

Issues on Corporate Governance of Chinese Listed Companies
ex-post Management Buyout

管理层收购后的 中国上市公司治理问题

李 曜◎著



中国出版集团



世界图书出版公司

【感谢国家社会科学基金青年项目(编号 05CJL011)、国家留学基金青年骨干项目
(2009—2010)资助】

管理层收购后的 中国上市公司治理问题

李 曜 著



中国出版集团

世界图书出版公司

广州·上海·西安·北京

图书在版编目(CIP)数据

管理层收购后的中国上市公司治理问题 / 李曜著. —广州: 世界图书出版广东有限公司, 2012. 4

ISBN 978-7-5100-4000-9

I. ①管… II. ①李… III. ①上市公司—企业管理—研究—中国
IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 228518 号

书 名 管理层收购后的中国上市公司治理问题

责任编辑 汪再祥 吴小丹 王 红

出版发行 世界图书出版广东有限公司

地 址 广州市新港西路大江冲 25 号

编辑邮箱 sjxscb@163.com

印 刷 湖北新新城际数字出版印刷技术有限公司

规 格 787mm×1092mm 1/16

印 张 11.5

字 数 235 千

版 次 2012 年 4 月第 1 版 2012 年 4 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5100-4000-9/H·0749

定 价 35.00 元

版权所有,翻印必究

Abstract

Management buyouts (MBOs) involving the acquisition of firms by incumbent managers by who take on financial leverage, often with the involvement of private equity firms, have become an international phenomenon. Over three decades they have diffused from the US, to Europe and to Asia.

This international development has been accompanied by considerable debate about their impact. Evidence from developed economies generally indicates they have a positive economic and social impact, particularly in the first wave of the 1980s although the evidence from the second wave is more mixed. Yet, the ethics of buyouts have been widely debated. In particular, MBOs may be undertaken to advantage particular groups of stakeholders, notably managers, at the expense of others.

In emerging economies, and especially those transitioning from central planning, MBOs raise serious and controversial governance issues in contexts where the legal and regulatory framework is often weak, enabling management to benefit from short-term income distribution by acquiring assets at undervalued prices.

In contrast to MBOs in western, developed economies that involve mechanisms to control agency costs, MBOs of listed corporations in transition economies rarely involve the pressure to service debt or the role of active private equity investors. Rather they raise distinctive principal-principal-agency problems that arise where dominant shareholders may act against the interests of minority shareholders. In particular, related-party transactions concerning managers as shareholders may involve tunneling, that is the transfer of assets and profits out of firms for the benefit of their controlling shareholders. This has been demonstrated by recent empirical research in the Chinese settings.

There are major countervailing points to these arguments. First, MBOs may be necessary to ensure that restructuring occurs in order to avoid firm failure. Second, specifically in the context of transition economies, the challenge is to enhance enterprise efficiency and performance in areas of the economy that have experienced a persistent dearth of entrepreneurship. Buyouts undertaken by entrepreneurial managers may in these circumstances lead to longer-term personal and systemic benefits. Hence, the



problem for transition economies is to balance the economic gains of a move to a more free-market system with the agency risks associated with the behavior of agents in those markets.

The major contribution of the book can be summarized as the six aspects:

1. The special Chinese listed company MBO under the economic reform and opening up settings could be classified as the “entrepreneurial MBO”.

2. Absent the pressure of debt and the role of private equity firms, boards assume an important place in MBOs in China in achieving this balance. There is therefore a need to assess the extent to which boards in MBOs enable a balance to be achieved between facilitating development of the business while maintaining the interests of other (minority) shareholders. We find in fact little evidence that outside board members have the skills to add value to the MBO firms. Boards appear to focus mainly on related party transactions with some more limited attention to growth strategies. Outside directors do not seem to openly disagree with incumbent managers on the disclosure of their actions but may express their views and exert pressure behind the scenes.

3. After the MBO, the controlling shareholders (the management) stretch out “supporting hands” rather than “grabbing hands” to the companies. As the separation of ownership and control increases, related-party transactions of MBO companies rise mainly associated with increase in buying and selling behavior. The ex-post 3rd and 4th year’s related-party transactions are significantly different from that before the MBO. The related-party transaction growth mainly reflects the scale of the support effect of the controlling shareholders, not oppositely tunneling effect.

