

● 经济管理

管理层收购(MBO)融资体制研究

张 克 中

(华中科技大学 管理学院, 湖北 武汉 430074)

[作者简介] 张克中(1972-), 男, 湖北黄冈人, 华中科技大学管理学院金融系讲师, 经济学博士, 主要从事宏观金融与公共财政研究。

[摘 要] 国外管理层收购融资可概括为市场主导的债务型、政府主导型和私有化型三种模式。我国 MBO 融资存在融资渠道单一、操作不规范、潜在风险较大的现象。提供合法的资金来源, 培育机构投资者, 以及构建多元化的监督体系是我国 MBO 融资的现实选择。

[关键词] 管理层收购; 融资; 监督体系

[中图分类号] F830.91 [文献标识码] A [文章编号] 1671-881X(2004)04-0443-05

在我国国有资产退出竞争性领域的大背景下, MBO 成为各地国企改革的一种现实选择, 正成为我国理论界与企业界一个热点, 管理层收购融资成为各方关注的焦点。本文在论述国外管理层收购融资体制基础上, 试图探讨我国管理层收购融资问题。

一、国外管理层收购融资概述

国外管理层收购资金提供者有多种途径, 包括: 买方的自有资金; 金融机构贷款; 个人投资家的投资; 人寿保险、财产保险等机构; 卖方融资。管理层收购融资方式根据资金来源可分为内部融资和外部融资。内部融资是指来源于公司内部的资金。管理层中应用较多的融资方式是外部融资, 即管理层从公司外部开辟资金来源, 包括向专业银行、非银行金融机构、发行证券等途径筹措资金。管理层收购外部融资可分为债务融资、权益融资和混合融资三类。杠杆收购和卖方融资是国外管理层收购特殊融资方式。杠杆收购是指通过增加收购企业财务杠杆来完成收购业务, MBO 作为杠杆收购的一种方式曾盛行于美国, 这与其特殊的融资策略即高负债所带来的优势密切相关。卖方融资指在企业没有条件从贷款机构获得抵押贷款或市场利率太高而不愿贷款的情况下, 而卖方为了出售资产为买方提供所需的资金, 买方在完全付清贷款之后才得到该资产的全部产权, 否则, 卖方可以收回该资产。

由于受不同国家和地区金融监管、融资体制的影响, 管理层收购过程中融资来源及其比例、金融工具运用和运作方式上都有一定的差别, 形成了美国、英日、俄国与东欧国家为代表的三种管理层收购融资模式。

(一) 市场主导的债权人融资模式

这种模式主要以美国为代表, 在美国工业化过程中, 债务处于核心地位。由于美国金融市场发达, 美国管理层收购更多依靠债务融资实现。债权人不仅是融资的主体, 并且通过持有目标公司股份, 参与管理层收购后的重整工作, 对管理层的经营进行监督、考察, 最终保障债务的安全。美国管理层收购的债务融资是全部融资的主体(一般为 80%), 管理层收购作为高负债的融资收购方式, 在多年的实践中,

美国的投资银行家创造了较丰富的融资工具:(1)优先债占管理层收购总融资绝大部分份额(50%至60%)。其特点是可以从目标公司的现金以及资产出售的收入中优先偿还,债务风险最小,因此利率要求也较低。提供这类债券融资的主要是商业银行、保险公司、贷款协会、储蓄机构等。(2)次级债是MBO融资中最为丰富的品种,融资比重一般仅次于优先债,融资比例为20%至30%。次级债包括过桥贷款和延迟支付债券。在1982年以后,美国次级债券也可以在公募市场发行,一度达到狂热的境界。(3)股权融资在MBO融资体系中占较弱地位。一般融资比重为10%-20%之下,Houdaille 管理层收购融资中股本融资的比重为12.6%。主要由管理层以及相关的投资者构成。

(二)政府主导型融资模式

20世纪80年代,英国撒切尔政府通过“自力更生”和引进“竞争原理”进行改革,实行国营企业民营化,除了使一些国有企业以股票上市来实施民营化以外,同时也采取出售企业给管理层的方式,修改公司法,规定企业收购时以该企业的资产作抵押筹集资金,使管理层收购筹集资金的机会增多,这些都是促进管理层收购的因素。1979年英国实施的管理层收购只有18起,而到1997年这一数据增加到430起。与美国典型的杠杆收购具有显著差异,英国管理层收购融资较少利用高财务杠杆,权益投资在外部融资中占有较大比例。虽然债务融资仍是英国企业管理层收购的主要来源(所占比例在50%以上)。权益融资一直保持在30%到40%之间,大大高于其他国家管理层收购的权益融资比例。

