

管理层收购风险控制研究

符大海

(浙江财经学院 杭州 310018)

【摘要】 本文以行为选择作为分析视角,揭示了人们的行为选择与管理层收购风险之间的内在关系,并以此为基础对管理层收购风险控制提出了相应的建议。

【关键词】 管理层收购 风险控制 行为选择

由于受风险认知的影响(没有意识到管理层收购的风险来源于认知偏误及由此进行的行为选择),许多措施的实施最终也未能实现预期目标,相关理论也难以在管理层收购风险控制中有效地发挥指导或解释作用。鉴于此,笔者认为有必要从管理层收购风险与人们的行为选择出发,揭示管理层收购风险的内在动因,并以此为基础解决管理层收购风险控制问题。

一、不确定条件下人们的行为选择及风险认知

Kahneman和Tversky的一系列研究发现:人们的行为选择实际上依存于对某种前景结果的主观价值及对该前景结果出现概率所赋决策权重所联合决定的总价值。在研究中他们还发现,上述主观价值及决策权重也并非最终财富效用和相应概率,而是人们在自身认知的基础上对事件结果及其出现概率所作的一种转化。

人们在不确定条件下进行行为选择的上述特性,决定了在现实条件下人们能否做出合理、可靠的行为选择的关键在于人们收集、处理信息的全面、准确程度和对事件结果进行主观转化的合理性,或者说人们的认知及行为选择过程。但是,人们的风险认知及行为选择过程不可避免会存在偏误。

在不确定性环境下人们的行为选择通常会经历编辑和评价两个阶段。从编辑阶段看,信息编辑过程(或认知过程)所涵盖的信息获取、加工、输出和反馈环节都存在出现偏误的可能性。在信息获取环节,无论是基于记忆搜索还是环境刺激都可能产生认知偏误,如记忆搜索方面会受易记性偏误的影响,环境刺激方面则会受易获得性、首因及近因因素的影响。在信息加工环节,尽管对事物的求解可以采用算法和启发法两种方法,但受诸多因素的影响人们较多采用启发式方法,于是出现认知偏误便不可避免。在信息输出环节,人们可能基于某种过于强烈的心理暗示而产生错觉,而且在一定情况下这种错觉即使通过不断的学习也难以纠正。同样,在信息反馈环节也无法避免认知偏误。研究发现,前一判断的最终结果所反馈的信息可能导致人们强化一些已有的认知偏误,甚至形成一些新的认知偏误,如“损失厌恶”、“后悔厌恶”可能引发“原赋效应”、“沉没成本效用”和“认知失调”等认知偏差。

从评价阶段看,人们的行为选择也不可能是完全客观、合理的。相关研究发现,人们的上述转化存在一个非常重要的特点,即主观性。这主要表现在:①参考点由主观确定且不固定或统一,不仅结果状态可以作为参考点的选择标准,而且事件发展趋势所形成的预期也可以作为参考点的选择标准。②决策权重是一种基于事件结果影响的主观赋值。一方面,对于相同的事件结果,不同的人甚至是同一个人因受各种因素的影响可能产生不同的主观价值评价;另一方面,同样的事件、同样的评价价值,不同的人甚至是同一个人都可能由于各种原因的影响而有不同的决策权重赋值。随即两者所联合决定的总价值也发生改变,进而形成不同的行为选择,造成人们在行为选择上的偏差。

正因为人们在对事件信息进行收集、处理以及对事件结果进行主观转化时受到上述诸多因素的影响而难免出现失误,而且随着个体数量的增多,特别是在非协作条件下,众多个体之间的相互影响将造成人们的信息收集及转化过程和结果的进一步改变或扭曲,因此人们对事件及其结果的认识难免会出现与客观事实间的不符,而且受认知和决策的非独立性影响,据此做出的行为选择势必会导致或加剧相应风险的产生。

二、管理层收购风险认知和行为选择根源

从上述分析中不难发现,风险认知与行为选择是管理层收购风险的核心决定因素。从管理层收购的准备阶段来看,成功的收购要求管理者及被收购企业具备相应的条件。但在实践中受风险认知和心理偏差的影响,管理者容易因对被收购企业的市场前景、盈利能力、效率改造空间以及自身的能力做出错误的判断进而做出错误选择,从而给管理层收购的各方参与者带来市场风险、经营风险、管理者能力风险和整合风险等。

从收购实施阶段看,错误的价值评估会导致价格调整不充分并最终形成定价风险和管理者道德风险。同时,不合理定价及管理者“过度自信”引致的债券融资偏好等相应成为融资选择风险的根源。另外,受债权人、股东及管理者“损失厌恶”、“后悔厌恶”及“时间偏好”等心理的影响,收购后管理者

的行为容易呈现短期化,其结果便是债权融资风险进一步被放大并引发股权融资风险。另外,投资者“保守主义偏见”及由原赋情绪所导致的安于现状和“认知锚定”在一定程度上也是导致管理者套牢风险的根源。

从经营整合阶段看,一方面,收购给管理者造成的“沉没成本效用”及管理者行为选择上的“惯用性思维”、“保守主义”和“后悔厌恶”都会在一定程度上对企业的市场开拓造成不利影响,进而造成产品市场萎缩,招致市场风险;另一方面,管理者“过度自信”、“自我归因”及“代表性启发”可能导致企业的市场定位和产品开发出现选择失误、偏离自身核心优势,进入陌生且不具备竞争优势的领域,进而招致市场风险。此外,管理者“时间偏好”会影响时间折现率,改变同一决策事项在不同决策时点上的价值,进而招致决策失误的风险。

