



管理层收购 中国实践

企业改制与员工持股操作指南

- 中国特色的管理层收购
- 员工持股的政策背景，法律法规依据
- 操作流程、风险防范以及典型案例

● 郭雷 编著

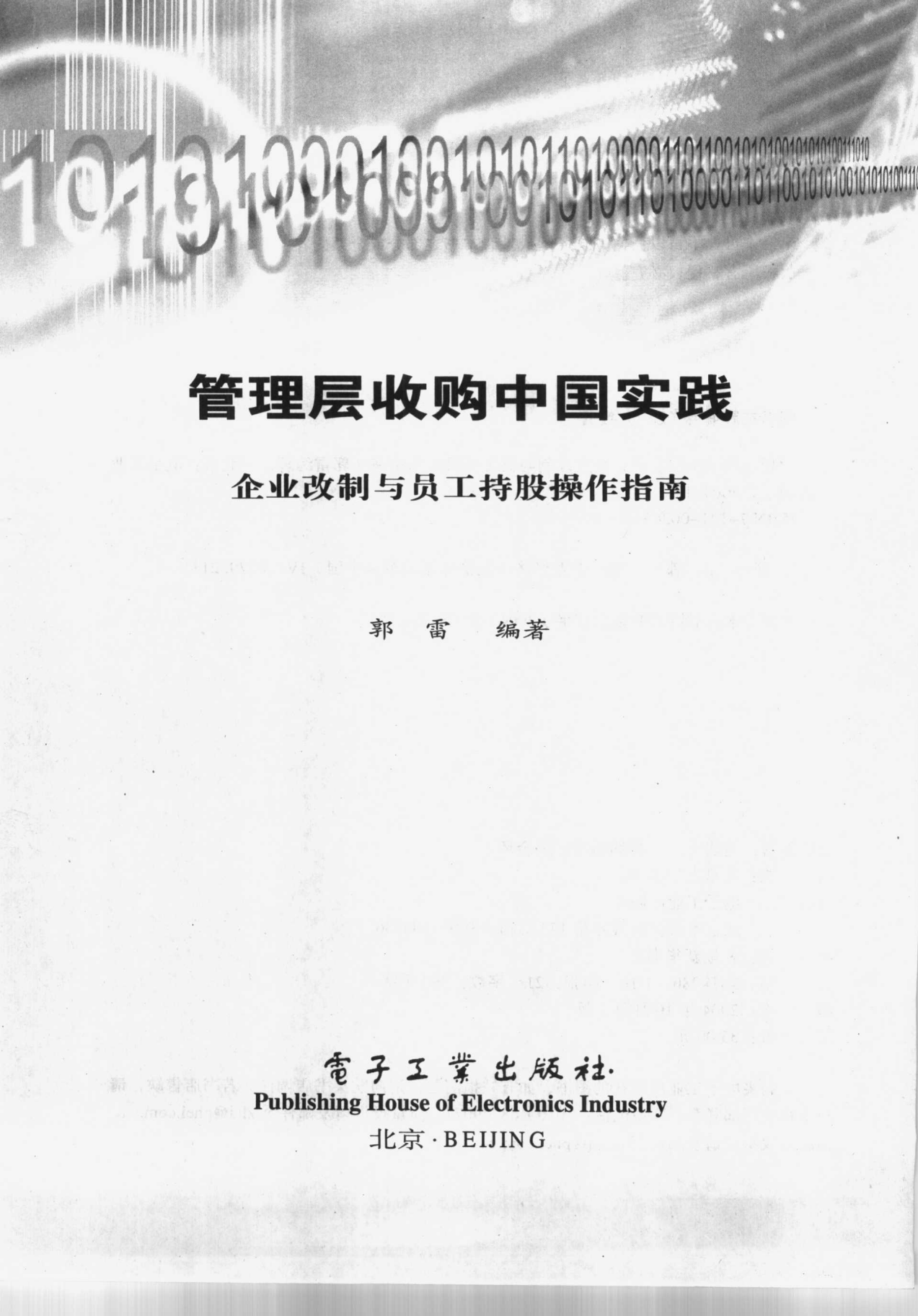


MBO Practices in China



电子工业出版社

PUBLISHING HOUSE OF ELECTRONICS INDUSTRY
<http://www.phei.com.cn>



管理层收购中国实践

企业改制与员工持股操作指南

郭 雷 编著

電子工業出版社

Publishing House of Electronics Industry

北京·BEIJING

未经许可，不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。
版权所有，侵权必究。

图书在版编目（CIP）数据

管理层收购中国实践：企业改制与员工持股操作指南 / 郭雷编著. —北京：电子工业出版社，2004. 10

ISBN 7-121-00265-5

I. 管… II. 郭… III. 企业经济—经济体制改革—中国 IV. F279.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2004）第 085297 号

责任编辑：赵建宏 特约编辑：吴金环

印 刷：北京大中印刷厂

出版发行：电子工业出版社

北京市海淀区万寿路 173 信箱 邮编 100036

经 销：各地新华书店

开 本：787×980 1/16 印张：21 字数：360 千字

印 次：2004 年 10 月第 1 版

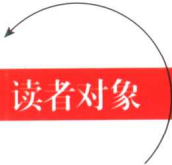
定 价：35.00 元

