



管理层 收购理财导论

符大海 © 著

An Introduction to
the Financing of
Management Buy-out



浙江工商大学出版社
ZHEJIANG GONGSHANG UNIVERSITY PRESS



管理层 收购理财导论

符大海 © 著

An Introduction to
the Financing of
Management Buy-out

 浙江工商大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

管理层收购理财导论 / 符大海著. — 杭州: 浙江
工商大学出版社, 2011.12

ISBN 978-7-81140-442-5

I. ①管… II. ①符… III. ①企业兼并—研究—中国
IV. ①F279.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 256563 号

管理层收购理财导论

符大海 著

责任编辑 王黎明 陈维君

责任校对 周敏燕

封面设计 陈思思

责任印制 汪俊

出版发行 浙江工商大学出版社

(杭州市教工路 198 号 邮政编码 310012)

(E-mail: zjgsupress@163.com)

(网址: <http://www.zjgsupress.com>)

电话: 0571-88904980, 88831806(传真)

排版 杭州朝曦图文设计有限公司

印刷 杭州恒力通印务有限公司

开本 880mm×1230mm 1/32

印张 8.5

字数 229 千

版印次 2011 年 12 月第 1 版 2011 年 12 月第 1 次印刷

书号 ISBN 978-7-81140-442-5

定价 25.00 元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江工商大学出版社营销部购电话 0571-88804227

目 录

1 引 论	1
1.1 研究背景	1
1.2 本书的结构安排	5
2 管理层收购基础理论研究	8
2.1 管理层收购的内涵	8
2.2 管理层收购的起源与发展	9
2.3 管理层收购的理论基础分析	26
2.4 管理层收购的动因分析	33
2.5 管理层收购的价值分析	40
3 管理层收购评估研究	52
3.1 当前管理层收购评估中的现状及不足	52
3.2 管理层收购对管理者和收购对象的要求	57
3.3 管理层收购评估的重要性及其特点	66
3.4 管理层收购中管理者的评估	72
3.5 被收购企业的评估	81
4 管理层收购定价研究	98
4.1 管理层收购定价的现状及不足	98
4.2 管理层收购的定价研究	105
4.3 管理层收购交易双方合理价格范围的确定	111

5 管理层收购融资选择研究	144
5.1 管理层收购融资的特点	144
5.2 管理层收购融资选择的途径	146
5.3 管理层收购融资选择分析	154
6 管理层收购风险及其控制研究	179
6.1 管理层收购的风险类型	179
6.2 管理层收购风险的成因分析	185
6.3 管理层收购风险的控制	195
7 我国管理层收购理财中的特殊问题研究	207
7.1 我国管理层收购的特殊背景	207
7.2 我国管理层收购的一般特点	216
7.3 我国管理层收购理财的特殊性	220
7.4 我国管理层收购的定价分析	228
7.5 我国管理层收购的融资解决途径	242
参考文献	249

1 引 论

在第四次并购浪潮中,杠杆收购使“小鱼吃大鱼”成为可能,并成就了不少企业家做大做强的梦想。杠杆收购也因此成为此次并购浪潮中的一道亮丽的风景线。作为杠杆收购主要形式的管理层收购(Management buy-outs, MBO)也逐步受到学术界的关注和重视。

▶▶▶ 1.1 研究背景

管理层收购是西方国家在 20 世纪 60—70 年代开发出来的一种新的购并形式和理财行为。管理层收购出现之初,人们并没有对其给予特别的关注,而只是将其作为一般的所有权购买来看待。管理层收购为理论界所重视源自于英国经济学家麦克尔·莱特(M. Wright)1980 年的研究。1980 年, M. Wright 在研究公司分立和剥离时发现了一种奇特的现象:在被分立或剥离的企业中,有相当一部分被出售给了之前的管理(或经理)层^①。M. Wright 的这一发现及管理层收购实践随后便引起了英美等国理论界的浓厚兴趣。过去几十年内,理论界对管理层收购问题进行了大量研究,取得了不小的成就。如在管理层收购出现的背景研究方面, M. Wright、德安吉罗(DeAngelo)、L. 德安吉罗(L. DeAngelo)、E. 莱斯(Rice)、詹森(Jensen)等指出^②,管理层收购

① B. Chiplin and M. Wright, *Divestment and Structural Change in U. K. Industry*, National Westminster Bank Review, February, 1980.

