

深化国企改革理论与实践问题研究

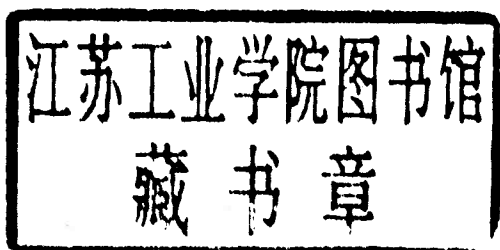
项目承担单位：河南省社会科学院

二〇〇三年三月

项 目 名 称：深化国企改革理论与实践问题研究

课题组负责人：唐有功

课题组成员：	唐有功	寇 伟
	龚绍东	陈 静



目 录

一、解读“规范的公司制度”

- (一) 规范公司治理原则的基本内容
- (二) 公司治理结构的主要特征

二、对一些流行观点的反思

- (一) CEO 体制——权力失衡的治理结构
 - 1. 公司治理结构的变革与实践
 - 2. 人力资本与 CEO 体制
 - 3. CEO 体制与美国公司假账丑闻
- (二) MBO，一种企业私有化过程
 - 1. MBO 及其在国外的实践
 - 2. 实施 MBO，谁是赢家
 - 3. 如何评价 MBO 的作用
 - 4. 现阶段应如何对待 MBO
- (三) 怎样看待私有财产“自然激励机制”和国有企业代理契约激励机制

三、河南省国有企业改革的基本情况及存在的问题

- (一) 国有企业改革的基本情况
- (二) 国有企业改革中存在的主要问题

1. 国有企业法人治理结构不完善
2. 国有企业历史和社会负担过重，减负困难
3. 配套改革仍需进一步完善

四、深化国企改革的建议

- (一) 实行规范公司制改革，完善法人治理结构
- (二) 建立出资人代表制度，保证国有产权主体到位
- (三) 认真搞好进、退、抓、放
- (四) 改革分配制度与建立经营者激励机制
- (五) 加强民主管理，充分发挥职工在公司治理中的作用
- (六) 建立企业信誉，树立良好形象
- (七) 培育既具风险、创新素质又有奉献精神的社会主义企业家队伍
- (八) 在新型工业化道路上充分发挥国有企业主体地位

深化国企改革理论与实践问题研究

一、解读“规范的公司制度”

江泽民同志在中国共产党第十五次全国代表大会上的报告中指出：“要按照‘产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学’的要求，对国有大中型企业实行规范的公司制改革，使企业成为适应市场的法人实体和竞争主体。”十六大报告又进一步强调：“国有大中型企业继续实行规范的公司制改革，完善法人治理结构。”这为我国大中型国有企业改革指明了原则和方向。正确理解“规范的公司制度”和“完善的法人治理结构”，就成为深化大中型国有企业改革的首要问题。本课题首先对规范公司制度和完善的法人治理结构进行解读。

公司制度是随着社会化大生产的需要和市场经济的发展而产生并不断完善的。不同的国家存在着社会制度和民族、地域文化的差异，其公司制度也不尽相同，但经济发展规律又促使公司的基本治理方式上大同小异。西方发达国家组成的经济合作与发展组织（OECD），在总结市场经济国家的经验，重点分析所有权与经营权分离所导致的公司治理问题的基础上，于1999年5月通过了“OECD公司治理原则”。这便是通常所说的传统公司治理结构的原则，我们可以将其视为规范的公司制度所应遵循的原则。

（一）规范公司治理原则的基本内容有以下几个方面：

1. 公司治理结构框架首先应该保护股东权利。要保护所有股东权利，所有股东（无论大小和所有制性质）受到平等待遇。如果他们的权利受到损害，他们有机会得到有效补偿；

2. 应该确认利益相关者的合法权利，并且鼓励公司和利害相关者在创造效益和工作机会以及为保持企业良好财务状况而积极进行合作；

3. 应保证及时准确地披露与公司有关的任何重大问题，包括财务状况、经营状况、所有权状况和公司治理状况的信息；

4. 应确保董事会对公司的战略性指导和对管理人员的有效监督，并确保董事会

对公司和股东负责。

从公司治理框架的基本原则可以看出，它的突出特点在于提供了投资者有效监督的体制。规范的公司治理结构由权力机构（股东大会）、决策和执行机构（董事会、经理层）和监督机构组成，其信息披露制度增加了公司运行的透明度，可以有效地接受投资者和利益相关者的监督，形成所有者、经营者、管理者、职工的合法利益得到保障，过分要求能够得到制衡的激励和约束机制。

