

上市公司实施 MBO 后改善财务绩效的对策

***** 湖北经济学院 孙喜平 张庆 *****

【摘要】 管理层收购(MBO)作为现代公司治理的重要方式,在我国仍处于探索阶段。由于对收购主体的要求不恰当、对转让价格的界定不合理、对融资来源的规定不明确等诸多因素,导致上市公司实施 MBO 后的财务绩效大幅下降。解决这一问题的对策在于完善法律体系,加快金融市场发展,培育企业家市场,提高信息透明度和强化审计监督。

【关键词】 上市公司 MBO 财务绩效

一、引言

MBO 是指目标公司的管理者或经理层利用借贷所融资本购买本公司的股份,从而改变本公司所有权结构、控制权结构和资产结构,进而达到重组本公司的目的并获得预期收益的一种收购行为。我国上市公司推行 MBO 的目的,就是要配合国有股减持计划及建立对企业家的长期激励机制。MBO 的对象是已经实行股份制改革的企业,其方法也主要是通过增资扩股以优化股权结构,从而使股权向企业管理层集中,真正形成企业管理层控股、职工持股的合理股权结构。MBO 是市场经济和企业制度发展到一定阶段的产物,其出现和发展具有一定的合理性。

但是,在我国上市公司 MBO 的实际操作中,法律体系不够健全、市场机制不够完善、企业家市场不够成熟、对收购主体的要求不恰当、对转让价格的界定不合理、对融资来源的规定不明确以及目标企业的内部人控制等问题,造成了国有资产的严重流失和企业实际财务绩效的大幅下降,相关实证研究成果证明了这一事实。如:廖洪、张娟(2004)对 2000~2002 年实施 MBO 的 18 家上市公司的研究表明,MBO 并未从根本上改善公司的整体业绩,实施 MBO 后公司的持续发展潜力不足;益智(2003)、姚圣(2004)也认为实施 MBO 后公司的财务绩效并未像人们所期望的那样有所提高,整体业绩不升反降等。如何解决我国上市公司实施 MBO 后财务绩效下降的问题,引起了人们的广泛关注。本文在探讨和分析影响我国上市公司实施 MBO 后财务绩效下降的重要因素的基础上,提出解决这一问题的措施和政策建议。

二、影响财务绩效的因素

影响 MBO 顺利实施的因素较多,但从影响财务绩效的角度考虑,笔者认为其主要包括:目标公司、收购主体、收购价格、融资结构等四个方面。

1. 目标公司。在成熟的市场经济国家,实施 MBO 的目标公司一般有巨大的资产升值潜力和管理效率提升空间,投资者通过对目标公司的资产组合,提高资产效益,实现资产回报目标。因此,目标公司被收购之前的资产和效益状况直接影响到其实施 MBO 后的经营成果和财务绩效。从我国的实际情况来看,实施 MBO 的上市公司,其主要问题不在于资源

的匮乏和产品市场的局限,而主要在于由产权制度因素而导致的所有者缺位,以及由此而产生的严重的委托代理问题。在选择有效的公司治理结构和实行高效的管理体系后,目标公司将具有非常大的升值潜力和效率提升空间。

2. 收购主体。收购主体,即通常意义上的管理层,其管理能力和经营素质直接影响到公司的经营绩效和未来的发展空间。一般来说,管理层实施 MBO 的目的,主要是在取得剩余控制权的基础上,通过对企业资源的整合及重新有效配置,实现利润最大化(或股东财富最大化)目标。由于上市公司的管理者是企业实际的控制者和运作者,他们在公司的发展过程中起着导向性和关键性作用,因此,其素质直接关系到实施 MBO 后企业的盈利能力和发展潜力,也是影响实施 MBO 后企业财务绩效的核心因素。从国外经验来看,作为投资者的管理层,必须具有较强的资本运作能力和专业的管理经验。但是从我国实际情况来看,由于传统的国有产权制度方面的原因,长期以来,我国国有企业经营者的选拔和任用受到身份、地域、所有制、个人意志等方面因素的影响,不是在市场经济的公平竞争中进行的,从而导致我国缺乏成熟的企业家市场或经理人市场,国有企业的管理层在贡献与能力方面良莠不齐。在我国前一阶段的 MBO 浪潮中,由于对目标公司的管理层缺乏合理的甄别,导致投机的盛行和大量低素质的管理层参与收购,这是导致实施 MBO 后企业财务绩效下降的主要原因。

