

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 12920061150605

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

我国管理层收购信托融资的法律问题研究

Research on legal problems of China's MBO trust financing

马海娜

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: 2009 年 4 月

论文答辩时间: 2009 年 月

学位授予日期: 2009 年 月

答辩委员会主席:_____

评 阅 人:_____

2009 年 4 月

我国管理层收购信托融资的法律问题研究

马海娜

指导教师: 刘永光副教授

厦门大学

厦门大学学位论文原创性声明

本人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其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

内 容 摘 要

管理层收购 MBO 是杠杆收购 LBO 的一种，流行于欧美国家二十世纪七八十年代，近年在我国兴起的一种企业并购模式。在管理层收购中，融资是一个非常重要的环节，随着《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《中华人民共和国信托法》的修订和实施，一些限制性政策有所放宽，信托融资模式得以产生并得到应用。本文把这种融资模式称为管理层收购信托融资，它不同于信托融资管理层收购，前者仅仅是指管理层收购的融资过程，即目标公司管理层如何借助信托筹集收购所需资金，而后者则概括了管理层收购的整个过程。管理层收购信托融资强调的是融资手续和所融资金的合法性，以及在融资过程中不同主体如何最大限度的维护自身的利益。目前我国理论界、企业界对管理层收购信托融资的研究，大多数选择的是财务视角，而对其各个环节的相关法律法规做出梳理，并对其相关法律问题进行深入探讨研究也是非常必要和有意义的。

本文除引言和结语部分外，共分为三个部分：

第一部分，首先介绍了管理层收购的概念，管理层收购融资，然后分析了我国管理层收购信托融资产生的原因、依据，以及目前我国管理层收购信托融资的主要模式。

第二部分，笔者针对第一部分我国管理层收购信托融资的模式分析及案例研究，结合目前实务操作的实际情况，剖析该制度模式在操作过程中存在的法律问题。

第三部分，为了解决第二部分提出的问题，结合我国当前法律法规，对管理层收购信托融资制度进行具体分析和研究，力图就我国应当如何完善该制度提出相应的政策建议。

本文力图通过采用模式分析和案例研究的方法，对各种信托融资模式中各环节的法律规制做出梳理；并通过反思实务操作中遇到的困难，找出信托融资目前存在的法律问题，提出完善建议。

关键词：管理层收购；信托融资；法律完善

厦门大学博硕士学位论文摘要库

ABSTRACT

Management Buyout (MBO), which was prevalent in Europe and America during 1970s and 1980s and now has sprung up domestically in the last several years, is one mode of Leveraged Buyout. Financing is a crucially important step in the procedure of MBO. With the revision and implementation of Company Law of the People's Republic of China, The Securities Law of China and Trust Law of the People's Republic of China, some restricted policies have been loosened. Thus the mode of Trust financing appeared. It is called MBO trust financing in the context of this paper. MBO trust financing is different from the MBO by trust financing, the former refers to the financing process and how the manager of the company finance; while the latter includes the whole procedure of management buy-out. MBO trust financing emphasizes the legality of the financing formalities and funds, and is related to how different market players strive to maximally maintain their own interests in the financing process. Currently, most theorists and entrepreneurs study the MBO trust financing by financial perspective, it is necessary and meaningful to make clear the rules and regulations, and to take a profound study with relevant legal issues.

This paper is divided into three parts, in addition to introduction and conclusion:

Part one: First, I introduce the concept of the management buy-out and the MBO financing, then analysis the causes and basis for MBO trust financing, and the main modes of it.

Part two: I for the first part of the trust finance MBO model analysis and case studies, then analyze the problems of this system with the actual operation.

Part three: In order to answer the questions of the second part, I study the MBO trust financing system in depth with existing laws and regulations and try to make recommendations on how to improve the system.

By analyzing the modes of financing and case study, I try to make clear the rules and regulations of the modes. Moreover, I endeavor to find out the legal issues in MBO trust financing and give legal advices to make an improvement by reviewing the practical difficulties in operation.