（二）公司治理结构的主要特征

1. 公司治理结构——“受约束的权力”。在所有权与经营权分离的条件下，公司治理结构要有股东大会、董事会、经理层、监事会之间形成相互制衡和权责对称的关系，这是“一组”授权的关系。股东大会是由出资者组成的机构，它在拥有“剩余索取权”和“剩余控制权”的同时，将出资者的利益托付给董事会，而并不再干预公司的事务；董事会作为公司最高决策机构，根据《公司法》和公司章程行使董事会的职权，也并不直接去处理公司的日常经营管理事务，而是聘用职业的经理人员，委托他们来进行管理；而总经理及经理层是在董事会的授权下，负责处理公司的日常经营管理事务，对董事会负责。监事会则是监督企业的财务状况、监督企业管理人员的行为。因此，相互制衡，就是说股东大会、董事会、经理层、监事会各自权力行使都是受到约束的。《公司法》对股东、董事、监事等的责权都有比较明确的规定，除此之外，每个公司的章程对董事会、董事长、总经理的授权又做出了更为具体的规定。使得股东大会、董事会和经理层都有一个权力运用的空间与对应的责任。在权责边界清楚和权力行使程序明确的基础上，任何一方跨越权责边界去干预另一方的事务，都构成一种侵权行为，也会打乱原来设定的权责界限，从而造成权责不对应和权力行使程序的混乱。因此，在对公司进行治理过程中，权力必须按照一种事先“约定”的程序来使用，也就是说，无论是股东大会还是董事会对总经理的干预，都必须按规则进行，从而确保在公司治理过程中的权责对应。

2. 公司治理的第二个突出特点是实现“以法治企”。公司要依《公司法》设立，并制定《公司章程》。公司治理结构是一组授权关系，而其授权绝对不是一种个人间的权力授予关系，更不存在上下级之间的个人依附关系，而是将授权规定为一种组织原则。董事会的决策议事遵循的是集体决策、少数服从多数和个人负责的原则、董事

长做为董事会的成员，在决策地位上应该是与其他董事平等。因此，作为董事会的“头儿”，董事长同样也只能在董事会的授权下来行使职权，而不能凌驾于董事会之上，搞“一把手”说了算。这与美国公司的 CEO 体制不同，首席执行官有着太多的集权。在董事长与总经理之间的关系上，首先体现出的不是董事长管着总经理，不是一、二把手的关系，而是两者都要根据董事会的授权，来确定他们各自权力行使的边界。这样一来实现了以法律和规章治理企业，在很大程度上可以避免人治带来的弊端。

3. 公司治理结构的第三个特点是实现民主管理。首先在董事会决策议事是民主的，董事长、董事、总经理在行使权力时都要摆正位置，循规蹈矩，安分守己，体现平等与民主的原则，避免权力滥用及防止某方面的过分要求和机会主义行为。再者是，在西方国家企业管理中有职工参与制度，即把不属于领导层的人员吸收到董事会。他们从实践中得出这样的看法：不属于领导层人员一般被认为能对领导层进行重要制约，能发挥宝贵的执行纪律的作用。

规范的公司治理结构采取董事会决策议事遵循集体决策，少数服从多数的原则和采取职工参与制，保证了民主管理的实现。

另外，一些国家公司制度中还实行外部董事制度和独立董事制度，进一步保证监督的有效性。

二、对一些流行观点的反思

我国国有企业改革，是在邓小平同志建设有中国特色社会主义理论和中央一系列方针政策指导下进行的，与苏联、东欧前社会主义国家转型时期所进行的所谓经济改革有着本质的区别。他们推行改革的药方是由西方经济学家开出来的，其核心就是私有化。我国国企改革理论主流是健康的，对改革实践起到了很好的促进作用。但是，也不能否认企业改革中一些负面东西的存在。一位作者在论及企业改革中的一些观点和方式时，就以十分激愤的心情写下这样一段话：“如果说中国企业改革与发展有什么‘陷阱’的话，最大的就是‘专家陷阱’。改革的一招一式大多是从国外引进来的，却透着许多不地道，背后隐藏着的是专家的‘喧嚣与躁动’。”这段话的作者虽然是带

