

# 国内管理层收购中的价值发现与价值创造

□许毅刚 曾 勇 [电子科技大学 成都 610054]

**[摘要]** 在国内理性的管理层收购活动中,公平交易的基础应当是经过修正后的目标企业独立公平市值。由于管理层可以为目标企业带来附加的管理价值,所以受各种因素的影响,交易双方主要围绕公平交易基础价值之上的管理价值进行博弈,从而为自己创造利益。本文通过价值分析,揭示了MBO中的定价机制,有助于人们加深对MBO本质的认识。

**[关键词]** 管理层收购; 价值发现; 价值创造

**[中图分类号]** C93-03 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1008-8105(2005)03-0029-05

国内管理层收购发生于国有企业实施战略性改组的大背景下,政府为推动企业产权的多元化,解决国有企业从竞争性行业退出等问题,把管理层收购作为国有企业改革的一种尝试,从而为众多经理层打开了一道实现人力资本价值和创富之门。

但是,在国内特定的社会环境下,MBO的创富神话受到了媒体的高度关注,并引发广泛争议。由于交易透明度不够和相关法律的不完善,人们对国有企业管理层的特殊身份、信息披露、资金来源、交易定价以及由此派生的国有资产流失等问题提出了质疑。在此情形下,国内MBO操作一直以来都如履薄冰。

本文试图通过对国内管理层收购中价值发现与价值创造的过程进行分析,解剖国有股东和管理层在MBO时的博弈过程,揭示管理层收购中的定价机制,从而正本清源,帮助人们走出MBO认识上的误区。

## 一、目标企业的公平价值

一项理性的管理层收购活动始于对目标企业的价值评判,为此,我们拟从目标企业的公平价值分析入手,使大家对交易双方的定价基础有较清楚的了解。

### (一)目标企业独立公平的市场价值

“独立企业公平市值”在弗兰克·C·埃文斯与大卫·M·毕晓普《并购价值评估》一书中有论述,它主要指非战略买方情况下企业的财务价值<sup>[1]</sup>。独立企业的公平市值假设了四个前提条件:其一,目标企业系独立的企业,不考虑出让方、购买方的情况对目标企业价值的影响;其二,买卖双方基于自愿交易,且处于一个典型的市场环境(在强迫交易或政府拉郎配情

况下,企业的价值往往被扭曲);其三,目标企业持续经营(因为处于清算时目标企业的价值将大为不同);其四,目标企业的各种有效信息已为独立的审计机构或评估机构及买卖双方所充分了解。在此前提下,目标企业的财务价值应为其公平市值。

在典型的市场经济环境中,股票上市目标企业的独立公平市值可以通过证券市场加以反映,非上市目标企业则可以通过计算其WACC(加权平均资金成本),用单期资本化法计算其公平市值;或者选取本地同类数家上市样本企业作基准,通过比较,在平均PE值(市盈率)的基础上作适当修正,按市场法计算出目标企业的公平市值。

但是,在国内,即使是上市公司,由于证券市场股权分割,信息不充分,股票价格难以反映其真实价值,所以独立公平市值的确定常常要结合多种价值评估方法如资产法、收益法、市场法等加以计算,其中,资产法是国内评估机构最常用的方法之一。

### (二)目标企业的隐性成本

管理层收购时会考虑收购直接支出之外可能承担的隐性成本。这一成本在市场条件下通常可以通过评估加以反映。但在国内,受《企业会计制度》及《评估准则》的限制,目标企业隐性成本并不会在并购审计或评估时予以考虑,因而需要买卖双方交易前自行进行认真估算。

例如,政府在转让国有企业时都会面临员工安置的问题。由于地方政府财力有限,一般情况下政府出台的员工安置补偿标准都偏低,所以相当部份成本会向购买方转移,从财务的角度看,管理层可以将超支的员工安置成本列入预计负债加以考虑,从而导致权益估值减值。

