

企业并购中政府行为的目标选择与寻租分析

刘勇

摘要: 政府行为总是不同程度地存在于企业并购中,政府介入企业并购的目标是多元化的。企业并购中的政府行为过程,也即政府各子目标的博弈过程。政府行为在企业并购中同时受“公共利益”假设和“经济人”假设双重调节,并购的寻租模式也由此产生,进而导致了并购参与者之间的利益调整。在单一产权结构下的企业并购,由于并购主体间仍然存在相对独立的利益边界,政府行为的目标选择和寻租模式均能合理存在。同时强调,中央政府与地方政府在企业并购中的行为目标有所区别。

关键词: 企业并购 目标选择 寻租模式 产权结构

理论界颇多学者对企业并购中的政府行为存在认识误区。即认为企业并购应该是完全的市场行为,政府介入企业并购有违市场原则。甚至片面认为发达国家的企业并购完全剔除了政府行为因素。笔者以为,企业并购本质上属市场型的产权交易,政府对企业并购过多的行政干预的确扭曲了原有的产权交易模式,修改了并购主体双方的目标函数,但我们不应把政府行政干预与市场行为完全对立起来,更不应把政府行为完全排斥在企业并购之外。事实上,在迄今为止的五次全球企业并购浪潮中我们都不难发现政府行为的影子。本文将对企业并购中政府行为的多目标选择,以及寻租模式下企业并购的政府行为进行较为深刻的经济学分析。

一、企业并购中政府行为的多目标博弈:相关性与独立性

我们该如何来解释和界定企业并购中的政府行为?组织行为学理论告诉我们,考察政府介入企业并购的目标是研究此类经济现象的合理路径,据此才能找出企业并购中政府行为现实存在的理由。阿道夫·瓦格纳已指出,现代国家的政府职能已从单一的政治职能扩大到了社会职能和经济职能。西方国家从20世纪初就开始了社会福利制度的设计,在凯恩斯革命之后,政府更加主动和深入地介入了经济领域。对于政府对企业并购渗透这一经济现象,我们除了从一般社会和经济角度来考察政府在经济事务中的综合职能,更不能撇开行业特殊性及其在整个经济社会领域中扮演的不同角色。政府介入企业并购经济活动的目标是多元化的,也即企业并购中的政府行为目标是一个多元函数。我们用 T_C 表示企业并购中政府行为目标的综合值。

$$T_C = f(T_S, T_{E1}, T_{E2}, T_{E3}, T_G, T_0)$$

T_S 表示社会目标:维护或增进社会福利; T_{E1} 表示经济目标 1:抵御或化解经济风险,维护经济安全,确保市场有序竞争; T_{E2} 表示经济目标 2:贯彻产业政策,调整和优化产业结构; T_{E3} 表示经济目标 3:增进企业并购双方(可能是单方)的微观利益; T_G 表示政府机构内部目标:政府机构自身利益,如

政府创租; T_0 表示其他目标。很显然,在统一的社会体系中,政府行为各子目标之间具有相关性,例如政府在执行产业政策(T_{E2})的同时也不可能视企业的微观利益(T_{E3})不顾,政府维护市场秩序(T_{E1})可能也是出于保护社会公众利益(T_S),政府在促成企业并购过程中有时不免输入政府机构的自身利益因素(T_G)。子目标间的内在联系构成了整个目标体系的基础。

在企业并购的政府行为目标分析中,更具价值的应该是对政府目标体系中各子目标独立性的考究,这样更有利于从本质上把握政府行为的特征。我们强调政府各子目标间的独立性,在于说明这样一个事实,政府行为各子目标在一定程度上是相互对立和排斥的,各目标同时执行可能导致综合效益弱化。

由此,政府在企业并购中的行为过程,也即政府各子目标的博弈过程。

最为明显地,基于微观利益的企业并购(T_{E3})所导致的市场垄断,未能实现社会总福利的帕累托最优,偏离了社会目标 T_S ;一些国家特别是发展中国家在经济体制改革和市场结构调整(T_{E2})过程中,经常使用政府直接干预手段,“拉郎配”式地进行双方企业资产的组合,结果很可能损害的是企业的微观效率(T_{E3}),导致并购失败。但也不否认,在特殊时期这种并购模式也显示出一定的正面效益,如在20世纪90年代末的中国,为了防范和化解金融风险而在政府主导下进行的多次金融机构并购,对于稳定金融秩序、促进银行业的健康发展发挥了极为重要的作用。政府机构或其负责人也可能出于内部集团或者个人的利益(T_G),依靠强制性行政手段或以不公平的方式促成企业并购,导致个别企业利益(T_{E3})受损,如主并企业的“寻租”行为(其对应面是政府的行政“创租”),这是具有普遍性且较为复杂的问题。后面对此将作进一步阐述。

