

管理层收购ABC

GUAN LI CENG
SHOU GOU ABC

李盾 主编

▲ MBO 基础知识

▲ MBO 的一般操作

▲ MBO 的资产评估

▲ 与 MBO 有关的融资

◆ MBO 的整合

◆ MBO 的效果分析

◆ MBO 的条件分析

◆ MBO 的现状分析

对外经济贸易大学出版社

(京)新登字 182 号

图书在版编目(CIP)数据

管理层收购 ABC/李盾主编. —北京:对外经济贸易大学出版社, 2003

(经济与管理热点问题 ABC 丛书)

ISBN 7-81078-249-5

I. 管… II. 李… III. 企业合并 - 基本知识 IV. F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 046707 号

© 2003 年 对外经济贸易大学出版社出版发行

版权所有 翻印必究

管理层收购 ABC

李 盾 主编

责任编辑:陈友军

对外经济贸易大学出版社

北京市朝阳区惠新东街 12 号 邮政编码:100029

网址: <http://www.uibep.com>

北京山华苑印刷有限责任公司印装 新华书店北京发行所发行

开本: 850 × 1168 1/32 12.5 印张 302 千字

2003 年 7 月北京第 1 版 2003 年 7 月第 1 次印刷

ISBN 7-81078-249-5/F·146

印数: 0001 - 5000 册 定价: 22.00 元

经济与管理热点问题 ABC 丛书

管理层收购 ABC

主 编	李 盾	
副主编	贾玉良	杨海峰
编 委	何亮宇	梁继洲
	林继东	王 淳

对外经济贸易大学出版社

序 言

从 1999 年“四通”集团的国内首例 MBO 案例开始到 2002 年证监会颁布《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》和《上市公司收购管理办法》，中国的管理层收购就像一个新生的“婴儿”不断成长，正在从不成熟走向成熟，从不规范走向规范。近几年时间里，国内已经有十多家上市公司实施了 MBO，同时有众多上市公司开始讨论和计划实施 MBO。

管理层收购实现了从经理人到股东的转变，是对经营者价值的肯定，也是对公司法人治理结构的补充，是中国产权改革和国企改革的最新探索。

首先，管理层收购有利于降低企业代理成本。在实行所有权与经营权分离的企业当中，管理者有充分的自由代表所有者进行经营决策，这在一定程度上会导致管理者置所有者的利益于不顾，而追求自身利益。我国传统国有企业中内部人控制所导致的资源的浪费、国有资产的流失和效率的低下可以看作是“代理成本”的一种特殊的表现形式。实施 MBO 后经理层同时成为企业的所有者，企业绩效与管理者报



酬直接挂钩。经理层会充分发挥其创造力和积极性致力于企业的整体发展。

其次，管理层收购有利于解决企业产权问题。在近年来的国企改革过程中，过分强调经营权，淡化企业法人财产权，导致目前普遍存在的“所有权缺位”和“内部人控制”现象严重。这也是目前我国国有企业要重点解决的问题。而在许多民营企业中企业领导者在企业成长过程中起了巨大作用，他们的付出和对企业的贡献，实际上有所有者的成分，但是他们却没有所有者的权利或者说所有者权利模糊。通过实施 MBO 企业经理层成为股东，拥有所购买股份的所有权。这便解决了所有权缺位的问题。所有权到位，显而易见在这种条件下，经理层追求的目标不仅是企业经营效益最大化而且是股东利益最大化，这样便在一定程度上避免了经理层的短期行为。在这种条件下也会减少所谓的“内部人控制”问题，因为经理层有双重身份，既是经理也是股东。不会发生经理层为了自身利益而损害股东利益的情况，因为损害股东利益就是损害自身利益。在实施 MBO 后两权合一，经理层在法律上具备了所有权。

