

【工商管理】

基于超产权理论对公司管理层收购的思考

刘德光

(中南财经政法大学现代产业经济研究中心,湖北武汉 430060)

[摘要] 产权理论把产权归属作为企业效率的决定因素,无疑有失偏颇。超产权理论则认为:企业的效益主要是与市场竞争程度有关,利用利润激励去驱动经理人提高努力水平要以市场竞争为前提,市场竞争有放大利润激励的作用。基于超产权理论的思想,本文认为对产权拥有所形成的利润激励得以有效发挥的关键,在于经理人必须持有足够大比例的股权;大中型国有及国有控股企业和上市公司实施MBO后,由于经理人所购股权比例不大,使得产权激励不够大,而竞争激励又大幅下降,导致经理人的能力和努力水平下降, MBO将严重影响其业绩的提高。因而, MBO不是其改革的途径;小企业实施MBO是利大于弊, MBO不失为其改革的途径之一,但从长期发展的角度来看, MBO只不过是一个权宜之计。

[关键词] 管理层收购; 产权; 竞争; 激励; 绩效

[中图分类号] F276.6 [文献标识码] A [文章编号] 1006-480X(2005)03-0113-08

一、引论

现代企业制度的所有权与控制权的分离,导致公司管理层经营动力的不足,机会主义行为的盛行,严重地影响了公司的效益。公司管理层收购(即 Management Buy-out,缩写为MBO)正是为了克服现代企业这一弊端产生和发展起来的,它兴起于20世纪60年代欧美各国,80年代和90年代获得了较大发展,近几年被引入我国。目前,我国已有相当多的公司实施了MBO。

然而,伴随着MBO在我国的国有及国有控股企业改制中不断地被运用,关于MBO的争议也越来越激烈。最近,更是到了白热化的程度。一种支持MBO的观点认为:目前,我国国有及国有控股企业所有者缺位、经营者越位,对经营者的激励与约束双重缺失,内部人控制严重,企业效益不佳。而MBO的实施,使公司的管理层成为公司的股东,实现了控制权与所有权的统一,公司的管理层不仅是公司的管理者,具有控制权,而且也是公司的主要股东,具有剩余控制权和剩余索取权。这就有利于增强管理层经营企业的动力,避免机会主义行为,促使经理人提高努力水平和提高企业的效率。在这种情况下, MBO是实现“国退民进”、优化股权和股东结构的有效方法。另一种否定MBO的观点认为:从东欧、俄罗斯和南美阿根廷等国MBO的实践来看, MBO不仅未能促使经理人提高努力水平,提高企业的效率,而且带来了国有资产的大流失,产生了严重的社会不公平现象。

支持MBO的人主要依据科斯等人的产权理论来对MBO做出肯定的判断,产权理论认为产权

[收稿日期] 2005-02-15

[作者简介] 刘德光(1964—),男,湖北黄冈人,中南财经政法大学现代产业经济研究中心副教授,经济学博士。

的归属、产权激励、资源配置以及企业效率四者之间具有内在的逻辑关系(如图1),产权归属决定着产权激励,而产权激励影响着经理人的努力水平和对资产的关切程度,从而决定了资源配置的状态,最终决定着企业的效率。

基于产权理论的观点,私有化是实现资源优化配置和提高稀缺资源效率的最有效的途径,而对剩余利润占有的激励是最完善的激励,MBO正是符合产权理论的企业并购行为。毫无疑问,产权理论阐述了产权归属、产权激励、经理人的努力水平和企业绩效之间的关联关系,但在当前经济环境下,把企业的绩效看做是经理人所拥有企业产权的惟一变量的函数,显然是不符合实际的。事实上,企业的绩效除了受经理人所拥有的产权的影响外,还会受到一些其他因素,如市场竞争的强度、经理人的能力和企业的资源规模水平等影响。总的看来,产权理论有着严重的局限性,将其作为MBO合理性的理论基础是不够全面、不够科学的。本文力图克服产权理论的这种局限性,引入近年来发展起来的超产权理论,从全新的视角来研究MBO,以判断MBO是否能够促使经理人提高努力水平,最终达到提高企业效率的目的。

