

中国并购评论

清华大学出版社

市场前景

国企改革中的“解放战争”

市场盘点

一、特点、亮点、爆发点——二〇〇二年上市公司收购总结分析报告

二、二〇〇二年国内上市公司收购十大案例点评

理论研究

企业合并中的会计报表选择研究

市场前沿

透视MBO

市场回顾

一、二〇〇〇年中期——二〇〇二年上市公司重大资产重组实证研究报告

二、一九九九年上市公司并购效果排序

经典案例赏析

从深宝安收购延中实业到裕兴、高济华牌方正科技

第一册

东方高圣投资顾问公司
中国收购兼并研究中心

编著

随着佛山塑料、胜利股份、鄂尔多斯等上市公司公告管理层对公司进行收购的信息，无论业内还是媒体，对这些收购都冠之为“MBO”。一时间，MBO成为了国内证券市场和媒体的热点。

MBO 20世纪70年代起源于欧美，80年代在美国达到鼎盛，90年代初期MBO市场极盛而衰。90年代末，MBO传入国内。和国外MBO相比，虽然同一称谓，但国内MBO又有许多似是而非之处。（中外MBO比较请见附文一）

MBO在国内走过了怎样的发展历程？目前市场操作环境怎样？有哪些特点？存在哪些问题？还有哪些不足？现在是我们对MBO进行全面的分析、研究、总结的时候了。

历史篇 从四通改制到宇通客车 MBO， MBO 在国内 走过了从认识到操作的发展历程

四通改制，打响中国 MBO 第一枪

1998年10月，四通集团职代会作出成立职工持股会的决议。1999年5月13日，包括段永基和沈国钧在内的管理层和职工共616人以职工持股会名义出资5100万元与四通集团成立“北京四通投资有限公司”（简称新四通），职工持股会出资占51%，四通集团出资占49%。随后，新四通融资收购四通上市公司香港四通50.5%股权。新四通的成立和收购香港四通的完成，标志着四通MBO取得阶段性成功。（请见附文二：四通MBO改制回顾）

四通以MBO方式明晰模糊产权，在今天看来，真正的意义不是四通改制的真正成功与否，而是在当时历史背景下把国际通行的MBO第一次引入国内，也正由此，国内正为产权不清所困扰的国内企业和企业家开始认识MBO。

粤美的“回归”，民营企业家进入“复位”时代

2000年4月10日，粤美的（000527）公告，美托投资以每股2.95元的价格协议受让美的控股持有的9243万股中的3518万股，占总股本的7.25%，由此拉开了粤美的MBO的序幕。（请见附文三：粤美的MBO案例）

2000年，美的集团总销售额达100多亿元，美的家电已经成为中国家电业引领行业发展的巨头之一。作为一家成功发展起来的乡镇企业，美的的前身是1968年何享健带领23位农民用5000元创办的“北窖公社塑料生产组”，专门生产药瓶盖。到1980年生产组变成了

“顺德县美的的风扇厂”并开始涉入家电业。进入 20 世纪 90 年代之后，美的电器已经成为国内最大的电扇厂。

然而随着美的发展壮大，如何确认何享健等创始人对企业的价值以及如何建立企业持续激励机制也一直是美的领导层和当地政府思考的问题。

美的最终选择 MBO，不仅保持了一家著名企业的持续健康发展，更为重要的是美的 MBO 给国内数以千万计的乡镇企业和集体企业提供了一条可资借鉴的改革模式。

宇通 MBO，开国企上市公司管理层收购之先河

2001 年 3 月，以汤玉祥等宇通客车管理层为主的 21 名宇通客车职工以自然人身份出资 1.2 亿元，在上海成立上海宇通创业投资有限公司。随后，宇通创业通过协议转让方式收购郑州国资局所持的宇通集团 89.8% 的股份（宇通集团持有宇通客车 17.19% 股权，是宇通客车第一大股东）。转让后，宇通创业通过宇通集团持有宇通客车 2110 万股，占总股本的 15.44%，实质上成为宇通客车的第一大股东，完成管理层控股。（宇通客车案例请见附图四）

以汤玉祥为主的宇通客车管理层通过收购郑州国资局所持大股东股权完成对上市公司的间接收购，可以说在证券市场开管理层收购国有股权并控制上市公司之先河。宇通客车成功进行 MBO，既与汤玉祥等管理层对宇通客车的发展所起到的历史贡献密切相关，同时也离不开在国有资本退出竞争性领域的宏观产业政策背景和地方政府的支持。由于此次管理层收购涉及的国有股权转让审批问题（国有股转让有关背景见附图五），目前，此次股权转让有关协议已经上报财政部，而郑州市国资局已将所持宇通集团股权委托给宇通创业管理。宇通国有股权转让能否获得财政部审批，由于其 MBO 的特殊意义而格外引人注目。

从洞庭水殖、佛塑股份到鄂尔多斯，MBO 渐成国内资本市场热点

如果说 2000 年到 2001 年发生在国内资本市场的粤美的、深方大和宇通客车 MBO 给国内企业管理层以启迪的话，那么 2002 年的资本市场发生的一起又一起 MBO 就是管理层觉醒后的演绎。

2002 年 1 月，洞庭水殖（600257）率先公告公司大股东常德市国有资产管理局与管理层控制的湖南泓鑫控股有限公司签署转让协议，后者成为洞庭水殖持股 29.9% 的大股东。（此次国有股协议转让于 9 月 23 日获得财政部批复，详细案例见附图六）

