


财务总监丛书·**并购系列**

并购的异化

模型与案例

朱国泓 著

A LIENATION OF M&A
Models and Cases

 中国人民大学出版社

F279. 21/26

2007

财务总监丛书·并购系列

并购的异化

模型与案例

朱国泓
著

A LIENATION OF M&A
Models and Cases

 中国人民大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

并购的异化：模型与案例/朱国泓著.

北京：中国人民大学出版社，2007

(财务总监丛书·并购系列)

ISBN 978-7-300-08828-0

I. 并…

II. 朱…

III. 企业合并-研究-中国

IV. F279.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 197429 号

财务总监丛书·并购系列

并购的异化：模型与案例

朱国泓 著

出版发行	中国人民大学出版社		
社 址	北京中关村大街 31 号	邮政编码	100080
电 话	010-62511242 (总编室)		010-62511398 (质管部)
	010-82501766 (邮购部)		010-62514148 (门市部)
	010-62515195 (发行公司)		010-62515275 (盗版举报)
网 址	http://www.crup.com.cn		
	http://www.ttrnet.com (人大教研网)		
经 销	新华书店		
印 刷	河北涿州星河印刷有限公司		
规 格	170 mm×240 mm 16 开本	版 次	2007 年 12 月第 1 版
印 张	17 插页 1	印 次	2007 年 12 月第 1 次印刷
字 数	275 000	定 价	35.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换

资助声明

本书是作者主持的国家自然科学基金课题“并购中的控制权私人收益：理论模型、实证检验与系统治理”（项目批准号：70303014）的重要成果之一。感谢国家自然科学基金委的资助，但本书文责全部由作者承担。

——朱国泓

前 言

人说：“看报看题，读书看皮”，足见书名对于一本书的重要作用。本书之所以以“并购的异化：模型与案例”为题，目的无非是开宗明义，点明本书的内容与主旨。然而，让读者仅仅知道题目就直接开始阅读，难免有点突兀。所以，在这里交代本书的写作背景，阐明“并购的异化”这一核心词组，简要叙述本书的主要特点，对读者更好地进入角色，从而更加深刻地洞察我国证券市场上的并购异化现象，或许会有所帮助。此外，在前言中郑重感谢那些为本书的形成提供过机会和帮助的人，对我而言，更是对自己心灵的一次交代——我深知，没有他们的帮助，这本书根本不可能摆在您的面前。

一、本书的写作背景

人世间很多事情都会有因果关系，尽管某些事情的因果关系链简短而明确，而有些事情的因果关系链绵长、细微甚至看上去若有若无。我之所以选择这个题目，并有较长时间的思考，其原因是我曾经作为并购顾问在艰难的并购服务业生存过。虽然现在我离那个角色有不短的时间了，但并购顾问这个经历与现在出版这本书之间存在非常明确的因果关系。

在中国证券发展史上，1999年5月19日是一个非常重要的日子，正是在那一天，中国股市从我国驻前南斯拉夫大使馆被炸的阴霾中走出，掀起了波澜壮阔的“5·19”行情。随着行情进一步向纵深发展，我国证券市场曾经经历过的“业绩不行，重组就灵”的并购重组神话开始陆续上演，上市公司的并购重组如火如荼。与此相适应的是，一旦某个上市公司有并购重组题材，其股票价格就会出现急速上涨。对于那些发布控制权转让公告的上市公司而言，它们的股价表现格外抢眼。至于那些并购重组后业绩大幅提升的股票，股价更是一路暴涨。当时，最耀眼的案例是，宋如

华控制的托普集团通过资产置换方式并购重组川长征 A，其效果是产业转型、业绩猛增、股价飙升。更为重要的是，2000 年初，被更名为“托普软件”的“川长征 A”高价增发获得巨大成功，托普集团并购重组川长征 A 被誉为“中国证券市场最受瞩目的、最成功的资产重组案例”。此后，不少民营企业（以下简称“民企”）都跃跃欲试，义无反顾地踏上了借壳上市的道路。^①坊间到处流传着“零成本收购”的各种传说。

