

分类号 \_\_\_\_\_  
U D C \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_  
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 木林森并购德国 LEDVANCE 的风险管控研究

研究生姓名: 李宜睿

指导教师姓名、职称: 安占然 教授

学科、专业名称: 国际商务

研究方向: 企业国际化运营与发展

提交日期: 2023年5月31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： 李宜睿 签字日期： 2023年5月31日

导师签名： 安占然 签字日期： 2023年5月31日

导师(校外)签名： \_\_\_\_\_ 签字日期： \_\_\_\_\_

## 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內容。

学位论文作者签名： 李宜睿 签字日期： 2023年5月31日

导师签名： 安占然 签字日期： 2023年5月31日

导师(校外)签名： \_\_\_\_\_ 签字日期： \_\_\_\_\_

# **Research on Risk Management and Control of MLS's Merger and Acquisition of German LEDVANCE**

**Candidate :Li Yirui**

**Supervisor:An Zhanran**

## 摘 要

我国 LED 光电照明行业规模不断扩大，目前呈现出企业间竞争激烈，市场供过于求的问题。为了能够抢占到市场上更多份额，LED 企业纷纷进行跨国并购。由于 LED 属于半导体行业，在进行跨国并购时可能会面临反垄断审查，加大企业跨国并购的风险。如果在跨国并购过程中对任一风险应对不足，就会使企业跨国并购失败，对自身产生严重影响。因此，有必要对跨国并购中的风险管控问题进行研究。木林森在并购德国 LEDVANCE 后，由我国 LED 龙头企业成功跻身世界三大 LED 行列。因此，本文选择对木林森并购德国 LEDVANCE 的跨国并购风险管控进行研究，具有一定的代表性。

本文首先对木林森并购德国 LEDVANCE 的案例从并购背景、双方企业介绍、并购动因以及并购过程进行介绍。其次，利用分段识别法将木林森跨国并购的过程分为准备、实施和整合阶段。木林森在准备阶段面临战略、政治法律及定价风险；在实施阶段面临融资、支付和汇率风险；在整合阶段面临财务、经营、文化、人员、组织整合风险。再次，对这些风险选取合理的指标，基于模糊综合评价法对木林森并购德国 LEDVANCE 的风险进行评价，得出整体并购风险为一般偏低风险。从次，对其风险管控进行分析：在准备阶段，木林森通过对自身并购战略进行确定，利用战略合伙人 IDG 资本进行尽职调查，对战略风险做出了较好的风险管控。通过设立双层 SPV 有效地降低了政治法律风险。利用合理估值方法以及提前了解 LEDVANCE 的相关情况，制定出了较为合理的定价。在实施阶段，木林森使用了多样的融资方式降低了融资风险，采取现金与股权支付相结合的方式降低了支付风险，利用内保外贷降低汇率风险；在整合阶段，对双方财务标准进行统一，优化了财务结构。通过取长补短、积极沟通，促进了文化的交流与融合。对组织和人员进行优化整合，提升了工作效率。通过对技术、业务、品牌等进行学习交流，实现了经营协同。虽然木林森整体上风险管控措施降低了并购风险，但也存在委托代理及财务问题。最后，本文对优化木林森跨国并购风险管控提出相关建议，总结出可借鉴的风险管控措施，希望对我国其他 LED 企业跨国并购风险管控具有一定的启示作用。

**关键词：**跨国并购 风险识别 风险评价 风险管控

## Abstract

The scale of LED photoelectric lighting industry in our country is expanding, and now it presents the problems of fierce competition among enterprises and oversupply in the market. In order to be able to grab more market share, the LED companies to cross-border M&A. As LED belongs to the semiconductor industry, it may face anti-monopoly review when conducting cross-border mergers and acquisitions, increasing the risk of cross-border mergers and acquisitions. If any risk is not adequately dealt with in the process of cross-border merger and acquisition, the enterprise will fail in cross-border merger and acquisition and have a serious impact on itself. Therefore, it is necessary to study the risk management and control in cross-border M&A. After the acquisition of Germany LEDVANCE, MLS has successfully ranked among the three leading LED enterprises in the world. Therefore, this paper chooses to study the cross-border M&A risk control of MLS's acquisition of Germany's LEDVANCE, which is representative.

This paper firstly introduces the merger background, corporate introduction, merger motivation and merger process of MLS's merger with LEDVANCE in Germany. Secondly, the process of MLS's cross-border merger is divided into preparation, implementation and integration stages by using the segmentation identification method. Mulinson faced strategic, political-legal and pricing risks in the

preparation phase; Faced financing, payment and exchange rate risks in the implementation phase; In the integration stage, it faced the integration risks of finance, operation, culture, personnel and organization. Thirdly, this paper selects reasonable indicators for these risks and evaluates the risk of MLS's acquisition of LEDVANCE of Germany based on the fuzzy comprehensive evaluation method, and concludes that the overall M&A risk is generally low. From time, to analyze its risk control: during the preparation phase, MLS to determine their own M&A strategy, the strategic partner to conduct due diligence, IDG capital has made a good risk to strategic risk controls. The political and legal risks are effectively reduced by setting up a two-tier SPV. By using reasonable valuation method and understanding the relevant situation of LEDVANCE in advance, a more reasonable pricing was formulated. In the implementation stage, MLS used a variety of financing methods to reduce the financing risk, the combination of cash and equity payment to reduce the payment risk, the use of internal guarantee loan to reduce the exchange rate risk; In the integration stage, the financial standards of both parties were unified and the financial structure was optimized. Through learning from each other and active communication, cultural exchange and integration are promoted. Optimize and integrate the organization and personnel, and improve the work efficiency. Through learning and exchange on technology, business and brand, operation coordination is

realized. Although MLS overall risk control measures to reduce the risk of mergers and acquisitions, but also exists the principal-agent and financial problems. Finally, this paper puts forward relevant suggestions on optimizing the risk management and control of cross-border M&A of Mulinsen, summarizes the risk management and control measures that can be used for reference, and hopes to have certain enlightenment on the risk management and control of cross-border M&A of other LED enterprises in China.

**Key words:** Cross-border M&A; Risk analysis; Risk assessment; Risk management and control

# 目 录

<b>1 引言</b>	<b>1</b>
1.1 研究背景、目的及意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究目的	2
1.1.3 研究意义	2
1.2 研究内容、研究方法及技术路线图	3
1.2.1 研究内容	3
1.2.2 研究方法	4
1.2.3 技术路线图	5
1.3 创新点与不足	6
1.3.1 创新点	6
1.3.2 不足	6
<b>2 理论基础与文献综述</b>	<b>7</b>
2.1 理论基础	7
2.1.1 市场势力理论	7
2.1.2 协同效应理论	7
2.1.3 信息不对称理论	8
2.1.4 风险管理理论	9
2.2 文献综述	9
2.2.1 跨国并购动因的相关研究	9
2.2.2 跨国并购风险的相关研究	11
2.2.3 跨国并购风险评价的相关研究	14
2.2.4 跨国并购风险管控的相关研究	15
2.2.5 文献简评	17
<b>3 木林森并购德国 LEDVANCE 案例介绍</b>	<b>18</b>
3.1 并购背景	18

3.1.1 国内 LED 中游封装市场竞争激烈	18
3.1.2 国内 LED 下游应用市场广阔但集中度低	19
3.1.3 世界照明市场难以进入	20
3.2 并购双方简介	21
3.2.1 并购方：木林森	21
3.2.2 被并购方：LEDVANCE	22
3.3 并购动因	24
3.3.1 通过完善 LED 产业链布局实现业绩增长	24
3.3.2 借助 LEDVANCE 合作网络打开国际封装市场	24
3.3.3 帮助并购双方实现业务协同	25
3.4 并购过程	26
3.4.1 设立并购基金收购境外资产	26
3.4.2 收购并购基金子公司明芯光电	29
3.5 本章小结	30
<b>4 木林森并购德国 LEDVANCE 的风险识别及评价</b>	<b>31</b>
4.1 木林森并购德国 LEDVANCE 的风险识别	31
4.1.1 并购准备阶段的风险	31
4.1.2 并购实施阶段的风险	33
4.1.3 并购整合阶段的风险	35
4.2 木林森并购德国 LEDVANCE 的风险评价	38
4.2.1 建立评价指标体系	38
4.2.2 确定风险因素权重	39
4.2.3 基于模糊综合评价法的风险评价	46
4.2.4 评价结果分析	49
4.3 本章小结	49
<b>5 木林森并购德国 LEDVANCE 的风险管控措施及存在问题</b>	<b>50</b>
5.1 木林森并购德国 LEDVANCE 的风险管控措施	50
5.1.1 并购准备阶段风险管控措施	50
5.1.2 并购实施阶段风险管控措施	52

5.1.3 并购整合阶段风险管控措施 .....	54
5.2 风险管控措施存在的问题 .....	56
5.2.1 实施阶段存在委托代理问题 .....	56
5.2.2 整合阶段未能充分考虑财务问题 .....	56
5.3 本章小结 .....	57
<b>6 结论、建议与启示 .....</b>	<b>58</b>
6.1 结论 .....	58
6.2 对木林森优化跨国并购风险管控措施的建议 .....	59
6.2.1 缓解委托代理问题 .....	59
6.2.2 完善财务风险预警机制 .....	59
6.3 对我国 LED 企业跨国并购风险管控的启示 .....	60
6.3.1 并购准备阶段风险管控启示 .....	60
6.3.2 并购实施阶段风险管控启示 .....	60
6.3.3 并购整合阶段风险管控启示 .....	61
<b>参考文献 .....</b>	<b>63</b>
<b>附 录 .....</b>	<b>68</b>
<b>后 记 .....</b>	<b>72</b>

# 1 引言

## 1.1 研究背景、目的及意义

### 1.1.1 研究背景

在我国经济实力的不断增强的同时,我国企业的竞争力和整合实力与全球高水平企业的差距也在不断缩小。为了进一步扩大市场份额,获取先进技术,不断优化和改善产业结构,使企业国际知名度提高,越来越多的公司开始通过跨国并购实施国际战略。根据《2021 世界投资报告》显示,2020 年全球跨国交易量下降了 6%,但中国企业跨国并购却只增不减,跨国并购总量达到 320 亿美元,增长了 10%以上。虽然我国跨国并购数量不少,但是由于我国企业跨国并购起步比较晚,参与程度比较低,并购过程中缺乏战略层面的思考以及较少的跨国并购成功经验,因此,在跨国并购过程中出现了许多问题。中国企业的跨国并购完成率仍低于世界平均水平。外部环境不稳定再加上跨国交易复杂使得中国企业在跨国并购时困难重重。另外,东西方文化之间的巨大差异也促使中国企业在跨国并购完成后的整合过程中面临更大的挑战。所以,为了能够提升中国企业在跨国并购时的成功率,首要问题就是要对企业跨国并购过程中可能面临的风险进行分析与管控。

我国产业不断升级,对经济新能源的需求量也越来越高,以高端制造为代表的新兴行业仍是跨境并购的热点。在“碳达峰,碳中和”目标的指引下,我国 LED 行业将迎来新的发展契机。就我国 LED 行业发展现状来讲,由于资本大量进入市场,目前国内 LED 市场区域饱和,产品利润率低和同质化问题越来越严重,LED 企业面临残酷的优胜劣汰的命运。越来越多的 LED 企业通过跨国并购的方式“走出去”寻找产业发展新的增长极和利润增长点。另外,国家在政策方面的支持也激发了中国 LED 企业跨国并购的热情。受企业内部发展需要和外部政策推动两方面的影响,我国 LED 行业进行跨国并购的企业数量不断增加。为了我国 LED 行业的维持与发展,研究 LED 行业跨国并购具有一定的意义。

我国知名的光电照明企业木林森股份有限公司通过跨国并购德国 LEDVANCE 进入世界 LED 企业头列,使木林森在 LED 显示行业成功实现质的

飞跃，国际话语权增强。可以看出木林森跨国并购是成功的，说明其应对风险的措施也是可行的。由于木林森在跨国并购的不同阶段所面临的风险也是不同的，通过对木林森可能面临的风险及其风险管控措施进行分析，希望对我国 LED 行业其他企业跨国并购有一定的启示作用。

### 1.1.2 研究目的

以木林森并购德国 LEDVANCE 为具体研究案例，在针对木林森并购德国 LEDVANCE 案例进行分析的基础上，以规模经济理论、协同效应理论以及风险管理理论为理论基础作为研究的出发点，分析木林森在并购德国 LEDVANCE 不同阶段所面临的风险及风险管控措施。本文试图通过对木林森跨国并购德国 LEDVANCE 的案例进行分析达到以下研究目的：

第一，探索木林森并购德国 LEDVANCE 的真实动因。由于跨国并购具有时间跨度长、操作风险大、投资成本高的特点，企业必须付出大量的人力与财力。在此情况下，木林森依然进行了跨国并购行动，因此本文尝试结合行业及企业自身发展状况，寻找木林森进行并购的动因，判断木林森进行跨国并购是否具有必要性。

第二，分析和评估木林森在跨国并购中可能面临的风险。并分析其采取了哪些风险管控措施来降低风险。通过分段识别，将木林森跨国并购过程分为准备阶段、实施阶段和整合阶段。首先对各个阶段可能的风险进行分析，再基于模糊综合评价法对风险进行评价，然后分析其风险管控措施。

第三，使我国其他 LED 企业在进行跨国并购时加强风险管理意识，帮助参与跨国并购的 LED 企业提升跨国并购成功的几率。

### 1.1.3 研究意义

#### (1) 理论意义

由于国外开展跨国并购时间较早，如协同效应、风险管控理论等跨国并购理论相对完善，许多国外学者都充分运用跨国并购理论进行相关研究，并且还在对这些理论进行创新。而我国跨国并购发展时间还不长，我国学者对于跨国并购的研究主要集中在动因、绩效等方面，并且研究对象是传统企业，对 LED 行业跨

国并购的研究还不多。因此，本文通过对 LED 企业跨国并购风险管控进行研究，希望能够为丰富我国跨国并购相关研究做出一点边际贡献。

## （2）现实意义

虽然跨国并购活动可以使公司的市场潜力被激发，提高其在市场上的国际竞争力，但我国跨国并购成功率并不高，主要是由于企业在跨国并购时面临许多风险以及企业对这些风险管控不当两方面原因导致的。因此，本文选取照明行业的龙头企业木林森并购德国 LEDVANCE 的案例进行剖析，找出该案例中值得借鉴的风险管控措施，通过总结相关的经验和教训，可以提醒有跨国并购意图的 LED 公司提高风险识别和管控能力，做出正确决策，提升并购绩效，为 LED 企业跨国并购带来更多的参考与启示。

## 1.2 研究内容、研究方法及技术路线图

### 1.2.1 研究内容

本文由六个部分组成，前两部分是引言及理论基础，后四部分是具体的案例研究。全文包含的具体内容主要为以下几方面。

第一部分为引言。本文的研究背景及总体框架为本章的主要内容。首先是研究背景的介绍，之后就研究背景提出了相应的研究思路，并提出主要的研究方法。最后，是对本文的创新与不足进行总结。

