

# 企业管理层投资收购方式浅探

中国矿业大学管理学院教授 郭振宇 朱学义

2003年12月15日,国务院办公厅转发国资委《关于规范国有企业改制工作意见》,提出了国有企业改制的十条规则,其中,第十条是“管理层收购”。这是自财政部2003年3月暂停企业管理层收购方案审批以来的第一个充分肯定我国推行管理层收购的文件。本文拟就企业管理层投资收购方式谈谈以下看法。

## 一、管理层收购的概念

管理层收购(MBO)的含义是:管理层为了控制所在公司而购买该公司股份的行为。我国国务院办公厅转发国资委《关于规范国有企业改制工作意见》中确认的“管理层收购”,是指企业管理层通过自有资金或社会融资等方式收购企业的全部或部分国有产权,实现对企业的控股或参股。

MBO最初是指上市公司的股份回购。这种回购主要由公司管理层发起,以取得公司控制权为目的,通过收购本公司全部或大部分股份而改变公司所有权结构,借以维护公司管理层的自身利益。随着MBO的发展,其形式也在不断变化,实践中出现了另外几种MBO形式:一是由目标公司管理层与外来投资者或并购专家组成投资集团来实施收购,这样可以使MBO更易获得成功;二是管理层收购与员工持股计划或员工控股收购(EBO)相结合,通过向目标公司员工发售股权进行股权融资,从而免交税收、降低收购成本。

## 二、我国管理层收购的适用范围及模式

根据我国国有资产管理体制改革的方向和任务,目前国有资产可以分为两类:一是国家准备很快退出的行业的国有资产;二是将来打算退出而近期要继续经营的行业的国有资产;三是国家始终都要控制的行业的国有资产。根据我国的现状和国有资产管理体制改革的进程,试行MBO的目标企业是中小型企业,主要是拥有第一类资产的企业,包括上市公司;拥有第二类资产的企业应该根据情况逐步试点;对于拥有第三类资产的企业,应加快建立现代企业制度的步伐,创新激励机制,采取全面薪酬计划激励管理层。就目前而言,具体实行MBO的企业类型有:国有资本退出的企业、国有民营型上市公司、国有民营型非上市公司、集体企业、反收购时期的公司、拟剥离业务或资产的公司等。

我国MBO的收购模式主要有五种:①管理层直接出资收购;②组建职工持股会收购(由于职工持股会不具法人资格,该收购模式不再推广);③成立投资公司收购;④引入外部法人资金收购;⑤回收股票收购。

在我国MBO的收购模式中,对一些经济效益较好的企业,可以采用成立投资公司的方式收购,简称投资收购。本文

就此设计具体的投资收购方案。

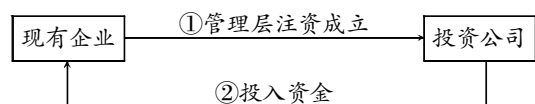
## 三、企业管理层投资收购方案

1.确定企业管理层的人员范围。包括:总经理1人、党委书记1人、副总经理3~4人、总会计师1人、总工程师1人、总经济师1人等。

2.由企业管理层注册成立投资公司。要首先确定投资公司的注册资本,以企业管理层对现有企业达到绝对控股(即控股比例在50%以上)或相对控股(即控股比例在20%~50%之间)为目标,企业管理层向投资公司投资,投资额可分为三个等级:总经理和党委书记最高,副总经理次之,管理层其他人员再次之。

3.由新成立的投资公司向现有企业投资。通过投资,企业管理层拥有现有企业的股权。

4.建立相应的规章制度,进行公司化规范运作。企业管理层投资收购方案如下图:



企业管理层投资收购方案设计图

## 四、我国企业管理层投资收购实例回顾

1997年10月6日,杭州正大青春宝药业有限公司董事会做出一项决策:从公司1.5亿元的国有净资产中划出15%卖给职工个人,其中,中方总经理冯根生可持有总资产2%即300万元的股份。1998年6月6日,杭州市政府批准此方案,同意职工以现金方式购买股权。1998年7月12日,冯根生个人出资33万元,向杭州市商业银行借款270万元,买下了257万股企业股份,“管理层收购控股”得以实现。

2002年11月26日,中国康辉旅行社有限责任公司新的董事会、监事会和管理层产生。管理层人员直接用现金购买股权,以2450万元从首旅集团手中买下了康辉49%的股权。

## 五、企业管理层投资收购的可行性分析

我国最早实行经营者群体持股计划的是一家非上市公司——上海埃通公司,其背景是1996年底上海纺织控股集团出台的《企业经营群体持股办法》,该办法明确规定:经营者群体持股比例应在5%~20%之间,主要经营持有股份不低于经营者群体持有股份的20%。1997年初上海埃通公司成立,注册资本为1300万元,第一大股东太平洋机电公司划出100万股实施经营者群体持股。实施范围包括企业中层以上



