

An Analysis of Firm's Diversification and Transformation  
Through Mergers and Acquisitions

by

Zhibo Yang

A Dissertation Presented in Partial Fulfillment  
of the Requirements for the Degree  
Doctor of Business Administration

Approved March 2018 by the  
Graduate Supervisory Committee:

Ker-Wei Pei, Co-Chair

Jun Qian, Co-Chair

Wei Shen

Zhan Jiang

ARIZONA STATE UNIVERSITY

May 2018

企业多元化并购转型研究

杨智博

全球金融工商管理博士  
学位论文

研究生管理委员会  
批准于二零一八年三月

贝克伟，联席主席  
钱军，联席主席  
沈伟  
蒋展

亚利桑那州立大学

二零一八年五月

## ABSTRACT

Mergers and acquisitions (M&As) have been playing a very significant role in the capital market. Many companies regard mergers and acquisitions as an important way for their business expansion and transformation. This paper begins with a review of literature on firm's motivations of and outcomes in M&A, and followed by a critical examination of three case studies of actual M&A transactions based on the insights provided from the literature review. For each case study, a firm's motivations and related managerial initiatives for M&A activities were examined, followed by an assessment of the firm's post M&A performance results. This allows the study to discerns the insights of why and how a firm proceed in its M&A transactions from its strategic intent to its post M&A managerial actions. Collectively, the results show that the key drivers for a firm's M&A successes rest on a firm's abilities to manage the M&A activities consistent with its strategic intent (e.g., creating synergies or transformation through diversification) and followed by its post M&A integration efforts in achieving its strategic intent.

## 摘要

并购重组在资本市场中扮演着十分重要的角色，随着我国市场经济的日趋完善以及企业竞争程度的渐趋激烈，许多企业将并购重组作为其进行业务扩展和转型的一种重要方式。本文以企业的不同并购动因为切入点，选取了三例国内企业并购实例，采用个案研究法，分别从并购的背景和动机、并购过程及相关风险、并购绩效评估以及并购后的管理活动四个方面进行全面分析，旨在为企业并购决策的选择以及业绩、效率的提升提出建议。

并购活动是非常复杂的经济活动，每个个案都存在不同的背景及特点，同时交易过程的谈判细节等内部资料难以获取，尤其是企业管理层做出并购决策的过程难以细化，因此本文通过调查问卷结合案例分析的研究方式，对企业管理层做出的并购决策过程进行访谈，针对个案中并购活动发生的动因、战略实施、并购过程以及管理整合过程进行较深层次的挖掘；针对并购活动的绩效评估，本文主要采用事件研究法，会计指标研究法以及并购效应分析。

研究发现，战略考量以及管理活动对并购协同效应的发挥有着很大效用。企业须结合双方特点及发展状况与目标公司实施战略上的协同，并购企业需要结合双方的资源优势取长补短，在业务、财务、人员组织以及企业文化等各方面实施管理及整合方案，以获得更广阔的发展空间及更长远的收益。

## 目录

	页码
表格目录.....	viii
图表目录.....	ix
章节	
第 1 章 绪论.....	1
第 2 章 国内外相关研究综述 .....	4
2.1 并购的动因研究综述.....	4
2.1.1 国外研究.....	4
2.1.2 国内研究 .....	7
2.2 并购效应研究综述.....	8
2.2.1 国外研究 .....	8
2.2.2 国内研究.....	10
2.3 并购绩效评估的研究方法综述.....	11
2.3.1 国外研究 .....	11
2.3.2 国内研究.....	12
第 3 章 文献综述总结及分析框架 .....	13
3.1 企业并购动因文献总结 .....	13
3.2 企业并购效应文献总结.....	15

章节	页码
3.3 案例分析框架.....	16
第 4 章 潍柴动力并购德国凯傲案例分析 .....	18
4.1 公司概况 .....	18
4.1.1 潍柴动力股份有限公司.....	18
4.1.2 德国凯傲公司 .....	20
4.2 并购动因及目标选择.....	21
4.2.1 并购动因 .....	21
4.2.2 目标公司的选择.....	22
4.3 并购方式与支付方式 .....	25
4.4 并购流程.....	26
4.5 并购风险及应对策略.....	27
4.6 并购后管理整合的困难及解决方案.....	29
4.7 并购绩效分析.....	32
4.7.1 事件研究法.....	32
4.7.2 会计指标研究法 .....	34
4.7.3 并购效应分析.....	42
4.7.4 并购后的管理整合 .....	49
4.8 并购案例总结 .....	53

章节	页码
第 5 章 金轮蓝海股份并购海门森达案例分析.....	56
5.1 公司概况 .....	56
5.1.1 金轮蓝海股份有限公司 .....	56
5.1.2 海门森达不锈钢装饰材料有限公司 .....	57
5.2 并购动因及目标选择.....	58
5.3 并购方式及流程.....	59
5.4 并购风险.....	62
5.5 并购绩效分析.....	68
5.5.1 事件研究法.....	68
5.5.2 会计指标研究法 .....	70
5.5.3 并购效应分析.....	77
5.5.4 并购后的管理整合 .....	79
5.6 并购案例总结.....	82
第 6 章 A 公司并购 C 公司案例分析 .....	84
6.1 公司概况 .....	84
6.1.1 A 公司.....	84
6.1.2 C 公司 .....	84
6.2 并购动因及目标选择 .....	85

章节	页码
6.2.1 并购动因 .....	85
6.2.2 目标选择 .....	87
6.3 并购方式及并购流程 .....	87
6.4 并购风险 .....	88
6.5 并购绩效评价 .....	90
6.5.1 事件研究法 .....	90
6.5.2 会计指标研究法 .....	92
6.5.3 并购效应分析 .....	98
6.6 并购案例总结 .....	100
第7章 结论与建议 .....	102
7.1 结论 .....	102
7.2 研究局限性与展望 .....	104
7.3 建议 .....	105
7.3.1 并购效应的对比分析方法 .....	105
7.3.2 对企业进行并购活动的建议 .....	107
参考文献 .....	109
附录	
A. 调查问卷-潍柴动力 .....	113

章节

页码

B. 调查问卷-金轮股份 .....	136
--------------------	-----

## 表格目录

表格	页码
1 企业并购动因文献总结 .....	13
2 企业并购动因文献总结 .....	15
3 案例分析框架.....	17
4 会计指标选取.....	35
5 凯傲集团财务状况变化 .....	42
6 潍柴动力营业收入及成本变动 .....	44
7 凯傲集团销量变化.....	45
8 国内外营业收入情况（千万元） .....	45
9 金轮股份主营业务收入情况.....	57
10 股份交易情况.....	59
11 金轮股份营业收入变动.....	78
12 森达装饰主营成本变动 .....	81
13 并购标的及行业 .....	87
14 并购交易情况.....	99

## 图表目录

图表	页码
1 累计异常收益率 (-3, 3) - 潍柴动力 .....	33
2 累计异常收益率 (-10, 10) - 潍柴动力 .....	34
3 销售净利率变化情况 .....	36
4 ROE 变化情况 .....	36
5 总资产周转率变化情况 .....	38
6 存货周转率变化情况 .....	38
7 应收账款周转率变化情况 .....	39
8 资产负债率变化情况 .....	40
9 流动比率变化情况 .....	40
10 速动比率变化情况 .....	41
11 累计异常收益率 (-3, 3) - 金轮股份 .....	69
12 累计异常收益率 (-10, 10) - 金轮股份 .....	70
13 销售净利率变化情况 .....	71
14 ROE 变化情况 .....	72
15 总资产周转率变化情况 .....	73
16 存货周转率变化情况 .....	73
17 应收账款周转率 .....	74

图表	页码
18 资产负债率变化情况 .....	75
19 流动比率变化情况 .....	75
20 速动比率变化情况 .....	76
21 累计异常收益率（-3， 3）- A 公司 .....	91
22 累计异常收益率（-10， 10）- A 公司 .....	92
23 销售净利率变化情况 .....	93
24 ROE 变化情况 .....	93
25 总资产周转率变化情况 .....	94
26 存货周转率变化情况 .....	95
27 应收账款周转率变化情况 .....	95
28 资产负债率变化情况 .....	96
29 流动比率变化情况 .....	97
30 速动比率变化情况 .....	97

## 第 1 章 绪论

并购一直是学者们关注的热点话题,也是资本市场不变的主旋律。自1897年至2000年,受到科技进步以及宏观因素的驱动,以美国为代表的全球经济市场共经历了五次并购浪潮,对经济发展起到了重要的推动作用。随着我国市场经济的日趋完善、企业发展迅速导致市场竞争日益激烈,许多企业为扩张规模和低成本发展进行多元化并购。并购重组是企业进行业务扩展和转型的一种重要方式,很多企业通过兼并收购实施不同程度的多元化经营战略,力图实现转型以获取持续竞争力。研究现有的并购实例不仅有利于挖掘出企业并购的深层动因和实际成效,也能为公司并购带来经验与教训。

本文旨在通过对三例国内企业并购转型案例的全面研究分析,为企业提高并购效率及业绩提出建议。企业通过并购实现转型的动因通常与其在行业中的地位以及该行业的发展趋势密切相关,本文则依据并购活动发生的不同动因选取了三个典型案例,采用个案研究法,分别从并购的背景和动机、并购过程及相关风险、并购绩效评估以及并购后的管理活动四个方面进行全面分析。

本文依据不同并购动因选取的三个案例分别为潍柴动力并购德国凯傲集团、金轮股份并购森达装饰及 A 公司并购 C 公司。潍柴动力与德国凯傲集团同属汽车制造业,行业发展前景尚好,两家企业均在行业内地位领先:潍柴动力拥有工程机械行业最核心的技术和产品,是中国综合实力最强的汽车及装备制造产业集团之一;德国凯傲集团是世界领先的工业车辆制造商,全球排名第二、欧洲排名第一。潍柴动力对凯傲的并购基于协同动因,可以算是强强联合,潍柴借此开辟工业车辆的新业务,同时对凯傲子公司林德的并购使潍柴拥

有了核心液压技术，双方得以共享销售资源及渠道。金轮股份与森达装饰属于关联不大的细分行业，金轮的纺织梳理器材销量维持在行业第一，森达装饰在国内高端不锈钢装饰板领域处于领先地位。金轮股份的并购基于多元化的动因，受到纺织行业发展受限的影响，金轮选择前景广阔的不锈钢业进行多元化经营，实现双主业发展，获得新的利润发展空间。

A 公司基于寻求进入新行业实现完全转型的动因，在并购 C 公司的同时还并购了其他电子通信及软件服务行业的企业，由于原先所在的电子元器件制造行业发展受限以及其地位下滑，公司决定通过并购剥离原来的主业进入新兴行业，完成业务上的全面转型。

虽然并购重组的理论研究十分广泛，但实际发生的并购活动是非常复杂的经济活动，每个个案都存在不同的背景及特点，同时交易过程的谈判细节等内部资料难以获取，尤其是企业管理层做出并购决策的过程难以细化，这些对案例的研究分析造成了困难。文章通过调查问卷结合案例分析的方式，针对个案中并购活动发生的动因、战略实施、并购过程以及管理整合过程进行较深层次的挖掘；针对并购活动的绩效评估，本文主要采用事件研究法及会计指标研究法从并购业绩、并购交易结构以及并购后续整合等方面进行分析。

本文从并购动因出发，在评估并购绩效时不止关注并购发生后的业绩变化，更注重企业做出并购决策的战略考量以及并购过程的设计，同时从企业并购结束后开展的管理整合措施进行分析评价。根据分析可以得出结论，成功的并购活动并不是简单的“1+1”，而企业想通过并购转型获取新的盈利空间更是需要从各方面考量。其中战略动因对并购活动起到了很大的推动作用，企业必须结合公司自身特点及发展状况选取合适的目标公司实施战略上的协同；此外恰当的管理整合活动能够使并购发挥更大的效应，并购企业需要结合双方

的资源优势取长补短，在业务、财务、人员组织以及企业文化等各方面实施管理及整合方案，最大程度地发挥并购的协同效应。

## 第 2 章 国内外相关研究综述

并购重组理论作为公司金融学，组织行为学，金融经济学等理论的重要课题之一，研究的主题和方向都十分广泛，其中关于并购活动的动因研究、绩效研究等成果颇丰。

### 2.1 并购的动因研究综述

并购活动通常较为复杂，并且不同并购案例发生的背景也不尽相同，而并购动因也难以用单一的理论得到论证。国内外学者对并购动因提出了多种不同的理论进行解释，主要从公司管理层及股东的个体层面以及从宏观层面对并购活动的动因进行阐述。本文主要讨论从公司层面出发的动因解释理论，并以进行并购的不同动因为切入点选取了三例并购案例。

#### 2.1.1 国外研究

1. 效率理论。并购企业在实现并购后可以通过资源的优化配置获得更高的效率，这是推动企业并购发生的重要动因。效率理论内容丰富，包括经营协同、财务协同、管理协同、多元化经营等。

Jensen 和 Ruback (1983) 总结提出效率是并购动因之一，并购能够提高双方的管理效率，继而产生协同效应；并发现并购为目标企业的股东带来了超常收益，而相比之下收购方股东的超常收益不显著。除管理协同外，并购还可为企业带来由规模经济和范围经济产生的经营协同效应，公司通过并购扩大经营规模以降低单位成本。Houston、James 和 Ryngaert (2001) 对 1985-1996 年间的 41 例大型银行并购案例进行绩效评估，并通过访谈管理者对并购的预期效应估计，发现银行业并购的主要收益来源是成本节约而不是收入

增加。本文也同样采用了询问收购方管理者的方法对企业并购的动因考量、并购交易过程以及后续的管理活动等进行了挖掘，这一方法较为准确直观，对企业并购的研究得以更加深入。

此外，并购产生的财务协同也是重要动因之一。根据融资优序理论，企业并购可以获取内部资本市场提供的低资金成本。税收效应对并购的产生起到重要的推动作用，Hayn(1989)通过实证研究发现税收效应为并购企业提供了并购动机，并购的税收效应对于解释并购双方的超常收益有重要意义；Kaplan(1989)选取了美国1980-1986年间的76例大型LBO收购案例，对于企业的经营业绩变化进行分析发现，在收购后的三年内并购企业的资本支出减少且净现金流量有所增加，其中有20%的并购案例与潜在的税收收益显著相关，税收收益成为企业收益的一部分重要来源。企业通过并购还可以降低财务困境成本。

并购重组是企业实现多元化经营的一个重要方式，多元化也为并购提供了动因。本文所选取的案例中，并购企业都通过并购实现了多元化经营，而并购的确是企业进入新领域的重要方式，但是对于多元化能否为公司创造价值，国外学者提出了不同的解释。Lang和Stulz(1994)通过研究美国的数据发现了多元化公司相比于专业性的公司存在“多元化折价”现象，说明了选择多元化可能并不是企业提升业绩的成功路径。而Graham, Lemmon和Wolf(2002)通过分析数百家通过并购进行多元化的公司发现市场对于收购公告的反应是积极的，并指出大部分的多元化折价现象是由于多元化公司收购了并购前就已经发生折价的部门，而不是由于多元化本身破坏了公司价值。Stein(1997)则认为多元化可以创造价值，由于企业管理层拥有控制权，能够在内部资本市场中将资金转移到收益更好的项目中。因

此在并购时，如果可以挑选出“赢家”目标企业，内部资本市场就可以有效发挥作用，使企业得到更高的收益。一个多元化的公司总部可以将资金转给更有希望创造股东价值的经营部门，最终可以通过减少在产品、劳动力和金融市场等方面的失败来创造股东价值，这也是“不要把鸡蛋放在同一个篮子里的做法”。在本文的个案研究中，多元化并购能否产生效应与并购企业的目标选择及并购后的管理整合密切相关。

2. 套牢问题(“hold up” problem)。Williamson(1979,1985)首先提出套牢问题，资产专用性和合约的不完全性导致了交易成本的提高，而套牢问题的解决方法之一就是纵向收购，把企业间的交易转化为内部交易。Grossman 和 Hart(1986)提出不完全契约理论来解释并购产生效率的原因，当企业拥有的资产存在互补关系时合并能够有效对套牢问题进行解决。本文的研究案例之一潍柴动力首先并购了凯傲旗下的林德液压，以此掌握了核心液压技术，改变了长期依赖进口液压产品的局势，使交易成本得以降低，是潍柴动力并购的重要动因之一。

3. 代理理论。代理理论的观点分为两类：一类将并购作为解决代理问题的方法；另一类认为管理者进行并购是为实现个人私利，并牺牲了股东利益。Manne(1965)提出并购是解决代理问题的一种外部机制，并购行为的存在使得管理层受到威胁而努力工作，对于被并购企业来说并购带来的管理层更换能够提高企业效率，从而减轻了股东和管理层之间的代理问题。Jensen(1986)在代理理论的基础上提出了自由现金流量假说，并对并购及多元化进行了解释，当公司拥有大量自由现金流时，管理层更有可能进行过度投资，进行低收

益甚至有损企业价值的收购活动；同时并购活动导致自由现金流的减少也可以减少管理者与股东之间的冲突。

4. 管理者“自负假说”。Roll(1986)提出了“自负假说”，管理者在进行并购时往往对自身的管理能力过于自信，导致在收购目标公司时出价较高，使得目标公司而不是收购方在并购中获取了大量利益。

5. 信号理论。现实中有效市场是不存在的，当收购公司对于将要并购的目标公司具有信息优势时，可以通过利用信息优势在并购中获利。Ross（1977）基于MM理论将信号理论与资本结构联系起来，分析了并购事件作为不同形式的信号所产生的不同效应；管理者可以通过不同的并购支付方式设计公司的资本结构进而向市场传递信息，公司的价值往往会随着杠杆率上升，并购企业因此获利。

### 2.1.2 国内研究

国内学者以国外学者提出的动因理论为依据，结合国内并购交易背景及政策提出国内案例的并购动因。王春、齐艳秋（2001）在总结国外并购动因理论的基础上将我国企业并购的一般动机分为行政维、经济维和管理维，其中我国企业最主要的并购动机是行政维，而战略维还未能成为一种主流动机。梁国勇（1997）提出企业并购动因是多元性的，而并购的根本动机则是追求利润最大化。杨志刚（2004）总结了国内并购的主流动因是获取稀缺资源、追求规模经济，其中获取核心技术是稀缺资源的重要组成部分。

## 2.2 并购效应研究综述

### 2.2.1 国外研究

1. 国外学者对于并购能否为并购双方企业创造价值进行了深入研究。Lipton (1982)、Callahan (1986) 等人提出了由于并购双方在管理方面存在差异，导致在并购重组过程中存在不匹配性，引起了重组的整合问题。Buono, Bowditch 和 Lewis(1985)对两家银行的合并进行案例研究，通过访谈及调查问卷等分析双方的组织文化，发现即使是发生在同一行业的并购在整合组织文化时也存在很大困难，并购双方在企业组织文化上的差异可能导致并购无法取得预期的效应。管理整合对于并购实现预期效应具有十分重要的作用，许多并购案例难以获利的部分原因是并购后没有进行合适的管理活动以解决整合问题。本文对于并购后的管理整合进行了详细访谈，总结了管理层在业务、市场、人员等方面做出的整合措施，发现通过管理整合并购的协同效应得以更好地发挥。

部分学者认为并购为收购企业自身创造价值的原因是协同作用发挥了效应。Salter 和 Weinhold (1978) 提出了能够为股东创造价值的并购方式，通过实证研究发现企业通过并购实现多元化时，进入相关性领域的并购相比于非相关性并购更可能为股东带来收益。对在相关领域拥有核心技术和剩余资源的公司来说，相关性并购是更好的选择；而对于有能力对不同行业的经营进行管理的企业，非相关性的并购也可以带来收益。在本文的案例研究中，潍柴动力对于凯傲集团的并购则是相关多元化，双方在销售渠道和核心技术资源等方面的共享能够有效节约成本，进入新的市场空间，更利于协同效应为企业创造价值。

2. 大多研究发现并购为目标公司带来的收益高于收购方的收益，同时很多 20 世纪的研究发现收购方股东在并购中获得的超常收益为负，因此许多学者认为并购为被收购方而不是收购方创造了价值。Jarrell 和 Poulsen (1989) 基于实证研究发现 20 世纪 80 年代收购企业的平均超常收益为负，并且目标企业相对并购企业的规模对并购方的收益会产生影响。Agrawal, Jaffe 和 Mandelker(1992)对 1955 至 1987 年间的并购实例进行实证分析，发现收购方股东在并购完成后五年内平均遭受了 10%的损失，并购活动总体上对于收购企业是不利的，但其中多元化并购的损失相比相关并购要小。

3. 对于不同类型的并购交易是否会产生不同效应，许多学者进行了实证研究。Berkovitch 和 Narayanan(1993)认为并购动因主要有协同效应、代理问题以及管理者自负，并通过对 1963-1988 年发生的并购案例的进行实证研究发现，大部分并购由协同效应和管理者自负驱动，其中以协同效应为动因的并购带来的效应是正面的；而代理问题引发的并购通常产生负的效应，并且导致公司价值受损的并购案例发生的主要原因是代理问题而不是管理者自负。Lewellen, Loderer 和 Rosenfeld (1985)通过实证研究发现收购公司在并购活动中获得的收益与管理层持有的本公司股份数量成正相关，管理者自有公司股权有助于调整公司股东与管理层之间的利益。Rau 和 Vermaelen (1998) 基于实证研究的结果支持“自负假说”，并购前市值-账面价值比率高的公司在并购后的长期绩效表现并不好，这些公司的管理者更容易高估自己的能力，同时用被高估的股票支付并购费用导致之后没有取得预期的高收益。Harding 和 Rovit (2004) 通过研究并购案例发现相关多元化的并购能够

节约经营成本，而大部分成功的并购都是发生在相关领域，管理者应该做出能够促进核心业务发展的并购选择。

### 2.2.2 国内研究

檀向球（1998）对 198 例并购案例进行实证研究，发现大部分并购活动能够有效提升企业的经营业绩,但对外购并扩张型的并购没有明显改善企业的经营状况。李善民、陈玉罡（2002）对 1999—2000 年中国证券市场深、沪两市的 349 起并购事件进行了实证研究，结果表明并购活动为并购公司的股东财富带来了显著的正面影响，但被收购方股东的财富效应不显著；同时提出国家股比例和法人股比例较高的企业的股东财富有所提高，主要因为这类公司多由国营公司转变而来，政府在并购活动中有所介入。李心丹（2003）以 103 家上市公司为研究样本，利用数据包络分析方法（DEA）研究发现整体上并购使公司经营管理效率有所提升，并且发现国有股权比例与并购效率成负相关。

宋建波、沈皓（2007）通过实证研究检验了管理者动机对并购绩效的影响，发现企业管理层的管理能力与并购绩效成正相关；多元化也为企业并购绩效带来影响，跨行业的并购对企业的经营绩效产生了更大的负面影响。夏新平、邹朝辉、潘红波（2007）对 298 例并购案例的实证研究表明基于协同动因的并购企业绩效优于基于代理动因的企业绩效，其中基于代理动因的企业并购后的绩效有所下降。本文以不同并购动因为切入点选择案例，选择基于企业自身发展以及行业发展层面的不同动因驱动的并购案例，在个案研究中更为直观具体。

## 2.3 并购绩效评估的研究方法综述

对于并购绩效的评估，研究方法目前主要有基于股票市场交易数据的事件研究法和基于财务报表数据的会计研究法。本文同时采用了这两种方法对并购的短期财富效应及长期绩效进行评估，在会计指标维度上还关注了与同行业的比较，旨在更全面地评估并购绩效。

### 2.3.1 国外研究

#### 1. 事件研究法

Jensen 和 Ruback (1983) 的实证研究发现接管与兼并为被收购方的股东带来了超常收益，而相比之下收购方股东的超常收益不显著。而 Jarrell 和 Paulsen(1987)采用事件研究法对 663 例成功的收购案例进行分析，发现目标企业的股东一般可以获得超额收益，而收购企业的股东虽通常也能获得正的超常收益，但相对于目标企业并不显著，其中 80 年代的超常收益为-0.04%。不过并购双方的总超额收益显著为正，这说明并购活动的确提升了企业的价值。

Loughran 和 Vjih (1997)选取了 1970 年-1989 年间的 947 例并购案例，通过分析并购完成后五年内企业的长期绩效发现，收购企业的平均长期超额收益为负。

#### 2. 会计研究法

Meeks(1977)采用会计指标对 1964 年至 1971 年间的并购案例进行研究，对公司的利润进行了主要分析，发现并购公司的总资产报酬率逐渐降低，总体上并购没有提升收购企业的盈利能力。Healy, Palepu 和 Ruback(1992)选取了 1979 年至 1983 年间美国最大的 50 起并购交易，采用会计指标资产收益率和经营现金流量衡量收购企业的经营绩效，并且引

入行业绩效对并购绩效进行检验。研究发现收购企业获得了显著高于行业的资产生产力，导致了经营现金流的回报更高，并且营运现金流的增加与股票的公告超常收益成正相关。

### 2.3.2 国内研究

由于中国股票市场具有特殊性，因此事件研究法的使用存在不少争议。

#### 1. 事件研究法

陈信元和张田余（1999）选取了沪市的 95 家上市企业并购事件进行实证研究，观察短窗口（31 天）的市场反应发现股权转让、资产剥离和资产置换类公司的股价在并购公告发布前上涨，公告后逐渐下降；而兼并收购类的市场反应不明显。余光和杨荣（2000）采用上海和深圳的股市数据进行实证研究，结果表明并购中被收购方的价值得以提升，而收购方的价值基本维持不变。

#### 2. 会计研究法

郭永清（2000）对 1994-1998 年深沪两市的 351 个并购案例进行研究，采用每股收益、主营业务收入、主营业务利润率及净资产收益率为评价指标对横向、纵向及混合并购进行分析，研究发现混合并购使公司的经营状况得以提高，纵向并购的影响不大而横合并购使公司经营状况恶化。冯根福、吴林江（2001）对 1994-1998 年的 201 例我国上市公司进行实证研究，采用主营业务收入/总资产、总资产报酬率、每股收益及净资产收益率四个会计指标进行综合评价，研究表明并购在短期内提高了公司业绩，但长期业绩提升不显著；并且从长期来看，横向并购比混合并购为企业带来的绩效提升更稳定。

### 第 3 章 文献综述总结及分析框架

#### 3.1 企业并购动因文献总结

表 1 企业并购动因文献总结

效率理论	<p>经营协同:</p> <p>(1) 效率是并购动因之一, 规模经济和范围经济产生了经营协同效应。</p> <p>(2) 有学者通过实证研究及对管理者的访谈发现银行业并购的主要收益来源是成本节约而不是收入增加。</p> <p>(3) 有理论研究指出国内并购的主流动因是获取稀缺资源、追求规模经济, 其中获取核心技术是稀缺资源的重要组成部分。</p>
	<p>管理协同:</p> <p>有学者提出并购能够提高双方的管理效率, 继而产生协同效应。</p>
	<p>财务协同:</p> <p>(1) 根据融资优序理论, 企业并购可以获取内部资本市场提供的低资金成本。</p> <p>(2) 有实证研究发现税收效应为并购企业提供了并购动机, 税收收益是并购收益的重要组成部分。</p> <p>(3) 企业通过并购可以降低财务困境成本。</p>
	<p>多元化经营:</p> <p>(1) 有实证研究表明多元化公司存在“多元化折价”现象。</p> <p>(2) 有实证研究指出市场对于多元化收购公告的反应是积极的, 大部分的多元化折价是由于收购了并购前已发生折价的部门。</p> <p>(3) 有理论研究指出一个多元化的公司总部可以将资金转给收益更好的经营部门以创造股东价值。</p>
套牢问题	<p>有学者提出不完全契约理论解释并购产生效率的原因, 当企业拥有的资产存在互补关系时, 合并能够有效对套牢问题进行解决。</p>

代理理论	<p>(1) 有学者指出并购是解决代理问题的一种外部机制，被并购企业中股东和管理层之间的代理问题得以减轻。</p> <p>(2) “自由现金流量假说”提出公司拥有大量自由现金流时，管理层更可能进行过度投资，进行低收益甚至有损企业价值的收购活动。</p>
管理者自负	<p>“自负假说”认为管理者在并购时往往对其管理能力过于自信，导致收购出价较高，使得目标公司而不是收购方在并购中获取了大量利益。</p>
信号理论	<p>当收购公司对于将要并购的目标公司具有信息优势时，可以通过利用信息优势在并购中获利。有学者指出管理者可通过不同的并购支付方式设计资本结构进而向市场传递信息，公司的价值往往会随着杠杆率上升，并购企业因此获利。</p>

### 3.2 企业并购效应文献总结

表 2 企业并购动因文献总结

并购效应综述	并购能否创造价值	<p>(1) 有理论研究指出由于并购双方在管理方面存在差异，导致在并购重组过程中存在不匹配性，引起了重组的整合问题。</p> <p>(2) 有学者通过案例研究发现并购双方在企业组织文化上的差异可能导致并购无法取得预期的效应。</p> <p>(3) 有学者认为并购创造价值的的原因是协同作用发挥了效应。有实证研究发现企业通过并购实现多元化时，进入相关性领域的并购相比于非相关性并购更可能为股东带来收益。</p>
	并购为谁创造价值	<p>(1) 大多实证研究表明被收购方在并购中获得了高于收购方的收益。</p> <p>(2) 有实证研究表明收购方股东在并购完成后五年内平均遭受了 10% 的损失，但其中多元化并购的损失相比相关并购要小。</p> <p>(3) 有实证研究发现 20 世纪 80 年代收购企业的平均超常收益为负，并且目标企业相对并购企业的规模对并购方的收益会产生影响。</p> <p>(4) 国内学者通过实证研究提出，并购活动为并购公司的股东财富带来了显著的正面影响，但被收购方股东的财富效应不显著；国家股比例和法人股比例较高的企业的股东财富有所提高，主要因为这类公司多由国营公司转变而来，政府在并购活动中有所介入。</p>
	不同类型并购的效应	<p>(1) 有实证研究发现，大部分并购由协同效应和管理者自负驱动，其中以协同效应为动因的并购带来的效应是正面的；而代理问题引发的并购通常产生负的效应。</p> <p>(2) 有实证研究表明收购公司在并购活动中获得的收益与管理层持有的本公司股份数量成正相关，管理者自有公司股权有助于调整公司股东与管理层之间的利益。</p> <p>(3) 有实证研究的结果支持“自负假说”，并购前市值-账面价值比率高的公司在并购后的长期绩效表现并不好。</p> <p>(4) 有国内学者的实证研究表明企业多元化也为企业并购绩效带来影响，跨行业的并购对企业的经营绩效产生了更大的负面影响。</p>

### 3.3 案例分析框架

基于前文总结的关于并购动因、并购效应的文献研究，本文从并购动因、并购流程及支付方式、并购风险及应对措施、并购绩效分析等方面对每个案例展开分析，其中在绩效评估方面主要采用事件研究法和会计指标研究法对并购企业的短期财富效应及较为长期的业绩表现进行评估，并且着重对并购产生的效应尤其是协同效应以及并购完成后企业的管理整合措施进行归纳分析，旨在全面地完整地对选取的并购案例进行评估。

表 3 案例分析框架

企业概况	对并购方及被并购方的发展概况、主营业务及行业地位等进行介绍。
并购动因	<p>(1) 分析企业进行并购的动因是基于协同动因、多元化动因还是代理动因等等，能够明确并购发生的原因，对企业并购后采取的措施和并购绩效也可进行对应分析。</p> <p>(2) 并且对目标企业的选择进行对应分析。</p>
并购流程	明确并购进行的流程以及收购方采用的支付方式。
并购风险及应对措施	对并购过程可能存在的法律风险、经营风险、股票波动风险和后续整合风险等以及风险应对措施进行分析。
绩效分析	<p>(1) 事件研究法： 对并购公告日前后并购企业的股价变化进行研究，衡量并购事件的短期财富效应。</p> <p>(2) 会计指标研究法： 选取会计指标对企业并购前后在盈利能力、营运能力及偿债能力方面的业绩表现进行评估，并且剔除行业均值以更有效地研究并购为企业带来的业绩改善。</p> <p>(3) 并购效应分析： 重点分析并购产生的协同效应，从经营协同、管理协同及财务协同等方面分析并购完成后是否存在资源共享及互补、内部融资等活动，以评估并购效应。</p> <p>(4) 并购后的管理整合 从战略层面、业务调整、管理升级、人员组织变动、文化融合等方面分析并购完成后并购方采取的管理整合活动。</p>
案例总结	联系并购案例的动因分析并购企业采取的措施以及产生的并购效应。