### (三)控制权价值

\* [收稿日期] 2005-02-14

\*\* [作者简介] 许毅刚(1965—)男,四川嘉华股份有限公司总经理,电子科技大学EMBA;曾勇(1963—)男,电子科技大学管理学院院长,教授,博士生导师。

在衡量目标企业的价值时,我们还应该区分控制性权益价值和非控制性权益价值。控制权的价值已为大量公司治理、不完全合约和风险投资合约文献所论述和实证。

来自《金融街》文章《股市功能定位需要反思》一文中指出:“现代金融理论认为公司的价值实际上由两部分组成。一部分是所谓的现金流权的价值,即股东根据股权比率分享企业生产创造的现金流价值和公司资产的最后索偿权。现金流权是控股股东和小股东共享的。另一部分是控股权本身给控股股东带来了额外的价值,即公司控制权衍生的特殊利益部分(也称控制权溢价),这是控股股东独占的部分。”“控制权的交易是大股东和潜在收购方对公司总价值(=现金流价值+特殊利益)进行博弈的结果,大股东可以在减持公司股权的整个过程中创造最大的价值。”<sup>[2]</sup>

《证券市场周刊》文章《坏消息为什么是好消息? ST公司控制权的价值》一文认为:“控制权是有价值的,股东可以通过获得控制权得到额外收益。”文章通过对ST公司重组时价值的变化,对控制权价值进行了实证分析,说明“ST公司有超额回报,是因为ST形成了对公司控制权竞争的市场”<sup>[3]</sup>。

所以管理层在购买出价时应当适当溢价以反映控制权的价值,或者以合理的折价以反映非控制性权益的价值,以区分控制权与非控制权的差别。

#### (四)修正的独立公平市值

由于独立公平市值不能反映目标企业隐性成本和控制权价值,所以需要目标企业独立公平市值进行适当修正,以之作为交易双方所依据的“公平交易基础价值”。

公平交易基础价值可以用以下公式来表达:

$$V_f = (V_f - D_c)(1 + V_c\%) \quad (1)$$

式中, $V_f$ 是独立公平市值的修正值,即公平交易基础价值; $V_f$ 为独立公平市值; $D_c$ 为因目标企业隐性成本产生的预计负债; $V_c\%$ 是控制权价值产生的溢价比率。

## 二、目标企业的管理价值

独立企业的公平价值排除了收购方对目标企业价值的影响。但实际上,收购方在购买目标企业时会为目标企业带来附加价值。

通常而言,作为外部的战略投资人在计算被收购企业的投资价值时会考虑通过收购获得的协同效应,该协同作用可能从多方面改善被收购企业的业绩,也可能为收购方带来新的利益,提高收购方的竞争能力。因此,从综合效益看,外部战略并购者会考虑协同因素而提高被收购企业的投资价值,这也是不少战略投资人愿意在公平价值基础上溢价收购的主要原因。

与外部战略投资人相同,当管理层收购目标企业时,他同样会考虑管理层能为目标企业带来何种附加价值,从而提升目标企业的投资价值,这种价值在管理层眼里,可视为目标企业的管理价值。不过与战略投资人协同效应不同的是,管理层依靠的是自身的管理能力。

管理能力作为一种生产要素事实上已得到了理论上的承认。帕特里克·沙利文在《价值驱动的智力资本》一书中曾提出“核心人力资本”的概念<sup>[4]</sup>。十六大政治报告在谈到“深化分配制度改革”时指出,要“确立劳动、资本、技术和管理等生产要素按贡献参与分配的原则,完善按劳分配为主体、多种分配方式并存的分配制度”,“管理”已然与“资本”并列为了了一种新的生产要素<sup>[5]</sup>,其本质是管理者的人力资本取得了与物质资本同样的分配权。

在管理层收购的过程中,管理层期望通过收购后实现其预期的目标企业管理价值,这一价值属于高出目标企业修正后公平市值的盈余折现。为此,管理层常常倾向于在修正后目标企业独立公允市值之上,提高交易价格,以促成交易,相应地,转让方则有了分享目标企业管理价值的机会。

