

# 中国当前经济环境下的管理层收购研究

孙泽蕤

(上海交通大学 安泰管理学院, 上海 200030)

**摘要:**文章主要从理论角度对管理层收购进行了全面的阐述,并结合中国的实际情况,论述了在中国实施管理层收购的可行性与局限性,提出了虽然由于当前中国市场经济的不完全性,在管理层收购涉及的产权交易中存在权利寻租,但是管理收购对我国当前的公司治理结构的改善、产业结构的调整、产权交易的多元化等还是具有积极的促进作用。

**关键词:**管理层收购;杠杆收购;员工持股计划;权利寻租

**中图分类号:**F271 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2002)01-0038-09

## 一、管理层收购的理论研究

### (一) 杠杆收购与管理层收购

1. 概念。杠杆收购(Leverage Buy-outs, LBO),广义的定义是一种利用高负债融资,购买目标公司的股份,以达到控制、重组该目标公司的目的,并从中获得超过正常收益回报的有效金融工具;狭义的定义是一小群投资者主要通过大量的债务融资,收购公众持股公司所有股票或资产,一般上市公司转为非上市公司时通常应用这种手段。

管理者收购(Management Buy-outs, MBO)是LBO的一种,即目标公司的管理者或经理层利用借贷所融资本购买本公司的股份,从而改变本公司所有者结构、控制权结构和资产结构,进而达到重组本公司目的并获取预期收益的一种收购行为。

2. 杠杆收购与管理层收购产生的经济金融背景。杠杆收购与管理层收购都是1980年以后在美国出现的新现象。这些新的收购兼并形式的出现,与当时美国经济发展过程中的以下因素有关:

(1)美国1982年以来经济持续增长,使所有类型的兼并与收购活动都达到一个新的顶峰。在这段时期里,兼并与收购交易、资产剥离、以及对公开交易公司或其部门的接管等活动,都呈现出活跃的创新形式,如管理层收购就是企业资产剥离过程中的一种重要形式。

(2)美国经济的持续的通货膨胀。美国的通货膨胀在1960年代末开始加速,一直持续到1982年。持续的、相对较高的通货膨胀带来一系列后果,其中之一就是使托宾的 $q$ 值大幅下降。托宾的 $q$ 值是企业市场价值与其资产的重置成本的比值。如果这一比率低于1,在金融市场上购买企业进行生产扩张就比在不动产市场上购买更加便宜。因此,价值的低估促使了一些接管的出现。

(3)持续的通货膨胀提供了再投资减少纳税的机会。由于债券的利息支付并不随通货膨胀

收稿日期:2001-11-20

作者简介:孙泽蕤(1973-),女,山西闻喜人,上海交通大学安泰管理学院博士生。

进行调整,所以物价上涨的同时,实际债务负担在下降。这样,企业可以通过进一步增加财务杠杆来享受更多的利息避税。另外,通货膨胀和原有债务的固定利息费用导致自由现金流量增加,这就为管理层收购提供了宽松的财务环境。

(4)一系列解除对金融机构管制的法令进一步促进了金融市场的发展,一系列新的税法刺激了重组与接管活动的兴旺发展。尤其是促进管理层收购的立法与员工持股计划(Employee Stock Ownership Plans, ESOP)等有关法律和规定,更是推动了企业间的并购活动。《1981年经济复兴税收法案》增强了 ESOP 从银行借款以投资于自己的企业的能力。企业可以将捐赠给 ESOP 用于偿还贷款本息的资金作为费用,在纳税之前扣除。并且,1984 年一项税收法案条款的变动允许银行将 ESOP 贷款的利息收入的一半作为可扣除收入。这样,银行可以用更优惠的条件向 ESOP 发放贷款。

(5)从 1980 年开始,美国政府改变了反托拉斯理念。过去对纵向兼并和横向兼并的严厉禁止不再继续下去,认为竞争的效果取决于市场集中程度的旧的结构理论,被对效率的考虑和“新的经济现实主义”所取代。

这些力量以多种形式促进了兼并和重组活动的进行。杠杆收购与管理层收购只是这一大趋势的一部分。有时,杠杆收购与管理层收购也是对可能发生的敌意接管的防御,并且它们的宣布常导致外部人士的竞争性报价,最终使股东受益。

