

中国上市公司

财务前沿研究

管理层收购

理论与实务

宋力
刘英男
韩亮亮
著

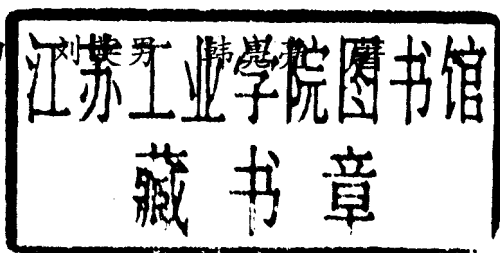


NEUPRESS
东北大学出版社

中国上市公司财务前沿研究

管理层收购理论与实务

宋力



东北大学出版社
·沈阳·

©宋力等 2004

图书在版编目 (CIP) 数据

管理层收购理论与实务 / 宋力, 刘英男, 韩亮亮著. — 沈阳 : 东北大学出版社, 2004.12

(中国上市公司财务前沿研究)

ISBN 7-81102-104-8

I. 管… II. ①宋…②刘…③韩… III. 上市公司—企业合并—研究—中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 127729 号

出 版 者: 东北大学出版社

地址: 沈阳市和平区文化路 3 号巷 11 号

邮编: 110004

电话: 024-83687331 (市场部) 83680267 (社务室)

传真: 024-83680180 (市场部) 83680265 (社务室)

E-mail: neuph@neupress.com

http: //www.neupress.com

印 刷 者: 沈阳市光华印刷厂

发 行 者: 东北大学出版社

幅面尺寸: 140mm×203mm

印 张: 13.25

字 数: 369 千字

出版时间: 2004 年 12 月第 1 版

印刷时间: 2004 年 12 月第 1 次印刷

责任编辑: 张德喜 刘宗玉 责任校对: 张 力

封面设计: 唐敏智 责任出版: 秦 力

定 价: 40.00 元

前 言

管理层收购(MBO)在英美等发达国家已有二三十年的历史,在东欧各国、俄罗斯等经济转型国家中也有近十年的发展,而在中国,管理层收购只是在最近几年才得到了应用和推广。从国外的经验看,管理层收购不论在发达的资本主义国家,还是在经济处于转型的发展中国家,都对经济发展起到了积极的推动作用。对于正处在探索企业改革阶段的中国而言,管理层收购无疑给我们指出了一条新的企业改革途径。

2002年,国内上市公司掀起了管理层收购高潮,一些业内人士甚至将2002年称之为“中国MBO年”,部分理论研究者也预言中国的MBO风暴即将来临。就在国内MBO实务一浪高过一浪的同时,一些学者对MBO进行了冷静的思考,他们指出中国的MBO有别于其他国家的MBO,中国的MBO有失公平、公开和公正性,主要表现在收购主体的构成、收购价格的确定和收购资金的筹集等诸多方面。进入2003年,财政部提出终止受理和审批上市公司MBO业务,至此,管理层收购在国有企业改革中的推广应用告一段落。国内理论界和实务界逐渐开始投入更多的时间和精力研究如何解决中国MBO过程中遇到的以上问题。本书编写的主要目的之一就是针对当前困扰中国MBO的主要问题创新性研究,提出解决问题的办法,进而推动中国MBO实务不断向前发展。本书内容主要分两部分,一部分是关于管理层收购的理论研究,另一部分是关于管理层收购的实务研究。在实务研究中,本书着重对管理层收购主体进行

了评价,建立了一套比较客观公正反映管理层能力的评价体系。同时,本书对管理层收购中颇引人关注的企业价值评估问题进行了卓有成效的研究。本书还对管理层收购后的资本结构优化问题以及收购后公司绩效问题进行了实证研究,得到了一系列具有指导意义的研究成果。

在本书编写过程中,我们参考和引用了许多文献资料,这些文献资料给我们以启迪,丰富了本著作的研究内容,这些文献资料大部分已在本书主要参考文献中列出,但由于受本书的篇幅所限以及部分网上文献没有明确的出处,我们参考和引用的少部分文献资料没有列入主要参考文献中,在这里我们向这些文献资料的作者表示歉意,并向所有文献资料的作者致谢。

