

全流通时代 MBO 是否具有激励效应*

——基于“羚锐制药”的案例研究

邓 路 刘瑞琪 李建立

[摘 要]管理层收购作为 20 世纪 90 年代末国有企业改革的重要方式之一,受到了学术界和实务界的广泛关注,但以往研究多是基于股权分置的背景。本文以羚锐制药在股权分置改革之后进行的管理层收购为例,从管理层和大股东两个层面,多维度剖析公司在管理层收购后的资本运作状况,进一步结合公司财务绩效和股价市场表现分析其经济后果。研究发现,羚锐制药在管理层收购后,管理层与外部股东之间的代理问题有所减弱,公司价值有所提升。股权分置改革完成后,管理层收购较好地协调了管理层与外部中小股东的利益,对管理层起到激励作用,公司业绩提升,中小股东利益得到有效保护。本文的研究结论为全流通时代管理层收购激励效应提供了证据支持,为新一轮国企改革提供决策依据。

关键词: 管理层收购 激励效应 经济后果

JEL 分类号: G32 G34 G38

一、引 言

20 世纪 70 年代,美国资本市场率先运用管理层收购(Management Buy-outs, MBO)的方式实施公司并购重组。随后,学术界对这一新兴的并购重组方式进行了一系列探讨,其中, MBO 的经济后果是一个重要的议题。DeAngelo et al.(1984)发现 MBO 后公司股东财富会有所增加,而关于股东财富增加的原因,目前西方学者的研究主要分为财富转移假说和财富创造假说。其中,财富转移假说认为,拥有内部信息的管理层通过压低收购价格, MBO 后较高的负债带来税负效应(Lowenstein, 1985),以及在 MBO 后通过裁员、减少薪酬支付(Shleifer and Summers, 1988)等方式来使公司业绩提升,即财富只是从其他相关利益者手中转移到了股东手中;而财富创造假说则认为, MBO 减少了代理成本,管理层拥有新的激励(Jensen, 1986、1988; DeAngelo and DeAngelo, 1987),从而使公司业绩提升。Shleifer and Vishny(1987)通过案例研究, Kaplan(1989b)、Lehn and Poulsen(1989)、Smith(1990)、Amess(2002)等通过大样本实证研究均证明了 MBO 后公司财务绩效的提升主要是由于管理层得到新的激励,支持了财富创造假说,并分别从一定程度上拒绝了财富转移假说。

20 世纪 90 年代后期, MBO 作为一种国有企业产权制度改革的方式在中国悄然兴起。然而,国内学者通过对中国资本市场 MBO 的研究发现, MBO 前管理层通过盈余管理手段降低收购成本(汪伟等, 2006),造成了国有资产的流失(毛道维等, 2003; 杨咸月 and 何光辉, 2006); MBO 后,管理

* 邓路,北京航空航天大学经济管理学院,会计系主任,副教授;刘瑞琪,北京航空航天大学经济管理学院,硕士研究生;李建立,北京航空航天大学经济管理学院,硕士研究生。本文获得国家自然科学基金(批准号:71202014;71572007)、北京高校青年英才计划项目(批准号:YETP1099)资助。

层通过高现金分红、非法占用资金、关联交易等手段转移公司财富(朱红军等,2006),最终导致公司业绩下降,中小股东的利益遭到严重侵害。即中国的 MBO 并没有对管理层产生激励效应,公司业绩也没有得到改善。国内学者与国外学者关于 MBO 经济后果的研究结论存在着较大差异,其中一个主要原因为国内学者对中国资本市场 MBO 的研究多是基于股权分置背景。MBO 主要是用来收购无法在市场流通的国有股权,公司业绩的改善并不能反映在非流通股价值的提升上。因此,拥有非流通股的管理层并没有动机通过改善公司经营业绩来增加股东财富(曾庆生,2004);相反,通过关联交易、资金占用等形式转移公司财富更能有效地满足管理层自身利益,并且中国监管机制的不足使得管理层通过一系列手段侵害中小股东利益的行为得以实施。因此,在中国股权分置的制度背景下,MBO 并不能通过激励管理层改善公司业绩。

2005 年,中国开始实施股权分置改革,2006 年底,上市公司股权分置改革基本完成,中国资本市场开始进入全流通时代。股权分置改革消除了二元化股权结构对管理层的负面激励,那么,在全流通时代,MBO 能否对管理层起到激励作用,进而改善公司业绩? MBO 的经济后果是否有所不同? 2005 年 4 月,国务院国资委、财政部共同发布《企业国有产权向管理层转让暂停规定》,叫停了大型国有企业的 MBO,受此影响,2006 年以后进行 MBO 的公司数量锐减。基于此,本文采用单案例研究方法对以上问题进行深入分析。河南羚锐制药股份有限公司(以下简称“羚锐制药”)于 2011 年完成 MBO,作为全流通时代上市公司 MBO 的典型样本,本文以羚锐制药为研究对象,探讨公司 MBO 后管理层的行为以及公司经营效率的变化,并在此基础上,结合公司财务绩效和股价市场表现评价 MBO 是否改善了公司经营业绩,提升了股东价值。本文扩展了股权分置改革后 MBO 经济后果的相关研究,为全流通时代 MBO 有效发挥激励效应提供证据支持,同时为国有企业混合所有制改革提供决策依据。

本文余下部分的安排如下:第二部分是 MBO 相关文献回顾,并在此基础上提出本文的研究框架;第三部分是案例介绍;第四部分是羚锐制药 MBO 激励效应分析;第五部分为羚锐制药 MBO 经济后果分析,最后是本文的研究结论与启示。

二、文献回顾

MBO 出现于 20 世纪 70 年代初期的美国资本市场,由于当时股市大幅下跌,公司上市的好处逐渐消失,一些上市年限不长的小型公司便通过 MBO 的方式实现公司私有化(Lowenstein,1985)。随着进行 MBO 公司的规模和数量大幅提升,公众投资者的利益在 MBO 过程中是否能够得到保护成为学术界探讨的话题之一。DeAngelo et al.(1984)运用 1973~1980 年间 72 家发布 MBO 公告的公司数据研究发现,相比于公告前 40 个交易日,公众投资者财富平均增加 30.4%,而对于全部现金支付的样本公司而言,公众投资者财富平均增加 56.31%。Lowenstein(1985)实证研究发现,MBO 公司最终收购价格相比于首次公告 30 天前的股票市场交易价格高出 56%。随后,学术界开始分析公司管理层为何愿意支付如此高的溢价收购公司,即股东财富增加的来源,逐渐形成了关于 MBO 的财富转移假说和财富创造假说。

