

# 杠杆收购对国有建筑企业竞争力的影响

申立银 向党

(香港理工大学)

**摘要** 提高国有企业的市场竞争力是中国经济体制改革的重要目的之一。几年来,政府在经济体制改革中引入了一系列旨在提高国有企业竞争力的措施,比如国有企业公司化、企业兼并重组等。这些措施对提高国有企业竞争力起了重要作用。在实践过程中,杠杆收购作为兼并重组的一种模式,正逐渐被广泛采用,但目前还很少有针对杠杆收购在提高国企竞争力方面发挥作用的研究,而这正是本文的研究目的。科学地认识杠杆收购的作用对进一步提高国企竞争力有重要意义。本文从公司治理结构和资本结构等方面的变化分析了杠杆收购对提高国有建筑企业的竞争力的作用。由于掌握国有企业实际控制权的政府官员不拥有剩余索取权,加之对企业经理层的不合理的绩效评价指标导致了无效的公司激励机制,所以传统国有企业的公司治理结构大大制约了企业的竞争力。杠杆收购通过改善公司治理结构中的所有权结构和激励机制有效地改变了这种状况。同时,杠杆收购通过强化债务激励作用和避税效应等方面提高了企业竞争力。

**关键词** 杠杆收购 公司治理结构 资本结构

**中图分类号**: F27 **文献标识码**: A

**文章编号**: 1000-131X (2003) 03-0084-06

## HOW LEVERAGED BUYOUT INFLUENCES THE COMPETITIVENESS OF STATE-OWNED FIRMS

Liyin Shen Dang Xiang

(HongKong polytechnic University)

Abstract

To improve the competitiveness of state-owned firms in China is one of the most important aims of implementing reforms on Chinese economy. Recently a series of effective measures, such as merger, acquisition and transforming traditional state-owned firm to corporation, have been introduced to improve the competitiveness of the firms. Although leveraged buyout (LBO), a pattern of acquisition and restructuring, has been gradually used in practice, there are few previous studies investigating how LBO influences the competitiveness of state-owned firms. It is considered of good significance to scientifically recognize LBO's impact on the competitiveness of state-owned firms. From the aspects of changing corporate governance structure and capital structure, this paper analyzed how LBO improves the competitiveness of state-owned firms. Focuses are given in examining the existing situation where government officials have the power to control the state-owned firms of China, but have no residual claims on the firms, and the irrationality of the performance valuation criteria of the management leads to poor incentive mechanism. LBO can change this by improving the ownership and incentive mechanism. At the same time, LBO can also strengthen the debt's motivation to managers and the tax shield effect to improve the competitiveness of the firms.

**Keywords**: leveraged buyout, corporate governance, capital structure

### 1 引言

提高国有企业竞争力是近年来中国经济体制改革

的主要目的。企业资产重组是提高企业价值和竞争力的有效途径,它包括企业收购、资产剥离、杠杆收购、资本重组(如债转股、股转债等)和组织重组等方式。其中杠杆收购(Leveraged Buyout)被国外广泛认为是一种比较有效的并购模式,它是指公司或个人通过负债的方式融资购买某公司的股权,并取得该公

收稿日期: 2002-5-10

司的控制权 (Patrick, 1996)。它通常具有以下特点:

(1) 原公司管理层人员单独或与第三方联合购买该公司股份, 成为该公司的股东和管理者。如由管理层单独收购, 则称之为管理层杠杆收购 (Leveraged management buyout)。

(2) 通过杠杆收购, 一个公有制公司 (或上市公司) 将变为私有企业 (或非上市公司)。

(3) 收购的资金来源以负债为主, 包括向银行取得贷款和发行债券等, 因此, 通过杠杆收购方式进行重组以后的公司往往具有较高的资产负债率。

(4) 专业化的杠杆收购基金公司或风险投资公司一般会作为主要股东之一介入并主导杠杆收购的各个程序, 当然少数杠杆收购也无需基金公司或风险投资公司的介入。

基金公司或风险投资公司介入杠杆收购可以减少融资成本, 加强对经理层的专业化管理, 降低企业的破产风险 (James 和 Sarah, 2001)。西方国家的实践表明, 杠杆收购被认为是提高企业竞争力的一种有效的资产重组方式。在美国 20 世纪六、七十年代期间, 由于股票价格大幅下跌, 针对上市企业的杠杆收购开始规模化出现, 并在 80 年代达到高峰。在 1985 ~ 1990 年间, 平均每年进行的杠杆收购交易额超过 500 亿美元, 其中, 1988 年甚至超过了 1500 亿美元 (Patrick, 1996)。