## 第 4 章 潍柴动力并购德国凯傲案例分析

### 4.1 公司概况

#### 4.1.1 潍柴动力股份有限公司

潍柴动力股份有限公司（2338.HK；000338.SZ）创建于 2002 年 12 月 23 日，公司是由原潍坊柴油机厂（2007 年 8 月改制为“潍柴控股集团有限公司”）联合境内外投资者设立的符合现代企业制度的企业，是中国第一家在香港 H 股上市，并回归内地实现 A 股再上市的企业，截至 2016 年末，公司资产总额 1640 亿元，职工近 7 万人，是中国综合实力最强的汽车及装备制造企业之一。潍柴动力同时在 A 股、H 股上市，潍柴控股集团有限公司是潍柴动力的控股股东，持股比例为 16.83%。潍柴可通过股东大会提名所有 8 名非职工代表监事，并通过非职工代表监事选举监事会主席。

潍柴动力的主营业务涵盖内燃机、液压产品、新能源动力总成系统及配套产品的设计、开发、生产、销售、维修、进出口；自有房屋租赁；钢材销售；企业管理服务等。潍柴动力始终坚持产品经营、资本运营双轮驱动的策略，致力于打造最具成本、技术和品质三大核心竞争力的产品，成功构筑起了动力总成（发动机、变速箱、车桥）、整车整机、液压控制和汽车零部件四大产业板块协同发展的新格局，形成了全国汽车行业最完整、最富竞争力的产业链，拥有工程机械行业最核心的技术和产品，发展成为中国综合实力最强的汽车及装备制造产业集团之一。在行业中与玉柴、锡柴、东风康明斯、上柴、云内动力、东风、一汽、中国重汽、福田汽车等公司有竞争关系。

2016年，潍柴动力实现营业收入931.84亿元，营业总成本890.30亿元，净利润35.96亿元。其中营业收入的931.84亿元中，根据业务分类，整车及关键零部件374.86亿元，非汽车用发动机66.32亿元，其他非主要汽车零部件47.77亿元，叉车及供应链解决方案410.63亿元，其他32.26亿元；根据地区分类，国内收入488.04亿元，国外收入443.79亿元。

潍柴动力先后七次投资凯傲公司，具体如下：

(1) 2012年12月27日，潍柴动力通过其间接全资子公司潍柴卢森堡完成对KION Holding 1 GmbH（凯傲公司前身）25%的股权收购，收购对价为4.67亿欧元；

(2) 2013年6月28日，潍柴动力行使增持凯傲公司股份至30%的期权，增持的期权对价为3.28亿欧元；

(3) 2014年1月15日，潍柴动力行使Superlift 3.3%股权的认购期权，行权对价为9533万欧元，行权后潍柴动力对凯傲公司的持股比例为33.3%；

(4) 2015年3月31日，潍柴动力通过二级市场收购凯傲公司4.95%的股权，收购总价为1.87亿欧元，交易完成后，潍柴动力对凯傲公司的持股比例为38.25%；

(5) 2016年7月18日，潍柴动力与凯傲公司就认购其新发行股份事宜达成协议，认购其中的593.4万股新股，认购金额总计2.76亿欧元，交割完成后，潍柴动力对凯傲公司的持股比例上升至40.23%；

(6) 截至 2016 年 12 月 12 日，潍柴动力通过二级市场增持凯傲公司股份，投资总金额为 1.77 亿欧元，增持总股数约 329.6 万股，本次增持完成后，潍柴动力对凯傲公司的持股比例上升至 43.26%。

(7) 2017 年 5 月 22 日，凯傲公司增发 9,300,000 股新股，潍柴动力投资 2.61 亿欧元，以 43.26% 同比例认购 4,023,275 股新股。

#### 4.1.2 德国凯傲公司

凯傲公司于 2013 年在德国法兰克福证券交易所上市，是世界领先的工业车辆制造商，全球排名第二、欧洲排名第一。凯傲公司拥有七大全球及区域性品牌，产品覆盖从高端到经济型叉车、从小型搬运车到 46 吨运输设备，产品包括了内燃式平衡重式叉车、电动式平衡重式叉车、仓储式叉车等，并尤其在高端电动式叉车产品上具有优势。同时，凯傲公司还建立了成熟、稳健的售后服务业务模式，在业内处于领先地位。凯傲公司是世界领先的工业车辆制造商，全球排名第二、欧洲排名第一。在行业中与丰田、德国永恒力、美国纳科、科朗叉车、博世力士乐、川崎等公司有竞争关系。

2016 年，凯傲公司实现营业收入 55.87 亿欧元，营业总成本 40.35 亿欧元，净利润 2.46 亿欧元。其中营业收入的 55.87 亿欧元中，根据业务分类工业车辆及服务 52.00 亿欧元，供应链解决方案 3.65 亿欧元，其他 0.22 亿欧元；根据地区分类：西欧 39.83 亿欧元，东欧 4.60 亿欧元，中东和非洲 1.00 亿欧元，北美 2.96 亿欧元，中南美 1.49 亿欧元，亚太 6.00 亿欧元。

## 4.2 并购动因及目标选择

### 4.2.1 并购动因

#### 1.集团发展战略和技术升级的需要

潍柴动力已发展成为中国综合实力最强的汽车及装备制造产业集团之一，企业一直在积极寻找、关注、整合全球范围内拥有核心技术的并购标的，希望通过并购活动获取领先技术以提升核心竞争力。凯傲集团与潍柴动力属于同行业，相关多元化的并购能够促进经营协同的产生，Salter 和 Weinhold（1978）通过实证研究发现企业通过并购实现多元化时，进入相关性领域的并购相比于非相关性并购更可能为股东带来收益。

#### 2.推进集团战略落地、产业结构调整和国际化的需要

工业车辆在公司属新业务，收购有助于公司做大工业车辆业务；交易可以带动公司内部轻型发动机、结构件等零部件的配套，拓展亚太市场。“得液压件者得天下”，液压控制系统一直制约着我国装备制造业的发展，目前国内高端液压产品完全依赖进口。掌控液压核心业务标志着潍柴动力掌握了领先全球的核心技术，改变了国内高端液压产品长期依赖进口的局面，推进了企业的国际化进程。将林德液压作为一开始的并购标的能够很大程度地发挥协同效应，杨志刚（2004）总结了国内并购的主流动因是获取稀缺资源、追求规模经济，其中获取核心技术是稀缺资源的重要组成部分。成本节约是并购产生收益的主要收益，而这一核心技术的获取为潍柴动力节约了交易成本，使其在行业竞争中占据了优势。

#### 4.2.2 目标公司的选择

##### 1.投资凯傲符合潍柴动力的战略目标

凯傲公司全球化的布局（全球拥有超过 1,400 个销售服务网点）、齐全的产品线（从小型托盘叉车到 46 吨重型叉车）、在新兴市场的高速成长（在高成长地区的新叉车承接订单比例超过三分之一）以及良好的国际声誉（欧洲市场的领导者，世界第二大叉车生产商），与潍柴动力的全球化战略相契合，与潍柴动力“成为拥有核心技术、具备全球竞争力、可持续发展的工业装备集团”的愿景相匹配，有助于潍柴动力利用凯傲公司的现有渠道和资源，进行全球布局。在全球所有的主要叉车市场，凯傲公司均占有份额，且拥有技术水平领先的多元化产品组合，能够全方位地服务多个市场的客户。

具体到世界叉车的两大主要市场中国和欧洲，凯傲公司均有不俗的表现。在中国，凯傲公司排名第三，次于合力叉车和杭州叉车。凯傲旗下的林德和施蒂尔等高端品牌在国际大公司的市场占据了有利位置，宝骊品牌则旨在服务本土中小型企业。在欧洲，通过林德和施蒂尔等品牌服务大型和中型客户，凯傲公司在市场上稳居第一。

增持凯傲公司股份，有助于强化潍柴动力与凯傲公司的战略联盟，增强潍柴动力对凯傲公司的控制力，延伸产业链、开拓国际市场。

##### 2.投资有利于促进潍柴动力与凯傲公司的业务协同

潍柴动力与凯傲公司之间具有广泛的业务协同点，双方的深度融合有利于发挥集团间的协同效应，提高企业核心竞争力，实现双方利益的最大化。

###### （1）业务升级

凯傲公司拥有来自于新车业务和服务业务的均衡健康的收入结构，其中来自于服务的收入超过 40%，其丰富的服务经验和成熟的业务模式，能够帮助潍柴动力优化业务结构，实现业务升级。从产品采购和生产的角度进行分析，共同采购标准化的元件将成为可能，如柴油引擎、标准化液压阀等。长远来看，凯傲公司遍布全球的生产工厂都为国际业务扩张提供了潜在的可利用资源。

同时，由于潍柴动力在中国拥有广泛的销售网络，凯傲公司能够迅速拓宽在中国的销售渠道。潍柴动力的业务也将受益于与凯傲公司之间的长期供应协议以及凯傲公司的电动技术，发动机及其零部件、电动汽车等方面的协同效应收入，在完成批量生产和品牌推广后将快速增加。

### （2）渠道共享

潍柴动力的分销网络可以用来展示凯傲公司叉车业务的高端品牌，可以利用凯傲公司成熟且先进的全方位产品线来填补自身产品组合的空白。从全球的布局来看，凯傲公司的销售服务网络遍布 100 多个国家，潍柴动力可以利用凯傲公司的服务网络为自己的产品提供服务和支持。

### （3）管理升级

凯傲公司在市场运作、业务管理和整合运营方面的丰富经验，对于潍柴动力有很强的借鉴意义。市场运作方面：作为拥有多个业务模块的大型跨国集团，凯傲公司拥有在多个国家和地区运营的经验，无论从市场类型还是业务运营的角度，凯傲公司都拥有丰富的经验和自己独特的优势值得借鉴。业务管理方面：凯傲公司拥有同时在多个地区运营不

同业务组合的经验，借助凯傲公司的经验，潍柴动力能够更好的满足市场客户的需求，更好的管理多样化的市场组合。整合运营经验：过去几年，凯傲公司通过收购大型的叉车生产商、叉车品牌和经销商实现了自己的扩张，成为了世界第二大的叉车生产商，借鉴其经验，潍柴动力在未来的国际化扩张中，能够更加科学、有效的运营和管理收购项目，降低收购风险。

### 3.凯傲公司前景明朗，具有良好的财务收益预期

欧洲经济的复苏将给凯傲公司发展带来新的机遇。从过去几年的运营情况看，凯傲公司经营不断走稳。另一方面，欧洲叉车更替周期正在进行，凯傲公司也因此制定了 2020 战略。总体来看，预计凯傲公司将跑赢行业水平。一旦中国和美国市场取得重大突破，公司挑战世界第一的 2020 年战略目标指日可待。

4.林德液压（原凯傲公司的一个业务部门）是一家重型液压传动、传动技术和移动电力传动设备的领先制造商，其液压技术高于美国的伊顿、日本的川崎品牌，与德国的博世力士乐公司并驾齐驱。

#### （1）加强零部件业务

林德液压拥有领先的创新平台、多项专利以及经验丰富的研发人员。潍柴动力及相关公司和林德液压将会在液压泵、液压马达、液压阀门、齿轮及其它零部件的供应等领域建立稳固的战略产业合作关系，并在高压部件方面重点开展合作，例如：林德液压将与山重建机（挖掘机）开展合作，为其提供高压部件；与山推工程机械股份有限公司开展合作，为其提供建筑机械（例如起重机、混凝土机械、装载机、推土机等）的液压系统。

## （2）拓展下游客户范围

潍柴动力产品主要集中在动力系统产品，产品配套大部分集中在商用车行业。通过此次投资林德液压，液压配套的主机在技术、性能和功能上将得到大幅度提高，产品线将得到丰富和加强。产品质量的提高有助于潍柴动力更好的满足现有客户需求，同时拓展更多新的客户。林德液压装置在全世界的服务和销售网络可以帮助潍柴动力扩大在欧洲和美洲的布局，从而减少对中国本土客户的依赖。林德液压在欧洲有着强大、密集的销售网络以及售后服务网络，口碑良好，且在多个工业叉车制造应用领域的拥有丰富的专业知识和客户资源。

## （3）内部液压供应，增强全产业链的竞争力

林德液压产品组合丰富，有利于横向延伸潍柴动力的产业链：无论是在机械的工作效率、运行稳定度还是操作精确度方面，林德液压都是全球领军者。且林德液压研发工程人员经验丰富，并拥有多项专利。同时，从研发到生产再到销售各个环节，林德液压在人员和基础设施的配备上都处于行业有利位置，有利于其研发生产的每个新产品的经济效益得到最大化。

## 4.3 并购方式与支付方式

采取直接购买目标公司股份的方式较为简便，通过持有多数股权实现对目标公司的控制。如采用发行股份换取标的公司股权，需履行中国证监部门等多项审批，操作较为繁琐。

2012年12月，潍柴动力通过其间接全资子公司潍柴卢森堡完成对凯傲公司25%的股份收购，收购对价为4.67亿欧元，本次收购是以增资的方式投资凯傲，凯傲公司利用增资款项偿还贷款，降低财务杠杆。

后续潍柴通过行使认购期权，参与定向增发、二级市场购买等方式收购凯傲公司股份，截至目前，共计投资17.91亿欧元，持有凯傲公司43.26%股份。

2012年12月，潍柴动力投资2.71亿欧元将林德液压从凯傲剥离出来，持有林德液压70%股份；2015年12月，潍柴动力行使林德液压20%股份认购期权，交易完成后，潍柴动力持有林德液压90%的股份。

潍柴动力以境外子公司潍柴卢森堡为平台投资凯傲公司，在项目交割时，以现金方式支付股权对价。资金来源除了一部分自有资金，还利用了一部分境外贷款。

#### 4.4 并购流程

潍柴动力先后7次投资凯傲公司，每次交易基本按照以下收购流程进行：

- 1.项目前期沟通；
- 2.尽职调查工作（仅第1次投资进行了详尽的尽职调查）；
- 3.交易协议谈判；
- 4.公司内部审批程序，包括办公会、董事会（如需）、股东会（如需）；
- 5.政府审批备案工作，包括国资委、发改委、商务部门、外管局等；
- 6.签署交易文件；
- 7.支付交易对价，股份过户，完成交割。

## 4.5 并购风险及应对策略

### 1. 审批风险

投资凯傲需履行董事会、股东会等内部审批程序；同时需经过国资委、发改委、商务部门、外管局的审批备案；此外，还需在欧盟成员国、美国或瑞士不存在禁止交易完成的任何禁令或其他法院或政府命令；潍柴动力需获得欧盟（或单个欧盟成员国）和土耳其对本次交易的反垄断审查批准。

策略：制定详细的项目进程管控体系，各小组按时推进；尽快启动相关实体内部审批，与公司董事提前沟通；同步推进外部审批流程，尽可能缩短审批时间；评估可能所需的境外审批程序（包括与审批机关预沟通）。

### 2. 国别风险

凯傲公司位于德国，相关政策受制于德国以及欧洲当地的法律法规，这为公司在交易中及交易后尽快熟悉和遵守相关法律及政策带来了挑战。

策略：中德关系良好，德国政府对中国企业的投资持欢迎、鼓励政策；公司团队对于德国本土的法律法规及国别风险具有较强的认识。

### 3. 市场经营风险

2012年，欧洲债务危机及全球宏观经济形势有可能对凯傲公司叉车业务造成负面影响，市场竞争持续加剧，可能会影响标的公司的市场和经营情况。

策略：公司及外部团队对标的公司及行业进行全面尽职调查。凯傲公司的业务收入约40%来自抗周期性较强的售后服务业务。售后服务业务主要基于安装完成后的叉车数量（超

过 100 万辆)并通常需要签订长期合约。在包括 2009 年的全球经济危机在内的历史期间,该业务的盈利一直较为稳定。

经过 2009 年的全球经济危机,凯傲公司管理层已准备了对于宏观经济严重下滑时的应急方案。根据凯傲公司的资料,凯傲公司已对在市场和经营受到整体经济的负面影响时制订了降低成本计划。

#### 4.成本风险

欧洲股市处于上行态势,凯傲公司上市后,股价在高价位徘徊,股价上升,会增加我们的增持成本。

策略:公司项目团队将督促各方保守内幕信息,监督各方遵守职业操守,不参与市场运作。

#### 5.法律政策风险

德国拥有相对完善的外贸管理、进出口、海关、税收和劳工保护政策体系,对潍柴动力在交易中及交易后尽快熟悉和遵守相关法律及政策带来挑战。

策略:项目团队对投资法规及风险需有较为全面的认识;聘请专业机构协助法律事务调查并提供法律意见。

#### 6.后续整合风险

潍柴动力投资凯傲公司及收购林德液压后的整合工作中可能会遇到中德文化上的差异、不同技术状态整合、不同管理模式兼容、不同销售渠道及售后服务系统联动等问题。

这些问题可能会对后续整合带来一定风险，并造成整合工作不畅或整合周期过长、整合成本过高等问题。

策略：从公司团队和外部机构与凯傲公司及林德液压管理层和员工沟通的情况来看，我们认为这些风险是可控的。公司在后续的整合工作中会以包容的精神，有效的沟通，从尊重专业的角度出发不断改进工作，减少、避免上述风险的出现，

#### 7.当地工会协调风险

在国外企业中，工会的力量比较强大，处理不当，会造成很大的劳资冲突，不仅仅是对于海外投资产生影响，对于后续的海外市场营销，品牌建设，渠道建设都会有很大的影响，因此，在项目实施过程中，可能会左右项目的进程。

策略：项目团队需熟悉和尊重当地文化传统和习俗，树立良好的社会责任形象，积极与工会沟通，潍柴作为产业投资者，将会持续支持凯傲发展，如扩建厂房后续增资等，并在雇佣员工、薪酬方面给予一定承诺。

### 4.6 并购后管理整合的困难及解决方案

#### 1.文化融合

境外收购后的文化整合是企业面临的第一个问题，文化整合失败也是跨国并购重组整合中最大的风险。不同的企业文化具有不同的价值核心，多个企业的整合发展，难点和重点在于文化融合。Buono, Bowditch 和 Lewis(1985)对两家银行的合并进行案例研究，发现即使是发生在同一行业的并购在整合组织文化时也存在很大困难，并购双方在企业组织文化上的差异可能导致并购无法取得预期的效应。文化融合不是一种文化兼并另一种文化，

而是共同提炼出适应集团全球化发展的新文化。潍柴动力跨国并购德国凯傲公司，之所以实现了平稳过渡、快速发展，关键在于企业坚持“战略导向，文化统领”，创新性地提出了以“责任、沟通、包容”为核心理念的集团文化。将发展作为第一责任，用沟通化解矛盾，以包容的心态博采众长。“责任、沟通、包容”的文化理念，已经成为潍柴集团文化建设的一面旗帜，得到了海外各子公司的高度认同。企业真正做到了用文化统领团队的价值观，用文化支撑战略目标实现，真正做到了以文化融合促进集团整合。

## 2.管理模式整合

跨国并购对企业管理能力提出了较高要求，如果企业对此并未进行精心准备和处理，造成在管理上难以实现理想的协同效应，反而增加了协同管理中的风险。收购交易完成后，能否有效整合，能否形成协同效应，与企业的管理能力存在着很大联系。Lipton（1982）、Callahan（1986）等人指出由于并购双方在管理方面存在差异，导致在并购重组过程中存在不匹配性，引起了重组的整合问题。

在后续整合中，潍柴动力保留了凯傲公司原有的管理团队，一方面，尊重凯傲公司所在国法律规定，使经营管理符合法定的要求。另一方面，凯傲公司的现有员工在其业务领域具备丰富业务经验和精湛的技术，很多员工在该业务部门任职时间长，具备较高的企业忠诚度。因此，公司整合工作的重点是保证员工团队的稳定性、延续性和工作积极性。

## 3.政府审批支持

潍柴海外并购过程中，面临国资、发改、商务、外管局等多部门的审批工作，政府审批通过是项目推进的重要环节。潍柴积极配合项目政府审批工作，各级政府部门给予了极大

的关注和支持，相关主管部门及时给予了指导，为公司顺利完成各项工作提供了有效保障。

总而言之，潍柴海外并购的成功实施，不仅体现了管理团队坚韧不拔的毅力和精当的资本运作手段，更是各级领导、各级政府正确领导和大力支持的结果。

#### 4. 并购方案设计

并购凯傲过程中，涉及到多个利益相关体，包括潍柴动力、凯傲、凯傲股东、管理层、工会、中国政府审批部门、德国当地政府、反垄断审查部门等，并购方案需满足各方需求，任何一个环节出现问题，都可能导致项目无法正常推进。

在并购方案当中，潍柴动力以增资方式直接投资凯傲 4.76 亿欧元，获得凯傲公司 25% 股权，凯傲则利用此资金解决了自身财务负担过重的问题。同时，潍柴还安排了凯傲公司未来上市计划，解决了凯傲原股东 Superlift 的退出问题。为支持液压业务的独立发展，将林德液压直接从凯傲公司剥离出来，使其成立独立的法人实体。

国外公司的工会尤其重要，在项目交易过程及后续公司运营中都会发挥重要的作用，项目团队积极与工会沟通，潍柴作为产业投资者，将会持续支持凯傲发展，如扩建厂房后续增资等，并在雇佣员工、薪酬方面给予一定承诺。

此外，为顺利完成境内外政府审批，公司严格按照监管机构的要求规范运作，满足境内外监管要求，在项目资料提交政府时点及上报口径上都做了精心安排。

公司在海外并购过程中，面临宏观经济变化、产业协同、文化融合等方面的风险，特别是国外法律环境、劳工关系等情况与国内大不一样，需要谨慎操作。潍柴集团每一次的资本运作，都是从产业发展的角度出发，不是为了简单的买卖企业挣钱，而且每次都充分考

考虑到并购的各种潜在风险，聘请专业机构论证评估，确保万无一失。在具体运作中，严格按照监管机构的要求规范运作。总之，企业既要自觉接受法律的约束，又要遵守市场的游戏规则，规避多重风险。

## 4.7 并购绩效分析

### 4.7.1 事件研究法

事件研究法广泛应用于衡量某一事件发生前后上市公司价值的变化。如前文所述，国外以及国内学者在研究企业并购产生的收益时。本文采用事件研究法对潍柴动力并购德国凯傲集团这一事件带来的短期财富效应进行分析。即通过计算潍柴公司并购凯傲集团公告发布前后某段时间（事件窗）内，潍柴动力实际收益与公司股票的预计收益之间的差额，来反映并购活动在短期内对投资者财富的影响。如果在并购事件日前后，潍柴动力的股价呈现一个变化，且变化非常显著，即  $T$  统计量显著不为 0，则说明并购事件对公司股价有显著的影响。

1. 事件窗口期选择。本文以潍柴动力并购凯傲集团的公告宣告日 2012 年 8 月 31 日为事件发生日（ $t=0$ ），以事件发生前后各 3 个交易日为事件的窗口期。以事件窗口前 10 个交易日为收益率估计期间。

2. 在 wind 数据库收集窗口期及样本期内潍柴动力的股票价格（采用后复权）和市场指数，计算潍柴动力日收益率和市场收益率如下。

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}, R_{m,t} = \frac{P_{m,t} - P_{m,t-1}}{P_{m,t-1}}$$

其中， $P_{i,t}$  分别是个股（在该案例中为潍柴动力）在第  $t$  日的股票收盘价； $P_{m,t}$  分别是市场在第  $t$  日的指数； $R_{i,t}$  和  $R_{m,t}$  分别为对应计算出的  $t$  日的个股收益率和市场收益率。 $t = -130, \dots, -10$  是从潍柴动力并购凯傲集团公告日的前 130 天到并购公告日后的前 10 天。 $t = -3, \dots, 3$  是从潍柴动力并购凯傲集团公告日的前 3 天到并购公告日后 3 天。

3. 首先以估计期间的数据为样本，采用市场模型法（CAPM）计算预期正常收益率。

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i E(R_{m,t}), t = -130, \dots, -10$$

通过以上线性回归，估计出  $\hat{\alpha}_i$  和  $\hat{\beta}_i$ 。

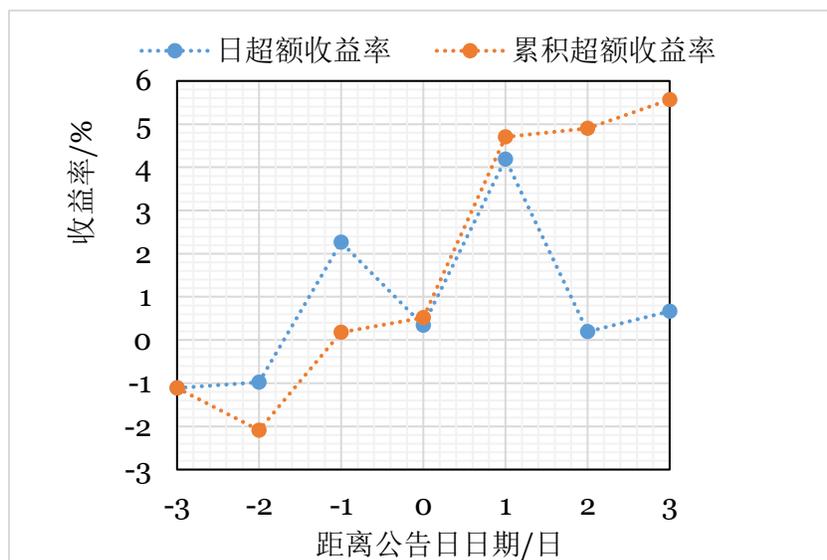
4. 再考虑事件期，利用上一步中估计出的  $\hat{\alpha}_i$  和  $\hat{\beta}_i$  计算异常收益率和累积异常收益率。

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t}), t = -3, \dots, 3$$

$$CAR_i = \sum_{t=-3}^{t=3} AR_{i,t}$$

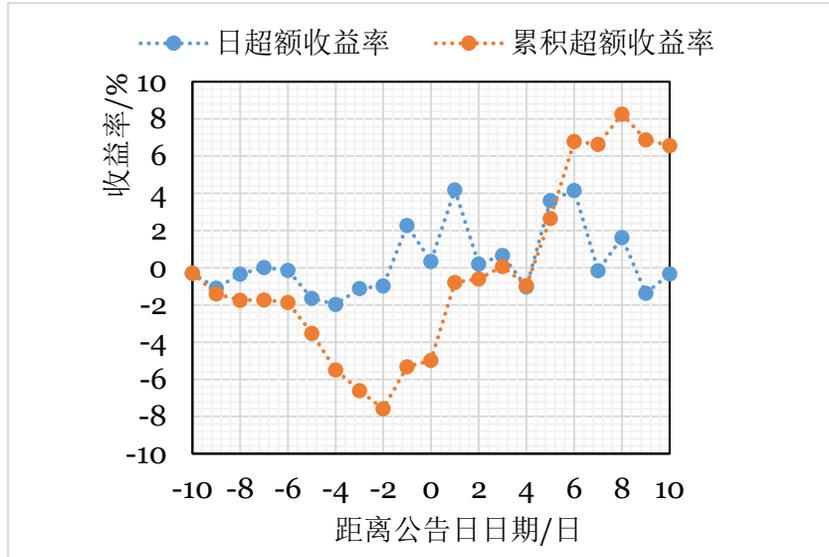
其中  $AR_{i,t}$  为个股在第  $t$  日的异常收益率， $CAR_i$  为个股在事件期内的累积异常收益率。

图 1 累计异常收益率 (-3, 3) - 潍柴



潍柴动力并购凯傲集团公告宣布日之后，在事件期-3 至 3 个交易日内，累计异常收益率为 5.57%。基本说明广大投资者看好此次并购事件，潍柴动力这次并购得到了正向的市场回应。我们进一步的把事件期调整为前后十天，结果如下，累计异常收益率为 6.56%。

图 2 累计异常收益率 (-10, 10) - 潍柴动力



#### 4.7.2 会计指标研究法

在进行会计指标研究时，文章同时分析企业各项指标自身的变化及剔除行业均值后的变化情况。主要从盈利能力、营运能力、偿债能力三方面选取具体会计指标，纵向对比并购发生前后的变化情况。选取的会计指标如下表所示。

表 4 会计指标选取

评价方面	选取指标	计算方法
盈利能力	销售净利率	净利润/销售收入
	净资产收益率(ROE)	净利润/股东权益平均余额
营运能力	总资产周转率	营业收入/平均资产总额
	存货周转率	营业成本/存货平均占用额
	应收账款周转率	营业收入/应收账款平均占用额
偿债能力	资产负债率	负债总额/资产总额
	流动比率	流动资产/流动负债
	速动比率	(流动资产-存货)/流动负债

潍柴动力在证监会行业分类下属于汽车制造业，其主营业务为柴油发动机制造，与普通汽车制造商差异较大，因此该行业指标只能在一定程度上衡量潍柴动力的各项绩效（且 wind 数据库中证监会行业的各项年报指标更新开始于 2012 年）；在 wind 行业分类下，潍柴动力属于建筑机械与重型卡车行业（wind 四级行业），此项行业指标能够更准确地描述潍柴动力的经营情况。

### 1. 盈利能力

并购活动发生之前，即 2010 年至 2012 年间，潍柴动力的盈利能力持续下滑，下降幅度较大且行业优势下滑严重。2012 年并购发生后两项指标均得以回升，对比行业来看盈利水平一直在提高，在 2014 并表当年销售净利率及 ROE 指标一反行业整体的下行趋势，并购活动为潍柴动力带来了盈利支撑点。公司盈利能力于 2015 年达到最低，这一大幅下滑主要受到国内重型汽卡车市场不景气的影响，低谷期过后，潍柴动力的盈利指标实现了增长。

图 3 销售净利率变化情况

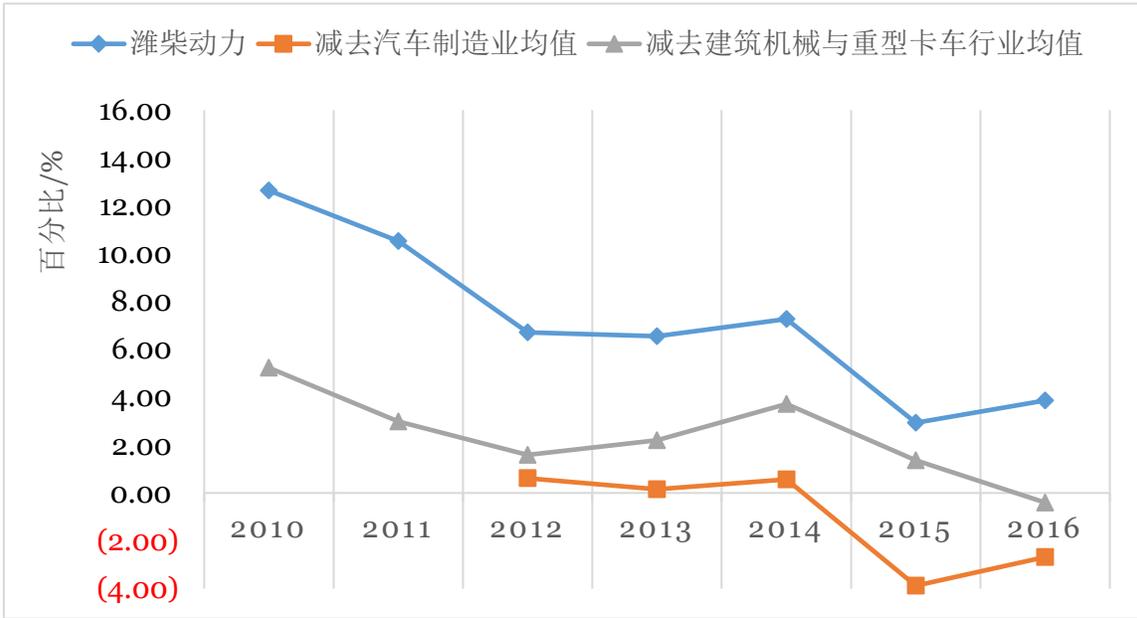
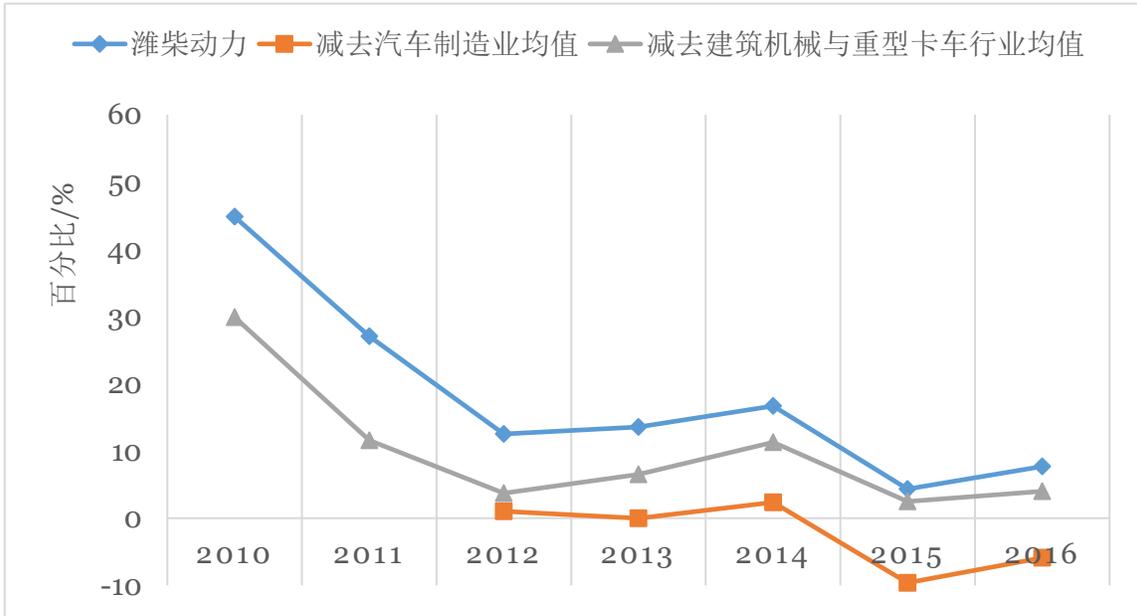


