

管理层收购在国有企业实施的若干问题及对策

■ 田津虎 郭晓娟

自1999年北京四通集团管理层收购(MBO)计划开始,管理层收购逐渐在中国企业界流行起来。2000年,粤美成为我国证券市场上第一家成功实现管理层收购的上市公司,随后越来越多的国有企业开始尝试管理层收购。目前,管理层收购成为社会高度关注的焦点。

一、管理层收购的概述

1. 管理层收购的实质

管理层收购是一种公司收购方

式,主要是指公司经理层通过外部融资机构收购目标公司的一部分股权,从而完成由经理层到股东的转变。市场上已经存在的管理层收购大都是公司主要经理层以自然人身份出资设立项目公司,以项目公司向银行质押获得银行贷款,进而用贷款得来的资金收购目标公司的部分股权,从而达到最终控股目标公司的目的。最终,经理层集所有权与经营权于一身,在某种程度上实现了所有权与经营权的统一。

管理层收购实质上是一种资产剥离的方式,主要通过借贷融资来完成“杠杆收购”,通过实施管理层收购,可以改变目标公司的公司治理结构、所有权结构、控制权结构和资产结构,进而达到重组公司的目的。

2. 管理层收购的意义

通过管理层收购,可以调节公司的委托代理关系,降低委托代理成本,建立高效的激励机制;管理层收购是实现国有资产减持的有效

确认计量到每一项目性质上去,最后按法定程序予以清偿直至终结。

九、公司财务报表和信息披露

对公司财务报告,投资者、股东及债权人最关心的是所付出的资本,一是用来干什么,二是用到什么地方,三是所带来的效益,四是公司是如何亏损的。公司的信息披露按项目投资和项目性质分析汇总就能较好地达到这一要求。由于计算机的普遍运用和网络信息化时代的到来,硬件和软件上都能达到其方法的要求,只不过是储存器上多记录一笔数据或明细而已。从信息披露

角度也能把公司财务情况清晰地展示在投资者、股东、债权人面前。财务报表概貌和明细组成也便于通过会计电算化输送出来。相对而言备查记录要多些,有利于把会计工作重心转移到管理上来,也便于集中

项投资按性质相同的汇总,各明细项目也一样。针对财务报表应采用罗列示方式,对相同性质的就按“资本=动力=未来”模式罗列汇总披露,这样也便于投资者、股东、债权人清晰了解公司财务状况。如表4:

表4

资本	动力	未来
资本投资① 资本投资②	①银行存款 现金(狭义)等 ②银行存款、 现金 (狭义)等	已实现①收益 银行存款、现金、材料、 固定资产等..... 已实现②收益:.....

核算。集团公司财务报表报出和信息披露只是对财产不评估外,剔除互抵项目,逐一按项目性质汇总,单

[作者单位]四川石油管理局井下作业公司;四川石油管理局井下作业公司机械厂。

[责任编辑]王淑卿

途径；管理层收购可以优化公司治理结构，改变国有股“一股独大”的现象。

但是，在中国现有的特殊国情下，出现了经理层通过管理层收购掠夺国有资产，侵占公司财富，损害其他股东利益等一系列问题，从而对公司绩效产生负面影响，引发公司危机。

二、我国企业实施经理层收购面临的若干问题

管理层收购是在美国等市场秩序较为健全的国家出现并发展起来的。我国将其引入国有企业产权改革领域的目的是使国有企业在改制的时候，大体保持企业稳定，而不至于造成企业大起大落，使国有股减持按部就班地得以开展。然而，管理层收购是一种对制度环境要求相当苛刻的产权交易模式，而目前国内并不具备企业产权明晰、相关法律法规完备等条件。在这种情况下实行管理层收购，大小问题也接踵而来。具体来看，我国管理层收购的问题主要集中在以下三个方面：

1. 管理层收购前所面临的问题：融资问题

一般情况下，管理层收购所涉及的收购价格金额十分巨大，通常远远超过经理层个人的支付能力，经理层自身提供的资金往往只占总收购价格中的很少一部分，绝大部分还要依靠外来资金。因此，进行经理层收购必须解决融资问题。

在中国，管理层收购在实施过程中很难得到来自银行和证券公司的资金支持，使经理层面临巨大资

金压力。管理层收购的绝大多数资金来自负债，而在我国现行的金融体制下，在融资方面存在较大的障碍：从银行融资的可能性非常小，现有法律禁止企业拿股权或资产为抵押向银行担保，再把融资资金给个人，同时法律还禁止个人以股票作为质押向银行贷款收购股权，即从银行融资或非银行金融机构融资进行管理层收购这条路在中国行不通；缺少机构投资者，其他金融机构如信托公司、证券公司和保险公司一般不允许介入管理层收购，机构投资者这条路在中国也行不通。

所以，在目前的管理层收购中，经理层对于收购所用的巨额资金来源都不清楚。在缺乏监督和信息公开不对称情况下，经理层有可能为应付巨额还款而用收购企业的资产做抵押向银行借款，影响了企业长远发展，所有这些都反映了现行法律法规与国企改革的不相适应及金融体制改革的落后。

在上述情况下，经理层缺乏正规的融资渠道，其出资和购买便出现了多种形式，甚至运用不正当手段筹集资金，给企业发展带来不利的影响。融资障碍是目前国内企业管理层收购运作的最大障碍。

