

从员工持股 到管理者收购 操作手册

王 阳 李 斌 等著



机械工业出版社
China Machine Press

王 阳 李 斌 等著

从员工持股到管理者收购 操作手册



机械工业出版社
China Machine Press

两年前, MBO是一个观念问题, 现在则是操作问题。MBO不存
在一个固定的、保证成功的模式。它的判断标准是使得企业的管理者、
所有者都有一个比较满意的方案, 而且在这个方案的基础上能够使得
这个企业得到可持续的发展。最近作者在参与了大量MBO的案例后,
考虑各类企业家就《MBO: 管理者收购》一书的讨论, 有了一些新
的认识, 所以又组织编写了目前这本更趋于操作型的管理者收购的小
册子。

版权所有, 侵权必究。

图书在版编目(CIP)数据

从员工持股到管理者收购: 操作手册/王阳等著. -北京: 机械工
业出版社, 2001.8

ISBN 7-111-09301-1

I. 从… II. 王… III. 企业-股份制-研究 IV. F271

中国版本图书馆CIP数据核字(2001)第056361号

机械工业出版社(北京市西城区百万庄大街22号 邮政编码100037)

责任编辑: 王磊 杨雯 版式设计: 赵俊斌

北京市密云县印刷厂印刷·新华书店北京发行所发行

2001年8月第1版第1次印刷

850mm×1168mm 1/32·9.75印张

定价: 18.00元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换



作者简介及分工

- **王阳** wy@mergers-china.com
中国社会科学院研究生院投资系研究生。负责整体协调。现供职于万盟投资管理有限公司。
- **李斌** lb@mergers-china.com
北京电力专科学校学士，负责全书统稿并编写第1、6章。现供职于万盟投资管理有限公司。
- **温德纯** wdc@mergers-china.com
大连理工大学工学硕士，负责编写第8、9章。现供职于万盟投资管理有限公司。
- **赵金亮** zjl@mergers-china.com
山东大学经济学、理学双学士，负责编写第2、7章。现供职于万盟投资管理有限公司。
- **田琦** tianqiman@mergers-china.com
首都经济贸易大学经济系硕士，曾参与编写《中国并购报告2001》。负责编写第3、4章。现供职于万盟投资管理有限公司。

- **金景波** jjb@mergers-china.com
首都经济贸易大学经济系研究生，负责编写第8、9章。现供职于万盟投资管理有限公司。

- **刘卓琳** liuzhuolin@21cn.com
首都经济贸易大学硕士，负责编写第4章。现供职于万盟投资管理有限公司。

- **赵航** zhaohang@mergers-china.com
首都经济贸易大学经济学学士，参与编写第3章。现供职于万盟投资管理有限公司。

- **李琳** lilin@21cn.com
首都经济贸易大学硕士，参与编写第4章。现供职于万盟投资管理有限公司。

本书由王阳负责谋篇布局、整体协调，李斌负责统编全稿。

此外，要特别感谢万盟投资管理有限公司总经理王大力先生在本书写作过程中所给予的支持和帮助。并感谢参与《MBO：管理者收购》一书写作的各位同仁给予的无私帮助。



代序

中国企业家心照不宣的一根神经

——关于管理者收购的讨论

牛文文：

中国MBO的实践，从王总的第一本MBO书《MBO：管理者收购》开始到现在，刚刚两年，现在重提MBO这个话题，我感觉有两层意义。第一层，MBO可能是处于资本迷局中的中国企业家阶层的一条比较现实的出路。最近这两三个月以来，中国本土的创业型企业家中弥漫着一种焦躁的气氛，在股东和股东意志日益显性化的情况下，创业企业家突然间感觉到找不到自己的位置，也不知道能不能和股东（投资者）分享企业，大家都感觉很迷茫，极端的案例就像最近我们报道过的实达叶龙选择了离开，喷施宝王祥林选择了决裂。要么两手空空出局，彻底失去企业，要么激烈对抗，鱼死网破，这对企业、企业家、投资人乃至整个经济发展都不是好事。是不是还可以找到一条比较理性、平和的商业上的解决之道？MBO是不是中国企业家比较现实的一种选择？一套理性的商业规范，也是对未来创业型企业家的保护。第二层，如何从MBO的激情阶段进入平稳的商业操作阶段。两年来许多企业在这方面做过探索，但到现在为止，感觉还没有一个比较通行、比较规范的做法，最早开始做MBO的四通，现在也没有下文了；春兰的庞大计划，好像也嘎然而停了。如何从MBO的激情阶段进入平稳的商业操作阶段？现在是好好探索总结一番的时候了。

