

京山轻机MBO背后的治理 困境及启示

以2005年股权分置改革(简称股改)正式启动为界,上市公司京山轻机(000821SZ)于2009年5月公布的MBO(管理层收购)是股改后开始酝酿并最终成功的第一家,由此也宣告了后股改时期MBO的回归。然而,这一轮MBO与股改前的MBO相比已经发生了较大变化,主要表现为:一是流通股取代非流通股成为交易标的。股改前上市公司均选择国有股、法人股等非流通股作为MBO交易标的,而随着股改的结束以及大小非解禁工作的推进,MBO的交易标的已经锁定在流通股,上市公司的MBO将面临流通股持有者较为分散、价格较高等新风险,即会面对更高的交易成本。二是“国有资产流失”的概念逐渐淡化。股改前决策者将MBO作为国企改革的一剂良药加以推广,然而却面临着国有资产流失问题,股改后上市公司的股权结构更趋多元化,许多上市公司更是以股改为契机进行了“国退民进”的改革,国家不再投入任何资金和资产。以完善上市公司治理为主要目标的股改似乎并没有代替人们对MBO的青睐,具有国企背景的中小上市公司仍然受困于公司治理困境的束缚,似乎股改还不能完全迸发出他们的热情。本文将京山轻机为例,详细剖析新形势下MBO的形成路径,探讨具有国企背景的中小上市公司面对的治理困境并尝试化解,以期最大限度地展现股改对资本市场的作用。

一、京山轻机MBO路径探析

图1描述了京山轻机的MBO之路,其中隐藏了时间和资金两条路径。

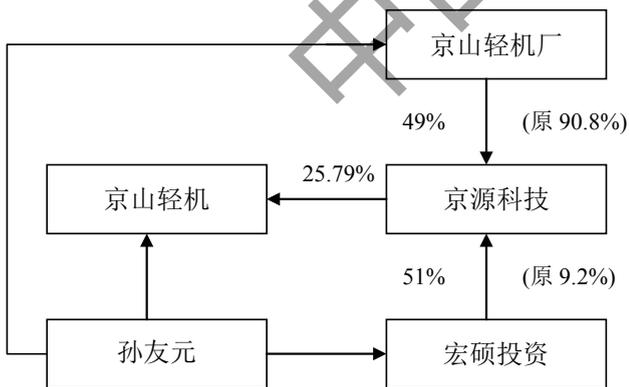


图1 京山轻机MBO关系图

1. 股权关系变化时间路径。MBO的收购方京山宏硕投资有限公司(简称宏硕投资)于2005年5月由京山轻机的管理层出资成立,其中董事长孙友元的出资比例为63.10%,对该公司绝对控股。这个时间点值得关注,因为两个月后京山轻机的原大股东京山轻机厂改制为民营企业,紧接着京山轻机开始进行股改,适时成立的宏硕投资顺理成章地参

与进来,与京山轻机厂共同出资设立了京源科技,其中宏硕投资持有9.2%的股份,京山轻机厂持有90.8%的股份,京源科技因此成为京山轻机的控股股东。这为日后控制权的进一步转移埋下了伏笔。

如果说京山轻机的管理层当初选择成立“壳”公司宏硕投资的时间是信息不对称的产物,那么正式实施MBO的时间或许早已在预料之中了:自从2005年奠定MBO大势以来,京山轻机已连续三年实施现金分红,且占其净利润的比例相当高;2008年12月,京源科技所持有的京山轻机7177.49万股限售股实现了全流通,如果京山轻机继续现金分红成本势必将会高企。于是2009年5月22日,宏硕投资受让京山轻机厂持有的京源科技41.8%的股份,从而持有京源科技51%的股权,间接控制了京山轻机25.79%的股份,孙友元成为京山轻机的实际控制人,京山轻机则成为管理层所设置的“壳”公司宏硕投资的孙公司,以孙友元为代表的管理层从而间接控制了上市公司,MBO完美收官。

2. 收购资金推动路径。MBO的顺利进行离不开资金的推动。除了对上市公司的利益挖掘,京山轻机进行的融资创新值得我们思考。笔者认为京山轻机管理层用来MBO的资金来源渠道有三:一是出售解禁流通股,京源科技在股市行情不错的2007年共减持超过1700万股,套现约1.46亿元。二是多年来京山轻机的大方分红为京源科技带来了至少2000万元的收益。三是并购贷款融资。在本次收购中,宏硕投资共贷款4500万元,约占整个收购资金的一半,而在并购贷款开闸之前,商业银行信贷资金是不允许参与股本权益性投资的,此次京山轻机MBO成功引入并购贷款,使MBO资金来源阳光化成为可能,值得后来者借鉴。不过作为金融产品的并购贷款的风险同样不容小觑,在国外,因并购贷款产生的次级垃圾债权曾一度限制了MBO的发展,所以在金融创新的同时也需防范潜在风险。

