

GUANLICENG SHOUGOU
DE CHENGONG ZHILU

魏建◎著

管理层收购 的成功之路

——管理层收购在中国的困境及突破

GUANLICENG SHOUGOU
ZAI ZHONGGUO
DE KUNJING JI TUPO

人民出版社

GUANLICENG SHOUGOU
DE CHENGONG ZHILU

魏 建◎著

管理层收购

的成功之路

——管理层收购在中国的困境及突破

GUANLICENG SHOUGOU
ZAI ZHONGGUO
DE KUNJING JI TUPO

人 民 出 版 社

责任编辑:陈 登

装帧设计:肖 辉

图书在版编目(CIP)数据

管理层收购的成功之路/魏建著.

-北京:人民出版社,2005.4

ISBN 7-01-004862-2

I. 管… II. 魏… III. 企业合并-研究-中国 IV. F279.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 026687 号

管理层收购的成功之路

GUANLICENG SHOUGOU DE CHENGONG ZHI LU

魏建 著

人民出版社 出版发行

(100706 北京朝阳门内大街 166 号)

北京市双桥印刷厂印刷 新华书店经销

2005 年 4 月第 1 版 2005 年 4 月北京第 1 次印刷

开本:880 毫米×1230 毫米 1/32 印张:13.25

字数:316 千字 印数:1-4,000 册

ISBN 7-01-004862-2 定价:26.00 元

邮购地址 100706 北京朝阳门内大街 166 号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

作者简介

魏建 男，1969年生，山东博兴人，经济学博士，山东大学经济研究中心教授，法经济学研究所所长。主要研究领域为法经济学、制度经济学和企业并购。先后在《中国社会科学》、《经济研究》等刊物发表论文50余篇，出版专(合)著3部。

内 容 简 介

管理层收购在中国陷入了效率提升和财富转移构成的困境中，如何走出这个困境成为社会关注的焦点。本书提出要走出困境、促进管理层收购在中国的健康发展，必须具备两个基本条件：一是收购者具备足够的效率提升能力，二是社会具有较为完善外部环境。前者通过研究英美的管理层收购实践进行了论证分析，后者则通过研究中国的管理层收购实践进行了说明。结论是完善的投资者保护、有效的并购市场是管理层收购走向成功的关键所在。

责任编辑：陈 登

封面设计：肖 辉

自序

正如所有新生事物一样，管理层收购在中国也受到了广泛的关注。但与其他新生事物不同的是，管理层收购事关国有企业的改革问题。通过管理层收购，借助于股权激励能够较为有效地解决国有企业普遍存在的激励不足问题，从而使管理层收购成为国有企业，特别是国有中小企业改革的一种可选方式。也正是因为此，管理层收购在出现之初受到了广泛的赞誉。

但是，人们逐渐发现，借助于实际拥有的控制权，管理层拥有多种手段和途径迫使处于劣势一方的政府接受收购请求，管理层收购成为了“合理、合法”侵占国有（集体）资产的“最佳”通道。刚刚起步的中国并购市场，还不能形成较为有效的企业价值判断机制，使社会难以准确判断管理层收购的交易价格到底是准确地反映了企业产权价值，还是低估了产权价值。交易价格即使公开披露也无法判断其经济意义，更何况还有许多交易根本就不公开交易价格。交易价格不透明、价格意义不清晰，就使管理层收购存在在管理层优势主导下侵蚀国有（集体）资产的可能。随着一些显然不合理的交易价格和令人质疑的交易被披露或者被监管部门调查^①，逐渐证实了人们对管理层收购财富转移效应的

^① 如证监会对伊利股份、铜城集团的调查等。

怀疑。一时间，本来就有的对管理层收购批评的声音更加大了起来。政府也收紧了对管理层收购的监管，不少公司管理层因此而“落马”甚至入狱。管理层收购处于一片风声鹤唳之中，由“改革利器”变为“害群之马”。

管理层收购在中国陷入了困境，探索中的人们也陷入了迷茫。显然，不应该彻底地否定管理层收购，毕竟有相当的企业借助于收购成长壮大起来，也不应该全面肯定管理层收购，企业资产被侵占也是明显的事实。那么，究竟如何看待管理层收购？基于英美等市场化国家管理层收购实践的现有理论无法对管理层收购在中国的困境给出充分、合理解释。正确认识和健康发展管理层收购需要我们进行理论创新。

分析管理层收购在中国所遭遇的困境和为中国健康发展管理层收购寻找出路，激发了笔者的研究兴趣，构成了本书的写作初衷。经过思考，我将研究主题界定为——管理层收购的成功之路。研究目的是找出到底是哪些因素决定着管理层收购的成功和失败，进而研究在中国这样一个转型国家中哪些因素铺就了管理层收购的成功道路，为构建这些因素相应需要什么样的制度建设。