王巍:

我们当时做那本书的时候，主要是根据媒体上宣传四通集团提出MBO方案。四通集团MBO方案引发了中国企业家和社会公众对管理者持股问题的重视，而且又采取了一些机制方面的东西去实现，我觉得有很重大的意义。但是从专业角度来说，这里有很多似是而非的东西，对MBO本身的感觉也是很不规范。似乎刚刚有个想法而已，而且封闭在四通集团内部运作。在中国的市场中有很多东西是不太规范的，但是应该有一个规范的方向。我们以这个为引子组织专家共同研究做了《MBO：管理者收购》这本书，成了畅销书，并获了图书奖。最近在参与了大量MBO的案例后，考虑各类企业家就这本书的讨论，我们有了一些新的认识，所以又组织编写了目前这本更趋于操作型的管理者收购的小册子。

你谈到最近出现了一大堆资本和管理层互相冲突的问题。给我的感觉是，媒体更多渲染的是冲突的感情色彩。往往是拿拥有资本的投资方和拥有知识的管理者进行比较，到底谁是强权，强权就是公理。这种公众性的情感宣泄使得人们有资本战胜了知识的感觉。实际上不是那么简单，资本也代表知识，控制资本的人也往往是知识分子，这也是一种知识冲突。不能说资本就代表为富不仁，没钱的管理者就一定要受不公正的待遇。我觉得还是要把资本和管理作为一种生产要素来讨论，这种生产要素在公司要落实到产权上。如果把它们都折换成产权这种共同的语言，这就是产权冲突了，是股本谁大谁小的问题，是有法律规则可约束的，可以没有那么多的感情色彩在内。为什么目前管理层股权都很小，毕竟中国走向市场的时间很短，刚刚20年。由于目前中国的公司法和几十年来的政策，政府的一些规则使得有形资产尽管实际上

已经烂掉了，但是在账面上还是实实在在的资产，而管理组织之类的无形资产再大在账面上几乎都为零。管理要素和资本要素在公司中的作用是不成比例的，以后管理因素、知识因素、思想等在新经济中起了重大作用之后，社会认可才会提高，它的比例会逐渐提高，但是需要一系列的法律架构来配合。今年是中国共产党成立80周年，江泽民总书记讲三个代表，其中很重要的一个是始终代表先进生产力的发展要求。先进生产力一定是时间性很强的概念，在今天来讲不是50年前的生产力了，现在来讲先进的生产力一定是以科技、管理为主体的知识型生产力，这种导向应该使得知识的份量越来越大，管理层的价值越来越高。管理者收购也会师出有名，深入人心。

我们讲的管理者收购与国外讲的是不一样的，我们讲的是中国管理者收购。国外的是通过金融操作方式控制着企业，管理者也可能是外部的，也可能是内部的。而中国的管理者收购只能是渐进的过程，只能是在企业发展过程中分享企业的增长利益，在这个过程中盘活存量，分享增量。从不承认管理作为生产要素到承认管理者的价值，从不承认管理者应该拥有股权到现在承认管理者有可能控股企业，这本身是重大的社会经济变革。即使管理者只是拥有3%~5%的股权，我们也将其视为趋向于管理者收购的大趋势。中国是从管理者持股开始就已经进入了管理者收购的过程。