凡购买电子工业出版社的图书，如有缺损问题，请向购买书店调换。若书店售缺，请与本社发行部联系。联系电话：（010）68279077。质量投诉请发邮件至 zlts@phei.com.cn，盗版侵权举报请发邮件至 dbqq@phei.com.cn。



内容简介

- ◎ 中外管理层收购的理论依据及比较分析。
- ◎ 我国企业股权激励的实践历程。
- ◎ 我国管理层收购中的法律法规及法律难点，
以及不当操作的法律风险。
- ◎ 中国特色的管理层收购的完整操作程序、步骤
和方案，具体涉及：
 - 管理层收购中的财务问题；
 - 管理层收购中的融资、还款问题；
 - 股权结构设计，员工身份置换问题；
 - 收购后的整合问题。
- ◎ 管理层收购的模式和典型案例分析。



读者对象

国有大中型企业、上市公司、非上市公司、民营企业、高新技术企业、证券公司、投资银行、投融资公司、会计师事务所、律师事务所、咨询公司等单位的董事长、总经理、总经济师、财务总监、人力资源总监等中高层管理者，企业法律顾问以及政府有关部门领导、工作人员，进行企业改制和员工持股方案研究的人员等。

作者简介

郭雷，中国人民大学风险投资研究中心高级研究员，美国特许金融分析师(CFA)候选人，融丰行投资有限公司副总裁。先后就职于华阳技术贸易北方公司、北京维欣风险投资公司、北京和君创业管理咨询有限公司等。

具有多年的风险投资、管理咨询和投资银行业务经验。服务过的企业涵盖IT业、生物制药业、汽车服务业、文化传播业、电力电子业等。曾主持多项投融资项目、公司改制及管理层收购项目。

曾以风险投资、企业人力资源管理与机制设计、MBO等课题给企业授课多次，并颇受好评。

前言

随着十六大以来国有资产管理体制的根本性突破,我国企业的改革进入了一个新的时期,全国各地以“员工持股”、“股权激励”、“改制上市”、“企业股份制改造”、“股份多元化、引进外部资源”等为名头的企业改革运动进行得愈加如火如荼。在这些种种形式的“改制”中,一个核心的问题,就是对企业核心管理层的激励与约束问题。本书试图从管理层收购的角度来诠释企业改制,帮助实际操作者抓住问题的核心,拓宽思路。

