

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: X2010157061

UDC_____

厦门大学

硕士学位论文

科技型企业并购财务风险探索

Research on Financial Risks of Enterprises' Mergers and
Acquisitions of the Scientific Enterprises

杨惠琼

指导教师姓名: 肖建教授

专业名称: 会计硕士

(M P A c c)

论文提交日期: 2015年10月

论文答辩日期: 2015年 月

学位授予日期: 2015年 月

答辩委员会主席: _____

评阅人: _____

2015年10月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

- () 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。
- () 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘要

科技型企业是我国经济结构提升的重要支撑，随着我国市场经济环境变化，以及服务于企业的资本市场蓬勃兴起，越来越多的科技型企业选择并购方式来实现跨越发展。企业并购可以为并购双方带来资源整合、加强市场竞争能力和提升经济效益的积极预期，同时也可能产生高昂的并购失败风险。诸多并购失败案例已为科技型企业的并购冲动敲响了警钟。但是，企业发展不能“因噎废食”，只要系统认识并购中存在的风险，尤其是对财务风险的高度关注，并采取科学的风险防范措施，并购之路将成为科技型企业快速发展的坦途。

本文将针对我国高科技领域企业的并购现状，从并购战略出发，对科技型企业并购形式和目标选择、并购定价等诸多财务风险影响因素进行分析，结合融资和支付风险，以及并购后财务整合风险等，系统构建并购活动的财务风险识别体系，并提出相应风险防范措施。此外，本文还通过案例企业并购实例，说明科技型企业系统识别与管理并购财务风险的重要性。

本文认为，针对科技型企业而言，成功的并购必须高度关注活动涉及的财务风险，最终聚焦并购战略甄选相关性程度高的目标企业；选择经验丰富的中介机构进行全面的尽职调查，使之成为并购定价的重要基础；设置合理的融资结构和支付方式，将财务风险控制到最低水平；要将并购后的财务整合工作视为并购成功的重要保障，从而建立并购财务风险的全过程防范与控制机制。

关键词：科技型企业；并购；财务风险

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Abstract

The scientific enterprise is an important support to improve China's economic structure. With the changes of our national marketing environment and the flourish of capital market subject to the scientific enterprise, an increasing number of the scientific enterprise resorts to merger and acquisition for the sake of further development. Mergers and acquisitions can benefit both sides in terms of resource integration, enhancement of market competitiveness and the positive expected economic profits, but also on the other hand, be likely to run a high risk thereby. Many failure examples have sounded the alarm for the rash acquisition of the scientific enterprise. Then the development of enterprises, however, can't be put off easily by a slight risk. As long as we become aware of the risks, pay high attention to financial risks especially, and adopt scientific prevention measures, mergers and acquisitions will be a right way for the scientific enterprise to realize its rapid development.

This paper is aimed at making an analysis of the financial factors such as the form, objective-selection and pricing of the scientific enterprise when confronted with the current situation from a strategy perspective. It will also try to build an identification system of financial risk in M & A activities, combining financing, payment risks and financial integration risks after acquisitions. Meanwhile, it will offer the corresponding risk prevention measures. In addition, this paper illustrates the importance for the scientific enterprise to recognize and manage the financial risks with specific examples.

This paper maintains that, for the scientific enterprises, they must pay high attention to the financial risks involved in the activity, and focus on the merging strategies to select out those target enterprises with great relevance; consult an experienced agency to conduct a comprehensive due diligence, rendering it a basic factor to make a price; set a reasonable financing model and payment to ensure the financial risk at a minimum level; regard the post-merger integration of acquisitions as an important guarantee of success so as to establish the whole process of prevention and control mechanisms for financial risk.