2002 年 6 月，佛山塑料（000973）22 名管理人员出资设立富硕宏信投资公司。7 月 30 日，富硕宏信与原第二大股东合作联社签署股权转让协议，受让佛山塑料法人股 11000 万股。转让后，富硕宏信持有佛山塑料 29.46% 股权，成为佛山塑料第二大股东。（案例情况

请见附文七)

2002年9月,特变电工(600089)、胜利股份(000407)分别发布有关公告,管理层出资设立公司与上市公司原股东签署有关股权转让协议,并完成不同程度的MBO。(特变电工案例见附文八,胜利股份案例见附文九)

10月16日,鄂尔多斯(600259)发布公告,鄂尔多斯市国有资产管理局根据有关文件精神与东胜东民羊绒实业发展有限公司签署股权转让协议,公司第一大股东内蒙古鄂尔多斯羊绒集团公司代表国家持有公司国有法人股全部转让给后者。转让后,东胜东民即成为鄂尔多斯第一大股东(涉及国有股转让报批工作正在履行,详细案例介绍见附文十)。

随着上述一系列公告,MBO成为2002年国内证券市场的热点,同时,由于MBO对上市公司一股独大、公司治理结构等影响,MBO也成为各机构、媒体的焦点。

操作篇 从政策、金融工具到企业家梦想, MBO在国内的主要操作障碍已基本突破,但由于国内特殊制度环境、法律环境和金融市场环境,国内MBO和国际通行MBO又有所不同

一系列政策出台, MBO具备了充分的政策依据

随着改革的不断深入、市场经济体制的不断完善、政府职能的转化,国有企业必须进行战略性重组,国有企业应逐步退出一般性竞争领域。但是这种重组应和国有企业自身的改革结合起来,退出的过程应同时是民间资本进入的过程。管理层收购或者管理层持股可以说是民间资本和国有资本结合的一种方式。通过这种方式既有助于实现国有企业经营机制的转换,也有助于完成国有企业的战略性重组。

1999年党的十五届四中全会明确提出:建立和健全国有企业经营管理者的激励和约束机制。少数企业试行经理(厂长)年薪制、持有股权等分配方式。

2000年2月,江泽民同志在深圳视察高科技企业后指出,期权必须千方百计去试。

2000年8月,北京市出台了《关于对国有企业经营者实施股权激励试点的指导意见》及补充通知。

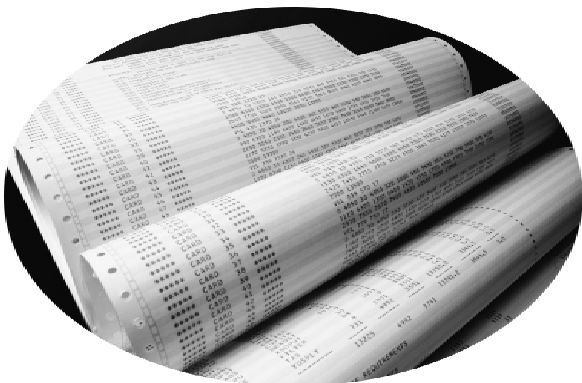
2001年3月,在九届人大四次会议上,朱镕基总理在《政府工作报告》中指出,对国有上市公司负责人及骨干,可以试行年薪制和期权制。

2002年5月,中办、国办联合发布了《2002—2005年全国人才队伍建设规划纲要》的通知。《发展纲要》从国家发展战略和国际竞争的高度提出建立健全人才激励机制,试行企业高层管理人员年薪制,试行股权制和期权制。党和国家领导人也多次强调建立和试点股权

制、期权制的多种激励机制方式，强化国企改革的深入推进。

2002年4月，北京市颁布《关于对国有企业经营者实施期权激励试点的指导意见（试行）》，明确提出了对国有企业董事长、总经理和其他高管层的期权试点工作，并对实施期权试点的方式、组织等具体内容做了明确的规定。同时，其他城市和地区也推出了类似的企业管理层持股的鼓励政策。

以上这些都表明健全以产权关系为纽带的股权激励机制正成为国有企业改革的重要内容和时代潮流，管理层和经营者持股计划的实施已经有了比较明确的政策依据和良好的市场环境。



《上市公司收购管理办法》的出台，使上市公司 MBO 走向规范

2002年10月8日，《上市公司收购管理办法》（以下简称《管理办法》）及《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》在证监会经过长达三年之久的酝酿之后正式出台。《管理办法》对上市公司收购概念、协议收购和要约收购、要约豁免、监管措施和信息披露等作了具体规定。在这些规定之中，对于上市公司管理层收购的方法、信息披露以及监管都制定了措施，使上市公司的管理层收购逐步走向规范。

管理层收购信息的充分披露是基本要求。在西方对企业 MBO 后，上市公司要进行私有化、下市，收购方对目标公司财务结构和资本结构进行调整，提高公司财务杠杆，对股权进行集中，同时目标公司要用资产和现金流为融资中的初级债和次级债提供担保。在国内，在管理层收购中由于收购的相对性，上市公司与收购主体各自保持独立，上市公司仍然维持上市状态。这样，管理层和参与收购的员工既是企业内部人，又是收购的主体，如何保证公众公司信息的对称性以及保护上市公司和其他投资者利益，就成为监管的重点。《管理办法》第十五条规定：“管理层、员工进行上市公司收购的，被收购公司的独立董事应当就收购可能对公司产生的影响发表意见。独立董事应当要求公司聘请独立财务顾问公司等专业机构提供咨询意见，咨询意见与独立董事意见一并予以公告”。

