

中国上市公司 MBO 中的道德风险及预防策略

赵 春 华

(杭州师范学院 社会科学部, 浙江 杭州 310012)

〔作者简介〕赵春华(1964-),男,浙江杭州人,杭州师范学院社会科学部讲师,主要从事法学和法律思想史研究。

〔摘 要〕上市公司 MBO 在中国本土化过程中,由于其严重的信息不对称,法律和规范化市场监管机制的严重缺失与滞后,政策和监管态度的模糊性,以及管理层道德理性的有限性等因素的制约与影响,面临着诸多的风险及障碍,尤其是道德风险。因此,从经济学及法学的视角,理性分析中国上市公司 MBO 中的道德风险,探索、构建预防机制和策略,对于规范和促进中国 MBO 的健康发展,深化企业制度改革,具有特别重要的现实意义和理论意义。

〔关键词〕上市公司;管理层收购;道德风险;预防策略

〔中图分类号〕F276.6 〔文献标识码〕A 〔文章编号〕1672-7320(2006)03-0372-06

近年来,在经济全球化和金融国际化的宏观背景下,MBO(Management Buy-outs,中文意为管理层收购)作为成熟市场经济国家的公司并购、优化公司股权结构、激励管理层、降低公司委托—代理成本、提高企业运作效率和提升企业核心竞争力的重要方式,以制度移植的形式,舶入中国,开始了在中国的本土化过程,并成为中国国有资产改革和国有经济战略性调整话题中炙手可热的高频度的概念。但是,由于我国产权转让市场不成熟、公司治理结构不完善、各种法律法规和规范化市场监管机制的严重缺失与滞后、政策和监管态度的模糊性等外在性因素,以及管理层道德理性的有限性等内源性因素的制约与影响,MBO 在实践中面临着诸多的风险及障碍,尤其是 MBO 动态过程中严重的信息不对称而引发的道德风险及危机,使中国上市公司 MBO 一开始就充满诘问、异议和责难,MBO 似乎异化成为“国有资产流失”的代名词。

MBO 在中国的“南橘北枳”,政府监管层的几经反复叫停,使中国的国企改革一次又一次停在一个让人迷茫而不知所措的激流漩涡之中。因此,深入研究 MBO 的运行机理和存在环境,从经济学及法学的视角理性分析中国上市公司 MBO 中道德风险,探索、构建中国 MBO 中的道德风险预防机制与策略,对于规范和促进中国 MBO 的健康发展,具有特别重要的现实意义和理论意义。

一、道德风险的学理阐释:经济学和法学的视角

所谓道德风险(moral hazard),“指可能道德行为的不确定性,这种道德行为的不确定性既可以指作为行为主体本身的可能道德行为的不确定性,也可以指一种社会措施所可能引起的社会可能道德后果的不确定性,这种不确定性主要又是立足于其可能的结果及其潜在的危险性质而言的”^[1](第160页)。道德风险是商品经济社会必然存在的现象,从经济学的视角看,市场经济的最根本原则是经济主体追求利益和价值的最大化,是一种求利的经济。在逐利动机的驱使下,人的道德理性的脆弱性、局限性往往彰显无疑。在

经济学领域,道德风险最先出现于对保险合同的研究,后来进一步加以延伸、拓展。人们对道德风险比较典型的定义为:“从事经济活动的人在最大限度地增进自身效用时作出不利于他人的行动。”^[2](第588页)关于MBO中的道德风险,主流的研究体系是建立在阿尔钦和伍德沃德理论基础上的一整套理论构架。他们认为,企业的所有权和组织结构取决于其是否容易受到股东机会主义行为的影响,其中包括两种行为:抢劫(Holdup)和道德风险。当一方(委托方或投入因素的所有者)对另一方(代理人或投入要素的所有者)的行为具有依赖性,并且获得关于后者行为的信息要素要付出高昂代价时,就会产生道德风险。制度经济学家和产权经济学家以“道德风险”概括人们的偷懒和搭便车动机以及机会主义行为”^[3](第24页)。在西方经济学委托—代理关系理论中,道德风险是指由于委托人与代理人目标追求的不完全一致、信息的不对称和监督的不完全,代理人所追求的目标损害到委托人的利益的一种状态。

