

徐士敏 张更鑫 李飞 白燕群 著

管理层收购

——中国企业家关注的热点



中国金融出版社

管理层收购 (MBO)

——中国企业家关注的热点

徐士敏 张更鑫 李 飞 白燕群 著



中国金融出版社

责任编辑：古文君 郑春青

责任校对：潘 洁

责任印制：裴 刚

图书在版编目 (CIP) 数据

管理层收购 (MBO) —— 中国企业家关注的热点 (GUAN LI CENG SHOU GOU (MBO) —— ZHONG GUO QI YE JIA GUAN ZHU DE RE DIAN) / 徐士敏等著. — 北京: 中国金融出版社, 2003.7

ISBN 7 - 5049 - 3083 - 0

I. 管…

II. 徐…

III. 企业合并 - 研究 - 中国

IV. F279.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 055692 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

发行部: 66024766 读者服务部: 66070833 82672183

http: //www. chinafph. com

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 固安印刷厂

尺寸 148 毫米 × 210 毫米

印张 13.125

字数 318 千

版次 2003 年 7 月第 1 版

印次 2003 年 7 月第 1 次印刷

印数 1—3500

定价 28.00 元

如出现印装错误本社负责调换

前言

如果要评选当前证券市场的热门词语，管理层收购（MBO）应该位居前列。自 2002 年 9 月以来，上市公司实施 MBO 进入了一个小高潮。面对这一现实，不管这是中国经济体制改革的深化，还是开放国门的一种必然；如今正在神州大地方兴未艾的 MBO 本身，已表明改革开放的中国正满怀信心昂首阔步地跻身于世界经济的大潮之中。

MBO（management buy-out）即管理层收购，是指目标公司的管理层或经理层通过融入资金，购买本公司股权，从而改变公司股权结构的一种重组行为；也是杠杆收购的一种方式。

事实上，上市公司的 MBO 热只是刚刚启动。业内人士认为，催生这股上市公司 MBO 运动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企产权改革。对国有经济进行战略性重组以实现国有资本从一般性竞争部门向战略部门集中，是党的十五届四中全会关于国有企

业改革思路的重要内容。这一指导思想的重大转变，为国内管理层收购提供了可能。事实上随着国有股通过证券市场减持叫停之后，向外资出售和管理层收购正成为国有资产退出的两条重要途径。

“中共十六大”的文件精神无疑给了 MBO 更大的操作空间。在党的“十六大”报告中，正式承认了民营企业的社会主义经济建设者地位，民营企业家和工人、农民、知识分子一样都是社会主义经济建设者。因此，“十六大”之后，民营化将成为解决企业产权问题的重要手段。

长期以来，所有者缺位和国有股权过重一直是我国证券市场的顽疾。分析人士当即指出，“十六大”之后，MBO 将成为解决上市公司产权问题的重要手段。更有统计显示，目前国内至少有 100 多家上市公司在积极酝酿 MBO 方案，国内上市公司有望近期掀起一股 MBO 的热潮。

中国证监会 2002 年 10 月 8 日颁布了《上市公司收购管理办法》(以下简称《管理办法》，2002 年 12 月 1 日实施)，这对于今后证券市场并购重组的发展与规范有着重要的指导意义。值得关注的是，随着我国证券市场上实施或拟实施 MBO (管理层收购) 的上市公司逐渐增多，《管理办法》中也首次对管理层收购问题做出了相应的规定，这表明 MBO 这种新的收购形式获得了肯定。

上市公司实施 MBO 的积极意义自不待言，小而言之可以调动公司管理层的积极性，完善公司法人治理结构，大而言之可以盘活大量国有存量资产，甚至可能成为国退民进、促进国企购并重组的重要渠道之一。在国外 20 多年来 MBO 的迅猛发展的事实表明，MBO 可以有效地把公司发展和管理层利益紧紧联系起来，起到激励内部管理者积极性、降低代理成本、改善企业经营状况等方面的积极作用。似乎没有理由不相信，MBO 也可以使困扰我国

