

财经经理人丛书

主编：张中秀

管理层收购

中外比较分析

赵 慧 ◇ 编著
杜新建

 企业管理出版社
ENTERPRISE MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

财经经理人丛书

主编 张中秀

管理层收购

——中外比较分析

赵 慧 杜新建 编著

企业管理出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

管理层收购: 中外比较分析/赵慧、杜新建编著. - 北京: 企业管理出版社, 2004.2

ISBN 7-80197-007-1

I. 管… II. ①赵… ②杜… III. 企业合并 - 对比研究 - 世界
IV. F279.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 008445 号

书 名: 管理层收购——中外比较分析

作 者: 赵 慧 杜新建

责任编辑: 丁 锋 杜 敏 技术编辑: 穆子 晓光

书 号: ISBN 7-80197-007-1/F·008

出版发行: 企业管理出版社

地 址: 北京市海淀区紫竹院南路 17 号 邮编: 100044

网 址: <http://www.cec-ceda.org.cn/cbs>

电 话: 出版部: 68414643 发行部: 68414644 编辑部: 68701408

电子信箱: 80147@sina.com emph1979@yahoo.com

印 刷: 北京增富印刷责任有限公司

经 销: 新华书店

规 格: 700 毫米 × 960 毫米 16 开 18.25 印张 288 千字

版 次: 2004 年 2 月第 1 版 2004 年 2 月第 1 次印刷

印 数: 5000 册

定 价: 35.00 元

版权所有 翻印必究·印装有误 负责调换

前 言

管理层收购（MBO）这一名词最早出现在 20 世纪 70 年代的英国，这种并购方式不是学者的头脑风暴后制度创新的产物，而是诞生于企业的实践中，通过学者对实践的观察总结，冠之以名，通过理论论证有效性再推向实践，以一种更为规范的方式出现，并逐渐成为众多并购方式中提高企业经营绩效的另外一种独特的并购方式。70 年代的欧美国家金融市场弥漫着一股创新之风，众多的衍生金融工具和新型的金融制度在金融创新的浪潮中诞生。MBO 便是伴着这股创新之风诞生、并迅速成长起来。

在国内“国有企业有所为有所不为”的政策背景下，从 1999 年第一家实施 MBO 的四通开始，几年时间内 MBO 在企业界掀起了一股热潮。有人说，MBO 在国有企业的改制中触及到了产权的神经，国有企业改革开始了新一阶段的历程。但是针对 MBO 实践中出现的各种问题，也有人提出我国企业不适合 MBO。莫衷一是的争辩后大家把眼光投向了政策的准绳，2002 年底财政部关于停止审批企业的管理层收购方案的令文一下，反对者似乎占了上风。然而接下来各种变体的 MBO 纷纷走上中国的并购舞台，因而抨击之声又“纷至沓来”。支持者针对目前的政策为渴望 MBO 的管理层设计灵活的股权转让方案；反对者在对变体后的 MBO 提出种种质疑。

让我们来分析一下 MBO——这个向传统的现代公司治理结构理论发出挑战的并购工具的各种效应。

在欧美国家，管理层收购主要解决企业的代理成本问题。现代公司治理结构下，企业的所有权与经营权分离，在实现社会分工提高效率之后也带来了所谓的代理成本问题。管理层作为股东的全权代表进行经营决策，但是管理者同所有者的利益不是完全一致的，管理者出于自身利益的考虑的决策有可能会伤害到企业的价值。而 MBO 后企业的管理者同时成为所有者，两种角色在同一身份下的合一必然会使得当事人权衡不同的利益追

求。笔者认为这里就存在一个优选的问题。股东利益同管理者利益的矛盾并不会伴随着 MBO 而消失，也就是说 MBO 并不能使得每一项决策由原来的或者有利于管理者的利益或者有利于股东的利益变得既代表了管理者的利益，同时也有利于股东利益。这样管理者成为股东之后在对某一问题进行决策时就会权衡，在自身作为管理者的利益和自身作为股东的利益不能同时实现时，就会权衡两者的大小，选择利益较大的一方作为出发点，这样尽管不能造成每个身份都能得到利益，但是作为已经成为股东的管理者来说，却总能站到利益为正的一方。因此 MBO 的实施会在某种程度上减少股东利益受到损害，但不是完全避免。

