



创新时代企业热点丛书

主编：王富荣

为自己干

——MBO操作实务

陆满平◎著



中国财政经济出版社

《为自己干——MBO操作实务》

陆满平◎著

国资委领导日前明确认为，管理层收购(MBO)在国企改制和产权改革方面“有其独特优势”，关键是要进一步规范MBO，决不是停止或禁止企业实施MBO。随着各级国资监管机构的设立与运作，MBO将再度兴起。

ISBN 7-5005-6622-0



9 787500 566229 >

ISBN 7-5005-6622-0

F·5778 定价:35.00 元

为 自 己 干

——MBO 操作实务

陆 满 平 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

为自己干——MBO 操作实务/陆满平著. —北京: 中国财政经济出版社, 2003.7

ISBN 7-5005-6622-0

I. 为… II. 陆… III. 企业合并-基本知识 IV. F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 052619 号

中国财政经济出版社出版

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

财经书网: www.febooks.com.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

北京中财社图书发行有限责任公司 电话: 88119132 88119130

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×960 毫米 16 开 32.5 印张 403 000 字

2003 年 8 月第 1 版 2003 年 8 月北京第 1 次印刷

印数: 1—3 000 定价: 35.00 元

ISBN 7-5005-6622-0/F·5778

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

序 言

国企改革一直是我国经济改革的核心内容，我国先后对国企进行了由表及内、由财富分配到经营机制到产权结构的改良，但这些措施并没有从根本上改变国企效率低下和活力不够的状况。1988年前，国有企业的亏损总额一直低于国家财政赤字，但此后国有企业的亏损超过国家财政赤字，并且两者的差距越来越大，这种差距加快了国家财政赤字的增长速度。国企改革虽然已进行近十年，但仍有许多问题亟待解决，如产权结构单一、资产所有者与实际控制者利益错位、国企管理者与上级主管部门之间的寻租行为等。总结造成这种状况的原因，我们可以罗列出很多条，但根本性的问题在于产权制度和分配制度的改革没有到位。

企业是市场经济的“细胞”，如果这个“细胞”活力不够或逐渐失去活力，很难想象如何支撑整个经济的持续快速发展。随着我国市场经济的发展和改革的逐步深入，企业产权制度的改革成为“一道绕不过去的槛。”有位经济学家说过：“我们有天下最便宜的企业家——工资最低，同时又有天下最昂贵的企业制度——大量亏

损。”这话是非常实际而又发人深省的。“59岁现象”、“穷庙富方丈”等太多的教训足以说明我们的企业产权制度和分配制度存在致命的问题：激励严重不足和约束疲软乏力。

在这种背景下，党在十五届四中全会的《中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》中，提出“对国有经济进行战略性重组，以实现国有资本从一般性竞争部门向战略部门集中。”从战略上调整国有经济布局，要同产业结构的优化升级和所有制结构的调整完善结合起来，坚持有进有退，有所为有所不为，着眼于搞好整个国有经济，推进国有资产合理流动和重组，调整国有经济布局 and 结构，积极发展大型企业和企业集团，放开搞活中小企业。第十个五年计划纲要也明确指出：“对关系国民经济命脉和国家安全的重要企业，国家必须控股；对其他企业，不必都要控股。”这就是说，除了关系国民经济命脉和国家安全的企业外，其他企业都可以采取多元持股的方式进行改制，国有股权可以退出控股地位或全部退出股权。十六大又提出了国有资产“分级管理、分级产权”，除了关系国民经济命脉和国家安全的大型国有企业、基础设施和重要资源的国有资产都由地方政府代表国家履行出资人职责。近年来，中央和地方各级政府先后出台了加快改革和出售国有中小企业的一系列政策方案。这就意味着新的国有资产管理体制使国有企业的“所有者缺位”有望解决，将为 MBO 设置“收购卖方”，为 MBO 扫清了一个障碍。这无疑为国

