



# 管理层收购

法律实务

韩煦东 梅向荣 / 编著

GuanLiCengShouGou

FaLuShiWu



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

# 管理层收购法律实务

韩煦东 梅向荣 编著

中国经济出版社

**图书在版编目 (CIP) 数据**

管理层收购法律实务/韩煦东、梅向荣编著. - 北京: 中国经济出版社, 2004. 5

ISBN 7-5017-6390-9

I. 管… II. ①韩…②梅… III. 管理层收购法律实务 IV  
.F713.50

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 031201 号

**管理层收购法律实务**

---

出版发行: 中国经济出版社 (100037·北京市西城区百万庄北街 3 号)

网 址: WWW. economyph. com

责任编辑: 魏 民 (☎ 010-68353180)

责任印制: 石星岳

封面设计: 白长江

经 销: 各地新华书店

承 印: 人民文学印刷厂

开 本: 690mm×1000mm 1/16 印 张: 20.5 字 数: 310 千字

版 次: 2004 年 6 月第 1 版 印 次: 2004 年 6 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 7-5017-6390-9/F·5146 定 价: 35.00 元

---

**版权所有 盗版必究**

举报电话: 68359418 68319282

服务热线: 68344225 68353507 68341876 68341879 68353624



## 前 言

MBO作为一种产权交易方式,在国外已有二十余年的历史。它是在特定情形下公司股东将公司出售给该公司的经营管理人员,而经营管理人员拥有并继续经营该公司的一种特殊产权交易方式。MBO的受让主体是管理层的自然人(或由其组建的壳公司),这是MBO交易的最突出的特点。同时由于管理层支付能力的限制,又不可避免地使用杠杆收购方式,通过大量融资实现MBO对价的支付,从而引发更为复杂的财务与法律问题。

MBO引入我国有其深刻的社会背景。开始,MBO被当成一种改制的工具,而现在它又被用作产权改造的工具,为国有企业退出竞争领域服务。我国目前正经历着以塑造真正的市场主体为目标,以国退民进为主要方式的最深层次的经济体制改革,其核心就是企业产权制度的变革。竞争领域国有企业的存量产权,需逐步让与民间。而MBO方式迎合了我国产权改造的多种诉求。首先,我国在经济转型期对社会稳定有特殊的要求,而MBO方式目标企业人马基本不换,不会形成大量失业,具有明显的社会稳定效益;其次,我国国有企业经过多年经营,无论在地缘、劳动人事、产业链等等均已形成了一种历史定势,如果将其产权转让给“外来户”,势必产生巨大的整合成本,极易造成因整合不当而致交易失败的后果。MBO将企业产权转让给“自己人”,维持了企业的表面状态,最大程度地降低了产权改革带来的震荡,有利于企业的持续经营;其三,企业管理层也多是该行业经营的行家里手,尤其得天独厚的是他们对本企业的熟知。MBO转换了他们的角色,使其由原来单纯的经



营管理人转变成了所有人加经营管理人，他们会更深入地挖掘管理潜能，通过改善管理创造更大的绩效。这将有利于国有资产的保值增值，有效杜绝国有资产流失。

本书力图重点从法律层面给出MBO的基本框架和操作规程，特别是将与MBO密切相关的法律、法规、规章及规范性文件系统化地搜集起来，给MBO构建出一个比较完整的法律参考系。而且，本书“操作+规范”的结构模式，加上对法律法规的分类列示，为MBO提供了一个全方位、便捷的规范运作的法律指南。到目前为止，本书系国内第一本以我国法律解读并指导我国MBO的书籍，系MBO的法律本土化，更符合我国国情，也更具实用性，辅之一些成功的MBO国内案例，使得本书对我国的MBO有着更贴切的指导意义。相信本书会为您操作MBO提供必要的法律帮助。

由于MBO在我国属新生事物，加之我国目前尚无专门的MBO法规，理论研究也未完全到位，更因为作者水平所限故本书错误之处在所难免。即就本书求教于大方之家，请不吝惠赐。