Key Words: the scientific enterprises; Mergers and acquisitions; financial risks

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景和意义	1
一、研究背景	1
二、研究意义	2
第二节 国内外研究情况	4
一、国外研究情况	4
二、国内研究情况	5
第三节 研究思路与内容	8
第二章 科技型企业并购及其财务风险概述	10
第一节 科技型企业并购	10
一、科技型企业	10
二、科技型企业并购	11
第二节 并购财务风险管理	12
一、并购财务风险	12
二、并购财务风险管理	13
第三章 并购前的财务风险管理	14
第一节 并购形式的财务风险管理	14
一、横向并购的财务风险管理	14
二、纵向并购的财务风险管理	15
三、混合并购的财务风险管理	16
第二节 目标企业的财务风险管理	17
一、选择相关性、互补性强的并购对象	17
二、开展系统、细致的尽职调查	18
第三节 并购定价的财务风险管理	19
第四章 并购中的融资和支付风险管理	22

第一节 并购中的融资风险管理	22
一、融资风险分析	22
二、融资风险防范与控制	24
第二节 并购中的支付风险管理	26
一、支付风险分析	26
二、支付风险防范与控制	27
第五章 并购后的财务整合风险管理	30
第一节 财务整合的内容与目标	30
一、财务整合的概念和目标	30
二、财务整合的内容	31
第二节 财务整合风险防范与控制	32
第六章 案例分析	36
第一节 案例背景与简析	36
一、并购相关方情况	36
二、并购活动简介	37
第二节 并购失败风险分析	43
第七章 结束语	47
第一节 研究创新	47
第二节 研究不足	47
参考文献	48

Content

Chapter One Introduction	1
Section One Research background and significance	1
1. Foreign research situation.....	1
2. The domestic research situation	2
Section Two Research situation on home and abroad	4
1. Research background.....	4
2. Research value and significance.....	5
Section Three Research ideas and content.....	8
Chapter Two Scientific enterprises mergers and overview of financial risk management on merger and acquisition	10
Section One Scientific enterprises mergers	10
1. Scientific enterprises	10
2. Scientific enterprises mergers and acquisitions.....	11
Section Two Financial risk management on merger and acquisition.....	12
1. Mergers and acquisitions of financial risk.....	12
2. Mergers and acquisitions of financial risk management	13
Chapter Three Pre-merger and acquisition financial risk management	14
Section One Financial risk management on merger and acquisition form	14
1. Crosswise merger and acquisition finance risk management.....	14
2. Longitudinal merger and acquisition finance risk management.....	15
3. Mix merger and acquisition finance risk management.....	16
Section Two Financial risk management on target enterprise.....	17
1. Choice relevance, complementary strong merger and acquisition object	17
2. The development systematic, careful fulfills duty the investigation	18

Section Three Financial risk management on merger and acquisition pricing	19
Chapter Four Risk management on financing and payment during merger and acquisition	22
Section One Financing risk management during merger and acquisition	22
1. Risk analysis on financing	22
2. Financing risk prevention and control	24
Section Two Payment risk management during merger and acquisition	26
1. Risk analysis on payment	26
2. Payment risk prevention and control	27
Chapter Five Post-merger and acquisition financial integration risk management	30
Section One Content and target of financial integration	30
1. Concept and target of financial integration	30
2. Content of financial integration	31
Section Two Financial integration risk prevention and control	32
Chapter Six Case study	36
Section One Case background and analysis	36
1. Situation of stakeholders for merger and acquisition	36
2. Brief introduction of merger and acquisition activity	37
Section Two Analysis on merger and acquisition failure	43
Chapter Seven Conclusion	47
Section One Research innovations	47
Section Two Research shortcomings	47
Bibliography	48