企实施 MBO 改革提供了强有力的政策保障。政治大环境有利于 MBO，MBO 作为一条解决国有资产退出的重要途径而获得实施。

现代企业制度是以所有权和经营权的分离为特征的，而在两权分离的情况下，如何有效激励管理层去实现企业价值，尽可能地降低代理成本，一直是经济学界研究的一个焦点。国外的实践表明，管理层持有公司一定的股份有利于提高公司的绩效。国内一些实施 MBO 的先行者的实践也表明，管理层一旦在其经营的企业持有控制权的股票（股份），必然会更加勤勉尽职，其投资决策的谨慎性和经营才能的发挥程度将是未持控股前所不能比拟的。

近来 MBO 的快速升温主要缘于市场对国资改革中“国退民进”的强烈预期。2002 年 12 月 3 日国家经贸委、财政部、劳动和社会保障部、国土资源部、中国人民银行、国家税务总局、国家工商行政管理总局、中华全国总工会等八部委联合颁发《关于国有大中型企业主辅分离辅业改制分流安置富余人员的实施办法》（859 号文），宣布国企改制为混合所有制时，国有企业可以拿净资产偿付员工，这大大降低了管理层现金支付的压力。这一文件的出台，将大大提高 MBO 操作的灵活性。国有资本在一般性竞争行业中的存量调整等政策，已成为经济体制改革改革的明确思路。

2003 年 5 月 27 日，中华人民共和国国务院发布了第 378 号令：《企业国有资产监督管理暂行条例》。在该条

例的第二十三条中明确规定：“国有资产监督管理机构决定其所出资企业的国有股权转让。其中，转让全部国有股权或者转让部分国有股权致使国家不再拥有控股地位的，报本级人民政府批准。”这一规定把十六大报告中“国家所有，中央政府和地方政府分别代表国家履行出资人职责，享有所有者权益”更加具体化和可操作化，实际上变为：国家统一管理、分级产权，让地方政府和地方国资委有转让国有股权更大的自主权和灵活性。这非常有利于国有股权的转让，国有股权转让与运作有望提速，也必然会大大加快 MBO 的进程。

MBO 作为一种金融技术创新与产权制度变革，在整合企业资源、降低代理成本、提高企业经营管理能力方面都有着重大意义。对于中国资本市场而言，MBO 的出现与不断发展将具有更深远的影响与特定意义。

推行 MBO，既符合建立现代企业制度的要求，又很好地解决了国有企业改革中的产权、分配制度改革问题，是国有企业深化改革、走出困境的一剂良方。它的推行有利于进一步推动企业产权制度的彻底改革，解决国有产权所有者缺位的问题，实现产权多元化，并以产权为纽带将管理层与其他所有者结成共同体，将管理层利益与企业兴衰紧密联系起来；有利于管理层的权责对称，真正地建立起激励约束机制；有利于加大管理层的风险承受能力；也有利于促进职业企业家阶层的产生和完善。

尽管前一段时间由于法律法规和相关政策的滞后，政府机构改革和有关职能也没有到位，管理层收购有些

地方做得还好，有的却变相侵吞国有资产，引起了对 MBO 的争论，这也是正常的。而问题是出在不规范上。但进一步规范 MBO，决不是停止或禁止企业实施 MBO。我们决不能因为在操作过程中存在问题而因噎废食，完全拒绝 MBO，有关官员也明确认为 MBO “有其独特优势”，关键是如何规范运作，没有规范就无法推广。国资委目前正在抓紧制定与《企业国有资产监督管理暂行条例》相配套的法规和文件，逐渐实现从条例到法律的转变。并且可以肯定，时间不会太久就可以做到国有股权受让主体可以是个人，但要规范地到个人。这有可能使 MBO 再度兴起。

深圳证券交易所综合研究所陆满平教授所著的《为自己干——MBO 操作实务》一书，对管理层收购 (MBO) 的理论、MBO 的巨大效应、国内外 MBO 的发展与比较、MBO 的方案设计、MBO 定价与融资等关键业务问题的处理技巧等都作了全面而系统的阐述，并评析了国内外企业实施 MBO 的典型案例和实施 MBO 的多种探索性模式。该书体系结构合理，深入浅出，通俗易懂，操作性强，反映了作者深厚的研究功底和理论联系实际的能力。这是一本理论分析扎实、现实意义显著的优秀著作。此书的出版必将促进我国企业管理层收购的进程，为我国企业产权改革和制度创新做出较大的贡献。