那么管理者就能总是占有优势而其他股东只能被动接受来自管理层的决定而等待“命运的审判”吗？

如果是这样的话，MBO 就不会成为过去二十年欧美并购市场上的“宠儿”了。但是为何在我国的实行中，股东的利益就真的成为了管理者摆布的棋子，要么好棋要么臭棋。

问题产生的根本原因在于我国资本市场发育的不完善，包括金融工具的欠缺和各项法律法规的不健全，以及我国流通股和非流通股并存的特殊的制度现状。

金融工具的欠缺使得管理层在进行收购融资时无法融得足够的款项，只能迫于资金的限制而达到相对的控股。在股权分散的企业中，管理层只需通过收购较少股份来达到对公司的控制权的掌握；在股权相对集中的企业中，管理层也可以通过间接控股的放大效应来使得收购成本大大降低。这种状态使得管理者在对一项两难决策进行定夺时，往往由于管理层控股数的相对较少造成管理者角色的利益所得大于股东角色的利益受损。因而广大的中小股东利益只能受控于管理者，而管理者也因成为了公司的股东而使控制权更加集中。我国历史原因造成的双层股权结构——流通股和非流通股并存的状态加强了上述问题发生的倾向。

各项法律法规制度的欠缺使得监管不能发挥应有的作用，股东——无论是作为管理者的股东还是广大中小股民——的利益保护的最后一道屏障失去了应有的作用。

如果思考到此为止，MBO 似乎确实应该叫停。

但是，我们的企业界确实又是需要 MBO 的：产权问题已经到了“非要有个说法”的地步。

政策的阻滞造成了各种变体形式 MBO 的出现，MBO——这个在我国市场上的新生儿畸形发展：有的先让经营者少量持股，实现股权多元化，之后逐步扩大经营者持股比例，直至持大股东；有的将企业资产剥离，在主业资产出售给外资、民资后，再分块让经营者收购，改制后形成多个新企业……

很多应该由 MBO 解决的问题由于 MBO 叫停没有及时得到解决，而通过变体的 MBO 形式完成管理层收购所产生的新问题并没有伴随“叫停”而消失，广大中小股民的利益仍旧存在被损害的风险。

堵，只能造成整体利益损失的最大化。

然而制度的健全不是一蹴而就的，短时间内完善资本市场是不现实的。如今我们所能够做到的就是探索出真正适合中国国情的 MBO。

在中国的国情下，MBO 对企业家的激励效应必须放大，以改变我国企业界的治理结构长期激励机制缺乏的状况。这种放大是相对于所谓的“标准 MBO”而言的，决不意味着为弥补长期低薪的经理层而在使广大股东利益受损的情况下转让股权。

在中国的国情下，要用 MBO 来解决我国国有企业和集体企业产权结构不合理的问题。虽然伴随着我国的对外开放政策，外资购并开始在国企改革中发挥作用；同时民营资本的崛起也为国有企业的改革提供了更大的选择空间。外资购并牵涉更多的产业安全问题，而个人以为民营资本的进入应当是 MBO 之后次优的选择——如果管理团队确实经营绩效出色，那么管理层收购就是最优的。不仅考虑到优秀的国有企业管理者是企业最好的领导者，同时 MBO 也会最大程度地有利于企业的可持续发展，避免民营资本进入后企业面临的可持续发展风险。

在中国的国情下，MBO 是实现“全流通”的必由之路。“国退民进”必然要使非流通的国有股和法人股实现二级市场上的可转让，全流通势在必行。然而前段时间国有股减持由于给市场带来了巨大的压力而不得不停止。通过 MBO，非流通股实现由国家向管理层转让。这样国退民进的方式防止了大量股权变动对市场造成的不良影响的产生，缓解了可能对市场带来的巨大压力，保护了正处在发育中的资本市场。

.....

要建立真正符合中国国情的 MBO 模式,除了考虑我国的现实状况之外,应该注意的一点就是我们要在真正理解这个并购方式的基础上对之加以改进。只有这样,我们才能充分利用 MBO 对我国企业的有利的方面,同时避免可能带来的问题。这就是本书着眼点放在以对 MBO 的中外比较分析为背景,放宽我们对 MBO 理解的视野,从更高的角度来把握这一新鲜事物。通过比较分析,探索我国实行 MBO 的不足并讨论解决的办法。