管理层收购的公允性是规范的目标。企业价值被市场低估也是西方管理层收购的基本理论之一。由于管理层以及参与收购的员工是内部人和关联人，对企业财务状况和企业价值比其他外部投资者有着更深刻的认识，如何保证管理层收购操作公允性是《管理办法》对管理层收购进行规范的目标。《管理办法》第三十一条对管理层和员工对公司发起要约收购作出如下规定：“管理层、员工进行上市公司收购的，被收购公司的独立董事应当为公司聘请独立财务顾问等专业机构，分析被收购公司的财务状况，就收购要约条件是否公平合理、收购

可能对公司产生的影响等事宜提出专业意见，并予以公告。”

对于收购方的收购能力，《管理办法》也做了明确规定。《管理办法》第七条规定：“禁止不具备实际履约能力的收购人进行上市公司收购，被收购公司不得向收购人提供任何形式的财务资助”。

除此之外，管理层、职工对上市公司收购同其他收购一样，必须遵守《管理办法》、《信息披露管理办法》以及其他有关法律、法规的约束。

信托法律体系的建立，给 MBO 操作创新提供了金融支持

2001 年 10 月《信托法》的实施以及后来的《信托投资公司管理办法》和《资金信托管理办法》（简称“一法两规”）的相继出台，建立了信托制度相对完善的法律体系，也为国内 MBO 的实施提供了必要的技术支持和金融工具支持。

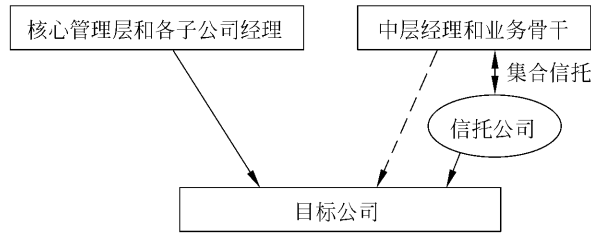
信托在上市公司 MBO 中第一个作用改变了以往收购的主体形式，简化操作环节，降低操作风险。如果不引入信托设计，一般都要以管理层为发起人设立公司形式的收购主体。以新设的公司作为主体受让目标公司的股权。通过资金信托的形式，将收购主体的名实分离，信托机构成为过桥股东，成了收购的法律主体，而管理层成了信托受益的主体。这种收购主体的变化具有以下意义：

首先是信托的屏蔽作用可以降低收购风险。由于 MBO 均是管理层比较私密的行为，由原来的经营者变成所有者，可能会引起过多关注，另外，实施 MBO 可能会改变企业的所有制性质，这样在实施的过程中存在诸多的各种政策、道德风险。信托关系是私法领域民事关系，其信托关系是保密的，信托的屏蔽性增强了 MBO 的隐蔽性，降低 MBO 的实施风险。

其次是避免了设立公司收购主体的转投资限制以及持续经营问题。根据《公司法》规定，公司对外投资的比例不能超过公司净资产的 50%。这就意味着，如果要收购价值为一个亿的股权，就必须注册一个两个亿规模的公司，增加了收购融资额，增加了收购难度。《公司法》另规定，公司成立后无正当理由超过六个月未开业的，或者开业后自行停业连续六个月以上的，由公司登记机关吊销其公司营业执照。这意味着如果新设立公司作为收购主体，将面临持续经营的问题。以上两个问题，信托均可以避免，这无疑将大大节约收购的成本，降低收购的难度。

信托参与 MBO 案例一：信托解决收购主体人数问题

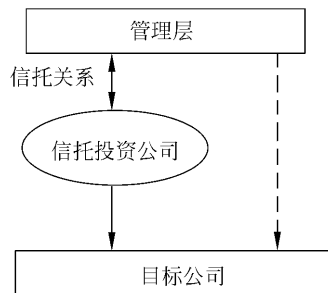
在该案例中，由于公司管理层、中层经理、业务骨干和各子公司经理全部参加了管理层收购。如果全部人员都直接持股，则目标公司作为有限责任公司股东人数突破了 50 人的限制；如果部分人通过设立有限公司的形式参与持股，则该主体又存在经营业务以及持续经营问题。所以在方案中，我们设计了该目标公司核心管理层和各子公司经理直接持股，其他人员通过信托间接持股，信托公司把所有股东权利授予信托委托人，信托成为目标公司名义股东，委托人成为目标公司实际股东。示意图如下：



案例一示意图

信托参与 MBO 案例二：信托作为 MBO 直接主体，管理层不直接出面

在该案例中，由于各种敏感因素，管理层没有直接参与收购，而是委托信托公司出面对目标公司进行收购。管理层把一部分自有资金和一部分信托借款委托给信托公司，信托公司作为委托人受让股权。信托公司把表决权委托给管理层，而把股权收益权保留在信托公司用于清偿信托借款。这样信托公司既屏蔽了管理层作为实际收购人的身份，又比较简单地解决了双重纳税的问题。示意图如下：



