企业内部资产重组作为企业外部扩张的递进阶段，是在既定的企业边界内进行资源的配置和整合，是企业进一步扩张和发展的低成本调整，也是对改革推进过程中问题和失误的低成本纠正，在微观和宏观两个层面均具有一定的积极意义。企业外部扩张的体制性背景决定了企业内部资产重组的发生方式，而企业的核心能力决定了内部重组的绩效。围绕上市公司的“生成”，当前国有企业的内部资产重组主要表现为纠错型、效率型和博弈型。

企业扩张中的内部资产重组

南开大学　王凤荣

我国渐进式改革在经过了“增量推进”后目前正进入“存量调整”阶段，由此引发了新一轮企业并购(M&A)高潮。大规模企业并购活动的兴起，使沉淀的社会存量资产,尤其是国有资产被激活,进而在全社会范围内实现资源配置的“帕累托改进”。更为重要的是，企业并购作为破产替代，在一定程度上分散化解了体制改革中巨大的社会压力与风险，为体制改革拓展了更广阔的空间。正基于此，企业并购作为企业外部扩张的一种方式，成为人们关注和讨论的热点。然而，与此相关的企业内部资产重组问题却没有引起人们应有的重视，许多大企业在忙于向外扩张时，对企业内部资源的配置和利用，诸如如何保证企业并购交易后的有效性，如何构造企业进一步扩张的“平台”，如何保证并购绩效的实现等却容易形成一些盲点。

倍数无需判断企业未来成长前景等，因为在设计各估值倍数时，已经考虑了各种影响公司未来状况的因素。也就是说，在综合估值倍数中，已融入了对公司盈利性、成长性的判断。综合估值倍数虽然在估值倍数设计、权重赋制值等方面也存在一定主观色彩，但相对要小得多。

当然，任何一种估价方法都是有缺陷的，加权综合估价倍数也是如此。作为一种相对估值法，它同样无法判断所比较的公司及其所在行业整体上是否存在高估或低估。如果整个行业被高估，可比公司中最具有相对价值的也可能不值得投资。相反，如果整体被低估，则相对投资价值最低的公司也可能还有投资价值。

此外，加权综合估值模型是一种中长期价值评估，对于短线操作意义不大。例如市场因素(如庄家行为、股本规模、流通性等)是短中期股价走势的重要决定因素，这里便没有考虑。加权综合估价倍数模型是以各种公开信息和调研结果为前提进行分析的，如果存在隐瞒或虚假信息，那么模型结果将失去可靠性。而且，随着新信息的公布(如电力行业电价调整、公司公布新的报表等)，公司基本面也会随之改变，从而估值模型也要随时进行调整。■

参考文献

1.[美]本杰明.格雷厄姆等，《证券分析》，海南出版社1999年。

2.Ang,Andrew and Jun Liu,1998,A generalized earnings model of stock valuation,Working paper,Stanford University.

3.Bakshi,Gurdip and Zhiwu Chen,1997,Stock valuation in dynamic economies,Working paper,University of Maryland.

4.Banz,Rolf W.,1981,The relation between return and market value of common stocks,Juornal of Financial Economics 9,3-18.

5.Campell,John Y. and Robert J. Shiller,1988a,The dividend-price ratio and expectations of future dividends and discount factors,Review of Financial Studies 1,195-228.

6.Campell,John Y. and Robert J. Shiller,1988b,Stock prices,earnings,and expected dividends,Journal of Finance 43,661-676.

7.Ohlson,J.A.,1990,A synthesis of security valuation theory and the role of dividends,cash flows,and earnings,Journal of Contemporary Accounting Research 6,648-676.

8.Ohlson,J.A.,1995,Earnings,book value,and dividends in equity valuation,Journal of Contemporary Research 11,661-687.

