

学校编码：10384
学 号：200208095

分类号_____密级_____
UDC _____

学 位 论 文

管理层收购的法律问题研究

Study on Legal Issues Concerning Management Buy-Outs

赖 小 妹

指导教师姓名：徐 崇 利 教 授

申请学位级别：硕 士

专 业 名 称：国 际 法 学

论文提交日期：2005 年 5 月

论文答辩时间：2005 年 月

学位授予单位：厦 门 大 学

学位授予日期：2005 年 月

答辩委员会主席：_____

评 阅 人：_____

2005 年 5 月

摘要

管理层收购起源于西方发达国家，后随改革开放舶入我国。作为一种新兴的企业并购模式，由于我国市场环境和法律制度的不完善，管理层收购在我国的实践中，存在许多法律问题。本文结合我国当前管理层收购的实施现状，借鉴西方国家及俄罗斯、东欧国家管理层收购的经验与教训，对我国管理层收购的完善提出了一些建议。

本文除前言和结语外，主文共分三章：

第一章首先对各种观点加以概括和总结，提出管理层收购的定义；接着分析了管理层收购的法律特征、法律性质，并对管理层收购与类似概念进行了比较；最后概述了我国管理层收购的法律环境和实施现状。

第二章对管理层收购在我国存在的法律问题及其成因进行了比较详细的分析，涉及我国管理层收购在收购主体、收购价格、融资渠道、信息披露以及其它方面的问题。

第三章对管理层收购在西方国家以及俄罗斯、东欧国家的实践进行了介绍，分析了上述国家管理层收购的经验与教训。在此基础上，提出了完善我国管理层收购法律制度的若干建议。

关键词：管理层收购；法律问题；完善

ABSTRACT

Management Buy—Outs(MBO) arises from western developed countries. Since the reforming and opening policy is putted into force, many western theories are introduced to Chinese, including the theory and practice of MBO. MBO is a new pattern of the mergers and acquisitions of corporation. For the immaturity of the market situations, there are many juristic problems about MBO. The thesis analyzed these problems and gives some advices for perfecting the MBO in China. Besides the preface and conclusion, the thesis consists of three chapters.

Besides the preface and conclusion, the thesis consists of three chapters. Chapter one summarizes different viewpoints of the conception of MBO and presents the definition of MBO, then analyzes the jural characteristics and essence. On ground of these, it further compares MBO with analogous concepts. At last, summarizes the jural environment and the implement status.

Chapter two particularly construes the existing legislate insufficiency and the reasons of MBO in China. It proposes many issues of MBO, such as the conductors, financing, purchasing price, information disclosure, et.

For the further study, chapter three introduces the practices of western countries, Russia and eastern countries about MBO. After researching these countries' experiences and lessons of MBO, the thesis puts forward many suggestions on how to perfect the legislation of MBO in China.

Keywords: Management buy-outs(MBO), Legal issues, Consummate

目 录

前 言	1
第一章 管理层收购概论	2
第一节 管理层收购的法律界定	2
一、管理层收购的概念	2
二、管理层收购的法律特征	3
三、管理层收购的法律性质	6
四、管理层收购与类似概念	8
第二节 我国管理层收购的实施状况	9
一、关于我国管理层收购的争议	10
二、我国目前管理层收购的法制环境	12
三、我国管理层收购的现状	15
第二章 我国管理层收购存在的问题	19
第一节 我国管理层收购滋生问题的根源	19
一、传统观念的束缚	19
二、现行体制的缺陷	20
第二节 我国管理层收购的法律问题	22
一、与收购主体有关的法律问题	22
二、与收购融资有关的法律问题	27
三、与收购价格有关的法律问题	33
四、与信息披露有关的法律问题	35
五、其他法律问题	39

第三章 我国管理层收购制度的完善	42
第一节 国外管理层收购法律实践对我国的借鉴意义	42
一、西方国家的管理层收购.....	42
二、俄罗斯、东欧国家的管理层收购.....	44
三、国外管理层收购的经验与教训.....	45
第二节 完善我国管理层收购制度的对策建议	48
一、完善管理层收购的法制环境.....	48
二、完善管理层收购的市场环境.....	54
三、加强对管理层收购的监管.....	57
结 语	62
参考文献	64