## (二)管理层收购分析

当运用杠杆收购的主体是目标公司的管理者或经理层时,LBO 才演变成 MBO,即管理者收购。管理层收购的公司一般转为非上市公司。管理层收购一般会在什么情况下发生?它的实施有什么约束条件?它的具体操作特点、难点是什么?其实施效果又是怎样的?以下分别就这些问题进行一些研究探讨。

### 1. 实施管理层收购的目标公司的特点分析。

(1)实施管理层收购的企业所处产业的分析。实施管理层收购的企业由于将会面临巨额的利息支付和分期偿还贷款,所以收益的稳定性和可预测性就显得非常重要。增长率较高的企业对融资的要求将限制其负债能力。因此,进行杠杆收购或管理层收购的企业一般为零售、纺织、食品加工、服装等消费性、非耐久性产品的生产企业,需求的收入弹性相对较低。这样,当国民生产总值发生波动时,这些产业的销售波动较小。而且,这都是些成熟的产业,增长潜力较小。

(2)实施管理层收购的企业的财务分析。目标公司的资产负债必须有高度的流动性;必须有大量相对没有拖累的资产可以用作抵押;尤其是要有很大一部分有形资产的公平市价超过其净账面价值。

这类交易需要有足够的杠杆以使得股权收益率最大化,但杠杆又不能太高,以至于缺乏足够的资金来保持企业的增长。提供借款者的动力是高于优惠利率 3~5 个百分点的利率,以及企业及其抵押物的特点。大量的现金或现金等价物,以及市场价值高于折旧后账面价值的被低估的资产(隐型股权),都会对负债能力产生有利影响。如果杠杆收购对象的一些分支机构的清偿对企业正常经营不会产生什么影响,提供借款者也会注意到这些分支机构。

(3)实施管理层收购的企业的管理分析。强有力的经营管理是杠杆收购成功的重要保证。目标公司必须在其产业中占据有利的市场位置,能够抵御经济的波动和竞争者的攻击。提供借款者必须对领导杠杆收购的管理集团有信心,有关管理人员通常都是已得到证明的高级管理者。他们将自己的声誉维系在企业的经营成果上,并且得到高度的激励:如果经营成功,其个人财富将有巨额增加,这是大规模的公众持股公司所无法比拟的。

实施管理层收购的目标公司往往是具有巨大资产潜力或存在“潜在的管理效率空间”的企业,通过投资者对目标公司股权、控制权、资产结构以及业务的重组,来达到节约代理成本、获得巨大的现金流入并给投资者超过正常收益回报的目的。

2. 实施管理层收购的原因分析。管理层收购的目标主要包括公众持股公司对不需要的部门进行的剥离;增长率较低,无法为管理人员提供机会,或无法吸引公司收购者的一些私人控制企业;市盈率较低、价格低于账面价值的公众持股公司。根据目标企业的产权性质分类分析管理层收购的原因如下:

(1)当目标公司是股票在交易所上市的上市公司时,这类公司通常被收购后即转为私人控股,股票停止上市交易,所以这种 MBO 又称为企业的“非市场化”。根据目的的不同,可以分为下列几种类型:

第一,基层经理人员的创业尝试。管理者基于对自己经营企业发展潜力的信心,以高于股票市场价的价格从原股东手中收购股票,以使自己以所有者的身份充分发挥管理才能,获取更高利润。这类 MBO 没有外部压力的影响,完全是管理者的自发收购行为。

第二,作为对实际或预期敌意收购的防御。当上市公司面临敌意袭击者的进攻时,MBO 可以提供很有效而不具有破坏性的保护防御。

第三,作为大额股票转让的途径。许多上市公司只有一小部分股权流通在外,其余股票则为一些机构投资者或大股东所把持。当他们打算退出公司而转让股票时,让其在交易所公开卖出股票是不现实的,而且让大量股票外流也会影响公司的稳定,于是 MBO 就成为实现转让的最好选择。

第四,公司希望摆脱公司上市制度的约束。各国针对上市公司一般都制定有严格的法律法规,以约束其行为,保障股东的利益,特别是对透明度和公开披露信息方面的要求十分严格。一些经理人员认为这些制度束缚了他们的手脚,上市公司束缚了企业的发展,于是以 MBO 方式使企业退出股市,转成非上市公司。

