

中国 企业管理层收购

(MBO) 运作实务



黄耀华 周奇凤 著

发展趋势与政策依据

法律难点与方案设计

MBO定价与资金来源

操作范例与操作技巧

广东经济出版社

中国

企业管理层收购

(MBO) 运作实务

黄耀华 周奇凤 著

广东经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国企业管理层收购 (MBO) 运作实务/黄耀华, 周奇凤著. —广州: 广东经济出版社, 2003.4

ISBN 7-80677-389-4

I. 中… II. ①黄…②周… III. 企业-股份制-基本知识-中国 IV. F279.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 018412 号

出版发行	广东经济出版社 (广州市环市东路水荫路 11 号 5 楼)
经销	广东新华发行集团
印刷	湛江日报社印刷厂 (湛江康宁路 17 号)
开本	850 毫米×1168 毫米 1/32
印张	10.5 2 插页
字数	245 000 字
版次	2003 年 4 月第 1 版
印次	2003 年 4 月第 1 次
印数	1~6 000 册
书号	ISBN 7-80677-389-4 / F·828
定价	21.00 元

如发现印装质量问题, 影响阅读, 请与承印厂联系调换。

发行部地址: 广州市合群一马路 111 号省图批 107 号

电话: [020] 83780718 83790316 邮政编码: 510100

邮购地址: 广州市东湖西路邮局 29 号信箱 邮政编码: 510100

(广东经世图书发行中心)

本社网址: www.sun-book.com

·版权所有 翻印必究·

1

序

最近几年，中国国有企业改革中有一个使用很频繁的词——公司治理结构。可是，却很少有人知道，公司治理结构中最重要基础就是产权结构治理，而不仅仅是一系列企业内部的力量制衡。所谓公司法人治理结构问题，说到底还是个产权制度问题。国有企业以往最大的问题是亏损即资本损失，但没有人真正从所有者的角度去关心它。大家都只是从经营者、劳动者角度关心它，上级主管部门关心它，也是外部的关心。谁也没有从产权的角度去认真关心它。在这样的产权制度下，利润或股东利益问题就没有人管了。

国有企业资金相对民营企业来得容易，但效率低下，中国国有企业占用了约 70% 的资源，却只贡献了 GDP 的 1/3，亏损也无人负责，因为都是国有产权。

国有企业，政企不分，资本是国有的。既然资本是国有的，政府就要来管理它，就要任命企业经理。但是，国

有资本选拔经理的标准不是资本利益最大化的标准，也不是市场标准，而是有各种因素掺杂其中。所谓好经理人的标准，又打上了重重的旧体制烙印，我们往往对经理人的要求过高，要求他不仅是一个能人，而且是一个圣人，不吃不拿、任劳任怨，还得有天大的本事，得面对市场，又得面对政府，方方面面关系都得处理好，不能有一点自己的利益。这种圣人标准与市场经济对企业家的要求，实际上存在某种内在的不相容性。

因此，逐渐减少国有资产在国民经济当中的比重，使更多的产权落实到自然人、企业法人身上，成为自然人、企业法人的产权，这是市场经济改革的大趋势，这个趋势我们现在看得越来越清楚。

我们以往改革的各种尝试，改来改去总改不好，最后就剩下一个问题，就是产权没改。现在是越来越多人认识到了这个问题，非改不可！所以从一定意义上说，我相信理论比实践更正确，因为理论分析的是经济规律，而实践往往是暂时的表象。确实，企业不是“一股就灵”，但是没有了产权改革，其他的都不灵。

无论采取什么产权改革方式，必须坚持国有资本价值最大化原则，但同时又必须认识到产权重组是利益重组，也应该考虑经营者对国有企业的历史贡献和未来预期。现代企业制度理论强调企业主对企业剩余控制权和剩余索取权的统一，即任何企业都必须建立在产权边界十分明晰的企业产权基础上。否则，如果企业主都是缺位的，建立完善的法人治理结构根本无从谈起。中国国有企业的改革，

必须从产权制度开始。

国有企业的改革，说到底是要解决避免资本人为损失、使资本的效率有人关心的问题。体制改革了，更多的资本作为社会资本，得到更好的利用，它能解决更多的就业，能缴纳更多的税收，经济也由此能得到更健康地发展了。如果今天不卖，明天就可能进一步损失，等到想卖时可能都没人要了。那时，就业没有了，税收没有了，甚至企业都没了，所以还不如早点卖出去。现在有的地方提出企业“靓女先嫁”，就是这个道理。

