

内 容 摘 要

学校编码: 10384

分类号 _____ 密级 _____

学 号: 200208156

UDC _____

厦 门 大 学
硕 士 学 位 论 文

我 国 管 理 层 收 购 法 律 问 题 研 究

The Study on the Legal Question of MBO in China

林 政 文

指导教师姓名: 刘永光 副教授

专业名称: 法律硕士

论文提交日期: 2005 年 4 月

论文答辩时间: 2005 年 月

学位授予日期: 2005 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2005 年 4 月

内 容 摘 要

厦 门 大 学 学 位 论 文 原 创 性 声 明

兹呈交的学位论文, 是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果, 均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文而产生的权利和责任。

声明人(签名):

年 月 日

内容摘要

管理层收购作为企业并购的一种重要手段，在英美等西方发达国家已经有了长足的发展，它对于提高公司绩效、完善公司治理结构、激励管理层等具有重要作用。近几年，在我国深化企业产权改制这一大背景下，管理层收购在我国一些企业中已得到运用，并呈现西风东渐之势。然而，目前由于我国相关法律制度的不完善，管理层收购在我国还存在着许多方面的法律问题，在实际的案例中一些不规范的管理层收购导致了国有资产的严重流失。因此，本文研究管理层收购在我国究竟存在着哪些法律问题，如何解决管理层收购的法律问题，规范管理层收购的行为，颇具理论和实践意义。

本文的内容分前言、正文和结语三部分。正文部分分为三章：

第一章，主要对管理层收购进行概括性叙述。首先，具体阐明管理层收购的概念和法律特征；其次，论述管理层收购在西方的动因及发展状况；最后，分析了我国管理层收购的现状、意义及其在我国实施的可行性。

第二章，详细分析了管理层收购在我国存在的法律问题。目前管理层收购在我国主要存在着收购主体、融资、定价、信息披露以及完成管理层收购后对其实施监管等方面的法律问题。

第三章，主要提出解决管理层收购法律问题的对策与建议。首先，分析了信托方式在管理层收购中的运用，其可以解决收购主体、融资的法律问题，同时也指出信托运用于管理层收购中的不足之处；其次，提出了解决管理层收购定价、信息披露、监管法律问题的对策；最后，

建议应该进一步完善与管理层收购相关的法律法规，以彻底解决管理层收购存在的法律问题，规范管理层收购的行为。

关键词：管理层收购；法律问题；对策

ABSTRACT

Management Buy-outs makes great progress in western countries as an important measure of merge and acquisition. Management Buy-outs also plays an important role in the improvement of enterprise performance, and the perfection of business governance and even the promotion of managers. In recent years, Management Buy-outs was practiced by a few domestic enterprise under the ground of promoting reform of enterprise and is drawing to more attention. But our country's relevant legal system is not perfect, Management Buy-outs in our country faces a lot of legal questions. Substandard Management Buy-outs bring on serious loss of assets of state-owned enterprises in the real Management Buy-outs case. Therefore, it is of theoretical and practical significance to study on which legal problems our country's Management Buy-outs lies in on earth and how to solve the legal problem of Management Buy-outs and standardize the behavior of Management Buy-outs.

This thesis is mainly consists of three parts, including preface, main body and conclusion. The main body is made up of three chapters :

Chapter one gives an outline of Management Buy-outs. First of all, The author sets forth concretely the concept and legal characteristic of Management Buy-outs. Then the author illuminates the motion and the present situation of the western Management Buy-outs. Finally, The author analyzes current situation、significance and the feasibility of Management Buy-outs in our country .

Chapter two analyzes the legal question of Management Buy-outs in our country in detail .The author points out that Management Buy-outs in our country mainly lies in the validity of buy-outs subject、financing、fixing the price、information disclosure、supervising and so on.

Chapter three points out the countermeasure and advice of how to solve the legal question of Management Buy-outs. First of all, The author analyses the application of the trust way in Management Buy-outs, and the author not only point out the advantage that trust can solve legal question of Management Buy-outs subject 、financing, but also points out the defect of trust solving question of MBO. Then the author propose the countermeasure to solve the question of pricing、disclosure of information and supervising after completing Management Buy-outs. At last, The author advices our country should perfect legal provisions correlating with Management Buy-outs. If we do, we could solve legal problems of Management Buy-outs completely and standardize the behavior of Management Buy-outs.