我们知道,“管理层收购(MBO)”是一个舶来品,它是指企业的管理层利用借贷资本来收购公司全部或者部分股权,从而达到控制企业的目的,是股权激励的最高模式。在西方国家,MBO与员工持股(ESOP)、股票期权(ESO)等构成了完整的股权激励体系,这三个概念既相互补充,互相之间的边界又很清楚。然而在我国,以上这三个“时髦”的名词分别在不同时期和场合被热炒过,往往偏于表象。由于我国特殊的法律法规和企业环境,这三种股权激励工具在我国企业的实际操作中并没有明确的边界,往往混为一谈,因此也就多多少少带来了一些认识上的偏差。笔者在本书中,提出了“CMBO”的概念,即“有中国特色的管理层收购”,试图将西方经典意义上的股权激励工具与中国特殊的法律法规环境和实际操作结合起来,通过探究其基本内在逻辑,来澄清一些认识上的混淆之处,从而更好地指导实践。

落笔写一本有关中国企业股权激励实践的书,这个想法大约萌生于2003年非典期间。笔者在近年来一直从事管理咨询和投资银行方面的工作,为众多的企业提供战略规划、人力资源管理、企业改制、私募融资、企业资本运营策划等方面的咨询服务。在几年的实践中,体验了把法律、财务、金融、管理、经济等领域各种理论和实务融会贯通地运用到一个个具体企业当中的乐趣;但

同时，也为我国在企业管理理论研究上的缺陷感到深深的苦恼。“得益”于一场突如其来的非典，免去了笔者往来奔波、电话骚扰之苦，得以静下心来梳理早已形成的零碎思路、整理相关案例材料，并在此基础上开始本书的写作。

对于本书，笔者确定的编著原则是：轻松易读，理论与实践相结合，突出实用性、可操作性、可借鉴性。遵循如上的编写原则，笔者对全书框架做了这样的安排：本书的第一部分，首先介绍西方经典意义上的MBO、ESOP、ESO等股权激励工具，通过比较导出CMBO的概念；本书的第二部分，先是对我国的股权激励改革历史做了一个全面的回顾，然后对目前的法律法规以及政策环境进行了全景描述，并对未来的发展趋势做了一定的分析；本书第三部分讲述的是进行管理层收购的操作实务，涵盖了企业改制操作的全过程、全方位的问题，包括从准备阶段到收购后的整合、从方案设计到具体实施等。本书精选了大量的经典案例，并加以阐述和必要的点评。与理论论述相比，案例的轻松易读、可借鉴性、可操作性不言而喻。与那些充斥着政策法规、操作条文而晦涩难读的其他改制指导书籍相比，本书在语言上，尽量做到轻松活泼，好读易懂。

本书得以付印出版，首先要感谢我的良师益友李建良先生，一直以来他在工作和理论研究上给予我很多的指导和帮助，更在本书的写作过程中，无私地提供了很多素材和思路。此外，还要感谢张岩先生和刘军先生，笔者就本书的写作与他们多次进行交流，得到很多有益的建议。

在本书完成初稿之后，我一直忙于工作，在全国各地出差，因此特别要感谢电子工业出版社的赵建宏女士以及其他相关工作人员，正是他们辛勤而高效的工作使本书得以顺利出版。

最后，还要感谢我的家人在本书的写作过程中所给予的鼓励和支持。感谢在这一领域率先做出研究和实践的先行者们，他们的研究成果让我受益匪浅，并直接构成对本书的贡献。有关参考书目均列入本书附录中，对个别遗漏，在此敬请理解和支持，并致以最诚挚的谢意！

郭 雷

2004年8月于北京

目 录

第1部分 基本概念

第1章 从ESOP、MBO、ESO说起	2
1.1 ESOP: 员工持股计划	3
1.1.1 ESOP的定义、特点、实施原因及与ESOT的关系	3
1.1.2 ESOP的历史及发展概况	5
1.1.3 ESOP与员工退休计划	6
1.1.4 ESOP的实现方式	7
1.1.5 国外ESOP对我国员工持股的借鉴意义	11
1.2 MBO: 管理层收购	12
1.2.1 MBO概述	12
1.2.2 MBO的产生背景	13
1.2.3 MBO要解决的主要问题: 委托代理成本问题	14
1.2.4 MBO的适用条件	17
1.2.5 MBO的参与者	17
1.2.6 MBO的主要特征	20
1.2.7 MBO在操作中常见的几种方式	21
案例1 雷诺-纳贝斯克公司的MBO	23
1.3 ESO: 管理者股票期权	33
1.3.1 ESO的概念及理论基础	33
1.3.2 ESO的历史及发展概况	34
1.3.3 ESO的基本类型	35

