



# 管理层收购风险的防范与化解

河南科技大学经济管理学院 李秋茹

管理层收购(MBO)作为风险较高的资本运作方式,其成功的案例可谓是凤毛麟角。而导致众多MBO“夭折”的一个关键因素则是风险防范与化解不当。按照MBO的不同环节,MBO风险可以分为以下三种:收购环节的风险、融资环节的风险以及收购后整合环节的风险。按不同的控制主体来区分,又可以分别从内部、外部考虑MBO风险的控制。

## 一、收购环节的风险防范与化解

MBO是一种创新的制度安排,如果缺乏市场基础和监控机制,那么管理者和参与收购的其他机构很可能利用非市场的手段获取利益。单从我国实施MBO的企业所制定的股权转让价格来看,80%以上低于其最近的每股净资产,普遍采取折价转让。因此,在收购环节主要是避免国有资产流失的风险,杜绝管理层自买自卖或者把企业作亏后再贱卖的可能。

1.MBO方案制定权的分配。2003年12月,国务院国有资产监督管理委员会发布了《关于规范国有企业改制工作的意

见》(以下简称《意见》)。《意见》要求,MBO的实施方案必须由出资人组织制定,中介机构必须由出资人聘请,而管理层不能像此前那样自己聘请中介机构,对具体方案也没有发言权。此外,管理层必须回避整个收购过程的所有环节,若该企业在改制前几年经营业绩连续下滑,且是因管理层经营管理不善而导致的,那么该管理层没有资格参与企业的收购。

2.完善定价机制——发挥产权交易市场的作用。化解MBO中国有资产流失的风险,在很大程度上取决于MBO定价机制的完善性。而定价问题需要通过产权交易市场来解决。自2004年2月1日起施行的《企业国有产权转让管理暂行办法》规定,国有产权转让应当在依法设立的产权交易机构中公开进行,转让方应当广泛征集受让方。但在实际操作中,国有产权转让并未完全按照这两个“应当”行事,“广泛征集受让方”并没有落到实处,标的资产的拍卖、招标并未大范围展开,而只有少量的相关人员参加。从以上角度分析,MBO定价问题上

## 三、复合转型期政府预算绩效管理机制研究的基本方法

复合转型期政府预算绩效管理机制研究应以政府履行公共财政受托责任为主线,揭示复合转型期政府预算绩效管理的特征,通过一系列制度安排(如中长期预算管理筹划、年度部门预算制度框架、政府集中采购制度、国库管理制度构架等)和实施机制(如预算编制和准备、预算执行控制和预算监督制衡等),实现对政府预算绩效管理的全过程监控。其中,要突出政府支出效益是通过政治程序、运用预算手段对政府稀缺资源的配置效率的表现结果的描述,并引入政府预算流程决策与实现支出效益之间的必然联系的理念,对公共偏好如何体现、公共目标与公共利益如何维护等问题给以理论上的阐释,并且构建政府预算绩效考评指标体系,对政府预算绩效报告的编制提出建议。

1.实证分析与规范分析相结合。规范分析方法可以为政府支出效益研究确立判断标准,使实际工作者可以据以进行预算决策和制度安排;实证分析方法主要进行客观的动态描述和分析研究业已存在的现象,主要解决有关实施意义的问题。二者从不同角度研究同一问题,进而形成互为补充的研究范式。复合转型期政府预算绩效管理机制研究应在规范分析政府预算绩效管理机制的基础上,将中外政府支出效益背景差异纳入研究视野,在仔细分析我国国情的前提下,阐释政府支出效益实现的制度安排。

2.定性分析与定量分析相结合。定性分析是指从事物的本质属性上来认识、把握该事物;定量分析则是从事物的规模

上来认识、把握该事物。复合转型期政府预算绩效管理机制研究应在定性分析的基础上,结合运用定量分析方法研究政府支出效益考评问题,构建政府支出效益考评指标体系。

3.制度分析与博弈分析方法。制度约束了人的行为选择,人的行为方式是制度的函数。笔者认为,应从制度的角度分析政府预算机制的运行,进而提出以制度创新来实现政府支出效益。博弈分析方法是研究决策者在某种竞争过程中,当最终的结果无法由自己来控制而主要由其他参与人选择的策略而定时,个人为了取得最佳结果而应采取何种策略的数学理论和方法。委托代理理论是非对称信息下的博弈分析方法。复合转型期政府预算绩效管理机制研究在对政府预算运行决策的分析中,应运用博弈分析方法来研究政府支出机构之间、政府支出结构与预算部门之间以及中央政府与地方政府之间展开的非合作博弈,期望为解决非合作冲突提供一套制度安排,以规范其行为。同时,运用委托代理理论来分析公众与政府之间的委托代理关系,期望通过构建一种监督制衡机制来解决委托代理问题,提高政府支出效益,更好地维护公共利益。