Key words: Management Buy-outs; Legal Question ; Countermeasure

前 言	1
第一章 管理层收购概述.....	3
第一节 管理层收购的概念与法律特征.....	3
一、管理层收购的概念	3
二、管理层收购的法律特征	3
第二节 西方的管理层收购.....	4
一、西方国家实施管理层收购的动因	4
二、管理层收购在西方的发展近况	5
第三节 我国的管理层收购.....	6
一、我国管理层收购的现状	6
二、管理层收购对我国企业改革和发展的意义	7
三、管理层收购在我国的可行性	9
第二章 我国管理层收购存在的法律问题	11
第一节 管理层收购主体的法律问题.....	11
一、自然人作为收购主体的法律问题	12
二、以职工持股会作为收购主体的法律问题	12
三、设立“壳公司”作为收购主体的法律问题	13
第二节 管理层收购融资的法律问题.....	14
一、银行资金来源的法律问题	14
二、担保借款的法律问题	15
三、债券融资根本行不通	16
四、私募基金的法律问题	17
第三节 管理层收购定价的法律问题.....	18
一、管理层收购定价法律依据的不合理性	18
二、管理层收购定价存在的问题	19
第四节 管理层收购信息披露法律问题.....	21
一、信息披露的必要性	21
二、信息披露存在的法律问题	21
第五节 管理层收购完成后监管中的法律问题.....	22
一、短期套现问题	23
二、关联交易法律问题	23
第三章 解决我国管理层收购法律问题的对策与建议	25
第一节 信托在管理层收购中的运用.....	25
一、信托对管理层收购主体法律问题的解决	26
二、信托对管理层收购融资法律问题的解决	27
三、信托解决管理层收购问题的不足之处	30
第二节 解决管理层收购定价问题的对策.....	32
一、按照国有资产的未来收益确定其转让价格	32
二、发挥独立董事在定价中的监督作用	32
三、强制“进场交易、公开竞价”	33
四、完善资产评估机制	34
第三节 管理层收购信息披露制度的完善.....	35
一、扩大信息披露的内容	35
二、加大对信息不披露及披露不当的惩罚力度	35
三、加强证监会的监管力度	36

第四节 管理层收购完成后的监管对策.....	36
一、合理限制管理层对公司治理机关的控制权.....	37
二、加强独立董事的监督作用.....	39
三、限定管理层的持股期限.....	41
第五节 完善与管理层收购相关的法律法规.....	41
一、完善《上市公司收购办法》.....	41
二、为“壳公司”单独立法.....	45
三、通过税法给予管理层收购税收上的优惠.....	45
结 语.....	47
参考文献.....	48
后 记.....	51

厦门大学博硕士论文摘要库

CONTENTS

Preface	1
Chapter 1 Outline of MBO	3
Subchapter 1 Concept and Legal Characteristic of MBO	3
Section 1 Concept of MBO.....	3
Section 2 Legal Characteristic of MBO.....	3
Subchapter 2 Western MBO	4
Section 1 Motion of Western Country Implementing MBO.....	4
Section 2 Recent Situation of Western MBO.....	5
Subchapter 3 MBO in China	6
Section 1 Present Situation of MBO in China	6
Section 2 Significance of Implementing MBO in Reform of Enterprise.....	7
Section 3 Feasibility of MBO in China	9
Chapter 2 MBO Lies in Legal Question in China	11
Subchapter 1 Legal Question of MBO Subject	11
Section 1 Legal Question of Natural Man as MBO Subject.....	12
Section 2 Legal Question of Trade Union Share as MBO Subject	12
Section 3 Legal Question of SPV as MBO Subject.....	13
Subchapter 2 Legal Question of MBO Financing	14
Section 1 Legal Question of Funds from Bank.....	15
Section 2 Legal Question of Secured Loan	15
Section 3 It is Impossible to Pooling Funds in Bond Form	16
Section 4 Legal Question of Collecting Money in Private	17
Subchapter 3 Legal Question of Fixing the Price	18
Section 1 Legal Basis of Fixing the Price is Unreasonable	18
Section 2 Question of Fixing Price in MBO.....	19
Subchapter 4 Legal Question of Information Disclosure	21
Section 1 Necessity of Information Disclosure	21
Section 2 Legal Question of Information Disclosure	22
Subchapter 5 Legal Question of Supervising after Completing MBO	23
Section 1 Question of Arbitrage in Short Time.....	23
Section 2 Legal Question of Linked Transaction.....	24
Chapter 3 Countermeasure and Advice of Solving the Legal Question of MBO	26
Subchapter 1 Exertion of Trust in the MBO	26
Section 1 Trust Solves the Legal Question of MBO Subject.....	27
Section 2 Trust Solves the Legal Question of MBO Financing.....	28
Section 3 Defect of Trust Solving Question of MBO	31
Subchapter 2 Countermeasure of Solving the Question of Fixing the Price	33
Section 1 Fix Prices According to the Future Profits of State-run Assets	33
Section 2 Exert the Supervising of Independent Director in Fixing the Price.....	34
Section 3 Constraint Dealing in Market and Open Competition for Price	35
Section 4 Consummate the System of Assets Assessment	36
Subchapter 3 Consummate the Rule of Information Transparency in MBO	36
Section 1 Enlarge Scope of Information Disclosure.....	37
Section 2 Increase Punishing of False Information Disclosure	37
Section 3 Strengthen the Supervising of CSRC.....	38

Subchapter 4 Countermeasure of Supervising after Completing MBO	38
Section 1 Restrict the Right of Manager Controlling Business Governance in Reason	39
Section 2 Exert the Supervising of Independent Director.....	41
Section 3 Limit Time of Managers Holding Stock	43
Subchapter 5 Consummate Legal Provisions Correlating with MBO.....	43
Section 1 Consummate 《The Way in Purchase of Listed Companies》 ..	44
Section 2 Legislation for SPV Solely	47
Section 3 Give the Privilege to MBO through the Law of Tax.....	48
Conclusion.....	49
Bibliography.....	50
Postscript.....	53