企业的竞争力是一个内涵很广泛的概念, 对它的定义也是多种多样的。Corbett 和 Wassenhove (1993) 认为, 企业竞争力是一个多维的概念, 包括价格、地点和产品等。其实, 企业的组织管理、资金使用、创新等方面的能力和企业的效率也是反映企业的竞争力的重要方面。从现代企业理论的观点来看, 对企业竞争力影响较大的是企业的法人治理结构和资本结构。

利用杠杆收购能提高企业竞争力已成为经济学界的主流观点。Jensen (1989) 指出, 由于通过杠杆收购后的企业包含了高负债、管理者持股比例高以及受股东的严格监督等特点, 企业具有严格而有效的约束机制和激励机制, 因而会提高企业的竞争力。Jensen (1986, 1989, 1993) 通过一系列研究进一步指出, 杠杆收购提供了一种“胡萝卜加大棒”机制, 减少了与自由现金流量相关的代理成本。所谓“胡萝卜”, 是指管理层持股能激励管理者努力工作, “大棒”则是指杠杆收购后企业沉重的债务负担迫使企业管理者提高管理效率, 竭尽全力改善企业的经营状况, 以避免企业破产。由于内部积极性和动力被调动起来, 杠杆收购完成后的企业的竞争力大大高于原企业。Kaplan (1991) 认为, 杠杆收购至少从两方面提高了企业

的价值和竞争力, 即避税效应的实现和管理效率的提高。不过, 对这种观点持反对意见的 Rappaport (1990) 认为, 由于杠杆收购完成后的企业具有极高的负债率, 其破产概率也大大增加, 从而抵销了上述杠杆收购带来的好处。

国外经验表明, 杠杆收购通常包括以下内容 (Altman, 1993): ①收购方以私营企业和民间资本为主; ②管理层持股并成为杠杆收购后的企业股东之一; ③组建专业化的杠杆收购基金公司或风险投资公司, 与私营企业联合收购所需资金额大的项目。这些方式运用于中国国有企业的资产重组都是可行的, 与目前中国政府对国有企业实行的战略性重组的思路是一致的, 即国有企业“有所为, 有所不为”, 对于那些适于民营企业发展而不适于国有资本进入的企业, 国有资本应坚决退出。

其实, 理论界已有共识, 普遍认为中国经济发展的趋势是民营化 (张维迎, 1999)。杠杆收购既符合国家的发展方向, 又能对国有企业的竞争力的提高产生相当大的影响。当然, 杠杆收购的效应依赖于完善的融资体制。目前我国由于融资体制和产权体制不健全的障碍, 国有银行对民营企业通常惜贷, 专门为企业并购融资的信贷政策不明晰, 同时国有企业的产权流动性较差, 因此杠杆收购这一企业资产重组模式还没有被广泛应用。

尽管从企业理论角度和资本结构角度分析如何改善企业竞争力的研究很多 (吴敬琏, 1995; 张维迎, 1995), 但对采用杠杆收购提高国企竞争力的作用的研究还很少。本文将主要分析杠杆收购在改变企业治理结构和资本结构等方面发挥的作用, 并分析通过这两方面的结构变化对提高中国国有企业竞争力的作用。这对国有企业在中国经济体制由公有制计划经济向市场经济的转型过程中正确利用杠杆收购提升企业竞争力具有十分重要的意义。

## 2 杠杆收购通过改变企业治理结构来提高企业竞争力

企业治理结构是影响企业竞争力的重要因素之一。根据企业代理理论, 有效的企业治理结构最基本的原则和基础是企业剩余索取权 (residual claim) 与控制权要相对应, 即控制企业 (有投票权) 的人必须在享有企业收益的同时承担相应的责任 (Harris 和 Raviv, 1989)。否则的话, “廉价投票权” (不负责任的投票权) 将会出现, 并更有可能控制企业, 导致企业失控。由此可以认为, 企业治理结构的有效性依赖