3. 收购价格。确定合理的收购价格,是成功完成 MBO 的关键,也是影响到实施 MBO 后企业未来财务状况的重要因素。收购价格对实施 MBO 后企业财务绩效的影响主要表现为对企业资产周转率的影响和对企业家的激励。国外成功的 MBO 多实行公开竞价,但我国的 MBO 往往是管理层与企业的所有者(政府)采用私下交易的方式进行,这导致了严重的信息不对称和收购价格严重偏低。低价收购使得管理层并非通过经营业绩的提高、产品销量的增加和市场的扩大来提高收益,而是通过再融资,借助流通股的贡献提高每股净收益,从而造成会计信息的严重失真。

4. 融资结构。融资结构影响到企业的财务成本,从而影响到企业的财务绩效。一般来说,MBO 的资金来源渠道主要包

括个人筹资、银行贷款和引进战略投资者。西方国家的企业实施MBO所需资金除少量是自筹的外,大约有40%~80%是通过目标公司向银行贷款筹得。但是在我国,采用银行贷款这一融资方式存在法律上的障碍,并且由于资本市场不完善,管理层依靠成立壳公司发行股票和债券来融资的可能性也基本不存在。在我国企业已完成的MBO中,所需巨额资金的来源渠道大多没有详细披露,在上市公司的公告中,看到的只是诸如“自筹”、“自有资金”等信息。由于资金来源决定着管理层未来几年内资金压力的大小,从而间接影响着投资者对上市公司的投资决策(杨华、马如华,2004),并直接关系到企业的经济效益,因此,融资结构的选择关系到企业实施MBO后未来的财务绩效。

三、改善财务绩效的对策

我国特殊的法律体系、产权制度、金融市场发展程度、企业家阶层的整体素质等因素,对上市公司实施MBO后的财务绩效具有十分重要的影响。因此,为了改善上市公司实施MBO后的财务绩效,以最大限度地实现股东财富最大化和投资收益最大化,应采取相应对策,具体如下:

1.进一步完善相关法律体系。要通过法律体系的完善,使政府、目标公司和受让方的行为规范化。在我国现行的相关法律中,部分法律及条款客观上限制和阻碍了MBO的正常进行。例如,MBO的融资行为受到《商业银行法》和《贷款通则》等法律的限制,在我国资本市场欠发达从而导致金融工具匮乏的条件下,这些限制已成为制约MBO资金来源的重要瓶颈。我国目前仅有的《上市公司收购管理办法》和《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》明确提到对MBO的规范,但是,其仍存在许多需进一步完善之处。针对这一问题,笔者认为,应制定专门的《上市公司管理层收购法》,对我国上市公司实施MBO所涉及的相关法律问题系统进行的规定,或者对我国现有的《商业银行法》、《公司法》、《证券法》等进行修改或细化,以满足上市公司实施MBO的需要。特别是应尽快完善民事赔偿相关法律法规,面对可能引起的民事赔偿,管理层不得不考虑赔偿成本。只有在法律体系的规范下,上市公司才能够在公平、公开、公正的基础上顺利、合理地实施MBO,从而也才能够为公司财务绩效的提高提供法律制度保证。