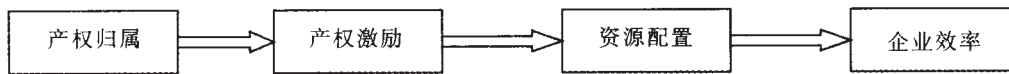


图1 产权理论的产权激励机制

二、超产权理论的新视角:竞争激励

1. “产权”神话在实践中的破灭

把产权归属作为企业效率的决定因素,认为解决好了产权问题就解决了企业的效率问题,无疑将产权神话。近年来,一些产权理论实践的失败打破了产权的神话。①产权理论在俄罗斯和东欧各国实践的失败。俄罗斯和东欧各国的经济改革事实上就是产权理论的实践,在改革过程中大量实施了MBO,旨在解决国有股东缺位的弊端,期望明确产权归属,以提高企业所有者对资产的关切程度,从而达到提高企业效率的目的。但事与愿违,一方面,被私有化后的企业效率不但未能提高,而且还有大幅度的下降,导致俄罗斯和东欧经济的长期萧条;另一方面,出现了严重的贫富分化和更为严重的腐败,在私有化的过程中,一些腐败官员与企业的经理人相互勾结,互相利用,导致大量的国有资产流失。②产权神话在阿根廷也惨遭破灭。20世纪90年代以梅内姆为首的政府开始推行私有化的新自由经济政策,经过几年的大规模产权私有化,从竞争行业到一般垄断行业完全实现了产权的私有化,可以说,阿根廷是产权私有化最彻底的国家。然而,产权私有化并没有带来产权理论所预期的企业效率的提高,带来的只是大量工人失业、饥饿、债台高筑和经济崩溃,昔日的拉美富国阿根廷,今天已经破产。③产权神话在美国的一些公司也被证明是破灭的。世界通信和安然这两家公司曾经业务遍布全球,实力雄厚,公司的治理结构规范,也暴露出了丑闻。作为股东和代理人的经理人,自身持有公司大量的股票和期权,应该说产权激励是很大的,但经理人相互勾结,共同营私舞弊欺骗中小股东,干着监守自盗的勾当,由此可见,产权激励并不能确保公司治理机制的改善和效益的提高。反思阿根廷、俄罗斯和东欧各国失败的教训,不能不说产权私有化理论乃是罪魁祸首。

正如2001年诺贝尔经济学奖得主美国著名经济学家斯蒂格利茨所言(祖明,2001):“经济学中没有一个神话像‘产权神话’那样在人们心目中根深蒂固,这一神话的危害在于误导了许多转型中国家把注意力集中在产权问题上,而不是去关注在更大范围内的一系列问题”。斯蒂格利茨进一步分析指出:“利用产权理论来指导这些地区的国有企业改革时,片面强调产权激励,而忽视所有权与经营权分离而产生的代理问题。对于小规模私人业主制企业来说,所有权与经营权归一,产权

激励是有效的。但是,对于现代的大型企业来说,资本的所有者几乎完全同管理职能相脱离,两权分离是一种必然的选择,因此,委托代理也就不可避免地要产生。产权的私有化有利于产权的明晰,但这并不能改变两权分离的现状,因此,代理问题依然是影响大型企业效益的核心问题。产权私有化理论在明晰产权方面有积极的作用,但却不能完善管理契约和代理责任制,因此,不能从根本上解决大型企业的代理问题,正是这种对于大型国有企业与小型私人业主制企业不加区分地强调产权激励作用的理论的指导,导致俄罗斯、东欧和阿根廷经济改革的严重失败。”

