

证券论文：对我国管理层收购问题的几点认识 PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

[https://www.100test.com/kao\\_ti2020/41/2021\\_2022\\_\\_E8\\_AF\\_81\\_E5\\_88\\_B8\\_E8\\_AE\\_BA\\_E6\\_c33\\_41923.htm](https://www.100test.com/kao_ti2020/41/2021_2022__E8_AF_81_E5_88_B8_E8_AE_BA_E6_c33_41923.htm)

美国的MBO活动在20世纪80年代有两个主要特征：一是MBO的产业通常是销售额受国民生产总值波动的影响较小，而且具有有限成长机会的成熟产业，这些产业的收入需求弹性一般较低，如零售业，食品加工业，服装业等；风险较大，可杠杆化资产较少的高科技企业在这一时期发生MBO的情况较少。二是经理人员实施MBO时，被收购企业的大量现金或现金等价物或被低估的资产会增强了他们的举债能力，除银行外，风险投资公司也参与其中。

2.20世纪90年代早期的管理层收购 1991-1992年MBO活动大幅下降。主要是因为1990-1992年发生了经济衰退，公司的收入增长和盈利性受到影响。这一时期，MBO和杠杆收购活动的金额降到75亿美元，不及1988年880亿美元的9%。20世纪80年代迅猛发展的管理层收购活动使许多MBO参与机构的价格预期的现金流倍数大幅增加，因而在这一时期要做相应的调整。立法也是这一时期MBO活动锐减的重要原因。1989年出台的《金融改革、复兴和执行法案》把各类金融机构持有的大部分高收益债券推入了市场，政府对银行施压以减少他们在高杠杆化交易中的风险敞口头寸。上述三方面的原因使MBO活动在这一期间处于低潮。

3.1992年以后的管理层收购 1992年以后美国经济又开始了持续的增长，不但股票价格迭创新高，高收益债券的整个市场规模也达到了新的高度，这种有利的经济环境使MBO活动重新兴起。1992年后，通过投资银行，更大的商业银行等大型金融机构的创

新方法，MBO的操作人员能够获得更多，更灵活的资金。这时财务型收购者也参与到MBO中来，而且财务型收购者越来越多地提供管理技术和知识，并与MBO的经营管理者保持更加密切的联系。1992年后，MBO交易的另一个特点就是从成熟产业转移到高成长型技术驱动的产业，但成熟产业仍占有MBO的主要份额。

二、有关MBO的收益来源 一般认为，MBO的目标公司往往是具有巨大资产潜力或是存在“潜在管理效率空间”的企业，通过投资者对目标公司的股权、控制权、资产结构以及业务的重整，达到节约代理成本，获得巨大现金流入并给投资者超过正常收益回报的目的。据统计，美国已实施的MBO在收购宣布时股东财富平均增长22%，在宣布日的40日内股东财富增长达到30%。而以市场溢价均值来衡量，公众股股东的资本收益超过了56%（德安杰罗和莱斯）。这些超常收益从何而来呢？有几种理论解释：1. 管理者激励和代理成本效应 MBO提高了管理者所有权的份额，使他们改进绩效的愿望更加强烈。因为一个有利的投资计划经常需要经理人员付出不成比例的工作努力，经理人员也只有得到相应比例的报酬份额时才会实施这些计划。但是，外部股东可能认为这种报酬安排“过度慷慨”。在这种情况下，转为非上市的MBO收购就便于进行一些报酬安排以使经理人员实施这些建议。（伊斯特布鲁克和费希尔，1982）。管理人员可能会对潜在的代理竞争者和外部股东进行防范以确保自己的位置，因而浪费了资源。他们可能实施那些利润较少但外部投资者更容易看到回报的项目（德安杰罗，1985）。转为非上市的MBO能消除这些障碍，除了降低经理人员和股东的信息不对称，所有权和控制权的高度统一也必然降低