4. After controlling for industry factors, the overall profitability, asset turnover, cash-flow of MBO listed companies have improved, while the solvency weakened, and the capital investment lowered. In addition, by case studies, we have put forward agency costs of “free controlled assets” (FCA) hypothesis for Chinese MBO. We argue that under the ambiguous enterprise property rights, the high quality asset or potential good assets which are controlled by the management are “free controlled assets”, disassociated with the listed companies. And after MBO, the property rights are clarified and the FCA are infused into the listed company, meanwhile with business restructuring to improve the financial performance of listed companies.

5. After MBO the corporate brand value gets increment and owns the guarantee for long-term development. Behind the corporate brand value is the enterprise’s property right. By MBO, entrepreneurs acquired not only equity and assets but also enterprise’s brand. MBO solved enterprise property rights problem, recognized entrepreneur condensation in the accumulation of enterprise brand. The brand value of listed company will be developed well in the long run.



6. The dividend policy after MBO remains stable and with no increase or changes in dividend payments, but continued to maintain the original dividend policy. We find that MBO companies themselves are a kind of enterprises having a high cash dividend payout propensity. Therefore, the assertion that companies changed dividend policy after MBO and therefore harmed the interests of minority shareholders is wrong.

In the second LBO wave since the beginning of 21st century in the West, the special role of PE institutions becomes a frontier research issue in finance and management science. Therefore, we look forward to the subject of further areas of research: the operating mechanism of PE institutions; the value-added or value creation role of PE institutions on portfolio enterprises governance as Board members, reforming incentive mechanism, and improving operations efficiency etc; PE role on company strategy formation, merger and acquisition, and IPO; the PE firms participation in State-Owned Enterprise (SOE) restructuring and transformation and in the economic structure adjustment etc.. Meanwhile the withdrawal mechanism of PE investment; the characteristics of PE-backed listed firms on Chinese GEM or SMEB (Small and Medium Enterprise Board), including IPO underpricing, the long run performance of PE-backed firms and the post-IPO PE gains after lockup period and so on, require further study.

In addition, the related party transactions (RPT) between controlling shareholders and the listed company still need further in-depth study, like more completed case studies, since the sample statistical description and regression analysis are not enough. In the current circumstance there is an increasing trend of “invisibility” of RPT in Chinese listed company. The RTP in the MBO settings makes it different from that of general characteristics of private companies.

Finally, entrepreneur shares inheritance is one challenging issue of future directions of study on MBO. One of the most important motivation of Western MBO is that founders of private enterprises or family businesses to solve equity exit. The gurus and management of 19 MBO companies in the book are the first generation entrepreneurs since China's reform and opening up. They have solved historical issues with Chinese characteristics and achieved property rights through MBO. But as they are aging, how can they implement equity inherited or exit? After the reform of non-tradable shares has completed, how could the owners of MBO companies (listed companies) exit the enterprises, or looking for successors? What type of equity transfer could be most beneficial to enterprises? We prospect that the Secondary MBO (SMBO) may be a solution that is the existing management implements an equity buyout from the first entrepreneur generation through the assistance of PE firms. In the current explosive growth of private equity capital, whether there will burst out a buyout surge of private enterprises, listed companies, or the State-owned enterprises in China remains to be seen.



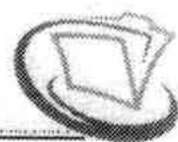
目录

CONTENTS

Abstract	001
引 言	001
第一章 MBO 公司的界定	005
第一节 改革开放背景下的中国 MBO 历程	005
第二节 从公司控制权和实际控制人的角度界定管理层收购公司	008
第三节 本书的样本筛选及与其他文献样本的比较	011
第四节 中国 MBO 的制度背景及“创新型 MBO”的界定	019
一、中国 MBO 的制度背景	019
二、“创新型 MBO”的界定	023
第二章 MBO 后的董事会变革	025
第一节 西方 MBO 后董事会变革的研究文献	025
一、董事会作用的几个经典理论	025
二、关于董事会的职能——从公司治理准则的角度	027
三、LBO/MBO 后绩效改善的核心渠道——董事会作用的经验研究	027
第二节 中国 MBO 后董事会的实证分析	030
一、董事会规模	031
二、执行董事人数和比例	032
三、独立董事的人数和比例	034
四、独立董事的结构和特征	035
五、董事会会议频率	038
六、独立董事们在讨论什么问题	040
七、独立董事对管理层的挑战	041
八、控制性股东(管理层收购公司及其关联股东)派出董事	042
九、其他大股东或制衡股东派出董事	042
十、董事薪酬	043



