



公司并购与治理丛书



管理层收购 MBO

的法律困境与出路

任自力 著

The Legal Plight and Way Out For

China's MBO



法律出版社
LAW PRESS·CHINA



公司并购与治理丛书

管理层收购 MBO

的法律困境与出路

*The Legal Plight and Way Out For
China's Management Buy-outs (MBO)*

任自力 著



法律出版社
LAW PRESS·CHINA

图书在版编目(CIP)数据

管理层收购(MBO)的法律困境与出路/任自力著.
北京:法律出版社,2005.10
ISBN 7-5036-5878-9

I. 管… II. 任… III. 企业合并—法律—研究—
中国 IV. D922.291.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 113342 号

©法律出版社·中国

责任编辑/杨 扬

装帧设计/于 佳

出版/法律出版社
总发行/中国法律图书有限公司
印刷/北京中科印刷有限公司

编辑统筹/法律应用出版分社
经销/新华书店
责任印制/陶 松

开本/A5
版本/2005 年 10 月第 1 版

印张/10.625 字数/206 千
印次/2005 年 10 月第 1 次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

网址/www.lawpress.com.cn

咨询电话/010-63939796

法律应用出版分社/北京市丰台区莲花池西里法律出版社综合业务楼(100073)

电子邮件/yangyang@lawpress.com.cn

编辑热线/010-63939647

传真/010-63939650

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782 西安分公司/029-85388843 重庆公司/023-65382816/2908

上海公司/021-62071010/1636 北京分公司/010-62534456

深圳公司/0755-83072995

苏州公司/0512-65193110

书号:ISBN 7-5036-5878-9/D·5595 定价:25.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

作者简介

任自力

生于 1971 年 2 月,河南上蔡人

河南大学法学学士

北京大学民商法学硕士

中国政法大学民商法学博士

北京航空航天大学法学院副教授

美国哥伦比亚大学法学院访问学者

中国法学会民法学研究会理事

著或主编

《中国证券法操作原理·经典案例评析》

《中国证券市场违规要案点评》

《证券律师常用法律文书范本》

《外商投资》

《知识产权诉讼》

《著作权法原理与应用研究》等 10 余部著作

参编或参译著作多部

发表学术论文 20 余篇

主持或参与

中国—欧盟“中国村民自治与法律维权案例式培训研究”

国家自然科学基金委“国家自然科学基金申请资格认定办法研究”

国防科工委“国防科技工业知识产权归属与分享办法研究”

国家科技部“高新技术产业自主知识产权认定指南研究”等重大法学课题

1998 至今,代理民商事案件百余起

摘 要

本书在探讨管理层收购(MBO)含义及其理论基础的基础上,对中国企业管理层收购的发展现状与特点等问题进行了实证分析,并重点围绕管理层收购的主体法律制度、融资法律制度和国有资产转让定价法律问题进行了较深入的研究。本书共分五章,各章主要内容如下:

第一章:管理层收购(MBO)的含义及其理论基础。本章主要介绍了管理层收购的概念与特征、起源与国外发展状况以及其理论基础。作者先简要介绍了对管理层收购含义的理解以及其与相近概念之间的关系。之后,本章重点对管理层收购在世界各国的发展概况及其理论基础进行了系统的介绍与分析。作者认为,管理层收购最基本的法理基础应是代理成本理论,要准确理解这一点,必须把握住企业本身作为生产性组织体的客观性质。作者同时认为管理层收购后目标企业绩效的改善可能来自于既有

财富的转移、新价值的创造,或两者兼而有之。

第二章:中国企业管理层收购(MBO)发展现状分析。本章在归纳并分析中国企业管理层收购发展三个阶段的基础上,对中国企业管理层收购的特点与原因以及中外管理层收购的主要差异进行了探讨。作者认为,中国企业实施管理层收购的“本土”意义在于实现国有及集体企业的产权改革和企业治理结构的改良,中国企业实施管理层收购的初步条件已基本具备。

第三章:中国企业管理层收购(MBO)的主体困境与出路。收购主体方面,作者在总结归纳国内企业管理层收购的主体类型的基础上,指出现有的收购主体均存在明显的局限。信托机构作为未来收购主体的主要类型,其实力与信用基础尚需要进一步强化,其受到的不当法律限制应尽早废止,其税费制度亦亟须健全。在管理层收购目标企业的范围方面,作者认为,国家不应以法律或政策预设管理层收购目标企业的范围,现行将大型国有及国有控股企业、上市公司等排除在管理层收购之外的做法不利于国有企业改革的进一步深化。

第四章:中国企业管理层收购(MBO)的融资困境与出路。本章在对国外管理层收购融资的主要模式及其各自特点、对中国企业管理层收购融资的现状与主要模式及其局限进行系统研究和比较分析的基础上,认为,中国企业管理层收购融资困境的突破有赖于信托立法的进一步完善和企业金融管制的放松,应赋予企业更大的融资自由和更多的融资选择。

第五章:管理层收购中国有资产转让定价的法律困境与出路。本章在系统分析管理层收购中国有资产转让定价现状的基础上,对国有资产价值与国有资产流失等概念进行了辨析,对管理层收购中国有资产的净资产定价等方式进行了探讨,并认为,