关于中国国有企业的改革，希望大家不要再有依赖思想，总希望中央有什么现成的模式可以套用。中国的改革进程很大程度上取决于地方的创造，改革的决心、办法，都取决于地方为了解决自己的问题、发展地方经济所做的艰苦努力。只能是地方在探索中发现可行的办法，它不一定是完美的，但一定是地方上一线的同志在实践中创造的，是在各种利益的冲突中磨合出来的。大家要了解这个进程，要“多做少说”，创造出好的办法，事情就做起来

了。

我有幸先睹了两位作者合作撰写的《中国企业管理层收购（MBO）运作实务》书稿，阅后颇为欣慰。

两位作者请我为本书作序，我想在此谈几点感想：首先，为本书作者对中国国有企业改革的深入透彻分析，表示赞许；其次，认为两位作者的理论功底也是很扎实的，作者阅读了大量中文和外文原版资料，书中内容既有国内外理论介绍，又有作者在管理层收购理论和国际案例应用

于中国的实践创新；第三，作者通过本书大量案例的细致演示，为中国企业管理层收购的各类参与者提供了一本很有价值的工具书；最后，本书作者将自己多年来积累的宝贵经验向读者甚至他们的同行展示，并期望与大家共享，这种奉献精神和宽阔的胸怀，令人感动。

党的十六大在理论上有了很大的突破，这对中国国有企业及其宏观经济改革将产生巨大的促进、推动作用。国企产权改革任重道远，改革过程的艰巨性和复杂性，要求更多的人都像两位作者这样，在实践中不断创新、探索。只有这样，适合中国国情的管理理论才会不断发展和完善，中国的综合国力才会得到迅速增强。



2003 年 1 月于新加坡

2

序

建立现代企业制度，是发展社会化大生产和市场经济的现实要求，是中国公有制与市场经济相结合的有效途径，是国有企业改革的方向。党的十四大以来，国有企业由扩大经营管理自主权为主转向以制度创新为主，现代企业制度建设在许多企业取得了实质性进展。

520户国家重点企业中的514户国有及国有控股工业企业已有430户进行了公司制改革，改制面达83.7%，其中282户企业整体或部分改制为有限责任公司或股份有限公司；同时，全国共有2500多家进行建立现代企业制度试点的企业，实现了投资主体多元化。这些企业大多数按照《公司法》的要求进行了公司制改革，普遍依法设立了股东会、董事会、监事会和经理层，构建了公司法人治理结构的基本框架。近年来，还有一批大中型国有企业相继在海内外上市，有的并实行了独立董事制度。党的十六大报告进一步明确指出了国有企业改革的方向：要深化国有企

业改革，进一步探索公有制特别是国有制的多种有效实现形式，大力推进企业的体制、技术和管理创新。除极少数必须由国家独资经营的企业外，积极推行股份制，发展混合所有制经济。

国家作为国有资产的出资人，在政企分开后，如何行使出资人的权利，确保国有资产保值增值，是建立现代企业制度必须解决的一个重大问题。我国在国有资产管理体制改革中，进行了有益的探索。

1988年8月，国务院决定成立国家国有资产管理局，以行使对我国境内外全部国有资产的管理职能；1993年11月，党的十四届三中全会作出《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，明确对国有资产实行国家统一所有、政府分级监管、企业自主经营的体制；1993年至今，上海、深圳、新疆生产建设兵团等地开始进行国有资产管理体制的探索；1998年，在国务院机构改革过程中，国家国有资产管理局被撤销并入财政部。在同一次机构改革过程中，机械、化工、内贸、煤炭等15个以主管行业内企业为主职能的专业经济部门被改组为国家经贸委的局，并明确不再直接管理企业；2001年2月，国家经贸委下属九个国家局被撤销；2002年11月，党的十六大报告提出了深化国有资产管理体制改革的新方向：在坚持国家所有的前提下，充分发挥中央和地方两个积极性。国家要制定法律法规，建立中央政府和地方政府分别代表国家履行出资人职责，享有所有者权益，权利、义务和责任相统一，管资产和管人、管事相结合的国有资产管理体

制。关系国民经济命脉和国家安全的大型国有企业、基础设施和重要自然资源等，由中央政府代表国家履行出资人职责。其他国有资产由地方政府代表国家履行出资人职责。中央政府和省、市（地）两级地方政府设立国有资产管理机构。

当前，国有企业改革正处于最艰苦的攻坚阶段，发展正处于关键时期，几十年积留下来的体制机制问题、布局结构问题、社会负担问题、创新能力问题、企业家激励约束问题等，迫切要求我们通过深化改革来解决。我们要看到：一方面，国有企业面临的问题是前进中的问题，发展中的问题，是通过深化改革可以解决的问题；另一方面，国有企业面临的问题绕不过去，也不能久拖，必须高度重视，尽快采取有效措施加以解决。