作者

2004年5月26日

# 目 录

## 第一部分 MBO 法律实务

|                             |      |
|-----------------------------|------|
| <b>第一章 泊来的 MBO</b>          | (1)  |
| 第一节 MBO 的产生与发展              | (1)  |
| 第二节 MBO 引入中国                | (11) |
| <b>第二章 MBO 的主要参与人及其动因分析</b> | (20) |
| 第一节 MBO 收购的主要参与人            | (20) |
| 第二节 MBO 的动因分析               | (23) |
| 第三节 MBO 收购的常见方式             | (25) |
| <b>第三章 MBO 的操作程序</b>        | (28) |
| 第一节 MBO 初期策划阶段              | (28) |
| 第二节 MBO 的中期实施阶段             | (45) |
| 第三节 MBO 后期整合阶段              | (62) |
| <b>第四章 MBO 与信托</b>          | (65) |
| 第一节 信托概述                    | (65) |
| 第二节 中国 MBO 与信托制度系天作之合       | (70) |
| <b>第五章 经理层与员工共同持股</b>       | (73) |
| 第一节 经理层与员工共同持股的概念与特点        | (73) |
| 第二节 MEBO 的一般操作步骤            | (75) |
| 第三节 我国的 MEBO 持股主体           | (83) |
| <b>第六章 MBO 的法律风险及其防范</b>    | (91) |
| 第一节 MBO 运作过程中的主要法律问题        | (91) |
| 第二节 MBO 运作过程中的法律风险          | (99) |

|                          |       |
|--------------------------|-------|
| 第三节 MBO 法律风险的控制与防范 ..... | (105) |
|--------------------------|-------|

## 第二部分 我国 MBO 案例

|                                    |       |
|------------------------------------|-------|
| 一、中国的第一个 MBO 故事——四通之变 .....        | (114) |
| 二、富有创意的盼盼集团管理层收购案 .....            | (118) |
| 三、以 MBO 方式改制——沈阳市双喜压力锅公司案例 .....   | (120) |
| 四、国内上市公司 MBO 的第一次尝试——粤美的公司案例 ..... | (122) |
| 五、国有独资企业的 MBO——上海远东钢丝针布公司案例 .....  | (125) |
| 六、广东佛山塑料集团股份有限公司的 MBO 运作 .....     | (126) |
| 七、新疆特种变压器制造股份有限公司 MBO 案例 .....     | (127) |
| 八、郑州宇通客车股份有限公司的 MBO .....          | (128) |
| 九、针对优质资产进行 MBO——恒源祥局部 MBO 尝试 ..... | (129) |
| 十、湖南洞庭水殖股份有限公司的管理层收购 .....         | (130) |
| 十一、内蒙古鄂尔多斯羊绒制品股份有限公司 MBO 收购案 ..... | (131) |
| 十二、反敌意并购的 MBO——胜利股份的管理层收购 .....    | (132) |
| 十三、上市公司的信托 MBO——全兴集团案例 .....       | (134) |
| 十四、“阿波罗登月”——TCL 集团的 MBO .....      | (136) |
| 十五、阳光 MBO 第一案 .....                | (138) |

### 附录 与 MBO 相关的法律、法规、规章及规范性文件

|                       |       |
|-----------------------|-------|
| 一、关于公司证券与上市公司收购 ..... | (140) |
| 二、关于国有资产管理 .....      | (185) |
| 三、关于公司登记 .....        | (233) |
| 四、关于产权界定 .....        | (249) |
| 五、关于劳动与社会保障 .....     | (265) |
| 六、关于税务 .....          | (270) |
| 七、关于不动产转让 .....       | (275) |
| 八、关于股份合作制 .....       | (282) |
| 九、关于国有小型企业出售 .....    | (286) |
| 十、关于企业兼并 .....        | (291) |
| 十一、关于信托 .....         | (294) |

# 第一部分 MBO 法律实务

## 第一章 舶来的 MBO

### 第一节 MBO 的产生与发展

#### 一、MBO 及其特点

##### (一) 什么是 MBO

MBO——英文“Management buy-outs”的缩写，Management 意为经理或管理人员，buy-outs 即取得企业的权力，指通过购买一个公司全部或大部分股份而控制该公司。MBO 意为经理人收购或管理层收购。它是指被收购公司的经理层以融资方式取得资本，并以此购买所管理的公司的股份或资产，使本公司的控制权或所有权易手为本公司的经理人员，进而对本公司进行重组并获取收益的并购活动。

