

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

●林海涛

(南京大学长江三角洲经济社会发展研究中心, 江苏 南京 210093)

本文通过对 2000 - 2003 年我国上市公司 MBO 的实证研究, 从财富效应和公司绩效两个方面检验其实际效果。并做出相应的理论解释: 一方面, 管理层收购具有其内在的缺陷; 另一方面, 我国现阶段从制度环境、市场机制到国有企业的治理结构, 都与国外有着很大的区别。因此, 将管理层收购作为解决目前我国国有企业改革和提高企业效率等问题的手段有很大的局限性。

关键词: 管理层收购 国有企业 财富效应 事件研究法 制度安排

中图分类号: F830.91 文献标识码: A 文章编号: 1003-5656(2005)01-0062-06

管理层收购(Management Buy - Outs)是杠杆收购(LBO)的一种, 所谓杠杆收购是一种利用借债所融资本购买目标公司股份, 从而改变公司所有者结构、相应的控制权格局以及公司的资产结构的金融工具。当运用杠杆收购的主体是目标公司管理层时, 就称为管理层收购。由于它的一些独特优势, 许多学者都对 MBO 在中国的前景表示乐观, 尤其是对我国的国有企业而言意义重大。他们认为, MBO 是一个一举两得的有效选择, 它既涉及到企业的产权变革, 也涉及到对管理者的激励和约束。方竹兰(1997)提出, 作为企业财富创造者的人力资本所有者拥有企业是一个趋势; 李宝元(2001)将管理者收购看作是实现企业经营者人力资本股权化的制度操作杠杆, 以帮助国有资本的战略改组和退出; 王巍等(1999)指出, MBO 能够有效地促进企业资产结构和产业结构的调整, 有效地降低企业的代理成本, 对建立国有企业的退出机制有重要意义。今天, 作为资本运作的一个重要手段, MBO 正在中国蓬勃兴起。正当我国对国有股减持方式以及产权改革方案困惑彷徨的时候, MBO 的出现不失为一个积极的尝试。但 MBO 在中国的实施效果到底如何, 它能否成为中国国有企业改革的主流方式? 这是本文试图回答的问题。

一、文献回顾

在西方, 对于 MBO 的实证研究主要是从 MBO 前后的财务绩效、生产效率和股东财富这三个方面的变化展开的, 大部分的实证分析都表明, MBO 企业的经营绩效明显提高, 可为股东创造溢价收益, 而且这种收益的持续性很强。Smith(1990)发现收购后利润或税前营业利润等财务指标相对于同产业内其他

企业有明显增长。存货和应收账款周转期的缩短都证明了流动资产管理水平提高。Chaplinsky 等人(1998)通过对二十世纪八十年代发生的 118 家完全 MBO 企业的实证研究表明,在 MBO 宣告日的前后三天,市场调整的收益率(Market-Adjusted Returns)^①能够达到 14.9%,如果把研究期间放宽到 MBO 发生前五天直到 MBO 结束,那么这种收益率可以达到 24.7%。Kaplan(1989)也提供了类似的结果。在转为非上市的收购中,Deangelo、Rice(1984)的研究成果表明,在收购宣布日当天,股东财富平均增加了 22.27%,而股东财富 40 天(包括宣布日)累计增加超过 30%。并且这两个数据在统计学意义上高度显著。在部门管理者收购中,Hite 和 Vetsuypens(1989)发现股东的财富收益不大,但在统计上是显著的。在 45 个后来公开上市的部门收购中,Muscarella 和 Versuypens(1990)的报告指出,出售者可以获得包括宣布日在内的两天期平均超额收益为 1.98%。

为什么 MBO 能够创造财富,这种财富起源于何处?在理论上对于这个问题的解释主要可以归纳为三种观点:节税效应(Tax Savings)、管理机会(Management Opportunism)和价值创造(Value Creation)。Lowenstein(1985)的研究表明杠杆收购后节约的税收是交易中财富的主要来源,由于巨额的债务和较高的利率,杠杆收购具有很大的“税盾效应”(Tax Shields)。管理机会的解释认为如果经理层知道企业的价值被市场低估,那么通过企业的私有化,他们可以从其中获益。价值创造的观点为 MBO 后公司价值的变化提供了较好的解释,Deangelo 等人(1984)认为,与作为公众公司相关的一系列成本(诸如协调成本、信息披露以及官僚主义)的减少能够创造价值。

