

我国国有企业实施 MBO的条件、难点和对策

韩 栋 陈 坚

摘 要：管理层收购(MBO)作为产权改造的一种手段,在西方已有一套相对成熟的理论和操作方式。借鉴西方国家的经验,在我国实施MBO可以解决我国目前国有企业存在的诸多问题。然而在我国实施MBO的过程中,由于特殊的国情成就了我国不同的MBO,本文拟从我国实施MBO的作用、条件、难点等方面进行一些探讨,并提出相应的一些政策建议。

关键词：MBO; 国有企业; 产权

中图分类号：F 276 **文献标识码：**A **文章编号：**1006-1894 (2004) 05-0017-05

一、MBO概述及在我国的实践

MBO是指目标公司的管理者或经理层利用借贷融资购买本公司的股份,从而改变本公司所有权结构、控制权结构和资产结构,进而达到重组本公司的目的并获得预期收益的一种收购行为。

作为产权改革的一种方式,最早兴起于上世纪70年代的美国,于80年代日趋完善并得到广泛的应用。而MBO作为一种新的企业收购与财富分配方式在我国的出现始于20世纪90年代末期,1999年5月,“北京四通投资有限公司”的注册成立,标志着我国第一例以管理层收购方式进行公有制企业的重组正式启动。自此之后,MBO在中国大地上风靡一时,一度掀起MBO的热潮,如粤美的、宇通客车、胜利股份等都先后开始MBO,直到2003年5月被财政部叫停,仅上市公司就有16家实施了MBO。

关于MBO,企业对其有很大的热情,而政府部门却予以叫停,原因何在?这需要对MBO的运作机制进行分析。

现代企业制度以所有权与经营权相分离为其主要特征,形成有效的公司治理结构。但是在经营者和所有者所形成的委托—代理关系中,公司所有者与经营者目标函数并非一致,又由于双方的信息不对称将不可避免地产生“逆向选择”与“道德风险”的问题,出现“内部人控制”即公司的经理层并不总是从公司股东的利益出发,而往往依自身利益最大化行事,并可在企业的投资、融资和日常经营中做出不利于企业股东的决策,产生很大的代理成本。这在我国的企业中特别严重。由于国有企业的股东是国家,国家代表全民对国有企业实现所有权和控制权,但由于事实上的“所有者缺位”,公司的经理层控制了企业,

往往为攫取自身利益而不断做出损害本企业利益的事情已是不争的事实。作为企业产权改造的一种手段, MBO却不失为解决这一问题的有效方式。它在某种程度上是对现代企业制度的一种反叛, 通过实施MBO, 实现企业所有权和经营权的集中, 可以有效地降低代理成本, 最大限度地对公司的经营管理层产生激励作用, 从而使得人力资源得到最有效的配置。同时对我国目前的国有企业的产权改造和国有经济的战略性调整也具有积极的意义, 在我国国有经济战略调整中, 国有企业将从一些竞争性行业中退出, MBO为国有股权的减持和“国退民进”也提供了一种可供操作的手段。

与西方国家的MBO相比, 我国公司实施的MBO有如下区别:

1. 推动力不同 在西方发达国家, MBO的推动力主要有3个方面: 一是上市公司的非市场化; 二是多元化集团对部分边缘业务的剥离以及公营部分的私有化; 三是反收购。西方盛行的MBO只是一种重整或反收购的特殊方式。在MBO中, 管理层一般会收购目标公司90%以上的股份, 然后借助分析、重整, 退市等手段, 对目标公司进行改造。收购后, 上市的目标公司一般是退市, 而近年来, MBO在我国逐步兴起, 是与国有企业改革不断深化, 尤其是国有企业“抓大放小”战略的实施密切相关, 使MBO成为各级地方政府“放小”的重要形式之一。同时, 随着建立现代企业制度过程中经营者激励和国有经济布局战略性调整中“有序退出”问题的凸现, MBO又成为我国政府解决国有资产退出和管理层激励问题的一种手段。显然, 与成熟市场经济国家中的MBO相比, 我国MBO的推动力是截然不同的。

2. MBO的对象不同 中国MBO的对象主要是面临改制的国有企业、集体企业和国有控股上市公司。管理层持有部分企业股份, 增强对企业的控制能力、分享企业改制的成果。而西方国家MBO的对象一般是具有大资产潜力或存在“潜在的管理效率空间”的企业, 预期通过节约代理成本, 能够获得巨大的现金流入和超额回报。

