

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741



硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 横向高溢价并购对企业绩效影响研究
——以上海莱士并购同路生物为例

研究生姓名: 王力弘

指导教师姓名、职称: 董成 教授 李波 高级会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

提交日期: 2021年5月30日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 王力弘 签字日期： 2021.6.1

导师签名： 李成 签字日期： 2021.6.8

导师(校外)签名： 李洪 签字日期： 2021.6.12

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意 (选择“同意” / “不同意”) 以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊(光盘版)电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 王力弘 签字日期： 2021.6.1

导师签名： 李成 签字日期： 2021.6.8

导师(校外)签名： 李洪 签字日期： 2021.6.12

**Research on the impact of horizontal high
premium mergers and acquisitions on
corporate performance
—Taking Shanghai RAAS's acquisition of
Tonglu Biology as an example**

Candidate : Wang Lihong

Supervisor: Dong Cheng Li Bo

摘 要

生物制药产业是我国未来经济发展和产业转型的重要领域,但是相比于发达国家,我国生物制药产业仍旧存在着诸如集中程度较低,企业规模较小,以及研发速度较慢,研发能力较低等问题。血液制品行业作为生物制药行业的重要组成部分,同样也面临着上述问题。再加上我国对血液制品行业的监管越来越严格,对于血液制品企业的准入条件也在不断提升,这在一定程度上也推动了血液制品行业并购的发生,因此,近几年,我国血液制品行业的并购行为愈演愈烈,并购溢价也是水涨船高,而这些高溢价的并购行为是否可以对企业的发展起到良好的促进作用,也成为各方关注的焦点。

本文选择上海莱士并购同路生物作为案例,对我国血液制品行业横向高溢价并购对企业绩效产生的影响进行分析。首先,本文对相关的基本理论以及案例的基本情况介绍,为下文分析提供内容支持;其次,本文系统的对上海莱士并购同路生物的溢价并购绩效进行了分析。“溢价分析”部分主要分析了溢价产生的背景以及本案例溢价形成的因素,并对上海莱士并购同路生物的估值,高溢价带来的业绩承诺等方面进行介绍。在“绩效分析”的部分,本文采用了市场绩效、财务绩效、以及非财务绩效进行分析。最后,本文通过以上分析,对上海莱士高溢价并购同路生物所产生的绩效得出结论,并提出相关建议。

通过对本案例的研究发现,血液制品行业由于其原材料数量较为紧张,且技术等资产并未反映在资产负债表之内,使得血液制品行业溢价并购的现象是普遍存在的。合理的高溢价并购在整体上不仅可以大幅提升企业的经营效益,而且可以促进企业绩效的迅速提升。

关键词: 高溢价 并购 绩效

Abstract

The biopharmaceutical industry is an important area for China's future economic development and industrial transformation, but compared with developed countries, China's biopharmaceutical industry still has problems such as lower concentration, smaller enterprise scale, as well as slower research and development, and lower research and development capacity. As an important part of the biopharmaceutical industry, the blood products industry is also facing the above problems. In addition, the regulation of my country in the blood products industry is becoming increasingly difficult, and the conditions for access to blood products companies are getting better. Therefore, in recent years, mergers and acquisitions in my country's blood products industry have been steadily increasing, and the cost of compounding and acquisition is also rising.

In this paper, we choose Shanghai Laisi's acquisition of Tonglu Biological as a case study to analyze the impact of horizontal high premium mergers and acquisitions on corporate performance in China's blood products industry. First, this document presents the relevant basic ideas and the basic nature of the case, and provides support for the content of the following analysis; second, this article systematically analyzes the performance of Shanghai RAAS M&A Tonglu Biology M&A performance. The "Premium Analysis" section thoroughly analyzes the premium domain and premium-influenced features, and introduces the Shanghai RAAS acquisition rating for Tonglu Bio, and the performance commitments brought by the premium. In the section of "Performance Analysis", market performance, financial performance, and non-financial performance are analyzed in this paper. Finally, this paper draws conclusions and makes recommendations on the performance of Shanghai Laisi's high premium acquisition of Tonglu Bio.

In the case study, it was found that due to a shortage of supplies in the blood products industry, and that goods such as technology were not reflected in the balance, the state of premium integration and blood supply to the industry increased. Reasonable high premium mergers and acquisitions can not only significantly

improve the overall operating efficiency of a company, but also promote rapid improvement in corporate performance.

Keywords: High premium; M&A; Performance

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究目的及意义.....	2
1.2.1 研究目的.....	2
1.2.2 研究意义.....	3
1.3 研究内容及研究方法.....	4
1.3.1 研究内容.....	4
1.3.2 研究方法.....	4
2 文献综述	6
2.1 横向并购动因.....	6
2.1.1 国外研究现状.....	6
2.1.2 国内研究现状.....	7
2.2 高溢价并购动因及影响因素.....	7
2.2.1 国外研究现状.....	7
2.2.2 国内研究现状.....	9
2.3 高溢价并购对企业绩效的影响.....	10
2.3.1 国外研究现状.....	10
2.3.2 国内研究现状.....	10
2.4 文献综述述评.....	11
3 相关理论基础	13
3.1 理论基础.....	13
3.1.1 协同效应理论.....	13
3.1.2 信号传递理论.....	13
3.1.3 市场势力理论.....	13
3.2 企业绩效评价方法.....	14
3.2.1 市场绩效评价法.....	14
3.2.2 财务指标绩效评价法.....	14

3.2.3 非财务指标绩效评价法.....	15
4 上海莱士并购同路生物案例基本情况.....	16
4.1 我国血液制品行业发展现状.....	16
4.1.1 血液制品行业现状.....	16
4.1.2 血液制品行业并购重组趋势.....	17
4.2 并购双方概况.....	18
4.2.1 主并方简介.....	18
4.2.2 标的方简介.....	18
4.3 并购过程及估值方法.....	19
4.3.1 并购过程.....	19
4.3.2 并购结果.....	20
4.3.3 签订业绩承诺.....	20
4.3.4 估值方法.....	20
5 上海莱士并购同路生物对企业绩效的影响.....	22
5.1 并购溢价分析.....	22
5.1.1 行业并购溢价情况分析.....	22
5.1.2 上海莱士并购同路生物高溢价情况分析.....	23
5.2 同路生物业绩承诺情况分析.....	26
5.3 上海莱士并购市场绩效分析.....	28
5.3.1 基于事件研究法的短期并购绩效分析.....	28
5.3.2 基于购买持有超额收益法的长期绩效分析.....	31
5.4 上海莱士并购财务指标绩效分析.....	34
5.4.1 盈利能力分析.....	34
5.4.2 偿债能力分析.....	36
5.4.3 营运能力分析.....	38
5.4.4 成长能力分析.....	40
5.5 上海莱士并购非财务指标绩效分析.....	42
5.5.1 企业发展战略分析.....	42
5.5.2 企业市场份额分析.....	43

5.5.3 企业技术研发进程分析.....	45
5.5.4 企业管理与文化建设分析.....	47
6 结论与建议.....	49
6.1 结论.....	49
6.2 建议.....	49
6.3 研究展望.....	50
参考文献.....	52
后记.....	56

1 绪论

1.1 研究背景

我国的经济正处在快速发展的阶段，不同的行业都呈现出快速增长的状态，市场内部的竞争程度也在不断加强。企业若想市场中获得长期的成功，除了提升自身的管理水平，通过企业内部的发展促进企业发展以外，企业也可以选择通过并购的方式，促进企业规模与实力的提升。对于企业来讲，并购行为本身具有的最大的优势，就是可以以最快的速度提升企业整体的规模，推动企业实力的上升。通过并购来促进企业发展，其发展速度是内生式增长的企业所不能比拟的。而且，并购一般来说，是由主并方发起，且往往是在看好被并企业发展的前提下发生的，主并方为了提高并购的成功率，收购价格通常会高于企业本身的价值，因此溢价并购在并购事件中是普遍存在的。在我国，企业间的并购行为越来越普遍，企业间并购的溢价也被推的越来越高。

生物制药产业，在我国战略布局中占据极其重要的地位，生物制药不仅仅是在我国，其在全球也是占据着极其重要的地位。然而，从整体上来讲，我国生物制药产业的发展水平是低于发达国家的。就目前的国际市场而言，仅贝林、奥克特玛珐等十几家企业，就已经占据了超过百分之八十的市场份额。而血液制品行业是生物制药行业的重要分支，其整体也面临着发展水平较低，研发能力有限，整体规模较小的问题，我国也同样处于这种状况之下，再加上我国政府对血液制品行业相关企业管控较为严格，提高准入门槛，这就使得血液制品行业若想加快发展速度，最有效的方法就是通过并购来促进行业集中度的提高，提升血液制品的生产效率。

因此，为了血液制品资源的有效整合，提升生产效率，促进技术的发展，我国血液制品行业自 2011 年起开始了大规模的横向并购。从 2013 年起，我国发布了一系列的政策促进企业的并购重组，其中生物医药和新能源是政策的重点领域。随后，国内血液制品行业加快了并购的步伐，产业也逐步走向集中。自“十二五”计划公布以来，血液制品行业也产生了重大变革，在巨大的并购浪潮之中，各大生物制药公司为了抢占优质标的，给出的对价越来越高，推动并购溢价率的

快速上涨。

上海莱士在上市初期，面临着企业发展速度较慢，科研水平较低，其产品在市场上具备的竞争力不足等问题。此时上海莱士选择并购同路生物可以迅速扩大该企业的规模，增加产品数量与种类，推动其在血液制品行业中的竞争力。在上海莱士高溢价并购同路生物之后，上海莱士产品的数量增加至 11 种，单采血浆浆站数量也提升至 28 家。并购后的上海莱士的采浆的规模和数量都有了显著的提升，这进一步提升了上海莱士在市场上的竞争力，也巩固了上海莱士在该行业的地位。另外，在并购价格方面，同路生物的估值价格相对于其账面价值，增值率高达 672.35%， “高溢价” 特征非常显著。因此，本文选取上海莱士并购同路生物作为案例。

1.2 研究目的及意义

1.2.1 研究目的

企业并购是我国血液制品行业快速发展的要求，同时也是该行业快速发展的重要方针与战略。无论是在企业技术研发，还是扩大企业规模，提升市场集中度方面，企业并购都起着不可替代的作用。另外，我国老年人数量不断增加，我国医保制度也在不断地完善，医保的范围在不断扩大，血液制品的数量也在不断的上升。市场上现存的供给与需求是不平衡的。为了缓解供需矛盾，增加企业的产出，以及我国政策的推动，血液制品行业的横向并购已是大势所趋。

按照我国目前血液制品行业的市场溢价水平来看，上海莱士以 6.7 倍的对价实施本次经济活动是属于高溢价并购的，其正是为了达到扩大企业规模，提升生产效率的目的。但是高溢价虽然能够帮助上海莱士快速抢占优质标的，但是同样也有可能会有估值不合理的可能性，通过过高的溢价进行并购，损害到上海莱士本身的发展。因此，在血液制品企业都在大力推行并购，通过高溢价抢占优质标的的情况下，研究企业的高溢价并购对企业绩效会产生怎样的影响，对企业有着重要的意义。

本文以上海莱士并购同路生物为例，对横向高溢价并购对企业绩效产生的影响进行分析，旨在研究横向高溢价并购对企业绩效带来的影响。另外，在分析过

程中也会对本文案例进行学习与思考，并对其有缺陷的地方提出建议，为以后血液制品行业的并购行为提供经验与建议。

1.2.2 研究意义

（1）理论意义

本文通过对生物制药企业间发生的横向高溢价并购对企业绩效产生的影响进行研究，丰富了现有的理论。我国生物制药行业发展历史较短，发展水平与发达国家也存在一定的差距，我国针对高溢价并购对企业绩效产生的影响的理论研究数量较少，其中针对生物制药领域，尤其是其细分领域——血液制品行业的研究更是屈指可数。本文在传统并购理论研究的基础上，结合我国行业发展的特点，对行业内出现的高溢价并购会对企业绩效带来的影响进行研究，以此对生物制药产业的相关理论进行了补充，也对生物制药企业的其他细分领域提供参考与借鉴。

（2）现实意义

在我国，血液制品行业的发展面临着一些问题。一些规模较大的企业在技术方面难以实现突破性进展，其所拥有的具有创新精神与能力的人才较少，在这种情况下，企业加大技术方面的投入，会面临较大的风险。而与大企业巨大的规模相比，小企业人员数量较少，便于上下层级沟通，具有较大的灵活性，其研发能力较强，但是其由于规模较小，所拥有的采集原材料的浆站数量较少，使得其原材料数量有限。再者由于小型企业经营等方面的不确定性较大，其融资渠道也较为狭小，存在融资困难的问题。因此，在已经上市的大企业缺乏技术的活力，而新兴的小型科技型企业缺乏浆站与融资的情况下，双方合作是必然的选择，双方企业通过合作，可以满足彼此的需求，也可以促进血液制品行业乃至生物制药行业的变革。另外，企业的合并也是我国市场发展潮流，企业双方通过合并，也可以更好的利用国家的政策提升自身的竞争力，更好的适应不断变化的市场环境。本文通过对上海莱士并购同路生物的研究，能够为仍旧处在变革潮流中的企业提供可借鉴的经验，帮助其更好地聚焦于横向高溢价并购对企业绩效带来的影响。通过对该案例的具体研究，可以结合血液制品行业当前的具体情况，提出更加细化切合的建议，促进血液制品行业的发展。

1.3 研究内容及研究方法

1.3.1 研究内容

本文的研究内容共分为以下六个部分：

第一章：绪论。本章从研究背景出发，介绍研究的目的及意义，对所研究的内容进行阐述，并对研究方法进行简单的介绍。

第二章：文献综述。本文的第二部分是对相关文献进行梳理。从横向并购的动因，高溢价并购动因及影响因素，以及高溢价并购对企业绩效的影响三个方面，系统的梳理了国内外研究的现状，并在最后进行总结与述评。

第三章：理论基础。对溢价并购的相关理论以及企业绩效评价的相关方法进行介绍，便于后文的写作。

第四章：案例介绍。该部分介绍了上海莱士并购同路生物的概况，对并购双方，并购动因以及并购过程等方面对案例进行全面的介绍，为后文的分析打下基础。

第五章：高溢价并购对企业绩效的影响分析。在前一章介绍的基础上，从并购前后的财务方面以及非财务方面，对其产生的绩效进行分析，研究横向高溢价并购会对企业绩效造成的影响。

第六章：结论与建议。在本文的最后一部分将总结上述的研究成果，得出研究结论，并对我国当前血液制品行业的溢价并购行为提出建议，同时指出本文研究存在的不足之处。

1.3.2 研究方法

第一，文献资料法。通过查阅国内外关于企业合并方面的文献，了解国内外关于企业高溢价并购的主流观点及其相关的研究成果，将相关成果运用于本文案例的分析，同时为本文接下来的研究提供足够数量与质量的理论支撑。同时对本案例的年度报告，相关报表及行业变化情况进行了解，以求更全面的了解该案例。

第二，案例分析法。即个案研究法，主要是对现阶段已掌握的资料进行全面的分析、归纳、及总结，更好的了解企业高溢价并购的背景，动机、及并购后产

生的后果。通过对目标公司的财务状况与非财务状况进行研究，可以得出目标公司在高溢价并购前后期绩效的变化情况，以此来了解高溢价并购对企业绩效会产生什么样的影响。同时，本文在分析过程中也会对其财务数据进行整理与分析，将大量数据通过图表的方式更加直观的展现出来，以反映公司的变化趋势，更加易于理解。

