

制度缺失：我国MBO兴起的动因

● 林国华

摘要：在制度变迁过程中，制度缺失成为普遍现象。制度的缺失引致制度的非均衡状态，从而导致MBO的产生。文章在评述国外MBO动因理论的基础上，从制度经济学角度分析我国MBO产生的动因。

关键词：制度缺失 制度非均衡 MBO

中图分类号：C931 **文献标识码：**A

文章编号：1004-4914(2003)11-075-

02

近年来，随着经济体制改革的不断深入，MBO在我国悄然升温，许多国有中小企业和上市公司纷纷想方设法尝试MBO。业界和理论界对MBO褒贬不一，仁者见仁，智者见智。本文在评述西方MBO动因理论的基础上，从制度经济学角度分析我国MBO兴起的动因。

一、西方MBO动因理论述评

MBO(管理层收购)是目标公司的管理层，通过外部融资机构的帮助，购买本公司的股份或分支机构，从而改变本公司所有权结构、控制权结构和资产结构，进而重组本公司的一种杠杆收购。目标公司可以是上市公司、私有企业，也可以是国有企业。管理层收购就是一种企业私有化过程。在西方，这种常见的资本运作方式，常常被使用到拆分公司、剥离资产、反收购或避免财务危机之中，主要目的是控股和反收购。

对MBO动因的理论解释，经济学家们从各种角度进行分析研究，形成多种理论，主要流派有：价值创造理论、管理机会主义理论、税收利益理论及企业家精神说等。

价值创造理论认为，MBO之所以能创造价值首先在于它能降低代理成本。詹森(Jensen)是代理成本说的代表人物。他认为自由现金流量使管理层有了进行多元化和并购的选择自由，任意使用自由现金流量是管理层代理成本的一个主要体现，为了抑制自由现金流量而产生的代理成本就需要提高企业的负债率，通过强制性的债务利息支出缩小管理层自由支配自由现金流量的空间，同时负债和破产压力也迫使管理层提高经营效率，高负债成了降低管理层代理成本的控制手段。Shleifer Vishny也认为管理层收购后企业股权结构比较集中且稳定，这就有利于解决投资者搭便车问题。特别是机构投资者股东的介入，使监督更为有效。这些机构股东中比较重要的是金融机构的参与。其次是管理层收购可以降低管理层的专属性投资风险。阿尔钦和伍德沃德(1986)指出，越是依赖于团队经营水平的资源所有者就越会重视控制团队的权利，并要求成为权益所有者。实施管理层收购后就可以使管理人员自己采纳这些专属的投资计划。另外，管理层收购

还降低敌意接管的威胁，从而提高了高管人员对自身人力资源投资的动力。

管理机会主义认为，如果管理层购买企业的控制权是由于他们拥有更多的信息，则意味着企业的价值明显地被外部投资者所低估，即管理机会主义是建立在管理层和公众投资者的信息不对称的基础上。管理层机会主义与价值创造观之间是存在本质区别的，前者强调收购企业后管理层和投资者的主要盈利来源是通过及时收购又公开上市的战略，而后者认为收购的主要盈利来源是由于管理层的介入。

税收利益观是由Lowenstein(1985)提出的，此观点认为，尽管集中于生产能力改善与管理机会主义的管理层收购存在一定的合理之处，但税收的好处才是管理层收购的真正驱动力，因为在收购过程中借助了大量的负债，所以目标公司将发生大量的利息支付，而这些利息支付由于转变为现金流而回避了税收。

怀特(Mike Wrighs)等人在发展前人理论基础上提出了企业家精神说。詹森认为MBO后的收益来源于代理成本的节约，怀特认为詹森的代理成本说揭示的只是传统MBO中的价值生成方式，而新形势下MBO的收益主要来源于实行MBO后在管理层和风险投资机构共同努力下使企业具有的企业家精神。正是这种精神使企业发生根本性的改变，实现了战略创新，产生了巨大收益。这里的企业家精神是指一个企业如果将创新、先发制人、主动竞争、承担风险和自治五个方面有效地整合在一起，那么这个企业就具有了企业家精神。企业家精神说重新解释了MBO的收益来源，不仅强调了管理层的作用，而且强调了风险投资机构的作用，认为是二者的合力创造了MBO的收益。他们的理论拓展了MBO的使用范围，区分了MBO的不同类型，强调管理层风格、激励手段和治理机制之间的正确匹配是MBO成功的关键，成为MBO的主流解释理论。

