

# 制度缺失背景下 MBO 的风险与对策

● 林国华

**摘要:**在制度缺失背景下,我国 MBO 的发展面临诸多障碍。文章在分析我国 MBO 所面临的主要风险基础上,探讨规范和发展我国 MBO 的有关对策。

**关键词:**制度缺失 MBO 风险 对策

**中图分类号:**F830 **文献标识码:**A

**文章编号:**1004-4914(2003)10-052-

02

在我国从传统计划经济体制向现代市场经济体制转轨的历史性制度变迁过程中,制度缺失成为普遍现象。一方面制度缺失是我国 MBO(管理层收购)兴起的动因。但是,在制度缺失背景下 MBO 的发展又面临诸多风险。在我国如何发展 MBO 是值得业界和理论界探讨的问题。本文从我国国情出发,分析 MBO 所面临的主要风险,并进一步探讨我国 MBO 的发展对策。

一、我国现阶段发展 MBO 所面临的主要风险

1. MBO 未必能提高企业的经营绩效。MBO 无论其形式如何,最终结果是实现企业所有权和经营权的统一,是对现代企业制度的一种反叛。从制度经济学的角度看,MBO 是公司治理制度的变迁。可以用制度变迁的成本和收益方法来分析。MBO 的“收益”主要是解决现代企业制度的代理问题,提供经营激励机制;而它的“成本”则是引起新的代理问题,损失所有者与经营者专业分工的优势。既然 MBO 收益成本兼具,评判这一制度变迁的标准是收益大于成本。MBO 的收益是否大于成本,目前在理论上还没有找到令人信服证明。从经济学的“超产权论”角度看,管理者利润的激励只有在市场充分竞争的前提下,才能发挥其刺激经营者增加努力和投入的作用,超产权理论不认为利润与回报的激励与经营者努力投入之间有必然的正向关系。在我国非充分竞争的市场条件下,一些由非竞争能力所产生的额外经营优势与管理者的投入和能力没有关联。从实证的角度看,益智(2003)曾对我国 18 家上市公司 MBO 的经营绩效作了实证分析,发现 18 家上市公司每股收益、净资产收益率和总资产收益率三个指标在 MBO 发生的当年及前一年的绩效均有可观的升幅,每股收益涨幅分别达到 22.1% 和 18.9%,当年净资产收益率和总资产收益率分别达到 24.3% 和 21.99%,但 MBO 一年后的数值却大幅下降,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%,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。

2. 收购主体的合法性遭质疑。所谓 MBO,进行收购的主体自然是管理者,至于这些管理者是否合格、称职,难于定论。目前我国企业领导人大多数是由政府任命的,基本上还是套用党政干部标准。不可否认,他们中的一些人,以其不错的经营业绩和工作能力得到政府、社会和企业职工的广泛尊重,在企业内外享有很高的威望。但也不乏是纯粹的政府官员,这些人能力平庸、业绩平平却一直占据企业领导的位置。如果所有权和经营权在他们身上合一,不是最佳选择。而这种合一一旦完成,不是优化生产要素的结合,而是固化要素的配置。从 MBO 操作看,收购前管理层通常需要注册一家新公司,作为收购目标公司的主体,然后以新公司进行融资来收购目标公司的股权。新公司中来自于管理层的自有资金极其有限,一般占 10%~20%,大部分需要银行的贷款,我国法律是否允许这样的“壳公司”存在,没有规定;而根据《公司法》对外累计投资额不得超过公司净资产 50% 的规定,显然这样的“壳公司”在我国的存在是有法律障碍的。从我国已经实行 MBO 案例看,有不少“壳公司”对外投资超过净资产 50% 的现象,这是与《公司法》的规定相冲突的。另外,我国《公司法》的规定:有限责任公司股东人数不得超过 50 人。有些管理层收购因人数超过 50 人而采用持股会来代管理层持股,可以避免与《公司法》的规定相冲突。但是持股会是社团法人,按照有关法律,社团法人是非营利性机构,不能从事营利性活动,因此由持股会进行投资实际上也是不合法的。