CONTENTS

Section 4	The issues of the information disclosure of Management Buy-Outs	35
Section 5	Other issues on law	39
Chapter 3	The system consummating of PRC's Management Buy-Outs	42
Subchapter 1	The guidance of overseas countries' practices on law to PRC's Management Buy-Outs.....	42
Section 1	The Management Buy-Outs of western countries.....	42
Section 2	The Management Buy-Outs of Russia and east European countries.....	45
Section 3	The experiences and lessons of overseas Management Buy-Outs	45
Subchapter 2	The advices for consummating the system of PRC's Management Buy-Outs.....	48
Section 1	Consummating the jural circumstance of Management Buy-Outs	49
Section 2	Consummating the market circumstance of Management Buy-Outs	54
Section 3	Intensifying the surveillance to Management Buy-Outs ...	58
Conclusion		62
Bibliography		64

前 言

管理层收购是随着我国经济体制改革的不断深入而传入我国的。我国的第一个尝试者是四通集团，该集团于 1999 年率先进行大胆的探索，并引发了我国管理层收购的热潮。¹作为一种便利的所有权转换机制和制度创新，管理层收购对于降低代理成本，提高公司经营管理效率以及优化社会资源配置都有重要意义。但是作为一种新生事物，管理层收购在我国尚缺乏完善的法律环境滋养，在实践中出现了很多的负面效应。因此，在鼓励和推进管理层收购之先，有必要从法律角度对我国管理层收购的有关问题进行深入研究，以便对该制度加以改进和完善，使管理层收购在我国国有企业改革中充分发挥其应有之功效。

¹ 陈雁飞. MBO法律规制的经济分析[OL]. www.civillaw.com.cn/weizhang/default, 2005-1-20.

第一章 管理层收购概论

第一节 管理层收购的法律界定

一、管理层收购的概念

所谓管理层收购(Management Buy—Outs, 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, 即属于管理企业层的人收购企业。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并逐渐被认可。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状况。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, 一般的杠杆收购就演变成了特殊的管理层收购。²在这个意义上, 管理层收购也可称为“管理层融资收购”。³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。⁴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。”⁵此外还有诸多其他的表述。

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, 本文对于管理层收购的定义为: 管理层收购是管

² 王培荣, 梁扬予. 经营管理层收购与持股[M]. 中国财政经济出版社, 2003. 1-4.

³ 王阳, 李斌. 从员工持股到管理者收购[M]. 机械工业出版社, 2003. 21.

⁴ 同上, 第1页。

⁵ 孙国茂. 管理者收购研究[OL]. 载投行在线. www.investbank.com.cn, 2003-2-19.

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、控制权结构的民商事行为。我国现行公司法和证券法均没有对管理层收购进行定义。2002年12月中国证监会实施的《上市公司收购管理办法》，虽然对“收购”的概念作出了界定，但却没有对管理层收购的定义及所涉及的法律问题进行规定。

二、管理层收购的法律特征

相对于其它的收购行为而言，管理层收购具有以下特点：

（一）管理层收购是对传统公司理念的一种反叛

这种反叛具体表现为两个方面：

其一，管理层收购追求所有权和经营权两权合一。按照传统的公司理念，现代企业制度追求的是所有权与经营权的分离，即股东通过委托代理授权管理者并将经营权逐步剥离；而在管理层收购中，管理层通过收购，使企业的经营者变成所有者，在某种程度上实现了所有权与经营权的统一。

其二，管理层收购追求公司下市，即回购上市公司发行在外的股票（对于收购上市公司而言）。在融资方面，传统的观念往往是力求公司上市以扩大融资渠道；而管理层收购则相反，它是一种下市行为，通过管理层回购上市公司发行在外的股份，从而使公众持股公司转变为私人控制的公司，即转为非上市公司。