20世纪90年代日本企业陷入经济危机,在政府推动下,日本企业被迫进行一系列的重组。其中,管理层收购被认为是日本新世纪的“开分号”,是重振“日本株式会社”的经营方法。1998年12月,日本首次运用杠杆作用实施企业收购。1999年,日本政府出台了《产业活力再生特别措施法》,目的在于支持企业的“选择和集中”,号召为培育中小风险投资企业提供金融支持措施,包括对创业者提供无息贷款、无担保特别运用制度。在政府的推动下,日本金融界成立了专门为收购提供融资的收购企业基金,累计达1万亿日元,其中,专门为管理层收购设置的“MBO基金II”达300亿日元。

(三)私有化模式

在东欧、俄罗斯等市场经济转型的国家和地区,管理层收购成为计划经济向市场经济过渡、国有经济向民营企业转让的重要手段。东欧国家从20世纪90年代开始进行大规模的民营化运动,国有企业被大量地出售给个人,其中主要是出售给原企业的管理者和员工。至1994年,15个中欧、东欧和前苏联的30740家大中型企业,以及前苏联的75000家、捷克的22000家、乌克兰33000家中小企业被出售给了私人投资者,其中大约有2/3被原企业管理者和员工收购。由于俄罗斯、东欧等市场转型国家和地区的金融体制不够完善,国有银行转型而来的商业银行是管理层收购融资的主要提供者。例如在斯洛伐克,管理层收购的贷款主要来源于国内两家最大的国有银行——VUB和RIB。俄罗斯从1995年起采用了国有股份抵押贷款(又称贷款换股份),即通过私人贷款来购买企业,或以政府企业股份作抵押向银行申请贷款。此外,俄罗斯、捷克等国家,还有一些由商业银行成立的投资基金对管理层收购进行股权投资,这些基金类似于英国的信托投资,与管理层共同出资收购目标公司,并参与重组工作。

二、我国管理层收购融资现状

2002年新出台的《上市公司收购管理办法》在我国第一次明确提出“管理层、员工进行上市公司收购”的收购方式。在我国资本市场各种法规尚不健全,投资者融资渠道狭窄的情况下,管理层收购的融资问题是我们面临的课题。

(一)我国管理层收购融资方式

通过对我国典型的公司管理层收购案例分析(表1),管理层收购融资体现出以下特征:(1)公开披露信息表明,管理层收购资金大部分来自管理层自筹资金,个人融资是管理层收购资金的重要渠道。然而,在上市公司的管理层收购中,管理层参与收购的入股资金动辄上百万,多则上千万,管理层大都为过

去国有企业的领导者, 收入水平相对较低, 他们以正常工薪收入提供的资金与收购企业所需的资金来比相差甚远。因此, 合理的推测是管理层收购的资金大量来源于个人借款。(2)缺乏外部权益融资。在典型的管理层收购中, 权益资本是重要的融资形式, 在以下案例中, 除洞庭水殖的管理层收购利用了 20% 的外部机构投资者权益资本外, 其它收购活动基本依靠管理层自筹资金入股解决。(3)目标公司的股权质押、卖方融资成为管理层收购再融资的重要手段。例如, 收购粤美的美托管理层支付 5%-10% 的收购资金, 粤美的美托在收购半年后的公告中称, 3.2 亿元的收购资金通过向顺德市农村信用社进行质押贷款, 期限自年 7 月 24 日至 2002 年 7 月 23 日, 到期后又将贷款展期至 2005 年 7 月 15 日, 其实便是变相的过桥贷款。分期付款作为一种融资技巧, 被应用到管理层收购中。如佛塑股份管理层收购中, 通过与原第一大股东协商, 在签署股权转让协议后, 支付首期转让款, 另外在 1 年内付清剩余的 16 457. 198 万元。通过分期付款, 实施管理层收购的富硕公司得到了卖方 16 457. 198 万元的 1 年期融资。

表 1 中国典型的管理层收购融资方式

公司名称	融资方式
洞庭水殖	自筹资金, 20% 的外部机构投资者权益资本
特变电工	自筹资金
粤美的美托	股权抵押
佛塑股份	股东出资 或向金融机构融资 (其实是卖方融资特征的分期付款)
华立集团	贷款买股、股权抵押、利润还贷
海信集团	自筹资金
武昌鱼	资产置换