图 4 ROE 变化情况



2015 年，受宏观经济和排放法规升级等因素影响，国内重卡市场低迷，销量持续下滑，2015 年全年实现销售 55.1 万辆，同比下降 25.98%。当年行业的销售净利率均值仅为 1.57%，

ROE 也从 5.43% 降至 1.85%。工程机械行业的销量下滑也影响了潍柴动力的产品销量；此外一些重型卡车的整车厂商开始主动去库存，减少了潍柴的订单。

但即使行业表现不佳，潍柴动力依然保持了其领先地位。2015 年，公司共销售 10L、12L 传统发动机产品 16.4 万台，重型发动机产品在重卡市场、5 吨装载机市场、11 米以上客车市场的优势地位仍然稳固。同时，战略产品销量增长明显，扬柴 VM 发动机销售 1.1 万台，同比增长 6 倍；WP13 发动机销售 1237 台，同比增长 133%；新能源动力系统销售 495 台，同比增长 6 倍；叉车用发动机销售 1544 台，同比增长近十倍。其控股子公司陕西重型汽车有限公司的载货车市场销量明显提升；陕西法士特齿轮有限责任公司客车变速器实现逆势增长，产品整体占比和市场销量稳步提升。

2016 年 10 月开始，新 GB1589-2016 和国家治超新政实施，叠加大宗商品市场火爆、动力煤运输需求旺盛等因素推动，导致公路运力紧缺，重卡销量遂快速攀升，重卡行业逐渐回暖。根据公司最新公布的 2017 年中报、三季度报，其盈利能力上升极快，其中净资产收益率分别为 8.23%、13.16%；总资产报酬率分别为 2.65%、4.55%。这一上升得益于重卡发动机市占率的大幅增加，其中陕重汽、天然气发动机和 12/13L 大排量发动机的快速增长使潍柴重卡发动机的市占率从 30.5% 大幅提升至 35.4%。与此同时，公司在不增加固定资产和存货的背景下实现收入大幅增长，规模效应明显，利润率提升而费用率下降，业绩大超预期。

综上，潍柴动力并购凯傲公司带来了较为持续稳定的盈利能力的提升，并且其盈利能力的提升在近两年较为明显，其中潍柴发动机的市占率、重卡产业链相关产品的盈利能力

均具有持续性。潍柴动力积极有效的实现了对凯傲公司的整合吸收，扩展产业链，提升规模效应，并使其成为重要的业务板块与收入来源。不仅在一定程度上缓解了国内市场压力，也有助于打开国外市场，从而实现了盈利能力的持续提升。

## 2. 营运能力

图 5 总资产周转率变化情况

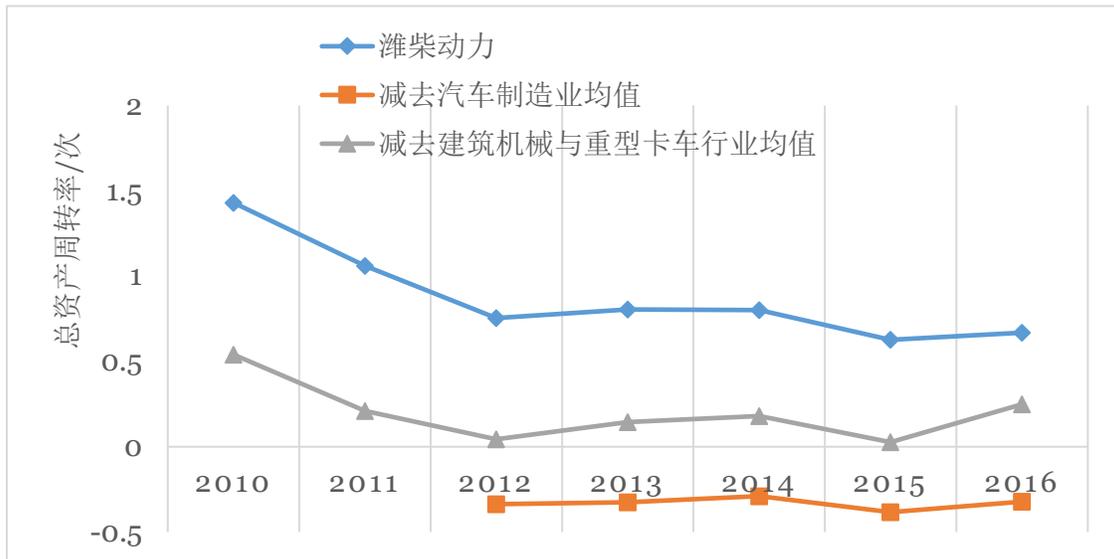


图 6 存货周转率变化情况

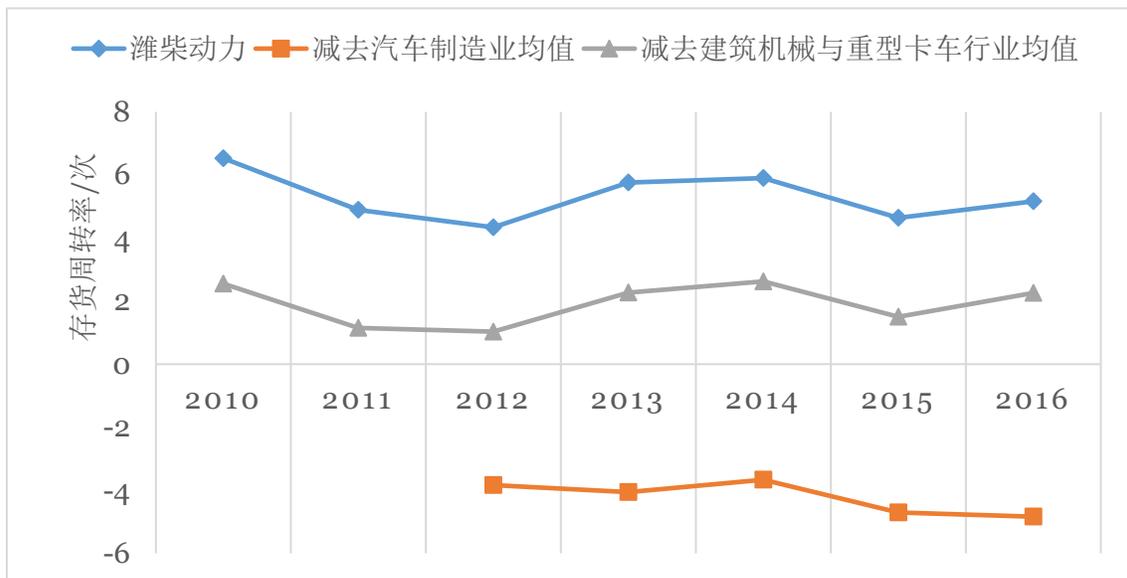
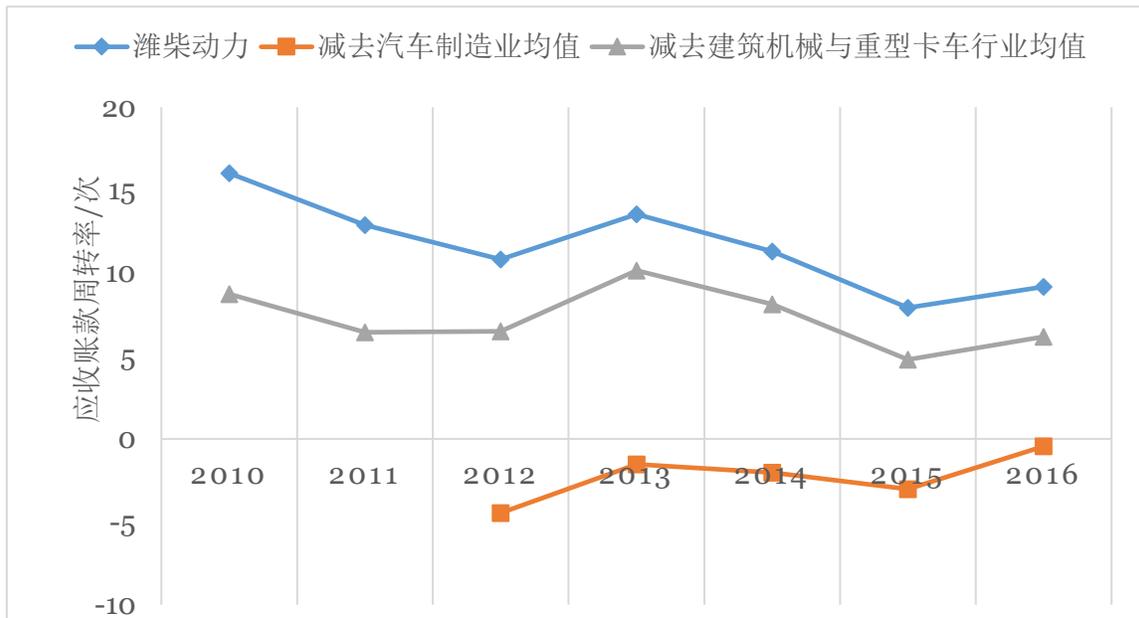


图 7 应收账款周转率变化情况



潍柴动力并购凯傲前，各项资产周转率持续下滑，相较重卡行业的优势大幅减弱；而在并购活动发生后，即 2012 年至 2013 年，三项营运指标均得到一定幅度的提升，说明对凯傲公司的并购活动为潍柴动力的营运周转带来了正面的促进作用。此后两年内受到行业不景气的影响，客户订单减少，库存压力加大，各项资产运转阻力增加。潍柴动力的营运指标有所下降，其中 2014 至 2015 年的下降幅度较大。

2016 年行业运行状况有所恢复，潍柴动力的各项指标均有提升，行业优势也得以增强。整体上并购活动经过有效整合为潍柴动力的周转营运效率提高带来了促进作用，但行业下滑趋势仍对潍柴产生了不小负面影响。

### 3. 偿债能力

图 8 资产负债率变化情况

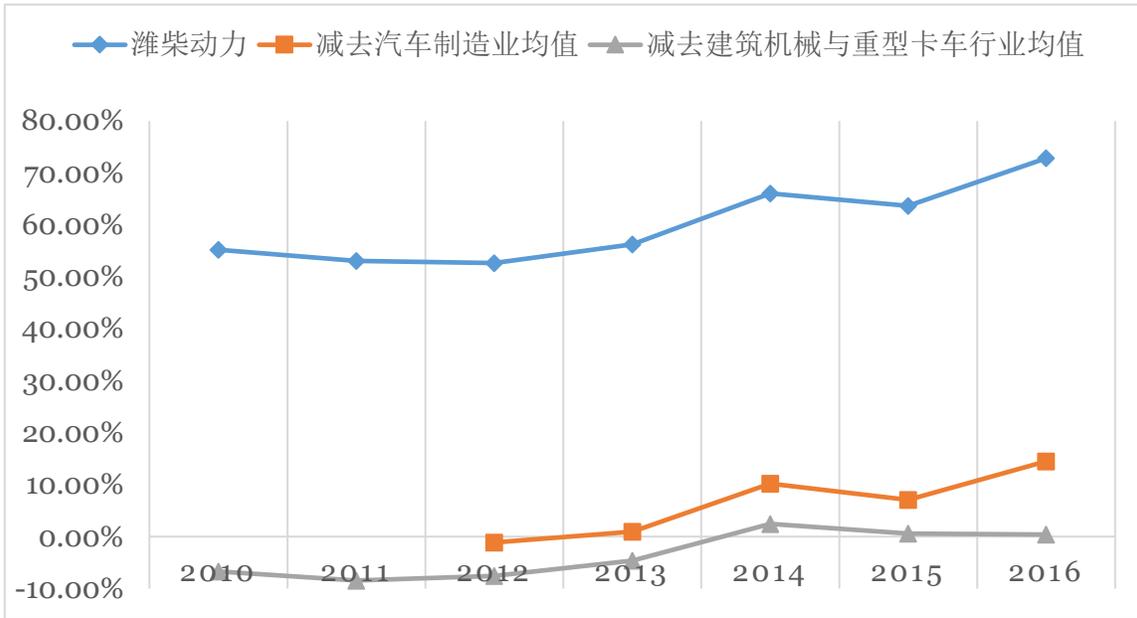


图 9 流动比率变化情况

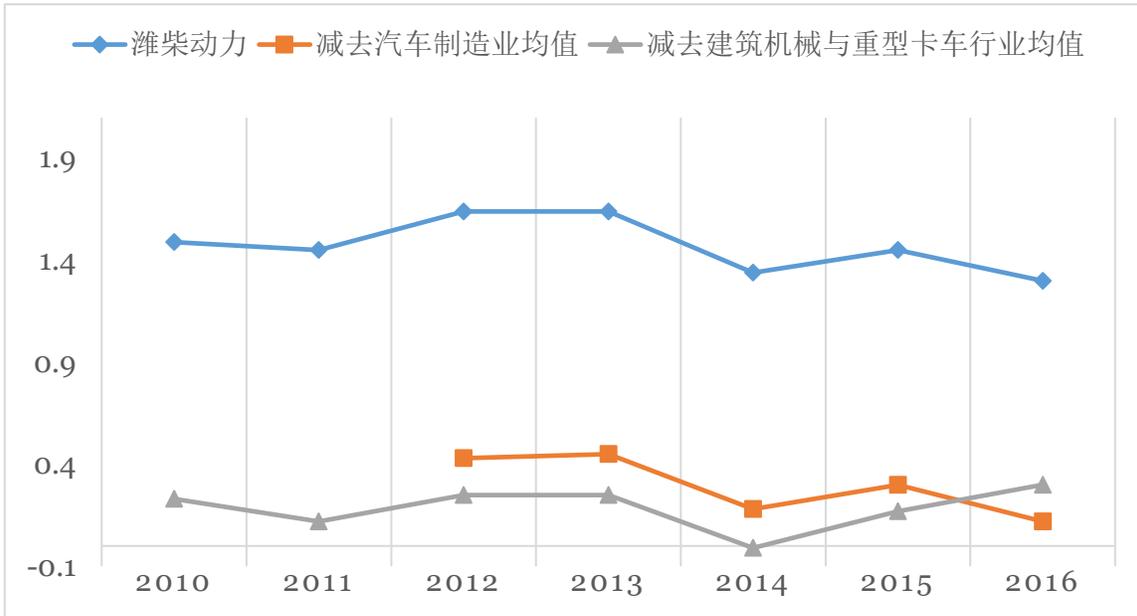
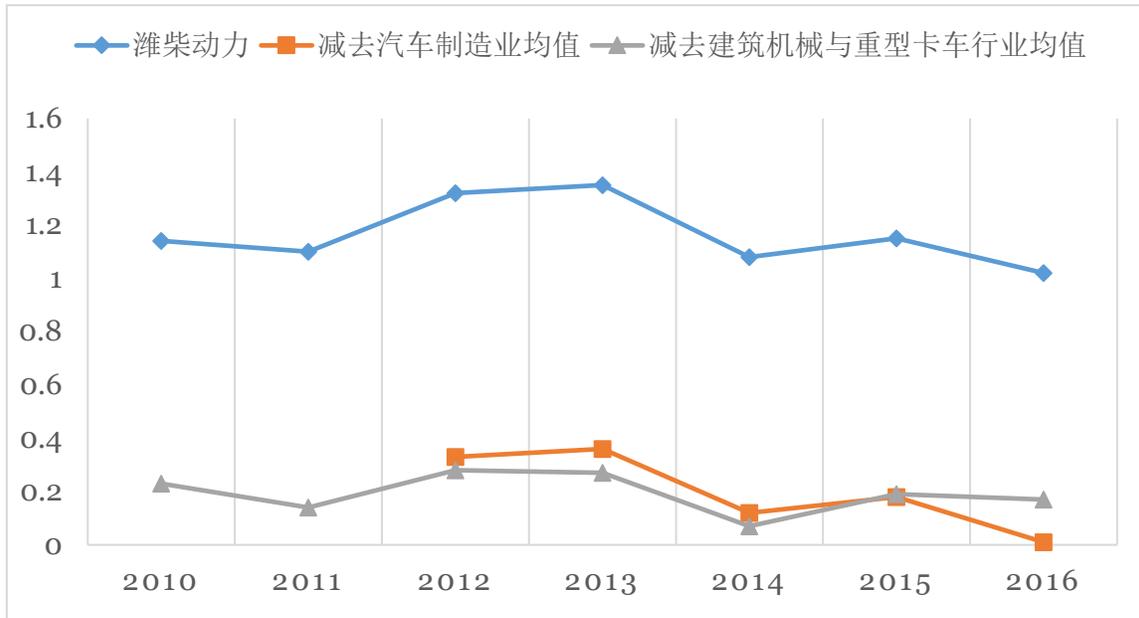


图 10 速动比率变化情况



并购活动发生前两年，潍柴的长期偿债能力基本维持，流动及速动比率有所提升，而在并购完成后，潍柴动力的短期偿债能力基本稳定。资产负债率指标在平稳波动后自 2014 年明显增加，而潍柴动力正是 2014 年将凯傲纳入合并报表，由此说明双方的资本结构进行合并后潍柴动力的长期偿债能力有所下降，而 2016 年通过凯傲完成的对德马泰克的收购也对其负债率产生了影响。

与汽车制造业均值比较，整体上看，潍柴动力的短期偿债能力在行业内表现较优，但其长期偿债能力不如汽车制造业平均水平。与建筑机械与重型卡车行业均值比较：虽然潍柴动力在长期偿债能力上的优势未能保持，但在短期偿债方面，行业流动比率及速动比率指标均值整体上处于下降趋势，潍柴动力在 2014 年后相对行业总体水平保持了稳定上升的优势。综上，并购活动的发生未给潍柴动力带来太大的偿债压力，其短期偿债能力近两年在重卡行业的优势有所上升。

### 4.7.3 并购效应分析

#### 1. 成本角度

##### (1) 凯傲集团财务费用显著降低

潍柴动力并购凯傲集团后，凯傲集团的资产负债率及财务费用在 2012 年至 2014 年间显著降低，公司的资金运作得以改善，这为其发展注入了活力。2014 年后，凯傲集团的财务费用略有上升，但其总体水平较并购前相比仍是比较低的。

表 5 凯傲集团财务状况变化

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
资产负债率	89.4%	73.3%	73.1%	71.3%	77.7%
财务费用（百万欧元）	239.5	219.8	88.8	92.6	95.7

##### (2) 凯傲集团降低融资成本，成功 IPO 并得以扭亏为盈

凯傲在被并购前曾一直面临债务水平过高的问题，同时也一直处于亏损状态。潍柴动力参股之前，凯傲集团的实际控制人是“杠杆收购天王”KKR 集团和高盛集团，两者各持凯傲集团 50% 的股权，作为财务投资者他们更关注财务收益而非产业资源整合，同时 Superlift 又向凯傲公司提供高息股东贷款，导致凯傲公司财务杠杆过高，净资产为负数，连年处于亏损状态。

2006 年，KKR 与高盛以 40 亿欧元的价格买下了凯傲集团，彼时凯傲的年销售额超过 46 亿欧元，仅次于丰田，全球排行第二。买下凯傲集团后，KKR 与高盛计划凯傲能够超过丰田，同时成功 IPO 进入资本市场，这时他们便可以出售股权收回投资成本。不过后来的金融危机使得欧洲经济自此萧条，凯傲非但业绩指标停滞不前，更是背上了沉重的债务负

担，离 IPO 也越来越远。2007 年凯傲集团年收入约为 43 亿欧元，可到了 2011 年仍只有 44 亿欧元，净利润却为-9292.6 万欧元，其净资产则为-4.88 亿欧元，资不抵债。

高盛和 KKR 希望通过 IPO 退出凯傲，但是凯傲集团当时的负债水平太高，无法成功进行 IPO，最后他们决定剥离凯傲的一部分业务，也就是要把林德液压剥离出去以降低负债率。

潍柴动力提出以双层合资的并购方式入主凯傲和林德，这一互利共赢的方案得到了凯傲一方的认可，双方达成协议。2012 年，潍柴动力以增资的方式投资凯傲 4.67 亿欧元，持有 25% 股权，凯傲公司利用此资金偿还银行贷款和股东贷款，减小财务负担，使其资本结构得到优化，当年即实现扭亏为盈，净利润持续稳定增长。2013 年 6 月 28 日，凯傲集团在德国法兰克福证券交易所成功挂牌交易，股票开盘价 24.19 欧元。同时潍柴动力通过行使凯傲认购期权进一步增持凯傲股权达到其上市后总股本的 30%，对凯傲控制力进一步增强。凯傲 IPO 后信用评级得以提升，公司重新融资，置换股东借款。

2016 年，凯傲实现营业收入 55.87 亿欧元，净利润 2.46 亿欧元，相对于 2012 年的营业收入（约 47 亿欧元）实现了稳步上升。由此可见，并购活动可以为目标企业降低融资成本，促进资源的有效配置，进一步发挥并购活动的协同效应。

### （3）潍柴动力运营成本得以降低

根据公司年报数据，在 2014 年后将凯傲并表后，潍柴动力的营业成本水平得到了一定程度的降低。按产品分类，潍柴的营业成本可分为整车及关键零部件、非汽车用发动机、其他零部件、叉车生产及仓库技术服务和其他。在引入叉车生产后，部分其他产品的成本

得以降低，以 2015 年为例，各项产品的营业成本占比与去年相比分别降低了 34.71%、42.73%、36.72%、22.38%；虽然营业收入受行业影响也大幅减少，但非汽车用发动机及其他产品的营业成本降低比率大于收入降低比例，毛利率得以提高。说明潍柴动力与凯傲的整合产生了经营协同效应，一定程度上降低了潍柴的运营成本，进而提高了行业竞争力。

潍柴动力并购活动实际产生的经营协同效应同时与其并购的协同动因是相吻合的，Harding 和 Rovit（2004）通过研究并购案例发现相关多元化的并购能够节约经营成本，而大部分成功的并购都是发生在相关领域，管理者应该做出能够促进核心业务发展的并购选择。

表 6 潍柴动力营业收入及成本变动

	毛利率	营业收入比 上年同期增减	营业成本比 上年同期增减	毛利率比 上期同增减
整车及关键零部件	19.65%	-36.74%	-34.71%	-2.49%
非汽车用发动机	17.66%	-40.57%	-42.73%	3.10%
其他零部件	13.71%	-38.57%	-36.72%	-2.52%
叉车生产及 仓库技术服务	28.10%	77.66%	75.03%	1.08%
其他	14.34%	-15.02%	-22.38%	8.12%

来源：潍柴动力 2015 年年报

## 2. 收入角度

### (1) 并购后双方营业收入均得到提升

并购发生后凯傲集团的营业收入自 2013 年以来得以提升，其中 2015 年新车订单增长了 7.0%，远高于全球市场 1% 的增长率，而净收入也增长了 24.0%。值得一提的是，林德

公司自创建以来，首次突破年度叉车订单量 10 万辆的大关。虽然这一业绩提升主要得益于西欧这一核心市场的蓬勃发展，其在亚洲区的营业收入也有稳定的提升（2012 年同比增长 11.7%，2014 年同比增长 3.8%）。

其中凯傲集团在中国的销量实现了持续稳定增长：

表 7 凯傲集团销量变化

销量同比增长	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
凯傲中国销量	9.1%	13.1%	5.6%	11.5%

2012 年以前，潍柴动力的国外主营业务收入占比较少且增长不明显。但在 2012 年并购凯傲公司后，国外主营业务收入急剧增加，从 32.4 亿元增长到 2014 年并表后的 202.1 亿元，所占比例增长了接近四倍；2015 年国外营业收入超过国内营业收入，高达近 402 亿元。

表 8 国内外营业收入情况（千万元）

	2012	2013	2014	2015	2016
国内主营业务收入	4,264,287.25	4,802,948.63	5,711,094.02	3,352,455.30	4,880,439.92
国外主营业务收入	324,115.11	793,316.42	2,021,037.42	4,019,536.28	4,437,912.22
国外主营业务收入占比	6.73%	13.60%	25.38%	54.52%	47.63%

来源：潍柴动力 2012-2016 年报

可见此次并购使凯傲公司真正开始走向国际化，进军海外市场。解决了凯傲的财务困难后，凯傲集团发挥出不容小觑的盈利实力，同时也为潍柴动力带来高质量的持续增长的

收益。此外，对凯傲的并购有效分散了潍柴的经营风险，在 2015 年重卡行业下滑严重时国外的营收使潍柴的整体运营情况没有收到过大影响。

## （2）双方得以共享销售资源

由于潍柴动力在中国拥有广泛的销售网络，凯傲公司能够迅速拓宽在中国的销售渠道。潍柴动力的业务也将受益于与凯傲公司之间的长期供应协议以及凯傲公司的电动技术，发动机及其零部件、电动汽车等方面的协同效应收入，在完成批量生产和品牌推广后将快速增加。双方销售资源的共享能够更好地发挥并购协同效应，Jensen 和 Ruback（1983）总结提出效率是并购动因之一，并购可为企业带来由规模经济和范围经济产生的经营协同效应，公司通过并购扩大经营规模以降低单位成本。通过销售网络的共享，潍柴及凯傲得以节约成本，进而获取更多的收益。

林德液压拥有领先的创新平台、多项专利以及经验丰富的研发人员。潍柴动力及相关公司和林德液压将会在液压泵、液压马达、液压阀门、齿轮及其它零部件的供应等领域建立稳固的战略产业合作关系，并在高压部件方面重点开展合作，例如：林德液压将与山重建机（挖掘机）开展合作，为其提供高压部件；与山推工程机械股份有限公司开展合作，为其提供建筑机械（例如起重机、混凝土机械、装载机、推土机等）的液压系统。

潍柴动力产品主要集中在动力系统产品，产品配套大部分集中在商用车行业。通过此次投资林德液压，液压配套的主机在技术、性能和功能上将得到大幅度提高，产品线将得到丰富和加强。产品质量的提高有助于潍柴动力更好的满足现有客户需求，同时拓展更多新的客户。林德液压装置在全世界的服务和销售网络可以帮助潍柴动力扩大在欧洲和美洲

的布局，从而减少对中国本土客户的依赖。林德液压在欧洲有着强大、密集的销售网络以及售后服务网络，口碑良好，且在多个工业叉车制造应用领域的拥有丰富的专业知识和客户资源。但在客户方面，由于潍柴动力主要客户为整车厂与重卡用户，凯傲主要客户为物流商、工厂等终端用户与叉车用户，双方客户重叠较少。

### （3）潍柴动力实现丰厚的财务收益

经多次投资，潍柴动力投资凯傲公司共计 17.91 亿欧元，持有凯傲公司 43.26% 股权，获得分红累计 0.99 亿欧元，以凯傲公司 6 月 19 日收盘价 68.84 欧元/股计算，潍柴动力持有凯傲公司股权市值为 35.17 亿欧元，实现投资收益 18.25 亿欧元，投资回报率高达 101.90%。

### （4）潍柴掌握液压核心技术，业务得以升级

“得液压件者得天下”足可证明这项液压技术的重要性，液压控制系统是制约我国装备制造发展最突出的“瓶颈”，目前国内高端液压产品完全依赖进口，全球液压系统长期以来一直被国外公司所垄断。凯傲下属的林德液压是一家重型液压传动、传动技术和移动电力传动设备的领先制造商，其液压技术高于美国的伊顿、日本的川崎品牌，与德国的博世力士乐公司并驾齐驱。为整合液压业务，公司投资 2.71 亿欧元，将林德液压从凯傲公司直接剥离，成立独立的业务主体，潍柴动力持有林德液压 70% 股权。后期，潍柴动力通过行使林德液压 20% 股权认购期权，投资 0.77 亿欧元，进一步增持林德液压股权至 90%。

此项战略投资，标志着潍柴动力的核心技术直接步入全球领先水平，改变了我国高端液压产品长期依赖进口的局面，公司业务结构调整和国际化进程全面提速。同时，潍柴动力和林德液压在国内合资设立液压工厂，进而实现液压件的国产化生产。

2014年12月9日，潍柴动力全资子公司潍柴动力液压科技有限公司和林德液压合资设立林德液压（中国）有限公司。合资公司的落成标志着林德液压中国战略正式起航，林德液压在中国可实现以林德液压（中国）有限公司一个窗口对外，统一销售途径、产品定价体系、客户对接平台，充分利用林德液压的技术、品牌优势和潍柴动力的市场、网络、客户关系、资金等优势，最大程度上发挥与集团公司的协同效应，加快中国市场的开拓进度，为液压整体战略奠定基础。

林德液压产品组合丰富，有利于横向延伸潍柴动力的产业链：无论是在机械的工作效率、运行稳定度还是操作精确度方面，林德液压都是全球领军者。且林德液压研发工程人员经验丰富，并拥有多项专利。同时，从研发到生产再到销售各个环节，林德液压在人员和基础设施的配备上都处于行业有利位置，有利于其研发生产的每个新产品的经济效益得到最大化。

核心液压技术的获取有助于提高潍柴动力的行业竞争力，并且有效降低了产品的获取成本及交易费用，同时液压件的国产化生产更是为潍柴动力打开了新的市场。

#### （5）双方实现产业链条整合

2016年11月，潍柴动力助力凯傲公司完成收购 Dematic——北美一流的自动化提供商和供应链优化专家，自此双方得以在业务上形成互补发挥协同效应。潍柴动力协助凯傲完成这次并购，也能够利用工业自动化和数字化领域的商业机会有效整合完善产业链。这次并购交易完全契合潍柴动力整体战略规划和全球化布局，能够拓展潍柴动力在全球尤其是

北美市场的业务市场，同时业务的多元化使得潍柴动力提高了风险防范能力。由此可见，潍柴动力并购凯傲公司的战略布局较为深远，其管理整合能力可见一斑。

#### 4.7.4 并购后的管理整合

##### 1. 潍柴持续注资凯傲，完成全球化战略布局

并购完成后，潍柴动力将凯傲集团的发展纳入自身的战略规划，并持续进行注资。潍柴动力通过凯傲集团于 2016 年 11 月完成对世界第三大、北美第一大自动化物流供应商德马泰克的收购，以 21 亿美元现金支付收购全部股份。德马泰克主营智能供应链以及提供自动化解决方案，业务方面与凯傲集团协同性明显。

凯傲和德马泰克在业务上和地区市场上都能产生很好的协同，其强强联合有助于协助潍柴一起开拓欧洲、北美和中国的市场，三者在市场和业务上都互为补充。具体来说，凯傲可以借助德马泰克扩大叉车在北美的销量，凯傲也可以帮助德马泰克打入欧洲市场，此外两者可以同时受益于中国电商的快速发展所带来的巨大市场空间。潍柴助力凯傲收购德马泰克之举，不仅使凯傲集团获得新的发展空间，也为潍柴动力加入新的物流服务业务，拓展在全球尤其是北美市场的业务布局，并使其完成全球化的战略布局，自此潍柴动力成为业务涵盖发动机总成、液压、叉车和物流解决方案的全球性装备制造领先企业。

