



湖北经济学院学术文库

中国上市公司管理层收购 (MBO) 研究

◎ 张立勇 著

ZHONGGUO SHANGSHI GONGSI
GUANLI CENG SHOUGOU(MBO) YANJIU



中国财政经济出版社

湖北经济学院学术文库

中国上市公司管理层收购 (MBO) 研究

◎张立勇 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司管理层收购 (MBO) 研究/张立勇著. —北京:
中国财政经济出版社, 2005.8

(湖北经济学院学术文库)

ISBN 7 - 5005 - 8445 - 8

I. 中… II. 张… III. 上市公司 - 收购 - 研究 - 中国 IV.
F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 082443 号

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.com.cn>

E-mail: cfeph @ cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京朝教印刷厂印刷 各地新华书店经销

850 × 1168 毫米 32 开 11 印张 261 000 字

2005 年 9 月第 1 版 2005 年 9 月北京第 1 次印刷

印数: 1—1 000 定价: 26.00 元

ISBN 7 - 5005 - 8445 - 8/F·7363

(图书出现印装问题, 本社负责调换)



张立勇

简介

1966年10月生，湖北省仙桃市人。1994年毕业于武汉大学信息管理学院，获理学硕士学位；2004年毕业于复旦大学产业经济学系，获应用经济学博士学位。现为湖北经济学院金融学院副教授、副院长，主要从事产业政策与金融证券方向研究。在《价格理论与实践》、《财经问题研究》等期刊上发表论文十多篇。参与完成了国家教育部、湖北省资助的多项科研课题。参编多部证券、投资学专著和教材。

总 序

一个世纪以前，当大学研究之说被德国人洪堡提出之后，大学的新理念便一变欧洲中古的学术传统，逐渐成为全世界所接受的办学指归。蔡元培先生融中外于一体，铸古今为一炉，登高而眺远，振臂开风气，铿锵作声曰：“所谓大学者，非仅为多数学生按时授课，造成一毕业之资格而已也，实以是为共同研究学术之机关。”普罗米修斯的火种从此点亮了中国现代大学的方向。时至今日，教学与科研，犹如车之两轮，鸟之双翼，正鼓动着我们的大学在富国康民的大道上奔腾前行。

即如经济在竞争中发展一样，高校也是在竞争中提升自己的实力。“赤橙黄绿青蓝紫，谁持彩练当空舞？”国之兴，在科教，校之兴，在科研。睽睽事实，谁能否认？

蹊踪而述往，溯本以追源，历经数十载的艰苦奋斗，依靠数代人的不懈努力，我校科研收获颇多，学术优势亦较明显，应该说，薪火

代代传，如今尤为盛。但合并重组之后，学校层次提高，办学要求亦相应提高，如何顺时应势，做大做强湖北经济学院，以为本地乃至全国的经济建设做出更大贡献呢？学校立足现实，着眼未来，将科研强校写进了学校发展的战略宏图，这实是挈领之措，抓纲之举！

提升科研水平，需要个人的勤奋努力，亦需要团体的协同作战；需要老师的精力投入，更需要学校的鼎力扶助。这次由学校资助出版的《湖北经济学院学术文库》即是学校实施的战略计划之一。这项计划，旨在推介我校的学术成果，扩大我校的学术优势，营造我校的学术氛围，凝集我校的学术团队，因而它面向全校学人，尤其是奋发上进的中青年学者；它欢迎一切著作，尤其是思想新颖、见解独到的学术专著，“开明开放，优中择精”，是之谓也。

学术之道，一则立高，一则守静。立高才能紧跟前沿，把握动态；守静方可于喧闹中求真知，于细微处成大境界。学术文库是一块放飞思想的田野，之所以为“田”，是希望我们大家共同耕耘，春种而秋收；之所以为“野”，是希望我们的思想不囿于陈见，不拘于一端，有超迈之气象，有博取之视野。这当然是比较高的要求，但我相信，只要我们于高处放眼，在静中下手，我们的这块田野一定会绽满思想的鲜花，结出智慧的硕果！

