

行政院國家科學委員會專題研究計畫 成果報告

中國管理層收購法律環境之研究 研究成果報告(精簡版)

計畫類別：個別型
計畫編號：NSC 97-2410-H-009-022-
執行期間：97年08月01日至98年07月31日
執行單位：國立交通大學科技法律研究所

計畫主持人：王文杰

計畫參與人員：此計畫無其他參與人員

處理方式：本計畫可公開查詢

中 華 民 國 99 年 01 月 08 日

國科會結案報告

中國管理層收購法律環境之研究

壹、前言

中國大陸自 1978 年改革開放以來，直到 2001 年底中國正式加入 WTO 與世界經濟接軌，中國積極利用外資作為建設市場經濟利器，同時在經濟體制改革歷程中不斷引入外國商業模式作為企業改革的依託。

國有企業改革一直是中國經濟體制的重中之重。而 1960 年代盛行於英美的管理層收購 (Management Buy-outs, MBO)，因其主要透過特定的收購主體利用外部融資手段購買目標公司的股份，從而改變公司所有者結構、控制權結構及公司資產結構的一種模式。管理層收購透過市場化運作，實現以產權交易為基礎的控制權交易，達成公司所有權與經營權統一¹。很大程度契合於國有企業改革的特殊結構需求，也在 1990 年代被引進中國。

管理層收購對中國為一種企業制度改革的創新方式，在中國正式出現的時間雖然不長，卻有實質發展的趨勢。自 1997 年大眾科創、大眾交通開始，到 1998 年的四通集團，再到 2001 年的「粵美的」公司，中國眾多上市公司已經完成、正在或是希望通過這種收購方式對企業進行根本改造，而更多的非上市國有或集體所有制企業也紛紛涉足此一領域。管理層收購，這種商業活動在中國越來越頻繁地被使用²。

¹任自力，管理層收購 MBO 的法律困境與出路，法律出版社，2005 年 10 月，頁 7。

²根據南京產權交易中心公佈之統計資料：自 2003 年 1 月 1 日至 2004 年 1 月 28 日，該中心完成交易共計 237 件，交易金額達 34.65 億人民幣，交易涉及總資產達 104.71 億人民幣。在所有交易中，MBO 之交易有 145 件，占了 61.18%。<http://www.njcqjy.com/> (last visited 2009/7/22)

貳、研究目的--中國管理層收購的法律制度繼受與考察

中國大陸法制發展的軌跡儘管戲碼不同，例如一開始的繼受對象是指涉向蘇聯，1978 年之後又逐漸轉回以西方法制為繼受的軌道之上，但是這場到目前都尚未有完結篇的繼受歷程，何以過程鉅力萬鈞？是大陸政府有步驟地將計劃經濟體制朝向市場經濟體制的轉換，致使主角在戲中臨時換角？或是有其他的關鍵性因素所左右？如何加以考察並獲致一個初步的成果，以利國人對於中國法制的嬗變歷程作一個基本的瞭解。

管理層收購對於中國，作為一種企業制度改革的創新方式，管理層收購對於明晰國有企業的產權、降低企業代理成本、激發經營管理者的人力資本要素、完善公司治理結構、實現國有資本的政策性退出等具有重要意義。但由於中國現行有關管理層收購法律制度並不健全，迄今尚無專項法規為適用，使得企業具體實務中關於管理層收購的運作面臨著一系列的嚴重問題，如收購主體不適格、收購資金來源不明、國有資產轉讓定價不合理、資訊披露不完整，以及由此所引發的國有資產的大量流失與社會分配公正性的缺失等。相關諸多問題的存在，使得管理層收購行為備受爭議，使得國外行之有年的管理層收購制度運作本身的價值及其在中國企業界應用的可行性產生諸多疑慮。

本計畫在於經由對管理層收購制度在引進於中國之後，嫁接在計畫經濟體制下朝向鬆脫與涉入新制度的創新下，是否能有所改變於中國既有體制的變化，同時觀察於既有法律制度的規範是否能有所適用。

