

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 ST 龙力生物跨界并购失败的原因分析

研究生姓名: 王贵玉

指导教师姓名、职称: 李培根 教授 宋国荣 高级研究员

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： 王贵玉 签字日期： 2021年6月3日

导师签名： 李培根 签字日期： 2021年6月5日

导师(校外)签名： 宋国荣 签字日期： 2021年6月12日

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： 王贵玉 签字日期： 2021年6月3日

导师签名： 李培根 签字日期： 2021年6月5日

导师(校外)签名： 宋国荣 签字日期： 2021年6月12日

Analysis of the reasons for the failure of ST Longli Bio-Cross-Border M&A

Candidate : Wang Guiyu

Supervisor: Li Peigen Song Guorong

摘 要

为满足高质量发展要求，并购作为一种重要手段，能够有效扩大企业经营规模。近年来，伴随着并购方式的逐渐多样化，我国企业并购案快速增加，同时，并购交易额也随之越来越高。但是，随着并购案的增加，并购成功率并没有上升，反而出现了大概率的失败案例。根据此现象，对海内外文献资料做了大量的研究，发现企业并购案的失败率远高于我们的预期，具体导致其失败的原因颇多，这也论证了本论文的研究价值。

ST 龙力生物决定通过并购改变企业被动的局面实现成功转型。经过考察，最终确定厦门快云、兆荣联合作为本企业的并购目标。通过法定并购程序后，在 2015 年 11 月，以 10.15 亿元实施并购，但是，并购后并没有实现企业的预期目标，反而让 ST 龙力生物发展陷入困境，企业净资产三年持续为负，最终，于 2020 年 5 月 22 日，以收到深交所《关于山东龙力生物科技股份有限公司股票终止上市的公告》，来宣布并购案的失败。本文将此并购失败的典型案例作为研究对象，以案例企业初期并购动因、并购前后续效变化为研究切入点，结合定性和定量方法，剖析导致其案例企业并购失败的具体原因。整个研究过程，包括 ST 龙力生物的前期并购准备工作、并购过程及后期实现并购后的整合工作，以期从整个并购活动中找出导致并购失败的因素，对具体原因的出现做出针对性的分析，希望能够为正在实施或者打算进行并购的企业一些启示。

关键词：跨界并购 并购失败 原因分析

Abstract

In order to meet the requirements of high-quality development, mergers and acquisitions, as an important means, can effectively expand the scale of enterprise management. In recent years, with the gradual diversification of mergers and acquisitions, China's mergers and acquisitions cases increased rapidly, at the same time, the volume of mergers and acquisitions transactions is also getting higher and higher. However, with the increase of mergers and acquisitions, the success rate of mergers and acquisitions did not rise, but there were cases of failure of the probability. According to this phenomenon, a lot of research has been done on the literature at home and abroad, and found that the failure rate of mergers and acquisitions is much higher than our expectations, which leads to many reasons for its failure, which also demonstrates the research value of this thesis.

ST Longli Bio decided to change the passive situation of enterprises through mergers and acquisitions to achieve a successful transformation. After investigation, it was finally determined that Xiamen Express Cloud and Zhaorong jointly as the acquisition target of the enterprise. After the adoption of the statutory merger procedure, in November 2015, with 1.015 billion yuan to implement the merger, but after the merger did not achieve the expected goals of the enterprise, but let ST Longli biological development in trouble, the enterprise's net assets continued to be negative for three years, and finally, on May 22, 2020, to receive the Shenzhen Stock Exchange "on Shandong Longli Biotech Co., Ltd. stock termination announcement" to announce the failure of the merger. This paper takes this typical case of merger failure as the research object, takes the initial merger and acquisition motivation of the case enterprise, the performance change before and after the merger as the research entry point, combines the qualitative and quantitative method, analyzes the specific reasons that lead to the failure of the case enterprise merger and acquisition. The whole research process, including ST Longli biological pre-merger preparation, merger process and later integration work after the merger and acquisition, in order to find out the factors leading to the failure of mergers and acquisitions from the whole

merger and acquisition activities, to make a targeted analysis of the emergence of specific reasons, hoping to be able to implement or intend to carry out mergers and acquisitions of enterprises some inspiration.

Keywords: Cross-border M&A; M&A fail; Cause analysis

目 录

1 绪 论	1
1.1 研究背景及意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 国内外研究现状.....	3
1.2.1 跨界并购行为的研究.....	3
1.2.2 跨界并购绩效研究.....	4
1.2.3 并购失败原因研究.....	6
1.2.4 文献评述.....	7
1.3 研究内容与方法.....	8
1.3.1 研究内容.....	8
1.3.2 研究方法.....	10
2 相关概念及理论基础	11
2.1 相关概念.....	11
2.1.1 跨界并购的概念.....	11
2.1.2 并购绩效的概念.....	11
2.2 并购相关理论基础.....	11
2.2.1 跨界并购动因理论.....	11
2.2.2 跨界并购绩效评价方法.....	14
2.2.3 并购失败的因素.....	14
3 ST 龙力生物跨界并购案例介绍	19
3.1 并购双方简介.....	19
3.1.1 主并购方—ST 龙力生物科技有限公司.....	19
3.1.2 并购对象—厦门快云.....	19
3.1.3 并购对象—兆荣联合.....	19
3.2 行业背景.....	20
3.2.1 大健康产业现状.....	20
3.2.2 互联网产业现状.....	20

3.3 并购动因分析.....	20
3.3.1 实现企业的规模经济.....	20
3.3.2 扩大企业经营范围.....	21
3.3.3 发挥协同效应.....	21
3.4 并购过程.....	23
3.5 并购结果.....	24
4 ST 龙力生物跨界并购绩效分析.....	26
4.1 市场绩效.....	26
4.1.1 基于拓展产业规模动因的并购效果分析	26
4.1.2 基于获取市场认可动因的并购效果分析	28
4.2 并购后的财务绩效.....	30
4.2.1 盈利能力分析.....	30
4.2.2 营运能力分析.....	32
4.2.3 偿债能力分析.....	33
4.2.4 成长能力分析.....	35
4.3 并购小结.....	37
5 并购失败的原因分析.....	39
5.1 并购准备阶段.....	39
5.1.1 战略制定与企业经营不协调.....	39
5.1.2 目标选择与企业需求不匹配.....	40
5.2 并购实施阶段.....	42
5.2.1 交易对价与支付方式不合理.....	42
5.2.2 风险控制体系不健全.....	44
5.3 并购后的整合阶段.....	44
5.3.1 缺乏合理的人力资源整合.....	45
5.3.2 协同效应发挥不充分.....	46
5.3.3 文化整合策略不恰当.....	48
5.4 小结.....	48
6 对策与建议.....	50

6.1 并购准备阶段.....	50
6.1.1 合理定位企业发展战略.....	50
6.1.2 选择与企业匹配性高的并购对象.....	50
6.2 并购实施阶段.....	51
6.2.1 做好充分的事前调查.....	51
6.2.2 采取合理的定价方式.....	51
6.2.3 建立风险防范机制.....	52
6.2.4 增强企业自身实力	53
6.3 并购整合阶段.....	53
6.3.1 加大经营整合.....	53
6.3.2 加强文化整合.....	54
7 结论与不足.....	55
参考文献.....	56
后 记.....	60

1 绪 论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

“互联网+”行动计划，由李克强总理于 2015 年提出，其中囊括了数十项行动，例如创新创业、智慧能源等。此行动主要倡导一种提高创新能力，加快改革步伐和传统技术逐渐减弱的思想。“健康中国 2030”，由中共中央于 2016 年制定，并得到科学的落实，此纲领成为了我国的行动指南，在建设健康中国中占有举足轻重的作用。创新、共享、开放、协调和绿色，是此纲领从一而终的执行理念，此纲领须遵循的原则是提倡创新、健康发展，将发展的核心内容确定为人民生活质量的提高，将健康作为其中最重要的政策，改善人民健康水平就是此行动的终极目标。习近平同志，于 2017 年 10 月再次将此政策正式提出，此后，“健康中国”的理念成为了我国发展的主要战略指标。“十三五”后，此规划目标得到了广泛认可，成为了一种未来的趋势。自此，发展大健康产业就成为了中国发展道路中的主流。

一般来讲，大健康产业是以医药产业为基础，辅助以医疗、保健等副产品，协同助力大领域产业的发展，其中，各个领域的产业在大健康产业中的占比各不相同，医药产业占比一半以上，健康服务产业占比相对较小，不到 3%。因此，在国家战略目标中，把大健康产业作为重点发展对象。随之，大健康产业风生水起，在资本市场的影响下，此产业迎来了前所未有的发展期，乘着发展的旋风，大健康产业向着新型市场竞发。此时，为了适应新型市场的发展需求，跨界并购异军突起，极大程度上丰富了并购的方式。

大健康产业发展到今天，日渐的受到“互联网”企业的追捧，目前来讲，虽然医药产业，在中国发展有局限，并没有海外的大规模和高份额。但是，通过对互联网大型企业的并购，大健康企业也迎来了极具发展空间的时代，大健康产业结构得到优化改善，影响力更是突飞猛进。ST 龙力生物，也想乘上时代的列车，突破自己企业发展的瓶颈，展开对互联网企业的并购，想在同行业市场中获得竞

争优势。但是，事与愿违，该企业于 2020 年 5 月 22 日，收到深交所《关于山东龙力生物科技股份有限公司股票终止上市的公告》，宣布并购案的失败。本文就以 ST 龙力生物并购失败为研究对象，寻求 ST 龙力生物并购动因、并购前后企业的绩效变化为研究重点，找寻其并购失败的影响因素，并对其原因进行客观的分析，希望从整个案例的研究中，能总结出一些启示，可以为其他拟进行并购的企业提供借鉴。

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义

在我国，企业之间一般性的并购方式：横向并购、纵向并购，相比来说，西方发达国家，企业在并购方式的选择上更多样，但是，并购方式的局限性并没有影响到我国学者在并购研究上的成就，比如在对企业实施并购动机的研究、对并购绩效的研究等都有很丰富的经验。随着我国对外开外政策的颁布，“走出去”潮流的兴起，跨界并购逐渐出现在我国企业的并购活动中。目前，国内对有关跨界并购方面的研究较少，追其主要原因就是其出现时间不长。所以，本文以具体的企业案例为研究对象，来对企业跨界并购的各种问题做细致分析，并在研究中，将目前适合中国发展战略的大健康产业融入其中，希望能对国内跨界并购相关的研究，做出一点补充，此价值也进一步证实了本研究方向的理论意义。

(2) 现实意义

“健康”是当下提倡的主旋律，大健康产业随着“健康中国”的发展，得到了得天独厚的发展机遇。而大健康产业、互联网产业，原本完全不同的两个行业，跨过重重阻碍，响应国家提倡创新的理念，尝试并实施跨界的并购活动。一时间，互联网和大健康的融合发展，让跨界并购在此旋律下大放异彩，为企业间的并购提供了新思路、新方法，成为了企业战略转型升级的有力帮手，更丰富了我国并购方式的选择。所以，本文以跨界并购为支撑点，结合 ST 龙力生物的并购案，对其企业的并购原因、过程、绩效，还有并购后的整合等进行科学的分析研究，希望能够为类似案例的成功实施提供借鉴，并在一定程度上，可以实现本论文研究主题的现实意义。

1.2 国内外研究现状

1.2.1 跨界并购行为的研究

Varaiya (1987) 在企业并购领域, 投入了很深的研究, 也取得了突出的成绩。他通过研究大量的并购案例, 发现了并购中存在的一种规律: 在一定程度上, 溢价并购与并购的协同效应有正向的关系。一般, 如果并购企业基于并购后获得超额利润为基本并购目的时, 企业一般会接受溢价并购。但是, Slusky 与 Caves 对此结论保留了自己的看法, 他们通过对并购企业的研究, 最终发现并购是否溢价, 与并购实现后的协同效果并没有直接关系。但是, 就仅仅财务的协同效应来讲, 确实是存在着关系, 一般情况下, 呈正相关。Comment, Schwert (1995) 的研究中, 提出了一定的反收购策略可以为被并购企业获得更高的并购价款。此外, Laamanen (2007) 则是从另一个角度出发, 企业获利能力, 以此研究并购企业实施并购出于什么原因, 并得出, 企业的获利能力是企业在考虑并购行动中, 至关重要的一个原因。Bargeron (2008) 则从研究的案例企业下手, 选择上市企业 and 非上市企业为研究对象, 运用对比分析的方式, 来说明溢价并购在并购中对企业的影响。Homberg, 在并购的研究领域, 同样有着很深的造诣, 他认同溢价并购与企业实现并购后的协同效应并无一定的关系。Sokoluk (2011), 在一次研究中, 表明了自己的观点, 并购企业的补偿, 是造成并购活动中溢价的重要因素。Wan 和 Zeng (2016) 指出, 技术外溢也是并购活动中常见的一种现象, 一般出现在并购方和被并购方可能从事不一样的行业, 所以导致了两家企业的技术水平层次不齐, 两家企业的技术差异越大, 这种技术溢价的负面反映就会表现的越明显。除此之外, 影响技术溢价的还有管理者的水平, 其水平的高低会直接影响到并购价格的高低。比如, 管理者在并购活动中太过相信自我, 看待问题没有站在很客观的角度, 相信自己可以掌控全局, 这样往往会对并购过程及并购的交付价格等, 产生直观、巨大的消极影响。

朱宝宪 (2003), 在一篇著作中指出, 并购企业的业绩和在并购活动中支付价款呈现一定的关系, 一般情况下, 并购企业如果业绩不佳, 经营出现困难, 则容易在并购中接受溢价并购, 目的是希望借助被并购企业的优势, 以最快的速度给自己企业给予经营上的助力, 能够帮助企业摆脱困境, 提高业绩。李爽和于健

(2012) 从企业市场中的竞争力为切入点,以多年间我国并购案为研究对象,来分析并购过程中是否溢价,或者溢价程度,与企业竞争力的关系,研究发现,往往市场竞争力很强的企业在并购活动中,会处于绝对的有利方,进而花费较低的价格完成对目标企业的收购。袁立、邹琳玲(2011)在其著作中表示,并购过程中的溢价,与企业所处的股票市场息息相关,并在一般情况下,处于正相关。王晨(2012)第一次自己的研究结论中,分类了溢价的种类,即与资产相关的、与企业股权相关的和实现并购后,由于协同效应引起的。李彬(2015)在王晨的基础上,也将自己对溢价种类的界定做了说明,估值和控制权溢价,这是他自己根据研究做出的分类。李井林(2014)将自己并购研究中的焦点放在企业绩效方面,研究具体的并购案例,采用事件研究法,分析处于并购前后企业在绩效方面的差异及其变化,并在研究过程中发现,对并购活动中的收购方来讲,超常收益一般为正值,此值不会受到“融资约束”的影响,即使并购企业在融资方面有限制,其企业经过并购活动得到的利益也是正的。

1.2.2 跨界并购绩效研究

Ruback, Dodd(1977)在并购研究领域,已经取得了很高的成就。他们指出,对并购方和被并购方来讲,并购的意义有所不同,于并购方而言,企业能获取并购收益,要在并购结束后,经过一系列的整合工作,最终在绩效指标上能客观反映出绩效的提高,才能说明并购的成功。但是,相比来说,在并购结束时,被并购方就会即刻获得收益。在对并购的研究中,通常情况下,事件研究法是常采用的方法, Jensen, Ruback(1983),在研究中也用了此方法,最终他们的研究结果说明,于并购方而言,并不是企业在并购后的利润为正,就意味着并购是成功的,要全面有效得出并购成功的结论,还有待统筹分析。

Jarrell, Poulsen(1989)二人在一段时间内,收集了本国内1965年到1989年所有的并购案例,经过分析、对比、整理后发现,在企业的并购活动中,往往被并购方比并购方获得的超额利润多,并且多的幅度很大。

Schwert(1996)通过多案例进行研究分析,最终提出,超额收益在并购过程中,于并购方来讲,获得的比例很低,一般情况下在35%左右。Agrawal(1992)在研究对象的选取上,有别于其他学者,他将所处不同领域的企业并购案作为自

己的研究对象，来研究企业并购后的绩效是否会受到企业所处行业的影响，最后结果是，绩效和行业存在一定关系。与此同时，在并购对双方影响的研究上，很多研究者认为，企业间的并购活动，并不能真正上为企业的发展贡献力量，并购仅仅是资金在企业间的转移活动。