(一)MBO 的财富转移假说

财富转移假说认为管理层相对于外部收购者拥有信息优势,他们知道公司未来现金流会高于市场预期,并且这些内部信息可以使管理者以低于其他外部收购者的价格收购公司;除此之外,管理层在 MBO 前也有可能通过盈余管理手段压低公司的经营业绩,从而降低收购成本(DeAngelo,1986),因此公司在 MBO 后经营收入会有所提升,财富从原股东手中转移到了管理层手中。其次,由于 MBO 后公司债务比例增大,债务税盾效应使得财富从纳税人转移给了管理层(Lowenstein,

1985)。最后,公司 MBO 后管理层会进行裁员,通过减少对员工的薪酬支付以及相关费用支出来增加公司的经营业绩,即 MBO 只是将员工财富转移给了管理层(Shleifer and Summers, 1988)。

但随后的实证研究结论并不十分支持财富转移假说。Shleifer and Vishny(1987)认为 MBO 过程中管理层拥有信息优势的现实证据较少。DeAngelo(1986)通过实证研究并没有发现管理层在 MBO 之前低报公司收益的行为,这也从侧面拒绝了管理层拥有信息优势的假说。相反,依靠外部融资进行 MBO 的管理层为了减少融资成本,还存在于 MBO 前减少负面的异常应计项目,提升财务表现的行为(Fischer and Louis, 2008)。Kaplan(1989b)、Smith(1990)的数据表明 MBO 后公司对员工薪酬、研发等的投入并没有减少。但也有部分研究在一定程度上支持财富转移假说。Kaplan(1989a)通过大样本实证研究支持了债务税盾是 MBO 后股东财富增加的一种重要来源。Perry and Williams(1994)发现 MBO 前管理层存在负向的盈余管理行为,并指出 DeAngelo(1986)的研究中样本数较小,无法识别出系统性的盈余管理行为,而且其用于识别和计量盈余管理行为的对照标准在理论和实证中均受到批判。

(二)MBO 的财富创造假说

财富创造假说认为 MBO 整合了多种有效的激励机制,有助于提升经营效率,增加公司价值。通过债务融资进行 MBO 的管理者迫于还本付息的压力会减少对公司资源的浪费,提升公司产生现金流的能力,较高的持股比例使得管理层自身利益与公司经营业绩高度相关,进而减少了管理层与股东之间的代理成本(Jensen, 1986、1988)。DeAngelo and DeAngelo(1987)认为 MBO 可以增加公司债务税盾并对管理层产生激励,由于公司 MBO 后意味着退市,因此公司可以节省向外部股东披露信息的成本,并且公司的一些战略信息无须对外披露会在一定程度上增强公司竞争力,避免公司被恶意收购。

随后学者们也对财富创造假说进行了实证检验。Shleifer and Vishny(1987)对税盾效应、激励效应和管理层信息优势这三种可能给 MBO 后的公司管理层带来财富增加的作用机理进行了详细分析,并为税盾效应和激励效应提供了现实证据。Kaplan(1989a)、Smith(1990)通过对已完成 MBO 的公司研究发现, MBO 后公司经营业绩较 MBO 前有了显著提高,认为这种提高来自于经营效率的改善。Lehn and Poulsen(1989)检验了自由现金流和公司私有化的关系,证实公司私有化之后股东财富的增加主要来源于与自由现金流相关的代理成本的减少。Hite and Vetsuypens(1989)发现在子公司公告 MBO 的两天内,母公司的股票价值会有所提升,表明 MBO 提升了资产的运用价值。Amess(2002)通过对英国公司进行研究,发现在 MBO 后公司生产效率得到了提升,同样证明了 MBO 可以对管理层产生激励、减少代理成本。

(三)MBO 在中国资本市场的实践

20 世纪 90 年代末, MBO 作为一种国有企业改革的途径在中国资本市场出现。相比于美国资本市场的 MBO, 中国上市公司 MBO 主要存在两点差异。首先, 美国资本市场进行 MBO 的公司为公众所有, 而中国进行 MBO 的公司主要为国有控股公司, 其目的是明晰国有企业产权, 改变公司治理结构, 提高国有企业效率。因此, 在实际操作中, 中国上市公司 MBO 更多地体现为一种政府行为, 政府往往是迫于财政压力, 停止对亏损国有企业的补贴, 或希望通过出售国有资产增加财政收入从而放弃对公司的控制(王红领等, 2001)。并且由于公司对于地方税收和就业的贡献, 地方政府并不希望把公司迁出本地, 从而选择出售给管理层。其次, 美国资本市场中公司 MBO 后便意味着退市, 而中国公司 MBO 只是将原有的国有股权转让给管理层, 外部公众的股权并无变化, 公司依然保持上市身份。在这种背景下, 中国上市公司 MBO 是否能够发挥激励作用、提升公司绩效便引起国内学术界的关注。并且, 国内学者关注的重点主要聚焦在 MBO 过程以及 MBO 后外部中小股东的利益是否受到侵害。

以往国内学者研究发现,中国资本市场的 MBO 并没有对管理层起到激励作用,反而具有财富转移的性质。中国对外部投资者的保护力度较弱,并且国有企业存在严重的内部人控制(魏建,2003),上市公司进行 MBO 的主要动力是攫取双边垄断低价交易形成的巨额交易利润。在这种扭曲的激励下,中国资本市场的 MBO 存在以下特征:在 MBO 之前,管理层会通过操纵财务报表等手段制造经营亏损、绩效下降的假象,从而降低交易成本(毛道维等,2003;汪伟等,2006);在 MBO 过程中,管理层会与政府合谋,意图实现低价收购国有股权(朱红军等,2006;王欢和汤谷良,2012);在 MBO 之后,管理层会通过高派现、关联交易等手段攫取公司利益,实现财富转移(朱红军等,2006;杨咸月和何光辉,2006)。中国资本市场的二元化股权结构和相关制度的缺失是导致管理层激励扭曲的重要原因(曾庆生,2004;杨咸月和何光辉,2006;王欢和汤谷良,2012)。