目前，在全国各地涌现的企业管理层收购（MBO）是国有企业产权制度改革的一种有效形式，这项工作的开展由于涉及到国有产权的持有人利益、企业管理层的激励和历史贡献、企业广大职工的利益和妥善安置等多方面因素，需要慎重、规范、稳妥推进。我认为，在中国国有企业实施企业管理层收购时，要把握两点：一是必须请有资产评估资质的会计师事务所对国有资产进行科学、准确的评估，并在专业财务顾问公司等中介机构统筹制定符合国家有关法律法规的方案基础上规范推进；二是国有资产出售应在确定的转让价格基础上实行公开竞价的方式，以增加透明度和公平、公正性。

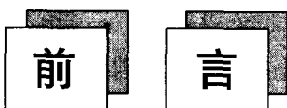
《中国企业管理层收购（MBO）运作实务》一书的作

者之一黄耀华先生希望我为本书作序，我有幸先阅此书。尽管有些提法可能需要斟酌，但我认为该书对当前中国企业管理层收购（MBO）以及相关联的 EBO、ESOP、ESO 等，作了充分的阐述，理论性、政策性、操作性得到了较好的统一，是当前广大企业在实施企业管理层收购时指导性较强的一本工具书。

我很高兴地写下了上述文字，是以为序。

马建堂

2003 年 1 月于北京



前 言

长期以来，中国国有企业的所有者缺位，所有者和经营者的价值取向和经营目标存在不一致，导致企业契约的实际交易成本增加。一方面，企业主尤其是作为国有企业所有者的中央政府与代理人之间的代理链太长，导致信息不对称，企业主的剩余控制权和剩余索取权经常得不到保证；另一方面，企业经营者却因为无“恒产”而无“恒心”，其经营方略往往不能以股东利益最大化为目标。如何建立健全并行之有效的激励约束机制，充分调动和发挥企业经营管理者主动性和创造性，挖掘企业人力资本的潜能，是大家一直在关注的话题。自中国出现第一例企业管理层收购（MBO）以来，人们似乎看到了完善人力资源资本化的激励机制，似乎看到了中国企业“二次创业”的原动力和希望。

国有企业的改革，是中国经济体制改革成败的关键。改革开放二十余年以来，国有企业改革经历了多次“试

错”式的探索，学术界、政府和企业界几乎得出了一个共同的结论：必须实行产权多元化。只有彻底消除原先的国有企业所有者缺位现象，才能建立以激励和约束并存的公司治理结构，这样的企业才是真正意义上的现代企业。但是，如何完成国有企业的这一战略改组，以及如何在这一改组过程中平衡国家、企业和职工多方面的利益，以实现平稳过渡，是摆在我们面前的现实和核心问题。

为此，党的十六大报告提出：除极少数必须由国家独资经营的企业外，要积极推行股份制，发展混合所有制经济；又提出“一切合法的劳动收入和合法的非劳动收入，都应该得到保护”；要“确立劳动、资本、技术和管理等生产要素按贡献参与分配的原则”。各省在组建大型企业集团的同时，更是不遗余力地实施国有资本的退出。如陕西省在加快国有企业改制方面，迈出了巨大的步伐，计划于五年之内实现国有资本从一般竞争性领域规范、有序退出，新设立的股份有限公司中的国有股不得超过30%，并提出了两年之内要面向国内外市场推出50~80家已改制的股份制企业。

在这种宽松的、激进的国有经济民营且民有化政策环境下，绝大多数国有、集体及国有控股（上市公司）企业的管理层由于“内部人控制”和“近水楼台先得月”的优势，将开始在祖国的大江南北纷纷涌动着“企业管理层收购（MBO）”的热潮。

中国A股上市公司1200多家，目前经披露已实施企业管理层收购（MBO）的有10家左右，有此意向者多达

100家。这种逼人的势头必将对其他绝大多数国有控股（或相对控股）上市公司，以及十几万家非上市公司的国有（控股）、集体企业有着强力的示范效应。“国有资产分级所有”的管理模式，使得十多万国有、集体企业负责人和政府主管部门负责人都迫切需要了解企业管理层收购（MBO）的相应知识。

