

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 200308090

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

我国管理层收购法律问题研究

Study on Legal Issues of Management Buy-out in China

耿 直

指导教师姓名: 郭俊秀 副教授

专业名称: 经 济 法 学

论文提交日期: 2006 年 5 月

论文答辩时间: 2006 年 月

学位授予日期: 2006 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2006 年 5 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹提交的学位论文，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产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名： 日期： 年 月 日

导师签名： 日期： 年 月 日

内容摘要

管理层收购是管理层利用自有资金或外部融资购买其所经营企业的股份,从而改变企业的所有权结构、控制权结构的行为。国外 40 多年的实践证明,管理层收购在减少企业的代理成本、完善企业治理结构方面的效果十分显著。作为我国企业产权改革的一种重要方式,管理层收购越来越受到法律界和金融界的重视。但由于我国的市场环境和法律制度的不完善,管理层收购在我国的发展面临着诸多限制。本文结合我国管理层收购的实施现状,对我国管理层收购的发展模式及其相关立法的完善提出了一些建议。

本文除引言和结语外,主文共分四章。

第一章在对各种观点进行概括和总结的基础上,提出了管理层收购的定义,接着分析了西方国家管理层收购形成和发展的历史,并对管理层收购的理论基础进行了探讨,以期对管理层收购有一个整体认识。

第二章对我国管理层收购兴起的深层次动因进行了分析,在对中外管理层收购进行细致比较的基础上,探讨了我国现阶段什么样的企业适合进行管理层收购的问题。

第三章对管理层收购在我国面临的法律问题进行了比较详细的分析,主要涉及与收购主体和融资方式相关的法律问题,并对完善我国管理层收购的立法提出了几点建议。

第四章建议在我国以信托模式进行管理层收购,在分析信托模式优势的基础上,提出了管理层收购信托模式的具体运作方式,并对信托模式面临的信息披露问题提出了立法完善建议。

关键词: 管理层收购; 法律问题; 信托

ABSTRACT

Management Buy-out (MBO) means a conduct that the management make use of their own funds or outside funds to purchase the enterprise's share, which is run by themselves, so that the enterprise's property structure and controlling structure changes. In the past 40 years, the practice of MBO in western countries has proved that MBO significantly takes effect on reducing agency cost and improving corporate governance structure of enterprise. As an important method of property right reformation in Chinese enterprises, MBO attracts more and more attention in legal and financial circles. Because of the immaturity of market situation and legal system, MBO is confronted with many restrictions in China. The paper analyses these issues and gives some advices for consummating legislation of MBO, and advances evolutional mode of MBO in China.

Besides preface and conclusion, the paper consists of four chapters.

Chapter one summarizes different viewpoints of the conception of MBO and presents the definition of MBO, then analyses the origin and development of MBO in western countries, and discusses the theoretical basis of MBO in order to give an integrated understanding of MBO.

Chapter two analyses the deep reason of the development of MBO in China, and discusses what kind of enterprise suit to MBO on the basis of detailed comparison of the differences of MBO between China and western countries.

Chapter three analyses the legal issues that MBO is confronted with in China, mainly relate to Buy-out subject and financing, then gives some advices for consummating legislation of MBO.

Chapter four suggest applying trust mode to process MBO in China, and advances material plan of trust mode on the basis of analyzing the advantages of this mode, then gives some advices for consummating

ABSTRACT

legislation of information disclosure to solve the legal issues that trust mode is confronted with.

Key Words: Management Buy-out; Legal Issue; Trust

厦门大学博硕士论文摘要库

目 录

引 言	1
第一章 管理层收购概论	2
第一节 管理层收购的概念	2
第二节 管理层收购的形成和发展	3
一、管理层收购在英国的形成和发展	3
二、管理层收购在美国的形成和发展	4
三、西方国家对管理层收购的现实运用	5
第三节 管理层收购的理论基础	6
一、管理层收购与代理成本理论	6
二、管理层收购与激励机制理论	7
三、管理层收购与共享经济理论	7
四、管理层收购理论的借鉴意义	8
第二章 我国管理层收购的现状分析	9
第一节 我国管理层收购兴起的深层次动因	9
第二节 我国管理层收购的特点	10
一、收购目的方面	10
二、收购对象方面	11
三、主体构成方面	11
四、融资手段方面	11
五、定价模式方面	11
六、法制环境方面	12
第三节 我国管理层收购引发的争论	12
一、肯定论	12
二、否定论	13
三、对争论的分析	14