## 三、MBO 交易的类型

MBO 交易双方在出售或收购时的不同动机将使交易双方带有不同的价值偏好,据此,我们可以划分出 MBO 交易的几种类型。

### (一)战略转让与财务转让

MBO 的转让方可能出于财务因素向管理层出让所持目标企业的权益,如目标企业出现巨额亏损,转让方需卸掉包袱;转让方需要通过转让目标公司获取利润,以粉饰转让方的报表;转让方需要通过转让获取现金等。此类转让可称为财务转让。

大多数情况下,转让方并非出于财务因素需要转让目标企业,如出于国有企业实施战略性重组的需要,地方政府主导国有经济从竞争性行业退出。大型企业出于加强核心竞争能力,主动转让非核心业务企业等,此类转让可称为战略转让。

### (二)经营收购与投资收购

有部份管理层在收购时考虑的是收购后再向合适的第三方出售,在短期内实现 MBO 的套利机会,所以他更关注目标企业资产的变现能力,目标企业潜在价值等,这类收购在西方发达国家较为普遍,我们称之为投资性收购。

但在国内,大多数管理层收购目标企业的目的是为了长期经营目标企业,通过自己的经营管理能力的发挥,实现目标企业价值的最大化。这类收购,我们称之为经营性收购或管理工作性收购。

### (三)MBO 交易类型的区别

区分战略转让和财务转让是有意义的,这是因为战略转让和财务转让的出让方关注的利益点有差异。作为财务转让的出让方,他关注的往往只是转让过程中如何实现原股东财务价值的最大化,而战略转让的出让方还会关心转让过程中的非财务利益,如员工安置,社会稳定,产业结构调整等。对于经营性收购来说,他看重的则是目标企业长期经营的前景,除了研究目标企业本身的财务价值之外,他还会关注目标企业的产业发展前景,管理团队的长期经营能力等。表1列示了几种交易类型的主要区别。

表 1 MBO 交易类型

| MBO 交易类型 | 交易主体 | 交易动机                  | 利益关注点            | 价值偏好 |
|----------|------|-----------------------|------------------|------|
| 战略转让     | 出售方  | 企业战略重组                | 财务利益与非财务利益的平衡    | 长期效应 |
| 财务转让     | 出售方  | 财务出售                  | 财务利益             | 短期收益 |
| 经营收购     | 收购方  | 获得管理能力价值实现的机会及目标企业控制权 | 目标企业的公平市值与战略价值   | 长期收益 |
| 投资收购     | 收购方  | 获得目标企业的获利机会           | 资产的变现能力、目标企业潜在价值 | 短期收益 |

四、影响 MBO 价值创造的因素

实际上,MBO 交易双方成交的价格往往并不等于修正的独立公平市值。基于不同的交易动机,双方均会在某些因素的影响下进行溢价或折价调整,以达成 MBO 交易各方双赢的结果。下表列示了各种因素对 MBO 价值创造活动的影响。

表 2 影响 MBO 价值创造的因素

| 序号 | 影响价值的因素 | 来源       | 各因素的作用              |
|----|---------|----------|---------------------|
| 1  | 经营风险的预期 | 管理层、目标企业 | 折价                  |
| 2  | 管理层历史贡献 | 管理层      | 折价补偿                |
| 3  | 延迟风险的预期 | 出让方、目标企业 | 溢价或折价               |
| 4  | 管理层机会成本 | 管理层      | 溢价                  |
| 5  | 非财务利益   | 转让方      | 折价                  |
| 6  | 法律约束条件  | 法律       | 限制折价                |
| 7  | 支付方式    | 收购方、出让方  | 现金支付会促使折价,延期付款会增加出价 |