在西方国家，投资者与经营者多是分离的，前者往往被称为“资本家”，后者被称为“经理人”，经理人多是被雇佣的职业的经营管理专家，也称为职业经理人，他们一般不对被其经营的企业投资，或者说只持有很少的股份（或期权）。而通过 MBO，经理层便持有了被其经营管理的公司的全部或大部分股份，经理层已不仅仅是经营管理者，同时也成了该公司的所有人或控制人，即取得或控制了该公司的产权。

##### (二) MBO 的特点

MBO 是公司并购的一种，其特殊之处在于收购方是被收购公司的经理

层。从上述定义看，MBO 至少包含了如下特点：

其一，收购方是被收购公司的经理层。他们在创业冲动的驱使下，往往愿意购买自己经营的公司。因为惟有他们才真正了解被收购公司的真实情况和真实价值。MBO 后，他们不仅有获得巨大收益的可能，还会使自己由一个纯粹的管理人转变为“股东加管理人”，真正拥有自己的公司，实现创业梦想和自我价值。

其二，被收购公司具有很大的升值空间。该公司在大型企业集团的制约下往往难以表现出它的真实价值，加上代理人管理效率的欠缺，其价值常被低估而成为企业集团的“包袱”。此时，MBO 收购会挖掘该公司的潜在价值，使管理层获得巨大收益。相反，一个没有升值希望的公司是不会成为 MBO 的收购对象的。

其三，MBO 通过杠杆收购完成，即由经理层融资完成。因为收购需要巨额资金，经理人员自有资金不可能完全满足收购之需，因而必然靠融资完成。在国外一般靠银行贷款和发行高风险高收益的垃圾债券融资，在中国，经理层收购尚缺乏这样的融资环境，并且资金来源大都披露不甚充分。

## 二、MBO 的产生与发展

在中国，明确提出 MBO 的概念是 1998 年以后的事。但在国外，MBO 是在 1980 年被发现并被明确提出。

MBO 是怎样产生的呢？这要追溯到 20 世纪 60~70 年代。

### （一）贪大求全：多元并购后的胃疼率

20 世纪 60 年代以前的并购理念，误把并购的完成当作收益的提高，又将多元化经营当作提高竞争力的手段，于是多元并购应运而生。一些企业集团淡漠了主营业务的意识，大肆收购非相关企业，使企业规模迅速膨胀，以致失掉了企业的主营方向。大规模多样化的并购非但没有带来预期的增长，反而降低了股东的收益。并购所得非相关企业成了集团发展的沉重负担。这种现实迫使集团进行逆向运作，20 世纪 70 年代，一些企业集团开始将一些边缘业务、辅助业务乃至与主营业务毫不相干的分公司、子公司分拆出售，以抵销盲目并购带来的负作用。

### （二）呕吐捷径：与被售企业经理层交易



如果被迫将已并购的企业售出，集团老总们倒是十分乐意售给这些企业的经理人员。因为这些边缘的或辅助的业务，往往与卖方集团业务存在供或销的买卖关系。向经理层出售这些企业可维持这种贸易关系，出售给外部人则可能会失去这种便利；其次，交易平稳，成功机率大；其三，MBO 维持了被售企业的表面状态，掩盖了逆向操作纠正错误并购的实情，不致过份伤害集团大佬们傲慢而又自尊的心灵。因此，MBO 往往是卖方的首选。

### （三）学者的视觉亮点：发现 MBO

1980 年，英国经济学家迈克·赖特（Mike wright）在研究并购历史时发现，在被分析的企业中，有相当一部分卖给了被分析企业的经理人员。英国的工商金融企业将这种现象称之为“经理人融资收购”，即 MBO。1981 年 3 月，英国的工商金融企业与诺丁汉大学联合举行了首届 MBO 国际会议，在全世界产生了广泛影响，MBO 从此被定型为一种特殊的并购活动，而且关于 MBO 的专题研究也得到了深入的发展。

