

上市公司并购的动因分析

——以 A 公司为例

文 / 付旂婷

东旭光电是本土第一、世界排名第四的液晶玻璃基板生产企业，申龙客车也是新能源客车的佼佼者，但二者的结合并未产生良好的化学反应。本文主要围绕东旭光电 2017 年并购申龙客车事件进行研究，从企业并购动因理论基础、并购双方企业概括、并购的动因以及财务数据四个方面进行阐述，指出并购的风险，同时对企业并购提出相关建议。

关键词：理论基础；跨行业并购；协同效应；风险

随着我国宏观调控政策的出台，以及产业优化的升级，2015 年财政部、国资委、证监会、银监会联合下发了《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》，国家鼓励中小企业并购重组进行经济转型，在扩大取消审批范围、简化行政审批程序、创新支付工具和融资方式、鼓励上市公司整合、加大金融支持以及完善兼并重组信息披露制度六个方面支持上市公司并购重组，面对实体经济不景气，传统行业迫切需要转型的现状，不少上市公司加入了“并购的热潮”^[1]。

一、并购动因理论基础

（一）效率理论

效率理论是指上市公司通过并购重组后，企业的整体经营效率会提升，从而提高企业的经济效益。效率理论主要包括三个方面，分别是协同效应理论、多元化经营理论以及战略重组理论。协同效应理论是指企业通过合并使并购方和被并购方的盈利能力实现一加一大于二的情况，通过并购的方式，从经营、财务和管理三个维度共享资源来获得协同效应。多元化经营理论是指企业通过跨界并购等方式实现行业多元化发展，分散投资能适当降低经营风险，多元化的行业占有率能拓展资源和渠道。战略重组理论是指并购的主要动因是基于企业战略需求，为取得行业竞争优势做出的快速调整，从而为企业增加获取更多利润的可能性。

（二）代理理论

代理理论的产生是由于企业所有权与经营权的分离，所有者的利益是为了实现股东利益最大化，而经营者的利益则是获得更多的收益，二者的不一致导致代理问题的产生。企业通过并购能够优化代理问题，企业发生并购能有效降低代理成本，从而提升企业效率，同时减少自由现金流量来降低管理层掌控的自由现金流量，使管理者与所有者的冲突减弱。

（三）税收优惠理论

税收优惠理论是指企业为了税收最小化，使被收购企业的税收转移到收购企业，通过合并纳税的方式获取税收优惠，进行合法避税的行为。

二、并购双方企业概括

东旭光电科技股份有限公司成立于 1992 年，公司主要从事集液晶玻璃基板、盖板玻璃、彩色滤光片、蓝宝石玻璃等光电显示材料和高端装备制造及系统集成服务；生产能源巴士和石墨烯基锂离子电池，石墨烯 LED 灯和石墨烯电加热膜。掌握玻璃基板成套设备生产线技术，提供存储芯片，外围设备和电子产品，以及节能、环保、桥梁工程等领域的基础设施和建筑工程服务。后期因行业多元化发展，增加了新能源汽车研发及制

付旂婷（1994—），女，汉族，新疆乌鲁木齐人，硕士研究生在读。单位：新疆财经大学（新疆乌鲁木齐，830012）。研究方向：公司财务与会计。

造业务。该公司于 1996 年在深圳证券交易所挂牌上市，证券代码为 000413。

申龙客车有限公司成立于 2005 年，致力于客车整车研发、制造和销售，产品涵盖公路客运、旅游、公交、团体等各个细分市场，销售网络覆盖全球 50 多个国家和地区，是综合性客车制造企业。包括上海申龙客车有限公司和广西申龙汽车有限公司两家分公司。公司自成立以来不断创新，坚持自主设计制造满足客户需求。严格执行 TS16949 标准、获得国家 3C 认证。经过几年的发展，开发出拥有柴油、天然气、混合动力、氢燃料等动力燃料的系列产品。

三、并购动因

（一）发挥经营协同效应

东旭光电通过并购的方式进入新能源汽车产业领域，借助这一板块完成与石墨烯基锂离子电池的结合，利用申龙客车发挥产业上下游间的协同效应。在并购后其总资产由 686.1 亿元提升至 725.8 亿元，营业收入增加了 109.3 亿元，形成商誉 23.32 亿元，在竞争激烈的市场环境中，实现规模快速扩张；与此同时，申龙客车借助东旭光电的产业、技术以及市场等多方资源，带动产业整合升级以及提升产业知名度，二者充分发挥经营协同效应。