王富荣

北京创新时代经济研究中心主任

2003 年 7 月 26 日

前 言

我对管理层收购（MBO）的最初关注和研究是在1992年，那时对MBO的认识还很浮浅，主要是从管理的角度去研究的。后来我在《厂长经理日报》、《光明日报》、《中华工商时报》、《新华日报》、《经济体制改革》、《企业家天地》等报刊发表了研究职业企业家阶层、企业家素质标准、企业家价值实现、企业家激励机制如何形成、国有资产改革和国有股权转让、国有资产保值增值等研究成果，不断加深了对MBO的研究。

攻读中国社会科学院产业经济学博士阶段，我把企业家的研究与企业的存亡及产业的兴衰相联系，从产权制度的根本上来寻求企业利益关系扭曲和企业家行为不规范的内生性原因。我在大学里从事投资经济和金融专业的教学与研究工作时，又逐步把MBO的研究与企业制度变革、企业改制、购并重组和资本运营等结合起来。

金融证券方向的博士后研究和深圳证券交易所综合研究所最前沿阵地的研究条件，使我在更高的层面和更宽阔的视野上来重新认识和研究MBO。为此，我曾着魔般地连续多天、每天十数小时地琢磨和研究它；发表了

一系列研究 MBO 的专版文章，产生了一定的影响；接受了中央电视台《今日证券》、《证券时间》和其他媒体的 MBO 专家访谈；参与了中国证监会发展规划委员会“关于上市公司实施 MBO 及其监管意见”的起草；在环境、条件和时机不成熟、不能出台上市公司实施 MBO 的专门规章和文件的情况下，适逢《上市公司收购管理办法》征求意见稿时，积极建议把 MBO 作为合法的收购方式之一写进《上市公司收购管理办法》中，后来体现在 2002 年 10 月 8 日中国证监会发布的《上市公司收购管理办法》及《上市公司持股变动披露管理办法》对 MBO 的收购方法、定价依据、出资方式、资金来源、信息披露以及监管等相关措施条款中。

我出席了数十场由政府部门、证券业界、投资银行界、中介服务机构、企业界等多层面的会议并作 MBO 的专题演讲，立场坚定、旗帜鲜明地积极倡导和支持 MBO，产生了较大影响，被业界和媒体称为“中国 MBO 第一人”。当然，这并非我的本意和所好，我只是愿意配置自己的时间和精力来研究 MBO，积极游说和推广 MBO，把 MBO 作为一种事业来发展，做一点实事而已。

业界有人称“MBO 没有一个人说得清楚”，甚至在发表的文章中连 MBO 的概念都没有搞懂，非说“上市公司那些高管们无非是高级打工仔，凭什么动辄以上千万上亿的资金一眨眼就成了大股东？”并指出：“一个最基本的道理，如果仅仅靠自己的劳动所得，即使一辈子不吃不喝也攒不出那么大一笔收购资金。”岂不知 MBO

作为杠杆收购（LBO）的一种，从来都不是“有多少钱，办多大事”，而是“以小搏大”、“以少胜多”，管理层自己的资金用得很少。国外根据企业规模的大小由管理层自行出资的经验数据为 10%~20%，其余 80%~90% 的资金都是靠多种融资方案来解决，从来没有这种靠管理层自己攒足了资金才能搞 MBO 的规则。

有的经济学家没有对 MBO 进行深入的研究就发表看法，认为 MBO 不适合国有大中型企业；还有人抓住 MBO 后上市公司可能会下市不放，从而认为上市公司不能实施 MBO。其实这都是对 MBO 的误解，MBO 既可以对企业整体进行，也可以对企业的子公司、分公司甚至一个部门进行，如对航空公司整体实施 MBO 很难，但不等于对其机场、油料供应公司、配餐公司、宾馆、后勤服务公司等不可以实施 MBO。MBO 作为公司分立和下市的通道，只是 MBO 较原始的一种实施形式，作为现代杠杆购并形式的一种，在金融创新工具的支持下，MBO 的实施形式已经多种多样。

