分类号_____　　密级　_____
U D C _____　　编号　_____

兰州财经大学
LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕 士 学 位 论 文

（专业学位）

论文题目　中鼎集团并购德国 TFH 公司的策略研究

研　究　生　姓　名：　李红敏

指导教师姓名、职称：　安占然　教授

学 科、专 业 名 称：　应用经济学　国际商务

研　究　方　向：　企业国际化运营与发展

提　交　日　期：　2021 年 5 月 25 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：李红新　　　　签字日期：2021.5.25.

导师签名：安立[illegible]　　　　签字日期：2021.5.25

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：李红新　　　　签字日期：2021.5.25.

导师签名：安立[illegible]　　　　签字日期：2021.5.25

Research on Zhongding Group's M&A Strategy of German TFH Company

Candidate : Li Hongmin

Supervisor: An Zhanran

摘要

随着经济全球化的发展，跨国并购逐渐成为中国上市企业快速融入国际市场的主要途径。中鼎集团作为中国汽车非轮胎橡胶零部件行业的领军企业，通过多次海外并购，积累了相对丰富的经验，取得了显著的成果。目前大多数学者对跨国并购研究主要从风险和绩效方面展开，对并购策略涉及较少，故本文以中鼎集团规模最大的一次并购案——并购德国TFH为例，针对并购策略进行全面研究。

本文通过对跨国并购案例的介绍，首先，从并购前的目标选择、并购类型；并购中的估值、融资和支付；并购后的整合，这几个方面对策略进行全面剖析。其中，对于并购目标的选择，综合考虑目标国的发展状况和政策环境，选择符合集团发展战略、拥有先进技术并处于行业领先地位的公司；基于获取汽车冷却技术和拓展欧洲市场的并购目的，将并购类型确定为横向并购；在估值的方式上，使用收益法将TFH公司的品牌效应、客户资源、核心技术等充分地反映出来；在融资策略上，考虑集团的资本结构和偿债能力，选择债务融资方式；为了增加并购成功率，获得确定的现金收益，集团在自身可承受能力范围内选择现金支付；在并购后的整合策略上，集团吸收TFH公司先进技术、优秀供应渠道，派驻管理及财务专员实施财务数据整合，保留其原有的高级管理层人员。其次，运用事件研究法和财务指标法对策略实施的效果进行评价，分析得出集团股东财富在短期内增加；营运能力和发展能力有所上升，但是偿债能力和盈利能力略有下降。说明并购策略发挥了一定的积极作用，但是依然存在问题。再次，通过分析存在的问题和成因得出：国内跨国并购的中介机构服务能力有限导致对目标公司的尽职调查缺乏深度；估值能力的不足引起商誉未来的减值风险大；举债融资方式加大了融资风险；单一的现金支付方式加重集团资金流动的压力；并购后期整合效率低下导致协同效应不乐观。最后，针对中鼎集团在并购策略实施过程中出现的问题，提出以下优化建议：合理安排并购前的准备工作；提高集团对目标公司价值的评估能力；拓宽并购融资渠道；采取多种支付手段；重视对并购后的有效整合。同时，对同行业的跨国并购策略制定提出启示：加强对跨国并购专业人才的培养；发展多元化融资渠道；慎重选择并购目标；提高对并购后的整合质量。

关键词：并购动因 估值策略 融资策略 整合策略 并购效果

Summary

With the development of economic globalization, cross-border mergers and acquisitions have gradually become the main way for Chinese listed companies to quickly integrate into the international market. As a leading company in China's automotive non-tire rubber parts industry, Zhongding Group has accumulated relatively rich experience and achieved remarkable results through many overseas mergers and acquisitions. At present, most scholars' research on cross-border mergers and acquisitions is mainly from the aspects of risk and performance, and less involved in mergers and acquisitions strategies. Therefore, this article takes Zhongding Group's largest merger and acquisition case-the German TFH merger as an example, and conducts in-depth research on mergers and acquisitions strategies.

This article introduces cross-border mergers and acquisitions cases, first, from the target selection before mergers and acquisitions types; valuation, financing and payment in mergers and acquisitions; integration after mergers, these aspects of the comprehensive analysis of the strategy. Among them, for the selection of M&A targets, comprehensive consideration of the development status and policy environment of the target country, selection of companies that are in line with the Group's development strategy, possess advanced technology, and are in a leading position in the industry; based on the acquisition of automotive cooling

technology and the expansion of the European market, the type of merger is determined as horizontal merger; in the way of valuation, the income method is used to reduce TFH's Brand effect, customer resources, core technology, etc. are fully reflected; in terms of financing strategy, the Group's capital structure and solvency are considered, Choose debt financing methods; in order to increase the success rate of mergers and acquisitions and obtain certain cash benefits, the group chooses cash payments within its own affordability; in the post-merger integration strategy, the group absorbs TFH's advanced technology and excellent supply channels and assigns management And the financial commissioner implements the integration of financial data and retains its original senior management personnel. Secondly, using event research method and financial indicator method to evaluate the effect of strategy implementation, the analysis shows that the wealth of group shareholders will increase in a short period of time; operational capacity and development capacity have increased, but solvency and profitability have declined slightly. It shows that the M&A strategy has played a positive role, but there are still problems. Third, by analyzing the existing problems and causes, it is concluded that the limited service capabilities of domestic intermediary agencies for cross-border mergers and acquisitions have led to a lack of depth in due diligence on the target company; insufficient valuation capabilities have caused a large risk of

future impairment of goodwill; increased debt financing methods Increased financing risks; a single cash payment method aggravated the pressure on the Group's capital flow; low integration efficiency in the later stage of mergers and acquisitions led to a lack of optimism in synergies. Finally, in response to the problems encountered by Zhongding Group in the implementation of the merger strategy, the following optimization suggestions are put forward: reasonable arrangements for pre-merger preparation; improving the Group's ability to assess the value of the target company; rationally choosing merger financing channels; adopting multiple payment methods ; Attach importance to effective integration after mergers and acquisitions. At the same time, it provides inspiration for the formulation of cross-border mergers and acquisitions strategies in the same industry: strengthen the training of cross-border mergers and acquisitions professionals; develop diversified financing channels; carefully choose merger targets; improve the quality of post-merger integration.

Keywords: M&A motivation; Valuation strategy; Financing strategy; Integration strategy; Merger effect

目录

1 引　言.....1
1.1 研究背景.....1
1.2 研究目的及意义.....1
1.2.1 研究目的.....1
1.2.2 研究意义.....2
1.3 研究内容与框架.....2
1.4 研究方法.....3
1.5 论文的创新点及不足.....4
1.5.1 创新点.....4
1.5.2 不足之处.....4
2 相关理论基础与文献综述.....5
2.1 理论基础.....5
2.1.1 竞争优势理论.....5
2.1.2 协同效应理论.....5
2.1.3 横向并购理论.....5
2.2 文献综述.....6
2.2.1 跨国并购的动因.....6
2.2.2 跨国并购的策略.....7
2.2.3 跨国并购效果评估方法.....11
2.3 文献简评.....12
3 中鼎集团并购德国 TFH 的案例介绍.....13
3.1 并购双方.....13
3.1.1 中鼎集团简介.....13
3.1.2 德国 TFH 简介.....15
3.2 并购过程.....16
3.3 并购动因.....16
3.3.1 获取核心技术和生产工艺，实现集团战略目标.....16
3.3.2 布局新能源汽车行业，完善集团产业链.....17

3.3.3 开拓国际市场，获取协同效应.....18
4 中鼎集团并购德国 TFH 的策略及效果分析.....19
4.1 中鼎集团并购德国 TFH 的策略分析.....19
4.1.1 并购目标的选择策略.....19
4.1.2 并购类型的确定.....20
4.1.3 估值策略.....21
4.1.4 融资策略.....24
4.1.5 支付方式的选择策略.....26
4.1.6 并购后的整合策略.....27
4.2 并购后的效果评估.....29
4.2.1 短期内股东财富增加.....29
4.2.2 偿债能力下降.....33
4.2.3 营运能力提高.....38
4.2.4 盈利能力下降.....40
4.2.5 发展能力提高.....42
4.3 本章小结.....44
5 本案并购策略存在的主要问题及成因.....45
5.1 并购策略存在的问题.....45
5.1.1 高估值导致商誉减值风险大.....45
5.1.2 融资方式存在较大风险.....45
5.1.3 现金支付产生较大资金压力.....46
5.1.4 并购后协同效应不乐观.....46
5.1.5 对目标公司的尽职调查缺乏深度.....47
5.2 并购策略问题形成的原因.....48
5.2.1 跨境并购的估值能力不足.....48
5.2.2 收购资金主要来源于负债.....48
5.2.3 采用单一的现金支付方式.....48
5.2.4 跨国并购对后期整合带来挑战.....48
5.2.5 国内跨国并购的中介机构服务能力有限.....49

5.3 本章小结.....49
6 建议与启示.....50
6.1 结论.....50
6.2 对中鼎集团跨国并购策略的优化建议.....51
6.2.1 提高集团对目标公司的价值评估能力.....51
6.2.2 拓宽并购融资渠道.....51
6.2.3 采取多种支付手段.....51
6.2.4 重视并购后的有效整合.....52
6.2.5 合理安排并购前的准备工作.....52
6.3 对同行业企业开展跨国并购的启示.....52
6.3.1 加强对跨国并购专业人才的培养.....52
6.3.2 发展多元化融资渠道.....53
6.3.3 慎重选择并购目标.....53
6.3.4 提高并购后的整合质量.....53
参考文献.....55
后 记.....61

1 引　言

1.1 研究背景

随着中国经济的全面发展和资本环境的日益完善，近年中国政府出台了有关政策以鼓励国内企业“走出去”，如今跨国并购已成为中国企业进入国际市场的主要途径。其中，汽车零部件行业在中国国内市场竞争激烈，虽然技术研发投入力度增大，但是与国外优秀企业存在较大的差距。在经济高速发展的新阶段，中国企业力图抓住行业发展机遇，逐渐融入国际市场，借助国外企业的先进技术和销售渠道推动国内汽车零部件产业的发展。

安徽中鼎控股（集团）股份有限公司（以下简称“中鼎集团”）作为中国非轮胎橡胶零部件行业的龙头企业，现已拥有下属企业 30 余家，海外企业 10 余家，通过海外并购在美国、德国等地拥有多个细分领域的销售冠军企业。2003 年中鼎集团首次走出国门设立了美国公司，展开了对美国 MRP、BRP、COOPER 等汽车零部件尖端密封技术领域公司的并购，提升了集团在油封产品方面的技术研发和专业化制造能力，显著提高了集团的国际化水平。2014 年中鼎集团开始布局欧洲市场，先后完成了对德国 KACO、WEGU、AMK 和 TFH 公司的并购，积累了较为丰富的海外并购经验，提升了集团在密封系统、降噪减震底盘系统、空气悬挂及电机系统和冷却系统等领域的市场占有率，销售额排名在 2019 年迅速上升至第 13 位。本文选择研究中鼎集团对德国 TFH 公司的并购策略，基于四个方面考虑：一是中鼎集团的迅速发展主要是依靠并购海外优秀企业以获取技术和市场资源，研究其海外并购具有重大意义；二是中鼎集团在美国的并购经历相对于德国并购时间较远，且那时的国家政策不够完善，国际并购环境不够稳定，当前德国的并购经历更具有时效性；三是中鼎集团在德国先后并购了不同领域的四家公司，由于四次并购的规模逐渐增大，经验逐渐成熟，在前三次并购案的基础上对 TFH 公司进行研究更具有深度；四是海外并购涉及并购绩效、并购风险、并购策略等多个方面，由于针对中鼎集团海外并购策略这一问题研究较少，且大多数学者只针对并购中的某个环节进行研究，故本文从整个并购过程的实施策略进行研究具有全面性。

1.2 研究目的及意义

1.2.1 研究目的

本文以中国非轮胎橡胶制品企业的龙头老大——中鼎集团对德国 TFH 公司的并购

案为例，研究在并购过程中实施的各种策略，通过效果评估结果分析存在的问题和成因，清晰地展现中鼎集团海外并购的发展状况，总结出更利于集团未来跨国发展的相关建议，并对中国非轮胎橡胶制品企业进入德国市场提供借鉴和参考意义。

1.2.2 研究意义

（1）理论意义

随着世界经济的发展变化，跨国并购进入了新时期，面临着许多新的机遇与挑战，需要新的案例来补充和完善现有的跨国并购理论。本文通过研究中鼎集团对德国 TFH 公司的并购策略，一方面可以对现有的企业并购理论进行佐证，另一方面可以扩充跨国并购策略研究的相关案例。为中国汽车零部件企业更好地“走出去”提供一个科学的、具备可操作性的跨国并购实施策略的理论参考模板，加大企业跨国并购相关理论在实践中的具体运用。

（2）现实意义

中国的汽车零部件行业虽然在近几年发展迅猛，但是到目前为止，中国也仅有两家企业进入了全球 50 强行列，优质企业数量在全球并不占据优势。作为汽车零部件行业的标杆企业，中鼎集团通过并购国外优质企业，获取其先进技术、工艺和优秀供应商渠道来加快自身发展。但是目前未有学者针对中鼎集团并购德国 TFH 公司的策略进行研究，所以此案例具有重要的研究价值。

1.3 研究内容与框架

本文内容分为六个部分，内容安排如下：

第一部分为引言，介绍了本文的选题依据、研究目的、研究意义和主体框架，并阐明论文的创新点与不足。

第二部分为理论基础与文献综述，这部分介绍了企业并购的相关理论基础，梳理了国内外关于跨国并购动因、并购策略和并购效果的文献，归纳了对中鼎集团此次并购所需的理论研究。

第三部分为中鼎集团并购德国的案例介绍，主要介绍了中鼎集团和 TFH 公司的基本情况、交易过程和交易动因。

第四部分为中鼎集团并购 TFH 的策略和效果分析，是本文的重点部分，内容包括并购策略和并购后效果评估。并购策略主要有并购目标选择策略、估值策略、融资策略、支付方式选择策略和并购后整合策略。并购效果侧重于企业价值和财务绩效两个方面进

行分析。

第五部基于并购效果评估的结果，指出中鼎集团在实施跨国并购策略过程中存在的问题及出现这些问题的主要原因。

第六部分为建议与启示。总结全文，对中鼎集团在未来实施跨国并购策略方面提出相关建议，并对同行业企业的跨国并购策略实施提出相关启示。

本文的具体结构框架如下：

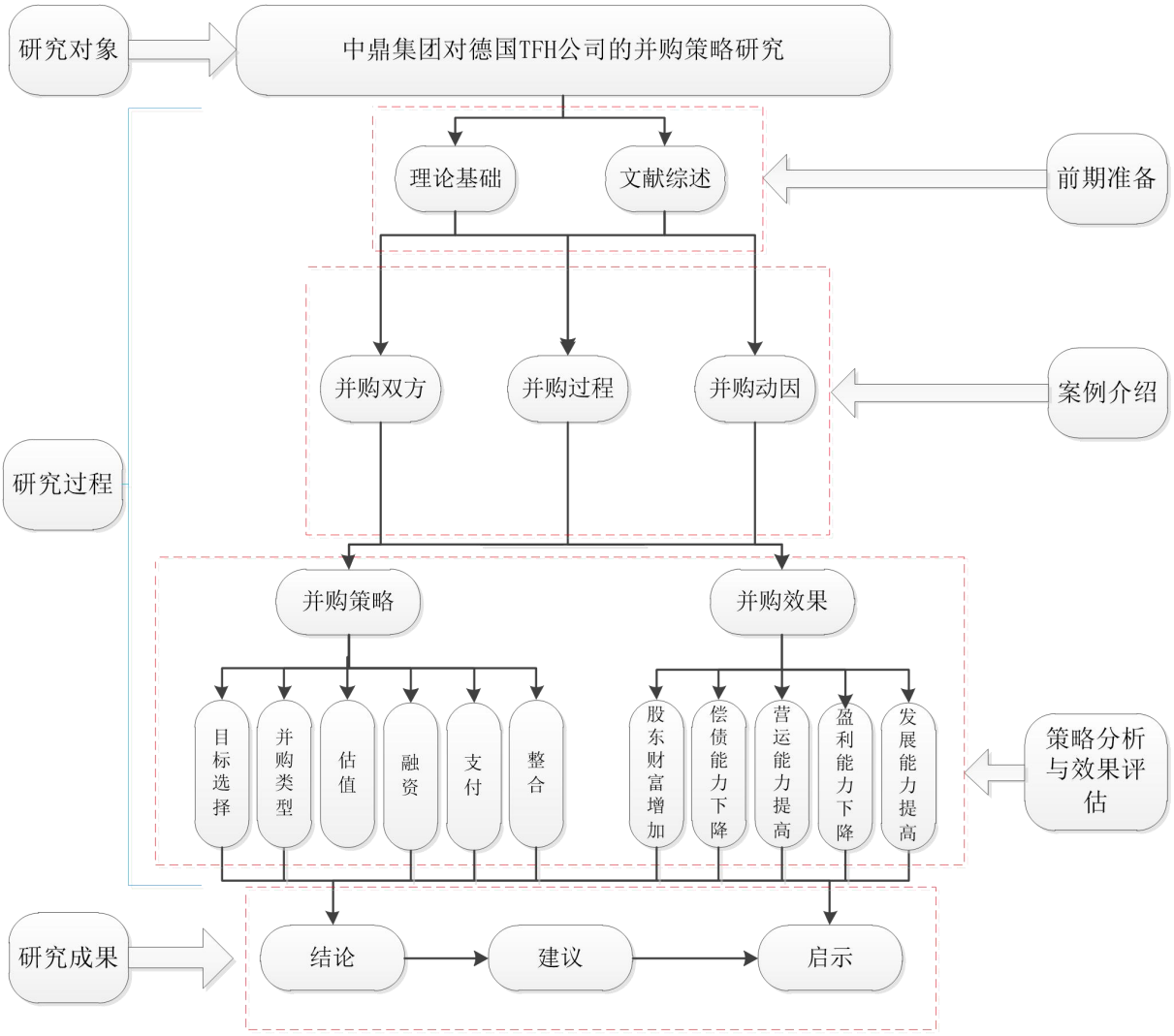

图 1.1 技术路线图

1.4 研究方法

（1）文献研究法。本文通过对跨国并购动因、并购策略和并购后的效果评估方法等相关文献进行梳理总结，为中鼎集团并购德国 TFH 的策略研究奠定理论基础。

（2）案例分析法。本文选取最具代表性的中国汽车零部件行业的龙头企业——中鼎集团，对并购双方、并购过程和并购动因进行介绍；深入分析中鼎集团跨国并购 TFH 的并购策略和实施效果；最后总结全文，并提出建设性意见。

（3）定性与定量相结合的分析方法。在具体研究过程中，针对中鼎集团跨国并购查阅了相关数据，对特定事件和案例进行定性和定量分析，提高了论证质量。

1.5 论文的创新点及不足

1.5.1 创新点

中鼎集团作为中国汽车零部件行业的领先者，通过多次跨国并购迅速发展壮大。目前国内外学者对它的研究主要集中在跨国并购风险、绩效、融资方面，而在策略方面涉及较少，而且大多数学者只针对并购中的某个环节进行策略的分析，如估值环节研究估值策略、融资环节研究融资策略，缺乏对完整跨国并购策略的系统研究。本文选择中鼎集团规模最大的一次跨国并购案例——对德国 TFH 的并购，针对并购前、并购中、并购后的策略规划和实施进行全面剖析，这是本文的创新点。

