

中概股退市的动机及其溢价来源研究^{*}

李行健¹ 李广子²

(1. 北京大学光华管理学院 北京 100871)

(2. 中国社会科学院金融研究所 北京 100028)

摘要：通过对2010年至2016年期间已提出私有化议案（Going Private Transaction）与从未提出过私有化议案的中概股公司特征进行分析，本文考察了中概股公司私有化退市的动因和溢价来源。研究结果表明，未分配的自由现金流水平较高、公司市值被更严重低估、剩余税盾价值较高、资产流动性较高以及国内注册地市场环境的改善较大均会使中概股企业发起私有化退市的概率提升。此外，我们发现，中概股私有化退市交易的溢价高低主要由目标公司的自由现金流水平、被低估程度、管理层占股和国内注册地市场环境决定。本文在使用中概股私有化退市样本验证了传统公司退市理论的同时首次提出并证实了国内市场环境的改善对我国境外上市公司私有化退市决策的影响。

关键词：中概股 私有化退市 动机 溢价

一、引言

在过去二十年中，中国企业采用不同渠道在美国股票市场上市的现象越来越普遍。至2016年底，已有超过300家中国公司成功地在美国证券交易所上市交易。这些决定背后的动机是显而易见的。首先，相比海外市场，在中国国内市场上市需要更高的成本，且存在更多的障碍。不具备良好业绩的私有企业很难满足国内股票上市的要求，即使它们有资格在中国市场上市，由于中国目前针对企业上市采取审批制，其所需承担的时间成本也是巨大的。其次，由于只有被选为合格境外机构投资者的机构才能在中国进行股权投资，所以对于意图在全球开展业务并筹集海外股权资本的公司而言，在中国国内市场上市只能为其提供非常有限的支持。最后，通过进入一个更成熟、有着更加严格监管体系的市场一方面使这些中国公司更容易且更规范地获得资本，另一方面也有利于公司治理水平的提升。

然而，这一趋势自2010年开始改变。根据imeigu.com提供的数据，2009年和2010年中国企业赴美上市的数量分别为22家和45家，而从美国市场私有化退市的中概股公司仅为0家和5家。2010年以后，中概股私有化数量迅速上升，超过了同年赴美上市中国企业的数量。其中2012（2015）年仅有2（14）家中国企业赴美上市，而从美股退市的中概股公司数量则达到24（32）家。是什么引起的这一趋势的改变？关注美股的投资者会直观地联想到

^{*} 中概股全称中国概念股，是指在海外注册和上市、但最大控股权（通常为30%以上）或实际控制人直接或间接隶属于中国内地的民营企业或个人的公司。本文中仅讨论在美上市中概股。

公司价值被严重低估是其决定私有化的主要动因,但所谓的低估是指这些公司在美股同业上市公司中估值偏低,还是与其他相关市场的行业普遍估值相比偏低?这种低估真的是海外投资者不理解中国公司的基本逻辑?还是这些中概股公司本身存在问题?

事实上,早在2011年,多家美国主流媒体和权威机构即曝出超过三分之一的中概股公司涉及了会计作假和金融欺诈。这些丑闻不仅引来了监管当局的调查,也为做空者提供了坚实的基础。然而,如Ang等(2012)所说,“真正值得关注的是,坏苹果公司市值迅速下跌的同时,那些没有被指控作假和欺诈的好苹果的股票价格也经历了峭壁般的下跌。”因此,公司市值大幅下跌以及二级市场股权增发等再融资机会基本消失导致了许多中国公司最终决定离开美国市场。鉴于上述美国上市中国企业的情况,当企业内部人员将其公司在美国市场的市盈率与美国同业或国内同业上市公司相比时,我们可以很自然地假设,市值被低估程度越严重,公司进行私有化并离开美国市场的愿望会越强烈。

除了美国市场对中国企业的低估与质疑之外,另一个对中概股私有化退市动机有着非常直观影响的因素是中国国内市场环境的变化。许多中国企业早年选择奔赴境外上市的原因很大程度上是为了规避其注册地恶劣的市场环境所带来的负面影响。但是当中概股公司在美国市场无法获得理想估值、公司发展受阻并且受到广泛质疑的同时,如果中国国内的市场环境在逐年变好,那么我们可以同样自然地假设中概股公司通过私有化退市回归国内市场的动机变得更强。因此,我们试图回答的第一类问题是:哪些因素影响了中概股公司私有化退市的动机?公司价值被低估的程度与国内注册地市场环境的好坏是企业私有化概率的主要决定因素吗?是否有其他因素在一定程度上也影响了公司私有化的决策?

另一方面,尽管上市公司的私有化过程需要多个步骤,但任何私有化提案的最关键部分之一便是为非收购方股东提供合理的溢价,以致使非收购方股东同意将手中的股票以其认为合理的价格让出。与兼并和收购交易不同,私有化交易一般不涉及第二家公司,因此其中的溢价不能由协同效应解释。因此,许多学者试图通过不同的因素来解释股东在私有化交易中的收益。根据来自Bloomberg Delisting Panel的统计计算,2010年至2016年美国上市中国公司的私有化交易所提供的溢价范围低至-18.6%,高至190.6%,平均值为32%。所以,如何解释这些私有化交易溢价高低的来源则是另一个我们想要研究的实证问题。

利用2010年至2016年期间已提出私有化议案(Going Private Transaction)与从未提出过私有化议案的中概股公司样本,本文试图找出影响中概股公司私有化退市动机和交易溢价的主要因素。研究发现:(1)在退市动因上,未分配的自由现金流水平、公司市值被低估程度、剩余税盾价值、资产流动性以及国内注册地市场环境的优化是决定私有化概率的主要因素;(2)在溢价的决定上,私有化交易的溢价高低主要由目标公司的自由现金流水平、被低估程度、管理层占股和国内注册地市场环境决定。

与已有文献相比,本文的贡献主要包括以下三个方面:

第一,通过使用迄今为止最为完整的中概股退市交易样本,本文首次研究了中概股退市的动机并得出了影响中概股退市决策的显著因素,为投资者更好地理解中国公司在境外市场做出的决策提供了实证依据,弥补了国内外文献关于这一问题的缺口。

第二,与国外已有的两篇关于中概股退市问题的研究相比,本文在研究样本和研究内容上均存在不同。首先,Hansen和Oqvist(2013)主要试图找出能够预测中概股私有化退