4.国外研究成果和我国国情相结合的分析方法。他山之石,可以攻玉。复合转型期政府预算绩效管理机制研究应在认识国外研究成果局限性和我国国情的基础上,对国外在政府支出效益研究方面的一些成果(如一些基本的理论分析和分析框架、一些定量分析研究方法以及一些实际运作的模式等)科学地加以借鉴和利用。☐

就是产权交易市场体系的完善问题,因此产权交易市场亟待完善。

## 二、融资环节的风险防范与化解

**1.融资环节风险分析。**从融资环节考察,MBO是典型的杠杆收购。尤其在我国,受传统低薪酬制度的影响,管理层缺乏单方面完成收购的资金实力。因此,我国的MBO一般都是通过设立收购主体来进行的。然而,收购主体往往并不是经营实体,并不产生营业现金流量。管理层作为真正的融资主体,最终将通过目标企业的盈利来偿还融资债务。这样,管理层个人的偿债压力就转化成了目标企业的还债任务。由此导致的企业运营风险不容忽视。同时,管理层为了避免控制权旁落,增加新的负债融资就成为一条主要途径。但是,负债融资有特定的适用范围,如果不考虑融资约束而滥用负债融资,则会增大契约成本和违约风险。另外,实施MBO后,继续采取负债融资必将造成企业债务负担过重。因此,如何缓解偿债压力、化解运营风险是MBO企业在融资环节面临的一个主要问题。

**2.融资规划——化解融资风险,减轻偿债压力。**科学、合理的融资规划首先要符合企业的业务发展目标,尤其是对于高资产负债率融资企业而言。按照传统公司财务理论,负债能够产生“税盾效应”,其增加公司价值的前提是能持续不断地创造足够的现金流量。如果企业创造现金流量的能力不足,无法偿付到期债务,则高资产负债率就会成为一个不祥之兆。

由于MBO融资项目不可能产生额外收益,没有对应的附加资金来偿还债务,很可能造成企业未来财务结构更加脆弱,因此一定要尽可能地使MBO借款的还款期与现有生产项目的投资回收期相匹配,最大限度地降低融资风险。

**3.赋予金融机构更大的发言权,降低融资风险。**充分发挥金融机构对资金的监管作用,使其参与国有企业的改制,是降低MBO融资风险的又一有效尝试。深圳证券交易所对上市公司治理结构的调查报告显示,样本公司选择融资方式的顺序依次为:短期借款(41%),配股(30%),利润留存(12%),长期借款(8%),发行新股(7%),发行公司债券(2%)。由于在负债融资中发挥主要作用的是银行短期借款,但银行只在公司发生偿债危机时才对公司治理进行干预,因此与控股股东的作用相比,债权人(银行)在公司治理结构中的作用可能非常有限。为加强金融机构控制风险的作用,《意见》规定,国有企业改制要征得债权金融机构的同意,保全金融债权,依法落实金融债务,维护其他债权人的利益。这实际上是规定了管理层必须事先与有关债权金融机构协商,征得其同意才能实施MBO。但是,由于《意见》没有明确管理层必须达到什么要求才算是落实了金融债务,所以在具体操作上必然会出现摩擦。可见,《意见》的这一规定还需要在实践中不断完善。

## 三、收购后整合环节的风险控制

作为一种特定主体的并购,成功的MBO更强调收购后企业战略的重整。一般来讲,MBO目标企业的管理层既要对企业具有突出贡献和显著影响,又必须对企业的成长性有充分认识,并对企业前景看好。在此基础上,管理层才可能把完善公司治理结构与优化产业结构相结合,体现在管理模式上,

才能够成功地从有限管理指导者的角色模式调整为广泛的、包含一切的心智模式。否则,如果管理者获得了超过其能力的控制权,往往会变得懒散、不思进取,进而阻碍企业业绩的提升,并增加企业的运营风险。