第二部分介绍了跨国并购及并购风险相关理论基础和文献综述。本文将市场势力、协同效应、信息不对称和风险管理理论作为本文的理论基础。文献综述则是从跨国并购动因，跨国并购风险以及跨国并购风险管控三个方面展开论述。

第三部分为木林森并购德国 LEDVANCE 的案例简介。主要从研究背景、并购双方，并购动机和并购过程四个角度简要介绍该研究案例，为以下风险分析和风险管理策略提供了案例依据。

第四部分为木林森并购德国 LEDVANCE 的风险分析及评价。依据第三部分的案例介绍，按照并购流程采取分段识别的方法将并购过程分为了准备、实施以及整合三个阶段。并结合案例对木林森在跨国并购中可能存在的风险进行分析。并基于模糊综合评价模型对木林森在跨国并购中面临的风险进行评价。

第五部分是木林森并购德国 LEDVANCE 的风险管控。本章根据前文对木林森跨国并购风险应对措施进行分析梳理,识别出其中有效和需要进一步加强的风险管控措施,并对其存在的不足提出补充性建议,以使木林森风险管控活动更加完善。

第六部分是结论与启示。本章首先根据前述章节中论述的问题得出研究结论,然后对其他 LED 公司带来相应的风险管控启示。

## 1.2.2 研究方法

### (1) 文献研究法

本文对国内外学者有关跨国并购、跨国并购风险及管控等的相关文献进行梳理和总结,为本文研究的展开提供理论依据。

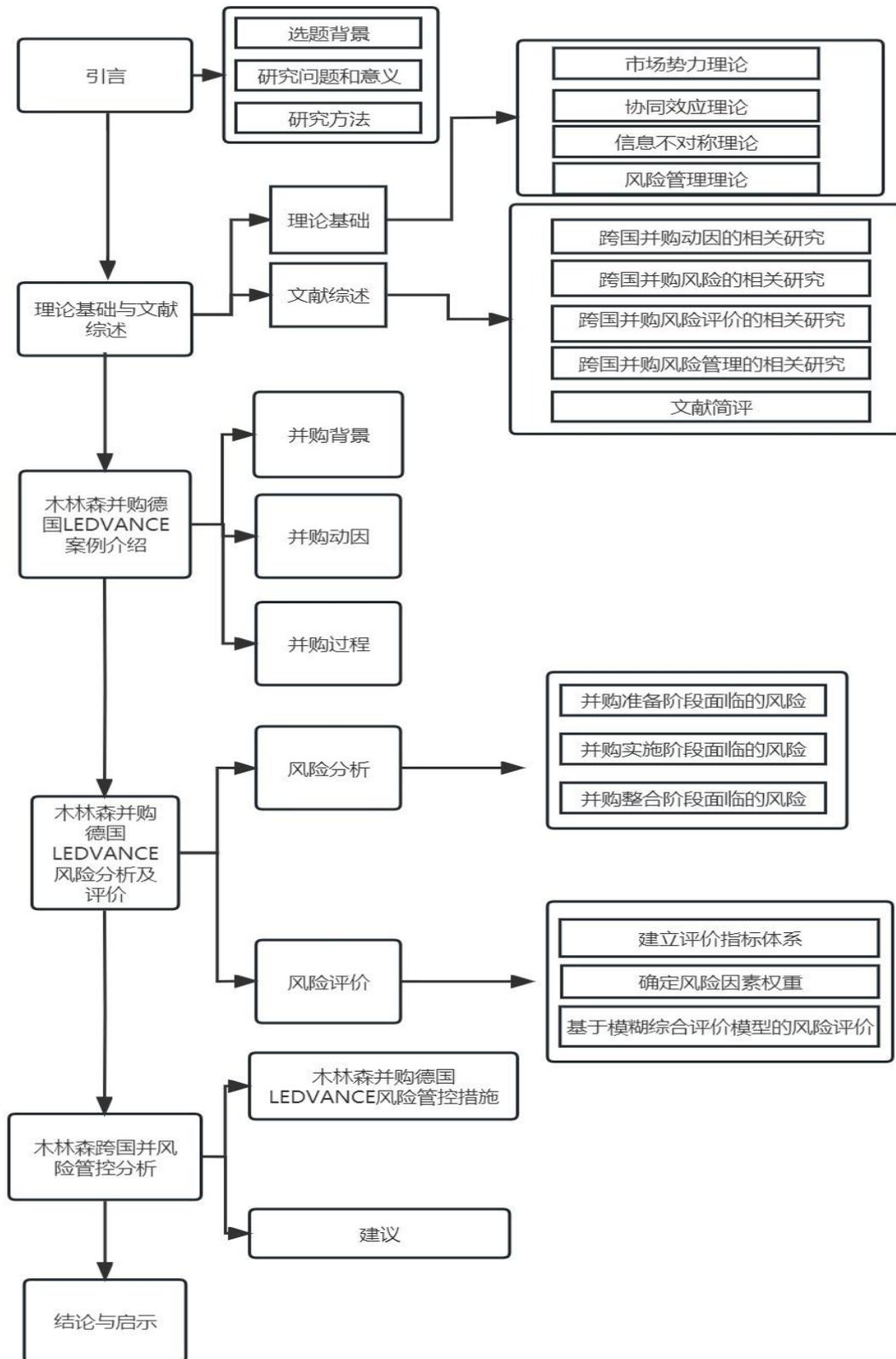
### (2) 案例研究法

本文以企业跨国并购风险管控为研究主题,以木林森并购德国 LEDVANCE 为研究对象,探究其在应对跨国并购风险时所做出的风险管控措施。

### (3) 定性与定量相结合法

本文以跨国并购流程为维度构建了木林森跨国并购风险评价指标体系,利用层次熵值相结合的方法计算出每一风险因素在评价指标体系中的权重,并基于模糊综合评价法对木林森并购德国 LEDVANCE 时所面临的风险进行了评价,实现定性分析与定量评价的结合。

### 1.2.3 技术路线图



## 1.3 创新点与不足

### 1.3.1 创新点

本文的研究对象是木林森跨国并购 LEDVANCE 这一案例，目前搜集到的文献大多集中在对其跨国并购的动因、绩效等方面的研究。然而，尚未发现对木林森跨国并购风险管控方面的研究，这可能是本文的创新之处。因此，本文以木林森在跨国并购中的风险管控措施作为研究重点，通过分析其在跨国并购过程中采取的风险管控措施，总结其优秀做法，并为我国其他 LED 企业在面对跨国并购风险时提供借鉴。

### 1.3.2 不足

关于企业在跨国并购中的风险管理和控制，本文主要从木林森自身的角度评估其风险管理与控制工作。由于跨国并购过程中涉及到的风险类型众多，本文中的风险范围可能存在不足。另外，由于光电行业跨国并购可参考的案例较少，这可能会导致风险分析存在遗漏。

## 2 理论基础与文献综述

### 2.1 理论基础

本节主要以市场势力、协同效应、信息不对称和风险管理这四个理论为基础。其中，市场势力理论、协同效应理论可以为企业跨国并购动因提供必要解释，同时也可以根据以上两个理论以及信息不对称理论揭示本文案例产生并购风险的原因，风险管理理论则解释了跨国并购中需要关注风险管控的原因和必要性。

#### 2.1.1 市场势力理论

市场势力理论是从市场势力的角度展开讨论的。起初，企业将扩大市场份额，降低竞争风险，最终提升在整个行业及市场的竞争力作为进行并购行为的主要原因。在纵向并购过程中，市场势力理论表明进行跨行业间的并购可以帮助公司提高生产管理能力和改善内部价值链结构，使商业模式向多样化发展，提高企业核心竞争力。

一般来说，以下三种情况可能会引发旨在提高市场力量的并购活动。首先，当市场上出现需求下滑和供应过剩时，企业间进行并购活动可以获得在其行业中相对有利的地位。其次，在国际竞争背景下，外商势力对国内市场产生了强大的渗透和影响，企业之间则会通过并购形成大型企业集团，以对抗外部竞争。最后，由于法律规定更加严格，使公司之间原本可行的联系变成非法行为。企业则可以通过并购实现继续控制市场的目标。

随着经济全球化程度的不断加深，企业为了增加市场份额，获取更加长期的企业利益，提升企业在国际中的竞争力，加速了跨国并购的脚步。而跨国并购在带来好处的同时，也使得企业所面临的风险与不确定性增加。因此，基于市场势力理论，本文将根据企业进行跨国并购的目的对企业跨国并购所可能面临的风险进行研究。

#### 2.1.2 协同效应理论

协同效应是指由于并购行为，使得企业间通过相互协作共享业务行为和特定

资源，并购双方达成在优势和资源等方面的有效整合，合并企业的总体效益大于并购前双方独立经营之和，它体现了企业管理效率“1+1>2”的理念。

通过并购所产生的协同效应主要表现在以下三方面：经营、管理和财务协同。经营协同效应是指两个或多个公司由于经济的互补性以及规模经济，可以通过并购使其生产和运营效率得以提升。管理协同效应，主要是指协同对企业管理活动效率上的改变和因效率得到改善而带来的收益。如果两家在管理效率方面存在差异的公司进行协同，在协同完成后，之前效率低的公司则会在管理效率方面得到提高。财务协同效应是指并购双方由于财务上存在差异所带来的单纯财务收益。这种收益并非来自于企业管理效率的提升，而更多来自于双方会计，税法及证券交易规则等方面的分歧，财务协同表现在财务风险控制能力增强，资本成本下降，市场预期增加及税负节省等方面。

根据协同效应可以发现，企业之所以进行跨国并购主要是为了使企业的绩效得到提升，进而实现协同效应。而企业在进行跨国并购后能否使资源的分配、整合及利用更加合理与协同效应能否实现息息相关。因此，基于协同效应，本文将对整合阶段可能面临的风险进行相关分析。

### 2.1.3 信息不对称理论

在现代市场经济中，受信息不对称影响，交易双方对相关信息的理解与控制也不相同，这使得获得信息较多的一方可以有选择地将信息传递给信息较少方，这样一来掌握信息较多者就可以通过信息差获得利益。根据信息不对称理论，市场上卖家对于要出售资产信息的了解程度与买家了解的信息相比更加全面和充分，因此卖家在交易过程中具有相对优势。

跨国并购风险的产生就可以用信息不对称原理来解释。在跨国并购活动中，由于被并购方更加了解自己将要出售资产的真实情况，为了使出售价格更高，被并购方可能会故意隐瞒一些对自己不利的信息，将一些亏损的财务数据隐藏起来，从而使即将出售的资产看起来更具有吸引力，从而吸引更多的并购方加入并购行列。而并购方由于很难完全获得被并购方的信息，因此无法对被并购方的真实情况进行评估。这种信息不对称就会导致并购方做出错误的决定，使收购成本增加，甚至影响到并购方自身的经营情况，并为后续并购带来在决策和定价方面的风险，

影响整体交易效率。因此，在进行跨国并购活动之前，并购方应加强前期调查准备工作，通过各种方式和渠道，加强对被并购企业的了解，并在整个并购过程中保持信息的跟踪与更新，提高所掌握信息的全面性、准确性，最大限度地减少信息不对称带来的负面影响。

#### 2.1.4 风险管理理论

风险管理是一个过程，在这个过程中通过对项目或企业所在环境中的风险进行管理，使得由风险产生的不好影响降到最低的管理过程。对各种风险进行有效管理，对于企业来说有以下三个重要意义：第一，能够帮助企业正确决策；第二，使企业资产的安全和完整得到保障；第三能帮助企业实现经营活动目标。

风险管理理论提出，有效的风险管理和控制通常应包括以下三方面。第一步是识别风险，需要识别出企业开展某项活动时可能出现的不确定结果。第二步，要对上一步以及识别出的风险进行合理有效的评估。第三步，需要妥善控制这些风险，这是整个风险管理过程的重点和难点。

风险管理与其他管理职能相比，具有相对具体的流程。企业可以通过风险进行识别、评估风险大小以及制定风险管理措施做出应对风险的最佳管理策略，实现风险的合理规避、控制、管理以及转移，通过以上步骤能够使企业实现在全过程中对风险的管理。因此，本文基于风险管理理论对案例中可能面临的风险进行识别、评估以及应对风险的管控措施进行研究。

## 2.2 文献综述

### 2.2.1 跨国并购动因的相关研究

通过对国内外学者相关文献的研究，总结出跨国并购的动因主要有三个：获取资源、寻求市场势力、追求协同效应。

#### 1. 获取资源

Wernerfelt (1984) 认为企业经常通过并购在利用现有资源和开发新资源之间寻求平衡与分配。Chung 与 Alcacer (2002) 通过研究跨国并购动因，发现跨国并购使公司更容易获得人力资源、技术和知识等，从而提高其竞争优势。国内

学者余鹏翼，李善民和李昶（2013）通过对国内企业进行跨国并购进行调查，发现我国企业进行跨国并购是为了获得原材料、技术和销售渠道，从而迅速控制市场。吴先明（2014）也通过跟踪中国公司的跨境并购活动，发现中国公司进行跨国并购的原因是为了获取目标公司的先进技术。张文佳（2015）通过对资产规模大、盈利能力强的跨国并购公司的研究发现，价值链的完善会促使公司实施跨国并购，以追求更高质量的品牌、营销渠道和尖端技术。王晔（2018）在研究我国企业跨国并购动因时，将我国企业划分为两类：国有企业与民营企业，并发现国有企业进行跨国并购以获取自然资源为主，而民营企业则为了追求战略资源。王馗等（2022）也通过实证表明我国企业海外并购行为具有寻求市场、资源和战略性资产的特点。

## 2. 寻求市场势力

Comanor（1967）通过对公司进行并购的目的进行研究，首次提出了市场势力理论，即公司进行并购行为，是为了使自己在市场上能够拥有相对较大的控制权，最终使企业利润达到最大化。Vijay 等（1993）发现公司可以通过并购产业链中关键的上下游公司，并对其进行控制，以阻止其他生产商进入该行业，从而获得市场垄断。Mitchell 等人（1996）以寡头垄断角度为切入点，对企业进行跨国并购进行分析，指出企业可能会实施连续的跨国并购，以达到实现企业规模扩大、加强对市场控制的目的。Andrade 等（2001）提出，由于市场中存在贸易壁垒和市场阻力，企业为了使产品销售渠道打开，增加产品销售量，可以利用跨国并购达到此目的。

刘升福和刘国新（2003）也提出了类似的观点，他们发现企业通过跨国并购大大减少了当地政府制定了贸易壁垒政策，通过跨国并购增加了营销市场和销售渠道。企业也可以通过跨国并购直接利用当地资源进行生产和销售，规避了国家间的贸易障碍，扩大新兴市场范围（杨洁、高丽红，2011）。蒋冠宏（2021）利用 2003—2007 年中国工业企业数据库，利用倾向得分加权估计方法，发现企业并购通过规模经济和范围经济效应、市场营销资源的协同、研发和创新协同以及管理协同等传导机制在提升企业市场势力时也显著提升了生产率。

