

MBO

与国有企业改革

MBO and
State-owned Enterprise Reform

蔡锐◎著



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

MBO 与国有企业改革

蔡锐 著

经济管理出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

MBO 与国有企业改革/蔡锐著. —北京: 经济管理出版社, 2007.9

ISBN 978-7-5096-0039-9

I. M... II. 蔡... III. 企业—收购—关系—国有企业—经济体制改革—研究—中国 IV. F279.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 134974 号

出版发行: 经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话: (010) 51915602 邮编: 100038

印刷: 北京晨旭印刷厂

经销: 新华书店

选题策划: 张 艳

责任编辑: 张永美 申桂萍

技术编辑: 杨 玲

责任校对: 龙 萧

880mm×1230mm/32

8.875 印张 221 千字

2007 年 9 月第 1 版

2007 年 9 月第 1 次印刷

印数: 1—2000 册

定价: 26.00 元

书号: ISBN 978-7-5096-0039-9/F·39

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部
负责调换。联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

序 言

一般认为，成熟市场经济国家 MBO 的绩效主要来源于营运效率的提高，而在转型经济国家较易出现财富转移现象。原因在于转型经济国家的市场成熟程度和环境不同于发达国家，集中表现在投资者保护制度不健全。但我国的实践表明，我国国有企业 MBO 交易虽存在财富转移现象，营运效率的提高仍是其绩效的重要来源。由于经理层直接或间接持有本公司的股份后，实现了所有者与管理者的合一，减少了代理成本，有效地解决了委托—代理关系中代理人的道德风险问题和机会主义问题。更重要的是，MBO 针对性地解决了我国国有企业股权结构不合理和所有者缺位问题，成为完善我国国有企业治理结构的有效手段。因此，我国国有企业的 MBO 亦明显体现出了 MBO 的原始功能——追求商业价值而形成的营运效率的提高。

我国 MBO 实施的大背景和根源是国有经济的战略性重组与收缩所引发的国有企业产权改革。党的十五届四中全会提出要对国有经济进行战略性重组，国有资本要有进有退，应从一般性竞争领域退出。这一涉及国有企业产权改革的重要思想为国内 MBO 的实施奠定了基础，促使 MBO 与外资收购一起成为通过证券市场减持国有股叫停后国有资产退出的重要途径。2002 年 10 月，中国证监会《上市公司收购管理办法》出台，对上市公司管理层收购的办法、信息披露以及监管都制定了措施，使上市公司 MBO 在政策面产生了突破性进展。

“十六大”报告提出了“继续调整国有经济结构和布局”的方针，而且正式承认了民营企业在社会主义经济建设中的重要地位，民营企业家与工人、农民、知识分子一样，都是社会主义经济建设者。由此，包括 MBO 形式在内的民营化解决国有产权问题有了重要前提和保障。十六大的召开给 MBO 提供了更大的操作空间。

由于 MBO 在实际操作中出现了一定的侵蚀国有产权的财富转移现象，有关部门不得不对其进行调控。财政部于 2003 年 3 月叫停了 MBO，明确表示在相关法规未完善之前，暂停受理和审批上市及非上市公司的管理层收购。即便如此，由于此次“叫停”只对涉及国有资产的上市公司和中央大企业有效，对地方企业及中央大企业的下属企业并没有硬性约束规定，各地数量庞大的 MBO 脚步一直未曾停歇。截至 2003 年 9 月，已有 20 余家中国上市公司（多为国有控股上市公司）完成了 MBO 或隐形 MBO 收购，另有 100 余家已经推出或积极准备推出各自的 MBO 方案。除了上市公司之外，大量的非上市国有中小型企业也掀起了新一轮的 MBO 浪潮。

2003 年 12 月，国务院办公厅转发了国务院国有资产监督管理委员会《关于规范国有企业改制工作的意见》，对 MBO 的实施条件、融资方式以及审批程序提出了明确的指导意见，使得我国上市公司 MBO 操作进一步走向规范。虽然 2004 年 12 月因国资流失大争论导致国资委对 MBO 的再次叫停，但在 2005 年 4 月，国资委、财政部又共同发布了《企业国有产权向管理层转让暂行规定》，指出“MBO 只许 4 亿元以下的中小企业尝试，大型国有企业暂不进行”，实际上默认了中小型国有企业向管理层的转让。这说明经过一番争论后，产权转让并不为所动，继续前行。