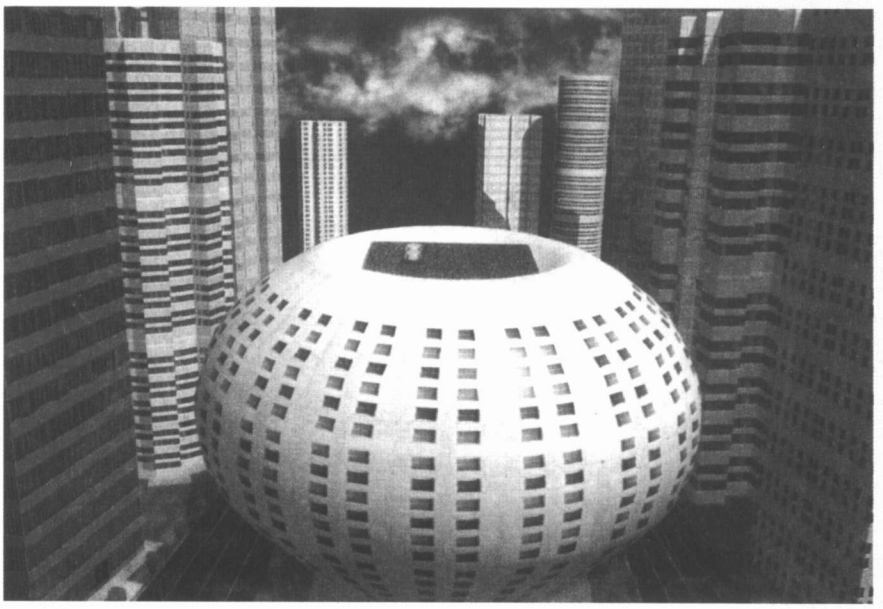
9.Hall,bronwyn H.and R.E.Hall,1993,The value and performance of U.S. corporations,BPEA 1,1-34.

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

内部资产重组的背景

企业内部资产重组是指在一个企业集团内不同利益主体之间发生的产权变更行为，是企业为达到有限资源的合理配置，借助内部资本市场实施的闭合型的企业并购。之所以称之为并购源于两种涵义：其一，这种资产的内部重组是外部资产运营的内化，是先期企业外部并购的延续，即以效益为原则对企业内部资产进行重组；其二，虽然是企业内部的资产分拆或合并，但却是按资本市场的运作规则进行，产权交易是在相对独立的利益主体之间进行的。企业内部资产重组与外部扩张虽然采取的方式不同，但都是要通过资产优化配置实现无效资产的有效转换，低效资产的高效转换。以提高资本质量为前提，创造企业的规模效益。特别典型的是，将企业中的优势资源重组，发起设立或募集设立股份有限公司并争取上市资格，往往是企业内部资产重组中的“杰作”，也是我国当前“存量改革”中的亮点和希望。

企业内部资产重组的发生在很大程度上与企业外部并购发生的市场背景有关。从宏观方面看，目前企业并购在我国表现为显著的买方市场特征，即并购方还没有发出收购要约或并购信号时，被并购方往往主动上门要求被兼并或收购。这在西方国家的企业并购中并不多见。买方市场出现的原因主要有两个：一是体制原因。经济体制改革的一项重大变革是把企业推向市场，使之成为自负盈亏、风险自担的独立法人。在这一“蜕变”的过程中，资源配置机制从行政“有形之手”转向市场“无形之手”。转换过程中，相当一部分企业不能适应这种转换，在维持一段时间后，不得不接受市场的淘汰。并购作为企业破产的替代，成为面临淘汰企业转换生机的最好的选择。而有能力接受亏损或濒临破产企业的企业相对有限，主动要求兼并成为这一特定时期的特有现象。二是市场原因。1996年经济的“软着陆”为国民经济在一个波幅不大的区间稳定运行奠定了基础，但紧缩首先会中断过热，使企业面临融资不利、成本上升和销售困难等问题(张曙光，1997)，因而所谓“微观趋坏”是企业所要承担的"软着陆”的阶段性成本。而1997年下半年开始的亚洲经济危机更是加剧了这一局面。同时，十几年经济改革所释放的体制性的增长效应已经递减，产业结构和产品结构调整作为新的经济增长点还刚刚开始，而出现的结构性产品过剩、设备过剩和市场饱和必然导致企业利润率下降和市场竞争加剧。在竞争中，一批企业脱颖而出，发展壮大；但同时也出现了一大批效益不佳、亏损甚至濒临破产的企业，由此为庞大的企业并购市场提供了源源不断的并购资源。



