

王培荣◆主编

企业改制系列丛书

经营管理层收购 与经营者持股

Management
Buy-out

著名企业改制培训专家的最新力作

手把手地教您进行企业经营管理层收购

提供大量经典案例供您参考和借鉴



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

企业改制系列丛书

经营管理层收购与 经营者持股

策 划	毛增余	
主 编	王培荣	
副主编	梁杨子	姚 睿
	丛伟君	王丹喻



中国经济出版社
www.economyph.com

北 京

图书在版编目 (CIP) 数据

经营管理层收购与经营者持股/王培荣主编. —北京: 中国经济出版社, 2005.1

(企业改制系列丛书)

ISBN 7-5017-6062-4

I. 经… II. 王… III. ①企业合并-研究②企业-股份制-研究 IV. F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 122479 号

出版发行: 中国经济出版社 (100037·北京市西城区百万庄北街 3 号)

网 址: www.economyph.com

责任编辑: 严莉 (电话: 010 68354371, E-mail: hubeiadele2000@sina.com)

责任印制: 石星岳

封面设计: 白长江

经 销: 各地新华书店

承 印: 三河市华润印刷有限公司

开 本: 890mm×1240mm A5

印 张: 6.875

字 数: 168 千字

版 次: 2005 年 1 月第 1 版

印 次: 2005 年 1 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 7-5017-6062-4/F·4897

定 价: 25.00 元

版权所有 盗版必究 举报电话: 68359418 68319282

服务热线: 68344225 68369586 68346406 68309176

目 录

第一章 基本概念	(1)
一、管理层融资收购.....	(1)
二、经营层持股.....	(4)
第二章 国外经营层持股与收购	(7)
一、国外施行 MBO 企业的基本特点	(9)
二、西方 MBO 的主要理论基础	(10)
三、MBO 过程中评估定价模型.....	(12)
第三章 我国经营层持股与收购现状	(16)
一、我国企业经营层持股的基本情况	(16)
二、我国企业经营者收购的基本情况	(29)
第四章 经营层持股的主要形式	(35)
一、岗位股	(35)
二、向管理人员奖励“绩效股”	(36)
三、将管理人员，特别是公司经营者才能 折价入股	(36)
四、向管理人员定向发行股票或鼓励新上任的管理 人员在二级市场上购买公司股票并锁定	(37)
五、虚拟股份	(40)
六、自然人持股	(40)
七、股票增值期权	(41)

八、用激励基金购股持股	(42)
九、期股	(51)
十、管理者收购 (MBO)	(61)
十一、股票期权	(77)
 第五章 经营层收购的主要形式	(84)
一、企业收购的含义	(84)
二、企业收购的一般形式	(84)
三、经营层收购的主要形式	(88)
 第六章 经营层持股与收购的资金来源	(102)
一、战略投资人	(102)
二、贷款人	(103)
 第七章 融资渠道与方式	(104)
一、收购的方式	(104)
二、出资和购买形式	(106)
三、对战略投资人的考虑	(110)
四、MBO 基金应运而生	(111)
 第八章 持股人员范围	(120)
 第九章 持股比例	(124)
 第十章 出资比例	(126)
 第十一章 经营目标的设置	(127)

第十二章 考核与兑现	(131)
第十三章 中介机构的聘请与职责	(135)
一、为什么需要财务顾问	(135)
二、财务顾问的工作内容与收费标准	(138)
三、如何选择财务顾问	(139)
四、财务顾问在项目实施中的主要工作	(140)
五、律师、会计师在项目实施中的工作	(144)
第十四章 管理组织与制度	(147)
一、一般规则	(147)
二、经营者持股管理实施细则	(149)
三、管理委员会组织和议事规则	(150)
第十五章 方案设计内容	(153)
一、概述	(153)
二、我国实行股票期权的可行性分析	(160)
三、股票期权方案的设计	(163)
四、适合股票期权计划的公司类型	(172)
第十六章 利弊分析	(174)
一、经营者持股存在的问题	(174)
二、推行期股期权存在的问题	(179)
三、当前国内经营者收购 (MBO) 存在的问题	(185)
第十七章 典型案例	(189)
一、安徽水利的经营层收购	(189)
二、美罗药业经营层收购	(192)

三、武汉有机实业的经营层收购·····	(195)
四、江苏吴中的经营层收购·····	(199)
五、苏州精细化工集团的经营层收购·····	(203)
六、胜利股份经营层收购·····	(205)
七、康辉旅行社的经营层收购—— 旅游业首例 MBO ·····	(208)
八、佛硕股份的经营层收购·····	(211)