就整合风险而言,其也源自于认知不足和行为选择不当。企业的整合风险包含两个方面:一是企业整合给利益相关者造成的风险;二是企业整合能否成功本身也存在风险。

就企业本身的风险而言,巨额债务产生的偿债压力容易使管理者的风险态度、参考点选择、权重赋值、时间偏好以及行为方式等在收购后发生改变,企业在投资方面易受片面追求短期盈利和急于清偿债务等心理影响而出现新的冒险投资、投资分散等情况;在人员整合方面受急于求成心理影响,容易忽视必要的说服和解释,导致员工产生抵触情绪,影响员工的工作积极性和工作效率;在组织和管理整合方面受片面追求效率提升和节约成本等心理影响,容易使管理决策缺少必要的制衡与监督,增大决策目标之间的相互冲突和决策的失误概率。

对其他利益相关者来说,由于各方在利益要求、利益保护及相应后果的认识上存在着偏误,决定了企业中契约的不完备性,进而为权益各方之间利益的相互侵害创造了条件。管理者也正是因为对企业中各利益相关者利益之间的长期依存关系认识不足或存在偏误,才会在收购后的整合中不顾之前被收购企业中已存在的对其不利的合同条款而剥削这些利益团体中的一个或几个相关者的利益。同样,其他利益相关者在很大程度上也是由于认知的偏误才会产生对企业经营的过度反应。

三、管理层收购风险防范的几点建议

1. 为决策各方提供尽可能多的信息。充分的信息是避免认知偏误的必要前提。一般情况下,个人单凭自身的认知过程很难判断是否发生了偏误和偏误所在,因此需要获得各方面广泛的信息以提醒认知并验证认知结果,从而形成正确的认知。提醒的途径多种多样,笔者认为最重要的途径是引入专家意见。因为专家在知识结构、认知能力、经验及经历等方面具有明显优势,其认知过程及结论的真实性、可靠性能够得到保障。同时,专家具有较强的独立性,能有效避免管理者身份、地位等原赋性因素的不利影响,综合多个专家的意见有助于管理者获取企业经营状况及经营前景的全面、准确的信息,克服盲目乐观和原赋性因素等造成的认知偏误,能较为充分地保证事件信息的真实性和准确性。

2. 财务选择上保留适当的灵活性。管理层收购风险的一个主要来源是收购中不合理的融资选择。要控制管理层收购风险就要有效缓解管理者的心理压力,避免由此造成的决策失误,为此要求企业在财务决策上保持适当的财务灵活性。

保持企业财务灵活性的关键在于:①保证企业约束性资金的需要。要控制约束性资金的规模,要求管理者在进行投资、融资决策时兼顾决策的当前和后续影响,合理安排投融资活动。②合理安排资产结构和资本结构。资产的不同组合具有不同的变现能力,不同的结构安排相应可以改变企业应对不确定性资金需要的能力。合理安排资产结构时还应尽量注意其与债务到期结构之间的一致性。同样,资本结构的灵活选择,如用一些具有弹性的融资项目替代固定性的债务或股权安排,也可以提高企业理财的灵活性。③保持与主要客户、供应商以及银行之间的良好关系,提高企业应对不确定性资金需要的能力。④尽量避免或有负债风险。或有负债通常在企业的经营决策过程中容易被忽视,然而一旦发生企业便必须承担连带责任,其结果将导致企业资金紧缩、财务灵活性下降。因此为保持理财的灵活性,企业应尽量避免产生高风险的或有负债。

3. 加强理财监督。如前所述,管理者时间偏好决定的时间折现率是造成决策失误的一个重要原因,尤其是在管理层收购情况下,决策者压力承受所导致的这种折现率的扭曲更加明显,因此应在实践中尽量避免这种时差的影响。为此应加强对企业生产经营特别是财务活动的监督,建立财务预警体系,克服“保守主义”、“损失厌恶”、“风险厌恶”和“后悔厌恶”等心理对决策所造成的不利影响,尽量将决策时点提前。加强财务预警有助于及早发现生产经营中存在的问题并形成决策需要;同时,经营的预警信号和人们对问题发展趋势及结果的认识也有助于及早克服妨碍决策的各种心理因素的影响,促成决策的实施,进而减少或避免“时间偏好”对折现率与事件评价的扭曲给人们行为选择造成的影响。

4. 引入决策制衡机制。在现实条件下,人们的认知偏误无法避免,因此控制风险的必要途径是积极控制认知偏误对经营决策行为的影响,为此应积极引入决策制衡机制,避免单一决策主体的认知偏误影响企业的行为选择。

决策制衡机制意味着企业决策中单一主体不再具有对企业决策事件进行行为选择的全部权力,决策的做出必须经多个主体的共同认同。如此,企业行为选择所面临的信息集合便不仅仅是某一决策主体所掌握的信息,而是各决策约束主体所掌握信息的并集,这就在一定程度上扩大了企业的决策信息集合,减少了企业决策中非系统性认知偏误所带来的决策错误的风险。此外,群体决策的引入还有利于群体在决策时充分认识到对事件认识的可能偏差,并通过群体之间的冲突与妥协使最终评价更接近于客观事实,从而提高决策的合理性,达到控制企业风险的目的。

主要参考文献

李心丹.行为金融学——理论与中国的证据.上海:上海三联书店,2004