1.5.2 不足之处

由于每个企业的资本结构、发展战略等状况的不同，对于中鼎集团一个案例的分析并不一定全面适用于同行业企业，所以根据本文提出的启示具有一定的局限性。

2 相关理论基础与文献综述

2.1 理论基础

2.1.1 竞争优势理论

1990 年迈克尔·波特首次提出了竞争优势理论，理论指出国家的竞争力取决于企业发展的竞争优势，而企业的竞争优势主要体现在三个方面：产品差异化、总成本领先和生产专一化。其中，产品差异化是指属于同行业内的企业通过提供具有差异性的产品，区别于市场上的竞争对手而获取竞争优势。总成本领先是指在特定的生产规模和生产效率水平上，通过降低企业内部的生产经营成本和管理费用，获得竞争优势。生产专一化指企业在市场搜寻的过程中，将目光转移到某一特殊群体，对其进行产品设计与生产，这样既简化生产流程，又提高效率，而且客户资源相对稳定，使企业在广阔的市场上能够争得一席之地。

2.1.2 协同效应理论

1971 年德国物理学家赫尔曼·哈肯提出了协同效应理论，简单表示为“1+1>2”，指在同一个系统中的各个部分相互协作产生的效率大于各个部分单独作用的总和，从而产生有利于各方的额外效应。协同效应分为内部和外部两种情况，内部协同效应反映于企业的生产、管理、销售等方面，通过对共有资源的有效配置和共享，产生有利于各个部门的整体效应。外部协同效应指位于同一群体中的企业由于相互合作、共享对方资源，产生财务、管理和经营协同效应。其中，财务协同指并购双方通过后期的财务整合，以降低财务成本、合理避税等途径获得资产增值；管理协同主要指管理能力存在差异的两家企业通过并购，整合资源，获得管理能力的提升；经营协同指并购后的企业通过降低内部交易成本、扩大市场规模获得企业的价值增值。

2.1.3 横向并购理论

横向并购是指同一行业范围内企业之间的合并，多发生于企业产品生命初期，该时期企业的主要目标是抢占市场资源和减少市场竞争对手，通过并购同行业企业获取先进技术、市场供应渠道资源来提高自身的发展速度。并购后，企业之间的外部交易会变成内部交易，从而降低交易费用，实现规模经济，减少市场上的竞争对手，提高行业集中度，促进资源的有效配置，增强总体的抗风险能力。此外，处于衰退期的企业也可以通过横向跨国并购，利用对方市场渠道实现产品的对外销售，在一定程度上改善经营环境。

2.2 文献综述

2.2.1 跨国并购的动因

（1）资源寻求

生产资源是企业在生产环节不可或缺的物质条件，Anderson 和 Xiao（2016）发现当企业由于国内环境的约束导致自身资源出现紧缺时，会将资源获取渠道转向国外，利用跨国并购方式获取被并购企业的生产资源。基于中国投资驱动和出口导向型的经济增长模式，Deng（2004）研究发现即使国内生产资源充足，中国企业也会因为国外成本低的生产资源，而通过跨国并购使目标所在国成为廉价原材料、零部件的供应基地，实现交易的内部化。除了生产资源，李晓红（2010）还发现当企业发展到一定规模，为了尽快实现对外扩张的战略计划，跨国并购成为了企业获取国外战略资源的有效途径。而张子煜和谭诗琪（2019）从管理的角度来看，跨国并购双方力图通过对国外行业相似企业的并购，获取被并购企业的先进管理资源。魏然（2019）认为拥有丰富管理资源的公司也会进行跨国并购，通过并购管理上存在劣势的公司，将企业富足的管理资源与被并购企业的管理效率相结合，达到优势互补提升并购双方的管理能力。除了对单一资源的获取之外，王晔（2018）发现有些中国企业进行跨国并购是为了获取企业保持可持续发展的自然资源、品牌资源、管理资源等。

（2）市场寻求

在国内市场达到饱和、产能过剩状态下，王晔（2018）认为企业会通过跨国并购途径打开国外市场。然而王建卿和周民良（2009）认为即使国内市场未饱和，企业也会基于获取国外市场而选择跨国并购。考虑到企业的经营性质，对于较高的市场准入门槛，Mamoru（2013）发现有些企业会通过跨国并购获取目标企业的销售渠道拓宽国际市场。樊燕萍和张永安（2013）认为企业要想尽快地扩大国外的市场份额，提高产品的市场占有率，跨国并购是一条最有效的途径。N D Chaynov（2018）通过对世界范围内发生的并购事件进行实证研究得出，全球连续并购企业的重要目标是扩大规模和增加市场势力。单宝（2007）发现跨国并购是一条合理避开国外市场的反倾销壁垒、迅速进入国外市场的有效捷径。薛安伟（2020）研究产品的生命周期，认为企业可以通过跨国并购国外同类型的企业，将国内处于衰退期的产品销往国外市场，提升企业的销售额。唐士奇和张畅（2013）通过对商业银行的境外并购研究，指出追求规模经济效应和增加市场占有度是商业银行进行境外并购的主要动因。廖东升（2017）指出我国制造业企业通过海

外并购，可以获取目标企业的分销渠道和客户，让企业迅速地占领东道国市场，取得战略性发展。

（3）技术寻求

先进技术可以提升企业规模经济效应、降低研发成本，大多数新兴企业进行跨国并购的主要目的是获取被并购方的先进技术资源。有的企业在自身发展受到局限的情况下，为了降低研发成本和提升核心竞争力而进行国外技术获取。站在发展中国家企业的角度，Mathews（2006）认为可以通过对国外优秀企业的并购，获取国外先进技术，提高企业的技术水平，增强在国际市场上核心竞争能力。Renze（2009）利用西班牙企业层面的数据进行研究发现，并购国外技术领先的企业会减少自身内部研发的力度。吴先明和苏志文（2014）发现企业可以通过海外并购跨越知识产权保护政策获得被并购企业先进的生产工艺和技术。温小杰（2009）从对外贸易条件的角度出发，认为可以通过跨国并购提高本企业出口产品的技术含量，改善对外贸易条件。钱鑫和朱信凯（2015）从发展条件考虑，指出企业进行跨国并购迅速融入国际市场，可以接触到国际先进技术资源。对于创新型公司，韩贺洋（2019）认为跨国并购可以整合目标企业的研发人员、机构、研发能力，加快并购企业技术的创新发展。王静（2020）提出创新型企业很有必要选择跨国并购这条道路来提升创新效率。对于民营企业，孙华鹏（2014）通过与西方企业跨国并购驱动因素进行对比，得出获取核心技术是激发跨国并购的特色因素。知识产权作为技术创新的成果表现，Azizjon（2017）发现一个国家实施了旨在加强当地知识产权的改革后，跨境并购的数量会呈现显著的上升，说明知识产权的获取也是影响跨国并购的一大重要因素。

2.2.2 跨国并购的策略

（1）并购目标

企业的跨国并购目标主要针对国外并购区位的选择和并购企业的选择。

大多数学者认为东道国的制度质量是影响中国企业进行跨国并购区位选择的一大因素。俞萍萍和赵永亮（2015）研究发现中国企业比较青睐制度质量良好的国家。朱捷和任荣明（2018）认为制度质量不是衡量并购发生的最主要因素，双边投资协定会对较差的制度质量进行弥补。高翔和李凌（2019）指出企业出于避税动因会选择高税率的国家。将国家制度细分，郭健全和袁园（2015）认为中国企业站在政治制度方面考虑，会优先选择政治制度完善的国家进行跨国并购投资，在经济制度方面，中国企业倾向于选

择经济制度自由的国家，在文化制度方面，中国与东道国之间的文化距离与中国企业跨国并购的区位选择距离呈正向关系。而另一些学者认为东道国的经济社会发展水平也从很大程度上影响着中国企业对外并购的区位选择。李鸿阶和张元钊（2012）研究发现东道国的地理位置、自然环境、经济社会发展水平和管理水平会对中国企业的跨国并购目标的选择产生重大的影响。郭建全和江蕙婷（2015）研究了人类发展水平对中国企业跨国并购区位选择的影响，认为两者之间存在正的影响关系。

对于跨国并购目标企业的选择，更多企业出于目标企业地理位置和发展状况。Portes（2005）认为地理位置较近的两个国家的企业更容易促成并购的发生。薛新红和王忠诚（2019）从国家金融发展的角度分析，发现具有融资效应的发展中国家更能吸引国外企业的并购投资，但是融资效应并不乐观。

（2）并购类型

大多数企业会根据自身所处的生命周期进行并购类型选择。姚益龙和赵慧（2009）发现处于成长期的企业会选择横向并购方式，处于成熟期时，大多数会进行纵向和混合并购，而进入了衰退期，倾向于选择能够有效改善企业绩效的混合并购，潘昶靓（2013）通过实证研究得出相同的结果。而李豫湘和李丽（2015）认为成熟型企业一般选择纵向并购，衰退型企业比较热衷于横向并购。当对产业和企业同时进行考虑时，刘焰（2014）分析得出成长期时的产业和企业倾向于选择横向并购；当产业、企业都处于成熟期时，选择纵向并购；当产业处于成长期，而企业处于成长和成熟期时，会偏向于选择混合并购。

除了企业的生命周期，对并购绩效的追求也会影响企业并购类型的选择，不同性质的企业会选择不同的并购类型。赵鹏和孙亚范（2019）在逆经济周期背景下，提出横向并购有利于中国制造企业提升跨国并购绩效。王新红和张转军（2019）从公司创新投入的角度来看，得出横向并购与纵向并购和多元化并购进行比较，对创新投入的正向影响更加显著。张弛和余鹏翼（2017）通过研究发现横向技术并购对企业并购绩效具有抑制作用，纵向技术并购对企业并购绩效具有促进作用，多元化技术并购对企业并购绩效影响不显著。而韩忠雪和王闪（2013）发现多元化并购可以有效降低运营风险，获得较高的市场价值。贺珊和杨超（2020）也从风险角度出发，得出相关性并购风险较小，而非相关性并购风险相对较大，企业通过并购不同的行业，可以分散一定的市场风险。宋淑琴和代淑江（2015）认为非相关并购的绩效没有相关并购显著。具体到企业发展过程中的战略部署，刘月（2019）分析出横向并购可以充分利用被并企业的资源、节约外部交

易成本。

（3）估值方法

目前较为广泛使用的企业估值方法主要有成本法、收益法、市场法和实物期权法。

学者对成本法的计算方法和适用条件做出了相关的研究，李长青（2016）指出成本法是以目标企业的财务数据和市场价格水平为依据，对企业的建造成本进行合理的预估，排除了主观因素的影响。滕涛（2019）认为成本法还需要建立在企业资产关联度不强和能够准确计算的前提下。

收益法是依据资产未来预期收益经折现或资本化处理来估测资产价值，但有学者发现原始收益法在使用过程中会出现问题，陈蕾和谷梦迪（2013）从周期性公司的角度出发，研究发现使用蒙特卡罗法可以弥补收益法的不确定性预测。许世珍（2020）针对软件行业进行了分析，发现收益法存在收入增长率高估、折现率参数确定随意和成本费用低估等问题。

市场法是以现实市场上的参照物来评价估值对象的现行公平市场价值，具有估值数据直接取材于市场的特点，在各种估值技术中简单有效。但尤小雅（2019）发现市场法存在对权益性投资估值不准确的难题，胡晓明（2013）针对此问题对乘数的影响因素进行分析，发现可以通过相关计算来判断价值是否被高估。胡晓明和孔玉生等（2015）基于行业差异性理论，对价值乘数的非对称性进行分析，得出了不同价值乘数的行业适用性，形成不同行业与价值乘数之间的双向匹配关系，能够更好地适用市场法进行企业估值。

实物期权法是对具有不确定性投资结果的非金融资产的一种投资估值方法，它可以有效考虑企业发展的灵活性和经营的波动性，充分反映目标企业未来投资机会的价值。葛翔宇和周艳丽（2017）认为在运用此方法时需要充分考虑估值人员专业知识对目标公司价值评估的影响。徐众和季颖（2020）认为实物期权定价法适用于处于亏损状态或盈利能力较差的目标企业，通过对经营发展的波动性和灵活性进行全面的考量，提升估值结果的准确性。

（4）融资方式

学者基于不同的角度对融资方式进行了分类，也有的学者将不同融资方式进行组合分析。张雅荃（2020）通过对并购融资方式的介绍，提出企业在并购融资过程中要从自身的发展状况和行业环境考虑，谨慎选择融资方式。Yuyang Zhang,ect.（2020）从融资来源分析发现：外部融资对企业资金管理具有一定的挑战性，需要制定相应的管理计划

降低财务风险，而内部融资要全面考虑市场动向对企业的经营影响。Guoshu Dong, ect.（2020）主要针对内部融资进行分析，认为这是一种融资风险较小的方式，既降低了融资成本，又拓宽了融资渠道。方程（2019）通过对多种融资方式的优劣进行对比分析，认为自有资金和股票发行融资相结合，可以有效解决银行贷款期限限制的问题；通过和上市企业的大股东合作收购目标公司，再利用发行股票的方式回笼资金，既提高了并购成功率又扩大了融资渠道。

（5）支付方式

企业在跨国并购中的支付方式主要有现金支付和股权支付，具体选择需要考虑企业自身的资金状况和发展需要。

企业在很多情况下会考虑选择现金支付方式。Martynova（2009）基于融资优势理论，得出企业在自身资金流量充足的情况下可以采用现金支付，节省利息费用。Karampatsas（2014）站在企业信用评级的角度，认为企业的优秀评级报告会向并购方传递出良好生产经营效率的信息，使得并购方乐于采取现金支付。陈浩和刘春林（2016）通过对企业高管的晋升政策分析，得出企业随支付决策风险承担能力的提高会倾向于现金支付。王新红和唐雪琪（2017）从企业的各项财务指标进行研究发现，越是现金流充足的企业越乐于选择现金支付。但周菊和陈欣（2019）发现现金支付会抑制并购溢价，用股权支付可以有效提高企业的并购绩效。周绍妮和王惠瞳（2015）也认为股票支付方式明显改善了企业的并购绩效，而且还可以促进股权结构的优化。蓝发钦等（2018）在企业股价估值较高的情况下，认为股权支付是相对合适的。陈舒婷（2020）综合分析了现金和股权支付方式的利弊，认为现金支付具有方便快捷、费用低的特点，但是会给企业带来巨大的财务压力，影响日常经营运转速度；股权支付可以有效解决筹资难题，而且不会因自身资金实力限制并购规模，但是会稀释并购方股东的控制权。

（6）并购后整合

学者对于企业跨国并购后的整合关注点主要放在了战略整合、品牌整合、人力资源整合和财务整合上，对具体整合过程做出了详细的研究。

在进行战略整合时，杜瑞丽（2016）认为战略计划的制定可以有效提升企业的整合效率，制定内容主要包括整合要素的分解、环境的分析、方法的选择等。夏华光（2016）根据交易环境、并购规模和行业差异性，对战略整合中的公司发展愿景、经营战略等要素进行合理调整。对于双方品牌的整合，胡俊男等（2012）认为品牌整合就是对营销资源进行重新配置，主要涉及品牌提升、独立和边缘化环节。丁利剑和何佳讯（2016）提

出整合程度与速度是影响品牌整合效率的重要影响因素。员工是企业稳定发展的根基，应勇（2018）提出了企业在并购重组中要做好对被并购公司员工的安抚、安置工作。徐尧（2019）从防止高级管理者的流失、构建通畅的信息渠道、优化企业文化等方面对人力资源的整合展开论述。财务是企业并购整合中重中之重，刘建（2020）通过制定一套对并购双方都行之有效的财务政策，达到经济和社会效益最大化的目标。于快和徐大展（2020）针对并购后企业整合目标不明确、资金运营系统不完善等问题，提出调整财务整合目标、调配优秀财务管理人员、构建完善财务制度等解决方法。

2.2.3 跨国并购效果评估方法

企业跨国并购效果评估方法主要有以下几种：

财务绩效指标法，是企业日常经营管理活动的一套衡量指标，任高菱子（2013）和刘良坤（2012）都针对吉利并购沃尔沃这个案例进行了研究，采用财务指标分析法去评价并购后的经营业绩，前者从盈利能力，营运能力，偿债能力和发展能力四个方面去分析，后者从杠杆系数，EPS，盈利能力三方面去分析。有的学者使用多种方法进行评估，曾贵荣（2018）运用事件研究法和财务指标法分析上海莱士并购邦和药业后的企业绩效。刘惠珍（2019）选择事件研究法和因子分析法评价青岛海尔股份有限公司数次海外并购行为对企业绩效的短期影响和长期影响。

经济增加值法，将企业投资获得的经济增值通过量化，衡量某段时间内企业参与的投资活动为股东创造的财富，最大的优点是能够真实地反映企业投资活动产生的实际效益。Salaga Jakub, ect.（2015）提出在绩效评价上 EVA 方法优于传统绩效评价方法的观点，相对于传统方法，EVA 在对绩效评价过程中，将企业的机会成本考虑其中，通过对数据的特殊处理，将财务数据转换成 EVA 的结构，比传统方法更加全面。在企业市值的评估方面，Alexander Wall（2016）也认为 EVA 的评价效果要优于其他传统型的指标。此外，Reddy 和 Parab（2018）将印度 50 家上市公司为研究对象，发现 EVA 的评估结果比传统指标的显著性要高。李丽燕和林斌（2017）在对林业投资效果评价的过程中发现，EVA 的使用中涉及很多的会计事项调整，计算过程较复杂，需要根据不同行业、不同企业的具体情况和特征，灵活调整特殊事项在 EVA 计算中的使用，提高评价结果的准确性。周盼（2018）发现 EVA 不仅可以评价企业的财务绩效和未来的价值创造能力，而且还可以客观地披露出企业在财务上的漏洞。

平衡计分卡法，从企业的财务、客户、内部流程和发展四个维度进行评价，主要特

点是平衡财务与非财务指标之间的比重，综合考虑企业未来发展的长期目标和短期目标。Butler（2015）认为平衡计分卡法可以有效量化企业战略目标。Sungbum Park, ect.（2017）通过案例研究各个指标体系与平衡计分卡结构之间的关系，创造出一套行之有效的选取标准。邵志超（2018）通过对饮料行业有关案例的分析，认为平衡计分卡可以作为预算管理工具，帮助企业提升预算管理的效率。朱秀芬（2018）认为平衡计分卡可以有效评估企业并购后的绩效。

2.3 文献简评

通过对国内外相关文献的阅读和梳理，对跨国并购中并购动因、并购策略和并购效果文献的简要评述如下：

在跨国并购动因方面，国内外学者的研究较为丰富，主要涵盖了对资源、市场和技术的寻求。但在目前经济新形势的发展之下，并购动因呈现多元化和差异化，在研究特定企业的跨国并购案例中，需要对具体情况具体分析。