本书首先从理论介绍着手,通过介绍国内外对 MBO 理解的差别,让读者从概念上对 MBO 有一个简单而清晰的认识。接下来,深入到 MBO 操作的实务,并分纵向和横向两个角度阐述中外 MBO 的区别。纵向主要是针对中外 MBO 操作的流程上的异同点进行分析;横向,主要是在整体把握的基础上对中外 MBO 的特点做对比分析。中外比较分析力求使读者在对国内外 MBO 的实施状况在感性认知的基础上有一个辩证、理性的认识。之后,我们将把目光从世界视野内收回,着重放在对国内 MBO 焦点的分析上,发现问题、分析问题并提出解决问题的思路。在接下来的分析中,本书将专门在一章中集中讨论如何突破我国实施 MBO 时普遍碰到的阻碍,力求在现行政策下为管理层顺利开展 MBO 指出努力的方向。MBO 对于完善中国企业普遍存在的激励机制缺失起到了很大的作用,也是 MBO 风行国内企业的重要原因之一。然而必须注意的是,除了 MBO 之外还存在着方式众多的股票期权激励机制,同样对员工起到很好的激励作用。本书将对目前国内外的股票期权激励做全面的总结、分析,并在案例部分对某些典型的期权激励的案例进行分析,使读者对期权激励能有一个全面的认识。在最后一部分中,本书总结了中外企业实施 MBO 的案例,并通过加工,使纷繁复杂的 MBO 操作过程变得清晰而简练,希望读者从中获得些许启发。

由于写作水平和时间有限,书中难免错误之处,希望广大专家和读者能够不吝指正。

作者

2004 年 1 月

目 录

第一部分 理论浅析

第一章 对 MBO 理解的中外比较分析	(3)
第一节 国外对于管理层收购的理解	(3)
第二节 国内对于管理层收购的理解	(5)
一、明晰产权与摘掉“红帽子”	(5)
二、澄清模糊认识	(6)
第二章 MBO 在中国的发展	(8)
第一节 MBO 在中国具有广阔的发展空间	(8)
一、产业结构的调整为 MBO 提供了实践机会	(8)
二、伴随产权改革而得到发展空间	(9)
三、为 MBO 职业经理阶层的兴起提供了前提	(9)
四、民营企业的后续发展为 MBO 提供了可能	(9)
五、国有经济的战略性重组和收缩提供了政策机会	(10)
六、管理层持股的现状为 MBO 提供了舞台	(10)
第二节 MBO 与国有企业改革	(13)
一、我国国有企业改革历史回顾	(13)
二、MBO 在国有企业改革中的有效性分析	(15)

第二部分 实务探究

第三章 MBO 操作实务的一般分析	(19)
第一节 MBO 的交易各方	(19)
一、管理层	(19)
二、目标公司	(21)
三、战略投资者	(22)

四、中介机构·····	(23)
第二节 MBO 方案制作 ·····	(25)
一、收购目标确定·····	(25)
二、收购方式选择·····	(26)
三、收购主体安排·····	(28)
四、收购定价策略·····	(31)
五、收购融资安排与还贷预测·····	(36)
第四章 MBO 操作的中外比较分析 ·····	(40)
第一节 MBO 操作流程的中外比较 ·····	(40)
一、国际通行的 MBO 操作流程 ·····	(40)
二、我国实施 MBO 的流程 ·····	(53)
第二节 有效资本市场中的管理层收购·····	(61)
一、英国管理层收购的介绍·····	(61)
二、美国管理层收购的介绍·····	(63)
三、日本管理层收购的介绍·····	(74)
第三节 弱有效资本市场中的管理层收购·····	(76)
一、斯洛伐克的管理层收购·····	(76)
二、俄罗斯的管理层收购·····	(78)
第四节 MBO 操作的中外比较 ·····	(81)
一、管理层收购动因不同·····	(81)
二、实施主体不同·····	(84)
三、目标企业不同·····	(84)
四、收购的定价方式不同·····	(85)
五、收购过程中的透明度不同·····	(86)
六、收购中置换的股权比例不同·····	(87)
七、收购后股权结构不同·····	(88)
八、融资方式不同·····	(88)
九、收购程序不同·····	(93)
十、管理层收购中融资的退出机制不同·····	(94)
十一、对企业的影响不同·····	(95)

十二、收购后企业的监督机制有所不同	(95)
十三、MBO 是否受行业的限制	(96)
十四、MBO 实施的市场竞争机制不同	(96)
十五、政府在 MBO 中的角色不同	(96)
十六、法律环境不同	(97)
十七、中介机构在 MBO 中发挥的作用不同	(97)
十八、管理层收购所处的金融市场不同	(98)
十九、管理层收购的性质不同	(98)
第五章 我国实施 MBO 中的问题	(100)
第一节 MBO 与资本市场的“三公原则”	(100)
一、价格公正性问题	(101)
二、利益相关者权利实现的公平性问题	(106)
三、信息披露的公开性问题	(109)
四、解决建议	(112)
第二节 法律障碍问题	(112)
一、收购主体的合法性	(113)
二、收购资金来源的合法性	(116)
第三节 资金来源问题	(118)
一、融资渠道欠缺	(118)
二、缺乏退出机制使得融资难上加难	(119)
三、积极投资者缺位	(119)
四、金融工具单一制约了管理层的融资能力	(119)
第四节 管理层收购的风险问题	(120)
一、管理层的道德风险	(120)
二、收购完成之后的财务风险	(121)
三、产业安全风险	(121)
第五节 MBO 完成后新的“内部人控制”问题	(122)
一、问题出现的原因	(122)
二、问题的表现形式	(123)
三、解决问题的办法	(123)