第三节 总结	045
第三章 MBO 后公司的关联交易与利益输送效应	048
第一节 利用关联交易进行利益输送的文献综述	049
第二节 关联方关系的认定及关联交易的类型	051
一、关联方关系的认定	051
二、关联交易的类型	053
第三节 关联交易作用的两面性	054
一、关联交易的积极作用	054
二、关联交易的消极作用	055
第四节 MBO 之后公司的两权分离度	056
第五节 MBO 之后关联交易的统计描述	060
一、关联交易的类型	060
二、对关联交易的统计分析	062
第六节 关联交易的多因素回归分析	067
第四章 MBO 后公司的财务绩效	071
第一节 西方对管理层收购后财务经营绩效的研究	071
一、西方对管理层收购后企业经营效应的研究	071
二、西方针对管理层收购积极效应提出的假说	074
第二节 国内对管理层收购后财务绩效的研究	077
一、我国学者对管理层收购后财务绩效的研究	077
二、研究中存在的问题	078
第三节 行业配对公司及研究指标的选择	079
一、行业配对公司的选择	079
二、研究区间、数据来源	081
三、研究指标	081
第四节 MBO 公司财务绩效变化的图形分析	084
一、财务绩效变化指标的处理	084
二、杜邦财务分析	085
三、现金流量指标分析	091
四、规模指标分析	094
五、投资指标分析	094
第五节 对 MBO 前后财务绩效变化的统计检验	096
一、检验指标的选择	096
二、Wilcoxon 检验方法和结果	097



第六节 总结	098
第五章 财务绩效的个案研究——MBO 后的美的电器公司	100
第一节 美的电器的 MBO 情况	102
第二节 同行业公司选择和分析方法说明	103
第三节 经营利润和现金流量影响效应	104
第四节 对企业投资活动的影响效应	106
第五节 收购效应的解释假说验证	107
第六节 自由控制资产及其代理成本假说	108
第七节 收购后的投资者收益率	111
第八节 总结	112
第六章 品牌价值与产权改革——美的电器案例再研究	113
第一节 品牌价值与现代企业	113
第二节 以 MBO 为时间分界的品牌价值差异	114
第三节 品牌产权与广告费投入	116
第四节 美的与科龙的案例比较:品牌发展的不同道路	122
一、美的和科龙品牌价值的比较	122
二、美的和科龙 2002 年以来品牌发展不同道路的比较	124
第五节 总结	128
第七章 MBO 后上市公司的股利政策	129
第一节 问题的提出	129
第二节 研究思路及指标	131
第三节 统计描述和分析	132
一、样本统计描述	132
二、股息政策前后的非参数 Wilcoxon 检验	135
第四节 回归模型结果及解释	136
一、现金股息的因素分析	136
二、非现金股利政策的因素分析	138
第五节 总结	139
第八章 本书的主要贡献与该领域研究前瞻	143
第一节 本书的主要贡献	143
一、MBO 后董事会的变革	143
二、MBO 后的关联交易	144



三、MBO 后的公司财务绩效变化	145
四、MBO 后的股息政策变化	146
五、品牌价值与 MBO 的产权改革	146
第二节 进一步研究的问题	147
一、PE 是否属于短期投机者	147
二、PE 退出后的企业业绩是否可持续	148
三、PE 参与的 MBO/LBO 收购投资是否损害了就业、税收	150
四、PE 基金如何实现退出以及发生财务困境和破产失败情况	154
五、关于 PE 基金收益率的问题	156
六、私募股权投资行业繁荣与衰退的周期循环特征	160
第三节 结束语	161
参考文献	164
后 记	172