迄今为止,国内的学者对于 MBO 的研究比较侧重于理论说明,实证研究基本仍停留在简单的统计和描述性分析阶段。从研究结论来看,大多数学者都认为我国上市公司的 MBO 的实施效果并不理想。毛道维等人(2003)通过对 1999—2002 年间实施 MBO 的中国上市公司从财务绩效、行为、定价等多方面进行了实证研究,提出 MBO 并不是“国退民进”的重要途径,成功实施 MBO 的企业需要一系列重要的条件。益智(2003)对 1990—2002 年 10 月实施(或准备实施)MBO 的 18 家上市公司从累计异常收益、每股收益、资产收益率等指标进行考察,发现中国上市公司的 MBO 并未提高公司绩效,也未给股东带来财富效应:MBO 1 年后的每股收益下跌 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%,流通股股东在 MBO 后的 10 天中的超额收益为 -0.9%。谢清喜(2003)通过对上市公司在 MBO 前后净资产收益率的比较,对 MBO 能够改善公司业绩的说法提出了质疑。但也有个别的学者得出了相反的结论,魏成龙(2003)通过对三家上市公司的案例分析指出从经营业绩上看,这三家公司大都维持较好的业绩增长水平。以上的研究得出了非常有意义的结论,对我们了解国内证券市场中的 MBO 有很大的帮助,但是这其中仍然存在一些局限性,主要体现在:

1. 样本的覆盖面不够,从而使得研究成果缺乏代表性。有的研究由于缺乏数据,只能局限于案例研究,无法反映整体的规律。当然这与我国目前上市公司的信息披露制度尚不完备有关;
2. 研究方法单一,说服力不强。除了上述的案例研究之外,大部分研究侧重于考察 MBO 前后企业绩效的变化情况,通过对公司的个别会计指标进行描述和统计总结出一些规律。但是,由于会计方法和会计政策的变化以及我国上市公司操纵会计业绩的倾向,这种研究结论是很值得怀疑的。而且它无法对公司的整体价值做出判断,更忽略了上市公司 MBO 公告的市场反应;
3. 缺乏比较分析。大部分的研究仅仅局限于 MBO 公司自身的变化,没有把 MBO 公司放在整体市

^①等于公司的股票收益率减去市场的平均回报(用市场指数表示)。

场的背景下进行比较分析。显然,上述结论无法回答这样的问题:我国上市公司的 MBO 能否给流通股股东带来财富效应?

二、本文的研究方法、研究期间和样本选取

(一) 研究方法

本文采用了国外并购的实证研究中经常使用的“事件研究法”(EVENT STUDY),这种方法通过剔除由于市场大盘上升或下降带动的样本公司的平均收益率和股价变化的影响从而科学地衡量这些上市公司自身的业绩表现。在中国,运用事件研究法有特殊的重要性:上市公司很可能会进行财务报表式的重组,即使报表上的财务业绩有所改善,但是资产质量并无改进,这样的重组显然难以创造价值。在这种情况下,如果仅运用会计研究方法可能会得出与事实相反的结论,而事件研究法则能避免这个问题,由于股价是前瞻(Forward-Looking)的,如果市场意识到某一重组只是财务报表式的重组,该股票的价格是不太可能会上涨的。

在标准的事件研究法中,累计超额平均收益率(Cumulative Average Abnormal Return,简称 CAR)是最为重要的一个概念。超额收益率是指绝对收益率减去正常收益率。其中“正常”收益率是指如果事件不发生的话预计可以得到的收益率,本文采用市场调整法来衡量正常收益,即假设市场指数的收益率就是每只股票在事件期内当天的正常收益率。具体而言,计算步骤如下:第一,求出每家公司每天的实际收益率((当天收盘价-昨天收盘价)/昨天收盘价);第二,求出每天大盘的收益率((当天收盘指数-昨天收盘指数)/昨天收盘指数),以此来代表事件期内每家公司每天的预期正常收益率;第三,用每家公司当天的实际收益率减去预期正常收益率,得到每家公司每天的超额收益率;第四,对事件期内每天的超额收益求平均数,就得到该公司当天的平均超额收益;最后,将事件期内每天的平均超额收益进行求和,得到累计平均超额收益率: $CAR_t = \sum AAR_t$ 。

