

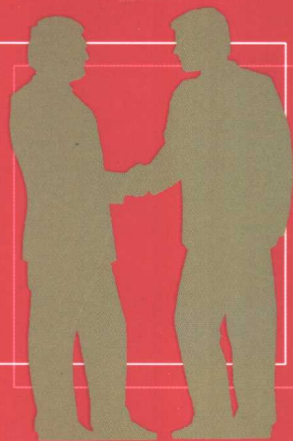
MBO

中国企业家的时代机遇

从员工持股到

管理者收购

操作手册 (第2版)



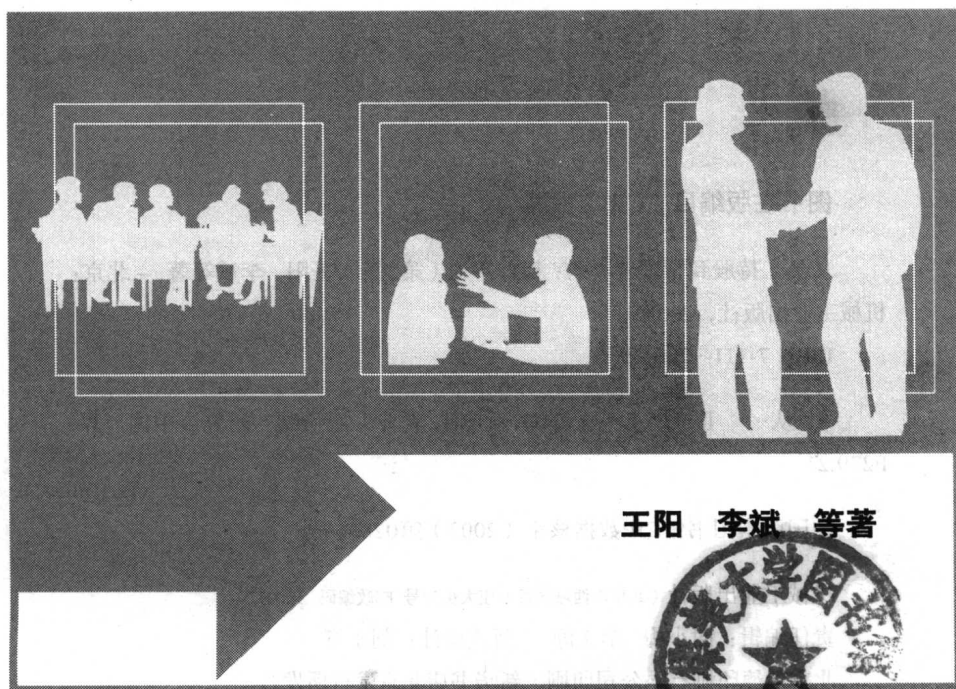
王阳 李斌 等著



机械工业出版社
China Machine Press

从员工持股到 管理者收购

操作手册 (第2版)



B1263089



机械工业出版社
China Machine Press

随着中国经济与世界经济的全面接轨，并购成为各企业重组或占领市场资源的重要手段，MBO是推动民营资本参与国有资产重组的内在动力。本书为企业管理者提供了MBO的操作指南，它的内容包括策划、定价、融资、组织运作等方面，还备有丰富的国内外管理者收购及员工持股实例，并对最新的相关法律规定给予了详细的说明。

版权所有，侵权必究。

图书在版编目（CIP）数据

从员工持股到管理者收购：操作手册（第2版）/王阳，李斌等著. —北京：机械工业出版社，2003.7

ISBN 7-111-12001-9

I. 从… II. ①王… ②李… III. 企业—股份制—研究—中国 IV. F279.21

中国版本图书馆CIP数据核字（2003）第028369号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街22号 邮政编码 100037）

责任编辑：谢小梅 李文静 版式设计：刘永青

北京瑞德印刷有限公司印刷·新华书店北京发行所发行

2003年7月第2版第1次印刷

787mm×1092mm 1/16·16.5印张

定价：28.00元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换



代序

MBO，从阴谋走向阳谋

——牛文文与王巍再叙管理者收购

牛文文：

大概是一年前，我们两人有过一个对话关于MBO方面的内容，谈的是“MBO：中国企业家的一根敏感神经”，现在新闻界和业界都在引用这些术语，很流行。但是经过一年了，我们看到了一些情况，一方面是感觉MBO在这一年里好像加快了进程；另一方面整个社会对MBO提高了警惕，对MBO提出很大质疑，会不会变味，会不会成为瓜分企业资产，而且采取了反措施。应该说在这一年MBO有很多成功的，但是也有失败的，比如健力宝，MBO没有展开就被终止了，导致了一些法律后果。在这个情况下，应该怎么看待MBO？我也听说过你的一句名言，MBO应该从阴谋变成阳谋。我们应该总结一下到底发生了什么，这些质疑和反对是一个必然吗？MBO会因此受到影响吗？或者是以什么方式继续健康发展？