# 突破无形资产出资限定的理论分析

复旦大学经济学院博士 孙琳

随着我国社会主义市场经济的深入发展,知识创新步伐不断加快,无形资产在企业资产中所占的比重越来越大,以高新技术创新为原动力的新经济浪潮对经济的影响也不断扩大。1999年4月,国家科技部就已正式颁布了《关于促进科技成果转化若干规定》,使得无形资产在企业招商引资、生产经营中扮演了更加重要的角色。与此同时,我国企业尤其是高新技术企业要求扩大无形资产出资范围、提高无形资产占注册资本的比例的呼声也越来越高。

## 一、有关无形资产出资的规定

据不完全统计,国家部委发布的有关无形资产出资的文件约为十余项。各项法律法规的颁布使无形资产在企业的会计核算、价值评估方面以及在进行与企业无形资产投资有关的某些经济行为时有了规范和指南。

1.无形资产的出资范围。据有关资料统计,经济学中涉及的无形资产多达29种,我国评估机构涉及的无形资产约12种,但是真正列入会计报表的只有7种。在知识经济时代,这样的信息显然不能真实、准确地反映企业的经营状况。为适应经济全球化的发展,无形资产包括的内容不应该是固定不变的,而应随着经济、技术和管理的变化而变化。因此,确定无形资产的内容,一方面要考虑无形资产的本质属性,另一方面要考虑

干部与业务骨干约三十余人,持股比例为7.7%。1997年7月公司改制时,经营者群体持股比例增加至20%,共260万股。此时公司的股权结构为国家持股47%,经营者群体持股20%,职工持股10%,社会股东持股23%。另外对公司总经理和党委书记实行期股制,总经理和党委书记分别获得88万股和37.4万股期股。包括总经理在内的经营者群体持股资金都来源于第一大股东太平洋机电公司的无息贷款,贷款期为8年,8年后归还本金,股权归个人所有。

由于我国金融市场不够发达,我国企业管理层投资收购存在问题:一方面,提供债权资本的投资人需要目标公司为管理层的融资提供一定的资产保证;另一方面,国有企业的管理层长期拿的是工资,其自身一般无法承担收购股权的巨大代价,必须依靠外部融资解决资金问题。但是,我国现行法律又不允许公司为其股东、董事和其他高级管理人员提供任何形式的担保,因此,即使由管理层自行筹资,也只能进行有中国特色的金融创新尝试。因此,我国企业管理层收购大型企业,仅仅依靠管理层自身的积累资金是不可能完成收购的,而只能向投资者、债权人、企业股东等能够提供资金(或股份)的利益关系人筹资或做出某种承诺,以便获得收购工作的最终

经济、技术和管理的要求,使其能真正反映时代特征。

从性质上看,无形资产应当是一种能够为主体带来经济利益的知识产品,也是一种权利。但关于这种权利的范围的界定在学术界多有争议,现有立法大多采取“概括式”或“不完全列举式”对无形资产的范围进行界定,我国《公司法》采取的就是“不完全列举式”,但能否以法律列举之外的其他无形资产出资呢?

现有法律规定,“以知识产权、非专利技术和土地使用权等无形资产出资的,应当验证其产权归属,并按照国家有关规定在资产评估或各出资者商定的基础上审验其价值”,“允许和鼓励技术、管理等生产要素参与收益分配”,“加强对知识产权的管理和保护”,“高新技术成果、人力资本、智力成果均属于无形资产的范畴”,“国有企业改革时,可以名称和字号作为无形资产投资,不超过20%”,“以商誉、资源优势、企业名称等无形资产作价出资的,不得超过注册资本的20%,并需经评估机构评估”。

为此,从国内外有关无形资产的法律法规及经济发展的实际需要来看,有必要调整企业无形资产出资的范围。

## 2.无形资产的出资比例。

(1)无形资产出资与公司资本。我国《公司法》实行的是产成功。

然而,我国企业管理层收购中小型企业,一部分达到控股还是可以做到的。例如,2002年徐州市有中小型企业699户,占全市规模以上工业企业743户的94%,其资产总额为1 730 062万元,占全市规模以上工业企业资产总额5 917 323万元的29%,平均每户资产总额2 475万元,按平均资产负债率63%(即净资产率为37%)计算,平均每户所有者权益(净资产)总额为915.75万元。如果将企业管理层收购企业的控股比例确定为51%,平均每户企业假定为7人,则平均每人出资66.7万元。因此,徐州市中小型企业实行管理层控股收购是可行的。如果就徐州市632户小型企业分析,平均每户所有者权益(净资产)总额580万元。如果将企业管理层收购企业的控股比例确定为51%,平均每户企业假定为7人,则平均每人出资42万元。因此,徐州市小型企业实行管理层控股收购更可行。当然,管理层收购不一定都控股,做到参股也行。

从以上分析可见,我国一些经济效益较好的企业,尤其是中小型企业,实行企业管理层投资收购是可行的。□

(本文为江苏省财政厅立项课题[苏财企(2003)17号]和中国矿业大学立项课题(OZ 2337)部分成果。)