

# 并购中的管理层行为偏好与动机分析

中南财经政法大学会计学院 袁天荣

在公司并购中,股东和管理层由于价值取向、行为目标不同,其对并购行为的偏好和动机也会存在差异。本文旨在分析并购中管理层的行为偏好与行为动机,为规范管理层的并购行为提供基本思路。

## 一、并购中管理层的行为偏好分析

### (一)管理层的收益

1.业绩收益。业绩收益是指与管理层经营业绩密切相关的收益,包括管理层持有股票的红利、绩效工资、奖金、股票期权等。公司的经营业绩由管理层的决策和行动决定,管理层的业绩收益由其业绩决定。但是,要准确衡量公司的经营业绩是一个难题。公司的销售收入、利润、净资产收益率、投资报酬率、剩余收益、经济增加值、顾客数量、顾客的满意度、市场占有率等都可以作为公司经营业绩的评价指标,但都不全面。

2.控制权收益。控制权收益是指管理层获得经营控制权后获得的收益。其表现形式多种多样,既包括获得豪华的办公条件、超额报酬、在职消费及利用内幕交易获得收益等可以用货币计量的收益,也包括凭借职位获得社会声誉及广泛的人际关系等无法用货币计量的收益。控制权收益的产生,与管理层的个人动机和行为有很强的关联性。正是由于控制权收益的不确定性较大,而且股东很难对其实施有效的监督和控制,因而它为管理层开辟了广阔的寻租空间。由于管理层攫取控制权收益的行为,要么导致公司管理费用等运营成本增加,要么导致公司投资收益减少,其最终结果必然是可供股东分享的利润减少。所以,管理层的控制权收益越多,股东的剩余收益就越少,两者之间存在着此消彼长的关系。

### (二)管理层的并购偏好

1.从业绩收益看,除非对外并购使得公司的经营业绩有很大的改善,否则管理层的业绩收益不会有太大的提高。在并购中,通过财务重组获得的报表性收益最多维持一两个会计年度。如果业绩指标体系中中长期业绩指标的权重较大,则短期性收益对管理层的诱惑很有限,产品结构的改善、技术

公允市价,而资产评估业的业务素质提高又尚需时间,故被并购企业净资产的公允价值难以准确确定。

2.商誉的确认和摊销问题。在购买法下,并购企业购买价格与被并购企业净资产的公允价值的差额作为合并商誉处理。然而,由于目前换股合并下并购企业换出股票的价值难以确定,以合并生效日股票的市场价格来确定并购企业的购买价格不够合理,因而导致确定的合并商誉不能反映被并购企业的真实情况。商誉是一种非常特殊的资产,它的价值难以准

力量的增强、规模经济的形成、市场份额的扩大、资本结构的优化等因素更有可能使管理层的经营业绩获得坚实的增长基础。这些因素既可以通过公司的内部增长和调整来实现,也可以通过对外并购扩张来实现。但是,内部增长显然要比对外并购花费更长时间,面临更多不确定性因素。而且,对外并购和内部增长在一定程度上是互补的关系,两者可以并行不悖。所以,在有限的任期内,只要对外并购的效果不是太差,管理层还是倾向于对外并购的。

2.从控制权收益看,对外并购使公司规模迅速扩大,社会影响迅速提高,管理层的收益随之增加。即使管理层的业绩收益水平不变,随着公司规模扩大,管理层也能拥有更多的可控资源,如有更大的权力和更高的社会地位,这会大大增加管理层的控制权收益。从这个意义上看,管理层会更偏好于对外并购。

从以上分析可看出,管理层偏好于对外并购,偏好的程度取决于管理层的收益结构。如果控制权收益所占比重较高,则管理层倾向于对外并购;反之,则管理层在对外并购时可能会很谨慎。

对于被并购公司的管理层来说,被并购意味着丧失控制权,从而失去控制权收益,这是其不愿看到的。所以,他们有利益上的动机去设法抵制被并购。对于受到被并购威胁的管理层来说,为保护自己的控制权,他们可以劝告公司的股东不接受对方管理层提出的并购提案,包括指责并购公司夸大未来的潜在收益,指责并购公司支付的违约金过低等。一般而言,管理层通过阻止公司的股东接受被并购提案来保护自己的控制权是比较困难的,而更有效的办法是让并购公司自己放弃并购的念头,这包括“毒丸计划”、“双层资本制度”、“焦土

确定,在激烈的市场竞争中有可能增值或减值。然而,在对其进行摊销时,由于我国会计制度不完善,往往需要较多主观判断,因而容易导致会计信息失真。

随着我国资本市场的不断发展,并购活动日益频繁,并购方式不断创新,换股合并必将成为我国企业并购的一种主要方式,虽然最终购买法会取代权益联营法,但就目前我国的情况来看,权益联营法还是我国合并会计的主要处理方法,仍有着广阔的发展空间。□



政策”等反并购措施。

管理层和股东在并购问题上的意见分歧会随着企业股权的集中而相对弱化。在股权比较集中的情况下,管理层通常受大股东的意见左右,或者管理层本身就是由大股东兼任的。当股权比较分散时,管理层相对比较独立,因而更有可能与股东发生分歧。在委托代理制下,尽管股东是管理层提出的并购提案的最终审议者,但是由于管理层事实上垄断了企业内部的信息,股东对并购活动的收益预期在很大程度上只是基于管理层对并购的解释,因而管理层完全有可能在提案中按照自己的偏好来解释并购的意义,通过对信息的适度扭曲来操纵股东的决策结果。

