

Finance

金融博士论丛 (第七辑)

管理层收购

——杠杆收购及其在公司
重组中的应用

●————— 王苏生 彭小毛◎著

Management Buyout
——Leveraged Buyout and
Its Application in Corporate
Restructuring

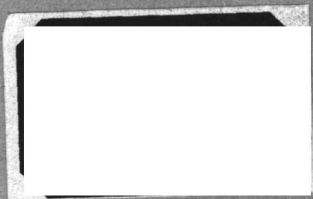
 中国金融出版社

Finance

金融博士论丛 (第七辑)

管理层收购

——杠杆收购及其在公司
重组中的应用



王苏生 彭小毛◎著

Management Buyout
——Leveraged Buyout and
Its Application in Corporate
Restructuring

 中国金融出版社

责任编辑：亓霞
责任校对：孙蕊
责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

管理层收购——杠杆收购及其在公司重组中的应用/王苏生，
彭小毛著. —北京：中国金融出版社，2004.6

(金融博士论丛. 第7辑)

ISBN 7-5049-3405-4

I. 管... II. ①王... ②彭... III. 企业合并—研究
—中国 IV. F279.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 048232 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

市场开发部 (010) 63286832 (010) 63287107 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com> (010) 63365686

读者服务部 (010) 66070833 (010) 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 保利达印刷有限公司

尺寸 148毫米×210毫米

印张 10.125

字数 244千

版次 2004年9月第1版

印次 2004年9月第1次印刷

印数 1—2090

定价 26.00元

如出现印装错误本社负责调换



郑州大学 *04010304418P*

序

JINRONG BOSHI | 1

经过二十多年的理论探索与改革实践，我国社会主义市场经济体系的基本框架已经初步确立，股份制经济成为我国经济制度的重要组成部分，国有企业改革也进入了新的发展阶段。一方面，许多国有企业以市场为导向，通过调整资本结构、健全公司治理结构来完善现代企业制度，转换经营机制，提升经营绩效；另一方面，部分大型国有企业进一步加快了与国内、国际资本市场之间的互动发展，通过资本市场的外部治理机制促进企业自身改善经营机制，调整战略布局，以实现可持续发展。但在当前国有经济占战略主导地位、投融资体制功能薄弱的条件下，深化国有企业改革仍然是贯彻经济体制改革、实现国民经济可持续发展的核心环节。

在当前的国有企业改革中，国有企业代理人选择与约束机制仍未取得突破性进展，公司治理机制失衡突出地表现为行政干预、内部人控制与软预算约束等方面。发达国家股份制经济的实践说明，公司资本结构是决定治理结构的重要因素，而资本市场投融资功能的差异也是形成不同治理模式的关键因素。因此，现阶段国有企业改革的现实目标趋向于以市场为导向，科学决策和高效运行为宗旨，通过优化资本结构与完善公司治理机制，促进企业可持续发展。具体来说，就是通过产权结构的调整，由单一的国家所有逐步转向投资主体多元化、资本结构合理化，构造现代企业有效运作的产权基础。另一方面，在企业内部建立责权明确、监督与激励机制完善、科学决策的相互制衡的组织结构与制度安排，实现企业经营行为的合理化与市场化。同时，进一步营造功能完备的资本市场体系，改革投

融资体制，对公司外部治理机制的形成，也是至关重要的。

作为一种资本运营方式，管理层收购是指公司管理层通过出资购买自己公司部分或大部分股份，获取该公司控制权的行为。美国、欧洲等地资本市场的研究表明，管理层收购可以有效地协调企业剩余索取权与剩余控制权的匹配关系，在降低公司代理成本、改善治理结构、提升经营绩效等方面取得了显著效果。另一方面，20世纪90年代与80年代相比，管理层收购更注重股权融资与管理层的经营能力，这也说明该方式操作风险的可控机制得到改善。引入管理层收购的操作理念，无疑为当前国有企业的产权多元化改革提供了一个新的探索思路。也正是由于管理层收购具有改善公司治理结构的成功经验，国内企业界、金融界与众多的专家学者积极地展开了嫁接管理层收购理念为我所用的各种探索，并受到国家主管部门的高度重视。

《管理层收购——杠杆收购及其在公司重组中的应用》是论述管理层收购的理论与实务的一本专著，特别是对杠杆收购方式，论述全面，分析透彻，对国内管理层收购的理论认识与合理应用起到了溯本清源的作用。这也折射出作者在公司治理领域深厚的理论造诣，及其在投资银行领域精湛的专业功底。作者有感于国内同仁全面认识管理层收购模式的迫切需要，以审慎的研究态度与专业观点，系统地阐述了管理层收购的相关理论与运作实务，并附以大量的案例与权威资料，以备读者参考之用。