案例二示意图

MBO 中信托设计的另一个重要作用就是使杠杆融资具有可操作性。MBO 作为 LBO 的一种，其特点之一就是融资收购。而融资操作的前提就是有融资渠道和融资过程中的风险合理控制。而信托的所有权名实分离以及信托财产的独立性给资金提供方提供了风险控制的条件。

信托一经设立，信托财产就从委托人转移至受托人名下，信托财产具有独立性，只服务于信托合同约定的信托目的。MBO 中融资和信托相结合，实质是在管理层和信托机构之间设立了两层关系，一种是资金借贷的债权债务关系；另一种是信托关系。信托可以为未来债权债务关系的履行提供保证。

如果不作信托安排，单纯的债权债务关系会使得资金的提供方处于很大的风险之中，而管理层作为资金成本支付给资金提供方利息的比例是很有限的，这样融资的风险和收益就具

有不对应性，而这种不对应性使得融资行为很难发生。

一个风险就是作为融资方的管理层不能为融资提供有效的担保，而增加资金提供方的风险。由于 MBO 是大规模的资本运作，管理层在获取融资的时候一般不能有效的担保。因为没有股权作质押，资金提供方不可能提供融资资金，而管理层没有资金无法受让股权，使融资收购陷入一种矛盾的境地。在资金提供和取得股权并质押过程中一样存在着信用风险，而这种信用风险一般是资金提供方不愿意承担的。

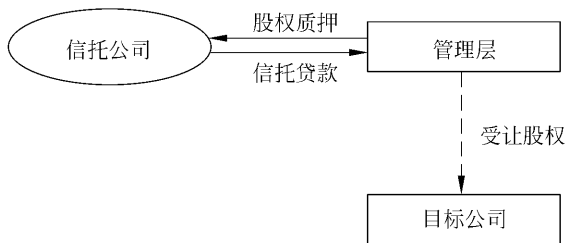
另一个风险就是企业经营风险，管理层收购企业以后，如果企业经营不善，将直接影响资金提供方的资金回收。一是管理层资金偿还能力下降，二是企业经营不善会导致股权贬值，即使资金提供方持有股权或在股权上设立质押的设计也不能完全化解风险。

而信托设计可以使以上问题得以有效解决，资金借款合同和资金信托合同同时成立，而且信托财产中还包括管理层的部分自有资金，这样信托财产数额就大于借贷资金的数额，而且股权全部在信托机构名下。信托合同可以约定，如果管理层并没有按照借款约定的步骤偿还借款或者企业经营不善导致公司股权严重贬值，资金提供方作为委托人有权结束信托关系，将股权转让他人并得到优先受偿。

信托设计为资金提供方提供了可行的风险控制方式，使得融资具有实现的条件，这使得 MBO 在实践中有可以操作的空间。

信托参与 MBO 案例三：利用信托借款解决管理层收购融资

在该案例中，管理层利用信托借款和自有资金，受让了目标公司股权，管理层直接持有目标公司股权。为了减少信托公司风险，管理层把所受让股权质押给信托公司，随着信托贷款的逐步清偿，信托公司逐步解除质押股权。信托公司在本案例中的作用是为管理层提供了收购资金。示意图如下：

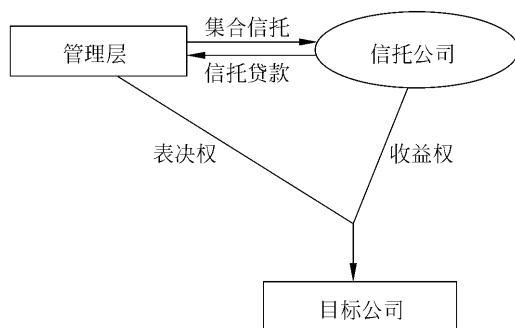


案例三示意图

信托参与 MBO 案例四：利用自有资金和信托贷款集合信托委托收购

在该案例中，由于一些敏感因素，管理层不愿出面进行收购，所以管理层把自有资金和信托公司提供的信托贷款一起做集合信托，委托信托公司对目标公司进行收购。收购后，信托公司作为目标公司的名义股东，享有股权的收益权，作为管理层信托贷款清偿来源，信托

公司把股权表决权等委托给管理层，使管理层成为目标公司的实际控制人。信托公司的作用不仅提供收购融资，而且还通过受益权分离，达到了避税的目的。示意图如下：



案例四示意图

MBO 操作的关键环节

MBO 作为 LBO 的一种，随着欧美 20 世纪 80 年代 LBO 的鼎盛，其融资安排和公司财务管理以及债务处理等核心技术被诸如 KKR 等投资银行演绎得炉火纯青。这固然与 20 世纪 60 年代混合并购的后遗症导致的企业内在需求有关，但成熟资本市场为杠杆收购所提供的充分的融资渠道和方式也为 MBO 及 LBO 的盛行起到推波助澜的作用。20 世纪 80 年代末期，以米尔肯为代表的垃圾债券的陨落最终把 LBO 带入没落。国内 MBO 则由于特殊的发展历史，加上国内不成熟的政策和法律体系，以及中国证券市场缺乏有效的融资工具，因此，中国现阶段的 MBO 操作有着截然不同的特点，其中面临的问题也跟西方的 MBO 不同，这就决定了其解决方案必然是极其本土化的。国内 MBO 操作主要环节有以下几点：