信息经济学认为,信息不对称是生成道德风险问题的根由。所谓“信息不对称”是指市场上交易双方所掌握的信息不对等,或一方掌握的信息充分、全面,另一方掌握的信息少;或一方信息准确,另一方信息失真。当契约的一方在契约签订后能够采取某种行动影响结果,交易中的一方无法观察到另一方采取的可能影响到自身利益的行为而导致信息优势方采取的有损于对方却有利于自己的投机行为,从而置对方利益于高风险下的情况,同时,弱势方又无法验证是否采取了这种行动时,会产生道德风险。早在古典经济学家亚当·斯密的《国富论》中就对道德风险有了明确的阐述,亚当·斯密认为:“无论如何,由于这些公司的董事们是他人钱财的管理者,因此很难设想他们会像私人合伙者照看自己钱财一样警觉,所以,在这类公司事务中,疏忽和浪费是或多或少存在的。道德风险在经济活动中普遍存在,它指从事经济活动的人在最大限度地增进自身效用时作出不利于他人的行动。”Melvyn Coles 和 James M. Malcomson 在《契约理论与激励兼容》的分析中,将道德风险的内涵予以泛化、拓展。Y. Kotowitz 认为道德风险存在于下列情况:由于不确定性和不完全的或有限制的合同使负有责任的经济行为者不能承担全部损失或利益,因而他们不承受其行动的全部后果,同样地也不享受行动的好处。也即道德风险的产生,根源于信息不完全和投资项目成功与否的不确定性。

从法学视域审视道德风险,实质是制度缺失、制度约束软化和个人追求利益最大化的矛盾冲突、激化所导致的一些与法律标准及道德评价相反的社会现象。我国目前正处于新旧体制的转型变革之际,许多方面与领域,出现了旧制度失去约束作用,而新制度尚未建构起来的“真空”状态,在复杂多变的市场环境中,人无法做到“完全理性”,钻法律空子、打“擦边球”、“搭便车”、投机取巧、损公肥私的道德风险便应运而生。从我国上市公司MBO中的道德风险来看,各种法律法规和规范化市场监控机制的严重缺失与滞后,是产生道德风险与道德危机的主要外在性因素。

二、中国上市公司MBO中道德风险解析

MBO是指目标公司的管理者或经理层利用一定的自有资本和借贷所融资本购买本公司股份,从而改变公司所有权结构、控制权结构和资产结构,达到重组本公司的目的并获取预期收益的一种收购行为。上市公司MBO是西方发达市场经济国家比较成熟、成功的企业改革模式,是对传统企业理论的批判性继承与突破,同时也是公司治理结构的一种创新。曾几何时,MBO作为一剂解救中国企业的良方,被国企视为明确产权、强化激励机制的利器,为什么仅仅数年却变得如此有形无实,畸形怪诞,甚至在某种程度上演变成一个偷梁换柱的赝品?触发中国上市公司MBO中道德风险的这一系列问题的根源何在?这是我们必须认真分析、理性思考并亟待解决的严峻问题。

(一)国有资产监管代理人的道德风险

我国上市公司国有股所有者缺位,国有股权出让方的实际决策者为国有资产管理部門的官员或者国有资产经营单位的代表,与一般公司股东相比,他们缺乏动力维护国家出资人利益,同时因信息劣势也没有能力维护国有股利益;由于中国上市公司股权结构的特殊性,流通股与非流通股并存的结构性价