我们的研究表明，管理层收购的成功必须具备两个基本条件：一是收购者具备足够的效率提升能力，二是社会具有较为完善的外部环境。效率提升能力是从企业层面提出的成功条件，完善的制度和市场环境则是从社会层面提出的成功条件，二者有机结合才能实现管理层收购的成功。

对于前者，我们通过研究英美的管理层收购实践进行了论证分析，对于后者我们则通过研究中国的管理层收购实践进行了说明。我们构建了一个理论模型，用以说明完善的投资者保护、有效的并购市场是管理层收购走向效率提升道路的外部环境约束力

量。中国的管理层收购之所以陷入由效率提升和财富转移构成的困境就在于缺乏外部条件的支持。因此突破困境的方向就是建立完善的投资者保护制度和有效的并购市场。

围绕着上述核心思想，本书的结构和主要内容大致如下：首先详细介绍了管理层收购在英美的实践案例、法律框架和基本特征；然后对英美等市场化国家的管理层收购实践进行进一步的总结，从中得出效率提升的实践路径；之后综述既有的对市场化国家管理层收购实践的理论解释，并指出这些研究存在的不足；在这个基础上，我们进入对中国管理层收购实践的考察，主要通过典型案例来说明管理层收购在中国表现出来的特点——效率提升和财富转移突出构成了中国管理层收购的特色和困境；我们论证和解释了为什么管理层收购在中国会出现由效率提升、财富转移两股不同的经济力量构成的困境，构建了一个简单的模型指明了出路所在，逆序收购和全部收购是我们给出的在短期内有效突破困境的两个主要措施，提高投资者保护水平、加速完善并购市场和经理市场、改革金融体制建立通畅的融资渠道则是长期内促使管理层收购走上效率提升道路的关键；最后，简单总结全书，指出管理层收购在中国要取得成功，不仅需要收购者具有强大的效率提升能力，而且需要在制度层面上建立完善的制度和市场环境，推动收购者主动走上效率提升路径。

总结起来，本书有两个较为鲜明的特色：一是理论创新。基于既有理论，我们提出了一个理论框架，说明管理层收购具有双重性质——效率提升和财富转移，外部环境（投资者保护水平、并购市场有效程度等）构成了其发展路径的约束条件。因为中国的投资者保护水平低下、并购市场有效程度有限，导致管理层收购有发展成为财富转移通道的内在趋势。但是管理层收购又确实

为国有企业改革带来了股东筛选、改善激励等有效结果，因此管理层收购在中国陷入了困境。这样，我们从理论上解释了管理层收购在中国的困境，指明了未来发展方向。理论框架的提出也突破了国内研究要么侧重于实务、要么止于现象描述的现状，将管理层收购研究向前推进了一步。

二是丰富而深入的案例研究。我们不仅深入、细致地介绍了国内不同类型的管理层收购案例，而且根据我们收集的资料仔细整理了多个英美管理层收购案例。每一个案例我们都按照收购背景、交易安排和收购后的变化三个部分对案例事实进行了整理，然后按照案例本身表现出的特点和理论分析的需要进行了深入的评析。这些案例，不仅使我们对管理层收购的运作实务有着更加丰富、完整的认识，而且更加清晰地体现出了中外管理层收购的差异所在，进而为理论的构建提供了基础。

企业并购是笔者最早的研究方向，本人的第一本专著（《购并、重组和资本运营技巧》，山东人民出版社1998年版）总结的就是自己在这个领域的研究成果。自此之后，笔者一直关注该领域的进展，并不时为并购实践中出现的新现象、新事物所鼓舞、所吸引，为一些高超的并购安排和整合手段所折服，因此也更坚定了深入研究下去的决心和信心。时隔几年之后，自己已经由一名求学的学生变为教学的教授，相信自己的积累和对并购的理解更胜于当年初出茅庐的自己。我自信本书还是能够给读者带来一些启发的，也希望自己的研究成果有益于促进管理层收购在中国的健康发展。

魏 建

2005年元月于济南

目 录

自 序.....	1
引 言 管理层收购来到中国.....	1
一、管理层收购的概念、特征及在国外的发展历程.....	1
二、管理层收购来到中国.....	7
三、本书的写作目的和框架	11
第一章 美国的管理层收购实践：外部投资者 主导模式	13
一、管理层收购在美国的大致发展历程	13
二、美国管理层收购的基本架构	17
三、美国管理层收购的法律规范	22
四、美国管理层收购的典型案列	24
五、小结：美国管理层收购的特征	46
第二章 英国的管理层收购实践：管理层主导模式	55
一、管理层收购在英国的发展	55
二、英国管理层收购的基本架构	57
三、英国管理层收购的法律规范	71
四、英国管理层收购案列	77
五、小结：英国管理层收购的特征	114