企业并购作为破产替代，为体制改革拓展了更广阔的空间。 /本刊资料室

此外，我国资本市场机制的不完善，为政府的“市场替代”活动提供了空间。从国民经济发展战略出发，政府提倡组建大企业集团，以加强国际竞争力。而企业并购则成为整个战略步骤的重要组成部分，由此而出台了一系列有关企业并购的优惠政策，以引导和鼓励优势企业兼并劣势企业或实现优势企业间的“强强联合”。

正是面对供给过剩的市场和优惠政策的诱惑，优势企业依据并购成本的权衡和企业发展的需要，或采取市场交易方式，或采取行政划拨方式，进行了大规模的外部扩张。企业的外部扩张并购交易结束后，其内部资源的重新配置和整合就应顺次展开，这就是内部资产重组。

从微观方面看，企业内部资产重组是企业并购阶段的递进过程。企业并购作为其外部扩张的一种方式，必

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

须要有阶段性的稳定和相对收缩阶段。通常表现为在经过一段时间的集中扩张后，企业资源的规模和效益会构筑成一个新的有效界面，外部扩张会暂时停顿下来，转而被企业内部的资源整合所替代，从而为其持续发展提供支撑，形成企业发展中的扩张和整顿时期的交替进行。在当前企业并购浪潮高涨、买方市场主导的情况下，不少企业一味追求“做大”，并购运作马不停蹄、四面出击，仿佛一直处于并购的高涨阶段，但实际却潜伏着危机。这种危机表现在企业并购中现金流量、管理资源等受整合时间的制约而出现突发性的短缺，这种短缺会加剧原有资源和并购的新资源之间不相匹配的矛盾，并使之尖锐化。

首先，现金流量的制约。根据西方的并购理论，现金流量或财务协同效应是发生并购的一个重要原因，拥有大量现金流量的企业将接管缺乏宽松金融头寸但却有盈利机会的企业。不管是横向并购还是纵向并购，都要依赖一定的现金流量，或是支付买收成本，或是支付被并购方职工工资，或者是垫付铺底资金，或者是投入技改资金，等等。但是，在当前中国经济转型期，资金短缺通常是企业发展中的一个突出的问题。在间接融资体制占主导的形势下，银行的惜贷行为更加剧了这一局面。即使能从银行借款，过高的负债率也会加大企业运营的风险。而且，一个企业无论有怎样巨额的现金流量，在经过一段时间的大规模兼并后，现金持有也会趋于紧张。所以，现金流量的制约，是企业并购难以持续进行的一个重要原因。

其次，管理资源的制约。管理资源是企业的无形资产，也是企业资源中最难以生成和获得的资源。这种资源的外部表现不仅仅是有形的企业管理人才和管理制度，而且体现为制度与人才资源的完美结合。管理资源特别是剩余管理资源的生成要有一定的时间和条件，这约束了管理资源存量的有限边界。因此，在企业并购中，制约企业并购规模和速度的因素，有时不一定表现为企业资金存量的不足，但确会表现为企业管理资源的短缺。当一个企业对目标企业实施兼并后，接下来要做的事情就是对接管的企业资源进行清理，以决定下一步资源整合的方式。问题的关键在于，无论以何种方式实施企业资源的重组，率先进行的即是对目标企业进行管理资源的输出。而一旦发生管理资源的过度分散和稀释，就会使进一步的兼并遇到管理资源存量的限制。

最后，整合时间的制约。并购中的隐含风险需要一定的时间进行化解和转移。前面已经谈到，企业兼并是一个复杂的过程，在兼并企业后还必须进行资源的重组与整合。但资源整合需要时间。从资源输入、配置到产生效能往往要在两个方面展开：一是对有形资产进行重新配置，二是用无形资产激活有形资产，带动低效资产向高效资产转化，并推动其他无形资产(如产品品牌、企业信誉等)价值的提高和充分实现。所有这些都需要在时间维度上展开。