本书的主要内容为沈阳工业大学管理学院承担的辽宁省社科基金项目——“管理层收购的若干问题研究”——的研究成果,本项目由沈阳工业大学管理学院教师刘英男、宋力及其指导的会计系硕士研究生韩亮亮、薛涛、许宏梅共同完成。本书中的管理层收购的资本结构、股权结构优化、绩效检验、管理层风险评价体系与融资风险、企业估价体系等内容是在韩亮亮、薛涛、许宏梅的硕士论文基础上的进一步研究与丰富。本书的编写由宋力进行总体策划,具体编写工作的安排是:刘英男、许宏梅(第五章、第六章);刘英男、薛涛(第七章);刘英男(第十章);韩亮亮(第一、二、三、四、八、九章),最后,由宋力统一审核、修改并定稿。在本书出版过程中,承蒙东北大学出版社和沈阳工业大学管理学院领导的大力帮助,使得本书能够尽快呈现在读者面前。在此表示衷心的感谢!由于作者水平和时间有限,书中难免有不当之处,恳请读者批评指正。

作 者

2004年8月于沈阳

目 录

第一章 绪 论	(1)
第一节 管理层收购(MBO)的起源与发展	(1)
第二节 管理层收购(MBO)的研究背景及意义	(6)
第三节 本书研究思路与方法	(15)
第四节 本书主要内容及研究创新	(17)
第二章 管理层收购(MBO)研究概述	(26)
第一节 国外管理层收购研究概述	(26)
第二节 国内管理层收购研究概述	(36)
第三节 我国管理层收购实务中存在的问题研究	(43)
第三章 管理层收购(MBO)的理论研究	(51)
第一节 代理成本理论与管理层收购	(51)
第二节 人力资本理论与管理层收购	(55)
第三节 企业家理论与管理层收购	(60)
第四节 公司治理理论与管理层收购	(68)
第五节 投资者保护理论与管理层收购	(84)
第六节 其他管理学理论与管理层收购	(90)
第四章 管理层收购(MBO)实务研究框架	(93)
第一节 管理层收购主体研究	(93)
第二节 管理层收购客体研究	(96)

2 管理层收购理论与实务

第三节	管理层收购中的风险研究	(98)
第四节	管理层收购中的定价研究	(101)
第五节	管理层收购中的融资研究	(114)
第六节	管理层收购的检验	(122)
第五章	管理层风险评价体系研究	(126)
第一节	MBO 中管理层存在的问题	(127)
第二节	MBO 中管理层风险因素分析	(130)
第三节	MBO 中管理层风险测评体系构建	(134)
第四节	MBO 中管理层风险定量评价方法的应用	(144)
第六章	实施管理层收购(MBO)的融资方式与融资风险 ..	(148)
第一节	管理层融资的主要影响因素	(148)
第二节	实施管理层收购的融资方式研究	(150)
第三节	管理层收购(MBO)融资风险评价体系研究 ..	(171)
第四节	对我国管理层收购中融资问题的认识与思考	(190)
第七章	实施管理层收购的企业估价体系的构建	(193)
第一节	企业定价的基本理论方法	(193)
第二节	实施 MBO 的企业定价影响因素分析	(208)
第三节	MBO 中管理层历史贡献的研究	(227)
第四节	MBO 中确定目标企业最终价格的方法与思路	(236)
第八章	管理层收购(MBO)中的资本结构优化研究	(259)
第一节	资本结构理论简要回顾	(260)
第二节	民营上市公司资本结构分布特征研究	(268)
第三节	民营上市公司资本结构影响因素的实证研究	(277)
第四节	管理层收购中的最优资本结构研究	(291)
第五节	实施管理层收购企业的股权结构优化	(297)
第六节	实施管理层收购企业的债务结构优化	(331)

第一章 绪 论

管理层收购是对传统管理理论的深化,它使激励理论和要素理论具有可操作性。同时,管理层收购又是一种金融领域的创新技术,在国际上得到了金融市场和融资机构的广泛支持,成为杠杆收购的典范。管理层收购(Management Buy-outs,即 MBO)是指目标公司的管理者或经理层利用借贷所融资本购买本公司的股份,从而改变本公司的所有者结构、控制权结构和资本结构,进而达到重组本公司的目的,并获得预期收益的一种收购行为。从广义上说,管理层收购是杠杆收购(Leveraged Buy-outs,即 LBO)的一种,所谓的杠杆收购就是利用负债融资购买目标公司的股份,从而达到对目标公司的控制的目的,并在整合目标公司业务的基础上,通过资本市场运作,获得超额回报的金融工具。当杠杆收购的主体变成目标公司的管理人员时,LBO 就演变成了 MBO,即管理层收购。本章首先回顾了国内外管理层收购的起源与发展;其次,阐述了管理层收购研究的背景和对中国企业改革的意义;再次,介绍了本书的研究思路和研究方法;最后,概括了本书各章节内容的大致安排,并归纳了本书在研究上所取得的一些突破和创新。

