


管理层收购 及其在中国的实证研究

Management Buyouts and Their Empirical Study in China

何光辉 杨咸月 著


 学林出版社

本书获得上海汽车工业教育基金会资助

管理层收购 及其在中国的实证研究

Management Buyouts and Their Empirical Study in China

何光辉 杨咸月 著

 学林出版社

图书在版编目(CIP)数据

管理层收购及其在中国的实证研究/何光辉,杨咸月
著. —上海:学林出版社,2006.11

ISBN 7-80730-260-7

I. 管... II. ①何... ②杨... III. 企业-收
购-研究-中国 IV. F279.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 135878 号

管理层收购及其在中国的实证研究



作 者——何光辉 杨咸月

责任编辑——刘 娟

封面设计——周剑峰

出 版——上海世纪出版股份有限公司
学林出版社(上海钦州南路 81 号 3 楼)

电话: 64515005 传真: 64515005

发 行——新华书店上海发行所
学林图书发行部(上海钦州南路 81 号 1 楼)
电话: 64515012 传真: 64844088

照 排——南京展望文化发展有限公司

印 刷——上海图宇印刷有限公司

开 本——890×1240 1/32

印 张——11.75

字 数——32 万

版 次——2006 年 11 月第 1 版

2006 年 11 月第 1 次印刷

印 数——3 000 册

书 号——ISBN 7-80730-260-7/F·31

定 价——25.00 元

(如发生印刷、装订质量问题,读者可向工厂调换。)

序

近年来,国内关于管理层收购(英文缩写 MBO)的书籍我已看过不少,基本上都是实务操作性的,有学术深度的研究著作至今还很鲜见。而当作者邀我给他们的书稿《管理层收购及其在中国的实证研究》写几个字时,我却欣然应允。

这是一本国内非常难得的关于中国企业管理层收购实践与问题的研究性著作。无论是研究视角还是论证过程,无论是在资料的收集与占有还是在数据处理与方法应用上,该书都以一种全新的面貌展现在读者面前。读者在阅览大量国内企业形形色色的 MBO 同时,会了解中国企业管理层收购的产生发展过程;在财富创造理论与财富转移理论比较中能够深切地感悟到中国管理层收购面临的诸多问题与实质;在企业相关主体利益得失比较中找到中国管理层收购从财富转移向财富创造的实现途径与思路。可以说,如果作者没有一定的积累和功底,缺乏深邃的眼光和独特的洞察力,是很难让读者有这种在痛惜中陷入理性思考的感受。

管理层收购在国外是一种成熟的企业所有权变更方式。无论是在英国、法国、德国、意大利和荷兰等欧洲大陆还是在美国,甚至亚洲日本,管理层收购作为企业并购的一

种重要方式而广泛受到认可。其根本原因是,越来越多的实证研究表明,MBO的企业确实由于所有权结构的变化而实现了在原来所有权结构下所不能实现的绩效,即创造了财富。这对于中国众多国有及其控股企业进一步深化改革,无疑具有重要的启发和借鉴意义。

事实也的确如此,近年来管理层收购在中国发展非常迅速。根据相关部门的统计,国有企业尤其是地方中小国有企业改制总数中,有半数左右最终以MBO的方式实现。许多大型国有企业的经营者近几年也热衷于MBO,力图借此成为企业大股东或实际控制人。一些上市公司的高管已经成功地完成了MBO,另一些则试图借助各种隐秘的方式来实施MBO,甚至不惜冒各种政策风险进行所谓中国特色的创新——“曲线MBO”或“隐性MBO”。

如果说其结果跟国外一样,企业通过MBO都实现了财富创造,则对该种并购方式不但无可厚非,反而应该大力提倡。然而,国内众多企业的MBO并没有带来业绩上的显著变好,反而有财务状况恶化倾向!这非常耐人寻味,难道说“橘逾淮河则为枳”吗?财富创造与中国企业管理层收购无缘吗?回答是管理层收购对于中国国有企业改革的积极作用应该予以肯定。然而实际上正如作者实证研究得出的结论那样并非如此,因为“橘”之所以会变成“枳”是因为水土不服造成的;而管理层收购在中国备受国有企业经营者青睐,似乎有“无节制”发展趋势,其中必有更适应的“水土”在滋润。书中揭示,在企业价值未曾增加的情况下,管理层收购如果说对于广大中小投资者既不是“利好”也不是“利空”的时候,企业经营者却热衷于管理层收购,其背后所隐藏的