理论上的博弈结果是各子目标之间的均衡,然而在现实中并不可能实现。特殊情况下,政府的多目标取向可能会被单目标取向所替代,如在市场经济秩序极其混乱,经济风险

沉积厚重的时期,政府机构会暂时搁置其他目标,采取直接行政干预的方式来转移或化解金融风险。同时,政府在认识到产业垄断过于盛行,严重损害了公众利益时,也会实施临时的强制性手段来对企业并购行为加以限制,尽管企业之间的并购行为从根本上源于市场机制。《反垄断法》的制定与实施正是在战略层面上对公众利益长期性的维护。一般情况下,政府行为各子目标的博弈结果视不同具体情况而定,通常是侧重于其中一个目标并兼顾另一(或多个)目标。尽管各目标间由于相对独立性存在一定程度的抵触,但政府在对待企业并购的实际操作中,各目标间通常趋于相互妥协和利益均衡,即在重点考虑某方利益时合理兼顾其他利益关系。另外,“具体的政策手段可能涉及经济效率和其他目标之间的权衡。管制者本身的偏好在决定管制结果时也起一定的作用。”

二、并购寻租模式:政府“创租”收益与社会成本

理论界大多对政府行为的分析都是建立在这样一个假设前提之上,即政府作为公共管理者,其所有行为都应该从公共利益角度出发,以社会福利最大化为目标,也即我们前面提及的子目标 T_s 。自凯恩斯以来的经济学家们正是从这个假设出发创立了政府调控理论和政府管制学说。然而,现代经济学的发展使人们进一步地意识到,作为一个组织的政府与其他经济个体一样都存在自身利益函数,未能脱离“经济人”假设。以布坎南(Buchanan)、施蒂格勒(Stigler)等人为代表的公共选择理论和政府管制经济学的学者们认为,许多政府成员既然是某些特殊利益集团的受益者,就很可能为这些既得利益集团服务,这样的政府就很可能是一个被私人既得利益集团“俘获的政府”。

寻租理论使经济学研究的视野由资源在生产领域的配置扩展到在生产和非生产领域之间的配置,大大增强了经济学理论对政府决策行为动机的解释能力。在现代社会中,担负着公共管制和社会再分配职责的政府往往成为寻租者活动的对象。一旦政府介入寻租活动,就可能利用行政法律的手段来维护既得经济利益或是对既得利益进行再分配。这类寻租行为往往涉及采用阻碍生产要素自由流动、自由竞争的办法来维护或攫取既得利益。表现在企业并购经济活动中,当主并企业(优势企业)试图并购目标企业,在完全竞争模式下,并购企业双方通过市场竞价博弈实现均衡。市场博弈竞争的结果有利于增进潜在的社会福利。而在寻租模式下,主并企业很可能会寻求政府的干预来阻止其他企业加入竞争并获得并购低价,进而获取超额利润。对于主并企业而言,寻租活动是耗费成本的。

寻租行为的产生源于政府在企业并购中的特殊地位。政府通过对某些社会资源的控制,既是市场仲裁者又是市场参与者,在政府治理和监管制度不完备的条件下,很容易成为某些利益集团(主并企业)的寻租对象,即主并企业以寻租成本为代价“购买”它所需的“政府行为”。政府在企业并购的寻租行为中获得“创租”收益,但同时却造成社会资源或社会福利的损失。寻租收益与社会成本之间的冲突,导致了企业并购中政府行为博弈的开始。见图1。