引 言

管理层收购(Management Buyouts,简记为MBO),是当前中国经济界的热门话题之一。它被赋予了国有经济战略布局调整、提高国有企业效率、改革国有企业经营者激励约束机制等重大功能。MBO能否实现这些功能呢?2004年,以“郎顾之争”所引发的在全国范围针对管理层收购的大讨论,使得这一词汇本身在中国成为一个贬义词。这场大辩论之后,国家政府部门颁布政策,对国有控股的上市公司实施管理层收购进行明文严令禁止;对非国有控股上市公司和一般中小国有企业实施管理层收购则进行了严格规范要求,具体如加强资产评估、必须进入产权交易市场公开竞价、企业管理层不得从企业或银行获取融资等。

结果,2004年之前实施了MBO的上市公司成为特定历史背景下完成了MBO的一类企业,本书正是针对这类企业进行研究。对管理层收购后的企业绩效和公司治理特征进行研究,这是当前中国企业经济和公司金融学术领域需要完成的内容。

管理层收购起源于20世纪80年代的英美等西方国家。在实践中,管理层收购和杠杆收购(Leveraged Buyout,简记为LBO)并无明显区分,只要目标企业管理层参与的杠杆收购就是管理层收购。西方20世纪80年代和90年代的实践证明,管理层收购在提高企业经营效率方面有显著作用。大量西方文献对管理层收购效应的研究均认为,MBO改善了企业经营收入和现金流量,提高了投资者的收益率,增加了企业价值(Smith, 1990; Wright, Hoskisson, Busenitz, Dial, 2001; Bruton, Keels, Scifres, 2002; Amess, 2003; Lichtenberg, Siegel, 1990; Harris, Siegel, Wright, 2005; Cumming, Siegel, Wright, 2007)。综观西方的研究文献,可以说,新激励机制假说是西方解释管理层收购正面效应的理论主流。MBO所带来的新激励机制体现在三个方面,即债务的激励、经理报酬中的股权激励和购并专家的监督机制。在上述新激励机制下,企业的代理成本降低,浪费性的资本投资减少;企业的经营收入增加,经营效率提高。

21世纪以来,西方涌现了第二次杠杆收购浪潮(Kaplan & Strömberg, 2009)。在此次LBO/MBO浪潮中,第一次杠杆收购时的LBO协会(LBO Association)被称为私募股权机构(Private Equity Firm,简记为PE机构)。PE机构对被投资企业主要采取了四个措施。第一个措施是股权激励。PE机构对被投资企业的管理层团队的激励机制高度重视,典型的做法是给予比较大的股票持股或者期权激励。第二个措施是财务杠杆。PE机构通过高度负债的融资减少了企业中的自由现金流量。第三个措施是董事会变革。这是指PE机构控制了被投资企业的董事会,并积极参与到企业的治理中去,而这显著不



同于公众公司消极无为的董事会。第四个措施是运营变革。这是二次杠杆收购浪潮中 PE 投资采用的一个新价值增值方式,指的是 PE 机构通过由产业专家或运营管理专家组成的 PE 合伙人来实施对被投资企业的价值增值。从总体看,PE 机构给被投资的企业带来了三个方面的变化,即财务结构、公司治理和组织运营上的变化。

国内有关这方面的研究刚刚展开,所涉及的文献主要集中采用两种方法来说明两个问题。第一种方法,以逻辑推理的运用为主,辅以经验验证,目的是为了说明 MBO 后上市公司治理机制和治理绩效的变化。如有些研究者认为,MBO 造成了公司治理机制的弱化,公司被内部人控制,管理层为满足自身利益最大化,可能会转移公司的优质资产,损害中小股东利益,从而降低上市公司价值(段海虹和范海洋,2003;魏建,2005);或者 MBO 后的上市公司存在强烈的分红动机,在公司内部进行高比例分红(李康,等,2003)。第二种方法,采用事件研究或案例研究的方法,用于发现和解释 MBO 后企业的财务绩效以及其他各种行为特征的变化。如有些研究者发现,管理层收购发生的当年和收购发生的前 1 年,公司绩效的各项指标均有较大幅度上升,但是管理层收购后的次年,这些指标却大幅下挫,因此得出的结论是,管理层收购对公司业绩产生了负面影响(益智,2003;朱红军,等,2006;汪伟,等,2006;杨咸月、何光辉,2007);MBO 的前 1 年和后 1 年,上市公司每股收益、净资产收益率和主业利润率等财务指标显示公司的整体业绩下降,现金流量较为紧张(廖洪、张娟,2004;毛道维,等,2004)。但另一些研究者发现,MBO 后上市公司总资产、净资产、每股经营活动现金净流量、净资产收益率等显著增长,MBO 带来了公司管理效率的提高,在提高公司业绩的同时,公司分红也大幅度增长(魏兴耘,2003;魏建,2005)。另外,几乎所有研究者都认为 MBO 后公司股票价格没有显著变化,投资者收益效应不明显。