于三个条件：第一，作为对企业有不同控制权的股东和管理层都应拥有相应的剩余索取权，股东是以对企业的注资为代价取得剩余索取权，管理层则可以通过期权激励或直接注资入股取得剩余索取权。Jensen 和 Meckling (1976) 认为，作为企业内部人的经理层持有一定股份可以使经理的利益和股东的利益统一起来。第二，作为委托人的股东有权选择高效率的经理层（代理人），并设计有效的激励和监督机制。第三，股东和管理层行使企业重大决策时，必须承担与决策失误造成的损失所相应的责任，企业的组织管理才可能保持高效率。

我国目前大多数国有企业由于治理结构的不合理而不具备较强的竞争力。百家现代企业制度试点企业调查课题组（课题组，2000）对我国的 100 家现代企业制度试点企业进行了调查研究。调查表明，在经过国家经济改革以后，目前我国企业的国有资产投资主体分四类：一是由政府主管部门暂行国有资产出资者（即股东代表）职能，占 35.7%；二是由国有资产管理部门作国有资产出资者，占 25.5%；三是将原行业管理职能的行政性公司转型为国有资产经营公司，并行使国有资产出资者权利，占 20.4%；四是由其他国有法人作为国有资产的出资者，如对大型企业或企业集团实行国有资产授权经营，使该类集团公司成为国有资产出资者代表，构建母子型公司体制，占 12.2%。调查报告中没有涉及到的还有两类，各省市最近把原有的政府行业管理部门转化为行业控股集团，代表地方政府行使股东职能，这是第五类；1999 年成立的四家直属国务院的金融资产管理公司（即信达、华融、长城、东方资产管理公司）也持有 601 户债转股企业的股权，这是第六类。目前，建筑企业也基本在此框架内进行改革，有的改制为中央企业集团所属企业，有的改制为地方集团公司控股企业，如各地的建工集团、住总集团等，有的则直接由地方政府持股。然而，这一系列旨在改变国有资产的投资管理体制的方法，都无法解决几个深层次问题：首先，国有企业真正的股东是广大的社会公众，由于是股权的极度分散，真正的股东们既没有机会也没有积极性去选择能代表他们利益的企业股东代表和经理层。既然企业的股东代表和经理们不是由真正的股东们决定的，他们就没有动力去实现股东利益最大化，即提高企业的竞争力和价值。其次，所有国有股股东代表们都不具备真正的剩余索取权。上述六类管理模式中，一、二类是政府机关直接充当股东，其余四类则是政府授权的控股公司或集团公司充当股东。公司管理层的选择由政府机关或组织部门负责，政府官员由于没

有剩余索取权，在选择经营人员的时候就没有把最优秀的人才选拔到管理层上来的积极性，由此使国有企业在最重要的环节（即管理层结构）上失去竞争力。张维迎（1999）认为，国有企业最严重的问题在于政府官僚，无能之辈可以通过贿赂官员而取得企业经营者的职位，真正的企业家人才得不到重用。再者，作为股东代表的政府官员和企业的经理们不必为他们的错误决策承担责任，他们行使的都是一种廉价投票权。目前，国有企业的决策权和控制权集中在政府部门派出的股东代表和企业经理层。根据《公司法》，生产经营上的一般性决策，由经理层控制，其余重要事项由董事会和股东会决定，而股东会和董事会的成员也以政府官员和企业领导人为主。他们在决定生产经营、资产重组、投融资等事关企业前途的重大事项时，由于自己并没有实实在在的财产投入企业，他们的决策基础自然不是企业利益，而是如何使自己权力的综合效用最大化。

杠杆收购被认为是解决企业治理结构不合理的有效措施。杠杆收购后的国有企业在治理结构方面的变化主要表现为所有制结构的变化，由政府控制的公有制企业将变为由少数投资者和管理层共同持股的企业，所有拥有公司控制权的人都拥有一定的剩余索取权，即内部人持股。同时，大多数杠杆收购后的公司还将实施低效资产的出售、成本降低和产品与市场的重新策划等改革措施，以改善企业的经营水平，从而提高竞争力。杠杆收购之后的企业在所有制上与政府已基本脱离直接关系，企业的控制者（有投票权者）也是企业的所有者和剩余索取权拥有者，他们使用的投票权不再是“廉价”投票权，而是代价非常高昂的投票权，因为他们对自己的错误决策所付出的代价远远高于政府官员，因此，他们会真正关心和科学地管理企业，使企业的竞争力大大提高。