2. 超产权论的理论框架

超产权论是20世纪90年代末由英国的经济学家马丁和帕克(Martin & Parker, 1997)提出的,他们对英国各类企业私有化后的经营状况进行综合对比分析后发现,在竞争较为充分的市场上,企业面临“生”与“死”的抉择,而企业经理人面临控制权的丧失以及信誉下降,以及人力资本贬值的压力,不得不增加努力水平,私有化后企业的平均效益显著地提高;相反,在垄断市场上,私有化后企业的平均效益改善并不明显,这是因为在垄断市场上基本上没有竞争,经营者只须提高产品或服务的价格,就可以增加企业的利润,这种“坐地收租”的方式难以刺激经理人提高努力水平和增加投入。因此,企业的平均效益就难以显著改善。马丁和帕克由此推断,企业的效益与产权的归属变化没有必然的联系,而与市场的竞争程度有密切的关系。一般地说,市场竞争越激烈,企业提高效率的努力程度就越高,企业效率提高的可能性也就越大。澳大利亚经济学家泰腾郎在进行了大量的实证研究的基础上也得出了相同的结论,即企业的效益主要是与市场竞争程度有关。由此可见,企业产权变化并不是其机制改善和效率提高的必要条件。

超产权论把竞争作为激励的基本因素,并以竞争理论为基础,竞争理论表明,通过竞争有利于信息的完善,而完善的信息有可能大幅度地减少信息不对称现象的发生,可以大大地遏制事前的信息隐藏和事后行为隐避,从而减少逆向选择行为和道德风险带来的机会主义行为。竞争能够产生一种“隐含的激励”(Implicit Incentive),这种激励来自企业外部且是委托—代理合同中未载明的,具体包括两个方面:一是信息比较带来的激励。由于竞争,关于经理人的能力与努力程度的信息更加公开,那些能力强,努力程度高的经理人,就会给其经营的企业创造好的效益,其自身就会获得良好的信誉和社会的认可;相反,那些能力差,或能力虽然强,但努力水平不高的经理人,就不会得到社会的认可,也就难以被继续雇佣或再次被雇佣。因此,竞争能够更有效地监督和激励企业经理人。这种竞争导致经理人信息的公开,对经理人行为产生鞭策,促使他们提高能力和努力水平。二是企业生存带来的激励。激烈的市场竞争给企业带来“生”与“死”的抉择,由于企业经理人人力资本的专用性,使得企业经理人的命运是与企业的命运紧紧相连的,荣辱与共,当企业“死”的时候,企业经理人的信誉扫地,人力资本大幅贬值,经理人面临失业;当企业繁荣时,企业经理人的信誉迅速上升,其人力资本大幅升值。因此,理性的企业经理人在竞争面前只能发奋努力,提高效益。

超产权论认为,利用利润激励去驱动经理人提高努力水平,要以市场竞争为前提条件,市场竞争有放大利润激励的作用,市场竞争不仅对利润激励有强化的作用,而且对企业治理机制的改善有促进作用,而企业治理机制是决定企业长期绩效的重要因素。企业的治理机制是由企业经理人利润激励机制、经理人聘选机制与企业资本财务机制组成。经理人聘选机制决定了企业经理人选拔与上岗的方式,科学合理的聘选机制就要引入竞争机制,在全社会的范围内把最优秀的经理人选拔出来,通过竞争上岗,能够大大地激发经理人的积极性,促使他们提高努力水平。企业资本财务机制则影响企业的资源状况,一般来说,企业的资源丰富、规模大,则企业经理人可支配的资源就多,能力强且努力水平高的企业经理人可能会使企业产生大规模的绩效。因此,超产权论认为:企业的绩效规模除了受到市场竞争强度、经理人的努力程度所决定外,还受到经理人的能力及其掌握的资源所影响(如图2所示)。