潍柴动力在并购凯傲公司后，成功推进了双方在战略方向上的管理整合，做出了契合双方战略布局的并购决策，说明潍柴动力拥有很强的管理能力及整合能力。宋建波、沈皓（2007）通过实证研究检验了管理者动机对并购绩效的影响，发现企业管理层的管理能力

与并购绩效成正相关，潍柴动力拥有强大的管理整合能力，能够促使其获得更高的并购收益。

## 2. 潍柴动力在各方面实现管理升级

凯傲公司在市场运作、业务管理和整合运营方面的丰富经验，对于潍柴动力有很强的借鉴意义。凯傲公司拥有来自于新车业务和服务业务的均衡健康的收入结构，其中来自于服务的收入超过 40%，其丰富的服务经验和成熟的业务模式，能够帮助潍柴动力优化业务结构，实现业务升级。从产品采购和生产的角度进行分析，共同采购标准化的元件将成为可能，如柴油引擎、标准化液压阀等。长远来看，凯傲公司遍布全球的生产工厂都为国际业务扩张提供了潜在的可利用资源。凯傲集团拥有的各项资源及运营经验可以帮助潍柴动力实现管理升级，建立更为完整高效的业务链。

市场运作方面：作为拥有多个业务模块的大型跨国集团，凯傲公司拥有在世界多个国家和地区运营的经验，无论从市场类型还是业务运营的角度，凯傲公司都拥有丰富的经验和自己独特的优势值得借鉴。业务管理方面：凯傲公司拥有同时在多个地区运营不同业务组合的经验，借助凯傲公司的经验，潍柴动力能够更好的满足市场客户的需求，更好的管理多样化的市场组合。整合运营经验：过去几年，凯傲公司通过收购大型的叉车生产商、叉车品牌和经销商实现了自己的扩张，成为了世界第二大的叉车生产商，借鉴其经验，潍柴动力在未来的国际化扩张中，能够更加科学、有效的运营和管理收购项目，降低收购风险。

### 3. 潍柴进驻凯傲管理层，有效减轻代理问题

德国公司的组织结构与国内有所区别，地位最高的是监事会，可以决定管理层的任免，而凯傲集团的管理层需要定期向监事会报告企业的运营现状。凯傲上市后，潍柴动力获得了更优的参与公司治理条件：持有凯傲公司 30%或以上的股份时，潍柴动力可提名监事会 8 名股东代表中的 3 名；持有 33.3%股权时，凯傲公司监事会主席由潍柴动力提名委任。通过派遣监事，保证了潍柴动力作为大股东参与凯傲公司运营的权利，同时使得潍柴动力有机会主导凯傲在亚太地区的重大战略，在不影响公司治理效率的基础上，充分发挥潍柴动力在亚太市场的优势，推动交易完成后凯傲与潍柴动力实现全球战略的统一，实现协同效应。

并购发生后，凯傲监事会人员的数量发生了变化。2012 年有 12 人，6 名员工代表 6 名股东代表，2013 年上市后共 16 人，8 名员工代表 8 名股东代表。目前，潍柴动力的谭旭光、江奎、徐萍陆续成为凯傲监事。同时，针对凯傲管理层开展了员工持股计划，作为新的激励措施。潍柴并购凯傲主要是战略的考量，决策权的把控可保证战略协同的执行，而境外子公司管理层对外国经营环境更为了解，经营权放给子公司也是为了更好的发展子公司。Lewellen, Loderer 和 Rosenfeld (1985)提出收购公司在并购活动中获得的收益与其管理能力成正比，同时与管理层持有的股份数量成正相关。而潍柴动力向凯傲管理层提供股权激励的做法减弱了代理问题的发生，对并购收益的产生有积极的作用。

通过派遣监事，保证了潍柴动力作为大股东参与凯傲公司运营的权利，使得潍柴动力有机会主导凯傲在亚太地区的重大战略，在不影响公司治理效率的基础上，充分发挥潍柴

动力在亚太市场的优势，推动交易完成后凯傲与潍柴动力实现全球战略的统一，实现协同效应。同时，潍柴动力通过进驻凯傲监事会并针对凯傲管理层采取股权激励，得以有效减轻代理问题，实现在人员管理、公司治理等方面的高效管理及整合。要使并购活动最终创造价值，需要对双方的经营方式、发展战略、公司治理方式等方面进行管理整合，以达到协同高度，潍柴动力派遣监事参与凯傲公司治理的做法是很好的参考措施。

#### 4. 开拓林德中国市场，整合技术优势

潍柴动力入主凯傲和林德后，开始在德国投资厂房、设备，帮助林德和凯傲扩大生产规模。此前，林德液压更像是一个内部车间，单向凯傲集团供货，只需关注生产和研发，丝毫不用担心市场销售；但潍柴入主后，林德液压成为一个独立的市场主体，如何开拓市场成为了最棘手的难题。

潍柴动力提出将林德液压的先进技术与中国低成本相结合，使战略新兴业务与集团优势产业形成协同效应，于 2014 年 12 月成立林德中国，是林德液压在中国乃至东南亚、南亚的的研发、生产、制造和销售基地。林德液压持股 51%，潍柴动力持股 49%。

在林德中国的业务管理方面，潍柴将“德国品质”优势与“中国制造”、“中国服务”优势相融合。涉及质量的环节，如采购、生产、装备等，均由德国高管负责；涉及销售、售后、商务等环节均由中方负责。

在市场管理推广方面，此前林德液压产品种类不足，另外由于在中国只有一个代理商加上本身定价较高，其液压件市场价高出国际一线产品 30%以上，导致缺乏市场竞争意识的林德销售收入较低。针对这些问题，潍柴动力为林德中国的市场开拓提出了一系列解决

方案：首先降低产品价格，与竞争对手同价竞争；同时拓展产品种类，组建新的研发团队针对中国压路机、推土机、挖掘机、叉车等行业市场研发全领域、全系列产品，提高产品的竞争力；其次将林德液压件与潍柴发动机充分匹配，利用潍柴动力在中国市场的销售网络全面推广销售林德液压件。

潍柴的市场技术管理措施使林德中国获得了稳定的客户，销售业绩持续上涨。按规划，林德中国将在 2018 年实现 6 条生产线、10 个试验台的建设，具备生产全系列林德液压产品的能力，综合年产能达到 10 万台。正是潍柴动力结合并购双方优势开拓林德中国市场的措施，实现了协同效应的发挥，为企业带来了更多收益以及更大的市场发展潜力。

#### 4.8 并购案例总结

潍柴动力并购德国凯傲集团主要基于协同动因，其中对林德液压的并购也出于获取核心技术的动因。Jensen 和 Ruback（1983）提出效率是并购动因之一，并购能够提高双方的管理效率；此外，并购还可为企业带来由规模经济和范围经济产生的经营协同。针对协同动因引发的并购能否为企业带来收益，Berkovitch 和 Narayanan(1993)根据实证研究发现大部分并购由协同效应和管理者自负驱动，其中以协同效应为动因的并购带来的效应是正面的；Harding 和 Rovit（2004）也通过研究并购案例提出相关多元化的并购能够节约经营成本，且大部分成功的并购都是发生在相关领域。对于潍柴动力如何采取措施使其基于协同动因的并购活动得以发挥协同效应，前文进行了较为详细的分析。

首先，通过并购德国凯傲旗下的林德液压，潍柴动力掌握了液压核心技术，改变了国内液压产品长期依赖进口的局面，并通过持续注资实现了林德在中国的落成，潍柴动力重新

调整了林德液压的战略导向和产品构成，并利用自身的销售网络为林德打开了市场。对林德业务及市场的整合有利于潍柴动力更好地利用液压技术发挥经济效益，销售网络、客户服务等资源的共享更是有效发挥了并购的协同效应。其次，通过互享运作经验及资源，并购双方能够提高管理效率，凯傲集团丰富的服务经验和成熟的业务模式能够帮助潍柴动力优化业务结构；遍布全球的生产工厂更是为潍柴动力的国际业务扩张提供了潜在的可利用资源；而其运营经验也可以帮助潍柴动力实现管理升级，建立更为完整高效的业务链。

要使并购得以发挥协同，并购方必须采取一系列的管理整合活动。Lipton（1982）、Callahan（1986）等人提出了由于并购重组过程中存在不匹配性，引起了重组的整合问题。潍柴动力对凯傲集团的并购完成后，为实现并购效应，在业务、战略、人员、组织文化等方面进行了管理整合。战略整合方面，潍柴不仅持续注资凯傲，还将凯傲的发展纳入自身的战略规划，并且助力凯傲完成了对北美第一大自动化物流供应商德马泰克的收购，实现了三者在市场及业务上的互补，新加入的物流服务业务更是完善了潍柴动力的产业链。人员组织整合方面，潍柴动力通过派遣监事进驻凯傲管理层，在参与治理推进双方战略统一的同时还对凯傲管理层采取了股权激励，有效减轻了代理问题，实现了在人员管理以及公司治理上的高效整合。而在文化整合方面，潍柴动力坚持“责任、沟通、包容”的文化理念，对凯傲集团的公司文化采取充分尊重的态度，做到以文化融合促进集团整合。

宋建波、沈皓（2007）通过实证研究发现企业管理层的管理能力与并购绩效成正相关，而潍柴动力的成功并购案例也展示了该企业成熟的管理能力和强大的整合能力。对于基于协同动因的并购案例，并购方必须考虑采用何种措施对双方的各项业务及资源进行整合，

不能单纯地认为简单合并就可以使并购产生“ $1+1>2$ ”的效应，潍柴动力的并购案例为并购企业带来了很大的参考价值。

## 第 5 章金轮蓝海股份并购海门森达案例分析

### 5.1 公司概况

#### 5.1.1 金轮蓝海股份有限公司

金轮蓝海股份有限公司公司前身为金轮针布（江苏）有限公司，由中国金轮特种钢丝产业集团有限公司于 2004 年 12 月 14 日独家发起设立，从设立至整体变更为股份有限公司经历了两次增资。经商务部以商资批[2007]2045 号文批准，2007 年 12 月 26 日，金轮针布（江苏）有限公司整体变更为金轮科创股份有限公司。

公司主要从事纺织梳理器材的研发、生产和销售，并配套专项工艺和技术服务，致力于成为全球领先的纺织梳理解决方案提供商。主要产品包括：金属针布、弹性盖板针布、带条针布、固定盖板针布、预分梳板、分梳辊、整体锡林和顶梳等，纺织梳理器材是纺织机械的关键专用基础件。公司梳理器材销售收入继续保持国内行业第一，行业龙头地位得到进一步巩固。

金轮股份生产的纺织梳理器材则是以线材和特种钢丝为主要原材料的产品，占主营业务成本的 25%以上。从 2012-2015 年公司主营业务收入及占比情况如下：

表 9 金轮股份主营业务收入情况

产品类别	2015 年 1-6 月		2014 年度		2013 年度		2012 年度	
	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例
金属 针布	111888.11	53.62%	20754.37	54.36%	20292.62	51.24%	21931.43	54.61%
弹性 盖板 针布	4441.48	21.18%	8013.44	21.09%	8067.76	20.37%	8997.25	22.41%
固定 盖板 针布	1348.03	6.46%	2501.62	6.58%	2021.63	5.10%	2238.17	5.57%
带条 针布	2662.73	12.76%	4045.9	10.65%	6461.79	16.31%	4910.60	12.23%
其他	1226.99	5.88%	2678.52	7.05%	2763.46	6.98%	2079.38	5.18%
合计	20867.34	100%	37993.85	100%	39607.26	100%	40156.83	100%

### 5.1.2 海门森达不锈钢装饰材料有限公司

森达装饰是一家集科研、生产、销售于一体，专业研发生产不锈钢装饰材料板的高科技企业，产品是以不锈钢为原料，通过拉丝、抛光、蚀刻、涂钛等工艺流程加工后的不锈钢制品为主。森达装饰是江苏省重点培育的民营中小企业、南通市百强企业、海门市金牌企业。

森达装饰的各类不锈钢装饰材料板被广泛应用于电梯、家用电器及厨具等领域，公司的客户包括奥的斯电梯、通力电梯、海信电器、海尔、方太、帅康等知名企业。稳定、优质的客户资源为公司有效保障了公司盈利能力的连续性和稳定性。

森达装饰进入不锈钢装饰板行业较早，经过多年发展，积累了较为丰富的行业经验，并形成了一支优秀的技术研发团队，是行业内不锈钢装饰板品类最为齐全的少数生产商之一，

产品覆盖镜面板、拉丝板、磨砂板、和纹板、喷砂板、蚀刻板、压花板、抗指纹板、疏油板等，能够满足客户多样化的需求，在国内高端不锈钢装饰板领域处于领先地位。

## 5.2 并购动因及目标选择

### 1. 主业容量有限，寻求多元化发展

金轮股份上市后，由于原主营业务容量有限，必须寻找新的增长空间和新的增长方式，必须通过外延式发展更好地促进公司做大做强。由于公司原主营业务是属于工业品细分领域——纺织梳理器材领域中的全球龙头企业。因此公司希望未来收购的对象是某工业品细分领域的佼佼者。标的公司所在的行业为不锈钢领域行业，该行业的市场容量大，发展前景广阔，标的公司属于不锈钢装饰板材中的龙头企业。

Stein(1997)认为多元化可以创造价值，企业管理层能够在内部资本市场中将资金转移到收益更好的项目中。金轮股份选择并购森达装饰的主要动因正是原行业发展受限，公司希望通过并购进入新的领域获取新的利润空间，并寻求多元化发展以有效降低经营风险。一个多元化的公司总部可以将资金转给更有希望创造股东价值的经营部门，最终，企业多元化可以通过减少在产品、劳动力和金融市场等方面的失败来创造股东价值。

### 2. 并购目标选择

企业在并购标的公司前先考虑原主营业务领域中的纺织器材领域企业，希望实施同兴多元化拓展。由于纺织器材领域中的标的公司被收购意愿不强烈或要价太高，因此未能在原有领域内实施收购。最终选择目标公司是由于目标公司董事长和金轮蓝海董事长是朋友关系，彼此十分了解。

### 5.3 并购方式及流程

#### 1. 发行股份及支付现金购买资产

上市公司拟以发行股份和支付现金相结合的方式购买朱善忠、朱善兵、洪亮持有的森达装饰 100% 的股权，其中以发行股份方式支付交易对价的 60%，以现金方式支付交易对价的 40%。合计发行股份数量为 25,169,037 股，具体情况如下：

表 10 股份交易情况

序号	交易对方	金轮股份拟向其发行股份数（股）
1	朱善忠	15,101,423
2	朱善兵	5,033,807
3	洪亮	5,033,807
合计		25,169,037

本次交易完成后，上市公司将持有森达装饰 100% 的股权。根据交易各方协商，森达装饰 100% 股权的交易价格参考评估机构出具的评估报告，确定交易价格为 94,300 万元。

#### 2. 发行股份募集配套资金

上市公司拟向不超过 10 名特定对象非公开发行股份募集配套资金不超过 38,955 万元，用于支付本次交易的现金对价及中介机构费用。募集配套资金总额不超过拟购买资产交易价格的 100%。由于上市公司 2014 年度股东大会审议通过了《2014 年度利润分配预案》的议案，公司以现有总股本 134,100,000 股为基数，向全体股东每 10 股派 0.60 元（含税），上述分红方案已实施，除息日为 2015 年 6 月 18 日，调整计算后本次发行价格为不低于

22.48 元/股。按照本次发行底价 22.48 元/股计算，向不超过 10 名特定投资者发行股份数量不超过 17,328,736 股。

本次发行股份及支付现金购买资产不以配套募集资金的成功实施为前提，最终配套融资发行成功与否不影响本次发行股份及支付现金购买资产行为的实施。

### 3.发行价格

上市公司本次向交易对方发行股份购买资产的定价基准日和向特定投资者发行股份募集配套资金的定价基准日均为上市公司的第三届董事会 2015 年第五次会议决议公告日。

#### (1) 发行股份购买资产

根据《重组管理办法》第四十五条规定，“上市公司发行股份的价格不得低于市场参考价的 90%。市场参考价为本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前 20 个交易日、60 个交易日或者 120 个交易日的公司股票交易均价之一”。

根据上述规定，上市公司发行股份定价基准日前 20 个交易日、60 个交易日以及 120 个交易日的股票交易均价 90%的价格分别为 22.531 元/股、24.268 元/股以及 24.115 元/股。基于上市公司近年来的盈利情况及同行业上市公司估值的比较，经交易各方协商，上市公司发行股份购买资产的发行价格确定为 22.54 元/股，不低于定价基准日前 20 个交易日股票交易均价（董事会决议公告日前 20 个交易日公司股票交易均价=决议公告日前 20 个交易日公司股票交易总额/决议公告日前 20 个交易日公司股票交易总量）的 90%。由于上市公司 2014 年度股东大会审议通过了《2014 年度利润分配预案》的议案，公司以现有

总股本 134,100,000 股为基数，向全体股东每 10 股派 0.60 元（含税），上述分红方案已实施，除息日为 2015 年 6 月 18 日，调整计算后本次发行价格为 22.48 元/股。

在定价基准日至发行日期间，若上市公司实施派息、配股、送股、资本公积金转增股本等除权除息事项的，则将根据深圳证券交易所的相关规定对发行价格和发行数量作相应调整。

### （2）发行股份募集配套资金

本次向特定投资者募集配套资金的发行价格按照《上市公司证券发行管理办法》、《上市公司非公开发行股票实施细则》等相关规定，不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%，即 22.54 元/股。由于上市公司 2014 年度股东大会审议通过了《2014 年度利润分配预案》的议案，公司以现有总股本 134,100,000 股为基数，向全体股东每 10 股派 0.60 元（含税），上述分红方案已实施，除息日为 2015 年 6 月 18 日，调整计算后本次发行价格为不低于 22.48 元/股。

最终发行价格将在本次发行获得中国证监会核准后，由上市公司董事会根据股东大会的授权，按照相关法律、行政法规及规范性文件的规定，依据发行对象申购报价的情况，与本次交易的独立财务顾问协商确定。

在定价基准日至发行日期间，若上市公司实施派息、配股、送股、资本公积金转增股本等除权除息事项的，则将根据深圳证券交易所的相关规定对发行价格和发行数量作相应调整。

### （3）本次交易未导致上市公司控股股东及实际控制人变更

截至本报告书出具之日，金轮股份的控股股东为蓝海投资，持有上市公司 63,256,546 股股份，占上市公司本次发行前总股本的 47.17%。实际控制人陆挺通过蓝海投资、安富国际（HK）控制上市公司 88,358,350 股股份，占上市公司本次发行前总股本的 65.89%。

假设本次募集资金配套融资的发行价格与本次发行股份购买资产的价格相同，募集配套资金为 38,955 万元，按照交易标的的交易价格及上市公司股份发行价格测算，本次交易完成后，蓝海投资持有上市公司股份的比例将下降至 35.82%，实际控制人陆挺控制的上市公司股份的比例将下降至 50.03%。

#### 5.4 并购风险

##### 1. 本次交易可能终止的风险

本公司已经制定了严格的内幕信息管理制度，公司与交易对方在协商确定本次交易的过程中，已经采取了必要的措施尽可能减少内幕信息知情人员的范围，减少和避免内幕信息的传播，但仍存在因公司股价异常波动或异常交易可能涉嫌内幕交易而致使本次重大资产重组被暂停、中止或取消的可能。

此外，在本次交易进程中，交易各方也可能根据市场环境、宏观经济变动以及监管机构的审核要求对交易方案进行修改和完善，如交易各方无法就修改和完善交易方案达成一致意见，亦使本次交易存在可能终止的风险。

##### 2. 配套融资未能实施或融资金额低于预期的风险

本次交易方案中，上市公司拟向不超过 10 名的特定对象投资者以非公开发行股票的方式募集配套资金，配套融资金额不超过 38,955.00 万元，用于支付本次交易的现金对价及中介机构费用。

但受上市公司的股票交易波动或者市场环境发生变化的影响，募集配套资金能否顺利实施存在不确定性。若出现募资配套资金不足或募集失败的情形，上市公司将自筹资金支付本次交易的现金对价及中介机构费用，将对公司的现金流和财务状况产生影响，带来一定的财务风险。

### 3.标的资产承诺业绩无法实现的风险

根据《盈利预测补偿协议》，本次交易的业绩承诺方承诺本次交易完成后，森达装饰 2015 年、2016 年、2017 年实现的净利润分别不低于 7,750 万元、8,053 万元和 8,335 万元，并就此承担业绩未达到承诺数额时的补偿责任。上述承诺净利润是各交易对方基于森达装饰过去的盈利情况以及目前的订单情况、研发能力和市场未来发展前景等因素作出的综合判断，遵循了谨慎性的原则，但仍具有不确定性，因此可能出现实际经营成果与承诺净利润存在一定差异的情况，提请投资者注意标的资产承诺净利润无法实现的风险。

### 4.盈利承诺补偿的兑现不足风险

为保障上市公司股东的利益，上市公司与交易对方在《购买资产协议》约定了标的资产在承诺期内若未能实现承诺业绩时，业绩承诺方将采用现金补偿及股份补偿相结合的方式对上市公司进行补偿。根据交易各方签署的《购买资产协议》，交易对方通过本次交易取得的上市公司的股份，自股份发行结束之日起十二个月内不得转让，在前述基础上按一定条

件分三期解锁。上述对股份锁定期的约定在一定程度上保障了业绩承诺方履行业绩补偿的能力。

考虑到交易对方可能对外质押不超过 40%的股份以及将解禁后的股票对外出售，同时还将通过本次交易获得的上市公司股份质押给森达装饰作为对外担保损失的保障性措施，业绩承诺方可能存在股份不足以履行股份补偿义务的情形。而根据《购买资产协议》的约定，若出现股份不足以补偿的情形时，业绩承诺方需以现金方式进行补偿，但现金补偿的可执行性较股份补偿的可执行性低，因此亦可能出现现金补偿也无法实现的情形，提请投资者注意相关风险。届时若业绩承诺方未根据《购买资产协议》及《盈利预测补偿协议》向上市公司进行补偿，上市公司将根据上述协议约定的违约责任条款向业绩承诺方进行追偿。

#### 5.收购整合风险

本次交易前，上市公司的主营业务为纺织梳理器材研发、生产和销售业务；本次交易后，上市公司通过收购森达装饰将主营业务拓展至不锈钢装饰材料板领域。根据上市公司现有规划，上市公司将继续保持森达装饰的独立经营地位并维持森达装饰原有的管理团队。上市公司将根据森达装饰的生产经营特点制定和完善内部控制管理制度，规范公司治理，在人员、管理、运营以及文化等方面对标的公司进行整合。但由于上市公司与本次收购标的业务技术、所处行业及公司文化均存在差异，本次收购能否顺利融合并保持森达装饰的竞争优势存在一定的不确定性，存在由于整合不利导致的经营业绩波动的风险。

#### 6.股票价格波动风险

上市公司股票价格不仅受公司的盈利水平及发展前景的影响，也受到市场供求关系、国家宏观经济政策调整、金融政策的调控、股票市场投机行为以及投资者心理预期等因素的综合影响。在此期间公司股票价格可能出现波动，从而给投资者带来一定的风险。

针对上述情况，为保护投资者的合法权益，上市公司将严格根据《公司法》、《证券法》、《上市公司信息披露管理办法》等有关法律法规的要求，真实、准确、及时、完整、公平的向投资者披露有可能影响上市公司股票价格的重大信息，以利于投资者作出证券的投资决策。

#### 7.市场竞争加剧风险

伴随国内城市化进程及人民生活水平的不断提高，城市建设、城市美化以及人们日常生活对不锈钢需求也持续提高，根据国家《钢铁工业“十二五”发展规划》预计 2015 年国内不锈钢消费量将达 1,600 万吨，较 2010 年增长 70.21%。不锈钢市场广阔的需求吸引了大量国内外资本及相关行业企业的投入，国内不锈钢及相关制品的产能也呈快速增长态势，国内不锈钢装饰板行业的市场竞争日趋激烈，销售价格下降，利润率水平随之下降，对森达装饰未来经营业绩产生不利影响。

#### 8.技术风险

随着森达装饰产品下游应用领域新产品的研发、工艺技术的改良升级、终端客户需求的变化，对不锈钢板的品质、良品率、个性化的要求将不断提升。如果森达装饰在技术研发方面不能跟上行业发展趋势和客户需求变化，其现有技术优势可能会被竞争对手超越，进而失去部分客户和市场份额，从而影响其盈利能力和持续发展能力。

## 9.政策风险

森达装饰所处行业，与宏观经济运行发展及国民经济建设密切相关，近年来国家发改委、工信部颁布了一系列产业政策，为行业内企业的发展奠定了良好的基础。《钢铁工业“十二五”发展规划》重点发展的关键特钢品种，包括高档不锈钢，同时预计我国不锈钢需求量将由 2010 年 940 万吨增长至 2015 年的 1,600 万吨。森达装饰根据产业政策适时调整发展规划，坚持不锈钢品种的结构调整和优化升级，符合国家相关的产业政策要求。但是，不排除国家未来会对钢铁产业出台更为严厉的调控政策，公司将面临产业政策风险。

## 10.原材料价格波动的风险

不锈钢冷轧卷板是森达装饰生产的主要原材料，而铁矿石、镍、铬是不锈钢板生产的主要原材料，特别是镍矿在不锈钢原料成本中占比超过 50%。近年来，国际市场镍的价格波动较大，对不锈钢产品的生产成本影响较大。尽管森达装饰大部分产品销售价格已经采取与不锈钢冷轧卷板价格实行联动，但如果原材料价格出现大幅波动，公司仍将面临产品价格波动的风险，公司盈利能力将受到一定影响，存在利润波动的风险。

## 11.对外担保的风险

报告期内，标的公司存在对外担保情况。截至本报告书出具之日，标的公司对外担保总额为 3,313.40 万元。虽然报告期内森达装饰未出现因被担保方违约而承担担保责任的情形，但若被担保人由于经营恶化、滥用资金等原因无法按期归还银行借款，可能导致森达装饰承担担保责任并遭受经济损失。

对于上述担保事项，本次交易的全体对方已在《购买资产协议》中承诺：

森达装饰提供任何形式的对外担保，如承担担保责任并导致森达装饰遭受经济损失的，由朱善忠、朱善兵、洪亮按持股比例对森达装饰承担赔偿责任。转让方同意根据截至交割日森达装饰对外担保总额及上市公司本次增发股份的上市之日的收盘价格计算应质押的股票数量，并于上市公司新增股份上市次日按照上述计算结果由转让方按照其在本次交易前各自持有的森达装饰的股权比例，将转让方在本次交易中获得的上市公司的部分股票质押给森达装饰。若转让方届时拒绝按照约定履行担保损失的现金补偿义务的，则森达装饰有权以合法方式将上述质押的股份变现，用以补偿损失。

#### 12.商誉减值的风险

公司本次收购森达装饰 100%股权属于非同一控制下的企业合并。根据企业会计准则的有关规定，非同一控制下的企业合并中，购买方对合并成本大于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额，应当确认为商誉，该等商誉需要在未来每个会计年度末进行减值测试。如果森达装饰未来经营状况恶化，则存在商誉减值的风险，从而对上市公司当期损益造成不利影响，提请投资者注意风险。

#### 13.交易标的评估风险

本次交易的评估机构银信评估采用了资产基础法和收益法对森达装饰 100%股权进行了评估，并采用了收益法评估结果作为最终评估结论。以 2014 年 12 月 31 日为评估基准日，森达装饰 100%股权评估值为 94,328.00 万元，评估增值 65,106.47 万元，增值率为 222.80%。经过上市公司与交易对方协商，标的资产的交易作价确定为 94,300.00 万元。

本次交易标的资产的估值较账面净资产增值较高，特提醒投资者关注本次交易定价估值较账面净资产增值较高的风险。

## 5.5 并购绩效分析

### 5.5.1 事件研究法

本节采用和上一节相同的事件研究法对金轮股份并购森达装饰这一事件带来的短期财富效应进行分析。同样通过计算金轮股份并购森达装饰公告发布前后某段时间（事件窗）内，金轮股份实际收益与公司股票的预计收益之间的差额，来反映并购活动在短期内对投资者财富的影响。

1. 事件窗口期选择。本文以金轮股份并购森达装饰的公告宣告日 2015 年 4 月 13 日为事件发生日（ $t=0$ ），以事件发生前后各 3 个交易日为事件的窗口期。以事件窗口前 10 个交易日为收益率估计期间。

2. 在 wind 数据库收集窗口期及样本期内金轮股份的股票价格（采用后复权）和市场指数，计算金轮股份日收益率和市场收益率如下。

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}, R_{m,t} = \frac{P_{m,t} - P_{m,t-1}}{P_{m,t-1}}$$

其中， $P_{i,t}$  分别是个股（在该案例中为金轮股份）在第  $t$  日的股票收盘价； $P_{m,t}$  分别是市场在第  $t$  日的指数； $R_{i,t}$  和  $R_{m,t}$  分别为对应计算出的  $t$  日的个股收益率和市场收益率。 $t = -130, \dots, -10$  是从金轮股份并购森达装饰公告日的前 130 天到并购公告日后的前 10 天。 $t = -3, \dots, 3$  是从金轮股份并购森达装饰公告日的前 3 天到并购公告日后 3 天。

3. 首先以估计期间的数据为样本，采用市场模型法（CAPM）计算预期正常收益率。

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i E(R_{m,t}), t = -130, \dots, -10$$

通过以上线性回归，估计出  $\hat{\alpha}_i$  和  $\hat{\beta}_i$ 。

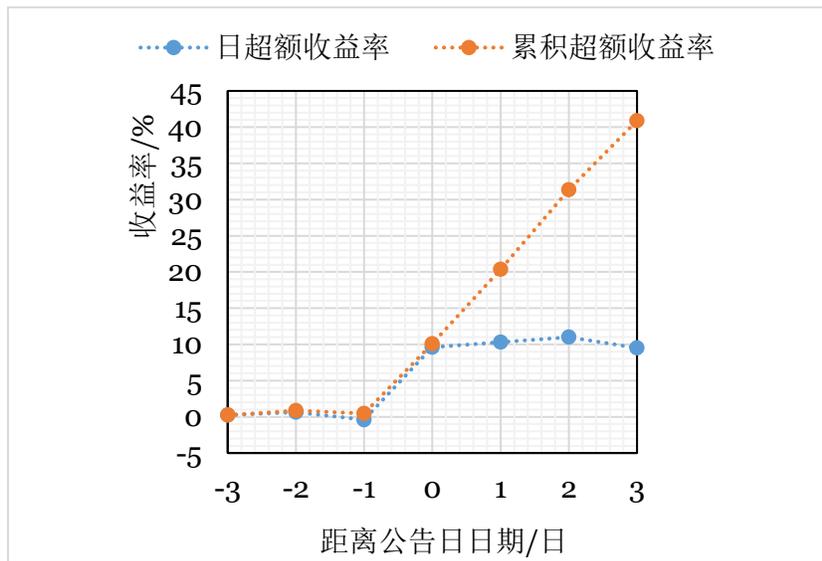
4. 再考虑事件期，利用上一步中估计出的  $\hat{\alpha}_i$  和  $\hat{\beta}_i$  计算异常收益率和累积异常收益率。