(2)进入 20 世纪 80 年代,一些多种经营的集团逆向操作,出售其累赘的子公司和分支机构,甚至从某些特定行业完全退出,以便集中力量发展核心业务;或者是改变经营重点,将原来的边缘产业定为核产业,从而出售其余部分业务(包括核产业)。这时候最愿意购买公司的人,往往是最了解情况的内部管理者。出售决策作出后,出价高低并非卖主考虑的唯一因素。以下几种情况会增强管理者购买的竞争能力:

一是卖主出于非财务目标的考虑。比如,若卖给第三者会损害卖主的形象,或希望尽快平稳地脱手,卖主往往更愿意选择 MBO。

二是管理者已拥有目标公司很大比例的股份,或掌握了不为卖方和外部竞争者所知晓的重要内幕消息。当然,管理者亦需正确估计其专业技能及地位所赋予的讨价还价能力。

三是与集团分离后,新独立的企业与原母公司还保持一定的贸易联系(作为原料供应商或客户)。此时若卖给外部购买者,可能形成垄断,对集团利益不利,故卖方往往趋向选择 MBO,因为管理者寻求与母公司合作的愿望一般强于外部的购买者。

(3)公营部门进行私有化时也可能选择管理层收购。公营部门私有化有 4 种情况:将国有企业整体出售;将国有企业整体分解为多个部分,再分别卖出,原企业成为多个独立的私营企业;多种经营的庞杂的公众集团公司出售其边缘业务,继续保留其核产业;地方政府或准政府部门出售一些地方性服务机构。

以上这些都是 MBO 的潜在机会。虽然公营部门私有化可以有多种形式,但 MBO 无疑是最有效、最灵活的一种。它一方面将资本市场的监督机制引入公营部门;另一方面又使管理者成为股东,刺激了他们的经营积极性。

3. 实施管理层收购的操作程序。除了目标公司的管理者为唯一投资收购者这种 MBO 形式外,实践中又出现了另外两种 MBO 形式:一是由目标公司管理者与外来投资者或并购专家组成投资集团来实施收购,这样使 MBO 更易获得成功;二是管理者收购与员工持股计划(Employee Stock Ownership Plans, ESOP)或职工控股收购(Employee Buy-outs, EBO)相结合,通过向目

标公司员工发售股权,进行股权融资,从而免交税收,降低收购成本。具体操作如下:

(1)筹措收购所需要的资金,以及设计出一套管理人员激励体系。通常情况下,由公司的最高管理人员和/或接管专家们领导的收购集团提供10%的资金,作为新公司的权益基础。外部投资者提供资金的剩余部分。以股票期权(option)或权证(warrant)的形式向管理人员提供基于股票价格的激励报酬。这样,管理人员(不包括董事)的股权份额将不断增加,一般最终会高于30%。管理人员也常常会得到基于利润等经营目标的激励报酬。

所需要资金的50%到60%通过以公司资产为抵押向银行申请抵押收购贷款。该贷款可以由数家商业银行组成辛迪加来提供。这部分资金也可以由保险公司,或专门进行风险资本投资或杠杆收购的有限责任公司来提供。其他资金以各种级别的次等级债券形式,通过私募(针对养老基金、保险公司、风险资本投资企业等)或公开发行高收益率债务(即垃圾债券)来筹措。次级债券常常被称为“夹层资金(mezzanine money)”,并附有“支付方式”条款。如果不利的突发事件使企业不能偿付夹层债务的利息,债券人将收到比相应现金利息更多的票据。具体的筹资结构一般安排如表1:

表1 筹资结构的一般安排

层次	债权人/投资者	贷款/证券	所占比例
优先债	商业银行 以资产做抵押的债权人 保险公司 被兼并公司	周转信贷额度(无担保) 周转信贷额度(以应收账款和存货作担保) 固定资产贷款(以机器、设备、不动产作担保) 优先票据(无担保)	50%~60%
从属债	保险公司 养老基金 风险资本机构 被兼并公司	优先从属票据 次级从属票据	10%~20%;与优先债之和约70%
权益	保险公司 风险资本机构 被兼并公司 私人投资公司	优先股	30%左右,其中优先股20%,普通股10%
	公司经理人员	普通股	