其中, AAR_t 为每日样本股票超额收益率 AR_{it} 的算术平均值,而 AR_{it} 等于某样本股票 i 在 t 日的实际收益率减去当日正常收益率。本文所使用的事件期为(-30天,+30天)。

(二) 研究期间

本文选取 2000 年至 2003 年为研究期间,这主要出于以下考虑:一是中国《证券法》于 1998 年 12 月底颁布,次年 7 月 1 日起正式执行,标志着中国股票市场结束试点期进入正式运行期;二是 1998 年我国对企业会计准则进行了较大幅度的调整,企业会计数据在此期间前后具有不可比性,会影响研究结论的正确性,而本文所采用的研究方法需要一定的时间跨度;三是在数据收集过程中我们发现这个时间段是上市公司进行 MBO 最密集的区间,而且与此相关的信息也最为全面。

(三) 样本选取

本文收集了国内上市公司中公开披露的全部 23 家已发生 MBO 的公司作为研究样本,剔除了 2000 年以前的样本:大众交通、大众科创、衫衫股份、天目药业、东方通信、深鸿基、望春花,最终确定研究样本 15 个^①。

^①它们是:胜利股份(000407)、粤美的(000527)、ST 甬富邦(600768)、武昌鱼(000275)、丽珠集团(000513)、新天国际(600084)、鄂尔多斯(600295)、ST 万家乐(000533)、宇通客车(600066)、特变电工(600089)、朝华科技(000688)、四通高科(000409)、佛塑股份(000973)、洞庭水殖(600257)、深方大(000055)。

三、本文的研究结论^①

(一) 财富效应：

$$CAR(-2, +2) \quad -0.59 \quad (1)$$

$$CAR(-29, 0) \quad 0.81 \quad (2)$$

$$CAR(0, +29) \quad 0.12 \quad (3)$$

CAR(T1, T2) 表示在 T1 至 T2 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。

(1) 式表明我国上市公司 MBO 发生前后 5 天中平均收益率为 -0.59%, 说明投资者对上市公司 MBO 的反应并不积极,甚至持否定态度。(2) 式说明 MBO 前 29 天,市场投资者对 MBO 的消息有微弱正反应,表明可能有投资者利用 MBO 的消息进行炒作;但是,当我们把研究时间拉长到 MBO 后 29 天((3) 式),MBO 的平均超额收益率迅速下降至 0.12%,说明一旦炒作结束,市场并不认可 MBO 对于改善公司经营有积极意义。这充分说明了 MBO 对股东基本没有带来财富效应,即没有超常或持续的收益,未能给市场带来长期的良好预期。由此可以判断,没有证据表明,国内的 MBO 能够为股东创造价值。

(二) 财务绩效：

在衡量 MBO 公司财务绩效的变化时,本文所用的财务指标不同于以往的类似研究,主要包括:1、销售对初始资产比率,它显示了公司有效地使用资产创造价值的能力;2、投资回报率(ROI),Kaplan 认为它是衡量公司表现的关键指标,但是由于无法获得准确的数据,本文用近似的净资产收益率(ROE)代替;3、资产报酬率(等于息税前利润除以总资产),它显示了公司获得盈利的能力。

由于要对公司 MBO 前后的情况进行比较,所以需要一定的时间跨度,因此本文扣除了 2003 年才完成 MBO 的武昌鱼(000275)和特变电工(600089)。选取的时间段为 MBO 前三年和后两年。

MBO 公司加权平均：

时间(年)	-3	-2	-1	1	2
销售对初始资产比率	0.6875	0.8198	0.8570	0.8634	0.9263
净资产收益率	0.1053	0.0856	-0.0013	0.0611	0.0566
资产报酬率	0.0782	0.0682	0.0261	0.0524	0.0520

剔除了 ST 万家乐的 MBO 公司加权平均：

时间(年)	-3	-2	-1	1	2
销售对初始资产比率	0.6207	0.7543	0.8069	0.8211	0.8823
净资产收益率	0.1033	0.0955	0.0813	0.0713	0.0434
资产报酬率	0.0807	0.0765	0.0675	0.0600	0.0469