前 言

前 言

管理层收购 (Management Buy-outs) 风靡于 20 世纪 80 年代市场经济发达的欧美国家, 它是指目标公司的管理层或经理层利用自有资金或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, 并获得预期收入的一种收购行为。在我国, 第一个对管理层收购进行大胆尝试的是 1999 年四通集团的管理层收购。据不完全统计, 目前国内通过管理层收购达到控股的上市公司已超过 100 家, 同时还有很多的上市公司正跃跃欲试, 管理层收购的强劲势头引起了业内人士的极大关注。2002 年 9 月份证监会发布《上市公司持股变动信息披露管理办法》、《上市公司收购管理办法》, 全面规定了我国上市公司收购体制, 并专门对上市公司管理层收购做出了相应的规定。2002 年 11、12 月间, 资本市场突然出现数个资金雄厚的管理层收购基金和信托投资公司。随着法律和市场环境的变好, 甚至有人断言过“2003 年是 MBO 年”。

正当管理层收购在我国蓬勃发展之际, 2003 年 3 月财政部紧急叫停管理层收购, 究其原因, 主要在于我国现行规范管理层收购运作的法律法规还很不健全, 管理层收购操作的不规范导致一些地方的国有资产大量流失。据《人民日报》报道, 2004 年 6 月—11 月, 国资委会同财政部、监察部等部门先后对 21 省区国有企业改制、国有产权转让和维护职工合法权益等情况进行督察, 发现一些企业在实施管理层收购过程中企业负责人自卖自买、暗箱操作, 有的以国有产权或实物资产作为其融资担保, 将收购风险和经营风险转嫁给金融机构和被收购企业; 有的损害投资人和企业职工合法利益, 引发了一些不稳定因素。基于此, 本文拟立足于本国国

情,对我国管理层收购存在的法律问题探讨,并针对目前管理层收购存在的法律问题提出解决的对策与建议。

管理层收购是当前的热点问题,它涉及面广,相关的法律制度才刚刚开始建立,国内从法律上对其进行研究的论著极少,加上我国的管理层收购与国外存在很大的差异,国外可借鉴的相关制度不是很多,因此凡本文存在的疏漏之处,恳请各位老师批评指正。

第一章 管理层收购概述

第一节 管理层收购的概念与法律特征

一、管理层收购的概念

管理层收购(英文全称是 Management Buy-Outs,简称 MBO),中文又叫“经理者收购”或“经理层融资收购”。本文一律称为管理层收购。它起源于 20 世纪 70 年代的美国,是杠杆收购的一种,由英国经济学家麦克莱特(Mike Wright)于 1980 年发现。在西方,管理层收购是指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,从而改变本公司的所有者结构,控制权结构和资产结构,进而达到重组本公司目的,并获得预期收入的一种收购行为。^①它是在杆杠收购的基础上,吸收了期权制度、职工持股计划等精髓,使管理者可以通过融资取得公司的控股地位,由此把管理者的收入与绩效互相挂钩起来,在一定程度上解决了长期困扰公司发展的内部人控制问题,对于提高经营积极性,改善公司治理结构,都不无裨益。

二、管理层收购的法律特征

从目前的管理层收购实践来看,管理层收购主要具有以下几方面的法律特征:

(一) 管理层收购是一种特殊的民事法律行为

它主要表现为收购的主体和被收购对象的特殊性,参与收购的主体是特定的管理层,而被收购的对象是管理层所经营的公司。管理层和目标公司达成收购的意愿必须遵循《民法》的平等、自愿、诚实信用原则,遵守《公司法》、《证券法》等法律法规的强制性规定,才能顺利完成收购行为。

(二) 管理层收购是管理层获得企业控制权的收购

^①王巍,李曙光.MBO 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.

该特征与管理层持股相区别开来,从共同点看,管理层收购和管理层持股都是为了解决企业的产权和分配制度问题而设计的制度,以产权纽带、权责对策、激励约束机制等将管理层利益与企业联系起来,^①但管理层持股的内涵并不包括取得企业控制权。

(三) 管理层收购具有典型的商事性特征

管理层收购在经济上的基础在于目标公司必须具有巨大的资产活力或“存在的管理效率空间”。^②管理层完成收购后通过控制该公司并重组该公司的资产和业务,从而减少公司代理成本,提高公司运作效率,获得大量的现金流,收购者能够从中获得超常的回报,这就是管理层收购具有商事性特征的体现。

第二节 西方的管理层收购

一、西方国家实施管理层收购的动因

MBO 在 20 世纪 80、90 年代西方发达国家发展迅速,成为西方国家管理层扩大对公司持股比例、解决委托代理问题、实现所有权收益的重要手段。西方国家管理层实施管理层收购的主要动因是多方面的:第一,通过管理层收购的方式摆脱公开上市制度的约束。由于信息的公开披露关系到股东的重大利益,各国对上市公司的信息披露都制定有严格的法律法规,以约束上市公司的行为。有些管理者担心公司的商业秘密会因为信息披露而暴露,不利于公司的发展,于是想通过 MBO 方式把上市公司转为非上市公司。第二,能够利用管理层收购防御敌意收购。当公司的市场价值被严重低估时,外部竞争者有可能会对公司发动敌意收购。一旦发生敌意收购,管理层将会遭到更换。目标公司管理层为了维护自己的利益,保住自己在公司的职位,往往会对敌意收购采取防御措施,而 MBO 被视为是一种很有效的反敌意收购的措施。第三,降低代理成本。所谓的代理成

^①吴叔平.股权激励—企业长期激励制度与实践[M].上海:上海远东出版社,2000.74.

^②王阳主编.从员工持股到管理者收购[M].北京:机械工业出版社,2003.22.

