



浅探我国管理层收购的融资体制



中南大学商学院 刘爱东 贺琳琳

【摘要】 管理层收购(MBO)作为一种制度创新,对企业的有效整合、降低代理成本、优化社会资源配置等有着重大的意义。本文首先对发达国家 MBO 的融资模式进行了比较研究,然后分析了我国 MBO 现有体制存在的问题,并提出了完善建议。

【关键词】 MBO 融资体制 融资模式

管理层收购(MBO)作为一种制度创新,对企业的有效整合、降低代理成本、优化社会资源配置等有着重大的意义。近年来,MBO 在我国许多企业中得到了运用。虽然 MBO 在改善我国企业股权结构、加强对管理层的激励和约束等方面有着积极的作用,但从我国已实施的 MBO 案例中可以看出,我国实施 MBO 的企业的经营业绩并未得到明显提高。这主要是因为我国 MBO 的运作很不规范,其中一个十分敏感的问题是收购资金来源不合法,并由此引发了很多问题。因此,对我国上市公司 MBO 的融资制度进行完善已刻不容缓。

一、发达国家 MBO 的融资模式

1. 债务融资。 债务融资包括:①向银行或非银行金融机构贷款。这种方式多以库存或应收账款等流动性资产作为抵押,风险比较低,因此银行介入比较多。这种贷款期限较短,一般为 1~3 年,利息也偏低,在企业 MBO 融资结构中约占融资总额的 15%~35%。②发行债券。由于债券利息可以在税前扣除,可使收购企业享受到纳税减免的好处,所以其成为企业 MBO 的主要融资方式,其融资额约占融资总额的 35%~75%。债券按偿债的先后顺序又可分为优先债和次级债两种类型。优先债是指企业以固定资产作为抵押而发行的 5~10 年期债券,该融资方式一般以实物资产作抵押,且利率相对较高,所以吸引了大量的投资者;次级债又叫垃圾债券,是指企业以抵押的固定资产向金融机构(多指基金、养老金、保险公司、证券公司等)进行二次抵押而发行的 5~10 年期债券。这部分债券没有实物资产作抵押,利率主要基于对企业未来现金流量的计算而定,而且企业要在偿付完优先债之后才能偿付次级债,所以次级债的融资成本和风险也相对较高,但其产生的较为可观的收益也吸引了相当多的投资者。

2. 权益融资。 权益融资主要有两大类:①通过发行股票筹集资金,包括向社会公众公开发行和定向募集等形式。在该类形式下往往以向目标公司支付现金的方式完成并购。②股权支付,即通过增发新股,以新发行的股票交换目标公司的股票,从而取得对目标公司的控股权。这种方式的对象主要是战略投资者,他们一般不介入公司管理,也无意控股。其融资额约占公司 MBO 融资总额的 10%~30%,由于其无任何抵押担保,故风险最大,投资者对收益率的预期往往在 30%以

上,并期望在 3~5 年内套现。

3. 准权益性融资。 准权益性融资方式包括发行认股权证、可转换公司债券以及可转换的可交换抵押债券等。在实际操作过程中,这种方式应用较少。

二、我国 MBO 现有融资体制存在的问题

1. 法律方面的限制。 ①一方面,现有法律规定禁止个人以股权或资产作为抵押向银行担保,再把融入的资金转给个人,同时禁止个人以股票作为质押向银行贷款再进行股权收购;另一方面,《商业银行法》规定商业银行的贷款一般不允许用于股权投资,《贷款通则》同样规定,从金融机构获得的贷款不得用于股本权益性投资。②对企业发行债券的限制条件太多。我国《公司法》规定,发行公司债券的股份有限公司净资产不得低于人民币 3 000 万元,有限责任公司净资产不得低于人民币 6 000 万元,累计债券发行总额不得超过公司净资产的 40%,债券利率不得超过国务院限定的利率水平。③企业之间的资金拆借受诸多法律限制,《上市公司收购管理办法》规定,目标公司不得为收购方提供财务支持。

2. 缺乏战略投资者。 战略投资者是指不打算长期持有企业的股份,而是在持有一段时间后退出以获取投资收益的投资者。战略投资者可以解决 MBO 融资难问题,但是他们只有在看好企业的发展前景时才愿意贷款给管理层或购买企业的股份,如果企业经营失败,则不仅管理层会受损失,战略投资者也可能血本无归。

因此要吸引投资者,首先要解决其后顾之忧,即要建立完善的退出机制。而我国国有股、法人股不能流通,二板市场尚未完全开放,非上市公司产权交易市场不完善的现状使战略投资者不敢将资金投放于 MBO 中,从而进一步限制了 MBO 融资方式的改进。