由上述数据中我们可以得到以下结论：

(1) 净资产收益率和资产报酬率这两个重要的指标在 MBO 前后都呈现出较大幅度的下降。特别是当剔除了异常值 ST 万家乐(该公司在 MBO 之前一直保持良好的盈利水平,但在 MBO 的前一年突然巨亏接近 10 亿元,并在 MBO 后一年继续

亏损 4000 多万元,而后迅速盈利接近 2 亿元)之后,我们发现这种下降的趋势更为明显,即使在 MBO 完成一年之后,还在以更大的幅度下降。

(2) 销售对初始资产比率在 MBO 前后虽然有较大幅度的上升,但是这并不表明我国上市公司运用资产的能力达到较高的水平。Zahra(1995)对 47 家发生杠杆收购的美国公司的这一比率变化进行实证

^①由于篇幅所限,本文没有详细说明计算过程,若有需要可以向作者索取,本文数据来源:中国财经报刊数据库、聚源数据投资分析系统和金融街网站。

研究 结果表明杠杆收购前后的数值分别为 1.02 和 2.47。对比我国上市公司的这一数据 ,可以发现 我国公司的销售对初始资产比率甚至还小于美国公司杠杆收购前的水平。

四、理论解释

从研究结论中我们可以发现 ,不论从财富效应还是会计绩效上来看 ,MBO 对于上市公司都缺乏积极的影响 ,这一结论与西方学者的实证研究结果形成了鲜明的对比 ,为何会产生这种反差 ,我们认为 ,主要有两方面的原因 :一方面 ,管理者收购具有其内在的缺陷 ;另一方面 ,我国现阶段从制度环境、市场机制到国有企业的治理结构 ,都与国外有着很大的区别。具体而言 :

1. MBO 通过追求一种所有权和经营权的适当结合而非严格分离 ,实现对典型的公司分权制导致代理成本过大的一种矫正 ,但绝不意味着改变了现代企业组织发展的方向。现代企业制度的典型特征和发展方向是所有权和经营决策权的分离 ,出资人与经营管理层的分离。在现代股份公司制度下 ,股权高度分散。在西方发达资本主义国家 ,这种分散化程度正日益提高 ,第一大股东控股的比例逐渐下降。由于两权分离而产生的“代理成本”是客观存在的 ,只要由于规模、范围 and 专业化分工带来的收益超过“代理成本” ,这种趋势就会持续下去。而且现代企业理论证明 ,有许多途径可以有效地减少“代理成本”(例如经理人市场的竞争和独立董事制度等等)。进一步说 ,如果要完全地消除代理成本 ,必然要求百分之百的经营者持股 ,只能回到过去的小作坊和私人合伙制企业 ,显然这是不现实的。因此 ,在突出 MBO 对于减少“代理成本”的正面意义的同时 ,不能忽略了由此带来的效率的损失。尤其对于大型国有企业和上市公司来讲 ,很难实行 MBO 而且成本太高 ,例如可能导致上市公司退市 ,成为非上市公司。

2. 作为一种创新的制度安排 ,MBO 必须在一定的制度环境中(主要包括市场机制、法律制度和文化背景等)才能发挥其积极意义 ,如果环境不完善 ,结果可能大相径庭。正如 Tandon(1995)所言 ,在市场不完善的前提下 ,管理者收购将导致增长停滞和效率降低。甚至成为管理者瓜分国有资产的最后一次“盛宴”。