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t}), t = -3, \dots, 3$$

$$CAR_i = \sum_{t=-3}^{t=3} AR_{i,t}$$

其中  $AR_{i,t}$  为个股在第  $t$  日的异常收益率， $CAR_i$  为个股在事件期内的累积异常收益率。

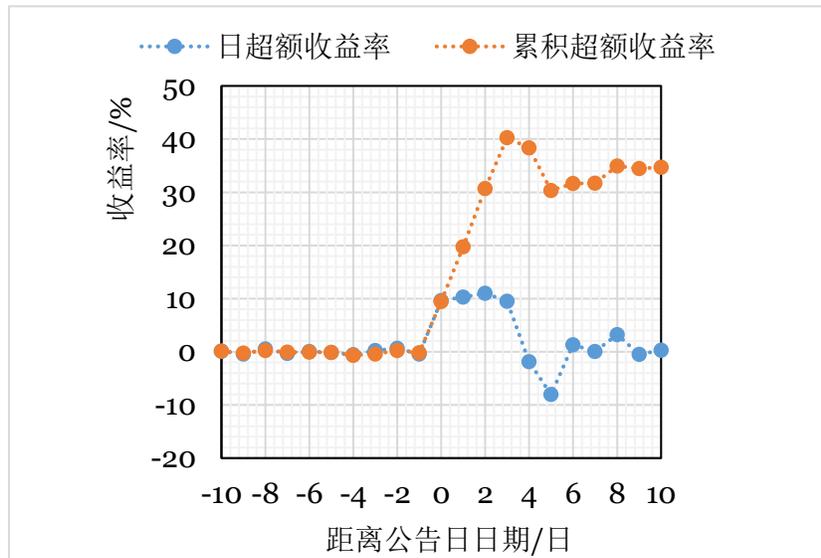
图 11 累计异常收益率（-3, 3）- 金轮股份



金轮股份并购森达装饰公告宣布日之后，在事件期-3 至 3 个交易日内，累计异常收益率为 40.90%。一方面是因为金轮股份之前长期停牌（从 2015 年 1 月 14 日），复牌后股票大涨。说明广大投资者看好金轮股份以及进行的此次并购事件。我们进一步的把事件期调整为前后十天，结果如下，累计异常收益率为 34.73%。说明此次并购事件对公司股

价有显著的正向影响，并且相对稳定。

图 12 累计异常收益率 (-10, 10) - 金轮股份



### 5.5.2 会计指标研究法

在进行会计指标研究时，文章同时分析企业各项指标自身的变化及剔除行业均值后的变化情况。金轮股份目前在证监会行业下的分类是金属制品业，而在 2015 年及之前的年份所属专用设备业，这一变化主要归因为其对森达装饰的并购行为，并购发生后企业主营业务发生变化。本文在分析行业情况时，减去的行业均值按照当年所属行业为标准，由此剔除行业均值的各项指标变化在并购发生年份可能波动较大。

#### 1. 盈利能力

并购发生前，即 2012 年至 2014 年，金轮股份的各项盈利能力指标均大幅下滑，较行业相比所占优势也有减弱。其业绩下滑的主要原因是纺织业不景气，以及折旧及人工成本上升，此外公司因上市支付路演费用也产生了一定影响。彼时国内纺织行业面临的形势较为复杂，市场需求增长乏力、国内外棉花价差仍然较大、成本持续上升等因素，导致纺织行

业发展压力较大。其中 2014 年下降趋势尤为明显，营业利润 4156.92 万元，比上年同期下降了 24.20%；归属于上市公司股东的净利润为 3394.11 万元，比上年同期下降了 29.70%。

纺织业发展受限使得金轮股份调整了发展战略：联合工业品细分领域优势企业，通过电商平台，向客户提供高性价比产品，重构工业品供应生态圈；同时确定了未来的发展模式：通过并购实现外延式扩张；通过提升经营管理水平，实现内涵式增长。

图 13 销售净利率变化情况

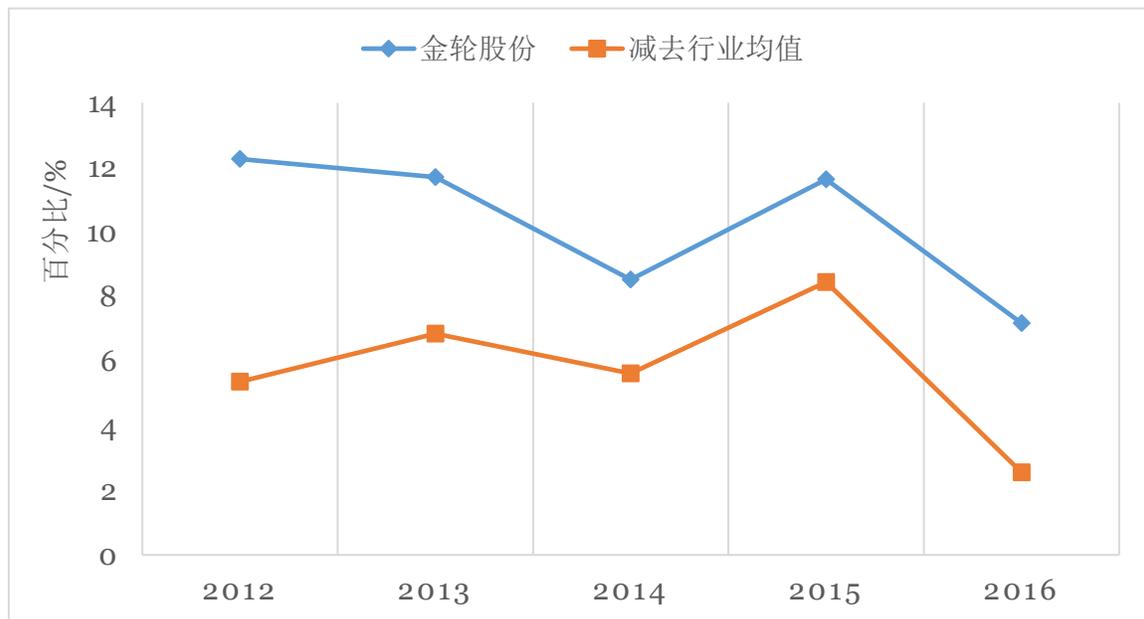
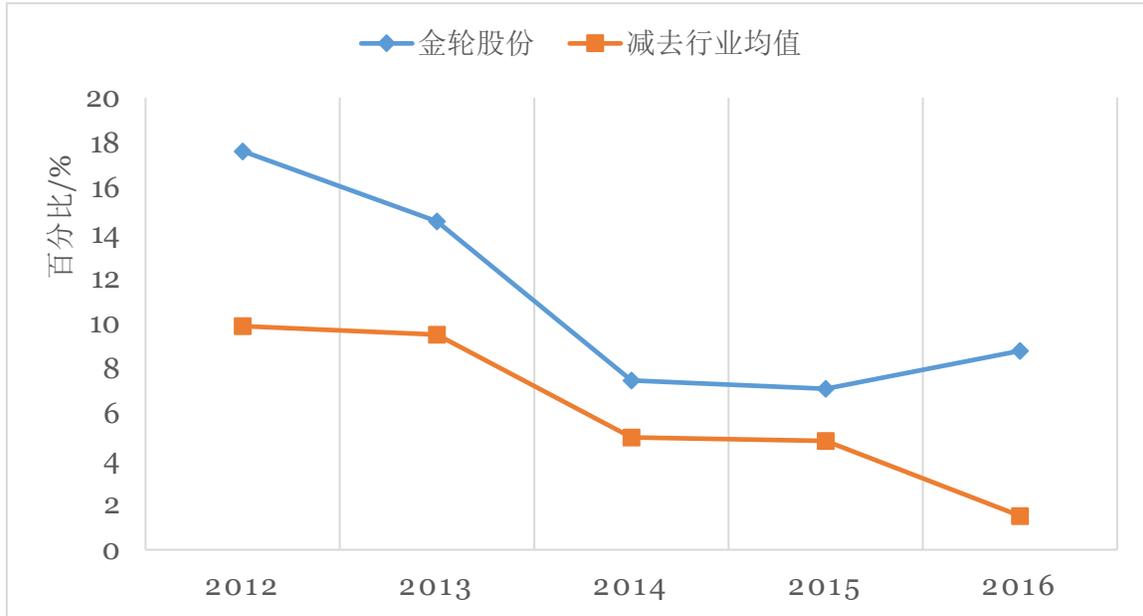


图 14 ROE 变化情况



2015 年金轮股份并入森达装饰 12 月的利润，净资产收益率及总资产报酬率均得到提升，其盈利能力在行业内的优势回升；而销售净利率在 2014 年至 2016 年先升后降，主要原因是其处于战略布局新阶段，由于业务拓展需要，招聘人员较多，导致公司薪酬及运营费用大幅增加。

2016 年金轮股份被归于金属制品业，其盈利指标虽高于行业均值但优势不明显。总体来看，金轮股份并购森达装饰的活动为企业带来了新的盈利空间，提高了整体盈利水平，但由于并购发生时间较短，无法确定带来的盈利能力的增长是否是可持续的。

## 2. 营运能力

图 15 总资产周转率变化情况

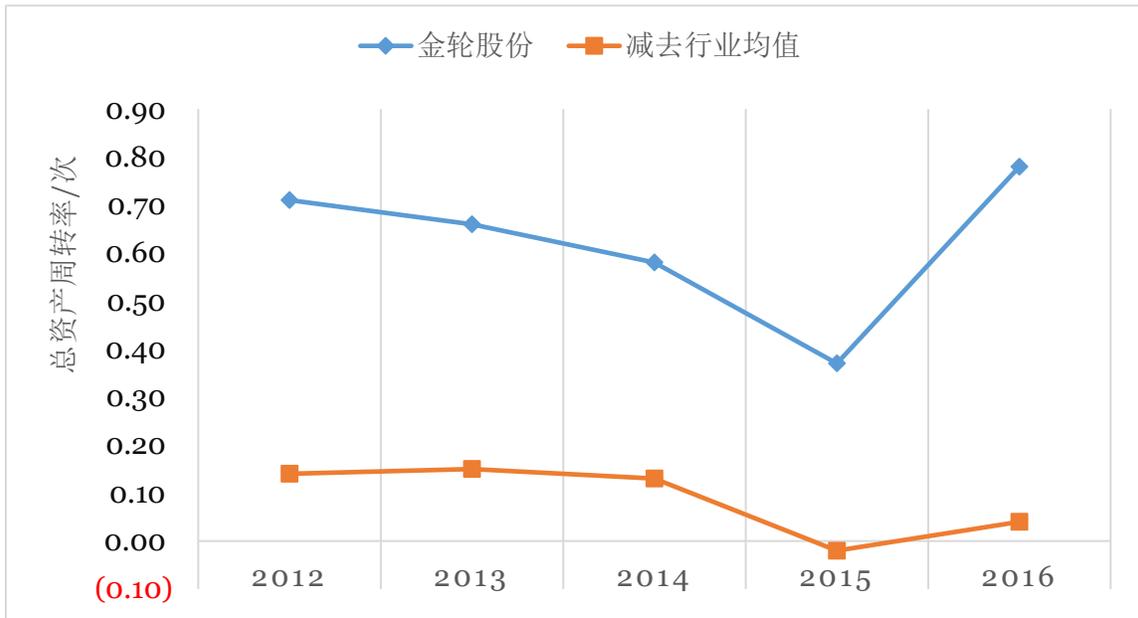


图 16 存货周转率变化情况

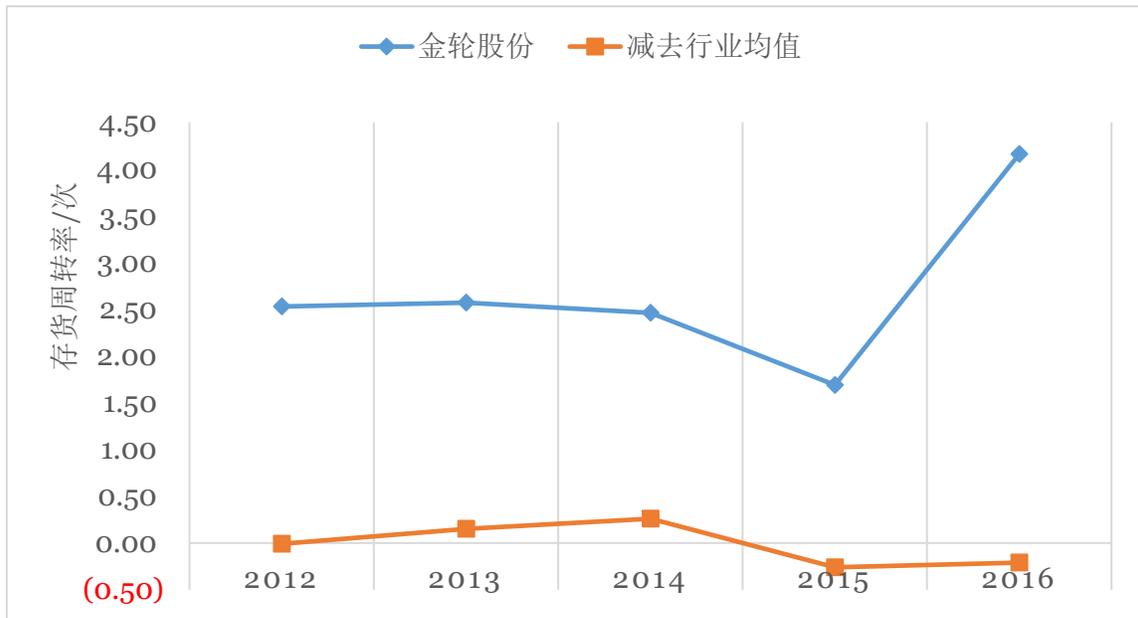
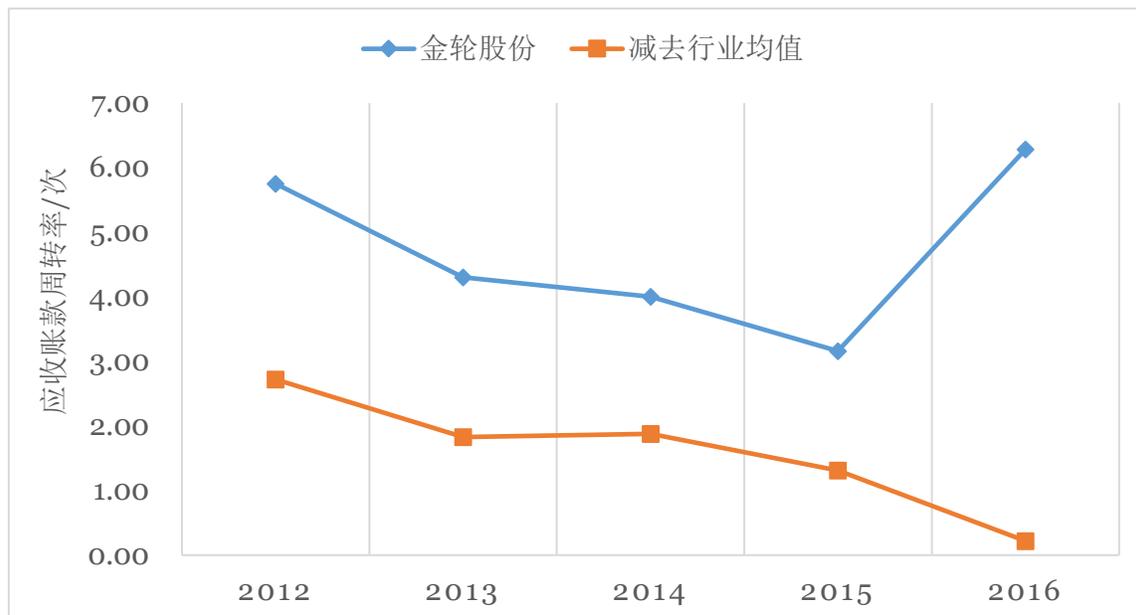


图 17 应收账款周转率



并购活动发生前，金轮股份的存货、应收账款及总资产周转率于 2012 年至 2015 年均呈下降趋势，原因主要是国内纺织业不景气，专用设备业的平均营运能力也在持续下降，其中应收账款周转率的下滑幅度最大。而整体上来看金轮股份的各项周转率均高于行业平均水平，2015 年之前基本维持住了行业优势，但并购当年营运水平下降较多。

2016 年并入森达装饰后，金轮股份的各项周转率有所提升，存货、应收账款及总资产周转率较去年同期几乎增加了一倍，但是相对新行业未体现营运优势。总的来说，并购活动为金轮股份的资产周转管理能力的影响不明显。

### 3. 偿债能力

图 18 资产负债率变化情况

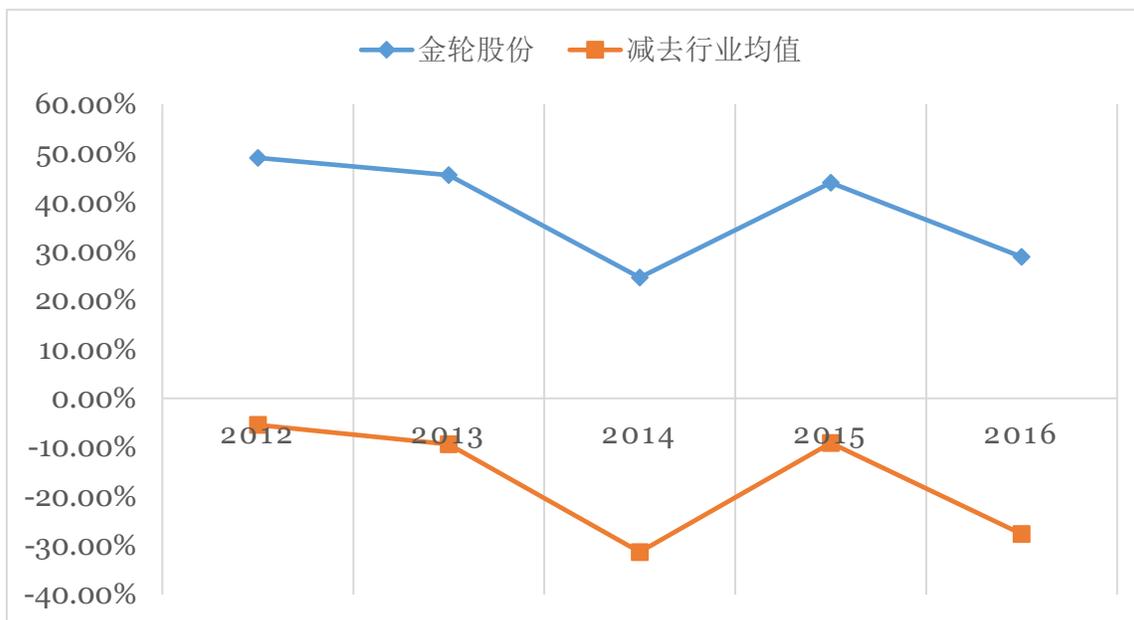


图 19 流动比率变化情况

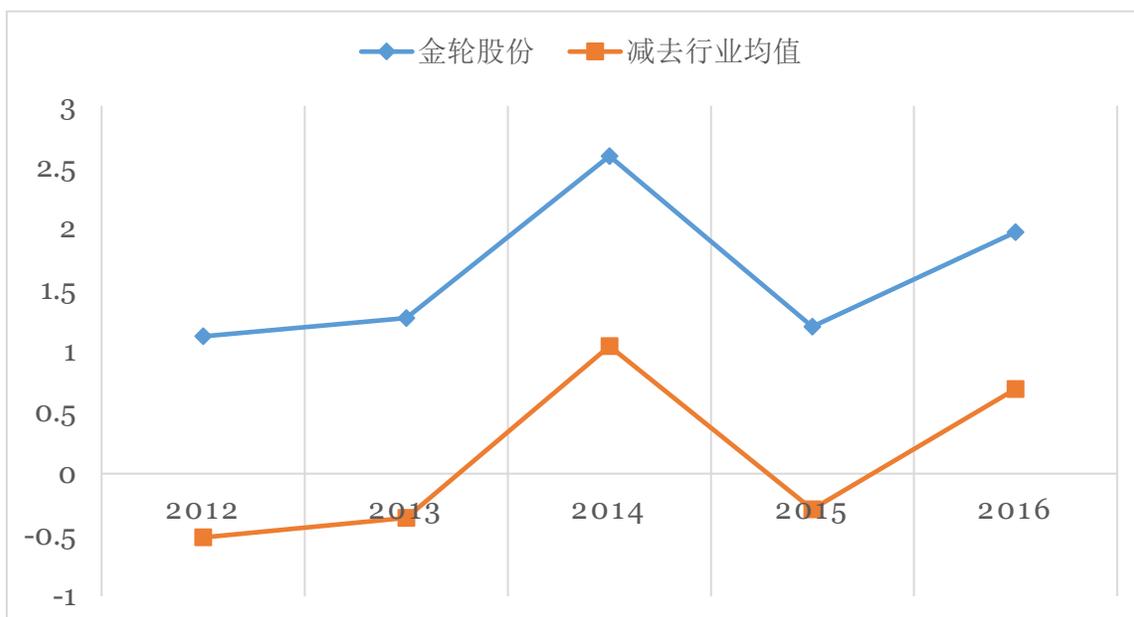
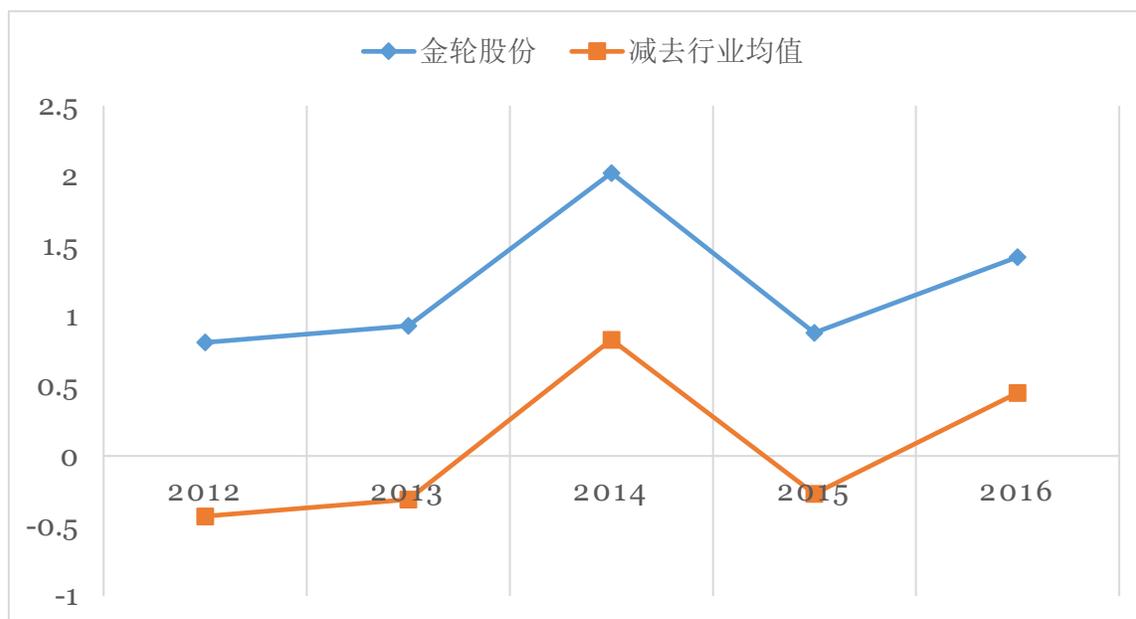


图 20 速动比率变化情况



金轮股份的各项偿债指标在 2014 年发生的变动最大，当年资产负债率几乎降到了去年同期的二分之一，而流动比率及速动比率则多了一倍。这一变化的主要原因是公司上市后募集资金到位，使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金，归还了 9,000 万贷款，使得短期借款占总资产比例由 2013 年的 37.86% 减少至 17.57%。

2012 年至 2015 年间，金轮股份的资产负债率一直低于专用设备业的平均水平，而流动比率及速动比率整体上低于行业水平，说明金轮股份长期偿债能力表现较优但短期偿债能力较行业水平相比较低。并购活动发生后，金轮股份的各项偿债指标均在 2015 年降至之前的正常水平，而在 2016 年，各项偿债指标转好，流动比率及速动比率提升较大，同时资产负债率降低至 28.88%，公司的长期及短期偿债能力均处于金属制品业的领先地位。

整体上看，金轮股份对森达装饰的并购对其偿债能力并未产生太大压力，反而促使其偿债水平有所提高。

### 5.5.3 并购效应分析

#### 1. 市场发展角度

##### (1) 扩大市场容量，发展双主业

金轮股份上市后，受到纺织行业不景气的影响，业绩表现并不尽如人意。由于原主营业务容量有限，公司需要寻找新的增长空间和新的增长方式，通过外延式发展更好地促进公司做大做强。公司原主营业务属于工业品细分领域——纺织梳理器材，而金轮股份是此领域中的全球龙头企业，最后选择收购另一领域——不锈钢领域行业的佼佼者促进多元化发展。该行业的市场容量大，发展前景广阔，对公司业务转型升级有十分重大的帮助，为公司找到了一个全新的并且具有成长性的新领域。此外双主业的业务特点使得收入结构得到优化。未来公司还力图联合工业品细分领域内成长性较好的优势企业，重构工业品供应生态圈。

##### (2) 实现多元化发展

此次并购优质资产丰富公司现有业务结构，实现多元化发展战略，增强公司持续盈利能力，发挥双方在战略、管理、采购等方面的协同效应。同时会增加公司的经营规模，有利于增强投资者对公司发展的信心。

#### 2. 收入角度

##### (1) 金轮股份营业收入得以增加

2016年，金轮股份实现营业收入 173,814.13 万元，同比增长 227.61%；营业利润 16,122.77 万元，比上年同期增长 103.98%。归属于上市公司股东的净利润 12,481.67 万元，

同比增长 102.65%。森达装饰从 2015 年 12 月份开始纳入公司的合并报表范围，2015 年只有一个月纳入合并报表，2016 全年纳入合并报表，带来了业绩的大幅增长。

除新增的不锈钢产品收入增加外，金轮主营的其他产品营业收入也有不同程度的增加，其中 2015 年的增长幅度较大，2016 年金属针布、弹性盖板以及带条针布三项产品的收入均有增长。可见并购活动为金轮股份注入了新的活力，带来了新的盈利空间，业绩得以提升。

郭永清（2000）对 1994-1998 年深沪两市的 351 个并购案例进行研究，采用每股收益、主营业务收入、主营业务利润率及净资产收益率为评价指标对横向、纵向及混合并购进行分析，研究发现混合并购使公司的经营状况得以提高。而金轮股份在主营行业容量有限的情况下，通过并购进入市场容量较大且政策利好的新领域，可以有效配置资金，获取更多收益。

表 11 金轮股份营业收入变动

	2014	2015	2016
营业收入合计	397,922,948.20	530,559,448.07	1,738,141,279.39
金属针布	207,543,722.81	224,276,819.37	228,429,057.24
弹性盖板	80,134,419.36	87,786,567.89	92,530,364.56
固定盖板	25,016,196.81	34,760,921.99	31,572,138.01
带条针布	40,459,037.35	48,249,245.86	48,652,710.36
不锈钢装饰板加工	0.00	88,547,646.16	1,253,546,196.64

数据来源：金轮年份 2014-2016 各年年报

#### 5.5.4 并购后的管理整合

##### 1. 实施战略管控，设立不锈钢业务板块以促进协同

金轮股份将主营产品研发、制造和销售交由子公司独立经营管理，母公司定位为产业投资。这样母公司管理团队可以将精力集中在产业投资及对子公司战略层面的管控，子公司管理团队专注于各自业务相关领域的经营管理，母子公司职责定位清晰，有利于公司整体上的高效营运。金轮股份在 2016 年投资构建管理咨询平台，未来可以通过输出卓越经营管理模式，提升企业核心竞争力，为公司的扩张和整合提供的软件支撑。

并购活动成功促进了金轮股份的转型升级，为了深耕不锈钢领域，金轮对不锈钢领域中在其他产业集中区经营的企业和其他产品系列经营的企业展开投资布局，形成了一个业务板块。为方便母公司对该板块下几家子公司的统筹管理。母公司层面设立了板块公司，由板块公司根据确定的总体战略，统筹规划个子公司的运营战略。共形成了三大业务板块，分别包括：不锈钢产生板块、工业品产品板块、先进制造板块。其中金轮股份在不锈钢其他投资布局过程中的投资方向中重点考虑了和森达业务要有战略协同性，因此在战略整合方面金轮股份通过投资不锈钢领域布局力求实现高度协同。

夏新平、邹朝辉、潘红波（2007）对 298 例并购案例的实证研究表明基于协同动因的并购企业绩效优于基于代理动因的企业绩效，其中基于代理动因的企业并购后的绩效有所下降。这更加说明了并购企业在完成对目标企业的收购后，应利用各种管理活动调整双方的发展战略、业务补充等，以发挥更大的协同效应，使并购活动产生“1+1>2”的效应。

## 2. 外派董事实现人员的管理整合

在并购活动结束后，森达装饰成为一个全资子公司，金轮股份派出董事进驻森达董事会，通过董事会的外派董事对森达的经营管理实施管控。金轮股份对其他子公司也采用这样一种股份公司派出董事的方式，以履行对子公司的战略管控和财务管控。包括森达装饰在内的各子公司分别制订了董事会议事规则，明确了子公司董事会的权限和子公司总经理的权限区别。

其中派驻人员包括：生产副总，负责生产系统的管理，主要分管生产，促进森达生产效率的提升和生产成本的压降；财务经理，负责财务管理，主要通过财务经理来促进森达财务管理的规范性提升，和财务管理水平的提升，以满足上市公司的合规性的要求；4-5名基层管理和技术人员，负责协助原有中层管理人员管理，提高森达的基础管理水平。对于森达装饰的管理层人员，金轮股份暂未提供股权激励计划。Lewellen, Loderer 和 Rosenfeld (1985)研究发现收购公司在并购活动中获得的收益与其管理能力成正比，同时与管理层持有的股份数量成正相关。这说明代理问题的确影响着并购活动的绩效，而向管理层提供股权激励是较为有效的措施；金轮股份虽未提供股权激励，这与双方企业董事长是好友有一定关系，但直接派驻分管生产及财务的人员也有效提高了目标企业的管理能力，并且对代理问题的产生做出了一定的预防。

通过派出董事的管理方式，金轮股份针对子公司生产经营管理等方面存在的问题加以指导改进，从整体上实施战略及管控财务，能够更有效地进行整合活动，促进子公司的发展。

### 3. 在业务方面实施有效管理，提高效率

在生产方面，金轮股份对森达装饰的生产管理系统进行了强化，使得其生产效率得到了一定程度的提高，产能利用率提升了 10%以上，同时满足了市场增长带来的订单增长的要求。

下表为森达装饰主营成本构成的变化情况，可以看到 2016 年材料占比得到降低，说明了其生产效率有所提高。

表 12 森达装饰主营成本变动

不锈钢装饰板	2016年	2015年	同比增减
材料	95.49%	95.68%	-0.19%
人工	1.45%	1.27%	0.18%
费用	3.06%	3.05%	0.01%
合计	100.00%	100.00%	

在财务方面，金轮股份为森达装饰规范了财务管理软件，使得成本核算和财务管理更精确，使之更加符合上市公司的管控要求。

### 4. 多元化并购加大了管理成本

金轮股份基于多元化发展的动因并购了森达装饰，希望通过并购进入拥有广阔市场空间的新行业以获取更大的盈利空间，支撑上市市值。虽然多元化并购能够为企业注入新的活力，但研究发现并购中存在“多元化折价”现象，从企业长期发展的角度，并购实际上对股东价值造成了一定程度的摧毁。Danis, Danis 和 Sarin(1997)强调了代理问题对公司多元化程度的影响，企业多元化程度与管理层的控制权比例呈负相关。而 Lang 和 Stulz (1994)通过研究美国的数据发现了多元化公司相比于专业性的公司存在“多元化折价”，说明了

选择多元化可能并不是企业提升业绩的成功路径。在金轮股份进入不锈钢行业时，由于对新行业并不了解，在制定发展战略及整合战略时需要对该行业展开调研，这无疑增加了企业的管理成本。由于并购发生时间较短，金轮股份并购森达装饰的长期绩效还无法预测，因此长期来看该并购是否提高了企业的绩效还未可知。

## 5.6 并购案例总结

金轮股份并购森达装饰主要基于多元化动因，受到原主营业务容量有限的影响，金轮股份希望通过并购进入新领域获取新的盈利增长空间，实现多元化经营。Stein(1997)提出多元化可以创造价值，企业管理层能够在内部资本市场中将资金转移到收益更好的项目中，最终通过减少在产品、劳动力和金融市场等方面的失败来创造股东价值。针对多元化并购能否产生效应，Salter 和 Weinhold (1978) 通过实证研究提出企业通过并购实现多元化时，进入相关性领域的并购相比于非相关性并购更可能为股东带来收益。前文对金轮股份的并购案例进行了细致的分析，尤其关注并购后的管理整合，通过研究发现对基于多元化动因的并购尤其是发生在不相干领域的并购，要发挥并购效应更要采取有效的管理整合，促进双方企业的合作。

并购完成后，金轮股份首先实施战略管控整合，针对新进入的行业领域设立了不锈钢业务板块，主要负责产业投资以及战略管控，主营产品研发、制造和销售仍交由森达装饰独立经营管理。金轮股份对不锈钢领域中在其他产业集中区经营的企业和其他产品系列经营的企业展开了投资布局，得以实现了双方的战略协同性，促进自身多元化转型升级。