(2)组织起来的收购集团购买目标公司所有发行在外的股票,并使其转为非上市(购买股票形式),或者购买目标公司的所有资产(购买资产形式)。在后一种情况下,收购集团通常组建一个新的、私人控制的公司。为了逐渐偿还银行贷款,降低债务,公司新的所有者将公司的一些部分出售,并大力降低库存。

(3)管理人员通过削减经营成本,改变市场战略,力图增加利润和现金流量。他们将整理和重组生产设备,增强库存控制和应收账款管理,改变产品质量、产品线及定价,调整雇员工作,并努力与供应商达成更为有利的条款。为了按时支付大大膨胀了的债务,他们甚至将进行裁员,并削减在研究和新厂房设备方面的投资。

(4)如果调整后的公司能够更加强大,并且该投资集团的目标已经达到,取得一定的经营绩效,该集团可能使公司重新变为公众持股公司。可以通过公开发行股票实现“反向杠杆收购”,这一发行通常称为第二次公开发行(SIPO)。这样做的一个原因是为现有股东提供流动性,使投资者获得超常的回报,另一个原因是企业可以用第二次公开发行筹集的资金来降低公司的杠杆率。

4. 实施管理层收购的结果分析。管理层收购以后,企业的经营绩效往往得到很大的改善。国外对MBO后的企业经营业绩统计数据表明,在MBO后的头两年里,MBO企业经营收入水平的增加大于同行业其它企业,但销售增长率相对低一点。在企业被接管后,营运资金管理得到加强,库存/销售比率下降,企业的利润、税前经营边际利润率、销售/经营资产、销售/雇员人数都有

显著提高。

5. 管理层收购的意义。MBO作为一种制度创新,对于企业的有效整合、降低代理成本、经营管理的改善以及社会资源的优化配置都有着重要意义。

(1)MBO能够有效地促进企业结构和产业结构的调整,重新整合企业业务。具体地讲,MBO对企业结构调整有如下6个方面的影响:首先,通过MBO,企业甩掉了缺乏盈利能力或发展后劲不足的分支部分,得以集中资源,深入拓展核心业务,构建企业核心竞争力。许多跨国公司在世界范围内从事经营活动,常借助MBO分离、分拆或剥离其多余的国外分支机构;其次,MBO还提供了企业转移经营重点的途径,比较便利地促进了产业结构调整,使企业可以从原有的老行业中退出,转入有高预期和发展潜力的行业;再次,帮助企业实施连续的“张缩型”发展战略。企业在自身发展过程中,为确定适合经营的资产,总是不断地从事广泛的收购活动,同时也需要经常清理一些过时的子公司,以便使购入的公司与企业整体更好地实现一体化。MBO在企业生命周期各个阶段将不断用来调整结构,使企业适应动态的市场发展要求,保持旺盛的发展能力;第四,卖主即目标公司的股东们从出售分支机构中可获得现金收入,可用以购买有盈利能力的资产,可以从事新的项目投资,并且会减少对外部融资的依赖;第五,集团公司实施MBO,原母公司与下属企业间由内部依赖关系变为外部的市场关系;最后,加强了所有权与经营权的联系,管理者成为业主兼经营者。

总之,MBO能有力地推动社会产业结构的调整,同时也是企业结构调整的主要方法之一。

(2)通过MBO,能够有效地降低企业代理成本。代理成本在上市公司、大型集团公司和国有企业都普遍存在,它造成资源的浪费和配置的相对无效,使企业及整个社会利益均受到侵蚀。MBO可以在下列几个方面有效地降低成本:MBO使企业管理者同时又是企业所有者,从而激发了管理者的积极性和潜能,促使他们致力于创新,挖掘企业潜力,进行具有长期效益的改革;通过MBO形成的企业股权结构比较集中稳定,特别是机构股东的介入,使监督更为有效;MBO常伴有高负债杠杆的作用,这也进一步约束了管理者的经营行为。

## 二、管理层收购在我国收购兼并浪潮中的实施研究

### (一)管理层收购在我国实施的可能性分析

通过对管理收购的研究,对比我国经济的发展现状,我国的具体国情虽然与国外典型的管理层收购的前提条件与环境等存在一定差异,但是管理层收购作为企业收购、兼并与重组的形式之一,会越来越得到广泛的应用,其原因分析如下:

1. 我国行业、企业的快速发展为管理层收购提供了大量的实践机会。随着我国市场经济的不断完善,我国的各行业企业、各种所有制企业也在不断地快速发展与壮大。尤其在20世纪90年代,我国的企业进入高速发展阶段,大多数企业都选择了多元化经营的模式。但是,由于市场环境的变化,竞争的加剧和企业资源的有限性,有的企业的多元化经营陷入了一定的困境。为了加强企业的核心竞争力,对企业的业务范围进行整合,就必须对非核心业务进行剥离,这时的选择途径之一就是进行管理层收购。

另外,进行管理层收购也与行业的发展阶段相关联。当行业已进入成熟阶段或成为没落产业时,企业考虑进行战略转移,把资源安排到其他具有高成长性的新兴行业时,就可能把原有企业以管理层收购的形式套现,从而进行新的投资安排。在我国的产业调整与产业结构升级过程中,国有企业本着“抓大放小”的原则,对于竞争行业的小规模资产,可以采用管理层收购的形式予以实施。

2. 管理层收购也是我国进行产权改革的一种有效手段。目前我国国有企业产权结构的不合理已成为企业发展的严重制约因素。国有资产的所有者缺位,致使企业经营缺乏长期战略,经营激励不足,甚至成为某些违法犯罪行为的潜在根源。特别是在一些经营优秀的企业,虽然经营

者付出很多努力与心血,使企业得到快速扩张与发展。但是由于产权的束缚,对他们的工作并没有给予应有的回报,因此对他们的积极性产生不利影响,这就严重地阻碍了企业的进一步发展。同时,现阶段对于上市公司的法人治理结构的强化与完善,也要求有合理的股权结构与之相适应。因此,通过管理层收购,国有企业的优秀经营者就有可能分享到自己的劳动成果,优化产权结构,完善激励制度。

3. 职业经理人阶层的兴起为管理层收购提供了前提条件。我国经过 20 多年的改革开放,已培养了一批适应市场竞争要求的职业经理人。他们一般具有现代管理知识,敏锐的市场观察与判断能力,丰富的实践经验,并且也积累了一定的私有资本与良好信用,对于他们所要从事收购的企业,也有充分的了解与价值提升的信心。所以,从改善企业经营与提高企业和社会总价值的角度来看,管理层收购是一种改善社会资源配置的有效方式之一。

4. 我国民营企业的后续发展也为管理层收购提供了可能性。我国的民营企业如今已成为国民经济的一支重要力量。但是民营企业也有其自身的局限性,如有的企业经营者由于自身素质的局限,使得企业发展到一定规模后,管理组织跟不上,就会妨碍企业的进一步发展;或者由于创业者的退休,其家庭又没有合适的人选接任,这就需要职业经理人的加入。如果创业者从套现角度考虑,或者从激励角度出发,这时民营企业就会实施管理者收购或部分管理者收购。

5. 外资、三资、合资企业的发展也为管理层收购提供了可能性。外资、三资、合资企业在我国的发展,是与我国的开放政策、产业政策及跨国公司的全球战略等相联系的。随着跨国公司全球战略的改变,我国改革开放政策的进一步深化,这些企业的经营发展也会发生相应的变化。例如,有的跨国公司由于主营业务的转变,需要对这些公司进行出售,或者由于这些公司的经营状况不佳导致母公司的退出等,都为管理层收购提供了机会。同时,随着外资、三资、合资企业在我国的发展,也为我国培养了大批的高层次专业的职业经理人才。这也为管理层收购在我国的实施奠定了主体条件。

6. 国有股的减持与退出为当前管理层收购提供了政策机会。国有股的减持与退出和国有资产的调整已成为我国企业改革的主要内容。虽然理论界对减持、调整、退出的方式提出了多种方案与设想,但是不论从维护公平、公正来说,还是从保持企业的正常经营来说,管理层收购都应该是可采用的重要手段之一。这是因为,优秀经营者作为企业的重要的稀缺资源,长期以来在我国的国有企业中并没有得到应得的报酬,他们为企业的健康、快速发展所做的贡献,就应该给他们以公平的机会取得对企业的所有权。对于国家来说,只要国有股以公平有利的价格退出,不管购买主体是谁,这部分资金还是通过国家财政实现再分配。另外,企业的管理层对企业有充分的了解,并积累了丰富的管理经验,当他们拥有对企业的所有权后,一般会使企业的经营状况得到大幅度的改善,这对于企业和社会来说都是有益的。