2006 年 1 月，国务院转发国资委文件《关于进一步规范国有企业改制工作的实施意见》，该文件在延续此前对国有企业改制

“严格规范”的基础上，首肯了大型国有企业 MBO 的“再度解禁”，使我国 MBO 又向前迈了一大步。

由此可见，不管是政策导向层面还是实际操作层面，MBO 虽历经曲折，但总是砥砺前行。MBO 自身所具有的魅力，使其成了挡不住的“诱惑”。

目前，我国社会主义市场经济体系的基本框架已经初步确立，股份制经济成为我国经济制度的重要组成部分。但在当前国有经济占战略主导地位、投融资体制功能薄弱的条件下，深化国有企业改革仍然是贯彻经济体制改革、实现国民经济可持续发展的核心环节。在当前的国有企业改革中，国有企业代理人选择与约束机制仍未取得突破性进展，行政干预、内部人控制与软预算约束等方面的公司治理机制失衡问题依然存在。因此，鼓励民营资本参与国有企业收购，通过产权结构的调整，使国有企业进一步转向投资主体多元化、资本结构合理化，构造现代企业有效运作的产权基础仍是现阶段国有企业改革的目标。MBO 本身的功能和其具有的改善公司治理结构的成功经验，预示了其在今后国有经济的进一步调整和国有产权的深化改革中将继续发挥重要作用。

在目前为数不少的 MBO 研究专著中，多是从实务操作的角度，研究 MBO 的定价、融资、收购程序等现象。本书则基于我国国有企业 MBO 的实践，试图运用经济学原理，研究 MBO 的治理效率，阐述营运效率提高这一 MBO 绩效的内涵及其形成原因，以澄清人们对 MBO 本质及其在我国国有企业改革中重要意义的模糊认识。

由于理论基础和专业水准所限，本书难免有许多不足之处，恳请读者给予批评指正。

蔡 锐

2007 年 8 月 2 日于沈阳

目 录

导 论 / 1

一、问题的提出及选题意义 / 1

二、相关理论研究综述 / 5

三、研究目的与方法 / 11

四、主要研究内容 / 12

第一章 MBO 的实施背景、动因及其形成条件分析 / 15

第一节 MBO 的背景及动因分析 / 15

一、MBO 产生的背景 / 15

二、MBO 的动因分析 / 19

第二节 MBO 在我国国有企业改革中的特殊地位 / 22

第三节 成熟市场经济国家 MBO 的应用条件分析 / 24

一、MBO 的实施环境分析 / 24

二、MBO 目标公司的特点分析 / 26

三、MBO 的实施方式分析 / 27

四、MBO 绩效相关的经验研究 / 29

第四节 我国实施 MBO 的可能性及其条件制约 / 31

一、转型国家 MBO 实施的外部环境特征 / 31

二、MBO 在我国实施的可行性条件分析 / 32

三、我国实施 MBO 的应用条件限制 / 35

第二章 MBO 的治理效应分析 / 39

第一节 两权融合、代理成本与企业最佳所有权安排 / 39

一、代理成本、制度收益与两权融合的治理效应 / 40

二、企业家人力资本“能力”显示及其签约人地位的确立 / 42

三、人力资本的外部性及其产权界定 / 44

四、两权融合与企业最佳所有权安排 / 46

五、结论性评论 / 48

第二节 股权、融资与 MBO 的激励效应 / 49

一、管理者股权激励的治理效应 / 49

二、产权激励与专用性人力资本投资 / 52

三、债务融资的激励作用 / 53

四、风险投资融资工具的激励作用 / 55

五、结论性评论 / 56

第三节 MBO 融资模式与企业控制权配置 / 57

一、不完全合同与控制权的转移 / 58

二、债务融资的约束作用：缓和管理层和股东的冲突 / 60

三、债务融资约束下的所有权控制：短期债务与长期债务 / 61

四、权益融资约束下的所有权控制：风险投资融资工具 / 62

五、MBO 融资模式及其约束作用 / 64

六、结论性评论 / 67

第四节 MBO 的信息传递效应 / 67

一、管理者持股比例与企业价值信号显示 / 68

二、债务比例与企业价值信号显示 / 68

三、管理者能力与企业价值信号显示 / 70

四、结论性评论 / 71

第三章 MBO 与国有企业产权制度改革 / 72

第一节 从放权让利到股份制改革：国有企业产权改革的演进历程 / 72

- 一、放权让利阶段：国有企业产权改革的前奏 / 73
- 二、“放权让利”式改革的局限性与“股份制改革”的必然 / 76

第二节 国有股减持：国有企业产权制度改革的深度推进 / 78

- 一、股份制改革的局限性 / 78
- 二、国有股减持的动因 / 84
- 三、国有股减持的目的 / 85
- 四、国有股减持的财经意义 / 88

第三节 股权分置与 MBO 形式下国有股减持 / 89

- 一、国有股减持的三个阶段 / 90
- 二、MBO 是股权分置条件下国有股减持的一种有效形式 / 93
- 三、股权分置前提下基于 MBO 的国有股减持方式分析 / 96