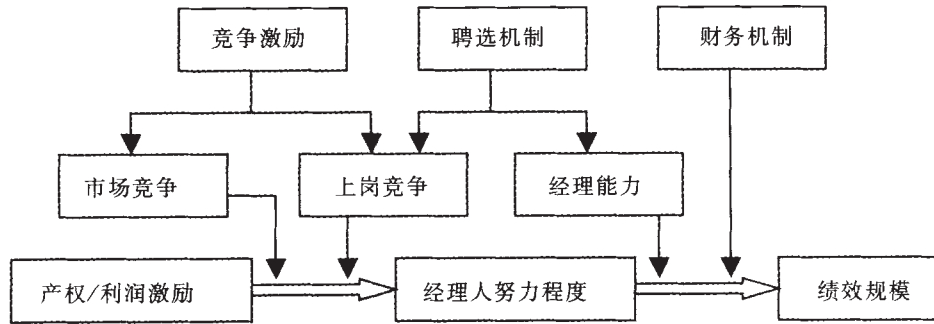


图2 超产权理论的竞争激励机制

综上所述,我们可以建立一个数量模型来反映企业绩效的决定模式,该数量模型也反映了企业绩效、治理机制与产权之间的数量关系。

$$\begin{cases} X_i = K_i + \beta R_i & (1) \\ Y_i = S_i + \gamma X_i + \varepsilon & (2) \end{cases}$$

其中: X_i ——经理人的努力程度; K_i ——上岗激励扩加数; β ——产品市场竞争乘数,表示产品市场竞争程度; R_i ——利润激励强度的经理人利润占有率; Y_i ——企业绩效规模; γ ——资源乘数; S_i ——经理能力; ε_i ——随机干扰的影响,且 $E(\varepsilon_i) = 0$ 。

三、MBO 对经理人的努力程度和业绩的影响

为了更好地用超产权理论来分析研究 MBO,我们先作一些假设,在假设的基础上,用对比的方法来研究 MBO 对经理人努力程度、企业业绩和企业资源的影响。

假设:某一行业有甲、乙两家规模、技术和产品等方面几乎完全一致的企业:即规模相同,资源量相同,技术水平相当,产品同质,现有经理人的能力相当,竞争的是同一市场。甲企业是一个两权分离的现代企业,而乙企业则进行了 MBO,实现了两权合一。

我们用 X_1 、 X_2 分别表示甲、乙企业经理人的努力程度; K_1 、 K_2 分别表示甲、乙企业经理人的上岗激励扩加数; R_1 、 R_2 分别表示甲、乙企业利润激励强度,由于 R_i 表示利润的激励强度,与经理人收购的股权比例直接相关,一般情况下,经理人收购的股权比例大,则经理人对剩余利润占有的比例就大, R_i 就大;相反,经理人收购的股权比例小,则经理人对剩余利润占有的比例就小, R_i 就小。 Y_1 、 Y_2 分别表示甲、乙企业的业绩规模; S_1 、 S_2 分别表示甲、乙企业经理人的能力; β 是一个常数,是不受 MBO 影响的因素, γ 和 ε_i 根据假定是相同的。则我们可以得到如下分别表示甲、乙企业经理人的努力水平和业绩规模的两个模型:

$$\begin{cases} X_1 = K_1 + \beta R_1 & (3) \\ Y_1 = S_1 + \gamma X_1 + \varepsilon & (4) \end{cases}$$

$$\begin{cases} X_2 = K_2 + \beta R_2 & (5) \\ Y_2 = S_2 + \gamma X_2 + \varepsilon & (6) \end{cases}$$

1. MBO 对经理人努力程度的影响

由式(3)和(5)可知,经理人的努力程度是由两部分决定,一是经理人上岗竞争所形成的竞争激励;二是决定企业“生与死”的产品市场竞争程度与经理人从企业剩余利润中分得利润比例之积,显然,要使经理人的努力程度达到最大,必须使这两部分都达到最大,其和才能达到最大。MBO 的实施,从本质上改变了产权的归属,股权由投资者转移到经理人手中,这种产权归属的变化,毫无疑

问,会增加对经理人的利润激励程度,将促使 R_1 变大。因此 $R_2 > R_1$ 。需要说明的是:没有进行MBO的甲公司即使经理人不拥有公司的股权,但经理人还有控制权收益,这样 $R_1 \neq 0$ 。实施MBO的公司利润激励有所加强的同时,另一个显著的变化就是经理人的聘选机制的变化,两权分离的现代企业的经理人是竞争上岗,并且在岗时还会受到经理人市场的竞争压力,努力水平不高,干得不好,随时就会被淘汰,丧失对公司的控制权。因此 K_1 很大,而实施MBO的公司就不会出现这种情况,为了保持对企业的控制权,避免出现两权分离现象(如果两权分离,这与MBO的本来目的不相符),这样就不可避免要出现两种情况:一是原来的经理人干到身体无法再干为止;二是原来的经理人退休后,将公司的控制权传递给其后代。无论那种情况,上岗竞争没有了,在岗的竞争也不存在,原来的经理人即使能力不再也无法被淘汰,因此 $K_2=0$ 。