Elgers、Clark（1980）将并购效果作为研究的切入点，通过对实例的研究，比较并购方式和并购后的效果有没有联系，最后发现，不同并购方式带给企业的影响是不一样的。近年来，跨界并购逐渐普遍化，并且在他们的研究结论中，对并购双方来说，跨界并购往往会产生积极的效果。然而，学术研究之所以吸引人，就是因为它的不确定性，一万个案例，也许就会有一万个不一样的研究结论。Agrawal（1992）对 Elgers、Clark 的研究产生了疑问，带着疑惑，通过实例研究后，他提出来与之不一样的结论，不管是否为同一个行业，亦或两个企业处于生产的上下游，发生的跨界并购都不能带来正效应。

在我国，对并购的研究也有很长时间了。沈艺峰和洪锡熙（2001），选取了多个并购案例指出，只要是并购活动，就伴随着不确定的各种风险，所以企业为了改变自身的经营困局，或者是为了扩大市场、提高企业的竞争力，都未必能在并购后实现。陈玉罡和李善民（2002）也针对此研究方向做了相应的研究分析，由 300 多则具体实例，对比分析得出：并购双方对并购活动会产生差异化反应，并不能同时为二者创造有利的条件，相较被并购方，并购方在并购结束后，会得到更多的好处，会有更明显的改变。

对于并购绩效的研究，主要从短期、长期绩效这两个角度，采用适合的财务指标，进行企业并购前后的对比分析，国外研究现状促进了我国的研究发展。可以说，我国的现有研究基础是西方发达国家的先进研究经验和理论。冯福根、吴林江（2001）在研究中，为了分析并购企业在实现并购前后的绩效变化，引入了财务绩效分析法，发现其绩效变化有一定的趋势，通常情况下，会先保持后逐渐降低，在一些例外中，也有先上升的趋势。此项研究结论在发布之后即可获得众多研究者的认可。原红旗，于 1997 年也对并购做了很多的研究，他指出，企业在实现并购之后的管理运作和整合，对并购效果来讲是至关重要的。但是，同样的问题，冯福根、吴林江（2001）有着不一样的说明，他们通过研究发现，通常，在企业并购行为发生的当年，对企业会产生很显著的影响，具体影响会很显

著的通过各项财务指标表现出来，但是，这种表现会在并购后的一年发生变化，通常表现为效果逐渐减弱。在对并购过程中，支付方式的研究上，曾颖（2007）在其研究结论中表示，企业在支付并购价款中，如果选择了现金支付的方式，往往相较股票支付会有更大的风险，并且在绩效表现上也更逊色。钱成杰（2015）找到了研究的创新点，从企业的股权特征出发，研究其与企业的绩效关系，研究表明，这二者之间存在负相关。

1.2.3 并购失败原因研究

对于并购失败原因的分析，通常情况下需要具体案例具体分析，因为各个并购企业所处的竞争环境、并购的初衷、并购过程中所遇到的问题都不同，所以具体导致其失败的原因肯定千差万别，因此，学者们对其的研究结论存在差异性理所应当的。在国外，并购失败原因作为研究课题已经多年，Roll（1986）表示，企业的管理者在并购过程中，是否具备专业能力和领导团队的能力，对企业并购来讲是很重要的。如果管理者过分自信，对企业的评估有失公允或者没有了客观的评价，会使被并购企业价值被低估，更甚者，直接影响并购效果。

Lang, Stulz（1994）对 Roll 给出的结论不以为然，他认为，管理者自身问题并不是影响到并购结果的直接最重要原因，引起并购失败的原因，还是在于企业的决策上面。比如，管理者或者企业的领导团队，一味追求企业在多方面都取得突破，从而进行了不适合企业发展的、盲目的投资活动，进而影响到了企业的资金循环和内部运作，最后导致整个并购活动的失败。最后他对此现象的出现做了总结，企业若对多元化发展趋之若鹜，反倒不利于核心竞争力的突破，这是企业在并购失败中的主要原因。Jemison（1991）在其研究著作中，表示了自己的看法，他认为企业在并购后的整合工作，对并购活动能否取得成功，具有决定性的影响，无论并购前期的准备工作有多充分，后期的整合都是不可缺少的一个重要环节。

在我国，并购失败原因的分析，也受到了诸多学者的青睐。张永建（1999），国内著名的并购研究专家，在一次研究课题中，将海尔的一起并购案作为研究对象，通过一系列研究得出结论，并购后的整合，于并购企业来讲是不可缺少的一个环节，科学及时的整合可以为企业的并购锦上添花，但是失败的整合，同时也

是企业不能实现并购目标的导火线。陈柯（2006）在一次研究中发现了影响企业能否成功实现的并购的另一个原因：并购能力。首先对其大小会有科学的衡量标准，其中包括选择发生并购行为的时机、企业并购动机或需求和企业规模及资源，这三种标准都有其不可替代的作用。但并购时机的选择，更多取决于企业的统筹规划组织能力。张伟华（2017）指出，在并购活动中，大环境对其的研究很大，比如政策的变化，诸如此类的因素都会对并购过程造成或大或小的影响，所以，他建议企业在进行并购时，首先要判断政策，找到国家提倡发展的大方向，只要跟着政策走，就会避免走很多弯路。

1.2.4 文献评述

首先，通过对国内外文献进行归纳整理，可以将企业选择进行并购的原因分为几类：第一是为了提高企业在市场的竞争力，能够突破企业的发展瓶颈；第二是并购企业想要通过并购，获得并购方企业的优势资源、技术等；第三是想用这种方式，最大程度的激发企业中管理层的潜力和动力；第四是扩大市场规模，更有效的实现在市场中的期望份额。

其次，对企业并购后的绩效研究情况做简要的总结。事件研究法的主要运用场景在国外。然而，学者们在具体的案例研究中，针对不一样的情况，虽然运用同样的研究方法，最终的研究结果也大有不同。更何况，在研究方法不同的情况下，其结果肯定会更加多样化。在国内，用财务指标法进行绩效研究，普遍性结论是：企业并购的效果非一成不变。一般情况下，是处于变化中的，由一开始的上升趋势最后逐渐下降。

最后，在对并购失败原因的研究方面，整合国内外学者的观点，主要集中在以下几个方面：首先是并购企业中，管理者对并购行为和本企业没有客观的认识，导致做了错误的决策；其次是企业在完成并购后，掉以轻心，忽视了并购后的整合工作；再次，领导者或者并购团队，没有针对自身企业的具体情况，制定科学的并购计划；最后，政策因素，由于管理者对政策不明朗，使得企业的发展方向与国家的整体发展战略背道而驰。毋庸置疑，并购结局肯定是以失败落下帷幕。本文研究对象是 ST 龙力生物的跨界并购活动，分析其并购后的绩效、及影响绩效的因素、并对失败原因进行深入分析，最后得出结论，希望为案例企业提供建

议，并为其他拟进行跨界并购的企业一些借鉴。

1.3 研究内容与方法

1.3.1 研究内容

导致并购失败的原因，是本论文研究的主要切入点，ST 龙力生物的跨界并购案例是本文的研究对象，特殊的是，此案例为一起失败的并购案，并且以大健康产业为研究背景。在具体的研究中，先阐述了本文的理论基础和涉及到的重点概念；然后，梳理总结近年来中外在此方向上的研究现状，为之后论文的开展提供指导；其次通过对案例企业并购前后续效的分析，客观的找出可能导致其结果的原因，并对此原因的出现做重点分析，希望为其他拟进行跨界并购的企业提供启示。

将研究内容展开，由以下几部分构成：

第一章为绪论。简要的介绍论文的研究背景和意义、研究的内容及思路、并整理此方向的研究现状。

第二章为相关概念及理论基础。对概念进行详细解释，对论文依据的相关理论做简要的阐述。

第三章为案例介绍。在描述相关行业背景的基础上，重点介绍案例企业的背景和并购动因，并对案例企业 ST 龙力生物进行并购的全过程做出概述，在此基础上，明确最终的并购效果。

第四章为案例分析。包括 ST 龙力生物并购绩效研究。在对案例企业绩效的分析中，运用了财务指标法，事件分析法，最终证实 ST 龙力生物跨界并购失败的结果。

第五章为案例企业并购失败的原因分析。具体分析过程是根据并购过程来分阶段进行，找出企业在并购的不同阶段所面临的不同问题，究竟是什么具体原因导致了 ST 龙力生物并购失败的结局。

第六章为对策及建议。针对上一章的并购失败原因，给出适合本企业的科学建议及对策。

第七章为结论与不足。在对整体研究过程做出总结的基础上，合理的、客观

的提出不足。

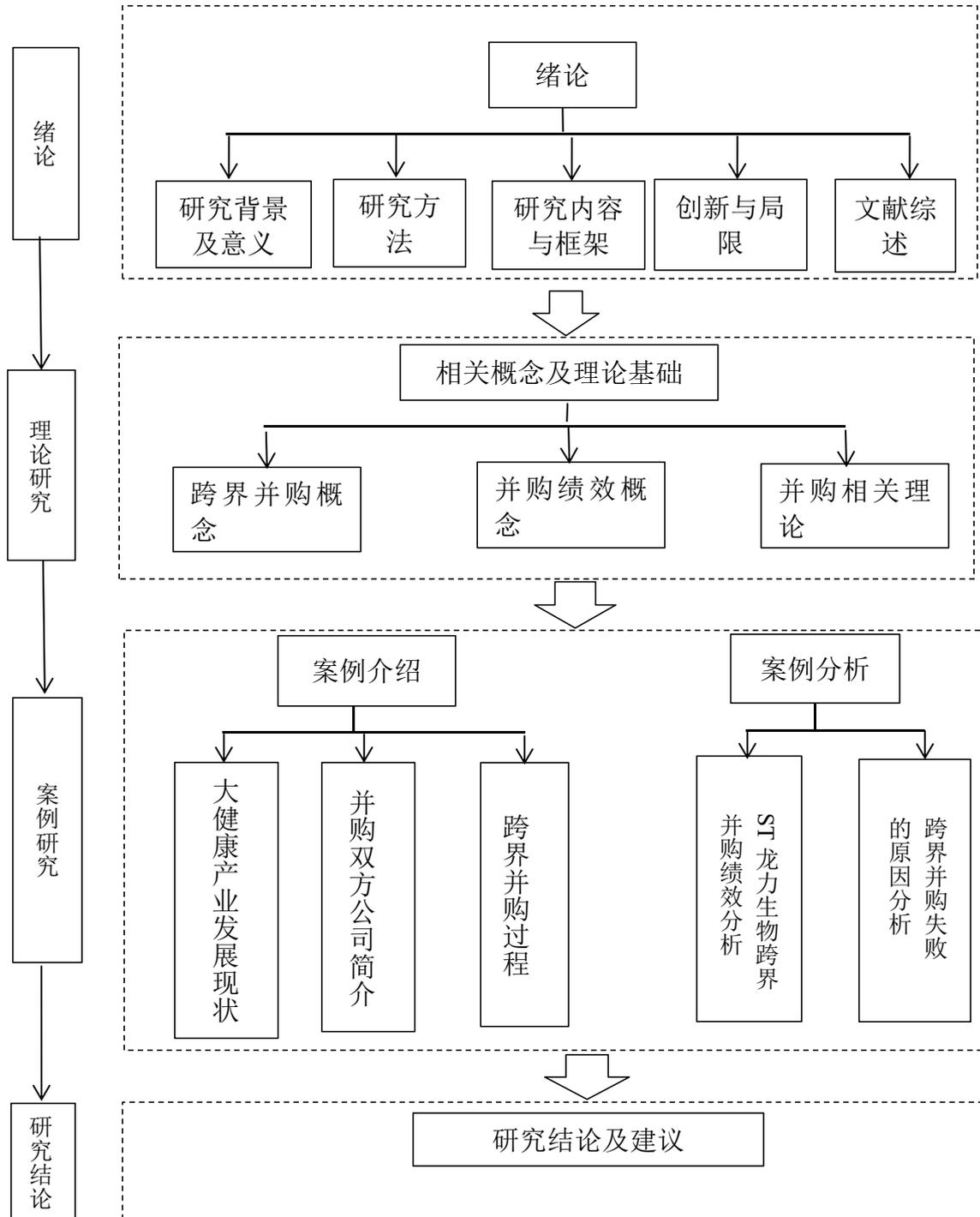


图 1.1 研究框架图

1.3.2 研究方法

本文为了能科学、客观的分析 ST 龙力生物对兆荣联合、快云科技的跨界并购过程、能准确评价并购的绩效、能找到导致案例并购失败的原因，在整个研究过程中运用了众多的研究方法。其中，最主要的研究方法有：定量与定性研究法、文献综述法、案例分析法。

(1)文献综述法：在确定研究大方向后，首先要做的就是查阅大量的文献资料，掌握国内外在此方向的研究现状和研究的焦点及角度，在此基础上，找到自己论文的研究切入点。此外，在学校图书馆借阅专业书籍。

(2)案例研究法：此方法是本论文研究方法的核心，本文研究的对象即具体的跨界并购案，将 ST 龙力生物并购兆荣联合、快云科技作为研究对象，分析其并购后的绩效情况，来确定哪些因素导致并购后绩效的下降。

(3)定量与定性研究法：为了让整个研究过程更严谨、科学、客观，本论文在对案例企业绩效的研究过程中，采用了定性和定量结合的方法。定性方面，研究角度是企业并购的作用机理；定量方面，采用了财务指标法对并购前后的财务数据进行整理分析，最后得出具有说服力的研究结论。

2 相关概念及理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 跨界并购的概念

跨界，顾名思义，从某一属性进入另一种属性。跨界并购是并购方跨过了界限去实现并购目标的整合行为。具体是指，并购企业和被并购企业不属于同一竞争市场，两家企业的产品不同类也不同质，最终却完成了并购，实现了两家企业的关联。跨界并购，从本质讲，是一种企业追求多元化发展的途径。企业为减少经营风险，在实现多元化战略的过程中，跨界并购是常采用的一种途径，另一种途径就是不通过并购，而是从企业的自身经营出发。两种途径一对比，跨界并购的优势很明显，其不仅能有效的帮助并购企业提高竞争力，还能将两家企业的资源优势互补，向着更利于企业发展的方向发展，能在很大程度上提高企业发展的速度。

2.1.2 并购绩效的概念

通过对并购绩效的分析，能客观的总结并购结果的好坏。在研究并购案例的过程中，会搜集企业实施并购前的财务数据，和实施行为后的数据进行对照，考察并购对企业绩效的影响，进而判断企业在完成并购后，是不是实现了并购前的目标、并购企业和被并购企业之间资源是否得到优化配置、企业并购后的财务协同效应是否达到了等。此外，对并购绩效的考察，不单能从短期绩效、长期绩效来分开看，还能用定量和定性结合的研究方法，多维度得出研究结论。

2.2 并购相关理论基础

2.2.1 跨界并购动因理论

(1) 协同效应理论

协同效应，包含的范围很广，比如生产规模方面、财务方面和管理方面等。

企业的生产协同效应在企业经营中很重要，占据着不可替代的位置。在企业经营和生产中，所投入的固定成本不变，但是由于企业的并购活动扩大了企业的规模，随着产品生产数量的增加，产品成本肯定会随之增加。但是，成功的并购，会在最大程度上提升企业的生产协同效应，使产品数量与单个产品成本成反向增长关系。因此，企业此时就可以将产品的单价下调，在保证同样质量的情况下，价格比同类产品更低，企业自然会在市场竞争中占据优势。实现财务协同效应，是企业完成并购后，财务整合的终极目标，可想而知其重要性，有两个方面能够准确的说明财务协同效对企业的积极影响。一方面，并购后两家企业若能发挥财务上的协同效应，通过合法、科学的财务处理，制定适合并购后企业的避税策略。另一方面，企业融资能力得到提升。企业并购后的管理协同效应，具体体现在，在企业完成并购后，可以将重复的岗位撤销，节省人员和资源的浪费，实现对并购后企业资源的整合，最终实现管理成本的降低。

（2）多元化经营理论

市场严峻的竞争是制约企业壮大的“绊脚石”。因此，在众多学者的研究中，会发现企业的多元化战略可以增强企业在市场的竞争力。但是，企业的多元化发展战略需要科学的计划和实施，这样才能保证企业在发展道路上少遇障碍。当然，任何物质的存在都会伴随着争议，在企业发展多元化的问题上，也有学者认为此举动并不能为企业创造更好的竞争条件，相反这会成为企业前进道路中的阻碍。主张此说法的学者强调，企业应该将自己的主业、强项作为重点培养、发展的对象，应该集中精力发展企业的核心竞争力，而不是没有重点的强调多元化发展，这样最后所有业务都是平平常常，很难在市场竞争中站稳脚跟。在他们看来，企业随波逐流地进入多元化“浪潮”，会难以确定自身企业的优势，并且在具体的经营中，做不到合理的分配资源。此外，在多元化发展中，企业原先的管理模式和生产方式可能会受到冲击，这会对企业的整体发展产生很大的不利影响。