通过实施 MBO 也可以帮助解决国有企业产权结构不合理的问题，引入企业的经营管理人员持有公司的股份，可以稀释国有股的比重，当管理人持有的股份达到一定的数额时可以有效地防止大股东的独断专行。而且，由于持股的公司管理人员对公司的经营状况相当的了解，并能以主人翁的精神对公司的经营、决策负责，能够建立起有效的治理机制，起到相互制衡的作用。因此，通过 MBO 的方式来解决产权结构不合理现象是十分有效率的方法。

管理层收购还有利于完善公司治理结构，增强对经营者的激励和约束。在激励方面，经理层收购本公司的股份后，成为



公司的股东，这样所有者与经营者的利益不再存在矛盾而是合而为一，经理层的个人利益与企业的整体利益一致，经营者必然充分发挥自己的才能为企业创造更大的价值。避免了短期行为的发生，经营者自身的所有者身份对自己形成了最好的长期激励。在我国，也能防止“晚节不保”和“59 现象”等问题的出现。实施 MBO 后，经理层的收入不仅包括工资，奖金等薪酬收入还包括股权收入，这样经理层的收入便会有很大的提高，贡献与收入之间就会趋向平衡。在约束方面，在我国 MBO 实施过程中经常拌有职工持股现象，既管理层与职工共同收购目标公司，职工参股形成利益主体多元化，保证了企业内部的纵向和横向监督。而且融资收购所带来的偿还债务的压力和债权人的监督也形成了对管理层的有效约束。

不过，我们还要看到管理层收购也带来了诸如暗箱操作、定价过低和国有资产流失等各种各样的问题。中国目前的管理层收购还有众多不规范之处，如何科学合理的利用管理层收购来激发企业的活力，同时又不损害国家和人民的利益成为目前学术和企业界共同关注的一个问题。

本书形式简单，语言通俗，对近几年中国 MBO 进程进行了总结，从中外对比当中分析了目前中国 MBO 操作的特点以及遇到的问题，并试图探索出一条规范而且适合中国国情的 MBO 道路。

由于编者水平有限，错误之处在所难免，恳请读者批评指正！

编者
2003.6

目 录

第一篇 基础篇

- 1 管理层收购基础知识/3
 - 1.1 管理层收购的含义/3
 - 1.2 管理层收购的特征/5
 - 1.3 管理层收购的动因/6
 - 1.4 管理层收购的经济学解释/8
 - 1.5 管理层收购的管理学解释/11
 - 1.6 杠杆收购的含义/19
 - 1.7 杠杆收购的兴起与发展/22
 - 1.8 杠杆收购的特点/25
 - 1.9 管理层收购与杠杆收购的比较/30
 - 1.10 员工持股 (ESOP) 的概念/36
 - 1.11 ESOP 的目的/37
 - 1.12 ESOP 的制作背景/38
 - 1.13 ESOP 历史及发展概况/38
 - 1.14 员工持股与普通股及内部职工股的区别/40
 - 1.15 ESOP 的优势/41
 - 1.16 ESOP 的缺点/42
 - 1.17 ESOP 所有权对管理层表决权的影响/42
 - 1.18 适合采用 ESOP 的公司/43



- 1.19 管理层收购与员工持股的区别/43
- 1.20 管理层收购与员工持股的结合
——管理层员工融资收购/44
- 1.21 管理者股票期权 (ESO) 的概念/48
- 1.22 管理者股票期权的历史及发展概况/49
- 1.23 管理者股票期权的作用/50
- 1.24 管理者股票期权在国外特别是在美国
企业实行过程中的基本原则和要求/51
- 1.25 管理层收购与管理者股票期权及
员工持股比较分析/52
- 1.26 企业兼并收购的含义/53
- 1.27 管理层收购与企业兼并收购的区别/55
- 1.28 管理层收购的兴起/59
- 1.29 管理层收购的发展概况/61
- 1.30 管理层收购按照收购目标的运作模式/65
- 1.31 管理层收购按照资产流动方式的
运作模式/66
- 1.32 管理层收购包含的基本金融术语
及其内涵简介/68
- 1.33 管理层收购包含的基本法律术语及其
内涵简介/73

