

我国管理层收购实施现状及对策研究

文/郭正杰

一、管理层收购概述

管理层收购(MBO)是指在所有权与经营权相分离的公司中,管理层(即少数几位公司高管)通过融资的方式收购公司的股权,从而改变公司所有权结构,获得公司控制权的一种并购方式。对管理层收购的起源问题有不同的说法。一种说法是MBO最早由英国经济学家麦克·赖特(Mike Wright)于1980年提出。当时英国开始大规模的经济自由化的进程,即第二次世界大战后初期国有化浪潮中形成的国有企业私营化,主要的国有企业,如电报和无线电、英国电信、英国天然气、英国石化和水电公用事业在1981~1987年间均实现了私有化。在此过程中,管理层收购成为私有化的重要方式。另一种说法是,MBO是美国60、70年代兴起的杠杆收购(Leveraged Buy-out, LBO)的一个副产品。由于在成功的收购交易中,企业管理层起着关键作用,所以在杠杆收购兴起之后,越来越多的公司管理层有条件在收购交易中通过借债融资的方式直接参股或控股,从而产生了MBO。

二、我国管理层收购的产生与现状

管理层收购的发端在我国主要是源于对于国有企业,特别是小型国有企业的改革,大致经过了先小型国企、后民营企业、再上市公司等三个发展阶段。

从改革开放之初到20世纪80年代末,我国对国有企业先后实行放权让利、承包经营责任制、股份制改造、上市等方面的改革。1993年11月,中共十四届三中全会做出了《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》,决定指出,“一般小型国有企业,有的可实行承包经营、租赁经营,有的可改组为股份合作制,也可以出售给集体或个人”。从各地的实践情况看,由国有小企业的在任经理人员(或与职工)共同购买企业成了一种较为通行的解决方案。这种将国有企业卖给在任经理人员(或与职工)的产权改革方案,实质上就是管理层收购。1998年5月由四通集团职工持股会和四通集团共同投资设立北京四通投资有限公司,并于1999年试行了管理层收购。其后,MBO在民营企业中被广泛运用。进入21世纪后,上市公司的管理层收购才逐渐进入大众视野,成为社会关注的焦点。2003年之前,上市公司管理层收购主要体现在管理层通过设立收购公司直接收购上市公司国有股,如粤美的、胜利股份、深圳方大等。粤美的在2001年进行的管理层收购,成为国内首家完成MBO的上市公司。2003年4月,财政部向原国家经贸委企业司发函,建议“在相关法规制度未完善之前,对采取管理层收购的行为予以暂停受理和审批,待有关部门研究提出相关措施后再作决定”。此文件的出台,使此前火爆一时的管理层收购活动暂告一段落。2004年到2005年,国资委先后颁布了《关于规范国有企业改制工作的意见》、《企业国有产权转让管理暂行办法》、《企业国有产权向管理层转让暂行规定》等文件规定,在规范国有企业改制及国有产权转让行为的同时,也对国有企业管理层收购进行了原则性规定,2006年1月,证监会发布了《关于进一步规范国有企业改制工作的实施意见》,对管理层收购涉及的信息披露等问题进行了规范。但从整体上看,这此规定文件还没有形成一整套关于管理层收购的相关体系。所以在这些规定发布后,中国的管理层收购依然处于一种半地下状态,计划实施和正在实施的企业都十分谨慎,十分低调。

三、管理层收购在我国实施过程中存在的问题

1、收购价格缺乏公正性

在我国,实施MBO的企业大部分是国有控股企业,从现有的上市公司管理层收购案例来看,大部分的收购价格都低于公司股票的每股净资产。比如,粤美的MBO中,第一次股权转让价格为2.95元,第二次转让价格为3元,均低于公司当时的每股净资产4.07元。佛塑股份的MBO中,股权转让价格2.95元,也低于公司披露的每股净资产3.19元。这种情况的发生,不仅会造成国有资产的大量流失,而且也极不利于企业今后的正常生产经营。有人认为,实施MBO制定较低的价格是对国有控股企业经营管理者历史贡献的一种补偿,也是对其进行的一种激励措施。但从实施情况来看,这种补偿激励机制并没有起到多大的作用,相反,却可能引发一系列侵吞国有资产、破坏市场三公原则、损害公司相关者利益等一系列问题。在管理层收购中,由于公司高层管理人员通常更了解公司情况,因此在谈判中往往处于事实上的优势地位,对转让价格有着更为直接和巨大的影响力,因而也带来了较大的道德风险。在目前会计信息失真与股票二级市场价格不合理的情况下,目标公司价值的评估,绝大多数就取决于收购双方的谈判地位,因而价值评估变也就变成了管理层的拍脑袋问题。在这种情况下,管理层就极有可能通过低价收购企业,把国有资产变成自己的私人财产,而对广大的中小投资者来说,很难判断国有资产是否得到了公平的交易。很显然,在这种背景下制定的收购价格,其公正性令人置疑。