參、研究內容與發現

管理層收購所涉及的法律制度內容較為廣泛，包括公司治理結構、收購主體、收購融資、資訊披露、管理層的利益衝突、反收購措施、資產定價等諸多方面，其中不少內容同時也是經濟學或管理學所關注的問題。在「管理層」定義方面，中國法規當中有明確提及「管理層收購」一詞之依據為 2005 年 4 月 11 日國資

委和財政部聯合發布之《企業國有產權向管理層轉讓暫行規定》第2條規定：「本規定所稱『管理層』是指轉讓標的企業及標的企業國有產權直接或間接持有單位負責人以及其他領導成員。『企業國有產權向管理層轉讓』是指向管理層轉讓，或者向管理層直接或間接出資設立企業轉讓的行為。」此規定將管理層限縮在國有企業直接或間接之單位負責人和管理層，由於中國將管理層收購作為國有企業改革改制的實現形式，希冀藉由管理層收購作為一種改革探索並對企業管理層發揮積極之激勵作用³。

2002年10月1日發布並於同年12月1日實施之「上市公司收購管理辦法」少數明文規範協議收購中，管理層收購之資訊揭露部分，惟管理層收購系統性詳細管理辦法及法律尚未訂定。2003年中國雖陸續發布管理層收購相關法令，諸如「關於企業國有產權轉讓的若干規定」、「關於加強企業國有產權交易監管有關工作的通知」、「企業國有產權轉讓管理暫行辦法」、「關於企業國有資產轉讓有關問題的通知」、「關於規範上市公司實際控制權轉讓行為有關問題的通知」、「關於加強社會公眾股股東權益保護的若干規定」等，惟對於管理層收購融資過程及國有產權歸屬等細節尚未有法律明文，使得實務運作中出現許多定價過程中造就更多國有資產的流失的黑箱弊病。

中國仍處於一轉型經濟，MBO產業環境風險極高，法制環境亦不健全、資訊不對等；證券市場不成熟健全；經理人市場缺失⁴使得2003年3月中國財政部在發至原國家經貿委企業司關於「國有企業改革有關問題之覆函」⁵中建議，在管理層收購法另尚未完善前，關於國有股權移轉暫停受理核審批。2005年4月公布「企業國有產權向管理層轉讓暫行規定」則區分國有大型企業國有股不得進

³請參見2005年《企業國有產權向管理層轉讓暫行規定》答記者問。晚近，中國各行政機關在發布重要法規之際，均會以答記者問的形式，就該法規、規章的制定背景、主要核心議題作回應，其很大程度代表著官方的立場與看法，殊值注意。

⁴張宇、李仕明、馬永開，西方MBO動因理論及其在中國實踐中的異化分析，當代經濟管理，第27卷第5期，2005年10月。

⁵財企便函2003年9號

行管理層收購；但對中小型國有企業進行管理層收購之鬆綁。中國管理層收購未來首先面臨之挑戰為如何維持公平定價原則，維護國有資產不流失，完善之資訊揭露，保護目標公司股東權益等問題。

蓋因中國公司制度的發展，一直與國有企業改革有著不可割捨的關係在，不瞭解這一背景，將無法深度掌握中國公司制度發展的內涵⁶。公司組織形式是一種相對來講沒有意識型態色彩的概念，中國政府發現它可以被用於重新界定不同經濟參與者之間，包括各獨立的經濟主體和政府之間的廣泛關係。由於這種組織形式變化完全不同於過去僅在既有體制上對國有企業單一公有主體的改革，它套進了西方公司法律制度的體制作為規範依據，不同於過去妥協既有體制下的企業立法，使得這項立法本身也是一種具有高度劇變的繼受體制變遷⁷。

企業併購活動直接或間接與一國之經濟體制、宏觀政策、法治架構牽連，由於中國之特殊證券市場、法治不全，管理層於目標公司進行MBO之後，並不關心於目標公司在證券市場價值表現，更側重於如何透過之後融資計畫資金操作，利用配股和增加發行股票等方式將公司利益移轉給管理層自身，與股東利益皆相抵觸。促使一個利益良善的商業模式在中國進行反而受到扭曲，而這種扭曲往往的結構性的。這說明了制度間的移植是一個極度複雜的過程，儘管世界各國在公司治理改革的目的上逐步趨同，但任何一種特定制度下的改革軌跡和終局選擇，

