

郎咸平



中国式



布满鲜花的陷阱

郎咸平等 / 著 东方出版社

MBO

认清 M B O 本质 反思 国企 产权 改革 路径

郎咸平



中国式



布满鲜花的陷阱

郎咸平等 / 著 东方出版社

MBO

认清 M B O 本质

反思 国企 产权 改革 路径

图书在版编目 (CIP) 数据

中国式 MBO——布满鲜花的陷阱 郎咸平等 著

—北京：东方出版社，2006.12

ISBN 7-5060-2376-8

I. 中… II. 郎… III. 企业-收购-案例-研究-中国

IV. F279.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 133000 号

中国式 MBO——布满鲜花的陷阱

作 者 郎咸平等

责任编辑 吴玉萍

出 版 东方出版社

发 行 东方出版社 东方音像电子出版社

地 址 北京朝阳门内大街 166 号

邮 编 100706

印 刷 北京智力达印刷有限公司

版 次 2006 年 12 月第 1 版

印 次 2006 年 12 月第 1 次印刷

开 本 710×1000 毫米 1/16

印 张 18.875

书 号 ISBN 7-5060-2376-8

定 价 39.00 元

发行电话 010-65230553 65257256

版权所有，违者必究

本书观点并不代表本社立场

前言

中国根本没有正确地认识 MBO 的本质

MBO 的思路源于美国。MBO 在美国是老思路，70 年代有三个美国人成立了一个叫 KKR 的公司，是全世界第一个从事 MBO 的公司。MBO 思路，极端的情况是这样的，一家所有股份都上市的公司，CEO 想把股份买下来，但是又没有资金，他就借钱买回所有上市流通的股票。CEO 自己没有那么多钱，他需要借助其他投资人的股本金，再用股本金借贷。一般的方式是三七开——30% 股本金，70% 借款。握有这 30% 股权的人占有了公司 100% 的股权。这就是所谓的 MBO。我们在国内对美式 MBO 鼓吹叫嚷的倒是挺多，但真正对其有了解的恐怕是少之又少。

20 世纪 80 年代是美国 MBO 的鼎盛时期，其影响延至今日，也影响了正在进行艰苦的企业改革的中国。但是，不同的制度背景，导致 MBO 在中国成为一种畸形的工具。如下的对比，能多少给我们一点清醒的认识。

美国 MBO 的目的不过是以下情况：外部投资机构为了取

得目标公司管理层对收购的支持而给予管理层股权；大型企业集团将不需要的资产剥离出售给管理层；管理层创业的需要；大股东退出公司的一种渠道；公司退市的需要；反收购。而中国 MBO 的目的，是要通过民营化挽救国有企业，这与美国的目的没有相同之处。也就是说，二者出发点截然不同。所以，MBO 是学习美国，这种说法是站不住脚的。能与中国的有些相似的是英国和俄罗斯，但是英国 MBO 和私有化做法的精髓，我们都没有学到。而俄罗斯私有化的结果，却是我们中国人不愿重蹈的覆辙。

MBO 中融资是最重要的一环，直接决定着收购成败。美国是以债务融资为主的市场。20 世纪 80 年代的垃圾债券为 MBO 和杠杆收购提供了强大的资金来源。MBO 的融资构成中，债券始终都占据 80% 以上，即使在后来的 90 年代仍然保持在 70% 以上。中国却没有这样的融资条件。我们既没有发达的债券市场，也没有严格的监管环境。强行实行 MBO，结果就是管理层不惜违法违规、侵占公司和小股民的利益。在获取融资过程中，中国的企业管理层们把对 MBO 的曲解发挥到了极致，他们可以堂而皇之地攫取公司和投资者的资金，作为他们扩张个人财富的垫脚石。他们完全不必理会什么信托责任，甚至也不必遵守法律法规。他们开创的一些方法，绝对让国外 MBO 前辈们目瞪口呆。

定价问题也是 MBO 重要环节。美国 MBO 的定价太规矩了。有着成熟的财务模型，有着虎视眈眈的监管机构，更有不好伺候的小投资者。得罪其中任何一个人可能就导致自己丢掉高管的位置，弄不好就要进大牢。但到了中国，定价却成为公司管理层可能操纵的事情。尽量要用低于净资产的价格购买，