Key words: management buy-out; trust financing; improving the rules

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目 录

引 言	1
第一章 管理层收购信托融资概述	3
第一节 管理层收购信托融资	3
一 管理层收购的概念	3
二 管理层收购信托融资	4
第二节 我国管理层收购信托融资产生的原因和依据	4
一 我国管理层收购信托融资产生的原因	4
二 我国管理层收购信托融资的依据	7
三 我国管理层收购信托融资的相关法律依据	8
第三节 我国管理层收购信托融资的主要模式	9
一 单纯提供资金的模式	9
二 股份收购模式	10
三 与战略投资者合作模式	11
第二章 我国管理层收购信托融资存在的问题	12
第一节 信托贷款用于管理层收购的合法性存在质疑	12
一 信托贷款来自于目标公司时	12
二 信托贷款非来自于目标公司	13
第二节 信息披露极不完善	14
一 缺乏专门配套法规	14
二 现行有关管理层收购信息披露的规定部分条款仍较为笼统	15
三 相关法律法规之间缺乏必要的衔接	15
第三节 法律条款对信托业务的规定过于严格	16
一 由于法规的约束信托融资易产生筹资瓶颈	16
二 信托投资公司异地经营的限制	17
三 营销宣传的限制	17

第四节 风险隐患问题	18
一 信托公司的风险控制手段单一	18
二 投资者的风险	18
第五节 管理层收购信托融资计划期限太短	19
第六节 引入战略投资者存在的问题	19
一 引入战略投资者的限制	19
二 风险问题	20
第三章 完善我国管理层收购信托融资的建议	21
第一节 适当放宽金融管制	21
第二节 加强信息披露法律法规建设	22
一 完善管理层收购信息披露法律法规	22
二 加强法律法规之间的衔接	23
三 完善信托业务的信息披露制度	24
第三节 完善信托立法	25
一 废除资金信托合同不得超过 200 份的规定	25
二 放宽对信托金融工具的营销限制	25
三 放宽信托业市场的准入制度	25
第四节 风险防范	26
第五节 解决引入战略投资者产生的问题	29
一 扩大战略投资者主体范围	29
二 合理安排信托贷款计划条款 防止股份稀释	29
结 语	31
参考文献	32

CONTENTS

Preface	1
Chapter 1 MBO trust financing overview	3
Subchapter 1 MBO trust financing	3
Section 1 Concept of MBO	3
Section 2 MBO trust financing	4
Subchapter 2 The causes and basis for China’s MBO trust financing	4
Section 1 The causes of Chian’s MBO trust financing	4
Section 2 The basis for China’s MBO trust financing	7
Section 3 The legal basis for China’s MBO trust financing g	8
Subchapter 3 The main modes of China’s MBO trust financing	9
Section 1 Just provide capital	9
Section 2 Purchasing share	10
Section 3 Cooperate with strategic investor	11
Chapter 2 The existing problems in the MBO trust financing system	12
Subchapter 1 Question the legitimacy of the trust loan used in MBO	12
Section 1 The loan is from target company	12
Section 2 The loan isn’t from target company	13
Subchapter 2 The information disclosure imperfect	14
Section 1 Lack of matching regulations	14
Section 2 Some of the MBO existing information disclosure requirements are still more general terms	15
Section 3 Lack of necessary convergenc between the relevant laws and regulations	15
Subchapter 3 The rules of trust business too stringent	16
Section 1 Trust financing methods have bottleneck easily as a result of funding constraints	16
Section 2 The operating restrictions of Trust and investment companies in	

different places	17
Section 3 Restrictions on marketing campaign	17
Subchapter 4 Risks	18
Section 1 Single means of risk control by finance company	18
Section 2 The risk of investors	18
Subchapter 5 The term of MBO trust financing planning is too short	19
Subchapter 6 The problems by introducing strategic investor	19
Section 1 The limitic of the introduction of strategic investors	19
Section 2 Risk	20
Chapter 3 The proposal on how to improve the MBO trust financing system	21
Subchapter 1 Relax financial control	21
Subchapter 2 Improve the legal system of information disclosure	22
Section 1 Improve the MBO information disclosure laws and regulations	22
Section 2 Strengthen the interface between laws and regulations	23
Section 3 Improve the trust business of information disclosure system	24
Subchapter 3 Improve the trust law system	25
Section 1 Abolish the rules about the trust funds not exceeding 200 copies ..	25
Section 2 Relax restrictions on the marketing of trust financial instruments ·	25
Section 3 Relax the trust market access system	25
Subchapter 4 Risk prevention	26
Subchapter 5 Solve the difficulty by introduce the strategic investor	29
Section 1 Expand the scope of strategic investors	29
Section 2 Reasonable arrangements for the provisions of the trust loan scheme to prevent the dilution of shares	29
Conclusion	31
Bibliography	32