王巍：

应该说对MBO的倡导或者是鼓吹我是比较早一些。到现在为止，我仍然认为MBO进入中国的主流市场应当是一个不可逆转的大势。但是，确实MBO在最近一两年，从潜移默化过程当中突然跳到前台了。我认为在准备不足的情况下，就变成了问题。大家见仁见智，角度不一样，至少媒体看的MBO不是我们所提倡的MBO。我觉得媒体上或者是少数公司把MBO作为一个改制的工具，这是把企业发展或者说培养核心竞争力的目的架空了。把一种手段变成了一个目的，把MBO从一个正常的融资的商业收购，变成了一种解决企业全部问题的灵丹妙药。这多少迎合了相当多的企业家急功近利这样一种改制的心态。第二，MBO是一个金融操作，是一批专家来做的针对每个企业的个性化设计。现在却形成了非常肤浅的一种模式，简便易学而且到处

套用，按我的语言是转化成一种群众运动。再有，原来MBO应该说是发源于企业，从企业层面来的，非常贴近于企业操作实际的设想。最近一年多，大家知道中国没有什么太多投资的机会，因此过去一年中，我们很多金融机构特别是信托公司、基金管理公司，包括很多证券公司都通过MBO来拉拢企业客户。金融界在控制整个MBO的过程，更多是提高资金效率，并不关心企业的效率。而且MBO变成了不是一个细致的、个性化的改制，也不是培养竞争力，而变成了一个企业控制权的重新洗牌，是谁来掌管的问题。我觉得这些东西导致了很多出偏，当然这个出偏中也有另外一点，有一些企业，比如你刚才提到的健力宝，还有仰融，这两个案例实际上都包含了很多MBO的东西。但是，最后这两个企业处理过程当中出现问题之后，大家共同推论为是MBO的错误。实际上这里面很复杂，有许多政治问题，在这种情况下使MBO蒙上黑白之冤。

牛文文：

刚才你评价了过去一年来MBO在世界和公众印象当中的一些变化。我注意到了另外一个问题：在中国这个土壤上做MBO，有一个非常强的中国特色，MBO失败和成功全在于企业管理者和政府大股东的谈判是否成功。MBO的案例主要发生在企业经营者和政府大股东之间，成功的案例，比如粤美的是谈判策略成功了，讨价还价成功了。失败的案例比如健力宝，是因为跟政府谈判破裂。华晨仰融出走，也是因为他“不尊重大股东”。前一段时间我写了一个小文章，“一个同盟的破裂”，是以李经纬和健力宝的案例，来说企业家与地方政府大股东之间维持了十几年的一种同盟的破裂。这种破裂主要表现在MBO的失败上。中国有一大批具有国有色彩的竞争性公司，以健力宝为例，都是在小城市做大的公司。它的企业家或者是管理层，曾经与地方政府大股东达成这样的默契：我在政策上全力支持你，银行贷款、上市指标、税收优惠，你企业家得一个名，政府得实际税收的利。十几年的辉煌，这些企业大都进入了一个停滞期或者是危机期。在这个时候，管理者向政府大股东提出了收购（MBO）要求。这是很奇怪的，当初大家建立同盟的时候是为了发展，到了企业停滞或者是走向衰落的时候，同盟开始破裂，破裂的主要原因是管理者提出了收购。地方政府大股东或者不同意企业家收购，不同意企业家的出价，或者是宁愿卖给外部的投资者。当地方政府决定出让股权的时候，当企业发展停滞的时候，谈判的主动权就不在管理者手中，最后的结局往往是企业家悲惨出局。为什么中国企业的MBO，往往在企业停滞的时候提出来