在跨过并购策略的研究方面，国内外学者的研究较为单一，大多数学者只针对并购中的某个环节进行策略的分析，如估值环节研究估值策略、融资环节研究融资策略，缺乏对完整跨国并购策略的系统分析。本文在充分阅读相关文献后，针对中鼎集团并购 TFH 案例，对目标企业的选择、估值、融资、支付、整合等环节进行全面剖析。

在并购后形成的经济效应方面，国内外学者的研究已经较为成熟和系统，主要有财务绩效指标法、经济增加值法、平衡计分卡法。针对财务绩效指标法，学者根据研究的问题从盈利能力，营运能力，偿债能力、发展能力、杠杆系数等方面进行分析，由于选取的指标较多，对企业并购后的效果评估具有全面性和针对性；经济增加值法，是对企业投资的经济增加值进行量化，但是它只能从整体上对企业的价值变化进行评估，无法细化到具体方面。对于平衡计分卡法，在企业实践过程中，研究者基于行业和企业特点做出了相应调整，推进企业绩效管理研究的发展，但是在具体使用中难以对非财务指标进行量化。结合本文所要研究的内容，重点评价并购策略对企业绩效的影响，通过对比以上三种方法，认为财务绩效指标法更加符合本文需求。

3 中鼎集团并购德国 TFH 的案例介绍

针对中鼎集团并购德国 TFH，本章主要从并购双方、并购过程和并购动因三个方面进行案例介绍。

3.1 并购双方

3.1.1 中鼎集团简介

（1）中鼎集团的发展与经营

安徽中鼎控股（集团）股份有限公司（简称“中鼎集团”），于 1980 年创立，总部设在安徽省省级经济技术开发区—宁国。经过多年在国内外的并购投资，集团产业对国内市场几乎形成了全覆盖，国外市场主要分布在欧洲和美洲，目前已经拥有 30 多家下属企业，10 多家海外企业。中鼎集团主要专注于对橡胶密封技术的研发，产品主要有：机械基础件、汽车零部件、液压气动密封件等，其中橡胶密封件和特种橡胶制品是企业的主打产品，服务领域涉及汽车、石化、工程机械、办公自动化、铁路和船舶等。

（2）中鼎集团的海外投资情况

中鼎集团的海外投资以美国为起点，经历了“市场导向”、“技术导向”、“战略导向”三个阶段，不断提高国外市场占有率。如表 3.1 所示，在市场导向阶段，中鼎集团于 2003 年首次走出国门设立了美国公司，展开了对美国 MRP、BRP、COOPER 等汽车零部件尖端密封技术领域公司的并购，提升了集团在油封产品方面的研发和专业化制造能力，显著提高了集团的国际化水平。在技术导向阶段，中鼎集团通过对美国 ACUSHNET、德国 KACO 的并购整合，获得了美国航空航天领域和欧洲汽车领域的优秀供应渠道，通过对德国 WEGU 的并购整合，获得了全球抗震降噪的核心技术。在战略导向阶段，收购了瑞士 GM 公司，获得了欧洲充电桩领域的核心技术，通过收购德国 AMK、TFH 公司，展开了集团在空气悬挂及电机系统领域和冷却系统领域的新布局。自实施海外并购以来，集团以成为全球化汽车零部件优秀供应商为目标，逐步经过战略指引、自主经营与反向投资三个阶段，通过“全球并购，中国整合”战略，很好地实现了海外企业在中国技术与市场的双落地，其海外市场份额、核心技术竞争力和品牌效应得到了大幅度的提高，2019 年，销售额在全球排名中迅速上升至第 13 位。

表 3.1 中鼎集团海外投资历程表

时间	并购（设立）公司名称	投资方式
2003	中鼎美国公司	全资设立
2004	韩国 HST 公司、KA 公司	并购
2007	德国 Schmitter	并购
2008	美国 AB 公司、中鼎欧洲公司	并购、全资设立
2009	美国 MRP 公司、BRP 公司、中鼎密封件（美国）有限公司	并购、并购、全资设立
2010	美国井上中鼎橡塑公司	合资设立
2011	美 COOPER 公司	并购
2012	美国 ACUSHNET 公司、中鼎美国控股有限公司	并购、全资设立
2014	奥地利中鼎欧洲控股公司、德国 KACO 公司	全资设立、并购
2015	德国 WEGU 公司	并购
2016	德国 AMK 公司、法国 Solyem、奥地利 ADG 公司、瑞士 GM	并购
2017	德国 TFH 公司	并购

资料来源：根据安徽中鼎密封件有限公司年度报告（http://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vCB_Bulletin/stockid/000887/page_type/ndbg.phtml）整理所得

如表 3.2 所示，中鼎集团在全球拥有众多的仓储基地、销售基地、研发基地和生产基地，主要分布于中国、欧洲和美洲。中鼎集团目前的战略路线是通过并购海外优秀的企业，获得其工艺、技术和销售渠道，在国内进行建厂生产，最后把产品销往国内外，所以生产基地、仓储基地和销售基地主要集中在中国。在技术研发方面，集团以国家级技术中心为平台，借助德国和美国研发中心的强力支持，以企业的自主研发为主导，目前研发基地主要集中在欧洲。集团以全球化产业布局为最终目标，基于国内市场的经营规模，逐渐将生产基地转移到国外拥有充足原材料和较低生产成本的欧美，在抢占国外市场的同时，也可以促进自身生产能力的提高。

表 3.2 中鼎集团在全球的基地分布情况

单位：个

基地 / 地区	仓储基地	销售基地	研发基地	生产基地	总计
中国	20	17	1	7	45
美洲	3	1	1	8	13
欧洲	1	1	2	4	8
总计	24	19	4	19	—

数据来源：根据中鼎集团官网（http://www.zhongdinggroup.com/cn）相关数据整理所得

3.1.2 德国 TFH 简介

被并购方 Tristone Flowtech Holding S.A.S.（以下简称“TFH”）是 Bavaria France Holding S.A.S 的全资子公司，于 2010 年 5 月 22 日在法国南特商业注册处注册成立，注册资本 5 万欧元（折合人民币约 36.5 万元），运营总部位于德国法兰克福，其工厂和研发中心分布世界各地。TFH 股权结构如下：

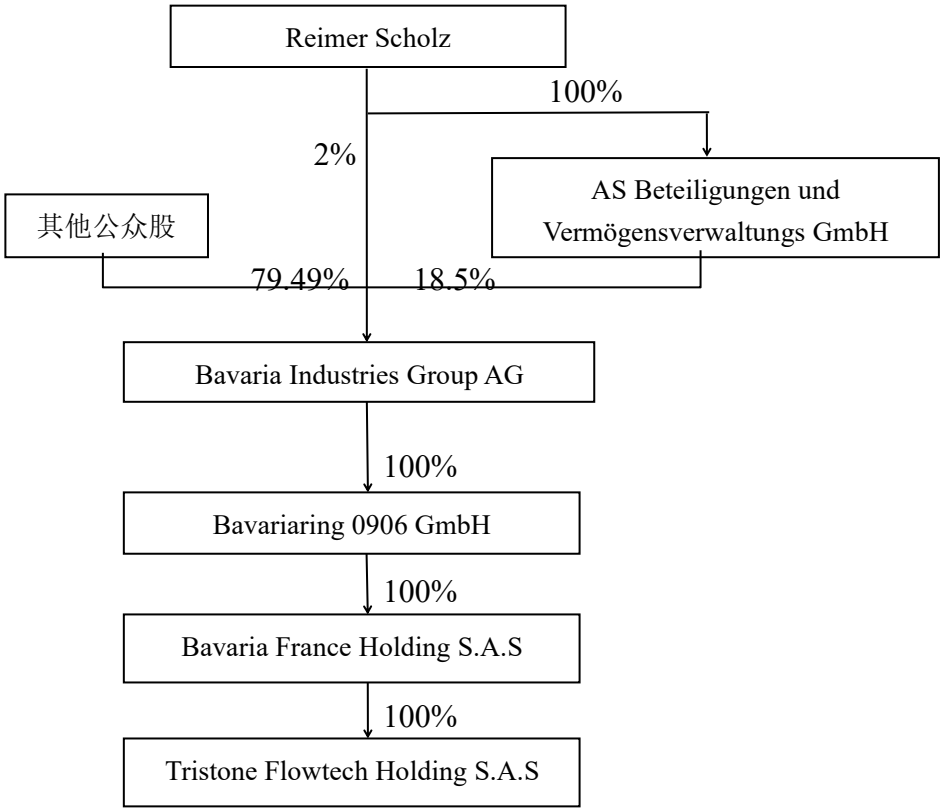

图 3.1 TFH 公司的股权结构

资料来源：TFH 公司的资产评估说明书（https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/view/vCB_AllBulletinDetail.php?stockid=000887&id=3031486）

TFH 是德国汽车零部件行业的优秀企业，专注于对汽车冷却系统技术的研发，在德国政府相关政策的鼓励下，2011 年公司开始涉足新能源汽车行业，目前产品种类主要有：发动机冷却系统产品、新能源汽车电池冷却系列产品、空气充气管件系列产品、进气管件系列产品及其他产品。销售市场主要分布在欧洲和北美洲，经过多年的高速发展，下辖 9 家生产工厂和 4 家销售技术中心。在新能源汽车的生产经营上，2016 年 TFH 生产制造的新能源汽车电池冷却系列产品占公司总销售额的三分之一，获得了宝马、雷诺、大众、沃尔沃、福特等国外汽车厂商的青睐，对其新车型的研发力度不断加大，成为了这些汽车厂商的优秀供应商。在行业市场上，2015 年 TFH 的年度销售额达到了 2.29 亿欧元，占所处细分行业市场销售总额的 13%，市场占有率排名全球第二。

3.2 并购过程

为了更好地在欧洲进行海外并购，2014 年中鼎集团在欧洲设立了全资子公司中鼎欧洲控股有限公司，此次并购事项主要由该公司负责，主要的并购流程如下：

2016 年 11 月 18 日，公司开始停盘，因为跨国并购 TFH 公司对集团内部构成了重大资产重组，前期尽职调查工作量大，容易引起股票价格的异常波动，所以为了维护投资的利益，选择停盘。

2016 年 11 月 22 日，与法国 Bavaria France Holding S.A.S 签署收购 TFH100%股权的《购买协议》。

2016 年 11 月 24 日，首次对收购 TFH 事件进行公告。

2017 年 1 月 11 日，公司就此次并购事件向安徽省发改委备案。

2017 年 1 月 18 日，安徽中联国信资产评估有限公司发布中鼎集团并购 TFH 公司所涉及的资产评估报告书。

2017 年 1 月 24 日，华普天健会计师事务所发布 TFH 公司的审计报告，安徽承义律师事务所发布关于公司并购 TFH 的法律意见书。

2017 年 2 月 15 日，公司复盘。

2017 年 2 月 28 日，并购双方的授权人共同签署了《交割备忘录》。

2017 年 3 月 7 日，发布收购 TFH100%股权完成交割公告。

3.3 并购动因

3.3.1 获取核心技术和生产工艺，实现集团战略目标

中鼎集团在中国市场拥有领先的密封技术和较高品牌知名度，市场占有率居全国第

一，但在冷却系统、抗震减噪系统等方面的研发技术远远落后于国外的优秀企业。自 2008 年开启海外并购以来，集团以成为国际领先的汽车零部件行业供应商为战略目标，牢牢把握行业高速发展的时机，迅速抢占国外市场，获取先进生产工艺，吸引国内外高端客户的目光。

TFH 作为一家专注于汽车发动机冷却系统、新能源汽车电池冷却系统的创新型公司，具有行业内领先的制造工艺和先进技术。如果此次并购成功，中鼎集团可以获取 TFH 与汽车冷却系统相关的各项生产技术，提升集团产品的核心竞争力，从很大程度上延伸产品线，为集团战略目标的快速实现打下坚实的基础。本次收购中鼎集团意在利用 TFH 在国外的优质客户资源，拓宽欧洲市场，提升集团生产制造能力，丰富产品种类，满足不同客户需求。为此，公司将以 TFH 公司为契机，继续拓展本公司业务的深度与广度。

3.3.2 布局新能源汽车行业，完善集团产业链

为了促进中鼎集团国际化发展战略的实施，集团在发展初期就制定了内部成长与外部发展相结合的计划。内部成长计划是指对企业人才的培养，集团的并购活动主要集中在国际市场上，不同国家之间的政策环境、企业文化千差万别，对集团开展跨国并购具有一定的挑战性。为了降低跨国并购风险、促进跨国并购的实施及提高项目成功率，中鼎集团展开了对跨境经营管理人才的培养，通过提高公司内部的管理能力和培养力度，提升业务人员的专业素养。外部发展计划指通过对国外优秀企业的并购，获取对方先进技术和优秀供应商渠道，促进集团国际化的快速发展。中鼎集团在中国的汽车零部件行业处于绝对的领先地位，已经连续几次登上了“全球非轮胎橡胶零部件销售额排名前 50 强”榜单。中鼎集团在发展中选择了跨国并购这条捷径，通过多次海外并购不断拓宽集团产业链，目前已涉及“密封系统领域”、“抗震降噪底盘系统领域”、“空气悬挂及电机系统领域”、“冷却系统领域”等技术领域。

TFH 具有汽车零部件行业领先的制造工艺和先进技术。在德国相关政策的鼓励下，2011 年 TFH 开始涉足新能源汽车行业，推动了新能源汽车电池冷却系列产品在混合动力汽车及纯电动汽车上广泛应用，每年销售额保持在 30%的速度增长，2016 年在新能源汽车相关产品上的销售额约占公司总销售额的三分之一。通过对德国 TFH 公司并购，中鼎集团有望进军新能源汽车行列，获取尖端冷却技术，拓宽国际市场，丰富集团产品。

3.3.3 开拓国际市场，获取协同效应

此次跨国并购中鼎集团立足于全球化战略目标，试图通过并购德国拥有先进冷却技术的领军企业 TFH，打开欧洲汽车零部件市场，通过合并 TFH 产品、生产工艺、先进技术、管理经验等资源，获取协同效应。从双方所处行业上看，中鼎集团与 TFH 公司都同属于汽车零部件行业，但是产品的具体种类有所差异，中鼎集团主要生产橡胶密封件产品，而 TFH 主要生产引擎冷却系统、空气充气管等产品。并购后，双方通过生产工艺、先进技术等知识的共享，延伸双方产品线，利用各自的市场资源，销售共有产品，提升品牌知名度，逐步开拓国际市场。

4 中鼎集团并购德国 TFH 的策略及效果分析

根据上章并购双方的介绍和并购过程的梳理，本章对中鼎集团跨国并购德国 TFH 的策略进行全面剖析，在并购之前，中鼎集团运用了并购目标的选择策略、类型的确定和估值策略；在并购过程中，运用了融资和支付方式选择策略；并购后集中公司战略、品牌、人力资源和财务这几个方面进行有效整合。并通过事件研究法和财务绩效指标法对并购后的效果进行评估。

4.1 中鼎集团并购德国 TFH 的策略分析

4.1.1 并购目标的选择策略

并购目标包括并购区位和并购企业，中国企业在选择并购对象之前一般会考虑两个方面的问题：一方面，立足于自身的对外发展战略、资本状况等，衡量是否具有对外并购的实力，另一方面，聘请专业中介机构对目标企业的竞争优势、行业地位和目标所在国的投资环境、法律制度环境进行调查研究，衡量并购风险和成本，判断是否符合企业的对外发展战略和产生协同效应。

（1）跨国并购目标区位的选择

目标区位选择作为跨国并购过程中的一种决策行为，以企业特定的并购目标为导向，通过分析区位选择的影响因素和决定因素，从多个备选目标中择出最佳的投资区位。中鼎集团对外并购的目的是拓展海外市场、获取汽车零部件行业的先进生产技术和抢占国外的丰富资源。通过调查研究，德国作为全球汽车零部件最发达的市场之一，近年来一直占据欧洲市场的主导地位，汽车零部件制造系统冷却技术和新能源汽车的发展水平在世界遥遥领先。德国政府为了促进新能源汽车的发展，针对性地提出了三大政策：一是向社会推出新能源汽车补贴，鼓励群众对新能源汽车的购置使用，每年的补贴金额达 12 亿欧元；二是推出碳排放政策，启动清洁空气计划，对清洁柴油机和新能源汽车的开发研究投入 10 亿欧元；三是鼓励领军企业加大对动力电池核心技术的研发。据有关数据显示，欧洲汽车零部件市场中德国销售额占比达到 30%左右，预计 2024 年该市场份额将增加到 40%。集团在综合分析德国在汽车零部件行业的发展、市场占比、先进技术及政策环境后，选择了德国作为本次并购的目标区位。

（2）跨国并购企业的选择

由于中鼎集团近几年尚处于发展的初级阶段，在对国外目标公司进行选择时，首先考虑的是同属于汽车零部件领域的企业，其次从中挑选出符合集团对外发展战略的备选

企业，最后选择能给集团带来最大协同效应、拥有行业内先进工艺及技术的优秀企业，力图通过并购整合提升集团对外发展速度。

德国 TFH 公司是汽车发动机和电池冷却系统的领先企业，在市场上的竞争优势主要体现在：第一，公司市场前景广阔。销售区域覆盖欧盟、北美自由贸易区、亚洲，2013 年到 2016 年，公司平均年销售增长率达到 12%，是市场容量增长率的 5 倍，其中 2015 年度的销售额为 2.29 亿欧元，占据所处细分行业市场销售总额 13%，市场占有率排名全球第二；公司下辖 9 家制造厂，4 个研发中心和销售中心，主要分布于北美和欧洲。第二，拥有众多先进生产工艺和制造技术。作为产品丰富的优秀供应商，TFH 的产品涵盖了汽车发动机和电池冷却系统产品、空气充气和空气进气管等，在全球范围内凭借自身拥有的大量发明专利和先进加工技术获得了巨大的经济收益。第三，拥有丰富管理经验和销售渠道。TFH 公司培养了众多优秀的高级管理人员，通过多年在工作中积累的丰富经验，能够轻松应对各种业务难题，而且公司重视产品和服务的高质量，建立了良好的内控制度；公司成功维持了多样化的客户群，重点集中在主要全球 OEM 供应商，没有客户超过总销售的 16%-17%，有效分散了市场风险。

综上，德国 TFH 公司符合中鼎集团拓宽国外市场的战略规划，其技术研发实力强大，有利于集团的快速发展，长期稳定成熟的团队管理经验，对集团并购后期的整合大有裨益，有利于实现企业的协同效应，所以 TFH 公司是最适合开展并购的目标企业。

4.1.2 并购类型的确定

企业的跨国并购类型主要有横向并购、纵向并购和混合并购，一般处于发展阶段的公司为了获取较大的规模经济，选择横向并购方式对目标市场上的同业企业进行并购，吸收被并购企业的生产技术和市场。处于成熟阶段的企业，在长期市场的争夺战中已经获得了一定的市场份额，此时市场上只剩下几个实力相当的公司，为了降低生产成本，扩大企业的经营范围，选择对产业链上游或者下游的公司进行纵向并购，完善企业产业链。处于衰退型的企业，原有产品的已经丧失了最初的竞争力，可以考虑通过混合并购扩大产品的销售市场和利用原有销售渠道涉足新产品的销售，充分利用并购双方的销售渠道，扩大产业经营，降低销售成本。