对中国而言,我们认为管理层收购的最大特点就是,其对管理层激励机制的改善是以公司所有权结构的重大调整为前提的。置于中国经济体制改革的历史背景下研究管理层收购,才能真正理解 MBO 后公司治理机制和财务绩效等变化的深层原因。中国上市公司的 MBO 大部分发生在 2001—2003 年前后,截至 2010 年底,这些企业在 MBO 后已经运行了将近 10 年的时间。对这些企业进行多方面、多角度的考察和研究,可以总结中国上市公司 MBO 的真实动因、绩效、存在的问题等,从而对中国的管理层收购有更全面、更深入的认识,以探求发现解决问题的办法。

我们从公司实际控制人的角度界定了 19 家样本上市公司。我们发现,它们属于:乡镇集体企业、城市街道集体企业或国有企业。它们的一个共同特征是,均处于高度竞争性的领域。另一个共同特征是,它们都有一个或数个核心创始人或核心人物。这些核心创始人带领他们的企业经历了改革开放初期的长期发展,使公司从小到大并逐渐繁荣壮大;另一种情形是这些核心人物拯救企业于危难之际,带领企业从濒临破产边缘走出来。在核心创业者的带领下,这些企业在 20 世纪 90 年代初期演变成为上市公司。

按照赖特等人(Wright, et al., 2000, 2001)的分析,企业管理者的思维模式(Mindset)分为两种,即经理型(Managerial)和企业家型(Entrepreneurial);MBO 的目标取向也分为两类,即推进效率型(Fostering Efficiency)和推动创新型(Fostering Innovation)。这



样,按照管理层的思维方式和目标取向进行两两组合以后,可以将 MBO 分为四类:效率型、复苏型、创新型和失败型。我们界定中国上市公司的 MBO 属于创新型 MBO (Entrepreneurial MBO)。在给予中国 MBO 属性界定之后,本课题研究的核心问题是:管理层收购后,能否带来上市公司治理机制的转变?是否出现有利于企业的组织制度优化、财务绩效改善、投融资效率提高,最终实现企业长期价值的最大化?

围绕这个核心问题,我们研究了 MBO 后企业的特征变化,并把这些特征变化归纳为公司的治理绩效特征。具体而言,公司的治理绩效表现在以下几个方面。

第一,董事会机制的变化。根据西方的实践经验,在 PE 支持的 MBO 和 LBO 等交易中,无论是在公司治理还是运营改革上,PE 机构发挥作用的主要通道都是董事会,研究 PE 收购后的董事会变化是最近几年来西方 PE 领域研究中的一个前沿性问题。有鉴于此,我们研究的中国 MBO 后企业在公司治理上变革的核心问题之一就是企业董事会的变化。

第二,MBO 以后的终极控制人的现金流权和控制权两权分离程度的变化。在 MBO 后,终极控制人/管理层股东用较少的资金控制了底层的上市公司。MBO 之后,管理层作为终极控制人的现金流权和控制权是否产生了显著分离?两权分离度是否出现持续扩大的趋势?是否会发生较多的减损企业价值即净利益输出的关联交易?

第三,MBO 以后上市公司的关联交易行为是否大幅度增加?是否显著减损了企业价值?管理层大股东的行为体现为对上市公司的掏空效应(Tunneling)还是支持效应(Propping Up)?

第四,MBO 以后公司的财务绩效如何?我们主要通过分析一些关键财务指标,来研究 MBO 公司的投资、融资政策,分析公司的盈利能力和现金流的变化。我们注重分析公司的投资行为,关注企业是减少了抑或是增加了对外投资,是否增大了企业的经营风险等。

第五,MBO 以后公司的股利分配政策变化。我们主要对企业 MBO 前后股利政策的变化感兴趣,对 MBO 公司具体选择现金股利、非现金股利(股票股利)的股利形式也进行了研究。

第六,我们还选择了企业品牌价值的研究视角。众所周知,经营者行为的短期化、经营者激励机制的短期性等问题,一直是困扰我国企业改革的难题之一。MBO 解决了企业产权问题,承认了创业企业家凝聚在企业品牌中的人力资本投资积累。品牌利益具有长期性,确保了未来目标顾客的持久选购。品牌价值的形成需要企业长期的投入积累。因此,透过对企业品牌价值的研究,可以分析企业管理层行为的利益取向——长期抑或短期。MBO 后企业的品牌价值是否有大幅度提升呢?公司对品牌价值是否会不断增加投入呢?