⁶ 從七〇年代末期，逐步進行經濟體制改革以來，國有企業的改革一直是作為經濟體制改革的中心環節，並為此計劃經濟體制下的「遺產」進行了一系列的重大改革措施。國有企業在面臨著傳統體制下的諸多缺陷下，中國對於企業改革是以「摸著石頭過河」逐步嘗試的。綜觀國有企業改革二十餘年來的歷程中先後實施了利潤留成、利改稅、承包經營制等措施，儘管對於國有企業的弊病雖有所改觀，但是這些改革方案本身整體上仍是循著「擴權讓利」思路的繼續，對於國有企業的所有制結構並無深刻的觸動，企業改革並沒有得到實質的進展。

⁷ Wen-Chieh, Wang, "The 2005 Revision to China's Company Law," Harvard China Review, Vol. 7, No.1, P63-76 (2006)

還是由強烈的當地力量所決定的⁸。

中國在併購制度的引進，以期朝向更健全的商業環境時，應先解決股權分置問題。國有股過度集中必且缺乏「退出機制」⁹，這是上市公司股權結構不均衡乃至於是公司治理機制無效的根源所在。中國在引入證券市場這一制度安排之初，也堅持了公有制的經濟基礎，這種矛盾之間衍生了一種惡性循環¹⁰。也正是中國證券市場的體制結構發展一開始便是處於特殊的動機之上，並獨厚於國有企業，以及存在絕大多數非流通股板塊的具體事實，造就於許多的制度設計與實際運作都遷就於此。健全公司治理，充實金融法治環境，使得外資或私募基金之投入有法可依，能夠吸取專業經理人其管理經驗、技術know-how與管理知識、提昇產品品質，並與管理層形成競爭與彼此制衡，讓市場機制運作，使中國發展專業經理人制度，才是達成中國欲實現國家退出國有企業，根本之策¹¹。

管理層收購之後公司產權結構調整、激勵機制皆有所調整，管理層收購完成後上市公司在企業戰略、公司治理、投資行為、財務績效、股息分配等等方面皆發生變化。企業在從事管理層收購之前需瞭解，結果往往有利有弊；管理層收購之益處¹²為管理階層通常為最瞭解公司現況，且當所有權與控制權合一，代理成本之降低，且最能保護目標公司資訊、併購協商過程迅速、接續管理階層對目標公司營運之瞭解資訊之掌握等。惟管理層收購可能造成之風險為，巨大之財務操作風險，舉債龐大，若目標公司體質不好可能面臨破產風險、資訊揭露不對等之風險、對目標公司股東及債權人之保障不足等。

⁸ Gerald F. Davis & Doug McAdam, *Corporations, Classes, and Social Movements after Managerialism*, 22 RES. ORG. BEHAV., 195 (2000).

⁹ 中國證券市場發展，一直強調於上市公司的進入與審查，缺乏退出機制，一直到 2001 年 2 月中國證監會發布《虧損上市公司暫停上市和終止上市實施辦法》後才有法源依據。2001 年 4 月，上海證交所決議將上海水仙電器股份有限公司終止上市作為發端。儘管該辦法在同年 11 月即刻進行修訂，但實際上吻合下市標準者眾，下市公司者少。

¹⁰ 邵東亞，上市公司收購：動因效率與機制優化，中國工業經濟，2000 年第 11 期，第 51 頁。

¹¹ 張維迎，企業理論與中國企業改革，北京大學出版社，2000 年 12 月，頁 102。

¹² H. Peter Nesvold, *Going Private or Going for Gold: The Professional Responsibilities of the In-house Counsel During a Management Buyout*, 11 Geo. J. Legal Ethics 689, 68. (1998) .