第三，事件研究法。该方法是指，通过某一事项发生前后目标公司的股票收益率发生的变化，以此解释该项经济事件的目标企业股票价值产生的影响。本文对短期市场反应采取的是超额累计收益率（CAR）来衡量，对长期市场绩效则采用购买持有超额收益率（BHAR）来衡量。

2 文献综述

2.1 横向并购动因

2.1.1 国外研究现状

国外学者对于横向并购的研究，最早是由 Comanor（1967）提出的市场势力理论。随着研究的不断发展，许多学者认为，扩大企业所占市场范围，提升企业规模以及发挥协同效应，是企业进行横向并购的重要动因。

市场占有率可以促进企业的横向并购。市场势力理论是指企业在通过横向并购之后，可以减少市场上已存在或者潜在的，可能会对企业发展造成威胁的企业或产品，提升企业的市场势力，以此来获得某种程度上的垄断，促进企业利润的上升。该理论于 1967 年由 Comanor 提出。Whittington（1980）认为对产品垄断程度更高的企业，其受市场影响就会越小，而横向并购则有利于增强企业的市场势力。Winston M.D（2007）的研究报告中指出，企业生产的产品在竞争中所显示出来的能力，不由其本身决定，而是由该产品在市场上所占有的份额决定的。这一结论使得市场占有率这一指标变得备受瞩目，同时也成为我国横向并购参与者追求的主要目标之一。Geiger,Schiereck（2014）通过研究发现，行业内的横向并购一方面是为了提升企业在市场中的地位，增加其产品在市场上所占的份额，缩小行业内其他竞争者的获利空间，获得相对的垄断地位，另一方面，并购动机除了通过垄断获得超额利润以外，还可以获得规模化效应，提升生产效率。

企业为了获取规模效应而进行横向并购。Arrow（1975）通过研究认为，所处相同行业的企业之间的并购，可以扩大企业的规模，获得更高的收益，同时还可以精简销售等部门，节约成本。Marshall（1981）通过对多个案例的研究，从分析中得出行业间的并购可以扩大企业规模，提升企业利润，且规模扩大产生的影响可以长期发挥作用，促进企业获得新的规模经济。

协同效应也会促进企业进行横向并购。Bemile, Lyandres（2013）研究认为，通过企业并购而带来的协同效应，无论是对于企业的供应商，还是对于其客户甚至竞争对手，都有着重要的战略影响。

2.1.2 国内研究现状

规模效应能够促进企业进行横向并购。唐元虎和郑兴山（2000）对多种类型的并购进行案例分析，发现并购最重要的原因是寻求资本增值最大化。另外，他们也指出，获取规模效应，减少交易费用以及实现功能的互补，同样推动着企业进行并购。童文俊（2005）认为银行业对于并购后产生的经营以及财务协同效应的追求是重要的并购动因。

市场占有率能够促进企业的横向并购。杨晓玲（2005）通过研究发现，为数不少的企业为了追求更高的利益，更加倾向于采用提高生产技术等方式，提升其产品在市场上所占据的份额。陈甬军和周末（2009）对我国特定行业进行研究，认为企业横向并购的主要动因是减少竞争对手的数量，提升对市场的占有比例，限制对手的成长速度，提升企业的利润。随后，林钟高等（2015）认为，横向并购能够将双方优势资源进行整合，促进产品的研发与更迭，提升企业的创新能力。另外，企业通过横向并购可以提高市场占有率，甚至可以在一定程度上产生垄断带来的超额利润。

协同效应可以促进企业的横向并购。田晨阳（2011）等人对可口可乐公司进行了研究。通过研究，他们认为可口可乐之所以选择高溢价对汇源果汁进行并购，主要是因为其对并购后的企业存在着管理、财务等方面的协同效应。通过对汇源果汁的横向并购，可以改善可口可乐公司的经营业绩，因此，可口可乐并购汇源果汁主要是为了实现协同效应。

2.2 高溢价并购动因及影响因素

2.2.1 国外研究现状

在市场并购行为中，溢价并购的现象是随处可见的，但是并购企业愿意以超出企业价值的溢价去并购被并企业的原因则是多种多样的，国外学者对并购溢价的影响因素进行了分析，研究以后发现，影响并购溢价的因素主要包括协同效应、行业差异、宏观环境和管理者特征。

行业之间的差异会导致溢价水平有所不同。Ferris（2004）基于 Slusky（1991）

提出的理论,提出发生并购的行业竞争水平越高,其愿意支付的溢价率也就越高。Gondhalekar 和 Sant (2004) 等对美国 1973 年至 1999 年度之间的并购事件进行了研究,发现同行业间的横向并购溢价率明显高于跨行业,由此认为,行业间的竞争程度是溢价率的关键因素。Laamanen (2007) 研究发现,生物制药行业本身对技术的要求很高,而类似的对技术要求很高的行业,并购溢价率普遍较高,这是由于技术密集型企业所拥有的技术导致的。在 Wan 和 Zeng (2016) 的分析中发现,当并购完成后两者之间出现优秀技术由一方向另一方扩散的可能性越大,所带来的收益也会越高,因此,当并购双方处于同一个行业时,其并购溢价较高。

在对管理者的特征的研究方面, Maliilendier (2005) 的研究表明,并购方管理者越相信自己所具备足够的后期整合能力,企业在并购过程中愿意支付的溢价水平也就越高。Max (2015) 则认为,如果有拥有控制权的大股东对管理层进行施压,则可能导致溢价率的降低。该项研究同时还证明了,企业如果存在外部股东,则其并购溢价相较于家族企业则会变得更低。Comment (1995) 等学者通过实证研究,认为被并购公司自身管理情况以及其管理者所具备的特殊的行事风格,都可能会对并购的价格产生一定的影响。Haspeslagh、Jemison (1991) 以及 Haunschil (1994) 通过对多家企业以高于被并购公司账面净资产的价格进行并购的情况进行研究,研究发现,并非所有完成并购的企业都可以达到预期的协同效应。Haunschil (1994) 在其研究中同时也提出,并购的溢价并不仅仅取决于并购成功后的预期后果,与主并企业管理层的行事风格也有着很大的联系。Beckman (2002) 曾经针对美国上市公司的高溢价收购案例进行了研究,研究表明如果并购企业主持并购的项目主导人具有足够的经验应对大规模企业的并购,则该项目的溢价率就会降低。

协同效应方面, Sirower (1997) 提出,当所处同一行业的两家企业进行并购整合之后,其效果往往会大于两个企业各自为政的效果,双方并购后能达到的协同效应越高,并购的溢价就会越高。同时他也强调,协同效应是在双方资产能够充分整合的基础之上。

其他影响并购溢价的因素。Eckb、Langohr (1989) 以及 Betton 等 (2008) 的研究都发现,支付方式在一定程度上也可以影响并购的溢价。如果并购方选择

则使用现金进行交易,那么并购的溢价就会更高。Kohers, J. Ang(2000), Chatterjee (2009)认为,当收购协议中包含并购承诺时,并购溢价会升高。Cotter(1997)研究发现,并购企业如果包含大量的独立董事,则并购溢价会相应的上升。

2.2.2 国内研究现状

现阶段国内的很多学者在研究高溢价并购对企业绩效的影响的过程当中所分析的数据主要来自于上市公司所披露的年报财务数据,在传统因素的基础上,我国学者认为,业绩承诺及商誉也会影响企业的并购溢价。

协同效应、以及被并企业所处行业特点等都会影响企业并购溢价。丁洪峰、华德亚(2001)通过对我国企业的研究,认为并购后,预期并购各方共同利用同一项资源而产生效果高于两个企业单独使用的总和,是企业进行并购最重要的原因之一。因此并购方在价格的支付上愿意支付更高的价格,使得并购价格超过被并企业本身的价值。李彬(2015)通过研究发现,文化产业公司的高溢价主要是由于被并企业本身拥有着丰富的表外资产。卢昌崇、陈仕华(2013)在针对2004年至2010年,我国A股上市公司的917件并购溢价的案例中,认为主并方股权结构越集中,愿意支付的并购溢价则越高。

商誉及企业本身的业绩目标会影响企业溢价。朱朝华、朱宝宪(2003)对我国并购活动中一些具有代表性的案例进行分析研究时发现,当主并企业的业绩情况不佳,希望通过并购被并方来提升自身业绩时,其愿意支付的溢价率就会更高。刘淑莲、王雅茹(2020)在通过对2007至2017年的并购数据进行分析,发现在企业自身的声誉较高的情况下,企业为了维护自身声誉而愿意给出的并购对价也就较高。

文化差异会影响企业溢价。何贤杰、孙淑伟等(2017)以1988年至2012年内,中国企业在海外并购的295起案例作为研究样本,对中国企业在我国之外的地区进行并购时的溢价进行研究,研究发现,双方所处文化环境区别越大,并购方支付的价格高于其账面净值的可能性就越高。业绩承诺会影响企业溢价。方重等(2016)、潘妙丽等(2017)通过研究发现,有业绩承诺的项目,其并购的溢价率更高。因此认为,高溢价承诺有推动溢价上涨的作用。刘娥平、关静怡(2019)通过研究发现,并购时双方针对业绩达成的条件与并购溢价呈现相关关

系。被并购方承诺的业绩越高，并购溢价也就越高。

2.3 高溢价并购对企业绩效的影响

国内外的许多学者都认为高溢价并购能给企业的短期绩效带来明显的上升，二者呈现正相关的关系。然而针对高溢价并购对长期绩效的影响还未形成统一的结论，当前许多研究表明高溢价并购与长期企业绩效呈正相关，但也有学者认为认为高溢价并购并不能带来长期的收益。

2.3.1 国外研究现状

有研究认为高溢价与企业绩效成正相关，Walking（1985）通过实证研究发现，高溢价能够促进企业绩效的增长。Jensen 和 Ruback（1983）通过 13 篇采用累计超常收益对短期绩效进行研究的文献进行归纳整理，发现高溢价并购在短期市场内可以增加累积的超额收益。Ruback, Dodd（1977）通过对 1973 至 1976 超过一百件的案例进行研究，发现，无论并购是否成功，并购行为本身就可以为被并企业带来超额的累计收益率。但是对于主并企业来说，只有在并购发生且最终成功的前提下，才会获得长期的超额收益。Plodder 以及 Martin（2012）对美国两大证券交易所的并购案例进行研究，发现有部分企业在并购后的一段时间，甚至长达几年的时间内出现了负的收益，但是随着时间的拉长，五年之后企业的收益将会呈现正向增长的状态。

但是现存的研究中也存在一些观点认为，过高的溢价与企业的绩效呈负相关的关系。Agrawal 等（1992）通过研究发现，支付过高溢价的企业，在并购完成后往往会出现业绩衰退乃至于亏损的状态。Hayward（1997）以 106 起案件为研究样本，研究后发现并购溢价与绩效之间不存在明显的关系。Anup 和 Jeffrey（2000）通过对多篇对长期绩效研究文献的整理与分析，发现并购事件发生之后，有的企业的累计超长收益率出现了下降，甚至成为负数。

2.3.2 国内研究现状

我国同样有学者发现高溢价的并购与企业的绩效呈现出明显的正相关关系。

陈玉罡、朱滔等（2004）通过对沪深两并购事件的研究，证实了两者之间的正向关系。李善民等（2004）对 A 股市场上的并购进行研究之后，也得出同样的结论。汪辉、朱红军等（2005）通过研究发现，如果并购方管理层在选择高溢价并购被并企业之前，能够对自己的能力边界有一个清晰的认知，同时对双方的整合能力有着明确的了解，从长期来看，也是可以提升企业的绩效。吴萍萍（2011）通过对沪深市场 2008 年发生的 263 起并购案例的研究，认为高溢价并购可以促进企业绩效的提升，但效果并不显著。另外，有些学者提出溢价率同样不能太低，溢价越低可能会使投资者对公司产生负面的印象，使得市场绩效受到影响。

反之，方轶强等（2005）通过研究指出，当并购方最后的并购成交价格低于被并方的账面净资产时，会给市场传递出负面的信息，使得该企业的中小股东可能对该企业失去信心。这会对企业股票的价格发生较大的波动。陈晓慧等（2008）在研究中发现，即使高溢价带来了高的业绩承诺。但是其过高的支付对价有可能影响企业的后续整合过程，存在达不到企业预期的可能性。廖俊杰等（2009）通过研究发现，当并购方支付的对价高于被并方账面价值的一定水平时，就可能会由于对价过高而给并购方带来风险。颜艳旭（2012）对 2006 年至 2008 年 A 股并购公司为样本，按照并购溢价率对样本进行区分，通过对不同组别的研究对比，认为溢价率会影响企业的绩效。张乐乐（2014）通过研究认为，支付超过账面价值的支付对价，对企业财务数据并没有明显的改善作用。罗喜英、阳倩（2017）研究表明，对业绩有过高的允诺与以及支付的对价过于超过被并企业的账面净资产，可能会对企业本身的价值造成影响。关静怡、刘娥平（2019）则表示并购溢价越高，上市公司股票崩盘的可能性也就越大。高榴以及袁诗淼（2017）通过研究发现，并购过程中超出账面价值的部分会被记为商誉，而巨额的商誉就增加的企业盈余管理的空间，使得企业的未来业绩产生较高的不确性，可能会损害企业中小股东的权益。刘淑莲、王雅茹（2020）认为，企业为了维护其声誉而支付的过高的溢价，在短期内可能会取得良好的绩效，但是从长期来看，会对企业产生负面的影响。

2.4 文献综述述评

在国内外横向被并购动机中，研究者通常将其归纳为增加市场份额。追求规

模效应；在对高溢价因素进行分析时，行业特征，交易双发特征，以及商誉业绩承诺等都会对高溢价造成影响。另外，针对企业的高溢价并购带来的企业绩效影响的方面，短期的绩效上升趋势明显，但是对长期绩效的影响仍旧未达成一致意见。目前，国外学者对企业高溢价并购会对企业绩效带来的影响研究数量较少，而我国血液制品行业由于起步较晚，技术水平距离发达国家也有一定的差距。因此我国国内针对该行业进行研究的数量也有限。本文通过对上海莱士并购同路生物这一典型案例的研究，希望可以将横向高溢价并购对企业绩效带来的影响进行更加深入的了解。重点研究高溢价的并购对于其接下来的绩效产生了怎样的影响，在学习和吸取了上述学者的研究精华后，对该案例进行分析，进行自己的研究并提出相关看法，为面临并购整合问题的企业提供经验借鉴。

3 相关理论基础

3.1 理论基础

3.1.1 协同效应理论

协同效应理论在并购的理论中被理解为,企业双方通过并购与整合,双方可以利用外部资源与内部资源产生整体效应,实现 $1+1>2$ 的经济效果。

经营协同效应是指企业通过并购整合之后,会给企业的经营状况以及生产能力等方面带来一定的提升。并购方在并购前认为企业的规模或其他方面并未达到理想状态,通过并购,双方可以优势互补,扩大规模,极大的提升企业的价值。

管理协同效应是指并购企业的管理能力相对于被并企业的管理能力有着更强的效率,且其管理能力也有富余。通过对并购企业的并购,主并方可以充分发挥其管理优势,整合企业资源,促进并购后企业管理能力整体的发展。

