

学校编号: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 200108005

UDC_____

学 位 论 文

上市公司管理层收购法律问题研究

Legal Issues of Public Company's Management Buy-out in China

吴 传 凯

指导教师姓名: 刘永光副教授

申请学位级别: 硕 士

专业名称: 民 商 法 学

论文提交时间: 2004 年 5 月

论文答辩日期: 2004 年 月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予日期: 2004 年 月

答辩委员会主席_____

评 阅 人_____

2004 年 5 月

上市公司管理层收购法律问题研究

吴传凯

指导教师

刘永光
副教授

厦门大学

内 容 提 要

管理层收购作为一种新的并购形式，在西方国家为越来越多的公司所采用。作为一种制度创新，它具有降低企业代理成本、提高经理层工作的积极性、完善公司治理结构等先进功能。在我国，管理层收购还具有特别的功能：有利于解决企业产权问题。我国企业，特别是国有企业目前普遍存在管理层收购“所有者缺位”和“内部人控制”以及经理人员激励不足等现象，这种弊端极大地制约企业的做大做强，甚至使企业过早夭折。通过实施管理层收购，使企业经理层成为股东，使企业长远发展与经理层的利益“捆绑”在一块，可以相当程度地克服经理层的短期行为，从而减轻管理层收购“所有者缺位”和“内部人控制”现象对企业发展的负面影响。从1999年为“四通集团”所首先采用起，中国的管理层收购就像一个新生的“婴儿”不断成长。近几年来，国内已经有十多家上市公司实施了管理层收购，同时有越来越多的公司正在酝酿此类收购。管理层收购具有巨大的市场需求和价值，在推进企业产权改革方面发挥着重大作用。但是我们同时必须看到国内上市公司在推行管理层收购过程中，由于观念和体制的原因，尤其是立法的滞后或不合理，管理层收购面临过大的法律障碍和法律风险，甚至出现偏差，成为侵吞国有资产和侵害中小股东合法利益的工具。如何从法律层面上分析这些问题，并建立和完善管理层收购的法律环境成为本文立论宗旨。

为了能够系统全面地分析、论述管理层收购法律问题，本文分为四个部分：

第一章：管理层收购概述。系统地介绍了管理层收购的概念、功能、法律特征等基本问题。并介绍了西方国家的管理层收购的理论基础和我国管理层收购的理论基础。

第二章：我国管理层收购的现状及其存在问题。指出我国管理层收购中出

上市公司管理层收购的法律问题研究

现的收购价格不公正、国有资产流失严重、套现现象严重以及中小股东利益受损害等问题。

第三章:问题的制度原因。指出管理层收购相关立法的滞后和不合理是导致管理层收购在我国出现偏差的重要原因,并详细地检讨了相关立法。

第四章:管理层收购的立法完善。首先要为其积极“松绑”,放开相关法律法规的融资限制,使管理层收购在我国走上“快车道”;同时也要完善相关立法,加强对国有资产和中小股东利益的保护。只有这样才能使管理层收购这种制度创新在推行企业产权改革中发挥健康作用。

关键词: 管理层收购; 法律问题; 制度完善

ABSTRACT

Management buyout is a form of leveraged buyout used to transfer ownership of a company by top manager of the company .in western country. It is often used to prevent the company from being taken over by certain persons. In china it play an important role in the reform of state owed company. But it encounters many problems in its performance due to unreasonable provision, one of which is the lack of legal support. The other two are loss of state owed assets and damage to minority shareholders. In order to guarantee its healthy run, it is necessary to strength legal control to rule management buyout

This dissertation is composed of preface,text and conclusion. The text has been divided into four parts with framework as below: .

Chapter 1 focuses on the summary of management buyout. It gives a concrete introduction of definition of and basic theory of management buyout. Meanwhile it also points out the functions of management buyout and special meaning in china. It presents a brief introduction both of the basic theory concerning management buy out in western countries and of that in china. It also points out the advantages of performing management buy out in china.

Chapter2 make a concrete comparison of management buyout between western countries and china. The differences include economic background object,aim of management buyout, which is why management buyout face such lots of problems ,including unfair price of share sold, damage to minority shareholders, the controlling role of top managers .in one words, loss of state owed asset and damage to minority shareholders as well as legal obstacles in performing management buyout. Only these problems is reasonably resolved, can management buyout have a sound effect in reform of state owed public company, which should be paid attention by government concerned.