② Wright (1983)、DeAngelo、DeAngelo and Rice(1984)、DeAngelo and L. DeAngelo (1985, 1987)、Jensen(1986, 1989)等。

之所以出现,在很大程度上与节约代理成本、管理者追求自身效用最大化和创业尝试、防御敌意收购、大股东退出、家族企业业主死亡或退休,以及摆脱公开上市规则约束等因素密切相关。在管理层收购产生的具体条件研究方面,雷恩和珀尔森(Lehn and Poulsen)、詹森(Jensen)等发现^①,在那些成熟的、具有较少投资机会和增长潜力而同时又存在大量自由现金流的企业和行业,以及那些管理人员更容易受到掠夺同时企业资产的可塑性不高的企业和行业中最容易出现管理层收购,而 M. Wright 等人进一步发现^②,由于风险投资的战略作用,不少有前途的高科技企业也易于成为培植管理层收购的温床。在管理层收购效应研究方面,莫斯卡瑞拉(Muscarella)、维兹潘(Vetsuypens)、塞(Singh)、卡普兰(Kaplan)、史密斯(Smith)、洛文斯坦(Lowenstein)、道格拉斯(Douglas)等学者都进行了较为深入的研究。Muscarella 和 Vetsuypens(1990)发现管理层收购对公司战略存在影响;洛文斯坦(Lowenstein,1985)和塞(Singh,1989)发现管理层收购有利于激发企业家精神和提高公司资产的运营效率;卡普兰(Kaplan,1989)、阿贝和史密斯(Abbie and Smith,1990)也证实管理层收购对企业税前营业利润和净利润、销售额与营运资产的比率,以及销售额与员工人数比率的增长具有显著促进作用。当然,并非所有学者都认同管理层收购,如道格拉斯和伊斯特伍德(O. Douglas and C. Easterwood)1992 年就撰文指出管理层收购可能导致债券持有人利益受损;谢勒菲和萨梅斯(Shleifer and Summers)1988 年也在研究中指出管理层收购对员工存在不利影响,并可能给社会带来损失。

国内研究主要集中在管理层收购的适用性和对管理层收购的介绍推广上。张维迎(2004)、周其仁(2004)、张文魁(2004)、钟伟

① Lehn and Poulsen(1988),Jensen(1986)。

② M. Wright,R. E. Hoskisson,L. W. Busenitz and J. Dial(2000),M. Wright, R. E. Hoskisson and L. W. Busenitz(2001)。

(2003)、陆满平(2003)、戴艺勇(2000)、黄少安、魏建(1999)和余辉武(2001)等从正面论证了管理层收购在我国实施的可行性,认为管理层收购是我国进行国有企业产权改革、帮助大型企业实现资产剥离和中小企业实行股份制改造,进而提升经济效益的重要途径。尽管在实施中存在一些问题,但不能因为存在问题就完全否定其存在的意义。郎咸平(2004)、董辅礪(2003)、程恩富(2004)、邱俊(2003)等则认为在我国法律法规不健全的情况下推行管理层收购,可能会诱发国有股权被侵害和国有资产流失的风险,并容易导致社会不公,因此在上述问题没有解决之前,不宜实行管理层收购。而且汪伟等(2006)^①也证实了在国有企业中管理层收购存在着激励扭曲,可能导致管理者人为恶化企业的绩效。国内的实证研究主要围绕管理层收购的价值创造或者绩效变化展开,毛道维、蔡雷、任佩瑜(2003),廖洪和张娟(2004),李曜(2004),林海涛(2005)和刘德光(2005)等学者的研究成果与国外研究结论相似,认为我国管理层收购并非全部都会带来绩效提升。

毫无疑问,管理层收购的相关研究已经取得了丰硕的成果,具有重要的理论意义和实践指导价值,但从上述文献梳理中不难发现,在管理层收购上有一个十分重要的问题一直以来为管理层收购研究者所忽视,那就是管理层收购的合理理财问题。管理层收购的合理理财问题是管理层收购必须解决的问题,可以毫不夸张地说,管理层收购理财问题解决的好坏直接决定管理层收购的成败及其发展。原因在于,对于管理层收购,如果收购时不能确定合理的收购价格,或在资金来源方面未能确定合理的财务结构及债务期限结构,或者在企业决策权的安排上没能合理地分配各收购主体的权责、确定企业的组织结构和治理结构,那么收购完成后被收购企业极有可能出现以下一些问题:所实现的经营业绩无法满足较高收购报价对业绩水平