一、收购主体设计

限于国内目前市场环境，进行 MBO 的管理层可以采用的形式有四种方式。

主体形式一：管理层自然人直接持股

在《证券法》颁布之前，自然人不能持有法人股，持有流通股也不能超过发行股份的 0.5%。但《证券法》对自然人持股没有作出限制，这样管理层作为自然人持股没有了法律限制。2002 年 10 月 8 日证监会发布的《上市公司收购管理办法》对收购主体没有作出资格限制，这也就意味着自然人可以作为上市公司收购主体。尽管有关法律逐步对自然人取消了持股限制，但是在上市公司 MBO 实践中，尚未出现管理层以个人名义直接进行上市公司收购的先例。分析其原因，主要有三点：一是融资问题。作为个人，无论具有怎样地位和身份，金融机构在提供融资时无法对其资信和偿还能力作出合理判断；二是运作方面问题。在国内 MBO 案例中，收购主体为了尽快还清债务，要与目标公司和其他公司进行一系列运

作，而与个人作交易是不方便的；三是出于税收方面的考虑。

收购形式二：管理层设立公司持股

这是国内 MBO 案例中普遍采用的收购形式。通常作法是参与收购的管理层以自有资金或借款出资组建投资类型的有限公司，然后利用设立的公司对上市公司进行收购。在出资规模上，一般考虑个人职务、司龄、对公司贡献等因素进行分配（国内发生的几起 MBO 案例所采取的收购主体见表 1）。同自然人直接持股相比，设立公司进行收购的好处体现在以下几点：一是有利于融资；二是有利于资本运作；三是有利于集中股权，一致行动；四是避免交纳个人所得税。

表 1 国内 MBO 案例中收购主体及构成

公司名称	收购主体	构成人员
粤美的	顺德美托投资公司	美的管理层及工会
	顺德开联实业公司	何剑锋（何享健之子）等
深方大	邦林科技公司	熊建明持股 85%
	时利和公司	方大除熊建明以外管理层和技术骨干
宇通客车	上海宇通投资公司	宇通客车管理层及职工代表（代表各单位员工）共 23 人
鄂尔多斯	东胜东民实业公司	5 名自然人股东，每人均标明受职工委托持股
佛山塑料	佛山富硕信宏投资公司	由佛山塑料 22 名高层管理人员共同组建
洞庭水殖	湖南泓鑫控股有限公司	罗祖亮、42 名管理人员及常德国资局
胜利股份	山东胜利投资公司	由大股东胜邦企业集团、胜利集团和胜利股份高、中级管理人员共 43 人出资设立
恒源祥	上海恒源祥投资公司	刘瑞旗及其他厂家

收购形式三：利用信托、证券公司等金融机构

在信托法没有出台和信托机构规范化之前，曾出现上市公司管理层利用证券公司进行 MBO。操作方式是公司利用委托理财向证券公司委托一笔资金，同时证券公司受让上市公司股权，经过一段时间运作后，证券公司再把股权折价给管理层。信托法出台之后和信托公司的逐步规范，信托公司可以凭借独特的金融职能成为管理层收购的合法载体，同时信托公司还可以提供信托融资。利用信托和证券公司等金融机构为载体的 MBO，主要有三方面的好处：一是操作比较隐蔽，在信息披露不太规范的情况下，管理层的身份不用披露，可以隐藏在背后进行操作，如浙江国投收购健力宝、北国投收购宁城老窖，都有市场人事质疑是否受管理层所托；二是融资方便，证券公司和信托公司本身都可以提供收购资金，这样管理层融资非常方便；三是信托投资公司作为金融机构的财务投资者特性使管理层没有对公司控制造成威胁的风险。

收购形式四：利用其他合作伙伴

除了利用金融机构，管理层还有选择其他战略合作伙伴共同完成对公司收购。在这种形式下，管理层要和合作伙伴订立资金偿还、股权回购、表决权行使等内容的一系列协议，以保证各方利益。2001 年和 2002 年被市场炒得沸沸扬扬的控股权争夺，就有两起是管理层企图借助第三方力量进行上市公司收购。

二、融资设计

融资设计是 MBO 中最重要的环节，在目前国内的融资市场远未成熟和规范的前提下，国内的融资设计和国外差别很大。

国外融资一般选择商业银行贷款（商业银行贷款一般需要公司提供资产抵押，大额贷款也有可能由数家商业银行组成辛迪加来提供）、保险公司或者专门进行风险资本投资或从事杠杆收购的合伙企业提供。其他资金以各种级别的次级债券形式，通过私募（针对养老金基金、保险公司、风险投资企业等）或者公开发行高收益率债券（即垃圾债券）来筹措。（美国的 MBO 融资设计请参见表 2，这是 1978 年底 KKR 帮助 Houdaille 管理层进行公司收购时最终的融资结构，这是 70 年代末华尔街最大的一起 MBO 收购案例）

表 2 管理层与 KKR 发起的华尔街第一起规模超亿元的收购案例融资结构安排

收购 Houdaille Industries 案例

单位：千美元，%

融资渠道	融资金额	所占比例	稀释后股权比例
1. 多余资金	26000	6.8	
2. 银行展期贷款	60000	15.8	
3. 优先级股票	140000	36.8	
4. 优先级从属票据	75000	19.7	10.0
5. 次级从属票据	31500	8.3	
6. 优先股	23500	6.1	
7. 普通股	24946	6.65	
(1) 管理层			10.0
(2) 优先股股东			24.4
(3) 次级股票持有者			25.2
(4) 中介机构 (KKR)			30.4
全部资金	380946	100.00	100.00