3. 资本市场不够发达。 发达国家的资本市场为 MBO 提供了有效的融资渠道和金融工具,为股票、债券等产权和债权的流动提供了极大的便利,并大大降低了企业收购的成本。尽管近年来我国资本市场有了一定的发展,但总体看来,其发展尚不成熟,基本属于弱式有效市场,金融产品匮乏,交易规模总量不大,投机者多于投资者,缺乏大机构参与,融资渠道不畅,这些都不利于 MBO 融资。



对会计报表分析指标的改进

浙江温州职业技术学院 申屠新飞

【摘要】 通过对会计报表各种指标增减变化的分析,可以揭示企业在经营管理方面存在的问题,并为预测、决策提供重要的依据。但是,现行的会计报表分析指标没有和企业日常的业务经营活动相联系,使得指标在一定程度上缺乏可靠性,因此有必要建立与企业日常的业务经营活动相联系的会计报表分析指标。

【关键词】 会计报表 偿债能力 营运能力 盈利能力

众所周知,资产负债表、利润表和现金流量表从不同角度反映了企业的各项经营活动在特定时期内对财务状况、盈利状况、资金的来源及使用情况的影响。通过对上述报表各种指标增减变化的分析,可以揭示企业在经营方面存在的问题,并为预测、决策提供重要的依据。但是现行的会计报表分析指标存在一些缺陷,笔者认为有必要对其进行适当的改进。

一、关于偿债能力的分析指标

1.指标本身不严谨,容易受到人为操纵。如某企业年末流动资产为3 600万元,流动负债为2 400万元(其中货到单未到而暂估入账1 200万元)。为了使流动比率指标达标,财务

人员可以通过将上述暂估入账金额推迟到下一年入账,从而将流动比率指标由1.5调整为3。企业也可以通过少提减值准备来提高流动资产总额、资产总额和利润总额,从而为粉饰偿债能力指标创造必要的条件。

2.会计报表中的一部分资产如差旅费借款、待摊费用、固定资产清理、无形资产、长期待摊费用、递延税款借项等都是不能用于偿付债务的资产;在正常结算过程中也会形成一部分并不真正需要企业偿还的债务。例如,A企业和B企业达成协议,B企业每年向A企业供货四次,每次的货款均为40万元,A企业于每次收到货物时支付货款总额的90%,其余的10%在下次到货时再支付。在这种情况下,A企业的“应

三、完善我国管理层收购融资体制的建议

1.规范私募基金的发展。私募基金是指通过非正式方式向少数机构投资者和富有的个人投资者募集资金而设立的基金,它的销售和赎回都是由基金管理人通过私人与投资者协商的方式进行的。一般而言,私募基金的灵活性强、保密性好、投资领域宽、承诺的年终收益率大,因此更适用于作为MBO的融资方式。现在的主要任务是解决私募基金的合法性问题,遏制私募基金的非法来源,降低其系统风险,提高其社会信用基础。

2.拓宽融资渠道,开展配套金融制度改革。与发达国家相比,我国MBO融资工具较少,主要体现在:在债务融资方式中,信用贷款、卖方融资、公司债券、二级票据等融资工具匮乏;在权益融资方式中,不仅不能发行优先股,而且混合性融资工具也相对缺乏。

我国MBO融资工具的创新,有赖于进行配套的金融制度改革。我们应借鉴西方发达国家的MBO融资工具,并结合我国实际,通过金融制度改革,创新MBO融资工具。这包括:推进信用评级,促进信用贷款发展;逐步放宽商业银行贷款的条件;放宽企业债券的发行限制;探索次级债工具;建立企业优先股融资机制。

3.建立和完善上市公司MBO融资的退出机制。我国已经颁布了《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法(修订)》,但其侧重的是被动退市。如果要使MBO在处理国有资

产、完善公司治理结构方面发挥重要作用,同时保护外部公众股东的利益,就需要不断地完善上市公司的退市机制,尤其是主动退市机制。

4.培育机构投资者,优化MBO的融资结构。无论是在美国债权人主导的融资模式下,还是在英国权益投资者主导的融资模式下,合格的机构投资者是MBO良性发展的关键和核心。机构投资者影响MBO的途径主要有以下几种:参与融资谈判;直接参与董事会,行使股东权利;引导二次MBO;通过债券与股权转换,影响管理层决策、维护自身利益;主要债权人发挥类似于机构投资者的作用;通过MBO竞价,引入外部市场监督。

目前,我国资本市场缺乏合适的融资渠道和融资机构,使我国上市公司MBO所需要的大部分资金不得通过民间资本借贷获得。通过个人协议流动的大量民间资本,一方面反映了MBO对融资的现实需求,另一方面反映了到期不能还债的潜在金融风险和社会不稳定因素。因此,在通过MBO改组国有上市公司的过程中,培育机构投资者是规范我国上市公司MBO行为、促进上市公司健康发展的重要途径。

主要参考文献

- ①李海南.论管理层收购与金融产品创新.重庆邮电学院学报(社会科学版),2005;1
- ②龙海红.我国上市公司管理层收购存在的问题及对策.财会月刊(综合版),2003;8