3. 控股比例不同 西方企业实施MBO后, 管理层通常持有公司全部或绝大部分股份。而在中国, 由于管理层支付能力不足、筹资能力有限和收购对象资产规模较大, 管理层很难成为MBO企业的绝对控股股东。出现这种现象的另一原因是由于企业还未能完全割裂与政府千丝万缕的联系。这是中外MBO最大的区别。

4. 收购资金来源不同 西方MBO的资金来源广泛, 银行、基金、保险公司、风险投资机构等都有可能提供资金, MBO企业还可发行高收益债券, 向中小投资者融资。中国MBO融资渠道单一, 目前还存在着较多的融资限制。

5. 投资理念不同 国外成熟的MBO是理性的长期投资, 愿意跟一个企业长期共存共荣, 套现时间大概是8年。而国内的MBO往往是短线投资, 套现时间较短。如果MBO融资的企业家承担了过大的风险, MBO本身也会隐藏巨大的风险。短期投资主导的所谓MBO资金, 是我国MBO投资中的一个误区, 也是我国MBO与国外成熟国家MBO的重要区别之一。

二、我国实施MBO的条件和难点

1. MBO实施的条件 虽然实施MBO对我国国有企业改革具有许多积极的意义, 但并不是所有企业都适合实行MBO。适合实行MBO的客体企业也要具备一定的条件, 收购客体是否符合一定的条件是收购行为能否顺利成功的重要影响因素。在选择收购客体时应

考虑以下几个方面：

首先，实施MBO的企业应处于竞争性的行业，这类企业所处的行业竞争比较激烈，生存压力大。近年来，国家为了完成国有经济布局的调整，对这类企业已有明确的方针，坚持“有所为，有所不为”，有进有退。在这些行业，国家将逐步退出，这些行业的企业实施MBO既符合“国退民进”的方针，而且改制后也便于在市场中生存和发展。

其次，就实行MBO的企业本身来说，必须有较强且稳定的现金流，企业的负债水平不宜过重。由于MBO是一项大规模的资本运作，股权交易所需的资金大部分来源于外部融资。因此，企业的偿债能力就显得特别重要，忽视了企业的债务水平，可能会引发企业的财务危机，对企业日后的经营会带来沉重的还债压力并造成不利的影响。

再次，企业应具备一个良好的、高素质的管理层，他们已经为企业的成长和发展做出了相当大的贡献，但还存在一定的管理效益空间，能量并没有得到最大限度的释放。我国一些经营突出的国有企业，其企业管理层所得报酬并不高，管理层的价值在分配制度上并没有得到承认和补偿，管理者的报酬如果与他们创造的价值有太大差异的话，就会形成一种心理障碍。这种障碍使企业管理者的潜能没能最大程度地发挥出来，从而对企业的发展造成影响。这类企业搞MBO，通过产权机制的改变，可以更大程度地放开管理层的手脚，调动其积极性，通过挖掘管理潜力，取得更好的效益，同时，将企业卖给他们继续去经营，也是对其业已所作贡献的一种认同和理应得到回报的一种补偿。

2. 我国实施MBO的难点 从MBO在我国的出现直到暂被叫停，当中经历了很多曲折，在实施MBO的过程中，还存在着种种难点。主要有：

(1) 收购价格如何确定。在西方发达国家，管理层收购是一种市场行为，收购价格由收购者和目标公司进行谈判来确定，基本上能反映股票的市场价值。在我国，一方面由于股票市场还不能正确反映股票的价值；另一方面国有公司所有者缺位，形成内部人控制，由内部人来进行收购，很难保证转让价格的公正性和合理性。从现有的上市公司管理层收购案例来看，大部分的收购价格低于公司股票的每股净资产，一些公司对收购价格也是遮遮掩掩，没有进行充分的信息披露。粤美的的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2000年每股净资产4.07元。当然鉴于国有企业的职工对公司的历史贡献，转让价格低有一定合理性，但是转让价格过低，就有国有资产流失的风险。因此如何公平地确定MBO中股权的转让价格，是收购的关键所在。由上市公司管理层组成的新公司对上市公司进行收购应属于关联交易。这种交易如果缺乏有效的监督和控制将很容易产生违法交易，而违法交易一方面将损害公司中小股东的利益，另一方面将损害公司外部债权人的利益。