国内管理层在发起 MBO 时，考虑的融资渠道一般有投资基金（并购基金）、信托、证券公司、商业银行等金融机构和财务投资者等，同时，管理层还可以利用公司内部设立的奖励

基金。由于国内金融市场还远未成熟，所以每一个案例具体采用何种融资方式还没有形成固定结构，根据管理层和中介机构的特长和偏好，表现出很大的随机性，加之有关规定的限制，在信息披露上也显得讳莫如深，或者根本不予说明。

三、资金清偿

资金清偿是和融资相对应的一个同样重要环节。国外 MBO 收购后目标公司即成为债务承担主体，对于短期债务，管理层可以通过出售资产偿还，中长期债务，管理层利用公司经营收益、股权转让以及重新上市进行清偿。根据 KKR 统计资料，一个 MBO 项目一般用六年时间完成全部融资清偿，平均年收益率在 50% 左右。

国内 MBO 由于管理层收购的相对性（国外 LBO/MBO 一般收购目标公司 90% 以上股权，收购后目标公司下市，完成私有化。对国内 MBO 案例统计，管理层持股不到 30%，收购后，对目标公司也不进行私有化，而是保持主体的独立性），管理层不能直接利用上市公司进行融资清偿，而是利用投资收益、关联交易套现等方式由收购主体偿还。

表 3 MBO 后管理层持股比例统计

公司名称及代码	持股股东单位	持股比例 (%)
粤美的 (000527)	美托投资及开联实业	30.68% *
深方大 (000055)	邦林科技及时利合公司	36.14% *
洞庭水殖 (600257)	湖南泓鑫控股有限公司	29.9%
特变电工 (600089)	上海宏联	11.46%
胜利股份 (000407)	山东胜利投资有限公司	6.85%
宇通客车 (600066)	上海宇通投资有限公司	17.19% **
佛山塑料 (000973)	佛山富硕宏信投资有限公司	29.4%
鄂尔多斯 (600295)	东胜东民羊绒实业有限公司	43.8%

注：* 为合并计算；** 为间接持股。

偿还资金来源主要有以下几种方式：

股权收益。股权收益包括分红利以及分红股，通过实施股权改造后对公司潜力的挖掘以及代理成本的降低，使公司的收益大幅增加，随之带来的股权的分红增加，管理层控股后，公司利润的分配，应是其偿还过桥资金的一种方式。

派现形式。分红派现的特点是合法、透明，没有任何的风险，缺点是分红的资金与过桥资金比较比例实在太小，而且其他股东要分享红利，过桥资金的回流速度过慢，另外红利需要纳税，分到股东手中会缩水。所以分红数额有限，只能作为偿还过桥资金的一

种辅助形式。这种方式适合于公司的获利能力强，管理层实施完股权改造后股权所占比例较大的。

案例一：粤美的 A（000527）实施股权改造期间共进行了三次分红，1998 年 10 派 2.5 元；1999 年 10 派 2.8 元；2000 年 10 派 3 元。考虑纳税因素以及结合管理层的持股情况进行初步分析，管理层共计分得红利接近 6000 万，为管理层实施收购提供了一定的资金支持。

案例二：宇通客车（600066）于 2000 年和 2001 年分别进行了每 10 股派 6 元的高额派现，累计两年每股派现 1.2 元。

送红股形式。该方式特点是透明、合法、不用纳税，按照每股一元送红股，市值为每股净资产，有较大增量；缺点是分到股东手中的不是现金而是股票，在目前法人股不流通的情况下不容易变现。所以也是收购资金回流的辅助形式。

通过高额工资、奖金方式获取资金。实施高额工资、奖金形式增加管理层收入，提高清偿收购资金的能力。

该方式的优点是实施高额工资奖金激励，可以增加管理层收入，不存在其他股东分享的问题，只需要股东大会通过，没有法律上的障碍。但是其缺点是工资奖金金额有限，由于制定管理层工资奖金需要股东大会同意，而相关利益方回避表决，过高的工资奖金势必会在通过股东大会时有难度。这种方式比较适合获利能力强、公司业务对技术性以及专业管理要求较高的公司。

通过关联交易方式。由于中外 MBO 操作的内在机制不同，关联交易成了管理层进行 MBO 后偿还融资的一种重要手段。关联交易的设计要根据目标公司所处行业、产业和经营特点进行合理设计。

案例一：粤美的公司于 2002 年 10 月 28 日公告，“公司第四届董事局第十二次会议通过了如下议案：出资 17,764.60 万元和 5,075.60 万元分别收购由公司控股股东高管控制的顺德美的冷气机制造有限公司和由公司控股股东顺德市美托投资有限公司所持有的广东威创科技有限公司 70% 和 20% 的股权。”有媒体表示，这时粤美的管理层收购的收官之作。此前，粤美的在 2000 年 7 月 26 还公告一起关联交易，“公司出资 2700 万元受让收购顺德美的冷气机制造有限公司所持有的广东美的集团芜湖制冷设备有限公司 35% 股权；2000 年 10 月 28 日，公司董事会决定出资 33571 万元收购顺德美的冷气机制造有限公司 178807 万元资产并承担 145236 万元负债。