(一)管理层对目标企业的风险预期

管理层收购时需对目标企业的经营风险进行估计。首先,管理层会考虑目标企业所面临的外部政策风险,如税收政策、环保政策、产业发展政策等的不确定性可能对目标企业未来经营产生重大影响。除此以外,管理层还会考虑目标企业财务风险,如由于历史原因,国有企业剔除非经营性资产后,其资产负债率可能偏高;资产的流动性较差;短期资金用于长期投资,而致短期偿债风险加大等。基于这些原因,管理层在收购时会降低收购价格,从而获得相应的风险补偿。

(二)管理层历史贡献的补偿

按照公司治理的理论,现代公司需要通过完善的制度安排,实现公司与其组成人员在合约基础上的权利、利益的合理配置与相互制衡。“由于公司行为人的行为具有不完全(或称有限)的理性和明显的机会主义特征,因此,这些合约不可能是完全的合约,即不可能是能够事前预期各种可能发生的情况并对各种情况下缔约方的利益、损失都做出明确规定的合约。”<sup>[6]</sup>

从国内的情况看,由于公司治理结构不完善,股东(所有者)与管理层(代理人)之间不完全合约的特征更加明显,这一特征表现为对管理层的利益安排并未做出明确的约定。而对大多数非公司制国有企业而言,管理层的产生源于组织任命,管理层与股东之间表现为无合约的关系,管理层的价值更被股东所忽视。所以,当我们重新明确或调整管理层与所有者的关系时,便产生了要不要对管理层历史上的贡献进行补偿及如何补偿的问题。

对于管理层的历史贡献,实际上难以找到一个定量的公式来计算。所以通常情况下,地方政府会适当折价向管理层出让目标企业的资产。

表 3 列示了国内几桩管理层收购时的审计或评估价值、交易价格。从表中可以看到,其管理层收购均出现了交易价格低于经审计或评估后每股净值的情况。这些企业有一个共性,即企业管理层为企业的发展曾做出过大的贡献,上述交易均得到了地方政府的支持或批准。政府为什么要支持这些交易?我们认为,交易价格低于经审计或评估后的每股净资产,实际上是政府对管理层历史贡献的一种激励补偿。

表 3 国内部份上市公司管理层收购交易价格表

| 代码     | 简称   | 总股本   | 管理层收购比例(%) | 收购价格      | 每股净资产 |
|--------|------|-------|------------|-----------|-------|
| 600089 | 特变电工 | 25949 | 11.46      | 1.24-3.10 | 3.41  |
| 000973 | 佛塑股份 | 37345 | 29.46      | 2.96      | 3.26  |
| 000527 | 粤美的  | 48488 | 22.19      | 2.95-3.00 | 4.59  |
| 600295 | 鄂尔多斯 | 51598 | 43.80%     | 1.769     | 5.79  |

数据来源: <http://business.sohu.com>

(三)交易双方的机会成本

1. 延迟风险的预期

当转让方拟转让目标企业时,由于现有管理层较任何一个新的购买者都更充分地掌握了目标企业的信息,所以现有管理层可能成为已知的最早的购买者。但是,转让方总是希望出让能创造更大的价值,所以常常倾向于等到一个更合适的购买方。这种情况下,转让方可能出现延迟的风险,因为目标企业可能因为惯性运作而逐步贬值,这在大多数国有企业中表现较为普遍,所以对延迟风险的预期会影响到转让方的卖价。当转让方认为延迟风险较低时,通常会抬高售价;而当预期延迟风险较高时通常会适当折价,对延迟风险进行相应贴水。

2. 管理层的机会成本

在管理层收购中,管理层为什么会溢价支付目标企业的控制权价值及向转让方让渡其管理价值呢?这是因为如果不能实现管理层收购,管理层会付出相应的机会成本。

在未完成的收购案例中我们常可以看到这样的情况。四川长虹 MBO 夭折,相伴随的是地方政府立即大幅提升了掌门人倪润峰的奖励;科龙电器被格林柯尔收购后,其掌门人徐铁峰下台的当年得到了科龙高达 600 万元的薪酬。这些报酬实际上包括了原股东或新股东对管理层付出机会成本的补偿。

