



热门文章

- 国外汇储备
- 何加强会计
- 用多元线性
- 国衍生金融
- 国有商业银行
- 章
- 章
- 品市场竞争
- 业银行走混
- 国存款保险
- 国创业板市
- 华夏并购案

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell

Meet face-to-face with top investment experts

Acquire a global market perspective

Discover profitable investment insights...



insights... investment biography discover

[2006年9月]我国上市公司MBO国有资产定价问题研究

【字体: 大 中 小】

作者: [冯宇 徐辑磊] 来源: [本站] 浏览:

一、引言

“管理层收购”(Management Buyouts, MBO)是目标公司的管理层通过外部融资机构的帮助,收购公司的股份或分支机构,从而改变本公司所有权结构、控制权结构和资产结构,进而重组本种杠杆收购。MBO最早起源于20世纪70年代的美国,而后延展到欧美和一些发展中国家,并在年代初和90年代的美国盛行,尤其是在90年代的高新技术企业中被广泛施行。实证研究表明价值的变化与管理人员持股比例呈正相关,在海外MBO的效应检验中,大部分结果验证了“管理一种比较有效的激励机制”的论断,多数支持了“管理者收购是可以创造价值”的观点。我国涉及国有资产转让的上市公司MBO最早始于1998年的杉杉股份,2001年呈现大跃进局面,2“顾之争”后,财政部叫停MBO,但各种曲线MBO、间接MBO和隐形MBO仍层出不穷。对备受争议内理论界魏兴耘(2003)和韩亮亮(2005)等学者多数肯定了MBO能够改变公司所有权结构、构和财务结构,提高公司经营发展能力,不过理论界对我国上市公司涉及国有资产的MBO定多置疑,本文将通过对目前上市公司MBO中的国有资产转让定价不合理问题进行了分析,并并提出解决问题的相关建议。

二、我国上市公司MBO及其国有资产的定价问题的分析

本文选取1998年至2004年之间的12宗上市公司涉及国有资产转让的MBO案例,分析发现上市国有

资产转让定价存在许多问题。首先是转让资产定价过低。12宗MBO(见表1)的平均转让价格为每股3.59元,而平均同期可资产值为3.48元,平均转让价格比平均同期可比每股净资产溢价为-5%,12宗中有9宗的于同期可比每股净资产值,同时转让价格与同期可比每股净资产值之间的相关系数为0.83,性较强。尽管在上市公司MBO的相关公告和信息披露中极少有对定价依据的批示,而且已有持是以每股净资产作为参考价格,但我国上市公司MBO涉及国有资产转让的定价依据可以认定每股净资产值。

其次,我国上市公司涉及国有资产MBO定价不公平。一方面管理层收购的国有股份与流通股同股不同价,即管理层收购后持有的股权暂时不能流通,但其收益权和控制权是与流通股最为关键的是管理层收购以大大低于流通股股东的持股成本的受让价格掌握了上市公司的控一方面是较短时间内的MBO收购同一公司股权而价格却相去甚远,例如特变电工三个股东出格却分别为3.1元、2.5元、1.24元,而在这些管理层收购的案例中却没有对此问题相关公告释。

再次,涉及国有资产MBO定价没有反应出控制权溢价和上市公司的潜在价值。12宗MBO的管理者间接持有目标上市公司股权的均值为33.15%,大部分上市公司MBO后管理层享有了对上市制权,而转让交易价格相对于同期可比每股净资产的溢价和管理层持有股权比例之间的相关0.006,二者无相关性;同时MBO当年和前一年的年末每股平均收益高达0.32元和0.31元,而相对于当期可比每股净资产的溢价与转让收购前一年末的收益和转让收购当年末的收益之间却只有0.20和0.19,所以交易价格与对上市公司的控制权和控制潜在价值无关。

表1 1998年—2004年之间的12宗上市公司涉及国有资产转让定价情况

数据来源:经沪深证券交易所、证券之星等网站和各上市公司年报及相关公告查询整理得来最后,我国上市公司MBO的定价缺乏公开性,涉及国有资产的转让中,收购者有意隐藏相关对定价依据、定价方法、定价流程和收购标的资产的相关价值信息的披露和揭示。

三、国有资产定价不合理的原因分析

出现我国上市公司MBO中国有资产定价不合理的原因很多,除我国资本市场的发育不完善,产管理中的“缺位”等深层次的原因之外,还有管理层的MBO动机异化、不正当行为和相完善,以及卖方信息不对称等原因。

首先,我国资本市场股权分置问题和产权交易市场的不健全两大突出问题是导致我国MBO定价根本原因。一方面,股市场存在人为的分割状态,流通股与国有股、法人股两类非流通股就存在相当大的价格悬殊;另一方面,作为上市公司的管理层收购自己所在上市公司非流通股的时候,通常都绕过要约收购线,选择通过管理层协议受让方式进行收购。产权交易市场全,没有较多的收购者等参与主体参与MBO的交易,这种协议转让定价过程本身就成为了买与两方相互谈判博弈的过程,更为严重的是,实践中我国上市公司MBO的定价过程被行政化,政府国有资产管理“缺位”,其一就是在作为政府的代言人的官员没有对目标企业合理估值的内在动力和估值环境,另一个表现就是政府财富的代言人容易在交易定价中陷入“寻租行为”的漩涡,使得最后的MBO成为了一种“内部人交易”。