指涉嫌会计作假和金融欺诈丑闻的中概股公司。

市交易成功率的因素，与本文关于中概股退市动机与溢价研究无关。另一方面，Chen 等（2014）试图解释中概股私有化交易的溢价，虽与本文的第 4 部分第二小节研究内容相同，但其研究样本仅为 45 起中概股私有化交易案例，研究结果可靠性不足。本文在其研究基础上增加了 55 个研究样本，并加入了多个不同解释因素，结论更加全面且可靠。

第三，本文首次将境外企业私有化退市决策与国内市场环境的改善联系起来，证实了市场环境的变化对公司退市决策的影响，是对近年公司退市理论研究的拓展。

本文的后续安排如下：第 2 部分是因素分析与研究假设；第 3 部分描述了本文所使用的数据源、处理数据的方法、并给出汇总统计与因变量和自变量的定义；第 4 部分为实证结果；第 5 部分是稳健性检验；第 6 部分总结全文并提出政策建议。

二、因素分析与研究假设

已有文献通过使用美国、英国和澳大利亚上市公司的私有化交易作为样本证明了一些公司特征对其私有化退市的动机与溢价存在显著影响。通过对文献的梳理我们认为可能影响中概股公司私有化退市决策与其交易溢价的因素包括公司的自由现金流水平、价值被低估程度、税盾价值、激励重组动机、交易成本与资产流动性。此外，结合中概股公司特性，我们还提出中概股企业所在地的市场环境也将影响其私有化退市的动机和溢价。在这一部分，我们将对这些因素与私有化退市之间的关系逐一进行分析，并提出假设。

（一）自由现金流水平

学术界从上世纪初就认识到并一直在研究股东利益与管理层动机之间的代理问题。具体来说，具有大量自由现金流和较少投资机会的公司可能面临着一种更为特殊的代理问题（Jensen 和 Meckling，1976；Jensen，1986）。Murphy（1985）声称，以低增长前景和大量自由现金流为特征的公司管理者有足够动机使公司成长超过其最佳规模，这种行为有时也被称为“帝国建设”，与股东利益有着直接冲突。通过内部化管理决策过程，私有化是缓解冲突的一个有效方案。重组后，融资方式的改变以及私有化过程中产生的债务成为一种有效的约束手段：管理者承诺支付未来的现金流以履行其债务责任，而不是把资金花费在低净现值的项目上，从而提高生产率（Kaplan，1988）。

自由现金流量作为影响企业私有化决策与溢价的因素已经被许多学者进行了验证。利用 1980 至 1987 年的 263 起美国本土私有化案例作为样本，Lehn 和 Poulsen（1989）不仅发现企业的自由现金流量与私有化的可能性之间存在显著的正相关关系，还发现向股东支付的溢价与未分配的自由现金流显著相关，这两个结论均支持自由现金流假设。此外，使用美国本土私有化样本，Rao 等（1995）、Gleason 等（2007）、Mehran 和 Peristiani（2009）也找到了支持自由现金流假设的证据。由此我们得到本文的假设 1：

假设 1a：中概股公司私有化的概率与其自由现金流的水平正相关。

假设 1b：私有化交易之前的中概股公司自由现金流越高，买方所提供的溢价会越高。

（二）价值低估程度

管理层和外部人员之间关于公司的真正价值存在大量的信息不对称。正是管理者认为

由于样本数量太小（2010-2012 年仅有 48 起中概股私有化退市交易，其中 35 起交易成功，13 起交易失败），其研究并未找出可以预测私有化交易成功率的显著因素。

“帝国建设”指管理者为了盲目扩大公司规模和在管辖下的公司资产量，做出并非最优于股东的决策。

他们拥有优越的内部信息，资本市场低估了他们的公司价值，促使他们有动机用一个“折扣价格”回购公司，并且在未来可以通过在不同市场再上市等方式获得更合理的估值。这种现象在规模较小、难以使用二级市场进行融资扩张、持续失去财务可见性和投资者兴趣的公司中更为严重和普遍（Renneboog 等，2007；Mehran 和 Perisiani，2009）。

一些研究已经检验了这种价值低估假设。Rao 等（1995）研究了从 1981 年到 1992 年私有化公司的财务特征。他们发现，相对同行业的平均市盈率（市净率）越高，企业私有化的可能性就越低。通过使用 1997 至 2003 年来自英国的 177 家公司的数据，Renneboog 等（2007）表明股票价格的低估是私有化交易中溢价的主要来源。此外，与价值低估假设相符，他们还证明管理层收购的溢价高于其他类型交易，因为拥有更优质内部信息的管理团队更了解其被低估公司的真正价值和潜力，故愿为其提供更高溢价。如前所述，由于大面积的会计作假与金融欺诈丑闻，美国上市中国公司的股价总体上从 2011 年开始下跌。Ang 等（2012）发现，即使那些优质中概股公司能够将自己与坏苹果加以区分，他们也只能通过发送昂贵的市场信号，如股票回购和增加股息来和涉及欺诈的公司区分。但是即使如此他们的股票价格还是受到影响，这为私有化退市提供了强大的动力。由此得到假设 2：

假设 2a：中概股公司私有化的概率与其价值被低估的程度正相关。

假设 2b：公司价值被低估越严重，私有化交易中买方所提供的溢价越高。

（三）税盾价值

由于大部分私有化交易都属于杠杆收购，所以几乎所有私有化交易都伴随着公司杠杆率的大幅增加。因此，额外利息支付所产生的税盾效应增加构成了预期财富收益一个主要的来源。所以，高税收和债务利用不足的企业更多地受益于私有化，它们将从更多的债务使用所伴随的额外税盾中获益更多。换言之，当中概股公司具有的税盾价值越高，其被私有化的概率会越高，买方在私有化过程中愿意支付的溢价也会越高。Kaplan（1989）证明，20 世纪 80 年代上半段的美国本土私有化交易的税收优惠占了支付给股东的溢价的 21% 至 72%。Lowenstein（1985）认为，私有化交易的主要动机是利用目标公司未使用的税盾效应。故本文的假设 3 为：

假设 3a：中概股公司私有化的概率与其税盾价值正相关。

假设 3b：税盾价值越高，私有化交易中买方所提供的溢价越高。

（四）激励重组动机

在非上市企业中，企业管理者与股东往往为同一人，此时，企业管理者是唯一的剩余索赔人，他们能够提取金钱和非金钱利益。但是一旦外部人员获得企业管理者的一部分剩余索赔即公司上市，管理人员可能会更多地关注他们的私人利益而不是为公司做出最佳决策，因为他们只承担决策对应成本的一部分。因此，私有化带来的公司所有权和控制权的统一可以提高管理的力度并改善激励结构，有助于最大化企业价值，所以重新调整管理者与股东的激励机制是驱动所支付溢价的主要因素之一（Renneboog 等，2007）。此外，Kaplan（1989）也提出，管理层的激励重组是所有私有化交易中溢价的重要来源，管理层和股东利益冲突越严重的公司通过私有化所带来的利益越高。所以我们假设：