着偏激情绪使用了激愤的语言，但他要表达的意见却有一定的真实性。其所谓的“专家陷阱”，显然是指一些从事经济理论研究的人，在介绍西方发达市场国家的作法时，自己对这些东西尚不甚了了，又不顾中国的国情，照抄照搬，盲目鼓吹，极力炒作，取其一点不及其余，浅入深出，故弄玄虚，甚至把西方国家曾经用过但并未被实践证明是正确的东西捡过来，视为新的理论，这些由他们贩来的流行观点，在一些人们难辨真伪的情况下或接受或采用，结果给改革带来很多危害和负面作用，造成损失。

对于当前流行的有关企业改革的一些理论、观点，本课题承担者不准备去一一进行“正本清源”，这里只做些解剖和反思，谈一些自己的看法和认识，希望对改革实践能够起到一点参鉴作用。

（一）CEO 体制——权力失衡的治理结构

CEO 体制是从上世纪 90 年代开始在美国兴起的所谓新的公司体制，它的出现使以界定出资人与经营者关系的所谓“传统”的公司治理结构从内容上发生了质的变化，成为以界定两种资本（出资者资本与管理者人力资本）关系为主要内容。CEO 体制否定了规范公司治理结构权力制衡的机制，实现了 CEO 的权力高度集中。笔者认为，在短短十几年内，美国 CEO 体制之所以能得以流行，主要来自于公司实际控制者（经理人员）的偏好，这种体制能够给公司实际控制者带来很大的利益。CEO 这个名词来到中国后，已经理论界、宣传媒体炒作，立即引起企业界一些人士的“追星”效应，像桂冠一样成为抢手货。

要想对 CEO 有一个较深刻的了解和认识，还须从公司治理结构的变革与实践开始。

1. 公司治理结构的变革与实践

公司治理的基本理论，是以两权分离理论为基础的。公司治理被视作是企业内部界定和调节股东和管理层关系的一套规则和机构，主要是股东大会、董事会、经理层及界定它们相互关系的一套运行规则。公司治理结构是建立在产权结构之上的，企业的产权制度、产权结构决定着治理结构。公司治理的原则和基本内容是保护投资者利益，即强调股东价值是公司的惟一目标或主要目标，在公司治理结构中提高和增强股东的权益。如果把公司治理含义规定得更宽泛一些，它不仅包括企业内部调节股东与经营管理层的关系，大股东与小股东的关系，还应该包括公司与其利益相关者的关

系，如债权人、消费者、供应商等。无论从狭义或广义上来看，“股东本位”公司治理含义的本质都在于监督和控制职业经理行为，使职业经理忠于职守，尽职尽责，把为股东服务当成压倒一切的需求。

随着现代经济的发展，人力资本已经作为极其重要的生产力登上了社会经济的历史舞台。据有关专家调查，国际上人力资本在企业中所拥有的产权数量在企业总产权中已经超过了三分之一。人力资本所有者不是货币、资产、土地的出资人，却拥有了企业的产权，其所得报酬与股东收益一样被视为产权收益。这就是说企业存在两个资本，一是物质资本（包括货币、资产和土地），另一个是人力资本（包括职业经理和技术创新者）。这种新的内容已经代替了与所有权与经营权两权分离理论相关的董事长与总经理分设的内容。上世纪 90 年代以来，出现了这样一种观点，他们所谈的治理结构，已不再是出资人（所有者、股东）与经营管理者关系如何界定，而主要是两种资本（物质资本与人力资本）关系如何界定。