呢？中国特色的MBO和国外到底有什么区别？

王巍：

我先回顾一下我们当年所强调的MBO中国化的特点。中国至少有这么几个特点：第一，在中国的MBO是一个过程，不是一次行为，是潜移默化十几年的过程，不像西方一个行为就完了，是一个过程和行为的差别。第二，中国没有正规融资的渠道，所有MBO的所有融资过程是一个变相的过程，机变百出。所以，这时候很难形成规律，各有各的高招。第三，所有的谈判都是私下勾兑，不是市场交易。所谓勾兑就像调酒一样，是师傅带徒弟式的，以感觉为主，无法推广和总结。交易则是有规则的，可以量化的。我非常欣赏你谈的一个词汇，叫同盟的破裂。过去政府和企业不存在同盟关系，普天之下莫非王土，率土之滨莫非王臣，大家利益一致，也不存在第二个目标。市场经济一出现以后，政企分开之后，目标就不一样了，就开始分家了。如何处理好这个分家。政府要求稳定并关注整个国家经济发展，而企业家则更多关心自己的利益，这时候就产生同盟的破裂。这个破裂是长期的，而且这个破裂是对的。我认为政府要解决一个问题，不要与民争利，问题是政府还是这样的，好东西不放。现在所谓抓大放小，鼓励全国人民买单来处理它的不良资产。只要好的东西能控制的，他就轻伤不下火线，重伤死守战场，这种精神是可嘉的，但是市场不能容忍。用落后的企业和国企控制市场最好的资源，结果拖得大家都死下去。政府解决与民争利的问题，许多事情就好解决了。另一方面，企业家也有争议，企业家往往看到利益实践过程当中，不顾历史责任，把所有的责任都给政府，自己轻装上阵，这个也是不对的。把最好的拿走了，这又是一个极端。所以，如果企业家放弃了历史责任，像很多海归派一样，不考虑中国的历史演变，来了就用西方的一套，那这一定是要失败的。所以，这个同盟破裂是一个激烈或者很惨烈的结果，最后形成两败俱伤。我觉得同盟应当破裂，但是破裂过程当中要形成一个合理的、必要的张力。要互相激励，要各司其职，要关注历史责任，社会责任，这是一个过程，个人把握不一样。这里面没有规则，是一个个案的判断。

牛文文：

健力宝特别明显，因为MBO政府警觉，所以干脆拿掉。

王巍：

还有第二个问题，很多人说这个企业发展不好是政府不开明，那个企业发展好了是政府开明。比如谈到四通和联想发展，认为联想有好的开明政策，四通没有碰到这种好的政策。我觉得问题不是这样简单，倒过来说，我觉得媳妇可能造就婆婆，一个贤惠的媳妇会造就一个开明的婆婆。这就是说，如果企业家运作得当，操作得当，他会把政府变得开明。如果企业家处理不好，会把政府变得非常偏激，偏激就是不开明。我觉得今天谈的MBO已经不是思想教育了，不是观念培育了，应该开始关心操作层面了。如果操作好你是成功的MBO，如果操作不好，所有伟大思想都损害在笨拙的操作下。所以，我觉得操作层面恰恰是今天我最关心的，最担忧的就是大面积推广MBO群众运动，扫盲速成班，通过三两天讲座，谁都可以做，不仅仅损害企业长远利益，而且破坏大的环境。

牛文文：

在国外MBO的范围好像要宽泛一些，在国内是非常狭窄的那么一个方式，主要在地方国有控股企业的管理层与地方政府大股东之间展开，我想请教MBO宽和窄的关系。

王巍：

是这样的，MBO最早是从英国出来的，英国最早强调国企改制，当时英国解决这个问题出现很多成功的MBO。美国的MBO更多是用来淘汰无效的管理层，在美国是用外部管理者去淘汰内部人，这时候的管理层收购叫Management Buyin。而管理层是内部人收购的叫Management Buyout，但是总的来说泛指管理层收购。中国是两种情况都有，但是中国管理层收购是一个Insider Buyout，就是IBO，就是内部掌控局面和信息而且暗箱操作的管理者收购。我觉得完成MBO要有三要素。

一个要素是必须有具有企业家功能的管理层，中国存在管理层，但是不存在企业家功能的管理层。中国有的企业家是不可流通的企业家，没有一个社会公约数。他在这个企业做得很好，换一个企业就完蛋。不像西方是一个职业企业家，可以干这个行业，做别的企业，换一个空降兵也可以做好。中国不可能，企业管理者之间不太可能对接，这是中国企业家不存在这样一种可以流转的、成熟的、职业化的企业家。

MBO第二个因素，是应该有一个收购的标的。中国企业才有20年历史，很多企业不成熟，不完全是一个企业。收购事业和收购企业是不一样的，所以目前更多还是革命分工，党的安排。等你收购企业的时候，你发现产权化不明晰，首先要变成企业。例如，你们媒体界是没有企业的，花一大笔钱以后还是协办，不可能有产权，所以没有人愿意真正进入媒体投资。媒体喊了很多年的资本运作，但是不行。媒体界没有产权，不能像其他产业那样打造长久的地基。最好的结果只能做个好的稳定的平台，在我看来，中国的媒体业能形成一个“不沉的航空母舰”就不错了，在不同的海面上来回飘。