许建国

2004年5月30日



目 录

0 导 论	(1)
0.1 研究背景及相关概念	(1)
0.2 选题意义与本书的研究目标	(19)
0.3 主要研究方法	(25)
0.4 本书的逻辑结构	(26)
0.5 本书的创新点	(35)

理论篇：研究综述与理论框架构建

1 国内外关于 MBO 的研究	(41)
1.1 国外关于 MBO 的研究综述	(41)
1.2 国内关于 MBO 的研究综述	(49)
2 中国 MBO 研究的理论框架	(61)
2.1 MBO 一般理论依据分析	(61)

- 2.2 MBO 与现代股份公司理论 (89)
- 2.3 MBO 与中国大型国有企业改革 (103)
- 2.4 MBO 与中国中小型企业改革 (115)

现状篇:上市公司 MBO 的现状与问题分析

3 上市公司 MBO 在中国的历史沿革与利益相关者

- 博弈 (135)
 - 3.1 中国上市公司的特征与股市偏差 (135)
 - 3.2 上市公司 MBO 在中国的历史沿革 (143)
 - 3.3 中国上市公司 MBO 利益相关者博弈 (147)

4 中国上市公司实施 MBO 的困境与风险 (178)

- 4.1 中国上市公司实施 MBO 的困境 (178)
- 4.2 中国上市公司 MBO 的风险、危害及其不可克服性 (189)

比较篇:上市公司 MBO 的中外比较研究

5 上市公司 MBO 在美国、英国的历史沿革及启示 (203)

- 5.1 上市公司 MBO 在美国、英国的历史沿革 (204)
- 5.2 上市公司 MBO 在美国、英国发展演进的逻辑分析与启示 (216)

6 上市公司 MBO 中外比较及差异的本源分析 (224)

- 6.1 中国与美国、英国上市公司 MBO 的重大



区别	(224)
6.2 中国与美国、英国上市公司 MBO 重大区别 本源分析	(230)
6.3 股权分置下中国上市公司 MBO 的实质分析	(240)
6.4 小结——目前 MBO 不适合中国上市公司	(247)
 实证篇：中国上市公司 MBO 的实证研究	
7 中国上市公司 MBO 的实证研究与案例	(251)
7.1 中国上市公司 MBO 的概况与实证研究	(251)
7.2 中国上市公司 MBO 案例研究——“3.12” 后“曲线 MBO”	(289)
7.3 中国上市公司 MBO 实证与案例研究的结论	(300)
8 全书总结、政策建议、MBO 形势研判及尚需进一步 研究的问题	(307)
8.1 全书总结	(307)
8.2 政策建议	(315)
8.3 MBO 形势研判	(320)
8.4 尚需进一步研究的问题	(324)
参考文献	(326)
后 记	(342)



导 论

0.1

研究背景及相关概念

0.1.1 研究背景

(1) 管理层收购概述及其在国外的的发展。管理层收购 (Management Buy-outs, MBO) 是指目标公司的管理者或管理层利用自有资金、借贷等所融资本购买本公司股份, 从而改变本公司所有权结构、控制权结构和资产结构, 进而达到重组本公司的目

的,并希望获得预期收益的一种收购行为。MBO 是杠杆收购 (Leverage Buyouts, LBO) 的一种,自 20 世纪 70 年代末期在资本市场相对成熟的西方发达国家被广泛使用。英国经济学家麦克·莱特 (Mike Wright) 1980 年发现 MBO 现象,并对该现象进行了较为规范的定义,至今已有 20 多年。

MBO 的主要特征如下:

① MBO 的主要投资者是目标公司的管理层。

② MBO 主要是通过借贷融资来完成的。

③ MBO 的目标公司往往是具有资产增值潜力或存在“潜在的管理效率空间”的企业。

④ 在国外, MBO 完成后,目标公司一般由一个上市公司变为一个非上市公司。一般来说,这类公司在 MBO 完成后,管理层往往会对该公司进行重组整合,待取得一定的经营绩效后再寻求上市,使 MBO 的投资者获得超常的回报。