1.3.4	期权的金融含义及期权价格的结算	36
1.3.5	ESO 的基本逻辑、一般要素与主要环节	38
1.4	ESOP、MBO、ESO 之外的长期激励计划	48
1.4.1	虚拟股票计划	48
1.4.2	股票增值权	48
1.4.3	影子股票	49
1.4.4	延期支付计划	49
1.4.5	储蓄-股票参与计划	50
1.4.6	限制股票计划	52
1.4.7	业绩股票	52
1.4.8	股票奖励	53
1.4.9	股票无条件赠与	53
1.4.10	特定目标长期激励计划	53
第 2 章	CMBO 概念的提出与释义	55
2.1	CMBO 为什么	56
2.1.1	解决的问题不一样: 打开产权死结的金钥匙	56
	案例 2 四通产权: 一个我永远说不清楚, 你永远听不明白的问题	60
2.1.2	操作环节不一样: 买卖双方	61
2.1.3	与西方经典 MBO、ESOP、ESO 的不同	62
2.2	CMBO 是什么	66
2.2.1	CMBO 的主体应该是具有企业家才能的企业家	66
	案例 3 苏北某纺织厂的“改制”	68
2.2.2	以企业控制权的让渡为目标, 以保持公司政治的平衡为衡量标准	68
2.2.3	以所有权向管理层或者员工的让渡为标志	73
2.2.4	表现形式主要为一揽子股权激励方案	74
	案例 4 “吴忠仪表”的一揽子股权激励方案	75

第 2 部分 我国企业股权激励的实践历程与政策法规环境

第 3 章	我国企业股权激励的实践历程	78
3.1	中国企业治理结构与变革历程	78
3.1.1	第一阶段	79
3.1.2	第二阶段	79

3.1.3 第三阶段	80
3.1.4 第四阶段	80
3.2 股份合作制	81
3.2.1 股份合作制的产生和发展	81
3.2.2 股份合作制的基本特征	83
3.2.3 股份合作制既不同于股份制, 也不同于合作制和合伙制	84
3.2.4 股份合作制是一种过渡的企业组织形式	86
3.3 内部职工股和公司职工股	87
3.3.1 内部职工股: 积极影响与消极影响	87
案例 5 宇通客车公司的内部职工股	89
案例 6 康赛(600770)股票大案	90
案例 7 职工股的出资不实	94
案例 8 操纵二级市场股价	95
案例 9 银河科技(0806)内部职工股的法庭之争	96
3.3.2 昙花一现的公司职工股	97
3.4 职工持股会	99
3.4.1 持股会发展历程及出现的问题	99
3.4.2 职工持股会的组织与运作管理	102
3.4.3 持股会的喜忧	104
案例 10 持股会成为第一大股东的、最早的上市公司 ——“茂化实华”	107
案例 11 “宏智科技”: 工会持股转让引发股权纠纷	109
案例 12 清理职工持股会“茂化实华”成急先锋	112
第 4 章 2003: 中国 MBO 元年?!	113
4.1 国资变局	115
4.1.1 “国退民进”——不可逆转的大格局	116
4.1.2 国有资产管理体制改革	117
4.1.3 地方握权解决了 MBO 的卖方难题	119
4.1.4 官本位激励的失效与村官实验	119
4.2 金融环境的改善	122
4.2.1 《上市公司收购管理办法》的推动作用	122
4.2.2 《信托法》的推动作用	123