因此,沿着以上思路,本书的主要内容共分八章:第一章,样本的界定和选择,把中国上市公司的 MBO 界定为“创新型 MBO”;第二章,分析了 MBO 后的董事会变革;第三章,分析 MBO 后的关联交易;第四章,分析 MBO 后的公司财务绩效;第五章,针对具体案例的进一步研究;第六章,分析了 MBO 后公司的品牌价值与产权改革的关系;第七章,



MBO 后公司的股息政策；第八章，全文总结。

上述所有角度的研究，均将比较样本公司在 MBO 前后的变化，同时选择配对公司或者与总体公司分别进行特征的比较；在财务绩效研究上扣除同行业公司的行业因素影响；通过对个别案例以及比较案例的研究来更深入具体公司内部，以客观地反映现实。我们在进行各种比较研究之后发现并总结出规律，再提出相应的改进对策。在研究中，我们检验了西方公司金融特别是 MBO 和 LBO 领域的一些著名理论或假说，比如自由现金流量的代理成本假说、公司治理中的董事会作用以及独立董事监督和价值创造的两种角色、股利政策理论中的股利与企业价值无关理论、信号效应假说等。我们将西方经典的公司治理理论与 LBO/MBO 研究文献和中国特色的 MBO 实践相结合，希望能够在有关中国特色 MBO 问题方面取得一定的创新成果。

本书主要的研究方法有：小样本公司的统计描述、均值差异检验和回归方法；样本公司的案例研究以及比较案例研究；实地调查研究；比较分析的方法如自身时间序列比较、配对企业比较、与总体比较等；逻辑演绎推理等。

第一章 MBO 公司的界定

在何为 MBO 公司的界定上,目前国内学术界的理论文献并不统一(益智,2003;廖洪、张娟,2004;毛道维,等,2004;魏建,2005;汪伟,等,2006;杨咸月、何光辉,2007;等等),包括实务界和社会传媒在内的各界给出的样本也是众说纷纭,争议颇大。如能给出清晰定义并准确界定 MBO 公司,这将是一个重要贡献,并有利于后续研究。因此本书开篇明确 MBO 界定的问题,以图概念清晰、为后续研究奠定基础。

第一节 改革开放背景下的中国 MBO 历程

20 世纪 90 年代后期,我国上市公司开始了 MBO 的探索。不过在此之前,伴随着我国国有企业、乡镇集体企业等的改革历程,管理层收购现象的出现经历了一个较长的筹备、萌芽、成长、变迁过程。

我国以国有企业为核心的企业改革可以以 1993 年为界划分为两个主要阶段:1993 年之前的主要改革思路是放权让利、承包经营;1993 年之后的主要改革思路是建立现代企业制度,核心是进行产权改革(吴敬琏,2010;张军,2008)。伴随着我国企业改革主线的转变,20 世纪 80 年代后期,地方乡镇企业出现了股份合作制现象,主要特征表现为劳合资合、平均持股、一人一票;20 世纪 90 年代初期,国有中小企业以及乡镇集体企业在改制中出现了自发向企业员工出售产权的现象,比较具有代表性的为山东诸城、辽宁海城、辽宁兴城等地的国有和乡镇企业。另外,在一些乡镇企业中出现了给“假集体”和“假国营企业”摘“红帽子”的现象^①。这些均是管理层收购的萌芽现象。1997 年,党的十五大确立了“抓大放小”、对国有企业实施战略改组的方针。国有中小企业的产权改革迅速扩大,向企业经营者职工出售股权的现象开始普遍起来。在出售股权的过程中,一些企业的股权向经营者集中,结果形成了经营者控股的格局,这被称为国有中小企业的“二次改制”。另外,为了打破股份合作制中存在的平均持股格局,一些企业在改制过程中也普遍开始将股权向管理者集中。其时,也出现了少数大型国有企业和上市公司将控制权转让给管理层和职工,不过数量是非常有限的。1999 年,