随着资本市场的发展和民营经济的进一步壮大，民企的确需要自己的资本市场平台。然而，在当时的情况下，民企想直接上市确实存在一定的困难。另一方面，因额度审批制等历史原因造成的上市公司“一年绩优、两年绩平、三年绩差”现象显然无法通过特定上市公司自身加强经营管理来解决。通过收购上市公司控制权，实现借壳上市，成为了当时民企快速发展的一条重要道路。

然而，其后媒体曝光了一些民企通过虚假并购重组上市公司的案例，中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）和沪深两大证券交易所还对特定案例进行了稽查。民企借壳上市、提升上市公司业绩的光环开始一点点褪去。2002 年前后，曾经排在胡润资本控制榜首位的“德隆系”因资金链断裂，其控制的“三驾马车”股价出现连续跌停。2003 年 8 月 28 日，中国证监会和国务院国有资产监督管理委员会联合发布 56 号文《关于规范上市公司与关联方资金往来及上市公司对外担保若干问题的通知》。该通知要求所有上市公司应在 2003 年年报中专门披露由会计师事务所等独立的第三方和上市公司独立董事所作的关联方资金占用和对外担保情况的说明。该通知发布以后，不少上市公司不得不公开披露以前被尘封的资金占用及对外担保事项，一些民企收购上市公司后占用上市公司资金，利用上市公司信用进行违规担保的事实相继曝光，曾经开创了“第一家民营高科技企业收购国有传统工业企业”等若干个“第一”的托普集团与托普软件、曾经风云一时的东盛系与东盛科技、湖南成功集团与湘酒鬼、鸿仪投资与安塑股份（后更名为“嘉瑞新材”）、深圳明伦集团与明星电力、四川立信投资与朝华科技，还有虚假重组的典型菲菲集团与菲菲农业、飞天系与福建三农、石油龙昌及浙江海纳等，相继暴露出它们掏空上

^① 本书案例篇选编的 10 个案例中只有托普集团收购川长征 A（0583）的协议签署时间在 1998 年 4 月 6 日。其他 9 个案例的协议签署时间都在 1999 年 5 月 19 日—2003 年 3 月 20 日之间。这可能与当时热衷并购重组的整个市场环境有关。

市公司的本来面目。更为重要的是，2004年8月9日郎咸平在复旦大学发表了题为“格林柯尔：在‘国退民进’的盛宴中狂欢”的演讲，引起了颇受理论界和实务界关注的“郎顾之争”。2005年9月5日出版的《财经》发表《江西科龙——寄生的形成》一文，对顾雏军及其控制的格林柯尔通过江西科龙占用巨额资金的事实进行了分析和报道。随后，顾雏军被控制，不久被起诉、庭审……

毫无疑问，上述多家民企借壳上市存在的问题表明：（1）民企掏空上市公司的案例不再是个案；（2）虽然不同民企并购重组上市公司的方法不同，但最后的动机及行为具有相当高的一致性；（3）若结合（1）和（2）来看，上述现象就不再是一种偶然现象，其中隐含着未曾揭示的必然性；（4）这种必然性一定与特定的制度背景有密切关系。

曾经的职业经历、长时间的思考和众多案例的最终水落石出三者的碰撞与激荡，让我对上述问题的思考渐趋清晰和明朗。另一方面，我所承担的国家自然科学基金项目^①也要求我将这几年的思考诉诸笔端，从而让更多的读者明白其中的内在规律，共同推进我国公司控制权市场的快速、健康发展。

二、异化概念的演进及并购异化概念的提出

本书书名的核心词组是“并购的异化”。在定性描述并购的异化之前，对异化概念本身及其演进加以简短的说明很有必要。

在正式展开异化的概念溯源之前，我想借用我的一位西方经济学老师所讲的一个故事，以化解一些读者对“异化”这一概念的某些恐惧。这个故事是这样的：

一对新婚夫妇在招待完各方客人之后，回到自己的新房。按照当地的风俗，婚床上放着非常整齐的印着大红双喜的新被子，墙上贴着大红双喜和新婚夫妇的结婚照。当地风俗要求，新婚夫妇洞房花烛夜的第二天早上，男方的父母双亲和亲戚朋友要来新房探看新娘子。再加上新婚，新娘子一定要起得比公婆早，否则不孝。这时，新婚夫妇开始掂量如下问题了：要不要打开叠得非常整齐的大红双喜被子呢？若打开被子睡觉，第二天早上恐怕来不及整理床铺及房间，或者误了早早见公婆……新婚夫妇商量之后，决定将整齐的被子放在一边，两人相拥入眠。