^① 汪伟、金祥荣、汪森军:《激励扭曲下的管理层收购》,《经济研究》2006年第3期,第82—89页。

的要求,或经营活动所产生的现金流不能满足高企的财务杠杆对现金流的需要,以及现金流的时期分布不能适应债务的期限结构等情况。于是在上述问题的影响下,企业的经营将出现问题,并最终可能导致无法偿还到期债务而使收购陷于失败。而且如果管理层收购的这种失败达到一定程度和频度时,甚至还会进一步影响管理层收购活动的发展。因为严重和高频率的管理层收购失败势必会对管理层收购的需求和收购资金的供给产生消极影响,不仅如此,这种在收购需求和资金供给上的消极影响还将不断被强化:潜在的融资机构会逐步放弃对管理层收购的融资安排,已有的融资机构也将不断调高融资的报酬要求和调低融资意愿,而资金供给的不断萎缩又将进一步使管理层收购融资困难,使更多的被收购公司由于融资困难而陷于失败。于是在这种螺旋式进行的持续影响和强化中,管理层收购的发展将不可避免地受到影响。

此外,管理层收购的发展也从实践的角度证明了合理理财之于收购成败的重要性。管理层收购在其形成和发展的短短二十多年内几经起落,究其原因,K. 罗比尔(Robbie)、M. Wright、D. 席群(Citron)、B. 齐林(Chiplin)、M. 阿尔布赖顿(Albrighton)等认为,关键在于没有足够重视合理理财。在对 20 世纪 90 年代初(1990—1994)英国管理层收购出现的第一次衰退原因的研究中,K. Robbie, M. Wright 等发现,导致这段时期管理层收购陷入低谷的主要原因是:20 世纪 80 年代后期收购活动中的过高定价;分类定价资产受赢利能力的影响无法按照预期的价格及时限完成处置;过度的杠杆和经营收入的下降使得履行财务结构变得异常困难;银行和其他金融机构消减债务及已有交易中的投资实现等。尽管他们认为银行减债、市场萎缩等环境因素是导致管理层收购陷入低谷的一个独立的原因,但依笔者之见,导致这一问题的关键原因都集中在管理层收购

中的合理理财方面^①。

尽管合理理财对管理层收购的成功和发展如此重要,但目前理论界在该问题上的相关研究文献依然较少。K. Robbie 和 M. Wright(1996), D. Citron, K. Robbie 和 M. Wright (1997), M. Wright, K. Robbie, B. Chiplin 和 M. Albrighton(2000)等在研究管理层收购时虽然触及了这个问题,但遗憾的是,他们却没有对其做进一步的深入研究。而且现行的财务理论在管理层收购问题上也不能为其提供很好的理论指导,特别是在收购定价和融资选择上,目前还没有针对管理层收购的特殊定价模型及融资选择理论。为此,本书拟对管理层收购的理财进行前期探索。

▶▶▶ 1.2 本书的结构安排

管理层收购是一项复杂的系统工程,其成功依赖于各子系统的成功和彼此的紧密配合,因此,要想管理层收购获得成功,首先在理财环节就必须为管理层收购提供成功的保障。由于一项管理层收购活动的成功完成通常需要经过收购前的策划、收购时的实施、收购后的整合几个关键性步骤,其中涉及的内容包括评估收购行为是否可行、各方面是否满足条件、确定收购价格及收购形式,以及以一定的方式筹措到必要的资金以完成收购等活动,因此,本文研究将主要围绕管理层收购的评估、定价、融资选择、风险控制和我国管理层收购中的特殊问题来展开。

本书后续内容的安排如下:

第二部分,管理层收购基础理论研究。在对管理层收购起源和发展进行回顾的基础上,分析介绍管理层收购的理论逻辑和内在动

^① 银行及其他金融机构减债以及市场上资金供给减少根本上是因为大量管理层收购失败给投资者以及资金提供者心理造成了不好的预期,所以说导致管理层收购失败的根本原因还是理财不当。