^① 所谓“红帽子”,是指在一些中国乡镇企业中,地方政府并未进行投资、成立初期产权模糊,企业将自己界定为“集体所有制企业”,以获取当时公有制区别于非公有制企业的优惠政策。这种现象在一些城市集体企业乃至国有企业中也有存在。这些“红帽子”企业进行股权清晰、重新明确自身股东的过程,则被称为“摘红帽子”。



党的十五届四中全会提出了“有进有退”、“有所为有所不为”的国有企业战略布局调整的改革方针,在一些国有大中型企业和国有控股上市公司中开始出现管理层收购现象。

2001—2003 年期间,我国涌现了十多家 MBO 的上市公司,加上之前已经完成管理层收购的极少数公司,在 2004 年以前,我国实现管理层收购的上市公司接近了 20 家,同时还有大量准备着进行 MBO 的上市公司。在此期间,由于国有企业在向管理层实施产权转让的过程中存在着诸如暗箱操作、定价过低、国有资产流失、融资来源不清等现象,2004 年夏,我国经济社会中爆发了以“郎顾之争”^①为代表的一场关于管理层收购的争议,并演变为由学者乃至社会公众参与的对国有产权改革方向的大讨论。很快,政府宏观经济管理部门也相应做出了反应。2004 年 9 月 29 日,国资委对国有企业的改革方向问题首次明确表态,“推进国有大企业的改革,必须坚持所有权与经营权分离的改革方向,重要的企业由国有资本控股。实施管理层收购并控股,是将所有权和经营权合一,这不利于形成有效的公司治理结构,不利于建立市场化配置经营管理者的机制,不利于维护国有经济的控制力,与中国国有企业建立现代企业制度、推进股份制改革的方向并不符合。”^②2004 年 12 月,国资委再次明确公开表示大型国有企业不能进行管理层收购^③,并于 2005 年 4 月出台文件禁止国有上市公司实施管理层收购。因而,从政策层面上,我国上市公司的管理层收购活动已于 2005 年停止。

在这一段思想碰撞风云际会的时期(2003—2005),财政部、国资委等主要国有资产管理机构^④先后出台了关于国有企业产权改革的四个文件。这些政策文件中直接针对或者涉及到管理层收购的相关主要规定,本书罗列如下(按颁布时间先后)。

第一,《关于规范国有企业改制工作的意见》(国办发[2003]96 号,2003 年 11 月 30 日颁布实施)中规定:(1)经营管理者筹集收购国有产权的资金,要执行《贷款通则》的有关规定,不得向包括本企业在内的国有及国有控股企业借款,不得以这些企业的国有产权或实物资产作标的物为融资提供保证、抵押、质押、贴现等;(2)向本企业经营管理者转让国有产权方案的制订,由直接持有该企业国有产权的单位负责或由其委托中介机构进行,经营管理者不得参与转让国有产权的决策、财务审计、离任审计、清产核资、资产评估、底价确定等重大事项,严禁自卖自买国有产权;(3)经营管理者对企业经营业绩下降负有责任的,不得参与收购本企业国有产权。

① “郎顾之争”,发生于 2004 年 7—8 月。香港中文大学公司治理领域的郎咸平教授对科龙电器(香港和深圳两地上市的乡镇集体控股企业)的管理层买入(Management Buy-in,简记为 MBI)过程中的定价、资金以及事后的操作发出了挑战,认为存在大量违法、违规和犯罪行为,而科龙电器的外部收购者顾雏军则争锋相对予以否认。最终,该次争论引发了在全国范围对国有企业改革方向的讨论,在配套制度不完善环境下的“管理层收购”一词也变为负面词语。

② 国务院国资委研究室. 坚持国企改革方向,规范国企改制[N]. 人民日报,2004-09-29.