此外，金轮股份利用自身资源及运作经验，对森达装饰的生产管理系统进行优化，提升了其产能利用率；并对森达装饰的财务管理进行了优化，使双方进一步实现协同。

人员组织管理整合方面，金轮股份通过外派董事针对森达装饰在生产经营管理等方面进行指导改进，在生产效率、财务管理以及公司基层管理等方面实施整合，促进双方企业的融合发展以发挥并购效应。

Buono, Bowditch 和 Lewis(1985)通过案例研究发现即使是发生在同一行业的并购在整合组织文化时也存在很大困难，并购双方在企业组织文化上的差异可能导致并购无法取得预期的效应。企业在进行多元化并购时，尤其要注意组织文化的管理整合，从战略、业务、人员管理、企业核心文化等方面进行协调管理。由于金轮股份出于多元化的并购动因，进入与原主业不相关的新行业势必增加了其管理成本，要确定多元化是否最终毁损了公司价值还需跟踪企业的长期绩效。

## 第 6 章 A 公司并购 C 公司案例分析

### 6.1 公司概况

此案例中，本文选取国有企业 A 公司对 C 公司的并购案例进行研究。

#### 6.1.1 A 公司

A 公司是上海 B（集团）有限公司旗下的上市公司，是一家以云计算与大数据、行业解决方案及智能化产品为核心业务的专业化信息技术服务企业。A 公司原本是消费电子行业资深厂商，是国内最早上市的企业之一。

为了推进转型发展，2015 年 4 月，上市公司实施了重大资产重组，将旗下某（集团）有限公司和某股份有限公司的信息服务核心业务及相关资产置入上市公司，由上市公司负责运营以新一代信息技术为特征的智慧城市核心产业。

公司原本属电子元器件制造行业，主要生产和经营电视机、平板显示器件、家庭视听设备、微波炉等小家电产品、船用电子设备、信息技术产品、数字电视接收器、家用商用电器和电子产品及其软件的设计、研发、制造、销售和服务；生产销售真空电子器件及其应用产品、配件、基础材料和生产线设备（国家限制、禁止类及有特殊规定的产品除外）；自有房屋租赁；上述产品及技术的进出口业务。

#### 6.1.2 C 公司

C 公司是上市公司 A 公司的下属全资子公司，公司前身成立于 1993 年，是国内最早定位于信息技术服务的企业之一。C 公司总部位于上海，近年来业务规模的年均复合增长率 (CAGR) 达到 20% 以上，现业务规模超过 7 亿元人民币。公司服务对象包括政府事业单位及内外资企业，客户覆盖国民经济的各行各业。

其业务领域涵盖 IT 咨询规划、IT 基础设施系统集成、解决方案规划与实施、应用系统设计开发、运维支持等多种 IT 服务业务。业务方向涉及移动办公、协同协作、云计算、数据中心、大数据、移动互联网、信息安全、智慧政务等领域。

C 公司在信息技术服务领域得到了客户与市场的广泛认可，公司客户包括世界 500 强的巨型跨国企业集团，也有初创型的创新创业公司，无论是大型企业的统一、规范、安全的信息化建设需求，还是创业企业灵活、整合、易用的移动协同办公需要，其都能通过一站式的信息技术服务来完美匹配。

## 6.2 并购动因及目标选择

### 6.2.1 并购动因

#### 1. 企业转型进驻新领域

由于公司原主营业务受限，营业收入及净利润在 2012 年较前一年均有降低，A 公司考虑转型以开扩新的市场，为企业注入新鲜活力。2013 年公司明确产业转型和发展路径，积极推进主营业务发展；优化资源要素，推进业务平台整合；提升创新能力，促进主营业务发展；优化人才结构，满足转型和发展需要；提高运行质量，提升主营业务盈利能力。公司通过兼并收购、自主发展、产品结构调整、资源要素整合，加快主营业务的转型和发展，进一步明确公司在以消费电子、特殊电子、智能安防为核心业务的主营业务方向。

与前两个案例有所区别，A 公司原本的主营业务盈利空间逐渐萎缩，企业希望借助并购得以转型，逐渐剥离市场发展潜力较低的原主业，进驻到新的行业。同时，作为稳定发展的国企，在行业竞争日益激烈的情况下并没有针对行业发展现状及时做出调整及改变，使

其难以在原行业恢复曾经的地位，因此通过并购新兴行业的企业以实现自身的转型显然为其提供了解决困境的可行方法。

除协同效应和代理理论外，管理者过于自信也是企业并购的动因之一，而 Rau 和 Vermaelen（1998）基于实证研究的结果正好支持“自负假说”。A 公司的转型并购策略中是否存在管理者过分乐观估计其带来的收益的动因还有待研究。

## 2. 新的战略发展规划

2015 年，A 公司规划了新的战略方向，涉及云计算、大数据领域，通过剥离部分及兼并收购实施资产重组。公司提出，将以技术、产品、解决方案为核心，在夯实传统 ICT 商业模式与价值实现基础上，拥抱中国智慧城市建设和运营的大潮，充分发挥集团公司地产、金融、制造等产业资源的联动和协同效应，研究与探索智慧城市的商业模式，广泛参与智慧城市的应用示范，致力构建基于物联网、云计算、大数据技术与平台的新型商业生态，最终实现城市智慧化，并为城市的智慧运营奠定坚实基础。

A 公司的战略愿景是：成为中国一流的信息技术服务提供商。其战略定位是致力于成为智慧城市整体解决方案提供商和运营商的主要平台，努力成为智慧城市方向的“领头羊”，带动集团在智慧城市领域的发展。而其选择的 C 公司在内的目标企业（如下表）均属电子通信设备及软件服务等，这正体现了 A 公司的战略布局，通过构建基于新技术的新型商业生态增强核心竞争力。

表 13 并购标的及行业

标的企业	所属行业
上海 D 股份有限公司	电子设备和仪器
上海 E 有限公司	互联网软件与服务
上海 F 有限公司	电子设备和仪器
上海 G 有限公司	通信设备
上海 C 有限公司	应用软件
上海 H 有限公司	信息科技咨询与其它服务
上海 I 有限公司	互联网软件与服务

### 6.2.2 目标选择

C 公司是国内最早定位于信息技术服务的企业之一，而且近年来业务规模不断扩大，具有很大发展潜力。此外其业务方向涉及移动办公、协同协作、云计算、数据中心、大数据、移动互联网、信息安全、智慧政务等领域，与 A 公司的战略定位相吻合。

同时，C 公司在信息技术服务领域得到了客户与市场的广泛认可，公司客户包括很多国际厂商，这为其战略发展提供了有力市场。因此，C 公司成为 A 公司进驻新领域的不错的并购选择。

### 6.3 并购方式及并购流程

2015 年，公司进行了重大资产重组，本次重大资产重组的方案由上市公司资产出售、发行股份购买资产两部分组成。2015 年 7 月 23 日，董事会第十次会议审议通过《关于公司资产出售及发行股份购买资产具体方案的议案》，拟以发行股份的方式购买 C 公司 100%

的股权、上海 F 有限公司 100%的股权、上海 G 有限公司 100%的股权、上海 E 有限公司 73.3%的股权、上海 H 有限公司 80%的股权、上海 I 有限公司 49%的股权、上海 D 股份有限公司 100%股权。

本次并购方式为发行股份购买资产。A 公司以审议本次重大资产重组事项的董事会决议公告日前 120 个交易日股票交易均价的 90%即 7.02 元/股的发行价格，发行股份数为 153,892,054 股，非公开发行股票购买 C 公司 54.50%股权，并向某自然人非公开发行股票购买 C 公司 45.50%股权。上述资产出售及发行股份购买资产方案经中国证监会上市公司并购重组审核委员会审核通过，并完成资产交割过户。

## 6.4 并购风险

### 1. 政策风险

国家出台了一系列支持智慧城市产业发展的政策，鼓励相关企业的发展，包括 2014 年 8 月国家发改委等八部委联合发布的《关于促进智慧城市健康发展的指导意见》、2014 年 1 月国家发改委等十二部委联合发布的《关于加快实施信息惠民工程有关工作的通知》、2012 年 11 月国家住房与城乡建设部发布的《关于开展国家智慧城市试点工作的通知》、2012 年 7 月国务院发布的《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划(国发〔2012〕28 号)》在内的支持政策为行业内企业的发展提供了良好的外部环境。但未来如果政策环境变化或上市公司和本次交易标的公司未能根据行业监管部门发布的最新政策及时调整经营思路，不排除因行业政策调整导致行业需求下降的风险。

### 2. 商誉减值风险

根据《企业会计准则》，本次重大资产重组完成后，在上市公司合并资产负债表中将会形成较大金额的商誉。根据《企业会计准则》规定，商誉不作摊销处理，需在每年年度终了进行减值测试。若未来行业产生波动、标的公司产品和服务市场口碑有所下降或者其他因素导致标的公司未来经营中不能较好地实现收益，那么本次重大资产重组所形成的商誉将会存在减值风险，从而对公司经营业绩产生不利影响。

### 3. 技术风险

重组注入标的公司大多是国内智慧城市产业各细分子行业中具备竞争优势与市场地位的优秀厂商，标的公司的竞争地位的确立以及竞争优势的体现主要依赖于其长期技术投入所建立的技术优势。若标的公司未来在技术更新、新产品研发等方面不能与行业需求保持相应的发展速度，或出现标的公司核心技术人员离职以及标的公司核心技术泄密等情况，会削弱标的公司的技术优势，对标的公司的生产经营造成不利影响。

### 4. 核心人员流失的风险

本次交易注入资产从事智慧城市产业的解决方案提供、系统集成服务及云计算、大数据等增值服务，专注于重点行业的深耕开发、定制化研究与服务。标的公司保持具有丰富行业经验的核心人员以及优秀的团队是公司生存和持续发展的重要保障。公司与交易对方签订的《发行股份购买资产协议》中，已就标的公司部分经营管理层的任职做出了关于竞业限制的特别约定。但是，标的公司仍存在核心管理团队、业务骨干大量流失，对标的公司的长期稳定发展及持续盈利能力带来一定的不利影响的风险。

### 5. 标的资产承诺业绩无法实现的风险

根据双方签订的《利润补偿协议》及《补充协议》，本次交易完成后，C 公司需要完成一定的业绩承诺数，并就此承担业绩未达到承诺数额时的补偿责任。因此可能出现实际经营成果与承诺净利润存在一定差异的情况，存在标的资产承诺净利润无法实现的风险。

## 6.5 并购绩效评价

### 6.5.1 事件研究法

本节同样采用和之前相同的事件研究法对 A 公司并购 C 公司这一事件带来的短期财富效应进行分析。

1. 事件窗口期选择。本文以 A 公司并购 C 公司的公告宣告日 2015 年 7 月 24 日为事件发生日 ( $t=0$ )，以事件发生前后各 3 个交易日为事件的窗口期。以事件窗口前 130 至前 10 个交易日为收益率估计期间。

2. 在 wind 数据库收集窗口期及样本期内 A 公司的股票价格（采用后复权）和市场指数，计算 A 公司日收益率和市场收益率如下。

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}, R_{m,t} = \frac{P_{m,t} - P_{m,t-1}}{P_{m,t-1}}$$

其中， $P_{i,t}$  分别是个股（在该案例中为 A 公司）在第  $t$  日的股票收盘价； $P_{m,t}$  分别是市场在第  $t$  日的指数； $R_{i,t}$  和  $R_{m,t}$  分别为对应计算出的  $t$  日的个股收益率和市场收益率。 $t = -130, \dots, -10$  是从 A 公司并购 C 公司公告日的前 130 天到并购公告日后的前 10 天。 $t = -3, \dots, 3$  是从 A 公司并购 C 公司公告日的前 3 天到并购公告日后 3 天。

3. 首先以估计期间的数据为样本，采用市场模型法（CAPM）计算预期正常收益率。

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i E(R_{m,t}), t = -130, \dots, -10$$

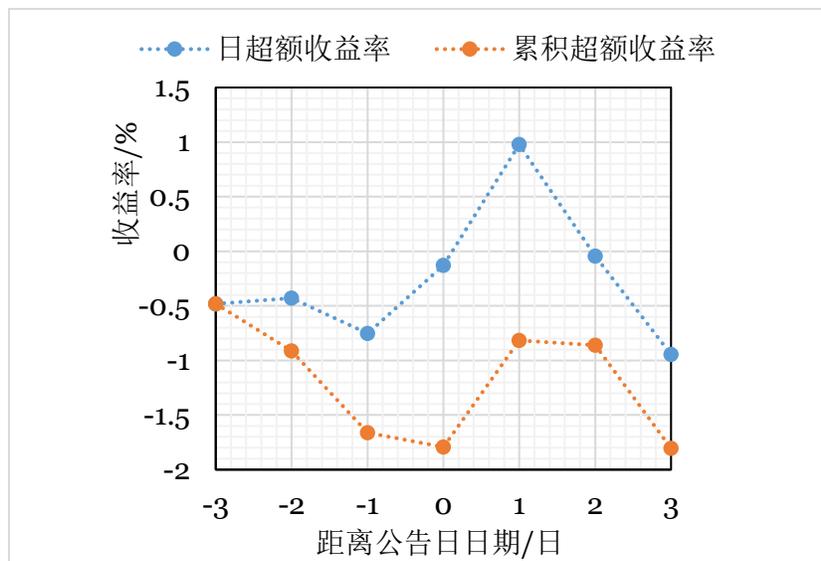
通过以上线性回归，估计出  $\hat{\alpha}_i$  和  $\hat{\beta}_i$ 。

4. 再考虑事件期，利用上一步中估计出的  $\hat{\alpha}_i$  和  $\hat{\beta}_i$  计算异常收益率和累积异常收益率。

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t}), t = -3, \dots, 3$$
$$CAR_i = \sum_{t=-3}^{t=3} AR_{i,t}$$

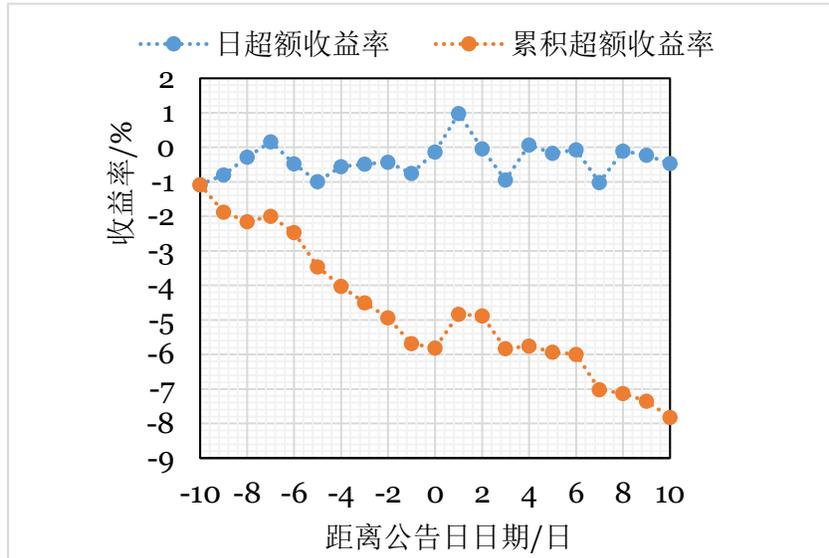
其中  $AR_{i,t}$  为个股在第  $t$  日的异常收益率， $CAR_i$  为个股在事件期内的累积异常收益率。

图 21 累计异常收益率 (-3, 3) - A 公司



A 公司并购 C 公司公告宣布日之后，在事件期-3 至 3 个交易日内，累计异常收益率为 -1.80%。2015 年 7 月 24 日处于中国股市大跌阶段，但 A 公司相对于市场跌幅更大。说明投资者们并不是很看好 A 公司进行的此次并购。进一步考虑把事件期调整为前后十天，结果如下，累计异常收益率为-7.82%。说明此次并购事件对公司股价有显著的负向影响。

图 22 累计异常收益率 (-10, 10) - A 公司



### 6.5.2 会计指标研究法

在进行会计指标研究时，文章同时分析企业各项指标自身的变化及剔除行业均值后的变化情况。A 公司实行业务转型后在证监会行业分类下属于软件信息技术行业，而在 2015 年及以前其属于电子设备业，目前公司的主营业务集中在系统集成及信息服务业。与金轮股份情况相同，本文研究行业情况时按照当年所属行业为标准，剔除行业均值后的指标在并购当年可能有较大波动。

#### 1. 盈利能力

2012 年是 A 公司持续推进主营业务转型的关键一年，确定了兼并收购和自主发展并举的发展路径。2012 年至 2014 年间，两项盈利指标波动不大，其中销售净利率虽有所增加并高于电子设备业平均水平但其优势在逐渐减弱，而 ROE 指标总体上低于行业均值且在行业中的表现下滑严重。

2015年，A公司并购了C公司在内的七家公司，当年公司主要业务由制造业转型为信息服务业，光机、教育机、LCD等原主营产品销量大幅减少，导致销售净利率下滑较大。但2016年的数据显示，与软件信息技术行业平均水平相比，A公司的盈利指标水平较低，说明在新的行业领域公司还未形成优势，需要有效的管理整合。

图 23 销售净利率变化情况

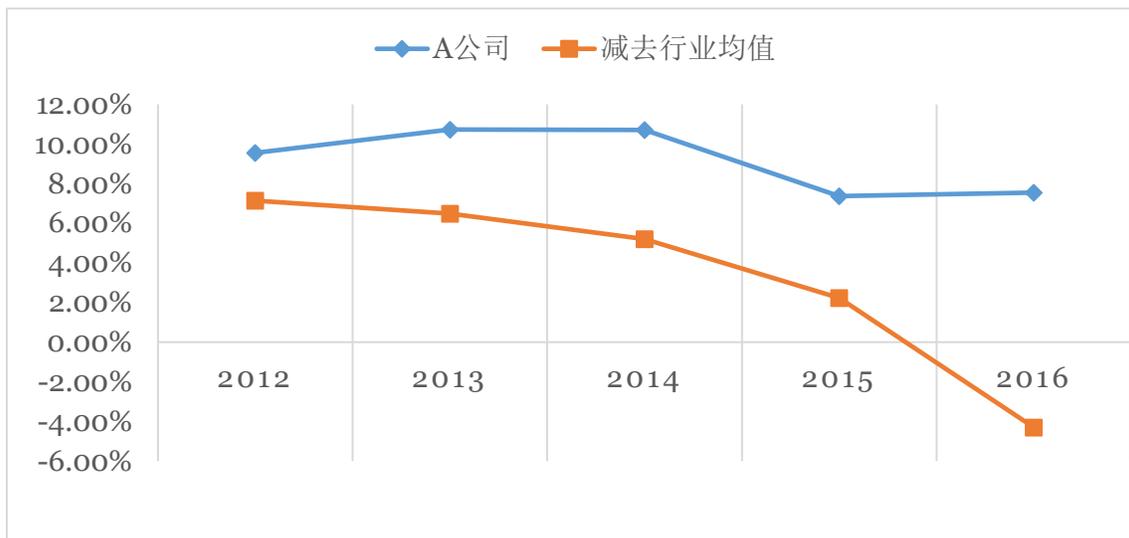
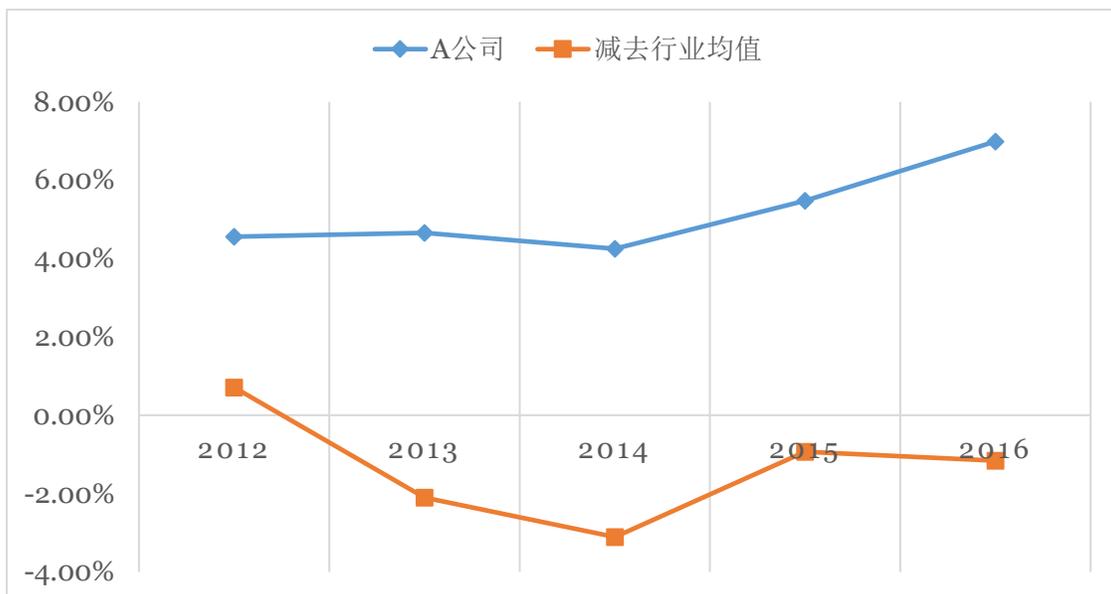


图 24 ROE 变化情况



据公司最新发布的三季度报告，营业总收入较去年同期相比较少 5.74%，净利润较去年同期减少 27.53%，其中不排除 2016 年因出售房产产生一次性收入及利润的影响。总体来看，A 公司的盈利能力提高主要依赖于其不断的并购行为，业务范围逐渐扩大，由于其尚未完全完成业务转型、并购活动仍在进行，因此不能确定并购能否为其带来持续稳定的盈利能力。

## 2. 营运能力

图 25 总资产周转率变化情况

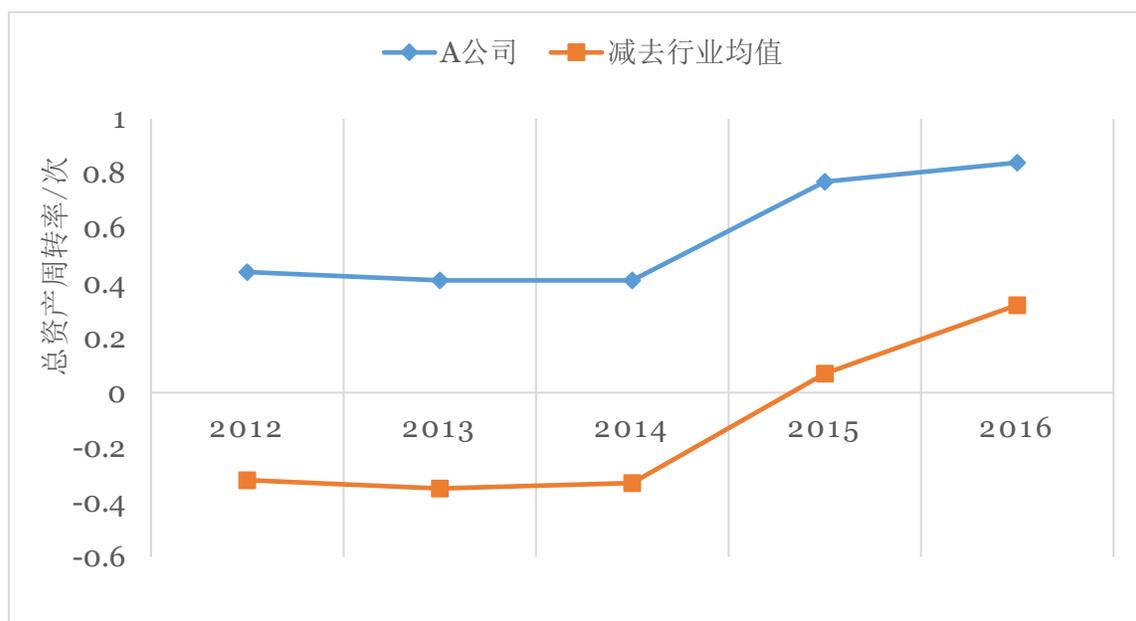


图 26 存货周转率变化情况

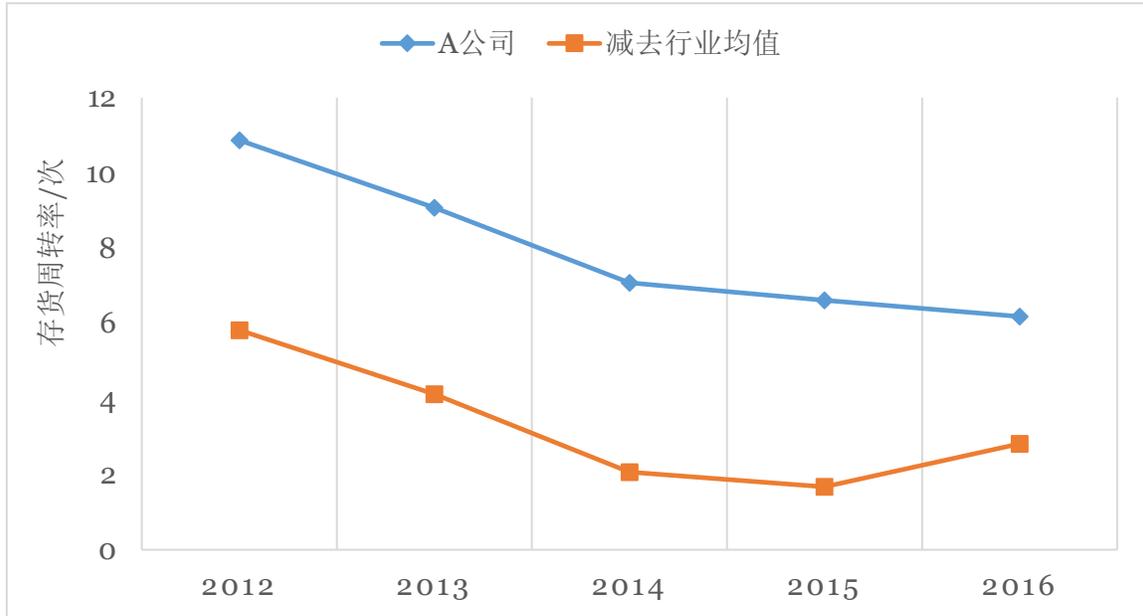
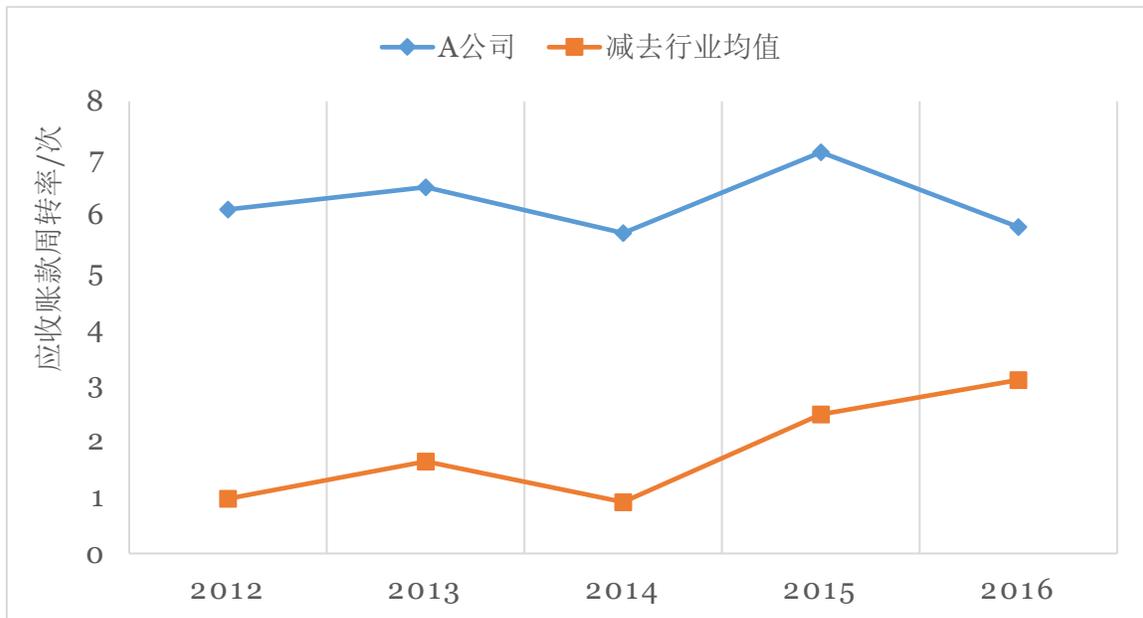


图 27 应收账款周转率变化情况



2012 年至 2016 年，A 公司的总资产周转率总体呈上升趋势，2014 年以后的变化较为明显，主要原因是公司实现业务转型，主营业务由制造业转变为信息服务业，依赖于新业

务发展其总资产周转率得以提高。2012年至2015年，整体上A公司的总资产周转率低于电子设备业平均水平，存货周转率逐步下降且行业优势持续降低，而应收账款周转率较为波动，虽然优于行业均值但其优势不稳定。

软件信息技术行业的总体运营水平低于电子设备业，因此尽管A公司的存货及应收账款周转率在2016年有所下降，仍然高于行业均值，表现出营运管理优势。整体上，持续的并购活动对A公司的营运周转带来了一定影响，这与主营业务变化有关，公司对于各项资产应进行更有效的管理整合。