中鼎集团处于成长阶段，虽然市场占有率和品牌影响力在国内同行业中处于绝对领先地位，但是与国际巨头相比，技术实力和市场规模都处于劣势，为了扩大市场领域，集团将目光投向了国外市场，以成为国际领先的汽车零件行业供应商为战略方向。以获

取国外同业企业的先进技术和生产工艺为战略目标，在汽车行业高速发展的火热阶段，把握时机，迅速扩大集团在国外市场的占有率，增强集团在国际市场上的核心竞争力。逐步满足国内外高端客户的产品及技术要求，努力成为国际领先的汽车零件供应商。TFH 公司作为欧洲市场上汽车零部件行业的优秀供应商，涉及发动机冷却系统、新能源汽车电池冷却产品等，中鼎集团力图通过本次收购获取到 TFH 先进的汽车发动机冷却技术，丰富集团的产品和提升研发技术，并利用 TFH 在国外的优秀供应商渠道，增加对原有产品的销售力度和提升国外市场的占有率，为集团对外战略目标铺平道路。从并购双方的行业领域来看，中鼎集团与 TFH 公司都是属于汽车零部件行业，此次并购主要是为了获取先进技术和扩大欧洲市场，所以这次并购的类型属于横向并购。

4.1.3 估值策略

并购估值的方法主要有成本法、收益法、市场法和实物期权法。成本法指目标企业在估价时点的价值，相当于重新创建企业需要的成本。收益法站在目标企业未来盈利能力的角度，对企业整体资产在并购后获利大小进行现值计算。市场法是通过参照市场上同行业同规模企业的市场价值来对目标企业进行估值的方法，前提是需要具有合适的参照目标，且价值计算具有公允性。实务期权法适用于不确定性投资对象，估值过程中充分考虑了并购目标发展的灵活性和经营的波动性，主要反映投资主体的未来价值。因为价值评估过程中涉及的专业知识较多，需要聘请专业的中介机构，若资产评估的价格过低会影响目标公司的利益导致收购失败，评估价格过高会加重企业的财务负担。根据中鼎集团收购德国 TFH 的项目背景、评估目的和收集到的资料，针对被评估公司的属性特点，评估机构选择采用收益法和市场法。

（1）收益法

用收益法对 TFH 公司的价值进行评估时，根据 TFH 提供的经过审计的财务报表、日常经营账目、固定资产投资等，对公司涉及到的各项具有资产价值的资金与资产，以公司前几年经营年份作为估计期间，预测未来资产正常经营的收益情况，将其进行量化和现值化。对纳入报表范围但在预期收益估算中未予考虑的资产或负债，单独测算其价值。最后将各项资产和负债进行加总求和，扣除付息债务价值后，得出 TFH 公司的净资产价值。评估机构在不考虑公司产生其他非经常性收入情况下，通过对公司过去期间生产经营、资本结构的调查，综合分析未来本行业的发展趋势，对 TFH 未来在汽车零部件行业的发展情况做出预估。TFH 公司现金流预测结果如表 4.1 所示：

表 4.1 TFH 公司现金流预测结果表

金额单位：千欧

项目/年度	2016 年 10-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年后
营业收入	63,975.93	274,527.00	297,684.00	331,875.00	364,191.77	400,833.23	400,833.23
减：营业成本	55,716.24	225,221.64	242,790.04	269,433.19	295,496.35	325,124.99	325,124.99
销售费用	1,309.50	4,342.29	4,537.28	4,813.22	5,048.17	5,311.40	5,311.40
管理费用	4,645.02	17,917.80	19,055.72	20,074.09	21,567.85	23,331.56	23,331.56
财务费用	-9.47	223.05	223.05	223.05	223.05	223.05	223.05
营业利润	2,314.64	26,822.21	31,077.90	37,331.45	41,856.36	46,842.23	46,842.23
利润总额	2,314.64	26,822.21	31,077.90	37,331.45	41,856.36	46,842.23	46,842.23
减：所得税	1,065.72	7,054.60	9,075.52	10,765.79	11,852.00	13,248.42	13,248.42
净利润	1,248.91	19,767.61	22,002.38	26,565.66	30,004.36	33,593.81	33,593.81
加：折旧摊销等	1,251.94	6,253.87	6,623.87	6,887.87	7,027.87	7,147.87	7,147.87
加：扣税后利息	42.64	314.02	314.02	314.02	314.02	314.02	314.02
减：追加资本	3,143.12	14,960.18	10,056.11	10,550.21	8,973.35	9,389.36	4,586.33
其中：营运资金增加额	2,512.59	3,970.35	3,236.17	4,656.06	4,248.03	4,803.03	—
资本性支出	—	8,058.00	3,700.00	2,640.00	1,400.00	1,200.00	1,200.00
资产更新	630.54	2,931.83	3,119.93	3,254.15	3,325.32	3,386.33	3,386.33
净现金流量	-599.63	11,375.31	18,884.15	23,217.33	28,372.89	31,666.33	36,469.36

数据来源：TFH 公司的资产评估说明书（https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/view/vCB_AllBulletinDetail.php?stockid=000887&id=3031486）

折现率的计算公式由企业权益资本成本和债务成本加权平均构成。根据彭博资讯数据确定德国国家关于无风险收益率、市场期望报酬率等数值，通过计算得出最后的折现率为 14.35%。由经营性资产价值和溢余性及非资产价值来确定权益资本价值。其中经营性资产价值的测算结果如表 4.2 所示：

表 4.2 经营性资产价值测算结果表

项目/年度	2016 年 10-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年后
净现金流量（千欧）	-599.63	11,375	18,884	23,217	28,372	31,666	36,469
折现率%	14.35	14.35	14.35	14.35	14.35	14.35	14.35
折现系数	0.9670	0.8457	0.7396	0.6467	0.5656	0.4946	0.4946
现值（千欧）	-579.87	9,619.85	13,965.81	15,015.67	16,047.22	15,662.39	125,700.32
经营性资产价值（千欧）	195,431.39						

数据来源：TFH 公司的资产评估说明书（https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/view/vCB_AllBulletinDetail.php?stockid=000887&id=3031486）

溢余性及非经常性资产价值包括三个部分：其他应收款系与股东的往来款，属于溢余资产，采用账面值 2,024.10 千欧为评估值；递延所得税资产属于溢余资产，采用账面值 246.30 千欧为评估值；递延所得税负债属于溢余负债，采用账面值 404.63 千欧为评估值。将所得到的经营性资产价值 197,297.26 千欧、基准日存在的溢余性及非经营性资产（扣除负债）的价值 1,865.87 千欧、企业在基准日付息债务 16,777.78 千欧代入评估模型，得到权益资本价值为 180,519.49 千欧。按照基准日汇率（1 欧元=7.488 人民币元）进行折算，得到利用收益法评估的股东全部权益为 135,172.99 万元。

（2）市场法

上市公司比较法和交易案例法是市场评估法中的两种常见方法，本文由于缺少可参考的交易案例资料，对非价值因素的影响无法确定，所以交易案例法在此行不通。由于国际资本市场上汽车零部件行业的上市公司较多，可以在其中选出相似企业进行分析比较，所以此次估值选择使用上市公司比较法。TFH 主营产品属于汽车零部件行业产品，未来发展经营依赖于公司生产线、资产规模和科研能力。资产是企业发展的基础，建立在净资产规模基础上的价值比率—市净率，与 TFH 企业价值之间的对应关系较为直接、可靠。故市场法评估选择市净率（PB）作为价值比率。在选择可比企业时，考虑到 TFH 注册于法国南特，公司实际经营管理中心位于德国法兰克福，地处资本市场较为成熟、具有一定规模的德国。而且 TFH 的年报审计合并报表是按照德国《商法典》的相关规定进行编制，所以选择德国证券交易市场为资本市场。根据目标企业所处行业，收集德国证券市场上的汽车零部件行业上市公司的公开信息选择可比企业。根据数据的确定性、比较性和可获得性，对被评估企业和可比公司均采用了 2015 年年报数据进行比较，

得到修正后 TFH 于 2016 年 9 月 30 日的市净率值为 5.13。经审计财务报表 2015 年 12 月 31 日股东权益为 35,252.77 万元，根据上述确定的 TFH 的市净率值，并考虑缺乏流动性折扣和修正上市公司少数股权因素，得出基准日 TFH 的股东全部权益价值为 141,128.03 万元。

最后，对收益法和市场法的评估结果进行对比，发现市场法受企业未来股市波动的变化较大，无法保证未来资本投入的价值增值。相反，收益法在未来行业态势稳定的前提下，较充分地体现了 TFH 公司的经营、管理、市场、技术、产品等方面评估价值，对公司未来年度的经营能够产生客观效益的预期更有把握。故最终对 TFH 公司的估值采用收益法，评估的股东全部权益为 135,172.99 万元。

4.1.4 融资策略

融资渠道来源分为企业内部来源和外部来源，内部来源指通过日常经营活动积累的利润作为留存收益所产生的资金来源，属于内源融资，内源融资具有灵活的自主控制权、融资速度快、风险小、成本低等特点，而且不会改变企业控制结构，但是受自身发展规模的影响，资金额度有限，无法长期满足企业成长阶段的高融资要求。外部来源指通过向银行或其他金融机构进行贷款获取资金的途径，属于外源融资，形式主要短期借款和长期借款，外源融资会给企业产生高额的财务费用，到期需要还本付息，但能保持企业的独立性，在特定时期可通过筹集的资金进行自身的发展。本文通过对比两种融资方式的成本和风险，阐述中鼎集团选择债务融资的原因。

（1）融资成本

本文通过选取 2011—2016 年的财务数据，分别计算内源融资成本和债务融资成本，其中内源融资成本由每股收益与每股市价的比值决定，债务融资成本由利息支出与长短期借款总额的比值决定。计算结果如表 4.3 所示，可以发现内源融资的成本远远高于债务融资成本，所以债务融资在成本上具有一定的绝对优势。

表 4.3 中鼎集团两种融资方式的成本比较

年份	内源融资（元）			债务融资（元）		
	每股收益	每股市值	融资成本	长短期借款	利息支出	融资成本
2011	0.50	7.87	0.0635	485295735.22	708637.01	0.0015
2012	0.87	6.99	0.1245	819749062.52	3009189.62	0.0037
2013	0.36	3.50	0.1029	595653133.81	3420723.52	0.0057
2014	0.52	4.31	0.1206	900460675.64	1856455.57	0.0021
2015	0.64	7.12	0.0899	1973209243.68	2606646.89	0.0013
2016	0.76	11.34	0.0670	2408090078.45	867557.82	0.0004

数据来源：根据中鼎集团 2011—2016 年的财务报表（http://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vCB_Bulletin/stockid/000887/page_type/ndbg.phtml）整理所得

（2）融资风险

从表 4.4 看，2016 年 9 月底，从集团资产结构看，资产负债率达到了 38.33%，在上年末的基础上有较大幅度的下降。从负债水平看，流动负债在总负债中所占比例适中，财务风险相对较小，负债率处于相对合理状态。但是由于集团较频繁地进行企业合并，负债主要以投资性负债为主，风险呈上升趋势。从偿债能力看，2016 年 9 月末和 2015 年的流动比率持平，较 2014 年有较大的提升，短期偿债能力较强。总体来看，流动比率与速动比率处于合理水平，本公司资本结构较为合理，本公司资产负债水平仍处于较低水平，偿债能力在可承受范围之内。

表 4.4 中鼎集团的资本结构与偿债能力

项目	2016 年 9 月 30 日	2015 年末	2014 年末
资产负债率（%）	38.33	49.13	43.35
流动资产/总资产（%）	58.73	39.46	28.51
非流动资产/总资产（%）	41.27	28.98	21.20
流动负债/总负债（%）	42.88	43.69	42.54
非流动负债/总负债（%）	57.12	44.03	13.68
流动比率	3.57	3.57	1.75
速动比率	2.80	1.73	1.12

资料来源：安徽中鼎股份重大资产购买报告书（https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/view/vCB_AllBulletinDetail.php?stockid=000887&id=3048496）

对于中鼎集团而言，公司资产结构构成稳定且资产总额保持较快的增长，负债总额略有增长，但负债以经营性负债为主，违约风险较低。公司负债率处于相对稳健状态，总体偿债能力较强。而且公司通过负债筹资的成本小于内源融资，因此中鼎集团选择债务融资方式进行并购交易，其风险较小，成本较低，财务杠杆效应大。

4.1.5 支付方式的选择策略

在跨国并购双方的谈判中，需要对股权获取的支付方式进行决定，不同的支付方式依托于不同的融资渠道，影响企业的日常经营、股权结构、并购成功率等。因此，选择合适的支付方式会加快并购活动的积极推进，并反映双方并购价值观存在的差异，间接影响国际经济环境下市场的运行，直接决定了并购活动最终能否圆满成功。

表 4.5 不同支付方式的利与弊

支付方式	利	弊
股权	保证企业运转资金、传递并购积极信号	稀释股东控制权
现金	方便快捷、并购成功率高、企业股权结构完整	面临汇率风险、货币可兑换风险、增大现金周转压力

资料来源：笔者根据阅读相关文献资料整理所得

如表 4.5 所示，中国上市公司对外并购采取的主要支付方式有股权支付、现金支付。选择股权支付时，并购双方形成了利益共享、风险共担的合作关系，合理规避了并购企业对新领域不熟悉的风险。同时，被并购方同意接受股权支付，也向外界传递了此次并购活动开展的积极信号。而且，股权支付保证企业自有现金流量的储备，降低日常经营的资金短缺风险。但是，从企业的长远发展来看，股权支付稀释了股东控制权，导致公司的运营发展受到多个方面的影响，不利于公司的决策管理和并购后期绩效的提升。在资金实力足够充足的条件下，现金具有方便快捷的支付特点，且不会改变并购双方的股权结构，受到并购企业的普遍热衷，国际上现金支付方式在很大程度上提高了股权收购的成功率。但是，跨国并购中选择现金支付会产生两个方面的问题：一是站在全球资本市场角度，现金支付需要应对汇率风险和货币的可兑换风险；二是站在公司角度，大额的现金支付会降低公司资产结构中流动资金的占比，给公司日常经营活动中的现金周转带来压力。

中鼎集团股东以获取最大资本收益为目标，跨国并购中的现金支付方式可以让他们获得确定的收益，而不必承担股价波动带来经济利益的损失，因此，虽然现金支付使该集团支付了大量税款，但是股东仍倾向于使用现金。所以，中鼎集团最终决定通过现金支付的方式收购 TFH 公司 100%的股权。

4.1.6 并购后的整合策略

（1）战略整合

中鼎集团立足“全球并购，中国整合”的对外发展战略，力争成为全球汽车零部件行业的优秀供应商，战略实施主要分为三个阶段。第一阶段，通过并购德国 TFH 公司，获取汽车发动机冷却技术、新能源汽车电池冷却技术，及自动一体成型胶管生产技术，相较传统生产工艺，生产效率更高，质量更加稳定可靠。第二阶段，利用中国的地理条件和低成本的建造生产成本，在安徽宁国市建厂生产 TFH 的产品，很好的实现了 TFH 公司在中国的技术与市场双落地，丰富集团产品种类，扩大服务范围，目前该项目在中国的落地已完成。第三阶段，借助于 TFH 的优秀供应商渠道，提高国内产品在国外市场上的销售额，提升中鼎集团在海外市场的品牌知名度，在一定程度上增强集团的市场竞争力。综上，通过这次对 TFH 的并购，中鼎集团获得了冷却核心技术、供货渠道、公司产品，离集团的全球化战略又近一步。

（2）品牌整合

产品品牌是提高企业知名度和市场占有率的关键，在并购成功后，根据企业发展需要制定恰当的品牌整合战略。从所属行业来看，中鼎集团和 TFH 公司同属于汽车零部件行业，但中鼎集团主要经营密封件、特种橡胶制品的研发、生产、销售与服务，在橡胶密封系统领域占据一定的优势，客户主要有大众、通用、沃尔沃等主机厂商，德国 TFH 公司的主要产品有发动机和电池冷却管、进气管等，在发动机冷却系统领域造诣颇高，且客户主要覆盖宝马、奥迪、欧宝等整车制造商的中高端车型等大型整车厂和一级供应商。并购双方品牌都拥有一定的产品竞争力和市场占有率，因此，中鼎集团选择采用双品牌的整合策略，双方品牌保持原有的运营模式，独立经营管理，在减小并购后整合阻力的同时，提升双方品牌在汽车零部件行业的知名度。

（3）人力资源整合

跨国并购中人力资源的整合指调和相互冲突的人际关系和不同部门的人员安排，并建立新的人事制度。整合人力资源可以维持公司员工队伍的稳定性，减少员工流失和文

化冲突，加强相互信任与合作。

表 4.6 中鼎集团并购前后人力资源变动情况

专业构成	2016 年（并购前）	2017 年（并购后）	增长率（%）
生产人员	11006	14966	35.98
销售人员	379	428	12.93
技术人员	2157	2852	32.22
财务人员	199	229	15.07
行政人员	894	1116	24.83

数据来源：根据中鼎集团 2016—2017 年的财务报表（http://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vCB_Bulletin/stockid/000887/page_type/ndbg.phtml）整理所得

如表 4.6 所示，并购后中鼎集团主要保留了 TFH 公司的生产、技术和行政人员，对销售和财务人员略有调动。基于集团获取先进技术资源、拓展欧洲市场的并购目的，为了合理利用当地劳动力资源，降低生产成本，保留了 TFH 公司的生产人员，维持欧洲生产基地的原有规模不变；在“全国并购，中国整合”战略的引导下，集团聘请 TFH 发动机冷却领域的高端技术人员入驻中国，加大研发投资力度，提升集团的冷却技术研发水平。TFH 公司培养了众多优秀的高级管理人员，通过多年在工作中积累的丰富经验，能够轻松应对各种业务难题，为了中鼎集团业务的稳定和拓展，防止人员的流失，确保并购后企业的管理和经营不受到影响，并购后保留了 TFH 公司管理层人员和职业经理人员，并派遣了相关的中国区管理人员，确保并购双方在管理体系上的统一。对于并购后的冗余人员，根据个人能力进行分配和安置，合理改善公司的福利政策，制定员工技能发展计划，充分发挥员工技能以提高企业的业务水平。

（4）财务整合

在并购后的财务整合阶段，首先要明确财务整合的目标，主要有：公司利润最大化，股东财富最大化，相关者利润最大化以及集团价值最大化。其中，价值最大化是集团经营的目的，但需要有针对性的进行整合，以便从根本上实现集团的总体战略目标。其次，需要弄清财务整合包含的内容，包括财务组织和财务管理体系建设，这是财务工作中必须遵循的规则、方法、过程和标准的总和，是确保财务一体化的前提，也是整合工作的基础，制度体系整合侧重于投融资、产权管理和金融风险管理。此外，中鼎集团派驻了

财务人员接手 TFH 的财务工作，定期对 TFH 公司实施财务内控审计。为了将 TFH 公司的相关财务信息准确地反映到集团中，从并购行为发生日起，将其财务信息合并到母公司的财务表中，进行统一核算，针对公司资产负债、股东权益等的定义，建立一套双方都能接受的标准体系，这样有利于集团的统一管理。