将其代入式(5)可得: $X_2 = \beta R_2$ (7)

由此可见,MBO的实施使得利润激励加强的同时,却使得上岗竞争的减少或者消失,从式(3)可知,毫无疑问,将会大大地影响经理人的努力程度。由于 $R_2 > R_1$,因此,式(7)代表的直线要比式(3)代表的直线陡峭,这两条直线必然相交,如图3所示。

由图3可知,存在一个临界点Q,在这Q点 $R_2 = R_1 + K_1/\beta$ 。当 $R_2 > R_1 + K_1/\beta$ 时, $X_1 < X_2$,利润激励会超过竞争激励对经理人的努力程度的影响;当 $R_2 < R_1 + K_1/\beta$ 时, $X_1 > X_2$,利润激励无法超过竞争激励对经理人努力程度的影响效果。也就是说,由对产权拥有所形成的利润激励要对经理人努力程度有显著的影响效果,经理人必须持有足够多的股份,否则,利润激励对经理人努力程度的影响还没有竞争激励的效果大。

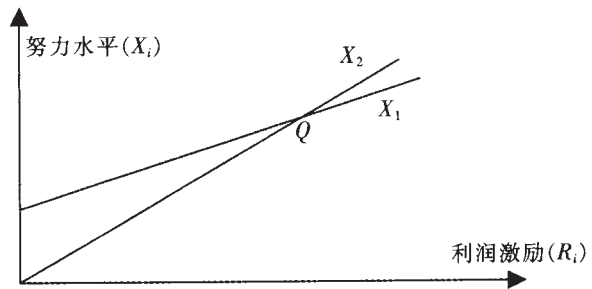


图3 利润激励——努力程度的曲线

注:该曲线图系作者根据模型描绘。

需要说明的是,对于大规模企业来说,①委托—代理关系必然存在。一方面,大中型企业由于规模大,股本巨大,单一的投资者无能力投资兴办,需要众多的投资者参与投资兴办,股东少则数万,多则数十万甚至数百万。例如,美国通用汽车公司股东400多万人,如此众多的投资者不可能都直接参与公司的经营管理,即使有极少数股东直接参与了公司的经营管理,那么绝大多数股东也是无法直接参与公司的经营管理,因为,如此众多的股东都直接参与公司的经营管理,公司的决策将难以达成一致,且是低效率和高成本的。另一方面,目前社会分工已进入了高度化阶段,企业经营管理已成为专业化的工作,需要专业的知识、经验和特殊的素质。不同投资者资源的禀赋不同,一些人具有资金等物质资本,而另外一些人具有管理才能,现代企业能够将物质资本与人力资本结合起来,不具有经营管理才能的物质资本的投资者通过委托来聘请人力资本所有者的经理人对企业进行专业化的经营管理。除此之外,现代企业尤其是大中型企业不再只是少数投资者谋利的工具,作为社会经济发展的最主要力量,必然要求充分考虑整个社会的利益,既要考虑投资者的利益,又要考虑政府、社会公众的利益,同时也要考虑债权人、供应商、消费者的利益,现代企业不仅是一个劳动的协作体,而且也是一个多方利益的共同体,这就要求现代企业要社会化、公开化和公平化,这样委托是利益各方能够接受的一个方法。总之,现代大中型企业由于投资众多,利益的多角性以及企业经营管理的特殊性,决定了委托代理不可避免。②MBO也不可能最终解决大中型企业的代理问题。对于规模大的大中型企业,无论是国有或国有控股公司,还是其他类型的公司,由于公司规模大,公司管理层不可能收购足够多的股份,一般只收购公司总股份中的一部分,这样对经理人的利润激励就不是通常人们所认为的完全激励,即 $R_2 \neq 100%$ 。从目前我国大中型国有及国有控股公司MBO的情况来