第四节 股权分置改革与 MBO 形式下的国有股减持 / 100

- 一、股权分置改革的目标 / 101
- 二、股权分置改革对 MBO 形式下国有股减持的积极作用 / 102

第四章 MBO 与我国国有经济战略性结构调整 / 106

第一节 国有经济战略性调整的必要性 / 106

- 一、国有经济分布过宽，产业领域布局错位 / 107
- 二、国有资本分布不合理，国有企业布局错位 / 108
- 三、地区和资源配置重点不突出，国有经济地区分布错位 / 109

- 四、国有资产固化严重，企业内部产权结构错位 / 110
- 第二节 国有经济战略调整和国有企业的分类
改革战略的选择 / 112
 - 一、国有经济由“覆盖全社会”到保持“控制力” / 112
 - 二、构建国有企业所有权退出机制 / 115
 - 三、国有企业分类改革战略选择 / 118
- 第三节 竞争性行业国有企业的退出与 MBO 作用 / 124
- 第四节 国有经济战略调整的发展趋势与 MBO 的
潜在作用 / 130
 - 一、国有经济布局与战略性结构的新特点 / 130
 - 二、下一步国有经济布局和调整与 MBO 的
潜在作用 / 132

第五章 MBO 与我国国有企业企业家的形成 / 134

- 第一节 企业家的实质 / 134
 - 一、企业家的基本职能：不确定性和风险的承担者 / 134
 - 二、企业家素质——德才兼备 / 136
- 第二节 财富：企业家存在的前提 / 142
 - 一、企业家与资本家之间的关系 / 142
 - 二、财富：企业家经营能力的显示 / 143
 - 三、财富：企业家诚信责任的保障 / 145
- 第三节 传统体制下国有企业企业家阶层的缺失 / 147
 - 一、选拔机制的缺陷，使国有企业缺乏具有经营才能的
企业家 / 147
 - 二、激励机制的缺陷，使“内部人控制问题”严重 / 149
- 第四节 MBO 与国有企业企业家的形成 / 152
 - 一、确保有能力者成为经营者，成为真正的企业家 / 152
 - 二、通过经营者剩余索取权的获取，可加强监控、减少

败德行为的出现 / 154

第六章 MBO 定价、融资渠道与国有产权保护 / 157

第一节 MBO 定价：国有产权保护的基础 / 158

- 一、定价模型：收益与资产估值模型 / 159
- 二、定价模型：现金流量折现模型 / 162
- 三、定价模型的评价 / 166
- 四、我国 MBO 的定价实践与定价模型的应用 / 167

第二节 MBO 融资：国有产权保护前提 / 170

- 一、MBO 融资约束条件 / 170
- 二、MBO 融资结构与融资方式选择 / 181
- 三、规范 MBO 融资行为，优化我国 MBO 融资体制 / 187

第三节 MBO 过程中的国有产权保护 / 191

- 一、国有股减持过程中投资者权利保护的特点 / 191
- 二、国有产权保护：明晰产权 / 192
- 三、国有产权保护：健全法制，强化法规 / 195
- 四、国有产权保护：加强监管，规范收购行为 / 196
- 五、政府行为自律及政策动态一致性 / 198

第七章 管理者最优持股比例与国有企业 MBO 效率 / 202

第一节 管理者持股与公司绩效关系的相关论断 / 203

- 一、国外相关论断 / 203
- 二、管理者持股与公司绩效关系的国内相关论断 / 210

第二节 企业价值与管理者持股 / 212

第三节 国有企业 MBO 过程中管理者最优持股比例 / 214

- 一、变量的界定 / 215
- 二、样本的选取及数据来源 / 216
- 三、数据的计量分析 / 218

四、回归结果分析 / 221

五、研究结论及对策分析 / 224

第八章 我国国有企业 MBO 实施方式及操作程序 / 226

第一节 国有企业 MBO 实施方式 / 226

一、集团层面的 MBO / 227

二、上市公司层面的 MBO / 238

三、剥离母公司部分资产进行 MBO / 242

四、中小型非上市国有控股公司 MBO / 244

第二节 国有企业 MBO 的操作程序 / 246

一、MBO 准备阶段 / 248

二、MBO 实施阶段 / 251

三、MBO 完成阶段 / 253

四、MBO 后续整合阶段 / 254

主要参考文献 / 261

后记 / 269

导 论

一、问题的提出及选题意义

中国加入世界贸易组织后，市场竞争日趋激烈，国有企业改革的任务日益紧迫。国有资本退出竞争性领域、界定企业产权关系、实现人力资本价值、根本上解决经营者激励约束等问题已成为关系我国国有企业改革成败的焦点。MBO 模式凭借其在企业产权制度改革与实现人力资本产权化中的独特作用和价值，正成为各地深化企业改革、优化公司治理结构、实现国有资本战略性退出的重要选择。

