

国有企业 MBO 中的会计监管缺失

——以双汇 MBO 为例

耿辉霞 毕 茜

(西南大学经济管理学院 成都 400716)

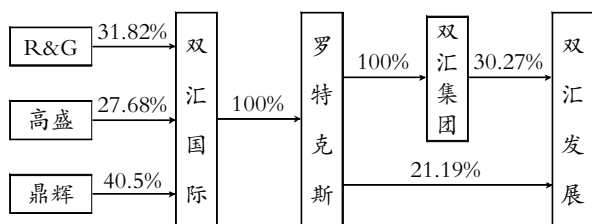
【摘要】 管理层收购(MBO)是我国国有企业产权改革的一条可行之路,但是由于会计信息的不对称性,很容易导致国企高管采用低价收购或曲线 MBO 的方式侵害企业利益。本文以双汇 MBO 过程中会计信息披露不足为例,分析会计信息披露缺失的动机和影响,进而提出加强我国国有企业 MBO 会计信息披露的建议。

【关键词】 MBO 会计信息披露 会计监管

管理层收购(MBO),是企业管理者利用负债融资或股权交换等手段,购买企业全部或部分股权并成为企业所有者的过程。自 2003 年国企产权改革 MBO 得到国有资产监管层的正式认可以来,我国诸多国有企业采用 MBO 完成了产权改革,而在 MBO 过程中也发生了很多高管层为了自身利益而牺牲集团利益的情况,如曾出现过国有企业通过低估国有资产价格,从而以相当低的价格购买国有资产的“美的 MBO 超低价”,造成了国有资产流失。而此次双汇发展高管层的 MBO 过程更为隐蔽,通过复杂股权结构的设计来实现“曲线 MBO”,连续两年的年报未作出股权转让的相关披露,其会计信息的完整性令人质疑。

一、双汇 MBO 实施过程中信息披露不足

1. 股权转让与实际控制人变化未作披露。双汇 MBO 并不是管理层的直接购买,而是通过一系列复杂的股权转让来实现的。双汇的整个股权转让路线是:2007 年 6 月,高盛和鼎辉经由双方在香港组建的合资公司罗特克斯获得双汇集团和双汇发展控股权,高盛、鼎辉分别持股 51%、49%;之后,罗特克斯重组为双汇国际,接着双汇国际在境外进行了重组,持股方变为鼎辉、R&G 和高盛,2007~2008 年高盛不断减持使鼎辉和 R&G 分别成为双汇集团和双汇发展的第一大股东和第二大股东,而 R&G 正是由双汇内部员工建立,管理层为主要持股方,这样双汇管理层就由经营者变成了资本持有者,实现了 MBO。重组后的双汇股权结构如下图所示。



注:箭头指向为母公司向子公司。

双汇重组后的股权结构图

双汇 MBO 过程中的两个关键步骤是双汇发展控股公司罗特克斯重组成双汇国际和管理层成立 R&G 收购双汇国际的股份。这一系列的重组和股权变更在双汇 2007 年和 2008 年年报中都没有披露,高盛减持双汇股权经国外媒体报道才引发了公众对双汇实际持股人及股权变化的关注,同时暴露出了双汇年报信息披露不足的问题。

按照证监会发布的《上市公司信息披露管理办法》第二十一条的规定:年报报告应当记载持股 5%以上股东、控股股东及实际控制人情况。双汇发展 2007 年和 2008 年年报应该对其实际控制人变化及主要持股股东情况进行披露。需要披露的具体信息应包括以下内容:直接控股公司罗特克斯重组成了双汇国际;2007 年 R&G 参与重组且持有双汇发展 16.37% 的股份,R&G 由双汇员工建立;高盛的减持过程及减持原因;双汇发展实际控制人 2007 年底已变成鼎辉。对于 2007 年年报并未披露股权转让及实际控制人的变化,双汇发展管理层解释为双汇的不断重组都是与企业子公司间的重组,并不涉及企业实际控制人的变化,若如此,其主要持股人高盛与鼎辉之间的股权关系也应该在 2007 年年报中披露,但实际情况并非如此。

2. 还贷资金来源披露不足。双汇 300 多名员工 2007 年组建了离岸公司 R&G,并于当年介入双汇重组与高盛和鼎辉联手收购关联公司的外方股权,最终占有双汇国际 31.82% 的股权,间接持有双汇发展 16.37% 的股份,成为双汇国际和双汇发展的第二大股东。R&G 收购资金全部为贷款所得,但企业对其还贷资金来源并未进行披露,这违反了《企业国有产权向管理层转让暂行规定》的要求。从双汇发展年报显示的数据来看,这部分资金极有可能是从双汇发展获得的分红。双汇发展 2007~2009 年度分配金额占当年净利润的比重分别为 73.52%、44.47%、54.80%,三年合计分配利润 14.54 亿元。这 14.54 亿元红利中,间接持股 16.37% 的 R&G 可获得 2.38 亿元。那么,R&G 完全有可能利用这部分分红来偿还贷款(双汇发展 2007~2008 年分红数据详见下表)。

双汇发展 2007~2009 年分红数据表

项目 年度	现金股利(元)	净利润(元)	现金股利/净利润
2007年	484 795 920	659 406 175.3	73.52%
2008年	363 596 940	817 692 698.5	44.47%
2009年	605 994 900	1 105 751 810	54.80%
合计	1 454 387 760	2 582 850 684	-