肆、結論—中國管理層收購之挑戰與展望

在中國管理層收購之實務中，管理階層兼任交易的買方與賣方時有所見，此種雙重角色具有利益衝突的本質，在面對公司股東權益保護時如何能履行其應負之義務將生疑義。主要需考量點為，假設管理階層收購，由該具有利益衝突的管理階層參與、主導併購協商過程，影響目標公司董事會的決策時，而非由不具利害關係之董事或由特別審議委員會主導協商過程，將可能導致偏頗於個人而不利於公司整體股東的併購決議產生。中國已面臨融入國際市場的現實挑戰，對於已經是各國公司法所高度重視的公司治理機制¹³。在公司法中已有以援引涉入，並嘗試塑造這樣的法律環境。畢竟，在制度不健全的環境裡（尤其是像中國這樣的一個體制轉軌國家），單單依靠政府的監管尚不足以約束公司管理層，這就更加需要有良好的公司治理以為因應，特別是公司經營層的管理與制衡。再者，相關併購行為進行之際，在欠缺充足資訊揭露下，可能有害於公司整體發展以及阻礙投資環境的健全。

中國須完善管理層收購之法律體系，以使得外國良善制度是用在中國得到好的借鑑效果。目前中國沒有專門針對管理層收購的法律和法規，但未來應要解決管理層收購主體、融資、定價等問題。

一、重視管理層收購資金來源和償還、定價方式

中國應該應給予管理層收購應得的市場環境，改革金融法律制度，其中核心問題是解除對管理層收購的融資限制，使得資金合法化、透明化。定價方面採取公開競標（Open Auction）或透過市場交易定價方式，使目標公司獲得有利之併購價格，公開、透明，使公司決策階層選擇最有利公司之投資計畫，包括一連串之併購後員工安排，公司未來長期願景之安排，考慮競價者之信用及其收購目的等。

¹³ 這就是在安然和世通公司醜聞揭露以後的進行的 Sarbanes-Oxley Act 改革和制定紐約證券交易所上市新標準的實質。1997-1998 年間的亞洲金融風暴產生了同樣的效應：台灣和韓國通過立法強制推行董事會改革，其特徵是針對金融危機中暴露的公司治理問題，並在上市公司中推行獨立董事制度。

二、在併購過程中，重視資訊揭露部分，充實董事注意義務及忠實義務內涵。

忠實和勤勉義務的涉入，使公司主要管理層在經營管理中為公司計算，得能有一個最基本的認知意識，畢竟，忠實和勤勉義務只是一個標準，一個事後才能被賦予含意的法律條款，通過裁定者的裁決來決定許可行為的界限和與紛爭有關的實際問題¹⁴。忠實與勤勉義務已經由立法者創制(或是說移植)，但適用上難免有其不可避免的結構性的空缺和模糊性，那麼在往後法院具體適用上如何盡可能有一個明確的判斷，尤其在公司高級管理人員的誠信義務以及應承擔的責任上，不僅應是強制性規範，而且還應規定的更明確、更嚴格。決定概念劃分標準以符合立法目的與實際中國的情境便是一個後續值得觀察的議題。此外，除忠實與勤勉義務的賦予外，中國公司法也應該更積極地賦予公司經營層監督與激勵機制的安排¹⁵，這也是公司制度上所欠缺的配套安排，而非被動式地在注意義務上的提醒。

由第三方獨立董事或獨立委員會參與管理層收購過程，若無設置獨立董事之公司，目標公司可設置獨立特別委員會，保持決策之獨立性，使決策盡量不受到利益衝突董事影響。獨立之特別委員會，至少能夠有獨立之財務、法律顧問；並有權利取得一切做出商業決策之資料；確實具有談判實力；對等之談判空間及協商能力。保護目標公司股東的合法權益。

中國應要求中介機構，如投資銀行確實編寫目標公司獨立財務顧問分析報告，規範主要內容，要求至少詳細揭露與分析收購主體的股東結構、財務狀況以及管理層收購的定價、資金來源、還款方式，分析上述內容對公司的影響範圍和影響程度等。

三、公司治理的高度重視與落實

¹⁴ Lewis Kaplow, *Rules Versus Standards: An Economic Analysis*, 42 Duke L.J., 557 (1992).

¹⁵ 對於公司法人的經營層的代理問題是可以通過監督來部分解決，但信息不對稱往往使股東不能觀察到管理的運作和投資機會，進而不能確定經理層會採取什麼行動來增加股東的財富，使得監督是有成本且成本遞增的，因此最佳的制度安排是監督與激勵的替代均衡。Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, J. FIN. ECON., Vol. 3, No.4, 1976, at 305-360.