巨大利益驱动力只能与企业大股东及其他利益相关者的利益有关。这恐怕是当前各界高度关注中国管理层收购的根本原因。正如作者所强调的那样,只有彻底铲除管理层收购财富转移的基础,真正实现管理层收购的财富创造,中国企业管理层收购才能健康发展。我完全同意作者这些合乎逻辑的推理与结论,并且坚信作者所提出的财富创造实现思路与策略必将推进我国企业管理层收购朝着更加规范的方向发展。

这是一本既有理论深度又有助于解决中国当前现实问题的著作,其学术价值不言而喻。它的出版无论对于理论研究还是对实务工作都是一种贡献。相信更多的读者在拿到此书时与我有同感。如果你是监管者,你将从本书中找到解决中国管理层收购问题的良策;如果你是企业经营者,你将从本书中寻到适合自己企业改制的偏方;如果你是一名学生,本书将为你洞开一扇窗口,在观赏新奇 MBO 景观的同时不由自主地陷入思考;如果你是一位学者,你将在此基础上,取得更加成熟的研究成果。

胡庆康

2006 年 5 月 15 日

摘 要

本书分析了管理层收购(英文缩写 MBO)在国外的迅速发展及其动因财富创造的理论解释。我国的 MBO 也异常活跃,为规避政策限制而产生了五花八门的收购方式。但对沪深两市 MBO 上市公司的总体分析和因子分析表明,其经营绩效并不很明显,财务状况有恶化倾向,意味着 MBO 能够创造财富的三个理论假说并不成立,至少不能令人信服。事件研究的实证结果表明,MBO 在中国没有给中小股东带来财富的增加,并未得到广大中小投资者的认可。MBO 在我国并没有产生财富创造效应,表明国有企业管理层对收购趋之若鹜并不惜冒各种风险进行中国特色的“创新”,背后的巨大利益驱动力是财富转移,即管理层收购的溢价部分只不过代表着财富从其他利益相关者向管理层的转移。要实现 MBO 的价值创造必须完善和加强监管,强化市场约束。而财富转移问题一旦解决了,效率问题借助于市场机制也就迎刃而解了。

管理层收购在欧美特别是欧洲发展极为迅速。英国 MBO 专业学术网站 CMBO 显示,MBO 目前已经成为企业并购的主要形式,在英国,MBO 交易数目在 1997 年占企业接管数目的 22%,目前已经达到 60%左右。MBO 交易额从 1997 年占企业接管交易额的 18%,上升至目前的 60%左右。MBO 的交易价值在 2003 年达到 162 亿英镑,2004 年第一季度有 51 亿英镑的交易额,完成了 156 起交易。2005 年 MBO 交易值达到 235 亿英镑,几乎与历史高位 2000 年持平,共成交 667 起。其中价值超过 2.5 亿英镑的交易项目不断涌现,达到创记录的 23 起,超过 5 亿英镑的项目也在增加。德国、法国、意

大利和荷兰等欧洲大陆的情况基本类似。研究文献显示, MBO 的企业确实由于所有权结构的变化而实现了在原来所有权结构下所不能实现的绩效。学者对此给出了多种理论解释, 由此产生了两种相反的看法: 财富创造论和财富转移论。财富创造论认为 MBO 实现了价值创造, 最具有代表性的理论大致可以归为代理成本论、防御剥夺论、企业家才能论, 是对欧美 MBO 的主流解释理论。许多实证分析均表明 MBO 后的经营绩效确有提升 (Harris, Siegel 和 Wright, 2003; Amess, Kevin, 2002), 验证了 MBO 的三个主要理论假说: 降低代理成本 (詹森, 1986, 1989; Shleifer Vishny, 1997), 保护管理层专属性资源的准租金 (阿尔钦和伍德沃德, 1987; 威斯通等, 1998) 和激发企业家才能 (Hathery 等, 1994; Wright 等, 2001)。财富转移论认为 MBO 并没有给企业带来什么实质性的变化, 只不过出现了财富从其他利益相关者如股东、债权人、职工、政府 (税收) 等, 向管理层的转移。但这种理论没有得到相应的实证证据。