2.进一步加快金融市场的发展。金融市场的健康和深度发展,是上市公司实施MBO后财务绩效提高的重要前提。例如,完善的资本市场所提供的多样化的金融工具能够为实施MBO提供多样化的、足额的资金支持,从而最大限度地降低收购成本,同时资金压力的减小也能在一定程度上抵御管理层的道德风险。另外,笔者认为,还应特别注重发展中介市场,大力发展合格的中介机构,这是降低成本、提高效益的重要举措。在我国目前的MBO操作中,中介机构仅发挥着出具资产评估报告、提供法律咨询等作用,难以在融资、谈判和收购后的整合中发挥作用,还无法通过专业化服务降低交易成本。在具体的操作层面上,可以通过培训和考核等途径来提高中介机构的执业能力,并加强对中介机构的职业道德教育,使中介机构能够为收购双方提供优质的中介服务。

3.培育企业家市场。如前所述,管理层的职业素质对于企

业财务绩效的提高具有决定性作用。因此,为提高实施MBO后企业的财务绩效,关键是要继续培育我国企业家市场和经理人市场。一方面,要整体加强我国企业家市场的培育,提高企业家的整体素质,以扩大优秀的管理层基数。这可以从两个层面来进行:①要完善对现有国有企业管理层的选拔制度、激励机制和考核机制,通过外部市场竞争的压力和企业内部财务绩效方面的动力,促进国有企业管理者提高职业素质。②民营企业是培育优秀企业家的有利平台。要通过完善市场竞争体系并给以适当的政策优惠,鼓励民营企业的发展,通过民营企业的发展培育优秀的管理层。另外,要发展与企业家市场或经理人市场相匹配的人才流动市场,保证最优秀的管理人员能被安排在最合适的管理岗位上。另一方面,对于将实施MBO的目标公司,对实施MBO的主体资格应给予适当的限制,以保证MBO的质量。特别是国有上市公司,不能“一刀切”地允许其管理层进行收购。要按照市场原则来选拔对企业的发展做出过较大贡献、具有丰富的管理经验和良好的职业素质、具备相应的实际履约能力的优秀管理者。

4.提高信息的透明度。上市公司MBO信息披露(包括收购原因、收购价格及收购资金来源渠道)的透明度直接关系到收购活动的实际有效性,并在深层次意义上影响企业的财务绩效。完善的信息披露机制,能有效防止收购前管理层隐藏利润、扩大账面亏损从而迫使地方政府低价转让股权,防止收购中的暗箱操作,以及防止收购后管理层通过关联方交易隐瞒企业真实的财务状况。因此,应通过立法来扩大信息披露的范围,并要加大惩罚力度。同时,为了保护中小股东的利益,可以考虑由中小股东组成监督会,以监督收购后管理层的经营行为。具体措施主要包括:规范独立财务顾问分析报告的主要内容,并详细分析收购对上市公司的影响;尽快规范持股变动报告书的格式,将其内容具体化;要求披露上市公司聘请的律师对收购价格、资金来源、还款方式等的合法性出具的法律意见等。

5.完善审计监督制度。完善审计监督制度是制止收购活动前、收购活动中和收购活动后管理层的舞弊行为并保证信息真实的有效手段。因此,必须加强收购前管理层的任期经济责任审计和收购主体的合法性审计、收购中的定价审计,以及收购后企业所披露财务信息的真实性审计。

主要参考文献

- ①廖洪,张娟.我国上市公司MBO的财务绩效分析——来自证券市场的经验数据.审计研究,2004;4
- ②益智.中国上市公司MBO的实证研究.财经研究,2003;5
- ③姚圣,郑炜.中国上市公司MBO后财务状况.河北理工学院学报(社会科学报),2004;5
- ④许华丽.对上市公司管理层收购的思考.前沿,2005;1
- ⑤叶华靓.国有企业实施管理层收购(MBO)面临的障碍与对策.技术经济与管理研究,2004;5
- ⑥杨华,马如华.管理层收购审计初探.改革与战略,2004;1
- ⑦朱宁,朱莉.我国管理层收购(MBO)中的问题与对策研究——一个博弈论的解释.商业研究,2005;2