^① 国家自然科学基金项目编号为 70303014。

在这则故事中，新婚夫妇的行为显然违背了他们自己的意愿，但他们觉得这样又最好。结果，物不仅没有为人服务，反倒成了人的主宰。为什么会有这种背离呢？不用思考就知道，当地的乡俗是导致新婚夫妇作出自己决策的根本原因。虽然这则故事是对异化的一种通俗化、形象化解析，看起来不够严谨，但也能说明些问题。

理论界是如何看待异化这一概念的呢？根据理论界所达成的共识，异化（alienation）是一个哲学和社会学概念。虽然异化现象早在原始社会末期就已出现，但是把这种现象上升到理论高度来认识却是近代的事情。根据词源的考察表明，异化的德文表述是 *entfremdung*，该词是从英文词 *alienation* 翻译而来，而 *alienation* 又源于拉丁文 *alienatio*。就其本意而言，异化有疏远、转让、脱离等意思。

其实，异化概念自身也有一个逐步演化的过程，不同时期的思想家对它有不同的理解和解释。中世纪文献孕育着异化理论的萌芽。因此，异化理论是在文艺复兴以来的近代西方哲学里逐渐形成的。首先接触异化实质的理论形态是社会契约论。在社会契约论中，异化已被明确规定为一种损害个人权利的否定活动，即指权利的放弃或转让。荷兰法学家格劳修斯（1583—1645）是用拉丁文 *alienatio* 说明权利转让的第一人。霍布斯和洛克虽然没有使用这个概念，但是用其他概念表达了与格劳修斯相同的思想。在卢梭的社会契约论中，异化除表达上述思想外，还包含更深一层的含义：他强调个人的权利和自由不能转让，除非在社会契约中放弃这种权利和自由，转让给代表他们的国家。卢梭还揭露了人的社会活动及其产品变成异己东西的事实。他曾在《爱弥儿》中指出，文明使人腐败；背离自然使人堕落；人变成了自己制造物的奴隶，等等。毋庸置疑，他在人与社会、人与自然两重关系上，深化了异化概念的内涵。后来，卢梭的异化思想成为了向德国古典哲学异化理论过渡的桥梁。

其实，异化只有在德国古典哲学中被上升到哲学的高度。马丁·路德最先把希腊文《圣经》中表述异化思想的概念翻译成德文 *hat sich gesausest*（自身丧失）。费希特和黑格尔通常使用外化（*entausserung*）概念来揭示异化的重要含义。例如，自我外化为非我，从而使原来与自我同一的东西变成异己的东西。诗人席勒通过批判劳动分工所带来的危害，深刻地揭示了异化的实质，他认为，永远被束缚在整体的个别小部件上的人，本身也变成了部件。所以，德国古典哲学认为，异化是指主体在一定发展阶段分裂出它的对立面，变成外在的异己的力量。

黑格尔的异化思想最初表现在他对基督教的“实证性”批判中。继费希特揭示人与自然的异化关系之后，黑格尔揭示了人与人的异化关系。他认为，所谓基督教的“实证性”，就是指人所制造的基督教变成了一种僵化的反过来压迫人的异己力量。在《精神现象学》中，黑格尔的异化理论达到高峰，异化成了说明自然、社会、历史等辩证发展的核心概念，成为在“自我意识”所体现的人类意识和社会发展整体中始终起重要作用的中介。黑格尔把存在的一切都归结为“自我意识”，把异化也归结为“自我意识”的异化。自我意识作为绝对理念外化为自然，在社会历史中作为“自我意识”环节的人异化为“绝对精神”。他认为，人和由人所组成的各种社会形态及其历史作为主体，在异化中不仅表现为“分裂为二”或“树立对立面的双重化过程”，而且这种由主体所产生的对立面，对于主体是一种“压迫性的”、“吞食它的力量”，从而赋予异化概念不同于外化概念的深刻含义。在黑格尔之后，费尔巴哈力图从唯物主义观点阐述异化。他认为，人借助于幻想把它的本质异化为上帝，并对之膜拜，因此，只有当人认识到人是人的最高本质，上帝的本质就是人的本质的时候，才能消除这种异化现象，进而破除对上帝的迷信。