资料来源: 金融并购研究中心:《中国并购报告》, 人民邮电出版社, 2003。以及相关公司的公告整理。

(二) 管理层收购融资障碍

从以上 MB 样融资案例来看, 我国管理层收购融资与国外 MBO 多是依赖银行贷款、以债券为主的外部组合融资有一定的差异。(1)MBO 融资方式有限。在我国目前已实现的 MBO 中, 管理层收购的融资来源大体分为: 个人抵押(质押)贷款, 私人借贷, 民间金融借贷, 信托机构融资, 利用收购主体公司进行股权融资, 其中个人融资占主要位置。这主要是由于我国目前的金融体制几乎没有提供合法的融资途径。虽然年 10 月《信托法》的实施以及后来的《信托投资公司管理办法》和《资金信托管理办法》(简称“一法两规”)的相继出台, 为国内 MBO 融资提供了必要的金融工具支持, 但目前国内银行和非银行金融机构尚不能对 MBO 提供全面直接的融资支持。一方面, 由于我国《商业银行法》、《保险法》规定, 商业银行和保险公司不得投资股票, 信贷资金不得进入股市, 这些法律严格限制了管理层收购融资; 另一方面, 我国由于信用体制的不健全, 以这部分资产作为抵押往往会产生很大风险, 不健全的信用制度也使个人通过银行融资难上加难。因而, 我国管理层收购融资工具比较单一, 具体表现为: 银行提供的优先债融资工具单一; 次级债市场融资工具单一; 管理层收购不能发行优先股; 普通股发行的范围狭小, 权益融资对象有限; 缺乏混合融资工具。(2)操作不规范现象严重。由于我国的管理层收购融资存在诸多限制, 目前不少企业采取了一些并不规范的融资方式, 变通国外的融资工具以规避目前国内一些法规的限制, 有的管理层对收购资金的来源干脆避而不谈。而且操作中主要依靠个人行为, 没有规范的市场, 机构投资者发挥的作用十分有限, 造成融资的不公平、不规范。这些融资方式对收购方和资金供给方来说都存在着较大的风险。(3)潜在的风险较大。在灰色中进行的 MBO 融资, 管理层的机会主义倾向将会显现, 管理层为了尽快获取偿还融资的资金, 有冒更大经营风险的倾向, 他们会投资风险大, 收益高的项目。同时管理层为了获得大量的现金用于偿还融资, 管理层仍倾向于改变分红政策, 透支内源融资能力, 加大企业财务风险。在我国金融不良资产比率高企的情况下, 这势必会加剧潜在的金融风险。

三、优化我国管理层收购融资体制的方向及对策

管理层收购可以说在我国是“树欲静而风不止”。据不完全统计,目前国内实施管理层控股的上市公司已不下百家,但对于资金来源,无不讳莫如深。不过可以猜测它们几乎都差不多使用各种方式,以规避当前严格的金融制度管制。缺乏合适的融资渠道和融资机构,使我国上市公司管理层收购大部分通过民间资本借贷解决。大量通过个人间协议流动的民间资本,一方面反映了管理层收购对融资的现实需求,另一方面隐含了不能到期还债将产生潜在的金融风险和社会不稳定。因此,如何规范发展管理层收购融资市场成为重要的现实课题。面对现实,创新管理层收购融资体制、加强监督和规范,是我国管理层收购融资健康发展、避免融资风险转嫁的关键所在。

(一)放松管理层收购的融资限制,为管理层提供合法的资金来源

目前我国对管理层收购资金的筹集设置了一定的障碍,其结果是阻碍了正常收购的进行,同时也导致大量企业不得不为了收购融资进行违规操作,使相关的法规形同虚设,亵渎了法律、法规的严肃性。同时严重扰乱了资本市场秩序,增强了金融风险。因此,当前的明智之举应该尽快对现有法规进行适当修订,使规范的管理层收购所必需的资金渠道合法化。

为了降低银行资金的风险,1996年8月1日起施行的《贷款通则》明确规定:“不得用贷款从事股本权益性投资。”而在西方企业并购中,商业银行贷款是一种重要的资金来源,尤其是在杠杆收购中。针对目前的情况,建议我国商业银行放松贷款限制,可以考虑允许商业银行在一定程度上向管理层提供融资支持,对贷款实行封闭管理,专户专用。在必要的情况下,允许被收购公司向收购人提供某些财务资助。根据《上市公司收购管理办法》第7条的规定:被收购公司不得向收购人提供任何形式的财务资助。该规定的目的是为了保护目标公司中小股东的利益,但它却限制了卖方融资渠道。同时也说明目前我国还不允许以被收购的公司的股权进行质押贷款,但事实上在我国管理层收购融资中这种方式都在变相使用。为了维护法规的严肃性以及收购融资规范运作,就应该放松被收购公司质押贷款的限制。