第三个要素就是融资渠道。因为中国金融界在事实上并不认可无形资产，不承认管理的贡献。中国所有的价值都是按照净资产计算的，哪怕是破铜烂铁，只要摆上账面都是所谓资产。没有人会给管理者贷款。所有的管理者融资都是变通实现的，都是不符规则的，所以中国的管理层收购在目前情况下还只能是内部收购。我相信一味停留在内部人收购的阶段是很危险的，尤其是金融机构进来鼓励内部人收购的话。那么造成一种什么样的可能性呢？就是你把企业做烂，越做烂越有机会。如果企业做好的话，政府不放你，外面也没有人给你贷款。你把企业做烂，也许是真烂，也许是假烂，政府也甩手，也有人给你融资去重组。我认为现在媒体上炒做的MBO不去判断企业管理层到底是有效管理层还是无效管理层，理清责任，却一味鼓励内部人瓜分资产，实际上就是鼓励了这种浪费国家资源，鼓励了无能管理层，这就是资产流失。相反的很多很能干的企业家，把企业从默默无闻一直做到很大了，最后由于MBO处理得不好，被政府股东打掉了，这是很惨的。我感到仰融和李经纬们真是很可惜。但是我觉得更为严重的是一大批不出名的，无能的管理层在控制中国许许多多的公有企业，从容不迫地暗箱操作来实现无能管理层的收购，这个是最危险的。

我想强调判断成功的MBO有三条标准。第一，MBO是不是提高了企业的竞争力，是不是活得比以前更好，这是最主要的。第二，是不是有效管理层淘汰了落后管理层，但是不一定意味着管理人本身的替换。也许管理人在过去体制下处理不好，但在新的体制下会“痛改前非”。第三，这个管理层收购的操作是不损害国家利益，不损害社会利益，不损害关联方利益，关联方包括银行、职工等各方面，至少在长远上不损害利益，而且是规范的。

牛文文：

现在全世界的商业道德和公司失败案例在前所未有的增加。我们《中国

企业家》杂志在20世纪90年代中期，关注过国内一系列的企业失败案例，是因为企业家的思维和经营策略、战略，导致经营上的失败。但是，进入这个世纪以后，从美国开始，我们看到大公司里面，都是因为大公司CEO和管理层，对于期权和股权问题的处理，做假账，侵害股东的利益，进一步导致股东破产和企业失败。当企业界的失败和跟企业家的道德联系起来的时候，MBO首当其冲。许多人提到企业家的贪婪。是不是MBO本身就是一个引导企业家阶层贪婪或者是这种道德上失败的一个导火索？我想举例说明这一点。比如说李经纬，大家都说他很难，很辛苦，而且很成功，做大了一个企业。可是实际的情况，是健力宝在最近的这一些年里，企业在停步，并且在衰败，那么这个原因是什么呢？政府认为是管理层本身失去了动力，但是企业家认为，主要是因为体制或者是大股东不开明导致的。这就涉及到我们要谈的另外一个问题，到底MBO是为了从股东的角度，为了更好引入管理层，就是优质的管理层驱逐劣势管理层；还是从管理层角度，来解决私有化的问题，解决企业产权问题？我不希望MBO成为中国版的公司和企业家道德的一个导火索。在2002年我们讨论MBO的时候，实际上动机和出发点非常单纯，我们当时认为手段和目的是统一的。企业发展停滞是因为激励问题和产权问题没有更好解决，解决这个问题的手段，最好的途径就是MBO，我们当时是这么预料的，而且觉得这也应该是一个正确的方向。但是2002年一年的实践，我们发现，经营失败的公司，或者是经营停滞的公司，管理层主动在做一些安排。他的目的不是使企业更长远发展，可能是把企业做失败之后，更好收购。当社会产生这个质疑的时候，美国模式和英国模式在中国产生分裂的时候，我们担心企业家阶层由此背上一个沉重的道德包袱。你觉得MBO会不会演化成企业家阶层道德的问题，怎么避免它？你能不能给企业家一些建议。

王巍：

道德问题不是我的专长，但可以谈点个人的感受。第一点，20年前正是美国MBO高潮时期。当时以KKR为代表的一批投资银行家，通过垃圾债券等手段，帮助一大批企业实现了管理层收购。我比较喜欢把中国目前情况和那个时候相比，而不是和今天的美国相比。当时进行MBO的时候一个最主要的借口，就是抨击企业家的道德。就是说由于当时企业管理层并没有股权，因此肆意挥霍企业财产。一味做大，做游艇，打高尔夫球，重视个人成就感，忽视了企业。当时的MBO主张把管理层和股东捆在一块，认为没有股权的企业家可能是贪