股权分置改革完成后,中国资本市场二元化股权结构不再存在,上市公司股东之间的利益基础得到统一,控股股东关注的焦点已不仅是公司净资产,他们也有较强的动机来提高上市公司市值(邓路等,2014)。在全流通时代,深入探究中国上市公司实施 MBO 是否能发挥激励作用,提升公司价值具有较强的理论和现实意义。基于此,本文将采用案例研究的方法,分析在股权分置改革后 MBO 是否可以通过改变管理层的行为,从而提升公司经营绩效和公司价值,为全体股东创造财富。本文的研究框架如图 1 所示,在全流通时代,由于控股股东的资产价值和股票价格高度相关,MBO 对管理层具有一定的激励效应,可以在一定程度上解决管理层与外部股东之间的代理问题,本文将具体从管理层收益、小股东保护和公司规范运作三个层面进行分析,最后结合公司财务业绩和股票市场表现考察 MBO 的经济后果。

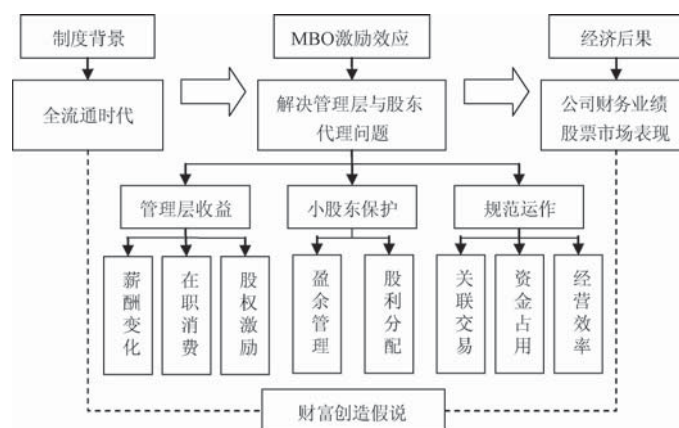


图 1 全流通时代 MBO 激励效应研究框架

三、案例回顾

(一) 相关公司介绍

河南羚锐制药股份有限公司是鄂豫皖革命老区和国内橡胶膏剂类制药企业中第一家上市公司,主营业务是药品的研发、生产和销售。1992 年 6 月,由河南省信阳羚羊山制药厂引入港资企业香港锐星组建而成,于 2000 年 10 月 IPO 上市。经过多年发展,公司在信阳、郑州、北京、常州等地控股、参股十几家公司,拥有多个科研中心和生产基地,具有较强的研发实力。目前,羚锐制药资产总额 24.7 亿元,年创利税超过亿元,是当地经济的支柱企业。羚锐制药的母公司为信阳羚锐发展有限公司(以下简称“羚锐发展”),成立于 2003 年 12 月。在羚锐制药 MBO 前羚锐发展由河南新县财政局 100% 控股,于 2013 年 1 月 25 日更名为河南羚锐集团有限公司(以下简称“羚锐集团”)。

(二)案例概况

2011年6月22日,羚锐制药发布公告称,以熊维政为代表的49位自然人收购羚锐发展100%的股权事宜得到国务院国资委的批准,羚锐制药从国有企业转制为民营企业,熊维政成为了上市公司的实际控制人,同时也是羚锐制药及其母公司羚锐发展的董事长和法人代表。MBO前后羚锐制药的股权结构如图2所示:

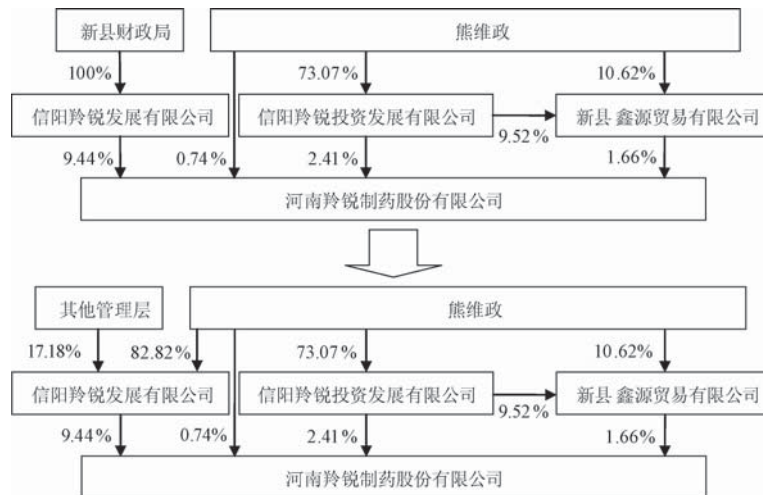


图2 羚锐制药 MBO 前后股权结构变化

2011年9月,羚锐制药发布《非公开发行股票预案》公告,拟以10.80元/股的价格向包含大股东在内的五家机构非公开发行股票募投资金约3.86亿元,主要用于投入羚锐制药口服药生产基地异地扩建工程项目。羚锐发展作为大股东首先承诺认购最大份额。后来因市场波动股价大幅下滑,2012年2月29日公司发布公告将非公开发行股票价格下调为7.82元/股,发行对象、募投资金及投资项目等均不变。经过2011年分红派息后调整价格为7.67元/股,并最终于2013年1月完成本次公开发行,其中两家机构未按时支付认缴股款,构成违约,最终羚锐发展认购股份数量为16174627股,百瑞信托认购数量为5638149股,上海证券认购数量为6525163股。

2012年12月5日,羚锐制药发布《关于大股东增持的公告》,称羚锐发展通过二级市场增持了本公司股份382541股,占本公司总股本的0.19%。董事长熊维政自身也在通过二级市场择机增持公司股票11万股,此时熊维政个人直接持股比例从上一年度的0.74%增长为0.79%。

2013年3月11日,羚锐制药发布重大事项停牌公告,公司发布了《限制性股票激励计划(草案)》。2013年5月28日发布《限制性股票激励计划(草稿修订案)》公告,向公司部分董事(不含独立董事)、高级管理人员、中层管理人员及核心技术(业务)人员共99人定向发行1000万股限制性股票,占公司原股本的4.37%。