案例二：洞庭水殖（600257）2002 年 8 月 16 日公告，公司与湖南泓鑫控股有限公司签订了合资合同，共同投资 7560 万元人民币组建上海泓鑫置业有限公司（暂定名，以下简称合资公司），公司以自筹资金出资 4158 万元人民币，占注册资本 55%，合资公司组织形式为有限责任公司。合资公司经营期限为 50 年。

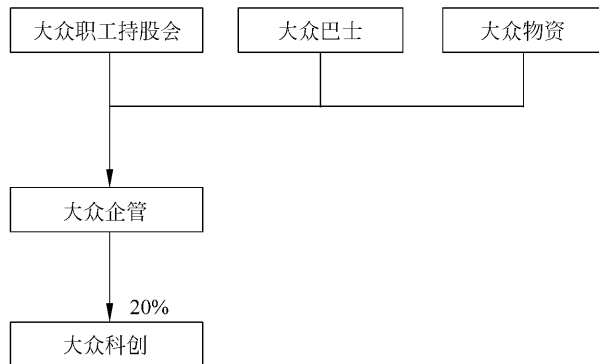
针对关联交易，为维护市场“三公”原则，保护其他投资者利益，深、沪交易所《上市

公司上市规则》、证监会《上市公司治理准则》和《上市公司收购管理办法》都从各个角度对上市公司关联交易进行了规范。综合起来，就是要保证关联交易交易价格的公允性、交易程序的合法性和信息披露的充分性。

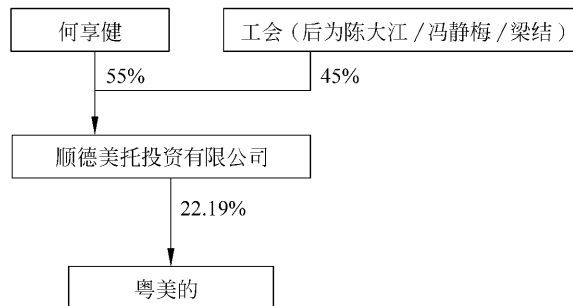
国内 MBO 的七种模式

模式一：通过职工持股会或工会造壳收购上市公司

这种模式操作要点是公司工会和持股会（一般由管理层和职工共同出资设立）出资设立公司，然后由该公司出面受让上市公司股权。这种模式一般发生在集体企业（在历史上全体职工积累了部分共有财产）或参加收购人员比较多的情况。目前，由于国家对职工持股会投资资格和年审登记等限制，以职工持股会或工会名义进行 MBO 逐步减少。以职工持股会或工会名义进行管理层收购的典型案列有大众科创（600635）和粤美的（000527）（分别见图一和图二）



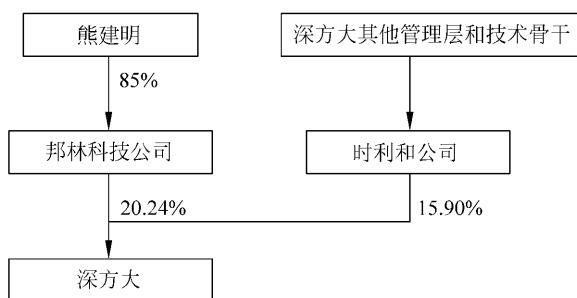
图一 大众科创职工持股会控股案



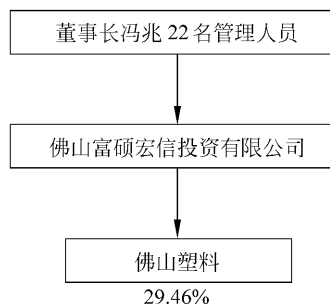
图二 粤美的何享健与工会控股案列

模式二：管理层自然人直接出资设立主体收购上市公司

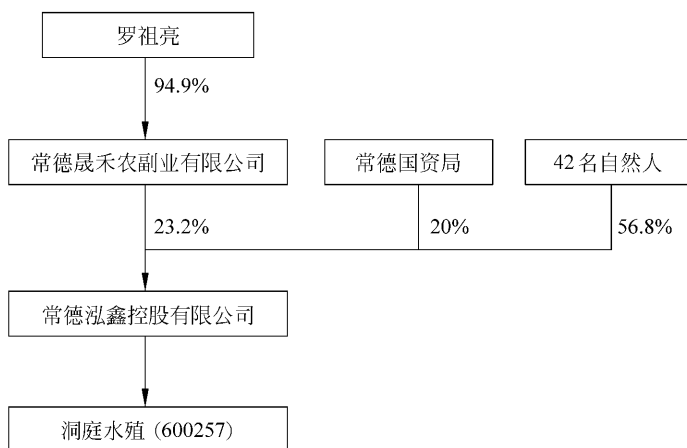
这种模式操作要点是参与收购的管理层和其他自然人直接出资设立有限公司，并利用该公司来收购上市公司股权，实现管理层收购的目的。这是目前国内管理层收购普遍采用的形式，其优点是收购主体产权明晰，利于融资以及后续运作和资金偿还，不利之处是有限公司的对外转投资受到《公司法》约束，不能超过公司净资产的 50%。采用这种模式的典型案例有：深方大、佛山塑料、洞庭水殖、胜利股份、特变电工等。