第四节 我国现阶段什么样的企业适合管理层收购	16
第三章 我国管理层收购面临的法律问题	18
第一节 我国管理层收购的法律体系	18
第二节 我国管理层收购面临的法律问题	18
一、与收购主体有关的法律问题	18
二、与融资方式有关的法律问题	22
第三节 完善我国管理层收购立法的建议	24
一、对管理层收购专门立法的建议	24
二、对管理层收购相关立法的建议	25
第四章 我国管理层收购的信托模式思考	27
第一节 信托的独特功能	27
第二节 信托模式在管理层收购中的优势	28
一、收购主体方面的优势	28
二、收购融资方面的优势	29
三、收购后期整合方面的优势	29
第三节 信托模式的具体运作方式	30
第四节 信托模式的立法完善建议	32
一、对当前立法的质疑	32
二、相关立法的完善建议	33
结 语	35
参考文献	36

CONTENTS

Preface	1
Chapter 1 Brief Introduction of Management Buy-out	2
Subchapter 1 The Conception of Management Buy-out	2
Subchapter 2 The Origin and Development of Management Buy-out	3
Section 1 Origin and Development of Management Buy-out in Britain	3
Section 2 Origin and Development of Management Buy-out in American	4
Section 3 Practical Application of Management Buy-out in Western Countries.....	5
Subchapter 3 The Theoretical Basis of Management Buy-out	6
Section 1 Management Buy-out and Agency Cost Theory.....	6
Section 2 Management Buy-out and Incentive Mechanism Theory.....	7
Section 3 Management Buy-out and Sharing Economy Theory.....	7
Section 4 The Adoption of Theories of Management Buy-out.....	8
Chapter 2 Analysis of Status Quo of Management Buy-out in China	9
Subchapter 1 The Deep Reason of Development of Management Buy-out in China	9
Subchapter 2 The Characteristics of Management Buy-out in China	10
Section 1 Characteristics of Buy-out Purposes.....	10
Section 2 Characteristics of Buy-out Object.....	11
Section 3 Characteristics of Structure of Subject.....	11
Section 4 Characteristics of Means of Financing.....	11
Section 5 Characteristics of Mode of Pricing.....	11

Section 6 Characteristics of Legal Environment	12
Subchapter 3 The Controversy of Management Buy-out in China	12
Section 1 Positive Statement	12
Section 2 Negative Statement	13
Section 3 Analysis of Controversy.....	14
Subchapter 4 What Kind of Chinese Enterprise Suit to Management Buy-out Nowadays	16
Chapter 3 Legal Issues of Management Buy-out in China	18
Subchapter 1 Legal System of Management Buy-out in China	18
Subchapter 2 Legal Issues of Management Buy-out in China	18
Section 1 Legal Issues related to Buy-out Subject	18
Section 2 Legal Issues related to Means of Financing	22
Subchapter 3 Advices for Consummating Legislation of Management Buy-out in China	24
Section 1 Advices for Specific Legislation for Management Buy-out	24
Section 2 Advices for Interrelated Legislation for Management Buy-out	25
Chapter 4 Consideration of Applying Trust Mode to Management Buy-out in China	27
Subchapter 1 The Unique Function of Trust	27
Subchapter 2 The Advantages of Trust Mode in Management Buy-out	28
Section 1 Advantages in Buy-out Subject	28
Section 2 Advantages in Buy-out Financing	29
Section 3 Advantages in Renovating after MBO	29
Subchapter 3 The Material Plan of Trust Mode	30
Subchapter 4 Advices for Consummating Legislation of Trust Mode	32
Section 1 Opposite Opinion to Current Legislation	32
Section 2 Advices for Interrelated Legislation	33