财务协同效应是指并购后,企业财务相关方面的收益呈现上升趋势。主要包括财务能力的提升,合理的避税效应等。但财务的协同效应是否能发挥预想的效果也存在着一定的前提条件。即企业合并的双方中必须有一方资金较为充足,能够满足另一方对资金得需求,而另一方缺乏足够的资金支持。

3.1.2 信号传递理论

信号传递理论认为,当企业宣布其并购重组计划时,由于信息存在着不对称的情况,股市会对该项事件做出反应。收购活动可能使得大众认为被并企业的价值被低估,企业有潜在的价值提升的可能性,因此,市场将重新对该企业的市场价值进行评估,推动股价的上升。而市场对企业的看好,又会反过来促进企业管理层提升管理水平,推动企业价值的上升。

3.1.3 市场势力理论

市场势力理论认为,为了使自身产品更好更快的融入市场,增加市场与产品

粘性，使产品在市场上获得一定的控制力，继而帮助企业获得长期的利润是推动并购需求的一个重要因素。一方面，并购方通过横向并购，增强其市场竞争力，降低已存在及潜在的竞争者数量，通过扩大企业的规模，增强其对市场的控制，进而形成垄断，获得较高的利润。另一方面，即便不形成垄断，企业通过对企业的并购，也可以提升技术壁垒，提高准入门槛，减少潜在的竞争者。

市场势力可以分为短期市场势力和长期市场势力。根据新进入市场竞争者的数量，市场限制新竞争者发挥市场势力的时间，以及竞争者自身能力提升的速度，都共同影响着市场势力的长短。短期市场势力则意味着新进入的企业在较短的时间内即可获得一定的市场势力，可以产生影响市场内其他竞争者的能力，但随着时间的变长，以及企业本身产品被模仿，同化，以及新的竞争对手的进入，竞争对手的技术改进、或者企业内部资料的泄露，企业原本的所占据的市场份额就会受到影响。在市场竞争程度日益加强的状态下，如果企业通过并购，加大行业进入的贸易壁垒，提升其专业技术能力和管理能力，合并市场上潜在的竞争者，那么其短期优势则转成长期优势，可以获取更大的商业利益。而从企业愿意支付的高于被并企业账面净资产的角度来说，主并方在并购之后可以占据的市场份额越大，市场势力越强，那么主并方愿意支付的对价也会越高，以期获取长远的发展。

3.2 企业绩效评价方法

3.2.1 市场绩效评价法

市场绩效评价方法选择的是事件研究法，事件研究法是在有效市场理论的基础上提出的，该方法是在分析某个事件发生之后，市场对于该项事件的看好情况，反映在公司股价的变动上。其基本理论是企业某项事件公布之后，市场获得信息后会引起股价的波动，这种变化则会引起股东获得的超额收益发生变动，事件期内的累计超额收益为正，则表明市场看好该项活动，为企业带来了正向绩效，反之则意味着为股东带来损失。

3.2.2 财务指标绩效评价法

财务指标绩效评价法，主要是指针对企业对外公布的报表数据进行分析，研

究其数据变动的情况。如果并购发生之后，财务指标有着明显的提升，则说明此次并购有效。或者是短期内没有发生明显的变化，但是长期来看存在着变化，也说明该次并购对绩效存在着影响。

3.2.3 非财务指标绩效评价法

传统财务指标分析法由于运用时间较长，模式较为固定，选取的指标发生变化的概率较小，因此存在企业对指标进行操纵的可能性，无法真实而准确的反映企业经营的真实状态，因此，本文加入了非财务指标的分析方法，通过对企业发展战略，企业市场份额及研发进程等方面进行分析，更加全面的对企业绩效进行反映。

4 上海莱士并购同路生物案例基本情况

4.1 我国血液制品行业发展现状

4.1.1 血液制品行业现状

在现代医学快速的发展过程中，现存的多种疾病都可以通过血液制品进行控制与治疗，甚至最终实现治愈。血液制品产品在挽救病人生命方面起着极其重要的作用。随着血液制品在临床的应用越来越广泛，血液制品在研究中已经起着非常重要的作用。因此，血液制品作为我国重要的战略物资，其在生物制药领域中起着不可替代的作用。现存研究表明，我国血液制品行业主要存在以下问题：

第一，血液制品行业存在较高的行业壁垒。血液制品的安全问题对人民的身体健康与生命安全方面都有着重大的影响。基于此，国家于 2001 年起，加强了对该行业的管控力度，同时，也不再对新的血液制品企业发放牌照。在血液制品行业的准入、生产环节都进行了严格的管控。从上游的血液浆站的设立到下游的保存、销售各环节全链条进行监管。对于国外进口的血液制品也加大检查力度，促进我国血液制品行业的健康发展。但是这种行为提高了血液制品的进入门槛，使得血液制品行业壁垒较高。

第二，血液制品行业技术壁垒较高。血液制品本身是以健康人的血液为原料的，而血液中只有 7%至 8%的蛋白质可以通过分离提纯而获得血液制品，其原料具有较高的刚性成本。目前，我国实际需要的血浆数量，极大的超出我国目前的采血量。随着血液制品作用的逐渐加大，供需矛盾也变的更加突出。另外，我国对浆站数量的严格管控，保证了我国血液来源的安全性与可靠性，但是也使得我国血液制品从源头上缺少原材料。因此，血液制品行业对技术的要求也逐渐提高。血液制品行业只有不断增强其科研水平，加强血液原材料的利用效率，减少浪费，增加种类，才能不断促进自身的发展，提升其市场竞争力。从中长期来看，血液行业的技术壁垒，也是导致我国血液制品供需矛盾的原因之一。

第三，血液制品生产数量仍旧少于需求。处于产业链上游的单采血浆站数量有限，而随着我国老年人在社会中所占比重逐渐加大，社会发展、医疗技术等方

面的发展，以及我国医疗保障体系的完善，临床对于血液制品数量的需求也呈现上升趋势，市场的容量将处在不断扩大的状态之下，供不应求的情况也将会更加普遍。

4.1.2 血液制品行业并购重组趋势

自 2008 年开始，我国的许多企业开始了并购整合的行为，而后，随着国家政策的推进，血液制品行业也顺应国家政策，开始了大规模的并购整合。实力强的企业在并购之后进一步增强了其实力。在我国，规模较大的血液制品行业更多的是采用以并购为主，自建为辅的战略而获得跨越式的发展。通过并购，血液制品行业的头部企业生产的产品占据了大部分的市场，企业自身实力也得到了加强。因此，并购整合也成为许多血液制品企业长期发展的重要战略之一。

血液制品行业的并购重组趋势，不仅符合我国血液制品行业发展的主流进程，也符合世界血液制品行业发展的趋势。从国际发展路径来看，自 2004 年起，世界血液制品行业开始了大规模的行业整合，行业集中度不断提高。规模化生产的血液制品企业整体上不到三十家，仅澳大利亚 CSL、美国百深、西班牙基立福以及瑞士奥克特珐玛几家大型血液制品企业已经占据世界超过一半的市场。在我国，自 2001 年起，我国加强对血液制品行业牌照发放的门槛之后，就意味着我国很难再有新的血液制品企业进行设立，我国血液制品产业链下游企业的数量也就基本保持不变，这也就意味着新的企业若想进入血液制品行业或者血液制品企业想要谋求进一步发展，则更多需要依靠掌握的单采血浆浆站的数量以及浆站所能采集到的血浆总量，血液制品行业对于血浆资源的数量和质量的要求在不断上升。上海莱士作为我国血液制品行业的重要企业，基于本身运作的需要，需要有效的顺应我国发展的潮流，通过外延式扩张实现进一步发展。

另外，随着两票制政策的出台，我国血液制品行业发生着巨大的改变。两票制使得血液制品销售的中间流通环节大大减少，改善了血液制品价格虚高的情况，也减轻了人们的用药负担，促进血液制品行业更加健康平稳的发展。血液制品企业积极推动研究与临床相结合，加大研究力度，推动行业技术的发展。目前，国际大型血液制品企业可以分离出大概 20 种血液制品，而我国由于年投入血浆数量少，起步也较晚，以及研发力度不足等，使得我国目前可独立分离的产品数

量仅为十余种，远远少于国际现存的产品数量。而且在血浆制品中需求量最大的凝血因子Ⅷ和 API,由于对技术要求较高，目前我国可以分离该产品的企业数量有限，且由于技术限制，每年产量也较少，主要依靠从国外进口。因此，通过企业并购重组，可以推动企业研发水平的提升，提高我国血液制品产品的种类与质量，也可促进技术间的交流，更好的推动我国血液制品行业的发展。

4.2 并购双方概况

4.2.1 主并方简介

上海莱士血液制品股份有限公司（简称“上海莱士”）起初为一家中美合资企业，于 1988 年成立，主要从事血液制品等产品的研发、生产和销售。至 2007 年已成为一家高速发展的成熟企业，公司业绩逐年上升，投资范围不断扩大，并于当年成功改制为股份有限公司。2008 年 6 月，上海莱士在深圳证券交易所上市，以安全、优质、高效的良好口碑不断扩展市场，即使在金融风暴全球经济下滑严重的低迷时段，其仍以每年 20%-30%的业绩不断创造经营神话。

而随着其经营规模的不断扩大，又身处敏感性资产的经营行列，原有的发展基础已不能满足公司日益庞大的发展需求，加之身处稀缺且敏感性资产行列，供不应求的市场态势明显，国家对相关行业的质量把控和准入门槛制定也越来越严格，如何继续快速的拓展市场，来满足企业亟需外延的发展需求开始成为上海莱士未来发展的方向和难题。2014 年，上海莱士不惜以 47 亿元的高价收购了同行业的同路生物，旨在增强其产品的核心竞争力，扩大市场份额，抢占发展先机。

4.2.2 标的方简介

同路生物制药有限公司（简称“同路生物”）同为一家血液制品制造和销售企业，成立于 1993 年，在随后的发展历程中，同路生物依靠生产的静注人免疫球蛋白及人血白蛋白，在同类产品中占据的市场份额高达 90%，此外，公司还拥有 5 个产品品种，14 个采血浆站，在同行业中占据着重要地位，而彼时正值国家 IPO 政策趋严，血液制品行业准入度升高，行业发展集中度较低，浆站数量审批增长缓慢，单个企业发展成长愈加困难，经营成本不断扩大，利润不断被压

缩。为了摆脱这种困境，突破发展瓶颈，受“浆站为王”的市场规则影响，同路生物也希望借助同行业的力量来实现自身价值的飞跃。至 2014 年，同路生物与上海莱士的利益诉求一致且呈现互补态势，双方在协商一致后采用并购的方式进行整合，同路生物接受上海莱士以 6.7 倍于自身净资产价值的价格被收购，并与上海莱士签订为期三年的期权协议，既吸引到投资，又拥有了更广阔的发展平台。

4.3 并购过程及估值方法

4.3.1 并购过程

根据上海莱士披露公告可知，同路生物原股东希望尽快完成收购，并尽快获得足够的现金，而上海莱士在对方要求的期间内难以取得足够的现金进行交易。另外，一次性支付过多的现金流，也可能会影响上海莱士的正常经营。此外，股权支付需谨慎选择股权置换比例，警惕控制权发生转移，而上海莱士在并购事件发生前后股权结构并未发生明显的变化，控股股东也未发生变化，因此也不存在股权被稀释的问题。

在双方并购利益诉求一致的基础上，为了并购活动的顺利进行，上海莱士出于资金压力、控制权掌控等多方面的考量，最终决定以过桥股份支付的方式进行。先是通过引进关联方企业科瑞金鼎和深圳莱士对同路生物的股权进行收购，继而后于 2014 年 9 月 25 日以 47.58 亿元的对价收购关联方企业持有的同路生物 89.77% 的股权，随后于 2016 年出资 5.5 亿元购买剩余股权，与同路生物截止到 2014 年的 6.86 亿元账面净资产相比，溢价率高达 672%，是当年行业里名副其实的“天价并购”。至此上海莱士与同路生物之间的并购方案达成一致。同路生物在被并购前后其股权结构如下：

表 4.1 并购前同路生物股权结构

股东名称	所占比例
张振湖	49.56%
张仕豪	12.00%
谢燕玲	10.55%
黄瑞杰	10.23%
张良斌	6.22%

续表 4.1

股东名称	所占比例
余军	4.98%
张淑良	3.11%
其他股东	3.35%
合计	100%

数据来源：上海莱士年度报告

表 4.2 股权转让后同路生物股权结构

股东名称	所占比例
宁波科瑞金鼎投资合伙企业	39.61%
深圳莱士凯吉投资咨询有限公司	39.61%
谢燕玲	10.55%
黄瑞杰	10.23%
合计	100.00%

数据来源：上海莱士年度报告

由表 4.1 和表 4.2 我们可以看到，同路生物股权转让之后，上海莱士控股股东全资子公司深圳莱士拥有股权 39.61%，科瑞金鼎所占比例同样为 39.61%，同路生物原股东谢燕玲仍占 10.55% 的股份。随后，上海莱士通过增发 14.36 亿股，以每股 33.13 元的价格，完成了对同路生物的收购。另外，上海莱士计划向十人以内的股东进行定增，以不低于 29.81 元每股的价格进行发行，以筹措 6.6 亿元的资金进行后续使用。

4.3.2 并购结果

在上海莱士并购同路生物完成后，公司最大的股东科瑞天诚通过其控股子公司以及自身持有的股份所占份额达到 36.09%。接下来的第二大股东所占份额达到了 34.09%，双方所占比例仍旧大致相当，双方的控股地位也未被动摇，实际控股人仍旧为黄凯文以及郑跃文。

4.3.3 签订业绩承诺

双方在并购过程中通过协商，同路生物对并购后三年的业绩情况做出了承

诺。同路生物表示，并购活动将于 2014 年完成，其自 2014 年起，每年经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于人民币 28,182.57 万元、36,817.74 万元和 47,960.88 万元

4.3.4 估值方法

同路生物的主营业务是对血液制品产品进行生产与销售。市场法的计算需要选取三家业务类型相似的上市公司进行对比，但公司之间的业务上可能会存在着差异，在对进行业务调整的时候，存在一定的主观性，最终可能会影响到市场法的估值结果。另外，在使用可比公司法进行计算时，所用到的指标容易受到市场波动，以及政策等因素的影响，这些因素都会对市场法的估值产生一定的影响。因此，上海莱士在对同路生物进行并购时，最终选择了收益法。

另外，同路生物本身具有较高的技术水平，其正常经营所需要的不仅仅是其所拥有的固定资产等有形资源，其 GMP 认证，药品批号，技术水平，客户资源等，都是其非常重要的组成成分，是其所拥有的重要的无形资产。收益法是通过对企业资产未来可以获得利润的能力进行判断，是将同路生物预期的收益资本化或折现，收益法能更加客观的衡量同路生物的品牌，技术等未列示在账面上的价值。市场法与收益法的评估差异如下表所示：

表 4.3 评估方法差额

评估方法	账面值（万元）	评估值（万元）	增值额	增值率
收益法	68,636.96	530,138.81	461,501.85	672.38%
市场法		542,838.09	474,201.13	690.88%
结果差异		12,699.28		

数据来源：2014 年年度报告

综上所述，在对同路生物的主营业务种类，经营产品的种类，以及收益的稳定性等关键因素进行评估分析之后，评估人员采用收益法对同路生物的价值进行评估，能够更加合理的反映同路生物所具有的价值。因此，上海莱士最终选择使用收益法对同路生物 89.77% 的股权进行收购，支付对价为 475,905.61 万元。