四、羚锐制药 MBO 激励效应分析

(一)管理层收益

管理层在监督不足的情况下,可能存在对私有收益的追逐从而损害了股东利益,通常表现为高额薪酬、较高的在职消费、对管理层自身进行福利型股权激励等方面。而在MBO之后,管理层成为公司股东,在一定程度上消除了管理层和股东之间的代理问题,本文将从薪酬变动、在职消费和股权激励三方面分析MBO前后管理层行为变化。

1. 管理层薪酬变动

Jensen(1986)提出公司代理问题的表现之一是管理层薪酬的上升。通常高管薪酬随公司经营绩效的增加而增加,本文采用薪酬和营业收入的比值,通过纵向对比的方式,考察羚锐制药 MBO 后是否存在管理层利用控制权谋取高额薪酬,“掏空”上市公司的现象。由于董事长熊维政在 MBO 之后成为了公司的实际控制人,因此本文同时考察 MBO 前后三年董事长个人薪酬以及高管总薪酬相对于营业收入的比值数据,具体数据如图 3 所示。

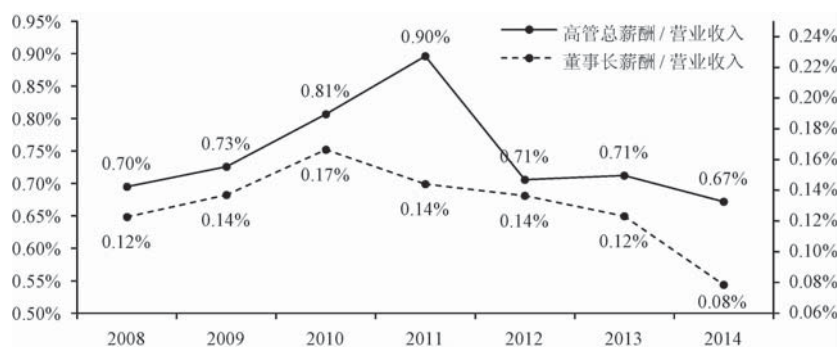


图 3 2008~2014 年羚锐制药董事长及高管薪酬变化

通过图 3 可以看出,董事长的个人薪酬占营业收入的比例在 MBO 前逐年升高,而 MBO 后该比例快速下降,高管总薪酬占营业收入的比重从 2012 年明显下降。因此,管理层在 MBO 后并没有通过高额薪酬来谋取个人收益,反而控制管理层自身薪酬的增长幅度,使之低于营业收入的增长速度。

2. 管理层在职消费

Jensen and Meckling(1976)指出管理层的在职消费是代理问题的主要表现之一。参照 Ang et al. (2000)、武常岐和钱婷(2011)的做法,本文以销售费用和管理费用的总额与营业收入的比值作为代理变量进行分析,称之为费用率,具体如图 4 所示。如果管理层存在侵占外部股东利益的行为,很可能会存在高额的在职消费,进而使得费用率有所上升。

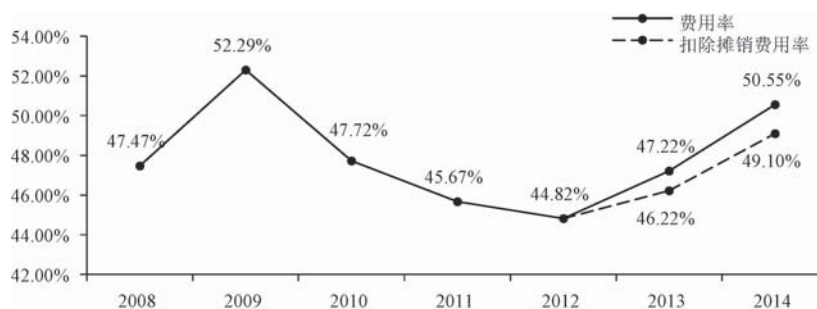


图 4 2008~2014 年羚锐制药费用率

通过对比 2008~2014 年的费用率,可以看到完成 MBO 当年以及后一年,费用率存在明显下降,2013 年费用率虽有所提升,但依然低于 MBO 前三年的水平。对于 2013 年和 2014 年费用率的提升主要有以下两个原因:一是 2013 年推出股权激励,2013 年和 2014 年成本摊销分别为 684 万元和 1197 万元,剔除该成本摊销后的费用率如图中虚线所示;二是 2013 年 10 月公司推出新产品“芬太尼”,随后公司口服液等新产品陆续上市,公司采取了积极的销售策略,加大市场推广力度,

采用新的营销管理体系,销售人员的工资激励加大,新产品的销售推广费用加大。综合来看,公司的管理费用保持稳定,销售费用合理上升,并不存在公司管理层利用 MBO 后的支配地位进行在职消费的行为。

3. 管理层股权激励

股权激励是解决代理问题的一种方式,通过给予公司管理层和骨干成员一定比例的股权并设定业绩要求,使其利益与投资者趋于一致,从而使管理层和骨干成员得到激励,努力提升公司经营效率。但另一方面,管理层也可以利用信息不对称,制定相对较低的业绩条件对自身进行股权激励,从而谋取自身福利(吕长江等,2009)。因此,股权激励也可能是代理问题的一种体现,成为管理层侵占股东利益的渠道之一。本文针对羚锐制药 MBO 之后的股权激励分析管理层是否存在福利型股权激励行为。

2013年3月11日,羚锐制药发布重大事项停牌公告,正式开启股权激励计划。一周之后,公司复牌并发布公告《限制性股票激励计划(股权激励草案)》。《股权激励草案》公告的考核目标是:“2013年、2014年、2015年公司扣除非经常性损益的净利润分别达到或超过3900万元、4700万元、5700万元。”4月26日,公司发布了2012年年报,披露2012年扣除非经常性损益的净利润是3042万元,同比2011年的净利润有130.63%的上升,若以2012年公司净利润为标准,《股权激励草案》的考核目标似乎不难达到。