许多人认为，MBO 是针对国有企业的，与民营企业没有关系。事实上，这种认识不能说是错误的，至少是不准确的。国有企业实施 MBO，是“国退民进”，而民营企业也有一个民营老板退、其他人才进的问题。民营企业与国有企业一样面临如何科学地设计自己企业的股权结构的问题。企业发展到一定阶段同样有企业老板个人退让股权给其他经理层，从而利用股权激励留住人才的问题，也同样要利用 MBO 实现对民营企业代理成本降

低的问题。民营企业完全可以利用 MBO 实现股权结构的重新设计，从而再造民营企业的管理层团队。另外，民营企业也应该抓住这一商机，以战略合作伙伴和提供过桥贷款等多种途径介入 MBO，获取投资回报。

对 MBO 的实质是反叛现代企业制度不能机械理解，事实上 MBO 的实施并不否定现代企业制度在企业发展进程中的巨大作用。MBO 行为产生的体制基础是现代企业制度中所存在的代理成本问题以及由此产生的管理低效问题，通过管理层对公司的收购实现经理人对决策控制权、股份控制权和剩余价值索取权的接管，从而降低代理成本，减少对经理人权力的约束，MBO 实际上是对过度分权导致代理成本过大的一种矫正。一定程度上讲，也是对现代企业制度实施，促使企业片面追求规模化和多元化、多角化发展的一种矫正，是现代企业制度的完善和升华。同时，在两权分离和物质经济比较发达的基础上，通过实施 MBO，实现新的两权合一，也具有鲜明的“与时俱进”的时代特征。

当前许多国有企业实施 MBO 都具有浓郁的反外资和民企收购的情节。利用 MBO 的方式进行反收购对于我国的国有企业来讲具有十分急迫的需要，因为在原有的国有资产管理体制下，地方政府对好的国有企业具有惜售心理，原因在于一方面出售收入不归地方政府所有，另一方面这些好的国有企业也是地方政府重要的税收来源。在新的国有资产管理体制下，地方政府具有空前出售国有企业的积极性，原因在于一方面出售收入较大层

面上归地方政府支配，另一方面“好日子自己这一届政府先过”，至于下届政府还有无国有资产出售了则不关这一届地方政府领导的事，由此提出了所谓国有企业出售的“靓女先嫁论”、“冰棒论”、“烂苹果论”等。在这种形势下，招商引资和出售国有企业成为各级政府工作中的头等大事，国有企业的现任领导就显得非常危险，因为说不定什么时候政府官员与外商或民营老板一“合作”就把国有企业的控股权卖了，而外商或民营老板获得企业控股权后，首先就是要改组董事会，改掉国有企业现有的高级管理层。如此结局，国有企业的董事长、总经理等高级管理人员下岗比工人可能还要快。由此可见，利用 MBO 的方式进行反收购对于我国当前的国有企业管理层来讲，已经到了“火烧眉毛”的地步，一定程度上讲实施 MBO 是国有企业管理层的自救之举。

我可以为 MBO 找到十多种理论依据。我查阅大量的国外 MBO 的研究资料，实证研究表明国外企业 MBO 的业绩提升效应非常明显，并产生了社会财富创造效应。我国企业 MBO 的先行者们和上市公司实施 MBO，实证研究也得出了与国外同样的结论。另外，从一个基本的逻辑思维和现实推论来看，利用 MBO 作为解决上市公司 2/3 的国有股和国有法人股的流通问题，在效应上具有另类意义的中国证券市场“推倒重来”的效应。据财政部会计决算统计，截至 2002 年底，中国国有资产总量共计 118299.2 亿元，比上年增加 8982.8 亿元，增长 8.2%。在全部国有资产总量中，经营性资产 76937.8 亿元（占

65%)，非经营性资产 41361.4 亿元（占 35%）；中央占用国有资产为 56594.2 亿元（占 47.8%），地方占用国有资产为 61705 亿元（占 52.2%）。面对全世界只有我国独有的 10 多万亿存量的国有资产出售市场，MBO 成为极为重要的购买方面军，使 MBO 在我国所起到的效应要大于国外很多倍。