即使拿不到这个价格，也可以用低于市场股价数倍的价格买断国有资产，所以管理层们可以不必担心自己会做亏本买卖的。

美国的 MBO 是在一个开放竞争的环境中进行的，管理层要时刻防备外来竞争者。因为竞争者出现而导致 MBO 失败的例子比比皆是。但就是因为竞争，才保证了交易的公平、定价的合理，促进了经理人的勤勉尽职。情况到了中国，立刻改变。管理层有时不必担心外来竞争者的。有时，只要做好主管部门的工作，一切都可以关起门来自己搞，一切都可以自己说了算。

MBO 对于业绩究竟是一个怎样的影响？MBO 的倡导者自然是要列举出众多的文献，说明 MBO 在美国如何灵验。诚然，一些证据显示 MBO 的确起到了好作用。但是也有证据表明 MBO 没有起到什么作用，甚至还有副作用。这说明 MBO 对业绩的影响是个复杂的问题，需要具备一定的条件，并非一用就灵。而且，退一步说，即使 MBO 在美国有效，难道在中国也一样有效？从现有的案例看，我们找不到证据支持 MBO 提升了公司效率、业绩和治理水平。相反，有多家 MBO 公司陷入了财务丑闻。

通过认识美国的 MBO 的背景和各个环节，我们会清楚地明白什么是真正的 MBO，中国的 MBO 和美国的 MBO 有什么区别；我们如何才能区别假 MBO 之名，行盗窃之实的行为。

中国的 MBO 不是万灵仙丹

MBO 能不能像一般人所言，一下就解决了国有企业效率低下的问题呢？我看未必。就像以前我们曾认为国企上市转制

了，一切就好了，结果大家都看到了。现在 MBO 可能也是这样。有些问题并不是因产权改革而改变，甚至有时产权结构对公司的经营决策根本就没有关系。因为如果经营者居心不良，以前掏国家的钱，股份制改革以后就可能掏股民的钱。

产权清晰不等于一切问题就迎刃而解。像有些企业从股市上融资上亿资金，不是国家的钱，这是老百姓的钱，如果他想转移，你能管住不让他资产流失？产权结构的改变只是把国家拨款、贷款转变成从股民手中融资。其实，国家的钱也是老百姓纳税的钱，从本质而言，钱的来源并没有改变。

产权结构改变甚至有副作用。我们没有什么相应的有力监管，新的老板们会到处圈钱、骗钱。这个不是自由经济，这是自由操纵。一个坏的民营经济和腐败的国有经济同样非常糟糕。

这里背后有个人性的问题。美国企业的成功在于 1934 年以后，他们的证券交易法体现了西方法治的基本思路，那就是“人性本恶”，美国严格的法制系统就是让人不敢没有良心，不敢不讲诚信，这种情况下经营者才不会乱圈钱。在法治监管环境没有根本改善下，国有股减持，MBO，到最后受损害的还是小股民。

在我看来，改革不能是拍脑袋，要有科学研究，要有系统思考，要对不同层面的问题采取协同一致、层次分明的对策。比如说，我们说要产权改革，那么我们有没有研究过国家控股到底有什么不好，到底有哪些地方对老百姓不利，问题的本质在哪里？在没有做出细致周详的论证之前，最好先不要做什么决定。否则很可能从一种不好变成了另一种不好。

在亚洲，大股东和中股东常常联合起来剥削别人。即使通

过像 MBO 这样的方式给经营者 100% 的股份，他们仍然可能对债权人进行剥削。在上市企业，他们就会剥削股民。你会发现你根本就监管不了他们，他们把钱都花了，你可以把他们怎么样？

中国的 MBO 一定要有强力监管

坦率地讲，人性还是有善的一面，特别是在一个公平的竞争环境下，在有一个很好的激励机制的前提下，有很多人还是愿意通过正当而合法的方式，在主观上通过个人奋斗创造财富，赢得社会声誉，这与监管是一枚硬币的两面。

现在国有上市公司非常缺乏激励机制，很多上市公司的老总的年收入在 10 万元左右，这很不可思议。有人认为 MBO 可以解决这个问题。就以激励机制而言，这是一个很容易就能解决的技术问题，只要给他们期权等等激励措施就可以了。国企改革，我们先要了解国有股到底有什么错。如果国有股确实没有效率，解决没有效率的问题，我们可以通过给管理者股权、期权等方法。

在我看来，与国企没有效率同样重要的是没有好的监管机制，从而造成很大的国有资产流失。没有监管，圈钱这个问题仍然无法改变。任何企业都需要有制衡，我给你激励，但相应的监管制度不可缺少。不加强监管，国有和私营企业圈钱的问题不可能解决。我们要有一个认识，如果没有监管，从国有企业到私有企业的转变只是让国家的损失变成了老百姓的损失，而且经营者甚至可以更加自由地圈钱。因为原来在国企干了某些坏事的还可能被判重刑，而变成私企，在目前的法律条件