Chapter3 analyze what are the reasons that lead the mentioned problems by

pointing out that legal barrier and unreason provisions and lack of law protection for state owed asserts and minority shareholders's benefits. In details, it includes uncertainty of legal status of top managers as merger and finance difficulty for management. What is more, improper role of government and the system of price management are the main reasons as well as imperfect provisions of company law

Chapter4 point out that in order to guarantee healthy running of management buy out, it is necessary to strength legal control to rule management buyout. It is essential to pass special law concerning management buyout and protection of state owed asserts and minority shareholders's benefits in details. it should include the principles of management buyout in china, amendment of company law, etc.

Keywords: Management buyout Legal obstacles Legal control

目 录

前 言.....	1
第一章 管理层收购的基本问题	3
一、上市公司管理层收购的定义和法律特征.....	3
(一) 上市公司管理层收购的主体是管理层.....	4
(二) 上市公司管理收购的对象是管理层所经营的公司股份.....	4
(三) 上市公司管理层收购是管理层取得公司控制权的收购.....	4
(四) 上市公司管理层收购的商事性特征.....	5
二、管理层收购的理论基础研究.....	5
(一) 西方经济学家关于管理层收购的理论阐释及其评析.....	5
(二) 我国实行管理层收购的理论基础.....	8
第二章 我国管理层收购的现状存在问题	11
一、我国与西方国家管理层收购之比较.....	12
(一) 两种管理层收购实施的经济背景不同.....	12
(二) 两种管理层收购实施的对象和目的不同.....	13
(三) 两种管理层收购实施主体和标的不同.....	14
二、目前国内上市公司实施管理层收购存在的问题.....	15
(一) 股权转让价格的确定存在很大问题.....	15
(二) 对公司股东尤其是中小股东利益的侵犯.....	17
(三) 形成管理层控制的一股独大.....	18
(四) 进一步强化了非流通股套利机制.....	18
第三章 管理层收购出现的问题的制度原因	21
一、管理层收购法律障碍大.....	21

上市公司管理层收购的法律问题研究

(一) 管理层收购的主体地位不确定问题.....	21
(二) 管理层收购的融资难.....	23
二、国有资产法律保护制度缺失.....	23
(一) 各级政府在管理收购中身份的模糊性.....	24
(二) 现行国有股定价体制缺陷使得管理层收购存在风险.....	25
(三) 《国有资产法》缺失.....	27
三、中小股东利益法律保护机制的缺失.....	28
(一) 股东大会形式化.....	28
(二) 现行公司法没有确立累积投票制.....	28
(三) 股东表决权排除制度的缺失.....	29
(四) 股东代表诉讼制度的缺失.....	30
第四章 管理层收购的立法完善.....	32
一、制定专门的《管理层收购管理条例》，对管理层收购所涉及 法律问题进行系统规定.....	33
(一) 明确管理层收购的基本原则.....	33
(二) 明确个人和职工持股会的收购法律地位.....	34
(三) 修改《公司法》第 12 条关于转投资的规定.....	35
(四) 放宽融资限制，改善管理层收购融资环境.....	36
二、国有资产保护制度的立法完善.....	36
(一) 限制收购主体的资格.....	36
(二) 限定管理层的居住和任职年限以及壳公司的营业期限.....	37
(三) 尽快出台《国有资产法》，使管理层收购中国有资产的保护 有法可依.....	38
三、完善公司治理结构有关规定，保护中小股东合法权益.....	40
(一) 累积投票权制度.....	40

目 录

(二) 股东表决权排除制度.....	41
(三) 请求法院否认股东大会、董事会决议效力制度.....	42
(四) 股东代表诉讼制度.....	43
(五) 完善股东大会运作规则，健全股东大会制度.....	44
(六) 进一步完善信息披露制度，加大造假的惩罚力度.....	45
结 语.....	46
参考文献	47

Contents

Preface	1
Chapter1 Summary of Management Buyout	3
Subchapter1 the Definition of Management Buyout	3
Section1 the merger: top managers of company	4
Section2 the object: company shares	4
Section3 the aim: control of company	4
Section4 the characteristic: business conduct	5
Subchapter2 the Basic Theory of Management Buyout	5
Section1 Theory of Management Buyout in western countries	5
Section2 Theory of Management Buyout in china	8
Chapter2 the Current Situation of Management Buyout and it's Existing Problems in China	11
Subchapter1 Comparison between Western Countries and China	12
Section1 difference1:economic background	12
Section2 difference2:object and aim	13
Section3 difference3:merger	14
Subchapter2 the Existing Problems Facing Public Company	15
Section1 unfair price of share sold	15
Section2 damage to minority shareholder	17
Section3 the controlling role of manager	18
Section4 more problems	18
Chapter3 the Legal Reasons for Problems	21
Subchapter1 Legal Barriers	21
Section1 uncertain legal status of merger	21
Section2 finance problem	23
Subchapter2 Lack of Legal Protection of State Owned Asserts	23