4.2 并购后的效果评估

4.2.1 短期内股东财富增加

（1）定义事件日与窗口期

中鼎集团跨国并购德国 TFH 事件的重要时间节点有四个：2016 年 11 月 18 日中鼎集团由于重大资产重组事项宣布停盘；2016 年 11 月 24 日中鼎集团宣布并购德国 TFH 公司；2017 年 2 月 15 日中鼎集团宣布复盘；2017 年 3 月 7 日中鼎集团发布收购 TFH100%股权完成交割公告。通常以宣告日作为公司的事件发生日，但考虑到中鼎集团在宣告日前后处于停盘状态，停盘时间长达 89 天，所以本文将 2017 年 3 月 7 日收购完成公告日作为事件发生日。

窗口期分为事件窗口期和估计窗口期。事件窗口期指研究事件对公司股价产生影响的时间段，通常以事件发生日为中点，向前后各选取相同的时间段，根据众多学者总结出来的经验显示，窗口期由于会受到其他因素的干扰不宜选择过长，太短又不能充分体现事件对公司价值的影响程度，一般将事件窗口期定为[-10,10]较合适，因此本文将事件发生日前后 10 天作为事件窗口期，剔除节假日，将事件窗口期定为 2017 年 2 月 21 日至 2017 年 3 月 21 日。估计窗口期是公司股价不受事件影响的时期，反映公司正常的收益状况，估计窗口期的作用是用来计算事件窗口期不受事件影响时的正常收益率，太短的估计窗口期会降低计算结果的准确性，所以将本文的估计窗口期定为停盘公布日前的 100 天，剔除节假日，估计窗口期为 2016 年 6 月 15 日至 2016 年 11 月 17 日。

（2）股价变动分析

分析此次并购事件对股价的影响程度，将日最高价与日最低价的平均数作为当日股票价格，窗口期内的股价变动如图 4.1 所示。

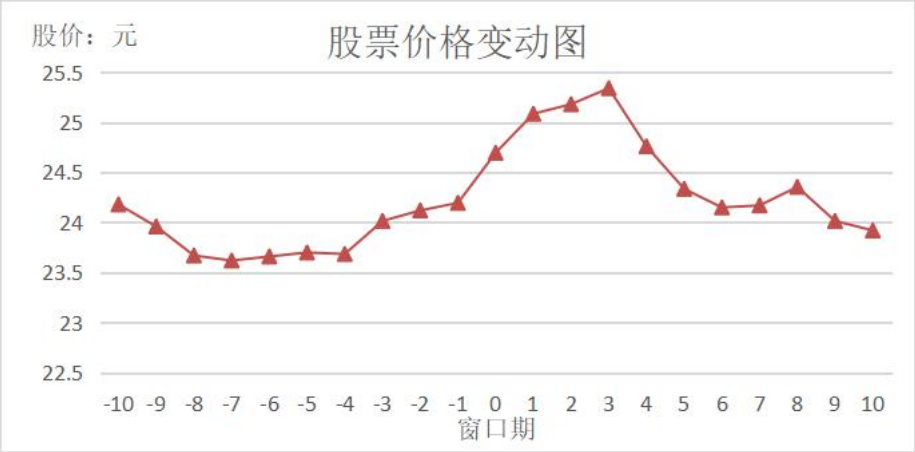

图 4.1 中鼎集团并购 TFH 在窗口期的股价变动分析

数据来源：根据国泰安数据库（https://www.gtarsc.com/）股票市场交易数据计算所得

从图 4.1 可以看出，在收购完成公告发布日前后，股价持续上升，在第三日达到最大值 25.34 元。说明企业的并购项目会影响股价的变动，向股票市场传递出积极的投资信号，激发投资者的投资热情，使股价上涨，增加企业的市场价值。

（3）计算超额收益率与累计超额收益率

通过假设个股股票的收益率与市场收益率之间存在线性关系，以市场模型法来估计事件窗口期的预期正常收益，建立具体的回归模型如下：

$$R_{it} = \alpha_{it} + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

其中 R_{it} 为股票 i 在 t 日的收益率，R_{mt} 为第 t 日的市场收益率，β_i 是衡量股票 i 的系统风险，在模型中是股票的收益率对市场收益率的回归系数。根据统计软件 EViews 将股票 i 在估计窗口期的个股收益率和市场收益率进行一元回归，得到系数 α 和 β 的值，如果检验得出回归模型显著，则可以根据回归方程式计算出事件窗口期内股票 i 的预期正常收益率为：

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

超额收益率 AR_{it} 等于股票 i 在第 t 日的实际收益率减去 i 股票在第 t 日的预期收益率 E（R_{it}），即：

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

对中鼎股份估计窗口期的个股收益率 R_{it} 与市场收益率 R_{mt} 进行简单回归分析，置信

度为 95%。回归分析结果如下：

表 4.7 回归统计

R	0.5782	标准误差	0.01602
R^2	0.3343	观测值	100
调整后 R^2	0.3153		

数据来源：根据国泰安数据库（https://www.gtarsc.com/）数据资料计算所得

表 4.8 方差分析

	df	SS	MS	F	Significance F
回归	1	0.011191936	0.011191936	43.62	0.0000
残差	98	0.025142285	0.00256554		
总计	99	0.036334221			

数据来源：根据国泰安数据库（https://www.gtarsc.com/）数据资料计算所得

表 4.9 系数分析

	系数	标准误差	t	p	置信区间
R_{mt}	0.87630241	0.1528996	6.60	0.000	[0.57287791,1.17972691]
α_i	-0.00141102	0.0016393	-0.17	0.869	[-0.00466427,0.00184223]

数据来源：根据国泰安数据库（https://www.gtarsc.com/）数据资料计算所得

根据表 4.8 和表 4.9 可以得出，F=43.62 远远大于 $F_{0.0025}=(1,98)$，且 P=0.000 小于 0.001，中鼎的股票收益率与市场收益率存在显著的线性相关关系。由表 4.7 得出回归方程为：

$$R_{it}=0.8763R_{mt}-0.0014$$

超额收益率 AR_{it} 等于股票 i 在第 t 日的实际收益率减去 i 股票在第 t 日的预期收益率 E（R_{it}），即：

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

累计超额收益率CAR_t等于事件窗口期[-10,10]中第 t 天前每一天的累计值，即：

$$CAR_t = \sum_{t=-j}^{t=j} AR_{it} \quad （j=-10,-9，-8……，9，10）$$

计算得出窗口期的个股预期收益率、超额收益率、累计超额收益率如表 4.8 所示：

表 4.8 中鼎集团的超额收益率

窗口期	日期	个股实际收益率（%）	市场收益率（%）	个股预期收益率（%）	超额收益率（%）	累计超额收益率（%）
-10	2017-02-21	-0.63	0.967	0.707	-1.337	-1.337
-9	2017/2/22	-0.83	0.554	0.345	-1.175	-2.513
-8	2017/2/23	-0.46	-0.011	-0.15	-0.31	-2.823
-7	2017/2/24	-0.38	0.375	0.189	-0.569	-3.392
-6	2017/2/27	-0.67	-0.745	-0.793	0.123	-3.269
-5	2017/2/28	0.55	0.576	0.365	0.185	-3.084
-4	2017/3/1	-0.29	0.342	0.16	-0.45	-3.534
-3	2017/3/2	2.41	-0.529	-0.603	3.013	-0.52
-2	2017/3/3	-1.15	0.08	-0.07	-1.08	-1.6
-1	2017/3/6	1	1.259	0.964	0.036	-1.564
0	2017/3/7	3.34	0.383	0.195	3.145	1.581
1	2017/3/8	-0.16	-0.239	-0.349	0.189	1.77
2	2017/3/9	1.64	-0.823	-0.861	2.501	4.271
3	2017/3/10	-1.46	0.146	-0.012	-1.448	2.823
4	2017/3/13	-1.52	0.852	0.606	-2.126	0.697
5	2017/3/14	-2.84	-0.007	-0.146	-2.694	-1.997
6	2017/3/15	1.59	0	-0.14	1.73	-0.267
7	2017/3/16	-0.33	1.277	0.979	-1.309	-1.576
8	2017/3/17	-0.41	-0.784	-0.827	0.417	-1.16
9	2017/3/20	-1.24	0.584	0.372	-1.612	-2.771
10	2017/3/21	-0.21	0.397	0.208	-0.418	-3.189

数据来源：根据国泰安数据库（https://www.gtarsc.com/）股票市场交易数据计算所得

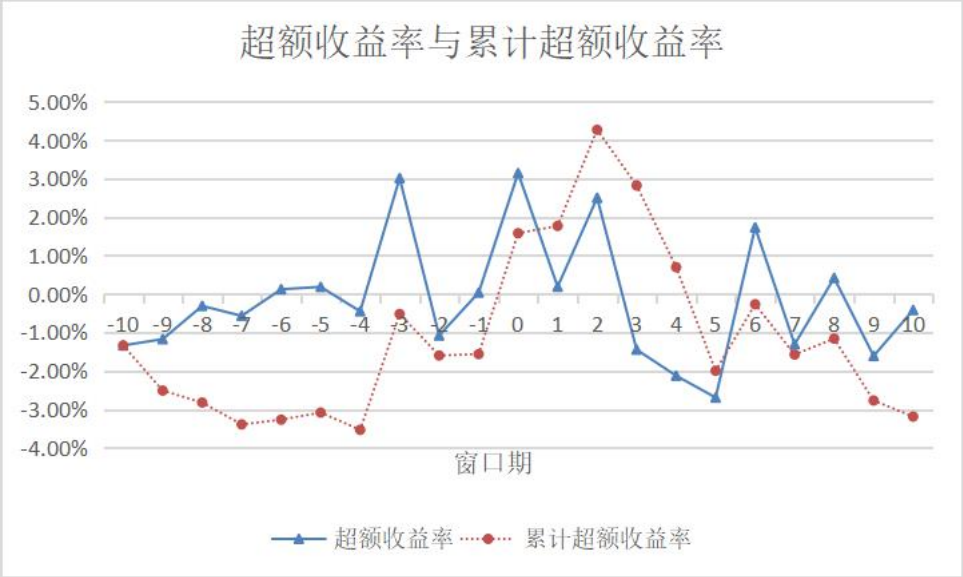

图 4.2 中鼎集团在窗口期的超额收益率与累计超额收益率

数据来源：根据国泰安数据库（https://www.gtarsc.com/）股票市场交易数据计算的结果所得

从图 4.2 可以看出，并购交割完成公告发布的前后，企业的超额收益率存在上下的波动，但总体上水平高于前期，并购后给企业带来了正的超额收益率，说明此次并购事件给投资者带来了一定的积极影响。在并购交割完成公告发布前，企业的累计超额收益率较并购后处于低水平，基本维持在稳定的状态，而在并购交割完成公告发布后第三天企业的累计超额收益率达到最大值，说明此次并购事件给企业带来了较大的超额收益。从总体上来看，这次并购活动在短期内向资本市场传递出了积极的信号，带来了良好的市场效果，提升了企业的超额收益率，增加了企业股东的财富。

4.2.2 偿债能力下降

偿债能力是通过比较资产与负债的比值大小来衡量企业的债务偿付能力，从时间上进行划分，有短期偿债能力和长期偿债能力。债权人通过短期偿债能力指标判断债权安全性与回收可能性，股权投资者用其判断企业短期的筹资能力。债权人通过长期偿债能力判断投入资金的安全性，企业股东利用其判断投资收益性。长短期偿债能力的主要分析指标如下：

表 4.11 短期偿债能力分析指标的计算公式

财务指标	计算公式
流动比率	流动资产/流动负债*100%
速动比率	速动资产/流动负债*100%
现金比率	（速动资产-应收款项）/流动负债*100%

数据来源：笔者根据阅读相关文献资料整理所得

正常情况下，流动比率的大小与短期偿还能力呈正相关关系，其数值越大，短期偿债能力越强。但是数值不是越高越好，具体分析时要与同行业和本企业历史时期的流动比率大小比较，才能客观地判断数值大小的意义。速动资产是流动资产扣除存货所得，所以速动比率一般在数值上小于流动比率，由于速动资产的变现能力比流动资产更强，所以速动比率对短期偿债能力的判断更精确。现金比率相对于速动比率，剔除了应收账款对企业短期的偿债能力的影响，因为现金直接可以用来偿还债务，三个指标中对偿付能力的判断最直接，但是现金比例过高会降低企业资金的利用效率，指标过低又不能保证短期偿债能力，所以需要对具体情况进行分析，将现金比率保持在合理的范围内。

表 4.12 长期偿债能力分析指标的计算公式

财务指标	计算公式
资产负债率	负债总额/资产总额*1000%
产权比率	负债总额/股东权益*100%
权益乘数	资产总额/股东权益

数据来源：笔者根据阅读相关文献资料整理所得

资产负债率是企业负债总额与资产总额之比，反映企业的资本结构，衡量企业投资者的权益保障程度。数值越高，说明企业资产总额中负债占比增加，当数值超过了 50%，说明企业处于举债经营状态，在获取较大财务杠杆效应的同时，也面临较高的财务风险。一般处于发展初期的企业会将资产负债率保持在 50%以下，维持企业财务结构的稳定和保障企业的偿债能力。相比于资产负债率，产权比率将总资产中债权人资产和所有者资产区分开来，主要衡量负债总额在股东权益中的占比大小。产权比率由企业的资产收益率和债务利息费用决定，当资产收益大于债务费用时，可以通过提高产权比率进行负债

经营，提高企业额外资本收益，当资产收益小于债务利息费用时，需要降低产权比率，减少负债额度。权益乘数指资产总额与股东权益的比值，反映股东投入资产的比例对企业总资产的控制力度。本文将用以上指标来对中鼎集团的偿债能力进行分析，根据中鼎集团 2015—2019 年财务数据，计算出企业这五年来的偿债能力财务指标数值如下：

表 4.13 短期偿债能力指标

年份 / 指标	2015	2016	2017	2018	2019
流动比率(%)	235.62	250.26	230.47	237.44	220.25
速动比率(%)	172.95	200.01	173.45	175.92	165.22
现金比率(%)	74.34	109.55	81.60	68.11	89.43

数据来源：中鼎股份 2015—2019 年度报告（http://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vCB_Bulletin/stockid/000887/page_type/ndbg.phtml）

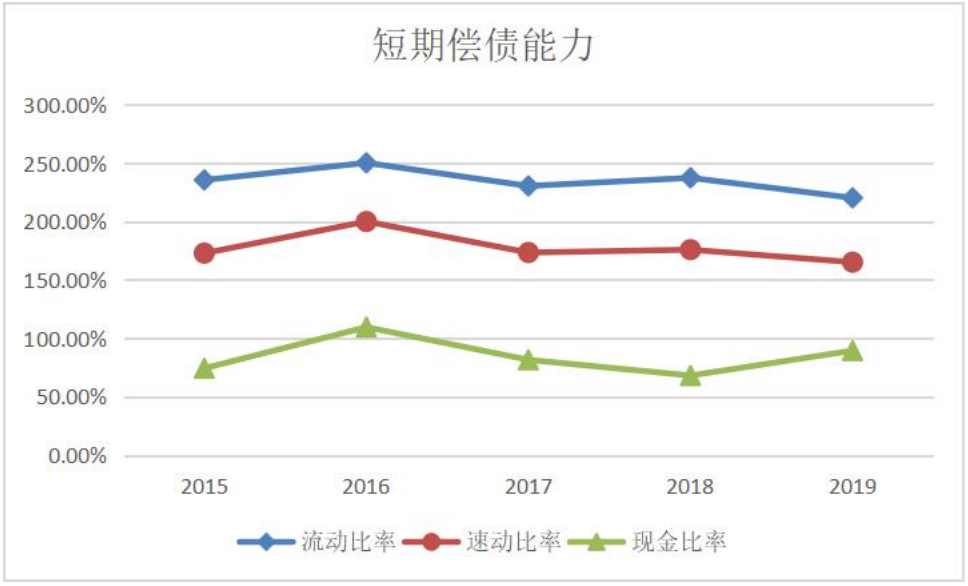

图 4.3 中鼎集团短期偿债能力分析

数据来源：中鼎股份 2015—2019 年度报告（http://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vCB_Bulletin/stockid/000887/page_type/ndbg.phtml）

如表 4.13 和图 4.3 所示，2015—2019 年企业的流动比率一直保持在 200%以上，速动比率一直保持在 100%以上，现金比率保持在 50%以上，说明企业拥有良好的短期偿债

能力。企业在此次并购之前的流动比率高达 250%，速动比率高达 200%，现金比率高达 109%，2017 年并购 TFH 后流动比率、速动比率和现金比率均下降。流动比率下降是因为流动资产的增长率小于流动负债的增长率，流动资产的大量增加主要系企业并购 TFH 后的资产合并所致，其中货币资金由于此次并购筹集的资金余额增加而同比增长 20%，此次企业合并导致存货同比增长 41.11%，应收款项同比增长 26.47%，最终使得流动资产同比增长 15.05%，约为 10.62 亿元；流动负债由于此次并购导致企业短期借款、应付账款、应交税费和应付利息大量增加，企业之前的连续并购活动导致应付职工薪酬增长 45%，最终使得企业流动负债增长 24.94%，约为 7 亿元。速动比率相比于流动比率，差异在于流动资产中剔除了存货项目，所以速动比率的下降程度大于流动比率。现金比率相比于速动比率，差异在于速动资产中剔除了应收款项，所以现金比率的下降程度大于速动比率。2017 年后，由于企业进行了有效整合，使流动负债中的应付职工薪酬和应交税费大幅度减少，所以企业的流动比率和速动比率上升。2019 年企业面临汽车行业不景气的困境，其流动比率和速动比率略有下降，但是都保持在合理的范围内，对企业的短期偿债能力无重大影响。

综上所述，此次因并购后的资产合并，使企业流动资产中的货币资金、存货、应收款项大幅度增加，同时流动负债中短期借款、应付款、职工薪酬等也大量增加，但是资产的增长率小于负债的增长率，所以并购后企业的短期偿债能力有所下降。2018 年因为企业进行了并购后整合，短期偿债能力上升，但未达到并购前的偿债能力水平。2019 年因行业经济不景气导致流动比率有所下降，但是整体对企业的短期偿债能力无重大影响。

表 4.14 长期偿债能力指标

年份 指标	2015	2016	2017	2018	2019
资产负债率（%）	49.13	44.16	49.40	47.63	50.59
产权比率（%）	96.57	79.09	97.64	90.96	102.39
权益乘数	1.97	1.79	1.98	1.91	2.02

数据来源：中鼎股份 2015—2019 年度报告（http://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vCB_Bulletin/stockid/000887/page_type/ndbg.phtml）