MBO

下，你可能根本拿他们没办法。

即使 MBO 了，你做不好怎么办？造假账怎么办？你圈钱怎么办？所以 MBO 必须有相应的监管措施，你必须在给经营者激励措施的同时加强监管措施。但是对于 MBO 的监管就一定有用吗？我们以美式 MBO 专家、香港中文大学会计系的吴毓武教授所作的研究来看，就连在美国如此严厉监管的框架下都不能防止美国经理人员操纵盈余，中国的 MBO 就更不用说了。但是美国的 MBO 虽然有盈余操纵的问题，但是如果 MBO 后的企业经营得不好，债务无法得到清偿，债权人就可以通过破产等各种方法把债务取回。中国有相应的法律来保护债权人吗？没有。如果没有好的法律来保护债权人的权力，反而会造成经营者剥削股东、剥削银行。

在美国，银行可以宣告企业破产，所以企业不敢得罪银行。银行宣告你破产，你就要在法律的监管下进行重组，债权人、法院和一些专家学者共同组成一个委员会，对破产企业进行监管。如果一段时间以后法院认为这个企业的运转已经转入正常，法院就会同意这个企业脱离破产。在宣布破产期间，企业是高度受监管的，你也不能在这个时候还债，在你的经营转入正常以后你要还债。债权人也不能在这个时候要求债务清偿，需要等到企业脱离破产期以后才能要求还债。在美国，**破产就是重组**。但是中国企业的破产就意味着关门，往往已经是被掏空，无力回天，债务很难得到清偿。所以，在国内，如果 MBO 用银行贷款买断企业股权可能很危险。经营者通过 MBO 拿到股权以后可能会继续剥削，移转银行和股民资金，然后宣告破产。而我们目前的监管机制对其毫无办法。

我觉得能不能换一个思维，解决的第一个是效率问题，就

是企业能不能拿出股权给经营者，把股权给经营者效率就一定能提高吗？我是一直反对经理人收购的。第二个是监管问题，如果把国有企业改成了私营企业，到时候连一点约束都没有，至少国家与经营者还可以成为一个约束。能不能在国有企业的基础之上，进行一些激励措施的改进，用国有资产的方式进行监管，这是目前比较实际的方式。

在中国，MBO 很可能是精心设计的陷阱。对于不法分子，这是最后一次剥削的机会，所以嚷嚷着要赶快实行 MBO，用低价购买国有股，然后用高价卖掉。我怀疑整个事情背后的主导者可能是一群非常聪明的专家。从头到尾做了设计，说尽国有企业的坏处。坑国有企业，可能会被判重刑，私营企业坑股民就比较容易了。只有脱离国家掌控，才可以最快地剥削。

中国 MBO 改革的现状

在 2004 年 8 月我通过海尔和 TCL 的案例提出反对 MBO 的观点时，在政府、经济学界和企业界都掀起了巨澜，观点莫衷一是，角度各不相同。

我是反对把 MBO 作为中国企业的救世主的。我始终认为经理人对企业作出贡献与是否给他 MBO，并没有必然的因果关系，搞好了企业可以用高薪来激励，并不一定要用 MBO 的手段。按照“搞好企业必须要 MBO”的逻辑，股份公司几乎没有了存在的必要，都要变成经理个人的才能搞好。看看惠普公司的女老总、通用 CEO 韦尔奇、纳斯达克的主席作出了那样大的贡献，却也没有把企业变成自己的。

更何况，现实中这些作出贡献的国有企业经理人并没有被

亏待。企业的职工也是为企业作出贡献的人，尽管他们的贡献可能远不如经理人大，但他们和经理人之间的利益差别却是惊人的。国资委副主任李毅中在中央企业负责人会议上表示，统计显示，中央企业职工年平均收入从2002年的1.97万元增加到2003年的2.4万元，负责人收入从2002年的25万元增加到2003年年初的35万元，高于职工收入增长幅度，后来虽然有所调整，降到32.5万元，但差距仍然达13.5倍（2004年8月14日新华网转自《法制日报》）。一方面，经理人的工资相比普通的职工来说，已经体现出他们较高的价值，另一方面，如果要计算真实的收入，国企老总的“职务消费”又当如何计算呢？在当今中国，职务消费已经成为国企经理人重要的隐性收入来源，这远远超越他们的名义工资，而普通职工却是没有机会享受这种待遇的。MBO的鼓吹者一直为企业经理人收入少鸣冤，却从来不提起他们的免费享受。而且，如果企业没有经营好，经理人又有什么资格要求那么高的报酬呢？

