



您的位置：首页 - 2003科研成果

中国的MBO何去何从(易宪容)

文章作者：易宪容

MBO即经理层融资收购。它是指目标公司的管理者杠杆融资的方式来购买本公司的股份，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。也就是说，现代公司起源是通过所有权与经营权的分离来现实的，而MBO则是试图通过所有权与经营权合一来化解企业的代理问题。

在发达的市场体制下，如何解决企业的代理问题，企业的兼并与重组、企业的收购与拍卖、企业的股权结构调整与变更等都是最为常用的方式，MBO也是20世纪80年代开始盛行的一种方式。正因为这些工具的平常性，在这些国家早已形成了规范的制度安排及运作机制，这样就可以保证企业的资源不断地分解、重组与整合，来减少企业的代理成本。这或许是MBO引进中国的一个重要原因。

20多年来，随着中国的改革开放，市场运作的理念、规则、方式及产品逐渐地引进国内，特别是资本市场与现代企业制度更如一夜生成一样，很快地在中国成长与发展。但是，我们也应该看到，为什么在发达的市场体制下行之有效的东西一到中国就会或是变形走样、或是有形无实、或是非驴非马四不象，何也？问题在于任何制度都是植根在特定的条件环境下，它的移植，如果没有相应的条件与环境，要想得到好的发展是不可能的。比如，现代股份制公司，在发达的市场体制下，这种企业制度运作已经有一百多年的历史，其经验也证明是一种解决企业激励约束问题的好方式。但是，为什么现代公司制度就很难在中国的企业中生根，很难在国有企业中生根，关键在于没有相应的环境与条件。这也是我国上市公司不能够规范化运作而问题重重的缘由。

MBO被视为对高层经理人员强化激励的方式。它通过股权变更，让企业的所有权与经营权合一，从而增加了对高层管理者直接激励与约束，减少了代理成本。从这意义上说，这是现代企业制度向原点的回归。但这种回归必须建立在以下的前提之上：企业的产权明晰，不存在产权的缺位；合约能够有效的执行而不是信用缺失；充分发展的人力资本市场、完善的金融市场及有效的风险定价机制；有效的金融监管体系等，其中的任何一个条件不满足，MBO要现实有效运作都是不可能的。

2002年以来，MBO也开始在国内盛行，而且到了2003年上半年其热潮高涨。目前，国内上市公司进行了MBO的已经达到了几十家，非上市公司进行MBO的更是远远超过了这一数字，青岛市甚至出现近二十家企业批量试水MBO的热潮。同时，2002年底，专门为MBO提供融资渠道的国内第一家开放式MBO基金俱乐部——利宝资本俱乐部在上海挂牌，以至不少惊呼，“2003年将是中国的MBO年，这将是一场资本和企业家的盛宴。”

现在我要问的是，MBO为何能够短时期内在中国掀起热潮？是哪些人在鼓动这些事情？MBO在中国迅速兴起，国内环境与条件能够满足其要求吗？如果不能满足MBO生成的基本条件，那么会造成什么问题？这些问题对国有企业制度改革，对国内经济的影响会如何？

其实，MBO能够在短期内在中国掀起热潮是有深刻背景的。一是十六大后，国有企业改革成了中国改革最为重要的方面，而且改革的重点是国有企业战略性退出市场竞争性领域。面对11万亿的国有资产，它已成了国内个人暴富的最后一个金矿。如何来挖掘这个金矿，不同的人正开动脑筋准备不同的办法。MBO的兴起应该是不少希望到国有企业淘金并让其行为“合理化”的工具。怪不得，那些证券公司老总及民营企业企业家都摩拳擦掌，都希望在这次淘金中大捞一把。二是国内股市低迷、国内投资环境不佳，有大量的闲置资金在市场寻找出路。而MBO出现也就为这些闲置资金获得高回报提供了一种方式。

实际上，从目前情况来看，中国还没有适应MBO成长的经济环境与条件。首先，从上市公司的情况来说，84%的终极所有权仍然为国有所有，国有企业的财产基本上处于产权不明确的情况。在产权不明确或缺位的情况下，目标公司的资产谁来负责，价格如何确定都是不确定的。再加上公司高层经理完全是政府行政命令的结果，而且不是从市场选择而来，有效的经理人市场缺乏。

在这种情况下，由于上级行政部门任命的经理层，他们不仅不会对目标公司原有的资产负责，甚至于利用信息不对称的及以内部人控制的方式会千方百计地侵占目标公司的资产。比如以关联交易及压低价格的方式掏空国有资产，以操纵账目的方面来控制目标公司的价格。在这种情况下，如果进行的MBO运作，必然会有大量的国有资产流入个人口袋里。正是基于这一点，有人说MBO造就了不少中国的富豪，这是完全掏空国有资产的结果。即使是国资委的确立，国有资产有最终的所有者，同样会出现或是目标公司的定价困难，或是公司经理与政府部门的人合谋一起来侵占国有资产的情况，其问题就是国有企业或国有上市公司产权界定不清。

还有，无论是国有上市公司还是国有银行，政府基本上垄断着社会的大多数资源。在大多数资源完全为政府行政垄断的情况，对目标公司的收购就完全无法在市场公平竞争的情况进行。在这种情况下，既无法形成目标公司公正的市场价格，也无法形成MBO正常运作的市场秩序，从而使得MBO的运作，或是处于暗箱操作中，或是处于以政府行政方式决定的弊端中。这样，不仅会使大量的国有资产流失，而且也会导致钱权交易盛行。还有，由于国有银行仍然垄断着国家的大多数金融资源，MBO运作所需要的资金也只能通过国有银行的方式获得。而行政化的国有银行同样可能成为钱权交易地方。

从制度安排上来说，目前我国MBO运作法律法规不是缺如，就是可操作性弱。这就使得收购者既有很大的回旋空间，又承担着极大的法律风险。比如MBO的融资问题，是MBO成功最为重要的一环。那么，企业的管理层通过什么样的方式来融集资金，目前还没有相关的法律法规，这不仅造成了对MBO运作融通资金的困难，而且使得收购者的很多融资手段成为违规之举。这样，自然也会逼迫管理层收购走向非法经营之路，如钱权交易、收购行为暗箱操作、故意不披露相关信息、私下交易、国有资产定价过低甚至贱卖，“内部人控制”加重等。

总之，MBO在中国何去何从，应该是制度先法规先行。我们注重的并不在于MBO这种方式是否在中国展开，而在于先制定MBO运作的法律与规则。只有在好的法律法规的前提下，才能形成有效的市场、合法的收购主体、MBO运作的有效机制，保证国有企业改革步上健康发展

之路。只有这样，才能达到引进MBO的目的，否则，MBO又可能才成为少数人掠夺社会的财富工具。因此，在目前的制度环境下，MBO应该缓行！

文章出处：《中国经济时报》2003年6月25日

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所