3. 收购价格难以体现公平。对一个公司真实价值的评估,是国际市场并购中的一个重要技术环节,也是投资银行的核心技术之一。在西方发达国家,投资银行对目标公司评估的方法多种多样,较为典型的评估方法有:贴现现金流法、市场法和资产基准法等。为了提高评估质量,一些卓越的投资银行甚至采用全部可行的评估方法,然后综合各个评估结果以确定目标公司的公平市场价值。在我国转轨经济中,MBO 的卖方一般是国家政府,买方是企业的管理者。一方面由于资本市场不完善,股票市场不能正确反映股票的价值;另一方面国有企业所有者缺位,形成“内部人控制”,因此在涉及重大利益重组的博弈过程中,谁又能真正代表国家利益,保证国有资产有一个合理的回报呢?从已实行的 MBO 案例来看,收购价格一般以公司净资产

为依据,大部分的收购价格等于或略高于净资产的价格,有些甚至低于净资产的价格。因此,在缺乏市场基础、价格发现机制和监控机制的情况下,很难杜绝暗箱操作,确保收购价格的公正性,MBO 很可能成为管理层瓜分国有资产的最后一次“盛宴”。

4. 资金来源不规范,容易引发道德风险。MBO 时,购买者要向原股东支付大量现金,这就涉及一个融资问题。西方国家健全的资本市场为 MBO 提供了有效的融资渠道和工具,管理者可以向商业银行、投资银行、保险公司、养老基金等众多金融机构融资。而在我国,尽管近年来资本市场有了一定的发展,但至今仍不完善。主要表现为直接融资体系不健全,融资渠道狭窄,融资工具品种少,经营操作不规范等等。我国《贷款通则》规定,银行贷款不得用于权益投资,其他如风险投资、私募基金、定向募集、债券等方式均难以施行,因此,MBO 的资金来源很难通过合法渠道获得。纵观我国 MBO 案例,会发现一个令人迷惑的现象,收购资金来源讳莫如深。除了个别公司如佛塑股份、粤美的在收购前后公告收购资金来源外,大部分公司均避而不提。这一现象引起了投资者的极大关注,并对收购资金来源是否正当、合法,是否有支付能力提出了质疑。如果收购资金来源于管理层的合法资金(可能性不大)当然不存在融资风险,也就不存在融资风险转移的问题,资金压力不会成为扭曲代理人的主要驱动力。如果是挪用公司的资信融资,融资风险便集中到公司身上,管理层将面临资金偿还和违规监管的压力。为了释放这种压力,管理层可能会利用非法交易或关联交易尽快赚取收益,或改变公司的分红政策,进行大比例分红,套取公司现金。其结果要么导致公司资产流失,收益下降;要么引致公司内源融资能力的下降,财务风险加大。无论出现哪种情况,最终将导致企业价值下降,风险增加。价值下降损害的是股东权益,财务风险提高则损害债权人的权益。如果是引入包括 MBO 基金在内的战略投资者加盟,由于新进股东(管理层和战略投资者)与剩下股东(法人股东和流通股股东)各自的目标函数不同,战略投资者可能会根据自己的退出计划要求公司采取短线行为,而管理者为了偿还融资,更希望企业进行大量的现金分红,结果仍会把公司置于更高的风险区,降低公司股权的价值,加大债权人的风险。如果是以股权为资信进行融资,管理层的机会主义倾向会更加明显。为了尽快偿还融资,管理层有冒更大经营风险的倾向,他们会投资风险大、收益高的项目;或仍

倾向于大量的现金分红,透支内源融资能力,加大企业财务风险。在当前的市场环境下,管理层的融资行为可能引致新的道德风险,利益相关者将有可能成为MBO融资风险的真正承担者。