二、制度缺失催生我国MBO

MBO实际上是一种制度变迁现象，表现了企业组织形式与经济制度相互影响和相互作用的过程。如果不从制度引致因素分析MBO，很难说清楚MBO的内在机理。一般而言，制度包括两个层面：一是制度环境，即一系列用来确定生产、交换与分配的基本的政治、社会与法律规则；二是制度安排，即支配经济单位之间可能合作与竞争方式的具体规则。就MBO而言，与之相关的经济制度因素主要是产权制度、企业治理结构、企业并购市场制度等方面。我国的MBO是在相应制度条件下产生的。

从制度经济学来看，我国MBO的动因可以从内部因素和外部因素两方面加以分析。

(一)从内部因素的制度需求方面看

1. MBO是我国大型企业实现“归核化”经营的有效途径。前几年，我国一些企业在政府行政干预“拉郎配”的推动下的资本运营速度过快，盲目扩张，将许多与本企业发展战略不相符的企业纳入企业的控制之下，这些企业的规模扩张和多元化的经营并没有产生经营和管理上的协同效应，反而阻碍了经营效益的提高。特别在目前企业经营外部环境不理想，整个社会有效需求不足的情况下，企业的经营更加困难。为了提高企业经营效益，需要对企业进行归核化经营，把业务归拢到最具优势的行业中，把经营重点放在核心行业价值链上自己优势最大的环节上，而对不具有竞争优势甚至缺乏盈利的子公司或分支机构进行剥离，而由熟悉其经营业务的管理层接管，实现所有权与经营权的统一，既有利于大型企业实现归核化经营，也有利于这些子公司或分支机构经营效率的提高。

2. MBO是我国中小企业改制的一条重要途径。目前在“放小”战略指导下，我国采取多种形式对中小企业进行改制。在前几年盛行的股份合作制中，由于采取了相对平均持股的办法，在改制初期对调动全体职工改革积极性，增加企业凝聚力具有十分重要的作用。但在实践中也发现相对平均持股具有相当大的弱点，企业经营由于入股数量较少，压力和动力不足，经营积极性大为降低。针对平均持股的不足，许多企业又开始了第二步改革，即调整股权结构，鼓励和引导管理层持大股，以解决经营者的激励与约束机制。即使是一个尚未改制的国有中小企业，改制的渠道也不外乎几种：要么卖给外国的投资者，要么卖给民营企业，当然还有一种方式是MBO。因此MBO便成了中小企业改制的一条重要途径。

3. MBO是我国民企老板明晰产权、“摘红帽”的选择。我国20年前才从计划经济转向市场经济，在当时历史条件下，一些民营企业或投资者为了规避制度风险，或超越意识形态方面的限制而戴上了“红帽子”。这样的企业其本质是民营企业，但也叫作“集体所有制”。其实这些“集体企业”并没有相对应的出资，即使有也极少。经过一二十年的发展奋斗，这些企业家把企业做大。这部分企业在改制过程中，MBO是一个恰当的方式。四通公司、深方大MBO就是这种形式代表。

4. MBO是我国上市公司“国有股”减持的一条新通路。我国上市公司普遍存在国有股“一股独大”、所有者代表缺位、内部人控制、公司治理结构不完善等问题。通过国有股减

持,不仅使得国有资产作战略性调整,而且有利于规范上市公司治理结构。国有股退出或减持已成为国企改革的方向与目标,但国有股如何退出或减持仍是一个难点。2001年推出的国有股减持方案,在实施过程中引发整个股市大跌,造成极度恐慌,引来各方非议和责难,最终不得不停止执行。通过MBO,管理层购买国有股权,无异于打开一条国有股减持或退出的全新通道。