引 言

管理层收购（management buy-out，简称 MBO）作为解决我国国企改革中问题的有效途径之一，其中的融资问题是企业顺利实施管理层收购的关键。由于金融体制等多方面的限制，国内企业管理层收购的投融资渠道一直不畅通，融资制度体系不完善，成为我国企业实施管理层收购的主要障碍。在此情形下，信托融资被看做是能够有效化解管理层收购融资困境并能推广应用的融资方式得以产生。一般认为，通过信托机构进行融资，可以借助信托机构的专业服务功能和周密方案设计，可以使管理层收购融资过程更为规范，融资风险得到有效控制，从而实现投资风险的最小化和收益的最大化。^①管理层收购信托融资法律关系相当复杂，牵涉到诸多利益主体，且对于该融资模式的研究，不仅涉及到信托融资、金融机构贷款、企业产权转让等法律问题，而且同时也关乎政治、经济等诸多方面，影响甚广，若对其中蕴含的诸多重要法律问题长期失察，则对于该融资模式的完善及相关法学理论的深化不利。在此背景下，本文想就管理层收购信托融资的现状和存在的问题进行分析，期望能为该融资模式的完善提供一种思路。

本文的写作安排与目的：本文首先介绍了管理层收购的概念和管理层收购信托融资，分析了我国管理层收购信托融资产生的原因及依据，并总结了目前我国管理层收购信托融资的主要模式。然后通过对现行管理层收购信托融资模式的分析，从我国管理层收购信托融资实际运作各环节的法律规制角度进行研究，剖析该融资模式在当前时代背景中运作的不足及存在的障碍，并阐述了《贷款通则》、《信托法》、《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）等相关法律制度对管理层收购信托融资渠道的制约因素，最后结合我国当前的法律法规及国外先进经验，给出制度完善的相应意见和建议，以期该融资模式能在管理层收购中最大限度地发挥效用。

本文的研究方法：管理层收购信托融资是管理层收购融资的一种方式，也是响应社会新近需求之举措，本文试图结合中国特色社会主义的国情和发达国家之先进观点，采用模式分析和案例研究的方法，对该融资模式各环节的法律规制做

① 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,2005.218.

出梳理，进行综合比较之分析。通过对管理层收购信托融资的分析，找出该制度存在的问题，在借鉴先进国家经验的基础上，提出对管理层收购信托融资的完善建议。

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 管理层收购信托融资概述

第一节 管理层收购信托融资

一、管理层收购的概念

一般认为,管理层收购起源于二十世纪七八十年代的英国,是公司分立和剥离的产物,在资本市场相对成熟的西方发达国家较为盛行。当时,一些追求产业多样化而形成的大公司遇到了发展障碍,不得不卖掉一些辅助业务部门或子公司,以集中力量发展主营业务。在这一过程中,为保持某种连续性和最大限度地减少公司分拆的影响,并且基于对分拆部门的价值和潜在效益考虑,公司便把分拆部门卖给原来的经营管理者。当时,人们并不知道如何称谓这一现象。后来,在英国工商金融公司主持的对此现象的讨论中,管理层收购(management buy-out,简称 MBO)这一概念开始被人们使用。管理层收购在西方有特定的含义,一般指管理层收购控股,属于杠杆收购(leverage buy-out 简称 LBO)的范畴,与一般的 LBO 不同的是, MBO 的收购主体为管理层。

随着我国市场经济的发展,管理层收购的概念导入我国经济学界并逐渐被认可。但迄今为止,关于管理层收购的定义表述尚未达成统一的共识,没有准确完整的定义。有人认为,管理层收购是指目标公司的管理层或经理层通过融入资金,购买本公司股份,从而改变公司股权结构的一种重组行为,是杠杆收购的一种方式。^①也有人借鉴我国《上市公司收购管理办法》中对上市公司收购的定义,将管理层收购的含义表述为“所谓管理层收购,是指目标企业的管理层利用融资购买本企业股份,从而获得或可能获得本企业实际控制权的行为。”^②此外还有诸多其他的定义表述,各种表述的侧重点都有所不同。笔者在此采用一种学术界比较普遍认可的观点,即“管理层收购是指目标公司的管理者或者经理层利用借贷所

^① 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.