马克思则用异化来表达他关于劳动异化的概念。他指出，正如人用脑创造了上帝而受上帝支配一样，在阶级社会中，工人创造了财富，而财富却为资本家所占有，并使工人受其支配。因此，这种财富、财富的占有以至劳动本身皆“异化”成为统治工人的、与工人敌对的、异己的力量。马克思认为，异化绝不是永恒存在的现象，而是受一定生产关系制约的历史现象。因此，只有消灭私有制度和社会分工的对抗形式，才能消除这种异化现象。

上面的回顾表明，虽然不同思想家对异化有不同的理解和解释，但有一点是共通的，即异化是指在特定制度背景下，特定主体在一定的发展阶段分裂出它的对立面，或变成外在的异己的力量。纯粹的技术理性，比如经济理性，就很可能是导致上述现象产生的一种重要力量。

何谓并购的异化呢？结合上述认识，我认为，并购的异化是指特定收购者在特定的制度背景下，以经济理性为指导而形成的，与并购协同效应根本对立的，掏空上市公司的动机、行为与后果。它不会增加社会总福利，最多只会导致社会财富的再分配，或者在更多情况下，它会导致整个社会福利的极大耗散。对它进行分析显然具有重要的理论意义和社会价值。

三、案例研究的重要价值

对以上提到的这些问题，国内外的研究进展如何呢？就国外文献而言，它们重点关注两大方面，一是并购的动因；二是并购的绩效。本书主要关注上市公司控制权转移引起的并购重组问题，所以，本书将并购动因和并购绩效的文献限定在控制权转移动因及其绩效的文献。^① 具体就控制权转移动因文献来说，闪现着效率理论光辉的并购协同假说仍然是迄今为止西方理论界最为认可的经典理论，其中的规模经济、范围经济、时间经济、速度经济等对解释并购为什么会发生有较强的理论说服力。当然，其他理论，如信号理论、代理问题与管理主义理论、过度自信假说、自由现金流量假说、市场势力理论、再分配理论等，都从不同角度解释了并购发生的原因。但不可否认的是，这些单个理论很难解释我国证券市场并非偶然性个案的并购异化现象。至于控制权转移绩效的西方文献，它们根据不同的衡量标准，得出了绩效改进、没什么变化、恶化等三大类结论。这与国内不少案例最后出现巨额亏损的结果大不相同。20世纪70年代，西方财务学界开始研究控制权私人收益问题，取得了重大进展，但遗憾的是，他们所研究的控制权私人收益基本上与上市公司的控制权转移没有什么关系。

这些年，国内不少研究者对并购的动因和绩效进行了相应的研究。不可否认的是，国内理论界对并购问题的研究仍然停留在国外经典理论的引用和评介上，缺乏相应的理论创新。最近几年，国内涌现了一批检验并购绩效的实证研究文献，分别从股价反应的短窗口和长窗口、财务绩效等角度，检验了我国上市公司并购重组的总体绩效。多数结果表明，上市公司并购重组改善了业绩。但需要说明的是，这些实证研究在以下方面存在比较明显的问题：（1）在市场绩效方面，用股价反应来衡量上市公司并购重组的绩效不仅会受到市场有效性的极大约束，还可能落入“社会实践的圈套”，本书下篇的案例4“敲骨吸髓：ST包装的包装重组”就有公开证据显示，上市公司的控制权购买方设计并参与了内幕交易。除此之外，德隆系通过私募基金操纵“湘火炬”、“合金投资”和“新疆屯河”这三只股票的事实人所共知，若用股价存在超额收益率来衡量并购绩效，显然与“石头、剪刀、布”这一古老游戏的因果混乱没有任何差异。另一方面，用一组财务指标来衡量上市公司控制权转移后的并购绩效，同样会受会计数字

^① 控制权转移与一般性并购的不同之处在于，一般性并购并不一定导致控制权的转移。

的可操纵性、虚假重组等因素的极大干扰。此外，国内相关实证文献所衡量的财务绩效期间通常比较短，也可能因此得出似是而非的结论。大样本实证研究还存在“瑕不掩瑜”的总体结论，进而在很大程度上抹杀了现实生活中极有价值的少数个案所隐含的特征。^①这使得国内相关研究无法很好地解释我国证券市场上特定上市公司的并购异化现象。