Section1 improper role of government	24
Section2 risk of price management	25
Section3 lack of protection law of state owed asserts	27
Subchapter3 Lack of Legal Protection of Minority Shareholders's Benefits	28
Section1 problem of shareholder's meeting	28
Section2 problem1 of voting right	28
Section3 problem2 of voting right	29
Section4 problem of litigation concerning shareholders	30
Chapter4 Legal Establishment of Management Buyout.....	32
Subchapter 1 Special act of Management Buyout	33
Section1 the principles of management buyout	33
Section2 legal status of merger	34
Section3 amendment of company law	35
Section4 investment environment	36
Subchapter 2 Protection Law of State Owned Asserts.....	36
Section1 qualification1 for merger	36
Section2 qualification2 for merger	37
Section3 qualification3 protection law of state owed asserts	38
Subchapter 3 Legal Protection of Minority Shareholders's Benefits	40
Section1 accumulated voting right	40
Section2 the limitation of shareholder's voting right	41
Section3 legal procedure concerning protection of Minority Shareholders	42
Section4 litigation concerning protection of Minority Shareholders	43
Section5 perfection of shareholders's meeting	44
Section6 disclosure of information and sanctions for violations	45
Conclusion	46
References	47

前 言

管理层收购是指管理层利用自有资金或外部融资来购买其所经营公司的股份，以此完成由单纯的公司管理者到股东法律地位的转变并进而改变公司所有权结构、控制权结构的商事行为。作为一种新兴的并购形式，从 1999 年为“四通集团”所首先采用到 2002 年证监会颁布《上市公司收购管理办法》，中国的管理层收购就像一个新生的“婴儿”不断成长。近几年来，国内已经有十多家上市公司实施了管理层收购，同时有越来越多的公司正在酝酿此类收购。

管理层收购作为一种制度创新，有着降低企业代理成本、明确企业产权、完善公司治理结构、激励经理人员创业积极性等制度优势。在我国，推行管理层收购具有特别意义：众所周知，我国企业，特别是国有企业（当然包括国有上市公司）程度轻重不同地存在着产权结构不合理、“所有者缺位”、“内部人控制”以及经理人员激励不足等现象。管理层收购成为解决这些问题有效的途径之一。所以管理层收购具有巨大的市场需求和价值。

但是国内上市公司在推行管理层收购过程中，由于观念和体制的原因，尤其是立法的滞后或不合理，管理层收购面临过大的法律障碍和法律风险，甚至出现偏差，成为侵吞国有资产和侵害中小股东合法利益的工具。

要使管理层收购恢复其本来面目，发挥其积极作用，有必要对我国现行相关法律制度进行认真审视。首先要为其积极“松绑”，放开相关法律的融资限制，使管理层收购在我国走上“快车道”；同时也要完善相关立法，加强对国有资产和中小股东利益的保护。只有这样才能使管理层收购这种制度创新在推行企业产权改革中发挥健康作用。

由于管理层收购在我国推行历史不长，国内学者对此问题关注者不多，尤其从法律角度来审视和分析的更是鲜见。偶有论述的，大多文章仅是泛泛

而谈，并不深入。本文试图从管理层收购的理论基础、管理层收购出现的问题及法律制度原因、并提出立法建议等角度对我国管理层收购做一番法律透视，以求教于专家学者，并希望能对有关部门完善相关立法有所裨益。

