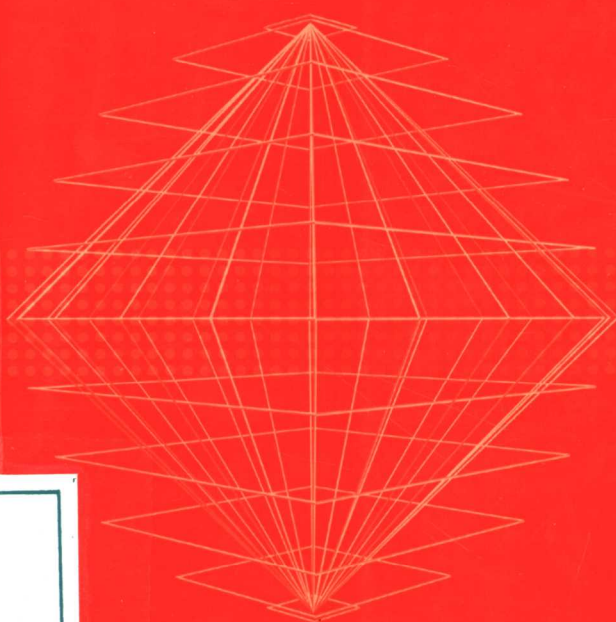


王培荣 梁扬子 编著

经营 管理层

收购与持股

Management Buyout
and Holding Share



从 经理到股东

中国财政经济出版社

经营 管理层

收购与持股

Management Buy-out
and Holding Share

从经理到股东

经营管理层收购与持股

——从经理到股东

王培荣 梁扬子 编著

中国财政经济出版社

图书在版编目(CIP)数据

经营管理层收购与持股：从经理到股东/王培荣，梁扬子编著．北京：中国财政经济出版社，2003.9

ISBN 7-5005-6669-7

I. 经… II. 王… III. 企业合并-基本知识 IV. F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 069490 号

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.com.cn>

E-mail: cfeph@cec.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100036

发行处电话：88190406 财经书店电话：64033436

清华大学印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×1092 毫米 16 开 22 印张 280 千字

2003 年 10 月第 1 版 2003 年 10 月北京第 1 次印刷

印数：1—5 000 定价：48.00 元

ISBN 7-5005-6669-7/F·5822

(图书出现印装问题,本社负责调换)

序

当 MBA（工商管理硕士）教育热遍中国的企业界后，今年又迎来了 MBO（管理层收购）热。年初就有观察家指出：2003 年将是 MBO 年。MBA 与 MBO 虽有一字之差，但却有着天然的联系。MBO 反映了人性的要求，可谓是人性的使然。因为当掌握了企业经营管理才能的人力资本觉醒以后，必然会追求自身价值的实现。而 MBO 正是在经济转轨变型的时期，人力资本实现自身价值的有效途径。同时，它也是消除“59 岁现象”、“穷庙富方丈”等病症的一剂良方。

由于 MBO 像一条牢固的纽带把企业经营管理者和企业紧紧地绑在了一起，这使他们同呼吸共命运，谁也离不开谁。如果企业搞不好，企业经营管理者会比死了还难受。这就是 MBO 的神奇魔力。虽然 MBO 不是万能的，但它从某种意义上解决了产权清晰这个“根”上的问题。对一些特定的企业，没有 MBO 又是万万不能的。这就是为什么有些有识之士发出这样的感慨：如果对褚时健们早点实行 MBO 或其他激励机制，或许他们就不会产生心理失衡，去拿他们不该拿的，也就不会导致家破人亡的惨剧发生，社会也就不会因此而失去一批优秀企业家。可以说，褚时健们付出的惨痛代价加速了人们对 MBO 的认识和企盼。还可以说，健康规范的 MBO 是对优秀企业家的催生和保护，也是点燃企业经营管理者内在动力的火种。