那怎样才能弥补上述国内外研究的不足呢？我认为，深入剖析我国上市公司并购重组的制度背景，在借鉴西方经典理论和概念的基础上，构建相应的理论模型来解释目前已经出现的并购异化现象，对一些典型案例进行深入的案例背景、过程及后果分析，是一种比较可行且有益的尝试。

为什么案例研究能解决上述国内外文献的某些不足呢？我认为，其一，案例研究讲求的是个案，它可以避免大样本实证研究因样本量要求而存在的个性丢失。从实践需要来看，这些个性对监管者、投资者和其他市场参与者都很重要。其二，个案研究也可以回避前述文献中面临的市场绩效标准的选择困境，更为重要的是，特定上市公司的股价反应还可能是收购方获取收益、降低收购成本的一条重要渠道。其三，时间是试金石。案例研究可以把并购重组绩效的观察期间拉到足够长，比如前三年，后三年、四年乃至五年。这在大样本实证研究中是无法做到的。其四，俗话说，“只有当海水退潮的时候，才知道谁没有穿裤子”。案例研究可以从并购重组前期的意气风发一直贯穿到其穷途末路。这样显然有助于全面展示事物的总体面貌，而不仅仅是经过高度抽象化的一般规律。

可以打个比方来说明案例研究的价值。若把大样本实证研究比作蒸馏水的话，案例研究就像取自不同地方的“原水”，在这些“原水”中，可能既有含有丰富矿物质的优质山泉，也有养分较高但不太干净的山泉，还有受到重度污染的重金属水。不管这些水是否有营养，是否能够直接饮用，它们都是各具特色的水，对它们进行详细的研究都有利于提高人们饮用水的质量，因而都对人的健康有利。具体就并购的异化而言，案例研究对监管者、投资者、收购方和目标公司都有相应的价值。然而，大样本研究的大样本要求使得这些案例研究的益处无法充分发挥。因此，案例研究的价值在于它的个性，这正是对大样本实证研究普遍性的一种有益补充。

^① 少数只是相对大样本而言。实际上，本书所选编的案例表明，这种少数实际上也不少。

四、本书的些许特点

基于以上想法，本书的特点在于：

其一，借用哲学和社会学中的异化概念，提出“并购的异化”这一核心关键词组。试图通过这个词组，向读者传递这样一种信号：这是一个通常被忽视，或者虽然被关注但仍然会忽视其本质的重要课题。具体就新兴加转轨的我国证券市场而言，并购的异化过去存在，现在存在，未来还存在，如果不能引起监管者、投资者和投资银行从业者的注意，这一问题还将继续危害我们的证券市场，损害投资者的利益。因此，提炼出“并购的异化”这一问题无非是证券市场“盛世”的一点警醒。

其二，借鉴西方经典的并购协同效应假说和控制权私人收益，构建起一个能够有效分析我国证券市场并购异化的预期控制权私人净收益函数。这个函数的基本内核是收购者获取上市公司控制权之后可能从上市公司获得的控制权私人收益减去并购协同效应增量，如果该余额大于零，则预示着收购方会想方设法从上市公司攫取控制权私人收益，而不是最终做大做强上市公司本身；如果该余额小于零，收购者将选择实质性并购重组，做大做强上市公司。

其三，结合股权分置、监管不力、会计规则不完善等制度背景，利用预期控制权私人净收益函数对“一锤子”并购重组交易进行模型分析，在此基础上进行相应的两阶段或多阶段决策分析。

其四，在基本模型的基础上，对现实生活中的民企“造系”现象进行抽象，得出并联式并购和串联式并购情形下特定民企的理性决策及其多阶段决策。通过扩展模型，更好地分析我国证券市场不同民企在“造系”过程中的差异化决策及其中所隐含的经济理性。

其五，选取代表性案例，进行并购重组的背景、过程与后果分析，重点测算特定民企收购上市公司控制权后所获得的各种可能的控制权私人收益。在此基础上，对特定案例的具体特点进行点评，引申出相应的具体建议。