图三 深方大 MBO 示意图



图四 佛山塑料 MBO 示意图

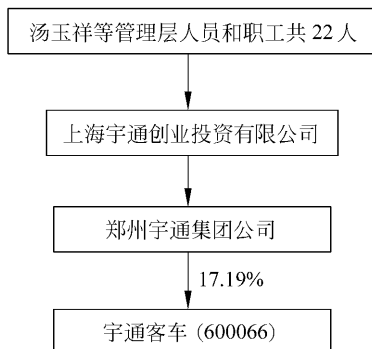


图五 洞庭水殖 MBO 示意

模式三：设壳收购大股东，实现间接控股

这种模式是典型的间接收购，即管理层通过设立的壳公司对目标公司大股东进行收购，并进而通过对大股东的控制来实现对目标公司的控制。这种方式的优点是规避了直接受让上

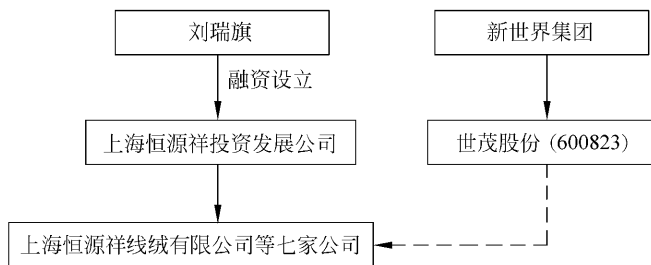
上市公司股权的部分繁杂程序，降低了收购难度；缺点是对目标公司控制的链条加长，弱化了对企业控制力。典型案例如宇通客车。



图六 宇通客车 MBO 示意

模式四：对公司优质资产或子公司的局部 MBO

这是相对整体收购而言的 MBO 操作方式，所谓局部 MBO 即管理层所收购的标的不是上市公司整体，而是针对上市公司中部分具备 MBO 特点的资产或子公司。这种模式的特点是操作性强，对母体庞大或整体资产不良但局部资产很好的公司，或者对收购母体时很难获得股份来源时，管理层可以考虑进行局部的 MBO。在具体操作中，局部 MBO 有两种操作方式，一种是管理层直接收购目标公司的某一块资产，另一种方式管理层收购并控股目标公司下属子公司。刘瑞旗收购世茂股份下属“恒源祥”是局部 MBO 的典型案例。（案例经过请见附文十一）



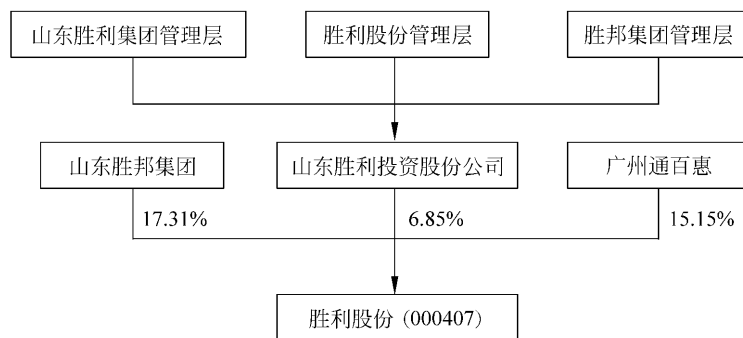
图七 刘瑞旗收购恒源祥示意

模式五：控制“黄金股”来影响目标公司

这种模式的操作要点是管理层并不收购很大数量的目标公司股权，而是收购在股东结构

或股权结构中处于非常关键作用的股权，使管理层在目标公司的股权结构中处于举足轻重的地位，从而实现管理层对目标公司的相对控制。此种模式适合公司股权结构相对分散，有可能产生控股权争夺或已有控股权争夺历史的公司，管理层可以通过持股关键股权的方式保持自身利益和公司稳定。这种模式的典型案例是“胜利股份”。（详情请见附文十二：胜利股权之争与管理层收购；另据公司 2002 年 11 月 13 日公告，胜利投资已再次受让大股东部分股权，成为第一大股东。）

2000 年 3 月，广州通百惠服务有限公司通过竞拍以及后来又通过二级市场增持持有胜利股份 15.15% 股权（比胜利股份第一大股东山东胜邦企业投资集团仅低 2.16%），并提出改组公司董事会，由此引发了 2000 年胜利股份股东大会上的“胜利股权之争”。胜利股份的股权结构相对分散使胜利股份的控股权争夺存在客观条件，而公司控股权的变更最终受害者又往往是管理层。在这样背景下，2002 年 10 月，由公司第一大股东胜邦企业投资集团、胜利集团和胜利股份中高级管理人员共 43 人发起设立山东胜利投资股份有限公司受让胜利股份第三大股东山东胜利集团持有的公司 6.85% 股权，成为公司第三大股东，也成为影响公司股权结构的最重要力量。



图八 胜利股份 MBO 示意

模式六：股权激励式——佛山塑料模式

这种模式的特点是股权激励和管理层收购相结合的操作。操作要点是在保持原（国有）控股股东地位不发生变化的前提下，为完善公司激励机制和体现管理层社会价值角度，让管理层受让一定数量的股权，使管理层从单纯的管理者向所有者融合。该模式适合国有股“一股独大”类上市公司进行管理层收购或进行股权激励的操作。从目前统计情况看，此类模式是较为普遍的操作方式，也是在目前市场条件下，管理层尚不能对公司进行收购的一种妥协状态，典型案例是佛山塑料、上海家化等。