本是指代理人(管理者)的偷懒行为、短期行为、控制行为、不负责任以及利用各种手段从公司获取财富而发生的最终要由全体股东来承担的成本。两权分离制度下管理层不拥有公司所有权,为获取私利往往对公司财产明拿暗抢,甚至做假账暗度陈仓。通过管理层收购,一方面,使管理层持股比例增加,管理层变成所有者与经营者合一的双重身份,激发他们工作的积极性;另一方面,高财务杠杆约束了管理者的经营行为,促使管理层密切关注接管以后的企业经营,不断提高企业经营效率。第四,获得税收优惠。西方国家为鼓励管理层收购,一般在税法中允许支付债务资本的利息可以在计算收益前扣除,相当于政府间接给予杆杠收购方以补贴。实施 MBO 需要借助大量的债务融资来完成,因此利息的抵税可以为公司节约大量的税金。

二、管理层收购在西方的发展近况

MBO 兴起于 20 世纪 70 年代受到经济危机和股市泡沫洗礼之后的西方各国。进入 80 年代后,管理层收购更被视为减少管理者机会风险成本的可行手段而得到迅速发展。到 80 年代末,在 800 家美国大公司中,管理层都拥有本公司的股票,其中 111 家公司管理层持股比例达 3% 以上。90 年代以后, MBO 继续发展成熟,成为西方国家公司管理层增加对公司的持股比例,实现所有者权益的重要手段。MBO 在欧洲的发展势头也毫不逊色于美国,1981—2000 年间, MBO 在欧洲的实施家数和总体规模都有上百倍增长。^①进入 21 世纪,美国的证券市场不断传出丑闻,安然公司的倒塌、安达信的破产、世界通信公司造假等导致管理层的忠诚度遭到西方社会前所未有的质疑,再加之证券市场的疲软,美国整体经济的萧条,目前西方的 MBO 处于相对停滞阶段。

^①李宇龙.企业产权改革法律实务[M].北京:法律出版社,2004.160-161.

第三节 我国的管理层收购

一、我国管理层收购的现状

随着经济体制改革的不断深入,我国开始出现管理层收购现象。经济体制改革之初,我们的指导方针是不触及到产权变化的放权让利,其标志是1981年工业企业试行利润包干的责任制和1986年推出的企业承包经营责任制。1993年开始了现代企业制度的试点,把公司制作为现代企业的基本形式。1995年中共中央提出“抓大放小”要求“区别不同情况、采取改组、联合、兼并、股份合作制、租赁、承包经营和出售等形式,加快国有小企业改革改组步伐。”在此背景下,管理层收购开始在我国浮出水面。党的十五大以后,由于对私有制企业的重新定位,某些名义上是集体所有制企业但实际上是个人占绝大部分比例的企业(“红帽子”企业)发动了管理层收购,开始触及企业产权变动。^①我国最早的MBO案例是1999年四通集团进行的管理层收购。至此以后,实施MBO的公司不断增多,仅以2002年发生的管理层收购案例统计,就有粤美的A、胜利股份、洞庭水殖、中兴通讯、特变电工等。与此同时,各种金融机构也看到了MBO给自己带来的巨大商机,快速推出各种MBO基金。一些证券公司、信托公司以及原先以股权或实业投资作为主体的投资公司也将注意力转向了MBO,希望能分享MBO带来的商业利益,积极推动实施MBO。但是,由于法律法规体系还很不健全,国内的MBO大多表现为非市场化操作,甚至或多或少都有一些违法行为,以致MBO不断遭到质疑。为此,2003年3月份财政部在给原国家经贸委企业司《关于国有企业改革有关问题的复函》中“紧急叫停MBO”,暂停受理和审批上市和非上市公司的管理层收购。2003年12月份国资委出台《关于规范国有企业改制工作意见的通知》及《企业国有产权转让管理暂行办法》,国有资产监管体系逐步健

^①王巍,中国并购报告[M].北京:华夏出版社,2002.345.

全。2004年7月份,上市公司“康缘药业”大股东恒瑞集团得到国资委批准进入要约程序。非上市公司中,国资委直管的宝钢集团也实现了混合MBO。上述案例的“一路绿灯”已经向市场传递了十分有价值的政策信号,管理层收购政策有所松动。

二、管理层收购对我国企业改革和发展的意义

自从MBO登陆我国以来,与之有关的争论和质疑从来没有停止过,其焦点主要集中在MBO到底是不是企业产权制度改革的一种有效形式。继2003年财政部发布关于暂停管理层收购审批的建议后,再次引发了关于企业产权改革的激烈争议,MBO再次被推至风口浪尖。2004年12月13日,国务院副总理黄菊出席2004年度中央企业负责人年终总结大会时说:“要明确大型企业不准搞管理层收购,中小企业的管理层收购也要区别情况要规范。”^①这表明管理层收购作为中小企业产权改革的一种有效形式是得到政策上认可的,MBO对我国目前企业改革具有很重要的意义。

(一) 管理层收购有助于调整经济结构,优化国有资产配置

改革开放以来,我国针对国企改革提出了种种改革方案,但由于这些方案是在计划经济的框架下进行,且不触及产权的变革,国企改革并没有取得显著效果。到90年代,尤其在党的十四届五中全会提出产权改革以后,企业管理层和员工出资购买本企业所有权被视为一种重要的产权改革方法之一。加入WTO后,为适应WTO的要求,政府经济职能必须实行转变,而且现代社会分工越来越细,传统国有企业那种“大而全,小而全”的经营理念已经不适应全球竞争的需要,国有经济结构必然要进行相应调整,对国有资产要进行重新配置,大力加强重点企业、重点行业的建设,做到“有所为,有所不为”,这必然涉及到大量处于竞争性行业中的国有企业的转让问题。作为国有企业的管理层对企业有深厚感情,熟悉企业经

^①张晋.“七年之痒”:中国的MBO试验.<http://economy.enorth.com.cn,2004-12-28/2004-12-30>.