注:表中数据来自国泰安数据库。

二、双汇 MBO 信息披露不足的动机及影响

1. 动机:双汇进行“曲线 MBO”的需要。双汇发展的管理层把信息披露不足的原因归咎于“疏忽”,但以实际情况来看,这是其有意遮掩这条精心设计的 MBO 路线,以利用信息披露缺失来保障“曲线 MBO”的暗中实施。

笔者认为,双汇高管当初没有直接收购公司股权,而是通过设计这么复杂的持股路线来达到 MBO 的目的,应该是出于以下两个因素的考虑:一是管理层资金不足,直接购买公司的股份达不到控股的目的,只能利用外资基金作为平台,合作互惠,再逐步从外方手中购回股权;二是为了减少公司的财务压力,保持经营业绩。MBO 作为一类杠杆收购,实施 MBO 后也就意味着 MBO 之后的较长时间内,需要依靠企业经营活动的现金流入来还贷,高额的负债率必然给新的母公司造成巨大的财务压力,对公司以后几年的财务状况和经营业绩会造成不良影响。采取了这条“曲线 MBO”的途径,双汇管理层就需要为以后的外资基金减持及自身逐步增持股权铺路,为了规避公众股东和证监会的监管,管理层会有意不披露相关信息。

2006 年在高盛成功入驻双汇时,这条“曲线 MBO”的道路就已经开始,到双汇提出《关于 2007 年年度报告和 2008 年年度报告的更正公告》时,其管理层持股大局已初步形成,2006~2008 年三年时间相关信息披露的缺失促进了这条路线的顺利进行。

2. 影响:造成了国有资产外流,损害了中小股东利益。双汇采取“曲线 MBO”道路,使外资参与了三年期的分红,导致了国有资产外流。一系列的重组和股权转让之后,双汇管理层在双汇国际中拥有 31.82% 的股权,间接拥有双汇发展 16.37% 的股权。也就是说,如果双汇在境外上市,则双汇管理层可以获得 31.82% 的收益,而如果双汇在境内上市,收益则减少了近一半。所以,双汇管理层接下来很可能选择公司境外上市,而非境内上市。公司境内整体上市,才有利于公众股东获取更大的收益,是公众股东倾向的选择。双汇年报的信息披露不足隐瞒了 R&G 的真实股东,出于对管理层的信任,公众股东同意了一系列股权转让议案,而这些议案实际上是侵害公众股东利益的。

三、加强 MBO 中的会计信息披露

双汇的会计信息披露存在遗漏,促成了其 MBO“暗道”实施,折射出我国国有企业 MBO 实施过程中会计监管缺失的问题。会计的基本职能是反映和监督,会计的职能通过向外

界提供会计信息来实现,会计信息的不完整使会计的职能实现受阻。因此,加强国有企业 MBO 实施过程中的会计信息披露,对保障国有企业 MBO 的会计监管有效性十分重要。本文就如何通过加强会计信息披露提高 MBO 过程中的会计监管提出了几点建议。

1. 完善上市公司 MBO 相关法律法规及建立信息披露规范体系,促进国有企业 MBO 程序透明化。由于《企业国有产权向管理层转让暂行规定》并未对企业 MBO 的路线做出具体规定,所以双汇实施“曲线 MBO”并未违规,仅信息披露不足违反了相关规定。可见,为了规范国有企业 MBO 程序,相关政府部门应该对“曲线 MBO”做出相关规定,禁止企业设计过于复杂的 MBO 路线,保证国有资产的安全。由于“曲线 MBO”的实施依赖于信息的披露缺失,所以还应该完善上市公司信息披露体系,建立起一套包括国家证券监管部门、中介机构和投资者利益保护组织在内的证券监管组织框架体系,确保有关上市公司信息披露制度的执行,避免信息披露缺失与“曲线 MBO”的再次结合。

2. 加强收购资金来源信息的披露。有效融资是 MBO 成功实施的关键,资金来源问题更是市场各方关注的焦点,资金来源甚至能导致与管理层收购的初衷背道而驰的现象的发生,为避免因为管理层缺乏资金支持而在 MBO 过程中给企业、股民、职工和国家带来损失,收购资金必须作为会计监管的重要内容,应对其来源信息作出相关披露。

我国许多公司在实施 MBO 过程中并未对收购资金的来源等会计信息进行披露,甚至还遮遮掩掩,管理层收购资金来源的合法性受到一定程度的质疑,这对公司的长远发展极其不利。

另外,在国内 MBO 的实践中,由于企业产权转让市场还不活跃,加强对管理层收购资金来源信息的披露,及监管整个过程的资金流动,能够有效防止企业 MBO 后持续的高分红对企业的正常发展造成影响。

3. 加大上市公司会计信息披露违规的处罚力度。对于这次双汇 MBO 的信息披露不足,证监会和深交所都尚在研究问题的性质及处罚措施,还未作出具体处罚。会计信息披露是资本市场有效运行的组成部分,完整、真实、及时的信息披露有助于投资者做出合理有效的投资决策。因此,证监会应该加大对上市公司会计信息披露违规的处罚力度,使违规的公司付出高额的经济代价和信用代价,这样才能使处罚案件本身对整顿市场秩序起到警示作用。

主要参考文献

1. 王勇,李珊珊.双汇 MBO 的意外.中国经济周刊,2010;12
2. 兰秀文.国企管理层收购存在的问题及对策.经济论坛,2008;18
3. 王慎.我国企业管理层收购(MBO)的困境与对策——基于国内企业相关案例分析.云南财经大学学报,2010;2
4. 王永刚.谈我国上市公司曲线 MBO 的监管问题.安阳工学院学报,2010;5