5 上海莱士并购同路生物对企业绩效的影响

5.1 并购溢价分析

5.1.1 行业并购溢价情况分析

血液制品行业属于原材料较为稀缺的行业，其原材料主要来源于从健康人身上提取的血液，随后以生物学工艺，或者是分离提纯技术进行产品的生产。目前，我国从事该行业的企业只有 30 多家，年处理血浆数量在 100 吨以上的只有 10 家左右，而我国目前需要的血液制品数量每年大概要 8000 吨，其供应数量远远低于需求。供需的失衡使得血液制品行业处于强势的卖方市场，再加上政策推动准入门槛的提高，血液制品企业在现有的资源条件下，想要促进自身的发展，扩大企业规模，对同行业企业进行横向并购，就成为一个有效的选择。下表是我国生物制药产业 2013 年相关并购溢价横向对比表，从表中可以看出，2013 年生物制药产业为了扩大自身规模，不乏有高溢价并购案例。

表 5.1 我国生物制药产业 2013 年相关并购溢价横向对比表

并购案例	标的净资产（万元）	标的估值（万元）	并购溢价率
沃森生物并购普诺、 实杰和圣泰	7642.32	76250	897.73%
亿帆医药并购亿帆 生物和亿帆药业	25853.33	174600	575.35%
大华农收购正典生 物 60%股权	4526.75	15840	249.92%
西陇科学收购新大 陆生物 75%股权	3619.75	9225	154.85%
海普瑞并购 SPL	68636.88	136866.27	99.44%

数据来源：各公司年度报告

5.1.2 上海莱士并购同路生物高溢价情况分析

上海莱士与同路生物同属血液制品行业的佼佼者，二者都是我国血液制品企业中为数不多的，可以生产出人血白蛋白等需要极高技术水平产品的企业，上海莱士并购同路生物之后，实现了行业地位的快速超车。

在并购完成之前，上海莱士拥有的产品批文数量仅有 7 个品种以及 31 个规格。采血浆站分布较为集中，数量也较为有限，原材料数量与来源都具有较大的局限性。而在并购成功之后，其拥有的产品数量增加至 11 种，采血浆站也由之前的 14 个上升至 28 个。极大的提升了上海莱士的市场地位。本文对上海莱士高溢价并购同路生物的因素从以下两方面进行分析。

(1) 上海莱士高溢价并购同路生物动因

① 血液制品行业浆站资源稀缺性

对于血液制品的生产产业链来说，血液制品若想获得更高的收益，仅有两类方法：方法一是增设单采血浆站，通过增加采血点来获得更多的血浆，从产业链开端即增加原材料的供给量。方法二则是通过提高企业的技术水平，提升企业对血浆的利用效率，增加血浆的使用范围，使同样的血浆发挥更大的效益。在我国现阶段的发展状况下，对于血液制品企业的数量，我国的政策有着较多的限制，对于单采血浆站的设立，也有着极高的质量要求。上海莱士如果想要扩大企业的规模，实现进一步发展，其只能通过并购来增加采血浆站的数量，以此获得更多的原材料。在并购结束之后，上海莱士的采血浆站的数量大幅增加，血浆原材料的数量也由原先的 250 吨上升至 900 吨。充足的原材料以及扩大的市场占有率，都极大的提升了上海莱士在血液制品行业中的地位。

同路生物的浆站分布区域与上海莱士本身拥有的浆站分布区域具有很明显的差异性。上海莱士的单采血浆站分布主要集中于南方区域，如广西、海南等地，而同路生物则不同，其所拥有的单采浆站则范围较广，如北方的内蒙古、南方广东等地都有其单采浆站，尤其是上海莱士从未在内蒙古地区设立采血浆站，上海莱士对同路生物的并购，很好的弥补了其在地图上的空白区域。本次并购将使得双方血液浆站地区互补，提升上海莱士的市场占有率。另外，浆站与上海莱士大规模采浆的技术相结合，也可以提升单采浆站的采浆数量和质量，提升血浆的数量和质量。

因此，在我国对血液制品行业管控越来越严格的背景之下，采血浆站的数量已成为血液制品行业发展的重要资源。从同路生物血浆站与上海莱士数量及地区的互补角度，其潜在价值自然就超越了其本身具备的价值，上海莱士也愿意支付相当高的溢价并购同路生物。

综上所述，在我国政策审批越来越严格，供需矛盾日渐突出，企业拥有的血液浆站数量逐渐成为竞争的主要着力点，从上海莱士和同路生物具有浆站地区互补，数量互补等角度来看，上海莱士并购同路生物更加具有长期的战略意义，因此，上海莱士愿意支付相当高的溢价来对同路生物进行合并。

②同路生物丰富的表外无形资产

血液制品行业中，血浆作为原材料，其成本高于普通药品，首先是由于对于血浆的提供者，采血浆站要给予一定的经济补助，第二是由于血浆是从健康人的血液中处理得到，原材料来源数量有限。第三是由于血浆不同于一般原材料，其保存与处理都会有较高的成本。因此，企业必须尽可能的提取产品，促进血浆的利用效率最大化，降低成本，提升经济收益。目前发达国家的血液制品企业可以提取 20 种左右的血液制品，而我国目前技术水平较低，分离技术也起步较晚，目前最多可以提取 11 种产品，对血浆的运用并不够充分，在无形中增加企业产品的成本。另外，由于目前我国血液制品企业仍旧以中小规模企业为主，其规模较小，技术水平较为有限，因此从血浆中可以分离出的产品种类较少，且其成本也相对较高，在某种程度上造成了血浆的浪费，也增加了企业的成本。因此，提升血浆的利用效率是血液制品行业长期发展的目标与趋势。

我国 GMP 认证标准较高，认证过程也非常严格，上海莱士作为我国第一批通过的血液制品生产企业，其生产设备，生产过程以及最终的血液制品产品质量，都是有保障的，其产品的质量也得到了市场广泛的认可。而同路生物的技术较为先进，其可以提升血浆的利用效率，将血液产品的成本降低。同时，同路生物还研发出了多种特免类的产品，这些产品已经获得了相应的生产批次。同路生物在技术方面，血浆的利用方面，以及特免产品等方面都有着极大的优势，因此，随着上海莱士收购同路生物的完成，上海莱士的实力也将会大大提升。

③高溢价并购推动企业内部整合，更好的巩固行业领先地位

目前，全世界的血液制品行业的发展已经趋于成熟，产业集中度也比较高，

全球的四家龙头企业已经抢占 2/3 的市场，已经具备了规模效应和品牌效应，具有较高的信任度。而上海莱士在其生产过程中不断的构建安全与优质的品牌形象，在我国乃至全球市场上都具有良好的口碑。上海莱士高溢价并购同路生物，同路生物为了完成其业绩承诺，也会更加积极的促进业绩承诺的完成，促进利润的提升。同时，上海莱士主动将多种血液制品产品进行出口，积极开拓海外市场，在二十多个海外国家或地区进行贸易，经济创收明显。

同路生物自创立起，一直在对血液制品产品进行技术上的研究，不断进行技术创新，不断的提升血浆的利用效率，从血浆中分离出多种血液制品。同时，同路生物还不断的对多种技术要求较高的产品进行研究，在血液制品行业内有着极好的口碑。上海莱士通过高溢价对同路生物进行并购，一方面，可以给市场传递出利好的消息，提升市场的期望值。另一方面，市场期望值的提升也会反过来推动企业效益的上涨。上海莱士并购同路生物之后，其在免疫球蛋白类产品方面的产品将更加具有多样性，同时也丰富了上海莱士自身的产品结构。另外，由于双方在并购前，在行业内都具备良好的声誉，并购完成之后，更加加强了上海莱士的品牌影响力，对上海莱士进一步扩大市场打下了坚实的基础。

（2）上海莱士高溢价并购同路生物存在的风险

①商誉减值风险

上海莱士以高于市场平均溢价的价格并购同路生物，可能会导致商誉减值风险的存在。生物制药行业属于多学科融合，对技术与知识要求较高的新兴产业。通过研究获取核心技术并申请专利，则可以获得巨大的利益。然而新兴药品的研发存在着产出过程过长，资金需求较多等风险，并且并非所有的新品研发都可以转化为经济收入，在新药研发的过程中，也大约只有 0.02% 的成功率，这就使得企业在新兴药品的研发过程中，承担着巨大的风险。另外，在新药品上市之后，在市场上也面临着同类型药品的竞争，可能面临技术进步带来的淘汰风险。

血液制品行业是我国生物制药产业的重要分支之一，其也存在着技术密集型的行业特点。通过上海莱士发布的公告可知，同路生物的增值率高达 672.38%，此次并购出现如此高的溢价，与血液制品行业本身的行业特点有着极为密切的关系，但是其过高的溢价也可能会使得上海莱士的并购成本过高，达不到原本预期的收益。另外，上海莱士通过并购虽然也从同路生物收购大量医药生产线、生产

技术等资产，但是后期较长时间的整合以及过高的溢价，都有可能使得上海莱士投资回收期变长。

另外，无形资产过多，使得被并购方的贬值风险也变大，企业的高溢价并购使得企业的投资回收期较长，占用资金数额较大，可承受风险的能力变弱，如果在并购过程中发生重大失误，企业可能不仅要遭受并购失败的损失，还会面临并购失败而带来的资金风险。高溢价并购同路生物，获得大量的无形资产及商誉，也面临着较高的贬值风险，上海莱士需要对有减值风险的资产每年进行减值测试，使得上海莱士每年要花费巨大的测试费用。

②产品质量与安全风险

血浆是血液制品行业的原材料，是从健康人的血液中提取出来的，因为此种原材料具有特殊性，对于技术要求也较高，因此处理不合格的血液制品造成交叉感染或者疾病性传播的几率较大。另外，由于目前医学仍处于快速发展的阶段，其对于一些病毒认知不到位，也可能造成血源性传染的重大问题。因此，国家针对原材料的安全性已经出台了严格的检测与筛选流程，在制造工艺方面也制定了详细的标准。同路生物在进行产品生产的过程中严格遵循国家制定的标准，但是行业本身存在的固有风险，可能会对其经营产生影响。

5.2 同路生物业绩承诺情况分析

业绩承诺是在并购重组中主并方与被并方之间，就一定期间内经营业绩达成的协议。通过业绩承诺，双方可以向市场传达积极的消息，促进公司价值的提升，提升股票价格。而另一方面，通过业绩承诺，也可以促进企业认真对待并购的每一个环节，使得并购整合可以有效完成。

我国血液制品行业的快速发展，使得越来越多的资本进入血液制品行业。这也使得血液制品企业在并购市场中的并购溢价水涨船高。且对于被并购的中小型企业来说，其最大的优势即是其技术。由于其本身固定资产数量有限，因此在对被并购企业进行估值时，并购企业一般采用收益法进行估值。而收益法是以未来收益为预测基础，且指标的可选择性也比较大，往往就会出现交易金额超过账面价值的现象。此时业绩承诺对于溢价并购的企业起到了一定的保障作用。因此，高的溢价需要高的业绩承诺来支持，高的业绩承诺又会反过来促进溢价的提高。

上海莱士并购同路生物之后，2014年，企业由于实际生产过程中投入的血浆数量多于预计投入的数量，使得2014年超额完成当年的业绩承诺即超额完成384.19万元，高于双方签订的2014年的业绩承诺。第二年超额完成1965.65万元，高于业绩承诺的36817.74万元。随后的2016年，虽然当年的实际收益为47028.92万元，相比较双方业绩承诺47960.88万元，未达到承诺的收益，但是由于前两年盈利较多，三年的综合业绩承诺已经达到，并且超出1417.88万元。双方在进行交易时针对业绩承诺达成一致意见，在利润补偿的三年期间，同路生物各年度末实际累计的净利润数达到承诺数字即可。因此，至2016年为止，同路生物综合业绩承诺已经达到，具体情况见下表：

表 5.2 上海莱士业绩承诺完成情况

	2014	2015	2016	合计
盈利预测数（万元）	28182.57	36817.74	47960.88	112961.19
实际实现数（万元）	28566.76	38783.39	47028.92	114379.07
已实现 / （未实现）差	384.19	1965.65	-931.96	1417.88
截止 2016 年末未累计数	112961.2	114379.1	1417.88	

数据来源：上海莱士年度报告

在上海莱士的对外公告中，对企业的业绩承诺以及每年的完成情况进行披露，也会更高的促进市场对该企业的信心，得到市场的积极回应，促进企业价值提升。

另外，上海莱士高溢价并购同路生物之后，必然会形成巨额的商誉，如果收购后的业绩承诺达不到预计数据，合并财务报表的利润也会使得上市公司的业绩下降。本次交易以远高于市场的溢价对同路生物进行收购，存在较大的减值风险。如果发生商誉减值的情况，则很可能对公司的经营业绩产生影响。

根据上海莱士2014年公布的年度报告显示，上海莱士通过并购同路生物时确认商誉3,936,576,509.82元。随后，在本会计年度的末期，评估公司参照并购同路生物时对相关资产组评估的可收回金额，通过收益法对该公司的股权及企业价值进行评估，得出其在2014年末评估基准日的基本假设未发生变动的结论，随后对2015、2016年的进行评估时，情况也未发生变动。

因此，并购后三年的整合期内，同路生物均优质的完成了对此次经济活动的业绩承诺，得益于此，上海莱士未对此次并购的商誉进行减值。

5.3 上海莱士并购市场绩效分析

5.3.1 基于事件研究法的短期并购绩效分析

上海莱士并购同路生物在市场上引起了剧烈的反响，同时也引起了相关人士的关注。上海莱士作为一家上市公司，在其对外宣布这一消息的时候，其股票价格的变化大概率会体现出市场对该事项的态度。本章节重点分析的是上海莱士并购同路生物的短期绩效，采用事件研究法作为统计该绩效的工具，通过上海莱士宣布并购同路生物的“累计异常报酬率”采用市场模型法进行计算，由此来判断市场对于上海莱士该项活动的看好情况。

(1) 事件窗口期和估计期的计量依据

确定一项活动的窗口期和计量依据，首先要考虑的就是市场是能接收到该经济活动的信息的“事件日”。对于上海莱士并购同路生物事件来说，本文选择其正式发布公告的日期即 2014 年 9 月 25 日为短期绩效分析的“事件日”，将此作为分析的“零时刻”，在零时刻的基础上，选择 $[-10, +10]$ 作为研究该绩效的窗口期。

由于上海莱士宣布并购同路生物的行为可能会对上海莱士的股价产生影响，为了更加客观的反映上海莱士股价的情况，本文选取 $[-200, -60]$ 作为计算短期绩效的估计期。

(2) 异常收益率、累计异常收益率的计算和分析

异常收益率是指在我们所选取的事件期内，如果假设这项特殊事件没有发生，也就意味着该股价并没有受到该特殊事件的影响，其本身应该呈现出来的预期收益率，与该特殊事项发生后，实际呈现出来的预期收益率之间的差额。股票 i 在 t 日的异常收益率的计算公式为：

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

其中 R_{it} 指样本股票 i 在 t 日的预期收益率， $E(R_{it})$ 指样本股票 i 在 t 日的实际收益率。而要得到预期收益率，本文同样采用市场模型法来得出样本股票收益与

