

的实证研究,完全证实了以下三点:

(1) Susan·E.Perry和Thomas·H.Williams在1994年为了证明管理层是否在收购计划公告之前有意降低报告收益,通过对1981~1988年175个MBO案例的分析,得出的结论是:管理层操纵了企业非预期应计项目,在实施MBO前企业非预期应计项目呈负数(导致收益减少)。

(2) 李志文等人于1995年研究了MBO企业以经营收入进行盈余管理的情况,结果表明:由于业绩下滑,在实施MBO前的300个交易日内,公司经历了股票价格持续下跌的变动。

(3) 香港会计学学者Y.woody Wu在研究87个MBO案例后发现,企业实施MBO前一年的利润增长严重低于行业平均增长幅度,从而导致公司股票价格的持续下跌,由此可以看出MBO公司存在盈余管理的现象。

我国学者在定价方面对盈余管理的研究主要还是利用每股价格和每股净资产的比较来进行的,实证方面的研究还比较少。徐舜选取截至2002年底已实施MBO企业又可获取资料的15家公司进行研究,着重点放在实施MBO过程中的企业是否存在减少报告盈余的应计会计处理问题。通过扩展的JONES MODEL进行实证分析,发现有证据说明管理层在企业实施MBO前一年进行了减少会计应计利润的盈余管理操作。同时针对线下项目和费用的统计发现,MBO公司与样本公司相比,在企业实施MBO的前一年和当年,前者的投资收益、补贴收入和营业外利润比后者小,而前者的管理费用、销售费用比后者大。这些证据表明,企业在实施MBO过程中确实存在着盈余管理行为。

无论是案例分析还是实证研究,都说明管理层在企业实施MBO过程中为了降低股权转让价格进行了盈余管理活动。目标公司管理层通过自身的控制权和信息优势,利用盈余管理行为做出一个对自己有利的企业定价,然后在缺乏社会监督的情况下,巧妙地把资产转移到自己的名下。由此可以看出,MBO企业的盈余管理行为造成了国有资产的严重流失,必须加强对它的监管。

3.MBO实施后的盈余管理。MBO企业实现了所有权和经营权的回归,管理层在行使经营权的同时还对整个公司具有支配权,从而控制了目标公司。这样在MBO完成后,一方面,管理层通过盈余管理把实施MBO以前年度多计的亏损以利润的形式释放出来,以体现为企业当前利润的增加。对于这一点在前面的实证研究中已得到了验证,那就是当年实施MBO的各目标公司的利润都有不同程度的上升。另一方面,由于公司的内部人控制,管理层表现出机会主义倾向,即利用盈余管理手段“圈钱”以谋取资本利得;同时,为了偿付MBO的高额债务而采取高股息分配政策等。

另外,上市公司实施MBO后,公司高级管理层将形成大量的债务,如何偿付这些债务,仅仅依靠管理层的工资和薪金收入是不可能的。由于实施MBO后,管理层以其拥有的股份可以决定或者影响上市公司的分红政策,因此,通过加大分红力度来增加高级管理层的股权收益,便成为解决这一问题的首选方式。为此,有的公司甚至在亏损的状态下也进行所谓“红利”分配。从实证研究的情况来看,李康等根据上市公司股权结构的实际情况,通过理论和实证研究发现,在我

国目前非全流通股股权结构下:①完成和正在实施MBO的上市公司存在着强烈的分红冲动,在二元股权结构下,管理层股东利益与分红呈单方面递增关系,分红越高,管理层股东利益越大。②我国上市公司最佳股利分配政策就是尽可能将所有收益用于公司再投资,现金分红的增长损害了流通股股东利益。实证研究同样表明,近三年来,我国上市公司在发布高额分红公告的前后,流通股股东的异常收益率为显著的负值。③在二元股权结构下实施MBO,特别是在业绩良好的上市公司中实施MBO,将有损于流通股股东利益。

综上所述,MBO完成后,目标公司的管理层为了实现自身利益的最大化,一方面利用盈余管理手段把以前“隐藏”的利润释放出来获得超常收益;另一方面管理层凭借自己控制了公司的经营决策权和执行权的优势,表现出了很强的、利己的机会主义倾向。上海金信证券研究所的一项研究报告指出,MBO确实有助于解决我国上市公司国有股“一股独大”的问题,但由于目前转让后的股份不能与流通股一样进行市场化流通,这将可能形成新的“一股独大”,以致内部人控制更加严重。上海证券交易所的胡汝银指出,在MBO的运作中应避免出现新的“一股独大”和掏空行为。

三、启示

首先,由于法律对公司收购的限制、管理层的较低收入和狭窄的融资渠道,使得融资收购所需要的资金很难筹集,以致目标公司的管理层要实现MBO只能通过关联方交易的方式来把“壳公司”做大。因此,作为国有资本的代理人的国资委既要通过实施有效的监管来减少MBO中的关联方交易行为,同时金融部门也要不断改善MBO的融资环境,积极发展战略投资,为实施MBO提供充足的资金来源。

其次,由于信息不对称,管理层可能会对收益进行盈余管理,以便股权低价转让。从已实施MBO公司的情况来看,协议转让股权,由管理层与大股东协商制定,第一大股东的现状使其很难真正履行投资者的职责,提出合理的价格,因而在定价谈判中始终处于弱势。针对这种情况,要逐步推进MBO行为的市场化操作,培育中介机构,实现MBO操作的规范化、市场化。同时加强信息披露,提高MBO操作过程的透明度,包括收购动因、收购主体的构成,收购对象的股本结构、资产结构和权益结构及其收购后的变化情况,特别是收购价格及确定依据等,都应予以充分披露。

再次,实施MBO后,管理层真正实现了所有权与经营权的合一,这样更便于“内部人控制”,必然助长管理层的盈余管理行为。对于这种情况,国家要通过法律手段不断地完善上市公司的治理结构,建立约束机制,实现公司内部各权力机构的平衡。同时,应加强立法建设,通过股东诉讼和类别投票等相应的法律设计来保护中小股东的利益。

主要参考文献

- ① 宁亚平.盈余管理的定义及意义研究.会计研究,2004;9
- ② 陆宇建.上市公司盈余管理的动机及其治理对策研究.管理科学,2003;8
- ③ 张永国.管理者收购盈余管理研究初探.经济经纬,2004;2
- ④ 惠小兵,陈方正.关于转轨经济中上市公司盈余管理的动机研究.华东经济管理,2001;4