假设 4：管理层激励重组动机越高，私有化交易中买方所提供的溢价就越高。

（五）交易成本

DeAngelo 等（1984）认为，企业保持上市身份的成本非常高，上市企业通过私有化可以避免各种费用。Edey 等（1996）发现，私有化减少了注册、上市和其他股东服务成本，

例如打印和邮寄财务报告和代理声明的成本。此外，私有化后上市公司不再需要按监管机构要求进行严格的披露和申报，从而减轻了部分审计、会计和法律等一系列固定成本。Benoit (1999) 指出，对于英国上市公司，向经纪人、注册商、律师、商业银行和金融公关公司支付的费用以及审计、印刷和交易所费在一年内甚至会达到 25 万英镑。Renneboog 等 (2007) 发现，伦敦另类投资市场 (Alternative Investment Market) 私有化交易的溢价比伦敦证券交易所 (London Stock Exchange) 私有化交易低，并归因为另类投资市场具有更灵活的上市要求，所以从另类投资市场私有化退市所节省的交易成本相较主板会更低。另外，由于 2002 年“萨班斯-奥克斯利法案”(Sarbanes-Oxley Act) 提高了美国上市公司的合规成本，Engle 等 (2007)、Kamar 等 (2008) 调查了此法案的影响，发现成本节省在私有化决策中起到重要作用。故本文假设 5 为：

假设 5a：交易成本高的中概股公司私有化的概率会更高。

假设 5b：中概股公司交易成本越高，私有化交易中买方所提供的溢价越高。

(六) 资产流动性

通常情况下，资产流动性越高，其收益会越低。Evans 等 (2005) 认为，为了实现目标公司资产的真实价值，收购方可能试图在完全控制公司后选择性地处理掉无利润的资产。因此，公司资产流动性越高，收购方就越容易对其进行重组。另一方面，Gleason 等 (2007) 发现，高资产流动性意味着对资本市场的的需求减少，从而更有可能被私有化。

假设 6：中概股公司私有化的概率与其资产流动性正相关。

(七) 所在地市场环境

中国市场化改革对企业发展的积极影响长久以来被国内学者讨论与验证。例如辛清泉和谭伟强 (2009) 发现，市场化改革提高了企业经理薪酬与企业业绩的敏感性；孙铮等 (2005) 发现，企业所在地的市场化程度越高，长期债务的比重则越低；郭丽虹和王硕 (2013) 与何韧等 (2012) 的研究结果均表明，企业所在地的市场化程度和法制化环境对企业信贷可得性有着显著影响；韩少真等 (2015) 则发现，企业所在地市场化程度越高，公司治理对经营业绩的正向影响更大。毋庸置疑，优越的市场环境对企业的运营发展有着积极的作用。

我国目前仍处于从计划经济向市场经济的转型时期，法律制度、融资环境和证券市场稳定性等企业所面临的市场基础建设比较薄弱，政府对企业的干预较为严重，企业发展所面临的外部市场环境较差 (Allen 等, 2005)。在这种情况下，一些企业通过在美国上市引入成熟市场较为严格的外部市场约束，以此来改善公司治理水平，并在一定程度上抵消本地相对较差的市场环境所带来的不利影响。随着市场化改革的推进，我国不同地区市场化程度不断提高，企业所面临的外部市场环境也有了很大改观。此时，企业通过在美国上市引入成熟市场外部约束的动机就会降低；相应地，在国内市场上市成为更好的选择，中概股公司从美国市场退市的可能性也会增加。另外，我国不同地区发展很不平衡，市场化程度差异较大，过去一段时期不同地区市场环境变化程度的差异也比较大。多数中概股公司将回归国内资本市场作为其私有化退市的目标之一，在这种情况下，位于不同地区的中概股公司从美国市场退市的动机也会有很大不同：与赴美上市时公司所在地区外部环境相比，退市时所在地市场环境改善程度越明显，公司从美国市场退市的概率可能会越高。

另外，从私有化退市交易支付的溢价来看，市场环境好的地区金融市场发展程度相对较高。一般来说，发起私有化退市的中概股公司注册地的市场环境越好，其通过私有化回国再上市受到投资者关注的程度越高，获得的估值水平可能越高，并且在资本市场上进行

资本运作、兼并收购和重组时将获得更公平的待遇与更优越的条件。此时，买方可能愿意支付更高的溢价。所以本文的假设 7 为：

假设 7a：与上市时相比，退市时中概股公司注册地的市场环境优化程度越大，其私有化概率越高。

假设 7b：中概股公司注册地市场环境越好，私有化交易中买方所提供的溢价越高。

三、数据、变量说明和描述性统计

（一）数据

通过从 Bloomberg Delisting Panel、imeigu.com 和过往文献（Hansen 和 Oqvist，2013；Chen 等，2014）统计出的数据，截至 2016 年 12 月，总共有 100 家在美上市中概股发起过私有化议案，其中 72 笔私有化交易已经完成，21 笔交易撤回议案，剩余 7 笔交易仍在进行中。从时间上看，2010 年有 5 笔中概股私有化交易，2011 年有 17 笔，2012 年有 24 笔，2013 年有 11 笔，2014 年有 5 笔，2015 年有 32 笔，2016 年有 6 笔。由于每一例私有化议案发起的日期均不相同，我们从 Bloomberg Delisting Panel 和过往文献中手工收集每起私有化议案的案例特征数据。案例特征数据包括私有化公告日期、交易结束日期、邀约价格、公告前 20 天的平均价格、买方的占股和组成等。

在搜集了私有化交易的案例特征并计算出每笔交易的溢价之后，我们从 Compustat 和 Datastream 中检索了每家公司宣布私有化公告前最近一次的季度财务报告并搜集相关会计数据，通过 Compustat 收集每家公司所属行业的 SIC（Standard Industrial Classification）代码并通过 WRDS Financial Ratio 和 Wind 找出每家公司退市之前最后一次季度财报时的市净（盈）率和其美股以及 A 股所属行业的平均市净（盈）率。最后通过 Compustat 收集每家公司上市时间及其注册地信息，基于《中国分省份市场化指数报告》所提供的市场环境数据计算出在每家公司上市与退市时其注册地市场环境的变化。