为加强转让方的谈判地位,通常,转让方可以试图引入竞买方来提升出售的价值,从而迫使管理层提高相应出价以保持购买成功,在这种情况下作为受让方,管理层须为此支付相应的机会成本。

(四)非财务利益

作为战略转让方,除关注目标企业的财务价值外,还要关注其非财务利益,如通过转让,是否可以保持企业的稳定;是否可以促进地区经济的发展;目标企业大多数员工是否满意;

是否对地区国有企业改制具有带动作用等。由于转让方对非财务利益的关注,可能会适当折价,放弃一部份财务利益,而要求管理层去满足其非财务利益。

#### (五) 法律政策约束条件

国有资产产权转让的相关法律、法规会约束转让方的售价。2003 年 12 月国务院办公厅转发的《关于规范国有企业改制工作的意见》第(六)条定价管理规定:“向非国有投资者转让国有产权的底价,或者以存量国有资产吸收非国有投资时国有产权的折股价格,由依照有关规定批准国有企业改制和转让国有产权的单位决定。底价的确定主要依据资产评估的结果,同时要考虑产权交易市场的供求状况、同类资产的市场价格、职工安置、引进先进技术等因素。”“上市公司国有股权转让价格在不低于每股净资产的基础上,参考上市公司盈利能力和市场表现合理定价。”

#### (六) 支付方式

购买方的支付方式对交易价格形成也将产生明显的影响。它包括两种情形,一是出资方式,通常而言,以现金出资会较非货币交易更对转让方有吸引力;二是支付进度,考虑到管理层的筹资压力,大多数情况下管理层均采取分期付款支付方式支付收购资金,由于资金的时间价值需要考虑,所以会导致交易价格的上升。

### 五、MBO 价值创造的模式

考虑了上述各种因素,我们可以对管理层收购中的价值创造过程作出分析与评判。

#### (一) 交易的基础

公平交易的基础应该排除出让方及购买方对目标企业价值的影响,基于前述分析,我们把修正的目标企业独立公平市值作为交易的基础价值。

#### (二) 管理价值的分享

受管理层和出让方的影响,管理层在交易中倾向于向出让方让渡其目标企业管理价值,反过来,出让方有机会在修正后的独立公平市值之外获得这部份收益,所以 MBO 交易双方的博弈实际上是围绕目标企业管理价值的分享展开的。交易双方在考虑影响其价值创造的若干因素后,可在修正后的独立公平市值之上达成交易。由此,我们可以建立图 1 的 MBO 价值创造框架,对 MBO 交易双方的价值创造过程进行计算或分析。

#### (三) 管理层的价值创造

分析或计算管理层的价值创造,首先需要考虑管理层对管理能力价值实现的预期,通过相应的预测分析(应将隐性成本以预计负债方式列出),可以确定目标企业未来可能的现金净流量,这一现金流量应考虑管理层收购后预期收入的增长和成本的减少以及对目标企业隐性成本的分摊。

在目标企业现状的基础上计算目标企业的加权平均资本成本(WACC),同时估算未来目标企业的经营风险,将此风险溢价反映到 WACC 中,作为未来现金流量的折现率。

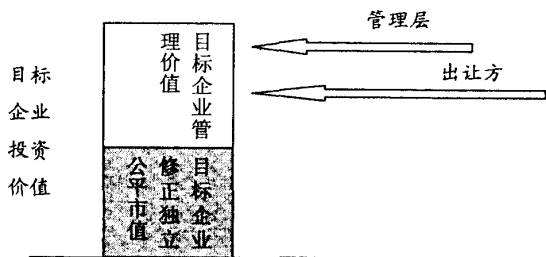


图 1 管理价值的分享

通过多期折现估值模型,计算出管理层对目标企业的投资估值。

$$V = \frac{CF_1}{(1+r)} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \Lambda + \frac{CF_n}{(1+r)^n} \quad (2)$$