在收购之前 ,国有资产的卖方是政府或其委托人即国有资产管理部门 ,还不能说是一个合格的市场交易参与者 ;买方是企业的管理者 ,他们通过交易为自己谋取福利。在这种交易中 ,两者之间原本就存在的千丝万缕的关系 ,可以设想 ,如果缺乏强有力的第三方监督机制 ,很难杜绝暗箱操作。在收购过程中 ,由于市场机制不完善和资产评估机构监督机制的不健全 ,对国有企业的估价困难 ,可能产生人为低估国有资产 ,致使国有资产流失的结果。在西方国家的 MBO 过程中 ,定价主要借助于市场机制、评估与谈判三种方式协同进行 ,使得定价较为准确。我国目前对于 MBO 中的国有资产定价主要是以净资产为标准 ,但一方面净资产的计算受到会计方法和会计政策的很大影响 ,另一方面净资产衡量的是企业过去的经营业绩 ,而管理层所购买的不是停留在某一时点上的资产 ,而是购买拥有支配这些资产并使其在这一时点以后的相当长时间里产生的效益的权利 ,因此估价过程本身并不是对公司现有资产的一个静态评定 ,而是对于其未来生命周期内可持续盈利的预期 ,即企业的价值应由未来收益的折现来决定。这两种计价标准可能千差万别 ,从而对国有资产的计价既不客观也不准确。从我国业已完成 MBO 的一些国有企业来看 ,收购价只有少数高于净资产 ,大部分都低于或等于净资产 ,价格的确定缺乏客观依据 ,人为因素较多。甚至出现了有的企业为了压低价格 ,采用做假帐的手法虚减资产。在收购完成之后 ,如果没有相应的监督机制 ,管理者和参与收购的其他投资机构可能采取非市场化的手段获得利益。在转型国

家,采取掠夺对于管理者而言也许是比在收购后通过改进管理、提高效率和降低成本以提高其收益更好的方法。曾任俄罗斯私有化顾问的美国法学家布莱克和克拉克曼用大量事例证明,在市场机制不完善、未来高度不确定的宏观经济背景下,俄罗斯以掠夺起家的管理者将继续盗用自己控制的企业,将资产转移到海外,而不是改善生产。^①我国也出现了类似的现象,一些公司在 MBO 之后马上进行大规模的现金分红(即使盈利没有增加),这种“涸泽而渔”的行为可能会对公司未来的发展产生严重影响。

3. 由于历史原因,我国国有企业的负债率普遍偏高,2000年,全国国有及国有控股工业企业资产负债率达 61.06%。^②而管理层收购一般是以公司资产作抵押,向银行或信托公司等金融机构融资,所以 MBO 之后会导致公司资产负债率的大幅上升,从而加大国有企业的债务负担和经营风险。根据西方 MBO 的实践,一般的目标公司在收购前,债务和权益的比例通常为 2:1,收购后目标公司的债务和股权比例上升到 8:1 甚至是 9:1,因而形成了高财务杠杆的资本结构。^③显然,以我国目前国有企业的现状,承受如此高的债务负担必将使得财务状况进一步恶化。此外,由于 MBO 后形成的高杠杆比率必然要求企业有充足的现金流用于偿债,要求 MBO 的目标企业处于较成熟行业中而且有可能有进一步提高经营绩效的潜力。从这个角度看,大多数国有企业可能并不适合进行 MBO。

4. 由于我国目前上市公司中存在股权分裂的制度缺陷和政策漏洞,管理层有可能利用自己内部人的地位,通过收购比重不高的非流通股来控制公司,从而令上市公司由原先国家股“一股独大”转变为新的管理者“一股独大”。在缺乏足够强大的外部监控体系的情况下,管理层有可能凭借对公司的超强控制力侵害广大中小股东的利益。MBO 后管理层持有的是非流通股,与中小股东的获利渠道存在着明显的差异,可能会使广大中小流通股股东为非流通股的暂不流通支付较为高昂的溢价。中小股东主要从上市公司业绩增长中获得回报,而管理层持有的非流通股无法获得资本利得,而且在收购之后,管理层面临沉重的偿债压力。因此,企业的管理者一旦成为大股东,可能运用手中的权利,采取高派现和转移资产等方式,追求短期收益最大化。

五、结论

通过对中国上市公司 MBO 的实证研究和理论分析,本文认为,MBO 的规范运作和发挥积极作用需要一系列严格限定的条件,其中至少包括了较为完善的制度环境、完备的监督机制、健全的中介机构、强制性的信息披露以及有效的资本市场等要求。在这些条件还不具备的情况下,试图把 MBO 作为国有企业改革的突破口而大力提倡,可能效果恰得其反,反而为管理层侵吞国有资产、损害流通股股东的利益提供了可乘之机。

2004年12月,国资委再次明确表态:“大型企业不能搞 MBO,一些中小企业可以探索。”同时为管理层收购设立了五条“禁区”^④。这表明,针对 MBO 所引发的国有资产流失等问题的纠正已经提到政府的议事日程。(下转第 125 页)

①金雪军等. 转型经济国家的管理者收购——以俄罗斯及东欧国家为例 [J]. 外国经济与管理, 2002, (3).