很多人是完全反对我的观点的

他们认为过去对国有企业经营者的低报酬没有反映企业家的价值，而经营者持股是迄今为止中国国有企业诸多改革尝试中的一种，是在许多其他尝试未能奏效之后的又一种探索。在转轨时期，要从产权制度上承认企业家的成就。必须在制度和政策上予以创新，并对企业家所做出的成就予以产权制度上的承认。还有学者表示根据相关部门的统计以及在地方调研的事实，大约70%以上的国企都实现了成功改制。尽管在MBO的实践中有个别国企领导人利用MBO规则不完善的漏洞侵吞国有资产，但现实情况多数不是这样。

当然，支持我的人也大有所在

他们认为，以往国有企业改革思路主要集中于对经营者的产权激励机制是错误的。在我国国有企业管理层收购条件尚不具备。如今，我国没有公开的经理人市场，没有透明的社会交易环境，管理层收购其实就是国有企业的负责人将国有企业变为自己的企业。中国能如此大规模实施 MBO 的原因在于权贵私有化，它不过是使少数有机会获得国有企业所有权的人有了暴富的良机。而且，MBO 欠缺合法性，缺乏法律依据，应当禁止。在 MBO 几乎还没有相关的法律制度加以约束的前提下，MBO 实际上成为许多管理层侵吞国有及公众财富的合法通道，利益与权力的勾结使其实施更加便利。

在这场辩论中，国资委的态度是令人瞩目的。2004 年 9 月 7 日之前，国资委没有直接介入，而是选择了一直保持沉默。2004 年 9 月 7 日左右，国资委一位未透露姓名的人士接受了媒体采访，他承认“国有资产流失问题”已经成为日前较为普遍的一个现象。这实际也印证了我通过格林柯尔案例分析得出的结论带有普遍性，以产权为核心的国企改革产生的弊端是十分严重的，而且绝非一些经济学家所言的“零星个案”。他还表示，国资委一直在致力于避免国有资产的流失，但还没有达到理想的效果。

之后，国资委针对产权转让和规范改制方面出台了一系列措施。最引人注目的是 9 月 29 日《人民日报》的署名国资委研究室的长篇文章，题目是《坚持国企改革方向，规范推进国企改制》。文章显然谋篇已久，可以说，是国资委最全面、最清楚、最正式的观点表达，也是对此次国企改革大辩论的正面回应。其中，文章对管理层收购（MBO）的问题基本给予

了否定的评价。文章认为，管理层收购或经营者持股的做法，尽管有些激励作用，但暴露出如下问题：自卖自买、暗箱操作；以国有产权或实物资产作为其融资的担保，将收购风险和经营风险全部转嫁给金融机构和被收购企业；损害投资人和企业职工合法权益，引发了一些不稳定因素等。

文章对 MBO 的评价是：在目前许多条件还不具备、不成熟的情况下急于搞管理层收购，容易造成国有资产流失，引发种种社会矛盾和问题。实施管理层收购并控股，是将所有权与经营权合一，这不利于形成有效的公司治理结构，不利于建立市场化配置经营管理者的机制，不利于维护国有经济的控制力，与我国国有企业建立现代企业制度、推进股份制改革的方向不相符合。这实际上是否定了当前 MBO 的可行性。

但文章对国有大企业和中小企业作了区分，认为：国有大企业资产总量较大，一般情况下，管理层自有的和可以规范筹集的资金难以或无法达到控股所需资金的数额，脱离我国实际情况推行管理层收购，难以避免不规范的融资行为发生，很容易造成国有资产流失。在我国目前情况下，国有及国有控股的大企业不宜实施管理层收购并控股。对于国有中小企业，由于它们资本较小，多数不属于关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域，所以可以探索试行管理层收购或控股，但要切实做到规范推进，公开公正，有效维护出资人、债权人和职工群众的合法权益。

《人民日报》文章发表后，国资委主任李融荣也就产权改革发表了意见。他表示，下一步国企改革的方向不能变，必须坚定不移的推进国有企业的股份制改造，而且随着监管体系的完善，国有资产流失的情况正在逐步减少。李荣融还在多个场