从字面上看，这种所谓新的治理理论只是把过去的经营管理者说成是“人力资本”（或人力资本所有者），但这一词之变使经营管理者身份和地位发生了质的变化。原来受聘于董事会（股东代表）的经营管理者，因没有向企业出资而不能拥有企业股份，不是所有者，不是股东，仅是高级雇员。而作为人力资本所有者，以人力资本获取企业产权，便与物质资本出资者站到了一个平台上。企业中两个资本所有者并存，打破了“股东本位”公司治理结构中物质出资者的一统天下，原来所讲的治理结构的内容随之发生较大的变化。这种变化集中到一点就是人力资本在企业中的权力和地位得到了极大的增长和加强。美国公司 GEO（首席执行官）体制就是人力资本权力、地位增强的突出表现。有人解释说，不能把首席执行官当成总经理或总裁，GEO 的权力非常之大，除拥有总经理的全部权力之外，还拥有董事长的一半权力。在 GEO 存在的条件下，公司重大经营决策的拍板权不再由董事长执行了，而转给了首席执行官。这就是说，代表经营管理者利益的 GEO 在权力上已经超过或取代了代表股东利益的董事长。谁出资谁说了算变成谁经营管理谁说了算。这种改变虽然尚未见诸于法律，但却付诸于实践。美国公司 GEO 体制从 90 年代初开始非常流行。然而，自从美国公司财务丑闻接连暴露，在丑闻现象引发的大讨论中，普遍认为制度的漏洞是其根源，特别是首席执行官权力过大受到指责和批评。GEO 体制中，公司的

董事会形同虚设，没有代表广大股东的利益，而是完全听命于首席执行官，这种监督乏力、权力失衡的不规范的公司治理结构，为 CEO 制造丑闻、滋生腐败，提供了温床。

从公司治理结构的变革及其实践来看，无论把公司治理视为界定所有者与经营者的关系也好，或是讲物质资本与人力资本两种资本的关系如何界定也罢。公司治理说到底应该形成一种调节各个利益主体关系的制约和制衡机制。完善的法人治理结构，应该以治理权力的制衡和约束为核心，规避任何一方的机会主义行为，使所有者与经营者（或两种资本所有者）目标一致，实现双赢。

2. 人力资本与 GEO 体制

前面论述公司治理结构的变革时，提到了人力资本和 GEO 体制，这里再较为展开的谈一下。

在生产诸要素中，人是最活跃、最关键的。人是其它生产要素的组织者和推动者。货币、资产和土地等物质资本都是静态的、被动的，不具有发展性，没有人力资本的推动，是运转不起来的。资本的保值增值需要靠职业经理的运作才能实现。从这个角度，可以说经济发展的真正源泉应该是人力资本而不是物质资本。在现实中，一个没有物质资本的人，靠经营管理这一职能（或者说靠人力资本）也可以与物质资本所有者提供资金获取同样的东西。《资本论》中有这样一段话：“一个没有财产但精明强干、稳重可靠、经营有方的人，通过这种方式也能成为资本家。”（《资本论》第3卷，第679页）这里所讲的“方式”，是指靠非自有的物质资本，而执行管理劳动的职能。这种“方式”对任何人都是公平的。但使用这种“方式”取得成功的关键在于“精明强干、稳重可靠、经营有方”。也就是说，使用这种“方式”的人只能是人力资本所有者，这里称之为企业家吧。企业家是人力资本的重要载体，它是一种素质而不是职务，而具有这种素质且在企业中担任职务的应该是指首席执行官或称之为主管、职业经理。

当今时代，以巨型企业、跨国公司等形式进行社会化大生产，需要严密的组织和统一的指挥。履行这一职能的是企业家（首席执行官、职业经理）。正是在他们的作用下，生产要素得到合理的组合，员工的智慧和力量得到充分的发挥，科学技术得到充分的利用，从而促进了生产力的发展。在直接生产过程中行使组织指挥职能时，企

业家是生产过程的绝对权威。但在市场活动中，企业家又必须是风险的承担者。市场不会给予任何一个企业家丝毫情面。“社会分工使独立的商品生产者互相对立，他们不承认任何权威，只承认竞争的权威，只承认他们互相利益的压力加在他们身上的强制。”（《资本论》第1卷，第394—395页）在市场竞争中，企业家一方面承受竞争浪潮的冲击，另一方面又要推波助澜，借以把自己推向更高的潮头。在身不由己中控制自己，多么精明能干的企业家，他可能做到千百次胜券在握，但他一刻也不能够摆脱风险在身。

企业家承担风险还表现在“创新”活动中。美籍奥地利经济学家熊彼特认为，企业家是创新活动的倡导者和实行者，他指出：“企业家是不墨守成规，不死循经济循环轨道的，他常常创造性地变更其轨道。”有人把创新看成企业的生命，企业家的生命。而创新活动诸如开发新产品，开拓新市场，引进新技术，采用新工艺，实行新的管理方法、新的管理风格，无一不需要冒风险。

