

国有企业管理者持股（MBO）机制的理性分析

文/施春来

一、管理层持股（MBO）的效用机理分析

MBO，即Management Buy-outs，译成中文是“管理者收购”或“管理层收购”、“经理层融资收购”。在资本市场相对成熟的西方发达国家，MBO是LBO即“杠杆收购”（Leveraged Buy-outs）的一种。

在现代企业组织形式下，所有权与控制权相分离，掌握所有权的股东往往不亲自去经营管理企业，而是委托职业经理来管理，这就形成了委托代理关系。问题在于所有者与经营管理者目标函数不同，拥有更多关于企业内部信息的经营管理者可能会利用信息优势损害所有者的利益，即存在道德风险。这些问题导致了一系列的成本：委托人的监督支出；代理人的保证支出等。Jensen和Meckling（1976）将之称为代理成本。为了解决代理问题，降低代理成本，委托人必须有一套激励约束机制来使得代理人朝着委托人福利最大化的方向行进。管理层持股就是激励机制的一种。

管理层持股的出发点是作为一种激励机制，但它是否能发挥作用还受到很多因素的制约。因为（1）MBO是一种激励机制，它并不能单独发挥作用，它还需要有相关配套机制。比如，由于激励与约束是不可分的，如果对应的约束机制不健全，它可能会失效；（2）MBO发挥作用需要适当的外部环境，如果不具备其所需的外部环境，管理层持股也未必有效；（3）作为一种激励机制的管理层持股是在一定的环境下出现的，企业的特征（所有制、规模、行业技术特征等）将影响到是否使用这种激励方式，因为在某些企业中其他的激励机制可能更有效、更合算；（4）管理层的特征也会影响MBO机制的有效性。

MBO需要配套机制，而配套机制有两类，一类是支持管理层持股的机制；另一类是与管理层持股对应的控制机制。前一类机制有：经营者选择机制、授权机制、激励强度机制等。MBO是一种激励机制，旨在让管理者更好地为企业价值最大化服务，但如果管理层本身没有相应的能力，也不会有好的企业业绩，也就是说，如果选择优秀经营者这个环节没解决好，管理层持股所发挥的作用也就极其有限。另外，要让管理者能够自己做主，独立地制定经营决策，要有健全的公司治理结构的支持。要想增加激励的强度，必须让管理者持有较多的股份，否则，激励效果也不会明显。

后一类机制有：持股期限约束、权力制衡机制等。让管理层持股的目的是拉近股东与管理者的目标，但如果管理者不长期持有股份，而是待机出售套现，那就与股东的初衷相悖了。因此，与管理层持股这种机制配套的还应有对管理层所持股份期限的限制。让MBO可激发起其经营投入与市场表现，但当管理者通过其所持股份拥有了更大的权力时就有可能利用这种权力去追求更多的个人利益（内部控制），所以，在此时必须有一种制约的力量。

MBO发挥作用的外部环境主要是有制度环境，如法律环境、市场环境等。法律环境如公司法、证券法等相关法规对管理者持股的有关规定，它们会影响企业激励机制的选择，也会影响激励机制的有效性。市场环境如经理人市场、公司控制权市场、产品市场的竞争。

通过对管理层持股可能出现问题的分析不难发现，正是因为管理者拥有了信息优势，股东直接监督从成本效益原则上讲不可行，所以才出现了管理层持股。MBO意味着股东要放弃一部分股权，让渡更大的利益给管理者。如果股东能够以较小的成本监督管理者，那么就不需要使用管理层持股这种机制了。企业的实物资产越多，表明管理者的工作越易监督，无形资产越多，表明需管理者斟酌的决策越多，管理工作越不易监督。所以，该机制的使用在一些成长期较长、更为注重长期发展的企业中使用较多。

管理者自身的特征也影响着管理层持股发挥作用的程度。如管理者对风险的偏好程度。因为管理者已经将大量的专用性人力资本投入了企业，风险回避的管理者不会接受再在企业中投入大量的物力资本。管理者个人财富的多少也影响着该机制的作用效果，如果管理者个人财富相对较少，那么该机制的作用就会强些，如果管理者的个人财富相对较多，那么只有较多的持股才能发挥激励作用。

二、国有企业产权改革采用MBO之认知分析

1、国有企业产权形成不同类别之认知。

首先，第一类国企历史上是用国家财力真金白银投资而成，市场化改革后，又身处国家垄断行业，所以，财政投资和行政垄断超额利润是这类公司资产形成的主要来源。这就是曾经“抓大放小”里的那个“大”，特别是超大型国有企业。这个类别，首要的任务不是产权改革，而是开放市场竞争。没有充分开放市场竞争之前，国家的财务资产与管理者、员工的人力资产无从定价，产权

改革就没有条件，如铁路、国有商业银行。

第二类是已经进入市场竞争的国企和集体企业，在企业数目上是绝大多数。不管什么历史原因，反正现在经营困难、甚至资不抵债。这类公司企业的产权改革，重点是了断债务，特别是对中老年员工的隐形债务。这也是改制最困难的一个类别。