MBO 是怎样发展的呢？

关于 MBO 源头有多种说法，有的学者认为起源于英国，有的学者认为 1972 年美国的 KKR 公司运作了历史上第一个 MBO 案例。但 MBO 真正的发展还是在它被理论化之后，即 20 世纪 80 年代之后。它首先在英国被发扬光大。1987 年英国的 MBO 交易达 300 余起，交易额近 400 亿美元。1987 年 11 月，英国股市崩盘后，许多上市公司经过 MBO 操作后转为非上市公司，使 MBO 方式成为新的投资热点，激活了资本市场。同年，美国的 MBO 交易量为 380 亿美元；1989 年美国的 MBO 在银行的融资额占整个商业贷款的 9.9%。90 年代 MBO 发展缓慢，而在 90 年代末期，MBO 又有更大的发展。

在俄罗斯和东欧的前计划经济国家，MBO 成了经济转型的得力工具。以前东德为例，德国统一后，前东德为了实现与前西德的经济体制一体化，面临将原来的国有企业私有化的艰巨任务。为此，专门成立了一个国有企业托管局，代表国家将现有可继续经营的国有企业进行私有化处置。处置的方式主要是出售，其中 MBO 方案是运用得最成功的操作方式。在国企私有化进程中，为了避免社会震荡，托管局并不把出售价格放在首要位置，

购买者必须承诺被售企业职工工作岗位的安排,保证企业的未来发展,并提供相应担保,违者承担责任。如无上述承诺,出价再高也不会成交。这样对于一些中小企业而言,MBO 方案便成了最佳选择。托管局特别乐意原企业的管理层以私人身份购买该企业。托管局甚至愿意提供更为优惠的条件来促成 MBO,包括低息贷款、放宽贷款偿还期限,对于土地使用权以租代售,以及管理方面的有效帮助。前东德 20%的国有企业是以 MBO 方式实施了私有化。实践证明,经 MBO 私有化的企业处置效果十分理想,是私有化过程中使用得最成功的方式。1999 年的一个追踪调查表明,经 MBO 实施私有化的企业有近 80%的仍经营业绩良好。在我国,上世纪 90 年代中期即出现相当于 MBO 的运作,这些运作的基本动机是把 MBO 作为企业改制的工具,并未确切意识到它在产权交易方面的特殊作用;而且运作也大多不太规范。

2002 年 10 月,中国证监会颁布了《上市公司收购管理办法》及相关规定,首次给予 MBO 的合法定位。毫无疑问,它在中国的 MBO 并购史上具有里程碑的意义。

### 三、MBO 的本质

MBO 的本质意义是所有人效应的回归。现代公司制企业,特别是上市公司制度必然派生出来的代理人问题,常常让股东付出沉重代价,其症结就在企业所有权与经营权的过度分离。公司制企业造成所有权与经营权分离的主要原因有二:其一,公司制企业特别是上市公司,股东众多,股权分散。又由于股票的流通性,上市公司的股权流动性较大,这种情况下让股东亲自经营企业事实上是不可能的,因此必然聘请专门的经理人员负责经营公司;其二,现代社会经营才能与财富占有的不对称,使“职业经理人”的产生成为可能。富有经营才干的人不见得拥有足够的创业资本,而财富的拥有者又有可能经营才干不济,于是,双方便有可能达成合作,实现优势互补、资源共享,由资本家投资,经理人负责经营。但是,在两权分离的状态下,所有人与经营者的利益不可能是完全重合的。当双方利益发生冲突时,真正掌控企业各种资源的不是所有人,而是经营者。他们往往会利用自己直接掌控资源的优势,以一种不违法(不见得合理)的方式



满足自己的私利要求，这毫无疑问，耗费的财富属于股东们的，而享受利益的却是经营者。这种经营权的膨胀被称之为经营者的道德危机。为什么会产生经营者的道德危机？最根本的原因就是经营者不是所有者。他们具有挥霍别人财富来满足自己私利的地位、权利和便利条件，一旦他们难以克制自己的私益冲动，那他们实现私利将是直截了当、得心应手、毫无屏障的。这一现象在 20 世纪 60—70 年代的美国已上演了耀眼的一幕：经理层权利欲的无限扩张，无节制的满足感追求，超豪华的办公、旅行条件，奢侈的个人享受，高昂的薪酬，最终给股东带来了灾难性后果，形成了“代理成本”的沉重话题。