## 二、规范MBO的对策

1. 建立健全与MBO有关的法律法规。为了MBO的健康运行,我国要制定一套适合我国国情的法规和条例,对MBO相关者的行为进行规范。如对收购主体及其“壳公司”或持股会的合法性;对公司管理层及战略投资者收购目标公司的批准程序;对收购价格的公允性;对实行MBO后公司控制权集中程度;对收购资金来源和融资手段;对信息披露工作等一系列问题均应作出明确的规定;准许有条件的投资银行以运用中续贷款开发MBO基金;对并购中的违规行为,也以应制定相应的法规予以制裁。总之,没有规矩不成方圆,如果不建立公正、透明的游戏规则,MBO就会走调。中国独特的经济环境决定了国有企业在实施MBO时,不应简单模仿国外模式,应针对存在问题,发展一套符合中国特色的MBO制度,使国内MBO在规范中发展。

2. 建立行之有效的监管机制。在实施MBO时,为了维护国家和中小投资者的利益不受损害,在出售或转让国有资产时,务必保证其透明、公正、合理,防止国有资产流失。为此,国务院和国有资产监督管理委员会应进一步完善产权交易的相关法规和操作细则。

在实施收购前,相应的国有资产监督管理委员会应对目标公司进行MBO的必要性和可行性做充分的调研和论证,只有证实MBO活动符合国有企业改革的总体思路,有利于公司经营结构调整和企业业务重组,并

能使企业经营业绩改善才予以审批,不能不顾企业的实际情况一哄而上。

在收购价格的确定上,应尽快取消场外交易,使国有资产的交易转让在市场中公开进行,制止私下交易和暗箱操作。管理层收购价格的确定,不仅要考虑企业净资产、企业的赢利能力和业绩增长能力,更重要的是破除管理层收购过程单边交易的局面,引入外部竞争收购者,增加买方数量,将管理层或内部员工发起的投资公司作为收购公司股权的买方之一参与竞拍。

在收购融资方面,人民银行应对管理层收购融资的合法性进行监管。一方面要加强融资来源、贷款利息的合法性进行监管,同时要积极推动金融改革,促使金融机构为MBO提供更多的融资工具,并根据不同企业的经营业绩和风险程度,设计相应的融资方式,给予MBO有利的金融支持。

管理层收购后,股东财富最大化可能会被管理层的自身利益最大化所取代,管理层收购又可能为另一种形式的“一股独大”和“内部人控制”提供温床,因此,有关主管部门、国有资产的产权代表和上市公司的独立董事应加强对管理层收购的事后监管,减轻“内部人控制”,防止出现侵害其他股东权益的情况发生。

3. 加快建立职业经理人市场。在我国,实施MBO的动机之一是为了降低代理成本、激励管理层的经营积极性从而提高企业的经营绩效。然而从我国实施的MBO案例看,MBO与企业的经营绩效并不呈正向关系。其原因固然是多方面的,管理层的素质肯定是一个重要的因素。国有企业在实施MBO时,必须慎重考虑收购主体(经理层)是否合法、合格。那些靠行政任命的经理层未必是合格

的收购主体。只有那些经过市场检验,确有创新精神,在竞争中脱颖而出的经理层,才能成为未来MBO的收购主体。因此,当务之急是尽快建立全国统一的职业经理人市场,建立公正、公开、公平的选拔机制,让真正有管理才能的人走上领导岗位,实现“企业家才能”这一生产要素的自由流动和优化配置。

4. 加强中介组织的建设。MBO需要一系列中介机构的专业支持,特别是法律、财务和投资银行等方面的支持。目前,我国中介市场组织发育滞后,效率低下,功能不齐,违规行为时有发生。为了防止国有资产流失和MBO的健康发展,我国政府应正确引导中介机构的建设,规范并监督其执业行为。现阶段尤其要加强投资银行的培育,投资银行在MBO过程中的地位非常重要,国外从收购计划的安排、目标公司的评估、管理层的融资、收购双方谈判以及最后交割,基本上是在功能完善的投资银行主持下完成的,从而保证了收购的科学性和合理性。我国投资银行与国外的投资银行相比差距甚远,因此,要积极地培育投资银行作为中介机构的服务功能。此外,还要不断培育会计师事务所、律师事务所、投资顾问公司等中介机构在MBO中的功能,保证MBO的公平、合法、有效地进行。