根据目的的不同,上市公司 MBO 可分为下列几种类型:

① 管理层的创业尝试。MBO 为管理层实现企业家理想开辟了一条新途径。

② 作为对敌意收购的防御手段。当上市公司面临敌意袭击者的进攻时, MBO 可以提供很有效而又不具有破坏性的保护性防御。经理人员以 MBO 购回企业股票,已发展成一种被越来越广泛采用的新颖的金融技术。

③ 作为大额股票转让的途径。一些机构投资人或大股东打算退出公司而转让股票时,让其在交易所公开卖出股票是不现实的,而且让大量股票外流也会影响公司的稳定,于是 MBO 就成为实现转让的最好选择。

④ 公司希望摆脱公司上市制度的约束。各国针对上市公司一



般都定有严格的法律法规，以约束其行为，保障股东的利益。一些经理人员认为这些制度束缚了他们的手脚，上市公司阻碍了企业的发展，于是以 MBO 方式使企业退出股市，转成非上市公司。

MBO 的出现并非偶然，在很大程度上是 20 世纪 70 年代公司分拆的结果，并与股票市场的涨跌起伏和公司的并购浪潮有着非常密切的联系。公司分拆是指大公司将部分非主导业务剥离出去，以便集中精力经营主导业务。在战后至 70 年代，公司发展的总趋势是不断地寻求兼并机会，迅速扩大公司规模，很少出现通过公司分拆从而将公司变小的现象。同时，60 年代以美国为代表的西方股市非常活跃，各公司股价在二级市场上的表现十分强劲，市场扩容速度很快，许多私人公司借此趁机上市，迅速成长为较具规模的公众公司。物极必反，70 年代后，这种倾向开始逆转，很多过去因追求多元化经营而形成的大公司遇到了发展的障碍而不得不将公司拆小，即卖掉一些业绩不佳或不符合公司发展战略的辅助业务或子公司等。另外，到了 70 年代，受经济危机和其他因素的影响，60 年代泡沫性股市便迅速回落，市场市盈率由原来的几十倍、上百倍下降到了几倍，相当一部分公司的股票市值已经严重偏低于公司的实际价值，一些战略投资者和金融投资人看到了低成本扩张以及迅速增值的机会，于是掀起了一股杠杆收购的浪潮，如成立于 1976 年的美国 KKR 公司。这时，管理层也加入进来，通过举债融资来收购其所在的公司，管理层收购就这样诞生了。在很多时候，公司总部更愿意将子公司卖给原来经营公司的管理层，即所有权变更而管理层不变，这就是 MBO。有时候，职工和管理层共同出资购买企业，这就是职工经理人融资收购（EMBO），一般把该种收购形式称为 MBO 的一种变体，属 MBO 范畴。

实践证明, MBO 在激励内部人积极性、降低代理成本、完善公司治理结构、改善公司经营状况等方面起到了积极作用, 因而获得了广泛的应用。20 世纪 80 年代, MBO 在美国曾盛行一时。1987 年, 美国全年 MBO 交易总值为 380 亿美元, 美联储 1989 年的统计调查表明, 杠杆收购的融资额已占了大型银行所有商业贷款的 9.9%。80 年代末期, 随着垃圾债券市场的萎缩, MBO 有所降温。进入 90 年代, 管理层扩大持股比例成为全球公司治理结构的发展方向, 经营权和所有权又一次呈现融合的趋势, 多数投资者也认为一个由管理层直接控股的公司更值得信赖, 在这种背景下, MBO 又日趋活跃。借助金融政策的改变, 大多数公司管理层可以通过上至银行, 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, 管理者在 MBO 交易中已经处于非常有利的地位, MBO 这样一种新的收购方式将商业银行、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已逐渐成为企业竞争的热点和焦点所在。80 年代, MBO 在英国作为一种便利的所有权转换形式和可行的融资形式大行其道, 成为撒切尔政府对公营部门私有化的常见方式, MBO 在英国得到了独立的发展, 1979 年实施 MBO 的只有 18 起, 而 1997 年增加到 430 起, 现在作为英国企业重组的方法, MBO 确立了牢固的地位。1987 年 11 月, 股票市场的崩溃对 MBO 热潮没有任何影响, 相反, 许多上市公司经过 MBO 后转为非上市公司, 使资本市场更加活跃。