MBO 实质上是现代企业制度的逆运作，将经营权回归于所有人手中，将经营权与所有权重新统一且归并于同一个主体，让所有人重新焕发光彩。

## 四、MBO 与杠杆并购

### （一）杠杆并购的含义与特点

#### 1. 含义

杠杆并购（Leveraged buy-out，缩写 LBO）指收购方投入少量资金，以目标企业的资产及未来收益作担保，通过大量融资来收购目标企业的并购行为。这是一种以小博大，或称之为蛇吞象式的特殊并购方式，被称之为“四两拨千斤”的神奇点金术，起源于美国也流行于美国。杠杆并购多由财经专家操盘运作，收购方只投入少量自有资金，其余部分主要是向商业银行借贷，其借额担保是被收购企业的资产和未来收益。由于目标企业几乎所有的资产和收益都用于融资担保，故目标企业的再融资能力大为降低，迫使目标企业不得不发行高风险高收益的垃圾债券来偿还债务。

#### 2. 特点

（1）以小博大。LBO 收购方投入少量自有资金，一般不高于收购资金的 30%，被收购的目标企业价值远远高于其投入的这部分资金，甚至目标企业的规模也远远大于收购方企业的规模，这或许正是 LBO 的迷人之处。通过 LBO，收购方可以达到迅速壮大自己的目的。当然，LBO 的最终目的往往是将目标企业通过整顿后重新售出套现。

（2）通过债务融资完成 LBO 收购。LBO 的资金来源大多数由融资获

得，往往占到 70% 左右，甚至更多。这部分资金由两部分组成：一部分是直接融资，即通过发行股票来融资；另一部分是向商业银行贷款（担保物即目标企业的资产与未来收益），这是 LBO 收购资金的最大部分，被称之为优先债。

（3）融资担保物是目标企业的资产和未来收益。收购方并非以自有资产作担保，而是将目标企业的资产设定为担保物，这无疑加大了目标企业所有人的风险，这种风险看来只能靠提高收购价格来平衡。LBO 的高风险性在融资担保这一环节体现得淋漓尽致。

（4）LBO 完成后，到期债务靠出售目标公司的子企业或分支机构及非相关资产以及发行垃圾债券来偿还。LBO 完成后面临巨大的偿债压力。最先到期的债务就靠出售目标企业与主营业务相关性较小的子企业、分支机构及闲置资产来偿还。同时，由于目标企业的全部资产甚至是未来收益都已成为 LBO 融资的担保物，目标企业的融资能力大大降低，只能靠发行高利率债券进行再融资，来偿还到期债务和提高目标公司的经营效益。

（5）经重组整顿后将目标公司售出套现。LBO 完成后，收购方会对目标公司进行一系列的重组整顿：剥离不良资产出售变现，降低成本，精简机构和人员，削减非经营性开支，增加现金流入的数量和速度，降低现金流出的数量和速度，对目标公司的形象与业绩进行包装。目标企业的效益和股价当然会节节攀升，当目标企业的价值达到一定程度（或市值上升到一定程度），择机将目标企业（或股票）抛售，往往能大赚一把。

## （二）杠杆并购的一般过程

LBO 收购的一般过程分为：选定目标公司、筹集资金、展开收购、重新整顿、择机出售五大步骤。

### 1. 选定目标公司

LBO 的收购目标是那些价值被低估或资产优良而经营不善业绩欠佳的企业。由于种种原因目标企业的价值被低估，股价低迷；还有的企业资产优良，有很大盈利潜力，但因现任经理层经营不善导致业绩欠佳。一旦这种企业被锁定，很可能成为 LBO 的并购标的。

### 2. 筹集资金

为了获得更高的投资收益比，收购方在确认了并购收益大于融资成本



总额时，往往更愿意大比例举债来完成收购。融资结构分为优先债和次级债。优先债风险低，是设定了担保的那部分债权，债权人可从目标公司现金流或出售子企业、分支机构或闲置资产的价款中优先受偿；如借款人丧失偿还能力，优先债可以从处置担保物的价款中优先受偿；目标公司如清算，也有权优先分得剩余财产。次级债未设定担保，故风险较高，其受偿权次于优先债，故在设计上次级债往往是可转换债券，在某种情况下次级债可转换为普通股权。由于风险高故其利率也高。优先债的提供者多是商业银行，次级债的提供者多是投资基金、投资银行、保险公司等机构投资者。