（二）管理层收购主体的特定性

在管理层收购中，其收购方是始终恒定不变的，即为目标公司的经营管理团队，而非公司普通员工或外部第三人。正是由于收购主体的特殊性，这种公司收购方式被冠之以管理层收购，并因此具有了不同于一般公司收购的特色。目前，对于目标公司的经营管理团队或管理层外延的界定，仍存有一定争议。国外管理层收购的实施主体主要是职业经理人，通常不包

括董事长及董事会成员；而在目前国内管理层收购案例中，收购主体基本包括了董事长、董事和经理整个创业团队，这一点与中国特定国情下的国有企业股权结构有很大关系。⁶

一般而言，公司董事及董事会是公司股东利益的直接代言人或者直接由主要股东兼任董事。董事会的成员通过议事机构实现对公司营运的重大决策，代表了股东资本意志的导向，而往往并不涉及直接的企业日常经营管理。这一方面的事务则是交给职业经理人来组织实施，具体贯彻资本意志。由此可见，公司董事大致处于类似“委托人”的角色，而职业经理人处于“受托人”的代理者地位。处于高管阶层的经理们正是由于有了“事必躬亲”的机会，获得了相对于外部第三人的巨大信息优势，才会进一步产生收购本公司的动力。所以，在管理层收购主体的特定性中，其收购主体应该进一步明确界定为职业经理人。当然，也不排除某些董事（主要是执行董事、内部董事）参与到管理层收购中来，但应当以他们兼任公司经理层的某个职位为前提。因此，“管理层收购”又可称为“经理层收购”或者“经理人融资收购”。

（三）管理层收购资金的特殊性

管理层收购操作的核心是杠杆原理。事实上正是因为杠杆收购的存在，管理层收购才获得生存扩展的空间。管理层收购的标的是公司的控制性股权或者是与控制权相联系的资产，所需金额较大，通常远远超出了经理层的个人支付能力。面对巨额的收购资金缺口，管理层不得不求助于外源性融资，实行高负债率的财务杠杆。在西方管理层收购交易中，一般而言，负债占总资本的 90%，以企业的资产作为抵押，并一直以企业运营的现金流偿付负债。其中第一债权人，包括商业银行和财务公司等，具有第一请求权，如果企业破产，他们关注企业的支付能力，偿债期限一般为

⁶ 魏刚. 高级管理层激励与上市公司经营绩效[J]. 经济研究, 2000, (3): 32-39.

5~10年。第二债权人主要是机构投资者，比如养老基金、财务公司，在企业破产时具有第二请求权，所以它们比第一债权人具有更大的风险，经常要求企业提供担保以促进交易成功。普通股投资者占交易的市场价值的10%，这些投资者包括公司的管理团队、杠杆收购专家及一些附加的投资者，如风险资本家和职工。⁷

（四）管理层收购后续整合性

通过资产脱出（Exit）包括上市、出售、股份回购等方式来实现管理者和投资者的最大化回报，是管理层收购终极意义的必然归宿。因此，管理层收购应当以促进公司的良性发展为近期目标，通过重组整合公司业务来实现预期收益。管理层收购的后续整合实际上基于以下两个方面的理由，亦是管理层收购前述两个特点的逻辑发展：

其一，收购主体的特殊性决定了经理层担负的角色责任。区别于一般外来投资者可以自由进行股权交易，法律禁止公司管理层在证券市场上买进卖出股票的牟利行为。基于善管义务和忠实义务的内在要求，职业经理人获取公司控制权的行为，不应该怀有投机性目的，否则其紧密维系在企业经营成果上的努力将白费，其声誉也将受到严重损害，同时还会遭受法律的制裁。如果按与公司密切联系程度的不同，将股东群体划分为经营股东、投资股东和投机股东三个层次的话，管理层收购后的管理层应当属于经营股东，而绝非投机股东。由于控制股东和经理人双重角色的担当，他们对于公司业绩的提升必须承担起切实的责任，伴随管理层收购的后续整合亦是其应有之义，西方国家典型的管理层收购案例无不证实了这一点。

其二，融资的杠杆性使企业背负上了沉重的资产负债压力，管理层必须进行战略调整等一系列重组活动，努力提高公司的盈利水平，使正常的

⁷ 贺小刚. 管理者收购：国外现状、研究及其在中国的发展[J]. 改革, 2002, (4): 54-62.