我是一名从事企业中高层经营管理培训的工作者，组织策划了对全国数千家知名企业的人力资源管理、市场营销、公司理财、WTO 等方面的培训和教材，并对企业中高层经营管理者的需求一直保持着高度的关注，一直希望能为企业和企业家做些什么。当我就这个选题与中国财政经济出版社的编辑人员沟通时，得到了他们的积极回应和大力支持。我们很快就确定了由王培荣先生来担任本书的主编，因为王培荣先生不仅具有较扎实的理论功底，同时他还有着丰富的经历和独特的视角，对宏观层面的方针政策及企业的实际情况都有较准确的把握和了解。王培荣先生欣然接受并以积极负责的态度担当起了这项工作，为此熬了不少夜，包括“非典”肆虐的时期。我们又考虑到 MBO 是一项复杂的工程，不仅政策性很强，同时与法律密切相关，应该给读者提供更翔实的法律方面的依据和相关内

容。于是，我们联系到了安理律师事务所的马艳梅主任和苏文俊律师。他们非常熟悉 MBO 的法律实务运作，并以极高的热情和专业素养写作了本书《MBO 的法律问题与律师的作用》部分，进一步丰富了本书的内容。

现在呈现在读者面前的这本书（目前还同步推出了配套的音像教材，已在中国教育电视台播出）主要包括经营管理层收购与持股的宏观政策背景、内容与要点、操作程序、操作手法、案例分析、法律法规，等等。应该说，它是包括了经营管理层收购与持股的方方面面，内容丰富翔实，也比较前沿，是一份凝结了作者、策划者、组织者、实施者等诸多人士心血的成果。如果该书的出版能够对企业的经营管理层收购与持股工作以及深化中国企业改革产生一点小的推动作用，我们将感到无比欣慰！

但 MBO 与持股在中国毕竟刚刚起步，还有许多值得探索和待解决的难点问题，还需要社会各界的高度关注。也许这本书还有诸多不足之处，但是，希望它能成为一块引玉之砖！我们真诚的期望着您的批评指正。

周小红

电子信箱：zxh1148@sina.com。

手 机：13801261210

目 录

第一篇	概述	(1)
一、	基本概念	(1)
	(一) 经理层融资收购与经营管理层收购	(1)
	(二) 经营层持股	(4)
二、	西方国家的经营层持股与收购	(7)
	(一) MBO 的兴起与实践	(7)
	(二) 国外实行 MBO 企业的基本特点	(9)
	(三) 西方 MBO 的主要理论基础	(11)
	(四) MBO 过程中评估定价模型	(12)
三、	我国的经营层持股	(14)
	(一) 从年薪制到经营者持股	(14)
	(二) 我国经营者持股的基本情况	(16)
四、	我国经营者持股的政策	(24)
	(一) 部委制定的经营者持股政策	(24)
	(二) 地方制定的经营者持股政策	(25)
	(三) 我国的 MBO 法律和法规	(29)
五、	我国经营者持股存在的问题	(31)
	(一) 经营者持股存在的问题	(31)
	(二) 推行期股期权存在的问题	(36)
	(三) 经营者收购存在的问题	(42)
第二篇	实务	(45)
一、	经营者持股的主要方式	(45)
	(一) 岗位股	(46)

(二) 向管理者奖励绩效股	(46)
(三) 公司经营者才能折价入股	(47)
(四) 持有上市公司股票	(48)
(五) 虚拟股份	(50)
(六) 自然人持股	(51)
(七) 股票增值权	(52)
(八) 用激励基金购股持股	(53)
(九) 期股	(62)
(十) 管理者收购	(71)
(十一) 股票期权	(82)
二、融资对象、融资方式及购买方式	(88)
(一) 融资对象	(88)
(二) 融资与购买方式	(90)
三、持股比例与出资的比例	(101)
(一) 确定持股比例的原则	(101)
(二) 经营者持股出资比例	(102)
四、聘请财务顾问及其工作内容	(104)
(一) 为什么需要财务顾问	(104)
(二) 财务顾问的工作内容与收费标准	(107)
(三) 如何选择财务顾问	(108)
(四) 财务顾问在项目实施中的主要工作	(110)
(五) 会计师在项目实施中的工作	(113)
五、MBO 的法律问题与律师的作用	(114)
(一) MBO 现时的法律环境	(114)
(二) MBO 主体的法律问题	(115)
(三) MBO 融资的法律问题	(125)
(四) MBO 客体的法律问题	(134)
(五) MBO 典型案例法律分析——全兴集团 MBO	(140)