另外, 在 20 世纪 80 年代末和 90 年代初, 一些由计划经济向市场经济转型的国家, 如俄罗斯、东欧国家, 采用了 MBO 的形式, 以加快其向市场经济转轨的速度。



随着 MBO 在实践中的发展,其形式也在不断变化。在实行 MBO 过程中,由于收购所涉及金额较大、过程复杂,并有一定的经营风险,所以进行 MBO 的管理层往往不是惟一的投资收购者,通常还有以下几种 MBO 形式:

①由目标公司的管理层与外来投资者或并购专家组成投资集团来实施收购。

②MBO 与员工持股计划 (Employee Stock Ownership Plans, ESOP) 或职工控股收购 (Employee Buy-outs, EBO) 相结合,通过向目标公司员工发售股权,进行股权融资,从而免交税收,降低收购成本。

③管理层、员工、战略投资者三方联合出资收购。

西方 MBO 运作的主流模式包括:

①收购上市公司。通常公司被收购后,即转为私人控股,股票停止上市交易。

②收购集团的子公司或分支机构。20 世纪 80 年代以后,一些多种经营的集团公司逆向操作,出售其累赘的子公司和分支机构,甚至从某些特定行业完全退出,以便集中力量发展核心业务,这时最愿意购买公司的人往往是内部管理者。

③公营部门私有化的 MBO。通常会有以下几种情况:将国有企业整体出售;将国有企业整体分解为多个部门,再分别卖出;多种经营的庞杂的公众集团公司出售其边缘业务,继续保留核心业务;地方政府或准政府部门出售一些地方性服务机构。

④作为敌意收购的防御、管理者创业尝试等模式。

MBO 在西方发达国家之所以发展较快,主要由于 MBO 在提高企业经营效率中作用较大;有利于调整企业资产结构;有利于降低代理成本、激励管理层经营的积极性;有利于提高决策效率。

率；有利于企业获得纳税上的好处，且纳税上的优惠十分显著。

从某种意义上讲，MBO 是对现代企业制度的一种反叛，追求所有权与经营权的统一。MBO 产生的体制基础是现代企业制度中存在的代理成本问题，以及由此产生的管理低效率问题，安然、世通等美国公司的丑闻表明，以两权分离为特征的现代企业制度存在较严重的缺陷，通过管理层对公司的收购，实现经理人对决策控制权、剩余索取权的接管，从而降低代理成本、减少对经理人权利的约束。MBO 实际上是对过度分权导致代理成本过大的一种矫正。

MBO 是现代经济发展中兼并收购这一突出现象发展到 20 世纪 80 年代后出现的一种新的金融创新工具，带来了企业经营机制乃至整个金融、资本市场的新变化。进入 90 年代，管理层扩大持股比例成为全球公司治理结构的发展方向，经营权和所有权又一次呈现融合的趋势。在这种背景下，管理层收购又日趋活跃。在国际上，MBO 的风行反映了近 20 多年来西方国家公司结构与法人治理领域的深度变革与巨大变化，并已演变成一种时兴的全球趋势。

(2) MBO 在中国的发展。MBO 在中国悄然兴起和迅速发展，是伴随国有企业改革的深化、摒弃承包制、企业产权制度改革不断深化、产权市场逐步发育的必然产物，只不过没有这样命名罢了。中国 MBO 的起源可以追溯到 20 世纪 80 年代后期，当时国内曾经激烈地讨论过一些民营企业的产权归属问题，酝酿的基本解决方案就是创业者个人或核心层持大股东，十分类似于 MBO。到 90 年代初期，党的十四大和十四届三中全会确立了国有企业转换企业经营机制、建立现代企业制度、确认企业拥有法人财产权的改革，中国企业的管理层收购首先在地方乡镇企业股份合作