陷(二级市场流通股的价格往往是非流通股份的几倍),这就使作为国有资产监管代理人的各级政府官员在 MBO 过程中具有举足轻重的地位^[4](第 42 页)。由于政府国有资产监管代理人出售的不是自己的资产和股权,而政府又无法观察到其代理人的忠诚、勤勉程度。作为企业管理层迫切地想要达成收购,并获得较低的转让价格,在巨大的利益诱惑面前,直接或间接的寻租行为就有了可能,管理层和所有者的代理人—政府容易达成高度默契,即在行政审批和协议转让的过程中,国有资产监管代理人有可能为了追求自身利益而损害国有资产所有人利益的行为。他们有可能在审批上给某些企业开绿灯,在转让价格的制定上默许管理层的蓄意舞弊,甚至与管理层沆瀣一气,侵吞国有资产。MBO 成为寻租者一夜暴富的灰色工具。

(二)信息披露不规范的道德风险

目前,我国《公司法》、《证券法》等多部法律都对管理层收购的信息披露进行了规定,但在实践中,其信息披露还存在不少问题。主要表现为:(1)信息披露不全面、不及时、不真实、不充分。从我国已有的 MBO 案例看,管理层对收购的资金来源一般很少披露,对收购的原因或者意义阐述得过于简单、笼统。(2)间接持股及暗箱操作,信息披露欠缺,对收购人的股权构成、上市公司的间接控股情况没有详细披露。从现有的信息披露来看,大都是对壳公司的受让股份做出披露,缺乏更详细的持股分析。(3)对 MBO 的收购价格的披露不充分。为了实现管理层收购,有些管理者还利用信息不对称操纵公司财务,通过调剂或隐藏利润的办法扩大公司账面亏损,以便廉价收购公司股份。(4)对 MBO 的还款方式没有披露,收购过程完全处于暗箱操作状态。有人生动地形容我国 MBO 是“买朦胧,卖朦胧,交易更朦胧。”由于收购信息披露方面的障碍,容易导致收购价格偏低,造成国有资产流失。

(三)MBO 中收购价格的透明度问题

在 MBO 热论中,转让价格信息的模糊性始终是争议的焦点,而监管层一直未出台明确的定价标准,定价问题已成国资改制瓶颈与焦点之一。目前,我国 MBO 评估机构大多数采用的是重置成本法,针对的是固定资产,是静态的评估。在西方国家,最主要的资产评估方法是收益评估法。收益评估法正是根据对企业的未来收益及成本的预测,评估企业的未来价值,是动态的评估。中国的中介机构对于数据的依据和理解、行业的技术水平以及整个交易过程都欠缺规范。

按照忠实义务的要求,管理层在交易过程中要以股东利益为重,在定价上首先要考虑股东利益。但相反的是,管理层在实际交易过程中总是设法获得低价国有股。从几起中国化的上市公司 MBO 案例运作来看,其收购价格绝大多数低于公司的每股净资产。

表 1 部分实施 MBO 的上市公司收购价和每股净资产比

已实施 MBO 的上市公司		每股转让价格	同期每股净资产
粤美的	第一次	2.95	3.81
	第二次	3	4.07
深方大 A	第一次	3.18	3.45
	第二次	3.08	
ST 万家乐		0.84	0.31
佛塑股份		2.95	3.19
洞庭水殖		5.75	5.84
特变电工	第一次	2.5	3.36
	第二次	3.1	
	第三次	1.4	
胜利股份		2.27	2.27

(数据来源:《证券时报》2002 年 12 月 11 日)

例如,在张裕 MBO 案中,张裕集团净资产 14.8 亿元,如果交易价格以净资产进行计算,张裕集团 45%的股权价值应该是 6.66 亿元,明显高于 3.88 亿元转让价。若仅考虑张裕 A 股份的情况,这笔买

卖对收购方也极为“划算”,无论是依据2003年年末净资产价格计算,还是依据2004年中期或2004年第三季度每股净资产价格计算,此次交易价格都明显偏低。在伊利案中,金信信托受让呼和浩特市财政局伊利股权的价格是每股10元。而其时伊利的每股净资产为9.54元,半年每股业绩已经达到0.58元,也被市场指责为低价转让。为了达到低价获得国有股的目的,高层管理人员甚至与有关中介合谋做假企业的财务报表,逼国家股、法人股股东就范;否则将继续操纵,直至上市公司被ST、PT后以更低的价格收购。以张裕股份为例,在改制前半年内,净资产出现20%的大幅度下跌,难免让人充满疑问。