（二）达成企业战略目标

新能源汽车目前是国家战略扶持行业，同时随着实体经济的下滑，东旭光电作为传统行业急需转型，而汽车行业作为国民经济的支柱产业，能够带动其他产业发展，石墨烯基锂离子电池可用作新能源汽车，东旭光电可借此延伸新型产业，达成企业转型战略目标，并结合上下游产业关联优势，形成产业链闭环。

（三）实现多元化经营，分散风险

由于宏观市场变化莫测，企业经营产品过于单一、经营领域过于集中的企业，当市场遭遇冲击时或将面临灭顶之灾的情况，很多企业会选择多元化的经营战略，涉及更多的行业和提供更多样化的服务，有效帮助企业规避风险^[2]。

四、财务数据分析

（一）偿债能力

偿债能力是指公司偿还债务的能力，通过偿债能力分析，可以评估与该公司进行资金往来的可能性，能够更好地规避投资风险。短期偿债能力一般通过流动比率和速动比率的指标来反映，通常情况下流动比率应在 2 以上，速动比率应在 1 以上表明企业偿债能力良好。而长期偿债能力通过资产负债率的指标来反映，比率越低则表明偿债能力越高。

表 1 偿债能力

指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
流动比率	2.25	1.67	1.36	1.11	1.00
速动比率	2.01	1.54	1.23	1.03	0.94
资产负债率 / %	52.64	53.95	53.49	55.86	58.6

1.8 下降至 1.32，2019 年至 2021 年均跌破 1，资产负债率也是逐年上升，从 2017 年的 52.64% 上升至 2021 年的 58.60%，说明该公司偿债能力和变现能力降低，偿债风险日益凸显，若一直保持不变，企业的融资成本可能会增加。

（二）盈利能力

盈利能力是指企业获得利润的能力，反映企业盈利能力的指标有很多，比如资产总额、所有者权益总额、总资产报酬率、净资产报酬率、营业利润率、毛利率以及净利润率等。

表 2 盈利能力

指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额 / 亿	686.11	725.76	677.6	648.29	624.86
所有者权益总额 / 亿	321.69	334.23	315.16	286.14	258.68
总资产报酬率 / %	5.76	5.58	0.28	-2.97	-2.42
净资产报酬率 / %	7.09	6.83	-4.83	-11.66	-10.65
营业利润率 / %	13.15	9.67	-7.11	-43.47	-53.48
毛利率 / %	20.84	17.75	15.76	7.73	9.91
净利润率 / %	10.06	7.67	-8.69	-48.28	-49.72

公司自并购后总资产从 2017 年的 686.11 亿元上升至 725.76 亿元，所有者权益总额从 321.69 亿元涨至 334.23 亿元。总资产报酬率出现下降的趋势，2021 年跌至 -2.42%，净资产报酬率也同样出现下降的趋势，说明企业的资产管理能力较差，未能用现有资源为企业创造价值。企业营业利润率呈现下降趋势，但是年报数据显示，并购后企业营业收入和营业利润都有所提升，而营业利润率下降的原因是营业总成本上涨了 102.8 亿元，说明并购后的支出速度超过了收入速度，因此跨年并购未能对企业正向发展作出贡献，毛利率和净利率也同样呈下降趋势，以上数据均说明了企业的盈利能力较差。

（三）营运能力

营运能力主要反映企业经营和运行的能力，一般可以通过应收账款周转率、总资产周转率等指标进行分析。并购后公司应收账款周转率下降 1.04，且逐年递减，总资产周转率上升 0.11，但这种上升趋势仅维持一年，后续均呈现下降趋势。

表 3 营运能力

指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
应收账款周转率 / 次	3.58	2.54	1.35	0.69	0.66
总资产周转率 / 次	0.29	0.4	0.25	0.11	0.09

（四）成长能力

成长能力能够反映企业的自身发展经营情况，可以通过总资产增长率、营业收入增长率和净利润率等指标分析企业

未来是否有更大的发展空间。该公司总资产增长率、营业收入增长率以及净利润率并未因为并购原因得到改善,2018 年出现下降趋势,且 2019 年至 2021 年三年出现负增长的情况,若企业的发展趋势不及时进行调整,将对企业产生不利影响。

表 4 成长能力

指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
总资产增长率 / %	34.59	5.78	-6.63	-4.33	-3.62
营业收入增长率 / %	127.15	63.29	-37.87	-59.79	-20.1
净利润增长率 / %	33.75	25.05	-170.41	0	0