中國的上市公司股權結構與其他國家不同的是，其並無有影響力的個人或家族股東，金融機構和機構投資人的影響幾乎不存在，真正影響的是來自國家，而且這影響是巨大的¹⁶。中國股市常受到政策干預、漠視小股東利益、監管失效、上市公司需弄作假等情事，就是在股權高度集中的結構背景，上市公司難以落實合理的制衡機制¹⁷。中國上市公司股權高度集中的原因，簡要地說便是：國有企業改革的歷史遺留，以及國有股與法人股處於非流通的狀態。法律修正補強並在上市公司引入公司治理機制很大程度上賦予公司之運作得有一個健全的規範，以期合理制衡股東權利、保護中小股東利益、保證上市公司健全發展，但重點在於政府機制和市場機制之間的互動，以及龐大國有股結構如何有效地進行處置，這才是在上市公司推行公司治理機制所面臨的結構性難題。

上市公司的管理層收購活動完成之後，企業的管理者集所有權與經營權於一身，在某種程度上實現了所有權與經營權的統一。在這種情況下，如何對控制股東的行為進行有效的約束和監管，防止出現管理人員利用自身的特殊地位，損害公司和少數股東利益的行為發生就成為一個不容忽視的問題因此，主管部門應加強監管，同時還應進一步規範上市公司的法人治理結構，促進上市公司規範運作¹⁸。中國剛建立起的上市公司董事制度似乎進展並不順利，因此在立法應當強化獨立董事的權利和義務，真正發揮獨立董事在上市公司中制約控制股東利用其控股地位做出不利於公司和外部股東行為的作用，獨立監督公司管理階層，減輕管理層收購利益衝突之問題。

參考文獻

1. 王文杰，嬗變中之中國大陸法制，交通大學出版社，2008年6月。

¹⁶ STOYAN TENEV ET AL., CORPORATE GOVERNANCE AND ENTERPRISE REFORM IN CHINA 81 (2002).

¹⁷ 中國的上市公司就是長期來缺乏一個健全的法治環境，而不能對市場進行有效的監管；沒有以資訊披露為核心的監管，便無法改變股市上信息嚴重不對趁的狀況，也不能給於投資者信心。這次證券法與公司法同一天修正，我們期待在法律條件建構後，中國股市的主其事者，如何就體制的調整與信心的塑造，不再讓上市公司經營層視股市為提款機，卻不懂如何提高業績。

¹⁸ 蔣靖怡，中國國有企業管理層收購遭遇的法律困境與對策，中國政法大學碩士論文，2007年3月，頁34。

2. 任自力，管理層收購 MBO 的法律困境與出路，法律出版社，2005 年 10 月。
3. 東亞，上市公司收購：動因效率與機制優化，中國工業經濟，2000 年第 11 期。
4. 張宇、李仕明、馬永開，西方 MBO 動因理論及其在中國實踐中的異化分析，當代經濟管理，第 27 卷第 5 期，2005 年 10 月。
5. 張維迎，企業理論與中國企業改革，北京大學出版社，2000 年 12 月。
6. 湯欣，公司治理與上市公司收購，人民大學出版社，北京，2001 年。
7. 蔣靖怡，中國國有企業管理層收購遭遇的法律困境與對策，中國政法大學碩士論文，2007 年 3 月。

- 1.Gerald F. Davis & Doug McAdam, *Corporations, Classes, and Social Movements after Managerialism*, 22 RES. ORG. BEHAV. , 195 (2000).
- 2.H. Peter Nesvold , *Going Private or Going for Gold: The Professional*
- 3.*Responsibilities of the In-house Counsel During a Management Buyout*, 11 Geo. J. Legal Ethics 689, 68. (1998) .
- 4.Lewis Kaplow, *Rules Versus Standards: An Economic Analysis*, 42 Duke L.J., 557 (1992).
- 5.Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, J. FIN. ECON., Vol. 3, No.4, 1976.
- 6.STEPHEN BAINBRIDGE, *MERGERS AND ACQUISITIONS* 14 (2003).
- 7STOYAN TENEV ET AL., *CORPORATE GOVERNANCE AND ENTERPRISE REFORM IN CHINA* (2002).
- 8.Wen-Chieh, Wang, "The 2005 Revision to China's Company Law," *Harvard China Review*, Vol. 7, No.1, P63-76 (2006)