合重申，在目前情况下，国有及国有控股的大企业不宜实施管理层收购（MBO）并控股；国有中小企业改制可以探索试行管理层收购或控股，但要切实做到规范推进、公开公正，有效维护出资人、债权人和职工群众的合法权益。他说，要全面理解、准确地把握中央确定的方针政策，坚持有进有退，有所为有所不为。要完善国有资本有进有退、合理流动的机制，进一步推动国有资本更多地投向关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域，增强国有经济的控制力。要遵循市场经济规律，使其他行业和领域的国有企业，通过资产重组和结构调整，在市场公平竞争中优胜劣汰，不能刮风出售国有资产，不能“一刀切”，不能用行政命令推进国有企业改制。

10月底，李荣融再次表态称：“在目前情况下，国有及国有控股的大企业不宜实施管理层收购并控股”。“国有中小企业改制可以探索试行管理层收购或控股”，但必须规范慎重，不能任意而为。在11月30日的新闻发布会上，李荣融再次强调日前国资流失集中的问题还在于MBO。他认为，现在比较集中的问题就是管理层收购。管理层收购当中主要的问题就是自卖自买，所以产生了流失问题。“问题比较多的发生在2002年和2003年，大部分是发生在市、县级地方”。12月13日下午，国务院副总理黄菊出席在2004年度中央企业负责人年终总结大会时特别提到，“要明确大型企业不准搞管理层收购，中小企业的管理层收购也要区别情况，要规范。对于管理层收购，国资委要制定发布专门文件，做到有章可循。”这可以视为最高决策层对MBO做出的一结论性表述。它较9月29日国资委研究室的文章更向前走了一步，意味着对MBO的进一步否定。同时，经济学界、法学界以及国资委达成共识，认为规

范 MBO 行为必须制定合理的法律。国资委已经在 2006 年初制定了有关国有企业管理层收购的文件。

撇开这场激烈的争辩，我们需要平静地想一想，对于在中国实行的 MBO，我们究竟了解多少？学者们和企业家们的大部分讨论都是基于推理而非具体事件。我之所以发言，是因为我做了海尔和 TCL 的案例，从这两个案例出发引申出中国 MBO 存在的问题。而众多的参与讨论者对中国的 MBO 现状了解并不深入。因此，用案例分析的方法告诉大众中国 MBO 的真实现状，是一项十分必要的工作。这也就是我在过去半年中一直在做的事情。

在本书的案例分析中，我基于公开的数据和事实，用财务分析的方法揭示出一个个 MBO 背后的故事。这种分析有助于我们了解中国制度背景下 MBO 的起因、现状以及它在企业发展中的作用，也为我们公正地评价 MBO 奠定一个事实基础，也为决策层规范 MBO 提供一些有益的参考。

为了完成本书，我曾经亲自指导我的学生完成这些案例，我希望通过这个前言将香港中文大学研究生的姓名公布如下。

四川长虹的 10 年蜕变——钟小兵、张华胜、林沛基、余诗慧、吕珊珊、唐洋、武斌

哈药管理层的“产权革命”之路——由不愿具名的香港中文大学研究生所完成

错误的产权改革——健力宝——陈德安、伦国新、陈秉伦、李世恒、周若瑜、黄俊浩、邓颖芝

美罗集团 1/6 迷——叶学贤、何颖雅、吕炜达、郭绿霞、陈远乐、桂林

伊利曲线 MBO——孔焯豪、陈仪恩、张慕贞、梁绍铭、
彭景新、孙美绿、甄光俭

宇通集团 MBO 内幕启底——于翔、谭倩、裘倩倩、姚俭、
吴奕捷、章煜、林隽、杨欣

张裕赶乘 MBO 尾班车——杨逸芝、郑永耀、许文杰、钟
美仪、陈志强、叶锦鹏、郭伟健

目 录

前 言	(001)
-----------	-------

中国根本没有正确地认识 MBO 的本质	(001)
---------------------------	-------

中国的 MBO 不是万灵仙丹	(003)
----------------------	-------

中国的 MBO 一定要有强力监管	(005)
------------------------	-------

中国 MBO 改革的现状	(007)
--------------------	-------

引 子：什么是真实的 MBO？	
-----------------	--

——美中 MBO 对比的视角	(001)
----------------------	-------

我希望读者能够通过阅读这篇文章，对什么是真正的 MBO 有一个大体的理解。中国的 MBO 是在我国相关法规不健全和国退民进背景下产生的一个畸形儿，它和美国 MBO 只是名字相同、形式相似，他们根本没有共同的本质。对于中国的国企来说，MBO 更可能是一个表面布满鲜花的陷阱。缺少了强有力的法制监管，MBO 的每一个环节，都可能是剥削的好机会。

MBO 的起源——KKR	(003)
--------------------	-------

MBO 发生的背景原因和目的	(008)
----------------------	-------