第三章 管理层收购的效率提升：市场化国家经验的进一步总结	120
一、管理层收购的失败趋势	121
二、管理层收购失败的原因	124
三、效率提升促使管理层收购走向成功	130
第四章 市场化国家管理层收购的理论解释	156
一、财富转移说	157
二、代理成本说	159
三、防御剥夺说	162
四、企业家精神说	165
五、理论的实证检验	169
六、小结：对既有理论解释的评论	178
第五章 管理层收购在中国的实践：探索与迷茫	185
一、粤美的：从早期代表案例看管理层收购在中国的探索	185
二、从宇通客车到武汉有机：中国管理层收购的基本特征	196
三、融资约束下的管理层收购：四川全兴的管理层收购	226
四、“曲线”管理层收购：江苏吴中的管理层收购	240
五、小结：管理层收购在中国的四大误区	248
第六章 管理层收购在中国的困境：效率提高与财富转移	257
一、管理层收购在中国的困境：效率提升与财富转移	258
二、管理层收购困境的理论解释	285

第七章 管理层收购困境的短期突破.....	304
一、中国管理层收购困境的短期突破安排：逆序 收购.....	304
二、部分收购的治理.....	328
第八章 走向成功：长期内以建立完善的市场环境为方向	343
一、加强投资者保护.....	343
二、建设完善的并购市场.....	354
三、管理层的选择与充分定价.....	369
四、管理层收购融资体制的优化.....	378
第九章 结语：管理层收购的成功之路.....	399
参考文献.....	403
后记.....	413

引言 管理层收购来到中国

一、管理层收购的概念、特征及在国外的发展历程

(一) 管理层收购的定义及其特征

在资本市场发达的英美国家，对于管理层收购的定义有狭义和广义之分。狭义的管理层收购（Management Buy-out，简称MBO），是杠杆收购（Leveraged Buy-out，简称LBO）的一种形式，指企业内部管理者通过自有资金或外部融资，收购所在公司股份，实现企业控制权由大股东转移到管理者手中的行为。在现实中，按照收购主体的不同，管理层收购可以分成三种类型：

（1）典型的管理层收购，指完全由内部管理者融资独立进行的收购。

（2）管理层与员工联合收购（Management-employee Buy-out，简称MEBO），企业员工和管理层一起完成对企业的收购，管理层获得多数股份和控制权。

（3）外部投资者和管理层联合收购（Investor-led Buy-out，简称IBO），收购完成后原企业管理者取得企业控制权，外部投资者在适当的时候通过向管理者或其他投资者转让股权退出企

业。这是最为常见的管理层收购形式，因为如果管理层发动收购，往往需要外部投资者提供资金和收购策划支持。如果是外部投资者发动收购，则需要利用管理层对企业的信息优势，借助于管理层的能力实现投资回报。

此外，广义的管理层收购还包括外部管理者通过自有资金、外部融资收购目标企业股权，获得该公司控制权，并取代原公司管理层的外部管理层收购（Management Buy-in，简称 MBI）。西方学者在研究、统计管理层收购时，通常采用广义的定义（Baruch and Gebbie, 1998）。

不论是广义界定还是狭义界定，管理层收购的本质是管理层通过收购同时具有了管理层和股东双重身份，是一种收购手段、方式。根据英美等国家的管理层收购实践，可以将管理层收购的特征总结如下：

（1）公司所有权结构发生转变。或者由原来所有权和经营权分离的公众（Public）公司转变为为所有权和经营权合一的私人（Private）公司，即 Public to Private。或者由原来私人（业主）所有转变为管理层所有，即 Private to private。或者由集团所有的子公司转变为独立存在的管理层主导的企业，即 Conglomerate to independence。

（2）管理层地位发生转变。由经理阶层转变为企业家阶层，即 Manager to Entrepreneur，管理层因此成为企业控制者和部分所有者。所以说管理层成为部分所有者而不是完全的所有者，是因为尽管部分管理层收购的最终方向或最终结果是管理层成为企业产权的全部所有者，但是绝大多数管理层收购只是使管理层持有部分所有权，剩余部分由外部投资者持有，尤其是在收购的初期更是如此。但不论是赋予管理层部分所有权还是给予全部所有权，管理层都将因此享有较为完整的企业控制权，并且实

际控制权的享有被认为是管理层创造奇迹的关键所在 (Sebastin Green & Dean Berry, 1991)。从这个角度看, 管理层收购导致企业所有权和经营权重新合而为一, 在某种程度上是对企业所有者、经营者分离的现代公司制的否定。