“管理者收购”或“经理层收购”（Management Buy-outs, MBO），指的是目标公司的管理者或经理层利用借贷所融资本购买公司的股份，从而改变本公司的所有者结构、控制权结构和资产结构，使管理者以所有者和经营者合一的身份主导重组公司，进而获得预期收益的一种收购行为。

在资本市场相对成熟的西方发达国家，MBO 是 LBO，即“杠杆收购”（Leveraged Buy-outs）的一种。所谓“杠杆收购”，简单地说就是一种利用高负债融资，购买目标公司的股份，从而改变公司的所有者结构，重组该目标公司，并从中获得超过正常收益回报的有效金融工具。20 世纪 70 年代，因股市衰落使股票市值严重低于公司价值，一些战略投资人和金融投资人看到了低成本

扩张和迅速增值的机会，于是掀起了一股杠杆收购的高潮。当目标公司内部管理人员通过借贷融资收购本公司时，LBO 便演变为 MBO，即管理者收购。

MBO 的目的是提高企业绩效，即通过 MBO 交易后提升企业的股权价值。MBO 绩效的形成可能来源于三个方面：一是营运效率的提高，即在 MBO 治理效应的作用下，管理者努力经营形成的企业营运效益；二是财富转移，即交易后目标企业绩效的提升，只是代表财富从目标企业其他利害关系人，包括股东、债权人、雇员以及政府，向管理者股东的转移；三是效益转移，存在于财富转移为负的状况，即 MBO 后因为效率提高而新增绩效的一部分转移给了目标企业的原股东。原因在于存在着独立于管理层的外来竞价者，迫使管理层提高了收购价格，使之高于目标企业的当前价值，从而将未来的一部分收益提前转移给了原股东。在上述绩效来源中，营运效率的提高与财富转移是最主要的来源。

营运效率的提高，首先，在于 MBO 的原始功能——商业价值，即在企业的实际价值高于市场定价时实施收购，之后利用成本削减潜力，增进盈利，提高公司价值，获取商业利润。其次，经理层直接或间接地持有本公司的股份后，将实现所有者与管理者的合一，减少代理成本，有效地解决委托—代理关系中代理人的道德风险问题和机会主义问题。此外，在我国，MBO 有助于解决股权结构不合理和所有者缺位问题，是完善我国上市公司治理结构的有效手段。国有股“一股独大”和国有出资人不到位是我国上市公司治理结构中存在的主要问题。股权结构过于集中，国有股所占比例过高，没有明确谁来作为上市公司国有股的代表行使权力，形成国有股权虚置，为内部人控制上市公司提供了便利。传统的国有体制也是制约国有企业企业家形成的重要原因。管理层收购有助于解决以上问题，如上市公司管理层以合理的价格收购公司的国有股或国有法人股，则国有股将转变为一般法人

股，股权结构趋于多元化，国有股“一股独大”的现象将有所改变，出资人不到位的问题也将在一定程度上得以解决。

成熟市场经济国家的 MBO 绩效主要来源于营运效率的提高。实践证明，我国 MBO 绩效的来源也主要在于治理结构的改善带来的营运效率的提高。

当然，MBO 绩效也有可能来源于财富转移，这在转型经济国家较易出现。因为转型经济国家的市场成熟程度和环境不同于发达国家，集中表现在投资者保护制度不健全。因此，转型国家的 MBO 绩效来源除了效率提高因素外，还有明显的财富转移性质。MBO 是一个明晰产权的过程，也是一个确定利益分配格局的过程。在转型经济国家中，国有产权由于代表体系不健全而处于实际上的弱势地位，因而在 MBO 中处于被动位置，多是被动接受管理层的收购要约。交易缺少市场竞价，形成的价格难以真实反映国有产权的价值。同样，因为国有产权主体的虚置和治理水平的低下，内部人控制成为多数转型经济国家改制企业的现状。在我国上市公司 MBO 交易中，管理层作为企业的实际控制者，不仅对国有产权的代表者有着巨大的影响力，而且可以利用掌握的关于企业的充分信息左右国有产权的意图。管理者还可以通过人为操纵使企业由盈利变为亏损，给国有产权代表施加出售压力。甚至在一些出售子公司的 MBO 中，交易双方实际上是同样的主体，自然使交易的公平性得到怀疑。从这个角度看，MBO 又可能变成管理者主导的财富转移活动。实践中，我国一些上市公司 MBO 的不规范操作，事实上造成收购后 MBO 绩效体现为原有股东、债权人财富的转移，损害了投资者及利益相关者的利益。