(六) MBO 过程中律师的作用及主要工作	(144)
六、考核与兑现	(149)
(一) 达到经营目标	(150)
(二) 达不到经营目标	(151)
七、管理组织与制度改制	(153)
(一) 一般规则	(153)
(二) 经营者持股管理实施细则	(155)
(三) 管理委员会组织和议事规则	(156)
八、股票期权方案设计	(159)
(一) 股票期权概述	(159)
(二) 我国实行股票期权的可行性分析	(165)
(三) 股票期权方案的设计	(168)
(四) 适合股票期权计划的公司类型	(176)
九、对策建议与展望	(178)
(一) 国有企业激励滞后改进的对策建议	(178)
(二) 对经营者持股的对策建议	(184)
(三) 中国企业 MBO 难点问题及解决建议	(193)
第三篇 案例	(202)
一、联想集团控股公司产权激励机制	(202)
(一) 联想集团控股公司产权激励制度改革 方案	(202)
(二) 现行政策需要突破的地方	(205)
(三) 在改制过程中需要有关部门协调解决 的问题	(207)
二、四砂股份公司股票期权计划方案(草案)	(208)
(一) 公司简介	(208)
(二) 实施条件	(209)
(三) 方案设计	(210)
三、安徽省××汽车制动器厂员工、经营者持股	

方案	(214)
(一) 基本原则	(215)
(二) 方案设想	(215)
(三) 政策支持	(219)
(四) 主要工作计划	(220)
四、陕西省××县石油钻采公司改制方案(申报稿)	
.....	(221)
(一) 企业概况	(221)
(二) 改制形式	(222)
(三) 改制工作计划	(226)
五、关于××电力建设公司存续企业深化改革方案	
.....	(228)
(一) 存续企业的基本概况	(228)
(二) 存续企业深化改革的基本设想	(229)
六、××体育科技有限公司高层管理人员持股方案	
.....	(233)
(一) 目的	(233)
(二) 原则	(233)
(三) 持股方案	(233)
(四) 考核兑现	(235)
七、××企业持股方案	(237)
(一) ××企业的总体状况	(237)
(二) ××股份制改造方案	(237)
(三) 关于几个问题的说明	(239)
八、其他案例	(241)
(一) ××针织有限公司	(241)
(二) ××控股公司股票期权	(242)
(三) ××公司股票期权方案	(243)
第四篇 法规	(244)

股份有限公司国有股权管理暂行办法·····	(244)
关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干 问题的通知·····	(252)
上市公司治理准则·····	(258)
关于出售国有小型企业中若干问题意见的 通知·····	(271)
上市公司收购管理办法·····	(276)
关于国有大中型企业主辅分离辅业改制分流 安置富余人员的实施办法·····	(292)
企业国有资本与财务管理暂行办法·····	(298)
国有企业改革中划拨土地使用权管理暂 行规定·····	(309)
利用外资改组国有企业暂行规定·····	(315)
外商投资企业投资者股权变更的若干规定·····	(322)
最高人民法院关于审理与企业改制相关的民事 纠纷案件若干问题的规定·····	(329)
关于冻结、拍卖上市公司国有股和社会法人股 若干问题的规定·····	(336)

第一篇

概述

一、基本概念

(一) 经理层融资收购与 经营管理层收购

经理层融资收购（MBO，即 Management Buyout）是杠杆收购（LBO，即 Leveraged Buyout）的一种特殊方式。所谓“杠杆收购”，是一种利用负债融资购买目标公司股份，从而改变公司所有者结构、相应的控制权以及公司资产结构的资本运作方式。20 世纪 70 年代以来，在西方成熟的资本市场里，借助于“垃圾债券”的形式，杠杆收购得到广泛的利用。一般而言，利用杠杆收购来重组目标公司的经济实体，可以是其他公司、合伙人组织、个人或机构投资人等外部人；也可以是目标公司的管理层这样的内部人。但是，只有当运用杠杆收购的主体是目标公司的经理层时，一般的 LBO 才变成了特殊的 MBO。

有很多理由，使经理层融资收购成为现实的需要。但如果目标公司不存在足够大的潜在管理效率空间，公司经理层的愿望是不可能实现的。这里“潜在管理效率空间”，就是指公司内部存