### 3. 展开收购

通过收购目标公司的股权或资产，最终实现对目标公司的控制。收购的完成有两种标志，一是收购了目标企业的全部股权或资产，二是收购了目标企业的控股股权或主要资产，这两种方式均能实现对目标企业的控制。只有实际控制了目标企业，才可以说收购了该企业。

### 4. 重组整顿

LBO 完成后，收购者面临巨大的偿债压力，对目标企业的重组整顿是必然的选择。将与主营业务不相关或相关性不大的分支剥离出售变现，撤并多余机构，裁汰冗员，节约成本，对资产和业务进行重组，以更有效的方式经营，使目标企业业绩得到显著提高，改善目标企业的形象。非上市公司可以谋求上市。这一系列运作完成是为了下一步也是最关键的一步打基础。

### 5. 择机上市套现

当目标企业业绩的改善得到普遍认同，或目标企业的股价攀升到一定程度，将目标企业或其股权择机抛售，从而获取超常收益回报。

## （三）杠杆收购与 MBO 的关系

MBO 是 LBO 的一种特殊方式。两者在运作程序与融资结构方面大同小异，所不同的是，MBO 的买方主体被特定为经理层，由此而产生的并购主客观动因也不尽相同。

在国外，发起杠杆收购的多是熟知目标公司内情与证券交易市场，深谙资本运营之道，精通企业经营管理的金融专家。他们头脑灵活，目光敏



锐，甚至也可以说胆大包天。只要他们手头有 10% 的收购资金，就敢于向巨型企业发起进攻。在通过精算与充分论证后，即与商业银行与机构投资者联手，说服他们共同向目标企业发动突袭式的收购，直至控制目标企业。杠杆收购开始时多以秘密方式吃进，当持股量达到一定程度，收购人就会突然公开收购事实，令众人大吃一惊，所以杠杆并购多与敌意并购甚至恶意并购联系在一起。每当杠杆并购出现，总是招来一片惊诧与哗然。而 MBO 的收购方被特定为管理层，自始至终处于公开状态。在收购方式上，MBO 多是善意的，以协商方式完成收购，不似其他杠杆收购充满了敌意与火药味。很多情况下是目标企业股东乐意向管理层出售目标企业，如为了强化主营业务而出售非主营业务；为了甩掉低盈利或亏损的包袱企业；面临敌意或恶意的收购等等，都能让目标公司股东产生强烈的 MBO 动因。而其他杠杆并购的基本动因是财务性炒作，收购人控制目标公司后进行剔肉式重组，将目标公司榨干，中饱私囊后扬长而去。MBO 的管理层则多以战略投资者身份或是接管经营者身份对待目标公司，有长期亲自经营目标公司的动机。MBO 可以使他们实现创业理想，进一步解放他们的管理能力。虽然也不乏财务性炒作的 MBO，但炒作不是 MBO 的主流动因。

## 五、MBO 的意义

### （一）MBO 对于买方的意义

#### 1. 通过 MBO，买方即目标企业的经理层可以实现创业理想

MBO 前，经理层仅是受雇于目标企业董事会的打工者；MBO 后，他们是目标企业的所有者与管理者，他们会拥有属于自己的产业。MBO 能够满足经理人的创业理想和个人价值展现的要求。而且，目标企业的业务是他们所熟悉的行业，目标企业本身也是他们熟悉的企业，接管这样一个企业远比接管一个陌生的企业更容易产生效益。

#### 2. 通过 MBO，目标企业经理层可以摆脱卖方集团僵化教条的管理约束，轻装上阵，以更加符合本行业、本企业发展的模式壮大

如果目标企业是一个大型企业集团的分支，它可能无条件接受来自企业集团的种种教条式的管理，而这些管理措施不见得都适合目标企业。久而久之，这种条条框框多了，非但不能促进目标企业的发展，反而成为目



标企业发展的枷锁。MBO 会切断这种束缚手脚的管理关系，双方由内部控制关系转变为外部市场关系，目标企业会以一种更有效率和更加有效益的方式行事，改善经营管理，提高经济效益。