资本市场和企业经营的一些难题迎刃而解。但从几年来国内上市公司实施或拟实施 MBO 的方案与相关构想来看,还存在不少不规范、不完善之处,主要表现为转让股份的定价、公司管理层的融资渠道以及公司的后续发展等方面。

MBO 资金信托计划、MBO 基金、MBO 杠杆投资机构、MBO 投融资开放式平台……名目繁多的金融工具已经应运而生,来帮管理层化解收购中最头痛的巨额资金缺口难题。随着中国经济改革的深化,中国和国际市场的逐渐接轨,以及中国企业改革和重组越来越强烈的需求,MBO 形式一定会被广泛地运用于我国国有制企业的产权制度改革之中。

在实际的 MBO 运作中应避免发生寻租行为 (rent-seeking):

MBO 的运作应保证其透明、公正和效率,应注意如何最大限度地利用“激励”效应,避免出现新的一股独大和掏空行为。首先应保证法规、政策、方案和操作过程清晰、透明,没有黑箱操作;其次,操作机制应规范、专业、高效,程序公正,避免出现操作的决策者拥有过大的自由裁量权,从而出现设租、寻租、腐败、低效率、定价不当和其他不当行为。

本书从基本知识、实务操作、典型案例这三个方面展开,对管理层收购这一新课题进行阐述,并就一些共同关心的热点问题进行探讨。但愿能对奋战在一线的中国企业家,从事 MBO 专业的财务顾问与投资银行业务人员,以及关心这一问题的有识之士有所帮助。同时,由于基础理论和专业水准的缘故,此书中肯定会有不少问题及不足之处,殷切期望读者对此给予批评指正。

作 者

2003 年 4 月于深圳

目录

知识篇

第一章 MBO——当前企业改革的突破口	3
一、MBO 的基本概念	3
二、MBO 的理论基础	10
三、MBO 与我国国企改革	19
四、《上市公司收购管理办法》的指导意义	22
五、“十六大”暖风频吹	26
第二章 MBO——中国资本市场的新“宠儿”	30
一、中国股权激励的历史沿革	30
二、对国企实行 MBO 的争议	32
三、中外 MBO 的差异	34
四、中国资本市场进行 MBO 的现实意义	39
五、我国 MBO 的发展趋势	42
第三章 MBO——企业资本运营的新途径	45
一、MBO：国有股减持的有效途径	45
二、MBO：有利于进一步健全法人治理结构	51
三、MBO：有利于进一步完善企业产权结构	53

第四章 MBO——投资银行业务的新题材	56
一、MBO 为投资银行业带来勃勃生机	56
二、MBO 为券商提供业务空间	59
三、券商如何克服 MBO 业务的“瓶颈”	67

实务篇

第五章 MBO 的操作流程	73
一、适合 MBO 的对象	73
二、MBO 的类型	75
三、我国 MBO 的政策环境	75
四、成功 MBO 的要素	76
五、MBO 的参与者	77
六、MBO 的一般操作程序	79
七、MBO 运作难点	88
八、上市公司 MBO 的操作步骤	91
附录：非上市公司“MBO 计划书”	94
第六章 MBO 的评估定价	108
一、MBO 定价的可量化因素分析	108
二、资产评估方法和程序	110
三、上市公司的评估和定价	125
四、非上市公司的评估方法	126
第七章 MBO 的融资问题	128
一、信托模式	129
二、MBO 信托方案设计	131
三、MBO 基金	138

四、风险投资基金与 MBO	140
五、MBO 融资的创新	142
六、MBO 资金的退出方式	143
第八章 MBO 的中介机构	144
一、中介机构的作用	144
二、如何选择中介机构	144
第九章 MBO 的风险控制	146
一、上市公司 MBO 的法律问题	146
二、如何克服 MBO 信托的法律障碍	160
三、MBO 融资信用风险	169
四、MBO 的信息披露	174