③ 参见 2004 年 12 月 14 日召开的中央企业负责人会议上,国资委主要领导的讲话。

④ 根据党的十六大和十六届二中全会精神,第十届全国人民代表大会第一次会议通过了关于国务院机构改革方案的决定,成立了国务院国有资产监督管理委员会(简称国资委),同时《企业国有资产监督管理暂行条例》于 2003 年 5 月 27 日由国务院第 378 号令公布施行。国资委于 2003 年 5 月成立,接替财政部承担起国有资产的出资人以及监督和管理职责。



第二,《企业国有产权转让管理暂行办法》(国资委、财政部令第3号,2003年12月31日颁布,2004年2月1日起施行),明确了国有产权的转让程序应当在依法设立的产权交易机构中公开进行,采取拍卖、招投标、协议转让等方法,但并未提及管理层收购。

第三,《企业国有产权向管理层转让暂行规定》(国资委和财政部颁布,国资发产权[2005]78号,2005年4月14日颁布实施),这是最详尽的一个关于管理层收购的监管政策。规定中明确指出:“大型国有及国有控股企业的国有产权不向管理层转让,大型国有及国有控股企业所属从事该大型企业主营业务的重要全资或控股企业的国有产权也不向管理层转让。上市公司的国有股权不向管理层转让。”该文件详细规定了管理层收购国有产权的评估程序、交易场所和交易方式、定价、融资等。

第四,《关于进一步规范国有企业改制工作的实施意见》(国办发[2005]60号,2005年12月19日颁布实施),该文件在78号文的基础上对管理层收购作了进一步的明晰。(1)国有及国有控股大型企业实施改制,应严格控制管理层通过增资扩股以各种方式直接或间接持有本企业的股权。(2)凡通过公开招聘、企业内部竞争上岗等方式竞聘上岗或对企业发展做出重大贡献的管理层成员,可通过增资扩股持有本企业股权,但管理层的持股总量不得达到控股或相对控股数量。(3)存在对改制企业经营业绩下降负有直接责任的;故意转移、隐匿资产,或者在改制过程中通过关联交易影响企业净资产的;故意压低资产评估值以及国有产权折股价的;违反有关规定,参与制订改制方案、确定国有产权折股价、选择中介机构等重大事项的;无法提供持股资金来源合法相关证明等。所有具有这些行为的管理层成员,不得通过增资扩股持有改制企业的股权。

根据以上规定,国有控股上市公司的管理层收购行为在2005年4月以后属于违反政府政策的行为,将得不到政府管理部门的批准。^①实际上,上市公司国有股权向管理层协议转让的申报审批,2004年就已经在国资委和财政部层面被停止批准。所以从时间点上,我们可以明确界定:在2003年12月31日之前,我国存在国有控股上市公司的管理层收购行为,之后不再存在。但是在实践中,由于政府审批时间的滞后性,在2004年以后乃至2006年,涉及国有上市公司管理层收购的事件仍然时有发生,上市公司的经营者们采取了各种所谓的“创新”作法,以获取对上市公司的控制权。^②

另外,我们界定2003年年底这个时间点的另一个重要原因,是为了获取较长时间段内可供观察的财务数据及其他公司治理方面的分析数据和资料。由于我国上市公司在2007年开始实施《新会计准则》,导致2007年以后的财务数据与之前的财务数据缺少可

^① 值得注意的是,所有政府文件均针对国有控股上市公司,换言之,目前的政策对非国有控股(民营、外资控股)上市公司进行管理层收购,并不禁止。

^② 这些可称为“隐性MBO”、“曲线MBO”等,具体做法有以下四类:(1)如康缘药业、海南新大洲等通过大股东解体、股权转让给其他法人,而控制企业的管理层本来就是上市公司第二或者位居前列的股东,从而自动升格为第一大股东;(2)如山东海龙大股东的持股被司法拍卖,控制企业的管理层通过竞拍股权而成为第一大股东;(3)海正药业、罗牛山、大亚科技、亚宝药业、张裕、海南海德等公司通过对上市公司的国有母公司进行改制,管理层成为实质的控制股东;(4)广东梅雁、山东华泰纸业、沈阳银基发展、粤宏远等通过对上市公司集体所有制的母公司进行改制,使得管理层成为控制股东。上述14家公司的管理层收购都是发生在2004年以后,因为在形式上都没有违反本书正文中所提及的78号、60号文件,因此获得了国资管理部门的批准。这说明我国政府部门在执法中并没有遵循“实质重于形式”的原则,即没有能够准确鉴别“形式上非MBO、实质上属于MBO”的管理层收购上市公司行为。