^② 《上市公司管理层收购管理办法》第二条规定“本办法所称上市公司收购,是指收购人通过在证券交易所的股份转让活动持有上市公司的股份达到一定比例、通过证券交易所股份转让活动以外的其他合法途径控制一个上市公司的股份达到一定程度,导致其获得或者可能获得对该公司的实际控制权的行为。”本《办法》已于 2006 年 9 月 1 日废止。

融资本购买本公司的股份,从而改变本公司所有者结构、控股权结构和资产结构,进而达到重组本公司目的并获得预期收益的一种收购行为。”^①

二、管理层收购信托融资

在管理层收购中,融资是一个非常重要的环节。所谓融资是指筹措资金的来源和渠道,管理层收购融资即在管理层收购中管理者为了购买目标公司而获取资金。如前所述,管理层收购是杠杆收购的一种,所谓杠杆,是“借力而为”的意思。一般情况下,在一个管理层收购中,管理层往往只能够支付得起总收购价格中很小的一部分,他们能够支付的部分和收购价格之间的差额就要通过融资来弥补。融得足够的资金来进行收购,可以说是管理层收购的关键。

“管理层收购的资金来源一般分为两个部分:一是内部资金,即管理层本身提供的资金。二是外部资金,债券融资和股权融资。”^②在西方发达国家,管理层收购大都采用外部组合融资的方式进行。战略投资者、贷款人、保险公司和投资银行等金融中介机构是收购资金的主要来源。所以国际上通行的管理层收购,一般是利用大量的债务融资和包括股权投资集团在内的少量股权资本,买下目标公司,形成高财务杠杆的资本结构,在企业业绩改善后,再出售或公众化。这些债务融资多数由商业银行、保险公司和共同基金提供,投资银行也伴随着管理层收购的发展应运而生。尤其是在20世纪80年代金融管制放松后垃圾债券的大量出现,使得管理层收购资金的来源得到很大的拓展,大大促进了管理层收购的发展。所以西方发达国家管理层收购利用信托进行融资的现象并不常见。信托融资在我国管理层收购中得以应用,也是随着近年来管理层收购的发展和相关信托法律法规的实施,以及实践水平的不断提高而实现的。

第二节 我国管理层收购信托融资产生的原因和依据

一、我国管理层收购信托融资产生的原因

(一) 我国管理层收购融资的困境

^① 赵慧、杜新健.管理层收购:中外比较分析[M].北京:企业管理出版社,2004.

^② 何光辉、杨咸月.管理层收购机器在中国的实证研究[M].北京:学林出版社,2006.250.

在中国目前的体制下，无论是法律环境还是投融资环境以及资本市场环境，都与国外有很大的不同，国外管理层收购融资中最常采用的两种方式：贷款和发行债券，在我国实施起来都困难重重。所以，我国企业的管理层收购融资的途径十分狭窄，融资已经成为管理层收购发展最难以逾越的障碍。

1. 银行资金入市受限

管理层收购的运作是在一个资金博弈的市场中所进行的商业化的金融操作，所以，银行在管理层收购中的地位异常重要，银行不仅要在实施收购时提供融资资金，而且要在收购完成后提供周转资金。但我国现行法律制度严重制约了银行资金的投资活动，使得银行资金与管理层收购之间断流。根据我国《商业银行法》、《贷款通则》的规定，^①商业银行向我国上市公司管理层提供资金用于实施管理层收购尚有法律上的障碍。

2. 融资担保的限制

管理层可以通过担保借款融资，但不能通过拟收购的目标上市公司进行担保。^②管理层完成收购后成为上市公司的股东，此时上市公司为管理层收购的主体提供担保，就具有向本公司股东提供担保的性质。当前我国的上市公司管理层收购案例中，管理层多采取在实施收购前，当管理层还不是本公司股东时，用目标上市公司的资产或股权为收购主体提供担保的方法来规避有关法律的规定。但是，由于担保关系发生时，管理层等交易各方明知管理层收购主体将成为目标上市公司的股东，因此，这个担保行为具有上市公司管理层滥用职权之嫌。^③管理层用上市公司的资产为其提供担保的行为应当被认定为违法，管理层人员也要承担相应的法律后果。就管理层用上市公司的股权进行质押的融资方式而言，由于银行只有在完成股权质押的手续后才能提供贷款，管理层一般采取先向收购主体交付上市公司的股权凭证，由收购主体用来在银行质押贷款后，再向上市公司支

^① 《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股票业务，不得投资于非自用不动产。商业银行不得向中华人民共和国境内非银行金融机构和企业投资。中国人民银行颁布的《贷款通则》第 71 条第 2 款和第 3 款规定，借款人用贷款进行股本权益性投资或用贷款在有价证券、期货等方面从事投机经营的，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。

^② 中国证监会《关于规范上市公司与关联方资金往来及上市公司对外担保若干问题的通知》(证监发〔2003〕56 号)明文规定“上市公司不得为控股股东及本公司持股 50% 以下的其他关联方、任何非法人单位或个人提供担保”。

^③ 《上市公司收购管理办法》第 7 条的规定：“收购人不得利用上市公司收购损害被收购公司及其股东的合法权益。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。”

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