第一章 基本概念

一、管理层融资收购

“管理层融资收购”（MBO，即 Management Buyout）是“杠杆收购（LBO，即 Leveraged Buyout）”的一种特殊方式。所谓“杠杆收购”，是一种利用负债融资购买目标公司股份，从而改变公司所有者结构、相应的控制权格局以及公司资产结构的资本运作方式。上世纪 70 年代以来，在西方成熟的资本市场里，借助于“垃圾债券”的形式，杠杆收购得到广泛的利用。一般而言，利用杠杆收购来重组目标公司的经济实体，可以是其他公司、合伙人组织、个人或机构投资者等外部人，也可以是目标公司的管理层这样的内部人。但是，只有当运用杠杆收购的主体是目标公司的经理层时，一般的 LBO 才会变成了特殊的 MBO。

有很多理由使“管理层融资收购重组”成为现实的需要。但如果目标公司不存在足够大的“潜在的管理效率空间”，公司经理层的愿望是不可能实现的。这里“潜在的管理效率空间”就是指公司内部存在着大规模节约代理成本的可能性。

当 MBO 发生时，目标公司通常完成从一个公众公司向一个私人公司的转变。这同一般讲的“公司上市”（Go to Public）正好呈相反的运动方向，即“公司私人化”或更直截了当的“公司下市”（Going Private）。由于目标公司是公众公司，要完成收购所需的资金量很大，因此公司的经理层通常会依靠借贷来实现自己的目标。简言之，经理层通过融资收购了自己所服务的公司的全部或部分股权，使管理层得以以所有者和经营者合一的身份主

导重组公司，从而产生一个代理成本更低的新公司，这就是“管理层融资收购重组”。

MBO 的主要角色包括公司的出售方、经理层、股权投资人、债权人及顾问。

MBO 的操作过程要点如下：（1）由经理层起草并向公司卖方发出收购要约；（2）对目标公司的调查；（3）在财务分析的基础上确定目标公司的收购价；（4）融资安排；（5）完成融资并成立新公司。

转型经济中的企业存在着高昂的代理成本，因此同样有可能经过“管理层融资收购”来大幅度提高公司的营运效率。在发达的市场经济环境里的“管理层融资收购重组”，能不能“引进”到转型经济中来？回答是肯定的。比较明显的根据是，转行经济中的企业存在着高昂的代理成本，因此同样有可能经过“管理层融资收购”来大幅度提高公司的营运效率。

事实上，“管理层融资收购重组”具有“Going Private”的性质，本身就可以成为传统公有制企业转型的一种工具。在此种意义上，它与经典的 MBO 有所区别：

第一，MBO 的主角是经理层，但是在公有制企业中，经理层不但是经理，而且是事实上掌握企业控制权的、某种意义上的“老板”。当我们把 MBO 应用到中国转型中的公有制企业的改革中来的时候，必须明确的重点是“股东融资收购”而不单单是“管理层融资收购”。“股东”之所以需要融资收购“自己的股份”，是因为在过去的模式中，“股东”是以国家或集体的形式存在，而每个个人的相应权力、责任和义务，没有得到清楚的界定，从而引起“委托人无效”。为了避免语言上的悖论，我们不妨把转型企业的 MBO 笼统的称为“管理层融资收购”。

第二，MBO 通常伴随着企业结构的重组，因为借贷收购的经理层可以通过出售公司的非核心业务还贷，从而加快还贷的节

奏。在转型的企业中应用 MBO，重组企业业务和组织结构则是必不可少的一环，并且重组的目的并不仅仅限于加快归还贷款，而是利用这一机会消除公司已经染上的恶疾。不严格执行资本纪律的企业重组，仅仅把 MBO 看做是一种新融资手段，“管理层融资收购重组”不会成功。

第三，由于 MBO 面对的出售方（股东）是清楚的，因此经理层可以通过融资购得企业全部或部分股权，而股东则可以通过出让股权得到现金。但是，转型企业的“管理层融资收购重组”，因为不存在清楚的卖方，因此“买方”事实上要通过融资形成现金资本，“加入”目标公司，扩大目标公司的总资本，从这一点推断，如果目标公司具有同样的净资产规模，“管理层融资收购”比典型的 MBO 需要更多的融资资本。

第四，在典型的 MBO 中，企业股东是出售方，而经理层则是购买方。由于经理层拥有对企业的主导优势，因此如何防止经理层利用这种信息不对称而损害股东的利益，成为 MBO 操作中的一个关键。但是，在企业股权的售方和买方事实上是同一主体的条件下（只不过买方以个人产权清楚为基础，而买方基于“集体的”、“公有的”产权形态出现），“管理层融资收购重组”的操作难点不在买卖双方的成交，而在这种“成交”的结果如何让融资方和债权人接受。从法律规范而言，“管理层融资重组”的重点不但是卖方对买方的审核和欺骗防范，而且是融资人或债权人对接受融资的管理层的考核和欺骗防范。