婪的企业家。但是，今天的情况不一样了，类似安然公司等美国的很多问题更多可以说是超越个人道德以外的问题。我觉得谈到道德首先解决商业道德问题，我认为目前在国内尚不存在商业道德。什么叫商业道德呢？是让努力的人获得收益，让真正的企业家获得创业的利润。否则，在商业规则上是不道德的。不劳而获，靠特权来巧取豪夺，用内部人交易取代公平竞争就是不道德的。我认为首先要解决商业不道德问题，大环境不道德的问题。我觉得让企业家获得股权，鼓励规范的MBO是符合社会商业道德的。西方在商业道德解决完以后，出现了个人道德问题和其他更为复杂的问题，是不能拿那个东西简单套我们现在的的问题的。我们中国商业道德还没有解决，也许20年之后解决那个问题。比如像美联航公司，不仅是管理层有股，员工都有股，而且管理者和员工占了大股东，但公司最近仍然破产了。这说明仅仅解决商业道德是不够的，仅仅MBO还不够，最后没有形成企业竞争力就破产了。KKR做了很多成功的MBO案例，收购上是成功的，但管理上却失败了很多。

牛文文：

MBO在许多人印象中主要是一个治理问题，具体说是改制问题。但是企业有两大主题，一个是治理结构，一个是管理，在MBO上这两个主题实际是交叉在一起的。改制成功了也不一定就解决了发展问题、管理问题。以四通来说，MBO成功不成功，好像跟管理严重捆在一起，好像成功了管理就能推进，不成功管理就不推进。所以，我们现在有一个很担心的问题，当治理问题解决之后，改制问题和激励问题解决之后，企业依然还有那种严重的经营失败或者是管理失败的问题。美国有KKR和美联行的案例，在国内我没有看到这样的案例。

王巍：

刚才谈到李经纬，政府说是他没有解决动力。可是问题恰恰是由于他没有股权，没有解决任何产权的问题，丧失了长期的发展动力。因此，在退休之前在自己管理权内尽可能解决一些问题，我觉得这是人之常情，如果不挥霍是有问题的，这是人正常的道德，不是李经纬特别坏。李经纬失败有很多的原因，可以总结是MBO的问题，也可以总结在竞争压力下没有解决好产业转型。这是经营策略的失败。实际上不单纯是一个人的失败，整个地方政府也有责任，死守碳酸饮料，被封住未来跑道了还在死守着，这是个悲壮的失败。你刚才谈的公司治理问题，我觉得公司治理这个概念是生吞活剥西方的东西。公司治理是解决股东、董事会和管理层之间关系的一套约束规则，这

些规则必须建立在三方主体都存在这个前提上，真正董事会存在，真正管理层存在，真正股民存在，三者都存在，才存在这个关系网，才制定规则。我们看到20世纪90年代的中国甚至到现在为止三方都不真正存在。三者都不存在的情况下搞公司治理，这是一个重大的误区。你完全可以出于其他政治目的用这个词汇来调整市场，但是你应该心中有数，有条件地用。你如果生吞活剥地使用西方的公司治理，就会导致现在这样证监会几乎成为1300多家上市公司CFO、CEO了。搞市场监管的人都很聪明，迫切希望教育所有的人。于是，就开始培训，培训独立董事，甚至希望把所有上市公司CFO都培训完。把中国资本市场问题通通归结为教育问题，或者是与国际不接轨的问题，结果行政命令高价请洋人来做中国公司尽职调查。这样的一种状况，已经不是什么公司治理的问题了。我觉得恰恰是政府治理的问题。政府官员越有为，处理不准确，越有可能产生苛政的问题。条文细致到已经不熟悉的层面，就会变成苛政猛于虎了。所以哪些有为，哪些无为一定要分清楚。我觉得过早引用公司治理概念，使得很多企业家没有空间，而政府的空间太大。我觉得与其谈公司治理，倒不如谈谈政府治理，没有一个好的政府治理，注定没有好的公司治理，这是我一直在强调的问题。

牛文文：

我理解你的意思，假如政府是那么多公司的大股东的话，谈治理结构，应该是谈大股东的定位，治理结构的中心是政府大股东，而不是那些企业家。

王巍：

是的，不能因为你掌握话语权，就可以不由分说地把板子打在企业企业家身上。大家都说李经纬走到今天是咎由自取，那这么多年政府干什么去了？这么多年才说不行，看着企业家走向深渊，这不是政府失职吗？我觉得无论叫公司治理也好，还是叫什么也好，最大问题是使企业发展，有竞争力。能够生存发展有竞争力的企业，一定有好的公司治理，不管符合谁的标准。公司治理应当是个性化的。家族企业也可能有好的公司治理。公司治理是一个个性化的，是一个与时俱进的概念。公司治理不能成为一个大帽子。