因此，在大规模的兼并扩张之后，企业必须着力进行资源的消化与整合——内部资产重组，以夯实脚下的平台，生成新的现金流量和管理资源，为后续发展提供支撑。

内部资产重组的发生：上市公司“生成”的案例分析

企业外部扩张的体制性背景决定了企业内部资产重组的发生方式，而企业的核心能力决定了内部重组的绩效。围绕上市公司的“生成”，我国当前企业内部资产重组主要表现为以下几种类型：

一、纠错型

这在行政“捆绑兼并”形成的企业集团表现较为突出。由于这类集团只是原来部门所有制、地区所有制企业的合并“同类项”，是行政“梳辫子”、“装口袋”的结果。这势必使进入集团内部的企业在产权关系、利益关系、资产关系、业务关系等诸方面貌合神离。我们课题组调查的有关哈尔滨医药集团的并购案例具有这方面的代表性。

哈尔滨医药集团公司(下简称哈医药集团公司)拥有1个控股上市公司、12个全资子公司、9个关联公司，拥有固定资产14.27亿元，固定员工19851人，其中各类专业技术人员4838人(此为1998年6月30日企业的统计数据)。集团以制药为主，同时经营餐饮娱乐业、房地产业等，是集科、工、贸为一体的大型企业集团。哈医药集团公司的组建是政府行为介入企业的结果。1989年5月由地方政府出面以行政命令方式，将相对独立的31个医药工商企业联合组建成哈医药集团股份公司。集团具有双重身份：一方面集团公司仍然保持了政府行政管理的职能，代表以往行业管理局行使对企业的行政和业务管理；另一方面又以企业的身份接受政府委托经营国有资

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

产，行使国家股主权。这种双重身份的客观存在，决定了企业集团的建立即是一种不规范的股份制企业集团，该模式的存在及运行在一定程度上是适应了当时经济改革发展的环境，应该说在当时显示了一定的生命力，使原来那些不相关的企业，以及从属于这些企业的分散的资源，在集团统一管理下，具有了流动、重组、整合的基础，无论是企业的存量资产或企业的增量资产的运行效率都在一定程度上得到了提高。但这种集团模式毕竟不是一种规范化的股份制运作模式，自身存在着大量的矛盾，所以到1991年，随着国家股份制企业的有关政策陆续出台，集团股份制规范化问题就提到日程上来，同时企业内部的一些问题也随之暴露出来。因此，这次企业并购后的内部整合的重点，即是解决集团的组织管理职能与集团内部的管理体制，采取的方式是将集团内的企业进行改组分立。具体作法是:

首先，将当时的集团股份公司改组为两个部分：一是在集团股份公司之上成立哈尔滨医药集团公司(简称集团公司)；二是集团股份公司更名为哈尔滨医药股份有限公司(简称股份公司)，由集团公司代表国家持有股份公司的国有股份。其次，将集团股份公司的资产分割为两部分：一是将效益较好的12户企业保留，取消其法人资格，作为股份公司的分公司，这12家企业原有的国有资产按50元/股，折股375.28万股，这部分国有股由国家授权集团代理，作为集团对股份公司的投资。二是将其余19家企业从股份公司分离出来，成为集团全资子公司，由集团公司直接管理经营。这次集团的改组分立对于集团公司明晰产权关系，进一步调整和改革集团的产权结构、资产结构、组织结构与管理体制，具有重要的意义，也为哈尔滨医药股份有限公司成功上市奠定了基础。1993年6月，哈医药股份有限公司在沪市成功上市，到1998年股份公司上市流通股本达到18708万股，全部股本为38341.5万股，集团以占整个股本45.99%的股权控股股份有限公司。

纠错型内部资产重组在当前有着特殊的意义。首先，是对我国体制改革推进中一些错误和过失的纠正。在市场作为资源配置的手段还不健全完善时，行政手段的适度替代是一种必然的逻辑，但“度”的把握有相当的难度，尤其操作者对于集权经济体制的“路径依赖”，使得问题的解决更加困难。但企业集团的成立在各级政府或部门的直接干预和企业经营之间树起了一道屏障，为经济关系的理顺争取了一个相对宽松的空间。其次，内部资产重组的低成本。这具体表现为两方面：一、内部资产重组表现为或简单合并，或简单分立，内部协调和策划代替了市场交易。二、政府和企业之间的关系简单化，表现为集团总部与政府的博弈，无需下属每个企业的参与，节约了谈判成本。