## 3. 追求协同效应

企业开展跨国并购的主要目的是实现协同效应（Larsson,1999）。安索夫作

为第一位提出协同效应的学者，他认为协同效应表现为两个企业在合并后所达成的效果要比未合并前双方企业单独达成效果之和要显著。由于这是并购绩效成因中最重要的一个，因此被认为是跨国并购的基本动因。Hiroyuki Itami（1987）对安索夫所提出的协同效应进行进一步完善，他认为协同效应由互补与协同两个部分构成。互补主要是在并购双方的有形资产上，可以通过互补实现规模经济，协同则是在并购双方的如核心技术等无形资产上，通过协同实现技术价值或者品牌价值的提高。在有形资源互补方面，Buckley（2008）从在长期竞争战略理论的视角下探讨企业实施跨国并购行为的原因，他发现企业时为了获取优质资源和实现并购协同效应而开展并购行为。Weston（2004）认为协同效应是并购的驱动因素，横向并购产生规模经济和范围经济、纵向并购产生交易费用节约、混合并购产生两者兼而有之的协同效应。

在无形资产协同方面，Servaes H（1991）通过研究发现，并购方在管理效率方面通常比被并购方高，并购双方通过重组，则会提高被并购企业的管理效率。Yang and Hyland（2012）的研究认为许多发展中国家实施跨国并购的动因是想要获取发达国家先进的生产技术。Berkovitch E 和 Narayanan M.P（1993）两位学者从综合的角度探讨跨国并购的动因，他们认为企业进行兼并与收购的关键动因来自于对财务、经营和管理协同的追求，而追求这三方面的协同能给企业带来正向协同。

我国学者在跨国并购追求协同效应方面的研究主要是从追求财务协同、管理协同和技术协同三方面展开。曹翠珍（2017）提出并购作为企业资本运作规模扩张的一种有效手段，很多企业并购的主要动机是获取财务协同效应。在管理协同方面，孟凡臣和谷洲洋（2021）提出由于跨国并购可以使并购方企业直接获得发达国家的先进人员管理经验与企业战略发展思路，有效降低沉没成本，是企业转型升级的良好外在途径，因此当并购效益超过了企业积累，跨国并购便可以实现管理协同效应（刘馨阳，黄岩，2011）。在技术协同方面，蒋殿春和唐浩丹（2021）提出，跨国并购可以通过吸收更多的先进技术资源，或者通过与企业本身的技术互补来提供更好的产品和服务。

## 2.2.2 跨国并购风险的相关研究

与一般境内并购比较, 跨国并购的外部风险更加复杂, 而且由于国家利益的不一致, 使其风险和复杂性大为提高。随着跨国并购的兴起和蓬勃发展, 国内外专家学者对影响跨国并购效果的因素展开深入研究, 由风险成因识对跨国并购时所面临的风险进行识别。本文对国内外学者关于跨国并购风险类型的研究进行梳理, 归纳总结如下。

### (1) 跨国并购风险的成因

Cappron(2007)对企业跨国并购过程中可能面临的风险进行了全面的剖析, 认为企业的外部环境不稳定、战略决策失误、融资方式不合理、后期经营整合不完善等一系列的原因都可能产生并购风险。

外部环境是影响跨国并购风险的一大重要原因。徐琴(2018)指出, 由于跨国并购可能涉及到国家或地区之间的不同文化背景、政治制度、管理制度、法律差异等, 这些都会给企业的海外并购带来风险。

在战略决策失误方面, Robert(2001)通过对并购风险原因研究发现, 企业只有在并购与自己经营管理理念相一致的企业时, 才会产生协同效应, 如果并购企业的经营理念与自身企业相差甚远, 则会影响后期的企业运营。张双鹏(2018)也认为如果企业在未能对企业战略发展目标进行及时的修订, 没有重视自身与目标企业在企业文化上的区别, 盲目并购就会面临并购结果与目标导向不相符的挑战。

在信息不对称方面, Faccio(2005)提出信息掌握不全面所导致的并购风险是在跨国并购案例中经常出现的风险。黎文飞(2021)认为与国内并购相比, 企业实施跨国并购面临着更多的障碍, 表现为信息不对称程度更严重, 造成中国企业跨国并购的失败率呈逐年上升趋势。

在融资方式不合理方面, Jeffrey.C.Hooke(2000)表明受并购方的债务融资额和目标企业的负债的影响, 并购企业财务状况会恶化。韩祉清、王惠(2021)发现产生财务风险的原因, 主要是由于企业资金会在融资、支付等环节停留转移, 使企业的资本及结构发生变化, 导致出现融资支付风险。

在整合不当方面, David(1996)认为并购交易的达成后如果不注重并购后期的整合问题则会导致并购失败。陈平(2015)指出要重点关注企业并购后的整合阶段, 这一过程是两个企业相互融合、相互促进的过程, 整合不力会使企业并购

表现不良。

## （2）跨国并购风险类型

跨国并购完整的运作流程应当包括决策、实施和整合三个阶段。在这三个并购阶段中，存在着不同类型的风险。

在跨国并购决策阶段，企业管理层在对并购对象进行分析判断时，如果存在不能准确了解被并购企业真实情况，不能准确把握行业形式，不能准确定位企业发展发现的问题，就会面临决策风险（余丽霞，2020）。由于跨国并购活动是在不同的国家间进行，那么进行跨国并购还会伴随着政治风险和法律风险，跨国并购活动可能会因为某些政治原因而失败或在并购完成后面临整合阻碍。（周雪峰，2020）。另外，由于并购双方在地理位置上存在一定距离并且并购双方在管理模式上也有所不同，因此跨国并购会出现信息不对称问题（张钰欣和谢宪文，2020），导致并购企业无法准确判断被并购企业的真实经营情况与其对外所披露的信息是否一致，被并购企业实际拥有的资源是否与并购企业预期并购动机相一致，也无法判断被并购企业财务报表所反映的财务状况是否属实。如果实际情况与披露信息存在较大的差异，那么企业在对目标企业进行估值时也会存在一定的风险，对未来企业支付对价也会造成一定的影响。

有学者认为，融资风险在跨国并购实施过程中表现尤为明显，同时还存在一定的支付风险和汇率风险。由于跨国并购中存在较高金额的一般交易对价，而企业想要筹集到足够的资金就会在一定程度上影响自身稳定运营，而充足的现金储备或等价物支付对价就可以保障其稳定运营，但融资方式的差异背后又隐含相应的风险。支付方式带来的支付风险及对企业并购影响也会有所差异。现金支付作为我国并购时最常采用的支付方式，但波动变化的货币汇率又会直接影响到企业支付的金额，故税率变化带来的风险也要纳入考量。

企业在跨国并购后的整合阶段将面临全方位的整合风险。首先是财务整合风险，财务整合是公司整合过程的核心与关键（Mirvis,1992）。由于并购双方所需遵循的法律不同，所以并购双方也会采用不同的会计政策（杨淑娥，2012），一份完整的合并财务报表则需要并购企业与被并购企业间不断地调整和整合。相应的管理整合也会随之而变，企业的并购行为尤其是跨国并购，也会使企业间的管理方式发生变化（于桂琴，2097），并购公司的管理方式及管理人员能否被受购

企业接纳，也会对企业未来发展产生影响。一旦双方因文化差异、沟通不畅、乃至业务合作不当都可能给公司带来巨大损失。

### 2.2.3 跨国并购风险评价的相关研究

评价企业跨国并购的风险时，国内外学者大多以德尔菲法、层次分析法、熵值法、模糊综合评价法为主。

#### (1) 德尔菲法

使用德尔菲法评估跨国并风险具有一定的优势，主要是由于可以构建合理的评价指标。通过对来自企业、投资机构等各方面的专家进行多轮详细的调查反馈，保障能够全面识别并购中的风险。但其不足之处在于需要耗费较多时间以保证数据的全面，另外，由于跨国并购涉及范围广，不一定能够选择合适的专家进行评估。

国外学者 Helmer 和 Gordon 在 1946 年首次提出德尔菲法，随后该方法经常用来预测事件发生的风险性。郑明贵和王训洪（2015）提出应该用德尔菲法识别并购风险因素，并应用于在对并购案例的研究中。国内也有学者采用德菲尔法评价跨国并购风险，杨玉静（2019）之处德尔菲法尽管划分出了不同时期需注意的风险，但是缺少风险值评估，因此不能更加全面客观地评判不同时期风险的大小。

#### (2) 层次分析法

目标、准则和方案这三个关键元素与决策密切相关，有些学者基于此，将其划分为不同层次，并进行分析。

吕筱萍（2001）运用层次分析法构建了企业并购风险评价模型，利用该模型对企业并购风险进行分析，通过对各个并购方案存在的风险大小进行计算排序，最终选择出最合适的并购方案。赵中正（2020）也利用层次分析法识别了存在于国际并购中有关双方知识员工的风险。层次分析法的优点在于计算方法简单，实用性强，能够被广泛应用，但由于此方法量化不足，且评价偏主观，导致结论精确度较低，一般会与其他分析方法结合使用。

#### (3) 熵值法

熵法是一种客观的赋值方法，根据不同指标观察到的信息量来确定指标的权重。由于其在使用时不用对决策者提出偏好假设，因此被广泛使用。王永綦（2015）

在“企业海外并购风险的识别与评估”中引用了熵值法修正权重，构建出评价中国企业海外并购风险的模型。熵权法减少了主观性对决策结果的影响，虽然准确性高，适用范围广泛，但无法处理指标间存在强相关性的情况，容易出现权重分配不合理的情况。

#### （4）模糊综合评价法

模糊综合评价法则从更加科学的角度进行评价，即根据多项评价指标构建出的评价矩阵，并模糊计算出各个指标对整体风险的影响程度，得出评价结果。胥朝阳（2004）为了定性地识别和分析并购风险，采取了模糊数学的理论和方法对并购风险进行衡量，建立并购风险的模糊度量模型，并通过案例证明模糊综合评价法在并购风险评价方面是可行的。张留禄，刘宇畅（2018）则创造性地构建出技术整合风险评价体系，主要是通过结合模糊层次分析法与模糊综合评价法，多个被量化的定性指标在经过模糊综合评价法排序后，选出最优者。

### 2.2.4 跨国并购风险管控的相关研究

针对跨国并购风险，国内外学者也进行了研究并对企业并购实践具有很大的指导意义。虽然目前在理论界，对跨国风险的管控还未形成统一的结论，但大多从总体风险管控措施和具体风险管控措施两方面进行论述。

在全程风险管控方面，Joseph（2014）指出只有做好以下几方面，才能有效进行并购风险管控。首先应该制定科学的并购战略，其次需要聘请专业的中介机构开展尽职调查，最后还要建立风险预警机制，有序进行整合工作。Borghese（2015）提出由于并购风险在并购过程中无处不在，因此企业需要强化风险识别能力，及时采取措施应对风险。Jing Sun（2017）也认为企业在并购的各个阶段面临的风险不同，因此必要的风险管控措施就要根据并购的阶段有所变化以降低企业并购风险。叶建木、王洪运（2004）指出，跨国并购的风险链主要由三部分构成，即决策、融资与支付、整合。为了对跨国并购中存在的风险进行管控，应该从以上三个环节进行风险管控。唐锦辉（2011）将企业跨国并购分为了策划、实施、整合三个阶段，并针对每个阶段可能存在的风险提出了相对应的风险管控措施。企业在准备阶段应该明确发展战略，筛选合适的目标企业，深入了解目标企业所在国的法规政策；在实施阶段则需要通过目标企业的真实价值进行准确评

估，选择合适的支付方式并拓宽融资渠道；成本在整合阶段尤为控制。袁天荣、杨宝（2013）也指出，并购全程要注意整合风险的控制，针对跨国并购的整合风险要素要从宏观的角度整体考量，同时也要以微观的角度精准识别，要全面、系统地控制整合风险。

在具体风险管控方面，主要考虑政治、法律、投资决策等因素，以应对并购准备时期的风险。Ping（2015）提出企业在进行跨国并购时应提前了解东道国的税收制度、法律规定等，以识别风险因素，规避在跨国并购时可能面临的外部风险。Jeffer（2015）也提出在实施跨国并购活动时，应该使用多种方式尽量多的掌握被并购方真实准确的信息，以降低信息不对称风险。孙喜平（2010）指出东道国政府对于跨国并购的态度决定跨国并购活动能否成功。故必须保证目标公司与东道国政府沟通顺畅，并采取灵活的计划。另外，法律因素也要考虑，必须深入了解被并购公司所在地的法律制度，通过聘请法律顾问等方式规避风险。理性对标的公司估值定价，可以聘请专门的评估公司从而弥补在估值方面的不足，降低风险。

针对并购实施阶段的风险控制方法，学者们主要从融资风险、支付风险等方面进行了研究。陈梦（2015）指出为了降低并购过程中存在的偿债风险，企业需要选择合适的支付方式，将融资比例控制在合理范围内。蔡伟（2016）提出公司应通过控制融资成本和丰富融资渠道来降低并购风险。可以从根据公司实际财务状况做出科学的融资决策，采用多样融资渠道和方式等方面采取措施。另外，与单一的支付方式相比，混合支付可以显著降低外国并购中的支付风险（John,2016）。

在应对跨国并购整合阶段，有关文化、财务、经营活动等的风险，学者们主要这些方面也提出了对策建议。Haback（2013）指出，在并购整合中，还会存在文化差异，这种差异带来的风险并不会并购的完成而消失，因此需要多方反复沟通，及时整合，才能达成共识并将文化整合风险降至最低。Franklin（2014）也对积极沟通十分重视。他强调，双发乃至多方都要在整个并购的过程中保持沟通，这不仅利于后期经营工作的合理开展，也便于促成并购的顺利完成。黎青（2019）认为跨国并购会涉及两个或两个以上的国家，由于不同国家间政治、经济政策等都不相同，所以会产生文化、政治、金融及其他风险。所以企业可以在跨国并购

时通过制定整合计划来降低整合风险。

### 2.2.5 文献简评

回顾国内外相关文献，针对跨国并购的起因、并购过程中的风险，相应的管控策略及评价方法，国内外学者都进行了大量研究，并取得了显著成果。国内外的专家学者都已经对跨国并购过程中可能存在的风险有较为全面的认识，为了了解的更加全面，他们还对风险成因进行了分析。也可以从以往的研究中了解到，跨国并购中存在的风险既受到外部因素的影响，更受到企业内部管理能力和自身水平的影响。因此，企业在进行跨国并购的时候应该提升风险管控意识，在对内部和外部环境进行密切关注的同时，还要积极主动地采用各种方式来降低跨国并购时可能面临的风险。

由于西方研究跨国并购时间较长，且有大量研究理论及观点，而我国在此领域尚处于发展阶段，大多数研究还是以对财务或者整合风险方面的研究。由于跨国并购时面临的风险是复杂多样的，并购风险遍布整个并购过程。因此，本文按照并购阶段的特点对跨国并购过程中的风险进行分类，结合现有研究成果，将对不同阶段的风险进行分析。

在风险评价方面，国内外学者根据各种风险的特点积极探索能够评价风险的模型。但是在风险评价方面大多采用专家打分的方法，比较依赖专家的经验 and 主观判断，具有主观性。因此越来越多的学者将不同的方式结合起来，使评价结果更加准确。在跨国并购风险评价方面，将层次分析法和模糊综合评价结合起来评价风险的越来越多，理论也更加成熟。