式中,  $V$  为管理层对目标企业的投资估值,  $CF_t$  为现金净流量,  $r$  为考虑风险溢价折现率,  $n$  为预期期限。

考虑到管理层对历史贡献的补偿要求、MBO 过程中可能付出的机会成本及对控制权价值的溢价,管理层可接受的收购价格可以用以下公式表达(暂不考虑筹资成本的影响):

$$P = VS_m/S_t + V_c + C_c - V_h (V_c + C_c \geq V_h) \quad (3)$$

式中,  $P$  为管理层可接受的收购价格,  $V$  为管理层对目标企业的投资估值,  $S_m$  为管理层拟持目标企业股份,  $S_t$  为目标企业总股本,  $V_c$  为目标企业控制权价值,  $C_c$  为管理层需支付的机会成本,  $V_h$  为管理层历史贡献的补偿。其中,管理层可接受的收购价值大于实际交易价格的部份应为本次管理层收购中管理层创造的收益。

#### (四) 转让方的价值创造

对于转让方来说,他关注的是通过出售能获得多少非财务利益或修正后独立公平市值之外的管理价值,这也是转让方得到的额外收益。所以转让方首先要能够准确地计算出修正后的目标企业独立公平市值,在此基础上结合法律约束条件、延迟风险预期确定自己的售价底线。

为争取更好的收益,转让方最好的办法是试图引入竞争以迫使管理层提高出价让渡其管理价值。当然,由于转让方可能还要求实现非财务利益,如员工安置、环境保护等问题,这些问题都需与受让方一一协商,因而导致购买转让标的不仅仅是购买其权益,还要购买一些隐性条件,这些隐性条件肯定会增加管理层的收购成本。所以转让方利益的实现取决于双方协商的结果。

### 六、结束语

综上所述,我们已经认识到在国内一个理性的 MBO 活动中,交易双方定价的基础是修正后独立公平市值,双方的博弈主要围绕分享目标企业的管理价值而展开的。由于出售或收购各方因不同的动机而具有不同的价值偏好,在此前提下,经营风险预期、交易双方的机会成本、非财务利益、对管理层历史贡献的补偿、法律约束条件、支付方式等因素都会影响交易

中的价值创造活动。了解这一点,有助于我们深刻理解 MBO 价值创造的本质,澄清事实,推动 MBO 交易双方实现双赢的结局。

## 参考文献

- [1] 弗兰克·C·埃文斯, 大卫·M·毕晓普. 并购价值评估[M]. 郭文英译. 北京: 机械工业出版社, 2003
- [2] 何佳, 宋逢明, 吕岚. 股市功能定位需要反思[EB/OL]. <http://www.21cn.com>, 2003, 09
- [3] 白重恩. 坏消息为什么是好消息? ST 公司控制权的价值[N].

证券市场周刊, 2003-03-11

[4] 帕特里克·沙利文. 价值驱动的智力资本[M]. 赵亮译. 北京: 华夏出版社, 2002

[5] 江泽民. 全面建设小康社会, 开创中国特色社会主义事业新局面——在中国共产党第十六次全国代表大会上的报告[N]. 四川日报, 2002-11-28

[6] 赵万一. 公司治理与投资者利益保护[A]. 王保树主编. 投资者利益保护[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2003. 193

[7] 滋维·博迪, 亚历克斯·凯恩, 艾伦·J·马库斯. 投资学[M]. 朱宝宪, 吴洪, 赵冬青等译. 北京: 机械工业出版社, 2002

[8] 陈明键, 朱宝宪. 中国并购评论(第一、二、三、四册)[M]. 北京: 清华大学出版社, 2003

## Value Discovery and Creation of MBOs of State – Owned Enterprises

XU Yi-gang ZENG Yong

(UEST of China Chengdu 610054 China)

**Abstract** In domestic rational management buyout (MBO) activities, the base of fair transactions should be the revised independent – fair – market – value of the target enterprise. As management can make additional value for target enterprise, each side of transaction bids for the value of management based on fundamental value of fair transaction, and makes benefit for itself. This paper discloses the pricing mechanism in MBO by value analysis. The analysis and conclusions are helpful in deepening the recognition of the essence of MBO.