看,公司管理层收购的股份比例约占 30%,处于相对控股地位,也就是说还有 70%左右的股份是由公司管理层以外的股东持有,这样看来,持有公司股份 30%的股东(即公司管理层)解决了代理问题,而公司管理层以外的 70%的股东依然要进行委托。因此,对于这部分股东来说,代理问题仍然存在。对于其他利益相关者来说,MBO 的实施只是改变了部分股权的归属,并没有提升他们在公司治理中的地位和作用。因此,委托对于他们来说依然存在。总之,大中型企业 MBO 只是实现了部分所有者与经营者的统一,部分所有权与经营权的合一,解决的只是部分股东的代理问题,对于大部分的股东和其他利益相关者来说,MBO 并不能从根本上消除代理问题。

总的来看,由于大中型企业委托代理不可避免,MBO 后代理问题依然存在,虽然利润激励有所加强,但不可能达到非常大,相反地,竞争激励的大幅下降无法弥补,从而导致经理人努力水平无法保证会提高,这正是美国安然公司持有大量股份的前经理人监守自盗的原因。

2. MBO 对企业绩效的影响

由式(4)和(6)可知,企业的业绩主要由两部分决定,一是经理人的能力,它是企业开展成功经营的保证;二是经理人的努力水平与其掌握的资源之积。要使企业的业绩达到最大,企业的经理人必须是优秀的,努力程度达到最大且所掌握的资源丰富,这三个条件缺一不可。

将式(4)减去式(6)得:

$$Y_1 - Y_2 = (S_1 - S_2) + \gamma(X_1 - X_2) \quad (8)$$

没有实施 MBO 的公司,经理人的能力由竞争的聘选机制得以保证,经理人的市场竞争决定了公司的控制权始终保持在最优秀的人手中。而 MBO 后公司的聘选机制无法保证经理人品质的优秀,即使最早的经理人很优秀,但经理人的知识和经验是有时效性的,只有非常少的经理人能够与时俱进,对于大多数经理人,随着时间的推移,时过境迁,优秀不再,而又没有淘汰机制,因此, S_2 较小,比较来看, $S_1 > S_2$ 。由上面讨论可知,当 $R_2 < R_1 + K_1/\beta$ 时, $X_1 > X_2$,此时 $Y_1 > Y_2$,也就是说,当 MBO 时,经理人持股比例不大,两权分离的现代企业的效率要优于实施过 MBO 的企业,如图 4 所示;当 $R_2 > R_1 + K_1/\beta$ 时, $X_1 < X_2$,此时是 $Y_1 > Y_2$ 还是 $Y_1 \leq Y_2$,无法判断,这就要看甲乙公司经理人能力的差异与经理人努力水平的差异与资源之积的大小,有可能出现图 4(a)或图 4(b)的情况。

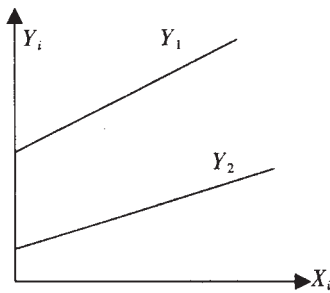


图 4(a) 努力程度——业绩曲线

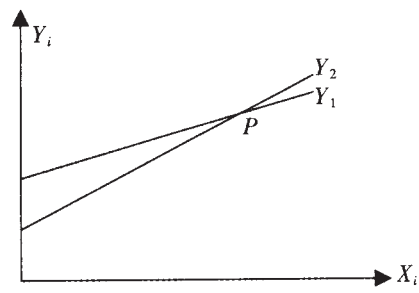


图 4(b) 努力程度——业绩曲线

在强调产权激励的同时,我们必须认识到,即使经理人收购了足够多的股份,有利于增强其干劲,但干劲大不一定成就大,平庸的经理人无法胜任其本职工作,努力水平再高,但由于能力所限,根据模型(2)可知,将无法提升企业的业绩。相反,在两权分离的现代企业里,股东对剩余利润的分割,虽然在一定程度上削减了经理人的利润激励,但由于引入经理人的上岗竞争,竞争选聘的优秀经理人使提升企业业绩规模有根本保证,这样,现代企业产权利润激励的不足,会由于引入竞争激励而得以补偿。因此,两权分离的现代企业的绩效规模也有可能超过 MBO 企业的绩效规模,其关键在于要能够选拔到优秀的经理人。对于大中型企业,由于 MBO 的实施改变了企业部分产权的归属,