同样地, 我国的 MBO 也异常活跃。据相关部门的统计, 国有企业尤其是地方的中小国有企业改制总数中, 有半数左右最终以 MBO 的方式实现。许多大型国有企业的经营者近几年也热衷于 MBO, 力图借此成为企业大股东。一些上市公司的高管已经成功地完成了 MBO, 另一些则试图借助各种隐秘的方式来实施 MBO。就在 2004 年 12 月 13 日中央高层明确“大型企业不准搞管理层收购, 中小企业的管理层收购也要区别情况, 要规范”后, 2004 年底还有数家上市公司发布 MBO 公告, 如大亚科技 (2004 年 12 月 20 日)、丽江旅游 (2004 年 12 月 30 日) 等。2005 年与 MBO 相关的上市公司有: 新大洲 A, 海德股份, 华泰股份, 中孚实业, 贤成实业, 中关村, 赛马实业, ST 天然等, 其中大部分发生在年末。这些公司除少数外, 基本上是管理层借助上市公司的控股公司实施 MBO 的。从各地的实践来考察, 我国现阶段管理层收购方式复杂多样, 为规避政策限制而产生了五花八门的方式。

我国企业管理层对 MBO 趋之若鹜并不惜冒各种风险进行中国

特色的“创新”，其背后的巨大利益驱动力是什么？是财富创造驱动还是财富转移驱动？对公开信息表明已经进行 MBO 的沪深两市上市公司的各年年报的财务分析和主成分分析表明，其经营绩效并不很明显，财务状况有恶化倾向。总体财务分析显示：（1）从规模变量看，MBO 企业的规模扩张倾向较为明显，但波动性很大。（2）从相对变量看，MBO 的直接效果不够明显。（3）样本企业之间差异性明显，MBO 并未使企业的经营状况发生实质性改变。样本企业 MBO 前经营状况不尽相同，MBO 后的效果也截然不同，经营状况基本上沿袭相同的路径，即 MBO 前经营绩效好的企业 MBO 后依然好，绩效差的企业并没有因为 MBO 而使经营状况得到改善。主成分分析表明：在 MBO 期间（累计 7 年样本期），（1）体现公司经营指标的因子均没有发生显著性变化。（2）体现公司利润创造能力和每股净资产的因子存在显著差异。（3）体现公司每股收益、净资产收益率等盈利能力指标因子没有显著变化，但 MBO 之后明显呈下降态势。可以看出，在我国，关于 MBO 能够创造财富的三个理论假说并不成立，至少不能令人信服。

那么，证券市场对 MBO 做出什么样的反应呢？应用事件研究法的三个标准方法市场模型法、均值调整法和市场调整法对 MBO 公告日前后的股票价格反应进行实证分析。对沪深两市有 MBO 明确公告的样本公司的正常收益率进行测算，以此为基础计算各公司从公告前 40 个交易日起的异常收益率(r_{it})和累积异常收益率(CAR)，并进行零假设的显著性检验。实证结果表明，在投资者是理性的背景下，MBO 在中国没有给中小股东带来财富的增加，并未得到广大中小投资者的认可。这与在国外给公众股东带来巨大溢价形成显著的差异。

显然，在企业价值未曾增加的同时，管理层收购也没有给中小投资者带来收益，也就是说 MBO 在我国并没有产生财富创造效应。因此合乎逻辑的解释应该是：企业经营者热衷于管理层收购背后所隐藏的巨大利益驱动力是财富转移，即管理层收购的溢价部分只不

过代表着财富从其他利益相关者向管理层的转移。这种财富转移在我国主要表现为管理层尽量以各种方式压低国有产权转让价格;在收购价格确定后又通过各种违规途径获取资金用以支付收购资金,甚至将更多的财富从利益相关者那里转移至自己的名下。压低收购价格的主要途径包括:在收购前做亏企业以从账面上降低净资产,然后以非公允的价格进行收购;后者主要包括:违规融资进行信用风险转嫁;进行各种形式的非法交易或关联交易以获取财富;进行过度分红透支企业内源融资能力;侵害职工权益从中渔利。财富转移说在完善的资本市场基本不成立,因为有完备的投资者保护机制,股东利益难以被侵犯;而且竞标机制也排除了管理层从价值低估中获利的可能性(Kaplan,1990;詹森,1989)。但在我国,由于国有出资人没有真正到位,特别是股权分置使得财富转移极易产生。正是这种财富转移效应影响了企业 MBO 后的经营绩效和稳定性,因为管理层只需在如何降低收购价格和如何归还收购资金等方面想尽办法即可获得巨大财富,而无需在改善经营管理上投入精力。