五、东旭光电并购申龙客车的风险

(一) 企业价值估价风险

对被并购企业的价值评估不当很可能导致并购成本的增加,使得并购企业出现财务损失的可能性。申龙客车虽然具备丰富的运营经验,在全国大客车销售排名中位列前十,2015 年、2016 年营业收入分别为 15.8 亿元和 21.4 亿元,收入位于同行业领先水平。但是作为当时的新兴产业,其价值评估难度较大,后期行业发展走势难以估计。东旭光电 2017 年支付对价 30 亿元收购了上海申龙客车 100% 的股权,但根据东旭光电年报显示,2019 年上海申龙客车盈利能力大幅下降使得东旭光电出现严重亏损,2022 年上海申龙客车上半年营业收入 2.3 亿元,净利润亏损达 5638.84 万元。

(二) 企业并购信息风险

在并购过程中,由于并购双方信息的不对称,被并购方往往会隐藏自身企业不利信息,夸大自身优势,使披露信息失真。因此并购方在并购前应充分了解目标公司信息,谨慎进行调查与评估,同时让第三方进行担保,被并购方出具信息真实证明,来保护并购方企业利益。



(三) 并购资金管理风险

企业并购资金来源于社会各方,比如金融机构贷款、发行股票债券以及企业自有资金等。东旭光电近几年持续并购扩张企业规模,2014 年收购四川瑞意建筑工程有限公司 100% 股权,进军工程建筑领域;2015 年收购宿迁亿泰自动化工程有限公司 90% 股权,进军机械设备自动化领域;2016 年收购上海碳源汇谷新材料科技有限公司 50.5% 股权,进军

新材料设备领域;2017 年收购北京亿华通科技有限公司部分股权,进军氢燃料电池领域;2018 年收购深圳市三宝创新智能有限公司 67% 的股权,进军机器人领域。东旭光电短期内多次并购使得总资产得到提升,避免企业破产重组。但整体来看,多行业并购并未达到理想效果,未实现预期的优势互补,反而因并购需求而大量募集资金,使得后期出现债务违约事件^[3]。

六、并购案例的启示

(一) 加强政府对企业并购的监督

随着“并购热潮”的掀起,部分企业急于达成某种目的而盲目并购,并购结果不理想,诱发企业财务风险的事件比比皆是。因此政府应改善并购环境,运用专业知识指导企业进行并购,对并购行为异常企业及时发布合理预警,将有损并购市场环境以及妨碍并购秩序的企业纳入黑名单,限制其并购活动。

(二) 强化并购后的整合工作

东旭光电因对自身企业认知不足,短时间内盲目进行多个行业的并购,但未科学整合并购产业,对被并购方财务数据不了解,导致出现财务风险时不能及时预警,使经营业绩停滞不前,管理费反而增加。显然东旭光电在此次并购中,不仅未享受到目标公司带来的业绩红利,反而忽略了主营业务,使得公司陷入财务危机。因此,企业应积极参与被并购公司的管理,做好并购后的整合工作,优化公司资源提升产业间的协同效应,与此同时,并购需要全方位考量,不能盲目进行投资。

(三) 加强企业信息披露

企业充分履行信息披露的义务是保护投资者权益和规范资本市场秩序的必要条件,重要信息的披露,有助于企业识别合并风险,企业信息透明度与诚信度成正相关,因此,可将此指标做为并购的重要依据之一,进一步优化并购流程。

七、结语

无论企业进行横向并购还是纵向并购,都应提前做好被并购方企业的背调和风险评估工作,不能仅关注当前利好政策,或者为规避经验风险而盲目进行多行业的并购,应提前了解目标公司的财务状况、经营状况以及风险因素等,同时还需对自身财务情况进行评估,尽可能满足双方利益需求,实现利益最大化,同时,并购后的整合工作尤为重要,为企业后期长远发展奠定基础。

参考文献:

- [1] 赵欣. 企业并购理论文献综述 [J]. 经营管理, 2021(07): 148-150.
- [2] 王景景. 企业并购重组的财务风险研究 [J]. 中国乡镇企业会计, 2022(12): 30-32.
- [3] 陈仕华, 王雅茹. 企业并购依赖的缘由和后果: 基于知识基础理论和成长压力理论的研究 [J]. 管理世界, 2022, 38(05): 156-175.