案例 13 康辉 MBO 首次引进信托模式	125
案例 14 全兴集团 2.7 亿元进行 MBO	127
4.2.3 风险投资寻找出路	128

第 5 章 适用于 CMBO 的法律法规与法律难点 131

5.1 适用于 CMBO 的法律法规	131
5.1.1 适用于 CMBO 的法律法规	131
5.1.2 《收购办法》和《信息披露办法》的基本框架和操作流程	133
5.2 MBO 主要的法律难点以及不当操作的法律风险	139
5.2.1 持股主体环节	139
案例 15 北京驰维电信有限责任公司：增资难题令 9 股东犯愁	143
案例 16 隐藏在背后持股	145
5.2.2 融资环节	149
5.2.3 MBO 股权定价问题	150
5.2.4 税收环节	151

第 3 部分 CMBO 操作实务

第 6 章 CMBO 的操作程序、组织与策略 155

6.1 收购准备阶段	156
6.1.1 收购动机的衡量与对 MBO 的整体把握	156
案例 17 海南航空：3000 万美元保险充分显示企业家价值	159
6.1.2 收购工作小组的组成	161
6.2 尽职调查与评价	163
6.2.1 业务调查、业务评价与公司业务发展战略规划	163
6.2.2 财务调查与财务评价	168
案例 18 ABC 有限责任公司管理建议书	171
6.2.3 法律调查与评价	174
6.2.4 治理结构调查及改善途径	176
6.3 收购方案：公司价值评估与定价	178
6.3.1 公司价值评估	178
案例 19 实体贬值的计算	180
案例 20 功能性贬值的计算	180
案例 21 利用现行市价法计算公司价值	182

案例 22 实体现金流折现法计算公司价值	186
案例 23 EVA 价值评估方法计算公司的权益价值	190
6.3.2 定价	191
6.4 收购方案：收购主体的构建与收购目标的选择	192
6.4.1 收购主体的构建	192
案例 24 ABC 公司员工持股信托整体方案	195
案例 25 ABC 公司职工信托持股制度实施细则	199
6.4.2 收购目标的选择	205
案例 26 CF 制药集团的 MBO：收购主体与收购目标的搭建	208
6.5 资金筹措	210
6.5.1 资金来源	210
案例 27 深方大：以时间为杠杆实施 MBO	211
案例 28 上海埃通：向大股东借款购买股权	215
6.5.2 MBO 融资财务成本及还贷期限模型	218
案例 29 CF 制药集团的 MBO：融资财务成本和还贷期限模型	218
6.6 收购方案：股权结构和人员安排	220
6.6.1 股权结构的设计	221
案例 30 北京 ABC 软件公司骨干层股权激励方案概要说明	222
6.6.2 国企职工的身份置换问题	227
6.7 收购后的整合：仅仅 MBO 是不够的	228
6.7.1 内部经营管理的调整和整合	229
案例 31 科龙电器的民营化元年	231
6.7.2 外部资本市场的调整和运作	237
第 7 章 CMBO 模式与案例	239
7.1 四通模式（拐大弯模式之一）：冻结存量、界定增量	239
案例 32 四通集团 MBO 案例	239
7.2 联想模式（拐大弯模式之二）：从分红权到股权	243
案例 33 联想集团的股权激励	243
7.3 盼盼模式（拐大弯模式之三）：从承包到股权	246
案例 34 辽宁盼盼集团摘掉“红帽子”	246
7.4 TCL 模式（拐大弯模式之四）：资产增值转化为股权	248
案例 35 阿波罗计划：TCL 集团的管理层持股	248