第一节 管理层收购(MBO)的起源与发展

一、管理层收购(MBO)在英美等发达国家的发展

在美国,MBO 和杠杆收购在 1988 年达到了顶峰。1987 年,美国全年 MBO 和杠杆收购交易总值为 380 亿美元,而在 1988 年的前 9 个月内,美国 MBO 和杠杆收购的交易总值就达到了 390 亿美元。美联储 1989 年的统计调查表明,杠杆收购的融资额已经占了大型银

2 管理层收购理论与实务

行所有商业贷款 9.9% 的份额。20 世纪 90 年代初期,随着垃圾债券市场的萎缩以及几宗大型交易的失败,杠杆收购的步伐有所放慢。到了 20 世纪 90 年代末期,杠杆收购和 MBO 在美国又有了新的发展。

美国的统计数据表明,运用管理层收购进行资产剥离的案例占资产剥离总案例的百分比在 20 世纪 70 年代末期仅为 5% 左右,而在 20 世纪 90 年代中期已经增长到了 15% 左右。1974 年,全美 500 家最大的企业中有 50% 实行了经营者期权激励制度,到 1986 年,89% 的公司对其高级管理人员实行了股票期权制度。随着资本市场的不断发展,上市公司规模的不断扩大和公司经营管理专业要求的不断提高,作为公众公司的上市公司愈来愈多地引入职业经理人来管理。对职业经理人或其他类型的管理团队来说,绩效紧密挂钩的期权制度是最合理的激励方式。随着知识经济的发展,专利、技术入股的普及,以经营管理入股和期权的理念开始被广为接受,在美国 800 家大公司中,管理层几乎无一例外地持有本公司的股票,其中 111 家公司管理层所持有股份占到了总股份的 3%。

在英国,20 世纪 70 年代末期,管理层收购被视为一股重要的经济动力,对管理者、企业组织和国民经济发挥着重要的作用。

20 世纪 80 年代,MBO 作为一种便利的所有权转换形式和可行的融资形式在英国逐渐大行其道。1987 年英国 MBO 交易数量已达 300 多起,交易额近 400 亿美元。特别是在 1987 年 11 月,尽管股票市场几乎崩溃,但对 MBO 的热潮没有产生任何实质性影响。自此以后,在英国市场上,MBO 交易受理和成交额都在稳步上升。

在 1987 年 11 月的股票市场崩溃的余波之后,英国上市公众公司经过 MBO 后转为非上市公司,成为一种有吸引力的投资选择,并使资本市场更加活跃。

从 1989 年开始,英国管理者在 MBO 交易中已经处于非常有利的地位,MBO 这样一种新的方法将商业银行、养老基金、保险公司、发展基金和风险投资家们引入了一个新的竞争市场之中,MBO 所引

致的相关各方的竞争成为企业竞争的热点和焦点所在。

从整个西方发达国家来看,MBO的发展势头毫不逊色于美国。1981年至2000年间,MBO在西方发达国家实施的家数和总体规模都有上百倍的增长,其中德国、法国、荷兰和意大利等国表现尤为突出。

管理层收购在西方发达国家还被当作国有企业私有化的一种有效方式。西方发达国家国有资产私有化改革普遍涉及MBO,如英国国营部门的私有化,就广泛采用了MBO及其派生形式MEBO(管理层、员工收购,Management and Employee Buy-outs)。前苏联和东欧国家私有化过程中,MBO、MEBO也是操作性最强、效果最为明显的方式。随着上市公司股票期权制度的广为实施,MBO在国外中小上市公司中得以普遍使用。

20世纪90年代中期以后,MBO又被众多学者、专家当作完善公司治理结构的有效手段。借助金融政策的改变,大多数公司管理层可通过上至银行,下至公开市场、债券市场、保险公司,甚至基金公司等渠道获得融资。多数投资者认为一个由管理层直接控股的公司更值得信赖。