（3）委托代理理论

委托代理，是股东与管理层之间的一种关系。而此关系在公司经营中，会遇到诸多的矛盾。在一般企业中，为激发管理者工作热情，股东会给与管理者一些股份。在企业的日常经营中，股东将公司的经营权授予管理者，所以管理者拥有一定的决策权，对股东来说，股票的所有权归其所有。如果在公司经营中，管理

者和股东的目的不一致，那么双方追求的利益就会有不同，这种情况最不利良好委托代理关系的建立。每个人都是趋利的，这毋庸置疑。企业股东的终极目标就是通过提升企业的经营利益，使自己获得最大的回报，但是对于管理者而言，他们追求的是自身的收入，但是管理者自身的收入并不完全和公司的价值和经营业绩挂钩。所以，为了解决管理者利益和公司利益的不一致，导致的管理者对公司管理的懈怠，股东运用了很多的激励方式，比如给予管理股权等，鼓励管理者能尽心尽力的为企业的发展服务，能保证管理者不会为了自己的私人利益而损害公司的集团利益。但是，并不是所有的激励方式都会奏效，如果股东对管理者之间产生了嫌隙，不能很好的执行委托代理中的义务，长期下来，企业就会走下坡路。此时，并购可以成为企业解决此问题的一种方法。

（4）市场效应

市场效应，即企业在完成并购后，其并购行为对市场产生的积极影响。在现有学术理论中，将其分为以下两类：

a. 市场份额效应。此效应其实是企业选择进行并购的一个重要原因，企业在发展中遇到了困难，或者是企业想要扩大经营规模，增加市场份额，但是又不想花费资源和时间去成立一个新的企业，并购就理所应当成为企业扩张的第一选择。原因是，并购能减少创立新企业的时间，可以将被并购企业好的资源和经验直接融合到并购企业，这是扩大企业经营的最有效的方式，通过并购，企业可以在短时间内提高在市场中的竞争力，将自身优势和被并购企业的优势结合，强强联合，向着最初并购目标发展。

b. 市场价值效应。在理想条件下，股票市场是有效的，那么投资者可以依据股票市场来对企业价值进行相对科学的判断。但是，在现实中，由于股票市场并非一定是有效的，这就导致了投资者判断依据受到影响，从而低估或者高估企业的价值。此外，企业的日常管理如果采用委托代理，很容易使管理者和股东之间出现矛盾，源于股东和管理者的利益追求大相径庭。为了解决委托代理关系中的麻烦，同时也为了能降低企业管理的费用，并购成了企业普遍进行扩张的途径。

2.2.2 跨界并购绩效评价方法

(1) 市场绩效评价法

市场绩效法，是对企业在实行并购前后的绩效做对比，总结其变化来反映企业的并购对市场带来的影响，也称为事件研究法。运用此方法，先要确定研究的对象，将研究对象的并购日确定为事件日，除了事件日还有事件期，可以选择并购发生前后几天为事件期。在事件期前是估计期，企业根据市场中的股票价格能估计出并购后的收益。再将实际的收益与估计出的收益做差，其值就可以用来判断企业并购对市场的影响。当其值大于零时，表明这一次并购行为对市场影响是正向的，但是如果此值为负，则说明市场会受到此并购行为的负面影响。

(2) 财务绩效研究法

企业完成并购后，通过财务数据能够直观分析并购绩效，此方法叫财务绩效法。此方法是研究并购后企业绩效变化的最常用的方法，在具体的使用过程中，可以选取单个财务指标，也可以选取多指标。通常情况下，企业为了使研究结果更有说服力，会利用多指标来判断企业绩效。企业运用单个指标来衡量企业并购绩效时，常被选取的指标是净资产收益率，此值的大小和企业绩效的好坏呈正相关。

2.2.3 并购失败的因素

(1) 没有选择合适的并购战略

并购，是企业在扩张经营范围时的一种途径，但并非一蹴而就。整个并购过程需要注意各种问题。并购，并不是任何企业都可以盲目跟风的，好的并购能够为企业的发展插上翅膀，但是，并购失败会对企业本就经营不善的情况下雪上加霜。所以，想要进行并购的企业一定要做好准备，一切行动都以企业的核心战略为基准，不能盲目为了并购而并购，要将企业整体的发展方向掌握好，不过度自信，盲目扩张，一切要以企业的实际发展情况为准。

首先，企业在计划并购前，要客观分析本企业的经营现状，清楚的把握企业应该重点发展的方向，之后，根据企业的发展方向做出并购的具体执行方案，同时初步确定企业在并购完成时应该执行的具体战略。比如，企业做出扩大企业经

营规模的决定,要明确其目的是什么,是为了扩展新业务来增强企业的市场竞争力还是为了防止企业的业务出现断层,威胁到企业发展等。企业针对自身的这个并购目标应该选择目标聚集战略。在对目标企业的选择上,优先考虑同行业内在此方面有突出成绩的企业。并购完成后,进行业务精细化处理,将产品按照不同客户做细分。此外,并购的目标企业,也要经过慎重的选择才可最终确定。在对目标企业的选择上要注意以下几点,第一标的企业要具备足够大的发展潜力,并且其潜力与并购企业的整体发展战略是同方向的,能够契合并购企业的发展,否则再具有潜力的标的企业都不能对并购企业的发展提供助力,更甚至,会反而阻碍到并购企业的发展。因此,对并购活动的管理者来讲,具有很大的挑战性,要求管理者不仅能够有敏锐的洞察力,要在并购前进行细致的市场调研,还要具备过硬的领导能力,带领并购小组认真的准备每一个并购环节。

(2) 错误评估目标企业的价值

并购双方谈判交易价格,是并购完成时,最后环节的重要工作。谈判,是为了并购活动最终取得双方的认可,两家企业都可以主动的接受,这也有利于并购后的整合工作能顺利开展。那么,谈判交易价格时所依据的标准是什么?是被并购企业的价值,那么对标的企业价值的判断,自然而然的成了并购工作中重要的一个部分。在评估目标企业的价值时,主要考虑两方面的信息:一是被并购企业的财务数据等是否真实有效,其企业披露的信息是否具备可信度;二是并购企业应该用什么方法,如何来准确的估计目标企业的价值。这两方面的问题,任何一方出现纰漏,都会直接的影响到企业对目标企业价值的判断,最终对企业的并购造成严重的影响。

a. 信息上不对称。这是两家企业肯定会遇到的问题,并购方式通过查阅目标企业的财报来对企业信息做总结,最后判断其价值,过程中始终是以有效的财务信息为标准。但是,对于目标企业来说,很有可能会私下调整财务报表,为了公司利益,瞒报甚至谎报财务信息,最终产生的结果就是双方信息的不对称。此环节对并购企业是至关重要的,因为对目标企业价值的错误判断,会直接影响到并购的交易价格,很容易让并购企业产生额外的购买费用,这会直接影响到并购企业的资产流动情况,对其财务状况带来消极的影响。

b. 并购企业对目标企业价值评估方法的选择。很显然,价值评估方法不一样,

价值评估结果也会有所区别。所以，对于评估方法的选择，对企业来说是具有一定风险性的。现在，企业并购中常用的价值评估方法，各有特点也各有劣势。其中，现金流量折现法，依据的标准是贴现率，以此来计算企业的现值，通过此种方法能预测到目标企业在未来的现金流量，进而可以完成定价。此方法是在一定的假设条件下才能运用的，比如对未来市场的假设、对未来经济情况和利率等的假设，它体现的是企业在未来，在一定条件下的价值创造能力。此方法的缺点就在于，它的运用是基于某种假设，因此也埋藏下了不确定性，用此方法确定的企业价值，往往是不太准确的。账面价值法，一般情况下能够真实反映企业价值，运用此方法计算的结果真实性比前一种方法高，但是其也依赖于目标企业财务报表的客观性，此方法的缺点是不能体现目标企业的价值。相对价值评估法，其原理是挑选和目标企业相似的企业，通过对类似企业价值的评估最终确定目标企业的价值。此种方法的缺点是，对于类似企业的选择是不容易的，因为每一个公司都有与众不同的地方，即使两家企业经营的产品同质，也不能确定二者可比性高。

（3）不合理的融资和支付方式.

企业在进行并购的时候，不一样的支付方式、融资方式，就会对企业产生差异化影响，当然，企业也会因此承担不一样的风险。在融资方面，企业为了后期有能力支付并购价款，会通过多渠道进行融资，此举会导致企业的负债比例增大，改变企业的资产负债率，而负债率越高，对企业的经营来讲越不利，并且会使企业的财务风险上升。目前，常被运用的融资方式，主要有内外部融资和短长期资金。企业在并购中，如果自始至终都用企业自己的资金，会影响到企业的资金日常运作，但是能够降低债务风险，并能在一定程度上，使并购成本控制在最低水平。企业如果通过外部融资来负担并购价款，比如采用发行股票的方式，虽然此种方式带来的财务风险相对较小，但是很容易影响到企业内部的股权结构，并且并购成本比使用自有资金高。如果企业通过信贷进行融资，虽然其过程较发行股票简单、时间短，但是企业如果后期在资金方面出现问题，没有足够的能力承担因为信贷带来的利息，不可推卸的财务负担将严重破坏企业的可持续发展。

a. 融资能力。企业在拟进行并购活动之前，对自身融资能力的评估和计算是必备的一步，融资能力的大小，一定程度上，直接关乎着企业能否成功并购目标企业。通常情况下，分为内部和外部融资。前者，是企业长期以来积累的能力，

此能力的大小，与企业规模、市场竞争力和资产负债情况等息息相关。一般上，通过内部进行融资，会给企业带来一定的资金短缺风险，但是相对来讲，财务风险可控性较高。后者，涉及到企业、外部复杂的市场环境等。与内部融资相比，外部融资的方法实施更困难。但是，当企业的并购发生在市场积极健康的情况下，且企业自身具有较强的获利能力和成长能力，则外部融资在此时更适用。

b. 融资结构。选择符合企业的融资结构，可以在企业并购中，有效的降低企业因为融资承担的风险。企业为了满足在并购过程中对资金的需求，利用不同方式进行融资，最终筹集到的资金，按来源不同算所占资金总额的比重，所有比重汇合一起即为融资结构。债务结构、股权结构等都属于融资结构中的一种。在企业经营困难之际，其获利能力肯定较低，此时，如果企业选择通过并购来改变企业的困境。那么此时，企业需要选择何种融资结构呢？如果选择了，以债务为基础的，可想而知，企业在本就经营困难的时期，又要承担额外的债务负担，那么随之而来的将是企业财务风险的逐渐升高。如果企业选择了，以股权为主的，会直接影响到企业股东的控制权，导致企业领导的核心地位受到威胁。通过对国内外文献的阅读总结，会发现，目前企业在并购时，最常见的融资方式主要是混合融资，多种融资方式的结合会降低风险，但同时也加大了企业并购后进行整合的工作量。

（4）整合阶段存在的风险

有众多学者的研究表明，并购后整合工作的不科学、不及时等，是导致企业并购失败原因中的重要因素。企业完成并购后，才是万里长征的开始，并购后的整合会遇到很多的问题，因为并购企业和被并购企业在很多方面都有差异，并且二者之间的关系很微妙，若是不能及时的处理好并购后的工作，很容易导致整个并购工作的失败。结合不同案例所遇到的相同整合问题，具体的整合风险如下：

a. 经营协同风险。由于企业文化、经营理念等的差异，企业在实现并购后，整合过程中，首先要统一的就是两家企业的总体战略，只有统一好前进的方向，才能顺利的开展之后的整合工作。如果双方发展战略不一致，会直接对并购后企业的经营造成消极的影响，最终消极影响会体现在并购后的绩效中，会出现 $1 + 1 < 2$ ，企业未能达到预期的并购效果。

b. 企业财务风险。企业在完成并购后，最直接、最显著的影响是对企业财务

的影响。对并购企业来讲，并购活动改变了企业的资产负债率，加大了企业的债务负担，同时也改变了企业原来的资金结构。而对被并购企业来讲，并购活动使企业丧失了财务上的主动权，改变了企业的财务管理体系。所以，并购后的财务整合工作显得尤为重要，科学的财务整合，可以将两家企业的资产和负债进行整合，在两家资源优势互补的情况下，能提升企业竞争力。但是，相反，如果并购后，忽视了财务整合的作用，低估了其对并购效果的决定性，企业很有可能让并购工作以失败结尾。

c. 文化整合风险。文化，是每个企业不可被替代和复制的软实力，企业在并购后，进行文化整合能为接下来的工作提供很大帮助。其实，相比其他方面的整合，对企业间文化的整合是最不容易实现的，因为企业文化是企业经过长期的锻炼和奋斗，扎根于每个人心里面的信念。如果负责整合工作的管理者，不能跨越阻力，将企业文化整合成功，会对并购工作造成很坏的影响，这对并购后企业的发展是很不利的。

3ST 龙力生物跨界并购案例介绍

3.1 并购双方简介

3.1.1 主并购方—ST 龙力生物科技有限公司

ST 龙力生物，全称 ST 龙力生物科技股份有限公司，在深圳于 2011 年上市，主要生产配料。企业的经营理念是健康、绿色，生产配料的原材料是天然的。企业在产品生产的同时注重研发，长期以来都致力于生产健康绿色的产品。ST 龙力生物在淀粉糖的生产中，以纯天然的玉米为原料，一直践行着企业健康发展的理念。近年来，为了能扩大企业规模，增加企业的盈利渠道，企业逐渐向多元化发展，在企业的发展规划中新加了互联网、乙醇等新兴企业，进一步扩大了企业的经营范围。随着“健康中国”政策的颁布，ST 龙力生物想乘着健康发展的东风扬帆起航，因此，并购成了该企业计划中的工作。通过长期多方面的调研和考察，发现了厦门快云和兆荣联合，从各方面来讲，都符合企业对目标企业的要求。

3.1.2 并购对象—厦门快云

厦门快云，成立于 2013 年 10 月，是一家互联网企业，目前在国内同行业占据着领先的地位。拥有的用户数量多，超过 5000 万户的日覆盖量。企业常年来专注于广告的投放、代理，企业的正常经营在一定程度上，依赖于自媒体，比如快云等。

3.1.3 并购对象—兆荣联合

兆荣联合是一家高科技的互联网企业，公司常年以“创新、开放”为经营理念一以贯之。从开创初期，就以开发和运营互联网为发展方向，企业的核心渠道是移动运营商。到目前为止，兆荣联合已经在互联网行业取得了很好的成绩。中国的三大营运商都与兆荣联合有工作上的合作，甚至对移动来讲，他属于 A 类的合作对象。此外，在互联网游戏领域，兆荣联合也有突出的成绩，其游戏种类繁多，覆盖率高并且发展空间大。

3.2 行业背景

3.2.1 大健康产业现状

大健康产业，是现在及未来的一种新型产业，“健康中国”于 2016 年由中央制定并发布，其再次出现是在十九大上，现在，健康发展已经成为我国乃至世界的发展准则。其实，大健康产业的说法由来已久，在我国健康产业的发展已经成为了我国的整体战略，其重要性不言而喻。医疗产业、保健品产业等 5 大产业共同构成了大健康产业。其中，以医疗产业为主，其在大健康产业中占比最高，其值高达 50% 以上，其中占比最小的是健康服务产业，比例不到 3%。根据最新数据显示，2020 年的健康产业所拥有 8 万亿元的产值，其数额之高也进一步说明了，大健康产业的发展潜力，也从侧面说明了国家给与该领域发展的支持，有专家研究显示，在 2030 年该数值将翻一番。除了在产值数值上的剧增，到 2030 年，大健康产业的经营规模也将得到显著的扩大，在国家政策的支持下，其发展势必逐渐趋于完整，最终升级为中国经济发展中的核心产业。

3.2.2 互联网产业现状

近年来互联网产业的发展异军突起。目前，在此领域的发展，我国已经逐渐拥有了话语权，在“互联网+”时代有了发展的坚实基础。但是，在互联网产业的发展中也存在着一些问题，比如受到传统企业的阻碍，因为传统企业内部，往往存在着思想落后、对新事物接受慢的问题，所以这种问题间接的对新事物的发展形成了阻碍。现在，在互联网产业的发展中，主要存在的问题是，传统企业和互联网企业相互不理解、专业人才短缺等。