为找出促使中概股公司私有化的决定因素，我们构建了一个控制样本，以便将发起私有化退市的中概股公司（实验样本）与从未发起私有化退市的中概股公司（控制样本）进行比较。首先我们通过美国存托凭证网站（American Depositary Receipt）过滤所有中国公司，我们排除了交叉上市公司、金融行业公司、仍然处于私有化交易进程和曾发起过私有化议案但交易失败的公司。随后我们在剩余所有中国公司中为每家提出私有化议案的公司通过所属行业与公司规模进行配对，每组配对的中概股公司至少前三位 SIC 代码相同并在同行业中公司规模最为相近。最后，我们通过相同数据库收集了与实验样本数据索取时间对应的控制样本数据。

（二）变量

1、因变量

（1）中概股私有化概率：反映中概股公司是否被私有化的虚拟变量。若中概股公司实施了私有化即为实验样本，该变量取值为 1；若未私有化即为控制样本，变量取值为 0。

（2）私有化交易溢价：本文参照 Kaplan（1989）、Lehn 和 Poulsen（1989）、Renneboog 等（2007）的做法计算私有化交易的溢价：

本文构建控制样本方法与 Lehn 和 Poulsen（1989）基本一致。由于研究目标为中概股，为了使控制样本和实验样本面临的监管、要求和投资者的观点基本相同，故两个样本均来自中概股。

$$\text{溢价} = (\text{私有化邀约价格} - \text{公告前平均价}) / \text{公告前平均价} \quad (1)$$

其中公告前平均价是公司私有化公告日前 20 个交易日的平均收盘价。

2、自变量

(1) 自由现金流：本文参照 Lehn 和 Poulsen (1989) 的方法将自由现金流定义为：

$$FCF = OINC - TAX - INTEXP - PEDDIV - COMDIV \quad (2)$$

其中：FCF = 自由现金流；OINC = 折旧前营业收入；TAX = 总所得税减去上年度至本年度递延税项的变动；INTEXP = 短期和长期债务的总利息费用；PEDDIV = 累积优先股和非累积优先股的股息总额；COMDIV = 普通股的股利总额。另外，为避免自由现金流绝对值分布太大，我们将一家公司的自由现金流表示为其占总销售额的百分比。

(2) 价值低估程度：本文使用三个变量来代表一家公司被低估的程度。首先，参照 Evans 等 (2005) 和 Chen 等 (2014) 的做法，我们使用 PB/行业 PB (PE/行业 PE) 作为被低估程度的代理变量。其中 PB (PE) 指目标公司的市净 (盈) 率，行业 PB (PE) 是其所属行业的年度平均市净率，下文称这两种变量为市净 (盈) 率比率。PB /行业 PB (PE/行业 PE) 比率越小，低估越严重。其次，我们按照 Renneboog 等 (2007) 的方法，使用宣布私有化前一年的公司股价表现来衡量低估程度。

(3) 税盾价值：参照 Renneboog 等 (2007) 本文使用以下两个代理变量来衡量税盾价值。首先，以一家公司的所得税/销售额比率代表公司的直接税收责任；其次，以债务/股权比率代理债务使用情况，从而间接衡量私有化的潜在税盾价值。所得税/销售额比率越大，提高债务所伴随的税盾效应越大；类似的，债务/股权比率较低说明公司债务使用不足，新增债务所产生的税盾效应也会越大。

(4) 管理层激励重组动机：我们以管理层持股比例来反映管理层与股东利益一致程度的高低，进而衡量管理层激励重组动机的大小。在私有化之前管理层所有权越低的公司，其管理层与股东的利益冲突会越严重，则通过私有化统一控制权所带来的收益越高。

(5) 交易成本：参照 Gleason 等 (2007)，我们以公司规模和利润率来衡量公司交易成本的高低。公司规模越小、利润率越低，公司所面临的交易成本相对会越高，通过私有化带来的固定成本降低对其经营的帮助更显著。具体地，我们在分析中使用公司市值的自然对数和息税折旧摊销前利润与总资产的比率分别作为规模和盈利能力的代理变量。

(6) 资产流动性：参照 Evans 等 (2005)，我们使用流动比率作为资产流动性的代理变量，流动比率等于流动资产除以总资产。该比率越高，意味着公司资产流动性越好。

(7) 市场环境：本文以王小鲁等 (2016) 所报告的关键指数来衡量不同省份市场环境：1、市场化程度；2、非国有经济的发展；3、市场中介组织的发育与法律制度环境。

(三) 描述性统计

如表 1 所示，中概股私有化交易中买方支付的溢价平均为 32%，这与相关私有化文献的证据一致 (Renneboog 等, 2007)。但我们也发现，不同情况下支付的溢价差异很大。广

此处私有化公告日前 20 个交易日的平均收盘价不包括公告日当天的收盘价，因宣布私有化当天受到公告邀约价格影响，股价会有较大波动。

此处需要注意的是，当检验影响中概股公司私有化退市的决策时，我们使用这三个指数的变化值来代理市场环境假说，并在后文以 市场化程度，非国有经济发展与 市场中介与法律环境代表。因为我们认为在这些中概股公司退市与上市时其注册地的市场环境变化更能够帮助解释其私有化意愿。

而告之 (CMMCY)、环球雅思 (GEDU)、西藏制药 (TBET) 这三家公司的私有化交易溢价超过 100%，而当当网 (DANG)、深圳迈瑞 (MR)、海王星辰 (NPD) 和欢聚时代 (YY) 的私有化交易溢价甚至是负数。

表 1 描述性统计

变量名	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
邀约溢价	100	0.320	0.262	-0.193	1.914
自由现金流/销售额	100	0.103	0.831	-4.991	4.892
税额/销售额	100	0.043	0.043	0.003	0.197
市净率	100	1.691	1.594	0.171	7.730
市净率比值 (美股)	100	0.384	0.351	0.064	2.072
市净率比值 (国内)	100	0.291	0.313	0.052	1.633
市盈率	100	19.721	22.442	1.364	174.86
市盈率比值 (美股)	100	0.547	0.464	0.081	2.694
市盈率比值 (国内)	100	0.302	0.293	0.053	1.673
近一年回报	100	-0.076	0.393	-0.871	3.112
管理层占股	100	0.353	0.271	0.034	0.953
债务股权比	100	0.269	0.514	0.000	3.684
Log (公司规模)	100	5.244	1.532	2.121	9.071
盈利能力	100	0.061	0.641	0.000	0.392
市场化程度	100	8.381	1.973	4.362	10.183
市场化程度	100	1.362	0.844	0.614	2.672
非国有经济发展	100	7.944	1.522	2.572	10.334
非国有经济发展	100	0.671	0.661	-0.731	2.493
市场中介与法律环境	100	11.593	3.691	0.452	16.191
市场中介与法律环境	100	3.153	2.544	-2.261	9.731