制改革，包括在戴“红帽子”的假乡镇国有、集体企业的明晰产权过程中产生。到了1997年，党的十五大确立要着眼于搞好整个国有经济，抓好大的、放活小的，对国有企业实施战略改组。在国有企业“抓大放小”过程中，进一步试行MBO。到了1999年党的十五届四中全会以后，“有进有退”、“有所为有所不为”，国有大中型企业和国有上市公司中开始出现MBO。MBO作为一种产权制度改革方式在国内悄然兴起，在一定程度上对解决国有企业“所有者缺位”及国有资本的退出渠道问题进行了有效的探索。

“MBO热”也就是近几年的事。从1999年非上市公司四通集团改制打响中国MBO第一枪，粤美的吹响上市公司MBO号角，宇通客车MBO开国有控股上市公司管理层收购之先河，已有近50多家上市公司进行MBO。另有以百计的上市公司正进行暗中操作，MBO渐成中国资本市场热点。由于中国推行MBO具有先天不足，先有实践、后有理论，先做游戏、后定规则，既涉及意识形态又卷入重大利益分配冲突，存在不少较严重的问题。2002年党的十六大后，我国出台了一系列关于国有股权转让的政策和规定，产权制度改革成为国有企业改革的方向，特别是2002年12月开始实施的《上市公司收购管理办法》，更是直接地推动了MBO的升温，上市公司的MBO便如火如荼展开了。自1997年至今，我国已有近百家上市公司探索实施MBO。

20世纪90年代初期开始，国有中小企业，特别是小型企业和乡镇集体企业在改制中自发地出现了出售企业的现象，但由于收购企业的是企业的全体职工，类似国外以雇员持股计划(ESOP)为核心的员工收购(EBO)，因此没有称作MBO，而称为股份合作制，实际上是一种特殊形式的MBO。与此类似，

MBO 还出现在受乡镇企业改革影响下的一系列“红帽子”企业的摘帽子过程中，原有的在建立之初为了避免一系列政治和经济的风险而带上了“红帽子”的假集体、假国营企业，为了解决其不明的产权关系，实现对管理层的长期激励，纷纷展开了“摘帽子”的行动，实现企业所有权的真正回归。而同时出现的乡镇企业的 MBO，无论是在收购背景上，还是在收购后的效果上，无疑给了它们很大的启发，很多相似企业在改制过程中借鉴了 MBO 的方式。如，四通集团的 MBO、辽宁盼盼的 MBO 都涌现出来。

20 世纪 90 年代中后期，为了打破股份合作制存在的平均持股格局，一些企业开始股权适当向管理者集中的“二次改制”，形成了管理层控股的局面。例如，在山东、山西、湖南、湖北等地，MBO 成为国有中小企业改制的一种基本形式，在苏南地区的集体企业几乎全部实行了 MBO。

在 1992 年开始的放开搞活国有中小企业的实践中，山东的诸城、辽宁的海城和兴城从实际出发，走出了各具特色的改革路子，并取得了令人瞩目的成绩，人称“三大模式”。“诸城模式”的特点是企业的产权以均等的方式卖给了每一位员工；“海城模式”的特点是把企业资产整体卖给了个别经营者；“兴城模式”的特点是把企业产权卖给少数几个经营者，对企业进行合伙经营。随着企业的发展，又出现了亟待解决的新矛盾、新问题，“诸城模式”导致了“小锅饭”，“兴城模式”带来了劳资对立，“海城模式”出现了资本规模有限。到了 20 世纪 90 年代中后期，诸城、兴城、海城相继放弃各自所创建的模式，向别的模式转变：“诸城”想向“海城”模式靠拢，“海城”欲往“兴城”取经，而“兴城”却又想向“诸城模式”过渡，从而形