3.3 并购动因分析

3.3.1 实现企业的规模经济

ST 龙力生物，一直以来是将发展大健康产业作为企业的目标，但是任何事物的发展都会遭受瓶颈，在 2015 年，大健康行业的发展出现了下行趋势，希望

找的新办法力挽狂澜。互联网，成了 ST 龙力生物扭转局面的救命稻草。但是，互联网对 ST 龙力生物来讲，是完全陌生的行业，所以企业选择了并购的方式来实现这个想法。快云科技和兆荣联合在各个方面适合 ST 龙力生物的并购，2016 年，实现了对这两家企业的收购，借助被并购企业的力量，成功的进入了互联网行业。“大健康+互联网”，这个很有创意的策略，最终通过跨界并购的方式拉开了序幕。ST 龙力生物的此次并购，首先想有效的实现对成本的管控，并且通过互联网能够更好的掌握到企业需要的信息，为自己企业的产品推广和销售做基础，掌握被并购两家企业的运作平台，在最大程度上，降低企业的单位产品成本。另外，可以利用互联网，减少企业在交易环节的成本，最终能实现企业利益的提升，将企业并购后的规模效应发挥到最大。

3.3.2 扩大企业经营范围

目前，“互联网+”已经成为一种企业争相加入的潮流，它是将互联网与其他领域融合发展，让其他领域在互联网的助力下，以一种全新的姿态重新出发。在企业融合过程中，提高企业经营效率与寻找新的利润增长点双管齐下，找到可以创新的新方法。“互联网+”与其他行业的结合发展，在科技进步飞速的背景下，具有很强的潜力，在未来的市场中，会具有很强的竞争力。ST 龙力生物，也想要把握发展的机遇，跟随“互联网+”的发展，在大健康产业的基础上，逐渐创新企业的新兴发展道路，能够扭转企业经营不善的现状，主动积极的适应新事物、新业态，将被动逐渐变为主动。此外，“互联网+”已经在中国企业的发展中，有了很多的实践经验可以去借鉴，也就是说，跨界并购在我国企业中运用，是具备一定基础的。

3.3.3 发挥协同效应

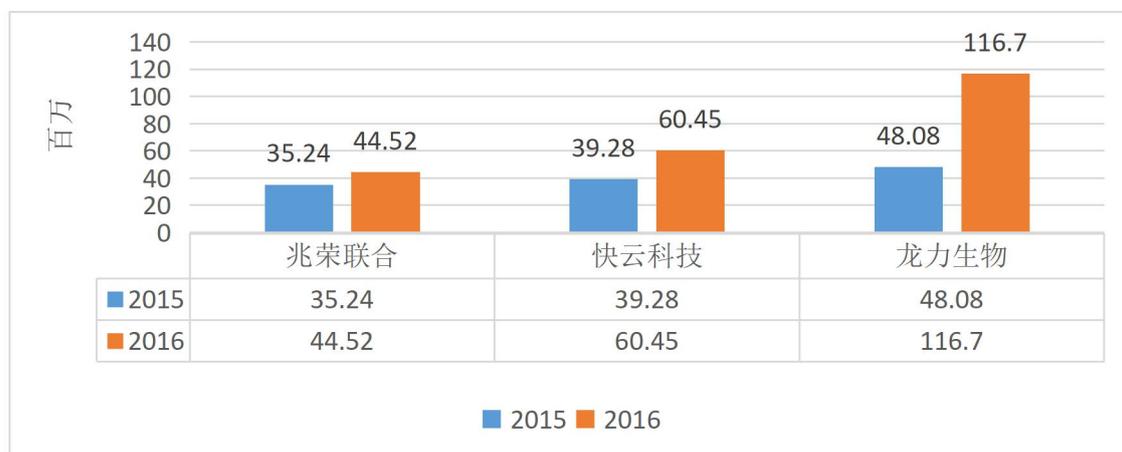
从财务绩效来看，ST 龙力生物从 2011 年开始，连续 5 年都没有实现盈利，这使企业的管理者开始为企业的未来担忧，为了能打破这种局面，企业必须寻求突破。跨界并购，成了 ST 龙力生物此时一种很好的选择，经过一系列的调研，最终选择在 2015 年实施并购行为，完成对兆荣联合、快云科技的并购。在并购完成的当年，企业的利润即刻从负转变为正，并且上升幅度很大，可以说，这次

的跨界并购至少在短期效应来讲，提升了企业的盈利能力。



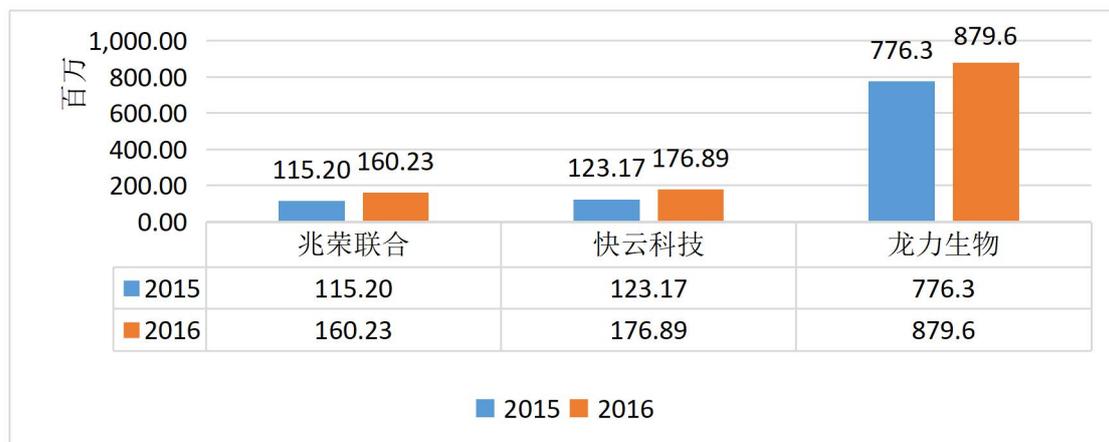
数据来源：企业年报

图 3.1 ST 龙力生物并购前净利润及利润总额



数据来源：企业年报

图 3.2 ST 龙力生物与兆荣联合、快云科技净利润对比



数据来源：东方财富网

图 3.3 ST 龙力生物与兆荣联合、快云科技营业收入对比

由图 3.3 可以看出, ST 龙力生物在并购前, 企业的应收接近被并购企业的 6 倍, 但是, 并购方与被并购方的净利润之比接近 3:4, 在实现并购后, 即 2016 年, ST 龙力生物的盈利能力得到了显著的提升。可以肯定的是, 这短期利润的提升, 是由于并购后, 两家被并购企业为并购企业做出了贡献, 创造了利润的增长点, 所以, 仅仅从短期来看, 此次并购对 ST 龙力生物来讲, 是具有积极影响的。

3.4 并购过程

(1) 交易方案

2016 年, 大健康产业发展出现新的转机, 因为在此刻, 国家政策中将其确定为中国发展的大方向, 在国家战略中得到体现。ST 龙力生物紧随着国家发展的步伐, 践行着国家政策的指导, 在当年, 将“大健康”“互联网”确定为企业发展的重点方向。为了企业的整体战略得到有效的执行, ST 龙力生物设计了并购的方案, 期望通过并购能实现企业的战略目标。此时, 厦门快云和北京兆荣联合共同成为了 ST 龙力生物的并购目标, 通过深入调研和查实, 最终在 2015 年的 11 月, 选择股份和现金结合支付方式, 以 100% 股权持有, 并购两家互联网企业。最终在 2016 年的 1 月, 以 101500 万元, 完成了对其两家企业的并购。

表 3.1 被并购方主要信息

被并购方	工商变更登记完成日	支付方式	支付对价	公司定位
快云科技	2016 年 5 月 12 日	现金+股份	58000 万元	基于自营的快运 DMP 大数据分析管理平台
兆荣联合	2016 年 5 月 11 日	现金+股份	43500 万元	以移动运营商为核心渠道, 专注于数字发行的高科技企业

数据来源: 企业官网

表 3.2 具体交易信息

	被合并方	标的资产	交易价格（万元）	发行股份数量（股）	现金对价（万元）	交易对方
1	快云科技	60%股权	34800	17709923	13920	黄小榕
	快云科技	40%股权	23200	11806615	9280	杨锋
2	兆荣联合	50%股权	21750	9223918	10875	张冬
	兆荣联合	50%股权	21750	9223918	10875	盛勇

数据来源：企业官网

（2）业绩承诺

在 2016 年 4 月，ST 龙力生物完成了并购，向着大健康与互联网融合发展的方向，迈出坚定的一步。为了在以后的发展中，双方能顺利的处理一切事宜，在工商变更登记完成后，ST 龙力生物与被并购的两家企业签订了对赌协议，业绩承诺如下：

表 3.3 被并购方业绩承诺

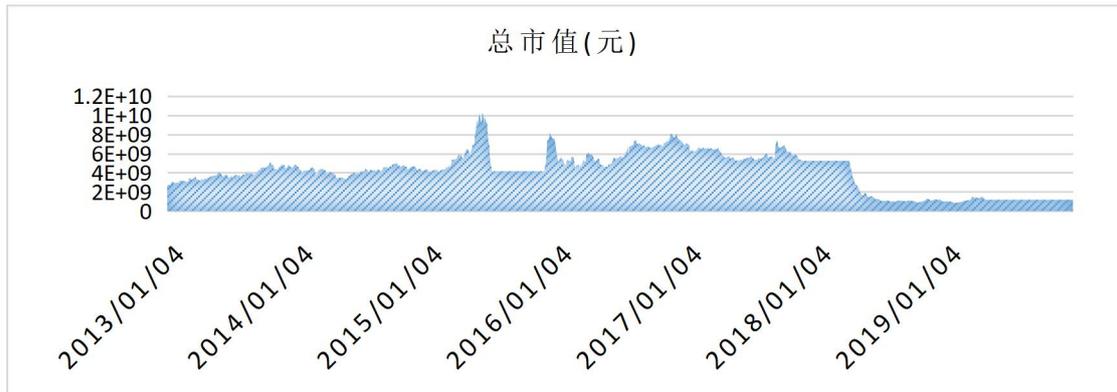
标的公司	单位：万元		
	2015 年	2016 年	2017 年
快云科技	4000	5200	6760
兆荣联合	3000	3900	4680

资料来源：企业官网

3.5 并购结果

在 ST 龙力生物并购这两家互联网企业之前，主要是经营大健康产品，主要的营业种类和范围与被并购的两家企业完全不同，所以，此次并购案例属于企业间的跨界并购。所以，从并购开始就意味着风险的存在，并购企业在互联网市场没有很强的敏感性，更对互联网产品没有深入的了解，所以在并购的价款商议阶段，对于被并购企业的估值会存在很大的不确定。由图 3.4 可看到，ST 龙力生物在公布了并购计划后，企业的市场效应良好，没有受到并购活动的负面影响。观察 ST 龙力生物 2016 年到 2019 年的股价变化情况，可发现，其走向是先上升后出现下降，一直到 2019 年为止，其下降趋势也没有扭转。可以说，在并购前期，对市场的影响是正向的，但是在 2018 年其趋势出现了下跌，并且连续了三

年下降的趋势，最终，ST 龙力生物不堪重负，以被退市宣布了并购活动的失败。



数据来源：东方财富网

图 3.4 ST 龙力生物并购前后股价变化

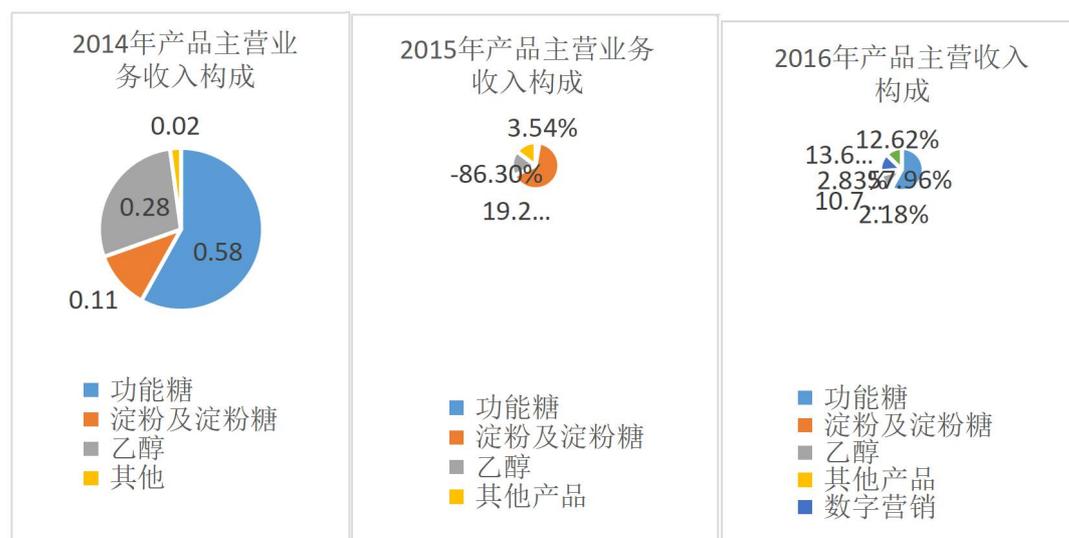
4ST 龙力生物跨界并购绩效分析

判断企业并购成功与否,分析并购企业的绩效变化,是最有效的方式和途径。本文为了对企业并购前后的绩效做对比分析,选取了 ST 龙力生物并购前、并购当年、并购后,能体现企业财务指标的数据。在具体分析过程中,运用了财务指标分析法,选取相关指标,比如企业的盈利能力等,运用定量分析法,分析企业的并购活动给企业带来的影响。此外,结合定性研究法,从企业并购对市场带来的影响出发,分析企业并购的效果。

4.1 市场绩效

4.1.1 基于拓展产业规模动因的并购效果分析

ST 龙力生物,本来的主营业务是配料的生产,企业为了能快速的拓宽企业的经营范围,选择了跨界并购互联网企业,希望能乘着“互联网+”发展的这股旋风,扶摇直上。所以,当企业顺利实现并购后,依靠着两家被并购企业的资源和优势,在第一时间内,将数字业务加入到企业发展的蓝图中,图 4.1 是对其 2014-2016 年,企业相关业务情况做一个整理及分析。



数据来源:企业年报

图 4.1 ST 龙力生物主营业务变化情况

观察图 4.1 可发现，ST 龙力生物，在实施并购活动之前，即 2014 年，功能糖的生产在企业的业务生产中占据有很高的比例，其值超过了所有业务的一半以上。在 2015 年，也就是企业实施并购活动的当年，企业主营产品所占的比例发生了变化，淀粉及淀粉糖的生产又成了企业生产中占比最高的产品。等到并购活动完成后的 2016 年，企业的主营产品的构成发生了显著的变化，企业新加了业务板块，数字营销和数字发行，其占比几乎超过了企业全部产品的一半以上，而且，在之前，占据企业一半生产量的功能糖，其生产量发生了很大的下降，其值从 50% 以上，直线下降到了 3.54%。总体而言，ST 龙力生物主营业务的构成，在此次并购的影响下改变颇深，“大健康+互联网”有逐渐发展为企业战略目标的潜力。

表 4.1 ST 龙力生物并购前后主营业务经营分析

项目	并购前一年	并购当年	并购后一年
主营业务收入（万元）	75,707	77,630	87,957
主营业务成本（万元）	71,874	73,864	76,997
毛利率（%）	29.59	26.73	37.21
主营收入增长率（%）	-16.18	2.54	13.3
主营成本增长率（%）	-12.96	2.77	4.24
毛利率增长率（%）	11.58	-9.7	39.2

数据来源：东方财富网

由表 4.1 能发现，案例企业 ST 龙力生物在并购前一年，其主营业务的收入是负值，但是，从 2015 年的并购当年开始，其值出现了增长，并且实现了扭亏为盈，主营业务增长的趋势一直延续到了 2016 年。出现此现象的主要原因可能是，企业在实施了跨界并购后，利用被并购企业在互联网行业发展的经验及企业多年来的品牌效应等，将电子业务的经营拓展到了企业的业务发展中，从而为企业的收入带来了增长点，提高了主营业务的收入值，这也可以初步说明，企业的跨界并购是取得了初步积极效果的。但是，从毛利率角度来看，在并购当年，企业的毛利率发生了下降，但是其下降的趋势，在 2016 年，并购的后一年发生了上升，并且其值大于并购前一年的数值。从主营业务成本来看，企业实施并购后，其值一直处于上升的趋势，这也能很好的理解，因为企业扩张了业务，又新增加

了数字业务方面的发展，这必然会增加企业的生产成本。

4.1.2 基于获取市场认可动因的并购效果分析

为了能科学的分析出，ST 龙力生物在跨界并购后，在市场中企业价值的变化情况，将运用事件研究法来具体分析其并购后，为企业带来的市场绩效。此方法实施的原理是，企业的并购案，被看做是一个事件的发生，并且要确定事件日，一般情况下，并购完成当日，其事件期看做是 0，以 0 为中心，前后各选择 10 天，共 21 天看做是一个期间，计算此期间内的日超额收益率，并计算 21 天的累积值。其方法的原则是，通过计算累积超额收益率，来分析企业的并购活动在市场中的反映。