此外，表 1 显示这些提出私有化议案公司的市净 (盈) 率与其在美股所属行业平均市净 (盈) 率的比值的平均值仅为 0.384 (0.547)。这表明，与美股同业其他公司相比，美国市场的投资者对中概股的估值水平较低。此外，我们还统计了这 100 家中概股所属行业在国内 A 股的平均市盈率，计算出其在美股的市净 (盈) 率与 A 股平均行业市净 (盈) 率的比值平均为 0.291 (0.302)，这意味着如果这些美国上市的中国公司在中国证券交易所上市，而投资者愿意为他们支付平均市盈率水平，那么他们的公司价值将是他们在美国市场的当前价值的 3.3 倍。所以从数据上来看，美国市场的低估和中国市场的高市盈率无疑会使中国企业家有动力将公司从海外市场私有化退市并寻找机会在国内再上市。

与此同时，表 1 的最后六行中显示了与市场环境相关的统计数据。从市场化程度、非国有经济发展和市场中介与法律环境的变化值数据可见，与这些中概股公司上市的时候相比，其公司注册地的市场环境在其决定私有化退市时平均来说均有了一定程度的优化，这也为这些中概股公司进行私有化退市提供了动机，并与本文所提出的市场环境假说吻合。

四、实证结果和分析

(一) 私有化概率的决定因素

1、单变量分析

表 2 显示了各假设对应的代理变量的平均值。为了直观检测实验样本和控制样本公司之间的差异，我们对两组数据进行了均值 t 检验。

表 2 实验和控制样本公司的变量均值及其差异

变量名	实验组	控制组	平均差	t 值
自由现金流占比	0.103	-0.243	0.346	2.842***
市盈率比率	0.546	0.702	-0.156	-1.961**
市净率比率	0.384	0.687	-0.303	-3.698***
近一年回报	-0.076	0.095	-0.172	2.699***
税率	0.043	0.037	0.005	0.418
负债股权比	0.269	0.576	-0.307	-2.689***
Log (公司规模)	5.244	5.540	-0.296	-1.100
盈利能力	0.061	0.064	-0.004	-0.403
流动比率	3.349	2.347	0.992	2.552**
市场化程度	1.362	0.884	0.478	3.106***
非国有经济发展	0.671	0.444	0.227	2.888***
市场中介与法律环境	3.153	2.853	0.301	2.007**

注：*、**、***分别表示在 10%、5%、1%水平上统计显著。

首先，实验样本的自由现金流/销售比率的均值显著大于控制样本。提出私有化的公司的平均自由现金流占比为 0.103，控制组公司为-0.243，平均差为 0.346，并在 1%置信水平下显著。这一结果意味着涉及私有化的中概股比对照公司显著地拥有更多自由现金流，支持了自由现金流假设。

与预期一致，两个样本中代表被低估程度的代理变量也存在显著差异。实验组的市净(盈)率比率的平均值为 0.384 (0.546)，而控制组该值为 0.687 (0.702)。平均差异为-0.303 (-0.156)，在 1% (5%) 置信水平上显著。说明私有化企业的估值水平低于控制样本。此外，在近一年股价回报这一项中两组样本间同样存在显著差异，其平均差异的 t 值为 2.699，说明私有化公司在过去一年中股价表现更差。因此，结果总体上支持价值低估假设。

关于税盾价值假设，虽然私有化企业的税额/销售比率的平均值小于控制企业，但差异不具有统计显著性。不过，两个样本之间债务/股权比率则存在显著差异，其中平均债务股权比率对于实验组公司是 0.269，对于控制组公司是 0.576，在 1%置信水平上显著。这说明，平均来说选择私有化的企业债务使用率要显著低于未选择私有化的企业，其通过杠杆收购将公司私有化退市所获得的债务利用率的提升将有助于企业更好地利用潜在的剩余税盾效应。结果部分支持了税盾价值假设。此外，虽然结果显示两组样本在规模和盈利能力方面没有显著差异，但两组样本的平均流动比率有着显著差异，平均差为 0.992，在 5%置信水平上显著，资产流动性假说从而得到支持。

最后，表 2 报告的两组样本在三个关于中概股注册地市场环境变化的代理变量上均存在显著差异，并且私有化实验样本在每一个市场环境变化的代理变量上均显著大于非私有化的控制组。这说明提出私有化的中概股公司所处省份市场环境的优化程度平均来说要高于未提出私有化的中概股公司，支持了市场环境假说。

2、Logit 模型分析

表 3 报告了 2010-2016 年全样本在不同 Logit 回归模型设定下的估计结果。

表 3 中概股私有化概率的 Logit 回归分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
自由现金流	0.646** (2.119)	0.685** (2.181)	0.694** (2.118)	0.631** (2.067)	0.691** (2.090)	0.724** (2.094)
市净率比率	-1.952*** (-3.221)			-2.071*** (-3.405)		
市盈率比率		-0.614** (-2.023)			-0.658** (-2.080)	
近一年回报			-1.06*** (-2.731)			-0.971** (-2.509)
债务股权比	-0.573** (-2.141)	-0.467* (-1.865)	-0.551** (-2.087)			
税率				0.960 (0.442)	0.465 (0.224)	1.315 (0.633)
公司规模	0.151 (1.492)	0.123 (1.466)	0.0503 (0.642)	0.135 (1.624)	0.107 (1.303)	0.0347 (0.447)
盈利能力	-3.260 (-1.232)	-3.460 (-1.350)	-2.965 (-1.173)	-4.057 (-1.529)	-3.957 (-1.547)	-3.625 (-1.426)
资产流动性	0.181** (1.992)	0.132** (2.139)	0.115** (2.036)	0.194*** (2.592)	0.142** (2.139)	0.135** (2.036)
常数	0.656 (1.386)	0.156 (0.355)	0.173 (0.391)	0.0762 (0.154)	-0.287 (-0.610)	-0.329 (-0.701)
模型 Chi2	40.920***	21.330***	25.320***	43.200***	22.010**	24.220***
Pseudo R2	0.151	0.078	0.093	0.158	0.081	0.088
观测量	200	200	200	200	200	200