对经理人的利润激励有所加强,由于经理人收购的股权比例不可能很高。因此,利润激励不可能达到最大,势必影响经理人的努力水平。与此同时,MBO后经理人的上岗竞争和在岗竞争没有了,经理人的能力无法保证,因而,MBO后公司的业绩无法保证一定会提高。

3. MBO对财务机制的影响

在前面的分析中,我们都假定资源乘数 γ 是相同的,但即使甲、乙两家企业最初的资源总量是相等的,随着乙企业MBO的实施,两家企业的财务机制会发生显著的变化,会导致各自的资源量在未来发生变化。对于甲企业,由于是两权分离的现代企业,社会化和公开化的程度高,社会普遍认同,因此,容易通过各种途径获得更加广泛的资源,可以进一步社会化,例如,通过发行股票、债券等来获得资源,也比较容易得到银行的贷款支持。而MBO公司的社会化和公开化会逐步下降,为了追求对更多的剩余利润的占有,一些经理人会不断地提高其收购公司的股份的比例,有可能使公司变成一个完全封闭的私人公司,社会化和公开化程度很低,这时公司的信誉就会较大幅度地下降,获得各种外部资源的难度加大且成本会上升。总的来看,两权分离的现代企业容易获得各种外部资源,这有利于其规模的扩展和获得更大规模的业绩;而MBO公司社会化和公开化的程度下降,不利于获得各种外部资源,显然,MBO以后财务机制的这种变化无疑会对公司业绩规模产生负面影响。

四、结论与启示

基于超产权理论对MBO的分析,我们可以得出如下结论与启示:

(1)经理人在MBO时必须收购足够大比例的股权,利润激励才能有效。由对产权拥有所形成的利润激励得以有效发挥的关键在于经理人必须持有足够大比例的股权,只有这样,利润激励才能补偿竞争激励不足所产生的不利影响,如果经理人持股比例不大,将会严重影响经理人的努力水平。

(2)大中型国有及国有控股企业不适合MBO。对规模大的国有及国有控股企业实施MBO,经理人只收购一部分股权,因而只能改变部分股权的归属,并不能从根本上消除代理问题,导致利润激励并不强。相反,却排除了经理人的上岗竞争和在岗竞争,竞争激励没有了,经理人的品质就无法保证,那种期望大规模地推行MBO,以提高大中型国有及国有控股公司效益的想法是不切实际的。因此,MBO不是大中型国有及国有控股公司改革的途径。

(3)上市公司也不适合MBO。上市公司由于其社会性和公开性,经理人不可能也不愿意收购足够的股权(否则,无法用少量的个人资源去控制和利用大量的社会资源),与大中型企业一样,利润激励不够大,而竞争激励又大大地减弱了,经理人的品质无法保证,还会导致内部监控进一步弱化。上市公司在未实施MBO之前虽然内部监控较弱,但多多少少有一些来自大股东的监控,中小股东还是有“便车可搭”。一旦对其实施MBO,由于大股东的退出,公司管理层成为公司的大股东,公司管理层集所有权与经营控制权于一身,既没有大股东的监控,也没有小股东的监控,上市公司就会成为管理层的自由王国,中小股东的权益更加难以保障。从我国证券市场发展的这些年的实践来看,中小股东在公司治理中的无能力,导致其权益保护方面处在无助的状态,从个人投资者的总投入与总收益来看,个人投资者事实上是巨额亏损的。上市公司MBO的实施必将会进一步导致中小股东权益的损害。因为,MBO的实施将进一步加强公司管理层的地位和作用,与此相反,中小股东的地位与作用进一步下降,他们既没有决策权,又没有经营权,信息又不对称,其权益如何能得到保护。综合来看,上市公司实施MBO尽管有可能带来好的影响,但总的来看,不利的影响将更为显著,对于中小股东来说,可能是灾难性的。因此,MBO不应该作为上市公司改革的方向。