第一章 绪论

第一节 研究背景和意义

一、研究背景

作为一种特殊形态的企业模式，科技型企业自 20 世纪 80 年代以来在世界范围内蓬勃发展，不但成为高科技领域的创新者和领跑者，更是推动传统产业创新的先锋力量。

首先，作为科技型企业形态，在研发新产品、申请专利、提供就业机会、稳定社会等方面发挥着不可替代的作用，是我国国民经济中一支重要的生力军。比如，2011 年我国纳入火炬统计系统共有高新技术企业 39343 家，是 2000 年 9758 家的 4 倍，年均增长 13.5%，2010 年高新技术企业总产值为 140,339 亿元，比 2000 年 10,411 亿元增长 13.48 倍，年平均增长 26.68%^①。可见，高新技术企业已经成为推动我国产业转型升级，转变经济发展方式的重要力量。其次，经过二十多年的发展，科技型企业从成长性、经营业绩、持续创新能力、竞争力、治理结构和行业环境等方面来看，无论是数量还是质量上，在我国经济发展中扮演着不容忽视的重要角色。再次，自 2013 年初全国中小企业股份转让系统初创以来，带来我国资本市场前所未有的发展机遇，也为想走并购、重组之路的科技型企业带来新的融资机遇与挑战。

市场环境的变化使得技术与专业知识成为企业参与竞争最为关键的资源，而研发能力薄弱、技术创新能力不强，则成为当前科技型企业参与市场竞争的短板，科技型企业求生存、谋发展除了走技术创新之路外别无选择。因此，作为获取技术的重要途径之一，科技型企业技术并购等系列并购活动就成为业界和学界关注的焦点之一。

然而，并购的结果却与初衷大相径庭，使并购企业和投资者都蒙受了巨大损失。李善民、朱滔(2006)对 1998-2002 年发生于我国证券市场的 251 起多元化并

^①科技部火炬中心高新技术企业处. 中国高新技术企业发展环境及相关政策及相关政策浅析[EB/OL], <http://www.chinatorch.gov.cn>, 2013.

购事件展开实证研究,认为多元化并购公司股东在并购后 1-3 年内财富损失达到 6.5%-9.6%,与并购目标相形甚远。例如,金利科技(002464.SZ)2013 年以定向增发和现金支付方式收购宇瀚光电 100%股权,由于 2014 年并购业务的经营业绩没有达到预期,因该项投资形成的商誉计提减值准备 1.27 亿元,直接导致 2014 年业绩亏损额高达 1.29 亿元^①。三元达通讯(002417.SZ)成功上市一年后,运用募集资金并购西安海天天线相关资产,受并购战略、产品规划、市场战略、人力资源、财务风险预判不足等多种因素综合影响,导致并购后三年连续亏损,并购目标没有达成,2015 年 3 月该项目再次易主,宣告了本次并购事件的失败^②。

企业并购活动是一个繁杂系统的工程,其成败受多种因素、多种管理活动综合影响,财务风险管理正是企业并购活动管理中的一项重要措施。Philip Mirvis (1992)认为,企业并购失败的原因有两点:首先,从战略目标上讲,目标企业的业务与主并方自身的互补性不强,匹配性不好,无法产生较大的协同效应。其次,并购中对财务风险关注度不足,没有科学有效的财务风险管理策略。Robert Borghese 等(2001)提出并购双方的战略及组织适应性差,缺乏有效的整合计划是并购财务风险产生的主要原因。吴超鹏等(2008)研究发现,收购方良好的盈利能力导致管理者过度自信,并购带来资产负债率增高的同时也增加了并购后的财务风险,直接影响到并购成效。王妮(2009)认为,企业并购失败最主要的原因是对企业并购风险缺少必要的控制措施,通过企业并购过程的风险识别可以控制并购风险的发生及其负面影响。

由此可见,企业并购失败的主要原因在于财务风险预估不足及控制不力,而财务风险管理可以有效降低企业并购活动的失败风险,提升并购活动的成功率。因此,系统研究企业并购中的财务风险,对于并购活动的相关方,尤其是现阶段发展潜力巨大的科技型企业,具有重要的价值和意义。

二、研究意义

本文认为通过对并购财务风险理论探讨,对理论研究有借鉴意义,在实务研究上有指导意义。具体体现如下:

^①巨潮网. 2014 年年度报告[EB/OL], <http://www.cninfo.com.cn>, 2015.

^②巨潮网. 2014 年年度报告[EB/OL], <http://www.cninfo.com.cn>, 2015.