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 管理层收购的基本问题

一、上市公司管理层收购的定义和法律特征

所谓管理层收购(Management Buyouts, 缩写为 MBO, 又译经理层收购、管理者收购等), 是典型的舶来概念。1980 年英国经济学家麦克·莱特 (Mike wright) 提出了该概念并给出了相应的定义, 即属于管理企业地位的人收购企业。^①随着我国市场经济的不断发展, 管理层收购的概念导入我国经济学界逐渐被认可。但迄今为止, 关于管理层收购的定义表述尚处于众说纷纭的局面, 没有准确完整的定义。有人认为, 管理层收购是杠杆收购 (LBO, 即 Leveraged Buyout) 的一种特殊方式, 当运用杠杆收购的主体是目标公司的经理层时, 一般的 LBO 就演变成了特殊的 MBO。在这个意义上, 管理层收购也可称为“管理层融资收购”。^②也有人认为, 管理层收购是管理者为了控制所在公司而购买该公司股份的行为。还有人将管理层收购表述为“指公司管理层利用自有资金或靠外部融资来购买其所经营公司的股份, 进而改变公司所有权结构、控制权结构和资产结构, 最终达到重组该公司并获得预期收益的行为”。^③此外还有诸多其他的表述。本文认为, 无论对管理层收购定义的表述如何, 它均包含了下列涵义: 收购主体是公司的管理层 (Management)、收购的对象是管理层所经营的公司股份、收购必须支付相应的对价 (Buyout)、收购的法律后果是管理层实现了股东身份的转变且取得了公司的控制权、收购的动机和目的是为了获取利润即具有商事性。基于此, 本文关于管理层收购的定义为: 管理层收购是管理层利用自有资金或外部融资来购买其所经营公司的股份, 以此完成由单纯的公司管理者到股东法律地位的转变并进而改变公司所有权结构、控制权结构的商事行为。相应的, 上市公司管理层收购

^① ALAN R, PALMITER. Corporations[M]. Beijing: Citic Publishing House, 2003. 517.

^② 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.

^③ 王阳, 李斌. 从员工持股到管理层收购 [M]. 北京: 机械工业出版社, 2003. 20.

即是指上市公司的管理层利用自有资金或外部融资来购买其所经营的上市公司的股份，以此完成由单纯的公司管理者到股东法律地位的转变并进而改变上市公司股权结构、控制权结构的商事行为。所以，上市公司管理层收购具有下列法律特征：^①

（一）上市公司管理层收购的主体是管理层

该特征将管理层收购与员工持股（Employee Stock Ownership Plans,缩写为 ESOP）区别开来。所谓员工持股，是指由公司内部员工个人出资认购本公司部分股份的商事行为，在通常情况下，员工持股采取委托工会或员工持股会或信托机构等进行集中持股管理的组织形式。显然，员工持股所要求的主体资格是员工，与管理层收购的主体是管理层是有区别的，因为后者通常是指公司的高管人员。

（二）上市公司管理层收购的对象是管理层所经营的公司股份

该特征将管理层收购与其他类型的股权收购相区别开来。该特征的直接法律后果是，管理层的法律地位发生了变化，即管理层既具有公司管理层的身份，也具有了公司股东的身份，完成了公司资产“所有权和经营权的合一”。

（三）上市公司管理层收购是管理层取得公司控制权的收购

该特征与经营层持股区别开来。从共同点看，经营层持股和管理层收购都是为了解决国有企业的产权和分配制度改革问题而设计的制度，以产权纽带、权责对称、激励约束机制等将管理层（经营层）利益与企业联系起来，但经营层持股不具有取得公司控制权的内涵。

^① 李明良，我国上市公司管理层收购的法律规制[EB/OL]. www.civillaw.com.cn, 2004-01-02.

（四）上市公司管理层收购的商事性特征

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潜力或存在潜在的管理效率空间。如果目标公司不存在该基础，则丧失管理层收购的前提条件。在具备该收购的前提下，管理层收购股权并控制该公司后通过资产及业务的重组，以节约代理成本、使公司获得巨大的现金流，从而实现以股东身份获得超过正常收益的目的。这充分体现了管理层收购的商事性特征。

二、管理层收购的理论基础研究

（一）西方经济学家关于管理层收购的理论阐释及其评析

任何商事制度的存在均有其理论基础。管理层收购到底有什么样的经济效益？这首先是经济学家对管理层收购制度的论证。在西方经济学界，关于管理层收购的理论十分发达，经济学家们从不同角度论证了管理层收购的理论基础。

1. 代理人成本理论

该理论认为，管理层收购是为了解决“代理人问题”。其论证逻辑可以表述为：由于管理层存在对自身利益的追求，那么没有任何理由或证据可以表明他们是无私的，或者会天然地与股东的利益保持一致。因此，委托人和代理人是不同的利益主体，而代理人具有偷懒和机会主义动机，在信息不对称的情形下，必然存在代理成本。即使管理层持有公司部分股权，但若只是拥有公司股份的一小部分时，也会产生大量代理成本问题，导致管理层的工作缺乏活力，或进行额外的职务消费。因为绝大多数的职务消费将由拥有绝大多数股份的所有者来负担。在所有权分散的大公司中，单个所有者没有足够的动力在监督管理层行为方面进行大量花费，或者说监督成本太高。

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.

厦门大学博硕士学位论文摘要库