其六，模型分析与案例分析相互映衬。在已有的案例分析中，大多是就案例分析案例，从头至尾都是讲故事，缺少思维的线索和把握问题的框架。但纯粹的模型分析缺乏相应的案例支持，难免枯燥。所以，将模型推导与案例分析结合起来，有助于读者更好地将案例观察与深入思考结合起来，模型的趣味性和案例的思想性由此相得益彰。

五、关于本书的目标读者群

并购是一个有趣的话题。就我国快速成长的资本市场而言，并购将变

得越来越重要，并购专家这一职业将变得越来越有吸引力。按照这一逻辑加以推理，如下人群可能构成本书的目标读者群：

其一，正在或准备投身于并购顾问或并购专家职业的投资银行从业人员。要想成为一位高素质的并购专家，不仅要有过硬的专业能力、过人的沟通技巧和公关能力，更要有敏锐的洞察力、快速的决断力、良好的执行力。除此之外，并购专家还需要有良好的分析性思维和严密的批判性思维。所以，投资银行特别是并购从业人员构成了本书最核心的目标读者。

其二，企业或企业集团的高管，特别是企业的战略专家和投资人士。并购和投资实际上是一枚硬币的两面。要避免并购失败，就要求战略专家和投资人士在投资时对整合的可能性、可行性进行理性的分析，并且一定要放弃那种不追求并购协同效应，而专门攫取控制权私人收益的不良想法。只有这样，才能确保其投资并购取得战略上和策略上的成功。

其三，立志成为并购高级人才的 MBA，MPAcc 和高年级本科生。并购职业是一个要求极高但能快速锻造高层次综合型人才的职业。要想进入并购服务行业，成为未来的并购专家，洞察社会现实、进行理性思考是最基本的必修课。如果你有这种打算，本书将为你打开一扇很小却非常重要的窗户。

其四，从事并购监管的监管者。应该说，我国证券市场的并购监管还处在比较初级的阶段，控制权市场的发展现状与我国证券市场对它的客观要求还有很大的差距。这种差距不仅体现在监管理念、制度设计、监管行为的差距上，而且体现在监管层在监管思维的超前性、市场的预见性、机制的严密性、行为的系统性等方面的不足上。本书对监管者或许能起到开卷有益的作用。

其五，理论研究者。理论的建构离不开对现实生活的人微观察，更离不开思维训练本身。通过阅读本书，理论研究者或许能得到一些启发，实证研究者或许能从中想到某些替代变量的优化和特定因素的控制等。

其六，身处投资机构的专业投资人士和对并购感兴趣的个人投资者。一项成功的并购会给投资者带来超额回报，而一项旨在攫取控制权私人收益的并购带给投资者的很可能就是灾难。如何辨明一项并购是实质性并购，还是虚假重组，或者是策略性、阶段性的实质重组，显然对投资者有极其重要的实战价值。由此看来，本书对专业投资人士和个人投资者一样会有所帮助。

或许有人会说，本书讲述的案例都是“坏孩子”典型，读者读完本书

之后，是否会与作者的初衷背道而驰呢？本书的观点是，如果读者知道谁是“好孩子”，谁是“坏孩子”，这对成为“好孩子”会有极大的帮助。更为重要的是，若读者通过阅读本书知道“坏孩子”为什么会变成“坏孩子”，进而一起改善“孩子”成长的环境，“好孩子”将不断涌现。当然，读者不能带着想当“坏孩子”的心态阅读本书，否则，真的会与作者的本意背道而驰。

最后，需要提醒读者的是，本书分上下两篇，上篇是模型篇，下篇是案例篇。前者旨在引导读者的抽象思维，后者偏重读者的感性认识，上下两篇放在一起，是希望读者的理性思维和感性思维能相互碰撞。但不同读者的具体情况不同，阅读偏好也会存在差异；即使是同一个读者在不同的时间乃至在不同的心境下，也可能会有完全不同的阅读取向。因此，读者可以根据自己的年龄、知识储备水平、实际需要、心境决定自己的阅读顺序，待上述情形有所改变后，再回过头进行咀嚼乃至反刍或许是个不错的选择。

六、致谢

我知道，运用异化这一哲学和社会学概念，并在国内首次用“并购的异化”这一核心词汇来提炼我国证券市场上特定上市公司的并购异象本身就是一件具有挑战性的工作^①，更何况在布局谋篇上还采用比较激进的“模型+案例”这一创新模式。本书作者完全是从众多人士那里得到各种有益的帮助，才敢作出如此尝试。