市场收益的线性关系，具体的计算公式为：

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

利用上市公司上海莱士的历史股票数据，以市场收益率作为 X 值，上海莱士的实际收益率作为 Y 值，本文得出估计期内上海莱士的股票收益和市场收益的如下线性关系：

$$y = 0.344x + 0.005$$



图 5.1 上海莱士股票收益与市场收益线性关系

由此关系紧接着得出窗口期内样本股票的预期正常收益率，结合上海莱士股票自身在窗口期内的实际收益率，可以计算得出窗口期内每个个别日时段的异常收益率，具体结果如下表 5.3 所示：

表 5.3 上海莱士并购同路生物窗口期各项收益率

交易日	实际收益率	市场收益率	预期收益率	异常收益率 AR	累计异常收益率 CAR
-10	3.85%	-1.76%	-0.03%	3.88%	3.88%
-9	-0.59%	-0.31%	0.47%	-1.06%	2.81%
-8	-3.07%	-0.51%	0.40%	-3.47%	-0.66%
-7	-0.52%	0.43%	0.73%	-1.25%	-1.91%
-6	-1.42%	0.93%	0.90%	-2.32%	-4.23%

续表 5.3

交易日	实际收益率	市场收益率	预期收益率	异常收益率 AR	累计异常收益率 CAR
-5	-1.13%	0.07%	0.60%	-1.73%	-5.96%
-4	0.54%	1.14%	0.97%	-0.43%	-6.40%
-3	1.15%	1.39%	1.06%	0.09%	-6.31%
-2	-0.02%	0.47%	0.74%	-0.76%	-7.07%
-1	-1.12%	-0.22%	0.50%	-1.62%	-8.69%
1	9.99%	0.27%	0.67%	9.32%	0.63%
2	8.49%	0.94%	0.90%	7.59%	8.21%
3	5.44%	0.65%	0.80%	4.64%	12.85%
4	0.32%	1.37%	1.05%	-0.73%	12.12%
5	-3.16%	0.29%	0.68%	-3.84%	8.28%
6	-2.35%	-0.38%	0.45%	-2.80%	5.48%
7	0.75%	-0.08%	0.55%	0.20%	5.67%
8	5.56%	-0.28%	0.48%	5.08%	10.75%
9	0.00%	0.41%	0.72%	-0.72%	10.03%
10	-2.06%	-1.35%	0.12%	-2.18%	7.85%

数据来源：同花顺

累计超额异常收益率（CAR），是指事件期内各个时间段异常收益率的累计总和，而累计超额异常收益率的数值往往被用来判断一项事件的发生对投资者和市场造成的影响。CAR 值为正，说明市场和投资者对事件的发生将来给企业带来的收益和影响较为看好，而如果 CAR 值为负，则通常说明市场和投资者对企业进行该项经济事件而对未来的企业前景预期比较悲观，具体的计算公式为：

$$CAR = \sum_{t=-i}^i AR$$

由此得出上海莱士并购同路生物窗口期内 AR 值和 CAR 值如下图 5.2 所示：

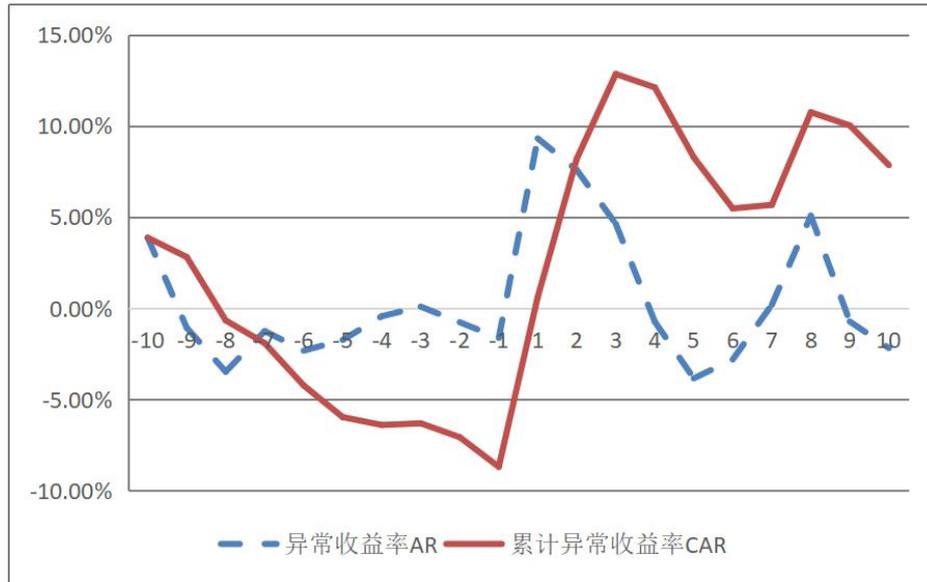


图 5.2 上海莱士并购同路生物 AR 值和 CAR 值分析

从上图中我们可以看到，上海莱士发布并购同路生物公告后的第一天，市场就迅速获得该项信息并迅速做出了反应 CAR 值变为正值，随着时间的推移，信息的扩散，受众群体不断增加，CAR 值不断上升，于第四日达到峰值，随后虽有回落，但整体还是高于公告日期前。据以上分析说明说明，市场和投资者对于上海莱士对于同路生物的并购是看好的。

上海莱士并购同路生物是上海莱士扩大市场份额的一项重要战略决策，在充分考虑到同路生物在血液制品行业的多项专利技术，以及丰富的血浆站点的基础上，上海莱士通过并购前的积极准备，以及中后期的发行债券等方式，将溢价并购的风险尽最大可能的降低与缓解。同路生物本身具备多项专利技术，以及多处采血基站，想要顺利收购对于上海莱士也是不小的挑战，但是由于双方实力各有所长，且上海莱士以极高的溢价收购同路生物，传递出上海莱士对该项收购项目的积极信号，推动市场对此次并购活动持有乐观的态度。

5.3.2 基于购买持有超额收益法的长期绩效分析

上海莱士并购同路生物，在短期内获得了市场的支持，那么该项并购是否能够为上海莱士带来长期收益，还需要通过对购买持有超额收益 BHAR 进行测算。BHAR 法的计算公式如下：

$$BHAR = BHR_t - BHR_{mt}$$

$$= \prod_{t=1}^T (1 + R_t) - \prod_{t=1}^T (1 + R_{mt})$$

上述计算公式中， $BHAR$ 表示样本公司在持有期内的购买持有超额收益。其中， BHR_t 表示在持有期内样本公司的购买持有收益， BHR_{mt} 表示持有期内市场的购买持有收益， R_t 表示样本公司第 t 月的股票月收益率， R_{mt} 表示第 t 月的市场月收益率。

由于上海莱士于 2014 年 9 月 25 日对其计划收购同路生物进行公告，因此本文选择并购公告日当月及后 12 个月（2014 年 9 月-2015 年 8 月）作为考察收购同路生物所获得长期绩效的时间窗口，计算结果如下：

表 5.4 长期绩效的时间窗口 BHAR

持有时间（月）	BHAR
一月	17.63%
二月	31.48%
三月	-0.42%
四月	-15.64%
五月	-6.11%
六月	5.77%
七月	7.86%
八月	4.79%
九月	10.86%
十月	27.83%
十一月	63.00%
十二月	64.74%

数据来源：同花顺

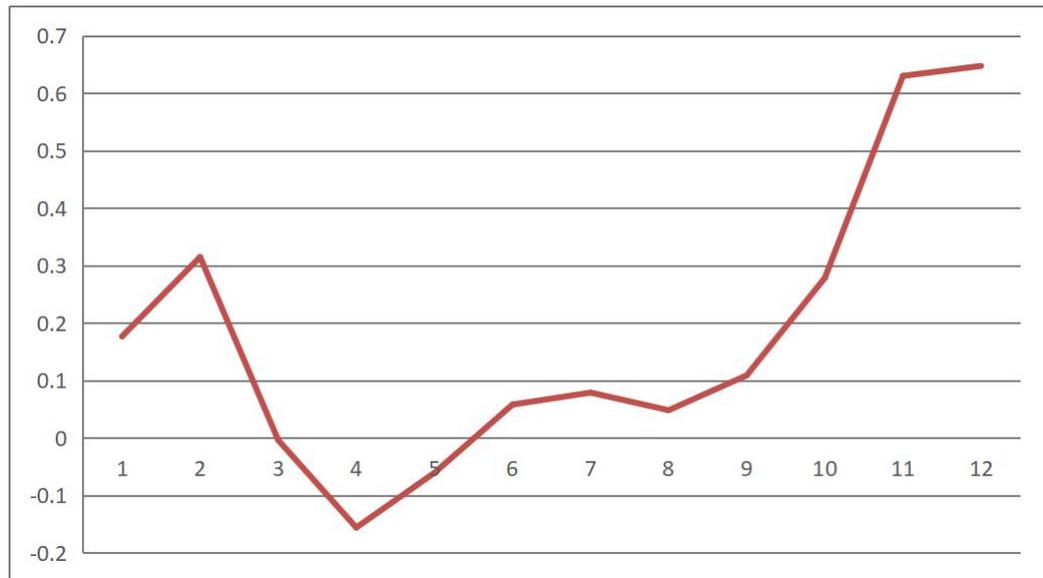


图 5.3 上海莱士并购同路生物 BHAR 分析

通过上图 5.3 显示，上海莱士在并购同路生物之后的 12 个月里，其 BHAR 总体上呈现上升趋势，在并购的前四个月即 2014 年 12 月之前，其 BHAR 不断下降，说明投资者对上海莱士是否花费过高的并购溢价仍旧存疑，随后，在 2015 年披露的财务报表摘要中，上海莱士公布了并购交易评估方法以及商誉减值测试的结果，结果显示，同路生物在对采用收益法进行估值的各项因素均未发生变化，同路生物的估值与其在公允市场上的价值基本保持一致，并未发生资产的减值。资产组中包含的商誉价值也未发生降低。

另外，上海莱士并购同路生物后的经营显示，其已实现收益超过收益法估值的预测收益，超额完成 384.19 万元，预期其盈利目标可以完成。其整合以及发展的态势打消了投资者对此次高溢价并购的疑虑，随后 BHAR 呈现上升的趋势。通过上图可以发现，持有期达到一年之后，上海莱士的 BHAR 甚至高达 60%，这就代表上海莱士并购在并购同路生物后之后，其长期的投资者获得了较高的超额利润，无论是从上海莱士并购后的营业收入还是净利润方面，上海莱士都取得了优异的成绩。而公司绩效的快速稳步的提升，又推动了投资者对上海莱士未来发展的信心，促进上海莱士长期绩效的进一步提升。

综上所述，上海莱士并购同路生物不仅为企业带来了短期市场绩效的快速提升，而且其随后的表现，也提升了投资者的信心，推动了企业长期市场绩效的增长。

5.4 上海莱士并购财务指标绩效分析

本文通过财务指标研究法,对并购前后的指标进行分析,研究上海莱士的企业绩效在此次经济活动中呈现出来的效果。财务指标是从上海莱士所发布的年度报告中提取,所以,数据来源是可靠有效的。

5.4.1 盈利能力分析

企业要想通过利润水平的改善使得自身得到长远的发展,只有不断提高盈利水平才能够吸引更多的投资者,从而向各方展示企业的整体水平。由于分析盈利水平的指标较多,整体较为复杂,所以本文选取常用的指标来进行分析和对比。

表 5.5 上海莱士并购前后盈利能力分析

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
主营业务收入 (万元)	56731.29	66261.28	49635.96	131708.31	201332.16	232625.03	192,774.84	180,423.54
营业利润 (万元)	23,489.84	26,043.11	16,739.40	59,941.04	172,932.33	194,816.90	100,747.95	-175,150.82
血液制品毛 利率	58.97%	58.97%	58.97%	63.01%	61.60%	63.55%	63.91%	66.74%

数据来源:上海莱士年度报告

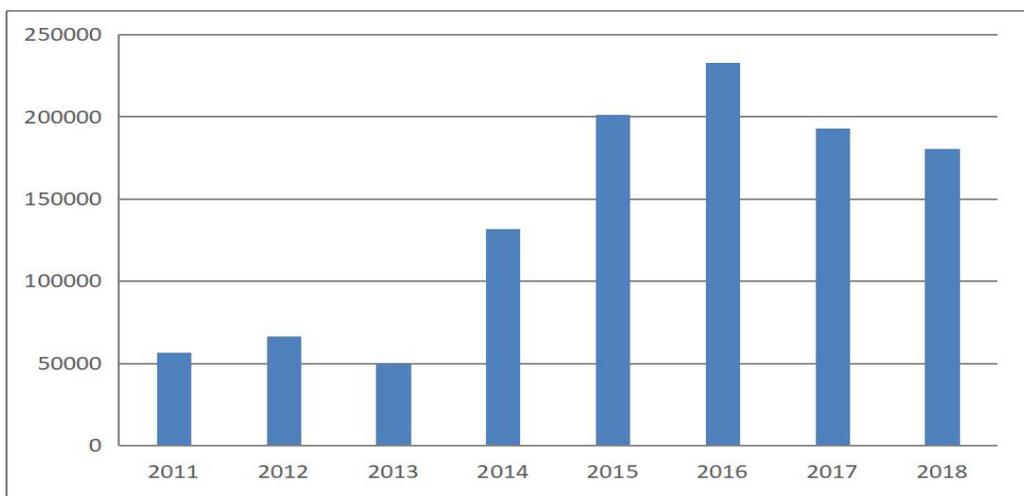


图 5.4 上海莱士并购前后主营业务收入

在研究市场并购绩效时，最直观的就是看其主营业务收入的变动情况。公司进行高溢价并购说明其看好被并购公司的发展潜力，上海莱士并购同路生物则是看中其专利技术以及基站，收购之后可以扩大市场份额，增加主营业务的收入。上图为上海莱士 2014 年前后利润的柱形图，从上图 5.4 中可以很明显的看出，自上海莱士于 2014 年并购同路生物以来，主营业务收入水平明显上高于并购前主营业务收入水平，说明其盈利水平显著提高。

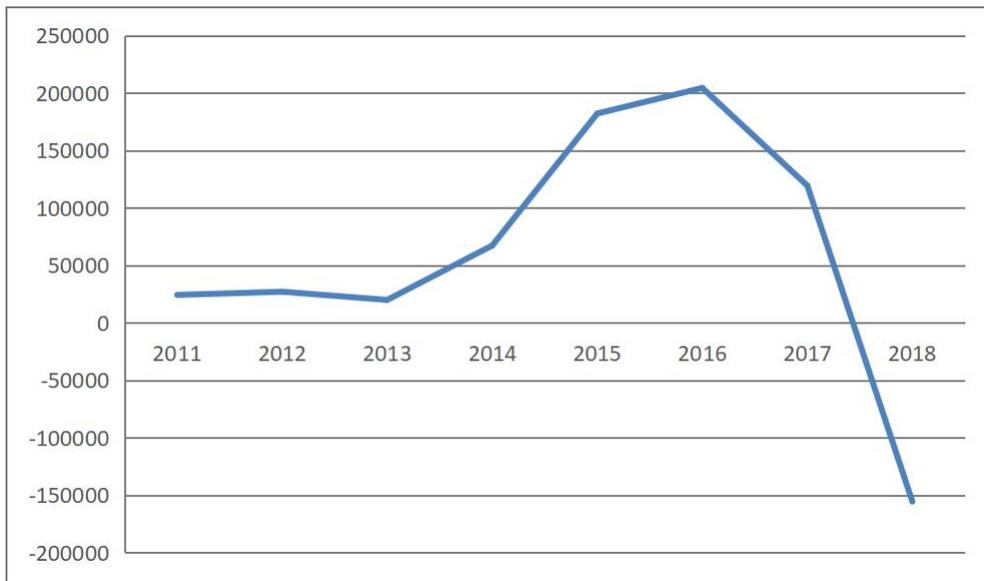


图 5.5 上海莱士并购前后营业利润分析

从上图 5.5 可以看出，上海莱士在并购同路生物之后，其营业利润明显高于并购前的营业利润水平，并且随后两年都保持着上升的趋势。2017 年，由于国家推动药品流通方式的改革，减少中间流通环节，使得上海莱士的销售方式发生了巨大改变。同时，上海莱士的重要子公司之一郑州莱士于当年进行改造，生产的产品数量下降，使得上海莱士同期销售收入有所降低，对当年的营业收入数据造成了影响。