(四)侵犯中小股东利益,MBO后高派现、分红

我国上市公司MBO是一种控股性收购,因此,在MBO完成后目标公司不下市,实际案例当中管理层往往为了缓解融资压力,会对上市公司高分红、高派现,侵犯上市公司和中、小股东利益。如完成MBO的张裕(000869)在发布2004年年报的同时,给出了令投资者兴奋的现金分红,共计分红2.028亿元,这一金额几乎接近张裕2004年全年的净利润2.04亿。10派5元的现金分配方案大大超过了公司派现惯例。通过高派现、分红更有利于向管理层输入利益,内部人控制进一步加剧,当公司管理层具有超强控制力时,侵犯上市公司中、小股东利益更易发生。

(五)MBO后转嫁融资风险

在资金来源方面,大多数管理层往往将企业资产向银行抵押,用这笔抵押贷款收购企业,融资风险集中由企业承担,这就是所谓的“空手套白狼”,经营者投入无几,而一夜之间即暴富。

例如,在张裕案中,中层以上干部的入股资金,可以通过张裕集团从银行贷款获得,管理层用公司资产担保获得融资,不仅违法,而且侵犯了公司利益。伊利案中,挪用上市公司资金进行MBO,更是严重侵犯了公司利益。2000年至2001年,伊利公司董事长郑俊怀等人未经董事会同意,先后挪用1590万元和1400万元分别给呼和浩特华世商贸有限公司和启元有限责任公司用于经营。对于金信信托的收购资金,市场认为,也是郑俊怀等人以国债投资委托理财名义挪用上市公司资金。像伊利案中公司高管为了筹集收购资金,在无法正常融资的情形下,挪用上市公司资金,现实中这样的“隐性MBO”还有多少呢?

(六)中国上市公司MBO中道德风险的内涵成因:管理层道德理性的限制

我国上市公司的MBO始于20世纪90年代,是在国有资产战略性重组背景下,作为金融创新和对管理层的有效激励机制而试行的。但是,由于利益冲突的存在,使得管理层频繁侵犯上市公司、股东利益,MBO未发挥激励作用。根据Robert R. Pennington的观点:“当一个人作为另一个人的代表行事时,如果他在接受委托时,或者在事后担任了第三人的代表或者与之有重大的个人利益,而这种利益的存在可能产生这样一种实质性的危险,即他不能为他所代表的人的最大利益服务,他就处在利益冲突的位置。”^[5](第262页)利益冲突的本质是受托人的利益与委托人的利益发生冲突,该利益冲突的存在以二者间的信赖关系为基础。弗洛姆(Vroom)的期权理论认为,当人们预期某一行为能给个人带来既定结果,且这种结果对个体又具有吸引力时,个体才能采取这一特定行为。在“经济人”假设下,受托方是自利的,追求交易中自身利益的最大化,即“效用最大化”;在交易过程中,一有机会就会产生“机会主义行为”,采取掩饰甚至歪曲事实的举动来蒙蔽、欺骗交易的另一方,以此达到自利目的。我国目前经理人市场尚不发达,企业家个人的素质良莠不齐,在社会规范秩序体系缺失的特殊时期,个人自身道德观念、道德价值深刻影响并或多或少制约着其行为的具体实施与操作。从另一方面来看,即使有规范化的制度存在,对那些缺乏坚强道德意志的人及已经丧失良知的人,道德的向善呼唤、法律的规制往往难于奏效。正如英国剑桥大学教授奥尼尔(Onora O'Neill)所言:“好的德性没有法律是脆弱的;但单是正义也不能指导人生,好的法律必须要有好的品性来扶壁支撑。”