净资产定价法在定价机制不完善的条件下有其适用的合理性与积极意义。本章接着提出了完善国有资产转让定价的若干法律建议,包括应坚持国有资产转让定价方式市场化原则和对管理层与员工的补偿公开化、标准化原则,应建立管理层收购中主导国有资产评估和定价程序的特别委员会制度,应设置国有资产协议转让的统一公开竞价前置程序,以及用资本棘轮来增强国有资产转让定价的合理性等。

Abstract

Based on a discussion of the implications and theoretical basis of management buy-out (MBO), this paper makes a positive analysis of the status quo and characteristics of China's MBO, highlighting the legal system of MBO subjects, the legal system of MBO financing, and the legal issues of the pricing of the transfer of state-owned assets. There are five chapters in this paper. The following is a briefing on the content of each chapter:

Chapter One: The implications and theoretical basis of MBO. This chapter accounts for the concept and features of MBO, its origin, its development in foreign countries and its theoretical basis. The chapter starts with an understanding of the implications of MBO and its relationship with other concepts that are closely associated with it. Then it

goes on to supply a systematic introduction and analysis of the development abroad and theoretical basis of MBO. This paper points out that the most essential jurisprudential basis of MBO should be the theory of agency cost. To comprehend this point accurately, it needs a mastery of the objective nature of enterprises as productive organizations. In addition, it is pointed out in the paper that the post-MBO performance improvement of the target enterprises may be a result from the transfer of wealth or the creation of new values, or a combination of the two.

Chapter Two: Analysis of the status quo of MBO in China.

This chapter, based on a summary and analysis of the three stages in MBO development in China, explores the MBO features in China and their causes, and the major differences between China's and foreign MBO. It is pointed out that the "indigenous" significance of MBO in Chinese enterprises lies in the reform of the property right and improvement of the governance structure of state-owned and collective-owned enterprises in China. Through the analysis, it is believed that the preliminary conditions are there for MBO in Chinese enterprises.

Chapter Three: Study of the legal system concerning MBO subjects in enterprises of China. As to MBO subjects, this paper summarizes the types of China's MBO subjects and points out that all the currently existing MBO subjects have obvious limitations. As a major type of MBO subject in the future, trust organizations need to strengthen their power and credit; the

improper legal restrictions imposed upon them need be eliminated as soon as possible; and a system of taxes and fees needs be established for them. In terms of the scope of MBO target enterprises, it is believed that the scope of MBO target enterprises should not be pre-established by laws or policies, and that it is detrimental to the further reform of the state-owned enterprises (SOEs) to exclude the large SOEs, the state-owned holding enterprises, and the listed companies from MBO.

Chapter Four: Study of the legal system of China's MBO financing. After systematically studying and comparing the major financing patterns and their respective features of foreign MBO with the financing status quo and major patterns and their limitations of China's MBO, this paper points out that a breakthrough in China's MBO financing plight depends on the improvement of trust legislation and the deregulation of enterprise financing. Enterprises should be given more freedom and more alternatives in financing.

Chapter Five: Study of the legal issues concerning the pricing of the state-owned assets transfer in MBO. This chapter, based on a systematic analysis of the status quo of the pricing of China's state-owned assets transfer, makes a differentiation between the concepts of the value of state-owned assets and the drain of state-owned assets and explores such practices as net assets pricing of state-owned assets in MBO. It is believed that the method of net assets pricing has a reasonableness and positiveness of its own, for it is applicable in circumstances

where the pricing system is imperfect. Then some legal suggestions are put forward for improving the pricing of state-owned assets transfer, including the principle of market-oriented pricing of state-owned assets transfer, and the principle of transparency and standardization of compensation for the management and employees. A panel system should be established to regulate the process of state-owned assets evaluation and pricing in MBO. A preceding procedure of unified and open bidding system should be set up for state-owned assets transfer by agreement. And the capital ratchet wheel should be applied to enhance the reasonableness of the pricing of state-owned assets transfer.

序

自从香港中文大学郎咸平教授指责一些国有企业实行管理层收购(MBO)是国有资产流失以后,一时间,MBO就成了国有资产流失的代名词了。我觉得,认识 MBO 的问题至少应该有三点必须明确:

第一,从流通角度来看:任何财产只有流通才能增值,流通不意味着流失,但流通中可能流失,国有资产更有可能,因此,法律的目的是如何完善流通,而不是禁止流通。

第二,从交易角度来看:任何市场自由交易都不能限制交易主体,谁都可以成为交易活动的买方,而任何一个买方又都想以较低的价格购买。关键在于卖方不能缺位,价格机制要合理,不能自己卖给自己。

第三,从改制手段来看:国有企业改制是必然的,改制的方法和途径是多样的,MBO 是其中一种方法和途径。任何一种方法都不可能是有千利而无

一害,也不可能是有千害而无一利,这就需要实施者去选择、比较。我们不能去怪一种方法,而只能怪选择这种方法的人。

基于以上认识,我们在郎顾之争之后就更有必要对 MBO 制度进行研究。

任自力先生是中国政法大学的博士生,先是师从杨振山教授,杨振山教授不幸病故后由我来继续指导。我对 MBO 制度素无研究不深,而任自力先生法学功底深厚,对 MBO 制度又素有研究,其博士论文内容丰富,对 MBO 制度又有一些自己的观点,对于如何实施这一制度有一些很好的见解,论文获得了答辩委员会的充分肯定。