二、京山轻机MBO背后的治理困境

从上面的路径梳理也可以发现,在整个操作过程中的确存在某些值得商榷的地方,并且自从京山轻机对外公布实施MBO以来,资本市场上的质疑声就一直不断。然而面对MBO存在的种种问题,单纯的谴责或者一味地封杀是行不通的,要想从根本上正确引导MBO行为,探讨更能为我国国情所接受的公司治理模式,必须要透过现象探索其背后的深层原因,针对要害进行疏导才是治本之举。

1. “股东至上”理论的桎梏。所谓“股东至上”理论,就是指企业制度效率的质量标准在于所有者或股东利益的最大化,获得授权的经理人员只有按照股东的利益行使控制权才是企业有效率的保证。但目前来看“股东至上”理论也没能解决以下桎梏:

首先,按照“股东至上”理论,所有者应是企业治理结构的主体,股改前这个主体只能由作为国家权力执行机构的政府来代表,政企不分的现象十分普遍。股改解决了困扰我国资本市场多年的“一股独大”难题,然而所有权的行使主体却变得模糊:政府逐渐退出,而新的具有控制权的主体却迟迟没有步入正轨。在此过渡期内,企业的经营者成为

所有权的代表, 由于其既非企业风险的承担者, 又非企业成果的享有者, 在缺乏足够经营激励的条件下, 其权利的膨胀会使其做出损害企业经营的行为。京山轻机的MBO在一定程度上弥补了所有者缺位, 缓解了由此带来的代理难题。然而一个完善的治理结构应该能够反映和调节企业内部各个利益主体的博弈过程, 使各方面的权益都能得到有效的表述, MBO显然做不到这一点, “股东至上”也不能兼顾, 因此公司治理结构还需要一个强有力的执行主体。

其次, 对经营者的权力约束有限。已经改制的企业经营者为避免自身控制权被稀释, 仍然对控制权充满向往, 这点无可厚非。然而其通过自身权力暗渡陈仓进行MBO, 笔者认为在信息不对称的情况下, 这是国有资产的一种变相流失。究其原因, 在于股改只是单纯对股权进行分置, 却没有对分置后的控制权进行有效约束, 缺乏对国有资产的后续保护, 在市场合理配置控制权之前出现了暂时的约束真空, 加之我国的私人公司治理机制仍然很薄弱, 指望由市场约束显然不现实, 因此从经纪人角度来看, 经营者借机利用MBO获取控制权, 是可以理解的。

最后, “股东至上”理论要求委托人把大部分生产经营决策权委托给经营者行使, 并对其进行监控, 董事会必须发挥重要的协调作用。但现有公司体制所遵循的民主集中制原则要求集体决策、集体负责, 其后果就是经营者常常以集体名义作出决策, 自己却不用承担决策后果, 起监督作用的董事会实际上处于一种职能缺位的状态。

2. 委托代理羁绊下的“烦恼”。京山轻机总经理李健在回应市场对其MBO的质疑时, 谈到最多的是企业“长不大的烦恼”以及企业未来的发展战略。其中, 长不大的烦恼是指企业销售收入从1998年的4亿元到2008年的5.2亿元, 经营业绩没能实现持续高增长, 如图2所示。2001年以来企业利润和净利润基本上是单边下滑, 只是在2005年企业改制后才稍微有起色, 但这股势头随着2008年金融危机的到来而停止。这里股改是一个明显的分界点, 将非流通的国有股减持变现进入流通股领域, 确实发挥了证券市场配置资源的作用, 对京山轻机的经营者产生了“用脚投票”的压力, 促使其把企业办好, 在一定程度上缓解了股东与经营者之间的委托代理关系, 然而从股改后的表现来看, 企业增长的幅度却很缓慢, 似乎两者之间的委托代理关系也面临长不大的烦恼。

众所周知, 公司治理最难的环节就是权衡股东与经营者之间的关系, 既要把经营者的报酬与公司业绩联系起来, 又要对其进行适当的监督, 这也正是完善公司治理结构所要做的核心工作。而完成这项工作主要不是靠法律规则, 而是靠完善的激励机制, 这是解决代理成本问题和修正低效管理最有效的外部控制机制。激励机制的实施又依赖于每个产权主体对经营者所做承诺的可信程度, 然而股改过渡期内的各个产权主体并不清晰, 缺乏承担责任的主体, 其承诺的可信程度必然降低。面对这种困境, 股改后的上市公司尤其是中小企业正处于一个尴尬的境地, 一方面股改为企业提供了一个崭新的平台, 国有股的上市流通可以吸引更多有实力的战略投资者参与到企业经营中来, 另一方面