三、中国上市公司MBO中道德风险的预防策略

由于我国企业制度改革和资本市场本身的一些深层次问题还没有厘清与解决,缺乏系统的规范上

市公司 MBO 的法律制度的支持,所以在实践中出现大量违规行为,从而违背了 MBO 的价值取向。因此,我们应以俄罗斯的前车之鉴为戒,从经济全球化的角度为切入点,构建一种熔铸本土资源和世界性意图、伦理与法制于一体的理论框架,从而探寻中国上市公司 MBO 的可能路径。

(一)借鉴域外成功的立法经验,构建适合中国的 MBO 法律规制体系

就中国目前的 MBO 立法规范看,尽管有《公司法》、《证券法》、《上市公司收购管理办法》、《股票发行与交易管理暂行条例》、《贷款通则》等相关的几部法律、法规,但没有专门性法律、法规对上市公司 MBO 行为进行必要的规范。就法律的层次角度看,除了《公司法》可以称得上是有普遍规范意义的法律外,相关的许多法规都是各部委签发的条例,这些条例的严肃性、时效性、广泛性及相互交叉影响根本没有办法对上市公司的 MBO 进行有效的监督。

从各国有关上市公司管理层收购应当遵循的法律看,主要是各国的公司法和证券法。在美国,有关公司收购的立法,主要出现在联邦的《威廉姆斯法案》和各州公司法的有关条款中。我国当务之急是对已有涉及 MBO 的法律、法规进行清理、整合,吸收借鉴西方发达国家成功的立法经验,尽快制定专门的 MBO 实施规范与细则以及清晰公正的 MBO 运作程序,使 MBO 这种国企改革的新模式得以健康、顺利的发展,从而为我国经济体制改革的深化和国有资产的战略调整提供一个有益的选择和保障。

(二)加强对上市公司的法律监管,完善、发展信息披露法律体系

完善的信息披露制度是上市公司 MBO 成熟、成功的基石,可以降低监管者与被监管者的信息不对称的程度,提高监管效率,从而遏制被监管者的机会主义行为。因此,我国上市公司 MBO 应以及时、充分的信息披露作为公开、公平定价的前提。首先是应强化 MBO 过程的公开性,细化收购过程的信息披露制度,如收购的目的、收购的定价机制、收购后的重组方案等。由于存在管理层为了追求个人利益的最大化而利用其所占据的信息优势进行内幕交易或股市操纵,以及隐匿、扭曲应披露的重要信息的可能,应着力构建最严格和全面的内幕交易监管法律体系,使 MBO 完全透明而公开进行。管理层应当按照忠实义务的要求,进行信息披露。在目前初步形成的 MBO 信息披露立法体系的基础上,建立上市公司 MBO 信息披露标准与最低限度水平,加强对于披露主体、披露内容、披露时间以及未尽其信息披露义务的法律义务做出具体严格的规定,严厉制裁暗箱操作,加强惩罚力度,形成威慑,鼓励舆论监督,治理欺诈等行为。

(三)加强 MBO 完成后的法律救济与司法干预

为避免管理层以低价收购公司后转卖或以公开上市获取不正当收益,应制定相应的法律加以预防。我国应着手建立专门的上市公司 MBO 跟踪监控与评价体系,对上市公司 MBO 后的公司治理状况、管理层持股变化、管理层还款情况、壳公司与上市公司的关联交易、中介机构服务情况等追踪监管,并通过规范上市公司的会计制度及账目,提高上市公司管理人员对其重要责任的认知和遵守,完善公司治理、防止内幕交易,以最终实现保护证券市场中投资者利益的目的。对上市公司管理层的行为应制定更加严格的行为规范。要求上市公司的管理层必须对公司财务报表的真实性和公平性做出个人保证,并承担相应责任。对于因关联交易未充分披露信息以至误导使直接买卖关系人受到损失的,上市公司、上市公司的高级管理人员及上市公司控制人负有民事赔偿义务,投资者可通过向法院诉讼的救济方式,撤销该项交易。如果 MBO 中损害了其他股东或潜在收购人的利益,那么作为上市公司的高管人员和实际控制人,将给以严厉的处罚。通过加大管理层的责任与风险来约束和制衡他们的投机行为,达到对管理层政绩、决策、责任和廉政综合评价的目的。