在随后的5月28日,羚锐制药公布《限制性股权激励计划(草案修正案)》调整了股权激励的考核目标,其中重要的一条修改为“2013年、2014年、2015年公司扣除非经常性损益的净利润分别达到或超过5000万元、6000万元、11000万元。即以2012年净利润作为固定基数计算,2013年、2014年、2015年公司净利润增长率分别达到或超过64.35%、97.22%、261.56%”。由股权激励的方案设计可以看出,管理层并没有采取福利型股权激励,而是根据最新的年报业绩,及时上调考核目标。因此,本次股权激励,可以看作是对管理层的“激励”而非“福利”。

通过对羚锐制药管理层在薪酬,在职消费和股权激励三个方面行为的分析,证明了在全流通时代管理层在 MBO 后的逐利行为发生了变化,管理层的决定需要考虑到外部股东的利益,得到资本市场的认可。这在一定程度上避免了对外部股东利益的损害,提高了公司管理水平,从而获得共享收益。

(二) 中小股东保护

中小股东缺乏深入的了解公司实际运营管理的能力和机会,只能通过公司的公告和财务报表的内容对于公司的投资价值进行判断,而管理层往往会利用内部人优势,通过盈余管理手段向外部股东传达管理层希望传达的信号。因此,盈余管理的水平越低,相应的公司报表质量越高,对外部投资者越有利。另一方面,管理层掌握着公司的自由现金流,公司自由现金流越多,越有可能造成滥用,从而损害了中小股东的利益。Jensen(1986)指出公司给股东发放现金可以减少管理层控制的自由现金流,进而减少由自由现金流引发的代理问题。同时,股利分配作为股东之间共享公司收益的方式,对于全体股东是公平的,在一定程度上可以减少控股股东通过关联交易等手段谋取私有收益,侵害外部中小股东的行为。因此,本文将从盈余管理程度和股利分配政策两个角度来探讨羚锐制药 MBO 后对中小股东保护的程

1. 盈余管理

本文采用应计项目和营业收入的比值来考察公司进行盈余管理的水平,其中应计项目=应收票据+应收账款+其他应收款+预付账款-应付帐款-其他应付款-预收账款。如图5所示,羚锐制药在 MBO 前盈余管理为正,且处于较高水平, MBO 后盈余管理水平明显下降。盈余管理处于较低水平的时候,表明报表质量较高,公司代理问题较低。2014年应计项目与营业收入比值为负值,说明

公司已经不存在通过做大应收账款而虚增公司营业收入和营业利润的现象。同时该比值为负,表明公司占用上下游资金的能力增强,从另一个侧面证实公司竞争力上升,在产业链内地位有一定程度的提高。

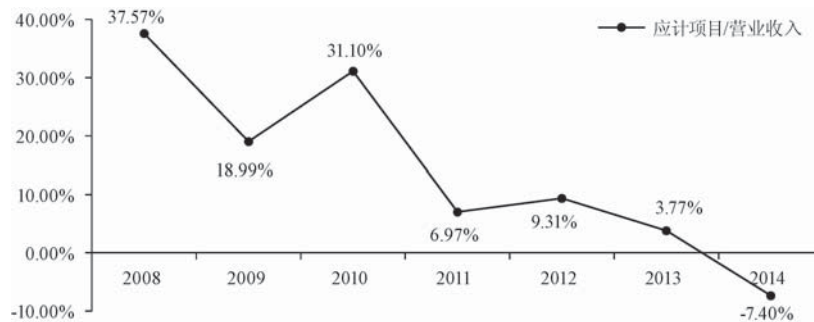


图 5 2008~2014 年羚锐制药应计项目比率

2. 股利分配

羚锐制药在 MBO 前后三年的股利分配政策数据如表 1 所示。从表 1 可以看出,在 MBO 完成的前三年,2008~2010 年分红比例分别为 0、34.34%、20.67%,除了 2008 年由于金融危机没有分配股利,其余两年都是稳定地分配了 0.5 元/股的现金。MBO 后分红比例大幅提高,2011~2014 年的分红比例分别为 100.86%、53.95%、50.86%、42.19%,而且在 2012 年和 2013 年分别进行了 10 股转增 5 股的分红。

表 1 2008~2014 年羚锐制药股利政策

分红指标	每 10 股派息 (元)	每 10 股转增股数	派息数额 (元)	合并报表中归属于母公司所有者的净利润(元)	现金分红占合并报表中归属于母公司所有者净利润的比率(%)
2008	0	0	0	10476574.59	0
2009	0.50	0	10036000.00	29314877.09	34.24
2010	0.50	0	10036000.00	48557681.88	20.67
2011	1.50	0	30108000.00	29851405.02	100.86
2012	1.00	5	22905793.90	42453610.02	53.95
2013	1.50	5	53590036.35	105367058.23	50.86
2014	0.60	0	32133771.84	76170879.76	42.19

资料来源:根据羚锐制药的年报整理而成。

以往关于 MBO 的研究认为,管理层会通过大比例的现金分红来套取上市公司现金(朱红军等,2006)。对于羚锐制药而言,管理层虽然在 MBO 后成为上市公司的控股股东,但持股比例不足 15%,因此现金分红更多地将公司收益分配给了其他股东。其次,Bhattacharya(1979)认为,大比例的现金分红是管理层向市场传递的一种信号,表示对于公司未来的盈利充满信心。李曜和袁争光(2008)运用 20 家样本公司 1998~2006 年的数据进行研究,否定了 MBO 后公司改变股息政策进行恶性分红的假设命题。因此,本文认为羚锐制药 MBO 后公司现金分红增多更多地体现为与外部中小股东利益共享。

通过盈余管理和股利分配两个角度的分析,羚锐制药 MBO 的相关证据表明,在股权分置改革之后的全流通时代,上市公司 MBO 降低了代理成本,管理层成为公司大股东后,较好地统一了管理层和外部股东的利益,提高了对外部中小股东的保护水平。

(三)公司规范运作

以往文献表明,大股东为了侵害中小股东的利益,会通过关联交易来掏空上市公司,并大量违规占用上市公司资金。由于管理层与股东之间代理问题的存在,管理层可能会出现渎职行为,致使公司运营效率低下。而 MBO 之后,管理层和大股东两权合一,本文将从公司整体层面来分析 MBO 后,上市公司关联交易、资金占用行为是否有所减少,公司的经营效率是否有所提升。