## (二)在我国实施管理层收购应关注的几个问题

1. 法律问题。由于我国经济法律、法规的制定是以国有经济为主体的经济环境为前提,市场化程度并不发达,因此现有的某些法律、法规对实施管理层收购就会形成一定的操作障碍。具体有:

(1) 由于长期实行计划经济体制的原因,我国的多数企业是国有企业,决定管理层是否有权收购企业的只有国家,但到目前为止,国家尚未出台有关管理者持股方面的法律、法规,即纯粹的 MBO 还不具备法律依据。

(2) 如果管理者成立一家有限责任公司,作为受让目标公司股权的载体,那么根据公司法,一般公司的对外投资不得超过公司净资产的 50%。也就是说,如果管理层收购的股权越多,这个公司的注册资本就要求越多。事实上,国内很多家公司在做管理层收购的时候根本就不考虑这种具体比例的限制,而认为公司法的这个规定不尽合理,应该加以修改。但是,这样做的后果是使得这种方式的管理层收购得不到法律的合法保护,存在很大的风险。

## 2. 关于管理层收购的观念问题。

(1) 国有企业的管理层是否有权收购该企业。对此问题的提出主要有以下两点理由：一是公平的问题，我国国有企业企业家尚未走上职业化的道路，目前大部分管理者还都是由上级主管部门指派，并非市场竞争上岗，这样的管理者凭什么可以获得不同于普遍职工的超比例财富？（至少还有待界定）；二是 MBO 应该是一个透明的、充分市场化的操作过程，完全由企业及其所在地政府自发完成的产权改革，其公正性值得怀疑。

(2) 我国的企业家自担风险的能力和魄力还有待进一步提升。从财务角度看，没有负债或负债比例过高，都不是最优决策。在管理层收购中，更是要借助财务杠杆完成收购。所以，要实施管理层收购，我国的企业家们就必须转变观念，勇于承担风险，富于创新精神，积极优化产权结构，提高资源配置效率。

3. 关于管理层收购的融资安排问题。在我国进行管理层收购，最主要的技术操作就是收购过程中的融资安排。但是，由于我国资本市场的完善和国家的某些管制，使得这一技术操作不仅受到操作者能力的制约，还必须考虑以下几个方面的约束：

(1) 法律方面的限制：我国《公司法》规定，公司债券发行主体只限于股份公司、国有独资公司和两个以上国有投资主体设立的有限责任公司，其他任何企业、个人均不得发行债券。从发行条件来看，股份公司净资产不得低于人民币 3 000 万元，有限责任公司净资产不得低于 6 000 万元，累计债券发行总额不得超过公司净资产的 40%，债券利率不得超过国家规定的利率水平等。这些条件难以使企业通过发行高风险、高利率的风险债券筹集资金进行收购。同时按照我国《商业银行法》、《保险法》规定，商业银行和保险公司不得投资股票，信贷资金不得进入股市等，这些法律严格限制了以投资套现为特征的“小鱼吃大鱼”式的杠杆收购在我国的出现。另外，由于我国的信用体系尚未建立，因此更加大了个人融资的难度。

(2) 资本市场不发达：西方国家健全的资本市场为杠杆收购提供了有效的融资渠道和金融工具，为股票、债券等产权和债权的流动提供了极大的便利，并大大降低了企业收购的成本。尽管近年来我国资本市场有了进一步的发展，但从整体而言，我国目前证券业发育还未成熟，股票、债券市场规模较小，融资工具、品种较少，融资渠道不畅，造成资本稀缺。因此在一个不发达的资本市场上筹集杠杆收购所需的巨额资金通常是没有保证的。