企业家经营管理、组织指挥能力，开拓创新的精神和承担风险的素质的取得，既有天赋所在，又包含着刻苦学习和锻炼付出的成本。企业家对推动企业发展的作用不仅是任何其它生产要素所无法代替，也是一般员工不可比拟的。因此，让其在公司中享受较高的报酬是合情合理的，也是公平的。

相对于物质资本的静态而表现活跃的人力资本，其所有者的行为取向常常表现为二重性，一是当其与物质所有者利益一致时，两种资本所有者的目标是实现双赢；二是当其行为取向与物质资本所有者不一致时，那则是以损害物质资本所有者的利益而获取自身利益为目标。“富了方丈穷了庙”、“一个人可以轻易搞垮一个企业”，也正是企业高级管理者所为。

美国的大公司流行 GEO（首席执行官）体制，这一体制突出了人力资本在公司中的权力和地位，改变了公司治理以约束控制经营管理者行为、保护投资者利益为目标的原则，弱化了公司内部的权力制约和平衡。GEO 本来只代表经营管理者一方的利益，在所有者（股东）一方制约乏力的情况下，部分经营管理者为短期利益的冲动就可能突出出来，势必增大企业长远利益受到损害的可能性。

3. CEO 体制与美国公司假账丑闻

在美国虚报利润和销售额的公司财务丑闻引发的大讨论中，仁者见仁，智者见

智。总的来看，多数还是从制度上找原因，认为美国财务丑闻制度漏洞是根源。这无疑打破了美国公司管理制度一向被宣传为“完美的”神话。去年下半年开始，在这被誉为“完美的”、“一流的”制度下，却发生了一连串的财务丑闻，甚至被称之为“美国公司假帐丑闻浪潮”。财务造假是以虚报盈利和销售收入为特征，也该算是“洋浮夸”。美国商业界的业内人士中有人认为，在财务数据上弄虚作假未被发现的还为数不少。不管有多大的曝光规模，被曝光的也可能只是实际上已发生的一部分，甚至是其中的一小部分。这说明，在美国，公司财务假账事件不是少数公司或个别公司行为，已具有相当普遍性。

首先是安然公司失去安然。被《财富》杂志排为 2001 年全球 500 强大企业的第 16 位，名列能源产业世界各国大企业首位的安然公司，在过去多年中对自己的财务数据大做手脚，通过种种手段虚夸收入和利润，掩盖亏损，最终资不抵债，请求破产。

由安然发端，2002 年 6 月以来又有多起假账丑闻事件被曝光。6 月 25 日，美国第二大长途电话公司的世通公司承认夸大盈利 38 亿美元。这一事件恰恰发生在投资者、客户及金融机构对电信公司的信任严重下降，公司股东损失已超过两万亿美元，50 多万名电信员工失业的时候。美国证券交易委员会 6 月 26 日对世通公司提起了民事欺诈指控，称该公司“虚假地将自己描绘成盈利公司”。世通公司已走入绝境。年初已被美国证券交易委员会以虚报收入罚款的办公设备制造商施乐公司，虚报收入额高达 60 亿美元，于 6 月 28 日被媒体曝光。7 月 7 日，药品制造业巨头默克公司虚报 124 亿美元。

面对纷至沓来的公司财务丑闻，美国各界普遍认为，应该对原来的体制和制度进行一次大检修。

美国公司 CEO 体制的突出特征是，权力过分集中于少数企业经营者之手，弱化了企业内部的权力制约和平衡。美国企业中，所有权与经营权分离，普遍由职业经理人员代替股东进行企业管理，大量分散的中小股东难以对管理人员形成有效制约，为管理人员滥用职权提供了可能性。企业经营者既负责企业经营决策，又控制着企业信息披露，为了满足自己的特殊利益，便会捏造假数字、披露假信息，为自己谋利。公司首席执行官权力过大，董事会形同虚设，不能代表广大股东利益，完全听命于