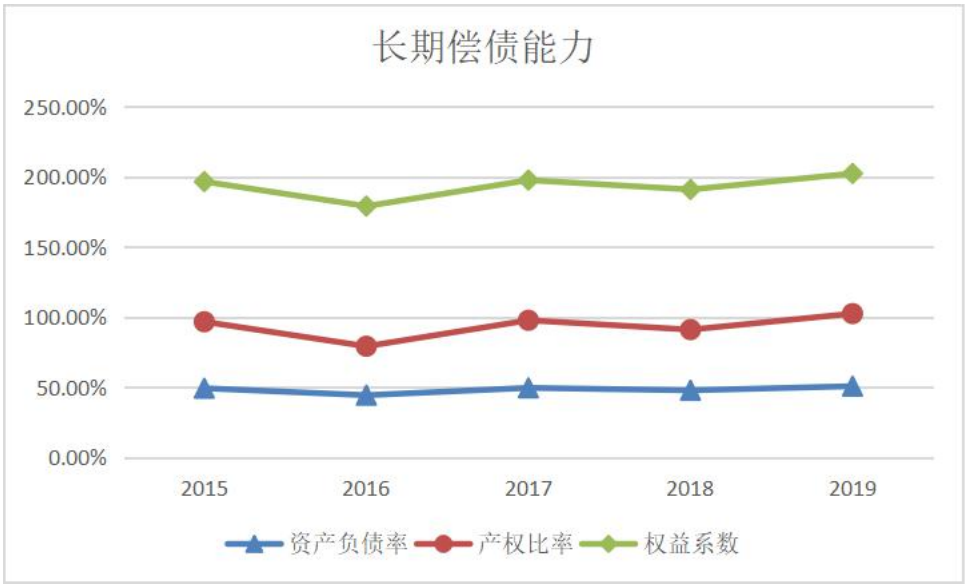

图 4.4 中鼎集团长期偿债能力分析

数据来源：中鼎股份 2015—2019 年度报告（http://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vCB_Bulletin/stockid/000887/page_type/ndbg.phtml）

由表 4.14 和图 4.4 可以看出，中鼎集团在 2017 年并购德国 TFH 公司之后，资产负债率上升。资产总额中除上述分析的具较大变动的流动资产外，非流动资产中可供出售的金融资产因企业新增对上海赢量和 GM 公司的股权投资而同比增长 141.44%，长期股权投资因并购德国 TFH 公司而同比增长 204.35%，在建工程因企业之前的连续并购活动和“全球并购，中国整合”的战略要求同比增长 112.50%，商誉因并购 TFH 同比增长 49.94%，并购 TFH 所获得的商誉在企业所有并购获得的商誉总额中占比约为 30.39%，仅次于被并购企业 AMK 的占比 31.45%，使资产总额同比增长 30.21%，约为 35.84 亿元。负债总额中除上述分析的具较大变动的流动负债外，非流动负债中，因企业此次筹资以现金收购 TFH，使得企业的长期借款同比增长 76.31%，约为 15.24 亿元，长期应付职工薪酬因企业之前的连续并购活动导致企业员工增多，薪酬支付额度上升，最后使得负债总额增长 44.71%，进而导致 2017 年资产负债率下降。企业所有者权益大幅度增加得益于这次收购获得 TFH 公司的资产总额远远大于企业支付的金额，使企业股东的可控资金大量增加，所有者权益同比增长 17.22%，约为 11.41 亿元。负债总额的增长率大于所有者权益，所以产权比率在并购当年有所上升，资产总额的增长率大于所有者权益，所以权益乘数在并购当年也有所上升，通过产权比率和权益乘数可以看出企业因并购 TFH 而使长期偿债能力有所下降。

综上所述，2017 年对 TFH 公司的并购导致企业股权资产和商誉大幅度增加，资产总额同比上升 30.21%，长期借款、短期借款、费用和职工薪酬的增加使企业的负债总额同比上升 44.71%，所以 2017 年企业的资产负债率下降。2018 年企业通过负债经营获得了较高的资金收益，使企业的长期偿债能力逐渐恢复。2019 年受国际贸易环境影响，企业的销售量不乐观，长期偿债能力略有下降。

4.2.3 营运能力提高

营运能力指企业运营管理各项资产的效率和效益，资产的运转速度越快、企业的管理效率越高，其日常营运能力越强。本文主要选择应收账款周转率、存货周转率和流动资产周转率指标来分析此次并购对中鼎集团营运能力的影响。

表 4.15 营运能力分析指标的计算公式

指标	计算公式
应收账款周转率	营业收入/应收账款平均余额*100%
存货周转率	营业成本/存货平均余额*100%
流动资产周转率	营业收入/流动资产平均余额*100%

数据来源：笔者根据阅读相关文献资料整理所得

应收账款周转率指营业收入在应收账款平均余额中的比值，在一定时期内，可以体现企业应收款管理能力的大小，其数值越大，说明账款的回收速度越快。根据应收账款的周转期大小，结合企业规模和履约记录，构建一套衡量客户信用程度的标准体系。在日常经营活动中，可以根据对客户信用进行评价，灵活调整企业的信用经营政策，降低坏账损失和缩短货款回收周期，提高企业流动资产的利用效率。存货周转率指营业成本与存货平均余额的比值，体现企业产品的变现能力，数值越大，库存产品的销售速度越快，资金回笼越快，企业资金的流动性越强，流动资产投资收益越高，短期内企业的偿债能力保障程度越高。流动资产相当于人体血液，在一定时期内，流动资产的周转速度越快，企业生产经营活力越强，流动资产的利用效率越高，生产销售环节占用的时间越短，在很大程度上增强了企业短期的盈利能力。中鼎集团并购前后的营运能力指标如下：

表 4.16 盈运能力指标

指标 \ 年份	2015	2016	2017	2018	2019
应收账款周转率（%）	490.39	489.71	514.32	446.63	395.86
存货周转率（%）	400.34	460.41	492.17	439.33	396.48
流动资产周转率（%）	176.37	147.58	155.16	153.13	134.96

数据来源：中鼎股份 2015—2019 年度报告（http://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vCB_Bulletin/stockid/000887/page_type/ndbg.phtml）

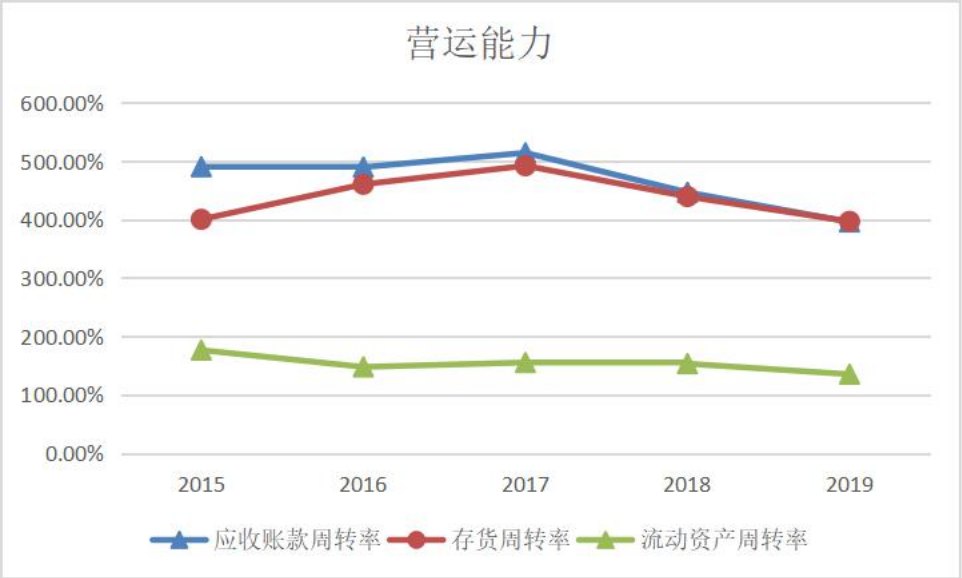

图 4.5 中鼎集团营运能力分析

数据来源：中鼎股份 2015—2019 年度报告（http://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vCB_Bulletin/stockid/000887/page_type/ndbg.phtml）

根据表 4.16 和图 4.5 可以看出，企业的应收账款周转率、存货周转率和流动资产周转率在并购当年略有上升。通过对企业财务报表的分析，发现 2017 年企业的营业收入为 117.70 亿元，同比增长 40.39%，分行业对企业的营业收入进行分析，冷却系统行业 2017 年的营业收入占总收入的 18.80%，同比增长 561.84%，是企业所有行业中增长率最高的行业。此次并购的 TFH 公司是发动机和新能源汽车电池冷却领域的优秀供应商，可见这次并购活动使企业的营业收入大幅度提高，从而提高了企业应收账款和流动资产的周转速度。存货周转率与营业成本和存货相关，并购 TFH 导致企业 2017 年存货同比增长 41.11%，营业总成本中营业成本同比增长 42.87%，销售费用同比增加 33.95%，管

理费用因并购后研发费用和职工薪酬增加而同比增长 53.17%，财务费用因欧元对人民币大幅升值产生汇兑损益而同比增长 178.50%，最终导致营业总成本同比增长 43.20%，大于存货同比增长率，所以 2017 年存货周转率上升。2017 年之后，应收账款周转率和存货周转率有明显的的下降趋势，主要是因为 2018 年国际环境发生了变化，特别是受中美贸易战的影响，使得汽车零部件这种出口量占比重大企业的出口量急剧减少，导致存货积压，账款回收率低。

综上所述，此次并购吸取了 TFH 公司先进的系统冷却技术，在“全球并购，中国整合”的战略指导下，利用国内低成本生产市场进行大规模建厂生产，再通过 TFH 在国外的销售渠道进行产品销售，大幅度提高了企业的营业收入，在一定程度上提升了企业的盈运能力。

4.2.4 盈利能力下降

盈利能力反映了企业在日常经营活动中的获利能力，主要通过营业毛利率、营业净利率、总资产净利率和净资产收益率这四个指标进行分析。以下是各种指标具体的计算公式：

表 4.17 盈利能力分析指标的计算公式

指标	计算公式
营业毛利率	营业毛利/营业收入*100%
营业净利率	净利润/营业收入*100%
总资产净利率	净利润/平均资产总额*100%
净资产收益率	净利润/平均所有者权益*100%

数据来源：笔者根据阅读相关文献资料整理所得

营业毛利率用于衡量企业营业收入中扣除营业成本后的毛利润的占比大小，其值与盈利能力正相关。与本产品行业的总体毛利率相比较，可以体现企业产品的市场竞争力，与不同行业的毛利率比较，可以体现不同产品间盈利能力的差异。营业净利润与营业毛利润相比，除了扣除营业成本外，还要将企业日常运转中涉及到的各种成本支出扣除，所以净利润的大小可以反映企业真实的获利能力。总资产净利率指净利润在平均资产总额中的占比，反映企业利用资产的获利能力，总资产周转率与企业的营业净利率呈正相关关系，企业可以通过提高营业净利率提高总资产的利用效果。净资产收益率与所有者

权益息息相关，反映所有者投入资金的收益能力，是净利润与平均所有者权益的比值，在企业控制好财务风险的前提下，数值越大，权益资本的获利能力越高，所有者权益的保障程度越高。以下是中鼎集团并购前后盈利指标的具体情况：

表 4.18 盈利能力分析指标

年份 指标	2015	2016	2017	2018	2019
营业毛利率（%）	30.76	29.65	28.40	27.35	25.34
营业净利率（%）	11.46	11.08	9.80	9.20	5.06
总资产净利率（%）	11.63	9.61	8.48	7.24	3.46
净资产收益率（%）	21.82	17.82	16.03	14.06	6.80

数据来源：中鼎股份 2015—2019 年度报告（http://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vCB_Bulletin/stockid/000887/page_type/ndbg.phtml）

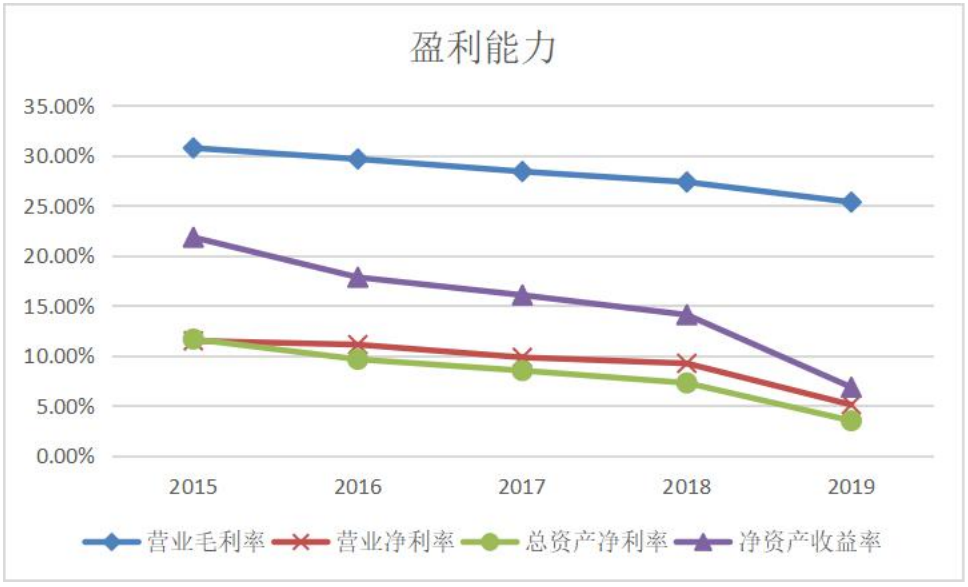

图 4.6 中鼎集团盈利能力分析

数据来源：中鼎股份 2015—2019 年度报告（http://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vCB_Bulletin/stockid/000887/page_type/ndbg.phtml）

从表 4.18 和图 4.6 可以看出，企业在并购后，四个指标均下降，说明并购活动使得企业的盈利能力减弱了。但是从具体的财务数据分析，企业在并购后，因为获取了 TFH

的国外销售渠道，企业的营业收入增加，销售成本下降，营业净利润在 2017 年达到了近 10 亿元，同比增长 18.47%，但是相应管理费用和财务费用的增加使企业的营业成本也大量增加，同比增长 43.20%。从往年的净利润数据来看，净利润的增长幅度小于净资产的增长幅度，总体导致企业的盈利能力下降，主要是因为被并购企业在短期内产生的利润还比较微薄。而且受国际环境影响，企业的销售状况并不是很理想，所以净利润的增长速度缓慢，最终因利润增长率小于营业成本增长率使营业净利率下降。并购导致企业负债和资产均增加，但是负债的增长速度大于资产的增长速度，最终导致净资产的增长率下降，负债的大幅度增加主要系企业之前的连续并购活动，企业花费了大量的资产进行现金并购所致。

综上所述，由于此次大规模的并购增加了企业的债务压力，成本费用率的上升使利润增长缓慢，短期内盈利能力下降。

4.2.5 发展能力提高

企业的发展能力指企业通过日常的生产经营活动不断发展壮大的能力，反映了企业发展潜力和发展速度的大小。对企业发展能力分析的指标主要有营业收入增长率、营业利润增长率、总资产增长率和所有者权益增长率。以下是各项指标的具体计算公式：

表 4.19 发展能力分析指标的计算公式

指标	计算公式
营业收入增长率	本年营业收入增长额/上年营业收入*100%
营业利润增长率	本年营业利润增长额/上年营业利润总额*100%
总资产增长率	本年资产增长额/年初资产总额*100%
所有者权益增长率	本年所有者权益增长额/年初所有者权益*100%

数据来源：笔者根据阅读相关文献资料整理所得

营业收入增长率是企业本年营业收入的增长额与上年营业收入的比值，作用是以上一年度营业收入为基础，衡量本年度营业收入的变化情况，反映企业日常经营活动、市场占有率及经营管理能力。营业收入增长率指标的大小与企业经营业绩的变化呈正相关关系，其值越大，说明该年度企业的生产经营状况越好。若该指标数值呈下降趋势或者小于零，说明企业经营环境面临挑战，营业效率下降。营业利润增长率是本年营业利润

增长额与上年营业利润额的比值，用来衡量企业日常经营的获利能力的大小。总资产增长率指本年资产增长额与年初资产总额的比值，反映企业总体资产规模的大小，数值越大，说明企业经营规模存在扩张现象，发展前景较好，但是在分析时要注意结合行业的发展变化情况，避免企业盲目对外扩张。所有者权益指本年所有者权益增长额与年初所有者权益的比值，作用是衡量企业积累资本的能力，在一定程度上能够反映企业的抗风险能力、未来持续发展的动力。企业发展能力分析指标的具体分析如下：

表 4.20 发展能力分析指标

年份 / 指标	2015	2016	2017	2018	2019
营业收入增长率（%）	29.82	28.14	40.39	5.08	-5.35
营业利润增长率（%）	28.48	20.56	28.38	-5.53	-40.88
总资产增长率（%）	37.68	58.82	29.36	4.73	12.57
所有者权益增长率（%）	23.64	74.31	17.22	8.39	6.06

数据来源：中鼎股份 2015—2019 年度报告（http://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vCB_Bulletin/stockid/000887/page_type/ndbg.phtml）

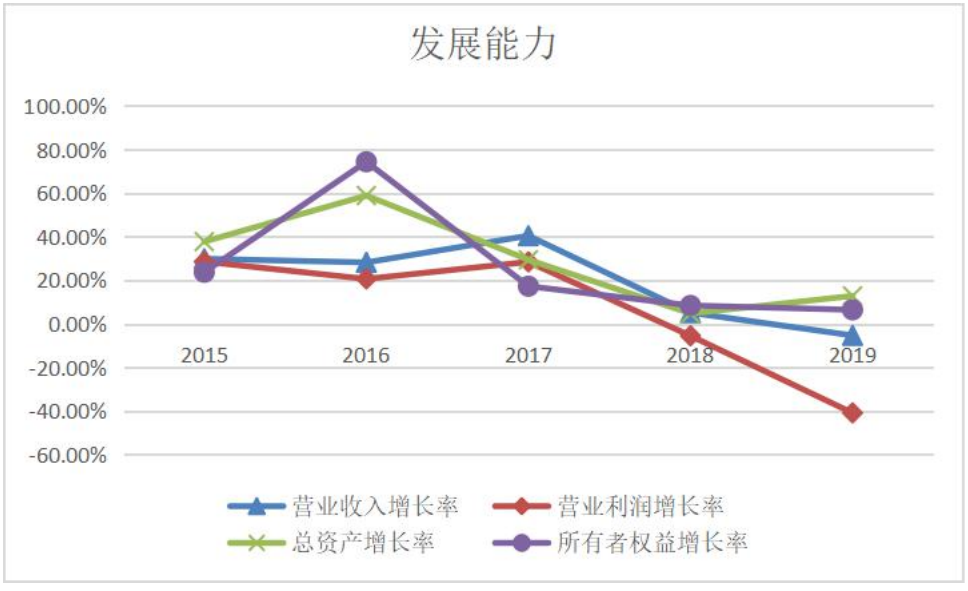

图 4.7 中鼎集团发展能力分析

数据来源：中鼎股份 2015—2019 年度报告（http://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vCB_Bulletin/stockid/000887/page_type/ndbg.phtml）

从表 4.20 和图 4.7 可以看出，企业的总资产增长率和所有者权益增长率呈下降趋势，但是增长率大于零，说明每年的总资产和所有者权益在量上是增加的。两者在并购当年（2017 年）的下降幅度最大，主要原因是企业在此次并购前连续进行了几次较大规模的并购，导致企业的资产增长缓慢。2017 年后总资产增长率和所有者权益增长率下降逐渐缓慢，可见企业在并购后采取有效的整合措施，提高了被并购企业资产的使用效率，进一步提高了企业总资产的增长率。企业的营业收入增长率和营业利润增长率在并购当年有小幅度的上升，主要得益于通过这次并购，获得了被并购企业的先进冷却技术和优质客源，拓宽了国外的销售渠道，提升了企业在国外市场的占有率，增加了企业的营业收入和营业利润。但是并购后企业的营业收入增长率和营业利润增长率呈现下降趋势，甚至其增长率出现负值，主要是受国际贸易环境的影响，面临汽车行业不景气的困境。