机,探讨管理层收购的价值创造能力和内在动因,为管理层收购理财研究进行前期准备。

第三部分,管理层收购评估研究。管理层收购的成功是多方面因素协调一致、共同配合的结果,因此便要求这些影响因素必须具备相应的条件。为保证管理层收购的合理理财,在管理层收购开始之前就必须对这些条件的满足与否进行评估。本部分分别针对管理层收购下管理者和被收购企业的特殊要求,对管理者素质、能力等方面的胜任力和被收购企业产品、技术、市场、财务状况、效率空间的评估做探讨。

第四部分,管理层收购定价研究。管理层收购的定价是一个十分重要且棘手的问题。其重要性表现在它是管理层收购的核心问题,一方面它决定收购的融资需要及对经营者激励作用的大小,另一方面也决定着有关各方的权益能在多大程度上得到合理的保护。尽管价值本身很难把握,价值量化也需要一系列具体的约束条件,很难抽象地说某个东西有多少价值,而且价值因人、因时、因地而异,同一件东西不同的人会有不同的估价,即使是同一个人在不同的条件下对同一件东西的估价也会不一样。但即便如此,由于交易最终能否达成取决于交易价格是否符合买卖双方对被交易对象价值的判断,而且在我国管理层收购实践中被广泛诟病,并最终导致2003年财政部建议原国家经贸委企业司暂停管理层收购受理和审批的根本原因就在于定价不合理,因此,理解管理层收购中交易双方的价值构成、合理确定管理层收购的定价非常重要。本部分主要从管理者和所有者两个方面研究了他们各自不同的价值构成,以及各相关价值的确定方法。

第五部分,管理层收购融资选择研究。长期以来,人们在投资决策中很少注意和重视融资选择问题,很少关心不同的融资选择会不会对投资的成败产生影响。不过由于在管理层收购投资中,被收购企业(投资项目)在收购完成后可能会出现因项目融资的不同而导致的控制权或决策权的实质性改变,即资金供给者可以影响项目的后

续发展,引起项目预期现金流的改变。因此,在管理层收购中 Fisher 投融资分离原理不再适用,融资选择就不能简单地被认为对投资不存在实质性影响。那么在管理层收购中融资选择对投资会构成怎样的影响,应该如何考虑这些影响,以及应该如何进行选择以保障管理层收购的成功等问题就构成本部分研究的内容。本部分主要研究了管理层收购下融资选择的途径,各相关途径对收购的影响,管理者如何根据自身资金实力合理选择债务融资数量和期限结构。

第六部分,管理层收购风险及其控制研究。现实世界是一个正交易费用不确定的世界。正交易费用意味着人们不可能无成本地实现权益的交换。也就是说,如果人们发现在以往的决策中存在错误,那么他们必须为之付出代价,承担这种错误的成本。而不确定性则表明世界存在多种可能,人们很难对未来作出准确的估计,或者人们的估计并不可靠。将该理论运用到管理层收购方面,可得出以下结论:在管理层收购中将存在风险,管理者预期的被收购企业的未来超额价值可能并不存在,或者没有预期那么大,为此在管理层收购中应事先充分考虑收购的相关风险。本部分主要研究管理层收购中风险的来源以及相应风险的控制策略。

第七部分,我国管理层收购理财中的特殊问题研究。当前,我国处在经济转型时期,经济在呈现出强劲的发展势头的同时也隐藏着许多问题,而这些问题,特别是产权问题和经营者激励问题,已经对我国经济的快速发展构成实质性的潜在威胁。为此我国政府一度引入了管理层收购机制,但由于我国经济发展的特殊性,管理层收购在发展中也有不少问题,特别是在理财领域暴露出了管理层收购定价不合理、融资不规范等,影响到了我国管理层收购的发展。为此本书最后对我国管理层收购发展中理财领域的一些特殊问题进行分析,帮助厘清一些在管理层收购中出现的认识上的偏误,并对管理层收购的实际操作提供一些原则上的指导。

2 管理层收购基础理论研究

2.1 管理层收购的内涵

管理层收购是西方国家在 20 世纪 60—70 年代开发出来的一种新的购并形式和理财行为。管理层收购出现之初,人们并没有对其给予特别的关注,而只是将其作为一般的所有权购买来看待。直到 1980 年英国经济学家 M. Wright 在研究公司的分立和剥离时才首次注意到这一有趣的现象:即有相当一部分被分立或剥离的企业被其原有的管理者所买走,对此他进行了规范的界定。之后,英国工商金融公司(Industrial and Commercial Finance Corporation)将这一现象定名为 Management Buy-outs(简称为 MBO),MBO 就成为管理层收购的代名词,并一直沿用至今。