在着大规模节约代理成本的可能性。

当 MBO 发生时，目标公司通常会完成从一个公众公司向一个私人公司的转变。这同一般讲的“公司上市”（Go to Public）正好呈相反的运动方向，即“公司私人化”或更直截了当地说“公司下市”（Going Private）。由于目标公司是公众公司，要完成收购所需的资金量很大，因此公司的经理层通常会依靠借贷来实现自己的目标。简言之，经理层通过融资收购了自己所服务的公司的全部或部分股权，使管理层得以所有者和经营者合一的身份主导重组公司，从而产生一个代理成本更低的新公司，这就是“经理层融资收购”。

MBO 的主要角色包括公司的出售方、经理层、股权投资人、债权人及顾问。

MBO 的操作过程要点如下：（1）由经理层起草并向公司卖方发出收购要约；（2）对目标公司的调查；（3）在财务分析的基础上，确定目标公司的收购价；（4）融资安排；（5）完成融资并成立新公司。

发达的市场经济环境里的经理层融资收购，能不能“引进”到转型经济中来呢？回答是肯定的。比较明显的根据是，转行经济中的企业存在着高昂的代理成本，因此，同样有可能经过经理层融资收购来大幅度提高公司的营运效率。

事实上，经理层融资收购具有“Going Private”的性质，本身就可以成为传统公有制企业转行的一种工具。在此种意义上，MBO 应用到转行中的公有制企业与经典的 MBO 有所区别：

第一，MBO 的主角是经理层，但是在公有制企业中，经理层不但是经理，而且是事实上掌握企业控制权的、某种意义上的“老板”。当我们把 MBO 应用到中国转行中的公有制企业的改革中来的时候，必须明确重点是“股东融资收购”而不单单是“经理层融资收购”。“股东”之所以需要融资收购“自己股份”，是因为在过去的模式中，“股东”是以国家或集体的形式存在，而

每个个人的相应权力、责任和义务没有得到清楚的界定，从而引起“委托人无效”。为了避免语言上的悖论，我们不妨把转型企业的 MBO，笼统地称为“经营管理层融资收购”。

第二，MBO 通常伴随着企业结构的重组，因为借贷收购的经理层可以通过出售公司的非核心业务还贷，从而加快还贷的节奏。在转型的企业中应用 MBO，重组企业业务和组织结构则是必不可少的一环，并且重组的目的并不仅仅限于加快归还贷款，而是利用这一机会消除公司已经染上的病伤。不严格执行资本纪律的企业重组，仅仅把 MBO 看作是一种新融资手段，经营管理层融资收购不会成功。

第三，由于 MBO 面对的出售方（股东）是清楚的，因此经理层可以通过融资购得企业全部或部分股权，而股东则可以通过出让股权得到现金。但是，转型企业的经营管理层融资收购，因为不存在清楚的卖方，因此“买方”事实上要通过融资形成现金资本，“加入”目标公司，扩大目标公司的总资本。从这一点看，如果目标公司具有同样的净资产规模，经营管理层融资收购比典型的 MBO 需要更多的融资资本。

第四，在典型的 MBO 中，企业股东是出售方，而经理层则是购买方。由于经理层拥有对企业的主导优势，因此如何防止经理层利用这种信息不对称而损害股东的利益，成为 MBO 操作中的一个关键。但是，在企业股权的售方和买方事实上是同一主题的条件下（只不过买方以个人产权清楚为基础，而卖方基于“集体的”、“公有的”产权形态出现），经营管理层融资收购的操作难点不在买卖双方的成交，而在这种“成交”的结果如何让融资方和债权人接受。从法律规范而言，经营管理层融资重组的重点不但是卖方对买方的审核和欺骗防范，而且是融资人或债权人对接受融资的经营管理层的考核和欺骗防范。

根据以上分析，MBO 可以作为转型企业重组公司业务和组织、企业控制权和资产结构的一种工具。但是，典型的 MBO 的

主要目标、内涵、操作难点和规范重点，在公有制企业转型的应用中应有所调整。

（二）经营层持股

经营层持股（以下又称为经营者持股），在国外是公司对管理人员的约束激励机制以及薪酬结构的一种普遍安排，目的是使高级管理人员的报酬与企业的经营绩效相联系，把经营者的利益与公司的长远利益相联系。在许多国家，股票激励机制都得到了普遍的运用。如在美国，到 1996 年底，35 家大公司的 59 名高级主管人员所拥有的股票（含期权）的价值已超过 1 亿美元，其中 46 人既非公司创建人，也非继承者。