4.3 本章小结

在中鼎集团海外并购策略方面，对于并购目标的选择，集团选择符合公司发展战略、拥有先进技术，且能够产生较大协同效应的企业；在公司的估值方面，集团聘请专业评估机构，根据中鼎集团收购德国 TFH 的项目背景、评估目的和收集到的资料，针对被评估公司的属性特点，选择采用收益法和市场法进行评估，再对两者进行比较分析，最终选择能够充分反映 TFH 公司的市场占有率、品牌知名度、客户渠道、管理效率、研发团队、先进工艺及技术的收益法；在融资策略的选择上，集团比较分析内部融资和外部融资在融资成本和融资风险上的大小，由于债务融资的成本比内部融资低，集团在财务风险可控的情况下，为了充分发挥财务杠杆效应，最终选择债务融资方式；在支付方式选择上，由于集团资金结构中流动资产占据大部分，融资渠道宽广，融资产生的费用在其可承受范围以内，为了增加并购活动的成功率，选择使用现金支付方式；并购后的整合主要从战略整合、品牌整合、人力资源整合和财务整合四个方面进行。

中鼎集团海外并购策略实施的效果评估中，对于集团价值的变化，主要从股价波动和累计超额收益率进行分析。结果表明，并购活动会给集团带来积极的发展趋势，提升广大投资者的投资热情，以此增加市场的价值；在财务绩效方面，从 2015—2019 年的财务数据来看，并购企业的偿债能力和盈利能力由于举债并购而下降，营运能力和发展能力由于吸收整合了被并购企业的先进技术、工艺和优秀供应商渠道而有所提高。

5 本案并购策略存在的主要问题及成因

通过上一章的策略分析和并购效果评估，发现并购后集团股东的短期财富、营运能力和发展能力有明显的上升，说明并购为集团带来了良好的投资收益，但偿债能力和盈利能力有所下降，说明并购策略存在一定的问题，故本章主要对出现的问题和成因进行分析。

5.1 并购策略存在的问题

5.1.1 高估值导致商誉减值风险大

在收购之前，并购企业会综合衡量目标公司在本行业的市场地位、营运能力、盈利能力及资金流转状况等因素，采取某种估值方法对目标公司价值进行定价。由于行业地位、品牌效应等无法进行精准量化，在估值过程中受信息不充分、不对称影响较大，导致最终对目标公司的估价高于实际价值。商誉是公司被并购时，并购方购买公司的投资成本超过被并购公司净资产公允价值的差额，作为目标公司价值的重要组成部分，对商誉的价值估值至关重要。高估值和高价格收购就会形成高商誉，商誉的减值来源于被并购方的盈利能力下降。2006 年中国发布了新的商誉会计处理方法，规定企业每年末需要对商誉进行减值测试，当投入资产的可回收金额低于账面价值，则商誉发生了减值，需要将减少的金额计入当期损益，同时计提相应的资产减值准备。

中鼎集团收购德国 TFH 公司所形成的商誉为 8.03 亿元人民币，占同年集团总资产的 5.23%，占 2017 年归属于中鼎股份上市公司股东净利润的 69.64%。一旦 TFH 公司所在行业出现需求下滑，或者经营管理出现重大问题，带来的商誉减值损失将会减少中鼎集团的利润，导致减值风险加大。

5.1.2 融资方式存在较大风险

在此次并购中，中鼎集团采取纯现金支付的方式获取 TFH100%的股权，并购估值为 1.85 亿欧元，折合人民币约 13.63 亿元，从中鼎集团的财务报表可知，并购前中鼎集团的货币资金约为人民币 13.15 亿元，由此可以看出，自有现金无法满足交易对价，需要对外进行债务融资，势必会给集团带来一定的债务偿还压力。而且，如果对债务融资比例的把控不当，会面临并购融资比例风险。当债务融资比例较低时，集团很难达到预期的财务杠杆效应，还得支付过高的财务费用；当债务融资比例较高时，过高的负债水平将使得企业资本结构脱离正常状态，当被并购方产生运作问题时将难以获得预期现金流

入，会面临严重的短期债务问题，严重将影响其今后的运营。此外，在跨国并购活动中，需要使用欧元进行交易，将面临货币兑换风险和汇率风险，从中鼎集团的年度财务报表里查出，在并购交易之前，即 2016 年 12 月 31 日，欧元兑人民币汇率为 1：7.3068，并购交易后，即 2017 年 12 月 31 日，欧元兑人民币汇率为 1：7.8023，汇率具有较大的波动，使得中鼎集团要承担欧元升值带来的汇率风险。

5.1.3 现金支付产生较大资金压力

中鼎集团在欧洲连续进行的四次并购，2014 年并购 KACO 支付 8000 万美元，折合人民币 4.96 亿元，2015 年并购 WEGU 支付 9500 万欧元，折合人民币 6.74 亿元，2016 年并购 AMK 支付 1.3 亿欧元，折合人民币 9.5 亿元。可以看出，四次并购规模逐渐增大，交易对价逐渐升高，且四次并购均采用了现金支付方式，集团资金链面临很大的风险，债务的加重预示着公司将来会承担沉重的还款负担，高昂的债务利息费用将影响公司的日常经营。而且集团此次并购规模较大，采用现金支付会给自身形成较大的资金压力，如果并购后 TFH 的经济效益达不到预期，还会给公司在很长一段时间造成现金流转的巨大压力。

5.1.4 并购后协同效应不乐观

中鼎集团并购后的协同效应主要在三个方面不乐观，偿债能力下降，盈利能力下降，在中国落地项目的推进缓慢。

如表 5.1 所示，中鼎集团在并购后的短期负债率上升，主要原因是相对于资产规模的上升，负债上升的幅度更大。流动比率和速动比率下降，导致其短期偿债能力的下降。

表 5.1 中鼎集团并购前后偿债能力分析

财务指标	2016 年（并购前）	2017 年（并购后）
资产负债率（%）	38.33	48.54
流动比率（倍）	3.57	1.88
速动比率（倍）	2.80	1.47

资料来源：中鼎股份 2016-2017 年度报告（http://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vCB_Bulletin/stockid/000887/page_type/ndbg.phtml）

如表 5.2 所示，中鼎集团并购后的销售毛利率下降 2.52 个百分点，销售净利率下

降 1 个百分点，期间费用率下降 1.07 个百分点。导致其并购后的盈利水平不容乐观。

表 5.2 中鼎集团并购前后盈利能力分析

财务指标	2016（并购前）	2017 年（并购后）	变动率
销售毛利率（%）	31.28	28.76	-2.52
销售净利率（%）	13.42	12.42	-1.00
期间费用率（%）	14.49	13.42	-1.07

资料来源：中鼎股份 2016-2017 年度报告（http://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vCB_Bulletin/stockid/000887/page_type/ndbg.phtml）

中鼎集团的海外并购战略是“全球并购，中国整合”，目的是实现海外同行业企业先进技术和国际市场在中国的双落地。中鼎集团在 2017 年并购德国 TFH 公司后，同年开始着手准备 TFH 公司在中国的落地工作，直到 2018 年才基本完成主要的项目，2019 年 TFH 在国内的项目特斯通安徽虽然已经成立运行，但各项工作还处于推进之中，短期内的协同效应不明显。

5.1.5 对目标公司的尽职调查缺乏深度

尽职调查指并购企业对目标公司的资产负债、生产经营、管理系统、市场占有率等信息进行调查研究。它并不是一项单纯的审计程序，而更像是对目标公司的一台解剖手术，通过对有关数据的层层剖析，梳理数据涉及的各项公司业务，还原其隐藏的业务真相，进而对目标公司进行更加深入细致的了解，为判断目标公司的当前价值、未来发展潜力及并购风险提供相关依据。

中鼎集团在对 TFH 公司的尽职调查中，委托安徽中联国信资产评估有限公司对此次并购事件涉及的资产进行评估，华普天健会计师事务所对 TFH 的财务报表进行审计，安徽承义律师事务所对此次并购所涉及的法律进行分析，主要针对 TFH 的资产、财务和法律进行专业的尽职调查，缺乏对企业文化、管理方式、商业模式等信息的分析。而且，集团的重点调查方向侧重于 TFH 公司历史形成的可辨认资产和负债，以历史数据预估公司的未来价值，但并购后企业的经营管理结构和环境将会发生一定的改变，在预估过程中缺乏对其他影响因素的考虑。此外，并购双方分别位于不同的国家，存在地理环境、市场环境、企业文化和管理制度上的差距，对中介机构的专业能力要求较高，我国会计

师事务所、律师事务所等中介机构还处于发展的初级阶段，跨国调查工作的开展存在一定难度。从以上委托的机构来看，集团主要聘请国内的相关中介机构，缺乏对国际优秀中介机构的利用。

5.2 并购策略问题形成的原因

5.2.1 跨境并购的估值能力不足

中鼎集团在中国市场拥有领先的密封技术和较高品牌知名度，市场占有率居全国第一。但在海外市场缺乏知名度，市场规模较小，间接导致中鼎集团对 TFH 的竞标优势不明显。而且，集团管理层缺乏对目标公司真实经营状况的深度了解，高估了集团并购后的协同效应，同时 TFH 公司做出的高业绩承诺进一步增强了集团的并购信心，为了提高并购成功率，对 TFH 进行高价收购。

5.2.2 收购资金主要来源于负债

中鼎集团采用自筹资金等渠道进行融资，以实现此次并购交易与未来 TFH 的经营发展。在此次并购交易实现后，交易中采用的金融机构贷款等融资方式导致中鼎集团的资产负债率升高。此外，中鼎集团未来将企业经营产生的现金流作为偿付债务的资金。如果此次并购后短期内公司的现金获取不能达到预计水平，则中鼎集团的短期偿债能力和后续债务融资能力可能面临下降的风险。此次并购采用现金收购方式，资金通过自有资金、金融机构贷款等途径取得，在交易中一旦由于无法按时获取贷款等情况发生资金中断问题，那么此次并购将面临由取消或推迟交易而引起的赔偿损失。

5.2.3 采用单一的现金支付方式

单一现金支付指在并购活动中企业使用现金支付的比例达到了 100%，企业的现金存量关乎日常生产经营效率、偿债能力的强弱及资本结构的稳定性。从资金来源渠道分析，中鼎集团通过举债获取的资金采用现金支付会影响自身日常生产经营的稳定性。从资本结构的角度分析，现金支付会大量降低可流动资金在总资产中的占比，现金存量的下降也意味着短期偿债能力的减弱。从税收政策层面分析，现金支付会产生高额的资本利得税，会给集团带来较大的财务压力。在考虑其他支付方式结合使用的情况下，现金支付比例过高也是不可行的。

5.2.4 跨国并购对后期整合带来挑战

国家文化和制度的差异影响企业对外战略的实施，企业文化差异影响并购双方在管

理层面上的合作关系，并购双方员工之间的矛盾会导致企业管理成本的增加，成本的增加会影响公司日常生产经营的效率。TFH 作为成熟经济市场国家中的企业，对中鼎集团这样的中国民营企业在企业文化、国家文化和经济制度并不是百分百地认同，双方存在很大的差异，增加了协调整合的难度，对并购后期的整合过程是一个巨大的挑战。

5.2.5 国内跨国并购的中介机构服务能力有限

在跨国并购中，并购企业聘请的社会中介机构主要是会计师事务所、律师事务所、资产评估机构等，作用是帮助并购企业对目标公司的财务状况、生产经营状况及目标国的法律法规等进行分析。但是，目前中国社会中介服务机构的专业能力有限。由于跨国并购是在两个国家、多方企业之间进行，不同国家的会计核算、政策法规、资产评估方式存在差异，中国的中介服务机构可能无法全面掌握目标公司所在国的会计政策环境和法律环境，从而面临信息不对称风险。而且，中国社会中介服务机构体系还处于发展的初级阶段，服务对象主要针对国内企业，从事跨境业务的专业人才相对有限，从而缺乏解决跨国并购复杂业务的专业经验。此外，由于语言能力受限，在与国外公司的交流中存在一定的困难。

5.3 本章小结

中鼎集团并购 TFH 的策略实施虽然取得了较好的成效，但是依然存在有关问题，主要有：一是过高的商誉估值会增加集团未来的减值风险；二是通过举债收购 TFH 会增加集团的融资风险；三是单一的现金支付方式加重集团资金流动的压力；四是并购后的协同效应低于预期，整合效果不理想；五是对目标公司 TFH 的尽职调查缺乏深度。

中鼎集团并购 TFH 策略存在的问题包含多个方面，主要成因包括：一是集团对外估值能力与国外企业相比还存在较大差距，并购议价处于相对劣势；二是举债融资方式加大了集团的债务压力；三是支付方式过于单一，严重减少了流动资金的储备；四是并购后双方存在的制度、文化差异给整合工作带来挑战；五是国内跨国并购的中介机构服务能力有限。

6 建议与启示

首先，对本文内容进行总结。其次，针对前一章分析的问题和成因，对中鼎集团进一步开展跨国并购提出相关优化建议。最后，通过对本文案例的研究，为同行业企业开展跨国并购提出相关启示。

6.1 结论

本文以中鼎集团跨国并购 TFH 为例，通过对案例的介绍，分析出并购动因主要体现在三个方面：一是获取先进技术和生产工艺，实现集团战略目标；二是完善集团产业链，布局新能源汽车行列；三是开拓国际市场，获取协同效应。

中鼎并购德国 TFH 公司的主要策略有：并购前的目标选择、并购类型，并购中的估值、融资和支付，并购后的整合。对于并购目标的选择，综合考虑目标国的发展状况、政策环境和集团的对外发展战略，选择能够与集团产生较大协同效应、拥有行业内先进技术并占有领先地位的公司；基于获取汽车冷却技术和拓展欧洲市场的并购目的，将并购类型确定为横向并购；在估值的方式上，使用收益法将 TFH 公司的品牌效应、客户资源、核心技术等充分地反映出来，对于 TFH 这样拥有较大潜在价值的公司，集团很乐意支付高额收购金；在融资策略上，考虑集团的资本结构和偿债能力，选择债务融资方式，资金渠道主要来源于企业自有资金和银行贷款；为了增加并购成功率，获得确定的现金收益，不改变集团股权结构，集团在自身可承受能力范围内选择现金支付；在并购后的整合策略上，获取 TFH 公司先进技术和优秀供应商渠道，派驻管理及财务专员实施财务数据整合，并保留其原有的高级管理层人员，保持企业日常经营的稳定性。对并购后的效果，综合运用事件研究法和财务指标法进行评价，分析得出集团股东财富在短期内增加，说明集团的并购项目会激发投资者的投资热情，增加企业的市场价值；营运能力和发展能力有所上升，主要得益于对 TFH 在国外供货渠道，提升了集团在国外市场的营销力度和发展速度，但是偿债能力和盈利能力略有下降，说明并购策略发挥了一定的积极作用，但是依然存在问题。

最后，通过分析存在的问题和成因得出：估值能力的不足引起商誉未来的减值风险大；举债融资方式加大了融资风险；单一的现金支付方式加重集团资金流动的压力；并购后期整合效率低下导致协同效应不乐观；国内跨国并购的中介机构服务能力有限导致对目标公司的尽职调查缺乏深度。

6.2 对中鼎集团跨国并购策略的优化建议

6.2.1 提高集团对目标公司的价值评估能力

并购之前，为了减小集团在估值环节的收购风险，需要增强其对海外公司估值能力的培养。具体做法主要有：一是选择合适的价值评估方法，严格遵循评估流程。二是充分收集整理目标公司的有关资料，可以通过关注目标公司发布的有关动态、金融服务机构对其前景的预测信息、有关网站的行业指标信息等渠道。只有收集到足够多的资料，才能使评估结果最大限度地接近被评估对象的真实价值水平。三是综合运用多种评估方法，不同方法具有不同的优势和不足，采用其中任何一种方法都具有局限性，将几种估值方法结合使用，可以既全面又精准地评估目标公司的价值，降低因为运用某一种方法产生的局限风险。四是对相关测算指标的选取要严格，因为测算过程冗长繁杂，涉及的资料多种多样，过程环环相扣，任何环节出了问题都会对估值结果产生巨大影响。

6.2.2 拓宽并购融资渠道

与发达国家相比，中国的融资渠道较窄，由于缺乏相应的融资理论基础，具有国际优势的融资方式在中国市场暂时得不到运用。因此，集团在制定跨国并购融资策略时，不仅要考虑自身的财务状况、发展水平等，而且要结合经济发展的国际趋势，充分借鉴国际先进的融资经验，立足集团的实际情况，打破常规融资方式的局限，以创新发展的思想理念，不断拓宽企业的融资渠道，找到适合自身的融资方式。

为了缓解集团的资金需求压力和降低融资风险，可采用多种融资渠道相结合的方式，并购前需要对自身和被并购公司的资本结构进行深入分析，根据债务资本比例合理分配各种融资额度在总融资额中的占比，谨慎选择融资方式。如集团在贷款利率相对较低时，可采取适当提高流动负债的措施；在贷款利率相对较高时，可采取适当提高非流动负债的措施，同时尽可能使用固定利率以确保并购交易妥善完成。总之，在规划融资结构阶段，集团应深入分析财务状况，对自身的偿债水平客观地预测，然后在企业能继续良好运作的情况下合理选择外部融资，维持正常的自有资金水平，保障集团的流动及非流动负债处于良好状态。

6.2.3 采取多种支付手段

中国并购市场上虽然存在不同的支付方式，但是现金支付方式的应用最多，集团在并购时对于支付方式的选择缺乏多元性。为了尽可能地降低跨国并购中的支付风险，在

选择支付方式之前，需要根据被并购公司的实际财务状况做出支付方式的合理规划，如果集团考虑现金支付，要衡量后期的净现金流量是否足够按时偿还企业债务，及是否能维持企业的正常运转。综合运用多种支付方式可以有效降低集团的财务风险，股权支付方式可以有效缓解并购方的资金压力，减少利息费用和合理避税等优势，在资金紧张的情况下可以适当采取一部分交易额用股权进行支付。如果集团的资金流非常紧张，可以与被并购方进行协商将交易额进行分期支付，短期内减轻集团的财务压力。

6.2.4 重视并购后的有效整合

在并购后的整合阶段，集团需要重视并购双方在企业文化、管理制度方面存在的矛盾，针对问题合理规划整合计划，努力完善各项规章制度，提升双方的管理水平，创造良好的企业文化环境，只有达到包容或认同对方的文化理念和管理方式，才能有序开展并购前的整合计划。整合计划中有关工作的交接、财务数据的合并整理、生产经营的整合等都是至关重要的环节。此次并购为中鼎集团在欧洲市场的拓展提供了机会，集团在充分发挥自身优势的同时可以有效利用 TFH 公司的客户资源，迅速提升市场占有率，实现集团的战略目标。