个案篇

第十章 我国 MBO 的模式和特点	177
一、受让方的组织模式	177
二、MBO 的特点分析	179
第十一章 上市前 MBO	182
一、康恩贝：上市前辗转 MBO	182
二、四通 MBO：中国 MBO 第一案	185
三、华立集团：MBO 助跑	197
四、TCL 集团：在改制中引入 MBO	236
五、康辉：旅游业首家 MBO	241
六、海通集团：上市前 MBO	244
第十二章 上市公司 MBO	251
一、安塑股份：鸿仪系借 MBO 玩转资本市场的棋子	251

二、宇通客车：借 MBO 实现民营	271
三、佛塑股份：高管尝试 MBO	277
四、粤美的：分步实施 MBO	281
五、深方大：MBO 坦途	285
六、胜利股份：借 MBO 反收购	289
七、特变电工、新疆众和：双套 MBO	293
八、洞庭水殖：MBO 始末	300
九、钱江生化：借工会实施 MBO	304
十、宁波富邦：另类 MBO	307
十一、创兴科技：绕道 MBO	312
十二、鄂尔多斯：彻底 MBO	315
十三、全兴股份：大股东 MBO	323
十四、万家乐：抵债完成 MBO	336
十五、新天国际：员工持股实现 MBO	340
十六、天目药业：完全 MBO	343
十七、大众科创、大众交通：连环 MBO	346
十八、强生控股：MBO 出炉	352
十九、人福科技：巧妙的 MBO	356
第十三章 购并催生 MBO	362
一、武昌鱼：MBO 促转型	362
二、仕奇实业：股权转让完成 MBO	366
三、华一投资、幸福实业：购并完成 MBO	370
四、泰跃集团：助推 5 家上市公司 MBO	375
五、九芝堂：收购催生 MBO	394
参考资料	402

知

识

篇

第一章

MBO ——当前企业改革的突破口

一、MBO 的基本概念

MBO 即 Management Buy - out 的英文缩写。在这里，Management 含义是经理、管理人员的意思，可以统称为“管理者”；Buy - out 是指通过购买一个公司的全部或大部分股份（shares）来获得该公司的控制权情形。由此可见，MBO 的含义是管理者为了控制所在公司而购买该公司股份的行为。MBO 译成中文是“管理者收购”，但由于在中国 MBO 的 M 大多不仅是高层管理者，也包括中层管理者甚至员工，因此更多的人将 MBO 翻译为“管理层收购”。

1. MBO 的起源

MBO 起源于美国，20 世纪 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

把它的股份买下来，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，即 30% 股本金，70% 借款。握有这 30% 股权的人占有了公司百分之百的股权。为了给 CEO 一点激励，也给他 20% 的股权，剩余下的 80% 归股东，这就是所谓的 MBO。

英国经济学家麦克·莱特（Mike Wright）于 1980 年发现，并对该现象进行了比较规范的定义。他提出 MBO 是指公司的经理层利用借贷所融资本或股权交易收购本公司的行为。通过收购，企业的经营者变成了企业的所有者。MBO 与 ESOP（员工持股计划）本质的区别在于企业控制权的归属上以及内部人和大股东是否合一。管理层收购活动完成之后，企业的管理层集所有权和经营权于一身，在某种程度上实现了所有权与经营权的统一。

随着 MBO 在实践中的发展，其形式也在不断变化，在实践中又出现了另外几种 MBO 形式，一是由目标公司管理者与外来投资者或并购专家组成投资集团来实施收购，这样使 MBO 更易获得成功。二是管理者收购与员工持股计划（ESOP）或员工控股收购（EBO）相结合，通过向目标公司员工发售股权，进行股权融资，从而免税，降低收购成本。

2. MBO 的国际潮流

德安杰罗（De Angelo）等最早对美国 MBO 进行实证研究，发现 MBO 的目标企业一般多为中小企业，而且大多发生在成熟行业，如零售、纺织、食品加工、服饰以及瓶装和罐装软饮料等。近年来国外 MBO 才在新经济中的高新技术企业里实施。MBO 使管理人员的持股比例大大增加，增强了他们提高经营业绩的动力。实证分析表明，股东财富的变化与管理人员持股比例呈正相关。MBO