第六节 管理层收购是否真正有利于企业价值增加的问题	(125)
一、MBO 对企业影响的考察分析	(126)
二、导致企业业绩下降的原因浅析	(126)
三、抉择 MBO	(127)
四、最终的解决出路	(129)
第七节 专业人才问题及其他后续工作问题	(130)
第六章 MBO 操作难点突破	(130)
第一节 解决股份来源问题	(131)
一、卖者不愿卖	(131)
二、政策审批障碍	(133)
第二节 塑造合适的收购主体	(134)
一、塑造主体需要考虑的因素	(134)
二、各种收购主体的存在方式及特点分析	(134)
第三节 打破融资难的“瓶颈”	(141)
一、多样的收购资金来源	(141)
二、采用灵活的收购方式绕路“融资难”	(155)
第四节 跨越还款障碍	(158)
一、资产整合过程中的资金偿还	(158)
二、股权收益	(158)
三、合理、合法的关联交易	(159)
第七章 股票期权激励机制	(162)
第一节 股票期权理论简述	(162)
一、什么是股票期权	(162)
二、股票期权的分类	(163)
三、股票期权的作用	(163)
四、股票期权的负面影响和悖论解决	(164)
第二节 股票期权方案的设计	(165)
一、股票期权方案的七要素	(165)
二、其他相关因素	(167)
三、方案关键问题	(169)

第三节 股票期权在中国的引进和发展	(170)
一、股票期权引进的理论依据、背景及现状	(170)
二、适合股票期权计划的公司类型	(172)
三、股票期权制在中国引进的难点和障碍	(173)
四、上市公司与非上市公司股票期权制的比较	(176)
第四节 绕开障碍, 解决难点	(177)
一、股票来源	(177)
二、行权价格	(179)
三、行权期限和期权数量	(181)
四、财务会计问题	(182)
第五节 建立我国多层次股权激励方式	(183)
一、什么是多层次股权激励	(183)
二、我国企业实行多层次股权激励的情况	(184)
三、效应分析	(185)

第三部分 案例大观

第八章 国内企业实施 MBO 的案例	(189)
第一节 国有企业 MBO 案例	(189)
第二节 摘掉“红帽子”	(201)
第三节 解决“代理成本”	(215)
第四节 间接 MBO	(227)
第五节 局部 MBO	(234)
第六节 反收购策略	(240)
第九章 国外企业 MBO 案例	(245)
第一节 有效资本市场中的 MBO 案例	(245)
第二节 弱有效资本市场中的 MBO 案例	(248)
第十章 股票期权激励案例分析	(251)
第一节 成功案例	(251)
第二节 失败案例	(252)

第一部分

理论浅析

第一章 对 MBO 理解的中外比较分析

管理层收购这一概念最早出现在英国，后广泛流行于欧美等资本主义国家，成为发达资本市场上的一种极有特点的并购方式。后来这一并购方式逐渐在一些处于转轨当中的发展中国家出现，用于国有企业的改革。相对于两种不同市场形态下的管理层收购，我国更类似于后者。在对 MBO 的实行中，国内的管理层收购与西方发达资本市场下的管理层收购已经有了很大的区别。对于这一新兴的收购兼并方式，我们有必要从实际操作过程中对这一概念的理解进行简单的分析比较，以为稍后的深入探索给予概念上的规范。

第一节 国外对于管理层收购的理解

MBO 是 Management Buy-out 的英文简写。在朗文英汉双解大辞典中，Management 的英文解释为 “the people who in charge of a company”，即公司的管理层，管理人员。Buy-out 的英文解释为 “to gain control of (a business) by buying all the shares and business rights of (the other people)”，即收购企业原股东的股权，获得产权。MBO 是指公司的管理层通过借贷或其他方式的融资或股权交易取得上市公司的控制权或者所有权的收购活动，通过管理层收购，企业的经营者在执行管理企业职能的同时变成了企业的所有者，同时公司由上市公司 (Public owned) 成为管理层所有的私人企业 (Private owned)。通常，管理层在购买股权时要在当时的市场价格上有额外的加价，这是因为管理层通常要参与企业的竞价过程，在竞价过程中，企业的部分潜在价值得到了发掘。