2、管理层收购中存在融资手段单一、筹资渠道不畅等问题

在西方国家，管理层收购是一种典型的杠杆收购方式，管理层可以通过发行垃圾债券等方式筹集大部分收购资金。而我国法律不允许企业发行垃圾债券。从目前情况看，已实施或正在实施的管理层收购所需巨额资金中，仅有10%~30%来自公司管理层腰包，其余大部分是公司以固定资产做抵押的贷款。这种抵押本公司的股权融资，将导致公司股权价值的损失，从而损害其他持股股东的利益。其次，融资渠道不规范，收购资金来源不明。管理层收购涉及的金额巨大，通常远远超过管理层个人的支付能力，这就需要金融资本的大力支持。但目前国内资本市场还不发达，而MBO须借助完善的金融体系和多样化的金融工具才能顺利实现。管理层不得不通过各种灰色渠道融进资金，甚至促成种种关联交易，想方设法利用目标公司的资产为自己的收购“买单”，这些资金和交易的安全性着实令人担心。最后，管理层融资后存在着严重的风险承担问题。管理层收购中，借贷是融资的主要途径，管理层将担负高额的还债压力。管理层可能会通过不当手段加大分红力度，增加管理层获得的股权利益或是利用公司的法人资格进行不法交易获取非法利益，以偿还贷款。这样就违背了管理层收购的目的，降低了公司的现金流量，透支内源融资能力，加重了企业的财务风险，必然会影响企业的可持续发展。

3、信息披露不规范

(1) MBO定价依据的披露。MBO在收购价格方面普遍存在着净资产情结，大多数收购定价低于公司净资产。但从公开的信息来看，有关方面未给出任何解释，因而出现定价黑洞。

(2) MBO的资金来源披露问题。现已完成MBO的公司在这方面的信息披露较为简单，一般只披露收购资金是通过股东出资或向金融机构融资解决，均未进一步说明具体融资金额、还款计划等内容，有的公司甚至根本不披露这方面的信息。由于目前还没有关于MBO资金来源和还款方式强制性披露方面的明确规定，从而给“暗箱操作”留下了政策空隙。

(3) MBO的目的与后续计划安排。多数管理层收购的目的是为了明晰产权，提高公司生产经营效率，但不容忽视的是，仍然存在少数公司的管理层利用信息不对称，打着股权激励的幌子，掏空国有控股公司，侵吞国有资产。特别是由于收购完成以后，目标公司内部人与第一大股东合二为一，如果监管不力，将会出现严重的内部人控制，进而损害中小股东的利益。

4、MBO完成后仍可能存在“内部人控制问题”

一般认为，在现代公司制度下，企业的所有权与经营权相分离，管理层的个人利益与经营成果之间并没有直接的联系，管理层与所有者的目标利益不一致，即所谓“激励不相容”，于是就会产生委托代理成本。通过管理层收购后，公司的经营权与所有权合二为一，可以产生“激励相容”效果，从而大大降低乃至消除代理成本。但在我国，管理层收购并不意味着“内部人控制”问题的消失，而是可能会产生新的“内部人控制问题”。其原因在于，在我国，管理层只是收购了整个公司股权的20%-30%，处于相对控股的地位，代理问题并没有根本消除；同时在我国MBO实施过程中，由于资本市场不发达，缺乏战略投资者和机构投资者，难以对管理层形成有效的外部监督，从而容易产生新的内部人控制问题。