### 3. 偿债能力

图 28 资产负债率变化情况

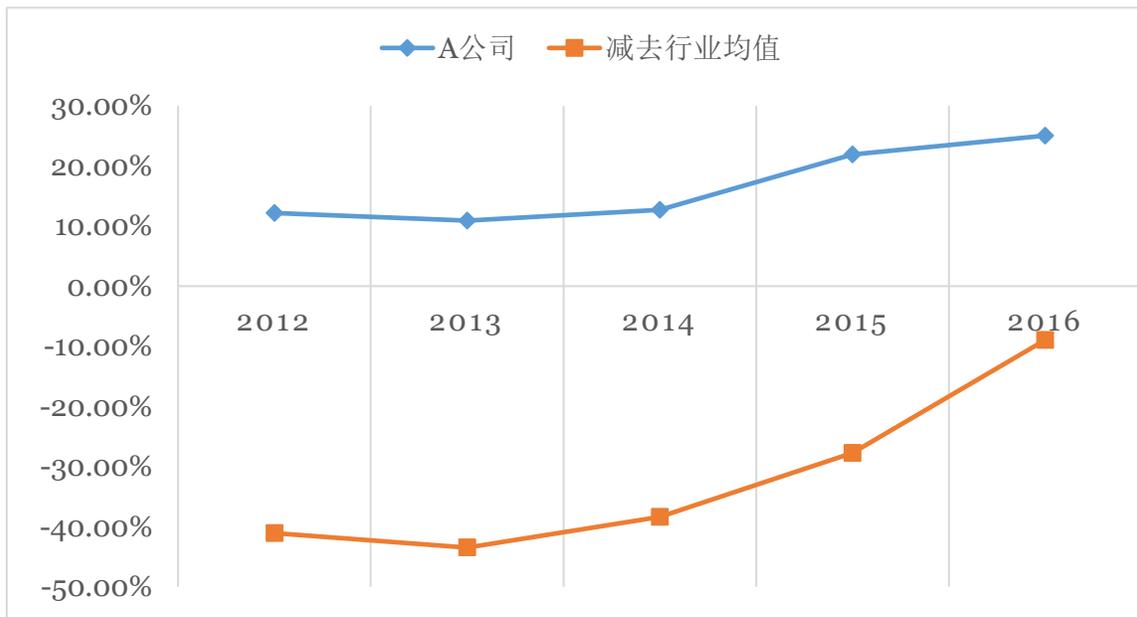


图 29 流动比率变化情况

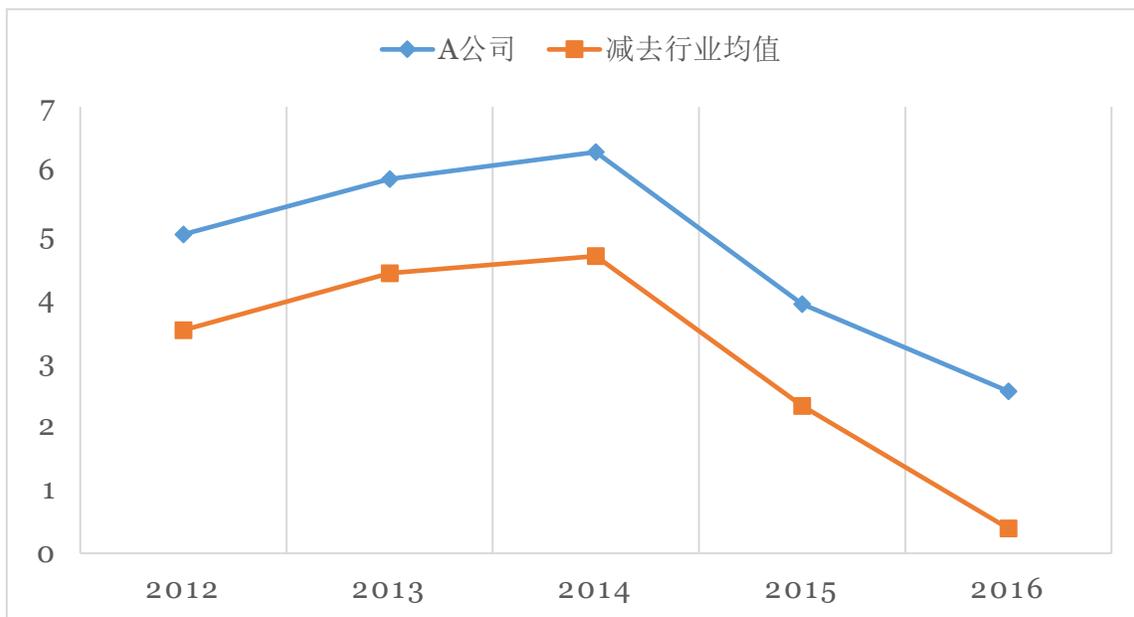
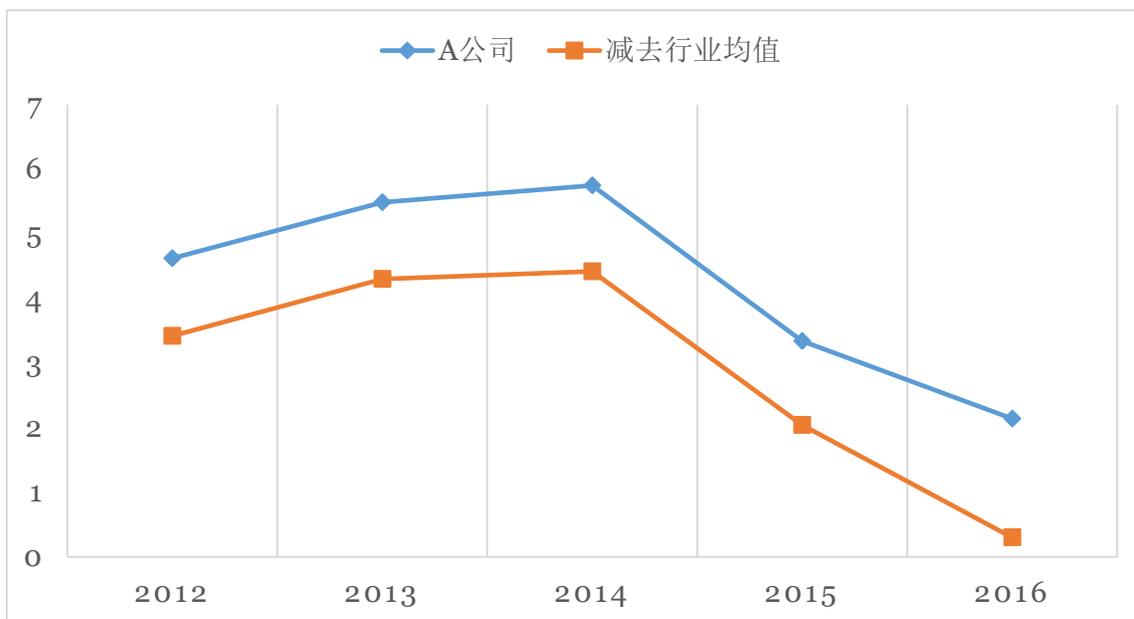


图 30 速动比率变化情况



2012 至 2016 年，A 公司因兼并收购活动资产负债率持续上升，其中并购项目较多的 2015 年上升幅度最大，整体上的负债水平不高。2012 年至 2015 年间，A 公司的短期及长期偿债能力均远优于电子设备业平均水平。

2012年至2014年，公司因推进业务转型，剥离部分业务，流动及速动比率有所上升，但2014年至2016年两项指标均大幅下降，说明并购活动的进行对其短期偿债能力产生了一定压力。2016年A公司归属于软件信息技术行业，各项偿债指标在当年均有所下降，总体接近行业平均水平，同时有一定优势。整体上，A公司在通过多次并购活动实现转型的过程中，偿债能力受到一定的压力。

### 6.5.3 并购效应分析

#### 1. 业务收入质量不高

从公司2015年及2016年年报来看，A公司涉足的新业务并未取得显著成效。2015年归属于上市公司股东的净利润为1.62亿元，而扣除非经常性损益后净利润为556万元，说明这部分净利润中有很大部分来源于非主营业务，而根据公司年报，其中非流动资产处置损益的占比较大，数值为5480万元，较2014年的1106万元相比涨幅较高，主要是因为重组过程中产生了比较多的处置损益；2016年的非流动资产处置损益更高达2.50亿元。此外2016年公司各项产品包括软件业务、智能化业务、特殊电子业务等产品的毛利率与上年相比均有不同程度的降低。目前A公司的并购活动仍在持续，占用资金较多，而新战略的发展带来的收益质量不高。

#### 2. 制定对被收购方管理层的激励机制存在挑战

A公司在并购中与目标公司签订了对赌协议，对目标公司在短期内的业绩做出了要求，对赌协议的存在或能对被收购方的短期经营起到督促作用，但其长期业绩却难以有所保证。

Grossman 和 Hart(1986)提出不完全契约理论，提出了企业所有权的变化直接影响了参与

交易各方的激励与积极性，在并购中被收购企业的剩余控制权转移到了收购方手中，这削弱了被收购方管理层的后续投资意愿。并购结束后，被收购方从所有者变为“打工仔”，其创造企业长期价值的动机大大减弱，相反会更关注短期绩效以完成收购方的业绩要求。

在此案例中，由于 A 公司的并购标的较多，对收购标的的管理成本较高，被收购企业的管理层有可能在被收购后只专注于短期绩效，做出有损公司长期价值的决策，因此 A 公司需要有针对性地制定激励机制以防止其发生。

### 3.对新行业的管理及战略规划难度较大

2012 年 A 公司确定转型后就开始了持续的并购活动，建立了智慧城市的发展战略后公司更是一直走在并购重组的道路上。在并购 C 公司等企业后，A 公司先后选择了信息咨询、互联网软件服务等行业的并购标的（如下表），希望构建新的产业。然而面对一个全新的行业和数量众多的并购标的，A 公司并没有表现出该有的管理能力和战略规划能力，要想在新行业站稳脚跟，仅仅依靠并购是不够的，A 公司应该充分了解新行业的发展容量、发展前景以及战略规划。

表 14 并购交易情况

交易标的	标的方所属行业	交易总价值(万元)	最新进度
J 公司 100.00%股权	互联网软件与服务	45810	完成
K 公司 49.00%股权	信息咨询与其它服务		
L 公司 100%股权	通信设备	2178.4	董事会预案
M 公司 4.92%股权	信息咨询与其它服务	379	进行中
N 公司 75%的股权	办公电子设备	1349.81	签署转让协议
Q 公司 60%的股权	信息咨询与其它服务	468.46	完成

并购新标的在带来一段时间稳定项目利润、资金回报的同时，也必然会使投入加大、回收期延长，项目占用资金和应收账款等也相应增加。此外，收购的子公司越多，其面临的整合困难也就越大，在战略上的全局规划显得尤为重要，而子公司之间的相互联系资源共享也是需要考虑的一大问题。为开拓新业务而持续进行的收购活动可能给企业带来很大的挑战，企业规模越大分支越多，整合管理的难度也就越高。并购并不是投资活动，完成对目标公司的收购之后 A 公司需要针对各企业的业务协同、战略协同等方面做出整合措施，而不只是一味地挑选好的并购标的。Agrawal, Jaffe 和 Mandelker(1992)对 1955 至 1987 年间的并购实例进行实证分析，发现收购方股东在并购完成后五年内平均遭受了 10%的损失，并购活动总体上对于收购企业是不利的，但其中多元化并购的损失相比相关并购要小。国内外的很多研究表明并购活动实际上对并购方没有产生明显收益，这也提醒企业并购活动的规划需要经过一系列严谨的考虑，做出具有可行性的决策，而并购后更需要收购方进行管理整合。

## 6.6 并购案例总结

与前两个案例有所区别，A 公司对 C 公司等企业的并购更大可能是基于代理动因，Jensen(1986)的自由现金流量假说提出，当公司拥有大量自由现金流时，管理层更有可能进行过度投资，进行低收益甚至有损企业价值的收购活动；此外 Roll(1986)提出的“自负假说”说明管理者过于自信也是企业并购的动因之一，而 Rau 和 Vermaelen (1998)基于实证研究的结果正好支持“自负假说”。A 公司在原行业的发展受限，希望借助并购逐渐剥

离市场发展潜力较低的原主业，进驻新行业实现转型，并且选择了目前发展前景较好的信息技术服务行业，提出智慧城市的战略布局。

但仅从目前来看，A 公司的并购战略还只是停留在并购新的企业上，对新行业的发展 A 公司显然还没有足够的管理能力和战略规划能力；对于已经完成并购的企业也并未进行系统地整合，A 公司并购的公司数量不少，想要构建一个完整的商业生态更是需要收购方付出精力进行一系列的战略布局及管理整合；同时对赌协议的签订仅仅对被收购方的短期绩效提出了要求，长期绩效的提升没有保障，对于管理层的激励机制也该做出改进。仅仅依靠新的并购产生利润并不是企业长期发展的明智选择，而不断的并购活动也会增加相应的项目占用资金，许多管理者在并购时仅仅关注企业短期获得的利润以及自身利益及地位，导致并购活动并没有实际为收购方产生价值。Berkovitch 和 Narayanan(1993)的实证研究发现，大部分并购由协同效应和管理者自负驱动，代理问题引发的并购通常产生负的效应，并且导致公司价值受损的并购案例发生的主要原因是代理问题。

A 公司的并购案例为企业敲响了警钟，不仅并购动因对于并购活动的价值产生有着重大作用，后续的企业管理活动更是必不可少的，期望 A 公司在结束了其漫长的并购后能够进行有效地整合，发挥并购的效用。

## 第7章 结论与建议

本文根据企业并购的一般理论，依据并购发生的不同动因选取了三个具体并购案例，采用个案研究法，提出了研究公司并购效应的对比分析方法，旨在为企业并购提供有效的分析方法及积极建议。本文选取的三个案例，分别是潍柴动力并购德国凯傲集团、金轮股份并购森达装饰及 A 公司并购 C 公司，针对并购活动发生的动因、战略实施、并购过程以及管理整合过程进行较深层次的挖掘，并且在短期财富效应、会计指标以及并购后的管理等方面通过对其并购产生的效应分析其并购活动是否为公司发展带来积极影响。

### 7.1 结论

通过上文内容，针对三个案例的并购动因、并购风险、并购绩效以及并购后的管理活动等方面分析可以得出以下结论。

潍柴动力对德国凯傲集团的并购活动是比较成功的案例，从目标公司的选择到并购过程的设计以及并购交易完成之后的整合管理，企业做出的决策均取得一定成效。潍柴动力以双层合资的并购方式入主凯傲集团和林德液压，在并购活动结束后，潍柴动力更是采取了一系列的管理整合措施，对凯傲和林德持续注资，投入资本进行生产研发，并在市场、业务、人员、战略发展及公司治理等方面进行了有效的整合活动。并购活动在一定程度上为潍柴打开了海外市场，并且为潍柴带来了主要的盈利增长点，在行业处于下行周期的情况下缓解了国内市场压力，对其营运周转带来一定的促进作用，有效降低了营业成本，促进了企业的发展。在管理整合方面，潍柴动力有效进行产业及业务整合，战略上与凯傲保持协同，助力其完成了对德马泰克的收购，完善了产业链；鉴于双方企业的文化不同，潍柴动

力选择尊重凯傲集团的治理方式及特点，并且通过进驻凯傲监事会实现战略整合，整体上充分利用了并购双方优势，有效发挥了协同效应。

金轮股份对于森达装饰的并购活动促进了公司的业务转型，实现了多元化经营，产生了一定的积极影响。企业以此进驻不锈钢行业，形成双主业的结构特点，有效缓解了国内行业不景气带来的经营压力，为公司带来了新的盈利发展空间。并购后也进行了一系列的管理活动，在业务方面，金轮股份对森达装饰的生产管理系统及财务系统进行优化，提高了生产效率；同时在战略整合方面金轮股份设立板块公司，通过投资不锈钢领域布局力求实现与森达装饰的高度协同。整体上并购行为给公司带来了新的利润增长点，并购后的管理整合为双方协同效应的产生起到了关键的推动作用，但金轮股份对新行业标的的并购增加了其管理成本，其多元化并购的长期绩效仍有待考量。

A 公司对于 C 公司的并购活动是企业新战略布局的一小部分，企业由于原来主营业务市场表现不佳，寻求转型，剥离了原有的主业由制造业进驻信息服务业，希望构建基于物联网、云计算、大数据技术与平台的新型商业生态。但为完成其战略布局，A 公司选择持续地并购行业中表现优秀的公司，因此其并购交易一直未停止，这为企业的管理整合带来很大难度。根据目前的财务数据，公司新业务的发展趋势并没有预期的迅猛，此外因并购规模越来越大，企业面临的资产周转营运要求提高，同时整合管理、留住核心人才的难度加大，再加上公司新业务对技术要求较高，需要投入较多的研发费用，项目资金回收期也比较长，目前来看 A 公司对新行业的发展并不具备足够的管理能力及战略规划能力。由于对赌协议仅对被收购方的短期业绩提出要求，需要更完善的激励机制以激励被收购方的管理

层为企业创造长期价值，其持续的并购行为是否能带来持续稳定的利润还未可知。值得注意的是，在完成多次并购交易后，A公司的战略重心仍然在并购新的标的以完成自身产业的构建，对于已经完成并购的公司并未采取有效的管理整合活动，在各个公司的战略发展及业务协同方面也没有进行一定的协调措施。对比潍柴动力及金轮股份的管理活动，A公司或许应该停下并购的步伐，对完成并购的公司进行优化资源配置，不能只是单纯的扩大业务范围，其构建的新型商业生态也需要考虑各公司之间的战略发展、资源共享、业务整合等方面。作为国有控股的企业，其并购交易的推进一定程度上能够获得政府的支持，A公司在原行业中因安于稳定的发展步调日益落后而选择进入新行业，更应该谨慎进行并购交易，同时国有控股的企业管理者得到的激励有限也可能影响其做出的决策。

综上，评价一个并购活动需要从多个方面进行对比分析，而并购完成后的管理整合活动是非常重要的环节。成功的并购活动应当给并购双方带来长期稳定的效益，充分发挥协同效应，而不单单是双方企业的简单合并。

## 7.2 研究局限性与展望

本文采用案例研究法选取了三个并购事件，研究样本数量较少，并且不同并购事件的背景以及动因等各不相同，并购整合所面临的困难也不尽相同。因此本文得出的结论及管理整合措施不能原封不动地被套用，但对企业并购还是具有很大的参考意义。

其次，本文在对并购企业进行业绩分析评估时，选取的会计指标有限，并且由于并购发生时间不长评估绩效的时间也并不长，因此所得出的结论只是针对并购的短期绩效。以后

的研究中可以更关注并购企业的长期绩效，并且在会计指标研究法中选取更为全面的评价体系，采用因子分析等方法更加全面地分析评估企业的业绩表现。

### 7.3 建议

#### 7.3.1 并购效应的对比分析方法

对并购活动的绩效评价应从多种角度进行对比分析：

##### 1. 短期财富效应

通过事件研究法，利用股票市场交易数据采用市场模型分别计算并购前后收购公司的累计超额收益，进而分析并购对收购公司的短期绩效影响。

##### 2. 长期经营绩效

通过会计指标评价并购企业的长期经营绩效，从企业的盈利能力、营运能力、偿债能力等方面同行业内的情况进行分析比较，从而确定并购活动是否使公司的各项能力得到增加，增强行业竞争力。

着重关注企业是否通过并购活动扩大生产规模以产生规模经济、整合产业链以降低交易费用，以及并购是否为企业带来了新的盈利增长。

##### 3. 风险评估

并购活动会为企业带来了一定的风险，企业需要提前评估并采取相应应对措施，主要的风险包括国家法律政策风险、宏观经济环境风险、资产或证券市场风险及后续整合风险等。

##### 4. 并购效应分析

在并购效应的分析上需要结合企业的并购动因进行评估，关注企业是否围绕其并购动因完成了并购的战略部署，企业采取的措施以及并购效应的产生是否契合其动因。

并购效应方面主要关注协同效应，从经营协同、管理协同及财务协同等方面分析并购完成后是否存在资源共享及互补、内部融资等活动。注意分析当并购为企业带来了新的业务时，是否补充了企业的产业链，有效降低了营运成本，是否存在销售网络、客户资源以及服务体系的共享以提高企业整体运作效率；注意并购能否提高企业的管理效率，在企业运作及管理上能否相互借鉴等。根据本文的案例分析，当企业拥有有利于公司未来发展的明确的并购动因，并且采取了与动因相契合的并购管理措施时，能够更有效地发挥并购效应，为企业创造更大价值。

#### 5. 并购后的管理整合及治理

并购不是简单的合并，并购完成后，并购企业应当对于战略、组织、人力及文化方面进行有效的管理整合，以最大程度地发挥并购活动带来的优势。

战略整合要求并购企业将目标企业的业务发展作为公司发展总体战略的一部分，以实现双方各项资源的合理配置，实现战略上的协调，最终产生战略上的协同效应；组织整合要求企业根据战略发展方向，针对并购双方的组织系统进行调整，以建立起更完善的组织、制度及流程，进而从整体上提高企业的运作效率；人力整合要求并购企业重组管理团队、留住核心人才、对目标企业的管理层设置新的监督及激励机制等。而文化整合要求使并购双方公司的不同文化经过交流碰撞融合，各取所长，最后建立起全新的一种文化。

而本文的案例研究表明，并购后的管理整合是并购活动非常重要的一环，成功的并购案例在管理整合上花费了大量精力。无论是在战略调整、业务规范还是人员管理上，并购方都要根据实际情况做出调整，实现资源的重新配置，完成并购的整合。

### 7.3.2 对企业进行并购活动的建议

#### 1. 明确并购动因及发展战略，理性选择并购目标

企业应结合自身的发展战略及行业情况明确进行并购的动因，应避免高估并购带来的收益，管理层更不应以牺牲股东利益为代价进行并购重组实现个人利益。尤其是面临转型的企业，在确定并购时要谨慎选择进行横向、纵向还是多元化并购，对入即将进入的新行业或业务领域要做出一系列调查评估，并购选择应与企业的战略发展保持协同。

在选择具体并购目标时，需要注意到不同行业业务特点的差异，推进多元化发展时应考虑自身的战略布局，不可盲目追求短期利益。应从长期战略发展角度寻找符合公司发展需求的目标公司，考虑双方优势能否互补、资源可否共享、并购活动是否能带来稳定可持续的收入，并制定详细的并购计划及风险防范措施，谨慎进行并购活动。

#### 2. 选择合适的并购方式及交易结构

制定并购方案时，要考虑目标企业的战略、管理、文化等方面的发展，同时关注竞争对手的动态，进而制定出更具竞争力、更符合对方公司需求的并购方案。潍柴动力在并购凯傲时先从其子公司林德入手，确定了双层合资的并购方式，使得凯傲保留了林德的部分股权并得以解决自身的财务问题，后续还可以得到潍柴动力的持续注资和资源共享，这样具有竞争力的并购方案帮助潍柴动力打败了诸多竞争对手。并购企业在设计并购方式及交易

结构时要谨慎，给出合理的估值，结合企业现金流情况合理确定现金支付、股权支付的比例，制定互利共赢的收购方案。

### 3. 在并购完成后开展管理整合活动，最大程度发挥协同效应

并购交易完成仅是一个开始，企业需要开展一系列的管理活动，在战略、组织、业务、市场、文化、人力等方面进行有效地管理整合。在战略上保持一致，发挥并购双方优势、增强企业竞争力；在组织上合理配置管理资源，使双方组织系统一体化；针对被并购企业的市场推广及业务布局，应利用并购企业的资源渠道，实现双方的经营协同；在文化上各取所长，注重交流，以创造出更利于企业发展的核心文化；人力资源管理方面应避免核心技术、管理人员的流失，为员工提供可靠的发展环境。整合过程中应注重双方资源整合、优势互补，最大程度地发挥各种协同效应，创造出“1+1>2”的效果。

并购活动能够为企业发展扩大规模、转型升级等产生推进作用，从而提高其核心竞争力。但企业不能将并购活动视作万能良药，必须进行有效的管理措施，进行注资，促进目标企业的发展。同时塑造并不断提升自身竞争力，不能过分依赖并购活动带来的短期收益，持续提高自身价值才能保证并购活动产生积极的效应。

## 参考文献

- Anup Agrawal, Jeffrey F. Jaffe, and Gershon N. Mandelker. The post-merger performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly. *The Journal of Finance*, 47(4):1605–1621, 1992.
- Yakov Amihud and Baruch Lev. Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *The Bell Journal of Economics*, 12(2):605–617, 1981.
- Elazar Berkovitch and M. P. Narayanan. Motives for takeovers: An empirical investigation. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 28(3):347–362, 1993.
- Anthony F. Buono, James L. Bowditch, and John W. Lewis. When cultures collide: The anatomy of a merger. *Human Relations*, 38(5):477–500, 1985.
- John R. Graham, Michael L. Lemmon, and Jack G. Wolf. Does corporate diversification destroy value? *The Journal of Finance*, 57(2):695–720, 2002.
- Carla Hayn. Tax attributes as determinants of shareholder gains in corporate acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 23(1):121–153, 1989.
- Paul M. Healy, Krishna G. Palepu, and Richard S. Ruback. Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics*, 31(2):135 – 175, 1992.
- Joel Houston, Christopher James, and Michael D. Ryngaert. Where do merger gains come from? bank mergers from the perspective of insiders and outsiders. 60:285–331, 02 2001.
- G. A Jarrell and A. B Poulsen. The returns to acquiring firms in tender offers-evidence from 3 decades. *Fm the Journal of the Financial Management Association*, 18(3):12–19, 1989.
- Michael C. Jensen. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2):323–329, 1986.
- Michael C. Jensen and Kevin J. Murphy. Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2):225–264, 1990.
- Terence C. Langetieg. An application of a three-factor performance index to measure stockholder gains from merger. *Journal of Financial Economics*, 6(4):365–383, 1978.

- Wanderley Liu and Michael R. Fehling. A practice-based modeling and analysis of social systems: Evaluating resistance-coping strategies in mergers and acquisitions. *Simulation Modelling Practice & Theory*, 14(4):360–384, 2006.
- Henry G. Manne. Mergers and the market for corporate control. *Journal of Political Economy*, 73(2):110–120, 1965.
- G Meeks and Cambridge University Press (CUP). *Disappointing marriage: a study of the gains from merger*. 1977.
- RANDALL MORCK, ANDREI SHLEIFER, and ROBERT W. VISHNY. Do managerial objectives drive bad acquisitions? *The Journal of Finance*, 45(1):31–48, 1990.
- Kevin M. Murphy, Andrei Shleifer, and Robert Vishny. Income distribution, market size, and industrialization. *Quarterly Journal of Economics*, 104(3):537–564, 1989.
- P Raghavendra Rau and Theo Vermaelen. Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 49(2):223 – 253, 1998.
- Richard Roll. The hubris hypothesis of corporate takeovers. *The Journal of Business*, 59(2):197–216, 1986.
- Stephen A. Ross. The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1):23–40, 1977.
- Jeremy C. Stein. Internal capital markets and the competition for corporate resources. *Journal of Finance*, 52(1):111–133, 1997.
- Denis D J, Denis D K, Sarin A. Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification. *Journal of Finance*, 1997, 52(1):135-160.
- Grossman S J, Hart O D. The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration. *Journal of Political Economy*, 1986, 94(4):691-719.
- 余光 and 杨荣. 企业购并股价效应的理论分析和实证分析. *当代财经*, (7):70–74, 2000.
- 冯根福 and 吴林江. 我国上市公司并购绩效的实证研究. *经济研究*, (1):54–61, 2001.
- 吴韩. 我国上市公司并购绩效研究. PhD thesis, 西南财经大学, 2011.

- 周瑞凌 and 陈宏民. 企业兼并实证研究综述: 方法和成果. 系统工程学报, 20(4):419-426, 2005.
- 夏新平, 邹朝辉, and 潘红波. 不同并购动机下的并购绩效的实证研究. 统计与决策, (1):79-80, 2007.
- 宋建波 and 沈皓. 扩张式并购企业管理层代理动机与绩效相关性研究-来自沪深 a 股市场的经验证据. 辅仁大学、中国人民大学联合研讨会暨经营成长、金融改革与创新学术研讨会, 2007.
- 崔保军. 企业并购动机综述. 企业经济, (8):77-78, 2004.
- 张振辉 and 达庆利. Ahp-gram 模型在企业兼并风险评价中的应用. 科研管理, 24(3):130-136, 2003.
- 张新. 从上市公司绩效看中国经济增长的可持续性. 经济社会体制比较, (1):41-48, 2003.
- 张玉珍. 基于核心竞争力的企业并购动机研究. 财经问题研究, (5):76-78, 2004.
- 李善民 and 陈玉罡. 上市公司兼并与收购的财富效应. 经济研究, (11):27-35, 2002.
- 李心丹, 朱洪亮, 张兵, and 罗浩. 基于 dea 的上市公司并购效率研究. 经济研究, (10):15-24, 2003.
- 杨志刚. 我国企业并购动因解析. PhD thesis, 江西财经大学, 2004.
- 梁国勇. 企业购并动机研究. PhD thesis, 上海财经大学, 1997.
- 檀向球. 沪市上市公司资产重组的实证研究. PhD thesis, 上海财经大学, 1998.
- 洪锡熙 and 沈艺峰. 公司收购与目标公司股东收益的实证分析. 金融研究, (3):26-33, 2001.
- 齐艳秋. 王春. 关于企业购并动机的理论研究. 当代财经, 2001(07): 40-44.
- 王海宽, 石全, 王立欣, and 史宪铭. 企业并购中风险的识别与评估研究. 数学的实践与认识, 41(4):1-8, 2011.
- 藏秀清 and 张远德. 并购风险的多层次权重分析研究. 技术经济, (11):52-53, 2001.
- 郭永清. 如何评价上市公司的盈余质量. 当代财经, (10):54-56, 1999.
- 陈信元 and 原红旗. 上市公司资产重组财务会计问题研究. 会计研究, (10):1-10, 1998.

陈信元 and 张田余. 资产重组的市场反应——1997 年沪市资产重组实证分析. 经济研究, (9):47-55, 1999.

附录 A

调查问卷-潍柴动力

说明：本问卷中所指并购为近五年发生的大型企业并购（或业务剥离），其收购标的公司资产应达到一定规模，如发生多次并购，请分多次填写此调查问卷。

您所在公司的名称：潍柴动力股份有限公司

您在公司的职务： 董事长

并购标的行业： 工程机械行业

并购标的公司： 德国凯傲公司

问题 1：贵公司进行多元化转型的最主要原因是？ D

- A. 现有主业逐渐萎缩
- B. 利用企业剩余资源，形成范围经济
- C. 将企业资源分配在不同领域，分散经营风险
- D. 踏足新领域以实现企业的新增长
- E. 以上原因都有

问题 2：贵公司转型前的原有主营业务是否存在问题？ B

- A. 是
- B. 否

如果有，面临的是哪方面的困境？

- A. 成本偏高造成利润率下降

B. 行业产能过剩，前景不佳

C. 竞争激烈，无明显增长空间

D.其他

问题 3: 企业在并购前是否考虑过其它行业？最终选择标的行业的标准或原因是什么？

（可以从被并购企业的行业前景，产能状况，核心竞争力，与现有主业的匹配度等多角度进行阐述）

（一）集团发展战略和技术升级的需要

潍柴动力已发展成为中国综合实力最强的汽车及装备制造产业集团之一，一直在积极寻找、关注、整合全球范围内拥有核心技术的并购标的。

（二）推进集团战略落地、产业结构调整和国际化的需要

工业车辆在公司属新业务，收购有助于公司做大工业车辆业务；交易可以带动公司内部轻型发动机、结构件等零部件的配套，拓展亚太市场。“得液压件者得天下”，液压控制系统是制约我国装备制造业发展最突出的“瓶颈”，目前国内高端液压产品完全依赖进口。全球液压系统长期以来一直被国外公司所垄断。掌控液压核心业务标志着潍柴动力的核心技术直接步入全球领先水平，改变我国高端液压产品长期依赖进口的局面，公司业务结构调整和国际化进程将全面提速。

问题 4: 企业在并购前考虑过其它哪些公司? 最终选择目标公司的标准或原因是什么?