## 二、并购中管理层的行为动机分析

### (一)营造“公司帝国”的动机

贝克等人的报告表明,在美国,公司补偿同公司规模的平均弹性是0.3。也就是说,在美国,公司销售额每增长100%,行政管理层的补偿就增长30%。这说明对管理层的补偿是公司规模的函数,随公司规模的扩张而增加,即使股东财富并没有随之增加。这些研究表明,对管理层而言,由于管理层的报酬同公司规模相关,因此经营大公司比经营小公司不仅薪水更高,而且更有权势、声望和地位。特别是当公司采用将管理层的报酬与销售业绩挂钩的激励机制时,管理层就会采取使公司规模迅速扩张的并购行为。因为通过公司规模的扩张能使管理层控制更多的资源,从而增加其支配资源与享用资源的权力。所以,许多管理层便热衷于通过并购营造自己的“公司帝国”。有时,为达到目的,他们不惜向目标公司的股东支付较高的溢价。

### (二)施展管理才能的动机

公司管理层往往拥有丰富的行业专属管理经验。当一家公司成为行业的龙头企业时,长期的经验积累会使得其行业专属管理经验过剩。当一家公司存在过剩的行业专属管理经验而又不能通过裁减人员将其释放掉时,这些公司就具有了向外扩张的动机和可向外转移行业专属管理经验的基础条件。这些公司通过并购进入相关行业,可以充分利用其过剩的行业专属管理经验,同时又可为拥有这些经验和技术的专业人才提供施展才能的机会。

在企业成长和发展的过程中,个人也在寻求发展。个人发展会首选内部条件比较好的企业和成长机会,即个人发展看重成长通道。如果成长通道顺畅,个人就能随企业发展而发展,否则个人就会将发展的目光投向企业外部,即跳槽。在知识经济时代,信息化程度越来越高,企业组织结构日益扁平化、柔性化,中层管理岗位和管理人员将大大减少。因此,优秀管理人员的成长通道将受阻,人才竞争会越来越激烈。通过并购可以为这些人才的发展提供新的通道,从而实现企业和个人的共同发展。

此外,当一家公司处于一个成熟或衰退的行业时,公司的幸存者就会相继退出该行业,进入一个有更大发展空间的新行业。因为衰退的行业面临的发展机会越来越少,公司管理层在公司中施展管理才能、发挥聪明才智的空间越来越小。通过并购其他处于成长期的公司,公司便可进入一个成长性的行业,使管理层的才能继续得到施展。

### (三)规避经营风险的动机

对个别理财主体而言,风险可分为市场风险和公司特有风险。许多研究表明,公司风险的分散不会给股东带来好处。Levy、Sarnat、Adler和Dumas等人认为,在一个健全有效的资本市场上,投资者不需要公司替他们分散风险,因为他们完全可以通过调整自己的证券投资组合来达到同样的分散风险的目的,而且这种做法比公司并购更为简便、迅捷。

但是,管理层分散其劳动收入来源的机会非常有限。因为管理层需要进行公司专属知识方面的投入,他们大部分知识都是在为公司工作的过程中获得的,而这些知识对公司有价值,对其他公司而言其价值可能不大。所以,管理层比股东对公司有更大的依赖性,他们必须牢牢控制其在公司中倾全力投资的无分散化资产,因为他们的一切收益都来源于公司。因此,对管理层来说,公司特有风险比市场风险更为重要。管理层很可能利用其信息优势,从自身利益出发,通过并购来实现公司的快速扩张,通过并购使公司进入不同的行业和领域,实现多元化经营,降低公司的经营风险。

一般来说,公司在某一领域内发展是有极限的,极限来自于市场和法律两个方面。从市场角度看,某一市场内的不同公司之间在经过竞争筛选,形成某种平衡关系后,即市场集中度很高时,某个公司想继续扩张是十分困难的;从法律角度看,政府反垄断立法不允许单个公司在某一市场内独占鳌头。因此,一个希望持续成长的公司走多元化经营的道路是必然的。通过并购将经营领域拓展到与原经营领域相关或不相关的行业,不仅可降低公司对单一行业的依赖程度,而且可使公司控制不同行业中的一系列经营活动,这些经营活动可使公司获得在研究、工程技术、生产、市场营销等不同方面的专属管理经验。

这样,一方面达到了分散公司特有风险的目的;另一方面,由于不同行业、不同产品的生命周期不同,有的甚至具有反周期性,所以可以使公司达到通过多元化经营来降低风险、避免因投资失误引起破产风险的目的。

### (四)避免被并购的动机

无论是何种动机的并购行为,其直接目标都是公司的控制权。对于公司股东来说,控制权意味着能通过它获取利润和实现自身意愿。而对于直接掌握控制权的公司管理层而言,控制权不仅意味着一个工作岗位,更重要的是在这个工作岗位上能行使的权力和获得的一系列效用满足。因此,控制权历来都是并购和反并购市场上的“兵家必争之地”。并购是对目标公司股东拥有的股权的购买,是越过管理层的交易,必然会对管理层当前的地位构成威胁。在有效的资本市场上,正是通过并购方式来撤换当前不称职的管理层,从而实现公司的外部治理,提高公司的治理效率。

由于并购直接威胁着被并购公司管理层的当前地位,使其丧失工作岗位、权力和地位。因此,许多公司的管理人员为了消除被并购威胁,往往会盲目地进行并购,以不断扩大公司的经营规模,使公司规模扩大到不容易被并购的程度。另外,大公司往往具有较强的抗风险能力,被接管的可能性比中小企业小。因此,并购能为管理层提供职业安全感,使其地位更加稳固。☐