1. 关联交易

关联交易是大股东利用控制权获得私有收益的重要途径。由于中国资本市场及监管体系并不完善,在很多 MBO 的案例分析中,关联交易都被确认是管理层即大股东“掏空”上市公司的重要渠道。但合理的关联交易也存在有利的方面,比如提高效率,获得集团内企业的协同效应等(邵毅平和虞凤凤,2012)。因此,研究关联交易对上市公司的影响,需要研究关联交易的类型,关注其合理性。下面针对羚锐制药的关联交易进行详尽分析。

首先是定向增发构成的关联交易。羚锐制药在 2011 年 9 月发布了关于定向增发预案的公告,计划以 10.8 元/股的价格向包括大股东羚锐发展在内的五名投资者增发股票。本次增发涉及到大股东,成为关联交易。随后公司在 2012 年 2 月 29 日发布新的增发方案将增发价格下调到 7.82 元/股,其余内容不变。定向增发最终成功募资 2.17 亿元,而大股东管理层所控制的羚锐发展认购金额为 1.24 亿元,占本次增发股票的约 57%。2011 年,公司的生产产能已经遇到瓶颈,需要将口服药基地异地重建,建设周期三年,所以公司迫切需要募集资金投入扩建项目。而羚锐制药原本计划向五家投资者募集 3.86 亿元资金,但其中两家机构最终并未按照合同约定按期缴纳认购款,而是宁可背着两千多万的违约金选择了弃购。最终羚锐制药只募集到了 2.17 亿元的资金。可见当时资本市场对本次增发并不看好,正是由于大股东(即管理层)的坚定支持,才使本次增发得以成功。本次定向增发构成的关联交易,管理层并没有侵占中小股东利益的行为,反而是大股东承担了本次投资风险。

其次是对外投资构成的关联交易。2011 年 11 月,羚锐制药发布公告称,控股子公司河南羚锐保健品股份有限公司(以下简称“羚锐保健”),拟与关联方信阳羚锐发展有限公司(以下简称“羚锐发展”)、熊维政先生、非关联方河南大别山茶油科技有限公司(以下简称“大别山茶油”)、河南新亚钢铁储运服务有限公司(以下简称“新亚储运”)以及其他自然人唐金利等共同出资设立河南绿达山茶油股份有限公司(以下简称“绿达公司”)。绿达公司注册资本 3000 万元人民币,上述股东分别出资 860 万元、540 万元、300 万元、270 万元、28 万元、1002 万元,各股东均以现金出资,出资一次性到位。本次关联交易各方均以现金出资,而且羚锐保健的出资金额较小,完全可以看作是一次正常的投资行为。羚锐制药对本次关联交易进行了及时披露,也得到了董事会通过和独立董事的认可。

最后是资产出让构成的关联交易。2013 年 8 月,羚锐制药发布公告称,将所持北京羚锐卫生材料有限公司(以下简称“羚锐卫材”)60%股权以 1138.80 万元转让给羚锐集团,河南羚锐投资发展有限公司(以下简称“羚锐投资”)将所持羚锐卫材 40%股权以 759.20 万元的价格转让给羚锐集团。本次股权转让价格超出净资产评估值 20%,系依照羚锐卫材《资产评估报告》(中科华评报字[2012]第 111 号),以评估基准日的净资产评估值为依据。通过查阅交易标的细节发现,羚锐卫材于 2011 年已经停产,经营方向将从药品生产转为药品研发,这将是一个短期没有经济效益的实体。而大股东控制的羚锐集团不但溢价收购了羚锐卫材,而且将羚锐卫材现有的产品批准文号全部无偿地转让给羚锐制药,即本次关联交易是 MBO 后大股东“支持”上市公司又一例证。

在以上羚锐制药发生的主要关联交易中,并没有发现管理层利用大股东的控制权对上市公司

进行“掏空”，相反，这些关联交易都得到了及时的披露，是大股东“支持”上市公司的行为。

2. 资金占用

公司非经营性的支出通常都通过其他应收账款项目体现，而其他应收账款的科目和运用合理性较难核实，而且不被中小投资者关注。该科目往往被管理层用来隐藏一些不合理的账目往来，其他应收账款相对营业收入的比值越高，公司资金运用的效率往往越低。因此，本文对于羚锐制药 MBO 前后的其他应收款相对营业收入和净资产的比值进行分析，如图 6 所示。

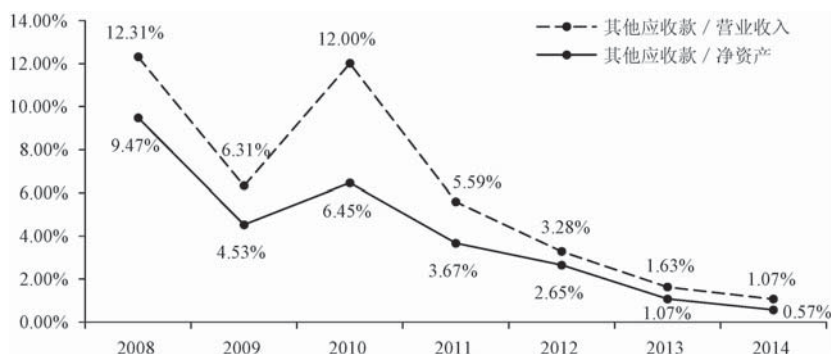


图 6 2008~2014 年羚锐制药其他应收账款占比

图 6 显示，MBO 之后其他应收款相对营业收入的比例大幅降低，同时，公司年报显示，其他应收款科目主要有两类，一类是其它公司的往来占款，另一类是销售人员的业务占款，销售人员的业务占款在 MBO 前数额较大，MBO 后大幅下降，说明公司 MBO 后加强管理，减少了不必要的资金占用。另外，违规资金占用和对外担保是以往 MBO 研究中发现管理层对于上市公司利益侵占的重要途径。但羚锐制药关联债权债务往来数额较小，占比每年的营业收入不到 3% (2011~2014 年分别是：2.13%、1.95%、1.37%、1.40%)，而且在 MBO 之后处于下降趋势；其次，羚锐制药对外的关联债权债务，受益对象都是其控股子公司，并不存在被大股东占用资金的现象；最后，公司每年的审计意见均为标准无保留意见且有对于关联方占用资金的专项说明。因此，本文认为羚锐制药不存在管理层通过违规资金占用和对外担保侵占公司利益的行为。