二、管理层收购在俄罗斯和东欧等转型经济国家中的发展

在以俄罗斯和东欧为代表的转型经济国家中,管理层收购得到了广泛的推广和应用。20世纪90年代初,俄罗斯与东欧一些国家开始在私有化运动中借鉴管理层收购这种方式。它当时被认为是最具操作性的国有资产退出渠道之一。截至1994年,15个中欧、东欧国家以及前苏联的30740家大中型企业和原民主德国的14500家大中型企业完成了私有化的改造。与此同时,数目更多的小企业也进行了产权改革,其中俄罗斯75000家、捷克22000家、乌克兰33000家。在这些产权改革的私有化过程中,管理层收购和员工持股计划应用得最多。如在俄罗斯前期第一阶段大规模私有化过程中,有近三分之二的被改造企业采用了管理层收购和员工持股计划。在罗马尼亚和斯洛伐克也较为广泛地推广了管理层收购计划。斯洛文尼亚

以及拉托维亚的产权改革也以管理层收购为主。

与市场经济条件下的 MBO 相比,这种以国有企业改革为背景的管理层收购使政府成为制度创新的主要推动力,由此带来两种效应:一是能迅速建立私有产权,实现对所有者虚置、管理者虚位的矫正;二是产生了在操作过程、融资方式和定价方式等方面的非市场化操作。按照西方现代企业制度的演化规律,企业的产权结构总是在企业成长的漫长过程中适应生产规模、经营管理和代理成本等生产力因素的需要而逐渐形成的。市场经济条件下 MBO 的出现正是对这一规律的顺应。而以国有资产大规模快速退出为背景的 MBO 缺少了必要的市场环境。

转型国家在推行私有化运动前尚未建立起规范的金融市场,风险投资、垃圾债券等融资方式还比较少见。不仅如此,MBO 成交的结果往往有较程度的政府干预,让融资方和债权人接受这种结果并非容易。基于这两方面的原因,转型经济中 MBO 的融资渠道比较有限。

转型经济中 MBO 的卖方是政府,买方则是以前由政府委派的管理人员,一般来说作为政府的代表人(如国有资产管理部門的负责人)与政府本身的目标函数存在差异,他们又与企业管理人员有着千丝万缕的连带关系,这就造成了发生寻租行为的可能性。在俄罗斯,由于市场秩序混乱、政府管理部门失职、资产评估机构职能扭曲,腐败成风,MBO 成了权势者瓜分国有资产的“盛宴”。据统计,500 家大型国有企业实际价值超过 1 万亿美元,但只卖了 72 亿美元,许多大型企业的售价仅相当于欧洲一个中型面包作坊的价格。

以俄罗斯为代表的转型国家,MBO 的定价较大程度上取决于企业管理层与政府官员的暗箱操作,标准化程度比较低,难以对目标企业进行市场化的合理定价,造成了国有资产的流失。

实施 MBO 后,不同的转型国家采用了不同的资本退出政策。在 1992—1994 年第一阶段的私有化计划结束后,俄罗斯曾试图公开交易这一阶段出售给管理层和员工的股份,但是一系列因素阻碍了

股份的交易。首先,已经拥有股份的管理人员不愿意失去对企业的控制权,他们认为,说动政府对企业进行资助比将竞争引入企业更为有效,员工则担心新的所有者会采取裁员等削减成本的计划;其次,大部分实施私有化后的企业财务状况令人堪忧,对外部投资者并不具备吸引力;最后,俄罗斯缺乏股份交易的规范化制度环境,政府没有制定鼓励股份交易的预算、税收等政策。在这种情况下,推行 MBO 后,企业股份流动性很低,资本的退出渠道十分有限。在捷克,管理层和员工可以将股份卖给由国有银行控股的投资基金,由此使投资基金拥有了很多企业大部分的股权,产生了基金经理人和企业管理层对控制权的争夺。可以看到,完善市场制度、推行市场化退出渠道,是有效实现 MBO 商业价值的必要条件。

三、管理层收购在我国的发展

国内第一个实施管理层收购的企业,有人认为是 1997 年的辽宁盼盼集团,也有人认为是 1999 年的北京四通公司。我国的管理层收购实务在最近几年中逐渐升温,发展迅速,在 2001 年便露出强劲的发展势头,粤美的、深方大、宇通客车等纷纷尝试了管理层收购。2002 年又掀起了管理层收购的高潮,仅上市公司就有 12 家之多实施了管理层收购,据不完全统计,有近 200 家上市公司正在制定各自的收购方案。2003 年 3 月 12 日,财政部作出暂停受理管理层收购的审批工作的决定,但是,一度活跃的管理层收购并未从此销声匿迹,在一些上市公司近期的公告中,管理层收购屡屡现身,且有升温之势。继铜峰电子、南京新百之后,深天地、深圳华强又相继发布公告,披露了管理层收购方案。表 1-1 是对国内企业各年实施管理层收购的统计结果。