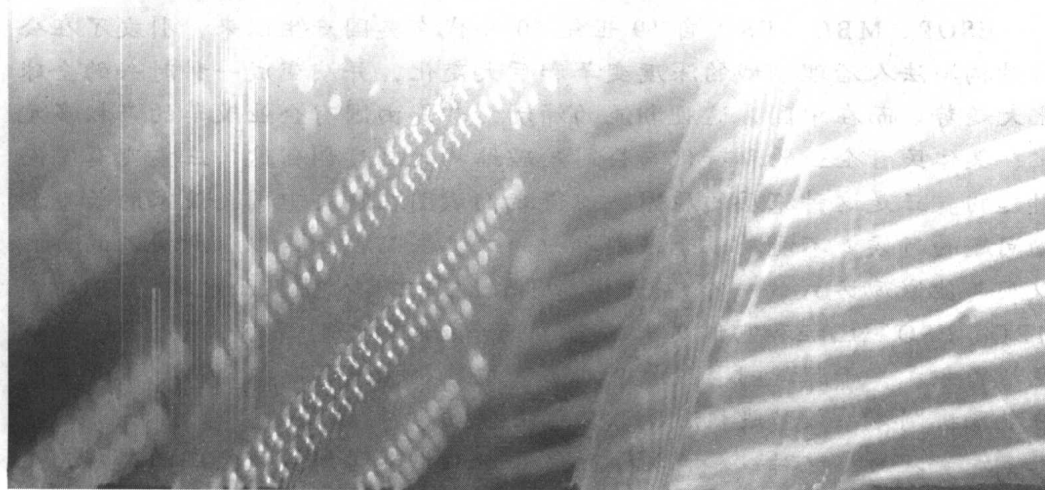
7.5 恒源祥模式：一次性买断	251
案例 36 恒源祥 MBO 案例	251
7.6 宇通模式	254
案例 37 宇通客车的 10 年变身	254
案例 38 宇通客车因在中报中“虚减资产”遭到证监会处罚	259
7.7 鄂尔多斯模式：分阶段 MBO	261
案例 39 鄂尔多斯完全 MBO	261
7.8 春兰模式：存量+岗位股	264
案例 40 春兰 MBO 被紧急叫停	264
7.9 大众模式：交叉收购	267
案例 41 东西大众：交叉持股进行 MBO	267
7.10 粤美的模式	271
案例 42 粤美的 MBO	271
附录 A 上市公司收购管理办法	275
附录 B 上市公司股东持股变动信息披露管理办法	287
附录 C 财政部关于印发《企业国有资本与财务管理暂行办法》的通知	290
附录 D 关于规范国有企业改制工作的意见	295
附录 E 企业国有产权转让管理暂行办法	299
附录 F 关于规范上市公司实际控制权转移行为有关问题的通知	306
附录 G 财政部关于上市公司国有股质押有关问题的通知	309
附录 H 关于向外商转让上市公司国有股和法人股问题的通知	311
附录 I 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	313
附录 J 财政部、科技部关于国有高新技术企业开展股权激励试点工作的指导意见	318
参考文献	322

PART 1

第1部分 基本概念

→ 第1章 从 ESOP、MBO、ESO 说起

→ 第2章 CMBO 概念的提出与释义



第1章 从ESOP、MBO、ESO说起

引言 从“和稀泥”到“正本清源”



随着我国企业制度改革的不断深化和我国公司治理结构的不断完善，一时以来，ESOP、MBO、ESO等时髦的名词纷纷见诸于各种管理、投资类的报刊和书籍，分别在不同的历史时期被中国的学术界和媒体热炒过一段时间。但实际上认真探究一下，好像里面有很多似是而非的东西，相互之间的差别并不大，尤其是对于ESOP和MBO，人们谈论的以及实际操作的内容几乎相差无几。说起MBO，总要先讲一下ESOP、ESO，说来说去就混为一谈了，很少有人去深究其中的差异所在。更加遗憾的是，一些比较畅销的相关书籍中也没能就相关概念做一个特别清晰的描述。

ESOP、MBO、ESO自19世纪50年代在美国产生以来，引发了在公司结构与法人治理领域的深度变革和巨大变化，并演变成一种时兴的全球化大趋势。而在中国，这股潮流的涌动，却是由国有企业改革的产权多元化、集体民营企业的私有化与公司治理结构的制度创新这“三重变奏”而引起的。正是这种深层的原因，使得我们试图在解决中国企业家的长期激励问题的时候，不能局限于采用单一的工具，而往往是以上所提到的方式以及其他激励方式的一个综合体。实际上，中国人嘴里面说的“ESOP、MBO、ESO”已经和它们本来的意思有了很大的差别。有人就采取“和稀泥”的方式，干脆就叫“股权激励”、“中国企业家的股权革命”或者“股份激励机制体系”、“股权激励综合解决方案”等。