牛文文：

的确，目前中国的企业家或者管理层采取的方式多种多样，并不完全是着眼于从股权上控制企业，实际上是“只求分享，不求控制”。从这本新书中收集的大量案例中可以清楚地看到这一点：

只有少数案例称得上是经典意义上的MBO，大多数的企业只是做了员工持股计划或管理层期权期股安排。但是书中选编的国外案例，很明显是着眼于控制企业，而不止是分享增量。要么是股东自己要撤出这个企业，就把企业的股权转让给管理层，要么是管理层为了防止敌意收购，在资本市场上采取主动的股权回购行动，努力控制这个企业。

承认管理者的分享权利，这对整个社会来说已经是一个进步；但企业家尤其是那些一砖一瓦、白手起家的创业型企业家，是不是能心平气和地接受“不在于多与少，而在于有没有”？

王巍：

这两年当中有大量管理者收购发生，无论是大企业还是小企业。千军万马都在想这个问题，大家都通过自己的方式努力去做这个事情。但是在这个过程中由于缺乏国家政策的明确规定，缺乏可依赖的法律准则，以及比较公开化的样板，特别是缺乏一大批具有专业水准的专业人士，许多管理者不得不在迷茫中摸索。在摸索中一定会有相当成功的，但这是小概率事件，而大部分是伴随着一些社会资源的浪费。我觉得应该敦促国家有关部门，敦促社会上有关专家学者更多地关注这个问题。在这个问题上酝酿一些突破，使得管理者收购进入规范化、有序的过程当中。这种规范有序不是政府主导的规范有序，而是面向市场的。政府制定规则，由市场规范，靠市场来调控，靠市场来使得其有序。管理者收购当中无论是成功还是有什么问题，常常是高层一句话打死，往往不给你调整的余地。我觉得这都是在计划经济下简单的对问题的判断，对于经过20年改革开放以后的中国企业家和中国管理层已经提高的素质视而不见，缺乏信心。政府要对中国企业家整

体阶层的素质有信心，无论是媒体还是政府，应认识到这批企业家已经不是10年前、20年前的企业家，他们是经过几十年的风风雨雨，是经过市场跌宕、有国际视野的企业家了。我觉得不能一提到企业家首先在心态上就认为是为富不仁、急功近利，这都是对企业家最明显的一些误解。

规范化的问题是非常重要的问题，特别是现在大家提到的国有股减持。我个人感觉过去中国国企改革基本上三个方式，一个叫做分，一个叫做卖，一个叫做赏。分就是股份制改造，卖就是抓大放小，赏就是给点股权期权。这三种方式我看已经到头了，对国有企业内部实行自上而下的改革这三条道早已经走完了。现在要靠市场来引导体制改革，市场引导的体制改革主要是靠金融市场或者是并购市场这样的股权的横向交易，所以就要鼓励市场交易，完成政府所不能完成的未竟的事业。

牛文文：

一谈到MBO，就好像是国有企业的经营者向政府或者是国有股的代表要求分享一些东西，但是现在有那么多上市公司，有那么多私人投资者和跨国投资者进入企业，实际上MBO中的这对矛盾可能不再是企业家和政府代表之间的政企矛盾，更多的是企业内部经营者（或者创业者）与投资者的矛盾，是公司治理结构或者是资本市场的概念，政府在这里应该作为股权所有者出现。

社会对MBO有误解，企业家中间也有不切实际的想法。当年创业的时候还没有想到要分享，许多人只是想能有个施展才能的舞台就满足了，结果到现在突然发现，国有股减持也罢，自然人股东进入也罢，到了真正的资本来给你界定权利的时刻，突然间

发现讨价的余地很小，所以就很急，就想要多的。实达的第一任总裁当初跟董事会提出要控制股份，但股东们在比例上接受不了，最后负气出走，自己创业。最近第二任总裁又离开了，大家看到是一种苍凉的感觉，13年创业，离开时只有那么一点点股份，远远谈不上什么控制。