营情况，由他们接管企业，有利于企业转让后的进一步发展。

（二）有助于公司治理结构的完善

国内公司治理结构中存在的突出问题是代理成本高和缺乏有效的激励机制。一些以国有股份为主体的公司，其主体产权的虚置目前很难从根本上得以改变。由于国有资产所有权虚置，“一股独大”实际上成为“内部人控制”的基础，而其他小股东手中持有的股份在整个股份中所占的比例很低，直接行使监督更是难上加难，管理层基本上处于无约束状况，极易发生经济学中的“道德风险”和“逆向选择现象”。^①企业实施管理层收购以后，企业经营成功与否，关系到管理层切身利益的实现，如果经营得好，管理层将从企业获得相当大的利益；反之，如果经营失败，管理层自身利益也会遭到巨大损失。这种激励机制，促使管理层致力于创新，挖掘企业发展潜力，进行具有长期效益的企业改革。另外，通过管理层收购对中小国有企业进行改制，让管理层持有绝大多数股份，可以避免采用股份合作制出现的企业管理层持股数量少，造成经营压力小，积极性不高的弊端。正是从这个意义上讲，管理层收购具有降低代理成本，产生有效激励机制，改善公司治理结构的作用。

（三）管理层收购能够明晰产权关系，促进产权流通

一方面，实施管理层收购后，将国有股权转让给企业管理层，以明晰的增量代替模糊的存量，解决所有者缺位问题；另一方面，由于历史原因，许多为逃避非国有企业的种种限制而戴上“红帽子”的民营企业和集体企业，由于产权不清难题也束缚了他们的进一步发展。随着国内经济体制改革的进行，这些创业者及其团队产生了明晰产权，摘去“红帽子”的要求，他们希望通过管理层收购方式恢复这些企业产权真实面目，从而为企业的

^①郭锋. 证券市场虚假陈述及其民事赔偿责任——兼评最高人民法院关于虚假陈述民事赔偿的司法解释[J]. 法学家, 2003, (2): 37.

长远发展扫除产权障碍。实践中，粤美的、深方大管理层收购就属于这种类型。

三、管理层收购在我国的可行性

在我国企业中实施管理层收购不但具有上述的重要意义，而且在我国实施 MBO 也具有可行性，这主要表现为以下几点：第一，宏观政策的支持。1999 年党的十五届四中全会提出：“从战略上调整国有经济布局，要同产业结构优化升级和所有制结构的调整完善结合起来，坚持有所为，有所不为，大多数国有企业要退出一般竞争性领域。” 2002 年党的十六大确立了“国家所有，分级行使产权”的新的国有资产管理体制原则。正是在我国实行国有经济战略性重组和进行国有资产管理体制改革的宏观政策支持下，MBO 成为我国政府（尤其是地方政府）解决国有资产退出和管理层激励问题的一种手段，其推动主体是各级政府，这无疑为实施 MBO 提供了有力的政策保障。第二，我国已存在实施 MBO 的投资对象。经过 20 年的改革开放，我国已经造就出一大批企业家阶层，这些企业家有很强的经营管理能力，他们具有强烈的收购意愿。我国的很多企业都是由管理者倾尽无数精力和心血一步步地培养起来的，管理者对企业有独特的感情，因此在当前国有企业逐步退出竞争性领域的大形势下，企业的管理者希望能收购本企业。第三，具备实施管理层收购的投资者阶层。随着社会与经济的不断发展，各种类型的投资银行、投资公司或基金公司，不断在寻求能获得更多收益的投资渠道，这些投资者很想通过参与 MBO 直接或间接分享其收益，这将给管理层收购提供更多的资金来源。第四，规范管理收购行为的法律法规不断增多。证监会出台的《上市公司收购管理办法》、《上市公司股东持股变动信息披露办法》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则》等法律文件对上市公司管理层收购作出了规范；国资委出台的《关于规范国有企业改制工作意见》、《企业国有产权转

让管理暂行办法》也将引导我国的国企管理层收购逐步走向规范化。

第二章 我国管理层收购存在的法律问题

从法律的角度来看，管理层收购实际上是公司产权的转让问题，属于交易法的范畴。因此，管理层收购必须遵循《公司法》、《证券法》及《商业银行法》等法律文件的规定，遵循《上市公司收购办法》、《贷款通则》等部门规章及地方性法规的规定。然而，MBO 目前在我国仍然属于新型的企业并购方式，在法律法规还不健全及市场机制不完善的情况下，MBO 在我国仍然存在着许多法律问题，有许多不规范的地方。本章拟分析管理层收购在我国存在的法律问题，主要包括收购主体、融资、收购定价、信息披露及完成收购后监管中涉及的法律问题。