代理成本。自由现金流假说则认为经理在谋私性支出上浪费资金，而不是对股东支付红利。通过实施MBO，增加的债务使现金流优先偿付债务，减少了经理人员对自由现金流的配置权，使自由现金流的代理成本降低。而且，增加的债务对经理人员也会产生压力，使他们有动力努力改变企业的绩效以避免破产。以上这些代理成本观点与企业内部控制已经使经理与股东利益一致化的观点不同。传统的内部控制理论认为内部控制是由报酬的安排和清偿、股票期权、以绩效为基础的奖励以及董事会的监督组成，如果内部控制没有充分生效，公司控制权市场和接管威胁会保证管理人员全力以赴经营。

2. 不对称信息和过低定价 MBO的收购者愿意支付大量的溢价，说明经理或MBO的其他投资者比公众股东拥有更多的有关企业价值的信息。意味着一个MBO的收购建议在向市场发出信号，即未来的营业收入将比以前预期的更高或企业的风险比公众估计的要低。也说明MBO收购活动不能披露大量信息并为目标企业确定一个竞争性的价格，这就是MBO活动中的不对称信息和过低定价。

3. 决策效率的提高 在所有权私有的情况下决策过程有效率。因为不必通过详尽的研究和报告向董事会列举新计划的合理性，所以行动更快。在激烈竞争的市场中，时机的把握是非常重要的，而且，公众企业必须公布信息，而这些信息可能向对手企业披露了重要的并在竞争上敏感的信息。

4. 纳税上的收益 纳税上的收益包括因高杠杆率进行的利息支付而节约的纳税，资产账面价值的增加为折旧费用提供了更高的折旧资产价值基础等。美国经济学家卡普兰通过回归分析得出：收购前股东的超额收益与收购产生的潜在纳税收益显著相关，但收购后股东的超额收益则

不然。这表明收购前的股东得到了大部分纳税收益，而且卡普兰认为仅有部分纳税收益可以认为是利用了收购前未利用的负债能力或纠正了收购前对纳税收益的无效利用产生的。

三、MBO在我国的发展现状 管理层收购目前我国尚处于起步阶段，目前上市公司中已经实施的只有“粤美的”一家公司，其他两家“宇通客车”和“深方大”也进行了实际上的MBO，只是有关程序和文件尚待有关部门批准。还有些公司正在进行MBO而没有做任何披露。总的来看，我国的管理层收购存在以下问题：1.在管理层收购中政府担当双重身份 政府既负责游戏规则的制定和交易的监管，同时还是产权交易的主要卖方。诸多问题就由此而来，如上市公司实施MBO不可能发生由上市公司转为非上市公司的情况，除非能够确认上市公司是由于管理层经营不善而成为ST、PT直至退市等情况才有可能转为非上市公司。企业实施MBO在政府关系中运作，人际关系方面着墨甚多，收购行为缺乏科学性。2.我国实施MBO的定价有失公允 在MBO实施的过程中，收购的标是发行在外的部分流通股份或不流通的国有股或法人股。实施的重点是企业的控制权和收益权（美国MBO的实施重点为企业的共享权和收益权，收购的标一般是发行在外的全部流通股份）。据资料表明，美的MBO中的大股东两次转让价格分别是每股2.95元和3元，均低于转让发生的2000年的每股净资产4.07元。深方大的两次转让发生在2001年6月，价格分别是每股3.28元和3.08元，也低于2000年的每股净资产3.45元。这与美国的高额溢价收购形成了鲜明的对比。也说明，如何公平地确定MBO中股权的转让价格，是防止国有资产流失的关键。3.融资是我国MBO发展需要突破的瓶颈 在美国，融

资借贷是MBO的显著特征，实施MBO时，经理层可以运用垃圾债券，优先股，认股权证等多种融资工具筹措大规模资金。各种战略投资者如银行，养老基金，共同基金，保险公司等也积极地参与到MBO中来。而我国的金融工具十分有限，许多MBO的实施者对融资问题都讳莫如深。以美的为例，美的管理层称收购采用10%现金、90%以美的的股权抵押从银行贷款进行，但目前管理层收购或职工持股会从银行融资的可能性非常小，而且将股权或资产向银行质押担保，再把融资资金给个人的方式有违规的嫌疑。100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 [www.100test.com](http://www.100test.com)