值此论文出版之际,欣然为之作序,同时又不由得缅怀为他的论文指导做出贡献,为我国商法学发展做出毕生努力和贡献的杨振山教授,我和他在同一教研室共事了整整 25 年。



2005 年 8 月 15 日

(中国人民抗日战争胜利 60 周年纪念日)

前 言

自 20 世纪 60—70 年代管理层收购(MBO)在英国产生以来,其在美国和欧洲国家即呈现出迅猛发展之势。在俄罗斯与中东欧等经济转型国家,这一收购方式也得到了广泛的运用。管理层收购在相关国家国有企业私有化、大型企业集团剥离重组、家族企业延续再生等领域所发挥的巨大作用,引起了国外实务与理论界的普遍关注。管理层收购在中国正式出现的时间虽然不长,发展势头却十分强劲。从 1997 年大众科创、大众交通开始,到 1998 年的四通集团,再到 2001 年的粤美的等公司,国内众多上市公司已经完成、正在或希望通过这种收购方式对企业进行根本改造,更多的非上市国有或集体所有制企业也在纷纷涉足这一领域。

作为一种企业制度的创新,管理层收购对于明晰国有企业的产权、降低企业代理成本、激发经营者的人力资本要素、完善企业治理结构、实现国有资本

的战略性退出等具有重要意义。但由于国内现行法律制度的不健全,企业界关于管理层收购的实践均面临着一系列的严重问题,如收购主体不适格、收购资金来源不明、国有资产转让定价不合理、信息披露不完整,以及由此所引发的国有资产的大量流失与社会分配公正性的缺失等。相关问题的存在使得管理层收购行为备受争议,并使得不少人对管理层收购本身的制度价值及其在中国企业界应用的可行性产生了怀疑,该等怀疑已严重影响到了管理层收购的特有功能与价值在中国企业改革中的发挥。由此,我们不得不考虑:在中国国有与集体企业改革的进程中,管理层收购能否或者能在多大程度上发挥其作用,国外是否有成熟的法律制度与经验可资我们参照利用,国内管理层收购实践中的诸多法律问题或制度困境是否有比较好的破解方法?

国外关于管理层收购的研究,迄今已有30多年的历史。在此期间,有大量的专著与文章问世,相关研究报告的数量也数不胜数。英、美等国并设立有专门针对管理层收购的研究机构,其中以英国诺丁翰大学管理学院的管理层收购研究中心(CMBOR)最为著名,该中心建立有欧洲最权威的管理层收购数据库,并有定期刊物每月出版。总体来看,相关研究成果主要涉及经济学、管理学与法学等领域,其中以经济学、管理学领域的论述为主。经济学、管理学领域的论述均包括宏观和微观两个层面,前者主要从降低代理成本、激发经营者人力资本要素等角度探讨管理层收购对企业治理结构的影响,后者主要是通过收购个案的实证分析来研究管理层收购对企业绩效等的影响。法学领域的论述则主要集中在对管理层收购的法律特征、对董事等行为的法律规制、禁止内幕交易和利益冲突、强化信息披露以及对交易合同条款的法律设计等问题上。相关研究结论

从整体上看对于管理层收购多持一种积极认同的态度,认为其实施有助于企业治理结构的健全、经营效率的提高和社会资源的优化配置。

国内关于管理层收购的研究是近几年刚出现的事情。受管理层收购发展时间较短的限制,相关理论研究也处于初期阶段。尽管已有一些著述陆续问世,并有大量相关文章,但其中内容雷同者居多,并多集中在对国外管理层收购一般性操作规则的介绍和国内管理层收购个案的表层分析上,真正进行深入理论探讨或实证分析,尤其是从法学角度进行深入探讨的并不多见。与英美等发达国家相比,国内关于管理层收购的研究,整体而言,不论从内容深度、广度或是成果数量上,均有相当大的差距。

管理层收购所涉及的法律制度内容较为广泛,包括企业治理结构、收购主体、收购融资、信息披露、管理层的利益冲突、反收购措施、资产定价等诸多方面,其中不少内容同时也是经济学或管理学关注的问题,本书主要研究的是其中的主体法律制度、融资法律制度和国有资产转让定价法律问题,相关问题的解决是国内企业管理层收购健康发展的关键。同时,因管理层收购的含义、其在国外的发展经验、其在国内的发展现状等问题是进行相关法律制度研究的基础,故本书也涉及对这些问题的分析或介绍。本书研究的主要问题如下:

1. 管理层收购与近似概念之间的关系如何? 管理层收购的起源、种类,及其在国外的发展状况,中国可否从中获取一些经验? 国外关于管理层收购理论基础与绩效分析的研究成果是否适用于中国?

2. 中国企业管理层收购的发展历史及其特点,中国企业实施管理层收购的价值何在?