## （二）MBO 对于卖方的意义

### 1. 降低代理成本

现代企业制度，特别是上市公司，股权与经营权严重分离。股东对公司只能行使股权，而不能直接行使所有权或经营权，经营权通常由股东委托的“代理人”——经理层行使。这种经营权与股权的脱节造成了经营权的膨胀：代理人往往以自身的利益为出发点行事，而不考虑股东的利益，不尽忠实与勤勉尽责之义务，而易于发生“道德风险”，比如：有利于代理人的关联交易；同业竞争；逃避管理人义务；奢侈的办公、旅行条件及个人享受等等诸多问题都大量耗费了股东们的财富。而股东对代理人的监督又往往是乏力的，甚至因监督成本过高而放弃监督。经营权膨胀的现象在股权分散的公司表现得尤为突出。这样就产生了一个“代理成本”问题，即股东委托经理层进行经营，常常会付出高昂的代价。

MBO 实质上是对股权与经营权分离的“现代企业制度”的一种逆向操作，将股权与经营权重新归并于同一个主体。对于卖方来说，企业被出售后，该企业代理问题随之消灭，自然代理成本也归于消灭。对于买方来说，原来他们是“代理人”，而 MBO 后他们变成了所有人，目标企业原来是他人的，MBO 后变成了自己的，这种身份与角色的转化自然让他们采取主动措施降低管理成本（已不再是“代理成本”），甚至会挖掘管理潜力，这无疑会极大降低“代理成本”，使目标公司以一种更有效率的方式运作。

MBO 降低代理成本主要有以下几个表现：

（1）所有人效应。经理层不再是单纯的职业经理人，他们也是目标企业的投资人即所有权人。他们会以“经营自己的公司”的所有者的崭新的理念去经营目标公司。这样自然会出现节约成本、挖掘潜力、积极创新等“所有人效应”。公司利益与自身利益的同一化，消灭了产生“道德风险”的基础。如果他们不去损害自己，自然也不会损害公司。

（2）杠杆融资的高负债迫使经理层节约各项成本。MBO 收购大都伴随着高比例负债。MBO 后，这种高负债会形成对管理层的巨大偿债压力，

节约成本是一种当然的选择，各种无效率的管理费用将被取消。

(3) 监督更加有效。MBO 后，由于经理层对股权的集中收购，并伴随着机构投资者（如投资公司、商业银行、投资基金、保险公司等）的介入，目标公司的股权结构会变得更加集中。机构投资者不单单是为 MBO 提供融资支持，更主要的是它们购入部分股权后成了目标公司的股东。机构投资者大都是资本运作的内行，而且往往是 MBO 案的策划者与实施者，他们不仅懂监督，而且会监督，远非散户小股可比。为了确保其投资收益的实现或贷款本息的回收，他们总是以一种专业的、积极的、有效的方式监控着目标公司的运作。

严格地说，讨论 MBO 的“代理成本”问题显得有些牵强。因为在 MBO 完成之后，对于卖方而言，目标公司已出售，已属他人，“代理成本”自然不存在；只有卖方仍然持有部分目标公司的股权时，讨论“代理成本”问题才对卖方有意义；对于买方而言，MBO 收购完成后，管理层或者成为目标企业的所有人，则他们已不再是代理人；或者成为目标企业的第一大股东，直接控制目标公司，则他们只是其他中小股东的“代理人”，但也不再是 MBO 前的那种纯粹的“代理人”，而是兼具股东与经理人的双重身份。

## 2. 获得现金收入

卖方通过 MBO 出售目标企业，可获得不菲的现金收入。而被出售的企业往往是缺乏盈利能力的企业甚至是亏损企业。卖掉它一方面是甩包袱，同时另一方面又获得收入，将所得收入投入更有盈利空间的朝阳产业，优化了资源配置。

## 3. 强化主营业务

切除与集团公司主营业务不相干的分支机构，集中精力强化主营业务经营。多元并购的后果之一便是吸纳了一些与集团公司主营业务联系不大的公司，集团公司对经营这类公司往往缺乏知识和经验，结果这类公司的购入非但未产生预期的收益，反而成为集团沉重的负担。MBO 可帮助集团快捷地切除这些累赘，使集团轻装上阵，集中资源做好主营业务。

## 4. 调整产业结构

MBO 是集团公司调整产业结构的便利手段。如果集团公司想转移产业