5、管理收购后企业的后续发展问题

MBO完成后，公司的后续发展仍面临一些突出的问题。第一，公司MBO实施完成之后，管理层持大股东或控股，集所有权与经营权于一身，如果缺乏有效的监管，可能出现新的内部人“一股独大”的局面。第二，MBO是一种典型的杠杆收购形式，通常情况下管理层自有资金仅占收购资金的10%~30%，因此在杠杆放大效应下，财务风险十分显著。企业的经营风险与财务风险交织在一起，使企业风险进一步加大。第三，MBO成功后，管理层往往存在着强烈的分红冲动，从而加大公司的财务风险，降低公司的资产质量。第四，MBO只是一种产权转换形式，管理层的经营管理能力是影响企业后续发展的重要因素。但由于我国经理人市场发展滞后，国有企业的管理层一般是通过行政手段任命的，而不是市场竞争的结果，其经营管理能力还需要通过市场的检验。以上问题都会对公司的后续发展产生重大影响。

四、规范我国管理层收购的对策建议

1、构建管理层收购的法律规范体系，为MBO规范实施保驾护航

目前，我国在MBO实施方面还没有专门立法，对管理层收购的相关法律、规定散见于《公司法》、《证券法》以及财政部、国资委、发改委、证监会等部门机构下发的通知、文件中，这些规定、文件政出多门，大多是在特定时期为解决某些特定问题而出台的临时措施，既不系统、也不够完善，极不利于管理层收购在我国的实施和发展。为此，笔者建议政府有关部门应加快对管理层收购方面的立法研究，对已发布的文件、通知、规定进行系统整合，在现阶段可先专门制定《管理层收购条例》，对管理层收购的定义、原则、适用范围以及管理层收购的对象、主体、收购价格、融资方式、信息披露、中小股东利益保护、监管和法律责任等问题作出明确规定，以规范、解决当前管理层收购实施过程中出现的急迫问题。待条件具备、时机成熟，再将条例提升到法律层面，构建以《管理层收购法》为主体，实施细则、条例、规章、文件等为辅的系统、完善的法律规范体系。

2、建立公正、透明、市场定价机制，防止国有资产流失

第一，建立多层次的市场体系，应对不同形式、不同层次的证券交易市场做出具体规范，使上市公司和非上市公司的MBO在法律政策前提上有竞价交易的可能。第二，引入市场竞价制度，通过竞价交易促使MBO定价过程的公开化和透明化，尽可能减少内部人交易现象的产生。第三，规范资产评估、审计等中介机构的行为，加强对中介机构的监管，增强中介机构执业的独立性。第四，将收购价格与MBO后企业业绩动态挂钩。例如，在实施MBO时，目标公司与管理层之间签订一份价格协议，列出收购价格变动的条件，MBO后的X年，当企业业绩增长超过一定百分比时，收购价格应相应提高到某个水平。例如英国维克造船工程公司(VSEL)最初进行MBO的初定价为6000万英镑，而后根据协议随着业绩的增长收购价可能调整到1亿英镑甚至更高。

3、进行金融创新，拓宽MBO融资渠道

(1) 大力发展各种金融机构和中介机构，进行制度创新和金融工具创新。具体措施包括：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有限限制；放宽企业债券的发行限制；探索次级债务工具；建立企业优先股融资机制等。

(2) 引入战略投资者。战略投资者通常是指以获得资本增值为主要目的的机构投资者或个人，一般由投资银行、养老基金、保险基金等机构担任。通过引入战略投资者的融资方式，可以改变我国现有的MBO融资机制，为我国管理层收购提供多元化的融资方式，有利于融资结构的优化和MBO后企业稳定、理性、健康的发展。

(3) 建立和完善管理层收购融资的退出机制。西方发达国家管理层收购融资退出机制的优点在于：第一，管理层完成收购以后必须进行大规模的重组，以大幅度提高公司业绩，以减少高负债带来的还款压力；第二，建立债务融资与权益资本相互转换的混合融资工具，在保证债务安全性的同时，增加债权人的灵活选择机制；第三，管理层收购融资退出机制是管理层收购中各种融资主体重要退出途径，而且可以有效监督债务人的行为。因此，我国应加快建立和完善MBO的融资退出机制。