为了扭转我国企业管理层收购的畸形发展,促进众多国内企业管理层收购真正实现价值创造而非财富转移,必须完善和加强监管,强化市场约束,通过市场的评判和压力提高经营绩效,包括严格审查收购主体资格,合理选择目标企业,建立合理定价机制,规范融资行为与融资创新,并完善法规监管体系。财富转移问题一旦解决了,财富创造问题借助于市场机制也将迎刃而解。

Abstract

The book analyzes the rapid development of management buyouts (MBO) abroad and its theories of the wealth creations. MBO develops unusually in China where multifarious ones are produced to avoid policy restriction. However, analyses show that performance effects of MBO listed companies in Shanghai and Shenzhen stock exchange aren't significant; the financial conditions even have declining trends. These mean three theory hypothesis of the wealth creations have no evidence supports in China. Event studies enunciate that MBO announcements don't bring small investors wealth increment. MBO don't create wealth effects in China, expressing that the huge benefits of driving state-owned enterprises managers to pursue MBO are wealth transfers. To realize the value creations of MBO in China, supervision and administration should be perfect and strengthen, and market disciplines should be improved. The problems of wealth transfers once are resolved; the efficient problems are also solved through the market mechanism with the great ease.

The development of management buyout in the Europe and the United States, especially in the Europe, is extremely rapid. British professional academic website CMBOR shows, MBO has already become a main form of Mergers and acquisitions currently. In the UK, MBO deal number has 22% of takeover

number in 1997, having already arrived at 60% currently or so. MBO market value has 18% of takeover one from 1997, rising to current 60% or so. There were £ 16.2 billion MBO market values in 2003, £ 5.1 billion in first quarter of 2004, and deal volume reached 156. Figures produced by CMBOR for the end of 2005 confirm that the UK buyout market reached a record value of £ 24.2 billion. This was just ahead of the previous record set in 2000 of £ 23.9 billion. The volume was 667. The condition is as the same as that in European Continent like Germany, France, Italy and Netherlands etc. Study literatures show that MBO has improved performances of enterprise. Scholars give this various theories explain, forming two kinds of contrary viewpoints: wealth creations and wealth transfers. The wealth creations theories think MBO can create values, these representative's theories, such as the agency cost theory, defense theory, entrepreneur theory, explain the development reasons of MBO in the Europe and the United State. The substantial evidence verifies MBO three main theories of the wealth creations. Wealth transfers theories think that MBO doesn't bring enterprise values real changes, managers maybe transfer wealth to themselves from agents such as shareholders, creditors, workers, government (revenue from tax), which, However, do not obtain the evidence supports.

Similarly, MBO also unusually develop in China. Nearly half of the number of the state-owned enterprises has reformed with MBO. Executives of many large state-owned enterprises have become shareholders by the way of MBO. Executives of some listed companies have already completed MBO successfully. There are multifarious ways to fulfill MBO in order to avoid policy

restrictions in China.

What are the huge benefits that drive executives of state-owned enterprises don't hesitate to pursue MBO eagerly? Be the wealth creations or the wealth transfers? Financial analyses and factors analyses show that performances of listed companies in Shanghai and Shenzhen Stock Exchange which have already completed MBO according to public information are not significant; the financial conditions have decline trends. Total financial analyses show: (1) the scale variables of MBO enterprises extend obviously, but their volatilities are very large; (2) from relative variables, direct effects of MBO aren't obviously; (3) difference between enterprises of the sample is obvious, however, performances of the enterprises don't change significantly. Factors analyze reveal: during the period of MBO (the total 7 years sample period), (1) the factors of the performances don't take significant changes; (2) the factors of profits and net asset per stock have no significant difference; (3) the factors of profit abilities like rate of net asset return have no significant changes, but they descend obviously after MBO. Therefore, three theories hypotheses of the wealth creations don't have evidence supports in China.