这些人的结局，对创业家群体是一种强烈的心理暗示：赶快控制，该出手时就出手，现在你的对手明确的是私人了，已经不再是国家了，可以讨价还价了，于是跟资方谈判的时候就可能闹到激烈对抗，要么我走，要么怎么怎么样。这就不再是理性的阶段了。感觉中国的企业家在股权分享上压抑太久，突然要爆发。其实私人股东可能比国有股东更“斤斤计较”，人家个人实实在在掏一两个亿现金投在企业里边，你要拿走35%股权，他怎么会答应？

MBO对企业家来说是一个机会，也是一个很大的挑战：如何“充分而不过分”地利用MBO，怎么理性地利用这些工具？

王巍：

我觉得这里提到两个问题，一个问题是由于过去大部分企业都是国家所有，所以管理者收购的初期都是和国家谈的。因为国家的地位，其心态就是赏给你。而我们企业家要钱也是战战兢兢，这是赏钱。随着更多的上市公司和规范的公司出来以后，国家逐渐走向后台。由国家授权或者是外资或者是私人已经走到面上来了，但是总体来说国家股还占大部分。很多私人企业家站在第一线，早期的私人产业往往是靠个人技能发家，无论是靠什么方法，你可以称其为管理者致富。但是一旦形成资产了就成为了所有者，多年的媳妇熬成婆，就可以对后来的管理者提出鼓励的机制问题。

X

这里要明确一个问题，要确认管理资源是生产要素。管理不是一个人的想法，是一个生产要素，是生产产品、构造一个产业的最基本的东西，而且随着社会走到今天，高科技和管理的贡献越来越大，这是应得的，并不是谁来赏的，一定要正视这个问题。这个问题要靠理论家来鼓吹，为管理者和股权地位正名。但是更多的理论家关注的是从提高经济效益上或激励管理者的角度上（“赏”的角度）讨论国有体制改革，而不是为管理者争权益。这种角度使得大家对管理要素的贡献研究不足，特别是对如何量化没有研究。

我觉得要研究管理者贡献的量化。中国缺乏商业学家这个阶层，都是经济学家的高头讲章，这不够。**管理者要素的量化研究是管理者收购的理论依据，值得各界关注。**从古典经济学来说，每一种生产要素都对应一种收入，每一种产出都对应一种投入。按照传统的马克思主义来说，资本家投入了资本获得了利息收入，土地所有者获得级差地租，工人投入劳动力获得了工资。随着社会走到今天，现代公司把这些生产要素组织起来，按照最好的配置，发挥最大效益。公司的管理者是企业家，企业家收入什么呢？企业家的收入就应当是这整个企业价值的增值的一部分。因此，他们除了作为管理者该得的工资以外，还应该有作为企业家的贡献，他投入管理，投入知识，这块更多的应归于企业管理者，因此管理者拿企业的分红是天经地义的，理直气壮的，而且是可以量化的。利息拿多少，地租拿多少，工资拿多少，这些都是有规则的，剩下的就可以考虑管理者作为企业家的分配权了。**我觉得要解决管理者真正的利益所在，管理者的生产要素该拿钱是天经地义的，不是需要谁来赏的，这是很重要的一个心态。**

第二个是你刚才谈的心理状态的问题，由于冲突剧烈，大家

就觉得强权是公理，于是在争夺企业管理权的时候五花八门，恨不得一下子解决很多年的问题，各种生产要素一到位，就把管理者股权先拿走，这客观上也导致投资者对管理者的不信任。这就像1和0的关系，管理者是1，其他各种要素是0。再伟大的1也需要有0，单有0肯定不行，单有一个0也不行，加上一个1就可以构成很大的数。从管理者的角度来说要保证自己的权益是可以理解的，但不能不考虑其他要素的存在。管理者是企业的船长，船沉的时候应该在最后才走，而许多管理者从上船那天起就带一个救生圈，而且整天背着救生圈到处晃，随时准备弃船逃生。这种状态怎么会让别人有信心呢？另外，很多管理者在谈，你投资者投了100万了，我干了三年赚了500万，我给你200万不够吗，我给你300万不行吗，你凭什么都拿走呢？很多管理者都是这样来考虑问题的。谈判时往往都是说你当年给我50万，我现在给你挣到6000万，我能拿多少？从商业规则而言，无论是你今天赚了多少钱，你都要按照当年的协议拿钱。有一些管理者突然成功了，赚了钱，然后自己转移账户，觉得良心上是过得起他了。在这里是不讲良心安慰的，是商业伦理和法律问题。