杠杆收购还将从公司的激励机制方面改善企业治理结构。Chris (1990) 的研究表明，所有的公司在杠杆收购后明显加强了报酬激励力度。我国国有企业的激励机制被严重扭曲，大多数国有企业都负担了部分政府职能和社会职能，例如企业要参与解决职工的就业问题、社会稳定问题。国务院曾要求国有金融资产管理公司在进行正常的股权和债权管理时，要兼顾社会稳定问题；又例如目前的国有行业控股集团是在原有的行业主管部门撤销以后组建的，他们要承担部分政府职能，解决富余职工的就业等一系列社会问题。几乎所有国有企业都要一定程度地承担保持社会稳定的任务，比如他们要对职工闹事、罢工、上街游行等负责。所以，一般来说，考核我国国有企业经理层的

业绩包括三方面因素：①企业的利润指标（R）；②企业在解决社会问题中作出的贡献（S），包括社会稳定、职工安置和政治教育等；③管理者采用各种手段获得的上级对他的好感因素评价（H）。这可以用一个绩效函数来表示：

$$P = w_1 R + w_2 S + w_3 H$$

$P$  表示经理层的业绩水平， $w_1$ ， $w_2$ ， $w_3$  分别表示  $R$ 、 $S$  和  $H$  权重值。在有些情况下， $w_2$  取值很大，特别是在那些规模大、员工数量多、社会问题突出和社会影响大的传统企业。在许多情况下，即便这类企业严重亏损，其领导仍不断被提升，甚至荣膺市长、省长，这是因为他们在解决许多社会问题中作出了大量贡献。不过，在经济发达、改革开放较早的东南沿海地区，企业的利润指标在评价经理层的绩效时则相对比较重要一些， $w_1$  取值较大。此外，实践表明， $w_3$  的取值也不可忽视。企业经理需要在这三个方面有所贡献和取得平衡，所以经理层实际上是在多目标中选择效用最大的折衷和平衡。因此企业经理完全有可能以牺牲企业的利润和竞争力为代价去安置冗员，解决职工福利，甚至根据政府的要求去收购和兼并那些已没有必要继续存在的企业。换句话说，他们不必尽心尽力地改善企业的竞争力也可得到好评和实惠。当然，企业资产是国有的，属于全国人民，那么以损失国有资产为代价来解决一些社会问题，也有一定道理，但这必竟不能提高企业竞争力和企业价值。在杠杆收购之后，企业不再像传统的国有企业那样承担许多社会职能。企业的控制者完全以提高企业的竞争力和企业价值来激励经理层。这种改变大大减少了政府官员在选择企业经营者和行使企业重大决策等方面的权力。因此，在推行国有企业杠杆收购的过程中，有相当大的阻力来自于部分政府官员和能力较低的企业经营者。

建筑企业是劳动密集型企业，其员工平均素质不高，在下岗被推向社会后再就业谋生能力不强，其矛盾更加突出。所以，建筑企业的维护稳定和安置职工的压力更大，其  $w_2$  取值也相对较大。同时，建筑企业  $w_3$  取值也较大，主要原因是建筑企业的管理人员过度追求质量、企业名誉和个人声誉。这可以从下面的示意图来说明。建筑工程的成本与质量一般是递增凹函数，即质量要求越高，成本越高；而且质量越高，每增加单位数量的质量要求所需增加的成本就更大，即其二阶导数为正。假定  $q_1$  是工程正常需要达到的质量标准， $c_1$  是与之相应的工程成本，则国有建筑企业的管理层往往会把工程质量做到  $q_2$  的水平，

因为降低质量要求给他们带来的风险和收益是完全不成正比的——出现质量问题后他们就会接受处分、降职甚至是刑事责任；而在规范要求范围内降低质量要求后所获得的收益  $c_2 - c_1$  并不归他们个人所得。所以管理层会不遗余力地保证质量，由此得到上级的好感，带来过度成本。在建筑企业过分强调  $w_3$  和  $w_2$  的取值的情况下， $w_1$  取值则相对较小。这是目前国内国有建筑企业盈利水平低于社会其他行业平均水平的原因，也是国有建筑企业竞争不过民营建筑企业的主要原因之一。而杠杆收购后对建筑企业经理层的业绩评价会明显改变，而在规范要求范围内降低质量要求后所获得的收益和其风险成正比，企业会确定一个合理的绩效权重取值。企业的盈利能力和持续生存能力会大大提高。