## 四、内部风险控制

**1.管理层团队内部风险控制。**单个管理者由于缺乏足够的资金实力,寻求利益相关者缔结为收购联盟或者形成管理团队成为MBO最常见的方式。而收购联盟、管理团队的存在,恰恰为内部制衡和风险控制提供了可能性。

实现管理层内部治理结构的制衡和优化,目前存在两种形式:①主要管理者与其他管理者(技术干部、中层骨干)的持股比例设计。在这方面,尚缺乏进一步的实证研究。一般而言,该比例为2:1时,将对主要管理者形成较有效的约束。②收购主体设计。当主要管理者与其他管理者作为不同的收购主体时,内部风险控制效果较佳。例如,在“方大集团”MBO中,董事长熊建明和主要管理层各自成立了一家公司——深圳市邦林科技发展有限公司和深圳市时利和投资有限公司,分别受让6 000万股(占20.2%)和4 711.2万股(占15.9%)。实施MBO后,公司内部治理成效显著。“方大集团”曾被深圳证券交易所评为“最佳信息披露公司”,被境外机构评为“最佳投资者关系公司”。

**2.引入累积投票制。**董事会对风险监控的有效性取决于它能否代表股东的利益。为了防止管理层股东对企业的过度控制导致中小股东利益受损情况的发生,建议股东大会对董事的提名和选举制度进行改革,引入累积投票制。该制度在维护中小股东利益、防止控股股东全面操纵董事会、防止大股东滥用权力、降低集中决策风险和实现“公司民主”等方面具有重要作用。

具体而言,累积投票制采取局部集中原则。上市公司股东大会选举董事或监事时,有表决权的每一股份拥有与拟选出的董事或监事人数相同的表决权,股东拥有的表决权可以集中使用。例如,某公司有10 000股,股东共100人,现在要选举10名董事,控股股东掌握51%的股权。按一般的投票方法,控股股东能够决定所有董事名额。但是在累积投票制下,控股股东拥有5 100份投票权,其余99位股东拥有4 900份投票权。这样,控股股东最多只能决定5个董事名额,每一个董事分配1 020份投票权,而其余99位股东可以决定剩余的5个董事名额,每一个董事分配980份投票权。由此可见,中小股东的选举权可因此得到极大增强。

但是,累积投票制本身亦存在一定缺陷。如果大股东与其他股东在持股数量上差距过大,纵使执行累积投票制,亦不能达到权力制衡的目的。通过调查部分实施MBO的上市公司控制权分配状况发现,核心管理层对企业资源拥有超强控制能力,极可能制约累积投票制作用的发挥。而扩大选举人的范围,即增加董事会的席位数,将加大中小股东选举出自己代言人的机会,从而可能改善该制度作用的发挥。另外,完善累积投票制的实施细则,有助于消除相关各方理解上的差异,增强该制度的可操作性。

**3.引入类别表决机制,增强社会公众股股东控制风险的作用。**对于实施MBO的上市公司来讲,借鉴2004年12月7日颁

布的《关于加强社会公众股股东权益保护若干规定》的核心思想,在股权分置情形下,建议引入社会公众股股东单独表决机制作为一项过渡性措施。

实施类别表决机制的具体事项包括:增发新股、重大资产重组、股东以其持有的上市公司股权偿还其所欠公司的债务、对上市公司有重大影响的附属企业到境外上市等对社会公众股股东利益有重大影响的相关事项。

该机制的建立有助于削弱管理层大股东在相关事项上的最终发言权,体现股权平等原则的真谛,提高在经济实力、持股比例、表决权和信息占有等方面处于弱势的流通股股东的地位。同时,这也是我国资本市场与国际接轨的需要。

具体实施过程中,上市公司应积极采取措施,提高社会公众股股东参加股东大会的比例。鼓励上市公司在召开股东大会时,除现场会议外,向股东提供网络形式的投票平台,以切实保障社会公众股股东参与股东大会的权利。股东可以亲自投票,也可以委托他人代为投票。

建议完善社会公众股股东单独表决权的司法救济措施。对于召集程序和表决程序有瑕疵的股东大会决议,社会公众股股东应有权提起股东大会决议撤消之诉;对于股东大会决议内容存在瑕疵的,社会公众股股东应有权向法院提起股东大会决议无效之诉。为增强社会公众股股东表决的代表性,建议明确规定出席股东大会的社会公众股股东所持有股份的最低要求。

**4.发挥独立董事控制风险的作用。**与传统的董事会制度相比,独立董事制度强化了公司的监管职能,能够通过人数和专业(法律和管理)上的优势较为有效地控制公司的风险。对于上市公司而言,为避免MBO定价方面的“暗箱操作”,《上市公司收购管理办法》规定,管理层、员工进行上市公司收购的,被收购公司的独立董事应当就收购可能对公司产生的影响发表意见。独立董事应当要求公司聘请专业机构提供咨询意见,咨询意见与独立董事意见要一并予以公告。此规定是为充分发挥独立董事的作用、保证MBO的公正性、防止侵害中小股东利益所做的必要的制度安排。