由此可见，MBO 是一把“双刃剑”，如果操作规范并具备健康发展的外部环境，它将充分发挥其积极的治理效应、提高营运效率的作用；如果政府引导不妥，企业操作不当，它就会变成经理人恣意进行财富转移、侵害股东、债权人甚至员工利益的工

具。但总地来说，MBO 毕竟是一把提升企业绩效的“利剑”，只要正确对待，趋利避害，就会发挥它应有的作用。因此，在我国每次因出现财富转移的苗头而由国家叫停 MBO 后，有关部门又会马上解禁，重新发挥它对国有企业改革的积极作用。尤其是当 2005 年国有资产监督管理委员会对国有大型企业的管理者收购的叫停导致了对管理者激励的减弱、改制动力的减少之后，为了有效地激励管理者，积极推进国有企业改革，2006 年年初国有资产监督管理委员会发布了《关于进一步规范国有企业改制工作实施意见》，允许“大型国有及国有控股企业的管理者在企业增资扩股改制过程中，持有企业股份”，使得我国国有大型企业管理者收购的改革得以再次进行。

MBO 作为一种在西方发达国家已广泛运用并发挥巨大作用的一种金融工具与治理方式，在我国目前经济结构调整、国有企业改革与金融体制创新的关键阶段，对推动我国资本市场的发展与改善国有企业有着特殊的意义与不可低估的功能放大效应。产权问题是中国改革开放的一大难题，在国有资产管理体制改革步伐越来越快的今天，MBO 已成为解决国有资产产权转移、保值增值等问题的一种重要手段。因此，MBO 在我国的意义不只是对经营管理层的激励，更多的在于对公有制企业产权制度改革的贡献。理顺产权关系，明确产权主体，正是我国国有企业改革和发展的重点所在，因此，建立符合中国特色的 MBO 市场具有很大的现实意义。MBO 作为国有企业改革的重要手段，为改善国有企业的法人治理结构发挥了积极作用。

(1) MBO 可以大幅降低国有企业的代理成本。通过 MBO 实现所有权与经营权的部分统一，从而大大降低了由于所有权与经营权分离所产生的代理成本，完善国有企业的治理结构，解决国有企业长期存在的所有者缺位以及股权结构不合理的问题，从而提高企业的经营绩效。

(2) MBO 对建立国有企业退出机制的重要意义。MBO 有利于盘活国有资产,有利于国有资产的保值与增值。国家可将出售的部分甚至大部分企业所有权所获得的资金投入关系到国计民生的行业当中去,国有企业有进有退、有所为有所不为,这正符合国家关于国有企业改革的政策方向。

(3) MBO 能够有效地促进国有企业结构调整。传统国有企业的那种小而全、大而全的经营理念已经不适应全球竞争的需要。国有企业应该参与全球分工和协作,甩掉缺乏盈利能力或发展优势不足的子公司或分支机构,有效地调整产业结构,集中资源拓展核心业务,构建企业核心竞争力。MBO 是国有企业重组的手段之一。

(4) MBO 可以促进国有企业企业家的形成,实现多年来被低估的企业家价值。传统体制下国有企业缺乏企业家的形成机制,致使在国有企业原有的激励机制下,优秀企业家的价值往往被严重低估,其对企业的贡献与其所得到的报酬严重不对称。通过 MBO 赋予企业家对目标企业高比例的声誉索取权,可在根本上解决这一痼疾。

因此,深刻分析 MBO 的绩效来源,剖析其营运效率提高的机理,规避财富转移现象的发生,挖掘 MBO 的总体功效,对于加快国有企业改革的步伐、引导我国 MBO 健康发展,具有深远的意义。

二、相关理论研究综述

1. 效率提高派的观点

效率观是 MBO 的主流解释理论。效率观中又有多种理论,学者们围绕着 MBO 的动机、取得的绩效的关键因素等多个方面阐述了不同的观点。其中,最具有代表性的是代理成本说、防御