本文将对木林森并购德国 LEDVANCE 过程中的风险管控方面进行研究，在木林森并购过程中对于其面临的风险，按照并购流程，将其划分为准备、实施、整合三个阶段，对木林森在这三个阶段所面临的风险进行全面分析。在评价木林森此次并购德国 LEDVANCE 所面临的风险时，本文将层次分析主观权重和熵权法客观权重组合优化，主客观结合确定权重，弥补单一赋权模型的局限性，使得意见建议更具有针对性。

### 3 木林森并购德国 LEDVANCE 案例介绍

本文将木林森并购德国 LEDVANCE 这起并购事件作为案例研究对象，原因有以下几点：首先，案例具有典型性。国家和社会越来越关注节能环保问题，通过利用高效节能工具可以起到节约资源的作用。LED 行业作为我国重点支持与发展的高新技术产业和节能环保产业越来越被重视。但目前我国 LED 行业产品同质化问题严重，越来越多的 LED 企业选择通过跨国并购来延长产业链。木林森和 LEDVANCE 都是 LED 行业中的龙头企业，木林森通过跨国并购 LEDVANCE 成功跻身世界照明行业前列，因此该案例研究具有典型性。其次，木林森成功并购德国 LEDVANCE 说明其在并购过程中对存在的风险管控的不错，其风险管控措施具有一定的可借鉴性。最后，木林森是上市公司，资料数据的可获得性较好。另外由于木林森是 LED 龙头企业，大众对其关注度也比较高，相关报道也很多，有利于案例的深入研究。

#### 3.1 并购背景

##### 3.1.1 国内 LED 中游封装市场竞争激烈

我国领先的 LED 封装上市企业，营业收入 80%以上都是来自其自身的封装业务。LED 芯片、LED 封装、LED 应用三部分共同构成了 LED 的产业链。由于 LED 自身具有高效节能的优点，因此具有广阔的应用前景，再加上环境问题日益突出，国家重视对环境的保护，政府不断出台相应的政策给予发展支持，使得我国 LED 产业市场规模逐年增加，已经从 2011 年的 1540 亿元上升至 2016 年的 4576 亿元。由于国家在产业政策上的扶持以及 LED 生产技术的不断提升，我国 LED 封装市场规模也由 2010 年的 270 亿元扩大到 2016 年的 737 亿美元（如图 3.1），LED 封装产业迅速增长。

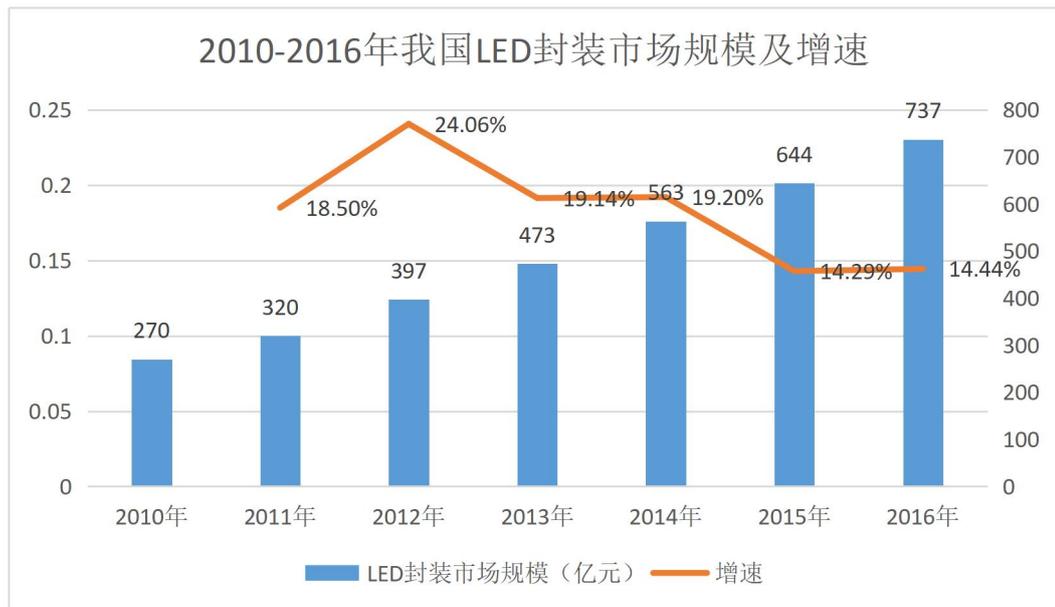


图 3.1 2010-2016 年我国 LED 封装市场规模及增速

资料来源：高工产研 LED 研究所（<https://www.gg-led.com/>）

目前，全球 LED 市场已经形成了以东亚、北美和欧洲三个主要地区为中心的产业格局。欧美厂商以其强大的技术实力垄断产业链上游的高端产品市场，而我国进入 LED 行业与欧美国家相比较晚，因此我国大多数厂商以封装业务为主营业务。相较于 LED 产业链中的其他部分，LED 封装业务对技术、资金等方面要求比较低，使得在产业发展初期就有一大批厂家进入封装市场，并形成了小而散的发展格局。使得我国 LED 封装产业集中度较低，企业间竞争较为激烈。在国家相关政策的指引下，我国 LED 封装企业的工艺技术不断完善，在对中低端业务市场进行巩固的同时，也逐步提升高端封装领域的市场份额，企业竞争力不断增强。另外由于中国不仅在 LED 封装制造成本方面具备优势，还具有巨大的 LED 应用市场，因此也吸引了国际上优秀的 LED 企业进入中国寻求发展。因此我国 LED 封装市场竞争激烈。木林森作为我国 LED 封装行业的龙头企业，虽然在我国封装领域占有一定的市场，但由于国内 LED 封装以及下游行业竞争激烈，难以进一步占据更大的市场。

### 3.1.2 国内 LED 下游应用市场广阔但集中度低

LED 下游应用市场主要由通用照明、景观照明、显示屏、背光应用、信号及指示、汽车照明六大部分组成。近年来，我国 LED 应用产业之所以能够飞速

发展并形成完整的产业链，主要是依靠我国不断发展的经济能力、国家相关产业政策的扶持以及 LED 技术的不断创新。LED 应用产业的飞速发展使得 LED 通用照明行业需求和市场规模持续增长。2016 年我国通用照明市场的规模是 LED 封装市场规模的两倍，达到了 202 亿美元，应用市场广阔。《LED 行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》中也指出，2016 年我国通用照明市场规模达到 2040 亿元，与 2010 年的 190 亿相比增加了近 10 倍（如图 3.2）。未来在 LED 照明渗透率不断提升的情况下，行业需求将会继续增加。

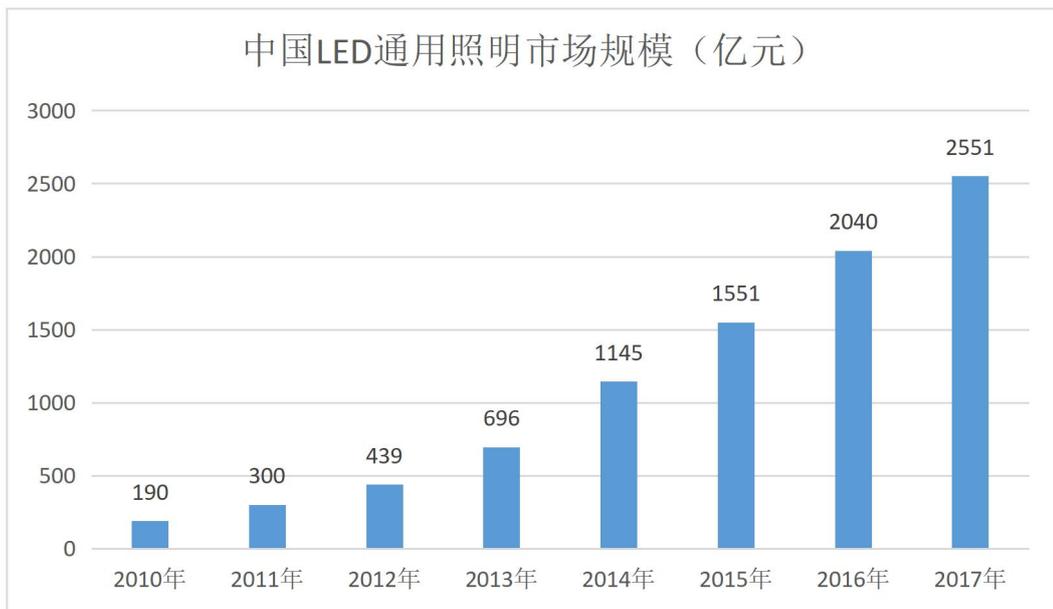


图 3.2 中国 LED 通用照明市场规模

数据来源：前瞻网（<https://www.qianzhan.com/analyst/>）

由于 LED 下游应用市场包含的范围比较广，客户对应用市场的产品呈现出个性化与多样化的需求，因此导致 LED 应用市场行业内参与者众多，行业整体较为分散。另外，由于中国 LED 应用市场中能够被广泛认可的品牌并不多，并且分销渠道层级多且复杂，因此导致国内 LED 应用市场集中度较低。

### 3.1.3 世界照明市场难以进入

经过多年的发展，目前全球照明行业已经非常成熟，整个行业都以平稳的状态发展。竞争稳定的竞争格局。由于行业内领先的照明企业在发展过程中形成了规模化生产的成本优势，良好的全球品牌形象及质量保障，因此在世界照明市场中占据优势地位。例如全球知名的照明厂商 GE、欧司朗和飞利浦，他们三家就

已经占据了全球近 50% 的市场份额。新的照明企业想要进入全球市场具有较大困难。不仅需要消费者对品牌进行认可，企业自身还需要进行全球化的战略，具有较高的复杂度。

此时，由于欧司朗自身经营战略的变化，公司定位由综合照明服务商转变为专业照明服务商，因此决定将其他通用照明业务进行出售。这一行为也为希望进军世界照明领域的厂商提供了机遇。

## 3.2 并购双方简介

### 3.2.1 并购方：木林森

木林森股份有限公司前身为中山市木林森电子有限公司，于 1997 年在广东省中山市成立。作为一家综合性光电高新技术企业，它不仅具有封装业务还有 LED 应用产品。2010 年 8 月木林森由有限公司变更为股份有限公司，在 2015 年 2 月 17 日成功在深圳证券交易所公开上市。为了实现企业在 LED 产业链的全布局，木林森也不断借助资本向 LED 产业链上下游进行延伸与扩展，实现企业自身市场规模的扩大。作为我国光电行业的龙头企业，木林森虽然在研发、规模和成本方面具有相对优势，但由于企业进行品牌建设较晚，使得木林森在世界照明市场上品牌知名度较低。因此国际化战略就成为企业发展最为重要的战略决策之一。木林森于 2017 年 3 月通过并购基金成功收购世界三大 LED 照明厂商欧司朗的通用照明部 LEDVANCE，开启了进入国际市场的新阶段。

木林森将 LED 封装、LED 应用系列产品研发以及生产、销售作为主营业务，在生产中拥有生产、研发以及检测设备也都是高效精密的，木林森还拥有先进的生产管理技术，木林森正是凭借着以上优势成为了具有全球规模的 LED 制造商。产品广泛被应用在家电、照明、景观光影、信号标志、显示板以及工程光影等领域。木林森的主要产品有 LED 封装、LED 应用两大类，还拥有 SMD LED、Lamp LED、LED 三大产品线（如表 3.1）。

表 3.1 木林森三大产品线

产品种类	小类	外观特性	应用领域
SMD LED	—	体积小，耐高温； 用硅树脂进行封装；	室内外照明、柔性灯带、 电视背光、显示屏等
Lamp LED	—	体积小； 防水、防震性较好； 外形可变异性较大	灯饰、指示灯、小家电、 交通灯、LED 显示屏等
LED 应用	LED 照明产 品	—	日光灯、球泡灯、蜡烛灯、 吸顶灯、路灯等
	其他 LED 应 用产品	—	LED 显示屏、装饰灯饰、 数码显示、广告牌等

资料来源：木林森公司官网（<https://www.zsmls.com/cn/productIndex.aspx>）

### 3.2.2 被并购方：LEDVANCE

LEDVANCE 原本是欧司朗的传统光源事业部，欧司朗是一家具有百年历史的照明企业，每年可获得超过 51 亿欧元的营业收入，欧司朗具有技术、品牌、形象以及产业优势，凭借着这些优势，木林森成为全球照明市场的领导者，在全球有 150 多个国家和地区。由于欧司朗将战略定位从整合照明商向专业照明服务提供商进行转变，因此决定将通用照明业务从企业提供业务中剥离出去，并设立 LEDVANCE 进行业务承接。2016 年 7 月开始，LEDVANCE 成功从欧司朗剥离，并开始作为独立公司进行运营。传统及 LED 照明、OTC 灯具、智能家居电子这三类是 LEDVANCE 的主要产品（如表 3.2），这些产品所带来的营业收入规模约为欧司朗的 40%。LEDVANCE 在继承欧司朗传统照明业务优势的同时，还将普通照明业务与现代照明技术进行融合。

表 3.2 LEDVANCE 产品线

种类	小类	应用领域
LEDVANCE 照明业务	LED 照明	日光灯、球泡灯
	传统照明	热致发光灯、紧凑型荧光灯、 低压放电灯
	OTC 灯具	吊灯、壁灯、嵌灯、射灯
	智能家居电子	智能插头、开关、传感器、 智能网关等

资料来源：巨潮资讯网（<http://www.cninfo.com.cn/new/>）

在品牌方面，LEDVANCE 既在欧美地区拥有较高的品牌识别度，也可以在与欧司朗分离后继续使用欧司朗和喜万年这两个知名品牌，同时还能够使用之前所积累下的客户关系和分销网络。在技术方面，LEDVANCE 和其子公司拥有 1129 项专利，能够使用的专利权中，也拥有欧司朗授权给 LEDVANCE 有关传统照明及 LED 照明产品相关专利的永久试用权。在销售方面，LEDVANCE 的销售网络遍布全球，不仅拥有强大的代理商和分销商，还在全球拥有超过 120 个国家和地区的销售网络，800 多名营销人员覆盖 40 多个国家和地区。在销售渠道方面，LEDVANCE 拥有贸易和零售两大渠道，并且合作方都是拥有强大实力的贸易或零售集团，其中在贸易方面的合作方包括 Rexel S.A., Sonepar S.A., Imelco S.p.r.l 等；零售渠道的合作方则是沃尔玛、麦德龙、Bauhaus 等大型商业超市或家居中心。

在经营方面，2014 年 LEDVANCE 在照明产品方面的销售额为 21.62 亿欧元，2015 年为 21.74 亿欧元。2015 年 10 月至 2016 年 6 月、2016 年 7 月至 2016 年 12 月，LEDVANCE 的照明产品销售额也分别达到了 16.19 亿欧元和 10.25 亿欧元。虽然 LEDVANCE 的营收规模可以达到百亿欧元，但整体盈利能力并不高。2014 年、2015 年 2015 年 10 月至 2016 年 6 月，2016 年 7 月至 2016 年 12 月，LEDVANCE 归母净利润分别为-2000 万欧元、-7940 万欧元、3110 万欧元和-1960 万欧元，经营活动产生的现金流量净额分别为 3530 万欧元、18040 万欧元、2690 万欧元和-1660 万欧元。