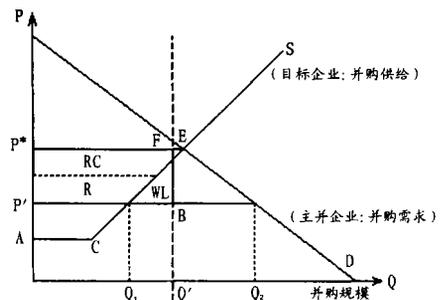


图1 企业并购中的政府行为模式:创租收益与社会成本

图1中, P^* 代表均衡价格, P' 代表政府行为下的管制价格(价格下限), Q 代表政府管制行为下的并购规模; AC 代表平均成本, 市场供给曲线与平均成本曲线是相适应的; RC 为主并企业寻租成本, 也即政府“创租”收益, R 表示主并企业通过寻租模式最后获得的超额利润; 主并企业获得的总利润是 $(RC+R)$ 部分, 其中 RC 部分作为寻租成本让渡于政府机构(或其内部利益相关者), 从总量上看, 寻租成本只占总利润的一部分, 即 $RC+R > RC$, 否则寻租不会进行。

显然, 政府创租的存在对旨在获得超额利润的主并企业(优势企业)是十分有利的, 而政府机构(或其内部利益相关者)也可经此获取丰厚的创租收益。但不容忽视的是, “所有的管制决策都将造就赢家和输家”, 由于主并企业与政府之间的“权钱”交易, 目标企业成为了寻租并购中的损失承担者, 其利益损失为图中 P^*PBF 部分(即 $RC+R+WL$ 部分)。从社会层面上看, 不仅阻碍了正常的竞争, 而且导致了社会资源的浪费, 从而造成社会福利的净损失(在图中表示为 WL 部分), 我们将其计为社会成本。实际上, 寻租模式下进行的企业并购所造成的社会成本不仅仅表现在图1中 WL 部分, 至少还应该包括在该图中无法反映的四种重要成本: 一是并购机会成本, 即寻租成功的主并企业阻止了其他优势企业加入并购的竞争行列, 造成了社会资源优化配置的机会损失; 二是潜在的垄断性福利损失, 即如此寻租行为的继续存在, 可能导致主并企业规模不断扩张, 从而获得更多的市场份额而形成垄断; 三是制度性损失, 即政府治理和管制制度缺陷得以强化, 增加了政府制度未来改革或创新成本; 四是由并购寻租行为导致了行政腐败, 法律监督和执法成本随即上升。既然政府作为公共资源的提供者和“公共利益”的管理者, 就应该对这一社会成本(WL)负责。由此便形成了政府在企业并购中的博弈行为, 政府必须在创租收益(RC)和社会成本(WL)之间做出权衡, 这其实也是政府“公共利益”假设和“经济人”假设之间的碰撞。

假设不存在损失转移或损失补偿, 社会总福利的损失(WL)毕竟还是直接由目标企业承担, 而政府却在寻租并购中获得了额外的创租收益(RC)。在政府治理和监管制度尚不完善的前提下, 政府行为博弈的结果应是, 政府偏向于“经济人”假设而选择了创租收益。“如果管制者不追求福利的最大化, 那么管制政策将导致对经济效率的偏离以及社会福利的损失也就不是意外之事了。”相应地, 利益损失只是落在并购行为的劣势方即目标企业一方了, 或者说, 在不存在损失转移或补偿机制的前提下, 目标企业的利益损失是无法社会化的。造成这一结果的根源在于, 此企业并购过程中

政府管制或干预行为具有强制性,而具体的政府机构(或内部利益相关者)却不必承担相应的社会成本。但在某些政府管制制度设计较为合理的国家,这一情况有所调整,由于政府行政干预导致目标企业单方面承担不小的并购利益损失,政府此举显然有失公允,目标企业将难以接受。面对这一矛盾,政府可行的办法便是建立损失补偿机制,给予目标企业适当的利益补偿,使得博弈结果更趋于合理及公平。一般情况下政府补偿的方式可考虑两方面:一是从获得的创租收益(RC)中抽取部分作为对目标企业经济利益损失的弥补;二是给予目标企业更多的社会资源,包括降低并购壁垒、安置裁减员工、提供优质客户以及一定的税收优惠政策等等。不少目标企业之所以愿意接受主并企业苛刻的并购条件,一般是在目标企业急于寻求购并而政府又能为其提供一条便利的途径。这一并购过程在经济萧条阶段或面临产业危机时往往更容易实现。因此,在寻租模式的企业并购中,政府行为博弈的结果在实质上还是趋向于均衡。