二、效率型

这在以市场交易方式形成的企业集团中表现较为典型。在这种企业集团中各企业之间的资源配置相对合理。但企业面对变动不居的市场要适时调整经营发展战略，进而对其内部资产进行有效、高效配置，开发生产具有市场前景的产品，以培养新的利润增长点。这在河北新兴铸管集团的资产重组中具有代表性。

河北新兴铸管集团有限责任公司(以下简称新兴集团)是中国人民解放军总后勤部所属企业，主要从事离心球墨铸铁管、钢铁制品、水泥、机械成套设备等产品的生产制造和销售业务。目前拥有1家股份(上市)公司、22家全资、控股或参股企业。1998年底，集团资产总额达38.94亿元，人均利润、人均利税等15项指标均居全国同行业前列。新兴集团的前身是始建于1971年的中国人民解放军2672工厂，受传统体制束缚，到80年代初，该企业年产钢近10万吨，资产2亿元，销售收入7000多万元。由于生产规模小，装备水平低，到1982年企业已累计亏损3489万元。但是，在改革开放的大环境中，在总后“放水养鱼”的政策扶持下，该企业通过深化改革、转换机制、加强管理、调整结构，实现了企业的持续发展壮大。新兴集团自1992年以来，先后主动并购了7445厂、邯郸石化机械厂、桃江管件公司、午汲钢铁厂。而新兴集团的这些并购活动都是依据其生产经营的需要展开的：集团并购7445厂，是为了解决钢铁和管件生产所需配套设备的安装空间问题，而这一问题是由产品转型中设备替换问题引发的；集团并购邯郸石化机械厂，其出发点是为了解决主导产品即球墨铸铁管的规模问题；集团收购桃江管件公司，是为了与德方成立合资企业，得到更先进的管件生产技术，更好地把自己的产品推向世界；集团兼并午汲钢铁厂，是为了解决主导产品的原料来源问题，是典型的纵向兼并。由此可见，新兴集团企业并购的基本逻辑和思路是:

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

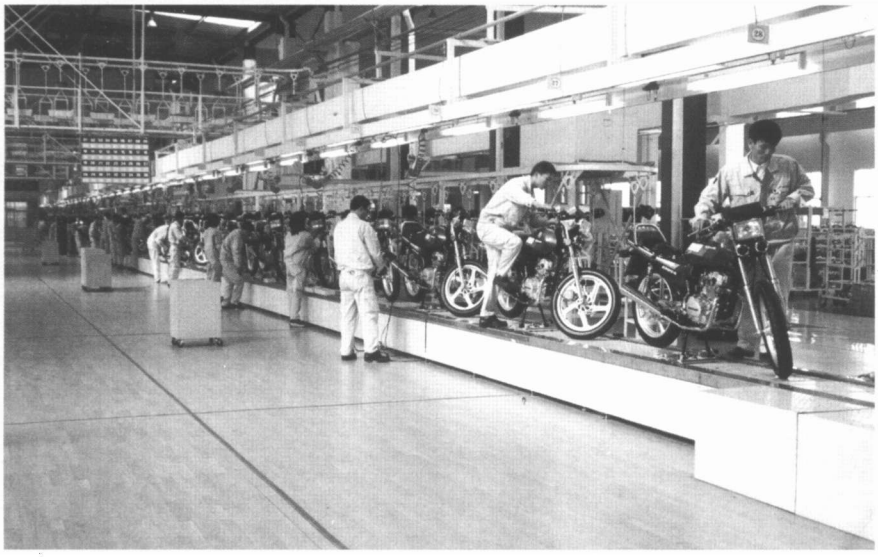
根据市场需要调整产品结构→围绕主导产品调整生产结构和生产布局→提高主导产品的市场占有率和市场竞争力。这不仅是新兴集团外部扩张的逻辑和思路，也是其进行内部资产重组的逻辑和思路。更为可贵的是，新兴集团在外部扩张和内部重组过程中，注重技术创新，在更广阔的空间范围内实现企业整体素质的提高和内含扩大再生产，使企业获得的收益中涵有技术效益和协同效益的成分。新兴集团内部资产重组的一个精彩运作就是新兴集团独家发起、向社会公开募集设立的股份有限公司－－新兴铸管股份有限公司的成功上市。新兴集团将河北新兴、石家庄新兴、桃江新兴的离心球墨铸铁管及配套管件、钢铁加工制品、铸造制品、水泥等的生产销售业务及相关资产重组到股份公司，以75％的股权对股份公司控股。新兴铸管的上市，将为新兴集团铺就一个新的生产经营和资本经营的平台，实现其稳定、持续、快速发展。