牛文文：

有一个疑问，如你所说当MBO从阴谋到了阳谋，从个性化的东西到了群

X

众运动，从以企业家为主导变成金融结构在大量介入的时候，怎样来防止MBO的变异，防止把手段当做目的。热衷于MBO的企业家，怎么样从思想上从内心里，把MBO变成一个促进生产力，或者是促进企业发展的动力工具，而不是只是停留在解决制度问题，或者是改制问题上。在MBO大范围推展的时候，怎么样才能够让它除了改制之外，还回归到他本来的一个目的上，促进企业发展。鲁迅先生当年提出过“娜拉出走之后”的大问题，我想在MBO上也存在一个“MBO完成之后”的问题。当MBO完成之后，企业会怎么样？我觉得这一点很大程度上决定着政府和企业家在未来推动MBO的心态和思想。如果成功的MBO案例，在发展问题上效果不是那么明显的话，那么政府大股东和未来企业家在推进更大MBO的时候，就会心存疑虑。王总是MBO的专家，但你不是纯技术的专家，你对这个阶层有一定的理解。所以，我非常想听到一些你在这方面的建议，怎么能回归？

王巍：

我觉得你自己的提问已经回答了很多问题，就是说应当回归。我有几个建议：第一，企业家要回归到企业家，你不是改制家，也不是洗牌专家。你是这个企业的企业家，其他都是过眼烟云。第二，所有的MBO都是个性化的。所以，你首先了解这是你的孩子，企业是你自己的孩子，不是说所有孩子都弹钢琴，你的孩子就应该学钢琴。你是最了解你的孩子，所以你要了解企业性质，发展阶段，一定要个性化施教，而不是泛泛跟社会潮流走。第三，一定要低调进行，不要炒作。因为MBO涉及到方方面面的关系，又是敏感的问题。因此这里面进退把握要非常适当，要中肯，所以在这个时候叫做事缓则圆。你要准备一场战争，而不是几次战斗，你可能几个战斗胜了，但是整个战争输了。所以，一定要低调。第四，一定要有专家的操作，因为身在庐山，不识真面目，一定要请专家。这个专家一定是以你为主，而不是拿你的改制作作为点缀他业绩的东西。我们做一个客户要多少年以后才能看效果，所以要经得起长期考验。这个专家真的是要很低调，很有商业道德，很私密去操作这件事情。所以，这是我的几个建议。我一直在说MBO本来是“阴谋”，是积极意义上理解的“阴谋”，是一个小团体的利益判断和操作，不是一个群众运动。但是，由在目前状况不适当被炒作成“阳谋”，因此大大增加了MBO的难度。这种状况下，我觉得也有好事情，就是你可以观察到很多MBO的失败。最后，就是学习和观察，这是你能够成功的重要保证，要不断学习、交流、观察，使得别人的失败成为你的资产。你避免重复这个失败，

我觉得这个是很重要的。

牛文文：

在MBO大范围推广和面临质疑的时候，你心目当中有“MBO的好孩子”吗？操作上是典范，改制问题也解决了，发展问题也很好，过程是低调的进行，现实中有这样的例子吗？

王巍：

我觉得非常多，只是有很多我们不便谈。我相信我的同行已经做了很多很好的东西，但是我不熟悉，不便于评论。中国20年市场经济的过程中，经过15年，漫长低调的平和的MBO过程，已经形成一大批非常优秀的企业家，比如盼盼集团的韩兆善，华力集团的汪力成就很成功。不要以为中国没有好的企业家，中国没有一大批成熟好的企业家，怎么有中国经济10年以来的高速增长，成为世界奇迹呢？现在各个行业当中主导力量，除了政府控制资源之外，几乎都是民营企业作为开拓者。走到今天，证明当年MBO是对的。包括联想，很多都是成功的。比如说四通，尽管自己炒作很成功，但是这么多年来也没有看见成功。我得到现在来说，四通的MBO还是不成功的。我们非常有信心，而且我们也是仍然希望，企业把握尺度，政府把握尺度，把中国现在正在兴起的MBO这样一个高潮，规范地、有序地引导入中国主流市场。去帮助中国企业家解决好商业道德问题。

牛文文：

应该感谢那些让MBO在持续健康默默完成的顾问和中介机构，企业家在变身成长过程中真的得益于他们的帮助。非常遗憾的是，在企业家默默完成MBO、慢慢壮大的同时，为他们服务的中介机构实际上并没有同步壮大，这个现象值得社会来关注。

王巍：

我不能代表什么中介机构，但是至少从我们来说，应该说也体现了中国企业家阶层逐渐成熟，他们开始使用中介机构，信任中介机构。同样，由于企业信任，也给这些中介机构很大的责任，要保护客户利益，使他安全平稳成功地实现MBO。我们也是希望这个过程更好。