表 1-1 国内实施管理层收购企业统计一览表

年 份	公 司 名 称
1997	辽宁盼盼集团
1999	北京四通公司
2000	江苏双山集团、华力集团、新天国际
2001	深圳方大、丽珠集团、粤美的、宇通客车、恒源祥、友谊阿波罗
2002	胜利股份、万家乐、朝华集团、阿继电器、特变电工、永鼎光缆、创新科技、洞庭水殖、武昌鱼、鄂尔多斯、宁波富邦、佛塑股份
2003	铜峰电子、南京新百、深天地、深圳华强

资料来源:根据经邦资讯网提供的资料整理得出。网址 <http://www.cnoption.net>。

第二节 管理层收购(MBO)的研究背景及意义

一、管理层收购的研究背景

改革开放以来,中国国有企业由浅入深地进行了一系列的改革,提出了种种改革方案,但是这些改革方案是在计划经济的框架中进行的,不触及产权的变革。到 20 世纪 90 年代,尤其是党的十四届五中全会明确提出了产权改革后,国有企业的管理人及员工购买本企业的所有权才成为一种重要的产权改革方法之一。在这一背景下,管理层收购(MBO)被逐渐得到认同,为国有企业改革增添了新的有益的思路。的确,引入 MBO 模式对于加快国有企业改革和推动民营经济发展,加速中国经济与金融的国际化进程具有战略意义。

党的十六大报告提出了国有资产管理体制改革的新方略,意味着国有资产产权改革的步伐将加快,效率将逐步提高。《上市公司收购管理办法》等法规的出台使企业经理人员实施管理层收购有了相应的法律保障。一些新近获批的实施管理层收购的新案例,如新华信托率先推出的“MBO 资金信托计划”也透露出 MBO 实施在政策上的新突破,给人以诸多想象空间。但 MBO 对中国经济界来说还是一个新生事物,中国企业制度、企业义务、所有权结构、市场成熟度和人的主观意识形态等方面与 MBO 的发源地美国相比有较大的差

别。因此,MBO 在中国近年来的实施过程中遇到了许多难以回避的矛盾。

1. 所有者缺位与交易公允性的矛盾

美国公司实行 MBO 时,谈判双方都是合格主体,即双方都是真正的股东代表。而在中国,目前实行的 MBO 方案基本上都是收购国家股或国有法人股,这类股份本身就存在所有者缺位、内部人控制等问题,如何保证交易的公允性就成为一个重要问题。

2. 收购主体定位与法律体系不完备的矛盾

中国缺乏 MBO 方面比较系统的法律法规,使有关收购主体合法性问题成为一个争论的焦点。中国实施 MBO 主体基本为高级管理层,大多采用的方式有:一是成立新公司,再实施管理层收购。但该收购主体受到《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)有关对外投资不超过净资产的 50% 的限制。二是以职工持股会名义实施 MBO。但由于职工持股会的性质是社会团体法人,按照有关法律规定,社会团体法人是非营利性机构,不能从事营利性活动,即职工持股会不能从事投资活动。因此这种方式与原有法规相冲突。再如有限责任公司的原股东在股东转让股份时,具有优先购买权,因此股份公司的原股东对于 MBO 的股份来源也应具有优先购买权。

3. 低水平定价与股东持股利益一致性的矛盾

政府对 MBO 的收购价格并无明确规定,可以参照《上市公司收购管理办法》中有关协议收购和要约收购价格的规定。协议收购非流通股价格不低于每股净资产,要约收购价格按流通股价格。如果以净资产为转让价格,则收购者的成本市盈率大致为 15 倍,相对于目前的流通股市盈率,将获得巨大的协议收购价值。此外,每股净资产中还不包含股份公司的无形资产,如品牌、商业信誉、技术等,这会形成一种隐性赠予或损失。