注：系数为边际效应。括号中为 z 统计量。*、**、***分别表示在 10%、5%、1%水平上统计显著。

首先，6 个模型的结果统一揭示了一家公司的自由现金流水平和其私有化的可能性成显著正相关。自由现金流占比和私有化概率之间的系数范围为 0.631 到 0.694，这些系数于所有模型中均在 5% 置信水平上显著。说明公司自由现金流水平越高，其发起私有化的概率则越高，假设 1a 得到支持。

其次，当我们使用估值倍数作为被低估程度的代理时，无论模型 (1) 和 (4) 中的市净率比率还是 (2) 和 (5) 中的市盈率比率与私有化概率之间的系数均为负，并至少在 5%

水平上统计显著。同时，当我们使用近一年公司股价回报作为被低估程度的代理变量时，模型（3）和（6）的结果依然显示企业的被低估程度与其私有化概率显著负相关。总的来说，企业市净（盈）率与行业平均市净（盈）率差距越大，说明其被低估程度越强，以致其私有化可能性越高，支持了假设 2a。

再次，税率与私有化概率之间的系数在模型（3）至（6）中都如预期为正，但所有系数在统计上均不显著。不过，税盾价值的另一个代理变量—债务股权比率—与私有化的概率成显著负相关。税盾价值假设表明，债务利用率不足的公司将可以从收购过程中产生的债务和私有化后的税盾效应中受益更多，因此低债务股权比的公司更有动力发起私有化。支持了税盾价值假设。

此外，我们没能在实证结果中找到支持交易成本假设的证据。如表 3 所示，公司规模和盈利能力与私有化概率间的系数均不具有统计显著性。但我们的结果支持了资产流动性假说：流动比率和私有化的概率之间的系数为正，并且至少在 5% 水平上统计显著。

最后，表 4 报告了我们对市场环境假说的验证结果。可以看到，当我们分别在模型中加入了三个代理市场环境的变量之后，表 3 中所得到的支持假设依然得到了支持。此外，与市场环境假说预测相同，实证结果显示，中概股公司注册地的市场化程度、非国有经济发展、市场中介发展和法律环境与其私有化概率均呈显著正相关。其中模型（1）与（4）显示市场化程度与私有化概率的正相关关系在 1% 水平上显著，模型（2）与（5）显示非国有经济发展程度与私有化概率成正相关关系且均在 1% 水平上显著，模型（3）和（6）显示市场中介发展程度与法律制度环境指数与私有化概率的关系同样至少在 5% 水平上显著，支持了市场环境假说。

表 4 中概股私有化概率的 Logit 回归分析（加入市场环境变量）

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
自由现金流	0.703** (2.071)	0.635** (2.062)	0.572** (2.038)	0.652** (2.011)	0.550* (1.837)	0.567** (2.033)
市盈率比率	-0.692** (-2.163)	-0.536** (-1.836)	-0.617** (-1.817)			
市净率比率				-2.115*** (-3.242)	-2.191*** (-3.967)	-1.847*** (-3.753)
债务股权比	-0.444* (-1.732)	-0.551* (-1.812)	-0.572* (-1.943)	-0.549** (-2.045)	-0.659** (-2.118)	-0.631** (-2.131)
市场化程度	0.677*** (3.289)			0.673*** (3.331)		
非国有经济发展		1.047*** (3.556)			1.513*** (3.292)	
中介与法律			0.158** (2.182)			0.0760** (1.962)
公司规模	0.119 (1.411)	0.193* (1.775)	0.151 (1.662)	0.146 (1.510)	0.272* (1.793)	0.191 (1.611)

续表 4

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
盈利能力	-4.476 (-1.566)	-5.652* (-1.889)	-3.276 (-1.201)	-4.141 (-1.416)	-5.476* (-1.805)	-3.239 (-1.173)
常数	0.763 (1.537)	-0.449 (-0.875)	-0.213 (-0.433)	1.291** (2.462)	-0.106 (-0.557)	-0.162 (0.311)
模型 Chi2	33.800***	38.600***	23.140***	52.600***	58.440***	37.840***
Pseudo R2	0.124	0.157	0.094	0.194	0.238	0.154
观测量	200	200	200	200	200	200

注：系数为边际效应。括号中为 z 统计量。*、**、***分别表示在 10%、5%、1%水平上统计显著。

(二) 私有化交易溢价的决定因素

在这一部分，我们将进一步分析中概股私有化交易中溢价的横截面变化。依据前文的假设，我们将溢价表示为自由现金流占比、市盈率比率、私有化公告前一年回报、私有化交易价格与 IPO 价格比、税率、债务股权比、管理层所有权、公司规模和盈利能力的方程。

同时我们还加入了一个私募股权投资的虚拟变量，以控制私募股权投资公司的参与对私有化交易溢价的影响。我们综合 Renneboog 等（2007）和 Chen 等（2014）的做法使用三个不同的代理变量来衡量一家企业的被低估程度，即市盈率比率、私有化公告前一年回报和私有化交易价格与上市价格比（GPT/IPO 价格）。回归结果如表 5 所示。

表 5 中概股公司私有化交易溢价的普通最小二乘回归估计

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
自由现金流	0.117** (2.181)	0.129** (2.183)	0.149** (2.537)	0.122** (2.354)	0.145** (2.537)	0.165*** (2.918)
市盈率比率	-0.224*** (-4.518)			-0.228*** (-4.577)		
GPT/IPO 价格		-0.195*** (-2.812)			-0.192*** (-2.797)	
近一年回报			-0.0949* (-1.831)			-0.0904* (-1.740)
税率	0.386 (0.593)	0.675 (0.950)	0.650 (0.872)			
债务股权比				-0.0203 (-0.454)	-0.00312 (-0.0643)	0.00275 (0.0559)
管理层持股	-0.221** (-2.503)	-0.246** (-2.548)	-0.223** (-2.291)	-0.222** (-2.523)	-0.248** (-2.560)	-0.226** (-2.316)
公司规模	-0.0456 (-0.851)	-0.0584 (-0.426)	-0.0581 (-0.077)	-0.0451 (-0.817)	-0.0583 (-0.403)	-0.0597 (-0.162)
盈利能力	-0.386 (-1.001)	-0.264 (-0.622)	-0.372 (-0.870)	-0.292 (-0.781)	-0.150 (-0.361)	-0.281 (-0.668)