效率型重组是企业生产经营和资本经营的阶段性整合，是保证企业外部扩张的有效性，拓展企业有效边界的基础，代表了我国企业资产重组的希望和趋势，也是当前很多企业扩张后疏于处理而导致并购失败的一个重要原因。

三、博弈型

这是我国当前体制改革过程中的一个特有现象，是企业外部并购与内部资产重组、内部资本市场与外部资本市场互动的一种创新。如果说，纠错型和效率型重组是企业内部资本市场的运作，具有内生性特征，则博弈型重组是内部资本市场与外部资本市场互动的结果，是市场操作与“政府替代”的合作性博弈，具有外生性特征。这种形式的典型是齐鲁石化并购改制案例。

齐鲁石化公司是中国石化总公司直属的国有特大型石油化工企业，是目前我国最大的石油炼制、合成树脂、化肥、合成橡胶及多种化工原料的生产基地之一，被列入国家重点扶持的300家企业之中。1997年底，拥有总资产186亿元，销售收入148亿元，利税23亿元，利润7.5亿元。“九五”期间，齐鲁石化确立了“集约式经营，集团化发展”的战略目标，具体完成“三大任务”：一是深化企业改革，转换经营机制，建立现代企业制度；二是完成以乙烯、炼油、氯碱、化肥等“四大改造”为主体的大规模技术改造任务，使年生产能力达到加工原油850万吨、生产乙烯45万吨、塑料64万吨、烧碱25万吨、化肥60万吨、橡胶12万吨、其他化工产品60万吨，从而实现企业素质的大幅度提高和经济效益的显著增长；三是按照国家关于“优势企业带动劣势企业”、结构调整、资产重组的战略部署和国务院领导的指示精神，完成对淄博化纤厂和淄博石油化工厂(以下简称“淄博两厂”)的兼并，既救活淄博两厂，又实现公司的健康发展。而完成上述任务的突出矛盾是资金短缺问题，完成“四大改造”的预算总投资额约82亿元，除国家安排的贷款外，仍有近40亿资金缺口。而更大的资金缺口还在于对淄博两厂的兼并。淄博两厂是隶属于山东省淄博市的两个地方国有大中型企业。由于两厂完全靠贷款建成，基本无资本金，且长期严重亏损，因此处于停产状态，并濒临破产的境地。经审计，截至1997年7月31日，淄博两厂全部资产为15.98亿元，全部负债为36.8亿元，资产负债率高达229.4%，已严重资不抵债。要兼并淄博两厂，除落实国家有关减免息的优惠政策外，到1997年7月份，仍有11.3亿元的高息贷款急需偿还。另外，淄博两厂恢复正常生产并达产达标，还需投入4亿元进行技术改造并注入6亿元流动资金。