现金流量能满足还本付息的需要；同时管理层收购的目标公司一般都具有“潜在的管理效率空间”，实施管理层收购的管理层可以充分利用自身掌握的信息优势，同时借助于投资银行等中介机构的专业力量，采取成本降低计划、改变市场策略等有效举措，降低公司的财务费用和负债水平，实现公司经营绩效的显著改善。

三、管理层收购的法律性质

在民商法层面上考察，管理层收购首先是一种民事法律行为（或称之为民商事法律行为），它是目标公司的管理层与原股东之间的股权转让行为。同时，管理层收购又是一种特殊的民事法律行为，除应遵守平等、自愿、诚信等原则外，它还必须遵守证券法以及相关法律、法规所规定的强制性规范。另外，国家也在管理层收购过程中起着特殊作用，因而管理层收购也带有浓厚的政府色彩。

第一，管理层收购行为之法律本质是私法主体之间所进行的股权转让行为，即是目标公司股份持有人（公司之所有者或投资者，即管理层收购中之卖方）和购买目标公司股份之管理阶层（管理层收购中之买方，即收购方），依据市场交易规则所进行的股份买卖行为。这种股份买卖行为的结果，导致目标公司的股权由原股东转移至公司的管理阶层，从而引起原民事法律关系的变更，原有的公司内部契约关系为新的契约关系所取代，原公司所有人与职业经理人之间的委托代理链消失，进而导致相应的私法上的权利和义务关系的变动，并伴随公司代理成本的降低。股权的让渡是管理层收购的法律本质，股份的流动是其外观表现形式。

第二，民法之平等、自愿、有偿、诚信原则是管理层收购行动的基本准则。在我国的管理层收购行动中，管理层收购的客体主要是国家股、国有法人股，国家作为一方主体的意思表示是通过国家授权的机构进行的。在管理层收购过程中，国家不是仲裁者，而是演变成一特殊的民法上的主

体，国家的法律地位与管理层收购目标公司的收购者（管理层）是相同的，双方是在平等、自愿、有偿、诚信原则下形成收购协议（股权转让协议）的。这个协议是市场化、商事化的协议。国家不会强制目标公司管理层收购其持有的目标公司股份，目标公司管理层也无权强制国家将其持有的目标公司的股份出售给管理层。

第三，管理层收购是体现国家作用的特殊民事法律行为。在管理层收购中，国家的身份具有双重性：一方面，目标公司中的国有股和国有法人股是国有资产，国家是其最终所有人，国家有权决定是否转让其所持有的股份。国家是通过其执行机构（国有资产监督管理委员会）作出是否将其所持有的目标公司股份向目标公司管理层转让以及如何转让的意思表示等。如果国家作出了不予批准的决定，则意味着国家作为卖方的股东没有出售其所持有的目标公司股权的意思。此时的国家是民法上的国家。另一方面，国家又是游戏规则的制定者和特定行为的监管者。鉴于管理层收购行动并不是买卖双方一拍即合的简单交易，其所涉及的股权数额巨大，其完成会导致目标公司控制权由国家直接转移至私人（目标公司管理层）或私营公司法人手中，并具有广泛的社会影响。因此，国家通过法律的形式为国家股和国有法人股向个人、私营企业或境外投资者转让制定了严格的审批制度。这样，政府的认可和批准就成了管理层收购能否最终成功的关键因素。此时的国家是公法上的国家。

此外，管理层收购行动还要受到劳动法、税法、反垄断法等法域中强制性规范的约束。

由上可见，管理层收购本质上是民商事法律框架内的行动，受民商事法律规范调整。但由于我国制度上的缺陷和管理层收购行为本身的复杂性，几乎每一宗管理层收购均有政府行为的介入，使管理层收购这样一个纯商事法上的行为染上了浓厚的政府色彩。因此，中国化的管理层收购是

