

# MBO 融资方式创新研究

南开大学经济管理学院 张彩平

在目前我国国有企业实施 MBO 所运用的各种融资方式中,管理层以企业的资产或股权为抵押向金融机构贷款融资是最主要的债务融资方式。但是,该融资方式不仅存在着很大的法律风险,而且很可能造成融资风险的转移。为此,本文开创性地提出了“企业家价值保险合同抵押贷款”债务融资方式,这不仅为管理层实施 MBO 提供了一种新的融资方式,为有效解决 MBO 融资问题提供了新的思路,也为并购融资方式的研究提供了新的视角。

## 一、“企业家价值保险合同抵押贷款”债务融资的内涵

“企业家价值保险合同抵押贷款”债务融资需要分三个步骤来完成,具体内容如下:

1.资产评估机构评估管理层的企业家价值,形成企业家价值评估报告。管理层聘请资产评估机构对管理层团队的综合管理才能(主要包括经营能力、创新能力、决策能力以及承担风险能力等)进行价值评估,确定管理层的企业家价值。企业家价值是企业家通过与企业生产要素组合而产生社会贡献的体现,与企业效益密切相关。因此,企业家价值评估应采用收益现值法。资产评估机构根据收益现值评估模型确定企业家价值,形成企业家价值评估报告。

2.管理层以企业家价值评估报告向保险公司申请企业家价值保险。由于企业家价值同样存在贬值的风险,因而管理层为减少企业家价值贬值所带来的损失也有保险的需求。保险公司可根据《保险法》以及企业家价值评估报告,在市场调研、可行性分析、设计保险条款、鉴定、报批的基础上开设企业家价值保险。由于其为新的保险品种,保险公司可根据企业家价值评估值谨慎确定保险价值、保险金额,根据预期收益年限确定保险期限,参照类似保险品种确定保险费率、保险责任以及保险金赔偿额与赔偿方式。当管理层就保险合同相关条款与保险公司达成一致时,就可签署保险合同。

3.管理层以企业家价值保险合同为抵押,向银行申请贷款。由于我国资本市场不发达,非银行机构的资金实力有限,银行必然成为管理层实施 MBO 的主要举债对象。《商业银行法》规定:“商业银行贷款,应当对借款人的借款用途、偿还能力、还款方式等情况进行严格审查”,“商业银行贷款,借款人应当提供担保。商业银行应当对保证人的偿还能力,抵押物、质物的权属和价值以及实现抵押权、质权的可行性进行严格审查。”银行可以根据保险合同的内容谨慎地确定保险合同的抵押价值。由于保险合同充当抵押物有一定的特殊性,银行也可以制定相对严格的贷款附加条款,以最大限度地降低银行的信贷风险。在管理层与银行就保险合同抵押的相关条

款达成协议后,就可以确定最高贷款金额。

## 二、“企业家价值保险合同抵押贷款”债务融资应用的前提条件

任何融资方式的应用都有一定的前提条件,只有在这些前提条件下才能达到解决问题的预期目的。“企业家价值保险合同抵押贷款”债务融资的应用主要需满足以下几个前提条件:

1.国有企业必须具备实施 MBO 的条件。应用“企业家价值保险合同抵押贷款”债务融资方式实施 MBO 的国有企业必须满足以下条件:

(1)国有企业必须处于竞争性领域的成熟行业中,而且拥有充裕的现金流量。这一前提条件十分重要,因为稳定的现金流量不仅是偿还巨额债务的前提条件,也是管理层获得预期收益的重要条件。

(2)管理层为企业的长期发展做出了重大贡献,具有较高的经营和管理水平,管理层的企业家精神是企业文化的灵魂。我国引入和发展 MBO 的一个非常重要的目的是激励管理层,体现企业家价值。这一前提条件的意义在于管理层拥有企业家价值不仅是“企业家价值保险合同抵押贷款”债务融资的核心,也是 MBO 实施后企业持续发展的人才保障。

(3)企业总股本不大,股权较为分散,且是第一控股股东持股比例较低的中小型国有企业。

2.评估机构必须对企业家价值进行可靠的评估。企业家价值与企业预期收益密切相关,因此收益现值法是能比较合理地反映企业家价值的一种评估方法。采用收益现值法评估企业家价值就是将企业家置于特定的企业中,把企业家在预期留在企业的期间内能够为该组织创造的一系列未来收益的现值作为评估企业家价值的基础,并引入分成率来确定企业的价值,用模型可表示为:

$$V = \beta \sum_{t=1}^n F_t (1+i)^{-t}$$

其中:V 为企业家价值评估值; $\beta$  为分成率,即企业家对企业收益的贡献程度; $F_t$  为第 t 年的预期收益;i 为折现率;n 为预期收益的年限。

收益现值法充分考虑了企业家人力资本的特殊性,利用按生产要素分配的理论,在对企业整体创利评估的基础上,从产出途径剥离出企业家对企业价值的贡献。资产评估师根据上述模型评估出企业家价值后,形成企业家价值评估报告。

3.保险公司应积极参与企业家价值保险业务。在我们面临的各种风险中,并不是每一种风险都适合用保险来处理,

人们在向保险公司转嫁风险的同时也必须接受保险公司的一些特别要求,即满足可保风险的条件,主要有以下几个条件:风险损失可以用货币来计量;风险的发生具有偶然性;风险的发生是意外的;风险必须是大量标的均有遭受损失的可能性;风险应有发生重大损失的可能性。

根据以上可保风险的条件,可以推断出企业家价值的风险是可保风险。理由如下:

(1)可以企业家在预期留在企业的期间内能够为该组织创造的一系列未来收益的现值作为评估企业家价值的基础,引入分成率来确定,并用货币进行计量。

(2)企业家价值发生贬值而导致损失的情况是偶然的。在企业经营中,管理层的综合能力会随着学习与培训、经验交流以及工作的磨练而不断得到提高,具有相对稳定性。企业何时陷入经营困境,从而使企业家价值发生贬值并遭受损失是偶然的、不可预知的。

(3)根据理性经济人假设,企业家不可能故意降低自身的价值,因此企业家价值贬值是非故意的、意外的。

(4)在市场经济中,任何企业随时都可能面临经营困难甚至破产清算,而企业家价值与企业的经济效益又密切相关,所以任何企业的企业家价值都有发生贬值和遭受损失的可能性,这符合保险的大数法则。

(5)当企业内外部环境发生不利变化时,企业经济效益下降,企业家价值就很有可能大幅度贬值,并使企业家价值遭受重大损失。

由企业家价值风险的可保风险分析以及企业家群体的投保需求可知,保险公司开展企业家价值保险业务不仅必要而且可能。从必要性来看,最大可能地满足客户对风险保障的不同需求是保险公司从事经营活动的基础,也是增强保险公司竞争能力、提高保险公司经营效益的客观要求。从可能性来看,企业家价值风险是可保风险,而且随着MBO的广泛深入开展以及企业家市场的形成,企业家群体的投保需求会日益增加。因此,保险公司应积极开展企业家价值保险业务。

4. 商业银行逐步放宽对贷款的有关限制。中国人民银行1996年发布的《贷款通则》是规范商业银行贷款的重要规章。但随着市场经济体制的逐步建立、完善及金融体制改革的深化和金融业的对外开放,《贷款通则》的部分条款必须进行适当修改。《贷款通则》对MBO放宽限制主要应体现在以下三个方面:

(1)放宽对股权投资的限制。《贷款通则》要求借款人不得将贷款用于股本权益性投资,也不得使用贷款进行有价证券、期货等方面的投机经营。项规定对于维护商业银行经营的稳定、减少不良贷款的发生有重要意义。但是,随着市场经济和资本市场的发展,股权投资日益成为社会最重要的经济活动之一,这一规定显然不利于商业银行拓展经营业务。从我国MBO的实践来看,一些信用社、股份制商业银行已经开始涉足股本权益性投资,人为地限制贷款流向资本市场,不仅不利于企业融资,而且也不利于银行拓展经营业务以及银行资金的有效使用。

(2)放宽对贷款利率的限制。利率市场化是一种国际趋势,也是市场经济发展的客观要求。《贷款通则》规定,商业银行贷

款利率必须在中国人民银行贷款利率的上下限之内,其主要目的是防止高利贷。但随着我国金融改革的深化,股份制商业银行、外资银行等多种所有制银行进入我国金融市场,对利率市场化也提出了现实需求。我国也应适应经济发展的要求逐步放宽对利率的管制,满足不同的融资需求。

(3)放宽对抵押贷款的限制。《贷款通则》规定,除委托贷款以外,借款人必须提供担保,即必须有抵押物或担保人。我国目前的抵押贷款主要限于房地产开发及企业购置固定资产等业务中,且对抵押条件有严格的限制,这不利于那些发展前景较好但目前可抵押资产较少的企业获得其发展所需的贷款。因此,银行应逐步增加抵押物的类型和品种,不断提高抵押物的价值评估质量,即使抵押贷款成为企业融资的一种有效渠道,又可以最大限度地减少银行的金融风险。

### 三、“企业家价值保险合同抵押贷款”债务融资的意义

“企业家价值保险合同抵押贷款”债务融资是以企业家价值为核心、以企业家价值保险合同为抵押物的一种全新的融资方式。该融资方式有利于激励和约束管理层,拓展中介机构的业务范围,增加融资过程的公开性、公正性。

1.“企业家价值保险合同抵押贷款”债务融资是一种全新的融资方式。该融资方式以企业家价值保险合同而不是以目标企业的资产或股权为抵押物,从而减少了管理层将财务风险转移给企业和金融机构的可能性,有利于维护企业和金融机构经营的稳定,是一种风险较小的全新的融资方式。该融资方式承认和体现了管理层的企业家价值,能充分发挥MBO的积极作用,激励管理层不断推进企业的发展。

2.“企业家价值保险合同抵押贷款”债务融资有利于激励和约束管理层。“企业家价值保险合同抵押贷款”债务融资不仅肯定了管理层对企业发展的贡献,并将企业家价值加以量化,而且也为企业实施MBO提供了新的融资方式,并使管理层将自身利益与企业利益更加紧密地结合起来,不断提高自身价值。

同时,由于“企业家价值保险合同抵押贷款”债务融资以企业家自身的价值为抵押,从而对管理层的经营行为形成了约束。债务杠杆的使用,也约束了管理层的机会主义行为。这样既可使管理层不盲目扩张企业规模和进行项目投资,又可使管理层加快资产的重组、剥离,集中精力发展核心业务或转移经营重点,提升企业的整体价值和核心竞争力。

3.“企业家价值保险合同抵押贷款”债务融资拓展了中介机构的业务范围。随着我国市场经济的发展及分配制度的改革,企业家的价值将逐步得到体现。当管理才能可以作为一种生产要素参与企业收益的分配时,拥有高经营才能的管理者将会得到与之相应的高收益,这将激励更多的国有企业管理者逐渐转变“官本位”思想,成为真正意义上的企业家,企业家市场也将逐步形成。同时,资产评估机构顺应市场经济的发展积极拓展企业家价值评估业务,将有利于提高资产评估机构的竞争力。

保险反映着人类社会对风险保障的社会性需求。保险公司积极开展企业家价值保险业务不仅是我国MBO发展以及企业家市场形成的客观要求,而且能增强保险公司的竞争能力,提高保险公司的经济效益。○