根据以上分析，MBO 可以作为转型企业重组公司业务和组织、企业控制权和资产结构的一种工具，但是典型的 MBO 的主要目标、内涵、操作难点和规范重点，在公有制企业转型的应用中有所调整。

二、经营层持股

高管人员持股（以下又称为经营者持股）在国外是公司对管理人员的约束、激励机制以及薪酬结构的一种普遍安排，目的是使高级管理人员的报酬与企业的经营绩效相联系，把经营者的利益与公司的长远利益联系起来。在许多国家，股票激励机制都得到了普遍的运用。如在美国，到 1996 年底，35 家大公司的 59 名高级主管人员所拥有的股票（含期权）的价值已超过 1 亿美元，其中 46 人既非公司创建人，也非继承者。

自 20 世纪 30 年代以来，随着股权的日渐分散和管理技术的日益复杂化，在美国等发达国家出现了被称为“管理革命”的所有者与控制者分离的趋势，这种趋势到了 20 世纪 60 年代变得尤为明显，一些公司的董事会中内部董事（来自公司管理层的董事）占了多数，董事长往往身兼公司的首席执行官，大权在握，而由于信息不对称的原因，股东无法对管理人员进行有效的监督，为了改变这一局面，20 世纪 70 年代以来，以美国为代表的发达国家对公司的治理结构进行了改革。改革主要沿着两个方向演进：一方面在董事会中提高外部董事的比重，并通过设立一些专门委员会加强对管理层的监督和控制；另一方面则通过广泛的持股和期权计划来密切管理人员与公司长远利益的联系，使其报酬与公司的经营业绩挂起钩来。一些公司甚至还要求外部董事也必须持有公司的一定股份。近年来，管理人员持股和期权计划在美国等国家得到了广泛的推行，其在管理人员整个薪酬结构中的比重也日益提高。据《财富》杂志报道，近年来美国 282 家中型工业企业中经理的薪酬构成比重出现了由工资向期权等长期报酬倾斜的趋势。另外，目前美国最大的 1000 家公司中，经理人员工资的 1/3 左右是以期权为基础的。

我国企业改革的方式多种多样，拍卖、租赁、承包、股份制

等都是目前许多地方在企业改革中采取的措施。但是，拍卖受购买者购买能力的制约，大量企业卖不掉，租赁和承包难以解决经营者追求个人短期利益和企业长远发展需要之间的矛盾。经营者持股的股份制由于其自身的优越性可以视作一条值得推广的路子。

目前，一方面许多国有企业负债太高，资金紧张，另一方面民间已经积累起巨额资金，因此，实现民间资本和国有资本的结合，对现有的国有企业进行股份制改造，改变目前产权主体单一的状况，变单一产权主体为多元产权主体或许是搞活国有企业的有效措施，国有企业吸收民间资本可以缓解资金的紧张状况，弥补资本金的不足，同时可以改变目前的所有权结构，通过自然人的入股尤其是经营者等内部人员的入股，协调所有者和经营者的矛盾，解决对经营者的激励和监督问题，形成对经营者的监督和激励机制。对民间资金来讲，入股改造国有企业是一种投资渠道，同时通过与国有资本的结合，利用国有企业现有的产房、设备、营销渠道等有利条件，可以绕开新办企业必须经过的资本原始积累过程，使资金在较短的时间内发挥较大的效益。

对国有企业进行经营者持股的股份制改造符合现代企业制度和国有企业进行战略性重组的要求，也是公有制实现形式之一。

随着改革的不断深入，市场经济体制的不断完善以及政府职能的转化，国有企业必须进行战略性重组，国有企业应逐步退出一般性竞争领域。但是这种重组应和国有企业自身的改革结合起来，退出的过程应同时是民间资本进入的过程。经营者持股可以说是国退民进、民间资本和国有资本结合的一种方式。通过这种方式既有助于实现国有企业经营机制的转换，也有助于完成国有企业的战略性重组。

建立现代企业制度是国有企业改革的方向，现代企业制度首要的要求是产权清晰，没有产权清晰就不可能建立现代企业制

度。国有企业的改革不可能绕开产权问题，以往的改革之所以成效不大，原因之一是没有在这一问题上取得实质性的突破。采取经营者入股的股份制方式，在一定程度上做到了企业产权清晰，并在产权清晰的基础上，有效地解决了对经营者的制约和激励问题。通过经营者入股的方式对国有企业进行股份制改造是国有企业建立现代企业制度的一种尝试。