牛文文：

有一家很大的公司，管理层里面弥漫着这样一种气氛：你当年只投入了20万美金，今天已经从企业拿回近一个亿美金了，难道我们这些在企业做的人不该更多地分享自己创造的成果吗？

王巍：

国家在联想当初投了多少钱呢？返还国家的不知有几百倍。到最后还是国家占大股，柳传志等一批管理者是非常成熟的、守规则的，因此联想集团的产权明晰问题处理得好。

这就是靠情感来解决问题，而不是靠市场规则。靠政府主导是有问题的，靠情感主导也是有问题的，你必须靠冷冰冰的市场规则来规范，在这里要靠一个综合判断因素来确定定价，所以管理者的定价是一个核心。管理者不是个人，是整个阶层定价，到底是多少钱，这是投资银行的工作，不是酒足饭饱之后说多少钱是多少钱，它是一个很冷静的问题。中国社会就像黄仁宇先生讲的，不懂得数目化管理，大多是靠感觉。我觉得管理者权益也要研究量化，在这个基础上相比较，不能说靠感情的维系，也不能单单靠政策的安排。

牛文文：

刚才您谈到定价问题、谈判问题。实际上企业管理者或者是职业经理人，在与老板谈判的过程中处于一个非常弱势的地位，谈判时既没有可借鉴的商业规范，也没有第三方介入，一旦有争议往往是被迫出局后再讨说法。有一位经理人说：我跟老板谈，事先我完全是很被动的，没有第三方说怎么样，当执行一段以后，他可以单方面修改合约，你没有别的办法，除非负气把你这个企业破坏掉。资本方和管理方，谁更需要中介或第三方的智慧？

王巍：

我同样可以提出很多资本方处于弱势地位的例子，就像最近的新浪网，资本方投入很多钱，管理层愿意怎么管就怎么管，否则就硬性处理，产生大的内伤或硬伤。所以你可以找出管理层的弱势，也可以找出资本方的弱势，所以谈判优势是根据不同的条件不断地转换的。如果你从谈判一开始就处于弱势，一般情形下，只能表明你本身就是弱势。为什么弱势还谈判呢，因为对你有好处，只是后来企业发展了，价值变化了，你没有重新谈判。重新

谈判是商业规则，是正常的。应该不断地沟通，重一点是谈判，再重一点是双方讨价还价，双方都需要。你为什么愿意合作，因为给你提供了一个舞台，因为管理者不光是要赚钱，还有一个实现自己、自己有一个舞台的问题。资本方也是一样，赔钱也投，为什么呢？因为他感觉自己是企业家，有成就感。分分合合是企业行为，不一定一分就变成社会新闻，这是企业交易问题，是利益问题，你不能用道德评价企业发展。像硅谷的发展如果没有这么多的裂变不会有今天的硅谷，如果大家都抱成团走到今天，永远是这一批人，这个企业就有大的危机了。企业不断的分裂才可能淘汰一些生产要素，淘汰出来的不一定是渣子，淘汰出来的在这个企业不合适，换到另一个企业是精英。像美国的创业家吉姆·克拉克在10年中创造了三个巨型网络企业，自己做出来的企业后来被别人赶走了，之后他接着搞第二个、第三个。中国的企业除了政府企业以外更多的是江湖性企业，由义气而搭成企业，几个人干不对了以后就应该有人走，让谁走，如何走，处理不好就一定会有杀伤力。往往由江湖义气形成的企业出现了问题一定要用江湖手段解决。新一代企业家接受过现代教育，留的也很好，走的也没什么，处理起来比较理性，比如北京中关村地区的新企业家们。但是如果有管理者收购这样一种机制，会使得企业稳定，可持续增长，会有很多的制度上的力度，这是一个功能，否则大家永远在这里不断地创新，形成不了长期稳定的营盘。