$R_t = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$ ，用此公式来计算企业的日收益率，超额收益率的计算公式为， $AR_t = R_t - R_{m,t}$ ，其中目标企业，ST 龙力生物 t 日股票价格，可以用 P_t 表示。

ST 龙力生物在完成对两家互联网企业的并购后，于 2015 年 11 月 24 日，对外发布了公告。所以，在运用事件研究法时，对事件日的确定为当日。在对事件日的确定要注意一点，并不是案例并购当日，而应该确定为企业对外公布的时间。并将事件日前后各 10 天确定为交易日，此外，估计期的确定，选择时间窗口期前 200 天，预期收益率=0.9926X-0.0032，由此计算出累计超额收益率。

表 4.2 ST 龙力生物累计超额收益率计算表

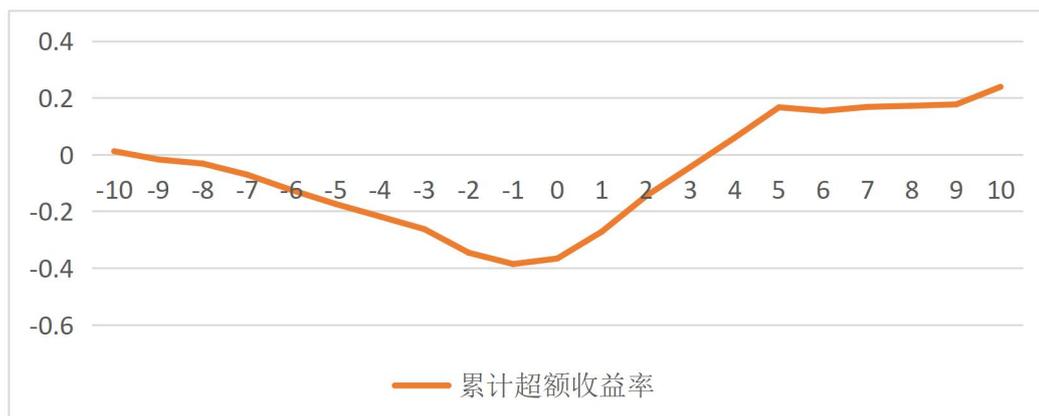
事件期	ST 龙力生物日收益率	市场日收益率	超额收益率	累计超额收益率
-10	0.024861878	0.016597418	0.011554086	0.011554086
-9	-0.070080863	-0.037999949	-0.029086114	-0.017532027
-8	-0.099710145	-0.082438342	-0.01451697	-0.032048998
-7	-0.099806825	-0.057818356	-0.039100689	-0.071149686
-6	-0.000715308	0.056883316	-0.054091454	-0.12524114
-5	-0.100214746	-0.047925153	-0.049348389	-0.174589529
-4	-0.100238663	-0.053229504	-0.044096599	-0.218686128
-3	-0.099911583	-0.052469685	-0.044525234	-0.263211362
-2	-0.100196464	-0.01390589	-0.083165665	-0.346377027
-1	-0.100436681	-0.057980999	-0.039568779	-0.385945806
0	0.099514563	0.083826041	0.019341183	-0.366604624
1	0.100441501	0.00923588	0.094455494	-0.272149129

续表 4.2 ST 龙力生物累计超额收益率计算表

事件期	ST 龙力生物日收益率	市场日收益率	超额收益率	累计超额收益率
2	0.100300903	-0.02234832	0.125728542	-0.146420588
3	0.100273473	0.001221993	0.102258079	-0.044162508
4	0.10024855	9.84E-05	0.103350657	0.059188148
5	0.100150602	-0.003859255	0.107189017	0.166377165
6	0.006160164	0.021969099	-0.012490301	0.153886864
7	0.018367347	0.00763311	0.013975456	0.16786232
8	0.002004008	0.001262848	0.003947979	0.171810299
9	0.026666667	0.025133928	0.004868462	0.176678761
10	0.059090909	0.00037169	0.061921226	0.238599987

数据来源：Choice 数据库及计算得出

根据上表数据，绘出 ST 龙力生物的累计超额收益率变化趋势图如下：



数据来源：由表可得

图 4.2 ST 龙力生物累计超额收益率变化

观察图 4.2，能清楚的看到，ST 龙力生物在实施并购活动之前，其累计超额收益率一直很低，几乎处于负值，但是，当 ST 龙力生物的并购被公布后，企业迎来了收益率的上升，之后，一直保持上升的趋势，其最高的时候，其值达到了 23.85%。这种现象的出现，能说明案例企业实施的跨界并购，从累计超额收益率的角度来看，ST 龙力生物的并购行为在市场中得到了一定的认可，但是，这只是从短期结果来看，结论不具有很强的说服力。

4.2 并购后的财务绩效

4.2.1 盈利能力分析

盈利能力，是反应企业经营绩效的一个关键性指标，此指标在企业的财务工作中、在投资者的决策分析中、在经营者的日常活动中，都起到了不可替代的作用。其能力的强弱，可以直接的反应，在一定时期内，企业获得利润大小的情况。此指标还与企业的其他方面的能力息息相关，其不仅能影响企业的偿债能力，还会对企业的营运能力产生影响。实现企业盈利能力的提升，对企业至关重要。当企业的盈利能力提升时，自然给企业的所有者创造更多的收益，进一步提升企业的价值，增强企业在市场中、在同行业中的竞争力。当然，事物都具有两面性，通过分析其能力的变化状况，如果其降低了，企业就可以找寻其降低的原因，找到问题出在哪里，进而提出能解决此问题的方案。本文，为了从企业盈利的角度，研究并购活动，带给 ST 龙力生物的影响，选取了几个指标，具体数值情况如下表。

表 4.3 ST 龙力生物并购前后盈利能力指标

	净利率 (%)	总资产利润率 (%)	净资产收益率 (%)
2013 年	7.97	2.78	4.13
2014 年	11.2	3.12	4.74
2015 年	6.19	1.78	2.64
2016 年	13.27	2.76	5.87
2017 年	-177.33	-86.02	-266.41
2018 年	-328.11	-188.02	-156.51
2019 年	-254.52	-72.26	-22.29

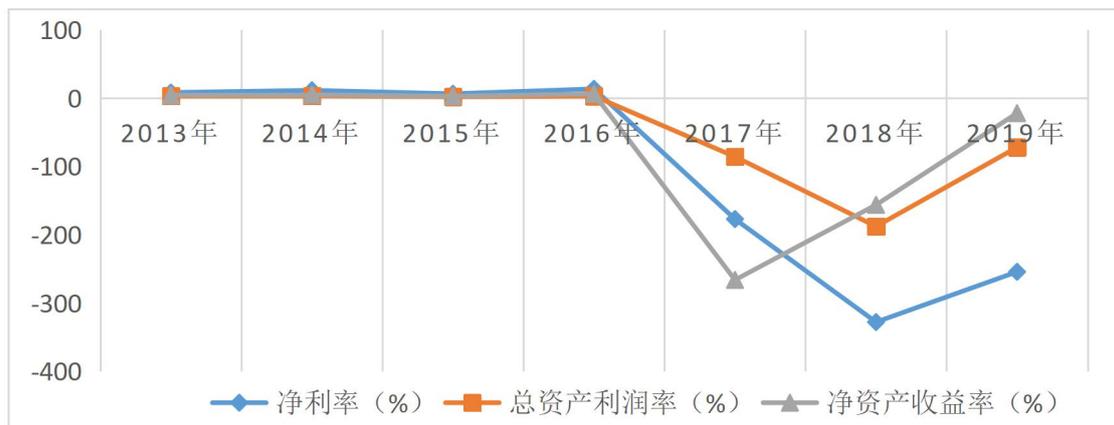
数据来源：东方财富网



数据来源：东方财富网

图 4.3 ST 龙力生物并购前后每股收益变化

每股收益，是一个能直接体现企业获取收益水平高低的指标，企业在一定时期内的盈利状况，就可以通过此指标的大小来表现，一般情况下，每股收益越高，就能说明企业获得收益的可能性就越大。由上图可以看到，在并购发生当年，案例企业的每股收益很低，不到 0.1 元，但是，在 ST 龙力生物实现并购后一年，此值发生了明显的上升，到达 0.216 元，但是此上升的趋势，并没有在接下来的几年继续，而是从 2017 年开始，出现了下降，直至 2019 年，下降的趋势也没有得到逆转。此种现象的出现，说明企业虽然成功的并购了两家互联网企业，但是其并购效果并不是积极的，至少，从企业的盈利能力来看，并没有受到并购的正向影响，反而是比并购之前的盈利水平更低了。



数据来源：由表可得

图 4.4 ST 龙力生物并购前后各项盈利指标变化

上图的三种指标，也是反映企业的盈利水平很常用的指标。观察图 4.4，可以发现，从整体来看，企业的这三种指标都处于同一变化趋势。总体上，在并购之前，都处于很稳定的状态；此整体趋势，在并购后的一年，出现了稍微的上升趋势，但是幅度很小，几乎在变化图中发现不了。在并购后的三年，企业盈利指标的上升并没有得到保持，而是转而出现了下跌的趋势，并且，连续三年一直处于下降中。所以，可以得出整体的结论，企业实施并购活动后，企业的盈利能力并没有好转，而是出现了下降。出现此情况的原因，主要可能是，ST 龙力生物虽整合了互联网平台，但是并没有学习到电子产业中的经营原则和获利的能力，所以，尽管企业将互联网扩充为企业的主营业务，增加了成本的投入，但是，结果并没有实现预期的目标，并没有相应的为企业带来新的利润上升点，反而成为了企业亏损的直接原因。

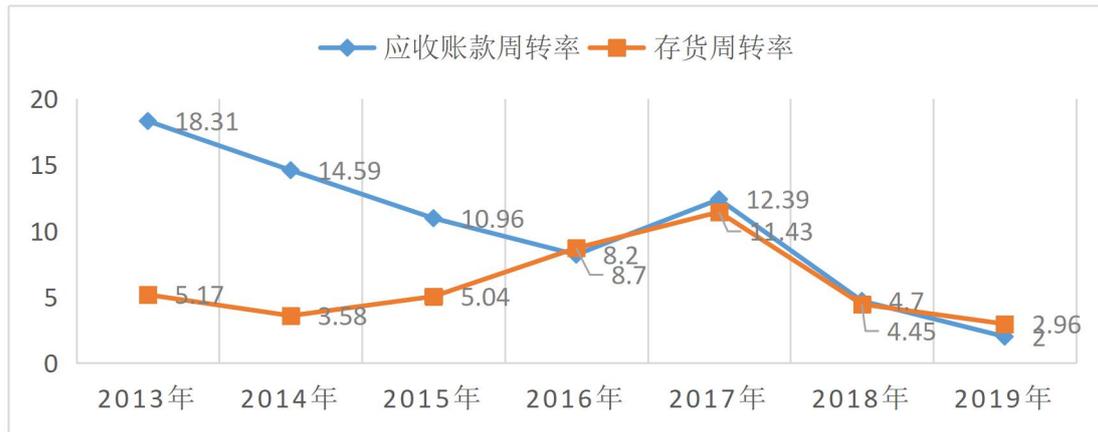
4.2.2 营运能力分析

营运能力是可以客观反映企业资产管理效率的一种指标，在企业正常经营活动中，企业按照不同的资产进行分工化的配置，为的是能最大限度的发挥资产的效用，提高资产的循环率，追求最终能够用最低的成本获得最高的收益，以此来提升企业的核心竞争力，提高企业产品在市场中的竞争力。所以，企业的管理和具体的运作是决定企业营运能力的关键因素。本文选取了几个指标来具体分析 ST 龙力生物在并购前后的营运能力变化情况，具体数值情况如表 4.4、图 4.5 所示。

表 4.4 ST 龙力生物并购前后营运能力指标

	应收账款周转率（次）	存货周转率（次）	总资产周转率（次）
2013 年	18.31	5.17	0.36
2014 年	14.59	3.58	0.29
2015 年	10.96	5.04	0.29
2016 年	8.2	8.7	0.25
2017 年	12.39	11.43	0.47
2018 年	4.7	4.45	0.31
2019 年	2	2.96	0.24

数据来源：东方财富网



数据来源：由表可得

图 4.5 ST 龙力生物并购前后营运能力指标变化

为了能直接体现出，企业在实施并购活动后，对企业营运能力带来的影响，本文选择了上图中的两个财务指标。观察图 4.5 可以发现，从企业的存货周转率来看，ST 龙力生物在实施并购方案之前，其值处于行业平均水平，在并购后，两年时间中，该值出现了上升，但是此趋势并没有维持到 2017 年，从 2017 年开始，此值开始下降，一直到 2019 年，下降趋势都没有得到改善。另外，从应收账款周转率来看，企业在并购前，该值处于一个较高的水平，但是随着企业完成对两家企业的并购后，在当年此值开始下降，仅在 2017 年有了稍微的回升，之后再度出现显著的下跌幅度，并且此趋势一直持续到了 2019 年，那么为什么会出现此种现象呢？通过分析这两年企业的财务报表，可以得知，企业在并购当年，动用了大量的资产，而可变现的固定资产，变现过程久，导致企业资金周转困难，资产流动性变弱，严重的影响到了企业的正常运营。

4.2.3 偿债能力分析

偿债能力，是企业常用来形容其发展能力的一种指标，是指企业在债务到期时及时的偿还债务。一般来讲，企业的总资产主要由两部分组成，股本和借款，股本是指企业的所有者投入的资金。通常来说，企业资金中，借款占据的比例越高，企业就越有可能经历财务风险，但是，借款也能为企业带来优势，比如通过借款企业可以扩大资金规模，有利资金的流通，有利企业的长远发展。

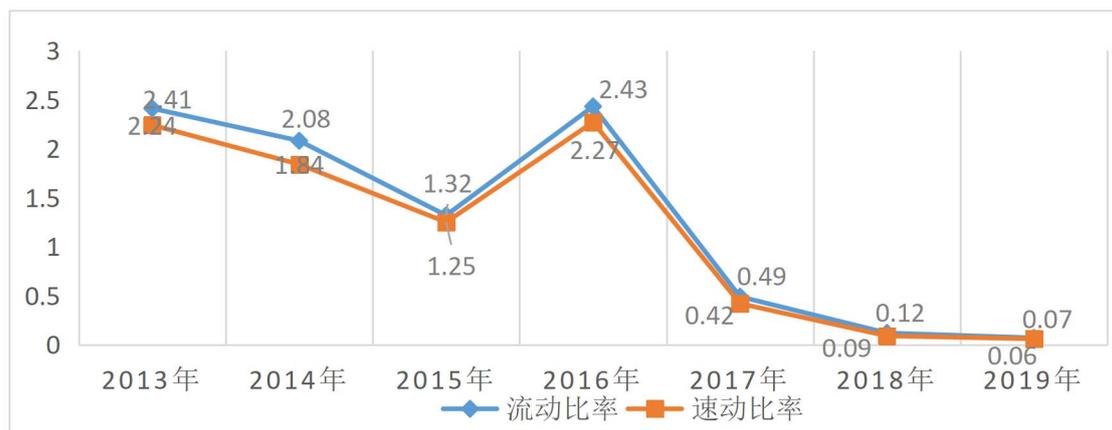
偿债能力的大小，能通过相关的财务指标来体现，本文在对 ST 龙力生物在

并购后偿债能力变化的分析中，整理了 2013-2019 年的财务数据，选择了资产负债率等几个常用的财务指标来分析企业偿债能力的具体变化情况，数据如下表 4.5 所示。

表 4.5 ST 龙力生物并购后偿债能力指标

	流动比率	速动比率	资产负债率 (%)
2013 年	2.41	2.24	31.37
2014 年	2.08	1.84	31.83
2015 年	1.32	1.25	29.79
2016 年	2.43	2.27	27.8
2017 年	0.49	0.42	106.98
2018 年	0.12	0.09	316.56
2019 年	0.07	0.06	459.63

