

基于信托方式的曲线 MBO 模式再设计

牛丽文,任立媛

(河北工程大学 经济管理学院,河北 邯郸 056038)

[摘要] 管理层收购作为国企产权制度改革的一种途径,在我国的实施过程中面临一些问题与障碍。通过对基于信托方式的曲线 MBO 模式的再设计,引入员工持股计划、公开竞价机制、战略投资者以及风险共担机制,重视对 MBO 完成后目标公司的整合,以期达到规范曲线 MBO 实施过程、完善公司治理结构的目的。

[关键词] 管理层收购;信托;流程设计

[中图分类号] F276.1 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1673-9477(2008)02-0003-03

产权制度是现代企业制度的基础,我国国有企业改革要获得成功关键是产权制度改革,管理层收购(Management Buy-Outs, MBO)为我国国有企业产权制度改革提供了新的思路。MBO 对于解决国有产权所有者缺位、国有股一股独大问题、降低代理成本以及强化管理层激励机制具有重要的实践意义。

目前,由于我国资本市场不健全、法律法规和监管机制不完善,在 MBO 具体实施过程中存在许多不规范、不透明的地方。因此,2005 年国资委和财政部联合发布《企业国有产权向管理层转让暂行规定》,紧急叫停国有企业 MBO。但是,国有上市公司 MBO 从没有停止过,各种曲线 MBO 时有发生,其主要操作手法是:目标公司管理层通过职工持股会或其出资设立的壳公司收购目标公司的母公司(或集团公司),从而间接持有目标公司股份或控制目标公司。不过,在曲线 MBO 具体实施过程中存在以下几个备受争议的问题。

一是收购主体的合法性问题。以职工持股会或壳公司作为收购主体实施曲线 MBO,在职工持股会法人资格、对外累计投资总额以及股东人数方面,与现行《公司法》、《证券法》以及相关规章制度相违背。

二是收购价格的公正性问题。收购价格的确定以协议方式为主,缺乏市场化机制,管理层容易利用信息不对称优势压低企业实际价值,以低于每股净资产的转让价格收购国有资产,造成国有资产的大量流失。

三是融资方式的局限性问题。MBO 属于杠杆收购,管理层需要筹措大量资金用于股权收购。然而《贷款通则》规定从金融机构取得的贷款不得用于股权性投资,管理层很难通过银行信贷解决资金问题;《保险法》、《证券法》又限制了保险基金以及发行债券的融资渠道。

四是收购完成后的整合问题。在 MBO 完成后,如果缺乏有效的监控,目标公司很可能出现管理层“一股独大”问题,内部人控制现象会更严重,管理层可能通过各种方式侵吞中小股东、债权人乃至国家的利益;此外,管理层通常忽视收购后的业务重组与发展战略等问题,不利于企业的长远发展。

一、国内现有信托型曲线 MBO 模式分析

为了解决曲线 MBO 过程中存在的问题和障碍,国内许多学者提出了信托机制在 MBO 中的应用,设计出信托型曲线 MBO 模式(如图 1)。信托型曲线 MBO 是管理层借助信托工具来融得资金,并委托信托投资公司按约定收购目标公司股权的一种管理层收购方式。

这种模式的操作要点是:管理层与信托投资公司签订信托合同;信托投资公司通过向普通投资者发行资金信托计划募集资金,然后将所募资金贷款给管理层,用于收购目标公司股份;信托投资公司以自己的名义收购目标公司,成为目标公司的名义股东,参与目标公司的监督管理;为了减少信托投资公司的风险,管理层将拟收购股权质押给信托投资公司;管理层通过持股分红所得现金,偿还信托贷款本息。

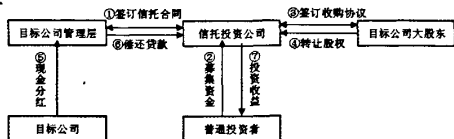


图 1 我国现有信托型曲线 MBO 模式操作流程

借助信托工具实现曲线 MBO 有其独特的优势:

第一,信托模式解决了曲线 MBO 融资难和持股主体合法性问题,起到了融资通道和持股平台的双重作用。信托投资公司是依法成立的金融机构,通过发行信托计划募集社会资金向管理层提供收购股权所需资金,使原有的民间违规借贷行为纳入了合法的借贷行为;同时,信贷投资公司代表管理层持有公司股权,由管理层享有实质上的股权表决权,不存在法律上的缺陷。