笔者认为，这种“和稀泥”的做法使人们不再纠缠于空洞的名词，无疑是一种坐言立行的务实作风，但同时也造成了人们认识上的一些偏差，

使我们不能更好地学习西方现成的理论与实践经验。因此，我们需要“正本清源”，弄清楚 ESOP、MBO、ESO 的真正含义、它们的社会背景和经济背景，以及它们的适用逻辑，从而能够更好地指导我们今后的实践。

那我们就从西方的 ESOP、MBO、ESO 谈起吧。



1.1 ESOP：员工持股计划

1.1.1 ESOP 的定义、特点、实施原因及与 ESOT 的关系

1. 定义

在美国，ESOP 是 Employee Stock Ownership Plans 这四个单词的首字母组合起来的名词，翻译为“雇员股份所有权计划”或者“员工持股计划”，其准确的定义为：“一种购买并持有公司股份的捐助受益计划。”

2 特点

从以上定义可以看出，美国的 ESOP 存在如下特点：

- ESOP 中的持股人或者股票认购者一般为本企业正式员工；
- ESOP 不需员工自己出资，而是由公司通过直接或者间接方式向雇员捐助；
- ESOP 中，员工所认购的本企业的股份（股票）一般不能自由转让和交易，也不能继承；
- ESOP 可以得到税收和金融的支持；
- ESOP 通过信托悬置账户的方式实现（后面会详细介绍）；
- ESOP 更大意义是一种退休福利制度，目的是为员工增加福利，提供稳定的养老保障（见表 1-1）；
- ESOP 中，员工参与企业利润分享计划是通过二次分配来实现的，即先由员工持股信托（或职工持股会）参与公司利润分配，再由员工持股信托按照员工持股数额进行二次利润分配。

3. 实施 ESOP 的原因

表 1-1 所示为实施 ESOP 的原因及在调查样本中所占百分比。

表 1-1 实施 ESOP 的原因及在调查样本中所占百分比

实施 ESOP 的原因	在调查样本中的百分比
员工福利	91%
纳税优惠	74%
提高生产率	70%
从主要持股者手中购买股票	38%
降低股票交易量	36%
将主要所有权转移给雇员	32%
为投资筹集资金	24%
减少怠工	14%
避免成立工会	8%
防御敌意接管	5%
挽救衰退中的公司	4%
作为降低薪水的交换	3%
将公司转为非上市	1%
其他	≤5%

资料来源：王晋斌，李振仲，内部员工持股计划与企业绩效，经济研究，1998 年第 5 期

4. 与 ESOT 的关系

ESOT 即 Employee Stock Ownership Trust 这几个单词的英文首字母缩写，意思是“员工持股信托”。美国公司在实行 ESOP 时，必须在外部设立一个信托基金，即 ESOT，通过 ESOT 来持有股权，防止员工随意售出股份。

ESOP 指的是员工持股计划本身，是关于员工持股的一些技术、操作上的文件，包括谁有资格获得这些股票，股票如何进行分红等；而 ESOT 是一个法人实体，它有自己的章程，有上诉的权利及上诉的责任，可以从事借贷业务，也可以去购买股份。ESOT 由两类人管理：一类是 ESOP 的受托人，由受托人来管理基金（受托人是由公司的董事进行委派的，这些受托人在法律上代表资产的所有者）；另一类是管理方，即 ESOP 委员会（其成员也是由公司的董事进行指派，它的职能是对员工持股受托人的行为进行指导）。ESOT 是由美国国税局（IRS）所批准的一种合法的基金会，可得到政府的税收减免。它有两大好处：首先 ESOT 本身可以免除一些税收；其次，员工作为 ESOT 的受益人，可以延期支付税款。