2018 年由于投资失利，投资收益由 2017 年 426,931,024.27 元亏损为 -1,124,885,883.67 元，导致其营业利润大幅度下降，因此其数据具有一定的局限性。上海莱士并购的同路生物也是血液制品行业的佼佼者，拥有多项专利与血液及占，上海莱士并购的主要目的也是扩大市场份额，增加专利技术，因此，分行业从其血液制品生产与销售的毛利角度进行分析更具有客观性。

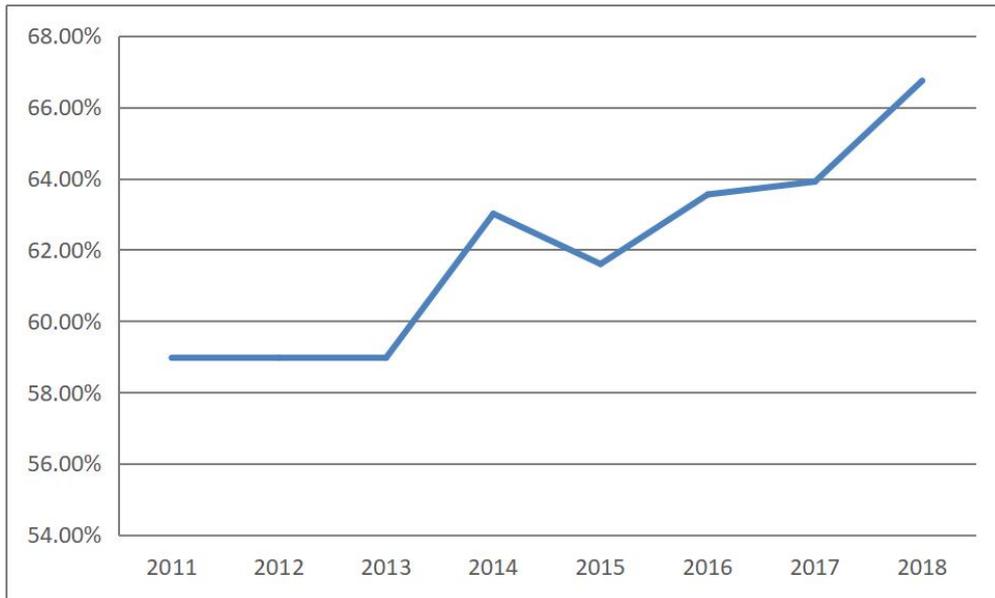


图 5.6 上海莱士并购前后血液制品毛利率变化

从图中可以很明显的看出，在 2011 年至 2014 年，上海莱士的血液制品生产和销售板块毛利率变化很小，几乎进入停滞状态，而 2014 年合并之后，血液制品生产与销售的毛利有着很明显的上升趋势，说明并购以后，上海莱士的盈利能力明显提高，生产的产品也更具竞争力。

5.4.2 偿债能力分析

偿债能力是指企业偿还到期的债务，包括偿还本金及利息的能力。资产负债率是企业长期偿债能力的体现，流动比率和速动比率则是对企业短期偿债能力的体现。

表 5.6 上海莱士并购前后的偿债能力分析

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
流动比率	8.85	4.03	9.94	9.77	19.46	6.97	10.45	9.21
速动比率	6.54	2.88	6.72	7.22	16.56	6.05	8.71	5.25
资产负债率	8.15%	15.62%	30.05%	8.05%	7.30%	11.31%	13.66%	4.35%

数据来源：上海莱士年度报告



图 5.7 上海莱士并购前后流动比率与速动比率变化

从表 5.6 我们可以看出，在 2013 至 2014 年，上海莱士的流动比率基本保持不变，但是在并购完成后的 2015 年，流动比率有了一个较为明显的上升，在 2016 年有明显的回落之后，流动比率与速动比率整体上保持着增长的态势。2015 年，上海莱士年报中披露，其限制性股票以及结构化主体有关的其他流动负债为 3400 万元，而该项数据于 2016 年显著提升至 4.6 亿元。因此，企业资产的变现能力与短期偿债能力都有所减弱。在并购完成之后，企业的短期偿债能力得到了提升，结合财务数据分析，可以看出流动比率和速动比率都有了一定范围内的提升。

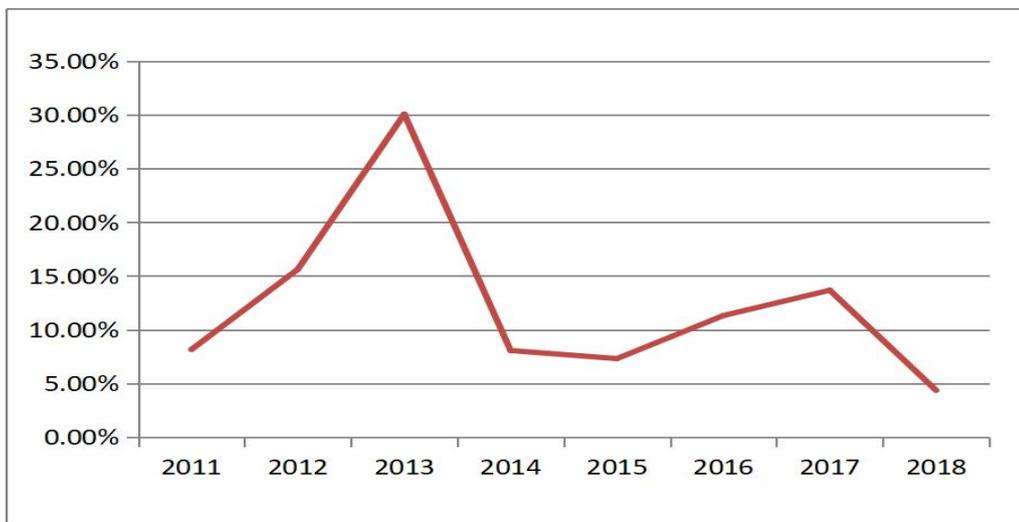


图 5.8 上海莱士并购前后资产负债率变化

从资产负债率指标来看,并购前后资产负债率整体下降且幅度很大,由2013年的30.05%下降至2018年的4.35%。2013年,上海莱士于2013年发行3.6亿元债券,使得2013年的负债数量增加,资产负债率相较于2012年呈现出大幅度上升的状态。随后,随着上海莱士并购成功,其总资产数额由15.7亿元增长至93.7亿元,资产负债率快速降低。从中可以看出通过此次并购,上海莱士的长期偿债能力得到了提高。虽然血液制品行业的资产负债率较低,但是上海莱士过低的资产负债率也说明其并未有效的运用财务杠杆。

总体来看,通过并购,上海莱士的偿还债务的能力得到了提升,但是负债占资产总额的比率较低,说明其对于财务杠杆的运用不够充分。

5.4.3 营运能力分析

营运能力主要反映的是企业利用自身资产赚取利润的能力。本文通过应收账款周转率,流动资产周转率等指标来分析上海莱士并购后的资产管理水平。

表 5.7 上海莱士并购前后的营运能力分析

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
应收账款周转率(次)	18.37	11.33	4.80	10.69	17.20	9.59	2.92	2.01
流动资产周转率(次)	0.88	1.05	0.64	0.74	0.54	0.43	0.30	0.33
总资产周转率(次)	0.59	0.60	0.36	0.24	0.19	0.19	0.14	0.14
存货周转率(次)	1.36	1.52	0.74	1.00	1.10	1.11	0.72	0.42

数据来源:上海莱士年度报告



图 5.9 上海莱士并购前后营运能力变化

存货周转率在并购之前整体上呈现下降的趋势，而 2014 年至 2016 年存货周转率明显提高，说明上海莱士并购同路生物之后，存货周转速度上升，这意味着存货变现速度有所增加，从而提高了资金的利用效率。而通过对上海莱士并购前后的流动资产周转率进行分析，发现流动资产的周转率在不断降低，并购之后，由于企业 2016 年对应收账款政策的调整，使得应收账款占有资金数量较大，影响了企业流动资产的周转率。上海莱士总资产周转率也处在不断降低的状态，这说明上海莱士的收入转化成为资产的水平较低，同时，表明上海莱士在技术及浆站利用率等方面的整合都尚未达到预期。

而 2017 年，国家对医药销售行业的“两票制”改革以及重要子公司的改造，使得上海莱士的营业收入减少，在一定程度上对存货周转率、应收账款周转率以及总资产周转率都产生影响。周转率的降低很大程度上受到非并购整合因素所致。

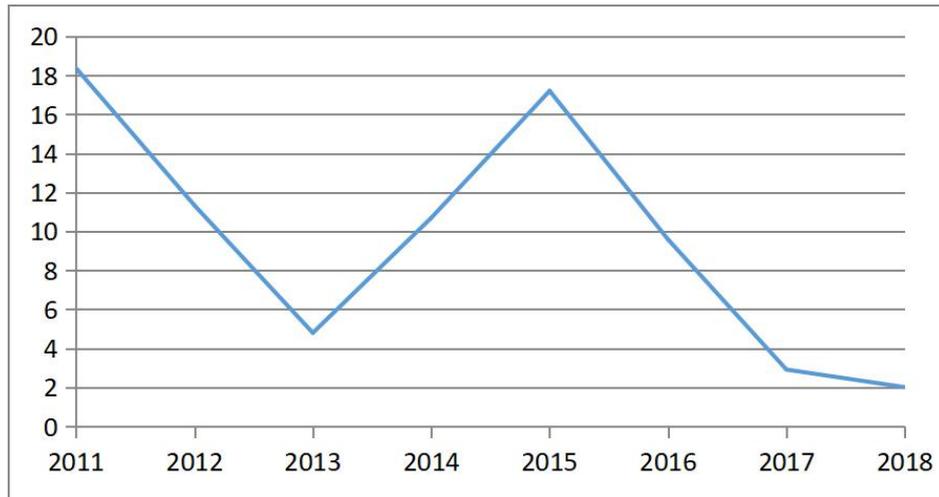


图 5.10 上海莱士并购前后应收账款周转率（次）变化

从图 5.10 我们可以看出，上海莱士在并购之前，应收账款周转率整体上呈现下降趋势。而在 2014 年至 2015 年，应收账款的周转率呈直线上升态势。应收账款周转率不断上升。在 2013 年至 2016 年期间，上海莱士发生的最大的事件就是高溢价对同路生物进行并购，通过上图可以发现，在 2014 年上海莱士并购同路生物之后，企业的应收账款周转率迅速上升，于 2015 年升至最高点 17.2，说明并购完成之后，上海莱士企业规模有所增加，营业收入也迅速增加，所以虽然应收账款也出现了上涨的趋势，但是其增长速度明显小于营业收入的增长比例，因此其周转率出现大幅上升，这意味着企业对应收账款方面的管理在不断的加强，管理制度得到了完善。

随后，企业于 2016 年上海莱士对企业的结算模式进行了调整，从以前的现金销售，调整成为接受一定的信用期，或者可以直接使用票据进行付款，增加了赊销比例，使得应收账款周转率呈现下降趋势。

在 2014 年上海莱士并购同路生物之后，流动资产周转率有了明显的上升，其他两项周转率虽然略有下降，但是主要是由于非整合因素导致，总体来看该项并购对上海莱士的营运方面产生积极的影响。

5.4.4 成长能力分析

成长能力可以为企业的长期发展提供保障，也可以反映出企业未来的发展潜力，因此，本文选择对成长能力相关指标进行分析，以此判断高溢价并购的战略，

能否提升企业的绩效，给企业带来较大的成长空间。

表 5.8 上海莱士并购前后成长能力分析

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
总资产增长率	8.51%	17.05%	33.30%	495.47%	23.21%	14.45%	9.30%	-21.22%
主营业务增长率	17.38%	16.79%	-25.10%	165.88%	52.56%	15.54%	-17.13%	-6.41%
净利润增长率	7.58%	12.25%	-36.34%	258.21%	189.99%	11.48%	-49.59%	-283.09%

数据来源：Wind 资讯

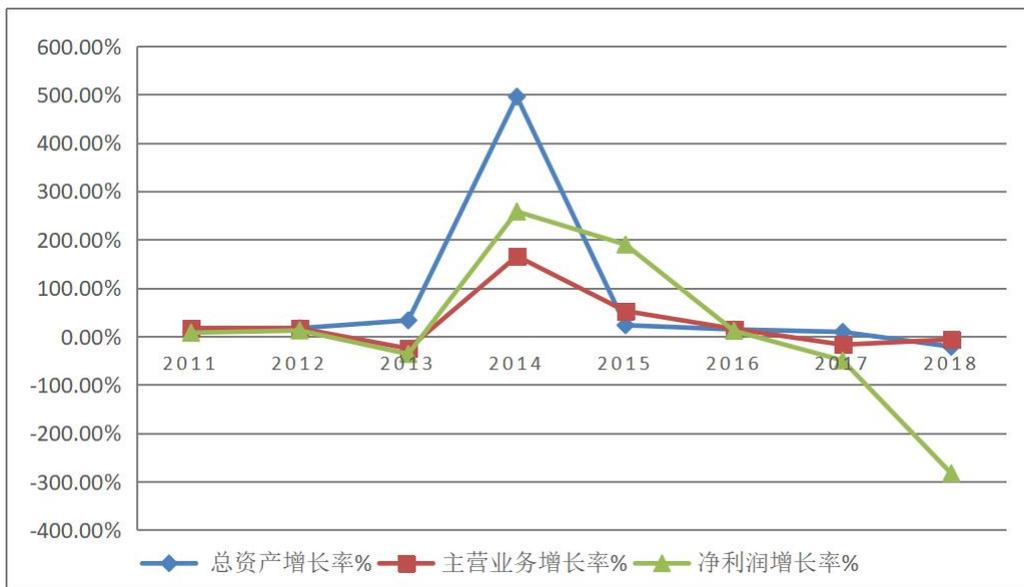


图 5.11 上海莱士并购前后成长能力变化

从上图可以看出，相对于 2013 年而言，上图三项指在并购后实现了飞跃，增幅明显，虽然在 2015 年总资产增长率下降明显，但是对比 2013 年的数据，并购后各项成长能力指标仍然远高于原来水平，这充分说明上海莱士并购效果良好，并购之后发展能力增强，发展速度加快，并购增强了企业的整体实力。

2017 年上海莱士血液制品的收入达到 19.15 亿元。相较于 2016 年同期下降 14.8%。主要原因是国家推行的“两票制”改革以及上海莱士重要子公司的停产

