

# 中外上市公司管理层收购差异剖析

陆建伟

**〔摘要〕** 我国上市公司管理层收购始于 90 年代末, 与国外管理层收购相比, 我国管理层收购在收购动机、收购主体、融资方式、收购股份的性质和股权比例、定价机制、操作方式, 对目标公司的影响等方面存在明显的差异。

**〔关键词〕** 管理层收购 差异

管理层收购 (Management buy out, MBO) 是指公司管理层利用各种融资手段对目标公司进行收购。在成熟市场经济中, 管理层收购是推动公司增长的重要因素之一。我国自 90 年代末开始对管理层收购进行积极探索。由于中西方管理层收购的产生背景、制度环境等存在差异, 与国外的管理层收购相比, 我国管理层收购的收购动机、融资方式、收购股份的性质等诸多方面存在差异。

## 一、产生背景的差异

西方管理层收购最早出现于 20 世纪 70 年代中期。1950 年, 美国通过了《塞勒-凯佛维尔法》(Celler-Kefauver Act), 对《克莱顿法》(Clayton Act) 第七条进行了修改, 对严重削弱市场竞争的资产收购行为进行了限制, 并追加了给联邦政府权利, 使联邦政府有权宣称那些倾向于更大程度的集中的兼并为非法。从那以后, 在兼并活动中, 横向兼并与纵向兼并的重要性下降, 混合兼并的重要性上升了。从 1967 年至 1969 年, 混合兼并活动达到了当时的历史最高水平, 大量的混合兼并导致了许许多多多元化企业集团的出现。1969 年以后, 随着经济的衰退, 多元化企业集团的业绩下降, 迫于资本市场和投资者的压力, 越来越多的多元化企业集团寻求将成长能力低、业绩不佳的下属企业, 或与公司核心业务无关的业务部门出售, 将经营业务转移到有前途的投资机会的市场上, 或者重新调整资产结构以支持其核心业务, 提高公司业绩。在这样的背景下, 从事杠杆收购的投资银行与企业管理层联手, 通过杠杆融资方式对目标企业进行收购, 管理层收购活动呈现典型的财务性并购特征。

国内管理层收购形成的背景有三个方面, 一是在国内产业调整、国有资本退出一一般竞争性行业, 以及实施国有企业“抓大放小”战略的背景下, 考虑到一些国企领导在企业长期发展中做出的巨大贡献, 为了体现管理层的历史贡献并保持企业的持续发展, 在“国退民进”的调整中, 地方政府将国有股权通过管理层收购的方式转让给管理层; 二是随着经济体制改革的深入, 原来戴“红帽子”的民营企业和集体企业的创业者团队逐步明晰

产权, 摘去“红帽子”, 实现真正的所有者回归的过程; 三是在发展股票市场的探索中, 通过管理层收购, 改善股权结构和强化对管理层的激励, 加强公司治理。与国外相比, 国内的管理层收购活动更多地基于战略层次的考虑, 呈现战略性并购特征。

## 二、收购主体的差异

在国外, 管理层收购以取得公司控制权为目的, 是公司管理层为维护自身利益采取的改变公司控制权和所有权结构的并购方式, 主要推动者是公司现有的管理层。管理层收购一般在四种情况下实施: 一是当公司面临外部敌意收购或恶意收购风险时, 收购后管理层面临被解雇的危险, 为保护自身专属性人力资本投资, 管理层实施反接管收购; 二是当公司高层所有者出现重大变故, 导致公司可能出现毁灭性危机时, 为保住公司并保护自身利益, 管理层对公司实施收购; 三是当对管理层的报酬和激励不足以补偿管理层的努力, 以及报酬与业绩不相称时, 管理层追求自身利益最大化, 从而引发此类收购; 四是当存在信息不对称现象, 公司股份严重偏低, 不能反映公司价值时, 公司管理层通过收购向资本市场传递公司价值低估的信号。在实施管理层收购时, 管理层一般与专业从事收购业务的收购集团联手, 并吸收外部投资者的资金参与收购。

国内管理层收购的主体呈现显著的多层次特征, 在发起管理层收购时, 纳入收购主体的人员往往从高层管理者扩展到中层经理人员、大股东管理层、子公司管理层, 甚至公司的一般员工。在实施收购时, 除管理层外, 政府是重要的推动力量。

## 三、收购股份性质和收购比例的差异

国外上市公司的股份一般实行全流通性, 管理者所收购股份的性质是流通股, 为取得公司的控制权, 收购股份占在外发行股份的比例很高, 一般达到 90% 以上, 最终完成公司下市。国内上市公司的股份分为流通股和非流通股, 由于流通股持有者较分散, 价格远高于非流通股, 为降低收购成本和难度, 在实施管理层收购时,

管理层基本都选择非流通的国有股和法人股作为收购标的，而不选择流通股。收购完成后，管理层的持股比例一般在 50% 以下，仅取得上市公司股权的相对多数，获得相对控制权，有的甚至没有取得相对控制权。