该书的特色主要有以下几个方面：

1. 从理论分析与实证研究的不同角度提出，管理层收购是改善公司治理模式、提升企业经营绩效的有效工具，对我国当前国有企业产权多元化改革、完善公司治理结构与机制具有

指导意义。

2. 以翔实的理论与统计资料为论据, 运用比较研究方法, 系统地阐述了国际资本市场管理层收购的发展轨迹以及不同地区管理层收购的应用特色。通过横向与纵向两个研究视角, 审慎、客观的研究态度, 为读者展现了该行为对建设现代企业制度、改善资本市场功能等的积极作用。

3. 针对国内管理层收购实践的创新现象, 归纳梳理出不同方式的适用条件、操作特点、实施效果及其法律规范。系统地剖析了杠杆收购方式的驱动因素、结构特点与实施过程的复杂性, 对读者的理论认识与实践操作有所启发。

4. 从投资银行与公司治理的实践层面提出一些有关管理层收购实践的专业性建议。例如在第四章中, 作者阐述的对国内管理层收购使用的估值方法有独到见解; 再如在第六章中, 作者以协调相关者利益冲突为论点, 比较研究了各国管理层收购的管制模式, 并对我国管理层收购的监管模式提出了建议性意见。

总之, 作者秉持开放、理性的研究态度, 多角度、客观地剖析了国内管理层收购实践及其为国内资本市场带来的各种创新, 这无疑对我国企业改善公司治理模式具有重要的参考价值和借鉴意义。

李维安

南开大学国际商学院

2004年6月9日

管理层收购 (MBO) 是反映过去二十年来西方国家在公司结构和法人治理方面深刻变革和巨大变化的一股潮流, 近年来也成为中国企业家和企业界最热门的话题之一。实践证明, 在国有企业改制、重组过程中, 职工持股和管理层收购对企业的长远发展而言, 无疑是一条好的出路, 问题在于国有企业原始资产的来源、发展过程中对融资的利益关联性等各方面的问题难以得到满意的司法解释, 因此, 管理层收购又是国企改革、重组过程中引起最多争议的问题。一部分人认为, MBO 进入中国的主流市场是不可逆转的趋势, 是中国企业家迎来的时代机遇; 另一部分人 (甚至更多的人) 又担心, 这可能会引起瓜分企业资产的另一股风潮, 应采取限制措施。现在在这方面实在有太多的问题需要研究、讨论, 王苏生教授这本著作的出版, 可以说是恰逢其时。

本书用简明的语言, 对管理层收购和杠杆收购的概念、特征及中外差异等做了清晰的表述, 对美、欧、日本管理层收购的发展历程和特征做了全面的回顾, 运用国内外大量 MBO 案例, 从理论和实践相结合的高度, 对 MBO 交易结构设计、融资及定价等问题进行了系统论述, 对 MBO 实务运作和面对的法律问题做了详细讨论。凭借作者在经济学、法学方面的知识和多年在金融证券界的工作经验, 对诸多案例的点评, 更有助于理解相关的政策法规和掌握运作上的技巧。对于企业高层管理人员、上市公司股东、企业顾问和国有资产管理人等, 是一本值得一读的好书。

本人对 MBO 在国企改革、重组过程中的作用是持肯定和

乐观态度的。最近，深圳6家市属一级企业分别与所属的资产经营公司签订了股权转让合同，实行员工和经营者持股（EM-BO），由员工及管理层共同承接企业的股权。据报道，以上6家国企涉及员工17000多人，其中4747人为国有企业正式员工，置换身份后，6家企业经营者和员工持股比例从100%到55%。这6家国企的改制又可同时带动70家二级企业、44家三级企业整体改制。业界分析认为，深圳6家国企实施的EM-BO，实际即是间接的MBO。整个实施过程平稳、顺利。实践证明，只要把握住杜绝国有资产流失和妥善安置员工这两大原则，大胆实验，积极探索，我国目前管理层收购面对的一些问题终究是可以找到解决办法的。深圳改革开放较早，是一个市场化程度较高的地区，我相信，深圳这一次成功的实践，必将产生跨地区的复制效应。我对中国的管理层收购的前景是充满信心的。