管理层收购是杠杆收购的一种,它是指目标公司的管理层利用举债或者风险资金收购目标公司的一种并购行为。通过收购目标公司的管理者成为所有者,公司的所有权结构、控制权结构、资产结构和债务结构都将发生重大的改变。通常管理层收购后公司所有者权益所占比重在初期非常低,只占 10%—20%,债务占到 80%—90%。

管理层收购的杠杆收购性质决定了管理层收购与其他并购形式存在显著的差异。表现在:(1)主体不同。管理层收购的主体主要是目标公司的管理层或管理层与不以持有被收购公司为目的的战略投资者,而其他收购的主体主要是大公司或者大企业。(2)资金实力不同。管理层收购主体自有资金实力有限,资金主要通过举债借入;而其他收购主体通常具有较强的资金实力,债务融资的比重较小。

(3)收购的动机不同。管理层收购的主要动机是追求管理者自我价值实现、获得更多的财富、保住职位、摆脱上市约束、防御敌意接管以及避免人力资本的准租被剥夺等(这一点后文将做具体的论述);其他收购的动机往往更多的是为了占领市场和扩大规模,实现规模经济或技术经济。(4)收购的方式不同。管理层收购往往通过要约、以现金的方式进行收购,基本不采取换股收购形式;其他收购主要采取协议或要约的方式,在换股收购的形式下辅以现金方式进行。(5)收购的融资要求和方式不同。管理层收购受收购主体资金实力的限制,需要大量融资,而且融资的方式主要是以被收购公司的资产和未来收益作为质押举债融资;其他收购融资要求相对较低,方式选择也比较灵活,可以是公开发行收购公司的股票或债券,也可以通过定向发行、换股实现收购。(6)管理层持股比率不同。管理层收购下管理层最终将持有较高比率的股份,实现控股;其他收购形式下管理层持股很少甚至不持股。(7)债务比率不同。管理层收购通常具有较高的负债比率,根据管理层资金实力的不同,负债的比率会存在差异,一般这一比率不会低于70%;在其他收购形式下资产负债比率一般不会很高,通常不会超过60%^①。

2.2 管理层收购的起源与发展

2.2.1 管理层收购的起源

管理层收购的产生是经历了经济泡沫和金融危机洗礼的西方国家一系列政治、经济和金融因素等变化共同作用的结果。20世纪60—70年代开始,西方国家,尤其是英美两国的政治、经济、金融环境发生了一系列的变化,这些变化导致的结果就是为管理层收购提供

^① 那赛尔·萨博著,齐寅峰等译:《投机资本:全球金融业看不见的手》,机械工业出版社2002年版。

了其产生所需具备的三方面条件:存在能导致收购机会产生的因素,具备使收购行为得以完成的基础,具有诱使人们产生收购动机的各种收益形式和实现这些利益的手段。

2.2.1.1 政治因素方面

1979年英国保守党政府上台,给英国政府引入了一种全新的政治哲学:崇尚市场竞争,强调市场基础地位;另外,美国在20世纪80年代开始推行经济复苏政策,在反托拉斯问题上的态度也发生了新的转变。这些政治因素方面的变化引起英美等国社会、经济发生了一系列的变化:市场管制被放松,出现了所有权上的再主张,特别是与国有资产私有化政策以及放宽个人持股政策相联系的所有权再主张,企业家意识也出现了复归^①。同时,管制放松还进一步引致了金融领域的创新和市场竞争的加剧。其结果便是为管理层收购提供了产生的条件。

(1)在收购机会方面。激烈的市场竞争、管制放松以及由此带来的金融创新和企业家意识的复归,为之前一直困扰理论界和实务界的家族企业继承问题提供了解决的途径,同时也为管理层收购提供了机会。家族企业的继承问题一直是当时理论研究关注的焦点,有研究指出,如果创业者在对确定类型信息的处理上不再具有比较优势,那么他们的最佳选择就是让贤^②。不过在让贤上,研究发现,创业者并不情愿被并购或将其辛苦创立的事业交给陌生人经营,其中一个重要的原因是并购或交给陌生人经营极有可能使公司失去独立的身份,不利于创业者荣誉感的满足,而交给现有的管理者则不会存在上述问题。但在管制放松和金融创新之前,管理者受私人和财富樊篱的阻碍不可能实施管理层收购,但随着管制的放松及由此带来

① J. Kay and D. Thompson, *Privatisation: A Policy in Search of a Rationale*, *Economic Journal*, Vol. 96, 1986, pp. 18—32.