其一，有利于指导科技型企业并购战略和财务目标制定，有计划、有节奏地朝着并购目标迈进。企业并购为其战略服务，技术并购是科技型企业快速提升核心竞争力的有效方式。科技型企业为获取高水平技术研发人员和无形资产，只需拿出已有的资金或者其他优势资源，就能快速实现并购双方的交易目的。

其二，有利于指导科技型企业着眼于企业长远发展，设定阶段性目标，关注并购绩效持续、稳定增长，降低并购过程中的财务风险。相对于大型企业看中的长期效应来说，为实现快速扩张，科技型企业并购眼界相对较窄，更注重企业短、中期效益。科技型企业生命周期决定了所实施的并购成效必须短、频、快，有限的资源与飞速发展的技术无法为企业争取更长的缓冲期。这个特性最终表现出，企业并购后不是快速成长，就是加速进入衰退期，因此，科技型企业的并购战略与企业的经营战略需密切相关，制定切合企业实际的发展战略，稳打稳扎地做好并购过程中每一步财务风险管理工作。

其三，有利于减轻或者避免财务风险给科技型企业并购带来的危害。一方面科技型企业综合管理能力相对薄弱，对企业并购过程中的财务风险认识相对不足；另一方面科技型企业并购融资和支付方式多为现金支付，资金来源于资本市场或者银行贷款居多，背负着巨大的融资成本压力。而这些重大的资金投入一旦出现风险管控不到位，就有可能导致整个投资失败，甚至带来整个企业经营的失败。科技型企业本身是极具成长价值的优质企业，如何帮助科技型企业做大做强，是我国企业所迫切需要面对和解决的难题。本文从财务视角对企业并购活动中的风险管理研究将丰富了我国科技型企业并购财务风险控制理论，有利于帮助企业化解财务风险，指导企业并购前后的财务管理工作。

第二节 国内外研究情况

为构建拟提出的财务风险防范体系,本节将通过财务视角下的并购理论和并购财务风险研究情况的文献梳理和提炼,初步提出研究的方向和结构。

一、国外研究情况

国外企业对并购活动的财务风险研究比国内企业更加完善。从实践来看,国外企业在确认、评估和控制并购风险问题上积累了较多的经验,无论在风险控制构架的建立,还是风险管理政策和操作程序,以及风险测评工具和风险管理人才的培养等等,都领先于我国。而从理论研究来看,国外学者对并购风险的认识、风险影响程度和并购财务风险的控制研究,也早于我国几十年。

1965年,诺贝尔奖得主、经济学家托宾(Tobin)就提出了著名的托宾Q指标,即以Q值(市场价值/重置成本)来反映企业并购发生的可能性,当企业证券市场价值低于其重置成本时,并购将可能发生。Tobin发现,股票价格的上升使托宾Q值大于1,即企业的市场价值大于重置成本,企业为了追求价值最大化,企业投资支出将扩张。而当托宾Q值小于1时,由于企业的市场价值小于重置成本,企业可以通过买进股票或者并购别的公司来获得生产性资产,这样比单纯购进新设备要便宜。凯恩斯在《通论》中也表达了类似的思想。按照凯恩斯的逻辑推理,如果建设一家新企业的成本高于购买一家类似企业的成本,资本家就没有理由建造新的企业;另一方面,如果一项新工程虽然造价很高,但只要能让其股票在交易所顺利上市并有利可图,则人们就可以进行该项投资。

美国证券市场100多年的数据研究显示,近百年来美国股票市场的托宾Q值总体波动幅度值大多数年份在1以下,从长期来看,企业的市值将回复至与其资产重置成本相近的水平,托宾Q比率向均值回归成为市场较为普遍的规律。当前,方兴未艾的私人股权投资(PE业务)正好验证了托宾的理论。Q值大于1时,意味着市场对公司的估价超过其重置成本,从而使企业投资后进入资本市场变现成为一种套利机会;反之,Q值小于1则意味着市场估价低于其重置成本,从而使市场并购行为较之于直接设立企业更为合算,这也是成功的并购者常常在经济低迷时进行并购的原因。Tobin Q值比较真实的反映了企业内在价值与市场价值

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.