对于非上市公司来讲,建议完善独立董事法律制度建设。目前我国已经出台了《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》、《上市公司治理准则》等相关规定,对独立董事的人数、独立性及董事会的结构设定了基本框架。但是规定略显粗糙,并且没有针对非上市公司建立独立董事制度的要求,而我国目前实施MBO的大多数是非上市公司,显然独立董事制度建设在这方面存在缺陷,亟须完善。

笔者建议:明确独立董事的工作时间;明确独立董事职责,降低公司的运营风险;强化独立董事的专业优势,要求其必须具备五年以上法律、经济或者其他履行独立董事职责所必需的工作经验,以加强独立董事参与决策的职能。

## 五、外部风险控制

**1.引入MBO专业收购公司。**在我国,虽然证券投资基金、券商、信托公司、风险投资机构的力量在不断壮大,但是机构投资者对公司治理结构的影响还很微弱,对MBO企业的风险控制还没有发挥实际作用。2002年,47只基金作为流通股股东代表结成联盟,强烈反对招商银行百亿元转债方案,体现出

基金一定的机构群体意识,反映其试图纠正非流通股股东通过扩容侵害流通股股东权益的行为。尽管47只基金汇集了3亿多流通股股份,但是面临数量更多的非流通股股份,还是因“寡不敌众”而“壮烈牺牲”了。

中介机构对MBO风险控制乏力与我国MBO中介机构不够规范有关。目前,我国还没有类似于国外的MBO专业收购公司,能够既作为融资者又代表其他机构投资者对管理层进行监督,降低MBO风险。这造成虽然“钟情”于MBO的资金很多,但往往不能直接对接,即缺乏好的MBO牵头人,包括MBO财务顾问、MBO基金等。而充当MBO牵头人的中介机构可以有效地帮助企业开展“阳光操作”,降低收购风险。另外,还可以利用其丰富资源,为MBO融资、在MBO中为企业引进战略投资者、帮助企业加强MBO完成后的整合等。

**2.以管理者的个人资产设立抵押,增大外部机构风险控制的砝码。**苏州信托设计的MBO信托计划,以信托资金为苏州精细集团董事长和总经理提供了MBO所需资金。该信托计划风险控制条款规定,管理者自筹资金投资本信托计划的比例不得低于总资金量的1%,而且这部分资金的本息在信托计划全部完成之后才能够返还。此外,管理者还得以个人名下未设立第三方权利的不动产作为贷款抵押担保,信托期内不得再向外举债。

这款风险控制条款强制性地管理者的个人资产与MBO计划捆绑起来,从而将企业的运营风险、外部机构的投资风险适当分散到了管理者个人身上,增大了外部机构控制管理者经营风险的砝码。一旦MBO实施后企业运营失败,无法偿还MBO债务,遭受损失的不仅仅是投资者、员工,而且管理者也将为此付出沉重的代价。

**3.股权回购条款和转股权为债权条款的设计。**管理者设立的收购主体公司,往往以目标企业的股权设立抵押贷款,筹集MBO所需资金。但银行、非银行金融机构以及其他机构投资者并没有行使股权,无法与管理者构成一个正式的收购联盟。可以说,管理者无条件地获得了对企业处于“垄断”状态的控制权。管理者的行为不再受到约束,企业经营风险系于一人。

如果收购主体公司引入外部多元化股权,投资银行、养老基金、保险公司、信托公司等机构就可以作为战略投资者参与有限的股权,还可以通过设计股权回购协议,逐步授予管理层股权。一般来讲,若在规定的期间内管理者实现了一定的利润目标或者满足了偿还相应款项等要求,就准许管理者回购一定的股份。这样,一方面,战略投资者可以作为董事会成员对企业风险控制进行有效干预;另一方面,管理者是“逐渐”获得公司控制权的,而且获得的权力是附加一定条件的,从而可以避免管理层毫无节制地滥用权力。

如果管理者侵害中小股东权益,采取种种自利行为导致企业经营失败,则允许战略投资者将其所拥有的股权转为债权,强迫管理者在规定的期限内偿还资金。这样,股权参与在建立外部机构与MBO目标企业的利益联系的同时,强化了外部机构对企业的风险控制。而股权转为债权,则进一步引入负债的硬预算约束,防止管理者浪费企业资源,改变MBO所带来的“弱投资者,强管理者”的权力格局。□