CEO，给首席执行官违规犯法开了方便之门。美国公司主管薪酬普遍实行股票期权制。公司股价攀升得越高，经营管理人员的收入就越多。于是，美国不少公司管理人员就把提高股价作为工作的主要目标，为实现这一目标，不惜制造一些虚假的数字使公众相信公司的赢利前景，通过虚假信息诱使投资者追捧自己公司的股票。这样一来，公司高级管理人员便可，通过股票期权迅速装满自己的腰包。国外媒体发表文章说，安然公司就是通过虚假信息诱使投资者追捧自己公司的股票，公司因做假账而破产，但公司的高层主管却在公司的崩溃过程中捞走数亿美元。甲骨文公司 CEO 劳伦斯·埃利森 2001 年股票期权收益达创纪录的 7.061 亿美元，而此后不久，该公司就宣布了盈利预警。美国一连串的公司财务做假丑闻表明，CEO 对公司财务做假，既具有较高的积极性又具有普遍性。美国人把 2002 年 8 月 14 日安然公司执行长辞职称之为美国商界历史上的当代卑鄙篇开始。克利波基金共同基金经理基普森说，他收到很多电子邮件，那些人似乎认为所有的公司主管都是骗子。

美国公司 CEO 体制对经营者薪酬过分倾斜。CEO 不仅可以拿到 1000 万—3000 万元的年薪，还普遍实行股票期权。经营者薪酬制度，起着双重激励作用：一方面进行物质激励以调动其工作积极性和创新能力；另一方面促使金钱欲急剧膨胀，人格为暴利侵蚀。为鼓励经营人员，美国企业广泛采用股权期权制，并称之为戴在经理人员手腕上的“金手铐”。公司主管人员的个人经济利益同公司经济效益挂钩，公司主管人员个人收入同公司业绩应该成正比，在双方同时增长的情况下，可能不会出大问题。倘若公司业绩不佳甚至亏损，主管个人利益受到威胁，他们便会从个人利益刚性出发，采取虚报盈利和销售额的手段，以公司虚假业绩，保护个人的利益。同时，虚张声势，制造繁荣假象，也是公司主管金蝉脱壳，在公司宣布经营亏损之前将自己的股票抛售出去的最好障眼术。

美国公司经营者广泛实行股权期权薪酬的方法，已经暴露出不少弊端。近年来，我国经济理论界也把企业经营者年薪制、股权期权制作为热点进行讨论。从某些方面讲，有过份强调对经营者实施物质刺激的重要性的偏向。经营者在生产要素中地位重要，鉴于以往国企领导薪酬偏低，适当提高是必要的。但是，人的积极性和创造性在事实上并不完全与其经济利益成正比，对于欲壑难填者，金钱的作用是有限的。柏拉图曾指出，为了基本公平，在一个群体中，任何人的工资都不应超出一般工作人员工

资的5倍。彼德·德鲁克说，首席执行官与员工之间的薪金差距不断拉大，可能会威胁领导者的信誉，CEO大就贬低其他成员。即便是高薪刺激了公司主管的积极性，但一个人的积极性得到发挥而致使百、千、万员工积极性泯灭，也是非常不合算的。

以做假账欺诈投资者而谋取个人利益，不仅反映出公司高层管理人员的人格被暴利侵蚀，职业道德沦丧，也暴露出北美公司治理结构存在的弊端。因此，美国已开始对其经济体制进行检修，并通过立法加强对企业高层主管的监督和约束，保护投资者的利益。2002年3月7日，布什总统就安然事件后如何强化公司约束、加强会计监管、保护投资者利益等问题，提出了十点建议。7月30日上午，布什总统签署了国会参众两院通过的公司改革法案。这项以两位议员名字命名的《2002萨宾纳斯——奥克斯莱法案》，被布什称为是美国自富兰克林·德兰诺·罗斯福总统时代以来“最为彻底的改革法案”，这一法案将使“假标准、假利润的时代结束了”。十点建议也好，正式法案也罢，其实质都是加强对经营者的监督和约束，这同传统公司治理结构的核心是相一致的。

假账丑闻暴露了美国CEO体制和经营者薪酬制度的弊端。国内不应该对CEO体制盲目追风，那种把冠以CEO名称便认为是同国际接轨的作法，则实为幼稚可笑。

（二）MBO，一种企业私有化过程

近段时间，MBO被媒体炒得沸沸扬扬，业界对MBO褒贬不一。赞赏者称，MBO已成为改革大背景下的一个亮点，是实施产权制度改革的一贴良方，是企业深化产权制度改革的理想选择，是完善公司治理结构的最有效途径，是企业价值实现的最佳通道，是企业留住高级人才的“金手铐”，是激励内部人积极性、降低代理成本、改善企业经营状况、促进企业发展的内在动力源。反对者则认为，在缺乏相关政策引导、法律环境不成熟的背景下，国企实施MBO只能是政府包办和内部人主导的模式，MBO不像是一场革命而更像是一次企业政变；甚至尖锐地指出，在所有者缺位条件下，国有企业实施MBO无疑是“看守者交易”，是“监守自盗”。