首先，我要感谢我曾经的同事唐利民博士、李洋洋博士、袁国良博士、何旭强博士，与他们一起共事非常快乐。跟他们在一起，既接触了证券市场的诸多实务，又对证券市场发展有了更加深刻的认识。曾经和他们一起研究过不少并购案例，还参与过一些财务性和战略性并购项目，其间的收获颇多，至今仍在回味。

其次，我要感谢我的好友董守胜博士、程大中博士，他们所拥有的良

^① 或许细心的读者会说，华夏出版社曾经出版过一本名为“并购的异化”的原版英文影印书，你的这本书绝对不是第一本以“并购的异化”为核心词组的书。需要强调的是，这本英文影印书的英文标题为“A Not-So-Tender Offer”，其中对“Not-so”的翻译是关键。在我看来，“Not-so”与“so-so”这一词组词义相反，应该理解为“非同寻常”。从该英文影印版的内容来看，将“A Not-So-Tender Offer”翻译成“非同寻常的并购”或许是对原版内容的真实总结。所以，我认为，该影印版书名的翻译曲解了作者 Isadore Barmash 的原意。有兴趣的读者可以参阅 1999 年由华夏出版社、Prentice Hall 联合出版的这本英文影印版图书。

好思维品质都为本书的思考提供了不少启迪。我的师弟、上海财经大学博士生王申为本书做了一些数据分析，使本书的结论更加可靠。有些时候，我会想，思考真让人快乐。若是能跟善于思考的人在一起，那更是一种高层次的快乐。

此外，我还要感谢我的研究生赵佳俪，她做事认真踏实，为我分担了一些事情，从而使我有时间和精力专注于本书的写作。此外，她还为本书第2章“文献综述”的部分内容收集和整理了相关文献。当然，本书的策划、中国人民大学出版社的陈永凤女士为本书的编辑出版付出了很多汗水。在此对她们表示最由衷的谢意。

最后，我还要感谢我的老师和领导。他们是：我的博士生导师李若山教授、我的博士后联系导师孙铮教授、上海交通大学会计系主任张天西教授。他们为我的学习指明了方向，还为我的生活和工作提供了诸多帮助和便利。在此，向他们表示最衷心的感谢。

并购是一个有趣的研究课题，更是一个极具挑战性的研究方向。以“并购的异化”为题的研究刚刚开始，“此中有真意，欲辨已忘言”。限于时间和学识的约束，书中难免存在疏漏和错误，敬请读者和专家批评指教。

朱国泓

目 录

上篇 模型篇

第 1 章	引言	3
	1.1 研究动机	3
	1.2 研究方法	7
	1.3 篇章安排	7
第 2 章	文献综述	11
	2.1 控制权转移动因的文献综述.....	11
	2.2 控制权转移绩效的文献综述.....	15
	2.3 控制权私人收益的文献综述.....	21
	2.4 小结.....	22
第 3 章	基本模型	24
	3.1 基本假设.....	24
	3.2 模型推导.....	26
	3.3 并购重组结局模型.....	36
	3.4 模型结论.....	37
第 4 章	扩展模型	38
	4.1 民企并联式并购的理性决策模型.....	38
	4.2 民企串联式并购的理性决策模型.....	44
	4.3 小结.....	50
第 5 章	因子分析	51
	5.1 制度背景及其影响机制.....	51

5.2	基本模型的因子分析	53
5.3	扩展模型的因子分析	56
5.4	小结	63
第6章	结论及建议	64
6.1	基本结论	64
6.2	主要建议	65

下篇 案例篇

案例1	欲取先予:托普软件的并购重组	73
案例2	明星陨落:明星电力的并购重组	100
案例3	菲菲湮灭:盛道包装的包装重组	115
案例4	敲骨吸髓:ST 包装的包装重组	129
案例5	处心积虑:安塑股份的并购重组	139
案例6	前功尽弃:湘酒鬼的并购重组	156
案例7	盛宴苦果:科龙电器的并购重组	166
案例8	朝华夕失:朝华系的并购重组	182
案例9	盛极而衰:东盛系的并购重组	213
案例10	曲终舞散:飞天系的并购重组	225