我们预计，今年将是中国资本市场的 MBO 年！

但是，企业管理层收购（MBO）在中国毕竟还是一个非常新的产权变革课题和金融创新手段，大家对于它的法律、政策要求、理论依据、国际惯例、实际操作难点、个案成败要点、方案整体设计等等却知之甚少、似懂非懂，使 MBO 在一定程度上披上了一层神秘的面纱。一些国有企业领导人和地方官员，真正要搞企业管理层收购（MBO）时，却又不知道从何入手进行规范运作。而我们长期以来一直在为中国本土企业提供以企业改制、重组并购、上市方案设计、现代公司理财和投融资等投资银行业务，并为多家企业提供过以管理层收购、职工收购、职工持股计划和股份期权等方式为主要实现途径的企业产权改制服务，并积累了一些经验。为此，我们特从专业的、便于实际操作的角度，结合党的十六大报告精神和相关政策，通过综合国内外管理层收购理论和实践资料，特别是总结自己操作过的实际案例经验，撰写了中国第一本以本土企业背景材料为基础的专业性和操作性很强的有关管理层收购书籍——《中国企业管理层收购（MBO）运作实务》，以飨广大读者。

我们本着务实的态度，在第一篇对中国经济结构和企业改革多年历史进行快速回顾，并根据党的十六大的理论突破，对中国国有企业乃至经济改革做了大胆预测，并推导出了今后三年内将出现中国国有企业产权改革高潮的结论。本着理论先行的指导原则，我们在第二篇介绍了有关现代公司组织理论、西方国家在管理层收购方面的发展历史和动态，并对东欧一些国家旧经济体制解体过程中的企业私有化操作情况进行了重点介绍，这对我国当前国有企业的产权改制具有重要的参考意义。第三篇对与我国企业管理层收购操作实务有关的主要法律法规进行了务实性剖析，这能提醒所有的参与者，操作方案必须保证管理层收购方案的合法性和规范性。第四篇是本书的重点和精华部分，共分为管理层收购、职工持股计划（ESOP 和 EBO）和股份期权制（ESO），主要是从中国企业的实际出发，介绍了几种中国企业内部收购或改制的模式和方案，并编制了具有演示性质的案例操作。之所以将 ESOP、EBO 和 ESO 纳入本书内容，是因为在推行企业 MBO 工作时，可能会将收购主体的范围扩大，并需要采取一些创新手段。

本书的第一篇、第二篇的第六章、第三篇和第四篇由周奇凤编写，第二篇的第四章和第五章由黄耀华编写。最后由黄耀华完成统稿。

我们相信，本书能启发那些一直在思考如何在企业推行激励和约束并举机制的国有企业领导人的思路，激发他们的热情。本书也能帮助党的十六大以后国有企业的产权所有者——各级地方政府，找到一条盘活国有资产并能实

现资产价值最大化的出路。

另外，我们也相信，本书的出版也能为我们的同行提供一种有效的工具。坦率地说，我们的经验从某种意义上说应该属于商业秘密，是绝对不能与其他同行共享的资源。但是我们认为，中国企业尤其是国有企业产权改革服务的任务实在是紧迫而量大，我们作为业内专业人士，肩负用自己的专业技能大力推动国有企业规范改造的使命。更何况，理论和实践的发展都需要与时俱进，我们通过抛出本书这块“砖”，一定能引来若干块“玉”，与国内同仁一道切磋，进而促进理论的发展，加快中国经济改革，提高整体经济效率，这是我们的志趣所在。

本书成稿历时不长，再加上我们的背景太“专业”，并偏重本书的实用性；同时限于篇幅，甚至难免书存意犹未尽或谬误之处。若有读者对书中的某些观点和提法有不同意见或有新的建议，欢迎来函探讨。

作者电子邮件：qfzhou_m00@alumni.ceibs.edu 或 hyh888@vip.sina.com。

作 者

2003年1月28日于北京

目 录

第一篇：中国国企管理者之梦——背景篇	(1)
第一章 政府的无奈：搞不活国有企业？	(3)
一 国企改革的多次“探索”与“试错”	(3)
二 务实的突破——国有资产分级所有体制改革	(9)
三 国有企业改革的发展方向预测	(11)
预测之一：2003 年将有一个国有股权转让高潮	(11)
预测之二：企业家的价值将得到体现	(12)
预测之三：政府职能转换步伐将加快	(13)
第二章 昂贵的企业制度与廉价的企业家	(15)
一 企业家的悲剧与政府的尴尬	(15)
(一) “中国烟草大王”的悲剧	(15)
(二) “健力宝”当家人的眼泪	(18)
二 资本市场的巨大代价	(20)
(一) 关联企业侵占上市公司募股资金	(21)