牛文文：

在美国，MBO很大程度上是股东主动在淘汰无效的管理层，这给我们留下了一个指向未来的想象空间。今天MBO在中国主要局限在国有或者是国有控股企业。我们可以大胆想象一下，是否像中国民营企业，或者是产权比较清晰的这种机构，有没有可能出现一个由股东或者是由所有者发动的美国式的MBO呢？会不会有一天家族企业或者是民营企业，也可能利用MBO这样一种工具呢？

王巍：

我觉得这是未来的主流，但是在目前三五年内看不到这种情况，仅仅在20年前中国只有一个老板，在20年来所有的交易理论上都是关联交易。在这个复杂圈里面，像日本财团一样，所以不太可能形成像美国那样敌意收购，我估计在三五年不会形成很多高潮。尽管上市公司的敌意收购已经很喧嚣了，但还是少数的。我觉得中国可能走出一个跟日本比较相近的管理层分享利益这种结果。

牛文文：

美国有强大的基金机构，有强大的机构投资者，养老基金，外部的力量，股东的力量非常强大，才可能出现敌意收购。

王巍：

这也许跟中国儒教色彩有关系，中庸文化不强调极端的，强调共性不强调差别。在这种状况下，确实是很和缓的，不太容易产生剧烈的形式。实际上，从整个社会上安定的环境来说，这也是符合大多数企业家的愿望。这是很值得关注，这也是为什么中国的MBO，包括中国的并购市场，一定是独特的，一定是不能照搬西方经验。一定会在未来形成中国独特经验的MBO和中国的并购活动。我们每年做一本年鉴，每个月做一个中国并购指数，每个星期出版并购周刊，每天在收集中国并购新闻。4年来已经形成一个数据库，累计经验，和同行分享。也可能在未来，我们希望通过这些观察和捕捉，对中国整个并购市场有一种很好的描述能够贡献一点力量。

王巍 万盟投资管理有限公司董事长 (wangwei@mergers-china.com)

牛文文 《中国企业家》杂志总编辑 (nww@cnenmag.com)



前言

MBO，中国企业家的时代机遇

李 斌

伴随着中国加入WTO，2002年我们目睹了电信、民航等行业性的大并购大整合，2002年被有些媒体称为中国的并购元年。而MBO这股反映了近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的潮流，也深深地触动了大并购时代中国企业家的神经，它冲击和改变着我们传统的观念和思维方式。MBO正演绎着一场时兴的大趋势。

管理层收购起源于国外，从1999年四通产权改革开始，中国就揭开了MBO的序幕。但由于MBO的政策面一直不明朗，加之实际运作中在融资等方面确实存在诸多障碍，使得国内MBO呈现在大家面前的多是遮遮掩掩，若隐若现。虽然如此我们还是能够在公开资料上发现一些数据，据不完全统计，仅2001年1年，公开披露实施或拟实施MBO的上市公司就达10多家。而进入2002年，MBO的浪潮则是端倪初现。有关上市公司的MBO事件则是公告频频。有关MBO的研讨会接连不断，有关中介咨询机构甚至是国外的专业机构纷纷跳到前沿争食MBO这块大“蛋糕”。部分上市企业干脆直接跳到前台向社会征集MBO方案，以求得更加稳妥的操作和实施。在加上MBO私募基金另一个层面上的推波助澜，使中国的MBO逐步进入一个实质的运作阶段。中国企业家也迎来了一个时代的机遇。进入2003年，随着宏观政策环境和经济环境不断变化、相关法律法规的逐步出台，MBO的操作环境也逐渐完善。倘若有关管理部门能够进一步将资产评估、股权及资产定价、交易方式、融资方式等一系列涉及MBO操作的行为进行规范，必能解决MBO在国内实施时遭遇到的双轨制所带来的种种困惑，推动中国MBO的发展。

一、政策经济环境成熟奠定MBO发展的基础

“十六大”提出国有资产分级管理，要有计划地实施国有股减持，这就为

MBO从政策上提供了重要保障。有关数据表明,目前我国国有企业有大约6.6万亿的存量资产,其中约有2/3需要盘活,这么多的国有资本要从竞争性领域退出,可选择对象无非是外资、民营资本包括管理层。这无疑为国内MBO的发展提供了必要的条件。近期,就有一些地方政府在贯彻落实《关于国有企业改革和发展若干问题的决定》精神时,率先将管理层持股作为国企改革突破口,如浙江将在全省范围内的上市公司中推行股权激励试点工作,上海将MBO列为进一步推进国有经济结构的战略调整及加快金融创新的重点工作之一。上海市政府领导在不同场合均表示,上海最终将把所有的国有企业统统卖掉。青岛市则已经提出下一步国有企业改革的具体目标,2002年青岛市国有企业战略性改组取得进展,产权制度改革面已经达到60%。如青岛双星的非上市资产已经基本完成了国有资产的退出,实现了经营层的买断控股。目前在青岛市不仅有海信集团守候着MBO的政策利好,澳柯玛、凯联化工也在积极地运作。