数据来源：东方财富网



数据来源：由表可得

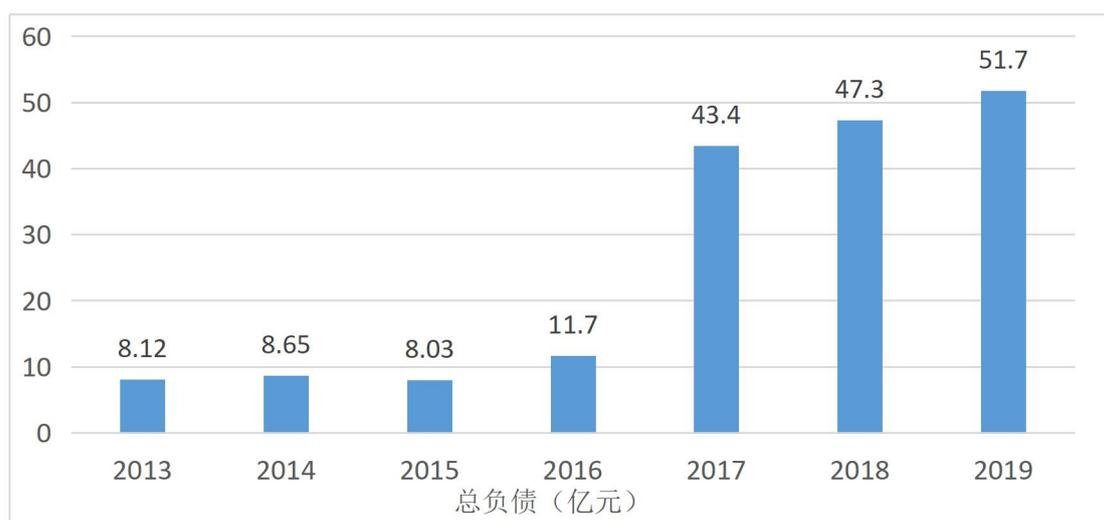
图 4.6 ST 龙力生物并购前后流动比率和速动比率变化趋势



数据来源：由表可得

图 4.7 ST 龙力生物并购前后资产负债率变化趋势

观察图 4.6 和图 4.7，能发现 ST 龙力生物的流动比率和速动比率，在企业并购之前，一直有下降的趋势，并且在并购发生的当年，即 2015 年此下降值达到了最低，到了并购后一年，有了稍微的上升趋势，但是上升幅度不大，并且此上升趋势只维持了一年，此后的两年时间内其值都处于不断的下跌状态。以上现象的主要原因在于，其上升和下降的趋势，主要是受到了企业资产的影响，其值在并购当年最低的原因在于，ST 龙力生物在对两家企业的并购中，耗费了很多资金，并且企业借款也迅速增加，导致企业负债与日俱增，进而影响到了企业的偿债能力。



数据来源：企业年报

图 4.8 ST 龙力生物并购前后总负债的变化情况

观察图 4.8 能够发现，ST 龙力生物在并购那一年的资产状况最不好，处于这几年中的最低值，其中原因，毋庸置疑是受到了企业并购活动的影响，为了在并购过程中，能顺利实现并购工作，企业借债情况严重，这不仅加重了企业的债务负担，还在一定程度上，存在着一定的经营风险。

4.2.4 成长能力分析

企业的发展能力，具体是指企业在现在规模的基础上，能继续发展、扩大经营规模的能力。一般能够用营业收入的增长率来预测，或者反映企业在未来的发展能力。

案例企业 ST 龙力生物为了转型升级，决定并购两家互联网企业。在并购活动结束后，虽然没有出现很严重的问题，但是受到各方面影响，企业的并购效果，仅仅在目前看来，是不容乐观的。所以，本文为了能客观的反映企业并购后，对企业成长能力的具体影响，选取了 ST 龙力生物 2013-2019 年的相关财务数据，具体如表 4.6、图 4.9 所示。

表 4.6 ST 龙力生物并购前后成长能力指标

	主营业务增长率 (%)	净资产增长率 (%)	总资产增长率 (%)
2013 年	-10.94	3.61	4.96
2014 年	-16.18	4.22	4.92
2015 年	2.54	2.23	-0.74
2016 年	13.3	61.16	56.72
2017 年	123.5	-109.26	-4.11
2018 年	-56.47	---	-63.16
2019 年	-62.66	---	-24.64

数据来源：东方财富网



数据来源：由表所得

图 4.9 ST 龙力生物并购前后成长能力变化趋势

观察图 4.9 可以发现，上图的三个指标，在企业并购后的一两年，其变化趋势是上升的，并且相对来讲，其上升幅度是乐观的，但是随着并购时间增长，从 2018 年开始，从主营业务收入增长率和总资产增长率来看，其值都出现了显著的下降。此现象说明，ST 龙力生物想要借助两家被并购企业的优势，发展电子产业的计划是不容易实施的，也从另一方面说明，企业的此次并购要想能为企业创造利润的增长空间，是极其不简单的，甚至可以从这个方面来讲，ST 龙力生

物的并购对企业营业收入的影响是负面的。

此外，从 ST 龙力生物的净资产周转率的这个角度来看，其值在企业实施并购活动之前，一直保持在稳定的状态，其值稳定在 50%左右，但是在 2016 年，此值出现了上升的趋势，从 50%左右上升到了 60%左右，在 2017 年，其上升的趋势并没有保持，反而出现了严重的下降，甚至是近年来的最低值。从这个现象，能清楚的分析出，企业并购当年资产的上升，是由于外债带来的，这并不是企业的经营导致。从整体来讲，ST 龙力生物此次的并购活动，并没有为企业的成长能力带来积极的影响，甚至说，此次并购对企业的影响是消极的。

4.3 并购小结

综合以上的分析，我们能对 ST 龙力生物的此次并购，得出科学的结论，此次并购并不成功，带给企业的影响是负面的，具体分开来讲，从总营业收入来看，仅仅 2018 年比上一年下降了百分之五十。从企业的净利润来看，ST 龙力生物在实施并购后的几年，一直处于下降趋势，并且在 2017 年，企业就开始出现了亏损。对其原因进行深入分析后，能肯定的是，企业的并购活动对其造成了负面影响，但是这不是全部的原因，其中还有其他方面的因素，比如，ST 龙力生物在实施并购之前，企业就已经出现了经营困难的情况，当时企业为了能通过并购活动，借助被并购企业的优势，对企业发展中出现的问题能及时解决，但结果证实，ST 龙力生物的此次并购决策是不正确的，至少目前来看，并没有起到企业预期的并购目标，反而让本就危机重重的企业发展现状雪上加霜。

另外，从企业的利润率来分析，从 ST 龙力生物完成并购后，企业就开始了在数字业务上面的投入，逐渐将企业以往的主营产品结构做了调整。在并购后的几年，企业原先产品所占的比例被缩小，而数字方面的产品比例却在逐渐上升，并在 2019 年超过了企业全部产品生产量的一半以上，在这样的状况下，具体是什么导致了企业出现经营亏损。一方面，企业在实施并购两家互联网企业后，急于想通过互联网企业发展的帮助，为企业的利润带来增长空间，但是却忽略了很重要的一个环节，并购后的整合工作，没有通过整合发现适合企业在此情况下的发展战略，所以，企业盲目的追求规模的扩大，想要迅速扭转企业的发展困境，结果印证了一点，欲速则不达。另一方面，企业进入数字行业，这对 ST 龙力生

物来讲，是完全陌生的领域，虽然有被并购的两家互联网企业的帮助，但是企业之间会存在各种的融合问题，并不是所有的一加一都能实现大于二，要想并购后企业能获得并购的各种优势，就必须重视并购后的整合工作。

综合来看，ST 龙力生物实施并购后，对企业有过短期的积极作用，但是从长期绩效来看，此次并购没有达到并购的预期。

5 并购失败的原因分析

企业并购后能成功达到之前并购预期的案例不多。拉杰科斯(Lajoux),曾在自己的著作中,总结了企业并购后失败的诸多原因,其中也包括其他研究者对其的研究。通过整理归类,发现在已有研究中,与并购失败有关的因素中,一半以上与并购后的整合工作有关,其比例大大的高于其他原因。此外,并购企业自身及其外部环境,都是影响企业并购效果的因素。

基于本文的研究,分析造成 ST 龙力生物并购失败的原因。从外部环境来看,ST 龙力生物,是一家以发展大健康产业为主的企业,而在我国,大健康产业属于我国重点发展的企业,所以,企业很容易受到国家政策的影响。当国家发布了“互联网+”的发展方略时,ST 龙力生物正处在发展的瓶颈期,所以,为了打破发展困境,ST 龙力生物做了跨界并购的方案,打算将“大健康产业+互联网”发展为企业的特色。所以,在 2015 年一举实现了对两家互联网企业的跨界并购。从企业角度来分析并购失败原因,可以按照并购的实施过程来进行逐步的分析,找出在每个过程中,可能导致企业并购失败的原因。下面按照企业跨界并购的全过程,将其分为三个阶段来具体分析,什么原因导致了 ST 龙力生物并购的失败。

5.1 并购准备阶段

在企业发展过程中,最重要的事是,要有充分的前期准备工作,要对企业的发展有明确的方向,即要知道企业自身的优势在哪里,应该着重发展哪个领域,并且在做什么发展决策。故在并购之前做好对目标企业基本的调查和了解,是企业并购决策的前提。以下部分,基于 ST 龙力生物的并购过程,找出了造成企业并购失败的几个关键原因。

5.1.1 战略制定与企业经营不协调

从本质来讲,企业并购,也是企业的一种战略,可以说企业进行的并购活动是因为企业的战略目的。所以,企业在并购后,对战略的整合与企业的并购效果是至关重要的。

ST 龙力生物,在并购之前,就开始了对两家互联网企业的具体情况进行分析

析,对相关战略开始做了初步的整合,分别是从其匹配性、交易成本的合理性等方面进行了整理。具体来看,匹配性指 ST 龙力生物和被并购企业,在战略方面有没有冲突。交易成本的合理性,具体是指被并购企业要求的并购价格,是不是并购方可以接受。

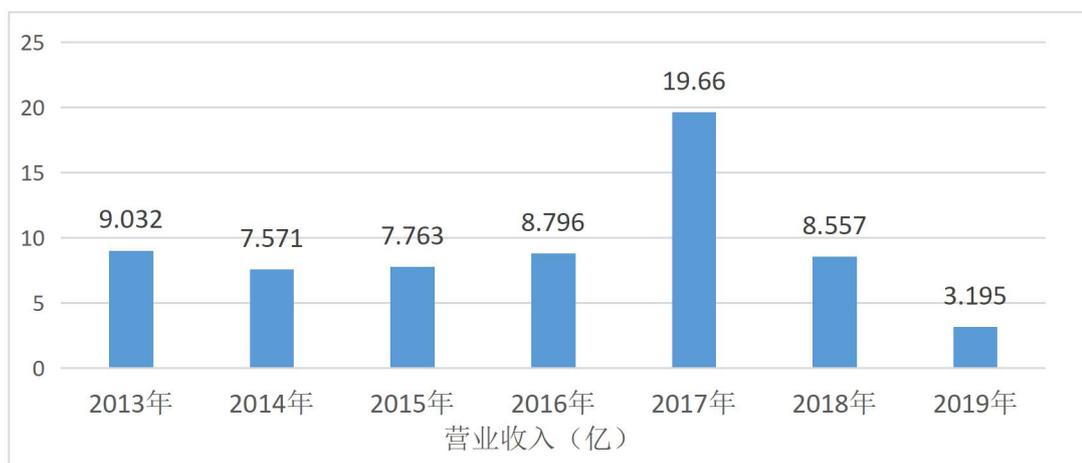
ST 龙力生物,在制定并购预期目标时,根据企业的发展现状,以及考虑到两家互联网企业的发展优势,确定了“大健康+互联网”的整体发展战略,期望能在创新的过程中,为企业的发展提供新的机遇。说具体一点,ST 想要借助被收购的两家企业的互联网优势,进军数字产业,重新制定企业的业务构成,从上面的分析中,我们得知,企业在并购后,将原先的最重要的主营产品生产量,逐年降低,而将数字产品加入企业发展行列,并且截止 2019 年,ST 龙力生物的产品构成中,数字产品的比例占到了企业产品总量的一半以上。企业增加了新的领域,势必会在新领域投入很多成本,但是 ST 龙力生物在数字产品上的投入成本逐年增加了,但是,数字产业并没有为企业的利润做出贡献,企业的营业收入等指标并没有在数字产业的影响下,有明显的改善,相反,正是因为 ST 龙力生物在数字产业上的盲目投入,才使本就经营一般的企业雪上加霜。总体而言,ST 龙力生物的此次并购,犯了一个并购活动中的大忌,并购企业太过自信,没有提前认识到可能出现的问题。

5.1.2 目标选择与企业需求不匹配

任何企业在决定实施并购战略时,都要经历一个环节,对目标企业的选择。为了对被并购企业有客观的认识,在决定实施并购的企业之前,要做相关的调研,查看目标企业的财务报告等,从而能在后边的价格谈判中,占据主动权。

如下图 5.1 所示,ST 龙力生物在 2013 年到 2015 年期间的营业收入呈现下降趋势,为了改善企业的经营状况,2016 年 ST 龙力生物跨界并购两家互联网企业。新增数字营销、数字发行、苹果产品。其中,数字营销产品在 2017 年的营业收入为 20826 万元,占比 10.95%,相较于并购当年下降了 3.06%;在 2018 年的营业收入为 23279 万元,占比 27.21%,在 2017 年的基础上提高了 16.62%。数字发行产品在 2017 年的营业收入为 18319 万元,占营业收入比重为 9.32%,相较于并购当年下降了 3.3%;在 2018 年的营业收入为 11428 万元,占比 13.36%,

在 2017 年的基础上提高了 4.04%。苹果产品的营销只出现在 2017 年，其营业收入为 62645 万元，占营业收入比重为 31.87%。但是，从 2016 年到 2019 年的数据可以看出，该企业的营业收入从 8.796 亿元下降到 3.195 亿元，总体上呈大幅下降趋势。ST 龙力生物在并购前期没有做很多的调查和评估，更没有估算并购这两家互联网企业，可能带来的业绩影响和其他方面的影响。希望能够通过新增数字营销等产品为企业的后续发展带来更大效益。但是因为 ST 龙力生物本身是以大健康产业为主导，互联网营销行业的产品发行对于企业发展道路上的客户需求没有太大的刺激作用，结果不能满足 ST 龙力生物企业发展需求，不但没有实现企业并购的预期目标，反而间接的导致了企业的严重亏损。



数据来源：企业年报

图 5.1 ST 龙力生物跨界并购前后的营业收入

表 5.1 ST 龙力生物跨界并购后的新增营业产品收入

	数字营销营业收入 (万元)	数字发行营业收入(万元)	苹果产品营业收入(万元)
2016 年	12009	11096	—
2017 年	20826	18319	62645
2018 年	23279	11428	—
2019 年	2391	6394	—

数据来源：企业年报

表 5.2 ST 龙力生物跨界并购后的新增营业产品收入占比

	数字营销营业收入占 比 (%)	数字发行营业收入占比 (%)	苹果产品营业收入占比 (%)
2016 年	13.65	12.62	——
2017 年	10.59	9.32	31.87
2018 年	27.21	13.36	——
2019 年	7.84	20.01	——

数据来源：企业年报

5.2 并购实施阶段

5.2.1 交易对价与支付方式不合理

如表 5.3 所示，ST 龙力生物 2016 年长期股权投资增加 328.6 万元，是由于该企业以 10 亿元左右并购快云科技、兆荣联合的全部股权。其中，对两家企业支付价款时，对快云科技实施 58000 万元的支付对价，对兆荣联合实施 43500 万元的支付对价。在并购过程中产生大量商誉，如表 5.4 所示，共增加商誉 8.1 亿左右，其中并购快云科技产生商誉 47551 万元，并购兆荣联合产生商誉 34097 万元，说明企业在并购实施的过程中比较看好互联网发展前景，因此采取高溢价方式实行并购。但是，在 2018-2019 年，企业经营环境发生了变化，尤其是兆荣联合多个子公司在 2018-2019 年注销，截至 2019 年 12 月 31 日，仅有兆荣联合本部及 3 个子公司有经营业务，同时主要运营商合作终止，因关键业务人员流失，无法获取新的业务资质及渠道，未来经营困难，且兆荣联合与快云科技处于连年亏损的状态，从而导致快云科技计提了 47551 万元的商誉减值准备，兆荣联合计提了 34097 万元的商誉减值准备，大量的资产减值损失侵蚀企业利润，说明这种高溢价的交易对价方式不科学。

由图 5.2 可以看出，ST 龙力生物跨界并购当年的流动资产是 12.26 亿元，以 40% 现金支付快云科技，可以算出并购当年快云科技的取得现金支付 2.32 亿元。以 50% 现金支付兆荣联合，可以算出并购当年兆荣联合取得现金支付是 2.175 亿元。

被并购的两家企业总计取得现金支付 4.495 亿元，占并购当年流动资产的 36.67%。所耗费企业的可支配资金较多，要想在后续拓展企业经营，就会有大量的短长期借款。