(4)MBO无法保证大中型企业和上市公司业绩的提高。MBO在追求对经理人利润激励的同时,排除了竞争激励,特别是完全排除了对经理人的上岗和在岗的竞争激励。对于大中型企业和上市公司来说,由于公司的社会性和经理人持股的有限性,导致利润激励的有限性,而经理人的能力又无法保证,因而MBO,特别是大中型企业的MBO,无法确保业绩的提高。

(5) MBO 对小企业改革有一定积极作用。与大中型企业和上市公司相比,小企业有着不同的特点,一是规模小,因而其股本就不大,这样公司的管理层就有可能收购其绝大部分股份。二是股东单一,便于公司的管理层收购,并且 MBO 后公司的股东人数非常少,这样所有股东都参与公司的治理和经营管理就有可能实现。另外,小企业业务单一且业务量小,管理的复杂程度不高,经理人有可能把它经营好。相反,小企业 MBO 后公司管理层成为完全的所有者,具有全部的剩余索取权,真正地实现了所有权与经营权的统一,产权激励达到最大。因此,将极大地提升公司管理层的努力水平,进而有可能提高公司的效益。

相比较而言,小企业实施 MBO 是利大于弊。因此, MBO 不失为其改革的途径之一。当然我们在推广 MBO 的同时,一定要认识到它的负面影响。由于经理人职业生涯的短暂,新的经理人不可能都从原来公司管理层的下一代中产生,随着企业规模的不断扩大,股东的公众化、企业经营的社会化,企业管理的专业化,不可避免地代理问题又会产生。

综上所述, MBO 作为一种“舶来品”,对国有及国有控股的大中型企业改革是无帮助的,对于上市公司的负面影响远大于正面影响。因此,那种对 MBO 寄予厚望显然是不切实际的,国有及国有控股大中型企业、上市公司的改革必须寻求其他的途径, MBO 是行不通的。MBO 的积极作用在于推动小企业的改革,由于小企业的特殊性,对其实施 MBO 可行和有利,其正面影响远大于负面的影响。因此,对于小企业来说, MBO 不失为改革的途径之一,但也必须认识到,从长期发展的角度来看, MBO 也只不过是权宜之计。

〔参考文献〕

- 〔1〕刘芍佳,李骥. 超产权论与企业绩效[R]. 梁能. 公司治理结构:中国的实践与美国的经验[C]. 北京:中国人民大学出版社,2000.
- 〔2〕祖明. 公司理论与中国企业改革[M]. 大连:东北财经大学出版社,2001.
- 〔3〕Martin Stepher & David Parker. The Impact of Privatization—Ownership and Corporate in the UK[J]. Rountledge, 1997.
- 〔4〕Bishop M. & J. Kay, & Colin Mayer. Privatization and Economic Performance[J]. Oxford University Press, 1994.
- 〔5〕Vicker, J. Concept of Competition[J]. Oxford Economic Paper, 1996 (1).

Thinking about Management Buyout Based on Beyond Property—argument

LIU De-guang

(Zhongnan University of Economics and Law, Wuhan 430060, China)

Abstract: The property right theory, which owes enterprise's efficiency to ownership of enterprises, is biased. Beyond property—argument argues that enterprise's efficiency is decided mainly by the degree of market competition. Market competition can magnify the effect of profit incentive. According to beyond property—argument, this research concludes some new views on MBO. The key that profit incentive from ownership of enterprise is effective is that managers must hold considerable shares. After MBO is carried out in large state—owned enterprises and enterprises on the market, because the managers don't buy considerable shares, the profit incentive isn't enough. And competition incentive extensively descends. It seriously influences the managers' abilities and effort level. MBO finally influences achievement of the post—buy enterprise. So MBO isn't a right way of reform. Small enterprises have much benefit by carrying out MBO, so MBO is a suitable way of reform. But MBO is only a temperate way in long—term development of enterprises.

Key Words: management buyout; property right; competition; incentive; achievement

〔责任编辑:高 粮〕