需要金融市场和金融技巧的推动，某种意义上它也是一种金融新技术。

在英国，尽管管理者收购现象已经出现了一段时间，但是直到 20 世纪 70 年代末期，它们才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都发挥重要的影响。进入 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。有意思的是，就连 1987 年 11 月股票市场的崩溃也几乎对 MBO 的热潮没有任何影响。从那以后，在英国和美国市场上，MBO 交易受理和成交额都在稳步上升。在 1987 年 11 月股票市场崩溃之后，英国上市公司经过 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，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 所导致的相关各方的激烈竞争成为企业竞争的热点和焦点。自 20 世纪 80 年代开始，MBO 成为英国对公营部门私有化的最常见方式，英国政府广泛采用了 MBO 形式及其派生形式 EBO（员工控股收购）。

在美国，MBO 和杠杆收购在 1988 年达到了顶峰。1987 年，美国全年 MBO 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行所有商业贷款 9.9% 的份额。90 年代初期，随着垃圾债券市场的萎缩以及 80 年代几宗大交易的失败，杠杆收购的步伐有所放慢。到了 90 年代末期，杠杆收购和 MBO 在美国有了新的发展。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 70 年代末期仅为 5% 左右，而 90 年代中期该百分比数已经增长到了 15% 左右。1974 年，全球 500 家最大的企业中就有 50% 已经实行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，公司经营管理的专业要求不断提高，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公司，对职业经理人或者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，以经营管理入股和获股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已占总股份的 30%（接近于控股）。

从 20 世纪 80 年代到 90 年代，MBO 在欧洲的发展势头毫不逊色于美国。1981 年至 2000 年间，MBO 在欧洲实施的公司数量和总体规模上都有上百倍的增长，其中更以德国、法国、荷兰和意大利为首。

此外，管理层收购在国外还被当作国有企业私有化的一种有效方式。国外国有指标的私有化改革普遍涉及 MBO，如英国公营部门的私有化，就广泛采用了 MBO 及其派生形式 MEBO（管理层与员工收购，Management and Employee Buy-out）。原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广为实施，MBO 在国外中小上市公司中得以普遍使用。

90 年代，MBO 又被众多学者、专家当做完善公司治理结构的有效手段。同时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。

3. 香港市场的 MBO

在 MBO 融资渠道的选择、交易价格的确定、交易方式的安排、中介机构及中小投资者参与等四个方面，香港与内地资本市场都有所不同。

(1) 融资渠道的选择

管理层收购仍然属于杠杆收购的范畴，调查显示，约 80% 的收购资金需要由管理者通过对外融资的方式筹措。香港作为著名的国际金融中心之一，聚集了大量的国际金融资本，同时金融管制较为宽松，一家具有较好财务状况、良好发展前景的公司，其管理层收购方案会吸引众多银行、风险投资公司、投行、保险公司、信托基金的参与。这些机构不仅提供交易资金，而且还积极参与公司的战略决策和经营管理，通过公司经营业绩的增长获得投资分红、资产增值和资产转让的收益。

例如，香港宝途集团主席高长昌收购公司核心业务一案，就得到来自国际著名的私人投资基金美国凯雷集团（Carlyle Group）的支持。

目前内地融资渠道单一以及相关法律、法规建设的滞后是上市公司实施 MBO 的主要障碍。

(2) 交易价格的确定

根据香港联交所颁布的《香港公司收购及合并守则》的有关规定：资产的重估需由独立及有专业资格的估值师或其他专家进行或确认，并清楚说明估值所根据的基础。具体操作也都是采用西方国家通行的评估办法和较为成熟的财务模型，如市场价格法、账面价值法、市盈率法、净现金流量折现法（NPV 法）、经济增加