**Key Words** MBO; value discovery; value creation

·学术广角·

## 对近代大国崛起的文化思考

于沛在《北方论丛》2005 年第 1 期上撰文指出, 独立、繁荣的民族文化, 是一种强大的精神力量, 同物质力量一样, 也是民族国家崛起不可或缺的基础和前提之一, 而且在特定、具体的历史条件下, 文化作为精神力量有时甚至会发挥出比物质力量更重要的作用。

文化是一个国家综合国力的具体体现。任何一个经济上贫穷、政治上分裂的国家都不可能崛起, 发展壮大; 同样, 任何一个充斥着文盲, 文化贫乏、落后的国家, 也不可能崛起。

文化力量的培养离不开教育。美国早在殖民地时期, 就已经表现出重视教育、发展教育的传统。“教育是人类所必需的”这一观念在美国根深蒂固。所以, 美国在独立之前, 就出现了大学; 内战之前, 即已建立了 200 多所大学。高等教育的深刻变革和迅速发展, 对于提升美国的科学发展水平具有决定性的意义。西欧主要资本主义国家对教育也十分重视。从 1870 年代开始, 就先后颁布了义务免费教育法令, 创办公立的国民小学和职业学校, 对学生进行科学和爱国主义教育, 培育一代新人的民族精神。这和它们经济军事实力的提高有直接的关系。

近代西方国家在崛起的过程中, 往往伴随着文化的扩张。1980 年代中期以后, 由于计算机文化的普及, 信息化时代的到来和经济、金融、传媒等领域的全球化, 使得以美国为代表的西方资本主义强国的文化扩张变得更加突出。以美国文化为主导的文化“全球化”, 实质上是典型的文化帝国主义。中国必须抵御其文化渗透, 要在全球化背景下, 培育中华文化发展的个性, 并在现代化文化追寻中保持对中华文化传统血脉的认同。

·宣 文·

作者: [许毅刚](#), [曾勇](#), [XU Yi-gang](#), [ZENG Yong](#)  
作者单位: [电子科技大学, 成都, 610054](#)  
刊名: [电子科技大学学报 \(社会科学版\)](#)  
英文刊名: [JOURNAL OF UNIVERSITY OF ELECTRONIC SCIENCE AND TECHNOLOGY OF CHINA \(SOCIAL SCIENCES EDITION\)](#)  
年, 卷(期): 2005, 7 (3)  
被引用次数: 1次

## 参考文献(8条)

1. [弗兰克·C·埃文斯](#); [大卫·M·毕晓普](#); [郭文英](#) [并购价值评估](#) 2003
2. [何佳](#); [宋逢明](#); [吕岚](#) [股市功能定位需要反思](#) 2003
3. [白重恩](#) [坏消息为什么是好消息?ST公司控制权的价值](#) 2003
4. [帕特里克·沙利文](#); [赵亮](#) [价值驱动的智力资本](#) 2002
5. [江泽民](#) [全面建设小康社会, 开创中国特色社会主义事业新局面——在中国共产党第十六次全国代表大会上的报告](#) 2002
6. [赵万一](#) [公司治理与投资者利益保护](#) 2003
7. [滋维·博迪](#); [亚历克斯·凯恩](#); [艾伦·J·马库斯](#); [朱宝宪](#); [吴洪](#); [赵冬青](#) [投资学](#) 2002
8. [陈明键](#); [朱宝宪](#) [中国并购评论](#) 2003

## 引证文献(1条)

1. [王崇梅](#) [企业并购重组过程中会计工作的开展](#)[期刊论文]-[中国外资 \(上半月\)](#) 2011(8)

本文链接: [http://d.wanfangdata.com.cn/Periodical\\_dzkjdxxb-shkx200503009.aspx](http://d.wanfangdata.com.cn/Periodical_dzkjdxxb-shkx200503009.aspx)