第二,信托模式保障了信托各方利益,有助于实现“多赢”格局。通过资金信托合同,管理层、普通投资者和信托投资公司之间形成一个三方信托关系,信托投资公司作为中介机构,有责任按照信托合同的规定,为投资者管理贷款和进行收益分配,同时运用自身专业人才,以股权持有人的身份参与公司监督管理,既能促进目标公司的健康发展,又能提升信托公司自身的盈利能力,维护好管理层和投资者双方的利益。

该模式虽然解决了收购主体和融资来源的合法性问题,在现行法律框架内具有可操作性,但在设计上缺乏对影响企业长远发展的公司治理结构的制度性安排,也无法解决收购股权价格的公正性问题,同时存在投资者放贷风险、管理层股权质押风险等问题。

二、基于信托方式的曲线 MBO 模式再设计

(一)基本假设

目标公司假设:有良好的产业成长环境和市场发展空间,公司在可预期的未来内平稳发展;债权人和利益相关者对实施 MBO 计划无异议;目标公司大股东同意按照拍卖中标价格转让股权;在实施 MBO 后,公司年平均净资产收益率在 10% 以上,无现金分红。

目标公司管理层假设:有市场认可且信托投资公司评估认可的管理层团队;管理层有能力自筹一定比例的收购资金,假设为 10%;管理层控股 15% 即达到对目标公司的相对控股。

信托投资公司假设:不受法律和法规的禁止,可以参与 MBO 的相关业务;委托贷款利率对普通投资者有较强的吸引力,假设为 5%;信托计划明确界定管理层、普通投资者和战略投资者之间的权利和义务。

(二)信托型曲线 MBO 模式流程再设计操作流程表示如下(图 2):

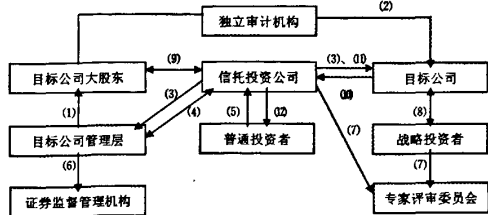


图 2 基于信托方式的曲线 MBO 流程设计图

1. 目标公司管理层向目标公司国有大股东提出实施 MBO 计划的申请,拟采用与职工持股计划(Employee Stock Owner-

ship Plans, ESOP)相结合的方式;提交实施 MBO 的总体规划,包括 ESOP 实施的范围、认购比例、持股期限、转让方式以及战略投资者选择标准等。

2. 目标公司国有大股东审查同意后通报管理层,同时聘请独立审计机构(包括律师事务所、会计师事务所和评估师事务所)对目标公司进行清产核资、产权界定、资产评估等工作。

3. 信托投资公司欲参与 MBO 的管理层成员的能力和为目标公司的发展前景进行评估,并对该 MBO 项目进行可行性研究,做出是否对管理层提供信托融资的决策,设计出资金信托计划和方案。

4. 目标公司管理层与信托投资公司签订资金信托合同,就本次管理层收购的相关事宜达成以下协议:1)信托投资公司与管理层就收购方案达成一致,明确拟收购股份数量、竞标价格、合同生效条件等;2)信托投资公司同意筹集管理层收购股权所需资金的大部分款项(如 90%),贷款给管理层用于收购股权,并确定管理层成员的贷款比例及利率;3)管理层承诺自筹收购股权所需资金的小部分款项(如 10%),并将该资金和前述贷款一并信托给信托投资公司,用于收购目标公司大股东股权;4)管理层同意以自筹资金信托收购的股权的受益权作为向信托投资公司贷款的质押,并明确质权行使的条件;5)管理层成立股权管理机构,代表管理层享有收购股权实质上的表决权,以保证公司决策和经营思想的统一。

5. 信托投资公司对外发布信托投资计划,与普通投资者签订信托合同,规定该信托资金贷款给管理层用于股权收购,受益人为普通投资者,并约定普通投资者的优先受偿权。

6. 管理层将本次收购相关事宜向证券监督管理机构通报和公告,公布参与标购股权的战略投资者的选择标准、最低持股期限和认购限额等。

7. 由国有资产管理部门、专家、独立董事等组成的专家评审委员会进行股权拍卖的工作,制定拍卖程序和规则,选聘资产评估机构,采用经济增加值法(EVA 法)确定一个股权价格作为市场公开竞价的基础;信托投资公司与战略投资者在规定时间内向专家评审委员会提交标书。