第一节 管理层收购主体的法律问题

这里所讲的管理层收购主体是指具体对目标公司实施收购行为的自然人或法人。从理论上讲，管理层收购主体可以是自然人，即管理层以自然人的身份对其任职的公司股份进行收购；也可以是法人，即管理层通过控股公司或设立一家专门的“壳公司”（Special Purpose Vehicle，简称 SPV），这也是实践中常用的收购主体类型。按照《公司法》的规定，可以作为收购主体的公司有股份有限公司和有限责任公司两种类型。笔者认为股份有限公司成立手续繁琐，程序复杂，设立成本太高从经济成本角度看不宜作为收购主体。目前由于我国法律法规与管理层收购存在诸多冲突，不同的自然人或法人作为收购主体主要存在以下法律问题：

一、自然人作为收购主体的法律问题

管理层如果以自然人的名义进行收购,收购完成后,目标公司股东名册上将直接记载管理层个人的姓名。在目前的法律规范下,将涉及收购成本和股权运作问题,本来以自然人身份直接收购,无需专门设立“壳公司”,可以减少收购成本,但依据我国《公司法》第 147 条的规定:“发起人持有的本公司股份,自公司成立之日起三年内不得转让。公司董事、监事、经理应当向公司申报所持有的本公司的股份,并在任职期间内不得转让。”和《担保法》第 75 条的规定:“只有依法可以转让的股份、股票才可以质押”,因此管理层无法在收购后质押股票融资,从而会相应地增加潜在的收购成本。^①另外一个法律问题在于,我国《证券法》第 70 条规定:“知悉证券交易内幕信息的知情人员不得买入或者卖出所持有的该公司的证券。”根据这一规定,董事、经理等管理者参与本公司的股份交易转让行为是被严格禁止的。实践中,管理层为了规避法律,往往是通过组建“壳公司”的方式来实施收购行为,而不是以个人名义直接收购。

二、以职工持股会作为收购主体的法律问题

随着上个世纪 90 年代我国大规模的企业股份制改造,在我国出现了职工持股会这一具有中国特色的机构。职工持股会是企业内部持股职工的组织,负责管理企业内部职工股份,代表持股职工行使股东权利,履行股东义务,维护持股职工利益。以职工持股会作为收购主体经常见到的就是在管理层收购与员工持股计划相结合的收购案例中,例如早期的大众交通、粤美的等 MBO 案例,都可以见到职工持股会的影子。2000 年 7 月 7 日,民政部发出《关于暂停对企业内部职工持股会进行社会团体法人登记的函》。2000 年 12 月 11 日,中国证监会法律部在《关于职工持股会及

^①李明良.我国上市公司管理层收购的法律规制研究.<http://www.civillaw.com.cn/>, 2003-11-28/2004-12-16.

工会能否作为上市公司股东的复函》中称,“根据国务院《社会团体登记管理条例》和民政部办公厅 2000 年 7 月 7 日印发的《关于暂停对企业内部职工持股会进行社会团体法人登记的函》(民办函[2000]110 号)的精神,职工持股会属于单位内部团体,不再由民政部门登记管理。对此前已登记的职工持股会在社团清理整顿中暂不换发社团法人证书。自此开始,职工持股会就不再具有法人资格,在这种情况下未改变之前,职工持股会是不能成为公司的股东,可见以职工持股会作为收购主体也是存在法律上的障碍。^①

三、设立“壳公司”作为收购主体的法律问题

国外通常的 MBO 做法是:管理层先成立一家公司,然后将资金注入该公司,在由该公司以自身资产及目标公司的资产或未来收益做担保向银行贷款或发行证券来筹集资金,然后对目标公司进行收购,新公司纯粹为收购而设立,所以在国外称之为“壳公司”。^②国内管理层收购中,也有采用设立“壳公司”作为收购主体的模式,如粤美的、宇通客车、洞庭水殖等。此类“壳公司”作为管理层收购主体在我国存在的法律问题有:一是,公司法对转投资的限制构成对这种收购形式的致命阻因。因为《公司法》第 12 条规定:“公司可以向其他有限责任公司、股份有限公司投资,并以该出资额为限对所投资公司承担责任。公司向其他有限责任公司、股份有限公司投资的,除国务院规定的投资公司和控股公司外,所累计投资额不得超过本公司净资产的百分之五十。”根据这一规定,未经国务院批准的投资、控股公司,包括这种为 MBO 而成立的“壳公司”,如果对外投资超过其净资产的 50%就是违反公司法禁止性规定。它导致的后果是管理层必须为所设立的“壳公司”提供收购资金数额的两倍注册资本金,过多

^①王立新,吕建华.MBO 主体的法律问题[N].证券时报,2003-08-12(12).

^②龙海红.我国上市公司管理层收购存在的问题及对策[J].财会月刊,2003,(16):48.

的资本对于“壳公司”乃至整个社会来说是一种对资金资源的浪费。实践中，这一法律被突破的情况不在少数，笔者认为以变通的方式应对法律限制，虽然实用，但却不一定符合法治原则。其次，设立的“壳公司”将面临双重征税问题。因为不仅变现收购公司所持有的股份，应对其股权收益缴纳企业所得税，而且在将股权收益分配给管理层时，管理层个人还应缴纳个人所得税，个人所得税最高可以达到45%。“壳公司”承担企业所得税，将减少公司收益，而减少的收益将最终转嫁在股东身上，所以股权收益的双重征税无疑增加股东的成本，减少股东的收益。最后，有的公司参与收购的管理层可能超过50人，《公司法》第二十条对有限责任公司人数的限制也会对“壳公司”构成一定程度的障碍。