5. MBO是我国公司治理结构制度创新的需要。从理论上讲,我国国有企业的所有者是全体人民,国家代表人民行使所有权。现阶段,我国国有资产管理模式为三级结构:第一级为直属各级政府的国有资产行政管理机构;第二级为国有资产经营机构;第三级为国有资产经营企业。这种多层委托引致的所有者缺位的现象造成国有企业独特的委托代理成本。长期以来,国有企业高层管理人员对企业所做的贡献与所得到的实际报酬严重失调,致使他们或是利用国有资产的实际控制者为己谋利益,或采取消极的态度只求政绩不求业绩。而且,缺位所有者的监督只能在事后发生作用,从而造成国有资产和社会财富的流失。因此,公司治理结构的调整也成为我国实施MBO的动因。

(二)从内部因素的制度供给方面看

1. 丰厚的利润回报,是管理层热衷MBO的主要原因。对于上市公司MBO而言,中国资本市场特有的“流通股”与“非流通股”制度的缺陷给MBO带来历史性机会。MBO基本上以净资产为价格基础收购“非流通股”,这种低成本投资战略价值不可估量。目前“非流通股”与“流通股”之间有4~5倍,有的甚至10倍以上的差价,随着中国证券市场的进一步规范 and 市场化,全流通势成必然,“非流通股”有着潜在的巨大增值空间。对于非上

市公司,MBO目前也是以净资产为基础进行收购的,有些地方甚至对管理层采取多种措施给予优惠,因此,MBO热潮是其背后隐藏的巨额利润所驱使。

2. MBO可以使人力资本实现其价值。从企业价值创造来讲,人在组织之中价值创造的作用越来越高,以致于改变货币资本和人力资本博弈的关系;人力资本的价值越高,货币资本就会趋于弱势,博弈关系就会失衡,也就必然出现信息不对称,利益机制不统一的问题。当人力资本越来越强势的时候,它就要求加大索取权,而所有权和索取权合二为一,是人力资本获得成功状态。MBO它从产权层面上为人力资本实现价值找到出路。比如一些“红帽子”企业,国家没有出一分钱就把企业做大了,这些企业从某种意义上就是企业家人力资本创造出来的,MBO使得人力资本货币化、合法化。

(三)从外部因素看

1. 国有企业战略性改组为MBO提供了广阔的前景。进入新世纪以后的一段时间,国企改革仍然是经济体制改革的中心环节。党在十五大和十五届四中全会提出了战略上调整国有经济布局 and 改组国有企业任务,确定了有进有退、有所为有所不为和抓大放小的方针。十六大报告对今后进一步深化国企改革作了明确部署。除了涉及国家安全的行业、自然垄断的行业、提供重要公共产品和服务的行业以及支柱产业和高新技术产业中的重要骨干企业,这些国有经济有所为和要发展的行业和领域外,其他的行业和领域,特别是一般竞争性行业,由于国有经济不具备优势,要逐步退出和收缩。国有经济退出为MBO提供了广阔的活动空间。

2. 我国产权制度、企业治理结构和市场制度缺失是MBO巨额利润的来源。由于国

有产权与集体产权的严重虚置,产权代表与公司高管人员存在严重信息不对称,高管人员利用信息优势去损害委托人利益,产生“内部人控制”的现象。在资本评估和产权交易中隐藏企业价值的真实信息,加上目前资本市场操作不规范,MBO暗箱操作时有发生。此外,MBO在价格的确定、资金的来源和支付方式等方面也存在一些问题,或许正是MBO的吸引力之所在,巨大的商机吸引着各路资本趋之若鹜,难怪有人惊呼:MBO是中国资本市场“最后的盛宴”!