第二篇 管理层收购

2 管理层收购/87

- 2.1 管理层收购一般操作程序/87
- 2.2 管理层收购的参与者/93
- 2.3 尽职调查的意义/95



- 2.4 尽职调查的内容/96
- 2.5 公司及产业方面的调查/97
 - 2.6 财务状况的审查/105
 - 2.7 法律方面的调查/109
- 2.8 影响尽职调查的因素/111
- 2.9 尽职调查的时间安排/113
- 2.10 尽职调查中关键的参与方/114
 - 2.11 管理层收购的方式/115
- 3 资产评估/122
 - 3.1 评估定价在 MBO 中防范集体、国有
 - 资产流失的关键作用/122
 - 3.2 资产评估的概念/123
 - 3.3 评估主体的概念/123
 - 3.4 评估客体的概念/124
 - 3.5 评估的特定目的/125
 - 3.6 评估的价值类型/125
 - 3.7 资产评估的基本方法/126
 - 3.8 资产评估程序/127
 - 3.9 资产评估的模型/129
 - 3.10 资本资产定价模型 (CAPM) /129
 - 3.11 公式评估法模型/132
 - 3.12 投资回报率法模型/134
 - 3.13 贴现现金流量法模型/135
 - 3.14 评估方法的实际运用/145
 - 3.15 进行评估、定价的原因/145
 - 3.16 不把评估这一项工作全部委托给中介



- 机构的原因/146
- 3.17 企业对评估工作应采取的态度/147
- 3.18 上市公司的评估和定价的方法之一
——账面价值调整法/148
- 3.19 上市公司的评估和定价的方法之二
——收益法/149
- 3.20 上市公司的评估和定价的方法之三
——市场比较法/151
- 3.21 影响非上市公司评估的因素/153
- 3.22 非上市公司的评估方法/155
- 3.23 对商誉进行评估的方法/156
- 3.24 商誉评估需要注意的几个问题/158
- 3.25 技术入股及对技术的定价/159
- 3.26 技术创新在高科技企业发展中的作用/160
- 3.27 技术入股与高科技企业的制度创新/165
- 3.28 为技术资本定价/175
- 3.29 在定价过程中还要做的安排/179
- 3.30 在收购协议中, 适合用公式确定
收购价格的时机/180

4 融 资/181

- 4.1 融资的定义/181
- 4.2 “管理层收购融资”和“管理层收购再
融资”的定义/182
- 4.3 主要筹资工具 /183
- 4.4 权益相对于债务来说基本特征/184
- 4.5 管理层收购融资和再融资的主要来源/185



- 4.6 债务的含义及其价值的判断方法/186
 - 4.7 票面利率和实际利率/188
 - 4.8 利率的管理体制简介/189
 - 4.9 债务的类型/190
 - 4.10 取得长期借款的条件/194
 - 4.11 长期借款的保护性条款/195
 - 4.12 发行债券的资格与条件/196
 - 4.13 可转换证券筹资简介/197
 - 4.14 可转换债券的发行条件/201
 - 4.15 可转换债券筹资的特点/202
 - 4.16 垃圾债券简介/203
 - 4.17 抵押品的定义/205
 - 4.18 债权人的类型/207
 - 4.19 杠杆收购的定义/210
 - 4.20 股东权益的定义，及其价值的确认方法/213
 - 4.21 权益筹资类别——从风险资金到私募以及公开发行，一个新成立的公司能采用的权益筹资方式/214
 - 4.22 普通股融资的特点/217
 - 4.23 股东在公司中享有哪些基本权利，谁来保证这些权利？/218
 - 4.24 普通股的种类/219
 - 4.25 股票发行/221
 - 4.26 股票上市/225
 - 4.27 混合融资工具/228
 - 4.28 计算涉及负债、优先股以及普通股