### 3.3 并购动因

#### 3.3.1 通过完善 LED 产业链布局实现业绩增长

木林森的主营业务以 LED 封装为主，在 LED 产业链中居于中游位置。由于 LED 封装行业进入门槛较低，一些小公司在经过培训后也可以完成封装工作，2010 年至 2016 年虽然我国 LED 封装行业的市场规模在不断扩大，但市场规模增加的速度却已经开始下降。另外，欧美厂商占据了 LED 高端市场，我国 LED 封装企业所面临的的市场竞争环境也更加激烈，企业所能获得的利润也逐渐减少。根据市场势力理论，为了应对激烈的竞争，扩大销售市场，企业需要通过进入新业务领域来拓展营业收入来源，提升公司的业绩表现。

木林森是 LED 封装行业的龙头企业，但与大多数封装企业一样面临业绩增长问题。虽然木林森的收入水平在不断提高，但其收入年增长率处于下降状态，木林森在盈利能力方面不断减弱。因此，木林森需要进入新的业务领域，通过增加营业收入来提升企业业绩表现。由于 LED 上游芯片制造在进入前期需要投入大量的资金并且有较强的技术性，因此面临较高的进入壁垒。相关数据表明，2016 年我国通用照明市场的规模总量是 LED 封装行业的 2 倍，全球通用照明市场规模更是巨大。因此 LED 下游应用领域具有很大的市场规模，并且能够和 LED 封装产生经营协同效应。木林森通过并购 LEDVANCE 在进一步完善 LED 产业布局的同时，不仅能够进入全球通用照明市场，还能够引入 LEDVANCE 旗下的品牌产品，通过在国内建立自有销售渠道抢占国内照明市场，实现企业营业业绩的增长。

#### 3.3.2 借助 LEDVANCE 合作网络打开国际封装市场

木林森作为中国最大、全球第四的 LED 封装业务厂商，虽然在国际上仅次于 GE、欧司朗和飞利浦，但 90% 的公司收入都源自国内市场，对国际市场的开发较为欠缺。LEDVANCE 的业务来自于欧司朗，欧司朗公司在近百年的经营过程中凭借其优质的服务态度和高质量的产品，使旗下品牌欧司朗和喜万年都在发达国家享有极高的知名度和美誉度。即使在分割完成后，LEDVANCE 也建立了广泛的全球合作伙伴网络，拥有接触贸易和零售客户的渠道，遍布全球的代理商

和分销商网络，以及涉及 40 多个国家和地区的 800 多名销售和市场营销人员。由于 LEDVANCE 具有木林森希望开发的国际市场资源，因此木林森可以通过并购 LEDVANCE，在并购完成后与 LEDVANCE 所拥有的合作伙伴开展一系列商业活动，打开 LED 封装业务的国际市场，增加木林森国际市场收入份额，帮助企业以稳健持续的方式发展，提升企业在国际市场的业绩表现。

### 3.3.3 帮助并购双方实现业务协同

根据协同效应理论，木林森可以通过并购 LEDVANCE 使并购双方形成优势互补，主要表现在销售渠道互补、运营成本互补、技术研发互补，品牌影响力互补以及管理经验互补这五个方面。另外，木林森也能够将“欧司朗”高端品牌形象与“木林森”制造成本优势相结合，在提升木林森国际形象地位的同时，降低 LEDVANCE 制造成本，实现强强联合，提升并购双方在市场上的地位及影响力。

在销售渠道互补方面，对于木林森来说，由于 LEDVANCE 拥有覆盖全球的销售网络，联系紧密的客户资源以及 800 多名专业销售，这将有助于木林森实现交叉销售，为木林森在国际销售方面提供机遇。对于 LEDVANCE 来说，木林森在中国具有广大的客户资源，所以 LEDVANCE 能够在中国面临产品升级时将自己的高端产品销售出去，扩大 LEDVANCE 在中国的销售渠道，提高营销能力。

在运营成本互补方面，木林森是全世界产量第一的封装企业，因此凭借其规模化生产，在一定程度上具有成本优势。LEDVANCE 可以凭借木林森低成本的封装业务降低采购成本。在并购完成后，木林森将负责对 LEDVANCE 产品需要的灯珠进行封装，由此产生的成本集约效应能够提升 LED 产品的利润率。同时，并购双方还将对供应商结构进行更加详细的优化，在进行联合采购时共享战略合作伙伴，增加采购数量，进一步降低并购成本。另外，双方可以共享所拥有的仓储体系。木林森可以凭借 LEDVANCE 全球分布的八大物流集散中心和十余个大型自有仓库形成良好的物流基础，在木林森进行产品全球化布局时提供帮助。LEDVANCE 也可以使用木林森在中国国内的配送及仓储。通过并购双方能优化产业布局，再通过整合使产能利用率得到进一步提升。

在技术研发互补方面，木林森能够利用 LEDVANCE 多年积累的技术基础使照明产品得到优化升级。通过对研发中心重合部分进行整合，降低并购双方的研发成本。另外，在并购完成后木林森也将拥有 LEDVANCE 的研发团队，通过技

术交流双方团队可以发挥自身的研究优势，并将其技术优势进行融合，研发出新的产品，共同促进公共双方的市场竞争力。

在品牌影响方面，木林森进行国际战略的时间并不长，还没能产生强大的品牌影响力。木林森通过并购，使其品牌知名度得到巨大提升，在之后的发展中也会有越来越多的厂商选择木林森作为封装业务的合作对象。另外，木林森在品牌力得到提升的同时，还可能凭借良好的品牌形象提高其 LED 应用产品的价格，使得企业的盈利能力得到提升。

在人力资源和管理经验方面，LEDVANCE 通过多年的经营经验拥有了经验丰富的管理团队，木林森能够通过此次并购引进 LEDVANCE 在经营管理方面的人才，通过对其优秀管理理念进行学习，使企业的运营管理能力得到提升。

### 3.4 并购过程

此次并购为木林森所进行的首次跨国并购活动，由于缺乏跨国并购经验，因此在跨国并购过程中，面临更大的风险。木林森为了能够有效降低跨国并购过程中的可能存在的并购风险，成功并购 LEDVANCE，获得更多的市场势力以及实现企业并购所产生的协同效应，2016 年 5 月 17 日木林森发布公告，为推动企业国际化战略和完善行业战略布局，决定与 IDG 联合参与 LEDVANCE 的竞标，并向欧司朗提交投标书。木林森通过设立并购基金分两步完成了对 LEDVANCE 的并购。首先利用并购基金子公司在境外收购 LEDVANCE 100%的股权，其次采取现金与股份支付相结合的方式再将 LEDVANCE 收入木林森之中。

#### 3.4.1 设立并购基金收购境外资产

2016 年 7 月 15 日，珠海和谐卓越投资中心、木林森股份有限公司、和谐浩数投资管理有限公司以及义乌市国有资本运营中心签署《义务和谐明芯股权投资合伙企业（有限合伙）合伙协议》，共同发起设立并购基金和谐明芯。木林森通过并购基金获得了充足的资金，使并购所需资金的筹集难度降低。经过几轮的增资后，和谐明芯的控制关系结构如图 3.3 所示。

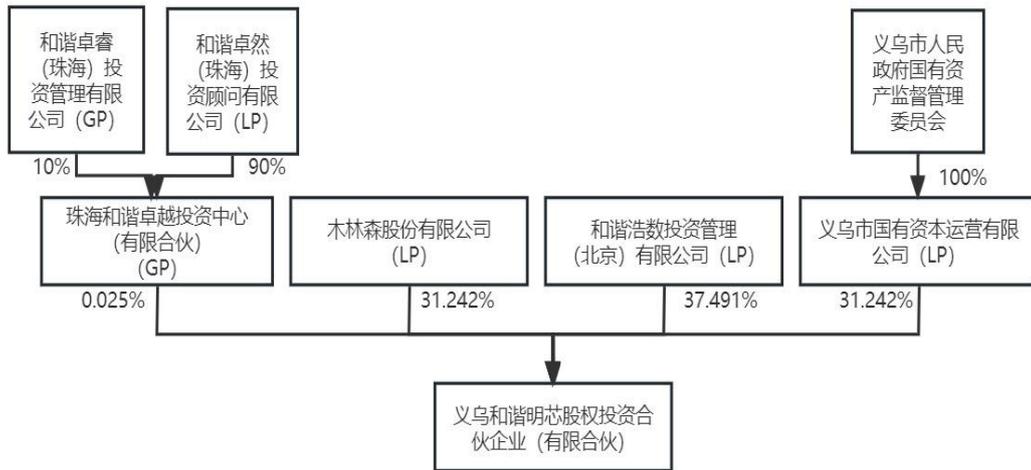


图 3.3 和谐明芯控股关系结构图

资料来源：木林森企业公告

(<http://static.cninfo.com.cn/finalpage/2016-07-16/1202477789.PDF>)

由图 3.3 可知，虽然和谐卓越出资占比只有 0.025%，但它与出资占比最高的和谐浩数的最终控制人都是 IDG 资本，并购基金主要是由 IDG 资本负责经营运作的。作为有限合伙人的木林森在并购基金中由于没有实际经营权，因此木林森只能获得固定收益，与此同时承担的风险也是固定的。

为了顺利通过境内审批并保障境外并购的完成，2016 年 7 月 22 日，和谐明芯与和谐卓越（珠海）投资管理有限公司共同出资设立子公司明芯光电。明芯光电作为木林森拟在境内进行收购的标的企业，其股权结构图如图 3.4：

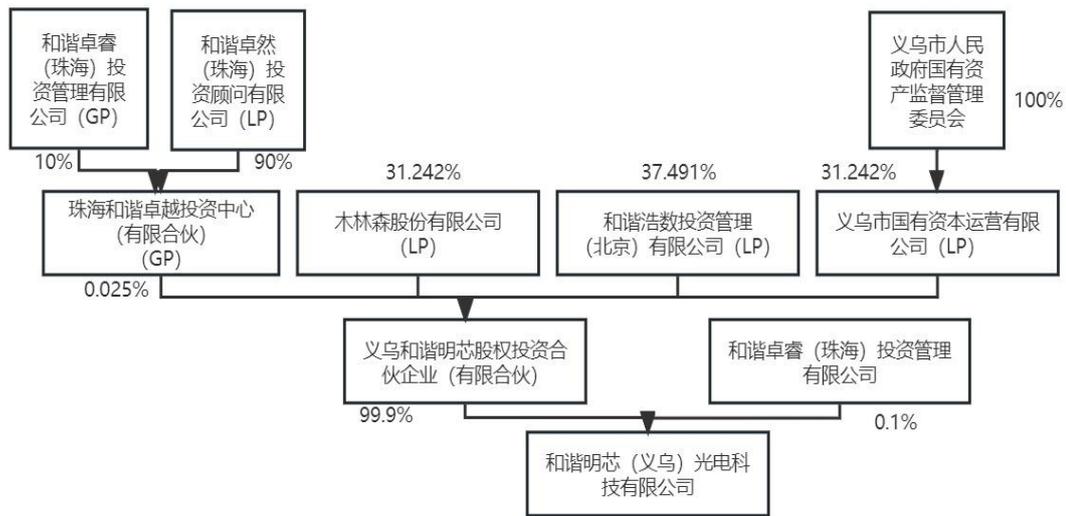


图 3.4 明芯光电股权结构图

资料来源：木林森企业公告

(<http://static.cninfo.com.cn/finalpage/2016-07-27/1202508784.PDF>)

2016年7月25日至26日，和谐明芯全体合伙人及其代表人与欧司朗公司及其代表于德国慕尼黑签署《LEDVANCE GmbH100%股份以及LEDVANCE LLC100%所有权的出售和购买协议》，在满足协议约定的交割条件下，欧司朗同意将LEDVANCE GmbH100%股权及LEDVANCE LLC100%所有权出售给和谐明芯子公司明芯光电。

由于LEDVANCE的主要生产经营范围为境外地区，因此可能会涉及到税收问题以及政策阻碍。为了降低成本与风险，明芯光电通过在卢森堡设立SPV公司达成收购LEDVANCE的目的。欧洲中部当地时间2017年3月3日，欧司朗公司将LEDVANCE 100%股权以初始作价4.857亿欧元出售给和谐明芯在卢森堡的子公司，境外交割正式完成。交易完成后，目标公司LEDVANCE的股权结构图如图3.5所示。明芯光电通过Eurolight Luxembourg Holding s.à.r.l间接持有LEDVANCE 100%股权。

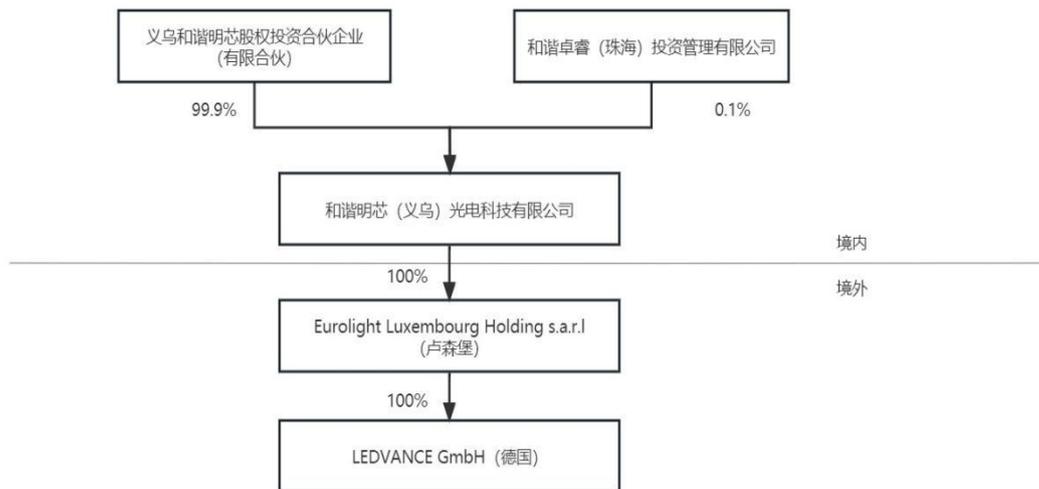


图 3.5 LEDVANCE 股权结构图

资料来源：木林森企业公告

(<http://static.cninfo.com.cn/finalpage/2017-12-21/1204243506.PDF>)

### 3.4.2 收购并购基金子公司明芯光电

2017年3月31日，木林森发布交易预案，木林森拟通过发行股份及支付现金的方式购买和谐明芯及和谐卓睿（珠海）投资管理有限公司持有的明芯光电100%的股权。同时，本次交易拟向不超过10名特定投资者非公开发行股份募集配套资金不超过125,500万元，用于义务LED照明应用产品项目和支付本次重组相关费用。本次交易完成后，木林森将持有明芯光电100%的股权，明芯光电将成为木林森的全资子公司。木林森作为和谐明芯的股东，拥有该公司31.242%的股份，为了防止在该公司的重组中股权结构产生间接的轮换，该公司的其它股东在与该公司进行了友好的谈判后，首先就木林森退出该公司的有关事项进行了讨论，并做出了相应的安排，其次，在收购基金时，以12.5亿元的资金为木林森在认购资产中所占有的部分作为补偿，待有关手续全部办理完毕后，木林森便将新增加的股权重新注册上市公司。这使得木林森在此次资产重组中，以退出公司的方式，将当初自己购买本公司股份所支付的12.5亿资金全部拿回。和谐明芯以27.46亿的股权作为对价，向木林森控股的第二大股东孙清焕支付了该公司27.46亿的股权，在此之后，木林森控股的实控人并没有变更。