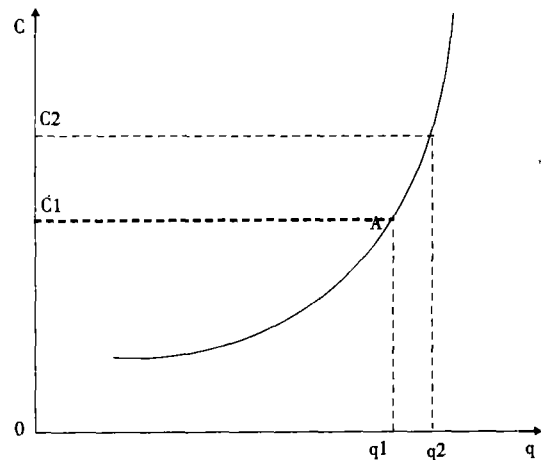


图1 质量标准与相应工程成本关系图

Fig. 1 Relationship between Quality standard and corresponding construction cost

### 3 杠杆收购通过改变资本结构提高企业竞争力

本文的引言中指出，杠杆收购增加企业负债。负债增加对企业管理是一把“双刃剑”。一方面，管理者借助有限责任制度，通过借款投资于高风险项目，籍此有机会获得高收益，以小博大。Jensen 和 meckling (1976) 指出，因为债权人（例如银行）的理性预期，这些高风险项目的投资成本已在银行的预料之中，这些风险成本仍通过利率及贷款条款等方式转移给企业承担，这被称为债务的代理成本。另一方面，Jensen (1989) 指出，人们常常考虑债务的代理成本问题，而忽略了债务在驱使管理层提高运营效率方面的积极意义，他把这种效应称之为“控制假设”。根据 Jensen 的观点，一个具有充裕现金流的企业的管理

者往往会安于现状,甚至“挥霍”企业的现金,增加支出,投资于收益率很低的项目,或单纯地追求企业经营规模的扩大,超过了企业的最佳经济规模。而如果企业具有相当数额的债务,管理者会担心企业因为债务危机而破产,失去自己的利益和职位,于是会努力工作以提高公司盈利水平,公司的价值和竞争力也可随之提高。因此企业在杠杆收购后就由于高负债对经理层产生激励约束作用,对提高企业经营效率有很大益处。*Jensen* (1985) 和 *Smith* (1986) 曾对资本结构的变化和股票价格的运动关系进行过实证研究,他们发现,绝大多数实施股份回购、股转债等增加公司债务的行为的公司股票价格一般都呈上涨趋势。这主要是因为投资者对这些企业在资本结构重组后有信心和良好的预期。*Lowenstein* (1985) 的研究表明,收购者为杠杆收购所支付的价格平均为公司原股票价格的150%。还有研究表明,如果杠杆收购中的借款的期限越短,前期支付压力越大,担保条件越严格,债务对经理的监督和激励作用就越明显 (*James*, 1987)。

目前国内各类企业债务的激励约束作用不同。许多国有企业在20世纪80年代“拨改贷”期间,企业的基本建设、扩大生产规模完全依靠银行贷款。而此时的银行又不是纯商业银行,银行的贷款大部分根据政府的要求进行发放。当企业出现经营困难时,银行不可能像规范市场经济条件下的银行那样向企业提出破产清算的要求。因为对于政府来说,“手心手背都是肉”,企业是国有的,银行也是国有的。即便银行基于自身利益向企业提出破产清算要求,政府也会出面干涉。于是债务约束成了一种“软约束”,使企业逐渐产生了一种感觉,银行的贷款不是一定要偿还的。1999年到2000年期间开展的“债转股”更助长了贷款软约束的观念,因为债权人变成了股东,因此贷款变成了一种特别形式的投资,无须偿还。于是许多企业寄望于债转股而免除债务。尽管近年的国企改革强化了经理人员的激励制度,使收入与业绩挂钩,但资产由债权人向股权人转移的现象正在变得愈来愈突出 (*周立*, 2001), 负债对经理层的激励作用就不存在了。所以可以得出一个结论,过去若干年里高负债的国有企业无法走出困境,很大程度上由于债务约束机制失灵造成的。这可以用 *Jensen* (1986) 的理论从另一角度解释这个现象,企业向银行借款之后,由于企业认为还款合约只是“软约束”,甚至无需偿还,于是企业便视贷款为企业的净现金流增加,或用于增加职工福利,或用于铺张浪费,或投资于低收益项目,缺乏债务约束的现金流代理成本便相对增大。在实践中,不少企业为了争取银行贷款,在财务报表中