对于MBO这一舶来品，或褒或贬，各述理由；见仁见智，均属正常。这里对MBO不作深入研究，仅谈一些粗浅的看法。

1. MBO及其在国外的实践

MBO是目标公司的管理者利用借贷所融资本购买本公司的股份或分支机构，从

而改变本公司所有权结构、控制权结构和资产结构，进而达到重组本公司目的的一种杠杆收购。MBO (Management Buy - outs) 译成中文是“管理者收购”、“经理层收购”、“经理层融资收购”。

在西方发达资本市场国家，作为一种资本运作方式，MBO 常常被使用到拆分业务、剥离资产、反对敌意收购或避免财务危机的情况之中。如，某上市公司控股权不断更替，成本上涨，经营严重滞后，为了有效地防止控股权落入敌意收购者手中，本公司管理者收购公众持有公司的股权，由上市公司转为非上市公司。再如，某大型公司为增强整体核心竞争力，精干主体、剥离分支，将分支机构出售给管理者，实现战略退出。无论采取哪种收购形式，也无论出于何种动机，MBO 都是把公众股（国有资产或公众资产）转变为管理者个人所有，因此，可以把 MBO 这种资本运作模式视为一种企业私有化过程。

英国在 80 年代初掀起的私有化浪潮中，积极实施了 MBO。1979 年，撒切尔夫人主政后，推行“小政府，大社会”模式，开展对公共服务部门进行改革，将国营企业由国有转为私有。起初只是出售部分股票。以 1984 年出售英国电信开始，私有化范围扩大，涉及的部门也越来越多。1987 年后英国私有化向纵深发展，开始向自然垄断部门开刀。英国私有化采取的主要形式是，国营企业向一般公众发售股票；向金融机构出售股份和向现有工业企业出售子公司；向本公司管理者及其它层次的员工出售企业。其中管理者收购在英国私有化中起了不小的作用。特别是修改公司法，允许管理者收购时用该企业的资产作抵押筹集资金，解决了管理者收购中自有资金不足又融资困难的瓶颈，从而增加了管理者收购的机会。在英国私有化中，有数百家企业发生过管理者收购的活动。

所谓的英国私有化浪潮与俄罗斯私有化运动相比，是小巫见大巫。俄罗斯私有化中，MBO 是最主要的形式。俄罗斯国有企业出售给管理者和职工的占 55%（另一种说法是，俄罗斯 2/3 的企业被管理者和员工控制）。与英国不同的是，英国国有企业出售给政府带来了很大收入，在出售过程中，交易的双方是对等的，交易结果是公平的。俄罗斯则大相径庭。由于立法滞后，体制真空，具体操作又缺乏透明和规范，在实施 MBO 中，出现权力向资本转化。如，掌握企业控制权的管理者，在评估企业资产时根据需要随意定价；不同劳动集团商量，擅自购买控制权股；任意选择私有化方

案；国有资产委员会的工作人员或主管部门负责人利用职权敲诈或受贿。而且法律不允许工人集体购股，意即工人只能单独买股票。因此，有人称之为是官员瓜分国家大蛋糕运动，是打着“提高经济效益”之名行权力发家之实。据俄罗斯国家杜马私有化结果分析委员会弗·利西奇金透露，俄罗斯出售 12.5 万家国有企业，平均售价为 1300 美元。拥有 34000 多名职工的大型国有机器制造企业乌拉尔机械制造厂仅出售 270 万美元；拥有 54300 名职工的车里亚宾斯大拖拉机厂只卖了 220 万美元。俄罗斯私有化直接变成了一次国有资产大流失。仅 1996 年，俄罗斯国有企业私有化造成的损失比希特勒侵略战争使国家财产遭受的损失还要多。同时，在俄罗斯的土地上迅速出现了大财阀和企业巨头。此中，MBO 的作用功不可没。