### 3.5 本章小结

本章主要从木林森并购德国 LEDVANCE 的背景、并购双方公司基本情况，并购动因、并购流程几方面展开论述。木林森之所以对 LEDVANCE 进行并购，主要是基于我国 LED 封装行业市场竞争越发激烈，木林森为了使盈利能力得到提升，开始向市场广阔并且集中度低的 LED 下游应用市场发展的背景，选择 LEDVANCE 则是因为以下原因：并购 LEDVANCE 能够使木林森延长企业产业链，使企业盈利能力得到提升，也能够通过并购 LEDVANCE 打开国际市场，最重要的是通过并购能够达成双方协同效应，使企业得到更好发展。为了成功并购 LEDVANCE，木林森采取了并购基金两步走的方法。以上通过对木林森并购的相关内容梳理，为下文对木林森并购风险的分析、评价及管控提供了案例基础。

## 4 木林森并购德国 LEDVANCE 的风险识别及评价

### 4.1 木林森并购德国 LEDVANCE 的风险识别

木林森和 LEDVANCE 在不同的并购阶段，企业所承担的任务也不同，这三个阶段相互联系与影响，共同构成了企业跨国并购的全过程。因此，本文以此为基础，对木林森并购德国 LEDVANCE 不同阶段所面临的风险进行识别。

#### 4.1.1 并购准备阶段的风险

##### （1）战略风险

战略风险主要是由于并购企业所选的标的企业与自身战略发展不匹配或者并购企业自身没有对并购战略进行正确定位，使得跨国并购活动失败或者所指定的战略目标不能实现。此次并购木林森所面临的战略风险主要有以下两方面。

在并购目标企业的选择上，由于并购目标的选择是企业在进行跨国并购时最首要和关键的因素，如果木林森不能对自身实力以及 LEDVANCE 是否符合木林森跨国并购的需要进行深入分析，一旦做出错误的选择，就会对木林森未来的发展带来风险。此次并购是木林森的首次跨国并购行为，跨国并购经验的缺乏以及内部跨国并购专业人才的缺失可能导致选择的错误，给木林森进行跨国并购带来了很大的不确定性。

在并购战略定位方面，木林森以 LED 封装为主，具有世界第一的封装产能，与其他同行业竞争者相比具有成本优势。但木林森作为我国 LED 封装行业的巨头，其在品牌建设和海外市场渠道方面相对较弱。木林森从 2012 年开始进行 LED 全产业链布局，向 LED 照明市场发展，从 2012 年到 2015 年对其 LED 照明产品销售费用达到 2.9 亿元，但 2015 年 LED 照明产品的销售额只有 5.8 亿元，木林森在 LED 照明产品销售和品牌建设方面存在困难。虽然通过收购海外知名品牌获得其销售渠道比自己重新建设更高效，但如果木林森的决策者对自身状况以及外部环境了解不到位，只是为了抓住这一基于盲目跟风或主观决策，就会产生极大的风险问题。

##### （2）政治法律风险

企业在进行跨国并购时能否顺利进行并取得预期目标与跨国并购中存在的政治法律风险直接相关。它是指跨国并购双方所处的国家在政治法律制度方面存在差异,或者政府在企业进行跨国并购时进行干预对并购政策调整而导致并购失败的风险。因此,木林森在并购准备阶段所面临的政治法律风险主要表现在制度差异和东道国产业保护两方面。

在制度差异方面,由于两国间政治体制不同,可能会带来一定程度的政治偏见,从而使政府对跨国并购行为不看好,甚至采取一些整治措施来干预跨国并购活动的正常进行。此次的被并购方 LEDVANCE 照明业务遍布全球,在对其海外资产进行交割时需要经过多个国家或地区(如美国、德国、土耳其、波兰等)政府部门的同意。因此木林森在进行跨国并购时就要面对不同国家和地区严格的审查制度,其中还要面临来自美国、欧盟等对其展开的反垄断审查和美国外资投资委员会的审查。

在东道国产业保护方面,被并购企业所在国会可能会以设立法律或制定审查的方式对其国内的稀缺资源和重点产业进行保护。2016年世界各地的监管机构都以国家安全顾虑为理由,对中国投资进行阻挠。另外,我国政府在2016年也出台了相关政策,使得中国政府对海外投资的监管将偏重实质性审查,呈现出趋紧的形式。这些改变增加了跨国并购的难度,延长了审查期限,使跨国投资的时间周期变长。因此,木林森此次跨国并购可能会面临多重政治经济风险。

### (3) 定价风险

定价风险的出现主要由于信息不对称或估值方法不当,使并购方在对被并购企业有形资产与无形资产进行价格评估时出现低估或高估的可能。当被并购企业定价过高时,会使并购方支付更多的资金,给其带来负债压力,甚至影响后续财务状况。定价过低则可能让被并购方感受不到并购诚意,丧失谈判意图,使并购方在谈判过程中丧失话语权,最终影响并购战略的实施。

由于被并购方 LEDVANCE 是德国企业,因此木林森作为并购方处于信息弱勢的地位。木林森没有在德国开展过相关业务,对 LEDVANCE 的背景和实际情况并不能全面了解。另外对于财务数据的分析只能以 LEDVANCE 提供的财务报表为主,如果 LEDVANCE 想要美化其运营情况,隐瞒企业中存在的负债、纠纷

等问题，就会使木林森对其盈利能力做出错误判断，从而高估 LEDVANCE 的价值。

另外，在进行企业价值评估时，由于不同的估价方法具有不同的优缺点。但无论采用何种方法，都具有一定的假设和前提，这使得评估结果存在一定的偏差。所以，木林森需要谨慎考虑评估方法及其适用范围。如果以错误的评估方法对被并购企业进行评估，就会使木林森丧失此次并购机会。

#### 4.1.2 并购实施阶段的风险

##### (1) 融资风险

融资风险是指企业为了筹集足够的资金，以与自身财务状况不相符的方式进行筹资后，使企业财务状况发生恶化的风险。在木林森并购实施过程中，其融资现实能力与筹集资金的目标存在巨大的差距。从并购金额方面看，木林森在并购协议签订之前大约有 5 亿元的经营活动现金流，与 40 亿的并购金额存在巨大的资金缺口。融资方式有内源性融资和外源性融资两种，如果木林森选择了不合适的融资方式，就会产生融资风险。

木林森存在融资风险主要表现在以下三方面：第一，木林森内源性融资不足。受 LED 行业发展的影响，木林森盈利能力逐渐下降。木林森为了提高盈利开始进行产业扩展，这一行为严重耗用了木林森的大量自有资金。木林森 2016 年第一季度报告显示，木林森货币资金余额为 30.24 亿元，而长期借款为 3.5 亿元，短期借款为 12.74 亿元。在偿还债务及利息费用时，木林森还必须留有足够的资金支持公司正常运转。因此，木林森现有资金并不能满足此次并购的资金需求。第二，木林森外源性融资存在困难。外源性融资方式主要有债务融资和股权融资两种。在债务融资方面，截至 2016 年 3 月 31 日，木林森的资产负债率已达到 69.61%，而同行业市值相近的企业资产负债率只有 30.88%，若直接进行贷款，则会使负债率进一步上升，诱发财务风险，并对其后续融资产生影响。在股权融资方面，股权融资需要上市公司达成一定标准及通过审批，并且监管审批需要很长时间，是否批复也存在不确定性。第三，木林森的融资行为可能会增加其偿债能力。融资行为会在一定程度上影响木林森的现金流，因此需要注意是否能将此影响设置在可控的范围内。

### （2）支付风险

企业在进行跨国并购支付时，能够根据并购的实际情况选择相适宜的支付方式。目前以现金支付、股权支付还有混合支付三种支付方式为主。木林森此次并购中所面临的支付风险也在于支付方式的选择上。如果木林森选择以现金方式支付，由于其自身可支配流动资金与并购标的所需款项相差较多，因此会催生大量的借款，使企业的财务费用增高，使木林森所面临的还款压力变大。另外，由于大量现金被占用则会使木林森的流动资金短缺，影响木林森的日常经营活动。如果以股份的方式进行支付，就有可能使木林森丧失企业的控制权。由于并购 LEDVANCE 所需价格与木林森市值相似，如果完全通过发行新股的方式支付价款，则会动摇股东地位。

### （3）汇率风险

由于跨国并购活动周期长，并且涉及不同币种，不同币种之间存在动态变化的兑换比例，因此企业在进行跨国并购时会面临汇率风险。木林森在并购 LEDVANCE 时涉及人民币和欧元两种不同的货币，由此会产生汇率转换的问题。此次并购的支付方式为现金支付，支付货币为欧元。2016年7月26日木林森成立的子公司明芯光电签署股份收购协议，2017年3月3日以初始作价4.857亿欧元完成股权交割。在此期间，汇率可能会因为并购双方的外部宏观经济环境发生变化而进行波动（如图4.1），导致木林森支付更高的款项。此外，高额的并购价款对汇率波动非常敏感，仅仅是小的汇率波动也可能产生严重后果，因此木林森在跨国并购过程中应该关注汇率变化。



图 4.1 2016 年 7 月-2017 年 3 月人民币兑换欧元汇率变动图

资料来源：中国人民银行

(<http://www.pbc.gov.cn/rmyh/108976/109431/index.html>)

### 4.1.3 并购整合阶段的风险

#### (1) 财务整合风险

财务作为企业跨国并购中最为重要的一部分，财务整合风险是作为跨国并购完成后所面临的的第一种整合风险，如果企业在财务整合时做的好，就可以使并购双方在财务方面快速整合，并发挥财务协同效应，增强企业的盈利能力。企业并购目标的实现与财务整合能否成功息息相关，如果财务机制产生问题，企业就会面临风险，使企业的核心竞争力下降。

木林森的财务整合风险主要有两方面。第一，由于木林森与 LEDVANCE 处于不同的国家，因此两家企业在运营环境方面存在很大的差异，通常而言，在跨境收购活动中，所牵扯到的资金数额往往都很大，都会给公司带来很大的债务负担，所以，并购双方在整合期间，首先要考虑的就是通过降低公司的负债率，提升公司的偿债能力。此项活动完成后，企业需要及时对财务进行整合，以确保企业的财务状况得到有效的维护和管理，为了避免在整合中出现错误或者不当的行为，企业应当制定出明确的财务整合方案，以确保其能够有效地实施财务整合。通过此套整合方案，我们可以对被收购公司的财务状况和经营能力进行全面的认识，找出收购之前的财务问题，并对其进行有效的处理。另外，由于不同企业之间采用不同的财务会计标准，而并购方和被并购方所处区域不同，因此并购之后，并购方应及时调整对方的财务管理准则，使公司的财务核算活动达到规范的标准。

#### (2) 业务整合风险

经营整合作为跨国并购整合过程中至关重要的一环。由于并购双方在管理方式、产品定位、销售以及品牌策略等方面都不相同，因此为了对这些不同业务进行整合，选择何种整合方式就存在诸多不确定性。完成并购之后，木林森负责管理 LEDVANCE，一方面木林森的业务重点在于 LED 封装，而 LEDVANCE 的业务重点则在于 LED 照明产品，并购双方企业所面向的市场以及所生产的商品各不相同。另一方面，进行跨国并购的目的也不同，LEDVANCE 进行跨国并购是

为了提升企业盈利能力，而木林森则是为了实现品牌升级，打通 LED 产业链，并提高木林森在全球市场的占有率。双方战略目标差异明显，难免会造成之后经营业务中双方的分歧。

### （3）文化整合风险

企业文化作为和企业发展的局部和整体环境联系紧密的一种精神方面的载体，是在企业长期的生产活动和特殊的价值取向的过程中形成的。由于跨国并购中并购双方处于不同的国家和地区，国家间的政治、经济、法律、社会文化等都不完全相同。在并购后，如果不能及时地对双方文化进行整合，就有可能产生文化阻挠，对企业之后的价值创造和经营战略的实施都产生相当大的影响。并购双方一个是中国企业，另一个的总部位于德国，文化距离相差甚远，不可避免会产生文化差异。本文将基于霍夫斯泰德的文化理论为基础，对比中德双方在文化方面的差异。

表 4.1 中德国家文化对比表

文化维度	中国	德国
权力差距	大	小
不确定性规避	较大	较低
个人/集体主义	强个人主义	强集体主义
男性化/女性化	中性	偏男性
长/短期取向	长期取向	短期取向
高/低情景文化	高情景文化	低情景文化

资料来源：Hofstede 官网 (<https://www.hofstede-insights.com/>)

从表 4.1 中可以看出，除了性别化这一指标外，其他的指标相差都较大，中国明显等级更加分明，而德国更追求平等。不确定性规避指标表明德国喜欢变化，而不是规避风险。德国和中国在文化方面存在很大的分歧，相较注重集体主义的中国，德国更偏向个人主义这一理念。具体来说，德国在意的是对短期的追求，只要目标确定就想方设法去实现这一目标。如果 LEDVANCE 公司的所有成员，不管是普通员工还是管理人员，如果他们不太愿意接受中国的文化，或者在接受

中国的文化时存在困难，那大林森想要将两方的文化统一就不太可能，那么此次并购失败的可能性就很高。除此之外，在德国人的心里，他们普遍认同中国公司管理层级的垂直层面的设置跨度很小，公司员工受限制的程度较高，管理人员的职位权利范围很小，且企业的技术创新能力不足，相反，中国人认为对方企业的自由度太高，企业制度不够完善，管理者的权限太大，由此可见，双方的企业文化完全不同，另外双方公司的管理和层级设置也背道而驰，所以这些都对并购之后企业的整合工作非常不利。

#### （4）人员整合风险

人员整合风险主要表现在两个方面，第一是人员团队重组带来的风险。由于木林森是我国的企业，其经营业务活动大多是以我国为主进行延伸的，公司的高管人员也都是中国国籍。而 LEDVANCE 的经营活动遍布全球，其高管团队具有多元化的文化背景。木林森在并购完成后为了加快推进 LEDVANCE 向全面发展 LED 通用照明企业，任林纪良为 LEDVANCE 的首席执行官，由于双方管理层在理论、信息以及管理理念的不同，可能会产生沟通问题，导致公司员工及团队工作效率遍地甚至产生更加严重的整合问题。第二是人才流失带来的风险。LEDVANCE 作为百年知名品牌欧司朗旗下的子公司，被中国一个发展时间并不长的光电企业以小吃大的模式所收购，这可能会引起 LEDVANCE 内部员工的不安，并对企业开始产生不信任和不安全的心理，引发员工对未来的不安。而 LEDVANCE 优秀的管理及技术人员，也可能因为并购后整合不足，使他们继续留在 LEDVANCE 工作的意愿不高，从而出现优秀人才流失的问题，一旦这些人才被其他竞争企业公司所招揽，也会影响公司后续的发展。