续表 5

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
PE 参与	-0.0377 (-0.765)	-0.0609 (-1.118)	-0.0482 (-0.866)	-0.0307 (-0.653)	-0.0439 (-0.845)	-0.0303 (-0.577)
常数	0.800*** (7.932)	0.740*** (6.720)	0.753*** (6.648)	0.813*** (8.066)	0.754*** (6.848)	0.769*** (6.819)
模型 R2	0.371	0.258	0.232	0.370	0.250	0.226
模型 F 值	7.680***	5.930***	4.500***	7.650***	5.340***	4.790***
观测量	100	100	100	100	100	100

注：系数为边际效应。括号中为 t 统计量。*、**、***分别表示在 10%、5%、1%水平上统计显著。

从表 5 所显示的结果可以看到，首先，在 6 个模型中的自由现金流占比与溢价之间的系数均为正，且至少在 5%水平上显著。说明公司的自由现金流越多，管理层和股东的利益冲突就越严重，通过私有化所带来的代理问题缓解的收益越多。支持了本文的假设 1b。

同时，我们的回归结果也支持价值低估假设。由表 5 的第二、三、四行可见，用于衡量价值被低估程度的各代理变量均与私有化的溢价负相关，并且这些关系至少在 10%置信水平上显著。特别是，当我们使用市盈率比率和近一年回报来代理被低估程度时，该系数在 1%水平上统计显著。

然而，表 5 的结果中没有发现税盾价值假说的支持证据。虽然我们使用税率和债务股权比对税盾价值进行代理时，其与私有化交易溢价之间的系数符号与假设相符，但系数均不显著。说明税盾价值对私有化溢价的影响并不明显。

随后，激励重组假设在我们的回归结果中得到了支持。我们的结果表明管理层所有权和溢价之间的所有系数都为负，且在 6 个模型中均在 5%水平上统计显著。如假设所预测，管理层所有权越低的公司通过私有化集中所有权所带来的收益则越高。此外，我们并没有在结果中找到支持交易成本假设的证据，表 5 的结果显示公司规模和盈利能力对其私有化交易的溢价并没有显著影响。

最后，我们将代理市场环境变化的三个变量加入模型中并将回归结果报告在表 6 中。由表 6 所示，在自由现金流假设、价值低估假设和激励重组假设的代理变量与溢价的关系依然显著的同时，新加入的三个变量中有两个与溢价也呈现显著正相关。具体来说，发起私有化的中概股公司注册所在地的市场化程度和中介机构发展与法律制度完善程度与其私有化交易中的溢价呈正比，且至少在 5%水平上统计显著，与市场环境假设相吻合。这说明中概股注册地的市场化程度越高，中介机构与法律制度发展越完善，其私有化所提供的溢价则越高。

五、稳健性检验

首先，我们采取不同的方式计算私有化交易的溢价。上文中我们仅使用基于目标公司私有化公告前 20 天平均价格计算出的溢价来报告结果。我们重新计算了基于公告前 10 天、30 天和 90 天的平均价格计算的溢价进行类似的回归，得到了与表 5 类似的结果。另一方

出于节省空间考虑，本文没有报告稳健性检验结果。

面，我们替换了一些解释变量的代理变量。例如，我们使用杠杆比率（总负债除以总资产）而不是债务股权比来代理税盾收益假设；使用中概股在美国市场的市净（盈）率与其所属行业在中国 A 股（而不是美股）的平均市净（盈）率的比值来代理价值低估假设；用一个虚拟变量作为激励重组假设的代理变量：如果管理层所有权大于 30%，则虚拟变量等于 1，否则虚拟变量为 0；使用过往 6 个月或 24 个月而不是 12 个月的股价回报或者使用资产收益率而不是息税折旧摊销前利润代理盈利能力。然后我们使用新的代理变量运行 Logit 和 OLS 回归时，我们发现了与前文类似的结论。

表 6 中概股私有化交易溢价的普通最小二乘回归估计（加入市场环境变量）

	(1)	(2)	(3)
自由现金流	0.0895* (1.717)	0.110** (2.063)	0.117** (2.248)
市盈率比率	-0.235*** (-4.926)	-0.234*** (-4.719)	-0.234*** (-4.822)
税率	0.703 (1.107)	0.539 (0.823)	0.378 (0.595)
管理层占股	-0.237*** (-2.797)	-0.210** (-2.397)	-0.183** (-2.091)
公司规模	-0.0411 (-0.671)	-0.0434 (-0.731)	-0.0552 (-0.416)
盈利能力	-0.650* (-1.708)	-0.465 (-1.205)	-0.346 (-0.920)
私募股权参与	-0.0338 (-0.714)	-0.0330 (-0.675)	-0.0198 (-0.406)
市场化程度	0.0569*** (2.933)		
非国有经济发展		0.0224 (1.514)	
中介与法律环境			0.0143** (2.318)
常数	0.372** (2.124)	0.612*** (3.840)	0.676*** (6.047)
模型 R2	0.426	0.387	0.407
模型 F 值	8.350***	7.100***	7.710***
观测量	100	100	100

注：系数为边际效应。括号中为 t 统计量。*、**、***分别表示在 10%、5%、1%水平上统计显著。

其次，我们将发起私有化的中概股公司根据其私有化议案发起时间进行了分组，分别为 2010-2014 年与 2015-2016 年两组。这样做的目的是为了控制于 2014 年底至 2015 年中下旬发生在国内市场的剧烈波动。我们针对两组分组分别重复了所有回归分析，并没有发现与前文本质不同的结果。

最后，参照 Eddey 等（1996）的做法，将所有样本的负自由现金流由零来替代，作为自由现金流的下限。也就是说，一家公司只有拥有一定量的自由现金流，或者没有可用的自由现金流。然后我们重新进行前文的分析，同样得到支持自由现金流假设的结果。

六、结论和政策建议

本文手工收集了 2010 年至 2016 年所有美国上市中国公司的私有化交易案例，并通过多个渠道搜集了其私有化过程的相关特征和财务数据，以此为基础考察了哪些因素会对中概股退市的概率和交易溢价产生影响。我们发现：未分配的自由现金流、企业价值被低估的程度、债务股权比、资产的流动性和国内市场环境变化是导致中概股公司可能发起私有化的重要决定因素。具体来说，拥有更多自由现金流、与同行业公司相比被低估更严重、债务利用率较低、资产流动性较高或注册地市场环境优化较大的公司更有可能进行私有化。此外，私有化交易的溢价水平主要取决于企业的自由现金流水平、被低估程度、管理层所有权和注册地市场环境。当私有化公司自由现金流越高、被低估程度越高、管理层所有权越低或注册地市场环境越好时，其私有化方案所提供的邀约溢价则越高。

