

对我国MBO融资方案
的思考

沈阳工业大学

孙奕驰

辽宁大学

韩亮亮

我国目前正在探索的管理层收购(MBO)主要面临以下几个问题:一是收购资金的来源问题。收购资金规模庞大,仅仅依靠管理层自有资金很难顺利实现收购,如何筹集到充足的收购资金是摆在管理层面前的一个亟待解决的问题。二是收购价格的确定问题。收购价格是否合理直接影响到收购资金的规模,间接影响到整个MBO过程的公平性、公正性和公开性。如何运用科学的评价方法制定出能够使各利益相关者均认可的收购价格也是MBO实务中的一个关键性的技术和社会问题。三是国有资产是否流失问题。对大多数实施MBO的国有企业来说,只要收购价格没有远远高出每股净资产,那么MBO的实施就有可能存在国有资产流失的嫌疑。四是收购主体的构成问题。该问题实际上已偏离了典型的MBO模式本身,但由于我国MBO研究的不断深入以及对中国特色的更多考虑,致使越来越多的利益集团试图介入MBO活动,实现各自的预期收益,因此国内学者渐渐产生了对MBO主体构成的讨论。目前在所有这些问题当中,收购资金如何筹集显得最为突出,我们姑且将MBO中的资金筹集称为MBO的融资问题,它的解决直接影响整个MBO的进度,间接影响MBO后企业的治理基础等。因此,妥善解决MBO融资问题对于MBO实务意义重大。围绕一些企业的MBO实践,可以发现我国MBO融资活动中存在两个比较突出的问题。

一、缺乏战略意图的MBO融资

关于企业融资问题,国内外很多学者进行过大量研究,最初的研究倾向于从分析融资成本角度确定融资方式和融资规模等,新近的研究把企业融资问题看作是公司治理的组成部分,这是契约理论、信息经济学和激励理论等理论成果在企业融资研究中的运用,深化了我们对融资问题的认识。但值得我们注意的是,这些研究似乎隐含一个共同的假设,即企业控制权未发生变更,而我们所要研究的MBO实务却打破了该假设,从大量的MBO实务工作中可以发现融资成本、公司治理等逐渐从融资问题的核心位置淡出,取而代之的是如何筹集到充足的收购资金,也就是说在MBO过程中,人们考虑更多的是通过何种途径才能筹集到收购资金,而并不重视采用这种途径是债务融资方式还是权益融资方式,也不考虑这种途径对企业日后的治理会造成什么影响,致使融资渠道决定融

资结构。这说明一些企业MBO融资缺乏战略性。从委托代理理论、公司控制权理论来看,这一特征不利于企业的长远发展,可能会引起信用危机、增加偿债压力等一系列问题,最终不利于公司治理的改善。因此,在MBO中应注重融资方式的选择,应该在目标融资结构的框架下积极筹集收购资金,而不是一味地追求收购资金的筹集,忽视融资方式的选择。

二、必须解决正规融资渠道狭窄与非正规融资渠道多样的不正常问题

目前我国MBO融资实践遇到的一个突出问题是利用正规的融资渠道进行融资困难,而利用非正规的融资渠道进行融资反倒容易。在当前的融资体制及相关法律法规制度约束下,依靠合法的、合规的融资渠道不可能筹集到充足的收购资金。相反,通过违法违规操作却可以筹集到一定数量的收购资金,导致一些企业MBO采用暗箱操作,加之MBO的信息披露不够充分,更增添了MBO实务的非法操作色彩,这是极不正常的。解决这一问题首先应该加强法律法规建设,一方面要限制通过违法违规渠道融资,另一方面应加强对合法合规渠道的开辟、支持和保护;其次要积极拓展MBO融资渠道,通过对金融手段和金融制度的不断创新,丰富MBO融资渠道和融资方式,使MBO有更多的融资选择,进而有效控制MBO过程中的融资成本以及完善MBO后的企业治理。

结合目前MBO融资实践,笔者认为,MBO融资方案的制定应遵循以下两点原则。

1.采用个案分析制定融资方案。根据目前MBO融资发展程度,MBO融资问题应该更多采用个案分析法,主要理由有两点:一是实施MBO企业毕竟占少数,试图通过少数案例去揭示问题的本质恐怕缺乏说服力;二是与MBO相配套的或者说是规范的MBO融资制度并不完善,在一个不完善的法律法规框架下,实施MBO主体的行为必然趋向多元化,导致MBO各具特色,因此从个案分析入手,或许对MBO实践会有更深入的认识,从而制定出切实可行的融资方案。

2.综合运用多种融资方式。目前还不具备采用多种融资方式进行MBO融资的条件,这不仅是受法律法规的制约,更主要是受融资工具单一的限制,所以亟待开发多种金融工具来解决MBO融资难的问题。信托手段和MBO基金为成功实施MBO提供了强大的资金支持。多种融资方式的综合运用可降低融资风险,同时也有助于融资结构的优化,不足之处是增加了MBO方案操作的复杂性,但通过金融中介机构的参与可有效解决这一问题,从而保证MBO方案的顺利实施。

综上所述,笔者得出五点结论:一是融资问题是整个MBO过程中的核心问题,只有妥善解决MBO融资问题才能保证MBO的顺利展开。二是在MBO融资中必须解决好正常的融资渠道狭窄与非正常的融资渠道多样之间的矛盾,加强法律法规建设,积极拓展合法的MBO融资渠道。三是鉴于我国一些MBO融资缺乏战略性,应引导企业从有利于改善公司治理的角度出发,制定科学的融资方案。四是对MBO融资问题的研究应注意抓典型,采用个案分析方法,使制定出的融资方案更具针对性和可行性。五是MBO融资要注意融资结构的合理性,采用多种融资方式,以降低融资风险、改善融资结构和优化公司治理。□