(二)培育机构投资者参与管理层收购

管理层收购作为一种技术性收购方式,合格的机构投资者是管理层收购步入良性发展的关键和核心。机构投资者在收购中具有多种角色:一是股权所有者,即机构投资者投入自己的资金,直接参与董事会,行使股东权利;二是参与融资谈判,影响管理层收购,并引导二次管理层收购(Second MBO);三是通过管理层收购竞价,引入外部市场监督。一般一个管理层收购案例完成周期为6年,此间机构投资者的主要作用体现在通过长期投资,促使管理层进行着眼于企业中长期发展的战略性重组;通过持有的权益资本,有效参与管理层收购后的重组,监督、约束、控制管理层的经营行为,促进治理结构优化和收购后重整;通过自身具有的专业化、管理、人才和投资经验优势,减小投资的盲目性,促进并购市场理性、健康发展,减少中小投资者由于缺乏专业知识带来的盲目投资;此外,机构投资者具有资金量大、分散投资等特点,有利于降低投资风险。在欧美20世纪末,正是KKR, Forstman Little & Co., Black-stone Group, Wesray Capital等一批中介机构导演了美国上市公司的大规模收购浪潮。1976年,KKR成立时只有12万美元,1990年KKR可以从机构投资者处筹集580亿美元,1999年KKR管理的股权资本达92亿美元。所以,根据国内现实,培育信托投资公司、专项基金(MBO基金)、证券公司、资产管理公司等机构投资者是规范我国上市公司管理层收购行为,促进上市公司健康发展的重要途径。

(三)完善监督体系

为了避免MBO融资风险,吸取俄罗斯在实施MBO过程中的“私有化寻租”教训。必须在规范管理层收购融资过程中建立强有力的外部监管和监督体系。(1)加强信息披露制度。市场监督功能依赖于MBO完善的信息披露制度,除了详细披露收购人、收购价格、收购资金需求量外,还应关注:一是MBO收购资金来源的披露,国内现有MBO,大都披露为自有资金,很少公司披露下一层的融资借贷关系;二

是 MBO 还款方式的披露, 还款方式将影响上市公司的分配决策甚至某些交易。在 MBO 充分披露信息的同时, 证券监督机构还应重点关注公司会计信息的真实性, 防止管理层转移上市公司利润, 侵害中小股东的利益。(2) 中介机构的监督。中介机构的作用一是编写 MBO 独立财务顾问分析报告, 规范主要内容, 要求收购主体的资金来源、还款方式等进行详细披露与分析, 并对上市公司以后的影响进行分析; 二是要求 MBO 目标公司聘请律师对收购行为的合法性包括资金来源、还款方式等行为的合法性出具法律意见; 三是要求中介机构在 MBO 后 1~2 年进行跟踪调查, 对 MBO 后目标公司的实际运作效果进行详细说明; (3) 政府监管与中小股东参与。在通过修订相关法规放松融资条件的情况下, 政府应加强监管, 同时注重中小投资者的参与。资本市场的 MBO 主要还是由管理层自己操作, 在管理层与公司大股东(主要是地方政府)以及管理层内部之间平衡各方利益, 中小投资者因为信息上的不对称无法参与其中而只能成为“被动知情者”。香港资本市场 MBO 为保护中小投资者的利益, 重视中小投资者参与。例如, 宝途集团于 2002 年 4 月公布的管理层 MBO 方案由于遭到来自中小投资者包括基金机构的强烈反对, 尽管中小股东只占有集团 12%—15% 的股份, 最终仍然迫使宝途改变了交易条款; (4) 非市场监督(Nonmarket Monitors)。充分发挥市场专业评级机构和专业媒体的作用, 通过它们的报道来影响公司声誉, 使自由的财经媒体与国家法律和政府的规定一起形成多元化的监督体系。

[参 考 文 献]

- [1] 朱保宪. 中国并购评论[M]. 北京: 清华大学出版社, 2003.
- [2] [日]片庭浩久. 管理层收购[M]. 北京: 中信出版社, .
- [3] 金融并购研究中心. 中国并购报告[R]. 北京: 人民邮电出版社, 2003.
- [4] Nelson, J. Time to Rethink Privatization in Transaction Economis[J]. Internation Financial Corporation Discussion Papers, 2000 (2).
- [5] Baker, G. P. &Smith, G. D. The Financial Capitalist: KKR and the Creation of Corporate Value[M]. London: Cambridge University Press 1998.

(责任编辑 邹惠卿)

The Research on Financing System of Management Buy-out

ZHANG Ke-zhong

(Management School, Huazhong University of Science and Technology, Wuhan 430074, Hubei, China)

Biography: ZHANG Ke-zhong (1972-), male, Doctor, Lecturer, Management School, Huazhong University of Science and Technology, majoring in macro-finance and public finance.

Abstract The financing system of MBO in foreign countries can be classified into three pattern: market-orient model, government-orient model, privatizaion model. The MBO financing in China shows its own characteristics, such as high risk, supporting capital limited, compared to that in foreign countries. Also, the paper puts forward suggestion of MBO financing, supporting legal capital, fostering institutional investor, and constructing supervising system.

Key words: MBO; financing; supervising system