综上所述,在我国向现代市场经济体制转轨的过程中,无论是经济体制、行政管理体制或其他社会管理制度,都在改革中打破了旧有的制度框架,但全新的社会运行制度尚未与其及时有效地衔接,制度缺失便成为转型期普遍存在的现象。在制度缺失的背景下,MBO有其存在的客观必然性。因此,我们说制度缺失是我国MBO的动因。

参考文献:

1. 宋冬林,金成晓.企业并购[M].吉林大学出版社
 2. 傅股才.制度经济学[M].武汉大学出版社,1995
 3. 魏建,叶勤.MBO的新解释:企业家精神神话[J].证券市场导报,2003(4)
 4. 马宇文.论制度变迁中的制度缺失现象及对策选择[J].经济与管理,2003(1)
 5. 贺小刚.管理者收购:国外现状、研究及其在中国发展[J].改革,2002(4)
- (作者单位:厦门大学经济学系 福建厦门 361000)

(责编:贾伟)

(上接第74页)只要有限合伙人丧失投资信心,就会停止追加投入,这种制度可以有效地激励和限制风险投资家的资金运用。第三,风险投资家的报酬实际上包括固定报酬和变动报酬两个部分。固定报酬是按照投资资金的2%~3%提取的管理费,变动报酬是投资收益10%~30%的提成。风险投资家投入1%的资金却能得到30%的企业股权,可见风险投资家的知识资本已经作为组织的一种投入享有相应的剩余索取权。

3. 控制理论。20世纪90年代以来,不少学者运用建立在不完全契约理论基础上的控制理论来解决投资者与企业经理之间的利益冲突和控制权分配问题。不完全契约理论认为:由于有限性和不确定性的存在,交易双方无法拟订出一份完全的或有权益合约,或者因为未来交易费用过高,而不完全的初始合同又使契约当事人暴露于机会主义行为的风险之下。因此,组织内部必须提供一种有效的考察和监督机制,以解决信息不对称问题和交易成本的问题。例如,投资者与风险投资家作为签约双方,追求货币利益最大化的投资者与同时追求货币利益与私人利益最大化的风险投资家之间存在着利益冲突,控制权的分配问题则是利益冲突中的焦点。控制权既包括剩余索取权,如现金流权,也包括剩余控制权,如投票权、清算权、投资权等企业重大决策权等。剩余索取权与剩余控制权的分配是投资者与风险投资家之间委托代理关系中的核心内容之一,因为它实际上解决了组织内部的两个基本问题:一是激励问题,即在给定产出是集体努力的结果和个人贡献难以度量的情况下,如何促使企业的所有参与者努力提高企业的产出;二是经营者选择问题,即在给定企业家能力不可观察的情况下,什么样的机制能保证最有企业家能力的人来当经理。

在有限合伙制风险投资组织中,普通合伙人具有经营决策权和控制

权,对合伙组织的债务承担无限连带责任,因此与其相对应的是较大份额的剩余索取权。有限合伙人作为99%的资金提供者,负有以其出资额为限的有限责任,享有一定的建议权和投票表决权及投资收益的80%左右的分红,这种分配制度基本能达到责、权、利相互匹配、相互制衡。

四、结论

发达国家风险投资的理论和实践表明,有限合伙制是较佳的风险投资组织形式,可以较好地降低风险投资的运营成本、控制代理人风险和解决激励监督等问题。虽然目前我国对于有限合伙制还缺乏相关法律法规和保护,但在运作模式上,我们可以借鉴有限合伙的制度安排、报酬机制和约束机制的设计;另外,政府也可考虑通过税收减免或优惠的方式,对风险投资机构消除双重税收,增加长期投资的收益,推动民间资本进入风险投资领域。

参考文献:

1. 钱水土.中国风险投资的发展模式与运行机制研究.中国社会科学出版社,2002
2. 范柏乃.现代风险投资运行与管理.同济大学出版社,2002
3. 梁能主编.公司治理结构:中国的实践与美国的经验.中国人民大学出版社,2000
4. 青木昌彦,钱颖一.转轨经济中的公司治理结构.中国经济出版社,1995

(作者单位:成都信息工程学院 四川成都 610000)

(责编:贾伟)