许扬

2004年6月11日

目 录

第一章 管理层收购导论	1
第一节 管理层收购概述	1
一、管理层收购概念	1
二、中外管理层收购比较	3
第二节 管理层收购发展概况	6
一、美国杠杆收购及管理层收购	6
二、欧洲管理层收购	14
三、日本管理层收购	19
第三节 MBO/LBO 财富效应	21
一、MBO/LBO 财富效应的经验研究	21
二、目标公司股东收益来源的理论解释	23
三、收购后目标公司的经营绩效和股权价值	32
第四节 管理层收购动因	37
一、国外理论解释	37
二、美国管理层收购动因	41
三、我国管理层收购动因	41
第五节 管理层收购的意义	42
一、我国管理层收购背景	42
二、我国管理层收购意义	44
第二章 管理层收购结构设计	47
第一节 管理层收购目标选择	47
一、国外 MBO 目标选择	47
二、国内 MBO 目标选择	49

第二节 管理层收购主体	52
一、自然人	52
二、特殊目的公司	57
三、职工持股会/工会	61
四、信托	64
第三节 管理层收购方式	68
一、集团层面的 MBO	68
二、上市公司层面的 MBO	74
三、上市公司子公司层面的 MBO	89
四、剥离母公司部分资产进行 MBO	91
第四节 管理层收购支付方式	94
一、现金支付	95
二、股票支付	97
三、债券/可转换债券支付	100
四、承担债务支付方式	101
五、资产置换支付方式	103
第三章 管理层收购融资	105
第一节 管理层收购融资结构国际比较	106
一、美国 MBO 融资结构	106
二、英国 MBO 融资结构	108
三、日本 MBO 融资结构	110
四、俄罗斯、东欧 MBO 融资结构	111
第二节 我国 MBO 融资结构	112
一、我国 MBO 融资结构特征	112
二、融资结构的激励设计	117
三、还本付息安排	119
四、我国 MBO 融资体制改革	123

第三节 管理层收购的债务融资	125
一、担保债务	126
二、无担保债务	129
三、我国 MBO 债务融资	131
第四节 MBO 融资的信托解决方案	137
一、现行 MBO 融资方式的缺陷	138
二、MBO 融资的信托方案之一：利用内部资金	139
三、MBO 融资的信托方案之二：利用外部资金	140
四、MBO 融资的信托方案之三：利用外部资金	147
五、MBO 融资的信托方案之四：双重信托	148
六、MBO 融资的信托方案之五：信托基金	150
第五节 MBO 基金/MBO (LBO) 企业	154
一、MBO 基金的功能	154
二、英美 MBO 基金概况	155
三、我国 MBO 基金现状	156
四、MBO 基金运作模式	160
五、我国 MBO 基金存在的问题	163
六、MBO 基金的规范设计框架	165
七、MBO/LBO 企业	166
第六节 高收益债券	168
一、高收益债券市场	168
二、高收益债券期限收益率与价格波动	168
三、高收益债券违约率	170
四、高收益债券资信度变化	172

第四章 管理层收购估值模型	174
第一节 MBO 估值的一般问题	174
一、关于对目标公司估值的几点误解	175
二、对上市与非上市公司估值的比较	176
第二节 股利折现模型	177
一、一般模型	177
二、Gordon 增长模型 (Gordon Growth Model, GGM)	178
三、两阶段股利折现模型	179
第三节 自由现金流量模型	180
一、估值公式与程序	181
二、对必要投资回报率的估计	190
第四节 价格乘数模型	193
一、市盈率估值模型	194
二、市盈率估值程序	196
三、对市盈率估值模型的评价	197
第五节 MBO/LBO 交易价格实证研究	204
一、美国 MBO/LBO 交易价格	204
二、我国上市公司 MBO 交易价格	207
三、国有股权转让价格管制	210
第五章 管理层收购实务运作	212
第一节 国外管理层收购程序	212
一、部门管理层收购程序	212
二、上市公司管理层收购程序	213
第二节 我国管理层收购程序	219
一、MBO 准备阶段	219
二、MBO 实施阶段	223

三、MBO 完成阶段	227
第三节 管理层收购的财务风险	231
一、财务风险的度量	231
二、参与主体的财务风险	234
三、我国 MBO 的财务风险	235
第四节 管理层收购的顾问业务	236
一、财务顾问	237
二、其他中介机构	241
第五节 管理层收购后的整合	243
一、内部整合	244
二、退出途径	248
第六章 管理层收购法律问题	254
第一节 管理层收购一般法律分析	254
一、管理层收购的特定法律主体	254
二、管理层收购的特殊法律性质	255
三、管理层收购的严格法律程序	256
四、管理层收购的不同法律后果	256
第二节 管理层收购管制	258
一、管理层收购管制的价值取向	258
二、管理层收购管制的理由	261
三、管理层收购存在的问题	264
四、利益冲突的防范措施	271
第三节 管理层收购信息披露	273
一、我国上市公司管理层收购的信息披露要求	275
二、信息披露具体要求	277
三、现行 MBO 信息披露法规的缺陷	279
第四节 我国管理层收购的制度障碍	283