第二节 管理层收购融资的法律问题

管理层收购属于杠杆收购的一种，其收购所需的资金一般需要通过外部融资获得。管理层能否融得足够的资金，可以说是管理层收购能否成功的关键。在西方发达国家，由于资本市场高度成熟，管理层可以利用的金融工具繁多。例如在美国，MBO的资金可以由银行、养老保险基金、保险公司、风险投资公司等提供，也可采用现金、股票、债券等支付方式。相比之下，我国实行严格的金融管制，资本市场还不成熟，融资渠道极其有限，而且融资法律障碍重重，在加上我国企业特别是国有企业，管理层的薪酬长期处于相对较低水平，在收购中，他们往往只能支付总收购价款中很少的一部分，大部分资金缺口需要融资来弥补。在这种国情下，MBO的融资问题已成为制约其快速发展的瓶颈。

一、银行资金来源的法律问题

通过银行贷款进行融资用于正常的商事活动是不会存在法律障碍，但MBO却无法利用银行资金来融资。首先，1996年中国人民银行颁布的《贷款通则》第20条规定：“借款人不得用贷款从事股本权益性投资。”如果将贷款用于从事股本权益性投资的，该法第71条第2款和第3款还规

定了必须承担相应的法律责任，即“借款人用贷款进行股本权益性投资的，由贷款人对其部分或全部贷款加收利息；情节特别严重的，由贷款人停止支付借款人尚未使用的贷款，并提前收回部分或全部贷款。”其次，《商业银行法》第43条规定：“商业银行在中华人民共和国境内不得从事信托投资和证券经营业务，不得向非自用不动产投资或者向非银行金融机构和企业投资，但国家另有规定的除外。”最后，《证券法》第133条也规定：“禁止银行资金违规流入股市。”管理层利用银行借贷的资金用于收购上市公司的股份，显然具有“股本权益性投资”和“股票业务”的性质，违反了禁止资金流入股市的规定。^①由此可见，银行资金不能流入股市的强制性规定使得银行资金与管理层收购之间断流，目前银行类金融机构为管理层收购提供贷款有违规之嫌。

二、担保借款的法律问题

管理层在筹集收购资金时，融资方一般会要求上市公司以自己的资产为“壳公司”的债务进行担保，但这种担保方式却存在被认定无效的法律风险。因为《公司法》第60条第3款规定：“董事、经理不得以公司资产为本公司的股东或者其他个人债务提供担保。”2000年最高院颁布的《关于实施〈担保法〉若干问题的解释》第4条针对公司法第60条作出进一步解释：“董事、经理违反《公司法》第60条规定，以公司财产以公司资产为本公司的股东或者其他个人债务提供担保的，担保合同无效。除债权人知道或者应当知道外，债务人、担保人应当对债权人的损失承担连带赔偿责任。”在我国，由于MBO的运作模式中“壳公司”并不与目标公司合并，目标公司仍然保持其上市公司的资格。MBO完成后管理层就成为上市公司股东，此时上市公司为管理层收购主体提供担保，就具有向本公司股东提供担保的性质。在当前已完成的上市公司MBO案例中，

^①李明良.我国上市公司管理层收购的法律规制研究.<http://www.civillaw.com.cn/>, 2003-11-28/2004-12-16.

管理层多采取在实施收购前,用上市公司资产为收购主体提供担保的方法来规避法律的规定。但是,由于担保关系发生时,管理层等各交易方明知管理层收购主体将成为上市公司股东,因此,这个担保行为具有上市公司管理层滥用职权之嫌。^①此外,《上市公司收购管理办法》第7条明确禁止无实际收购能力的人进行收购,被收购公司不得向收购人提供任何形式的财务资助,《关于规范国有企业改制工作的意见》也对MBO的融资进行了严格限制规定:“管理层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。”从以上规定可以看出,实践中通过担保借款方式进行MBO融资是存在法律问题的。

三、债券融资根本行不通

债券融资在我国有严格的规定,《公司法》及《证券法》对债券发行主体、发行条件进行了限制。首先,《公司法》第159条规定的可以发行公司债券的主体包括股份有限公司、国有独资公司、两个以上的国有企业或其他两个以上的国有投资人主体投资设立的有限责任公司,而管理层收购中所设立的“壳公司”大多属于私营性质的有限责任公司,很难符合上述发行公司债券的主体资格。其次,《公司法》和《证券法》中关于发行债券的限制条件很多,如净资产不得低于人民币三千万元、资金投向符合国家产业政策、发行公司债券筹集的资金,必须用于审批机关批准的用途,不得用于弥补亏损和非生产性支出等,这些限制条件每一项都构成对管理层利用债券进行融资的障碍。^②因此,目前我国已完成的MBO中还没出现过采用发行公司债券进行融资的案例。

^①孟刚.我国上市公司MBO的法律研究. <http://www.bankinglawresearch.com>, 2004-08-10/2004-12-25.

^②参见《公司法》第161条,《证券法》第11条.