其次,由于缺乏规范的法律依据和完善的操作规则,管理层的MBO动机容易异化。受让过程中极容易发生私下协商、暗箱操作的行为,管理层利用法律“真空地带”操纵财务报表虚减目标企业资产,更有甚者通过调剂或隐藏利润的办法扩大账面亏损,然后以此逼迫国有资产代理人低价转让股权,如果不转让,则扩大账面亏损直至上市公司被ST、PT后再以更低的价格收购。一旦MBO完成,高管人员再通过调账等方式使隐藏的利润合法地出现,再以年底大量现金分红的形式将国有资产“蚕食”。在这一方面虽然有一些法律条文不断出台,但在实际的执行过程中却难消国有资产贱卖之嫌。例如国资企发(1997)32号《股份有限公司国有股股东行使股权行为规范意见》规定“股份有限公司国有股股东行使股权转让时,转让价格不得低于公司每股净资产”,而且我国上市公司MBO转让涉及到国有股转让的需求经财政部批准,但实际定价往往低于净资产。

此外,作为资产买方的管理层相对于资产出让方的国有资产的管理者来说,处于信息的绝对优势地位,收购方是企业的实际控制人,甚至相当数量的收购方和目标企业的法定代表人同为一人,所以在正常的定价谈判过程中,国有资产的代言者也是处于信息不对称的地位。再加上管理层对上市公司的历史贡献需要得到补偿但没有衡量标准等因素的影响,使得我国上市公司涉及国有资产的MBO定价存在许多不合理的地方。

四、解决我国上市公司MBO国有资产转让定价问题的对策建议

1.我国上市公司MBO国有资产的定价首先要遵循“三公”原则,即公平、公正和公开的原则。定价流程

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell

Meet face-to-face with top investment experts

Acquire a global market perspective

Discover profitable investment insights...



insights... investment biography discover

透明化，目标公司主要的相关定价信息公开化，最后的交易价格、数量以及定价依据也需要在相关公告中做出批示。定价过程中需要保护好流通股股东的利益，防止管理层贱买国有股份后大量分红派息或进行不正当交易来掏空上市公司。在对目标公司的价值评估时需要动态地评价公司价值，除净资产之外，反应目标公司的潜在价值的各种因素也必须考虑进去，尤其是对于寡头垄断、高科技或高成长性行业的公司。

2. 对于我国上市公司MBO国有资产转让的定价方法，不能简单采用账面净资产定价法，但最后的交易价格的最低限为同期可比每股净资产的价格。对于成熟稳定型行业的交易价格可以采用以重置成本法评估下的企业资产为基数，加上企业的控制权溢价，再减去管理层的历史贡献量化后的补偿价值；对于高成长性、高收益性行业的公司的交易价格可以采用以折现现金流量法评估的企业价值额，减去管理层的历史贡献量化后的补偿价值。其中控制权溢价可以采用国内外同类型企业股份并购转让价格中的控制权溢价系数，管理层的历史贡献采用管理层在任岗位时间长度、在任职位级别和在任期间目标公司业绩增长率等指标来量化，折现现金流量法的折现系数可以采用短期国债利率或市场平均无风险资产收益率，折现现金流量法的现金流量可以通过目标企业近期收益率估测。

3. 在具体的收购实践中有更多的问题不能忽视。对标的公司的资产进行价值评估时，要由具有专业评估资格且信誉良好的资产评估机构对资产进行评估。国有资产管理部门在出售国有股份的过程中，要分派专职人员对目标公司进行价值评估、出售过程执行和转让全流程监督，并在允许的条件下尽量避免使用协议转让而采用要约转让的方式。充分利用现有在产权市场的资源，让尽可能多的战略投资者和其他股权购买者参与到我国上市公司MBO计划中国有资产的转让中来，增加资产的购买方和各种中介机构。

总之，遵循一定的定价原则是我国国有资产转让价格制定的前提条件，具体的财务测价方法必须根据目标公司的具体情况，考虑各种影响因素而度身选取，在定价过程中国有资产管理部门要加强定价过程的监控，并注意引入第三方中介机构、公正机构和其他战略投资者的参与，使得最终的定价市场化、透明化和合理化。

参考文献：

- 【1】陆跃祥 王延明 国有上市公司管理层收购的定价研究——管理层贡献和控制权溢价的量化及实证检验 北京师范大学学报社会科学版 2005年5期
- 【2】王翔 徐邓耀 对我国管理层收购的思考 经济问题探索 2004年7期
- 【3】蒋顺才 我国上市公司MBO定价问题研究 上海会计 2003年11期  
(作者单位：苏州大学金融)

【 评论 】 【 推荐 】

评一评

正在读取...



笔名：



评论：

发表评论

重写评论

[评论将在5分钟内被审核，请耐心等待]

【注】 发表评论必需遵守以下条例：

- 尊重网上道德，遵守中华人民共和国的各项有关法律法规
- 承担一切因您的行为而直接或间接导致的民事或刑事责任
- 本站管理人员有权保留或删除其管辖留言中的任意内容
- 本站有权在网站内转载或引用您的评论
- 参与本评论即表明您已经阅读并接受上述条款

Copyright ©2007-2008 时代金融

XML RSS 2.0



EliteArticle System Version 3.00 Beta2

当前风格：经典风格

云南省昆明市正义路69号金融大厦