## 参考文献:

1. 宋冬林,金成晓.企业并购[M].吉林大学出版社
2. 贺小刚.管理者收购:国外现状、研究及其在中国的发展[J].改革,2002(1)  
(作者单位:厦门大学经济学系 福建厦门 361004)

(责编:贾伟)

(上接第51页)与世界贸易组织要求的成员方贸易投资政策具有透明度和统一性相矛盾。

## 三、对策

1. 进行产权制度的改革和创新。产权如果发生变化,企业的其他制度,如公司治理结构、激励机制、管理制度等都会发生相应的变化。为推动我国国有企业并购的顺利进行,提高国有经济的效率,就要使国有企业准兼并机制走向兼并机制,二者又取决于国有经济的产权重组的进程。产权重组的核心问题是,变单一的产权主体为多元化的产权主体。具体思路是,可以让国有经济从那些以营利为目标的竞争性行业退出,转到公共产品和基础设施、自然垄断行业、战略性行业等部门去,由各种形式的公有产权以及其他经济主体取而代之。可以通过养老保险基金、失业保险基金、信托投资公司、商业银行等共同持股的方式将国家作为惟一所有者的国有企业改组为多元化的法人实体,从而为产权在不同主体之间的流动提供了最基本的条件。

2. 逐步完善资本市场。针对我国资本市场现存的问题,在今后的改革过程中,应该进一步扩大市场规模,发展债券市场、股票市场以及共同基金市场,逐步建立多层次的资本市场体系,从而为企业并购的顺畅进行创造条件。在市场的准入上,应该采用市场机制,避免行政干预,并通过国有股减持方案和国有股流通方案的出台,改变目前上市公司中的国有股不流通问题。另外,应建立健全证券市场的监管体系,规范中介机构及投资者的行为。

3. 建立完善的并购服务体系。律师事务所、会计师事务所、投资银行和证券公司等可以为企业并购活动提供法律、财务策略上的咨询和资本方面的支持,形成完善的服务体系。鉴于我国目前中介机构的不发达,今后为保证企业并购的顺利开展,要积极扶持以投资银行为代表的

中介机构的发展,对现有的证券从业机构进行机构重组和业务重组。同时,通过立法规范这些机构参与并购的行为。

4. 建立健全法规体系。在西方发达的市场经济国家,企业的并购从开始到终结,每一步都有相关的法律法规作保障,严格的法律体系是并购得以有条不紊进行的必要的保障。在今后的立法过程中,应参照西方发达市场经济国家的经验并根据实践的要求不断完善现有法律体系。尽快出台《企业兼并法》、外资外汇等法案及与并购相关的具体实施细则,同时注意增强法律法规的可操作性。

5. 明确外商控股并购企业的产业导向。为更好地融入经济全球化和一体化的趋势,根据我国生产力发展状况和世界经济动态,确定外商可以参与并购的产业领域,以实现中方利益的最大化。对于不涉及我国国民经济命脉的主要行业 and 关键领域;我国缺乏国际竞争优势、且产业全球化程度较高的产业和可以利用跨国并购获得更多发展机会的产业,都应该是允许跨国并购的领域。

## 参考文献:

1. 王巍.中国并购报告2002.华夏出版社,2002
2. 张燕生.我国外商投资导向政策的新转变.中国投资,2002(4)
3. 郑海航,李海舰,吴冬梅.中国企业兼并研究.经济管理出版社,1999
4. 陈秀明,胡遥虹.并购进入实战阶段.投资与合作,2002(10)
5. 刘志云,江晓东.论外资收购国内上市公司相关法律制度的完善.投资研究,2002(3)

(作者单位:同济大学经济与管理学院国际贸易系 上海 200433)

(责编:贾伟)