改造，使得上海莱士当年收入下降。同时，2018年，上海莱士由于投资失误，且受到市场风险的影响，遭受了巨大的损失。导致2018年数据下降严重。但是总体来看，在此次并购后，上海莱士的成长能力得到了增强。

5.5 上海莱士并购非财务指标绩效分析

5.5.1 企业发展战略分析

随着我国医疗技术的不断上升，人们的寿命也在不断延长，对血液制品产品的需求量也在不断提升。再加上我国血液制品行业起步晚于发达国家，行业整体上仍旧处于供需不平衡的状态，该行业仍将长期处于需求旺盛的状态。自2004年开始，国际上的血液制品行业已然开始了大规模横向并购的态势，而我国血液制品行业的大规模并购浪潮开始于2008年。此后，上海莱士的战略进入“以内生式增长为根基，以外延式并购为跨越”的时代，上海莱士在加强内部根基的基础上，积极对外进行同行业间的并购，不断提升其产品在市场上的竞争力，提升其市场占有率。其中，最符合其战略目标的就是高溢价对同路生物进行收购。上海莱士通过高溢价抢占了优质标的物，不但增加了其单采血浆站的数量，提升了原材料的供给数量，而且获得了同路生物的优势技术，以及多种表外资产，极大的促进了上海莱士的跨越式发展。充分体现出其战略的正确性。

到2018年年底，上海莱士及其下属子公司所拥有的采血浆站数量已经达到41家，相对于2014年的28家，增幅高达46%，相比较于全国采血浆站由2014年的193家增长至2018年的253家，增长率为23%，上海莱士血液浆站的增长数量明显高于全国平均水平。这也证明上海莱士并购战略的正确性与合理性。上海莱士的战略调整大大的推动了其自身的发展，反映出企业较好的实现了其战略方针。随后，上海莱士对其未来发展战略进行了更为全面的布局，逐步拥有自身的研发力量，加强企业内部的管理，不断提升自身品牌的价值，促进内生式的增长，加大并购力度，使得上海莱士加快走入国际的步伐。2014年对同路生物的并购，也是其战略布局中的重要一环，从产业链的起点增加原材料的供应，也提升了企业的价值，提高了上海莱士在国际市场的竞争力。

5.5.2 企业市场份额分析

(1) 浆站数量变化

血液制品具有很显著的特殊性,因为其在医疗过程中是完全不可替代的必需品,导致了市场对于血液制品的刚需性。并且由于血浆制品的产出增速一直是赶不上医疗对其需求的增速的,再加上国家近年来出台一系列限制血液制品行业进入的规定,种种因素导致血液制品行业多年以来一直是高景气的态势,并且这种趋势很难打破,在很长一段时期内,血液制品产品的市场都始终处于供应不足的状态。该行业的稳定增长是可持续的。由于血液制品的刚需属性和市场供不应求的状态,浆站的数量多少就决定了市场份额及市场占有率的情况。即血液制品行业时常流行的一句话:浆站为王。

表 5.9 上海莱士并购前后浆站数量变化及市场份额分析

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
浆站数量(家)	12	12	12	28	33	34	39	41
全国数量(家)	160	164	177	193	201	218	231	253
市场份额	7.50%	7.32%	6.78%	14.51%	16.42%	15.60%	16.88%	16.21%

数据来源:上海莱士历年年度报告及中国献血网

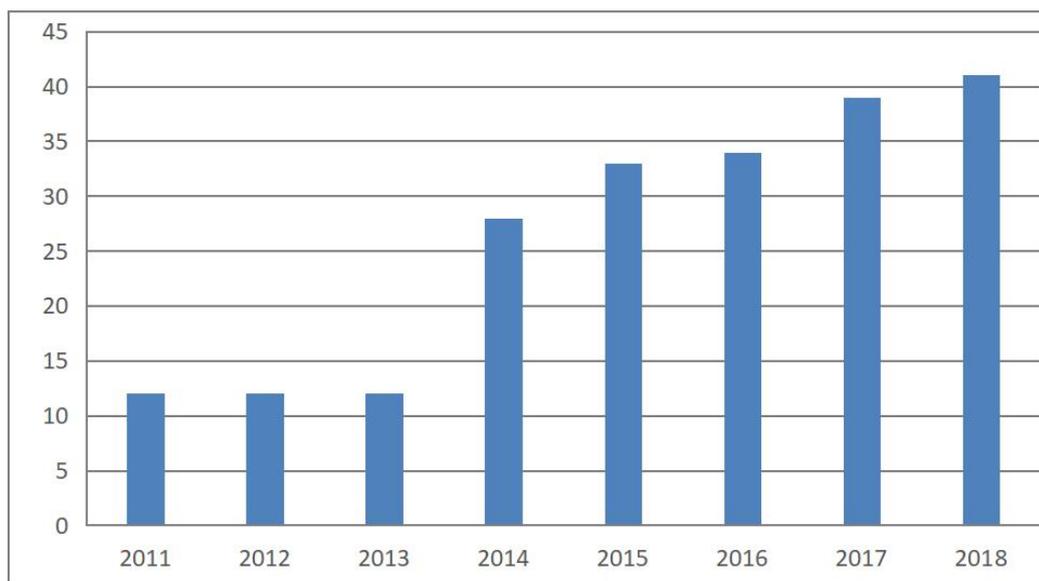


图 5.12 上海莱士浆站数量变化

我们可以从以上图表明显看出，上海莱士的浆站数量在 2014 年并购完成后数量有了极大的增加，这使得市场份额在这一年发生明显提升。一年 10% 的增加，这是上海莱士此前的历史发展中从未有过的，甚至在并购的前 3 年上海莱士的市场份额还有小幅度的下降。这些数据可以直接说明，并购给上海莱士带来了非常显著的市场占有率的提升。

(2) 主营业务收入变化分析

表 5.10 地区主营业务收入变化分析

单位：万元

地区	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
华东地区	23350.71	25353.58	19047	45757.15	55365.6	60008.79	89,613.30	63,703.08
华南地区	20130.79	29388.8	14257.47	68400.38	92671.67	119339.57	44,025.93	45,370.28
华北地区	6307.4	5950.02	7423.36	8667.49	32944.08	31203.1612	29,806.02	39,517.97
东北地区	1184.23	1308.03	1406.48	2413.62	2635.01	2853.15	10,240.82	11,286.57
西南地区	400.84	133.2	2393.68	1506.69	11926.23	12106.34	11,309.34	14,132.09
西北地区	476.77	232.77	295.43	621.35	3662.47	3988.6	3,115.33	3,615.49
出口	2880.55	3894.88	4812.54	4341.62	2127.1	3125.41	4,664.11	2,798.06
合计	56731.29	66261.28	49635.96	131708.31	201332.16	232625.03	192,774.84	180,423.54

数据来源：上海莱士年度报告

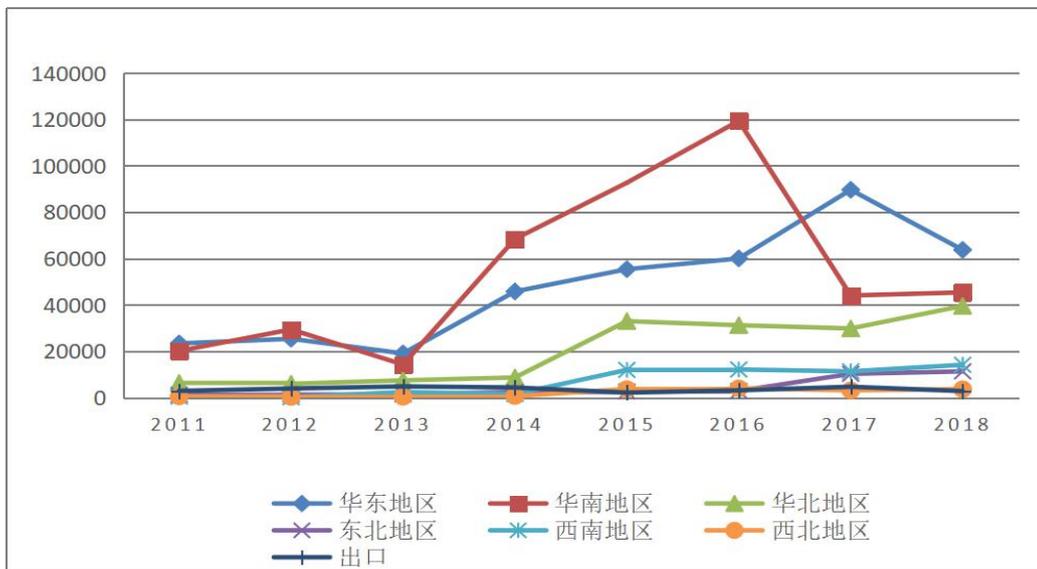


图 5.13 上海莱士地区主营业务收入变化

由于血液制品行业的特殊性，各个地区每年的血液制品需求量不会出现巨大的波动，也就是说各个地区的蛋糕是一定的、每年的增长幅度比较平稳，如果公司在这个地区可以分得的蛋糕变大那一定是意味着公司在这个地区市场占有率的提升。因此并购前后各个地区主营业务收入的变化情况，也可以用来评价并购发生前后市场占有率变化情况，特指血液制品行业。

从以上图表可以明显发现，上海莱士在 2014 年的主营业务收入有大幅度的增长，由以上图表我们可以很明显的看出这个增长主要是来自于华南和华东市场。这主要是因为上海莱士在并购完成后，在广东、浙江等地新增了单采血浆站，在华南和华东地区的采浆能力的增加导致市场份额的剧增然后形成地区主营业务收入的剧增。这与上文中我们从浆站角度的分析结论是吻合的。进一步验证了，2014 年并购的发生对上海莱士带来了相当明显的正的效应。

而在 2017 年度，由于国家对医药行业的销售行为进行改革，推动“两票制”，深入医药行业，以减少中间的流通环节，降低人们群众用药成本，上海莱士之前所采用的地区经销模式已经不再适合我国的发展情况，华南地区作为上海莱士的主要市场，该年度的营业收入为 4.40 亿元，相较于上一会计年度有着明显的差距，降低了 63.11%。随后，上海莱士从以往的华南地区总经销的模式转为向医院终端以及商业渠道进行销售的模式转变。同时，上海莱士还组建了一支覆盖全国的直营推广团队，对不同的产品采用不同的经销方式，促进上海莱士利润的提升。2017 年，上海莱士在华东以及西南地区的销售收入较为稳定，没有发生大规模波动。

5.5.3 企业技术研发进程分析

血液制品行业作为技术密集型企业，对技术有着较高的要求。企业通过并购重组，希望可以获得更加先进多样的技术，增快新产品研发的速度，提升企业的盈利水平。因此，通过对不同企业间研发投入的对比，可以反映企业的并购是否达到了预期的目的。

表 5.11 同行业研发密度对比

研发投入	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
上海莱士	3.24%	3.68%	4.52%	3.53%	5.02%	3.30%	5.03%	5.33%
华兰生物	4.60%	6.56%	5.35%	4.51%	4.72%	5.10%	5.52%	4.02%
天坛生物	5.18%	4%	3.59%	5.20%	6.91%	6.80%	4.12%	3.59%
博雅生物	4.51%	4.86%	5.80%	3.80%	5.64%	5.71%	4.06%	3.19%

数据来源：各公司年报整理

在上海莱士的研发投入方面，如上表所示，其研发投入占营业收入的比重，整体上不太稳定，波动较大，但是也可以很明显的看出，上海莱士在 2014 年之后，其研发方面的投入比例比较趋于稳定，整体上高于并购前的比例。这表明企业在进行了并购以后，加大了对科研项目的投入，在并购后营业收入有了巨大增幅的情况下，提高了研发投入所占的比重，逐步追上了其他同类大型企业的研发支出比重，提升其竞争力。

在新产品开发阶段，上海莱士在并购之后，其产品数量由 7 种增加至 11 种，也成为我国为数不多可以从血浆中提取 6 种产品的企业。同时，也成为我国血液制品行业中生产品种最为齐全的企业之一。通过对研发的大力支持以及科研团队的增强，上海莱士有着较高的新产品研发及提取能力，保持着行业的领先地位。

另外，上海莱士也积极与清华大学医学院之间寻求合作。双方于 2015 年 5 月已经成立了联合研发中心。通过该研发中心，上海莱士实现了医药研究的第一线与血液制品领先企业双方间的联合，有效的促进了新技术最快到达生产第一线，节约了时间成本。同时，双方的协议具有一定的排他性，有力地减少了技术及人才的外流，使得双方可以更加全身心投入研发进程中。该协议不仅为上海莱士的发展提供了有利的保障，而且也可以加快技术变为企业生产力的速度，更好的将技术和从实验室带到人民的生活之中，落实国家的创新政策。该协议的签订极大的增强了企业的研发力量，整合优秀的研发资源，提升上海莱士的竞争力。

5.5.4 企业管理与文化建设分析

企业的内部管理以及文化建设,是一个企业长远发展的根基。通过企业并购,促进两个企业之间的文化进行交流与融合,可以更好地帮助管理者对企业的长远思维和战略进行思考与修正,能够帮助企业更加宏观的了解自身的发展水平,更好地迎合市场的发展趋势。

另外,从上海莱士不同职工所占比例来看,上海莱士在并购当年,人员构成比例发生了很大的变化。生产人员比例快速下降,销售人员和技术人员所占比例快速提升。这主要是由于同路生物本身具有一定的技术优势,且生产人员比重较小,合并后,上海莱士整体的生产人员所占比重降低。随后通过整合,2015年至2018年,生产人员的比重不断下降,销售和技术人员比例呈上升趋势,上海莱士所拥有的核心团队中,高学历人才所占比重不断上升,且随着上海莱士的发展,越来越多的优秀高学历人才加入,也极大的提高了上海莱士的科研能力。另外,生产人员的比例不断降低,也体现出随着技术的发展,企业的生产人员成本也在逐渐降低。

表 5.12 上海莱士职工类别百分比

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
生产人员	29.72%	38.48%	43.22%	19.03%	35.90%	24.33%	23.01%	14.01%
销售人员	8.98%	7.11%	5.98%	16.64%	16.15%	13.54%	14.26%	6.52%
技术人员	36.22%	30.88%	29.43%	41.16%	17.24%	35.59%	40.47%	35.72%
财务人员	2.48%	1.72%	1.38%	3.09%	3.08%	3.40%	3.59%	3.34%
行政人员	8.98%	10.05%	11.03%	11.95%	19.59%	14.63%	13.19%	24.48%
其他	13.62%	11.76%	8.97%	8.11%	8.05%	8.51%	5.48%	15.92%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源:2011年至2018年上海莱士公司年报

在上海莱士的企业经营与管理方面,其在并购完成之后,不断的增强其内部管理与建设,推动企业内部文化建设,期望建设国际化、集团化的内部管理体系。

推动企业内部的平稳高效运转，以集中主要力量促进企业实力的提升，增强企业的竞争力。

最后，并购之前双方隶属于不同的企业，具有不相同的企业文化。因此，并购后的企业价值观以及信念的整合，是减少内部矛盾，增强企业认同感不可缺少的步骤。上海莱士始终坚持以人为中心的理念，企业的经营理念与文化建设，必须通过双方的一致同意，以此来减少整合过程中可能出现的文化冲突。上海莱士对于同路生物的并购是双方协商一致的并购，并购双方可通过文化交流活动，促进员工之间的文化交流，加快双方的融合过程。另外，并购已经是血液制品行业不可逆转的潮流，上海莱士可以通过此次并购，逐步摸索出一条适合其文化整合的道路。使得被并购方可以在理解主并方宗旨及战略文化的情况下，仍旧可以依照其本身的运作模式，与上海莱士进行更好的融合。