企业没有足够的吸引力吸引能帮助企业发展的战略投资者的青睐。所以重启MBO, 由管理层自己经营来明晰产权边界反而可以提供最有力的激励支持, 可以使总经理大胆畅想企业未来的发展战略。笔者希望MBO可以放开企业的臂膀, 促进企业的发展, 更希望看到一种成熟的内外部激励机制的建立, 这才是我国公司治理未来改革的方向所在。

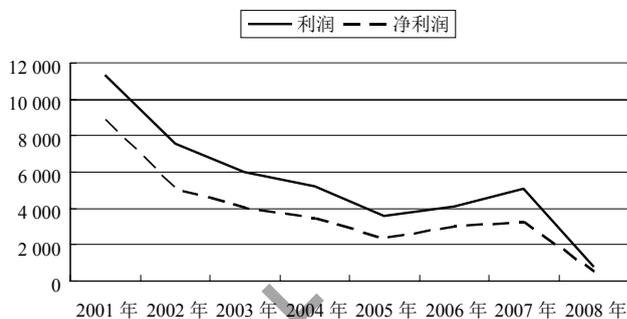


图2 2001~2008年京山轻机利润与净利润变化趋势图(单位: 万元)

三、京山轻机MBO的启示

人们在质疑京山轻机MBO的同时, 更应该关注隐藏在其背后的治理困境, 这是京山轻机管理层选择MBO的深层原因, 也是我国公司治理改革的方向所在。笔者认为, 股改已经为我国公司治理改革提供了清新的土壤, 我们要做的是通过“树立一个理念”和“完善一项机制”来应对时代的变迁。

1. 树立“共同治理”理念。其与“股东至上”逻辑的本质差异在于公司的目标是为利益相关者服务, 而不仅仅是追求股东利益最大化; 不仅要强调经营者的权威, 还要关注其他利益相关者的实际参与。共同治理的核心就是通过公司章程的正式制度安排来确保每个产权主体具有平等参与企业所有权分配的机会, 同时又依靠相互监督机制来制衡各个产权主体的行为, 并且采用适当的投票机制和利益约束机制来稳定合作的基础, 达到产权主体行为统一于企业适应能力提高这一共同目标上。不可否认, 近年来我国公司治理改革取得了一定的成就, 公司治理结构已初具规模, 但还有一些问题不能解决, 企业只有在“共同治理”理念的引导下才能最大限度地提高企业治理结构的效率, 从而解决非对称信息条件下难以监控经营者行为的难题。

2. 完善激励机制。股改前企业经营者的总体报酬水平偏低, 报酬结构过于单一, 缺少像股票期权这样具有长期激励作用的激励方式; 股改后这种现象得以改善, 每一份股改方案都包含了相应的股票期权激励措施。但从目前来看这种激励显然不够, MBO的回归说明了现有激励机制仍然不能释放企业和企业家的潜能, 整个激励体系有待从以下几方面进行改善: 剩余控制权激励机制还没有融入薪酬激励体系当中, 没有与报酬激励机制形成良性互动, 经营成功或失败仍然很难得到相应的奖励或惩罚; 国有企业的性质决定了目前尚不能有一个针对国有企业的外部经理人市场的存在, 完成民营化改制的国有企业为了保护既得利益, 也

不会主动进入外部经理人市场；上述两点使得管理层不会注重对自己声誉的积累，容易产生一些缺乏自律的行为。一种能够使某种秩序得以形成的间接方法，要比那些直接方法拥有更为重要的益处，因为它可以在任何人都无法从整体上知道影响该秩序的因素的情况下发挥作用。激励机制就是形成自律秩序的间接方法，而它正是解决治理困境的关键所在。综上，笔者认为过多质疑MBO并非当前重点，我们要关注其背后更深层次的治理困境，并以此来不断完善公司治理环境，努力为股改的彻底成功铺平道路。

（《财务与会计》理财版2010.02）

渔的本领：施工企业的成本费用内部控制强化 ——以中铁二局为例

对于国有大中型施工企业来说，如何在保证质量和安全的基础上实施有效的成本费用内部控制是一个亟需解决的问题。本文以中铁二局为例，就其成本费用内部控制实施中存在的问题提出有针对性的对策建议，以期为施工企业实施与评价成本费用内部控制提供参考。

一、中铁二局的成本费用内部控制分析

目前，国内施工企业多以责任成本管理、目标成本管理为主，进行施工项目全程的成本费用控制，中铁二局也从2007年开始推行责任成本管理制度，以进行成本费用的控制，但其控制过程中仍存在盲点、难点。