6.2.5 合理安排并购前的准备工作

在并购前的准备阶段，企业对目标公司的情况要进行全面的分析，除了国内中介机构的聘请，需要适当考虑国外相关机构的加入。国外的跨国并购出现的时间早、数量多、规模大，各种中介服务机构应运而生，已具备较高的专业技能，拥有处理复杂跨国并购问题的丰富经验。如欧洲审计院，它在不断发展变化中创立了一套针对特定核心风险的确定标准，并制定了相应的风险应对策略，时刻把握风险动态变化的趋势。发达国家拥有完善的法律服务体系，其人才队伍规模庞大，专业知识水平高，服务范围广。在美国，法律服务机构特别重视对目标国法律研究的深度和广度，将其看做促成并购成功的关键，强调企业文化的高度融合。所以，集团参与跨国并购，在成本控制的合理范围内，可以考虑聘请国外熟悉目标公司及所在国环境的专业中介服务机构，降低跨国并购风险，为并购活动的顺利进行保驾护航。

6.3 对同行业企业开展跨国并购的启示

6.3.1 加强对跨国并购专业人才的培养

中国企业跨国并购数量与日俱增，企业急需各种优秀的投资人才开展跨国并购和参

与企业管理。并购双方位于不同的国家，文化制度差异较大，并购过程中存在许多复杂的专业问题，需要企业员工具备较高的专业素养和丰富的跨国并购项目管理经验，如果企业员工中有熟悉两国文化制度的国际型人才，将会避免过分依赖第三方中介机构的困境，降低并购工作中的有关风险，提高对目标公司收购的成功率。因此，为了满足企业跨国并购的需要，对全球化经营管理和跨国并购人才的培养势在必行。

6.3.2 发展多元化融资渠道

中国的融资市场发展缓慢，主要依靠银行等金融机构获得贷款，而国外的金融市场发展较为成熟，资金充足，拥有众多的融资渠道。因此，中国的企业在跨国并购中可以将融资渠道拓展到国际金融市场，一方面可以增加资金的来源渠道，加快融资速度，减少融资成本，另一方面可以加强与国外金融机构的合作，加快对经济环境的熟悉，提高企业的抗风险能力，促进跨国并购项目的顺利展开。中国企业跨国并购涉及的资金量庞大，在并购过程中使用单一现金支付方式会存在较大风险，出于对资金安全的考虑，针对上市企业可以选择向社会定期增发股权进行融资，既节省了资金使用费用，又可以对资金进行灵活使用且可以缓解债务压力。

6.3.3 慎重选择并购目标

跨国并购项目成功的前提是要选择合适的目标企业，并购企业在做出相关并购决策时，需要对目标公司和自身的发展战略、资本结构、业务范围等因素进行综合考虑。聘请国内外专业的中介机构对目标公司的综合情况做全面的调查分析，慎重选择并购对象，合理预测并购后的整合效果，不能受目标公司高业绩承诺的吸引及管理层急于求成的心理所影响，要具备宽阔的眼界，确保目标公司选择的合理性，降低并购项目的交易风险。对不符合企业并购标准的并购对象直接排除，即使在资本套利方面确实有利可图，也要谨慎考虑，不要因为一时的利益冲昏头脑，要为企业未来长远的发展做打算。

6.3.4 提高并购后的整合质量

并购后整合是决定跨国并购项目是否取得圆满成功的重要环节，与国内企业并购后的整合相比较，跨国并购的整合由于文化制度差异导致难度较大。俗话说：“趁热打铁”，并购完成后要及时就企业的发展战略、生产资源进行有效整合，加快推进生产运营、技术研发、销售管理方面的接收工作，充分发挥双方之间的协同效应，降低并购整合风险，努力实现企业并购目标。在战略整合中，要使并购企业的发展战略为被并购企业所接受，避免企业的大跨度转型升级，保证被并购企业预期效益的充分发挥。在文化

制度整合方面，立足并购双方原有的文化，寻找共同点，最大化地体现相同之处，弱化存在差异的地方，使目标企业的文化能够快速融入并购方，同时避免因整合企业文化变化过大导致被并购企业核心人员的大量流失。

参考文献

[1]Alexander Wall.The application and research of financial analysis in the real enterprise [J].Prentice Hall,2016,(3):813-823.

[2]Anderson M,Xiao J.Acquisitions of Start-Ups by Incumbent Businesses: A MarketSelec-Tion Process of “High-Quality” En-trants?[J].Research Policy,2016,(1):272-290.

[3]Azizjon Alimov,Micah S.Officer.Intellectual property rights and cross-border mergers and acquisitions[J].Journal of Corporate Finance,2017,(45):360-377.

[4]Brown R, Sarma N. CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions[J]. Journal of Economics & Business,2007,(5):358-379.

[5]Butler.A multiple attribute utility theory approach to ranking and selection[J]. Management Science,2015, (6):21.

[6]Croci E,Petmezas D.Why Do Managers Make Serial Acquisitions?An Investigation of Performance Predictability in Serial Acquisitions[J].Social Science Electronic Publishing, 2009,(3):432-479.

[7]Deng P. Outward investment by Chinese MNCs: motivations and implications[J].Business Horizons,2004,(3):8-16.

[8]Denis Schweizer,Thomas Walker,Aoran Zhang.Cross-border acquisitions by Chinese enterprises:The benefits and disadvantages of political connections[J].Journal of Corporate Finance,2019,(57):3-85.

[9]Doukas,J H. Overconfident Managers and Self-attribution Bias[J].European Financial Management,2007,(3):531-577.

[10]Financing and operational optimization: An example of electric vehicle’s major component—Power battery[J].Computers & Industrial Engineering,2020,(148):67-71.

[11]Karampatsas N, Petmezas D, Travlos N G .Credit Ratings and the Choice of Payment Method in Mergers and Acquisitions[J].Journal of Corporate Finance,2013,(2):474-493.

[12]Lauri Haapanen,Pia Hurmelinna-Laukkanen,Sakari Nikkilä,Pertti Paakkolanvaara.The function-specific microfoundations of dynamic capabilities in cross-border mergers and acquisitions[J].International Business Review,2019,(4):766-784.

[13]Mamoru Nagano.Similarities and differences among cross-border M&A and greenfield

FDI determinants:Evidence from Asia and Oceania[J].Emerging Markets Review, 2013,(16):100-118.

[14]Martynova M, Renneboog L.What determines the financing decision in corporate takeovers: Cost of capital, agency problems, or the means of payment?[J].Journal of Corporate Finance, 2009,(3):290-315.

[15]Mathews J A.Dragon multinationals:new players in 21st century globalization [J].Asia Pacific Journal of Management,2006,(1):5-27.

[16]Portes R,Rey H.The Determinants of Cross Border Equity Flows[J].Journal of International Economics,2005,(2):269-296.

[17]Rahim N M, Ali R.Cross-border mergers and acquisitions (CBMAs):a review on top six asean country CBMA players [J].Asian Academy of Management Journal of Accounting & Finance,2016,(12):119-153.

[18]Reddy Y. V.,Parab N. (2018).The Impact of EVA and Traditional Accounting Performance Measures on Stock Returns:Evidence from India[M].New York Social Science Electronic Publishing.

[19]Renze-Westendorf,Martin,Schiereck D,Zeidler F.Cross-Border Acquisitions and Shareholder Wealth:Evidence from Spain[J].Management Research:Journal of the Iberoamerican Academy of Management,2009,(2):127-140.

[20]Rovit,Lemire. Your best M&A strategy:Smart deal make methodically acquire through good times and bad[J]. Harvard Business Review,2003,(3):16-17.

[21]Salaga Jakub,Bartosova Viera,Kicova EVA. Economic Value Added as a measurement tool of financial performance[J].Procedia Economics and Finance,2015,(26):486-489.

[22]Sungbum Park, Heeseok Lee, Seong Wook Chae. Rethinking balanced scorecard (BSC) measures: formative versus reflective measurement models. 2017, (1):92-110.

[23]Wan Li,Chao Hui wang,Qi Zheren,Ding Zhao.Institutional distance and cross-border M&A performance:A dynamic perspective[J].Journal of International Financial Markets, Institutions & Money,2020,(66):1-23.

[24]Yuyang Zhang, Konari Uchida, Liping Dong. External financing and earnings management: Evidence from international data[J]. 2020, (64):101-105.

[25]陈浩, 刘春林. 高管晋升激励与并购支付决策[J]. 软科学, 2017, (12):43-46.

[26]陈蕾,古梦迪.蒙特卡罗模拟在周期性公司收益法估值预测中应用研究[J].财会通讯,2013,(18):112-114+129.

[27]陈舒婷.上市公司并购重组支付方式综述[J].商讯,2020,(8):144+146.

[28]单宝.基于跨国并购战略目标的区位与产业选择[J].理论探讨,2007,(2):87-89.

[29]丁利剑,何佳讯.中国企业跨国品牌并购战略:决策框架与建议[J].华东师范大学学报(哲学社会科学版),2016,(2):136-145+171-172.

[30]杜瑞丽.企业并购的战略整合模式选择及管理研究[J].中外企业家,2016,(6):41-42.

[31]樊燕萍,张永安.战略并购内涵、动因及类型解析[J].中国流通经济,2013,(4):44-48.

[32]方程.上市公司跨境并购融资方式的研究[J].纳税,2019,(26):194.

[33]高翔,李凌.中国企业海外并购区位选择影响因素研究[J].国际商务研究,2019,(3):39-48.

[34]葛翔宇,周艳丽.企业并购中目标公司价值的实物期权定价新方法——基于前景理论的行为分析[J].数量经济技术经济研究,2017,(3):145-161.

[35]郭健全,江惠婷.人类发展水平与中国企业跨国并购区位选择——基于发达国家与发展中国家的差异分析[J].科技与管理,2015,(1):6-11.

[36]郭健全,袁园.东道国制度因素对中国企业跨国并购区位选择影响研究[J].重庆工商大学学报(社会科学版),2015,(5):29-35.

[37]韩忠雪,王闪,崔建伟.多元化并购、股权安排与公司长期财富效应[J].山西财经大学学报,2013,(9):94-103.

[38]贺珊,杨超.企业并购类型及绩效研究[J].中国集体经济,2020,(5):72-73.

[39]胡俊男,董大海,刘瑞明.品牌整合战略及品牌整合本质的探索性研究[J].科技与管理,2012,(4):29-34.

[40]胡晓明,孔玉生,赵弘.企业估值中价值乘数的选择:基于行业差异性的研究[J].审计与经济研究,2015,(1):66-73.

[41]胡晓明,滕森.权益乘数驱动因素对估值影响的研究[J].南京财经大学学报,2013,(4):75-81.

[42]蓝发钦,赵建武,王凡平,陈后兴.控制权结构、估值水平与并购支付方式选择——来自我国上市公司的经验证据[J].江淮论坛,2018,(1):11-18.

[43]李常青.入世以来中国企业海外并购定价理论与实践运用[J].价格月刊,2016,(12):27-30.

[44]李鸿阶,张元钊.中国企业跨国并购区位选择影响因素分析[J].亚太经济,2012,(5):70-75.

[45]李丽燕,林斌.企业 EVA 会计调整事项分析——以林业为例[J].中国商论,2017,(7):147-150.

[46]李晓红.我国企业跨国并购的动因及风险对策研究[J].北京工商大学学报(社会科学版),2010,25(05):59-62+77.

[47]李豫湘,李丽.基于行业生命周期的企业并购动因、类型和并购绩效实证研究[J].商业经济研究,2015,(25):90-93.

[48]廖东声,刘曦.中国制造业企业海外并购问题研究[J].会计之友,2017,(2):44-47.

[49]刘惠镇.青岛海尔股份有限公司海外并购绩效评价研究[D].江苏:中国矿业大学,2019.

[50]刘建.企业重组中的财务整合要点及策略[J].企业改革与管理,2020,(1):164-165.

[51]刘良坤.企业并购财务绩效及风险分析——以吉利并购沃尔沃为例[J].财会通讯,2012,(4):89-91.

[52]刘焰.生命周期、并购模式与并购绩效的关系——基于收购公司的视角[J].华南师范大学学报(社会科学版),2014,(4):100-107+182.

[53]刘月.企业并购按关联程度进行分类的研究[J].时代金融,2019,(8):182+187.

[54]潘昶靓.基于企业生命周期视角的并购决策研究[J].会计之友,2013,(20):73-77.

[55]钱鑫,朱信凯.中国企业海外并购的动因分析[J].现代管理科学,2015,(6):30-32.

[56]任高菱子.企业并购财务绩效分析—以吉利并购沃尔沃为例[J].会计之友,2013,(10):65-68.

[57]邵志超.饮料企业预算管理中平衡计分卡的应用[J].财会学习,2018,(20):179+181.

[58]宋淑琴,代淑江.管理者过度自信、并购类型与并购绩效[J].宏观经济研究,2015,(5):139-149.

[59]孙华鹏,苏敬勤,崔淼.中国民营企业跨国并购的四轮驱动模型[J].科研管理,2014,(10):94-100.

[60]唐士奇,张畅.商业银行境外并购对比分析[J].西南金融,2013,(8):58-61.

[61]唐晓华,高鹏.全球价值链视角下中国制造业企业海外并购的动因与趋势分析[J].经济问题探索,2019,(3):92-98.

[62]滕涛.浅谈实物期权理论在产业并购中的应用[J].青海金融,2019,(11):23-26.

[63]王建卿,周民良.跨国并购研究述要[J].学习与实践,2009,(7):58-63.

[64]王静.我国企业跨国并购的现状、问题及对策建议[J].技术经济,2020,(2):73-78.

[65]王新红,唐雪琪.企业财务能力与并购支付方式研究[J].会计之友,2017,(24):45-49.

[66]王新红,张转军.并购对创新投入的影响及持续性研究——并购类型与主并企业特征视角[J].科技进步与对策,2019,(16):91-99.

[67]王晔.国有企业与民营企业跨国并购的动因与比较[J].商业经济研究,2018,(8):101-105.

[68]魏然.多案例探究科技创新型企业并购动因及绩效[D].北京交通大学,2019.

[69]温小杰.中国机床制造业跨境并购动因研究——从贸易条件的角度分析[J].国际经贸探索,2009,(7):28-33.

[70]吴超鹏,吴世农,郑方镳.管理者行为与连续并购绩效的理论与实证研究[J].管理世界,2008,(7):126-133+188.

[71]吴先明,苏志文.将跨国并购作为技术追赶的杠杆:动态能力视角[J].管理世界,2014,(4):146-164.

[72]夏光华.中国企业跨境并购中的战略整合策略[J].产业经济评论,2016,(6):87-104.

[73]徐尧.企业并购后人力资源整合问题研究[J].商讯,2019,(20):192-193.

[74]徐众,季颖.实物期权定价模型在企业并购估值中的应用[J].市场研究,2020,(3):61-63.

[75]许世珍.软件信息行业并购评估研究——以D公司并购H公司的收益法评估为例[J].中小企业管理与科技(中旬刊),2020,(3):118-119.

[76]薛安伟.后全球化背景下中国企业跨国并购新动机[J].世界经济研究,2020,(2):97-105+137.

[77]薛新红,王忠诚.东道国金融发展异质性与中国企业跨国并购的区位选择[J].国际商务(对外经济贸易大学学报),2019,(5):73-87.

[78]姚益龙,赵慧,王亮.企业生命周期与并购类型关系的实证研究——基于中国上市公

司的经验研究[J]. 中大管理研究, 2009, (4):35-49.

[79]应勇. 企业并购重组中的人力资源整合问题及对策[J]. 企业改革与管理, 2018, (18):95-96.

[80]尤小雁. 其他权益工具投资估值的难点[J]. 财会通讯, 2019, (32):78-82.

[81]于快, 徐大展. 企业跨国并购财务整合问题研究[J]. 商业经济, 2020, (6):85-86.

[82]俞萍萍, 赵永亮. 东道国制度质量对中国企业跨国并购区位选择的影响[J]. 国际经贸探索, 2015, (10):96-112.

[83]曾贵荣. 上市公司溢价并购财务绩效研究——以上海莱士并购邦和药业为例[J]. 财会通讯, 2018, (29):105-109

[84]张弛, 余鹏翼. 并购类型会影响中国企业技术并购绩效吗——对横向、纵向和混合并购的比较研究[J]. 科技进步与对策, 2017, (7):76-81.

[85]张雅荃. 企业并购中融资方式和资金支付方式的比较分析[J]. 中国总会计师, 2020, (5):110-111.

[86]张子煜, 谭诗琪. 浅谈连续并购的动因及绩效分析——以阿里巴巴集团为例[J]. 现代营销(信息版), 2019, (4):105-106.

[87]赵鹏, 孙亚范. 我国制造企业跨国并购绩效评析——基于 48 个上市公司案例的经验数据[J]. 科技与经济, 2019, (5):101-105.

[88]赵晴, 袁天荣, 许汝俊. 我国企业海外并购融资方式创新——以艾派克并购利盟国际为例[J]. 财会月刊, 2018, (19):92-98.

[89]周菊, 陈欣. 并购重组支付方式与并购溢价——基于交易成本与信息不对称的解释[J]. 投资研究, 2019, 38(12):81-93.

[90]周盼. 在医药制造业中推行 EVA 考核的研究[J]. 江苏商论, 2018. (5):104-105.

[91]周绍妮, 王惠瞳. 支付方式、公司治理与并购绩效[J]. 北京交通大学学报(社会科学版), 2015, (2):39-44.

[92]朱婕, 任荣明. 东道国制度环境、双边投资协议与中国企业跨国并购的区位选择[J]. 世界经济研究, 2018, (03):109-126+136-137.

[93]朱秀芬. 基于平衡计分卡的互联网企业并购绩效评价研究——以阿里巴巴并购恒生电子为例[J]. 财会通讯, 2018, (2):100-104.

后 记

光阴似箭，日月如梭，三年的硕士研究生求学即将结束。回想期间的学习和生活，面对培育我的母校，心中无限感慨。

首先，我要向我的导师安占然教授，表达我最衷心的敬意和最诚挚的感谢！作为一名普通学生，能够考入兰州财经大学，成为国际商务专业的一名硕士研究生，我感到非常幸运。更幸运的是能够师从安占然教授，成为她众多学生中的一员，得到她耐心细致的指导。学习期间，从选题的确定、论文的撰写再到论文的反复论证、修改，安老师都耗费了大量的心血，给予了大量的意见和建议。安老师严谨的学术态度、开阔的学术视野、深厚的理论功底、敏锐的问题意识、求真务实的作风、厚德载物的品质都对我产生了深刻的影响，今后将一直激励我的学习和生活，成为我一生尊重和学习的榜样。

真诚的感谢朱廷珺教授、万永坤教授、姬顺玉教授、钟鸣教授等老师们一丝不苟、敢于进取、勇于创新的教学作风，营造了一个团结、积极、进取的课堂氛围，在我的课程学习和论文写作中都给予了很大的指导和帮助；感谢已经毕业的姚砚询师姐、张强师兄、好友牟庆雯、梁诚、徐雪芹等，与他们的每一次交流和讨论都使我受益匪浅，我们一起携手走过了一段艰难又快乐的日子！

最后，衷心感谢父母及家人一直以来对我极大的支持和鼓励，他们无私的爱让我在人生的道路上无论面对任何困难都毫不畏惧，激励我勇敢前行。对所有曾经关心我、支持我的人，再次表示最真诚的感谢！