虚报利润,而一旦获得贷款,往往又隐瞒利润,这是因为企业渴望有尽可能多的现金流留在企业。1999年,国家对经过筛选的601户“债务负担沉重”的国企实施债转股,这些企业的共同特点是把巨大的债务投资于低效益项目,导致整体效益下滑。实际上,对债转股一直有广泛的争议,因为这是一种软约束机制,但又是为了解决企业扭亏和银行坏账问题而不得已采取的措施。建筑企业一方面长期过度依赖银行贷款,另一方面又常常垫资施工造成应收账款额巨大。其现金流量往往非常紧张,但却没有对管理层形成真正的压力,促进其改进生产经营和资本经营。但如果采用杠杆收购措施,这种状况可以得到改变。因为收购后的企业和银行之间的关系对政府来说不再是“手心手背”的关系,政府一般不会干预银行对这类企业的债务“硬约束”,银行会加大对企业的催收力度。目前国有商业银行的改革已基本做到收入与绩效挂钩,银行作为真正的债权人逐渐加大对企业的还款压力。在杠杆收购后的高额债务压力下,对于独立于政府,并持有企业股份的管理层而言,债务的激励作用将逐渐发挥出来,企业的竞争力也将大大提高。可以相信,国有企业以杠杆收购的方式重组以后,债务激励对企业经营管理的作用较之西方国家的杠杆收购作用更大。

#### 4 杠杆收购的避税效应对企业竞争力的影响

杠杆收购对企业竞争力的影响还可表现在避税效应上。诺贝尔经济学奖获得者 *Modigliani* 和 *Miller* (1964) 认为,如果考虑公司的所得税,企业的价值会随着负债的增加而增加,这可表示为

$$V_L = V_U + T_c B \quad (1)$$

$V_L$  表示负债企业的价值,  $V_U$  表示无负债状况下企业的价值,  $B$  是负债额,  $T_c$  是公司所得税率。

大多数经济学家后来认为,在上述公式的基础上还应考虑破产成本问题,即随着负债的增加,企业破产的概率也会增加。因此在考虑破产成本之后,公式(1)可调整如下:

$$V_L = V_U + T_c B \left( \frac{1}{R} \right) (1 - P) - CP \quad (2)$$

其中  $C$  为破产成本的折现值,包括破产发生的直接费用(清算、重组费用)和间接费用(因破产而造成的生产经营的中断和失去长期客户等造成的损失)等;  $P$  是企业的破产概率。  $R$  为折现率。再对公式(2)求导可得:

$$\frac{\partial V_L}{\partial P} = -T_c B \left(\frac{1}{R}\right) - C < 0 \quad (3)$$