CONTENTS

Conclusions	35
Bibliography	36

厦门大学博硕士学位论文摘要库

引 言

自 20 世纪 60 年代管理层收购 (MBO) 在英国产生以来, 其在美国和欧洲国家即呈现出迅猛发展之势, 在俄罗斯与中东欧等经济转型国家, 这一收购方式也得到了广泛的运用。管理层收购在中国正式出现的时间虽然不长, 发展势头却十分强劲, 从 1997 年的大众科创、大众交通开始, 到 1998 年的四通集团, 再到 2001 年的粤美的等公司, 国内众多上市公司已经完成、正在或希望通过这种收购方式对企业进行根本改造, 更多的非上市国有企业也在纷纷涉足这一领域。

作为一种企业制度的创新, 管理层收购对于明晰国有企业的产权、降低企业代理成本、激发经营者的人力资本要素具有重要意义。但由于现行法律制度的不健全, 我国的管理层收购在实践中面临着一系列问题, 如收购主体不适格、收购融资渠道狭窄、信息披露制度不完善, 以及由此引发的国有资产流失与社会分配公正性的缺失等等。相关问题的存在使得管理层收购目前我国备受争议, 不少人对管理层收购本身的制度价值及其在我国应用的可行性产生了怀疑, 这种怀疑已严重影响到管理层收购的特有功能与价值在我国企业改革过程中的发挥。因此, 我们不得不考虑: 我国企业实施管理层收购的价值何在? 应当如何看待我国国有企业管理层收购中的国有资产流失问题? 我国管理层收购实践中的诸多法律问题是否有比较好的破解方法? 正是解决这些问题的欲望促使笔者开始了对管理层收购的研究。在分析我国管理层收购现状的基础上, 笔者尝试提出客观看待国有资产流失问题的思路。针对当前实践中管理层收购面临的法律问题, 笔者尝试通过信托模式对其进行破解。虽然笔者对管理层收购的研究还很浅显, 对许多问题的阐述深度还很不够, 但希望通过笔者的努力能有助于人们进一步认识管理层收购, 有助于我们更好地利用管理层收购, 有助于管理层收购在我国的进一步发展。

第一章 管理层收购概论

第一节 管理层收购的概念

管理层收购是一个典型的舶来概念，源自英文“Management Buy-out”，¹一般将其缩写为MBO。其中，“management”对应的中文含义为“管理阶层”，不同于“manager”所指的“经理”，前者是从群体意义上进行的界定，而后者是从个体意义上进行的界定。“buy-out”译为“收购”，另一个英文单词“acquisition”也可译为“收购”，二者的区别在于前者指“当股东，同时获得控制经营的权利”；后者指“以从外部获得必要机能为目的，把外部的业务框架纳入自己企业的行为。”²随着我国市场经济的发展，“管理层收购”这一概念传入我国并逐渐被认可，但学界目前对其还尚未有统一的定义表述。有人认为，管理层收购是杠杆收购（LBO，即Leveraged Buy-out）³的一种特殊方式，当运用杠杆收购的主体是目标企业的经理层时，一般的杠杆收购就演变为特殊的管理层收购。⁴也有人认为，管理层收购是管理者为了控制所在企业而购买企业股份的行为。⁵还有人将其表述为“企业管理层利用自有资金或外部融资来购买所经营企业的股份，进而改变本企业的所有者结构、控制结构和资产结构，进而达到重组本企业的目的，并获得预期收益的行为。”⁶

无论如何进行表述，管理层收购均包含以下涵义：收购主体是企业的管理层；收购的对象是管理层所经营企业的股份；收购必须支付一定的对价；收购的结果是管理层实现了由管理者到股东的身份的转变。基于此，笔者在本文中对管理层收购的定义是：管理层利用自有资金或外部融资购买其所经营企业的股份，从而

¹ 笔者在查阅相关中外文资料的过程中，发现管理层收购的英文全称有这么几种写法：Management Buy-out, Management Buyout以及它们各自的复数形式，但这只是形式差别，实质意义都是一样的，笔者在本文中取在我国最为常见的第一种写法。

² 李盾. 管理层收购ABC[M]. 北京：对外经济贸易大学出版社，2003. 4.