由表 5.5 可以得出，在 2016 年，ST 龙力生物的短期借款，出现了上升趋势，并且上升的很明显。此外，企业的长期借款的值，也在逐年上升，过大的外债都是有利息费，对企业来讲增加了产品的成本，那么在同行业的产品竞争中占不了优势。所以，企业在一次并购了这两家企业后，加重了这个问题，进而在并购后没有收到好的效果。

表 5.3 ST 龙力生物并购后的长期股权投资

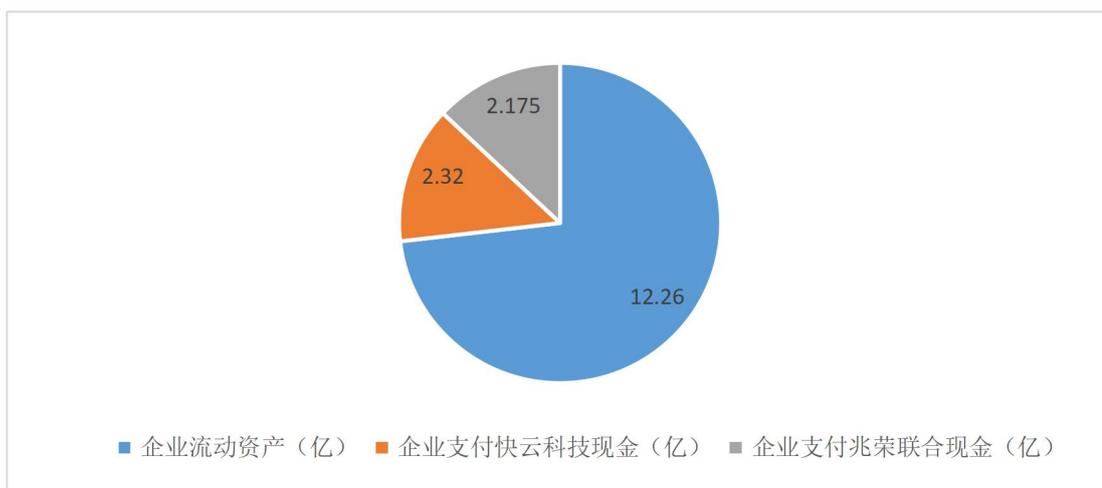
	长期股权投资（万元）
2015 年	——
2016 年	328.6
2017 年	262.8
2018 年	204.8
2019 年	161.9

数据来源：企业官网

表 5.4 ST 龙力生物跨界并购后的商誉

	商誉（万元）		商誉减值准备（万元）	
	快云科技	兆荣联合	快云科技	兆荣联合
2015 年	——	——	——	——
2016 年	47551	34097	——	——
2017 年	47551	34097	——	——
2018 年	47551	34097	47551	20000
2019 年	47551	34097	47551	34097

数据来源：企业年报



数据来源：企业年报

图 5.2 ST 龙力生物跨界并购实施过程中流动资产与支付现金对比

表 5.5 ST 龙力生物 2013-2019 借款情况说明

	短期借款（万元）	长期借款（万元）
2013 年	25490	——
2014 年	28490	5000
2015 年	21490	4000
2016 年	21560	59961
2017 年	120718	103383
2018 年	97223	10078
2019 年	93996	4906

数据来源：企业年报

5.2.2 风险控制体系不健全

一般情况下，企业在决定并购时，就应该设立科学、专业的并购团队，并且设立专门负责风险管理的团队，因为企业在实施并购的整个过程中，会存在很大的风险。所以，为了企业的并购过程能安全进行，风险管理部门的设置是很有意义的。其部门可以在企业并购活动的全过程，进行风险的识别，如果存在风险，利用一定的科学管理风险的方式，找到最合理的风险解决方案。此外，要对整个流程设置一定的风险监督系统，以防止有无法评估到的风险影响到并购的进行。

ST 龙力生物，在实施并购活动中，并没有设置相关的风险管理团队或部门，可能的原因是，企业内部人力不充足，无法满足此种需求。此外，也可能是企业自认为能够控制整个并购流程，而疏忽了风险这个因素的存在。在 ST 龙力生物实现并购后，即刻将数字产业确定为企业新的发展领域，由于对新领域的陌生，即使有两家被并购的互联网企业做后盾，也不能降低其进入新领域所面临的一些风险。

5.3 并购后的整合阶段

“企业并购后能够成功，最重要的是并购后的整合工作的积极作用，所以，企业并购能成功实现整合工作，才算得上真正的成功，”著名学者彼得·德鲁克如是说。如果并购案例属于跨界并购，那么会导致并购后的整合工作更难做，因为，被并购企业和并购企业在很多方面存在很大的不同。面对这样的并购案例，其后的整合工作，不仅需要更多的人力、财力，而且人力的专业能力要求更高，可能只有经验丰富的专业人员，才能胜任。在对并购后的企业进行整合时，涉及到的

整合内容很多，要注意的问题更是不胜枚举，并且所有的整合内容都会存在一定的联系，所以，任一环节出现了问题，可能就会影响到整个整合工作的效果，这就是整合工作难的地方。

ST 龙力生物对两家互联网企业的并购，触及到前所未有的产业领域，有一定的并购难度。但 ST 龙力生物，在完成并购后，对其整合工作的重视远远不够，其不仅没有及时的开展各方面的整合工作，反而急于进军新的领域，这是最大的问题。因为，并购后的整合工作能让并购工作发挥更好的效果，此项工作即是并购成功的保证，也是并购活动中不可或缺的一个环节。

5.3.1 缺乏合理的人力资源整合

一般来讲，企业实施并购战略，最大的原因是扩大企业的经营规模，获取更大的利益。要想此并购目标能够实现，不可忽视的一个因素是，人才。因为人才是企业竞争中，最难被复制的财富。所以，企业实施了并购战略后，对其完成并购后的人才的整合就显得格外重要。通常，企业在并购后的整合阶段，对人才的整合中，常有以下几种：第一种，对于能容易招聘的人员，在整合中的自由度很高，因为这部分人员的供求大，企业可以通过很低的成本就能找到。第二种，专业性强的人员，这部分人员一般情况下，仅仅通过简单招聘是满足不了的，所以要付出的代价较大，在整合中，对这部分人，要在一定程度上，进行挽留，必要的时候要付出一定的激励成本。就 ST 龙力生物并购互联网企业来讲，在完成并购后，企业的人员构成情况如下表：

表 5.6 ST 龙力生物并购后的人员流动情况 单位：人

人员结构	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
生产人员	576	693	571	389
销售人员	210	166	119	90
技术人员	139	320	213	72
行政人员	144	183	231	156
在职员工的数量合计	1098	1400	1215	810
母公司及主要子公司需承担费用的离退休职工人数	48	0	0	0
合计	2215	2762	2349	1517

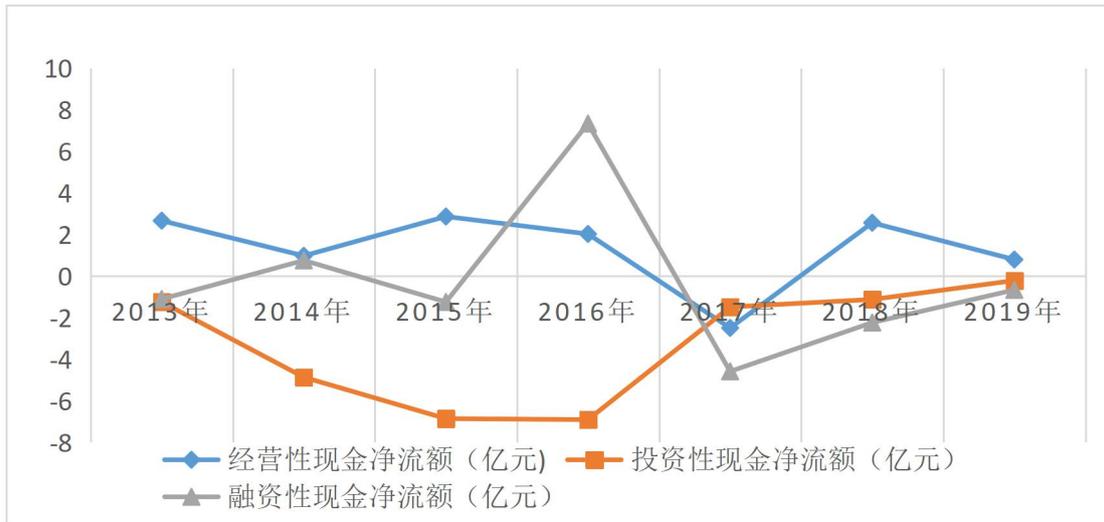
数据来源：企业年报

由表 5.6 可以看出, 在 ST 龙力生物并购活动结束后, 企业有做人力方面的整合工作。第一步, 将工作人员按照职能的不同做了划分, 经过分析, 确定能留下的员工是哪部分, 根据企业的经营情况和营业特点, 应该将挽留的对象集中到什么类型的人员身上; 第二步, 对现在员工和被并购企业中留下的员工, 根据专业和能力, 安排相应的职位, 并将没有能力的一部分人员, 给与一定赔偿, 解除工作关系。观察上图, 能发现案例企业员工构成是处于变化中的, 在 2017 年, 企业的人员总数出现上升, 但是在下一年开始, 出现了下降, 并持续到了 2019 年。此种现象的出现, 说明 ST 龙力生物在实施并购后, 对企业人员的整合是不合理的, 并没有起到帮助并购发挥效应的作用。

5.3.2 协同效应发挥不充分

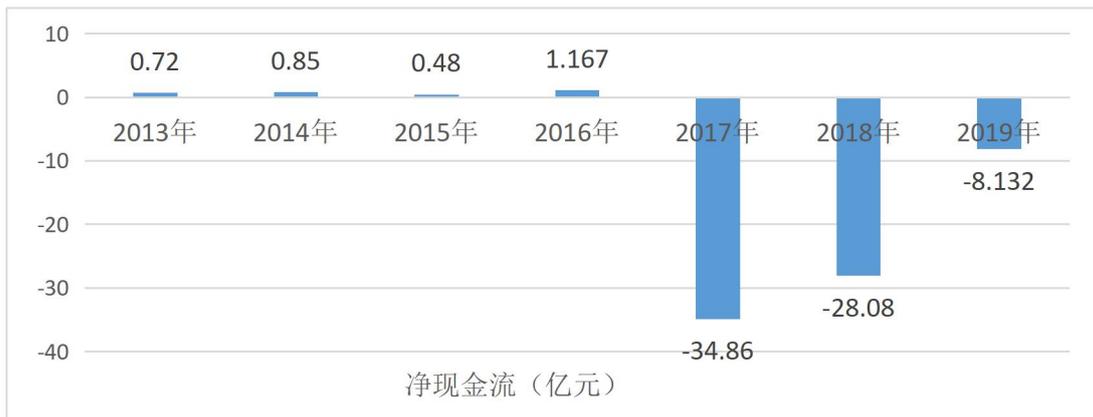
对于财务整合对并购效果的重要性, 在国外得到了普遍的认可。而纵观国内对跨国并购后一系列财务问题的研究还停留在初级阶段, 究其原因, 最主要的是因为我国存在的典型案例不多, 跨国并购活动起步晚。对于本文研究主题的分析, 从以下几个方面来分析 ST 龙力生物在完成跨界并购后, 在财务整合方面的具体做法。

(1) 管理协同方面: ST 龙力生物在完成对快云科技和兆荣联合的并购后, 由于并购方和被并购企业属于完全不同的行业, 由图 5.3 看出, 由于新产品的研发, 表现在经营活动中, 出现较多货币资金回笼。但为了扩大市场份额, 企业仍需要大量追加投资, 而仅靠经营活动现金流量净额可能无法满足所需投资, 必须筹集必要的外部资金作为补充。尤其在 2016 年, 背负过多的债务, 而 ST 龙力生物正处于发展上升阶段, 经营所获得的现金净流入已经不足以弥补公司的举债。说明企业在完成并购后, 不仅没有发挥财务协同效应, 反而增加了企业的负担。



数据来源：东方财富网

图 5.3 ST 龙力生物并购前后三大现金流净额



数据来源：东方财富网

图 5.4 ST 龙力生物并购前后的净现金流

(2) 资产整合方面：通过上面章节的分析，能发现，ST 龙力生物在并购后对资产方面的影响是负面的。在并购当年，企业主营产品中占比最高的产品，其实现的利润值都为负值，此局面在并购后的几年也没有得到改善。在负债方面来看，ST 龙力生物的 1.38 亿元的借款，于 2017 年 12 月 18 日到期，但是，企业没有能力偿还，第一次出现了严重的违约情况，这对企业的声誉有着致命性的打击，因为一次的违约，就会影响到企业以后的筹资和借款。从 2017 年开始，企业每年的利润都为负值，连续三年亏损数额高达 70 多亿，最终被出具了无保留意见的审计报告。

5.3.3 文化整合策略不恰当

企业文化，对企业来讲是其核心能力的一部分，在企业的发展中，也许任何东西都能被竞争对手模仿和复制，但是，唯有企业文化例外。企业文化的含义是很广泛的，没有特定的概念，也没有一定的范围和区间，它就是代表这一种企业长久以来积累的价值观。

在 ST 龙力生物跨界并购两家互联网企业的案例中，很显然，并购的双方企业处于完全不同的行业，这也决定了并购双方所具有不同的文化价值观。那么文化整合是 ST 龙力生物所必要的一个工作了。在文化整合中，一般分两种形式，自然同化、强制同化。在此案例中，ST 龙力生物在实施并购后的文化整合中，采用了后者，用自己企业的文化，将两家被并购互联网企业的文化直接替代了。虽然此种方式，有很高的效率，能在短期内很快的达到文化整合，但这样强制的方式，很容易激起被并购企业的强烈的抵制情绪。ST 龙力生物在文化整合过程中，由于整合方式的选择恰当，导致了并购效果的失败。

表 5.7 并购双方文化差异

区别	并购方	被并购方
公司发展模式	实体经济	数字经济
营销模式	粗放式营销	精准营销
产品周期	长	短

资料来源：企业官网

5.4 小结

综上所述可知，ST 龙力生物并购不成功，受多因素影响。第一，国内市场处于“互联网+”发展的潮流中，案例企业 ST 龙力生物，为了能赶上这个机遇，迷失了自己的发展方向，做了错误的并购战略；第二，在并购后，并购企业没有做好整合工作，就想急于依赖被并购企业，进入了自己完全陌生的数字产业中，结果不仅没有创新成功，更丢失了自己原来的优势产业；第三，并购后整合工作的不到位，没有把并购的优势体现出来。

总而言之，造成 ST 龙力生物并购失败的原因，肯定是多方面的，ST 龙力生物，最终以退市收场，实在令人唏嘘。希望对其失败原因的分析，能对其他跨界

并购的企业起到一定的借鉴。

6 对策与建议

由以上章节的分析可知，ST 龙力生物跨界并购两家互联网企业，最终以失败告终。上面已经对其失败的原因做了一一分析，不再赘述，下面针对导致 ST 龙力并购失败的问题，提出一点建议和对策。

6.1 并购准备阶段

6.1.1 合理定位企业发展战略

在企业的发展道路中，一直面临很多的抉择，也在不断的选择着发展战略。在我国，目前常被运用的战略有很多，但是在针对具体的情况下，对企业来讲，找到适合企业自身发展的战略，才是最好的战略。

企业的并购活动，其本质也是企业做的一种战略，是企业为了扩大经营范围，实现规模经济的一种途径，尤其是，多元化战略，的确能在最快的时间内，为企业扩大经营范围，但是优劣共存，实施此战略的前提是，企业要有明确的发展路线，对企业未来的发展规划，是基于企业发展现状、能力和自身特点所做的，而不是人云亦云。就案例企业 ST 龙力生物的并购来讲，其决定并购的主要动机，是想在国家政策的影响下，搭上“互联网+”这个发展快车，来为企业带来更多的利益。但是，该企业忘了，一切发展要因地制宜，不适合企业发展的道路，再光明也迎接不来属于自己企业的曙光。

所以，ST 龙力生物在并购活动开展之前，就应当想清楚自己并购的动机是什么？这个动机凭企业的现状能有资源、财力等能力来实现吗？考虑了这些问题后，再去决定要不要跟随“互联网+”的热潮。这样，才能避免盲目的行为，为企业带来沉重的打击。

6.1.2 选择与企业匹配性高的并购对象

对目标企业的选择，是企业并购活动中很重要的一个步骤，其直接能左右并购的成功与否。企业在对被并购企业的选择中，如果只看到了有利的一面，而不去考虑问题面，一定会导致战略出现偏差，最终直接影响到企业的发展。