#### 四、定价机制的差异

在成熟的市场经济中，管理层收购的价格一般是市场交易的结果。管理层收购的实施机制主要有两种，一是交换发盘收购，即以债权或优先股交换普通股；二是要约收购，管理层通过发布公告的形式进行收购。在实施收购时，如果股东不接受管理层提出的报价，为了成功控制公司，管理层必须提高报价。同时，资本市场上有许多专业从事并购业务的收购集团，对于有价值的项目，收购集团会提出收购要约，与管理层进行竞争。收购的竞价机制提供了价格发现功能，使收购价能合理地反映所购买股份的内在价值。公司控制权的竞争使许多收购活动的收购价高于市场价。据统计，1988 年美国市场上管理层收购价格超过市场价格的溢价的中位数和平均数分别为 26.3% 和 33.8%。

国内管理层收购的股份为非流通股，由于非流通股的市场价格难以确定，也缺乏科学的价格发现机制反映其内在价格，在定价时一般采取协议转让方式，以每股净资产作为基准参考价，在此基础上给予一定的折让，折让的幅度主要依净资产状况而定，同时兼顾考虑管理层的历史贡献，对于公司内在价值等其它因素则很少考虑，管理层收购带有一定的股权激励的手段。由此可见，我国管理层收购的定价具有非市场化的特点。

#### 五、融资方式的差异

西方管理层收购的债务融资通常占购买价格的 50% 以上，通常情况下，收购资金的 10% 一般由公司管理层和/或由接管专家领导的收购集团提供，作为新公司的权益基础，公司以股票期权或认股权证的形式向管理层提供激励报酬，使管理层的股权份额不断增加。所需融资的 50% 左右通过以公司资产为抵押向银行申请有抵押收购贷款。抵押贷款一般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合伙企业提供。其余资金以各种级别的次等债券的形式，通过向养老基金、保险公司或风险资本投资企业进行私募取得，或通过公开发行的垃圾债券来筹措。国外管理层收购具有典型的内源性融资特征，被收购公司是融资的担保标的。债务需要以经营产生的现金或通过出售被收购企业资产来偿还。

国内债券的发行受到严格的限制，管理层收购的资金基本来源于管理层的自筹资金或银行贷款，融资渠道较单一。根据《上市公司收购管理办法》的规定，上市公司不能为收购方提供任何财务支持，不能以目标公司作为标的为收购活动提供融资，目标公司不是收购后债

务融资的债务人。从融资方式看，管理层收购呈现典型的外部融资特征。

#### 六、操作方式的差异

国外管理层收购的操作方式是，接管专家、投资银行和管理层组成收购集团，并吸收养老基金或保险公司，组建空壳公司作为进行收购的法律实体，在购买股票的形式下，目标公司的股东将持有的目标公司股票卖给收购集团，两家公司就完成了合并。在购买资产的形式下，空壳公司取得目标公司的资产。收购完成后，公司的股权结构通常分三部分：管理层、一般合伙人和有限合伙人。一般合伙人是管理层收购的接管专家或投资银行，有限合伙人是组建空壳公司的股权参与者，一般是养老基金和保险公司，其持有的股权在定期后将购回。

国内管理层收购普遍采取间接收购方式，管理者个人不直接出现受让股权。操作方式是，管理层成立收购主体公司或利用信托机构、职工持股会等第三方机构，收购国有股或法人股。收购完成后，收购主体和目标公司仍存续，目标公司仅股权结构发生了一定的变动。

#### 七、对目标公司产生影响的差异

国外管理层收购完成后，目标公司转为非上市公司，目标公司的股权结构发生重大变化，管理层、接管专家组成的一般合伙人和提供部分股权资金的养老基金等有限合伙人将成为股东，同时，由于目标公司是收购活动中巨额杠杆融资的债务人，资本结构发生重大变化负债率大幅度上升。据统计，收购后目标公司负债和所有者权益的比例一般在 8:1。在巨大债务的压力下，目标公司的经营战略与收购前相比发生重大变化。目标公司的一部分资产将予以出售，以逐步偿还银行贷款，降低债务。管理层通过改变市场战略、大力降低库存、削减经营成本等方式，力图增加利润和现金流量。管理层会整顿和重组生产设备，加强应收款项管理，改变产品质量、产品线及重新定价，尽可能削减在研究和新厂房设备方面的投资，调整雇员工作，甚至将实施裁员，并努力与供应商达成更有利的条款等。

国内管理层收购完成后，目标公司的股权结构发生一定的变化，但对资本结构没有直接影响。目标公司的管理层保持稳定，对公司经营战略、市场战略的影响很小。对目标公司的影响主要在股利分配决策方面，由于股利是管理层偿还收购融资的主要途径，目标公司将更多地采取现金分红政策，部分公司甚至实行高派现。

#### 参 考 文 献

1. J. 弗雷德·威斯通, S. 郑光, 苏姗·E 侯格. 兼并、重组与公司控制. 机械工业出版社, 1998: 02
2. 魏兴耘. 国内上市公司 MBO 案例. 资本市场, 2003, (3)

作者简介 陆建伟, 厦门大学管理学院博士研究生, 厦门港务集团有限公司经济师。