我国管理层收购的风险及其防范

厦门大学　高明华

管理层收购(MBO)在我国的发展历程一波三折,主要是因为MBO是一种重大的产权制度变革和制度创新,在我国企业中推行存在着巨大的风险。因此,只有合理地防范这些风险,才能使MBO在我国有广阔的发展空间。

一、我国实施MBO的风险分析

MBO风险有内部和外部之分:内部风险来源于MBO自身的特性以及企业的内部机制;外部风险来源于MBO实施过程中涉及的外在因素。

1.内部风险分析。

(1)收购动机风险。MBO之所以对我国企业有着重要意义,原因在于通过MBO可以理顺企业的产权关系,剥离不良资产,完善公司治理结构。然而,MBO是通过充分博弈和股权变更,以新的权益集合体代替旧的权益集合体的一种利益制衡过程。在这一过程中,我国企业管理者的机会主义倾向颇为严重,许多管理者收购企业的动机并非从企业利益出发,而是试图利用收购过程中信息的不对称来为自己谋利,以致实施MBO后非但没有使企业业绩得到应有的提高,反而严重损害了广大利益相关者的利益。

(2)产权风险。与西方发达国家企业的产权状况相比,当前我国企业的产权关系不够明晰,管理层在收购过程中常常既代表买方又代表卖方,极易导致"内部人控制"。此外,在我国上市公司的股权结构中存在着流通股和非流通股,两种股权在转让和定价上的巨大差异使我国的MBO操作起来十分复杂,股权转让的公允性与合理性容易受到质疑。这进一步加大了收购的难度。

(3)激励风险。现代企业制度的特征是所有权和经营权的分离,而MBO却使企业的所有权和经营权都集中到管理者身上。实施MBO是为了更有效地激励高层管理人员,但由于缺乏监管,这一目标往往难以实现。在MBO完成之后,目标公司极有可能出现以高层管理人员为代表的新的"一股独大"来代替原有的国有股的"一股独大",衍生出更为严重的公司治理问题。国外许多实证研究都表明,企业价值会随着管理者持股比例的增加而上升,但当管理者的持股比例达到一定程度以后,企业价值反而会随着管理者持股比例的增加而呈现下降趋势。在实施MBO之后,一旦管理者持有公司股权的比例超过了一定的界限,股权的激励作用将失去意义,管理者往往会为了提高自己持有股份的价值,利用"内部人"优势侵占中小股东和公司的利益,与实施MBO的初衷背道而驰。

2.外部风险分析。

(1)制度风险。MBO作为一种经济行为,它所面临的最大

三、公司治理结构的完善对财务管理目标的影响

作为企业所处经济环境的一个最直接组成部分,公司治理结构确定了企业的目标,并提供了实现目标和监督其运行的手段。企业财务管理目标服务于企业的目标,当然也是由公司治理结构确定的。财务管理目标制约着财务运行的基本方向,如果看不到公司治理结构的发展变化,不能适时调整公司财务管理目标,则财务运行机制就不可能合理,进而会影响公司治理的效率。

"股东至上"的治理逻辑确定了股东财富最大化的财务管理目标。"股东至上"的治理逻辑认为,股东在企业中投入了大量的专用性资本并最终承担了企业的经营风险,因而应享有企业的全部剩余收益,即股东持有剩余索取权。因此,在"股东至上"的公司治理结构下,财务管理目标就是通过财务上的合理经营,实现股东财富最大化。股东财富最大化的财务管理目标只强调股东的利益。

股东财富最大化的财务管理目标违背了"共同治理"的治理逻辑。"共同治理"的治理逻辑与"股东至上"的治理逻辑的本质区别在于,企业是为利益相关者服务而不是仅仅追求股东财富最大化。大量的理论和事实证明,企业并不是所有者的企业,而是所有者与其他利益相关者共同的企业。只有所有利益相关者的利益得到保护和合理的满足,才有可能实现企业价值最大化,股东财富也才能增加。从利润最大化、股东财富最大化到企业价值最大化的这一发展过程向我们清楚地揭示了推动财务管理目标理论发展的两条线索:一是目标理论本身的缺陷,这是推动理论发展的内在矛盾;二是现代公司治理结构的发展,这是推动理论发展的外在矛盾。由于所有权与经营权分离产生的代理问题,使得股东价值与企业价值一致性的条件遭到破坏,同时各产权主体要求利益平等的原则不能被否认,而企业价值最大化恰恰迎合了这种要求,这是现代企业制度发展的必然选择。

应认识到完善的公司治理结构是提高经营效率的一个关键要素,处理好股东、董事会、经理层、职工以及其他利益相关者之间的关系。同时,应认识到财务管理目标应随公司治理结构的发展而相应变化,应通过财务管理活动使企业价值增长并满足利益相关者的利益要求。这对于保持我国企业的可持续发展意义深远。没有一整套符合规范的公司治理结构,不进行切合实际的科学管理特别是财务管理,现代企业制度就不能真正建立,经济效益就不能稳定提高。

风险是制度风险。MBO在我国是新生事物,相关的制度环境尚不成熟。实施MBO需要依据诸如信息披露、强制收购要约、退市规则等强制性规定,但我国法律制度在收购主体的资格认定、融资管制、国有股权转让限制、税收优惠、评估等方面都存在严重的缺位。再加上当前我国证券市场结构与功能的不完善及地方保护主义与国家统一监管之间的矛盾,使得市场监管失去了起码的权威和效率,导致市场缺乏公平、公正的运行基础。在这种情况下,实施MBO只会加剧社会资源配置的不公平性,进一步降低其效率。