(3) 投资银行发展滞后：杠杆收购（管理层收购是其中的一种形式）是一种复杂且难度较大的交易活动，投资银行在其中扮演了重要的角色，从收购目标的选择、收购交易筹划、交易谈判、筹集收购资金到收购企业重组、重新上市都离不开投资银行的参与和支持。目前我国投资银行业务主要由证券公司、财务咨询公司等充任，与西方真正意义上的投资银行相比，规模较小，从业经验欠缺，专业人才缺乏，行为不规范，难以发挥投资银行应有的功能。因此要在我国实施杠杆收购，必须首先培育真正适合市场需要的投资银行。

(4) 其他条件制约：杠杆收购应以一定的市场环境为前提，如通货膨胀率较高、市场存在大量的闲置资金等。通货膨胀使企业资产的名义价值超过其实际价值，以这些资产作抵押向银行贷款可以利用通货膨胀的社会财富再分配效应将部分债务负担转嫁到银行。而目前我国处于通货紧缩阶段，资本短缺。此外我国国有企业本身的资产负债率较高，管理水平较低，在如此高的负债率和运行机制条件下实行杠杆收购，只能进一步加重企业的财务负担，危及企业和债权人的利益，不但不能把目标企业重组救活，反而有可能拖垮企业自身。

## 4. 关于管理层收购的其他问题。

(1) 关于管理层收购的股票来源问题。由于中国的公司法对股份回购进行了比较严格的限制，所以在国有产权占主体的股份公司中国有大股东出售一部分股票作为管理层收购的股票来源就成为很重要的一种形式。加之国有资产存在结构调整的需要，国有股东也愿意在适当价格水平下转让部分或全部股份。在公司法修改以前，通过职工持股预留和改制时预留部分股票也

是实施管理层收购股票来源的可能形式。

(2)关于股票变现的约束问题分析。在我国实施管理层收购的目的在于使管理层的利益能够与公司、股东的利益紧密结合起来,因此一般都规定,在管理者的任职期间不允许转让所持股票。如果管理者劳动合同未届满就离开公司,或因其他原因未能为公司正常服务或正常离职、退休时,管理者的权益将受到相应的制约。如果管理层受让的是国有股或法人股,这部分股票的转让与流通在现阶段还受到一定的限制,这样就会给管理层收购的价值实现设置障碍,从而影响收购效果。

### (三)在我国实施管理层收购的现实分析

迄今为止,在我国还没有出现过真正意义上的管理层收购。这与我国的政治政策环境、经济环境和金融环境的发展水平有关。但是,在国家经济改革进行到“企业产权明晰”、“国家抓大放小,推行国有股减持、退出”、“国有经济退出竞争行业,打破国家垄断”的阶段时,管理层收购就成为解决这些问题的重要的方式手段之一。

为了解决企业的产权结构合理化、管理层与员工的长期激励等问题,我国的一些企业引入了员工持股计划。但是由于所涉及的股权仅占全部股权的一小部分,对于管理层的有效激励较为有限,所以,员工持股计划只能看作是部分管理层收购,但它在理论和实践方面为在我国实施管理层收购提供了积极的探索与准备。

另外,不少国有或集体企业采用一些变通方式来实现管理层收购。总结这些案例,MBO在我国现有的操作方式主要有三种:一是由管理者和职工持股会共同出资组建投资公司,由投资公司对原股份公司进行收购。如四通、美的采用的都是这种方式;二是将MBO与企业改制相结合,在改制过程中实施职工及管理层持股。如长沙国有企业通大集团、湘江涂料集团和友谊阿波罗公司的改制,就是由长沙市政府出台文件规定,在股本设置时向经营层倾斜,鼓励企业法人代表多渠道筹措资金买断企业法人股,认购资金不足部分,在有资产或股权担保的前提下,允许3—5年内分期付清。三是对已实行股份制改革的企业,主要通过增资扩股来优化股权结构,企业经营层的持股分红、年薪收入可优先转为股本金。在以个人股本作抵押的前提下,可将企业的银行短期贷款优先转到企业经营层个人的名下,实行贷款转股本,并使股权向企业经营层集中,真正形成企业经营层相对控股、职工持股的合理股权结构。

由于立法、投融资政策以及其他公司治理外部环境因素的欠缺,以上这些收购行为都表现出明显的中国特色:收购行为表现为非市场化操作,收购价格、管理层持股比例通常由当地政府和企业说了算,这严重地损害了产权改革过程中的公平原则。但是它们对在中国实施管理收购又具有重要的指导与创新意义。