三、单一产权结构下企业并购的政府行为选择

前面我们已论述,在完全竞争条件下,企业并购双方通过市场竞价机制完成整个并购过程,政府是以经济行为合规性仲裁者以及相关利益保护者的角色介入企业并购,尽管政府出于维护经济法规和社会公共利益的目的(T_S)能够在一定程度上影响并购结果,但政府无权干预并购双方法定程序内的具体并购实施行为,并购双方基本上能趋向利益均衡。而在寻租模式中,政府在企业并购中的角色多元化,已不仅是单纯的市场仲裁者,更突出地表现为市场参与者和利益分配者。在此模式中,主并企业与目标企业之间的并购行为是两个独立产权主体之间的产权交易行为,而并购参与方包括主并企业、目标企业和政府三方各自都有自身相对独立的利益要求。也正因为如此,基于多元产权结构下的企业并购行为变得复杂,并购的结果必须获得相对的利益均衡,即便是在并购中处于劣势的目标企业也能在并购实施中获得自身的利益(如补偿机制),否则并购不会进行。

总体上说,上述两种企业并购模式都是建立在市场经济体制比较完善,企业产权独立的前提和基础之上,不同的是,政府介入企业并购中的角色定位有所区别。但无论在理论还是实践中,政府行为在这两种模式的企业并购实施中都不是主导因素,推动和决定并购进行的仍是市场机制和法律约束。因而企业并购的另外一种特殊模式我们不容忽视,在这一模式中,主并企业、目标企业和政府三方属于同一产权和利益主体,企业并购行为是在单一产权架构下进行的。显然,此中政府是产权交易的主控方和实施者,主并企业和目标企业产权归属于政府(国家所有权的代理方)。并购企业双方即是通常意义上的国有企业。

严格经济学意义上的企业并购是不同产权主体之间的产权交易,是经济资源基于市场机制在不同产权组织间的自由流动与整合。然而,为什么这种在理论上似乎缺乏经济学解释的单一产权下的企业并购模式(在学术界被称为“准并购”模式)能够存在,而且还一度甚至继续在我国(还有其他一些国家)并购市场上发挥重要作用?政府在这一并购模式中充当什么角色?这种并购模式究竟能产生多大的经济效

益?

过渡经济学理论向我们阐述,脱胎于传统市场经济体制的国有企业在产权制度上采取的是过渡式、有步骤地改革模式。我国国有企业的产权归属是清晰的,即全民所有,政府代理。我们暂且不论什么是我国国有企业产权改革的终极模式,但过渡式产权改革模式贡献了国有企业所有权和经营权的分离,目前政府对国有企业管理采用的是多级代理制。反映在并购市场中,政府代理国有企业的所有权进而控制着并购决策权,但在两权分离模式下国有企业具有自身相对独立的经营权和经济利益,即“在所有制内部,在不同的个人和企业之间,存在着严格的利益边界”,因而只要能带来利益边界的调整,国有企业彼此间的并购活动就有存在的理由,尽管两者的产权关系可能没有发生实质性的变化。

在企业并购双方都属国有产权制度条件下,政府作为资产所有者的代理人身份完全介入企业并购也是理所当然,而且其行为过程就相对简单多了。原因在于政府具有完全的行政强制性,这种完全强制性是基于政府作为国有产权所有者代表对参与并购的国有企业具备完全的所有权及控制权。这种情况下,由于主并企业、目标企业及政府存在不同的利益边界,构成企业并购寻租模式的条件仍可成立,也即主并企业仍会产生向政府寻租的激励,以此换取更有利的并购条件。仅从产权角度分析,我们可能得出这样的结论,即便是在寻租模式下发生的并购行为,也只不过是社会资源在所有制内部不同组织间的横向调配或经营权的转移,并没有发生实质的产权交易,其造就的并非完全意义上的企业并购。

再从经济利益角度进一步说明(如图1),在主并企业、目标企业及政府三位一体的产权模式下,超额利润(R)、并购损失($RC+R+WL$)、寻租成本(RC)、创租收益(RC)及社会成本(WL)共同归属于同一权益主体即政府。不难发现,由此产生的社会福利净损失或社会成本(WL)最终也是由政府来承担。既然单一产权结构下寻租模式的企业并购会导致社会福利净损失,而且净损失的最后承担者是政府,那该政府行为产生的根源何在?回答这一问题还得回到本文第一部分中我们已探讨的企业并购中政府行为的目标函数中来,图1中的模型分析仍不足以完全解释单一产权结构下寻租模式企业并购中的政府行为。一方面,图1反映的净损失(WL)只对应于政府行为目标函数中的社会目标(T_S),而政府行为目标是多元化的,其他目标在模型中还不能得到充分的反映,如政府推进型的企业并购能够高效地促进产业结构调整(T_{E2});从长期来看,能够促使微观企业实现规模经济,提升企业竞争力(T_{E3});在特殊时期(如我国转轨时期经历的几次金融业大整顿)能够整顿市场秩序,维护经济安全(T_{E1})。另一方面,在寻租模式下,地方政府出于地方利益或内部集团利益,可能积极推动国有企业间的并购活动,地方政府获得创租收益(T_G),而社会福利净损失(WL)则由中央政府或全社会来承担。