What are reactions to MBO in the stock market? I study stock price reactions to management buyout in China from stock price reactions using event study. There are no significant market reactions to MBO and no wealth effects in China, which is a sharp contrast to huge gains receiving by public shareholders in foreign countries. I further test investors ration and find that stock price is sensitive to information, MBO is not either "good information" or "bad information" in China, and exist market manipulation

which should adjust.

Obviously, MBO doesn't increase the value of enterprises, in the meantime, doesn't bring income to the small investors, which means MBO doesn't produce wealth effects in China. Therefore, reasonable explanation should be: the huge benefits to drive enterprises executives to crave for buyout are wealth transfers. These kinds of wealth transfers mainly in China are that managers reduce purchase price in various ways as far as possible. Then obtain funds to pay the price by various paths even violating the rules. They even transfer benefits from related agents to their own. The main methods that decrease the price of acquisition include: lower book net asset through making enterprise loss before MBO; then acquire shares by the unfair price. The latter mainly includes: Violate the rules to pass on credit risk; Carry on the multiform even illegal relating trades to obtain wealth; Carry on the excessiveness distribution to overdraw source ability inside enterprise; Harm workers interest to take profits for themselves. The wealth transfers don't exist in the perfect capital market, because of having the complete investor protection mechanisms, benefits of shareholders is hard to infringe upon; and bid mechanisms also expel the possibility of executives of enterprise to obtain wealth from under-estimation value (Kaplan, 1990; Jesson, 1989). However, it is different in China. It is the wealth transfer effects that influence performance and stability of enterprise after MBO, because managers can immediately acquire huge wealth only through managing to lower acquisition price and how to repay funds, but may not throw energy in improving management effects.

In order to change MBO abnormal development, promote

MBO in China a real realization to be the value creations rather than the wealth transfers, we have to be perfect and strengthen supervision and administration, enhance the market discipline, through market with pressure to raise management effects, including a strict reviewing the acquisition agents qualifications, reasonable choices the target enterprise, an efficient pricing mechanism, legal financing behavior and innovation, and the perfect laws regulation system.

目 录

序	胡庆康	1
摘 要		1
Abstract		1
第一章 导论		1
一、问题的提出		1
二、文献综述		4
三、本书的研究思路与结构安排		6
第二章 管理层收购在国外的发展及理论基础		10
第一节 管理层收购在国外的发展		10
一、管理层收购在欧美发展迅速		10
二、管理层收购已成为日本企业重组的一种重要方式		16
三、管理层收购在俄罗斯与东欧的实践		24
第二节 管理层收购的理论基础		25
一、代理成本论		25
二、防御剥夺论		27
三、企业家才能论		28
四、财富转移论		30
第三章 管理层收购在我国的实践		32
第一节 管理层收购在我国的发展		32
第二节 上海市国资国企改革与管理层收购的实践		48

一、上海市国资国企改革及其成效	48
二、员工持股及管理层收购在上海市的实践	58
第三节 苏南乡镇企业管理层收购的实践	68
一、苏南上市公司凸现曲线 MBO	68
二、苏南曲线 MBO 产生的制度背景	71
第四章 变化多样的国内管理层收购	74
第一节 管理层收购主体的多样	74
一、管理层直接出资收购股权	74
二、管理层直接出资设立公司进行收购	78
三、通过职工持股会或工会造壳进行收购	80
四、通过信托方式进行收购	90
第二节 管理层收购操作方式的明与暗	93
一、进行显性操作的巧妙方式	93
(一) 通过司法冻结拍卖完成 MBO	93
(二) 水落石出,被动成为大股东而实现 MBO	102
(三) 因股改支付对价而最终控股	107
(四) 通过基于企业资产增量的股权激励最终实现 MBO	109
二、进行隐蔽操作的几种方式	110
(一) 借道信托公司收购	111
(二) 委托第三方收购	116
(三) 管理层与战略伙伴合作收购	120
(四) 暗渡陈仓式收购	121
第三节 管理层收购对象的差异	126
一、直接收购企业股权	126
二、收购企业大股东股权	130
(一) 控股大股东	130
(二) 以微弱股份差异充当控股股东的第二大股东	141