4、加强监管，规范管理层收购信息披露制度

第一，制定以《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》为基础，明确规定国有企业、特别是国有上市公司MBO的信息披露内容和程序。对收购目的、收购主体、定价依据、收购价格、资金来源、还款计划、持股期限、后续资产重组与产业整合计划等关键要素，强制性要求必须披露。第二，建议采取追溯性原则和动态监管原则。在MBO发生前后的2~3年内，如果出现财务政策发生重大变化、存在重大资产处置和关联交易、经营业绩和净资产波动较大等情况，应及时进行外部审计，以确认是否存在内部人交易问题，核查此前信息披露的真实性。第三，完善外部监控机制，强化对MBO信息披露的监管。应借鉴发达国家的经验，完善相关监管技术和手段，完善定期报告制度；加强监管部门的执法力度，加大对违反MBO信息披露义务的公司的处罚力度，完善有关责任承担方式和对其他股东造成损失时的法律救济规定；完善上市公司治理结构，充分发挥独立董事的监督作用。

5、防止MBO后，出现新的内部人控制问题

第一，应强化对国有公司MBO后的经营情况和财务风险的监管，加强对MBO后企业运作的监管。MBO后管理层往往急于完成资本套现，一是通过调账等方式使隐藏的利润合法地出现。二是变卖资产，将私人不良资产高价出售给目标公司，利用公司的信用为自己的其他公司担保，或无成本挪用目标公司的资金等等。所以，要重视对MBO前后经营情况以及比较财务报表的审核。第二，为防范公司治理结构上的风险，MBO公司应当增设独立董事、外部董事，制约管理层股东利用其特殊地位，做不利于公司和外部股东的行为。第三，积极加快资本市场的建设，培育积极投资者并在MBO中引入战略投资者、风险资本等。第四，应建立中小股东和债权人利益保护机制，包括法律诉讼制度等，来制衡内部人对中小股东利益的侵害。

6、进行资源整合，提高公司持续发展能力

首先要建立有效的公司治理结构。现代企业制度下的公司治理结构是一种基于效率原则，关于企业组织内部各要素、相关者之间的责任、权利、风险、利益相匹配的制度安排，是一种在所有者和经营者制衡关系下驱动效率改进的契约约束。科学合理的公司治理结构是公司资源得以有效整合的前提。第二，要重新制定企业的发展战略规划。通过实施战略规划，可以培养管理层的战略思维理念，有助于内部资源的合理分配，同时还可以加强普通员工和中下层管理人员的参与意识，促进企业内部的沟通，从而提高企业的持续经营能力。第三，应集中资源发展核心项目。第四，要转换用人机制和分配机制，调动企业员工的积极性和创造性，以实现MBO后企业资源的最优组合。

五、结论

2006年1月1日，修订后的《公司法》、《证券法》颁布实施，2007年3月16日我国十届人大第五次会议通过、将于2007年10月1日实行的《物权法》颁布，2007年3月28日中国银行私人银行业务正式在上海和北京两地亮相，成为中资银行首家推出高端个人服务的银行。这些信息无疑在向我们表明，我国的经济、法律、金融环境的建设已跨入了一个健康、规范、有序的新阶段。笔者坚信，在这样的大好形势下，管理层收购这一有效的资本运作工具，必将在我国进行市场经济建设、实施

民进国退战略、提高企业经营效率等过程中迎来一个春光明媚、前景更加广阔的春天！（作者单位：中原工学院）

相关链接

试论实体经济、虚拟经济对我国经济发展的启示
论大学生就业“潜市场”：社会资本作为配置机制
企业社会责任建设需要强化地方政府监管行为
技能人才供不应求 人才网站提供破解良招
论我国价格听证制度的问题与对策
我国技工短缺问题探讨
浅谈房地产投资及其风险防范
工业企业基地与城市空间整合研究
我国管理层收购实施现状及对策研究
非物质文化遗产数字化保护的经济意义
基于马尔可夫分析的住房公积金贷款风险研究

本网站为集团经济研究杂志社唯一网站，所刊登的集团经济研究各种新闻、信息和各种专题专栏资料，均为集团经济研究版权所有。

地址：北京市朝阳区关东店甲1号106室 邮编：100020 电话/传真：（010）65015547/ 65015546

制作单位：集团经济研究网络中心