(四)加强市场伦理体系建设,提升 MBO 中管理层的道德理性

我们要建立的是法治社会,法治社会是一个制度化的社会。然而,一方面,即使是再好的制度体制,也要通过人执行。另一方面,任何一种制度体制,哪怕是民主政治的制度体制,都不可能是绝对圆满无缺的。存有缺陷的制度当然需要矫正,这种矫正既来自于实践经验中的摸索,也来自生活在这个制度中的人的内在道德状况。后者就是康德所强调的道德自律精神,就是罗尔斯所说的人应当具有自觉不利

用制度缺陷的义务。生活在有缺陷的制度中的人们具备了这种自律精神与义务感,那么,制度的缺陷就会在一定程度上得到有效矫正。所以,社会成员的道德状况对于制度建设具有极其重要的意义。

在追求自身利益最大化的同时尽量尊重而不损害其他经济主体利益的市场经济伦理是完美的,是MBO所必备的要件。特别是企业的管理层有没有良好的市场经济道德观念至关重要,因为他们既是企业MBO前的内部控制人,也是MBO后风险的重要承担者和剩余索取者。其他的道德风险,诸如政府官员的腐败问题和中介机构的合谋大都与他们有关。对于管理人员而言,一个有效的经理人市场可以使那些出现过道德问题的管理人员彻底出局,从而抵制道德风险的发生。因此,我们应加强市场伦理体系建设,重视培育、提升MBO中管理层的道德品质与道德水平,增强其道德责任感与使命感。

我们也应该看到,作为产权制度改革的一种方式,MBO能够最大限度地激发和调动管理层的积极性,在当今这一特定历史阶段对于中小国有企业改变现状,创造社会财富具有独特的优势与作用。因此,我们决不能因为在操作过程中存在问题而因噎废食,完全否定MBO。我们深信,随着专门规范MBO法律的出台和职业经理人管理与约束机制的建立、健全,MBO一定能在我国的改革浪潮中尽其所能。

[参 考 文 献]

- [1] 高兆明. 应当重视“道德风险”研究[J]. 学术季刊, 2000, (2).
- [2] 约翰·伊特韦尔, 默里·米尔盖特, 彼得·纽曼. 新帕尔格雷夫经济学大辞典: 第3卷[M]. 北京: 经济科学出版社, 1992.
- [3] 卢现祥. 漫谈市场经济中的“道德风险”[J]. 哲学动态, 1996, (7).
- [4] 曾江洪, 陈艳艳. 试论中国上市公司管理层收购中的道德风险及其防范[J]. 重庆邮电学院学报(社科版), 2004, (3).
- [5] 王苏生, 彭小毛. 管理层收购——杠杆收购及其在公司重组中的作用[M]. 北京: 中国金融出版社, 2004.

(责任编辑 邹惠卿)

Moral Hazard and the Preventive Strategy for the MBO of Chinese Public Companies

ZHAO Chunhua

(Social Science Department, Hangzhou Teachers College, Hangzhou 310003, Zhejiang, China)

Biography: ZHAO Chunhua (1964-), male, Lecturer, Social Science Department, Hangzhou Teachers College, majoring in science of law and history of Chinese law ideology.

Abstract: During the dynamic developing process of the MBO in Chinese public companies, due to its serious information imparity, serious flaw and lag in legal and standardized market monitoring mechanism, ambiguity in policy and supervising and managing manner, and the restriction and influence caused by the limitation of the moral rational at the management level, the MBO in Chinese public companies is facing many risks and barriers, in particular moral hazard. Therefore, from the view point of the economic and the legal sciences, to rationally analyze the moral hazard in the MBO of Chinese public companies, and to explore and to construct the appropriate has preventive mechanism and the strategy would have special important practical and theoretical significance for the promotion and regulation of the healthy development of the MBO of Chinese public companies as well as the enhancement of the system reform for the corporate companies.

Key words: management level purchase; moral hazard; preventive strategy