本文的研究具有一定的政策含义。第一，对于寻求美国上市的中国企业来说，本文的内容为其提供了一定的风险提示。在美国市场中，中概股通常被视为同一类公司，故其在受到整个市场的风险影响之外，还受到中概股这一类标的的风险影响。由于文化差异与信息壁垒，中国企业的商业模式在美国市场不被理解、价值被低估的情况比比皆是。因此，寻求美国上市的中国企业在做出决定之前应当充分了解美国市场，熟悉美国市场中的同类公司及其在美国市场中的发展情况。第二，我们的结果表明，被低估程度是企业决定私有化的重要驱动因素，因此我们推断中概股公司脱离美国市场的决定很大程度上取决于其在中国市场所能获得较高估值的潜在机会。所以对于已在美国上市的中概股企业而言，这种 PPP 策略（Public-Private-Public，上市-退市-再上市）似乎看上去非常诱人。但是，这种策略并不一定适合所有中概股公司。由于退出美国市场只是“回国”的第一步，考虑到退市和返回中国上市的时间成本和金钱成本（私有化交易及借壳成本）与中国证券监管机构政策的不确定性，中国企业家需根据自身公司情况来做出理性的决策。第三，本文的结果表明，国内市场环境的优化对中概股公司退市产生重要影响。这一结果意味着不断提高地区市场化、法治化水平，是提高我国市场吸引力、保持市场竞争力的重要途径。

参考文献：

1. 查华超、裴平：《中国金融市场化水平及测度》[J]，《经济与管理研究》2016 年第 10 期。
2. 方军雄：《市场化进程与资本配置效率的改善》[J]，《经济研究》2006 年第 5 期。
3. 郭丽虹、王硕：《融资缺口、市场化程度与中小企业信贷可得性——基于非上市制造业企业面板数据的分析》[J]，《财经研究》2013 年第 39 卷第 12 期。
4. 韩少真、潘颖、张晓明：《公司治理水平与经营业绩——来自中国 A 股上市公司的经验证据》[J]，《中国经济问题》2015 年第 1 期。
5. 何韧、刘兵勇、王婧婧：《银企关系、制度环境和中小企业信贷可得性》[J]，《金融研究》2012 年第 11 期。
6. 孙铮、刘凤委、李增泉：《市场化程度、政府干预与企业债务期限结构——来自我国上市公司的经验证据》[J]，《经济研究》2005 年第 5 期。
7. 王小鲁、樊纲、余静：《中国分省份市场化指数报告》[M]，社会科学文献出版 2016 第一版。

8. 辛清泉、谭伟强：《市场化改革、企业业绩与国有企业经理薪酬》[J]，《经济研究》2009年第11期。
9. Allen, F., J. Qian, & M. Qian, 2005, "Law, Finance, and Economic Growth in China" [J], *Journal of Financial Economics*, 77(1), 57-115.
10. Ang, James, Jiang, Zhiqian and Wu, Chaopeng, 2012: "Good Apples, Bad Apples: Sorting Among Chinese Companies Traded in the US"[D], Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2024826>.
11. Benoit, B 1999: "Companies and Finance: UK: Professional Expenses Prove a Deterrent to Maintaining Stock Market Exposure: But Costs of Public-to-private Deals Can Also be Considerable" [R], Bertrand Benoit Reports. The Financial Times of August 31, 1999, p. 18.
12. Chen, Y.M., Huang, Y. S., Wang, D.K. and Wu, C.C. 2014: "Going Private Transactions by U.S.-listed Chinese Companies: What Drives the Premiums Paid?" [J], *International Review of Economics & Finance*, 32(1), 79-91.
13. De Angelo, Harry, De Angelo, Linda & Rice, Edward M.1984: "Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth." [J], *Journal of Law and Economics*, 27, 367-402.
14. Eddey, P.H., Lee, K.W. and Taylor, S.L. 1996: "What Motivates Going Private? An Analysis of Australian Firms." [J], *Accounting & Finance*, 36(1), 31-50.
15. Engel, Ellen, R. M. Hayes and X. Wang. 2007: "The Sarbanes-Oxley Act and Firms' Going-private Decisions." [J] *Journal of Accounting & Economics* 44.1-2:116-145.
16. Evans, John, Melvin Poa and Subhrendu Rath. 2005: "The Financial and Governance Characteristics of Australian Companies Going Private." [J], *International Journal of Business Studies* 13.1 (2005)
17. Gleason, Kim, Payne, Bruce & Wiggernhorn, John 2007: "An Empirical Investigation of Going Private Decisions of U.S. Firms." [J], *Journal of Economics and Finance*, 31(No. 2), 207-218.
18. Hansen, Jens Ording and Oqvist, Fredrik 2013: "Why Do U.S.-listed Chinese Firms Go Private?" [D], Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2186683>.
19. Jensen, M.C. 1986: "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers." [J], *American Economic Review*, 76(2), 323-29.
20. Jensen, M.C. and Meckling, W.1976: "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." [J], *Journal of Financial Economics*, 55(1), 81-106.
21. Kamar, Ehud, Pinar Karaca-Mandic and Eric Talley 2008: "Going Private Decisions and the Sarbanes-Oxley Act of 2002: A Cross-Country Analysis" [J], *The Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 25, No. 1.
22. Kaplan, Steven 1988: "Sources of Value in Management Buyouts." [D], Presented at the Conference on Management Buyouts, New York University Graduate School of Business Administration, May 20, 1988.
23. Kaplan, S.N., 1989b: "Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value." [J], *Journal of Finance* 44, 611-632.
24. Lehn, K., Poulsen, A., 1989: "Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions." [J], *Journal of Finance* 44, 771-788.
25. Lowenstein, L., 1985: "Management Buyouts." [J], *Columbia Law Review* 85, 730-784.
26. Mehran, Hamid, and Stavros Peristiani 2009: "Financial Visibility and the Decision to Go Private." [R], Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 376.
27. Murphy, K.J. 1985: "Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis" [J], *Journal of Accounting and Economics* 7, 11-42.
28. Rao, Spuma M., Melissa S. Waters, and Bruce Payne. 1995: "Going Private: A Financial Profile" [J], *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol. 8, No. 3.
29. Renneboog, Luc, Simons, Thomas and Wright, Mike 2007: "Why Do Public Firms Go Private in the UK? The Impact of Private Equity Investors, Incentive Realignment and Undervaluation." [J], *Journal of Corporate Finance*, 13, 591-628.
30. Weir, C., D. Laing, and M. Wright. 2005: "Undervaluation, Private Information, Agency Costs and the Decision to Go Private" [J], *Applied Financial Economics*, 15:13, pp. 947-961.

(G)