8. 目标公司与战略投资者签订战略投资协议,如拟持股比例、持股期间等。

9. 信托投资公司作为收购主体,与目标公司非流通股国有大股东签订股权转让协议,交付购买资金后进行股权变更登记,信托投资公司成为目标公司的名义股东。

10. 信托投资公司与目标公司签订股权回购合同,如发现公司经营不善或管理层有违法行为,由管理层提议的第三方保证回购目标公司股权。

11. 管理层在信托投资公司的监督下完成对目标公司的整合,包括资产重组、现金回收和债务清偿;业务发展规划与重组;公司运作机制整合、人事调整、财务控制体系重构等。

12. 贷款到期日,信托投资公司将受益人为管理层的股权部分变现,用于偿还信托贷款本息,信托投资公司将剩余股权交付管理层,至此,整个曲线 MBO 计划结束。

(三)可行性分析

1. MBO 与 ESOP 的有机结合,有效地解决国有股“一股独大”的问题,使目标公司股权形成包括管理层和职工持股在内的多元结构,优化公司治理结构,有利于形成一套相对完整的激励机制,提高企业的运营效率和管理效率;此外,ESOP 作为一种职工福利计划,可以在一定程度上缓和实施 MBO 后公司性质变革引起的不安和骚动,有利于稳定人心。

2. 要求信托投资公司对参与曲线 MBO 的管理层的能力以及项目的前景进行评估,筛选出具有良好的职业道德素质、具备相应的财务能力和实际履约能力、对公司发展做出了较大历史贡献的管理者以及公司价值能够稳定增长的项目,以确保资金信托计划的安全偿付。

3. 要求管理层有实质性资金投入,以自筹资金信托计划的受益权代替拟收购股权作为信托贷款的质押,可以避免现有信托模式中质押股权的法律制约,控制了信托公司的操作风险,对管理层也有激励作用;同时赋予普通投资者以信托收益的优先受偿权,约定在普通投资者没有获得信托收益分配以前,管理层

不能获得相应的信托收益,从而实现普通投资者与管理层风险的捆绑,对管理层施加有效的激励约束。

4. 建立市场化的定价机制。由专家评审委员会选聘的资产评估机构取代替管理层认可使用的资产评估机构,采用 EVA 法确定一个评估价格作为市场公开竞价的基础,该方法充分考虑了管理层对公司发展的历史贡献以及公司未来的盈利能力和成长性;引入竞争机制,由多个收购者集中竞价,管理层委托的信托投资公司作为收购公司股权的买方之一参与竞价拍卖,价高者得之,考虑到对管理层贡献的补偿,可以约定由管理层优先认购;整个交易过程事先要公告,事后要公开成文条件,保证收购价格形成的公开、公平和公正,避免定价过程中的暗箱操作和寻租行为。

5. 以公开竞价方式为目标公司引入战略投资者,战略投资者既可以是国内外公司、银行,也可以是保险基金、风险投资机构等,一方面可以促成混合所有制的形成,达到经营权与所有权的“有限”统一。因为多元化产权结构和“有限”的两权统一有利于防止出现新的内部人控制问题,同时也能形成一种长期激励机制。另一方面也为公司因控股权变更引发的一些业已形成的政府资源丧失而导致的今后企业整合困难提供帮助。

6. 采用股权增值方式偿还信托融资贷款,而无现金分红计划,主要是因为当前上市公司二次融资相对困难且成本较高的情况下,进行现金分红必然影响公司积累,从而降低公司发展后劲,也无法确保目标公司 MBO 实施期间年平均净资产收益率的增长;另外,管理层面面临偿还信托贷款本息的压力,往往利用法人股成本和流通股成本相差悬殊,进行绝对两相同的大比例的现金分红,转移和侵占流通股股东的利益。

7. 曲线 MBO 完成后,在独立董事和信托投资公司的双重监督下,及时对公司治理进行整合,防止“管理者股东”利用自身的特殊地位或控股地位损害国家、集体及其他中小股东利益的行为,促进其规范运作;此外,要求进行业务重组和战略规划,实现企业健康、持续的发展。