(2) 收购资金的来源问题。在MBO的实际操作过程中，收购标的价值一般远远超出收购主体的支付能力。管理层一般要通过融资才能完成股权收购。在我国，国内商业银行的贷款和企业之间的借债行为受到严格的限制。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。虽然国内已发生的几起管理层收购都采用了银行贷款，但这毕竟是一种变通的做法，存在一定的法律风险。同时，目前其他金融机构如信托公司、证券公司和保险公司既不允许也没有能力介入这种融资业务。企业经理层一般来说既没有可担保的私人资产，也无过去私人贷款的资信可供查阅。如果把贷款建立在对企业经理阶层的个人信誉、知识素质、管理

才能、发展潜力等这些产生未来不确定现金流的无形资产上,可以说是一种风险极高的投资。这种融资难的问题在很大程度上制约了MBO的推行。

(3) MBO的风险问题。在我国当前的市场环境下,MBO还是比较新颖的企业并购方式,一些相关的规章制度还没有出台,大多企业在考虑MBO方式时,还是摸着石头过河。因此,MBO的诸多环节都存在一定的政策和法律上的风险,如收购主体的合法性、国有资产转让的有关规定等。另外,由于在实施MBO过程中存在着信息不对称,作为企业内部人的管理层掌握着大量的内部信息,而事实上的“所有者缺位”使得在实施MBO过程中管理层有可能利用这种信息不对称来牟取利益,又有可能存在着国有资产流失的风险。如有些国有企业的管理层可能通过调剂或隐藏利润等方法来扩大账面亏损,然后利用账面亏损来逼迫地方政府低价转让股权,这必然造成国有资产的大量流失。

(4) MBO完成后上市公司新的内部人控制与一股独大问题。在实施MBO后,原先的国有股“一股独大”情况将不复存在,但同时又陷入了内部人控制的“一股独大”格局。如果监管不力,大股东通过各种方式滥用股权侵吞中小股东的利益将更为便捷,而且所获的利益更为直接。所以,如何完善公司治理,对管理层的权力进行制衡,以维护中小股东的利益也将是实施MBO后的企业所面对的一个问题。

三、对策建议

针对我国国有企业实施MBO所存在的种种问题,笔者提出以下建议:

1. 完善相关的法律法规,使MBO有法可依 目前,除了《上市公司收购条例》中明确提出管理层收购的概念并对其做出一些界定外,还缺乏MBO方面的系统规定,在MBO实施过程中,还有许多细节与现行法律相抵触。所以除了要对已出台的涉及产权制度改革的相关法律法规进行清理整合,明确MBO作为一种产权变革形式外,还应制定专门的MBO实施细则。由于MBO属内部人收购,有着与一般法人收购不同的特殊性,也可以考虑出台一部专门针对MBO的法律进行规范。在这些法律法规或专门条款中,要对收购主体的资格,资金来源的合法性,收购价格的形成机制等关键环节给予明确规定。

2. 建立市场化的国有股权转让定价机制 在国外对目标公司的收购是一个众多收购者之间的竞争过程,管理层并不是必然的收购者。惟有目标公司的管理者或经理层在平等竞争中胜出,这样的收购才叫MBO。我国绝大部分MBO案例的收购者都是通过行政方法解决或决定的。现在一般是按每股净资产定价,实际上真正的价值往往会高于或低于净资产。要保证交易价格的合理性,最好的办法不是决定用哪种模型来衡量收购价格,而是破除管理层收购过程中单边交易的局面,建立一个公开、公正的市场,增加买方数量,各个市场主体享有平等待遇。外资资本、民营资本、社会法人产业资本和管理层资本都是合法的收购主体。而企业管理层最了解企业的内在价值,因此具有天然的优势,竞价的结果也许最终仍是管理层夺标。并在竞标价格的基础上给予适当的折让,以补偿管理层对资本增值的贡献,同时向其他股东明示,以增加价格的透明度。

3. 促进金融市场的发展,为MBO的实施开发多种形式的金融工具以拓宽收购者的资金来源渠道 可以着重从以下几个方面着手:(1) 发展MBO基金,以基金的方式为管理层提供收购资金甚至可以允许国外MBO基金的介入,这也是入世后在新形式下的必然选择。(2)