公有制有多种实现形式，通过吸收经营者及其他内部人入股的方式对国有企业进行改造，也是公有制实现形式之一。经营者持股的方式也可以多种多样，既可以采取经营者投入股金的方式，也可以采取将经营者的一部分收入直接折算成企业股金的方式。

总之，经营者持股在一定程度上统一了所有者和经营者的利益关系，可以充分稳定地发挥经营者的积极性，有利于企业的长远发展，符合现代企业制度和国有企业战略性重组的要求，国有企业的改革应该大胆地尝试这种方式。

第二章 国外经营层持股与收购

一股世界性的潮流正扑面而来。在国际上，这股潮流反映了近 20 年来西方国家在公司结构与法人治理领域的深度变革和巨大变化，并已演变成了一种时兴的全球化大趋势；而在中国，这股潮流的涌动，却是由国有企业改革的产权多元化、集体和民营企业的公司治理结构的制度创新而引起的。这是一股怎样的潮流呢？它就是 MBO，即“管理层收购”。

英国经济学家麦克·莱特（Mike Wright）于 1980 年发现管理层收购（MBO）现象，并对该现象进行了比较规范的定义，至今已经 20 余年了。实践证明，国外的管理层收购在激励内部人积极性、降低代理成本、改善企业经营状况等方面起到了积极的作用，因而获得了广泛的应用。

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、服饰以及瓶装及罐装软饮料等。近年来国外 MBO 才在新经济的高新技术企业中实施。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发挥重要的影响。到 20 世纪 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 月的股票市场崩溃的余波之后, 英国上市公众公司经过 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所在。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的方式, 英国政府广泛采用了 MBO 形式及其派生形式 EBO (职工控股收购)。

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。20 世纪 90 年代初期, 随着垃圾债券市场的萎缩以及 20 世纪 80 年代几宗大交易的失败, 杠杆收购的步伐有所放慢。到了 20 世纪 90 年代末期, 杠杆收购和 MBO 在美国又有了新的发展。

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 20 世纪 70 年代末期仅为 5% 左右, 而 20 世纪 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，以经营管理者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 3%。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、员工收购，即 Management and Employee Buyout）。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。

到了上世纪 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。

从上世纪 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 在欧洲实施家数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。

一、国外施行 MBO 企业的基本特点

1. 目标公司具有巨大资产潜力，存在“潜在的管理效率空间”。通过投资者对目标公司股权直至控制权以及业务的重组，来达到节约成本、获得巨大的现金注入并给投资者超过正常收益回报的目的。

2. 可以有效降低产权代理人成本。从经济学上讲, 管理层收购是为了解决“代理人问题”。现代公司体制将管理者与所有者分离, 一方面公司所有权被广泛分散到不承担任何管理责任的投资者手中; 另一方面, 随着公司规模扩大, 管理愈加复杂, 信息愈加不对称, 公司控制权逐渐转移到职业管理者手中。于是就出现了管理人的“道德风险”, 亦即“代理人问题”。这种缺乏制约的管理权扩张最终将给股东带来灾难。管理层收购使管理权与所有权形式结成联盟, 既建立了公司股东与管理层互相制约的责任机制, 也建立了利益共享的激励机制。

3. MBO 多发生在成熟行业。MBO 属于杠杆收购, 管理层首先通过大量的债务融资进行收购, 然后用企业的现金流偿还贷款。因此企业是否能够产生稳定的现金流是 MBO 成功与否的关键。成熟行业(或成熟企业)产生的现金流量较为稳定, 这将增加企业的负债能力, 从而有助于 MBO 中的债务融资。

4. 与 LBO 一样, 完成 MBO 的所需资金主要通过融资来完成。这就要求收购者具有较强的组织能力及资本运营能力, 整个过程需要中介机构、财务顾问等协助。

5. MBO 完成后, 目标公司可能由一个公众上市公司变为一个非上市公司(私人公司)。一般来说, 这类公司在经营了一定的时间以后, 又会寻求成为一个新的公众公司并上市套现。

二、西方 MBO 的主要理论基础

1. 伯利-米恩斯模型: 从经济学角度讲, 管理层收购是为了解决“代理人问题”。早在 1932 年, 美国经济学家伯利和米恩斯(Brele and Means)即指出: “事实上, 从所有权中分离出来的经济权力的集中, 已创造出许多经济帝国, 并将这些帝国送到新式的专制主义者手中, 而将所有者贬到单纯出资人的地位”, 这已经成为对市场经济条件下企业所有和经营分离的著名论述。其