如果从严格定义的管理收购的角度出发,我国现实情况下的环境与条件并不适用管理层收购。这是因为,在西方国家,其经济的市场化程度非常高,市场交易行为极为普遍和规范,企业管理层取得企业的所有权,必须比较其取得成本和未来预期收益。如果他们有信心和能力提升企业价值,则他们有魄力承担高额债务进行管理层收购。但在我国,情况有所不同。我国的企业大量股权由于是国家所有,在产权交易过程中,对国有产权就存在弱化的维权主体与相应的维权行为。另外,由于国营企业的增值大多与企业经营者相联系,因此国有企业的经营者有动力也有能力在产权交易中占有优势地位,利用产权交易市场的不完善,获得高额收益。这就是经济学中的“寻租行为”的体现。在我国,只要存在非完全产权主体,涉及它的产权交易就极有可能是非完全经济意义的交易。

具体分析现阶段在我国可能实施的管理层收购,典型方式是管理层一般会用国有产权的代表者身份,通过董事会把每年的部分利润(一般占利润的10%—20%)设为管理层奖励基金,管理层拿到这笔基金后再通过成立一个新的公司,购买国家股或法人股;或者通过职工持股会购买流通股或受让国家股或国家法人股。慢慢积累,就会实现国有股的减持与退出,从而实现管理层



收购。在这个过程中,由于管理层没有负债就获得所有权,从财务角度看,并不具有杠杆收购的特征;从管理者个人来说,获得所有权是一种激励,但由于没有个人负债,对相对较完整意义的管理层收购来说,则缺少了债务压迫的激励。这就是现阶段管理层收购的具有中国特色的操作模式。

以后随着经济政策的变化,市场经济的逐步完善,产权市场没有了这种寻租空间后,利用财务杠杆收购的管理层收购对中国的收购兼并才具有真正的指导意义。

#### 参考文献:

- [1]王巍,李曙光. 管理者收购——从经理到股东[M]. 北京:中国人民大学出版社,1999.
- [2]郭永清. 企业兼并与收购实务[M]. 大连:东北财经大学出版社,1998.
- [3]李收昀. 初探管理层融资收购[J]. 财会月刊,2000,(8).
- [4]程崇帧,蒋晓全. 公司收缩战略选择[J]. 管理世界,2000,(3).
- [5]柏连成,卢惠霞,王延胜. 改变公司所有者结构、资产结构和控制结构——MBO 管理者收购[J]. 企业管理,2000,(7).
- [6]王长征,张华清. 杠杆收购的利弊及其在我国的应用条件[J]. 投资研究,1998,(5).
- [7]Wright, M. Entrepreneurial Growth through Privatization: The Upside of Management Buyouts [J]. *Academy of Management Review* 2000,25,591—601.
- [8]Stulz, R. M. Managerial Control of Voting Rights; Financing Policies and Marker for Corporate Control [J]. *Journal of Financial Economics* 1988,20,25—54.
- [9]Travlos, N. G. Cornett, M. M. Going Private Buyouts and Determinants of Shareholder Returns [J]. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 1990 122—148.
- [11]Singh, H. Management Buyouts: Distinguishing Characteristics and Operating Changes Prior to Public Offering [J]. *Strategic Management Journal* 1990,11,111—129.

## Studies of Management Buy-outs in Present Economic Environment in China

SUN Ze-rui

(School of Management, Shanghai Jiao Tong University, Shanghai 200030, China)

**Abstract:** This paper makes an overall exposition about Management Buy-outs (MBO) through analyzing MBO's emerging background, implementing causation, operating technique and exercising effect. With reference to Chinese reality, the author puts forward the feasibility and limitation for the application of MBO with China in aspects of its precondition, law, conception and technique, etc. Because of the existing incompleteness of market economy in China, the way of seeking rent by power in the process of property right exchange could jeopardize the justice and impartiality in MBO. However, MBO has positive effects in improving the corporation government construction, the adjustment of industrial structure and the diversity of property right exchange. Studies on MBO would become one of important methods of acquisition and merger that would help construct the effective market economy in China.

**Key words:** Management Buy-Outs (MBO); Leveraged Buy-Outs (LBO); Employee Stock Ownership Plans (ESOP); The Seeking Rent by Power