2002年6月24日财政部恢复了国有股权向非国有股单位转让的政策,令国有企业实施经营者持股成为可能。而今年以来,有关MBO的具体制度安排也发生了很大变化。特别是近期有关MBO的政策面发生了突破性进展,MBO首次获得政策面的认可。在今年10月中国证监会公布《上市公司收购管理办法》中,明确将管理层收购列入其中,并强调独立董事和独立财务顾问等专业机构要在MBO的操作过程中发挥重要作用。在此背景下,洞庭水殖成为财政部恢复“国转非”后的首家获批单位,并由此迈出了实施MBO过程中最为关键的一步。同时胜利股份也发布股权变更公告由43名自然人以现金出资发起设立的山东胜利投资股份有限公司将成为公司新的第一大股东。这43名自然人不是胜利股份的新老高管人员,就是胜邦企业投资集团和胜利集团的高、中级管理者。2002年洞庭水殖、胜利股份、ST甬富邦等上市公司的MBO纷纷进入待批程序。基于市场各方也越来越清楚认识到MBO在其中的价值与作用,MBO必将成为国有经济布局战略性调整的重要手段之一。

二、信托业的发展为MBO推波助澜

我国信托业的发展可谓一波数折,历经五次整顿,直到《信托投资公司管理办法》和《中华人民共和国信托法》的相继出台,对原有信托公司也进行了彻底的整顿之后才开始了真正意义上的“受人之托,代人理财”的本源信托业务。根据《中华人民共和国信托法》的规定,信托公司管理、运用信

托资产，可以按照信托文件的约定，采用贷款、投资、同业拆借等方式，由此规避了MBO的政策障碍。2002年5月到6月《信托投资公司管理办法》《信托投资公司资金信托业务管理暂行办法》正式颁发，信托公司自有资金运用和运用信托资金的范围进一步扩大。同时当信托公司原有的主要利润来源证券业务被剥离后，信托投资公司的业务发展方向在哪里，新的主要利润来源在哪里，这成为所有的信托投资公司的共同问题，对这一问题的解决好坏也直接关系到信托投资公司的生死存亡。信托收购业务作为一个创新正受到越来越多信托投资公司的重视，而MBO作为信托业务的突破口也必将作为信托公司的一种战略选择，这是因为：

第一，在MBO收购主体资格问题上。我国对于有限责任公司和股份公司股东主体资格和股东人数有着许多的限制，这对于那些想实行管理层收购计划而又有上市打算的公司来说是一个不小的麻烦，内部职工股往往成为公司上市的障碍。社团法人性质的职工持股会作为上市公司股东不符合要求，而新成立公司来代表员工持股又因《公司法》的诸多限制而十分麻烦。信托收购成为众多管理者持股的一个可行的途径，可以规避许多对公司持股主体资格的限制。

第二，在MBO资金问题上。通过设立新公司来收购，必然要遵守我国《公司法》关于对外投资不得超过公司净资产50%的规定，并且公司通过银行借贷的资金不得用于股权投资，这就要求公司管理层通过其他超常规的手法来获得大量资金，如深方大的收购，管理层用3 000万元设立了邦林公司，而受让股份的总金额达到了1.6亿，如果按照合理的计算，邦林公司的净资产应一度达到3.2个亿，对于个人来说，这可以说是庞大的数目。我国上市公司经理层没有财富迅速放大的经历，加上国内的融资环境又无法满足其收购行动对巨额资金的需求，买家资本来源的合法性就成了一个根本性的大问题。目前国内的商业银行对管理层收购，往往要求有充足的资产作为抵押，而根据目前的规定，收购方不能以被收购公司的资产作抵押。虽然国内已发生的几起管理层收购都采用了银行贷款，但这毕竟是一种变通的做法，存在一定的法律风险。而信托公司资金的融通功能合理的运用为上述问题的解决提供了一种可行的渠道。

第三，在MBO的税收问题上。通过设立新公司来收购，将面临双重征税的问题，如果股权变现，则新公司应缴纳公司所得税，而分配给个人股东时，个人应缴纳个人所得税，个人所得税最高可以达到45%，将会大大降低收益。而利用信托，资金问题和税收问题都可以迎刃而解。