②国家统计局. 2001年中国统计年鉴[M]. 北京: 中国统计出版社, 2001.

③魏兴耘. MBO 效应及其实施问题研究[J]. 国泰君安证券研究通讯, 2003, (1).

④国资委为管理层收购设立五条“禁区”[EB/OL]. <http://news.xinhuanet.com>.

实的。公众如果知道政策决策所依存的数据、预测基础,就可以通过对货币政策措施的观察而推断出中央银行的真实意图,所以,知识透明度、决策透明度二者有助于提高中央银行意图信号的准确度。另一方面,目标透明度也影响其他两类透明度,例如,目标透明度状况决定着经济预测、操作程序等的透明度大小。

实践中,一方面,目标透明度得到了一致赞成,普遍认为中央银行应该以价格稳定为目标,许多中央银行也规定了具体的量化通货膨胀目标;另一方面,中央银行实行相对低的决策透明度而高得多的知识透明度,例如,中央银

行一般很少将体现评议信息的会议记录或投票记录公开,甚至采纳通货膨胀目标制的国家在这一点上也常常是不透明的。即使公布,一般也是以会议纪要形式,倾向于不照字面、不指名道姓地提供一些政策评议过程中有争议的问题,或者,拖延几年后才原原本本公布各个成员的观点。ECB 管理委员会,由于担心投票记录公开后,其成员会遭受来自所属国的政治压力,所以它既不对政策进行正式投票,也不公开投票结果。

(收稿日期 2004—08—24 责任编辑 谭晓梅)

(上接第 67 页)

参考文献:

- [1] DEANGELO, EDWARD RICE. Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth[J]. *Journal of Law and Economics*, 1984, 27(2): 367—401.
- [2] HITE, G. L., M. R. VETSUYPENS. Management Buyouts of Divisions and Shareholder Wealth[J]. *Journal of Finance*, 1989, 44: 953—970.
- [3] KAPLAN, S. The effects of management Buyouts on Operating Performance and Value, [J]. *Journal of Financial Economics*, 1989, 24: 217—254.
- [4] LOWENSTEIN, LOUIS. Management buyouts[J]. *Columbia Law Review*, 1985, 85: 730—784.
- [5] MUSCARELLA, C. J., M. VETSUYPENS. Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs[J]. *Journal of Finance*, 1990, 45: 1389—1413.
- [6] SMITH, ABBIE. Corporate Ownership Structure and Performance: The Case of Management Buyouts[J]. *Journal of Financial Economics*, 1990, 27(9): 143—164.
- [7] SUSAN CHAPLINSKY et al. Employee buyouts: causes, structure, and consequences[J]. *Journal of Financial Economics*, 1998, 48(3): 283—332.
- [8] TRAVLOS, N. G., M. M. CORNETT. Going Private buyouts and determinants of shareholders' returns[J]. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 1993, 8(1): 1—25.
- [9] TANDON. Welfare effects of privatization: some evidence from Mexico[J]. *Boston University International Law Journal*, 1995, 13(2): 329—349.
- [10] ZAHR. Corporate entrepreneurship and financial performance: the case of management leveraged buyouts[J]. *Journal of Business Venturing*, 1995, 10(3): 225—247.
- [11] 方竹兰. 人力资本所有者拥有企业是一个趋势[J]. *经济研究*, 1997(6).
- [12] 李宝元. 企业经营者人力资本股权化: 制度意义与实现途径[J]. *管理现代化*, 2001(5).
- [13] 毛道维等. 1999—2002 年中国上市公司 MBO 实证研究——兼论 EMBO 对国有企业改革的意义[J]. *中国工业经济*, 2003(10).
- [14] 魏成龙. 上市公司管理层收购分析[J]. *经济学家*, 2003(3).
- [15] 王巍, 李曙光. 管理者收购——从经理到股东[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 1999.
- [16] 谢清喜. 科学理解和认识中国的 MBO[J]. *财经科学*, 2003(S1).
- [17] 益智. 中国上市公司 MBO 的实证研究[J]. *财经研究*, 2003(5).

(收稿日期 2004—07—06 责任编辑 赵爱清)