三、结论

MBO 和其他国有企业改制方法一样,也是国退民进、国有资本退出竞争性领域的国家政策执行的一部分,它在解决国有企业政企不分、明晰产权、降低代理成本、健全法人治理结构以及长期激励机制等方面发挥其独特的优势。尽管目前曲线 MBO 存在一些问题,典型的如融资和定价问题,但这是规范、监督或操作的原因,而不是它本身的问题。对待曲线 MBO,应该立足于规范和疏导,而不是一味地否定。

MBO 是一项系统工程,涉及诸多利益相关者,这就要求在制度设计和操作方式上灵活、合理安排。只有设计合理,操作得当,完全可以形成一个“多赢”的局面。由于我国的特殊国情和国企产权改革的复杂性,在国有股权退出的同时,应对企业产权和公司治理结构作出合理的制度安排,混合所有制就是当前国企产权改革的努力方向。当然,要彻底解决 MBO 实施过程中遇到的障碍,最终还是要依赖相关法律和市场制度的完善。

【参考文献】

- [1]陈鹏.浅析上市公司曲线 MBO 的问题及对策[J].产经透视,2006,(9):83—85.
- [2]潘藩.浅析信托投资公司在管理层融资收购中的作用[J].科技信息,2006,(8):208.
- [3]甘国涛.借助信托化解 MBO 难题[J].中国港口,2006,(8):47—49.
- [4]叶炜.利用 MBO 进行股权激励与公司治理再造的思考[J].财资研究,2004,(6):70—75.
- [5]苏舟.中国 MBO 信托融资模式研究[J].商业研究,2006,(20):152—155.

【责任编辑:陶爱新】

(下转第 7 页)

体制和社会发展需要的,能不断提高资金使用效益和办学效益,适合学校发展的财务管理办法。

1. 建立了与市场机制相适应的财务管理体制和会计核算体系,通过内部市场机制,构建了学校与二级单位两级价值管理模式,分别反映了两级单位的办学效益。

2. 可以进一步强化内部经济责任制,打破“大锅饭”体制,建立责、权、利相统一的内部激励与约束机制,充分调动二级单位增收节支的积极性和创造性,办学活力明显增强。

3. 可以进一步提高教育资源的优化配置,较大幅度的提高教育经费的利用效率。

4. 有利于学校与社会建立广泛的联系,建立起主动适应经济发展和社会需要的运行机制,具有较强的社会适应能力。

5. 有利于学校各部门职责分明、职能规范、管理有序和提高工作效率。

6. 有利于教学、科研投入,提高办学水平,为学校健康、快速发展做出了应有的贡献。

[参考文献]

- [1]刘斌. 高校财务管理的现状及建议[J]. 企业经济, 2006, (5): 47.
- [2]张美荣. 我国高校财务管理运行机制研究[D]. 北京科技大学硕士学位论文, 2006
- [3]孔健, 朱传尧. 浅议高校财务管理的能力[J]. 九江师专学报(自然科学版), 2004, (5): 28.
- [4]程波. 中国高校财务管理体系优化研究[J]. 西北工业大学硕士学位论文, 2004.
- [5]段茂森. 对高校财务管理的若干思考[J]. 云南财经大学学报, 2006, (3): 09.
- [6]洪梅. 高校后勤社会化集团财务的管理问题的探讨[J]. 科技经济市场, 2007, (10): 73.

[责任编辑:王云江]

A new pattern tentative exploration of the financial management in colleges and universities under the market economy

WANG Lin—chang

(Hebei University of Engineering, Handan 056038, China)

Abstract: Under the condition of the market economy, the environment of the university financing had unprecedently changed. Thus introducing the market mechanism into the university financing is on the agenda. The new pattern of the financial management in colleges and universities under the market economy is proposed in this article based on the hierarchical management theory and the principal—agent theory in order to make the colleges and universities in china develop quickly and orderly.

Key words: university financial management; market mechanism; new pattern; principal—agent theory; hierarchical management theory

(上接第4页)

The redesign of the mode of curved MBO based on trust

NIU Li—wen, REN li—yuan

(College of Economics and Management, Hebei University of Engineering, Handan 056038, China)

Abstract: MBO is one way of property reform in state—owned enterprises in China, facing with some existing problems and obstacles of the performance. This paper redesigns the mode of curved MBO based on trust, incorporating ESOP, open competition mechanism, strategic investors and long—term motivation mechanism, and reinforcing supervision and control over execution, etc. It is hoped that this is a helpful process to standardize the curved MBO and perfect the structure of cooperation management.

Key words: management buy—outs; the curved MBO; trust