第三类，就是在市场竞争中杀出一条路来的经营较为成功国企或集体制公司。大多数公司是改革开放以后搞起来的，国家基本没有财力投资，主要就是给政策。限于历史条件，法律载体只能是当时仅有的国有制或集体制（红帽子），但实际上这些公司资产的形成，一靠创业企业家和员工的人力资本，二靠市场信用。因为是从市场竞争中杀出来的，创业企业家控制着由他们领导形成资产的公司；但在法律上，公司的资产还是归抽象的国家或集体：其一，在创办企业时，不管资金来源如何，只要创办人最初约定的财产归属是集体所有而非某人或某些人所有；其二，在收入分配方式上是按个人劳动贡献大小确定，而不是以所占财产份额分配。人力资本尤其是企业家和创业骨干的人力资本产权没有得到价值化体现。其三，企业所创剩余价值不归某个人所有，而成为集体积累。这类公司改制重点就是承认企业家和人力资本应该得到的合法产权。

2、国有企业产权深度改革实践过程之认知

首先，需要国有企业产权改革解决的不是贱买贱卖的问题，而是造成这种现象背后的原因。如果所有者自己不能管理好企业，那么雇佣别人来管理或者出卖都是可行的途径。贱买贱卖在市场的产权交易中也是可以接受的，无论在哪个国家都存在。而且所谓贱买贱卖的评价标准是部分人的理解，对于出卖者或者购买者而言，他们的定价标准也许与这部分读者的标准不一样。关键问题是，现在的产权交易往往建立在市场无序的基础上，所以这种贱买贱卖就缺乏合理的解释。这就是部分学者承认国有资产流失是个事实的现实基础。

其次，国有企业搞不好不单单是所有权问题，更为重要是科学管理问题。有的学者认为国有企业搞不好的原因是所有权问题，似乎解决了所有权问题就解决了一切问题的根源。所有权问题固然很重要，但是所有权问题代替不了企业科学管理问题。管理落后是我们中国多数企业共病。国有企业产权深化改革之途径选择不能离开对管理提升的机制因素的考量。

再次，国有企业产权改革不是所有者是否存在的问题，而是所有者管理能否到位的问题。国有企业的所有者是很明确的，是客观存在的，无需讨论，在国有企业改革的过程中不能无视所有者的存在，一定要尊重所有者的权利，关注所有者行使权利时对利益相关者的影响。所谓“二十年的全民所有等于谁也没有”实际上说的是全民所有如何才能使股东真正可以行使权利的问题。

如何使国有企业所有者及其代表能够切实行使到对公共财产的管理权，需要政府的努力。但是所有者管理不能到位也是公众公司共有的问题，并非国有企业独有。这个问题诚然需要解决，但更重要的是作为公共秩序维护者的政府一定要承担起建立起规范的市场秩序责任，政府要遵循市场经济的规律管理到位。这也是检验政府执政能力的重要构成内容。这个“共识”就是，国有企业必须改革，所要选择的只是途径问题，不是是否需要改革的问题，什么样的途径都可以尝试，但是一定要要是合法、合理的，不能伤害了相关者的合理利益而只满足了某一方面或两方面的特殊利益群体。

3、国有企业实施MBO国际比较之认知

在我国实施MBO有两个最核心问题有待解决：一是缔造一大批合适的收购主体。二是正常收购资金的持续来源。近两三年，对管理者MBO的功过是非、放行与叫停已几经反复，而每一次论争之后的评价都直接关系到国企改革下一步的方向与速度。目前关键是要对MBO有正确的共识，MBO可以为优秀管理者提供有效的激励，但MBO并不是一台塑造优秀管理者的机器。应用一项制度，关键还是看制度的目的以及它起作用的机制，而不是制度的形式。激励制度归根结底是要激励正确的人，离开了这一点，仅仅在制度本身上面翻花样是不起作用的。

在国有资本合规退出的时候，外资、民资和企业内部的管理层与职工，都可以是受让方。

“所以从法律上讲，你并不能剥夺任何一方的受让权，他们应该是平等的。”而且，管理层与外资、民资一样都是经济人，就都会有同样的合理的趋利动机，谁也不能得出在收购国有企业时，无论从道德水平、从管理水平、从对企业未来的发展而言，外部人一定都比内部管理层好的结论。

此外，国有企业实施的MBO与西方国家有较大的不同，所以完全拿西方国家的MBO来衡量我国国企的MBO是不可取的。西方国家的MBO不过是企业产权变动过程中，管理层进行杠杆收购、反收购的一种方式，它是两个完全同等的出资人之间的产权变更，并不存在制度变革的意义。而我们国家的管理者持股MBO则是国有企业制度变革的一种重要方式。具体来看：首先，西方MBO多采用杠杆收购方式，其借贷融资手段比较灵活和特殊；而中国的MBO，其融资手段受到国家现行的法律和政策的制约，很少采用杠杆收购的方式。其次，西方MBO绝大多数都是目标公司的管理层作为收购主体；而中国MBO从已发生的情况来看收购主体多是职工持股会（或全员）。西方MBO中的经理层是指公司部门经理以上的高级管理人员；而中国的职工持股会，一般是以社团法人单位的形式代表全体参加持股会的员工。其三，西方MBO多发生在上市公司和大型集团公司；而中国的MBO多发生（国家政策明确要求）在国有中小型企业 and 中小型集体所有制企业，大型国企实施MBO有较多的不明朗政

相关链接

会计信息相关者对上市公司会计信息质量的影响
国有企业管理者持股（MBO）机制的理性分析
引入股票期权制度 重塑企业长期激励机制
股东账簿查阅权适用法律的若干问题分析
浅析我国证券投资基金行为的市场效应
凭证式国债运作与监管中存在的问题及其对策

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