3. 经营效率

Smith(1990)从应收账款周转率的角度分析了 MBO 对于企业经营效率的提高。参考其做法，本文对羚锐制药 MBO 前后应收账款周转率进行分析，如图 7 所示。在 MBO 后三年，公司的应收账款周转率相比于 MBO 前三年得到显著提高，同时，公司的营业收入也持续增长，说明公司并没有

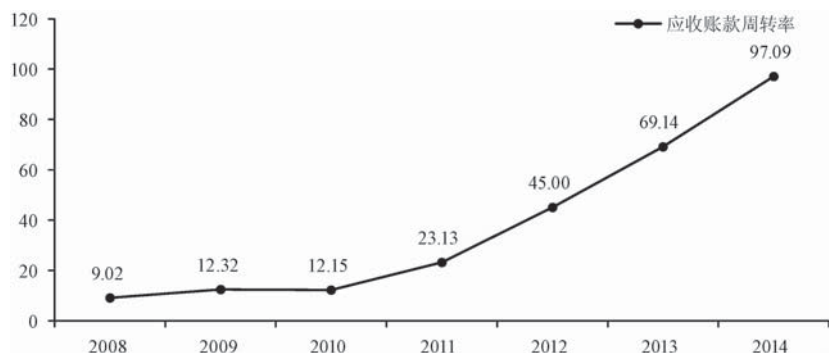


图 7 2008~2014 年羚锐制药应收账款周转率

通过加大账期,降低收入质量来提高营业收入。公司应收账款周转率的提高证明了公司资金运用效率的提高。

本文通过管理层收益,投资者保护以及公司规范运作三个层面对羚锐制药 MBO 进行分析,并没有发现以往 MBO 研究中对于上市公司的“掏空”行为,反而通过种种数据显示,羚锐制药的管理层在 MBO 后受到激励,全方位提升公司经营效率。因此,本文认为在全流通时代,羚锐制药 MBO 降低了代理问题,公司内在价值得到提升。

五、羚锐制药 MBO 的经济后果

(一)公司财务业绩

本文选取 2008~2014 年的主要财务指标,对羚锐制药 MBO 完成之后的经营业绩进行分析。

首先从盈利能力指标来看,营业收入和扣除非经常性损益的净利润在 2011 年后持续增加;MBO 后营业收入和扣除非经常性损益的净利润同比增长率一直保持正值。此外,加权净资产收益率在 MBO 之后相较于 MBO 之前也有所提升,2011~2013 年由 4.92% 增加到 11.67%。从偿债能力相关指标来看,资产负债率在 MBO 前后保持稳定,并从 2012 年开始有所下降;最后,扣除非经常性损益的基本每股收益在 MBO 之后也有较大提升,MBO 前的 2008 年和 2010 年均为 0.04 元/股,而在 MBO 后的 2012 和 2013 年已上升为 0.15 元/股。

表 2 2008~2014 年羚锐制药主要财务指标

年份	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
营业收入(亿元)	4.23	4.63	3.81	4.49	5.63	6.87	8.26
扣非净利润(万元)	733	1715	885	1319	3042	5356	6868
营业收入同比增长(%)	-18.66	9.46	-17.71	17.72	25.39	22.09	20.28
扣非净利润同比增长(%)	-69.15	133.94	-48.44	49.13	130.64	76.04	28.23
加权净资产收益率(%)	1.85	5.19	7.48	4.92	6.26	11.67	6.79
资产负债率(%)	43.23	36.96	40.81	43.38	46.15	40.24	36.93
流动比率	1.23	1.26	1.46	1.35	1.18	1.46	1.08
速动比率	1.04	1.07	1.25	1.03	0.85	1.18	0.79
扣非每股收益(元/股)	0.04	0.09	0.04	0.07	0.15	0.15	0.13

资料来源:公司各年年报整理而得。

通过对 MBO 前后经营业绩的分析和比较,可以看到 MBO 提升了公司的经营效率,改善了资产质量,降低了代理成本,使公司经营业绩得以提升。

(二)股票市场表现

本文使用事件研究法计算羚锐制药的累计超额收益率即 CAR 值,并对比 MBO 前后的 CAR 值变化,确认 MBO 后公司的长期市场反应。首先,我们计算了 MBO 前三年羚锐制药相对于上证综合指数的累计超额收益率,时间窗口为 2008 年第一个月到羚锐制药 MBO 完成的 2011 年 6 月。图 8 显示,在 MBO 前,羚锐制药的 CAR 值基本为负,虽然在 2011 年开始有所回升,但 CAR 值依然在-20%以下,表明 MBO 前公司股票回报率低于市场平均水平。

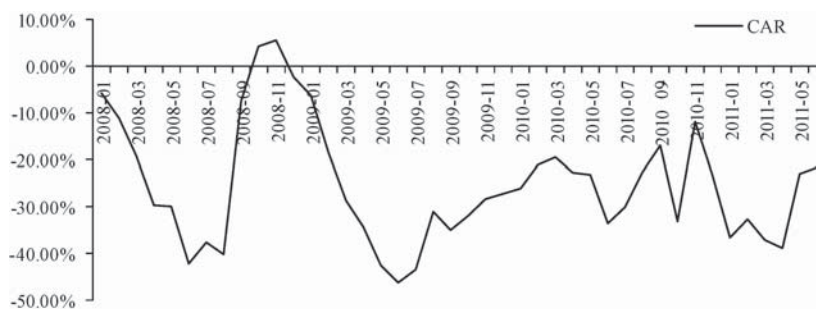


图 8 MBO 前三年羚锐制药相对于市场的累计超额收益率

图 9 显示了羚锐制药完成 MBO 后公司相对于市场的累计超额收益率。窗口期为 2011 年 7 月~2014 年 12 月。羚锐制药 MBO 后累计超额收益率相比于 MBO 前开始增大,2012 年 6 月前虽然也为负值,而后开始逐渐上升,并在 2014 年 6 月由于羚锐制药参股的亚邦染料的 IPO 获得证监会的批准,其 CAR 值短期内大幅飙升,达到了 70% 的高峰。截至 2014 年 12 月,累计超额收益率依然在 20% 以上。即羚锐制药在完成 MBO 后,给投资者带来了显著的超额收益。