公式(3)表明, 杠杆收购后的企业价值与破产概率  $P$  呈反向运动关系, 即破产概率  $P$  越小, 企业的价值就越大, 其竞争力就越强。在我国的政治经济体制下, 企业的破产概率影响因素与资本主义经济环境中不一样。在资本主义经济环境里, 一旦企业无力偿债, 就有可能进入破产程序。而在我国, 企业破产有两类: 一类是计划破产, 即由政府根据产业状况和企业经营状况决定对哪些企业实行破产; 另一类是通过法院起诉破产, 但目前通过债权人起诉破产一个国有企业仍有一定难度, 主要原因是职工安置问题和地方政府的保护主义。即使对国内实施杠杆收购后的企业, 其破产概率较西方规范的资本主义经济而言仍然较小。因为我国职工就业问题仍然是最大的社会问题, 在高度强调社会稳定和大力鼓励民营企业发展的大环境下, 虽然国企在杠杆收购后的所有制发生变化, 但它仍然承担了大量的就业和社会稳定任务, 政府部门在制定有关破产法规和把握执行尺度的时候, 会倾向于给达到破产条件的企业一个喘息之机, 甚至会采取一些重组措施助其度过难关。对实在无法度过难关的企业, 才最终给出破产的判决。另外, 无论一个企业是国有企业还是私营企业, 地方政府对它的依赖性还可以表现在税收及其对地方经济增长率的贡献等方面, 财政紧张的地方政府还会寄希望于向企业摊派一些社会费用。因此, 地方政府在处理企业破产时往往有一种“好死不如赖活着”的意识, 对企业破产往往持消极态度。这是中国经济转型期间特有的现象, 它对那些处于短暂危机的企业有积极的救助作用, 当然它对资源优化配置也可能产生消极影响。这种做法在国外也有, 如美国的《破产法 11 章》也倾向于在企业破产清算前给它一个重组和再生的机会 (Morse 和 Shaw, 1988), 只不过不如中国的做法明显。所以, 可以得出一个结论, 在中国的经济环境下, 由于破产概率较小, 杠杆收购后因债务增加导致的企业的价值增加从而使竞争力的增加效果更为明显。

## 5 结 语

本文从公司法人治理结构和资本结构等方面论述了实施杠杆收购对国有建筑企业竞争力的影响。在公司治理结构方面, 传统的国有企业的控制者是不具有剩余索取权的政府官员或政府委派的代表, 而且对经理层的业绩评估也是扭曲的。而通过杠杆收购, 民营企业和管理层对企业持股, 并变为真正的有剩余索取

权的控制者, 企业可以制定以企业价值最大化和竞争力最强为目标的激励考核机制, 企业的竞争力将会得到明显提升。杠杆收购所带来的高负债还将从两方面增强企业的竞争力, 即债务激励作用和避税效应。杠杆收购将激发出在传统国有企业机制下无法发挥的债务激励作用, 同时, 由于在中国的社会经济环境中破产概率相对较小, 增加负债可有效的提高企业的价值和竞争力。

## 参 考 文 献

- [1] 吴敬琏. 国有大中型企业公司化改革的难点及对策. 经济日报, 1995
- [2] 张维迎. 企业的企业家—契约理论. 上海人民出版社, 1995
- [3] 张维迎. 企业理论与中国企业改革. 北京大学出版社, 1999
- [4] 百家现代企业制度试点企业调查课题组. 建立现代企业制度的现状与分析. 管理世界, 2000 (2): 76 ~ 73
- [5] 周立, 陈小锐. 国有企业债务危机的激励不当因素. 经济科学, 2001 (2): 112 ~ 117
- [6] Altman Edward. I. Corporate financial distress and bankruptcy. Willy & Sons, Inc, 1993
- [7] Chis J. Muscarella, Michael R. Vetsuypens. Efficiency and organizational structure: a study of reverse LBOs. Journal of finance, 45: 1389 ~ 1413
- [8] Corbett C, Wassenhove L. V. Trade-offs, what trade-offs? Competence and competitiveness in manufacturing. Calif. Manage, Rev. 35 (4): 107 ~ 122
- [9] Harris M., Raviv A. The design of securities. Journal of financial economics, 24: 255 ~ 287
- [10] James C. M. Some evidence on the uniqueness of bank loans. Journal of Financial Economics, 19: 217 ~ 235
- [11] James F. Cotter, Sarah W. Peck, . The structure of debt and active equity investors: the case of the buyout specialist. Journal of financial economics 59: 101 ~ 147
- [12] Jensen M. C. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. American Economic Review, 76: 323 ~ 329
- [13] Jensen M. C. The eclipse of the public corporation. Harvard Business Review, 89: 61 ~ 74
- [14] Jensen M. C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control system. Journal of finance, 48: 831 ~ 880
- [15] Jensen M. C. When Unocal won over Pickens, Shareholders and society lost. Financier, November 1985, 9: 50 ~ 52
- [16] Jensen M. C., Meckling William. Theory of the firm: managerial behavior, agency cost, and capital structure. Journal of financial economics, 3: 305 ~ 360 (下转第 104 页)