20 世纪 30 年代以来，随着股权的日渐分散和管理技术的日益复杂，美国等发达国家出现了被称为“管理革命”的所有者与控制者的分离。这种趋势到了 20 世纪 60 年代变得尤为明显，一些公司的董事会中内部董事（来自公司管理层的董事）占了多数，董事长往往身兼公司的首席执行官。他们大权在握，而由于信息不对称的原因，股东无法对其进行有效的监督。为了改变这一局面，20 世纪 70 年代以来，以美国为代表的发达国家对公司的治理结构进行了改革。改革主要沿着两个方向演进：一方面，在董事会中提高外部董事的比重，并通过一些专门委员会加强对管理层的监督和控制；另一方面，则通过广泛的持股和期权计划来密切管理人员与公司长远利益的联系，使其报酬与公司的经营业绩挂起钩来。一些公司甚至还要求外部董事也必须持有公司的一定股份。十几年来，管理人员持股和期权计划在美国等国家得到了广泛的推行，其在管理人员整个薪酬结构中的比重也日益提高。据《财富》杂志报道，近些年来，美国中型工业企业中经理

的薪酬构成比重出现了由工资向期权等长期报酬倾斜的趋势。另外，目前美国最大的 1000 家公司中，经理人员工资的 1/3 左右是以期权为基础的。

我国企业改革的方式多种多样，拍卖、租赁、承包、股份制等都是目前许多地方在企业改革中采取的措施。但是，拍卖受购买者购买能力的制约，大量企业买不掉；租赁和承包难以解决经营者追求个人短期利益和企业长远发展需要之间的矛盾。经营者持股的股份制，由于其自身的优越性，可以视作一条值得推广的路子。

目前，一方面多数国有企业负债太高，资金紧张；另一方面民间已经积累起巨额资金。因此，实现民间资本和国有资本的结合，对现有的国有企业进行股份制改造，改变目前产权主题单一的状况，变单一产权主题为多元产权主体，或许是搞活国有企业的有效措施。国有企业吸收民间资本可以缓解资金的紧张状况，弥补资本金的不足，同时可以改变目前的所有权结构，通过自然人的入股尤其是经营者等内部人员的入股，协调所有者和经营者的矛盾，解决对经营者的激励和监督问题，形成对经营者的监督和激励机制。对民间资金来讲，入股改造国有企业是一种投资渠道；同时通过与国有资本的结合，可以利用国有企业现有的产房、设备、营销渠道等有利条件，避免通过新办企业必须经过的资本原始积累过程，使资金在较短的时间内发挥较大的效益。

对国有企业进行经营者持股的股份制改造，符合现代企业制度和国有企业进行战略性重组的要求，也是公有制实现形式之一。

随着改革的不断深入，市场经济体制的不断完善，政府职能的转化，国有企业必须进行战略性重组，国有企业应逐步退出一般性竞争领域。但是，这种重组应和国有企业自身的改革结合起来，退出的过程应同时是民间资本进入的过程。经营者持股可以说是国退民进，民间资本和国有资本结合的一种方式。通过这种

方式，既有助于实现国有企业经营机制的转换，也有助于完成国有企业的战略性重组。

建立现代企业制度是国有企业改革的方向。现代企业制度首要的要求是产权清晰，没有产权清晰就不可能建立现代企业制度，国有企业的改革不可能绕开产权问题。采取经营者入股的股份制方式，在一定程度上做到了企业产权清晰，并在产权清晰的基础上，有效地解决对经营者的制约和激励问题。通过经营者入股的方式对国有企业进行股份制改造，是国有企业建立现代企业制度的一种尝试。

公有制有多种实现形式，通过吸收经营者及其他内部人入股的方式对国有企业进行改造，也是公有制实现形式之一。经营者持股的方式也可以多种多样，既可以采取经营者投入股金的方式，也可以采取将经营者的一部分收入直接折算成企业股金的方式。

总之，经营者持股在一定程度上统一了所有者和经营者的利益关系，有利于稳定地发挥经营者的积极性和企业的长远发展，也符合现代企业制度和国有企业战略性重组的要求。国有企业的改革应该大胆地实践这种方式。