正因如此，中国的 MBO 与国外 MBO 存在较大的差异是非常正常的，中国的 MBO 方案具有太明显的“中国特色”未尝不是一件好事。《晏子春秋·杂下》中有这样一段话：“橘生淮南则为橘，生于淮北则为枳，叶徒相似，其实味不同。所以然者何？水土异也”。也许自我探索的中国特色的 MBO “枳”比国外的“橘”更大、更好吃、更诱人。只有充分认识这些差异，我们才能更好地运作和规范我国的 MBO。如 MBO 的定价就不能不带上中国的特色，也是 MBO 业务操作环节各方关注的焦点和争论最大、责难最多的。

首先，我认为不能简单地把具有综合反映性的 MBO 定价认定为只要低于每股净资产值就是国有资产流失。实际上这是个最简单也是最不恰当的政策，反倒让人有空子可钻。企业到底该值多少钱，应按照企业今后的盈利能力，按照未来成长性估价，而不是仅仅根据净资产值。如果一律按照净资产出售，那管理层就会拨备或虚减利润，从而把净资产做低，这样更容易做假。事实上，在财政部履行 MBO 审批时，自己也没有坚持这个政策界限，如通过财政部审批的典型实施上市公司管理层

收购的洞庭水殖使 MBO 的转让价格为 5.75 元/股，低于 2002 年中期洞庭水殖每股净资产值 5.84 元；佛塑股份每股净资产 3.19 元而转让价为 2.95 元；特变电工每股净资产 3.36 元而转让价格为每股 2.5 元。

其次，中国的 MBO 价格低于每股净资产值，其中最重要的体现中国国情和特色的一点就是对企业管理层和员工历史贡献的合理补偿，这也是对企业家人力资本价值的承认，也是按要素分配原则的体现。MBO 操作中对企业管理层特别是一批创业者贡献的历史承认这一问题直至今天仍是一个比较敏感的问题，但又是一个必须面对的问题。如果我们在给 MBO 定价时考虑到的仅仅是国有资产与中小股东利益的保护，而对企业管理层特别是一批创业者的合理权益没有给予充分注意，就仍然不算是一个公平的交易。对管理层过去贡献的承认并将其货币化，如果不是与 MBO 一起提出，是没有多少实践意义的。今天当管理层为 MBO 要拿出巨额的真金白银时，这个问题就变得现实而迫切了。如果只是普通商业性收购，买卖双方关注的焦点自然是公司的资产净值、权益报酬率、现金流量、收益前景等因素（在讨论 MBO 定价是否合理时，人们关注的焦点大多也在这里）。但我们探讨的不是普通商业性收购，切蛋糕的人不是外来的什么人，正是辛辛苦苦把蛋糕做大的管理层自己。当我们为 MBO 而讨论切下的蛋糕到底值多少钱时，我们的着眼点是否应当是纯商业化的呢？退一步说，即使如此，我们的商业化也是否应当做得完善一些？如果我们只对企

业的现在与未来作出判断，而对其过去不闻不问；如果我们只关注切下蛋糕的份量有多重，而不管那里面凝聚了多少企业管理层特别是创业者的汗水，我们的行为就不能算是公正的，所谓的商业化也不是完善的。在 MBO 定价上如果我们过多地追求企业外部的社会性的所谓“公平、科学、合理”的同时，对企业的管理层特别是企业的创业者们是否又在制造新的不公平、不合理、不科学呢？那些多年来一直坚守在本企业奋斗，没有借企业为跳板升官发财的，做大做强了的企业搞 MBO 了管理层反而要拿出更多的真金白银来买自己做出的股权，早知今日何必当初，还不如当初做差一点好呢。如果价格上不体现对其历史贡献的补偿，我们是否在“卸磨杀驴”！扪心自问，我们对得起这些企业家吗？对现在的国有企业领导谁还会真心实意地卖命？有人讲现在搞 MBO 的企业管理层不是经过企业家市场选择的，是当初行政任命的并带有一定行政级别的，我不否定这是历史事实，但这些企业家已经经过了改革开放二十多年，至少是好几年市场经济的洗礼，并作出了不回头去做公务员而坚持搞企业的选择，还说这些企业家是官员而不具有企业家的素质，恐怕就不实事求是了。现实一些地讲，只有把国有股权卖给现有的企业管理层，企业的发展历史和现实能证明他们有能力运营好这些股权，否则卖给普通员工、股民、外地民营老板甚至外商都难以证明其真有能力运营好这些国有股权而不炒买炒卖这些股权。