的函数关系  $F(t)$ , 实时输入  $t$ , 可得到系统拟合值, 并与实际变更发生量对比, 从而实现对合同执行的未来趋势的预测。

#### 4 结 语

(1) 按本文提出的合同管理决策支持体系设计的思路, 以武汉市轨道交通建设工程为实例, 运用 ORACLE7.3 + POWERBUILDER6.5 开发工具组合, 开发了具有决策支持功能的合同管理系统, 实践证明, 着眼工程建设全过程、管理全方位进行信息的分类和编码, 构建统一的工程信息数据库, 并以此为基础将新的管理思想通过计算机软硬件技术转化为友好的决策支持界面, 进一步提高了业主的管理效率。如合同立项提示, 避免了关键线路上的工作启动不及时而导致总工期的延误; 在同一数据库平台上进行合同支付管理, 免除了工程部、计划部和财务部对支付信息的重复录入工作, 减少了 1/2 ~ 2/3 的支付管理工作量; 系统生成的合同执行情况综合分析信息为每周的经理办公会提供了及时且充实的工程实施背景材料, 而这些分析材料过去往往需要 1 ~ 2 天时间准备。

(2) 系统开发过程中, 不可避免地会面临如何将专业工程师的经验转化为模块化功能的挑战, 解决这一问题依赖于人工智能及专家系统等智能化决策技术的发展与突破。

(3) 随着工程管理理论和信息技术的发展, 建设工程管理信息系统将在管理实践中扮演越来越重要的角色, 这也就对工程管理信息系统提出了更高的功能

要求, 传统的“二管理、三控制”各自为政的单一管理思路需要突破。

(4) 尽管本文从决策支持这一新的角度对合同管理进行了有益探讨, 但由于合同管理工作的复杂性, 该研究还需要进一步深入, 如决策提示内容和管理对策库的完善、合同结构决策机制的完善以及风险管理等。

#### 参 考 文 献

- [1] 汪小金编著. 建筑施工合同索赔管理. 中国建材工业出版社, 1994
- [2] 成虎、钱昆润. 建筑工程合同管理与索赔. 东南大学出版社, 1997
- [3] Robert L Kimmons. Project Management. MARCEL DEKKER, INC, USA, 1989.
- [4] 大型工程项目集成化项目控制信息系统 (PCIS) 的研究. <http://www.cpmchina.com/repository/article-content-show.asp?contentid=1049>, 2001. 3
- [5] 陈勇强、张永波. 国际工程项目合同管理组织模式的探讨. <http://www.cpmchina.com/repository/article-content-show.asp?contentid=869>, 2001
- [6] 傅荣林、秦寿康、梁达宏. 智能综合评价决策支持系统的实现. 系统工程, 2001, (3)
- [7] Bhargava H K and Krishnan R. Computer-aided model construction. Decision Support Systems, 1993, 9 (1): 91 ~ 111.
- [8] Blanning R W. Model management systems: an overview. Decision Support Systems, 1993, 9 (1): 9 ~ 18.
- [9] 刘臣勇、姬彬. 含决策状态反馈的 DSS 设计. 系统工程理论与实践, 2001, (9)

丁烈云 博士, 博士生导师. 华中科技大学副校长、教授. 教育部科技委委员, 建设部工程管理专业指导委员会副主任. 主要研究方向为建设工程与房地产管理。

Email: dingly@public.wh.hb.cn

叶艳兵 华中科技大学系统工程专业博士研究生。

(上接第 89 页)

- [17] Kaplan. Steven. The staying power of leveraged buyout. Journal of Financial Economics, 29: 287 ~ 314
- [18] Lowenstein L. Management Buyouts, Columbia Law Reivew, May 85: 730 ~ 84
- [19] Modigliani F., M. Miller. Corporate income tax and the cost of capital: a correction, American Economic Review, 53: 433 ~ 443

- [20] Morse D., W. Shaw. Investing in bankrupt firms. Journal of finance, 43: 1993 ~ 1206
- [21] Patrick A. ganghan. Merger, acquisitions, corporate restructurings, John Willy & Sons, Inc, 1996
- [22] Rappaport Albert. The staying power of the public corporation. Harvard Business Review, 90: 87 ~ 314
- [23] Smith Clifford w. Investment banking and the capital acquisition process. Journal of financial economics, 12: 15 ~ 40

申立银 香港理工大学建设与房地产学系教授。