交易的资本成本/230

4.29 选择融资的方式/241

4.30 财务顾问的作用/243

4.31 财务顾问的具体工作/246

4.32 选择财务顾问的方法/247

4.33 财务顾问收费标准/249

5 管理者收购的整合/250

5.1 内部经营管理的调整和整合/250

5.2 外部资本市场的调整和运作/252

5.3 员工持股 (ESOP) 后的整合/254

5.4 收购谈判、签订合同在 MBO 中

应有的内容/257

5.5 收购协议的目的/258

第三篇 结论篇

6 效果分析/261

6.1 国有企业改革的目标/261

6.2 MBO 对中国国有企业改革的意义/261

6.3 产权/263

6.4 法人财产权/265

6.5 公司制企业中所有权 (股权)、法人

财产权、企业经营权三者的关系/265

6.6 产权不清晰的含义/266

6.7 “内部人控制”的含义/266

6.8 “内部人控制”形成过程/267

6.9 内部人控制与国家行政干预之间的关系/267



- 6.10 行政干预下的“内部人控制”
造成的后果/268
- 6.11 我国国有企业存在的产权结构
不合理现象/269
- 6.12 在我国国有企业中实施 MBO 对
产权改革的促进作用/270
- 6.13 MBO 与国有企业抓大放小战略
之间的关系/274
- 6.14 我国集体企业中存在的产权问题/275
 - 6.15 “红帽子”企业/278
- 6.16 私营企业的产权问题/279
 - 6.17 激励与约束机制/281
- 6.18 激励机制不到位给国企发展带来的
负面作用/281
 - 6.19 实施 MBO 对经理层的激励/282
 - 6.20 实施 MBO 对经理层的约束/282
 - 6.21 “代理成本”/283
- 6.22 实施 MBO 可以有效降低代理成本/284
- 6.23 实施 MBO 与国有股减持的关系/284
 - 6.24 实施 MBO 与国有资产流失/285
 - 6.25 实施 MBO 带来的国有资产流失
原因分析/289
- 6.26 实施 MBO 给管理层报酬带来变化/290
- 6.27 实施 MBO 对企业分红政策带来的影响/291
- 6.28 实施 MBO 对企业经营绩效带来的影响/294
- 6.29 实施 MBO 对企业结构调整带来的影响/296
 - 6.30 实施 MBO 带来的税收问题/297



- 6.31 实施 MBO 对卖方 (目标企业出售方)
会带来的有利之处/303
- 6.32 实施 MBO 对买方 (目标企业收购方)
会带来的有利之处/304
- 6.33 实施 MBO 对新公司带来的有利之处/304
- 6.34 实施 MBO 对资金提供者会带来的
有利之处/305

7 条件分析/306

- 7.1 实施 MBO 需要具备的微观条件/306
- 7.2 美国关于 MBO 的有关法律规定/307
- 7.3 英国关于 MBO 的有关法律规定/308
- 7.4 日本关于 MBO 的有关法律规定/309
- 7.5 我国关于 MBO 的一些法律规定/309
- 7.6 在管理者收购之前, 对新公司进行
股权投资的相关法律文件/335
- 7.7 我国实施 MBO 的法律风险及防范/340
- 7.8 我国实施 MBO 的财务风险及防范/344
- 7.9 我国实施 MBO 的道德风险及防范/345
- 7.10 我国实施 MBO 的公司治理结构风险
及防范/345
- 7.11 在我国实施 MBO 收购的主体要求/346
- 7.12 实施 MBO 需要的市场环境 /350
- 7.13 实施 MBO 对企业的要求/351

8 现状分析/354

- 8.1 中国管理层收购的特点/354



- 8.2 我国上市公司 MBO 的现状/355
- 8.3 我国 MBO 典型案例及其特点分析/357
- 8.4 当前我国国有企业管理层收购的
主要工作/363
- 8.5 管理层收购在我国实施的可能性分析/366
- 8.6 中外 MBO 的区别/368
- 8.7 我国目前实施 MBO 的面临的主要问题/373
- 8.8 我国 MBO 收购资金来源的合法性/375
- 8.9 针对我国 MBO 所面临的问题考虑的
一些对策/377
- 8.10 中国管理层收购的发展前景/379

第一篇 基础篇