英国和俄罗斯私有化中，MBO 虽然不是唯一的形式，但它确实起到了重要的作用。MBO 在英国更多地体现其作为资本运作形式的特征；在俄罗斯，它充当了国有企业私有化过程的重要角色。

2. 实施 MBO，谁是赢家？

MBO 实际上是公司管理者同国家主体、法人主体、本企业员工、流通股公众股东等利益相关者进行的一次利益重新分配。在这次利益分配中，谁是真正的赢家？

中国有句俗话：没有好处在，谁肯起五更。实施 MBO，如果管理者得不到利益，占不到便宜，何苦来呕心沥血折腾自己？管理者热心、钟情 MBO，实质在于现阶段我国 MBO 戏中有戏。当然，这只是表面浅层次的现象。MBO 是一场交易，应该照顾到相关利益者，让收购者获取适当的好处也无可厚非。但是，交易必须体现公平、公正、公开性和合理性。目前，由于我国资本市场欠发达，法律环境不成熟，国有企业或国有控股的上市公司实施 MBO，利益必然会向掌握实际控制权和占有充分信息的管理者严重倾斜。

西方发达资本市场国家，MBO 运作方式完全是一种市场化行为。而我国国有企业 MBO 操作，基本上是在政府部门和目标公司管理者之间进行。水土各异，橘枳不同；依样画葫芦，形似而神异。首先是政府部门的参与者不是真正的所有者，缺乏切身利益驱动，对企业情况及各方信息又不及管理者掌握得多，MBO 操作中，与事关切身利益又占有信息、掌握实际权力的公司管理者谈判，自然处于劣势；其次是上市公司实施 MBO，流通股的广大中小股东作为所有者，又被剥夺了参与权，成为被排

斥在外的弱势群体。收购交易在双方力量悬殊的情况下进行交易，胜负昭然。事实上，MBO 操作很可能成为管理者导演的自卖自买的闹剧，引发出很多不规范的东西。同时，也不排除交易中政府有关部门参与者与收购者沆瀣一气，合伙坑骗国家和中小股东的可能。

将欲实施 MBO 的管理者，可以为在 MBO 操作中获赢做好充分的准备，对企业进行各种包装。如，先做亏公司，做少净资产，然后以相当低廉的价格达到收购的目的。宇通客车 1999 年年报中披露了虚假的资产和负债，不能不让人们作此联想。中国证监会对宇通客车 1999 年年报中作假进行行政处罚，处罚书指出，宇通客车在编制 1999 年年报中，编造虚假记账凭证，将“银行存款”虚减 1883.80 万元，“其他应收款”虚增 1883.80 万元；又通过编制虚假银行对账单科目汇总表，修改部分明细账，使资产负债表“银行存款”虚减 4500 万元，“短期投资”虚减 9000 万元，“短期借款”虚减 4000 万元，“应付账款”虚减 7000 万元，“长期借款”虚减 2500 万元，共计虚减资产、负债各 13500 万元。难怪有人感慨地说：宇通客车的是是非非，引起人们对管理层收购的种种担忧。

收购价格是实施 MBO 的一个核心问题。在形式上，价格是由管理者与地方政府部门谈判确定的，由于信息不对称，利益不对等，加之管理者可以预先作好精心的算计和设计，其公正性便可能成为 MBO 的一大隐患。已经实施 MBO 的实际情况是，管理者收购价普遍低于公司实际净资产值。如，粤美的 MBO 中第一次股权转让价格为 2.92 元，第二次股权转让价格为 3 元，均低于公司每股净资产价值 4.07 元；佛塑股份每股净资产价值 3.18 元，而转让价格为 2.96 元；特变电工每股净资产价值 3.38 元，而转让价格每股为 2.5 元。这种低于净资产价的收购使收购者获益不少，而它却是建立在国有资产流失和侵害广大中小流通股股东利益基础之上的。

MBO 后，管理者若通过资产转移、关联交易等渠道谋取利益，也是轻而易举之事。如上市公司管理者对其分支机构实施 MBO 后，进行内部人控制，在信息披露不充分的情况下，管理者将上市公司的优质资产转移到控股企业中，中饱私囊。同时，在监管不力的情况下，管理者利用关联交易的办法转移上市公司的利益到其控制的母公司也颇便当。

按道理讲，通过融资获得公司股权的管理者，既是受益人，同时也应该是风险的