一、收购主体的限制	283
二、MBO 融资政策障碍	286
三、股权性质变更	288
第五节 管理层收购法律风险及其控制	291
一、MBO 融资的法律风险	291
二、MBO 定价的法律风险	293
三、法律风险防范的条款安排	294
参考文献	300
后记	307

第一章 管理层收购导论

在 20 世纪八九十年代，管理层收购和杠杆收购在促进美国公司治理结构改善方面发挥了巨大的作用。在 21 世纪的中国，管理层收购和杠杆收购在国企改革中能够扮演一个什么样的角色？要回答这一问题，有必要对其功能、价值、动因等进行全面研究。

第一节 管理层收购概述

一、管理层收购概念

管理层收购，即 MBO (Management Buyout)，是指公司管理层通过购买该公司的全部或大部分股份来获得该公司控制权的行为。在实践中，目标公司管理层有时与外来投资者组成投资集团来实施 MBO，以降低收购成本，分散投资风险。一般认为，MBO 成功的必要条件之一是目标公司存在足够的“潜在管理效率空间”；即存在通过控制权的转移大规模节约代理成本的可能性。

1. MBO 与 LBO、ESOP

从国内外 MBO 实践来看，由于管理层的自有资金实力不

足以完成对目标公司的收购，MBO（特别是对上市公司的MBO）一般采取杠杆收购形式。所谓杠杆收购（Leveraged Buy-out, LBO）是指一种利用高负债融资，购买目标公司的股份，以达到控制、重组该目标公司的目的，并从中获得超过正常收益回报的并购方式。杠杆收购的融资原理又称为“OPM”，即 Other People's Money。由于杠杆收购公司为财务型买主（Financial Buyer）而非战略型买主（Strategic Buyer），其员工大多为财务专家，一般缺乏专门的行业背景和经营知识，为了降低风险，他们一般与目标公司管理层结成联盟，共同完成对目标公司的收购。因此，杠杆收购一般为管理层收购。管理层收购和杠杆收购基本上是从不同角度界定同一种收购形式，前者是指收购主体，后者是指收购的融资形式。在本书中，管理层收购和杠杆收购这两个术语往往交叉使用。

管理层收购与员工持股计划（Employee Share Ownership Plan, ESOP）都是改进公司激励机制，降低公司代理成本的重要手段，但两者存在重要区别：在员工持股计划中，无论是全体员工还是管理层一般只持有少数股权，而在管理层收购中，管理层往往占据控股地位。

2. 目标管理层进行 MBO 的动机

根据 Wright et al (1991) 的调查结果^①，目标公司管理层进行 MBO 的动机主要有如下几点（按重要性排序）：

- (1) 有机会管理自己的企业。
- (2) 长期忠于公司。
- (3) 较好的财务收益。

^① Sudarsanam, P. S., *The Essence of Mergers and Acquisitions*, Prentice Hall (1995), p. 252.

- (4) 有机会开发自己的才能。
- (5) 没有总部的约束。
- (6) 担心自己成为多余的人。
- (7) 害怕在预期收购成功后的新所有者。

3. 国外 MBO 的特征

国外管理层收购一般具有如下特征：

(1) MBO 的主要投资者是目标公司管理人员。通过 MBO，他们由单一的经营者角色转变为所有者与经营者合一的双重身份。

(2) MBO 所需资金主要是通过借贷融资来完成的，因而风险较高。

(3) MBO 的目标公司往往存在“潜在管理效率空间”，在 MBO 完成后，原有管理层通过重组目标公司，降低代理成本，来提高目标公司价值。

(4) MBO 完成后，目标公司可能由上市公司变为非上市公司。收购者将目标公司重组后一般又会重新上市。

二、中外管理层收购比较

目前，国内实施管理层收购的上市公司正逐渐增多，各公司实施 MBO 的手法也不尽相同。由于我国上市公司 MBO 仍处于尝试阶段，在特殊的经济背景下，国内 MBO 实际操作过程与国外发展成熟的 MBO 相比仍存在诸多差别。

1. 起源背景不同。在美国，20 世纪 80 年代 MBO 与 LBO 的兴起在很大程度上是对以混合购并为特征的第三次并购浪潮的一种反动。混合购并的效率常为学者所诟病，而 MBO 则可在一定程度上矫正大公司治理结构上的弊端。国内 MBO 则是伴随着国有经济战略性重组的推进和产权改革的不断深化而逐