一种具有政府干预色彩的特殊民商事法律行为。

四、管理层收购与类似概念

（一）管理层收购和经理股票期权

经理股票期权（ESO, Executive Stock Options）是指，经营者享有在与本公司约定的期限内，以某一预先确定的价格购买一定数量本公司股票的权利。从本质上说，它是一种股票期权，⁸指买卖双方按约定价格在特定时间买进或卖出一定数量某种股票的权利。期权买方以支付一定数量的期权费为代价而拥有股票期权，但不承担必须买进或卖出一定数量某种股票的义务；期权卖方则在收取了一定数量的期权费后，承担在一定期限内服从期权买方的选择，卖出或买进一定数量某种股票的义务。管理层收购和经理股票期权都可以起到激励管理层的目的，但经理股票期权不会产生公司控制权转移的结果，并且管理层享有最终是否购买股票的选择权；而实施管理层收购的管理层则是为了取得实实在在的股票所有权和对公司的控制权。

（二）管理层收购和员工持股计划

员工持股计划（ESOP, Employee Stock Ownership Plans）是指，由公司员工通过自筹或借债所融资金购买本公司的股份，从而以劳动者和所有者的双重身份参与公司生产和经营管理的一种制度。与经理股票期权相比，员工持股计划更接近于管理层收购。员工持股计划可以只是一种激励制度，也可以是为了转移公司的控制权，差别就在于这一计划实施的力度。当实施员工持股计划后使公司控制权发生转移时，实质上是一次并购的完成，这在本质上和管理层收购是一致的，不同的只是收购主体不一样；而且在员工持股计划实施过程中，由于管理层往往实际控制收购主体，因此公司的控制权实际上最终也是被管理者得到。由此可见，管理层收购可以

⁸ 胡俞越. 经理层革命——股票期权制度与经理层融资收购[M]. 中国财政经济出版社, 2000. 274.

采取员工持股计划的方式实施。

（三）管理层收购与员工控股收购、管理层员工联合收购

一般把公司雇员区分为两个层次，即管理层和普通员工。从狭义上看，员工控股收购，即Employee Buyout (EBO)，仅指除公司高层管理人员以外的普通员工进行的收购，从而与管理层收购相区别；但从广义上看，员工控股收购可以包容管理层收购的内涵，从而构成一个上位概念。正是考虑了不同层面理解的不便，管理层员工联合收购的概念才得以形成，即Management and Employee Buyout (MEBO)，特指管理层与普通员工联合一起收购所任职公司的股权或资产。这里的“Employee”已被明晰界定为普通员工，不再有滋生歧义的困扰，故有学者把管理层员工联合收购称为管理层收购的一种变体，归于管理层收购范畴。⁹

（四）管理层收购与外部管理团队融资收购的比较

外部管理团队融资收购(Management Buy—In, 简称MBI)是指, 一个新组建的外部管理团队在金融机构的帮助下, 收购他人管理下的企业的控股股权。¹⁰空降的管理团队虽然是在同一行业里有多年经验的管理人员, 但由于他们对目标企业的认识不如内部管理人员, 而且容易与留下来的员工产生冲突。所以, 一般外部管理团队融资收购的投资风险要比管理层收购要大一些, 而投资公司对外部管理团队融资收购的期望收益也比管理层收购要高一些。从另一方面来看, 外部来的管理团队往往能带来新的管理思想, 他们没有太多的思想包袱, 敢于大刀阔斧地进行改革, 故可以为企业带来新面貌。

第二节 我国管理层收购的实施状况

因受市场环境以及法律制度等各方面因素的制约, 管理层收购在我国

⁹ 黄中文. 经理人融资收购(MBO)的国际经验及其在我国的发展[J]. 经济研究参考, 2000, (13): 17-19.

¹⁰ 缪家文. 经理人融资收购的几种形式[OL]. www.Blogchina.com, 2004-7-17.

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