2. 管理层收购过程中所面临的问题：定价问题

定价问题是管理层收购中的核心问题，而我国缺乏科学、规范的国有股定价机制。由于信息不对称，经理层拥有大量关键的公司信息，在管理层收购定价问题上处于绝对有利的地位，有条件通过会计手段来隐瞒国有资产和虚报企业利

润，故意压低收购价格，侵占原股东利益，侵吞国有资产。

目前，我国企业在定价问题上一般采用每股净资产作为定价标准。每股净资产指每股普通股所代表的净资产的价值，是从会计角度对企业的历史记录，并不代表资产的优劣和企业未来的盈利能力，通常不能据此合理做出目标公司未来现金流量和盈利的预期，这种定价方法混淆了公司实际价值与管理层收购成本之间的内在联系，对于大部分企业来说，此定价标准显然不恰当。我国《关于规范国有企业改制工作的意见》中规定，国家非流通股的转让价格不得低于每股净资产。另外，企业在定价时并未考虑到企业的无形资产价值。企业的无形资产，如市场占有率、商誉、公司品牌等，由于会计核算的局限性无法在企业的会计报表中得以体现，但将在未来的盈利能力上得到体现。

但是从现有的企业管理层收购案例来看，大部分的收购价格低于企业股票的每股净资产。以如此低价转让企业财产，导致了国有资产的大量流失。一方面，收购价格低于企业的账面价值，造成了企业的账面资产流失；另一方面，收购价格没有反映出企业的无形资产价值，这样就造成了企业无形资产的流失。

3. 管理层收购完成后所面临的问题：企业整合问题

公司在完成管理层收购后，虽然在激励经理层的积极性，降低代理成本，改善企业经营状况等方面

起了积极作用,但在企业整合方面出现了新的问题,具体表现在公司治理结构方面和偿还债务两个方面。

在管理层收购完成以后,形成经理层与股东身份的重合,这一方面增强了企业的控制度,但另一方面也不可避免地导致企业权力过分集中,经理层通过各种方式滥用权力侵害中小股东的利益将更为便捷。如果相应的国家监管没有到位,目标公司极可能出现以经理层为代表的新的“内部人控制”来代替原有的国有股“一股独大”,出现更为严重的公司治理问题。一旦经理层持有公司股权的比例超过了一定的界限,往往会为了提高自己持有股份的价值,经理层将会利用信息优势侵占中小股东和企业的利益,加重了企业的经营风险。

在偿还债务方面,由于在目前没有股权转让渠道的情况下,经理层必然要通过企业年终分红来承担这个压力,这样经理层有可能采取过度的大比例的分红,从而降低了企业的现金流量,这对企业的持续经营是不利的。

所以,在管理层收购后还必须建立相应的国家监管体制,进一步抓好国有企业的管理。

对应上面所提出的问题,郎咸平先生对国有企业的管理层收购所导致的国有资产大量流失的批判是令人深省的。由此提出以下对策和建议。

三、对策及相关建议

如何对管理层收购进行有效的约束和监管,防止出现损害国家、集体和其他中小股东利益行为的发生,保护投资者的利益,从制度上解决管理层收购的各种问题,促进其规范运作,已成为一件刻不容缓的事情。具体说,包括以下三个方面:

1.由于收购标的价格通常都远高于经理层自身的支付能力,因而巨大的资金缺口需要依靠外部融资来弥补。但目前我国禁止将银行存款作为股权投资,而企业之间的借债行为也受到限制。因此,应积极建立风险投资机构,充分利用机构投资者在管理层收购中的作用,因为机构投资者具有资金量大、投资分散等特点,有利于降低投资风险;另外,开发新的金融工具,从新的角度为管理层收购拓展融资渠道,对管理层收购也具有十分重要的意义。

2.利用现有的产权交易市场,先由中介机构对国有股权进行公正客观的评估,以此作为定价基础,再将国有企业在市场上挂牌,通过市场竞价来保证形成公正的价格机制。在此条件下,经理层根据其目标公司经营状况和发展潜力的充分了解,确定可以接受的价格。

3.政府应加强对管理层收购后企业运作的监管。成功的管理层收购更强调收购后企业战略的重整。管理层收购只是一种方式,并不是

最终的目的,管理层收购的最终目的是要对企业的持续发展有利,因此政府应加强对管理层收购后目标公司的运作监管,包括完善目标公司的治理机制,有效地遏制新的“内部人控制”问题和偿债方面的问题。

[参考文献]

- [1]胡少华.国有企业管理层收购的经济学分析[J].财经科学,2005(5).
- [2]高明华.我国管理层收购的风险及其防范[J].财会月刊,2005(9).
- [3]毛睿.我国国有企业管理层收购的现状与问题研究[J].台声*新视角,2005(9).
- [4]于丽、田洪星.管理层收购(MBO)与国退民进改革,政法论丛,2004,4.
- [5]万吨钢,黄亮.对我国管理层收购融资问题的思考[J].市场周刊,2005(11).
- [6]陈晓波.MBO在我国的变异及实施过程中的风险[J].现代管理科学,2004(3).
- [7]桑笑.对我国管理层收购定价问题的探讨[J].科技和产业,2005(12).
- [8]翁冬冬.上市公司管理层收购的定价问题[J].台声*新视角,2005(9).
- [9]罗珊.我国国有企业实行管理层收购面临的十大问题[J].生产力研究,2005(1).
- [10]安春梅.管理层收购的风险分析及其防范[J].商业研究,2004(8).

[作者单位]中央财经大学

[责任编辑]王淑卿