1. 职责分工的控制。中铁二局明确规定，公司总经理为公司责任成本管理的第一责任人，分管成本管理工作的副总经理为公司成本管理分管责任人。公司还专门成立项目成本管理部作为成本管理的主办部门，经营开发部、工程技术部、物资机电部、安全质量部、人力资源部、财务会计部、审计部、纪检监察部为协办部门。相应地，项目经理是项目经理部责任成本管理的第一责任人，并担任项目成本管理领导小组组长，项目其他领导和相关部门负责人为小组成员。

中铁二局这种多部门对一个项目进行交叉核算与管理的做法，容易造成项目管理内容重复、遗漏和重点不明等问题，不利于提高项目成本管理效率。如，项目成本管理部主导项目全过程的成本费用核算，财务会计部起辅助作用，但是要将项目内容核算准确并加以控制，还需要工程技术部的专家进行造价核算，等等。基于此，企业内部各部门的管理者普遍认为，要想改善成本费用内部控制，必须改进现有的管理组织结构，进一步明确各部门的职责分工。

2. 授权批准的控制。授权批准控制是企业防范风险、堵塞漏洞的一项重要制度。中铁二局主要通过“施工方案逐级优化”（从集团公司到子公司再到项目）的过程管理来严格控制授权批准制度，其执行力度大，能较好地通过上级严

格控制额度、下级认真执行的形式来达到控制成本费用的目标。在项目层面，中铁二局根据项目的特点，在项目进程的各个阶段分设了各部门的审批范围、层次和权限等，营造了项目群工作进程有序、规范的氛围（如图1所示），但授权批准的执行力有待改进。

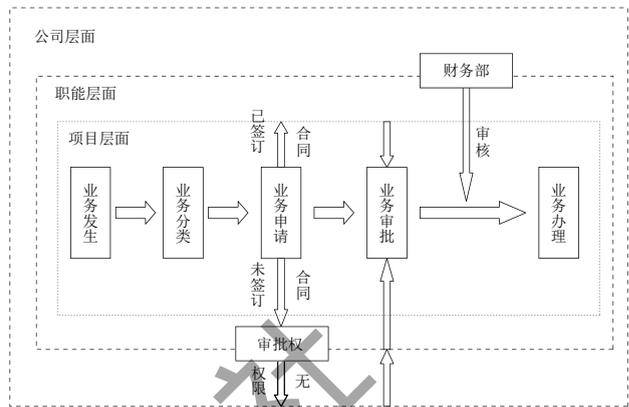


图1 中铁二局授权批准程序图

3. 成本费用预算的控制。为加强对费用的管理，贯彻分级管理的目标成本费用责任制，中铁二局规定各项费用计划应按归口分级管理的原则，先由归口管理部门编制预算，再由成本费用预算主管部门审核平衡后汇总。成本费用预算主管部门通过汇集各项目上报的节约措施项目预算，根据求得的施工成本预算节约额和上年实际施工成本费用资料，分项目调整、计算确定预算年度分项目的施工总成本预算；再根据预算产量，计算可比施工成本计划降低额和计划降低率。计算结果如达不到目标成本规定的降低指标时，则应进一步挖掘潜力，拟订新的增产节约措施，以满足目标成本费用控制的要求。

项目预算是中铁二局成本费用控制的重点，其预算编制的方法和程序是由项目经理部根据项目发生过程进行成本费用的预算，再由集团公司从财务的角度编制3张预算报表以相互核对，这种做法可以较为准确地反映成本费用信息。但由于预算没有贯穿项目全过程，其结果是虽能详细得知项目发生的成本费用，却无法从财务的角度对其进行准确预测，从而造成了管理上的脱节。而且由于财务与项目预算人员的专业不同，编制预算的基础、所处环境和思考角度也不同，且都无法全面获取预算数据信息，所以为项目的预算管理带来了较为明显的阻碍。

4. 成本费用的核算。成本核算是企业管理的基础与核心，做好成本核算工作，及时、准确地反映成本的耗费情况，可为成本管理的开展提供有利依据。施工项目的成本分为直接成本和间接成本。直接成本是指施工过程中耗费的构成工程实体或有助于工程形成，并可以直接计入成本核算对象的各项支出，包括人工费、材料费、机械使用费和其他直接费；间接成本是指为进行施工准备、组织和管理施工生产所发生的，与成本核算对象相关联的成本中不能用一种经济合理的方法追溯到成本核算对象的全部施工间接费用支出，具体包括安全成本、质量成本、现场经费、专业分