4. 低价收购将使管理层不合理地获得三大利益

一是相对较高的投资回报率。如实施大比例现金分红,低成本持股的管理层回报率远远高于流通股股东,而且过高的派现对公司

的可持续发展没有好处。二是较高的资本利得。只要实施再融资,管理层就可借助流通股的贡献,使每股净资产和理论股价“水涨船高”。此时,若管理层出让部分持股,账面上的资本利得很快能够变成现金收益。三是市场套利收益。实施 MBO 后管理层可将廉价股份作为出资,在其他全流通市场成立控股公司并上市,进而通过转让在两个市场间获得套利收益。因此,差距过大的持股成本,使管理层具有损害中小股东利益的内在动力。此外,定价方面还存在其他一些问题,如 MBO 未采用市场化和专业化的做法;缺乏公正、透明的游戏规则;信息高度不对称带来监管难度增加。在这种背景下,道德风险发生的可能性势必加大。

5. 流通股股东权益保证与股东地位缺损的矛盾

美国的证券市场上没有大量非流通股,没有流通股与非流通股之间的巨额价差。美国公司在实施 MBO 时,如果是收购非上市公司的股份,通过谈判就可解决;如果是收购上市公司的股份,则要通过市场来解决。这样的运作方式对全体股东都是透明的。但中国上市公司中有 65% 的股份不能流动,MBO 通常又是收购上市公司的非流通股,谈判将大大降低信息透明度。此外,国内上市公司在发行时,通常有较高的溢价,净资产中有大量的价值是流通股股东作出的贡献。MBO 在一定程度上是对这部分价值的重新分配,但这种分配的合理与否,流通股股东却没有发言权。因此中国的 MBO 是否能保证公平交易,关系到大多数流通股股东的利益。流通股股东将会在全流通和继续不全流通的选择中扮演一个尴尬的角色。

6. 杠杆性与融资渠道不畅通的矛盾

MBO 实施时,购买者要向原股东支付大量现金,其中 80% 的资金来自负债,这样就涉及一个融资问题。国外 MBO 可以通过银行贷款来解决,也可以由保险公司、专业风险资本、杠杆收购基金、次等债券、私募基金(针对养老基金、保险公司、风险资本投资企业等)或公开发行高收益率债券(也就是垃圾债券)等方式来筹措。但在中国,现有法律禁止企业拿股权或资产为抵押向银行担保,再把融资资

金的使用权转移给个人。同时法律还禁止个人以股票作为质押向银行贷款收购股权。《贷款通则》中明令银行贷款不得用于权益投资。其他方式如风险投资、私募基金、定向募集、债券等方式均与相关法规相悖。所以中国 MBO 资金来源很难通过合法的渠道获得。另外,中国缺少面向 MBO 的机构投资者,现有的金融机构如信托公司、证券公司和保险公司既不允许也没有能力介入这种融资业务。

由于中国的 MBO 市场化程度较低,在管理层收购过程中容易产生操纵、欺诈、官商结合、损害企业长远利益的资本变现等一系列违规违法行为。①利用信息不对称逼迫大股东转让股权的行为。有些公司高级管理人员通过调剂或隐藏利润的办法扩大账面亏损,然后利用账面亏损逼迫地方政府低价转让股权至高级管理人员持股的公司,如果地方政府不同意,则继续操纵利润扩大账面亏损直至上市公司被 ST、PT 后再以更低的价格收购。一旦 MBO 完成,高级管理人员再通过调账等方式使隐藏的利润合法地出现,从而实现年底大量现金分红,以缓解管理层融资收购带来的巨大财务压力。②收购后内部人交易行为。MBO 的结果是上市公司由私人控制,内部人控制力度只会加强,不可能分散。所谓内部人交易就是由于管理者为了获得最大利益而利用自己获得的信息,利用对自己企业架构的控制权,利用自己选择中介机构职务的方便和自己在董事会上的发言权,作出一个对自己有利的企业定价,然后将企业在缺乏社会监督,缺乏竞争机制的情况下,不适当地把资产由上市公司转移到自己的私人公司。在我国目前信息披露不完善,法规不健全的情况下,这种现象只可能增加,不可能减少。③腐败行为。由于 MBO 收购过程中都有政府机构的参与,他可能是收购对象股权代表人,或资产评估人,或交易规则制定人等。政府既是交易者,又是交易规则的制定者,政府官员可能演化为 MBO 的幕后操纵者或收购人,导致腐败和国有资产流失,影响社会公平原则。④收购后的资本套现行为。MBO 完成资本套现的方式有:一是大比例的现金分红。由于法人股的成本和流通股成本相差太大,绝对量相同的现金分红,相对的投资