6 结论与建议

6.1 结论

现存的很多研究认为，企业超出被并企业账面净资产的并购行为是企业并购失败最重要的原因之一。但是市场中也存在很多并购成功的案例。这些案例虽然有着超过市场平均溢价的收购价格，但是也存在着相匹配的溢价绩效。本文通过对上海莱士横向高溢价并购同路生物案例的研究，得出以下结论：

第一，上海莱士对同路生物的收购属于横向高溢价并购，其并购溢价高于市场平均溢价，另外，同路生物本身具有较高的技术实力，其具备丰富的表外资产，即其存在很多无法反映在报表上的资产而产生的溢价，这一部分溢价的产生与其血液制品行业的特殊性也有着很大的关系。在国家全面管控下，浆站的增加会带来市场占有率的提高等，同路生物这种优质标资产的稀缺性，同路生物本身具有的表外资产，都使得高溢价收购成为上海莱士必然的选择，其高溢价收购后对优质资源的整合，也促进上海莱士企业绩效的提升。

第二，同路生物在并购过程中伴随高溢价而产生双方之间的高业绩承诺，高并购溢价带来的高业绩承诺是被并企业所作出的承诺，这种高业绩承诺能够促进被并企业在被并购之后，更加积极主动的完成业绩承诺，促进公司利益的上升。同时，高业绩承诺使得双方有一个定量的衡量标准，使得双方对利润有着更高的期待，也会反过来促进了高溢价的产生。

第三，上海莱士对同路生物进行高溢价并购以后，通过市场研究法对短期绩效以及购买持有超额收益法的长期绩效分析，都体现出其市场对该项收购行为的正向反馈，提升了上海莱士的股票价格，促进了上海莱士的长远发展。

上海莱士通过横向高溢价并购以及双方达成的业绩承诺，企业在管理、经营、财务、技术等方面有着明显的提升，对其绩效也产生了正面的影响，因此，合理的高溢价并购，能够促进企业绩效的提升。

6.2 建议

根据以上分析，本文得出如下建议：

其一，建议企业在进行投资时更加的谨慎。上海莱士作为一家血液制品行业的龙头企业，于 2018 年股灾期间损失惨重，投资收益为负，极大的拉低了其各项周转率，使得现金流短缺，甚至影响到了主营业务。大多数上市公司都会进行投资，但是应该在不影响主营业务的情况下进行，且应有足够的的能力承担损失。另外，针对上海莱士自身来说，其所处的血液制品行业仍旧处于供不应求的状态之下，其并购目的也是增强其主业的技术及市场等方面，因此，本文认为上海莱士应当集中更多的注意力于其主业之上，如若管理层希望进行投资，在进行投资时也应当更加理性，在符合公司发展战略的方向进行投资。

其二，建议血液制品行业进行横向的同行业并购。并购可以分为同行业并购以及多元化并购，两种并购各有优缺点，但是针对血液制品行业来说，更加适合同行业并购。根据本文的分析，血液制品行业是一个技术密集型企业，对技术要求较高。上海莱士通过横向并购同路生物，双方才能在市场、技术等方面实现互补。另一方面，因为彼此处于同一个行业，双方对行业了解都比较全面，也更适合于双方对于并购溢价以及业绩承诺达成一致，促进企业绩效的大幅度提升。

其三，建议企业在进行高溢价并购时要更加谨慎。高溢价并购的存在有其合理性。高于市场溢价的并购很可能加大市场对该项并购的乐观程度，促进企业绩效的提升，但是过高的溢价也可能会加大企业的并购整合成本，导致并购的失败。并购的成功与否并不单单取决于溢价率的高低，后期的整合也起着非常重要的作用，因此，本文建议企业并购时不要对高溢价保有盲目的乐观，应当客观评价并出具合理对价进行并购。

6.3 研究展望

本文研究了上海莱士并购同路生物的绩效，主要是针对血液制品行业的高溢价并购行为进行了研究。在我国，高溢价并购现象是普遍存在的，尤其是针对文化等轻资产行业，这些行业与血液制品行业的高溢价并购及对绩效的研究结果存在是否可比性，未来的研究方向是否可以尝试在不同行业间进行类比，进一步挖掘不同行业特殊性对高溢价并购绩效产生的影响，值得我们进行进一步研究。

本文采用的是案例研究的方法，主要针对一个案例进行分析与研究。该案例具有一定的局限性，不能代表所有高溢价案例。因此，本文研究得出的结论也不

能延伸至所有的高溢价并购行为。本文的研究只能证明超过被并企业账面净资产进行并购，可能会促进并购企业绩效的提升。针对某一案例进行研究得出的结论很难对其他的具体案例做出完整的解释，本文希望通过对上海莱士并购同路生物这一案例的研究，为多案例研究带来一些启示，并可以延展到其他方向，存进研究的进一步深入。

另外，在本文的研究案例中，标的企业同路生物为非上市企业，其多项财务数据并不公开，本文数据的获取主要来自上海莱士并购过程中的公告，其数据公开具有一定的限度，因而，希望在以后的研究中可以获取更加深入的数据，促进该研究的进一步发展。

参考文献

- [1]Arrow .k. vertical integration and communication [J].Bell Journal of Economics,1975,(6):173-183.
- [2] Alexan Idridis G,Fuller K P, Terbaar L, et al. Deal size, acquisition premia and shareholder gains[J]. Journal of Corporate Finance,2013,(20):1-13.
- [3] Anup Agrawal and Jeffrey F. The Post Merger Performance Puzzle[J]. Advances in Merger and Acquisitions, 2000,(1): 7-41.
- [4] Ahuja G., Katila R. Technological Acquisitions and the Innovation Performance of Acquiring Firms: A Longitudinal Study[J]. Strategic Management Journal,2001, 22(3);197-220.
- [5]Ansoff H.I. Corporate Strategy[M].New York;Mc Graw-Hill,1965.
- [6] Barney J.B. Returns to Bidding Firms in Mergers and Acquisitions:Reconsidering the Relatedness Hypothesis[J].Strategic Management Journal,1988,9(1);71-78.
- [7] Betton S,Eckbo B.E. Thorburn K.S. Corporate Takeovers[J].Elsevier North Holland Handbook of Finance Series,2008,(6):51-58
- [8]Bruner R. Where M&A Pays and Where it Strays : A Survey of the Research[J]. Journal of Applied Corporate Finance,2004,16(4):63-76.
- [9] Bemile G ,Lyandres E .The Effects of Horizontal Merger Synergies on Rivals,Customers,and Suppliers [J].S.Electronic Journal,2013,(7):33-45.
- [10] Geiger F ,Schiereck D. The influence of industry concentration on merger motives-empirical evidence from machinery industry mergers[J].Journal of Economics and Finance,2014.38(3):27-52.
- [11] Slusky A R,Caves R E.Synergy,agency and the determines of premium paid in mergers[J].The Journal of Industrial Economics,1991,39(3):277-296.
- [12] Gondtlalekar V.B.,Raymlnd .Sant .R.,Ferris .S.P. The price of corporate Acquisition:Determinants of Takeover Premia[J]. Applied Economics Letter.2004,11(12):735-739.

- [13] Laamanen T. On the Role of Acquisition Premium in Acquisition Research[J]. *Strategic Management Journal*.2007, 28(13):1359-1369.
- [14] Wan R,Zeng H.Technology Diffusion and Acquisition Premium in M&A[C].*Proceedings of the 22nd International Conference on Industrial Engineering and Engineering Management 2015*.Atlantis Press,2016,(6):35-43.
- [15]Varaiya N.P.Determinants of Premiums in Acquisition Transactions[J]. *Managerial and Decision Economics*,1987,8(3);175-184.
- [16] Eckbo B. E., Langohr H. Information disclosure, method of payment, and takeover premiums: Public and private tender offers in France [J]. *Journal of Financial Economics*, 1989,24(2): 363-403.
- [17] Haunschild P R. How Much is That Company Worth?Interorganizational Relationships, Uncertainty, and Acquisition Premiums.[J]. *Administrative Science Quarterly*.1994,39(3):391-411.
- [18] Haspeslagh P C, Jemison D B. *Managing Acquisitions: Creating Value through Corporate Renewal*. [M]. New York: Free Press, 1991.
- [19] Sirower M L,*The synergy trap:How companies lose the acquisition game* [M].Simon and Schuster,1997.
- [20]Weston J F,Chung K S,Hoag S.*Mergers, restructuring, and corporate control*[M].Prentice Hall, 1990.
- [21] Hunter,W.C.,J.Jagtiani,*An Analysis of Advisor Choice Fees and Effort in Mergers and Acquisitions*”, *Review of Financial Economics*,2003.(7):65-81.
- [22]Walking R.A.,R.O. Edmister.*Determinants of Tender Offer Premium*[J]. *Financial Analysts Journal*,1985,(41):27-37.
- [23] Agrawal A,J Jaffe ,G M Elker.*The Post-merger Performance of Acquiring Firms a Reexamination of an Anomaly*[J].*Journal of Finance*,1992,47(4):1605-1621.
- [24] Hayward, M. L. A., Hambrick, D. C.. *Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris*. *Administrative Science Quarterly*, 1997,42(1):103-127.
- [25] Jensen, Ruback. *The Market for Corporate*[J]. *Journal of Financial Economics*,1983, (04): 5-6.

- [26]陈仕华,卢昌崇.企业间高管联结与并购溢价决策——基于组织间模仿理论的实证研究[J].管理世界,2013,(5):144-156.
- [27]陈瑶,杨小娟.上市公司重大资产重组业绩补偿承诺研究[J].财会通讯,2016,(18):42-46.
- [28]陈甬军,周末.市场势力与规模效应的直接测度——运用新产业组织实证方法对中国钢铁产业的研究[J].中国工业经济,2009,(11):45-55.
- [29]丁洪峰,华德亚.浅议上市公司并购中超额支付风险的成因及其防范[J].北方经贸,2001,(3):130-131.
- [30]方重,程杨,肖媛.并购重组业绩承诺的现状与监管[J].清华金融评论,2016,(10):73-79.
- [31]冯根福,吴林江.我国上市公司并购绩效的实证研究[J],财会月刊,2001,(01):54-68.
- [32]高榴,袁诗淼.上市公司并购重组商誉及其减值问题探讨[J].证券市场导报,2017,(12):58-63.
- [33]葛结根.并购支付方式与并购绩效的实证研究——以沪深上市公司为收购目标的经验证据[J].会计研究,2015,(9):74-81.
- [34]关静怡,刘娥平.业绩承诺增长率、并购溢价与股价崩盘风险[J].证券市场导报.2019,(2):35-44.
- [35]李善民,曾昭灶,王彩萍,朱滔,陈玉罡.上市公司并购绩效及其影响因素研究[J].世界经济,2004,(9):60-67.
- [36]李彬.文化企业并购高溢价之谜:结构解析、绩效反应与消化机制[J].广东社会科学,2015,(4):37-43.
- [37]李青原,田晨阳,唐建新,陈晓.公司横向并购动机:效率理论还是市场势力理论——来自汇源果汁与可口可乐的案例研究[J].会计研究,2011,(05):58-64.
- [38]李森.复星医药连续并购绩效研究[D].北京交通大学,2015.
- [39]李晓慧,吕广原.签有盈利补偿协议企业重组的风险识别与应对——以福建金森重组失败为例[J].会计之友,2015,(22):62-67.
- [40]罗喜英,阳倩.业绩承诺能否为上市公司高溢价并购买单?——基于*ST 宇顺并购雅视科技的案例分析[J].中国注册会计师,2017,(03):61-65.

- [41] 马歇尔(Marshall). 经济学原理[M]. 商务印书馆, 1981.
- [42] 童文俊, 中国银行业并购的动因与战略研究[D]. 复旦大学, 2005.
- [43] 潘妙丽, 张玮婷. 上市公司并购重组资产评估相关问题研究[J]. 证券市场导报, 2017, (09):14-20.
- [44] 孙淑伟, 何贤杰, 赵瑞光, 牛建军. 中国企业海外并购溢价研究[J]. 南开管理评论, 2017, 20(03):77-89.
- [45] 王竞达, 范庆泉. 上市公司并购重组中的业绩承诺及政策影响研究[J]. 会计研究, 2017, (10):71-77, 97.
- [46] 王雅茹, 刘淑莲. 企业声誉与并购溢价决策——基于业绩期望差距的调节效应[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2020, (35):76-89.
- [47] Winston M. D. 著. 张熳, 吴绪亮, 张爱民译. 反垄断经济学前沿[M]. 东北财经大学出版社, 2007:56-58.
- [48] 吴萍萍. 我国上市公司并购绩效影响因素研究[D]. 东北财经大学, 2011.
- [49] 夏立军, 方轶强. 政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据[J]. 经济研究, 2005, (05):40-51.
- [50] 徐虹. 林钟高. 芮晨. 产品市场竞争, 资产专用型与上市公司横向并购[J]. 南开管理评论, 2015, (4):48-59.
- [51] 颜艳旭. 上市公司溢价并购财务指标分析[J]. 财会通讯, 2012, (2):7-8.
- [52] 杨晓玲, 垄断势力市场势力与当代产业组织关系[J]. 南开经济研究, 2005, (04):41-46.
- [53] 张乐乐. 外资并购我国上市公司股权的动机对并购溢价的影响研究[D]. 成都, 西南财经大学, 2014.
- [54] 赵立新, 姚又文. 对重组盈利预测补偿制度的运行分析及完善建议[J]. 证券市场导报, 2014, (4):4-8.
- [55] 郑兴山, 唐元虎. 企业并购效应分析[J]. 经济体制改革, 2000, (02):30-33.
- [56] 朱宝宪, 朱朝华. 会计方法对并购价格影响的实证分析[J]. 经济管理, 2003(20):55-60.
- [57] 朱红军, 汪辉. 并购的长期财富效应——经验分析结果与协同效应解释[J]. 财经研究, 2005, (9):102-113.

后 记

时光流转，三年的研究生生涯即将结束。我也从一个懵懵懂懂的大学生成为一个对知识保持敬畏的研究生。回想起三年的学习与生活，心中总是充满着无限的感慨。

首先，我要感谢我的导师，当我来到一个陌生的学习环境之时，老师给予了我家人一般的温暖；当我对学术上存在困惑时，老师以其扎实的的专业知识给予我明灯一般的指引。当我生活遇到困难时，老师也尽他最大的努力在帮助我们，使我们减少了很多不必要的麻烦。在此，我再次对老师表示感谢。

其次，我要感谢会计学院的各位老师。老师们认真上课的态度，不厌其烦解答问题的行为，为我以后的工作树立了榜样。老师们不仅为我们在专业上授业解惑，同时也对我们未来的人生之路给予指导。

在校读研究生期间，是我人生中极为宝贵的三年。回想这三年的时光，与本科相比，无论是知识水平还是自身能力都有了进一步的提升。毕业后，我会以更加热情饱满的态度进入工作岗位，以更加严谨认真地状态做好每一项任务，不辜负学校的栽培。