(3) 外部融资是管理层收购的主要资金来源。在收购中, 管理层和权益投资者投入部分自有资金作为收购的“种子基金”, 然后基于对目标企业未来现金流量的预测和判断进行债务融资, 和种子基金一起收购目标企业的股权。种子基金作为股权融资出现享有目标企业所有权, 而债务融资则只对固定收益有索取权。这样管理层收购就成功运用财务杠杆, 不仅用较少的自有资金获得企业控制权, 而且确定了收购的收益分配格局。

(4) 管理层收购的收益主要源自收购后的经营效率的提高。尽管对于管理层收购 (包括杠杆收购) 所带来的神奇变化 (既包括企业活力的提升, 也包括较高的投资回报) 到底是如何产生的, 存在较大的争议, 但是不可否认的是那些专注于收购后企业效率提升的管理层收购基本上都获得了成功, 而那些意图从纳税人、目标企业原有债权人、股东等利益主体手中转移财富的管理层收购基本上都以失败告终^①。

(5) 法律规制完善。自从管理层收购出现以后, 由于管理层作为收购主体不同于纯粹的外部主体收购, 在收购中管理层可能利用信息优势和其他优势 (如控制优势) 等侵害目标企业股东、债权人、职工等利益相关人的利益, 也可能因此造成外部收购者的事实劣势使外部收购者因此而丧失了收购中被公平对待的权利和机遇, 所以英美等国对于管理层收购有较为完善的法律要求, 管理层收购的操作必须符合法律的要求。法律规制的基本原则,

^① 参见本书第三章、第四章关于管理层收购收益源泉的实证研究和理论分析。

一是管理层要恪守信托责任，尽最大努力维护企业利益，作为收购方不得主动自目标企业获取任何形式的财务支持；二是在收购中要保障各方都得到平等的待遇。在收购信息披露、税收、收购后的企业重整、投资变现等各个环节上都有较为详细的法律规定，以防止对上述原则的违反。

（二）管理层收购兴起和发展的大致历程

杠杆收购作为一种重要的金融创新，促进了第四次全球并购浪潮的兴起，也为管理层收购提供了良好的外部环境。20 世纪 80 年代以来，管理层收购一直是流行于欧洲、美国的一种重要收购形式。

一般认为，管理层收购起源于 20 世纪 70 年代晚期的英国，1977 年英国记载的管理层收购有 13 起。1980 年，英国诺丁汉大学的迈克·怀特（Mike Wright）在研究公司分立和剥离时，发现其中相当一部分被卖给了管理层。英国对此类收购融资的工商金融公司（Industrial and Commercial Finance Corporation）将这种收购叫做“管理层收购”。怀特在英国诺丁汉大学成立了“管理层收购研究中心”（CMBOR, Center of Management Buy-out Research），建立了欧洲各国管理层收购的大型数据库，开展了大量研究工作，成为研究管理层收购的重要学术阵地。到 20 世纪 80 年代，管理层收购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 年英国管理层收购交易数量已达 300 多起，交易额近 400 亿美元。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管理层收购后转为非上市公司，成为一种有吸引力的投资选择，并使资本市场更加活跃。管理层收购成为英国对公营部门私有化的最常见方式。

事实上，美国管理层收购的出现并不比英国晚，也大约在

20 世纪 70 年代末。并且在垃圾债券的推动下迅速达到了第一次高潮。管理层收购和杠杆收购在 1988 年达到了顶峰。1987 年，美国全年管理层收购交易总值为 380 亿美元，而在 1988 年的前 9 个月内，美国管理层收购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 80 年代几宗大交易的失败，杠杆收购的步伐有所放慢。到了 90 年代中后期，管理层收购随着公司剥离浪潮的出现重新成为主要的收购方式之一，并且在资金供给者上私人权益资本替代垃圾债券成为主要的资金供给者。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 30%（方华，2003）。

20 世纪 90 年代初，作为产权多元化改革的一种方式，管理层收购也出现在了俄罗斯、东欧等经济转型国家的国有企业改革过程中。在日本，一些在经济危机中陷入困境的企业也采取了管理层收购的方式对企业进行拯救。

推动管理层收购在世界范围内兴起的原因主要有三个方面：

1. 全球性企业重构浪潮推动管理层收购

混合兼并是 20 世纪 60 年代第三次全球企业并购浪潮的重要特征和主要形式，结果是西方企业普遍出现业务过度多元化，多数大公司部门繁多、业务庞杂、效率低下、缺乏竞争力，出现了“大企业病”。一些世界知名的大型跨国公司，例如通用电气、西尔斯、通用汽车等被外界称为“面临灭绝的恐龙”。为了改变过度多元化扩张带来的不良后果，20 世纪 80 年代，从美国企业开始，逐渐蔓延到欧洲、日本和东南亚国家，掀起了一次全球性的企业重构浪潮，回归主业和专注于主业成为这次浪潮的主流。大