(一) 投资凯傲符合潍柴动力的战略目标

凯傲公司全球化的布局(全球拥有超过 1,400 个销售服务网点)、齐全的产品线(从小型托盘叉车到 46 吨重型叉车)、在新兴市场的高速成长(在高成长地区的新叉车承接订单比例超过三分之一)以及良好的国际声誉(欧洲市场的领导者,世界第二大叉车生产商),与潍柴动力的全球化战略相契合,与潍柴动力“成为拥有核心技术、具备全球竞争力、可持续发展的工业装备集团”的愿景相匹配,有助于潍柴动力利用凯傲公司的现有渠道和资源,进行全球布局。在全球所有的主要叉车市场,凯傲公司均占有份额,且拥有技术水平领先的多元化产品组合,能够全方位地服务多个市场的客户。

具体到世界叉车的两大主要市场中国和欧洲,凯傲公司均有不俗的表现。在中国,凯傲公司排名第三,次于合力叉车和杭州叉车。旗下的林德和施蒂尔等高端品牌在国际大公司的市场占据了有利位置,宝骊品牌则旨在服务本土中小型企业。在欧洲,通过林德和施蒂尔等品牌服务大型和中型客户,凯傲公司在市场上稳居第一。

增持凯傲公司股份,有助于强化潍柴动力与凯傲公司的战略联盟,增强潍柴动力对凯傲公司的控制力,延伸产业链、开拓国际市场。

(二) 投资有利于促进潍柴动力与凯傲公司的业务协同

潍柴动力与凯傲公司之间具有广泛的业务协同点,双方的深度融合有利于发挥集团间的协同效应,提高企业核心竞争力,实现双方利益的最大化。

1. 业务升级

凯傲公司拥有来自于新车业务和服务业务的均衡健康的收入结构，其中来自于服务的收入超过 40%，其丰富的服务经验和成熟的业务模式，能够帮助潍柴动力优化业务结构，实现业务升级。从产品采购和生产的角度进行分析，共同采购标准化的元件将成为可能，如柴油引擎、标准化液压阀等。长远来看，凯傲公司遍布全球的生产工厂都为国际业务扩张提供了潜在的可利用资源。

同时，由于潍柴动力在中国拥有广泛的销售网络，凯傲公司能够迅速拓宽在中国的销售渠道。潍柴动力的业务也将受益于与凯傲公司之间的长期供应协议以及凯傲公司的电动技术，发动机及其零部件、电动汽车等方面的协同效应收入，在完成批量生产和品牌推广后将快速增加。

## 2.渠道共享

潍柴动力的分销网络可以用来展示凯傲公司叉车业务的高端品牌，可以利用凯傲公司成熟且先进的全方位产品线来填补自身产品组合的空白。从全球的布局来看，凯傲公司的销售服务网络遍布 100 多个国家，我们可以利用凯傲公司的服务网络为自己的产品提供服务和支撑。

## 3.管理升级

凯傲公司在市场运作、业务管理和整合运营方面的丰富经验，对于潍柴动力有很强的借鉴意义。市场运作方面：作为拥有多个业务模块的大型跨国集团，凯傲公司拥有在多个国家和地区运营的经验，无论从市场类型还是业务运营的角度，凯傲公司都拥有丰富的经验和自己独特的优势值得借鉴。业务管理方面：凯傲公司拥有同时在多个地区运营不

同业务组合的经验，借助凯傲公司的经验，潍柴动力能够更好的满足市场客户的需求，更好的管理多样化的市场组合。整合运营经验：过去几年，凯傲公司通过收购大型的叉车生产商、叉车品牌和经销商实现了自己的扩张，成为了世界第二大的叉车生产商，借鉴其经验，潍柴动力在未来的国际化扩张中，能够更加科学、有效的运营和管理收购项目，降低收购风险。

### （三）凯傲公司前景明朗，具有良好的财务收益预期

欧洲经济的复苏将给凯傲公司发展带来新的机遇。从过去几年的运营情况看，凯傲公司经营不断走稳。另一方面，欧洲叉车更替周期正在进行，凯傲公司也因此制定了 2020 战略。总体来看，预计凯傲公司将跑赢行业水平。一旦中国和美国市场取得重大突破，公司挑战世界第一的 2020 年战略目标指日可待。

（四）林德液压（原凯傲公司的一个业务部门）是一家重型液压传动、传动技术和移动电力传动设备的领先制造商，其液压技术高于美国的伊顿、日本的川崎品牌，与德国的博世力士乐公司并驾齐驱。

#### 1.加强零部件业务

林德液压拥有领先的创新平台、多项专利以及经验丰富的研发人员。潍柴动力及相关公司和林德液压将会在液压泵、液压马达、液压阀门、齿轮及其它零部件的供应等领域建立稳固的战略产业合作关系，并在高压部件方面重点开展合作，例如：林德液压将与山重建机（挖掘机）开展合作，为其提供高压部件；与山推工程机械股份有限公司开展合作，为其提供建筑机械（例如起重机、混凝土机械、装载机、推土机等）的液压系统。

## 2.拓展下游客户范围

潍柴动力产品主要集中在动力系统产品，产品配套大部分集中在商用车行业。通过此次投资林德液压，液压配套的主机在技术、性能和功能上将得到大幅度提高，产品线将得到丰富和加强。产品质量的提高有助于潍柴动力更好的满足现有客户需求，同时拓展更多新的客户。林德液压装置在全世界的服务和销售网络可以帮助潍柴动力扩大在欧洲和美洲的布局，从而减少对中国本土客户的依赖。林德液压在欧洲有着强大、密集的销售网络以及售后服务网络，口碑良好，且在多个工业叉车制造应用领域的拥有丰富的专业知识和客户资源。

## 3.内部液压供应，增强全产业链的竞争力

林德液压产品组合丰富，有利于横向延伸潍柴动力的产业链：无论是在机械的工作效率、运行稳定度还是操作精确度方面，林德液压都是全球领军者。且林德液压研发工程人员经验丰富，并拥有多项专利。同时，从研发到生产再到销售各个环节，林德液压在人员和基础设施的配备上都处于行业有利位置，有利于其研发生产的每个新产品的经济效益得到最大化。

问题 5：新的行业与公司现有业务存在何种匹配度或关联性？并请简要进行说明。

A. 技术上存在关联性

B. 销售上存在关联性

C. 产品加工或生产流通阶段存在关联性

#### D. 无关联性

说明：ABC

请参考问题 4 协同性的描述。

此外，2016 年 11 月，潍柴的控股子公司凯傲公司完成收购 Dematic，Dematic 是一家通过高度整合自动技术、软件和服务来优化供应链并满足客户物料搬运需求的全球领先供应商，其产品和系统组合覆盖范围广泛，从自动导引车辆、托盘式堆垛机以及包括自动存储检索系统、分拣机和输送机等存储分拣设备，到领先的整合软件平台和自动化技术。此次收购使凯傲公司与 Dematic 业务形成有效互补和协同。全球第二大叉车生产及仓储技术服务的生产商——凯傲公司，收购一流的自动化提供商和供应链优化专家——Dematic，将成为一家智能内部物流解决方案的全球领先提供商。潍柴动力全力支持本次收购，将充分利用工业自动化和数字化领域的商业机会。KION 本次收购完全契合潍柴动力整体战略目标和全球化战略布局，拓展延伸潍柴动力在全球尤其是北美市场的业务布局，区域及业务更加多元化，抗风险能力进一步增强。

Dematic 为全球领先的物流自动化提供商，但中国业务占其营业收入的比重较低。我们通过本次收购，充分利用 Dematic 系统集成优势、KION 仓储搬运设备优势，以及潍柴客户资源和区域优势，在中国打造成为物流自动化的系统集成和设备制造相结合的整体化服务方案提供商，构建“电商快递公司订单+Dematic 智能物流仓储+潍柴电动轻卡智能配送”的全产业链商业模式。

问题 6: 您认为多元化并购的并购前, 并购过程中, 并购后会面临哪些风险? 有没有对这些企业风险进行评估并提出相应的应对策略?

风险 策略

风险 1: 审批风险

投资凯傲需履行董事会、股东会等内部审批程序; 同时需经过国资委、发改委、商务部门、外管局的审批备案; 此外, 还需在欧盟成员国、美国或瑞士不存在禁止交易完成的任何禁令或其他法院或政府命令; 潍柴动力需获得欧盟(或单个欧盟成员国)和土耳其对本次交易的反垄断审查批准; 策略 1:

制定详细的项目进程管控体系, 各小组按时推进; 尽快启动相关实体内部审批, 与公司董事提前沟通; 同步推进外部审批流程, 尽可能缩短审批时间; 评估可能所需的境外审批程序(包括与审批机关预沟通)。

风险 2: 国别风险

标的公司受制于当地的法律法规, 这为公司在交易中及交易后尽快熟悉和遵守相关法律及政策带来了挑战。

策略 2:

中德关系良好, 德国政府对中国企业的投资持欢迎、鼓励政策; 公司团队对于德国本土的法律法规及国别风险具有较强的认识。

风险 3: 市场经营风险

2012 年，欧洲债务危机及全球宏观经济形势有可能对凯傲公司叉车业务造成负面影响，市场竞争持续加剧，可能会影响标的公司的市场和经营情况。 策略 3:

公司及外部团队对标的公司及行业进行全面尽职调查。凯傲公司的业务收入约 40%来自抗周期性较强的售后服务业务。售后服务业务主要基于安装完成后的叉车数量（超过 100 万辆）并通常需要签订长期合约。在包括 2009 年的全球经济危机在内的历史期间，该业务的盈利一直较为稳定。

经过 2009 年的全球经济危机，凯傲公司管理层已准备了对于宏观经济严重下滑时的应急方案。根据凯傲公司的资料，凯傲公司已对在市场和经营受到整体经济的负面影响时制订了降低成本计划。

#### 风险 4：成本风险

欧洲股市处于上行态势，凯傲公司上市后，股价在高价位徘徊，股价上升，会增加我们的增持成本。： 公司项目团队将督促各方保守内幕信息，监督各方遵守职业操守，不参与市场运作。

#### 风险 5：法律政策风险

境外发达国家拥有相对完善的外贸管理、进出口、海关、税收和劳工保护政策体系，对潍柴动力在交易中及交易后尽快熟悉和遵守相关法律及政策带来挑战。

#### 策略 5:

项目团队对投资法规及风险需有较为全面的认识；聘请专业机构协助法律事务调查并提供法律意见。

#### 风险 6：后续整合风险

潍柴动力投资凯傲公司及收购林德液压后的整合工作中可能会遇到中德文化上的差异、不同技术状态整合、不同管理模式兼容、不同销售渠道及售后服务系统联动等问题。这些问题可能会对后续整合带来一定风险，并造成整合工作不畅或整合周期过长、整合成本过高等问题。 策略 6：

从公司团队和外部机构与凯傲公司及林德液压管理层和员工沟通的情况来看，我们认为这些风险是可控的。公司在后续的整合工作中会以包容的精神，有效的沟通，从尊重专业的角度出发不断改进工作，减少、避免上述风险的出现，

#### 风险 7：当地工会协调风险

在国外企业中，工会的力量比较强大，处理不当，会造成很大的劳资冲突，不仅仅是对于海外投资产生影响，对于后续的海外市场营销，品牌建设，渠道建设都会有很大的影响，因此，在项目实施过程中，可能会左右项目的进程，

#### 策略 7：

项目团队需熟悉和尊重当地文化传统和习俗，树立良好的社会责任形象，积极与工会沟通，潍柴作为产业投资者，将会持续支持凯傲发展，如扩建厂房后续增资等，并在雇佣员工、薪酬方面给予一定承诺。

问题 7：并购过程中是否出现过哪些困难或问题？哪些是预期到的，哪些是没预期到的？相应的解决方案是？

## （一）文化融合

境外收购后的文化整合是企业面临的第一个问题，文化整合失败也是跨国并购重组整合中最大的风险。企业文化是在一定的社会经济条件下通过社会实践形成的为全体成员遵循的共同意识、价值观、行为规范和准则的总和，是一个企业在自身发展过程中形成的以价值为核心的独特的文化管理模式。

多个企业的整合发展，难点和重点在于文化融合。文化融合不是一种文化兼并另一种文化，而是共同提炼出适应集团全球化发展的新文化。潍柴动力跨国并购德国凯傲公司，之所以实现了平稳过渡、快速发展，关键在于企业坚持“战略导向，文化统领”，创新性地提出了以“责任、沟通、包容”为核心理念的集团文化。将发展作为第一责任，用沟通化解矛盾，以包容的心态博采众长。“责任、沟通、包容”的文化理念，已经成为潍柴集团文化建设的一面旗帜，得到了海外各子公司的高度认同。企业真正做到了用文化统领团队的价值观，用文化支撑战略目标实现，真正做到了以文化融合促进集团整合。

## （二）管理模式整合

跨国并购对企业管理能力提出了较高要求，如果企业对此并未进行精心准备和处理，造成在管理上难以实现理想的协同效应，反而增加了协同管理中的风险。收购交易完成后，能否有效整合，能否在收购方和被收购方之间真正形成协同效应，在很大程度上受制于企业是否拥有一批认同本企业文化、了解本企业战略发展思路和行业发展趋势、熟悉国际惯例和当地经营环境的跨国经营管理人才。

因此在后续整合中，保留了凯傲公司原有的管理团队，一方面，尊重凯傲公司所在国法律规定，使经营管理符合法定的要求。另一方面，凯傲公司的现有员工在其业务领域具备丰富业务经验和精湛的技术，很多员工在该业务部门任职时间长，具备较高的企业忠诚度。因此，公司整合工作的重点是保证员工团队的稳定性、延续性和工作积极性。

### （三）政府审批支持

潍柴海外并购过程中，面临国资、发改、商务、外管局等多部门的审批工作，政府审批通过是项目推进的重要环节。潍柴积极配合项目政府审批工作，各级政府部门给予了极大的关注和支持，相关主管部门及时给予了指导，为公司顺利完成各项工作提供了有效保障。总而言之，潍柴海外并购的成功实施，不仅体现了管理团队坚韧不拔的毅力和精当的资本运作手段，更是各级领导、各级政府正确领导和大力支持的结果。实践证明，紧紧依靠各级政府的领导，就没有克服不了的困难，就没有办不成的事情。

### （四）并购方案设计

并购凯傲过程中，涉及到多个利益相关体，包括潍柴动力、凯傲、凯傲股东、管理层、工会、中国政府审批部门、德国当地政府、反垄断审查部门等，并购方案需满足各方需求，任何一个环节出现问题，都可能导致项目无法正常推进。

在并购方案当中，我们以增资方式直接投资凯傲 4.76 亿欧元，获得凯傲公司 25% 股权，凯傲利用此资金解决了自身财务负担过重问题，同时，安排了凯傲公司未来上市计划，解决了凯傲原股东 Superlift 的退出问题。为支持液压业务的独立发展，我们将林德液压直接从凯傲公司剥离出来，成立独立的法人实体。

国外公司的工会尤其重要，在项目交易过程及后续公司运营中都会发挥重要的作用，项目团队积极与工会沟通，潍柴作为产业投资者，将会持续支持凯傲发展，如扩建厂房后续增资等，并在雇佣员工、薪酬方面给予一定承诺。

此外，为顺利完成境内外政府审批，公司严格按照监管机构的要求规范运作，满足境内外监管要求，在项目资料提交政府时点及上报口径上都做了精心安排。

公司在海外并购过程中，面临宏观经济变化、产业协同、文化融合等方面的风险，特别是国外法律环境、劳工关系等情况与国内大不一样，需要谨慎操作。潍柴集团每一次的资本运作，都是从产业发展的角度出发，不是为了简单的买卖企业挣钱，而且每次都充分考虑到并购的各种潜在风险，聘请专业机构论证评估，确保万无一失。在具体运作中，严格按照监管机构的要求规范运作。总之，企业既要自觉接受法律的约束，又要遵守市场的游戏规则，规避多重风险。

**问题 8：**企业进行并购的方法是哪种？请说明为什么采取该种并购方法？

- A.用现金、证券购买目标公司资产
- B.购买目标公司股份、股票
- C.对目标公司发行新股票以换取其股权
- D.其它：

**说明：B**

采取直接购买目标公司股份的方式较为简便，通过持有多数股权实现对目标公司的控

制。如采用发行股份换取标的公司股权，需履行中国证监会等部门等多项审批，操作较为繁琐。

凯傲：

2012年12月，潍柴动力通过其间接全资子公司潍柴卢森堡完成对凯傲公司25%的股份收购，收购对价为4.67亿欧元，本次收购是以增资的方式投资凯傲，凯傲公司利用增资款项偿还贷款，降低财务杠杆。

后续潍柴通过行使认购期权，参与定向增发、二级市场购买等方式收购凯傲公司股份，截至目前，共计投资17.91亿欧元，持有凯傲公司43.26%股份。

林德：2012年12月，潍柴动力投资2.71亿欧元将林德液压从凯傲剥离出来，持有林德液压70%股份；2015年12月，潍柴动力行使林德液压20%股份认购期权，交易完成后，潍柴动力持有林德液压90%的股份。

问题9：企业在并购的过程中是否签署了对赌协议？如果有，请简单介绍对赌协议内容  
无对赌协议。

潍柴与凯傲在各自领域都拥有较高的信誉，双方本着诚信的合作态度，并对整合后的前景看好，未签署对赌协议。

问题10：您认为判定并购成败的标准有哪些？并请详细说明：

A.偿债能力

B.盈利情况

C.企业发展潜力的变化

D.企业营运能力

E.企业效率

F.其它：

说明：F

#### 1.海外并购符合公司战略导向

潍柴在并购历程中总结出：并购要紧紧围绕企业发展战略；并购要服务于产业发展需要；并购要服务于产品技术市场运营需要。总之，潍柴坚持以战略为导向，走产品运营为主，资本运营为辅的双轮驱动发展模式，助推企业不断转型升级。

在总体战略的指导下，潍柴通过国际并购实现了集团转型升级，新进入的战略业务都具有高成长空间、拥有核心技术、具备协同效应，为企业做强主业提供了强大保障，真正实现了生产经营、资本运营的双轮驱动。

#### 2.投后整合

潍柴动力投资凯傲公司及收购林德液压后的整合工作中可能会遇到中德文化上的差异、潍柴动力和林德液压不同技术状态整合、不同管理模式兼容、不同销售渠道及售后服务系统联动等问题。这些问题可能会对后续整合带来一定风险，并造成整合工作不畅或整合周期过长、整合成本过高等问题。我们在后续的整合工作中本着包容的精神，用有效的沟通，从尊重专业的角度出发不断改进工作，减少、避免上述风险的出现，目前已取得了良好的整合效果：

### （1）文化融合

潍柴并购凯傲之所以实现了平稳过渡、快速发展，关键在于企业坚持“战略导向，文化统领”，创新性地提出了以“责任、沟通、包容”为核心理念的集团文化。将发展作为第一责任，用沟通化解矛盾，以包容的心态博采众长。“责任、沟通、包容”的文化理念，已经成为潍柴文化建设的一面旗帜，得到了凯傲的高度认同。企业真正做到了用文化统领团队的价值观，用文化支撑战略目标实现，真正做到了以文化融合促进集团整合。

### （2）凯傲扭亏为盈，盈利持续稳定增长

潍柴动力投资凯傲之前，凯傲一直处于亏损状态，2012年，潍柴动力以增资的方式投资凯傲 4.67 亿欧元，持有 25% 股权，凯傲公司利用此资金偿还银行贷款和股东贷款，减小财务负担，使其资本结构得到优化，当年即实现扭亏为盈，净利润持续稳定增长。2016年，凯傲实现营业收入 55.87 亿欧元，净利润 2.46 亿欧元。

### （3）推进液压业务国产化进程

2014年12月9日，潍柴动力全资子公司潍柴动力液压科技有限公司和林德液压合资设立林德液压（中国）有限公司。合资公司的落成标志着林德液压中国战略正式起航，林德液压在中国可实现以林德液压（中国）有限公司一个窗口对外，统一销售途径、产品定价体系、客户对接平台，充分利用林德液压的技术、品牌优势和潍柴动力的市场、网络、客户关系、资金等优势，最大程度上发挥与集团公司的协同效应，加快中国市场的开拓进度，为液压整体战略奠定基础。

### （4）继续支持凯傲产业链条整合

2016年11月，凯傲公司完成收购 Dematic，全球第二大叉车生产及仓储技术服务的生产商——凯傲公司，收购一流的自动化提供商和供应链优化专家——Dematic，双方业务形成有效互补和协同。将成为一家智能内部物流解决方案的全球领先提供商。潍柴动力全力支持本次收购，将充分利用工业自动化和数字化领域的商业机会。KION 本次收购完全契合潍柴动力整体战略目标和全球化战略布局，拓展延伸潍柴动力在全球尤其是北美市场的业务布局，区域及业务更加多元化，抗风险能力进一步增强。

问题 11：您认为本次并购是否成功？ A

A.成功

B.失败

C.尚在判定

成功标准可参考问题 10

问题 12：您认为导致本次并购成败的主要因素有哪些？并请详细说明各因素的影响及这些因素的重要性排序：

A. 企业并购后整合

B. 企业家作用

C. 经济周期的影响

D. 政策法规导向

E. 并购对象的选择

F. 并购决策及战略的制定

G. 财务

H. 其它：

说明：**BFEA**

**B** 谭董事长作为汽车及装备制造行业的领军人物，对行业发展趋势具有敏锐的嗅觉，谭董事长提出，中国经济的转型，将倒逼装备制造企业技术提升、结构调整和商业模式创新，由此拉动我们转型升级，提高发展质量和效益。未来的潍柴必须是国际化的潍柴、多元化的潍柴、创新型的潍柴和开放式的潍柴。潍柴正着力推动从一般技术向核心技术转型、从制造型向服务型制造转型、从投资驱动向投资消费双驱动转型、从国内发展向全球整合转型、从产品经营向品牌运营转型等五大转型。在凯傲项目实施过程中，谭董事长带领项目团队多次前往凯傲公司进行调研，在项目谈判过程中，凭借其对资源整合的执着和韧劲，据理力争，解决一个个方案难题，最终项目顺利交割。在后续工作中，谭董事长直接参与推动文化、研发、销售、生产、渠道建设、人力、IT等多方位资源整合，凯傲和林德的成功整合效果也证明了谭董事长独到的战略视角和英明决策。

**F** 海外并购符合公司战略导向，潍柴在并购历程中总结出：并购要紧紧围绕企业发展战略；并购要服务于产业发展需要；并购要服务于产品技术市场运营需要。总之，潍柴坚持以战略为导向，走产品运营为主，资本运营为辅的双轮驱动发展模式，助推企业不断转型升级。

在总体战略的指导下，潍柴通过国际并购实现了集团转型升级，新进入的战略业务都具有高成长空间、拥有核心技术、具备协同效应，为企业做强主业提供了强大保障，真正实现了生产经营、资本运营的双轮驱动。同时，为适应潍柴战略发展需要，实现公司收购、兼并、股权重组等资本项目管理的科学化和制度化，最大限度的发挥协同效应和规模经济效益，提高潍柴的竞争优势和核心竞争力，潍柴结合一般项目流程与历史项目实施经验，制定了较为完善的对外投资管理流程。

E 请参考问题 4 关于潍柴与凯傲的协同性；

A 潍柴在并购执行过程中，比较有特色的创新是实现“并购整合一体化”，在交易过程中完成整合方案设计与论证，交割后组织实施，大大提高了整合效率，进而实现整个集团产业链的协同性。另外请参考问题 10 的投后整合部分。

问题 13: 您认为并购后需要解决的主要问题有哪些？请从强到弱排序并说明排序理由。

A. 人力资源整合

B. 企业管理整合

C. 企业文化整合

D. 企业资产整合

E. 资金问题

F. 其它：

说明：CB

**C** 具体请参考问题 7 关于文化整合的描述；

**B** 潍柴对外投资遵循战略协同、资源共享、独立运营的理念，收购后的子公司独立运营，但同时潍柴需保证对子公司的控制力，以潍柴投资凯傲为例，通过多次增持凯傲公司股份，潍柴进一步巩固控股股东地位，可通过股东大会提名所有 8 名非职工代表监事，并通过非职工代表监事选举监事会主席，进而促进潍柴动力与凯傲公司在战略和业务间的合作和协同。

**问题 14：** 本次并购能够带来哪些方面的协同效应？

具体请参考问题 4 关于协同效应的描述。

**问题 15：** 并购前后相关业务部门管理团队进行了哪些调整？

我们始终贯彻境外子公司战略协同、资源共享、独立运营的理念，在整体把控的前提下，保留原有的管理团队，并进行严格的绩效考核。目前，潍柴可通过股东大会提名所有 8 名非职工代表监事。

**问题 16：** 企业通过并购形成多行业的集团后，总公司和子公司如何对新旧业务管理进行分配？并请简要说明决策权，经营权和财务权在总公司和子公司之间进行该种分配的原因。

**A.** 总公司掌握所有的决策权，经营权和财务权，子公司只负责执行

- B. 总公司只负责决策权，经营权和财务权下放给子公司
- C. 总公司不参与任何决策，子公司全权负责新业务
- D. 决策权，经营权和财务权的其他分配模式

说明：B

德国公司监事会在公司治理中有重要地位，类似于中国公司的董事会，目前，潍柴可通过股东大会提名所有 8 名非职工代表监事。并通过非职工代表监事选举监事会主席。公司并购凯傲主要是战略的考量，决策权的把控可保证战略协同的执行，而境外子公司管理层对国外经营环境更为了解，经营权放给子公司也是为了更好的发展子公司。

问题 17：您（企业家）在并购流程（决策阶段、接管阶段、整合阶段）中起到怎样的作用？

请参考问题 12 中“企业家的作用”

问题 18：您认为并购完成后新业务能够从哪方面为公司创造价值？即新业务创造价值的源泉在哪里？

请参考问题 4 协同效应的描述

问题 19：您认为如何保证被并购业务原管理层对该业务未来价值创造的积极性？

1.原管理层需认同潍柴的文化和价值观；

2.通过股票、期权等方式增强其价值创造的积极性；

3.维持原有的管理团队，给予充分的信任，监事会对管理层完成战略目标的情况进行绩效考核；

4.潍柴动力作为凯傲第一大股东，承诺对凯傲给予战略协同性支持。

附录 B

调查问卷-金轮股份

说明：本问卷中所指并购为近五年发生的大型企业并购（或业务剥离），其收购标的公司资产应达到一定规模，如发生多次并购，请分多次填写此调查问卷。

您所在公司的名称： 金轮蓝海股份有限公司

您在公司的职务： 董事长

并购标的行业： 不锈钢行业

并购标的公司： 海门森达不锈钢装饰材料有限公司

问题 1: 贵公司进行多元化转型的最主要原因是？ D

- A. 现有主业逐渐萎缩
- B. 利用企业剩余资源，形成范围经济
- C. 将企业资源分配在不同领域，分散经营风险
- D. 踏足新领域以实现企业的新增长
- E. 以上原因都有

问题 2: 贵公司转型前的原有主营业务是否存在问题？ A

- A. 是
- B. 否

如果有，面临的是哪方面的困境？

- A. 成本偏高造成利润率下降
- B. 行业产能过剩，前景不佳
- C. 竞争激烈，无明显增长空间
- D. 其他 原主营业务全球的市场容量有限，增长潜力小，很难支撑上市公司的市值。

问题 3：企业在并购前是否考虑过其它行业？最终选择标的行业的标准或原因是什么？

（可以从被并购企业的行业前景，产能状况，核心竞争力，与现有主业的匹配度等多角度进行阐述）

公司上市后可以确定的一个方向是由于原主营业务容量有限，必须寻找新的增长空间和新的增长方式，必须通过外延式发展更好地促进公司做大做强。由于公司原主营业务是属于工业品细分领域——纺织梳理器材领域中的全球龙头企业。因此公司希望未来收购的对象是某工业品细分领域的佼佼者。标的公司所在的行业为不锈钢领域行业，该行业的市场容量大，发展前景广阔，标的公司属于不锈钢装饰板材中的龙头企业

问题 4：企业在并购前考虑过其它哪些公司？最终选择目标公司的标准或原因是什么？

企业在并购标的公司前先考虑原主营业务领域中的纺织器材领域企业，希望实施同兴多元化拓展。由于纺织器材领域中的标的公司被收购意愿不强烈或要价太高，因此未能在原有领域内实施收购。最终选择目标公司是由于目标公司董事长和金轮蓝海董事长是朋友关系，彼此十分了解。

问题 5: 新的行业与公司现有业务存在何种匹配度或关联性? 并请简要进行说明。

- A. 技术上存在关联性
- B. 销售上存在关联性
- C. 产品加工或生产流通阶段存在关联性
- D. 无关联性

说明: 新行业与公司现有业务上没有关联性, 但是收购成功后会让公司找到了发展的新领域和新模式, 迈出了多元化发展的第一步。同时会增加公司的经营规模, 有利于增强投资者对公司发展的信心

问题 6: 您认为多元化并购的并购前, 并购过程中, 并购后会面临哪些风险? 有没有对这些企业风险进行评估并提出相应的应对策略?

风险	策略
风险 1: 行业不熟悉带来的风险, 收购后标的公司行业发展受阻。	策略 1: 买个行业咨询报告及请专业咨询公司 对行业加深了解。
风险 2: 收购后经营业绩下滑	策略 2: 收购时签署对赌协议, 确保收购后实现预期的 业绩增长目标。
风险 3: 收购后标的高管团队离职、另起炉灶	策略 3: 1、收购后先稳定标的公司的高管团队的情绪, 并及时推进股权或期权激励计划, 保证高管团 队的稳定性。 2、收购时签署“禁业协议”, 杜绝标的公司 老板另起炉灶再办同类企业。

问题 7: 并购过程中是否出现过哪些困难或问题? 哪些是预期到的, 哪些是没预期到的? 相应的解决方案是?

收购前及收购后出现了两个问题, 问题 1: 并购过程中出现 2015 年度股灾导致股票价格下跌较大, 原初定的定向增发价为 22 元, 股票价格从 40 元跌到 16.8 元。 问题 2: 收购完成, 资产合并后发现对方的基础管理很薄弱, 很多业务规范性差。 其中股票价格下跌如此幅度未曾预料到。

问题 1 的解决方案: 于 2015 年 7 月份推出员工持股计划, 提高 2015 年度经营业绩, 从而提高投资者对金轮股价的信心, 随着大盘稳定后股价逐步提升, 后顺利完成既定价格的定向增发。

问题 2: 公司派生产管理人員和财务管理人員支援收購標的管理, 提高業務規範性。

问题 8: 企业进行并购的方法是哪种? 请说明为什么采取该种并购方法? A

- A.用現金、證券購買目標公司資產
- B.購買目標公司股份、股票
- C.對目標公司發行新股票以換取其股權
- D.其它

说明: 宏观政策上当时证监会鼓励上市公司横向收购, 另外收定向增发的方式比较符合当前的公司情况, 无需也没有必要动用大量现金去完成收购。 所以公司综合考虑后采用了用证券购买目标公司资产

问题 9：企业在并购的过程中是否签署了对赌协议？如果有，请简单介绍对赌协议内容

企业在实施并购过程中签署了对赌协议，对赌协议主要是被收购方对公司进行 2015-2017 年期间的三年净利润目标的承诺。

问题 10：您认为判定并购成败的标准有哪些？并请详细说明：ABCDE

A.偿债能力

B.盈利情况

C.企业发展潜力的变化

D.企业营运能力

E.企业效率

F.其它： 资产质量、投入产出比

说明：收购前应该先结合公司发展战略，想清楚自己的收购目的，然后实施收购，才能让收购顺利推进并实现成功收购。收购可概括为同业收购和跨界收购，这两者有相同点和不同点，相同的是都关注上述因素及指标，所不同点是： 同业收购更多关注收购是否促进了做精做强，是否提升了自己的核心竞争力.跨界收购还应关注收购到新业务所在领域是否有足够的发展空间，能否为公司发展带来创新的发展模式。

问题 11: 您认为本次并购是否成功? A

A.成功

B.失败

C.尚在判定

问题 12: 您认为导致本次并购成败的主要因素有哪些? 并请详细说明各因素的影响及这些

因素的重要性排序:

A. 企业并购后整合

B. 企业家作用

C. 经济周期的影响

D. 政策法规导向

E. 并购对象的选择

F. 并购决策及战略的制定

G. 财务

H. 其它

说明: 本次收购成功的主要因素为: **DBEFA**

首先是政策导向作用, 公司发起并购期间, 证监会政策鼓励上市公司多元化发展, 鼓励收购。收购洽谈期间, 被收购对象的董事长对我公司董事长的人格、人品及董事长所一手构建起来的经营管理体系和优秀的企业文化深度认同, 因此收购得以顺利推进。 收购后公

司对不锈钢产业现状及未来发展趋势进行深入了解和调研，随后制定了针对不锈钢业务进行了重新定位和明确了不锈钢企业的发展规划及发展目标、发展战略。

问题 13：您认为并购后需要解决的主要问题有哪些？请从强到弱排序并说明排序理由。

A.人力资源整合

B.企业管理整合

C.企业文化整合

D.企业资产整合

E.资金问题

F.其它：

说明： DECAB

企业并购后需要解决有形资产的整合和无形资产的整合，先解决有形资产的整合是法律法规要求以及公司收购必须要做的第一步工作。无形资产的整合包括文化、人才、管理，其中最重要的就是文化的整合，文化上相互融合彼此认同后才能促进新老管理团队的融合，才能发挥 1+1 大于 2 的作用，否则的话会产生内耗。

问题 14: 本次并购能够带来哪些方面的协同效应?

本次并购虽然在业务方面和原来的主营业务没有任何协同作用,但是收购后把公司的经营规模做大了,同时为公司今后的做大做强找到了一个全新的并且具有成长性的新领域,同时促进了公司的转型升级。

问题 15: 并购前后相关业务部门管理团队进行了哪些调整?

并购后对不锈钢业务中的短板模块,财务系统和生产管理系统进行了强化,派生产副总和财务经理协助管理。

问题 16: 企业通过并购形成多行业的集团后,总公司和子公司如何对新旧业务管理进行分配?并请简要说明决策权,经营权和财务权在总公司和子公司之间进行该种分配的原因。

- A. 总公司掌握所有的决策权,经营权和财务权,子公司只负责执行
- B. 总公司只负责决策权,经营权和财务权下放给子公司
- C. 总公司不参与任何决策,子公司全权负责新业务
- D. 决策权,经营权和财务权的其他分配模式 子公司独立法人,按董事会治理模式

说明:总公司对子公司采用战略管控和财务管控的模式,总公司设立财务中心,负责财务监管和资金的统一调拨。子公司财务部主要负责财务分析和成本核算等基础的财务管理  
工作。

子公司成立董事会， 并有董事会章程和董事会议事规则和明确的授权手册，日常经营管理由子公司总经理决策，如需提交董事会讨论的，则根据董事会议事规则讨论，形成决议后执行。

**问题 17:** 您（企业家）在并购流程（决策阶段、接管阶段、整合阶段）中起到怎样的作用？

我在并购流程中起到的作用主要是在整合阶段，评价经营管理现状派出相关人员支持不锈钢业务发展。

**问题 18:** 您认为并购完成后新业务能够从哪方面为公司创造价值？即新业务创造价值的源泉在哪里？

**问题 19:** 您认为如何保证被并购业务原管理层对该业务未来价值创造的积极性？

公司完成收购后会利用上市公司的通行做法，推行股权激励和期权激励计划以提高管理层的积极性。