#### （5）组织整合风险

LEDVANCE 通过多年的经营管理，已经拥有了一支人均 15 年以上管理经验的核心管理团队，该团队对企业运营管理十分熟悉，作为 LEDVANCE 宝贵的人力资源团队，为实现 LEDVANCE 的稳定经营起到巨大作用。如果木林森在并购后采用过于激进的方式进行管理整合，忽略 LEDVANCE 现有组织及高管团队的意见及建议，则可能会造成核心人才的流失，继而对 LEDVANCE 的发展产生不利影响。另外，如果木林森在进行管理整合时过于激进，没有参考 LEDVANCE 现有高管的建议，也会造成核心人才的流失，对并购后 LEDVANCE 的发展产生

不利影响。

本次并购完成后，木林森的经营规模和业务量也将比之前大得多，并且海外经营业务会增加。由于此前木林森主要是以我国为主发展业务，在并购后对其管理能力和水平要求会更高。如果木林森不能及时根据企业发展要求对企业的组织和管理制度进行调整，加强国际化管理人才的培养，提高企业国际管理水平，整合计划可能会受到影响。

## 4.2 木林森并购德国 LEDVANCE 的风险评价

现有的风险评价方法以层次分析法、熵值法、模糊综合评价法风险为主，对现有评价方法按照评价性质分类则可以分为定性分析法、定量分析法以及定性与定量相结合的方法。定性分析法虽然在评估中对风险的识别更加全面，但容易受到评估者主观因素的影响。定量分析则是根据数据对相关结果进行研究，虽可直接的看出问题所在，却忽视了各个影响因素之间的关联性。相较于前两种方法，将定性和定量的方法有机地结合起来，可以使得评价结果更为科学和客观。

对风险因素进行量化评估的过程就是风险评估，风险评估的结果也影响着风险管理的方向与先后顺序。本文以前文分析的风险种类作为风险因素，在确定指标权重时将层次分析与熵值法结合使用，再运用模糊综合评价法对风险因素展开评估，最后得出木林森进行跨国并购所面临的整体风险等级和各个风险因素的分值与排序。

### 4.2.1 建立评价指标体系

构建评价指标体系。在评价指标体系的设计流程中，要始终做到评价指标、评价目标以及上下层级保持一致。最低层指标的界定应该以可操作化的语言来进行描述，以便准确地判断出其重要性，从而得出明确的结果。由此指标体系来明确因素集  $U$ 。记  $U=\{U_1, U_2, \dots, U_n\}$ ，其中  $U$  代表因素集， $U_i$  为因素集中第  $i$  个因素。 $U=\{U_1, U_2, \dots, U_n\}$  可作为第一级因素集， $U=\{U_{i1}, U_{i2}, \dots, U_{in}\}$  作为第二级因素集，其他层次以此类推。

根据上文分析可知，木林森在并购准备阶段面临战略风险、政治经济风险和定价风险，在实施阶段面临定价风险、支付风险和汇率风险，在整合阶段面临财

务整合风险、经营整合风险、文化整合风险、人员整合风险、管理整合风险，因此划分层次如下表 4.2。

表 4.2 木林森并购德国 LEDVANCE 风险层次图

目标层	准则层	指标层
木林森并购德国 LEDVANCE 的风险	并购准备阶段	战略风险
		政治经济风险
		定价风险
	并购实施阶段	融资风险
		支付风险
		汇率风险
		财务整合风险
	并购整合阶段	业务整合风险
		文化整合风险
		人员整合风险
		组织整合风险

资料来源：由笔者整理所得

## 4.2.2 确定风险因素权重

### 1. 层次分析法确定权重

#### (1) 判断矩阵标度定义

层次分析法是以 1-9 及其倒数作为标度进行重要性判别，数字标度的含义及说明如表 4.3 所示：

表 4.3 层次分析法的标度含义

标度	含义
1	A 和 B 的影响一样
3	A 和 B 相比影响稍强
5	A 和 B 相比影响强
7	A 和 B 相比影响明显强

续表 4.3 层次分析法的标度含义

标度	含义
9	A 和 B 相比影响绝对强
2,4,6,8	A 和 B 相比影响在上述两个相邻等级之间
1,1/2, ...,1/9	A 和 B 相比影响为上面的倒数

资料来源：由笔者整理所得

## (2) 构造判断矩阵

向河南信泽会计师事务所、河南劝业会计事务所、银行风控部门、从事跨国并购活动的专业人员共 25 位专家发放问卷（详见附录）共收回有效问卷 20 份，具体情况如表 4.4 所示。

表 4.4 问卷发放情况统计表

工作单位	回收问卷分数	有效问卷分数
会计师事务所	10	7
银行风控部门	12	10
企业	3	3

资料来源：由笔者整理所得

建立构建判断矩阵。针对目标层，将综合评价层的元素间相对重要性两两比较，得到两两比较的判断矩阵。根据各指标的重要性的对比，从而得到各层的判断矩阵（如表 4.5、4.6、4.7、4.8）。

表 4.5 准则层相对于目标层的判断矩阵

	准备阶段	实施阶段	整合阶段
准备阶段	1.0000	0.6364	0.4295
实施阶段	1.5713	1.0000	0.3750
整合阶段	2.3283	2.6667	1.0000

资料来源：经 MATLAB 计算后，由笔者整理所得

表4.6 准备阶段判断矩阵

	战略风险	政治经济风险	定价风险
战略风险	1.0000	0.5294	0.3800
政治经济风险	1.8889	1.0000	0.3284
定价风险	2.6316	3.0455	1.0000

资料来源：经 MATLAB 计算后，由笔者整理所得

表4.7 实施阶段判断矩阵

	融资风险	支付风险	汇率风险
融资风险	1.0000	3.8889	4.6000
支付风险	0.2571	1.0000	1.5000
汇率风险	0.2174	0.6667	1.0000

资料来源：经 MATLAB 计算后，由笔者整理所得

表4.8 整合阶段判断矩阵

	财务风险	业务风险	文化风险	人员风险	组织风险
财务风险	1.0000	3.9000	0.5000	1.5882	1.2000
业务风险	0.2564	1.0000	0.5000	0.5882	0.5714
文化风险	2.0000	2.0000	1.0000	1.5385	1.3333
人员风险	0.6296	1.7001	0.6500	1.0000	0.6182
组织风险	0.8333	1.7501	0.7500	1.6176	1.0000

资料来源：经 MATLAB 计算后，由笔者整理所得

### (3) 计算准则层各指标权重及一致性检验

#### ① 计算各指标权重

此过程采用和积方法，确定了标准层在目标层判断矩阵中与每一标准层的指数的权重，该方法分三个步骤进行：第一个步骤是，将判断矩阵按照列进行归一化，从而获得判断矩阵； $\bar{b}_{ij} = \frac{a_{ij}}{\sum_{k=1}^n a_{kj}}$

第二个步骤是，将所获得的标准判断矩阵按照行进行相加，

第三个步骤是将其归一化，从而获得各个指数的权重  $w_i = \frac{\bar{w}_i}{\sum_{j=1}^n \bar{w}_j}$ 。

通过上述过程，就得到准则层的权重结果如下表4.9。

表4.9 准则层各指标权重

指标层	准备阶段	实施阶段	整合阶段
权重	0.1967	0.2536	0.5497

资料来源：经 MATLAB 计算后，由笔者整理所得

### ②一致性检验

在求出各指标权重后，为了判断其权重结果是否合理，还需要进行一致性检验。

首先，计算一致性指标CI：

$$CI = \frac{\lambda_{\max} - m}{m - 1}$$

m表示判断矩阵阶数， $\lambda_{\max}$ 表示该判断矩阵的最大特征值，其中，

$$\lambda_{\max} = \sum_{i=1}^n \frac{\sum_{j=1}^n a_{ij} w_j}{n w_i}$$

用MATLAB软件计算判断矩阵的最大特征根得  $\lambda_{\max} = 3.0386$ 。为进行判断矩阵的一致性检验，需计算一致性指标：

$$CI=0.0193$$

其次，查找随机一致性指标RI如表4.10所示：

表4.10 随机一致性指标RI标准值

阶数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
RI	0.00	0.00	0.52	0.89	1.12	1.26	1.36	1.41	1.46	1.49

资料来源：由笔者整理所得

由于该判断矩阵为3阶矩阵，即m=3，因此RI=0.52。

最后，计算一致性比例CR：

如果CR值小于0.1，则说明其通过一致性检验，反之则没有通过。

由于在该判断矩阵中， $CR = \frac{CI}{RI} = \frac{0.0193}{0.52} = 0.0371 < 0.10$ ，因此认为层次分析

的结果有满意的一致性，即权系数的分配是非常合理的。

#### (4) 计算指标层各指标相对权重及一致性检验

对上述步骤进行重复，对指标层各指标相对权重进行计算并进行一致性检验，结果如表4.11、4.12、4.13所示：

**表4.11 准备阶段各指标权重及一致性检验结果**

指标层	权重	$\lambda_{\max}$	CI	CR
战略风险	0.1731	3.0688	0.0344	0.0661
政治经济风险	0.2510			
定价风险	0.5759			

资料来源：经MATLAB计算后，由笔者整理所得

**表4.12 实施阶段各指标权重及一致性检验结果**

指标层	权重	$\lambda_{\max}$	CI	CR
融资风险	0.6754	3.0063	0.0031	0.0060
支付风险	0.1885			
汇率风险	0.1361			

资料来源：经MATLAB计算后，由笔者整理所得

**表4.13 整合阶段各指标权重及一致性检验结果**

指标层	权重	$\lambda_{\max}$	CI	CR
财务整合风险	0.2481	5.1519	0.0380	0.0339
业务整合风险	0.1024			
文化整合风险	0.2873			
人员整合风险	0.1555			
组织整合风险	0.2067			

资料来源：经MATLAB计算后，由笔者整理所得

综上所述，经层次分析法求得的各层级指标权重结果如表4.14所示：

表4.14 木林森跨国并购风险评价指标权重结果

准则层	权重	指标层	权重
并购准备阶段	0.1967	战略风险	0.1731
		政治经济风险	0.2510
		定价风险	0.5759
并购实施阶段	0.2536	融资风险	0.6754
		支付风险	0.1885
		汇率风险	0.1361
并购整合阶段	0.5497	财务整合风险	0.2481
		业务整合风险	0.1024
		文化整合风险	0.2873
		人员整合风险	0.1555
		组织整合风险	0.2067

资料来源：经 MATLAB 计算后，由笔者整理所得

## 2.熵值法修正

熵值法是一种通过计算信息熵和熵权来确定各指标权重值的客观赋权法，其基本原理是信息熵越大，熵权就越小，而当信息熵为零时，则它不能给决策者提供任何有效的信息。本文采用熵值法对层次分析法进行修正，计算出指标的客观权重。

第一步：在各指标权重计算前，需将其标准化处理：

$$x'_{ij} = \frac{x_{ij}}{\max x_j}$$

第二步：在对某些指标数值进行标准化处理后，有可能会产生数值过小或负值的现象，因此，为了使计算更加统一与方便，可以将标准化后的数值进行平移处理，从而将这些现象排除在外。 $x'_{ij} = H + x'_{ij}$

其中指标平移幅度用 H 来表示，一般取值为 1。

第三步，可以通过比重法对数据进行无量纲化处理，使其可以更加准确地反映出数据之间的内在联系，以便更好地进行分析。

$$y_{ij} = \frac{x'_{ij}}{\sum_{i=1}^n x'_{ij}}$$

第四步：计算第  $j$  个指标的熵值：

$$e_j = -\frac{1}{\ln n} \sum_{i=1}^n y_{ij} \ln y_{ij}$$

第五步：第  $j$  个指标的差异系数为：

$$g_j = 1 - e_j$$

其中， $j = 1, 2, \dots, p$

第六步：第  $j$  个指标的权重为：

$$\omega_j = \frac{g_j}{\sum_{j=1}^p g_j}$$

其中， $j = 1, 2, \dots, p$

求组合权重

$$\lambda_j = \frac{w_j v_j}{\sum_{j=1}^n w_j v_j}$$

其中  $w_j$  是熵值法的权重， $v_j$  是层次分析法的权重。

通过熵值法修正计算得到各类风险因素综合权重如表 4.15、4.16 所示。

表 4.15 准则层组合权重结果

	层次分析法权重	熵值	差异系数	熵值法权重	组合权重
准备阶段	0.1967	0.9912	0.0088	0.2382	0.1419
实施阶段	0.2536	0.9831	0.0169	0.4576	0.3515
整合阶段	0.5497	0.9888	0.0112	0.3042	0.5066

资料来源：经 MATLAB 计算后，由笔者整理所得

表 4.16 指标层组合权重结果

	层次分析法权重	熵值	差异系数	熵值法权重	组合权重
战略风险	0.1731	0.9884	0.0116	0.2515	0.1339
政治经济风险	0.2510	0.9788	0.0212	0.4599	0.3550
定价风险	0.5759	0.9867	0.0133	0.2886	0.5111
融资风险	0.6754	0.9808	0.0192	0.3310	0.6705
支付风险	0.1885	0.9791	0.0209	0.3587	0.2028
汇率风险	0.1361	0.9820	0.0180	0.3103	0.1267
财务整合风险	0.2481	0.9867	0.0133	0.3544	0.4404
经营整合风险	0.1024	0.9930	0.0070	0.1869	0.0959
文化整合风险	0.2873	0.9963	0.0037	0.0985	0.1417
人员整合风险	0.1555	0.9926	0.0074	0.1982	0.1544
管理整合风险	0.2067	0.9939	0.0061	0.1619	0.1676

资料来源：经 MATLAB 计算后，由笔者整理所得

### 4.2.3 基于模糊综合评价法的风险评价

在本文的综合评价中，针对每一个指标设置了五个等级评语，也就是  $V=[V_1, V_2, V_3, V_4, V_5]=[高风险, 较高风险, 一般风险, 较低风险, 低风险]$ ，并且将其赋值为  $V=[5, 4, 3, 2, 1]$ 。在此基础上，通过前面所介绍的 20 名有经验的专家对各指标进行评价，并分别对各指标进行评分。因为指标具有模糊性，所以可以将每一个人对这个指标的打分次数进行组合，得到这个指标在某个评语等级中的隶属度，将多个同意这个指标的评语等级的比例作为隶属度，来构建一个单因素模糊综合评判矩阵。需要首先用打分人数/总人数算出隶属度。计算结果如下表 4.17 所示：

表 4.17 木林森并购德国 LEDVANCE 风险评价指标隶属度

指标	高风险	较高风险	一般风险	较低风险	低风险
战略风险	0.0000	0.0500	0.3000	0.4000	0.2500
政治经济风险	0.0000	0.0000	0.1000	0.6000	0.3000
定价风险	0.0000	0.0000	0.2500	0.2000	0.5500