³ 杠杆收购（Leveraged Buy-out, 英文简称LBO）指收购方运用大量举债为收购提供融资的收购方式，通常收购价格 50%以上的资金来源于外部股权融资或借贷。从金融学的角度讲，LBO是一种利用高负债融资购买目标公司股份，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。

⁴ 王培荣，梁扬子. 经营管理层收购与持股[M]. 北京：中国财政经济出版社，2003. 4.

⁵ 王阳，李斌. 从员工持股到管理者收购[M]. 北京：机械工业出版社，2003. 21.

改变企业的所有权结构、控制权结构的行为。

第二节 管理层收购的形成和发展

管理层收购从产生至今，在西方国家已经有四十多年的发展历史，其起源于 20 世纪 60 年代的英国，但直到 20 世纪 80 年代在美国的企业并购浪潮中被广泛运用时才受到世人的关注，下文以这两个国家为代表进行阐述。

一、管理层收购在英国的形成和发展

在 20 世纪 60 年代中期，英国一些成功的家族企业业主由于年事已高，又没有合适的家族继承人，所以愿意出售企业的股权。在当时只有两条路可行：要么上市，要么将企业出售给大公司。家族企业的创始人通常不愿意上市，把自己辛辛苦苦创立的企业交给自己不了解，且对公司长期经营没有兴趣的投资者，也不愿意企业被大公司所吞并。为此，有人设计了杠杆收购模式，就是把家族企业的大部分股权出售给一个对公司有长远经营兴趣的股权投资者组成的投资团队，投资团队的收购资金来源于举债，即杠杆贷款。随着这一模式的发展，被收购企业的管理人员逐渐参与到投资团队中，管理层收购初具雏形。

到了 20 世纪 70 年代，由于多元化企业不被投资者推崇，部分企业的价值被严重低估。在这样的背景下，一些投资银行家发展了吸收管理层参与的杠杆收购模式，与目标企业的管理层合作收购价值被市场低估的企业，经过一定时间对企业的调整和财务管制，再通过资产出售、上市或再次出售等方式获得高额投资回报。1980 年，英国经济学家麦克·莱特（Mike Wright）对这一现象进行了比较规范的定义，即“公司的经理层利用借贷所融资本和股权交易收购本公司的一种行为”。⁷

1979 年撒切尔夫人执政后，为了改变国有企业的低效运营状态，通过提供优惠政策、简化认股手续等方式，鼓励企业的管理层和员工购买本企业的股份，管理层收购随之步入高速发展时期。到了 1989 年，英国的管理层收购迎来高潮，

⁶ 徐士敏. 管理层收购——中国企业家关注的热点[M]. 北京：中国金融出版社，2003. 1.

⁷ 王培荣，梁扬子. 经营管理层收购与持股[M]. 北京：中国财政经济出版社，2003. 7.

交易额一度达到 75 亿英镑。⁸随着国有企业民营化运动高潮的过去,英国的管理层收购趋于冷却,但最近几年又开始有复热迹象,2001 至 2003 年间,英国管理层收购的交易额均维持在 240 亿欧元左右。⁹

二、管理层收购在美国的形成和发展

管理层收购虽然最早出现在英国,但是其声名远扬却得益于在美国的迅猛发展。20 世纪 80 年代,随着美国企业剥离与分拆浪潮的兴起,管理层收购作为杠杆收购的一种迅速成为世人关注的焦点。作为管理层收购最活跃的地区之一,在短短不到 30 年的时间里,美国就有成千上万家企业完成了管理层收购。

20 世纪 80 年代,美国经历了管理层收购的第一次高潮。据统计,1987 年的管理层收购交易总值达到 380 亿美元,而在 1988 年的前 9 个月里,美国管理层收购的交易总额就达到了 390 亿美元。¹⁰但随着美国垃圾债券¹¹市场的极度膨胀以及管理层收购中垃圾债券的大量使用,交易中的过度投机色彩日趋严重,最终导致了 20 世纪 80 年代末期垃圾债券市场的崩溃和管理层收购的融资困难。其直接后果是美国的管理层收购市场在 20 世纪 90 年代初期经历了一次急剧的下滑。