(2)定价风险。根据市场经济规则,价格应该在价值评估的基础上通过公开竞价形成,这样的定价才是合理的。在西方发达国家,MBO是一种市场行为,发达资本市场中股票价格基本反映了公司的价值,所以其收购定价比较容易得到合理确定。我国的收购定价存在以下几个问题:①由于资本市场不完善,股票价格无法真实地反映企业价值;②MBO难以进入市场,国有企业所有者缺位,收购主体没有竞争性,由内部人来确定收购定价很难保证转让价格的公正性与合理性;③我国的收购定价绝大部分围绕每股净资产波动,但是每股净资产仅仅是从会计角度对企业历史记录的反映,并不反映受让资产的质量和企业未来的盈利能力,所以最终确定的转让价格与目标公司的价值毫不相关;④从我国已实施MBO的公司来看,收购价格大都低于公司每股净资产,国有资产流失风险极大。

(3)融资风险。国外实践经验表明,MBO所需资金除少量是自有资金外,约有40%~80%是以目标公司的资产作为担保进行贷款所得,剩余10%~40%的资金一般以私募方式向养老基金、保险公司或风险投资基金发行优先股或次级债券筹集,也可以在市场上公开发行垃圾债券筹得,即所谓的"夹层融资"。上述融资计划目前在我国很难实现:一方面,我国的金融机构和金融工具较为单一,可利用的融资方式有限;另一方面,目前我国的金融体制和经济法规严格限制担保贷款、拆借资金、私募资金以及养老基金等外部资金对收购的介入。在上述情况下,管理者缺乏正规的融资渠道,其出资和购买便出现了多种形式,甚至运用不正当手段筹集资金,给企业的长期发展带来不利的影响。融资障碍是目前国内企业MBO运作的最大障碍。

二、MBO的风险防范对策

MBO在我国能否发挥其作用,关键在于是否能够合理规避风险。对此,笔者提出以下几个方面的建议:

1.完善公司股权结构和公司治理结构。为了解决MBO的道德风险问题,公司应该建立完善的股权结构和治理结构,健全独立董事制度,要求至少应有两位独立董事具有会计和审计方面的专业知识,要求独立董事对MBO进行严格监管并发表声明。同时,建立和完善审计委员会等公司内部制衡机构,对管理人员进行有效的约束,防止"内部人控制"带来的收购风险。

2.引进市场化定价机制。收购定价是MBO实施过程中的一大敏感问题,必须尽快建立一套公允的商业规则,形成市场化的定价机制,在信息公开的前提下,通过产权交易市场,进行合法、公正的评估。目标公司应聘请具备专业水准和一定资质的中介机构来进行资产评估,并使用期权定价模型、二叉树法等科学方法确定转让价格,以此价格作为集中竞价的基础,从而保证价格形成机制的透明度和公正性。

3.开发有效的融资渠道。解决MBO融资问题最有效的方法是结合金融工具创新,发展以下几种机构投资者:信托投资公司;专项基金(MBO基金);证券公司;资产管理公司;信用担保公司;风险投资公司。这些机构投资者的主要作用在于通过长期投资有效参与实施MBO后的重组、监管、约束、控制活动,促使管理层进行有利于企业中长期发展的战略性重组,并且利用自身具有专业化知识和投资经验的优势,减少投资的盲目性。此外,机构投资者具有资金量大、投资分散等特点,有利于降低投资风险,能在一定程度上化解个人融资可能带来的金融风险。

机构投资者参与MBO有两种形式:管理层向机构投资者贷款或机构投资者直接投资MBO。采用贷款方式,机构投资者的收益是获取贷款利息;采用直接投资方式,机构投资者作为战略投资人与管理层共同收购目标公司,其收益更多地来自于出售股权的溢价收入,所以采用这种方式还必须注意健全机构投资者的退出机制。等到条件成熟时,再增大商业银行、保险公司等机构的融资规模并加深其参与程度。在内部融资方面可以考虑采用职工持股等形式来实现MBO的资金筹集。

4.完善法律制度,加强监管力度。"制度先行、法规先行"应该是MBO有序进行的前提。MBO直接涉及国有资产管理体制和定价原则,对此应有较高效力层次的立法。对国有股权的管理、定价与出售应制定专门的法律或行政法规,有关方面还应尽快出台规范MBO操作全过程的法规条文和对关联方交易严格管理的法律规范。证监会等监管部门应加大对实施MBO的动因、条件、收购价格确定依据和资金来源等的监管力度。MBO完成之后,有关管理部门仍然应该对公司进行2~3年的监控,对于恶意侵犯中小股东权益、侵占国有资产的行为要追究当事人的民事责任、行政责任乃至刑事责任。

5.加强对MBO的可行性分析和信息披露。实施MBO的企业应该对收购行为进行必要的可行性分析和调研,明确收购的目的,确定通过实施MBO确实有利于企业今后产业结构的调整、资产结构的改良、企业业务的整合重组和经营业绩的改善,而不是不顾企业的实际情况盲目地进行收购。管理层要能协调企业的长期战略与短期现金流量的关系,积极整合收购后的组织结构、生产购销活动及财务控制。在实施MBO之前,企业应制定详尽的收购计划和实施方案,报送有关部门审批;在实施MBO的过程中,要加强对收购原因、收购定价、资金来源、还款方式等信息的披露;在MBO完成后的未来几年内,还要继续对企业内部改革、业务重组、经营业绩、企业可持续发展等信息进行跟踪披露。

6.培养较高素质的管理团队和中介机构。MBO涉及与政府和原股东的沟通、对目标公司的估值、融资安排、战略重组等诸多环节,对相关管理人员和中介机构从业人员的专业素质要求甚高,所以要成功实施MBO,必须培养具有会计、金融和法律等专业知识的管理人员,培育发达的中介人市场。只有整个社会多方面共同努力,才能降低MBO的风险,让MBO充分发挥其积极的一面。