台的《信托法》规定的信托方式解决 MBO 中收购资金来源问题,这还可以解决日后收购平台在利润分配时多重征税的困扰。也有人成立了专门用于 MBO 的基金,如花旗银行与红塔创投等合资成立的申滨投资管理公司等,在中国确实都是创新的思路。

第五,中国上市公司 MBO 缺乏有效立法监督。MBO 涉及公司控制权及财富再分配过程,但我国目前却没有相应的法规对其各个环节加以规范监督,出现了许多打擦边球、闯红灯的现象。这既不能现时保证公平交易的环境,又给参与者带来了日后的隐患,金杯华晨可谓前车之鉴。现在上市公司 MBO 时国有股的转让须财政部批准,建议在批准之前要求将 MBO 的定价依据、资金来源等重要事项予以公开披露,没有疑义后再决定批准与否。同时系统性立法及实施细则的制定已是当务之急。

五、结论:上市公司 MBO 应慎行

由上述实证分析,我们发现中国上市公司的 MBO 与国际流行的 MBO 有本质的区别。国外的 MBO 是一种公司发展模式,即公司的管理层因为看到公司未被发掘的潜质而甘愿承担风险收购公司原有股东的股票,股份的出让者在此过程中利益得到充分的体现。整个 MBO 的过程也是公开的。而我国的情况正好相反,MBO 关键的环节都带有黑箱操作的色彩。上市公司管理层并非注重公司本身的发展,而是利用股权价格的双轨制以及上市公司国有或集体股东的缺位实施的对原有资源再分配的过程,这从 MBO 中无论是流通股股东还是非流通股股东(包括转让方)均未显著获利甚至遭遇负效应的状况可知。因此,在我国目前情况下,上市公司 MBO 是一种不公正、不公平、不公开的行为,应当予以重视和规范。实证的研究证明了在我国 MBO 能够减少代理成本,提高经营效率的说法是站不住脚的。再加上目前实施 MBO 的配套措施远未完

善,所以笔者认为,即使在中国共产党十六大报告提出国有资产管理体制改革新方略、实行国民经济战略重组、国退民进的时代大背景下,我们还是要选择鼓励能够实质性提高上市公司素质、增加股东回报的购并重组,而上市公司 MBO 应该慎行。

注释:

①有关实证数据的验证,可与作者联系,Email:yi_zhi@sohu.com 或 yizi0836@sina.com。

②有关数据的计量处理,如 AR、CAR 等,由上海新概念证券数据库制作。

参考文献:

- [1] Bengt Holmstrom and Steven N. Kaplan. (2001), Corporate Governance and Merger Activity in the U. S. : Making Sense of the 1980s and 1990s[J]. Journal of Finance.
- [2] DeAngelo and Rice. (1984), Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth[J]. Journal of Law and Economics.
- [3] Baker, Jensen and Murphy. (1988), Compensation and Incentives: Practice vs Theory[J]. Journal of Finance.
- [4] 上海证券报、中国证券报、证券时报等财经报刊上有关各上市公司 MBO 的公告,相关上市公司各年度中报、年报。
- [5] 上海、深圳证券交易所相关上市公司的交易数据。
- [6] 黄晓黎. ESOP 和 MBO 的信托解决方案(二):管理层收购的新思路[OL]. <http://www.chtpe.com/2002-12-08>.
- [7] 王巍. MBO 管理者收购——从经理到股东[M]. 北京:中国人民大学出版社,1999.
- [8] 布莱恩·伯勒,约翰·希利亚尔. 大收购——华尔街股市兼并风潮[M]. 海口:海南出版社,1998.

An Empirical Study on the MBO of Listed Companies in China

YI Zhi

(School of Economics, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: Making an empirical analysis on the MBO behavior of the management of listed companies in China from such aspects as methods, pricing, sources of fund, fortune effects and corporate performance etc., the paper comments on the comparison between the theories and practices of other countries and that of China. By means of calculating cumulative abnormal returns(CAR), EPS and ROA, the author finds that MBO of listed companies in China does not enhance corporate performance and that the fortune effects of shareholders are not obvious. On the contrary, there exist behaviours against the three principles of “openness, fairness and equality” and corresponding necessary measures are imperfect at present. It concludes that it is not proper to have MBO listed companies now in China.

Key words: listed companies in China; MBO; fortune effect; corporate performance