牛文文：

我们杂志经常举办一些企业家之间的研讨会，也包括期权期股、MBO方面的会，大家有时觉得专家学者讲还不解渴，最好有具体的案例分析，尤其是可供操作的那几个关键的“比例和参数”。

在MBO问题上，真的存在“关键的比例和参数”吗？

王巍：

很多找到我们的企业都向我们要两个东西，一个是政策样本，希望我们搞公关。另一个就是看别人怎么干的，要先例。第一个问题是，我不是政府，我同样是被政府管理的人，我也是时时的在揣摩政府的意图。第二个问题是我们要保护客户的商业利益，不能给你提供案例。因此目前中国的MBO经验不能流通，甚至一些大的原则都不能流通。企业往往在自己摸索，各种各样的方法都有了。我觉得这里除了经验以外，一定要有一个创新精神。政府的政策是几十年来经常变化的，而且很多是全局性的，不可能针对某个企业，如果大家都等政策，结果把市场耽误掉了。我觉得中国只要保个底线，合法，很多都可以变通。我经常举一个例子，很多人走到胡同，看到对面是一面墙堵住了，95%的人转身就走了，大概3%的人走过去，走近一点看确实是墙，转身就走了，只有2%的人上前一摸，发现墙原来是纸糊的，结果就走过去了。没有做不到的事情，只要你合法，而且用比较好的技术去走都能走到。所以不要等，不要靠，国家政策也是在总结下边经验中促成的，而且我们等不及，WTO来了，竞争压力很大，所以我觉得要通过各种创新手段去形成有中国特色的MBO方式。

牛文文：

中国特色的MBO？

王巍：

我们在总结中国MBO方式时觉得有这么几个特点。一个是中国的MBO是潜移默化的，最明显的就是江浙南方的企业，企业没

变、经理没变、产品没变，而产权却从当年国家集体的变成现在的私人的，这叫春雨润物细无声。所以千万不要轰轰烈烈，想一挥而就。要举重若轻，“小荷才露尖尖角”，本来应该是蜻蜓上去，亭亭玉立，很有味道。结果上去一个青蛙，一下子就压死了。第二，中国的交易方式，更多的融资手段是通过非金融化的手段支持，没有金融支持，所以很多就利用一些准金融和内部融资的形式。第三，中国MBO的定价是桌上交易、桌下勾兑结合起来，这是初级阶段的一个方式。最后，中国的MBO几乎不需要财务顾问介入，不需要外来者介入，连律师的法律文件都是两个人一块儿写，更不用说财务评估、市场定价。这就是中国特色的MBO。要改变这个东西，实现交易市场化就要逐渐把这个东西拿到市场上进行。这是一个过程，我们希望这个过程不是那么长久。对于MBO理论和技术问题大家都比较清楚，关键是现在的操作方式，MBO的经验很难流通，所以它非常值得企业家高度关注。

牛文文：

企业家只有创新突破才能获得超额利润，等都有了，很规范了，你只能获得平均利润。企业制度上的突破，很多都是企业主导或者是管理层自己创新，自己想办法，无论是金融机构还是财务顾问公司，在里面起的作用并不是革命性的。这样一来也有问题：中国的情况千差万别，他创新完了只适应他的情况，在MBO方面的创新很多是不可流通的。

王巍：

政府是总结、引导，因此创新只能是交易方来做这个事情，这里确实有很多是技术问题，技术只能是一步步来，但是有一些原则应该提出来。这些原则与其说要我们中国自己创新，倒不如

XVI