② M. Casson, *Institutional Economics and Business History: A Way Forward?* *Business History*, Vol. 39, No. 4, 1997, pp. 151—171.

的金融创新的引入,这种私人和财富的樊篱被冲破,管理者有更多地承担企业家风险进而体验冒险的机会,这样一来,在继承和维持公司独立问题的解决上,放松管制及金融改革和创新就为其提供了一套新的机制——管理层收购。

毫无疑问,私有化运动的推行,私人持股政策的放宽,也增加了导致收购机会产生的因素。私有化的推行使一大批企业成为被收购的对象,而且私人持股政策的放宽也使更多的人可以参与到收购活动之中。并且由于在私有化的推行中政府的主要目的是摆脱效率低下的国有经济部门的拖累,他们并不希望出现社会不稳定,因此在推行中比较多见的是采取将企业出售给企业原有管理者或出售给由管理者与员工共同组成的收购集团的形式。此外,企业家意识的复归同样也毫无疑问地对管理层收购产生了影响,英国的实践便证明了这一点。在英国,研究人员发现,分支机构的管理人员通常构成收购活动的主要发起者。这是因为,一旦管理人员察觉到有机会采取企业家行动,而这种行动是在以往既定的所有权结构和控制权结构下他们所不可能采取的时候^①,管理人员就有动机去收购这个部门以获取这种机会。

(2)在保障收购行为的完成方面。管制的放松,尤其是金融管制放松,使金融系统产生了一系列变化。金融机构在信贷规模及存贷款比率上随着管制的放松具有了更多的自由,它们可以根据自身的估计和需要自主决定信贷规模及存贷款比率,而且随着管制的放松,金融业的准入变得更加容易。结果金融业内部竞争加剧,金融机构自身取得的资金成本上升,这一变化客观上要求金融机构必须努力拓宽放款渠道。同时,对外资银行进入的放松,导致银行也在公司理

^① Ken Robbie and Mike Wright, *Management Buy-ins*, Manchester University Press, 1996.

财事务上开始展开竞争^①。这样一来,管理层收购客观上就有了较为宽松的融资环境,管理者能够更加方便地取得完成收购所需的资金。

此外,管制放松、竞争的改变以及处理第三世界债务问题的需要也导致了金融机构业务管理的变化,使金融机构从传统的有价证券业务管理转向债务管理,这种转变又反过来促进了新的金融产品的创新和发展。由于企业的产品市场具有较强的不确定性和易变性,存在较大的风险,迫使金融中介转变服务偏好,于是导致了金融工具的创新,出现了以对抗管理企业所面对的新风险为目的的新金融工具,如高收益债券^②。金融工具的创新客观上为筹集收购所需资金提供了新的渠道。

管制放松还导致了金融市场的变化,加强了金融市场及其功能特别是证券市场的功能^③。金融市场功能的加强在很大程度上为收购行为的完成提供了保障条件。尤其是企业资产流通市场的增多对企业的举债能力具有积极意义,因为如果企业在完成收购后的一段较短的时间内就能以预先确定的价格出售资产清偿债务,那么借款人就可能会愿意借出更多的款项^④。另外,随着证券市场功能的加强,证券更易于流通,则投资者退出时的交易成本就会有较大幅度的下降,投资者的投资意愿便能够得到更大的激发,从而购买者在筹措收购资金时可以有更多的选择。

2.2.1.2 经济因素方面

从20世纪60年代后期开始,美英等国的经济受到持续高通胀

① M. Reid, *All-Change in the City: The Revolution in Britain's Financial Sector*, Palgrave Macmillan, London, 1988.

② M. Buckle and J. Thompson, *The U. K. Financial System: Theory and Practice*, Manchester University Press, 1995.

③ H. Rose, *London as an International Financial Center: A Narrative History*, The City Research Project Subject Report Ⅱ, 1994.

④ A. Shleifer and R. Vishny, *Liquidation Values and Debt Capacity*, Journal of Finance, Vol. 47, 1992, pp. 1343—1366.