四、私募基金的法律问题

目前我国很多的MBO之所以不愿意透露资金的来源,实际上是因为他们采用了私募基金进行融资。所谓的私募基金又称为向特定对象募集的基金,即通过非公开方式向少数机构投资者和富有的个人投资者募集资金而设立的基金。^①刚刚颁布不久的《证券投资基金法》对私募基金并没有从法律上加以规范,目前私募基金尚处于地下状态,他们以不合法的身份进行基金运作,对外公开的身份是“投资咨询”、“投资顾问”、“投资管理”、“财务管理”和“财务顾问”等公司。大多数私募基金的运作都不透明,而这种不透明又加剧了它的不规范。主要表现在:一是私募基金的治理结构不规范。私募基金并非按照信托法原理(契约型基金)或公司法原理(公司型基金)来构建,所以并没有形成基金资产所有权、管理权和监督权“三权分立”的制衡机制,而只能借助我国现有民法、合同法委托代理原则构建当事人关系。私募基金保底收益的承诺,使其表面上表现为无风险的高收益资金,但这种承诺因与我国现行的法律法规相抵触而有可能得不到保证,投资者投资风险很大;二是由于私募基金的信息披露不完善和受政府监管较少,故不能完全避免私募基金有内幕交易、操纵市场等违规行为,严重的时候,可能会影响资本市场的稳定性。

笔者认为,不规范的私募基金介入MBO必将增加MBO的风险,由于管理层对MBO能否在远期获得收益的信心不足,再加上采用非规范手段融资,管理层为达到尽快偿还债务的目的往往会采取短期行为。例如,管理层可能倾向于选择风险大、收益高的投资项目进行投资,从而加大公司经营风险;也可能改变分配政策,进行大比例现金分红,加大公司财务风险等。

^①刘明月.私募基金:一条解决我国MBO融资问题的途径[J]经济界,2003,(4):56.

第三节 管理层收购定价的法律问题

我国管理层收购中存在的问题最多的是定价问题，而定价问题却是国有资产保护的关键要素。在西方发达国家，管理层收购是一种市场行为，收购价格由收购者和目标公司进行谈判来确定，基本上能反映股票的市场价值。在我国，由于缺乏合理的定价机制和必要的监督与制衡，MBO的定价常常出现很多的问题。

一、管理层收购定价法律依据的不合理性

1997年3月24日国家国有资产管理局、国家体改委联合发布的《股份有限公司国有股股东行使股权行为规范意见》第17条规定：“转让股份的价格必须依据公司的每股净资产值、净资产收益率、实际投资价格（投资回报率）、近期市场价格以及合理的市盈率等因素来确定，但不得低于每股净资产值。”2002年9月28日颁布的《上市公司收购管理办法》对以协议方式进行收购的收购价格并无明确规定，但该法第34条第1款第二项对要约收购价格规定不低于下列价格中较高者：1、在提示性公告日前六个月内，收购人取得被收购公司未挂牌交易股票所支付的最高价格；2、被收购公司最近一期经审计的每股净资产值。2003年11月30日由国务院办公厅转发的国资委《关于规范国有企业改制工作的意见》规定：“国有产权转让底价的确定主要依据资产评估的结果，同时考虑产权交易市场的供求状况、同类资产的市场价格、职工安置、引进先进技术等因素。上市公司国有股转让价格在不低于每股净资产的基础上，参考上市公司盈利能力和市场表现合理定价。非上市企业国有产权转让要进入产权交易市场，不受地区、行业、出资和隶属关系的限制，并按照《企业国有产权转让管理暂行办法》的规定，公开信息，竞价转让。转让方式可以采取拍卖、招投标、协议转让以及国家法律法规规定的其它方式。”由以上规定可以看出，每股净资产值是监管部门设定的国有股和国有法人股对外转让的价

格底线，低于每股净资产值转让国有股份即为违规。但由于每股净资产是从会计角度对企业历史的记录，没有考虑资产的收益状况，没有考虑资产的未来盈利能力，因而质地优良的国有资产即使按照略高于每股净资产的价格出售也可能是一种“流失”。^①此外，净资产作为一个财务指标，由于信息不对称，完全可能被作为内部人的管理层人为操纵，管理层可以操纵账面利润，做小净资产，达到降低收购价格的目的。可见，以每股净资产作为国有股和国有法人股对外转让的底线并不具有合理性。

二、管理层收购定价存在的问题

（一）收购价格偏低

从理论上讲，任何交易的价格都是买卖双方根据自身利益讨价还价的结果，MBO也不例外。但问题是我国的MBO有其特殊性，我国MBO大多以协议收购方式收购未流通的国有股和国有法人股，由于国有股和国有法人股所有者的缺位，如果仅凭少数领导或者内部高管与地方领导单边谈判的结果确定交易价格，就可能造成国有股权的代理方在和管理层谈判时为了各自利益而损害国家利益，致使国有资产流失。俄罗斯在经济转型时期就是由于企业管理层和政府官员的暗箱操作导致MBO定价偏低，造成国有资产大量流失。据资料显示，俄罗斯500家大型国有企业实际价值超过1万亿美元，实际仅卖72亿美元。^②目前在我国一些已经实施完毕的上市公司MBO中，也出现收购价格比每股净资产还低。例如，“奥美的”每股净资产4.07元，而两次收购价格分别为2.95和3.00元；“深圳方大”每股净资产3.45元，两次收购价格分别为3.28和3.08元；“佛塑股份”每股净资产3.18元，收购价2.96元；“洞庭水殖”净资产5.84元，收购价5.75元；“特变电工”的收购价更是大大低于净资产。公司2002年中

^①李宇龙.企业产权改革法律实务[M].北京:法律出版社,2004.173.

^②金雪军,杨晓兰.转型经济国家的管理层收购—以俄罗斯及东欧国家为例[J].外国经济与管理,2002,(3):26.

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.