从 1996 年开始,美国的管理层收购市场因交易量的放大再次引起世人的重视。管理层收购在美国再度兴起的原因有二:一是企业管理层更多地倾向于进行剥离非核心业务的战略性收购,使得收购中的投机性成分大大降低。美国的统计数据表明,运用管理层收购进行资产剥离的案例占资产剥离总案例的百分比在 20 世纪 70 年代末期仅为 5%左右,到了 20 世纪 90 年代中期该百分比已经增长到 15%左右。¹²二是收购资金相对充足。大量资金在一些成功案例的吸引之下重新进入管理层收购市场。如 1996 年的前 9 个月收购基金从机构投资者手中就筹集到将近 158 亿美元。根据 Asset Alternatives 2001 年的研究报告,美国管理层收购市场从 1991 年到 2000 年资金的年增长率为 34%。¹³此外,管理层自身收购愿望的高涨也大大推动了管理层收购在美国的发展,美国企业的高层管理人员普遍

⁸ 魏建. 管理层收购的成功之路——管理层收购在中国的困境及突破[M]. 北京: 人民出版社, 2005. 55.

⁹ 魏建. 管理层收购的成功之路——管理层收购在中国的困境及突破[M]. 北京: 人民出版社, 2005. 57.

¹⁰ 赵慧, 杜建新. 管理层收购中外比较分析[M]. 北京: 企业管理出版社, 2004. 63-64.

¹¹ 垃圾债券 (Junk Bond), 又称高收益债券, 是指资信评级低于投资级 (BBB 级以下) 或未被评级的公司债券。

¹² 时光. 上市公司 MBO 应该缓行[J]. 西南民族学院学报·哲学社会科学版, 2003, (4): 20.

¹³ 任自力. 管理层收购 MBO 的法律困境与出路[M]. 北京: 法律出版社, 2005. 33.

认为,一些对企业的创立和发展起过重要作用的经理人,购买并持有企业的股份,是企业产权变革中一件很自然的事,管理层收购被他们视为一生中的一次绝好机会。

三、西方国家对管理层收购的现实运用

从莱特 1980 年发现管理层收购,并对其进行较规范的定义以来的 20 多年里,西方国家的管理层收购在鼓励管理层积极性,降低代理成本,改善企业经营状况等方面起到了十分积极的作用,其在实践中的运用范围也日益广泛,根据收购对象的不同,主要可分为以下几类:

(一) 收购企业集团的子公司或分支机构

一些大企业集团出于经营上的考虑,有时会将非核心的子公司或分支机构剥离出去。由于子公司或分支机构的管理层了解这些企业的实际情况及潜力,往往会成为购买者,而集团公司出于以后继续与这些被剥离的公司或分支机构保持业务联系的目的,也倾向于将其出售给管理层。

(二) 收购国有企业以实现民营化

国有企业固有的弊病导致其在世界范围内均呈现出普遍的低效运营状态,为了扭转这种局面,各国政府一直在进行着各种改革尝试。以英国为首的西欧国家在 20 世纪 70 年代陆续开始的国有企业民营化改革为管理层收购提供了大量潜在机会。国有企业民营化过程中的管理层收购主要有三种情况:一是将国有企业整体出售;二是将国有企业整体分割为多个部分,再分别卖出,原企业成为多个独立的私营企业;三是地方政府或准政府部门出售一些地方性服务机构。¹⁴

(三) 收购濒临破产或后继无人的企业

在企业面临破产或清算危机时,由原来的管理层买下企业,往往能使企业通过收购后的重组获得再生的机会。在 1992 年英国经济处于衰退期时,有 20% 的管理层收购来源于破产企业,随着经济的复苏,1994 年该比例下降到 5%。¹⁵此外,当企业的创始人或所有人面临退休而没有合适的继承人(如家族性企业)时,将企业的控制权转让给业主熟悉的管理层较之于转让给不熟悉的第三人,更易于维系原有的经营状况,并更易为业主所接受。

¹⁴ 赵慧,杜建新. 管理层收购中外比较分析[M]. 北京: 企业管理出版社, 2004. 65.

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.

厦门大学博硕士论文摘要库