现金流量的制约是企业并购难以持续进行的一个重要原因。 /本刊资料室

正是为解决企业内部发展和外部

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

兼并的资金“瓶颈”束缚，经反复论证，齐鲁石化公司最后确定了“改制、改组、改造”三管齐下的实施战略。其具体作法是：先以承担债务的方式兼并淄博两厂，用齐鲁石化的整体优势帮助其摆脱困境，同时将齐鲁石化中以化工生产、开发为主体的原属烯厂、塑料厂、氯碱厂和树脂加工应用研究所(简称“三厂一所”)的优良经营性资产进行重组，独家发起，采用募集方式设立齐鲁石油化工股份有限公司。股份公司总股本19.5亿股。其中，齐鲁石化公司将投入股份公司的净资产24.35亿元，按1.522：1的比例折为国有法人股16亿股，占总股本的82.05％，溢值部分8.35亿元转入股份公司资本公积金；按每股5元的价格公开发行社会公众股3.5亿股，占总股本的17.95％，发行溢价收入一并计入股份公司资本公积金。股份公司股票发行筹资额17.50亿元，扣除发行费用，实际筹资额为17.1914亿元。所募集的资金，一部分用于股份公司自身技术改造，改善产品结构，提高经济效益；另一部分用于收购与自身生产关联度高、具有较高盈利能力的齐鲁石化公司所属的橡胶厂、供排水厂的高效资产，从而进一步减少关联交易，获取新的效益增长点并迅速提高经济效益，回报广大投资者。同时，齐鲁石化公司把股份公司用于收购母公司优良资产的资金用于偿还淄博两厂所欠12.4亿元高息贷款中的大部分(不足部分贷款解决)，其余债务在7年内分期还清，降低两厂财务费用。

齐鲁石化兼并淄博两厂作为目前我国最大的一起国企兼并案，其成功实施使相关各方都有十分圆满的收获：首先，对淄博两厂来说，由亏损停产、濒临破产状态，成为齐鲁石化的下属生产厂，依托齐鲁石化公司的整体优势，既盘活了资产，也解决了职工就业；就股份公司来说，从母公司购入优质高效资产，内化了原料来源渠道，完善了产品结构和链条，可迅速增加效益并获得新的效益增长点，从而具有良好的投资价值和巨大的增长潜力；最后，就齐鲁石化公司来说，兼并淄博两厂是典型的纵向兼并，由原来的“油化”一体拓展到“油化纤”一体，进一步提高了其规模经济和范围经济。而齐鲁石化更大的收获，也是富有启示意义的方面在于，对于兼并带来的债务负担，首先取得通向外部资本市场的“通行证”，通过直接融资偿还债务，并为企业进一步的发展扩张提供技术的、产品的、制度的支撑。在目前资本市场发育不完善的情况下，上市公司作为“壳资源”还具有行政配置的特点，但“壳资源”资格的取得却是进入资本市场融资的通行证。由于齐鲁石化以承债(实为整体划转)方式兼并淄博两厂，不仅承担了巨额债务，维护了包括银行在内的债权人的利益，同时安置了原淄博两厂职工4980人的就业，保障了社会秩序的稳定，还使处于停产闲置状态的15.98亿元国有资产得以激活，实现了国有资产的保值增值。也正是基于这些既得或预期收益的考虑，使得齐鲁石化与政府之间有了合作性博弈，齐鲁石化股份有限公司“壳资源”得以生成。

结语

上述对企业内部资产重组的分类是基于课题组对不同行业企业进行的抽样调查，但我们相信这种归结的普遍性意义。从根本上说，纠错型、效率型作为企业内部的内生性重组不是截然分开或对立的，而是更多地表现为递进性甚至合一性。企业的内部资产重组具有对前期并购操作失误的纠正和后期利润最大化的双层动因，只是基于现有资源结构基础不同，分别采取分步到位或一步到位。它是对当前改革推进过程中失误的低成本纠正，也是企业进一步扩张和发展的阶段性调整。而博弈型重组是在当前市场和行政边界不清的背景下，行政资源向市场资源的一种“置换”，是企业与政府之间基于各自的成本效益预期而进行的谈判合作的结果。由此我们认为，企业内部资产重组作为企业外部扩张的递进阶段，是在既定的企业边界内进行资源的配置和整合，是企业进一步扩张和发展的低成本调整，也是对改革推进过程中问题和失误的低成本纠正，在微观和宏观两个层面均具有一定的积极意义。 ■

参考文献

1. 张曙光、仲维银：《改革的累积效应和一致性稳定政策选择》，《经济研究》1997年第9期。

2. 唐宗琨：《不完全资本市场中的企业扩张》，《经济研究》1997年第11期。

3. 王凤荣：《论企业并购中的低成本问题》，《南开经济研究》2000年第2期。

4.Williamson，O.E.(1985):The Economic Institutions of Capitalism, The Free Press.

5.Weston,Chung and Hoag,(1990):Mergers, Restructuring and Corporate Control, Prentie-Hall International Inc.

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net