就 ST 龙力生物来讲，其在选择被并购对象时，有个前提，对方是互联网企业，因为 ST 龙力生物的并购动机是想实现创新，将“互联网+大健康产业”发展成为企业的招牌，其实，这种想法从一开始就有失偏颇，因为对 ST 龙力生物来讲，对互联网行业是完全没有任何基础，是陌生的，这也导致了企业在互联网企业中选择目标企业的不专业性，为之后并购的失败埋下了伏笔。那么应该怎么做？在确定了并购的战略后，要扩大目标企业的选择范围，并做科学的调研，做到知己知彼。此外，可以从目标企业的资产状况、负债情况、在市场中的竞争力和企业的各方面资源来评估企业具备怎么样的发展能力，还要评估企业在未来的盈利空间大小。

6.2 并购实施阶段

6.2.1 做好充分的事前调查

不打无准备的仗，企业在决定实施并购战略时，要对目标企业做全面详细的调研，此过程中，可以聘请专门从事此领域工作的专业人员，对目标企业的财务状况等进行详细的科学分析，最后给予评估价值，分析该目标企业是否符合企业对被并购对象的要求。其中，从目标企业的财务状况中，能分析出企业在未来的盈利能力和成长空间，也可以预测到，在实施并购后，目标企业能为并购企业提供的贡献值大小，这些分析对并购企业在对目标企业的选择中，具有很强的参考价值。

6.2.2 采取合理的定价方式

ST 龙力生物的此次并购案例中，并购双方属于完全陌生的领域，这就导致了并购工作难度的升级。比如，并购企业在对目标企业进行价值评估时，由于其成长能力等的理解和分析会因为行业不同，出现偏差，可能就会导致一定的风险。所以，在跨界并购中，出现溢价并购的情况很多。所以，并购企业在确定了并购的计划时，要提前做好准备工作，进行科学的市场调研，尽量能做到对目标企业全方位的了解，此外，在评估企业价值时，要根据实际情况选择适合企业的方法。

如果想要在跨界并购中减少风险的出现,以及避免上面所说的一些问题,就应该在整个并购过程中,注意以下几个问题:第一,在对并购企业的价格评估方面,要做到充足的准备,首先要调查被并购企业的财务状况,通过分析其财务报表等,尽量掌握好企业经营的现状。第二,在此过程中,要根据企业的经营情况及一系列的实际情况,将企业进行评估目标企业价值的方法,进行科学的选择。当然,在对评估方法的选择上,并不是一次并购活动只能选择一个价格评估的方法,并购企业可以根据实际的需要,共同运用多种方法来进行,做到让最后的评估价格的误差最小化。从细节来讲,在跨界并购中,为了能避免双方企业发展行业的不同,而带来的并购中的风险,企业可以在并购中,聘请专业的并购团队,能将可能预测到的风险降低到最低。此外,企业还可以聘请专业的审计团队,对被并购企业的财务情况进行审核,确定其财务报表的数据是真实可靠的,进而能有科学的基础,对目标企业的价值做出严谨的评估。

6.2.3 建立风险防范机制

在跨界并购案例中,大多数企业的并购动机是,利用被并购企业的行业优势和资源,能帮助并购企业可以迅速的进入到一个新的行业,为企业提供新的利润增长点。但是,此类并购活动,通常是伴随着很大的风险的,所以,要想能够在跨界并购中取得积极的效果,并购企业就要在并购工作中投入更多的精力。建立专门的风险管理部门,来对并购的整个过程进行实施监督,并有能力在检查到风险的存在时,能够选择合适的方法来预防或者控制风险。

对于 ST 龙力生物的此次并购来讲,属于跨界并购,这也意味着在此次的并购过程中,将会有比普通的并购过程更多的风险存在。所以,ST 龙力生物要想能够在并购完成后,达到积极的并购效果,就要对并购的每个环节设置风险管理。事实上,在 ST 龙力生物并购两家互联网企业的过程中,相关风险管理部门是缺乏的,ST 龙力生物并没有对并购中的风险提高防范,建立专门的风险管理机构。这为企业后来在并购中出现的风险问题,埋下了隐患,也间接的成了导致 ST 龙力生物跨界并购失败的因素之一。

6.2.4 增强企业自身实力

一般来讲，并购企业要想能在并购后，能进行稳定的实现日常的经营活动，对企业来讲，就必须要有对企业起到决定性作用的主要业务，其不仅是企业在市场竞争中的法宝，也是负担企业正常运营和主要利润的基础。因为，在企业的并购中，会耗费很多的资金，如果企业不能保证足够的利润，就无法满足企业对于资金的需求，这会为企业并购的后续工作造成很大的困难，另外，长久下来会极大的影响到企业的发展。

在 ST 龙力生物的此次并购中，对两家互联网企业支付价款的方式选择中，接近一半的并购金额是选择现金支付的方式，这对本就经营出现困难的 ST 龙力生物来讲，影响是很大的。所以，在资金很紧张，周转不开的状况下，ST 龙力生物应该将自己有限的资源和财力，投资在企业熟悉的主营产品上，以此来逐渐增加企业的资金流动。但是，ST 龙力生物却经营本就困难时，选择将自己不熟悉的数字产业作为自己着重发展的对象，这对目前的企业来讲，是不太明智的一个选择。

6.3 并购整合阶段

对跨界并购案例来讲，决定并购活动能否成功，其中并购后的整合工作是很重要的一个因素。因为，跨界并购的双方企业在各个方面的差异性很大，这加大了企业在后期业务等融合的难度。因此，在跨界并购中，并购方需要投入很多的功夫去对并购后的工作进行整合，以使并购效果发挥到最大，在最大限度内，发挥并购中的协同效应。

6.3.1 加大经营整合

前边已经多次提到，企业并购后能取得整合的成功，才能真正意味着并购工作的成功。而并购后的整合工作往往错综复杂，涉及到方方面面，尤其对于跨界并购案例来讲，并购后的整合工作，对并购工作更难更艰巨。而在整合的内容上，对双方企业的经营做整合是重要且困难的。

对案例企业 ST 龙力生物来讲，对经营管理的整合要从以下几个方面进行：

第一，要以企业的总体战略为方向，考虑到自身企业的实际情况，确定适合企业发展的战略，将并购双方企业的优势资源进行整合。第二，从双方企业的组织管理出发，进行深度调查发现对方企业的优势点，将其融入到并购企业中。第三，从财务整合来看，要对并购后的双方企业的会计核算等进行统一，这样有利于对并购后的企业实施统一的管理，并能够降低并购后的财务风险。

6.3.2 加强文化整合

文化整合，是企业并购整合的重要组成部分。企业文化，是企业核心竞争力的一部分，因为企业的文化，即是企业长期发展积累下来的企业整体价值观。在同行业的竞争中，企业的任何方面的优势都能在一定程度上，被其他的竞争者复制，唯企业文化独一无二。

在 ST 龙力生物跨界并购两家互联网企业的案例中，由于双方企业行业的不同，其企业文化也肯定存在很大的差异，为了并购后双方能够实现融合统一，对文化整合要给与足够的重视。

7 结论与不足

并购，其实是企业的一种发展战略，那么只要是战略就有成功，也有失败。本文案例企业 ST 龙力生物的跨界并购，最终是以退市而失败收场。通过对 ST 龙力生物并购过程、并购后对企业的各方面影响、并购失败的原因等分析，最终可以得到结论：

首先，通过以上章节的分析，探索出 ST 龙力生物并购失败的具体原因。第一，并购决策出现偏差，在“互联网+”的潮流下，ST 龙力生物急于想搭上这列快车，忽视了企业真实的发展现状和实际情况；第二，ST 龙力生物在对被并购企业的选择上，没有做大量充足的调查，选择了与企业本身发展匹配性不高的两家互联网企业，使被并购企业在后期无法满足企业发展战略的需求；第三，在评估目标企业的价值时，没有聘请专业的组织，导致最后并购价格过高，为企业带来的资金方面的消极影响；第四，在并购的过程中，风险管理的设置缺失，低估了企业并购活动中风险的危害；第五，在并购支付价款的环节，ST 龙力生物选择了现金支付和股权支付结合的方式，两家被并购企业价值高达 10 亿元多，而其中接近一半的金额，是通过现金支付的方式完成的，这对并购后企业的资金状况造成了严重的影响。

其次，对造成企业并购失败的原因，提出解决对策：第一，要因地制宜地制定企业发展战略，做出适合企业长远发展的战略；第二，在对被并购对象的选择上，要下很大的功夫，前期的准备工作要给予很高的重视；第三，聘用高精尖人才，对被并购企业的价值做出全面评估；第四，在实施并购方案时，就要提前建立风险管理机制；第五，在对支付方式的选择上，要根据企业实际情况做科学的选择。

最后说明本文存在的不足之处：在对 ST 龙力生物并购的影响进行分析时，缺少了从非财务角度的分析，导致分析过程存在一点瑕疵，使最后的结论说服力受到限制。此外，造成 ST 龙力生物并购失败的原因肯定是多方面的，其中缺少了对企业并购时宏观环境的分析，从而对原因的分析不足。

参考文献

- [1]Bargeron L L, Schlingemann F P, Stulz R M,et al. Why do private acquirers pay so little compared to public acquirers[J], Journal of Financial Economics, 2008,89(3):375-390
- [2]Comment, R, and Schwert, G W .Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures[J]. Journal of Financial Economics, 1995,39(1):3-43
- [3]Dodd.p, Ruback.R. Tender offers and stockholder returns:an empirical analysis[J]. Journal of Financial Economic,1997(3):351-374
- [4]Homborg F, Rost k, Osterloh M. Do synergies exist in related acquisitions A meta-analysis of acquisition studies[J], Review of Managerial Science, 2009,3(2):75-116
- [5]Jensen M. and Ruback R. The Market for Corporate Control:The Scientific Evidence[J]. Journal of Financial Economics,1983,1:5-50
- [6]Jarrell G. and A.Poulsen. The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers:Evidence from Three Decades[J]. Financial Management,1989,(8):12-19
- [7]Laamanen T. On the role of acquisition premium in acquisition research[J], Strategic Management Journal, 2007,28(13):1359-1369
- [8]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
- [9]Sokolyk,T. The effects of antitakeover provision aquisition targets.Journal of Corporate Finance, 2011,17(3):612-627
- [10]Varaiya N.P. Determinants of Premiums in Acquisition Transactions [J]. Managerial and Decision Economics, 1987,8(3):175-184
- [11]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, 2016:35-43
- [12]岑玲. 中国上市公司并购绩效的实证研究 [D]. 云南财经大学硕士学位论文, 2012

- [13]常丽娜. 长城动漫溢价跨界并购动因及效果研究[J]. 广西大学, 2018
- [14]冯福根, 吴林江. 我国上市公司并购绩效的实证研究[J]. 经济研究, 2001(1): 54-61
- [15]顾国庆. 企业绩效评价方法比较分析[J]. 商业会计, 2015(24): 110-112
- [16]郭建全, 陈娟, 王疆. 并购经验、政治风险与多元化并购[J]. 哈尔滨商业大学学报(社会科学版), 2017(04): 34-41
- [17]扈文秀, 贾丽娜. 基于并购动机视角的并购溢价影响因素研究[J]. 西安理工大学学报, 2014, 30(02): 238-245
- [18]黄速建等《并购后整合: 企业并购成败的关键因素》, 《经济管理》2003年第15期
- [19]李井林. 融资约束、支付方式与并购绩效[J]. 山西财经大学学报. 2014, (08): 114-124
- [20]李爽, 于健. 企业竞争力影响并购溢价吗?[J]. 科学研究, 2012, (03): 20-23
- [21]李善民, 陈玉罡. 上市公司兼并与收购的财富效应[J]. 经济研究, 2002, (2): 49-53
- [22]吕栋. 融资约束、支付方式与并购绩效[D]. 杭州: 浙江大学, 2015
- [23]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
- [24]刘志杰. 海外横向并购能否提升公司绩效?[J]. 财经问题研究, 2015, (11): 121-126
- [25]刘锴. 并购交易特征与并购绩效关系的研究述评[J]. 商业时代, 2012, (17): 85-86
- [26]刘锴. 知识资产获取型跨国并购溢价影响因素与对策研究[J]. 会计之友, 2015, (24): 24-27
- [27]邱永辉. 中国企业跨国高溢价一原因与对策[J]. 金融经济, 2017(20): 21-22
- [28]宋光辉, 闫大伟. 并购溢价协同效应分析[J]. 特区经济, 2007, (04): 259-260
- [29]田文玉. 企业跨界并购风险研究[J]. 企业改革与管理, 2016(9): 96-96
- [30]吴黎华. 超高溢价收购之弊不可不防[N]. 经济参考报, 2016-05-31(001)
- [31]王晨. 我国上市公司并购溢价影响因素的实证研究[J]. 长沙: 湖南大学, 2012

- [32]王艳敏. 基于“互联网+”背景下互联网企业的并购问题研究[J]. 财会学习, 2017(23): 217
- [33]吴瑶, 倪珊. 跨界并购危与机[J]. 董事会, 2014, (10): 54-55
- [34]卫力, 娄牡丹. 跨行业并购协同效应实证分析[J]. 特区经济, 2015(3): 115-116
- [35]王莹. 企业并购多元化的优劣浅析[J]. 商场现代化, 2015(3): 106-108
- [36]王凡. 企业并购整合理论综述[J]. 现代商贸工业, 2011, 23(3): 59-60
- [37]修海涛. BSC 与 EVA 结合下的国有企业绩效评价——基于 G 盐业集团的案例分析[J]. 财会通讯, 2015(1): 11-14
- [38]夏扬, 沈豪. 基于长短期窗口的民企连续并购绩效研究——以均胜电子为例[J]. 财会通讯, 2018(11): 3-8
- [39]苑泽明, 顾家伊, 富钰媛. “蛇吞象”海外并购模式绩效评价研究——以吉利集团为例[J]. 会计之友, 2018(16): 60-65
- [40]袁立, 邹琳玲. 上市公司并购溢价影响因素分类研究的[J]. 商业时代, 2011, (18): 64-65
- [41]于江, 张秋生, 王逸. 并购失败原因研究——基于终极控股股东利益攫取的视角[J]. 证券市场导报, 2014, (11): 21-28
- [42]詹晨. 并购重组市场急需遏制新股高溢价怪象[N]. 证券时报, 2018-01-11
- [43]张雯, 张胜, 李百兴. 政治关联、企业并购特征与并购绩效[J]. 南开管理评论, 2013, 16(02): 64-74
- [44]朱宝宪, 朱朝华. 影响并购溢价的因素分析[J]. 清华大学经管学院科技论文库, 2003
- [45]赵阳. 浅谈企业并购与协同效应理论[J]. 理论导刊, 2004, (09): 40-42
- [46]周小春, 李善民. 并购价值创造的影响因素研究[J]. 管理世界, 2008, (05): 134-143
- [47]周渊. 企业多元化并购绩效研究综述[J]. 商业会计, 2012(15): 32-33
- [48]曾玉琼. 基于改进的平衡计分卡下对苏宁电器并购红孩子的绩效评价[D]. 东华理工大学, 2018
- [49]赵息, 刘佳音. 并购支付方式影响我国上市公司并购绩效的实证研究——基于

事件研究法与财务报表分析法的比较研究[J]. 电子科技大学学报(社会科学版). 2014(1): 51-56

[50]张本照, 盛倩文. 互联网金融企业的并购绩效分析. [J]. 财会月刊, 2016(29): 46-51

后 记

韶光易逝，时间一去不复返，研究生生涯即将画上圆满的句号。回忆往昔，感慨万千。从懵懂无知的青葱少年到即将步入社会的立志青年，这七年来，母校不仅教会我做人的道理，还灌输于我更多知识的财富。流过泪，洒过汗水，收获了青春的无畏和前进的力量。在此，向所有帮助过我的老师，同学，朋友致以最崇高的敬谢。

回看来时的路，离不开父母的鼎力支持，正是因为父母无条件的鼓励和关怀，让我在花季年华绽放出自己的美丽，谢谢你们。

当下，我的导师，是一位和蔼慈祥的老师。您有着深厚的知识底蕴，您有着广阔的眼界胸怀。不仅在学术方面帮助我“传道解惑”，更在我的人生道路上扮演着“指明灯”的作用。尤其是在论文写作中，您在百忙之中仍旧抽出宝贵时间，给我提出论文问题和意见，耐心教导我论文重要的写作思路，才使得我的毕业论文能够顺利完成。在此，对您说声“谢谢”！还有我的答辩老师们，谢谢你们在开题、预答辩过程中，对我的论文提出的针对性问题和建议，让我收获颇深。

感谢我的同学。缘分，让我们这里相遇，是你们让我的生活变得丰富多彩，让我变得更加自信坚强。感谢我的师门兄弟姐妹们，谢谢你们，对我论文修改过程中的点拨。

最后，感谢会计学院全体老师的辛勤工作！