中央政府的企业并购决策则更具全局性和社会性,尽管其政府行为同样受多目标函数的调节,但对于政府自身经济利益(T_G)表现相对超然,而是侧重于企业并购对国有企业特别是大型国有企业效益和产业结构的影响。我们可以做如下的理论例示:假设以R表示企业并购带来的综合收益,该

变量主要取决于并购导致的国有企业经营权收益 S , 以及并购调整优化产业结构引起的长期收益 I , 即 $R=f(S, I)$ 。在这个函数关系中, R 是 S 和 I 的增函数, 用数学公式来表示即是: $\partial R/\partial S > 0$, $\partial R/\partial I > 0$ 。若以 C 表示并购所产生的综合成本, 该变量主要取决于并购过程中国有资产的流失损失 L , 并购实施成本 B (包括管理层更换、企业机构调整、富余职工安置等成本) 以及并购后整合成本 Z , 即: $C=f(L, B, Z)$ 。在这一函数中, C 是 L 、 B 、 Z 的增函数, 即有 $\partial C/\partial L > 0$, $\partial C/\partial B > 0$, $\partial C/\partial Z > 0$ 。中央政府对于并购所带来的预期利益为: $P=[R(S, I) - C(L, B, Z)]$ 。中央政府对于企业并购的态度, 将以 $P=0$ 为临界点, 只有在 $P > 0$ 的情况下允许并购行为实施, 当 $P < 0$ 时则反对企业并购。然而, 在实际操作中, 企业并购的成本收益很难量化比较, 其中包含了大量的不确定性因素, 如企业裁员带来的社会问题、并购组织整合中的潜在风险等等。此外, 在涉及授权地方政府介入国有企业的并购中, 中央政府要在与地方政府、企业之间都存在着信息不对称条件下平衡各方矛盾并做出决策, 这必然导致纵向的层次体制资产重组比横向的市场并购产生更高的政府行为成本与风险。因而, 中央政府在决策国有企业并购时总是慎之又慎。

四、结论

企业并购中总是不同程度地存在政府行为, 同时政府介入企业并购的目标函数是多元化的。各子目标除了内在的联系性, 更具实践意义的则是目标间的独立性和互斥性, 这决定了政府在企业并购中的行为过程, 也即政府各子目标的博弈过程。博弈选择的结果通常是侧重于其中某一目标并兼顾另一(或多个)目标, 即政府在企业并购的实际操作中, 利益双方大都趋于妥协, 在重点考虑一方利益时适当处理其他利益关系。

现代经济学的发展让我们意识到除了公共利益假设条件, 政府行为在不同程度上还表现出“经济人”特性, 这引发了企业并购中的企业寻租和政府创租模式。总体来说, 主并企业(优势企业)能在寻租模式的企业并购中获取超额利润, 其中一部分利润让渡于政府作为其创租收益, 不容忽视的是由此行为产生了社会福利的净损失, 目标企业(劣势企业)成为利益损失的具体承担者。在合理的政府管制制度下, 政府会制定利益补偿机制, 使得目标企业的损失部分社会化, 从而政府在企业并购中多目标博弈的结果更趋于均衡合理。

研究单一产权结构下企业并购的政府行为, 对于我国国有企业并购中的政府行为选择有重要的实践价值和指导意义。所有制内的企业并购不涉及产权交易, 并非严格经济学意义上的并购, 但由于并购主体间存有相对独立的利益边界, 政府行为的目标选择及寻租模式均能合理存在。与多元产权结构下的企业并购不同, 单一产权结构下寻租模式的企业并购所导致的短期社会福利净损失由政府承担。此模式中的政府行为是多目标函数执行的结果。同时, 由于我国特殊的国有资产管理体制, 地方政府在寻租并购中可以获得创租收益, 而中央政府以并购成本及收益函数为基础的并购决策则更趋向于全局性和社会性。

注释:

政府为第一次全球企业并购浪潮的到来扫清了法律障碍; 在全球第二次企业并购浪潮中, 德国政府的强力干预格外引人注目; 20世纪30年代后资本主义各国政府监管能力的加强, 决定了第三次企业并购浪潮的趋向及特点; 而第四次、第五次企业并购浪潮的到来, 则得益于政府管制的放松。如果没有《格拉斯-斯蒂格法》的废除, 如火如荼的银行业并购浪潮显然是难以想象的。还应该强调的是, 政府对企业并购干预的强弱, 本质上与国家的经济发达程度无关。无论是发达国家的企业并购, 还是发展中国家的企业并购, 均不能没有政府的引导和干预。

1998年4月6日传出花旗银行和旅行者公司合并的消息, 但实质上的合并必须征得美国联邦储备董事会(FRB)及法律部门的同意。根据美国银行控股公司法案(Bank Holding Company Act)的要求, FRB在同意银行合并之前进行了广泛调研, 慎重调查合并对公众利益的影响。结果联储同意其合并的基本条件是: A. 银行承诺不增加银行的费用水平和账户最低铺底资金要求; B. 银行承诺将通过合并节约的成本适当让渡于低收入家庭; C. 银行承诺将和所有与合并有影响的州的社区组织及社区再投资组织签订协议, 承担具体项目的融资; D. 银行需对消费者采用有力的安全保护, 同意对有关损失负责。很显然, 在这一企业并购案例中, 政府在重点考虑经济目标 T_{E3} 的基础上输入了社会目标 T_S , 政府行为目标选择的博弈结果表现为微观利益和公共利益之间的相互妥协与相对均衡。

日本企业并购过去许多是政府主导型的抢救行动, 其中最为明显的当属有着厚重政府情结的日本银行业并购。大藏省担当保护航舰的角色, 当银行陷入困境难以继时, 便会要求好银行出手相助。相对健康的银行接受倒闭银行的存款、人员和机构, 财力不支则由政府支持。比如1986年住友银行接受平和崇光银行(Heiwa Sogo), 1991年东海银行接受三和信用组合金库(Sanwa Shinkin)。日本政府在此类银行并购的行为目标博弈中, 更多地选择了社会目标 T_S 和经济目标 T_{E1} , 这也是在牺牲一定的内部目标 T_G 的条件下实现的。在这博弈结果中经济目标 T_{E3} 具有双重性, 它带来的是一方银行受益而另一方银行受损。

丹尼尔·F·史普博:《管制与市场》, 中文版, 122、118、117页, 上海, 上海三联书店、上海人民出版社, 1999。

施蒂格勒:《产业组织和政府管制》, 中文版, 210页, 上海, 上海三联书店, 1989。

杨瑞龙等:《社会主义经济理论》, 109页, 北京, 中国人民大学出版社, 1999。

法律上, 地方政府没有权力决策国有企业的并购行为。国有企业的所有权在国家, 由中央政府代理, 地方政府不能越权处置。某些地方政府超出权力规定介入企业并购市场, 根本上是一种超前体制改革的行为。同时, 中央政府在引导和限制地方政府实施企业并购时也缺乏较为完备的制度约束。

参考文献:

1. 胡玄能:《企业并购分析》, 北京, 经济管理出版社, 2002。
2. 菊颂东等:《国有企业兼并重组期望与偏差》, 北京, 社会科学文献出版社, 2000。
3. 乔林碧等:《政府经济学》, 北京, 中国国际广播出版社, 2002。
4. 刘瑞:《政府经济管理行为分析》, 北京, 新华出版社, 1998。
5. [美]丹尼尔·F·史普博:《管制与市场》, 中文版, 上海, 上海三联书店、上海人民出版社, 1999。
6. [美]哈罗德·德姆塞茨:《所有权、控制与企业》, 中文版, 北京, 经济科学出版社, 1999。
7. 张维迎:《博弈论与信息经济学》, 上海, 上海三联书店、上海人民出版社, 1999。
8. Bradley, M.; Anand Desai and Kin, E. Han, 1988. "Synergistic Gains from Corporate Acquisition and their Decision between the Stockholders of Target and Acquiring Firms." *Journal of Financial Economics*, Vol. 21, pp. 3-40.
9. Fairbairn, James A. and Kaye, John A., 1989. *Mergers & Merger Policy*. Oxford University Press.

(作者单位:中国人民大学国民经济管理系 北京 100872
(责任编辑:J、S)