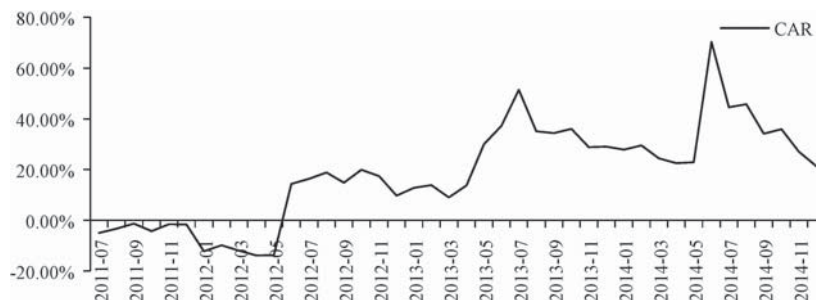


图 9 MBO 后羚锐制药相对于市场的累计超额收益率

综合对比 MBO 前和 MBO 后公司的累计超额收益率,可以看到 MBO 后管理层带给股东的超额回报明显高于 MBO 前股东获得的超额回报。MBO 协调了管理层和股东之间的利益,降低了代理成本。管理层成为大股东之后,通过提高经营效率,创造了共享收益,中小股东也因此得以“搭便车”。

六、研究结论

本文运用单案例研究方法,通过对羚锐制药 MBO 前后共 7 年相关资料和数据的深入分析,发现在全流通的制度背景下,管理层追求自身利益的方式发生了变化,不仅没有通过提高自身薪酬、在职消费以及福利型股权激励等方式为自身谋取私利,反而通过提高公司盈余质量以及股利支付等方式实现财富在股东之间共享,保护了外部中小股东的利益。MBO 后公司运作更加规范,非法资金占用减少,运营效率提高,最终使得公司经营业绩提升,股票价值提高,全体股东获得共享收益。本文的研究结论为全流通时代 MBO 可以为股东创造财富提供了现实证据。

参考文献

- 邓路、王珊珊、刘瑞琪(2014):《内部资本市场、资产注入与企业价值——基于中国船舶的案例研究》,《金融评论》,第 6 期。
- 李曜、袁争光(2008):《后 MBO 上市公司进行高现金分红了吗》,《南开管理评论》,第 1 期。
- 吕长江、郑慧莲、严明珠、许静静(2009):《上市公司股权激励制度设计:是激励还是福利》,《管理世界》,第 9 期。

- 毛道维、蔡雷、任佩瑜(2003):《1999~2002年中国上市公司MBO实证研究——兼论MBO对国有企业改革的意义》,《中国工业经济》,第10期。
- 邵毅平、虞凤凤(2012):《内部资本市场、关联交易与公司价值研究——基于我国上市公司的实证分析》,《中国工业经济》,第4期。
- 王红领、李稻葵、雷鼎鸣(2001):《政府为什么会放弃国有企业的产权》,《经济研究》,第8期。
- 王欢、汤谷良(2012):《“借道”MBO:路径创新还是制度缺失?——基于双汇MBO的探索性案例研究》,《管理世界》,第4期。
- 汪伟、金祥荣、汪淼军(2006):《激励扭曲下的管理层收购》,《经济研究》,第3期。
- 魏建(2003):《投资者保护视角下的管理层收购新理论》,《中国工业经济》,第5期。
- 武常岐、钱婷(2011):《集团控制与国有企业治理》,《经济研究》,第6期。
- 杨咸月、何光辉(2006):《从“中关村”论我国管理层收购“做亏模式”的控制》,《中国工业经济》,第7期。
- 曾庆生(2004):《政府治理与公司治理:基于洞庭水殖捆绑上市与MBO的案例研究》,《管理世界》,第3期。
- 朱红军、陈继云、喻立勇(2006):《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》,《管理世界》,第4期。
- Amess, K. (2002): “Management Buyouts and Firm-level Productivity: Evidence from a Panel of UK Manufacturing Firms”, *Scottish Journal of Political Economy*, 49, 304-317.
- Ang, J., R. Cole and J. Lin (2000): “Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Finance*, 55, 81-106.
- Bhattacharya, S. (1979): “Imperfect Information, Dividend Policy and ‘the Bird in the Hand’ Fallacy”, *Bell Journal of Economics*, 10, 259-270.
- DeAngelo, H. and L. DeAngelo (1987): “Management Buyouts of Publicly Traded Corporations”, *Financial Analysts Journal*, 43, 38-49.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo and E. Rice (1984): “Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth”, *Journal of Law and Economics*, 27, 367-401.
- DeAngelo, L. (1986): “Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders”, *Accounting Review*, 61, 400-420.
- Fischer, P. and H. Louis (2008): “Financial Reporting and Conflicting Managerial Incentives: The Case of Management Buyouts”, *Management Science*, 54, 1700-1714.
- Hite, G. and M. Vetsuypens (1989): “Management Buyouts of Divisions and Shareholder Wealth”, *Journal of Finance*, 44, 953-970.
- Jensen, M. (1986): “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jensen, M. (1988): “Takeovers: Their Causes and Consequences”, *Journal of Economic Perspectives*, 2, 21-48.
- Jensen, M. and W. Meckling (1976): “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kaplan, S. (1989a), “Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value”, *Journal of Finance*, 44, 611-632.
- Kaplan, S. (1989b): “The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value”, *Journal of Financial Economics*, 24, 217-254.
- Lehn, K. and A. Poulsen (1989): “Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions”, *Journal of Finance*, 44, 771-787.
- Lowenstein, L. (1985): “Management Buyouts”, *Columbia Law Review*, 85, 730-784.
- Perry, S. and T. Williams (1994): “Earnings Management Preceding Management Buyout Offers”, *Journal of Accounting and Economics*, 18, 157-179.
- Shleifer, A. and L. Summers (1988): *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press.
- Shleifer, A. and R. Vishny (1987): *Mergers and Acquisitions*, University of Chicago Press.
- Smith, A. (1990): “Corporate Ownership Structure and Performance: The Case of Management Buyouts”, *Journal of Financial Economics*, 27, 143-164.

(责任编辑:马辰)