MBO 使得公司的所有权与经营权合一,这是对传统公司治理结构理论^[1]的创新与挑战。

在社会分工逐渐深化的过程中,企业的组织管理结构趋向于管理权和所有权的分离,特别是在股份制公司出现后,企业的所有权被成千上万的股东所分享,客观上使得企业所有权和经营权分离成为科学而必须的公司治理结构。但是在实践过程中,出现了所谓的“所有者缺位”问题和“内部人控制”问题,成为企业界和学术界普遍讨论的热点问题,而 MBO 并购形式的出现,无疑是对传统的企业组织结构的完善。

企业的收购兼并形式中,MBO 是杠杆收购(Leverage Buy-out LBO)的一种,因为它具备杠杆收购的特质,用少量资产或资本收购规模大得多的企业,也就是我们常说的“四两拨千斤”。具体来讲,MBO 的实施者通过成立一家“壳”公司作为融资工具,再以所收购公司的未来权益作为担保从金融机构获得融资,主要是向银行借贷或者是发行金融债券。在融资过程中,银行机构作为授信方承担巨大的违约风险,同样,发行的金融债券也同时被形象地称为“垃圾债券”。但是,风险与收益总是成正比关系的,冒巨大的风险必然与巨大的收益并存。因而,在管理层收购中,我们不难看到风险投资基金“忙碌的身影”。

从英国经济学家莱特 1980 年发现管理层收购,并对其进行了较规范的定义以来的 20 多年里,国外的管理层收购在激励管理层积极性、降低代理成本、改善企业经营状况等方面起到了许多积极作用,应用十分广泛。从发达国家经验来看,MBO 在实践中主要应用于以下几种情况:

(一)集团公司实现对子公司或分支机构的剥离。一些大企业集团出于经营上的考虑,有时会将非核心的子公司或分支机构剥离出去,由于子

[1] 对于公司治理结构,一个相对普遍的界定是 1999 年 5 月经济合作与发展组织(OECD)理事会在《公司治理结构原则》中给出的:“公司治理结构是一种据以对工商公司进行管理和控制的体系。公司治理结构明确规定了公司的各个参与者的责任和权利分布,诸如,董事会、经理层、股东和其他利害关系者。并且清楚地说明了决策公司事务时所应遵循的规则和程序。同时,它还提供了一种结构,使之以设置公司目标,也提供了达到这些目标和监控运营的手段。”

公司或分支机构的管理者了解这些企业的实际情况及潜力，往往会成为购买者。而集团公司出于以后继续与这些剥离公司或分支机构保持业务联系的目的，也倾向于将其出售给该公司的管理层。

(二) 作为敌意收购的防御。当上市公司面临敌意收购的威胁时，通过 MBO 可以使企业避免被收购的危险。

(三) 管理者的创业尝试。一些职业经理人基于对自己经营能力的自信及对本公司的了解，希望拥有企业的所有权，以使自己获得更大的收益。MBO 为这些经理人提供了实现这一理想的途径。

(四) 公营部门私有化。由于 MBO 可使管理者成为股东，提高企业的经营效率，因此 MBO 在国有部门私有化过程中也得到了大量应用。例如 20 世纪 80 年代，英国在国有企业的民营化过程中就大量采用了 MBO 方式，取得了很好的效果。

第二节 国内对于管理层收购的理解

一、明晰产权与摘掉“红帽子”

就目前我国已实施的管理层收购案例来看，MBO 主要发生在国有企业改制以及企业摘掉“红帽子”的过程中。这一收购方式之所以被广大企业看好，原因在于管理层收购在解决困扰我国企业界多年的产权问题的同时，很好地弥补了我国国有企业或国有控股企业的经理人员长期低薪所造成的普遍激励机制欠缺。

通过国内有关 MBO 的相关报道的了解，我们发现在引进 MBO 这一兼并收购手段的过程中，适应于我国社会主义市场经济体制下国有企业和民营企业的改造，MBO 的内涵已经发生了很大的变化。也就是说，国内所谓的 MBO 与西方国家中普遍实施的 MBO 已经有了很大的出入。在国内，MBO 的侧重点更多地被放在了收购主体上，只要是收购主体的主要组成人员为企业的管理层，国内的直接反映就是这就是 MBO。而 MBO 在西方收购兼并市场中的本来含义是杠杆收购的一种这一关键点被忽略。