续表 4.17 木林森并购德国 LEDVANCE 风险评价指标隶属度

指标	高风险	较高风险	一般风险	较低风险	低风险
融资风险	0.0000	0.1000	0.4500	0.2500	0.2000
支付风险	0.0000	0.0000	0.1500	0.3000	0.5500
汇率风险	0.0000	0.0000	0.2000	0.5000	0.3000
财务整合风险	0.0000	0.1500	0.4000	0.3500	0.1000
业务整合风险	0.0000	0.0000	0.0000	0.2000	0.8000
文化整合风险	0.0000	0.0000	0.6500	0.2000	0.1500
人员整合风险	0.0000	0.0000	0.2000	0.5500	0.2500
组织整合风险	0.0000	0.0000	0.1500	0.7500	0.1000

资料来源：经 MATLAB 计算后，由笔者整理所得

根据上述隶属表 4.17，可以得到模糊关系矩阵，用字母 R 表示，结果如下：

准备阶段 B1 对应模糊关系矩阵：

$$R_{11} = \begin{bmatrix} 0.0000 & 0.0500 & 0.3000 & 0.4000 & 0.2500 \\ 0.0000 & 0.0000 & 0.1000 & 0.6000 & 0.3000 \\ 0.0000 & 0.0000 & 0.2500 & 0.2000 & 0.5500 \end{bmatrix}$$

准备阶段 B1 指标对应的的权重是  $W_{11}=[0.1339 \ 0.3550 \ 0.5111]$ ；

准备阶段 B1 的评价向量为  $B_1=W_{11}*R_{11}$

$$B_1 = (0.1339 \quad 0.3550 \quad 0.5111) \circ \begin{bmatrix} 0.0000 & 0.0500 & 0.3000 & 0.4000 & 0.2500 \\ 0.0000 & 0.0000 & 0.1000 & 0.6000 & 0.3000 \\ 0.0000 & 0.0000 & 0.2500 & 0.2000 & 0.5500 \end{bmatrix}$$

$$=(0.0000 \quad 0.0067 \quad 0.2034 \quad 0.3688 \quad 0.4211)$$

同理可得，实施阶段 B2 的评价向量

$$B_2 = (0.6705 \quad 0.2028 \quad 0.1267) \circ \begin{bmatrix} 0.0000 & 0.1000 & 0.4500 & 0.2500 & 0.2000 \\ 0.0000 & 0.0000 & 0.1500 & 0.3000 & 0.5500 \\ 0.0000 & 0.0000 & 0.2000 & 0.5000 & 0.3000 \end{bmatrix}$$

$$=(0.0000 \quad 0.0671 \quad 0.3575 \quad 0.2918 \quad 0.2837)$$

整合阶段 B3 的评价向量

$$B_3 = (0.4404 \quad 0.0959 \quad 0.1417 \quad 0.1544 \quad 0.1676) \circ \begin{bmatrix} 0.0000 & 0.1500 & 0.4000 & 0.3500 & 0.1000 \\ 0.0000 & 0.0000 & 0.0000 & 0.2000 & 0.8000 \\ 0.0000 & 0.0000 & 0.6500 & 0.2000 & 0.1500 \\ 0.0000 & 0.0000 & 0.2000 & 0.5500 & 0.2500 \\ 0.0000 & 0.0000 & 0.1500 & 0.7500 & 0.1000 \end{bmatrix}$$

$$= (0.0000 \quad 0.0661 \quad 0.3243 \quad 0.4123 \quad 0.1974)$$

整体评价向量

$$B = (0.1419 \quad 0.3515 \quad 0.5066) \circ \begin{bmatrix} 0.0000 & 0.0067 & 0.2034 & 0.3688 & 0.4211 \\ 0.0000 & 0.0671 & 0.3575 & 0.2918 & 0.2837 \\ 0.0000 & 0.0661 & 0.3243 & 0.4123 & 0.1974 \end{bmatrix}$$

$$= (0.0000 \quad 0.0580 \quad 0.3188 \quad 0.3638 \quad 0.2594)$$

令等级分值  $V = [1, 2, 3, 4, 5]^T$ ，因此，可得到最终评价得分：

$$F = VB^T = [5 \quad 4 \quad 3 \quad 2 \quad 1] \begin{bmatrix} 0.0000 \\ 0.0580 \\ 0.3188 \\ 0.3638 \\ 0.2594 \end{bmatrix} = 2.1753$$

整体评分值为 2.1753，介于较低风险与一般风险之间。

同样的方法计算出每个指标的评分值（如图 4.18）

图 4.18 风险评分表

指标	评分值	指标	评分值
准备阶段	1.7958	战略风险	2.1500
		政治经济风险	1.8000
		定价风险	1.7000
实施阶段	2.2079	融资风险	2.4500

续图 4.18 风险评分表

指标	评分值	指标	评分值
实施阶段	2.2079	支付风险	1.6000
		汇率风险	1.9000
		财务整合风险	2.6000
整合阶段	2.2590	业务整合风险	1.2000
		文化整合风险	2.5000
		人员整合风险	1.9500
		组织整合风险	2.0500

资料来源：经计算后，由笔者整理所得

#### 4.2.4 评价结果分析

木林森并购德国LEDVANCE的风险等级评价为2.1753.在较低风险与一般风险之间。说明木林森此次并购成功的可能性较大。与整合阶段评分相比，准备阶段和实施阶段评分值相对较小。整合阶段风险系数为三个并购阶段中数值最大，主要是由于木林森完成并购时间较短，现在仍处于整合阶段，因此仍然存在并购整合失败的可能。

#### 4.3 本章小结

本章对木林森并购德国 LEDVANCE 过程中所存在的风险按照准备阶段、实施阶段、整合阶段进行分析，木林森在并购准备阶段可能面临的风险主要有战略、政治经济以及定价风险；融资、支付和汇率风险表现在实施阶段；财务、业务、文化、人员以及组织整合风险出现在整合阶段。然后利用模糊综合评价法对此次跨国并购风险进行评价，发现整合阶段风险系数较大，实施阶段次之，准备阶段所面临的的风险可能较小，与木林森此次并购的风险情况基本一致。

## 5 木林森并购德国 LEDVANCE 的风险管控措施及存在问题

### 5.1 木林森并购德国 LEDVANCE 的风险管控措施

#### 5.1.1 并购准备阶段风险管控措施

##### (1) 战略风险管控措施

##### ①制定详细可行的并购计划

木林森致力于 LED 全产业链的发展,经过多年的发展,如今已成为我国 LED 行业的领军企业,为了进一步打开国际市场,提升品牌影响力,木林森制定了详细的发展战略,2016年5月17日木林森发布决议公告,宣布为推动公司的国际化进程,并完善公司在 LED 行业的战略布局,公司决定与合作方组成竞标联合体,选择 LEDVANCE 作为并购标的。这一决议是在充分考虑并购动因及企业未来发展方向等因素下,经过董事会一致同意后才做出的决策。

##### ②开展尽职调查

木林森在进行跨国并购活动之前,深入研究了 LED 行业未来的发展方向和竞争格局,并对木林森企业自身作出了准确的定位,并结合木林森现阶段自身的经营状况,作出了联合合作方纵向并购 LEDVANCE 的决定。欧司朗出售 LEDVANCE 主要是为了卖掉营业利润相对不高的光源企业,以将企业发展重心放到企业重点业务,而木林森认为通过并购 LEDVANCE,能够弥补木林森在高端照明品牌的空缺,有利于提升品牌等级,同时能够加速木林森的全球化布局。LEDVANCE 与木林森的封装业务及战略目标相契合,欧司朗也看好木林森在我国 LED 封装行业领导者的地位。因此选择 LEDVANCE 可以使企业强强联合,使企业能够得到更加长远的发展。

##### ③与合伙人合作

木林森在并购准备阶段,为了对 LEDVANCE 及其相关业务有更全面的了解,还引入了战略合作人,以降低信息不对称风险。此次并购合作者中的 IDG 资本早在十几年前就开始布局全球 LED 领域,拥有丰富的并购经验。与 IDG 资本合作不仅能够帮助木林森在并购谈判阶段争取到更多的话语权,提高双方达成并购的意向,还能够充当企业发展顾问,在木林森进行产业整合时给予指导。义乌国

有资本运营有限公司作为合伙人，也能够利用国有企业的身份，能够帮助木林森完成资金出境审批以及境外投资备案流程。

### （2）政治法律风险管控措施

木林森并购过程中面临国内国际两方面的政治法律风险。为了应对国内政治法律风险，提升审核效率，引入了义务国有资本，帮助提升在境内的审批速度。在境外还设立 SPV 欧洲之光，SPV 作为一个独立的实体，能够承担法律责任，当审核中涉及到法律纠纷时，利用 SPV 能够避免与中国母公司产生法律责任。另外，SPV 在境外进行投资时不需要向国家外汇管理局进行备案，简化了行政手续，因此很大程度地提升了并购审批的速度与通过的可能性。正是运用此方法，使此次跨国并购通过了所涉及到的所有国家和地区的安全审查以及反垄断审批。

### （3）定价风险管控措施

为了能够最大程度对定价风险进行控制，使收购价格更为合理化。在并购开始前，为了能够更加全面的了解 LEDVANCE 的财务与非财务情况，LEDVANCE 所在国德国在政治法律方面的要求，木林森的合伙人 IDG 资本利用其在全球积累下的人脉资源进行尽职调查，最大程度地减少了信息不对称风险，使交易的可行性和定价的合理性得到充分保障。

欧司朗于 2016 年对 LEDVANCE 进行剥离，由于欧司朗是欧洲企业，所在地市场较为成熟，在对资产进行估价时大多采用市盈率作为估价方法。因此本文选取市盈率法对朗德万斯进行估值，以判断其定价风险的应对是否有效。

市盈率法通过行业平均市盈率来估计企业价值。主要需要以下 2 个指标：平均市盈率、企业每股收益，通过对这两个指标相乘就可以得出企业估值。由于欧司朗是 LED 照明企业，因此本文选取了 GE、飞利浦及其他几家全球知名 LED 厂商的市盈率进行计算（如表 5.1）。

表 5.1 LED 厂商市盈率对比

公司名称	公司市盈率
Osram 欧洲	12.99
Philips 欧洲	18.37
GE 美国	31.65

续表 5.1 LED 厂商市盈率对比

公司名称	公司市盈率
Cree 美国	-119.35
Ichia 日本	11.41
SeoulSemiconductor 韩国	4.91
Agilent 美国	31.72

数据来源：英为财经网 (<https://cn.investing.com/>)

通过计算，得出 2016 年 LED 平均市盈率为 18.51（排除 Cree）。欧司朗 2016 年年报显示，欧司朗每股收益率为 3.84 欧元，LEDVANCE 股本总数为 41875760 股，经计算得出 LEDVANCE 的市场估值为 29.76 亿欧元。按照市盈率法所展示的最终结果，本次并购活动是一个比较合理的举动，通过支付 4.857 亿欧元就得到了估值 29.76 亿欧元的标的企业。

### 5.1.2 并购实施阶段风险管控措施

#### （1）融资风险管控措施

在实际的并购环节中，需要达到 40.05 亿元的总的融资额的目标。一部分属于木林森的自有资金，另一部分需要从并购基金方获得。通过内部渠道共募集到 12.5 亿。机构投资者出资 12.5 亿，管理人出资 100 万，以非公开发行的方式向全社会筹集剩下的 15 亿元。而并购基金资金的筹集主要为以下两部分，第一部分是先根据实际情况，引进满足要求的战略投资者，这一环节获得了 15.01 亿的资金，其中义乌国拥有 12.5 亿。第二部分是，用旗下的公司来招揽更多的投资人，筹集到四百万的资金，从而达到融资的目的。

公司以对外融资为主，利用并购基金这一中介机构，成功引入 2 家具有较强战略投资能力的公司。首先就是国有资产的参与，它的介入，能够极大地提高公司的信用，降低某些方面的阻碍，同时也能够为公司的投资提供更多的保证。因为是义乌市国有资产的缘故，所以这一次的投资是一笔不小的数目，高达 12.5 亿。资金的来源是可靠的，没有任何的后顾之忧，并且相对强大，当公司资金在面临出国手续和审批困难时，可以利用国有资产的特殊行政协助公司顺利通过，加速公司的海外并购速度。其次，就是从专业的结构 PE 公司中获取，特别是一

些著名的投资机构，它们在进行大型的外部融资时，有着很大的优势，能够更好地激发和激活市场上的投资，从而能够吸引到更多的有兴趣的投资者，而这些机构都有着丰富的实践经验，并且能够很好地筹集到更多的资金。因此可以使 IDG 进行并购基金过程和环节的设计，并且负责筹集资金的工作。对于一个没有任何跨地区且无并购经验的公司而言，这种决定是十分明智的。在筹资活动中，三个主体分别是上市公司、战略投资者以及 PE。这三个主体都有自己的职责，他们都在各自的职责范围内，对所承担、解决的资金进行合理安排与分配。在这三个主体中，通常由专业的投资机构筹集到的资金比例较高，能够利用各种金融投资工具和不同的投资主体进行融资。

### （2）支付风险管控措施

由于木林森并购 LEDVANCE 实施的是两步走战略，并购基金先支付价款收购 LEDVANCE，再由木林森收购并购基金达到对 LEDVANCE 的实际控制权。

因此产生了两次支付行为。在并购基金支付时，为了应对支付风险，采取了设置风险隔离层的方式应对单一现金支付带来的风险。在收购 LEDVANCE 100% 股权时，木林森采取了现金与股权支付相结合支付方式，在一定程度上环节了木林森的资金压力。木林森需要通过对并购基金子公司明芯光电进行收购来拥有 LEDVANCE 控制权。在收购过程中，向并购基金支付了 12.5 亿元的现金和价值 27.46 亿的股份，又向另一投资方和谐卓睿支付了 400 万元的现金。和谐明芯在得到木林森所支付的现金及股票后，将价值 27.46 亿的股份又分给了除木林森之外其他三个基金投资方，虽然木林森在支付时是以股份支付为主，但却并没有影响木林森作为大股东的地位。木林森仍掌握着多数股份，拥有实质话语权。在木林森完全掌握 LEDVANCE 股份时，木林森选择退出并购基金，此时支付给和谐明芯的 12.5 亿又交还给木林森。这种支付方式不仅环节了木林森的资金压力，同时还可以避免交叉持股问题的出现。

### （3）汇率风险管控措施

此次并购中，并购基金采取了直接支付欧元的方式，避免了因汇率变动可能带来的汇率风险。在资金出境时，由于木林森采取的是以增资的方式将并购基金筹集到的人民币交割款注入明芯光电。为了解决资金出境的问题，明芯光电采取了内保外贷的方式，通过 SPV 欧洲之光境外贷款的方式完成境外交割。由于内保外贷只需要在外汇管理局进行登记，审批程序简单，因此，在解决资金出境问

题的同时也节省了时间。更为重要的是境外银行在向境外投资公司发放资金时是直接发放当地币种的，这也规避了因为汇率变动而可能带来的换汇问题。

### 5.1.3 并购整合阶段风险管控措施

#### (1) 财务整合风险管控措施

在财务整合方面，木林森对整体的财务管控进行了治理，在内部控制建设和管理方面得以加强。首先，木林森将母公司的财务部门与 LEDVANCE 的资产财务部门进行整合，对其旗下子公司以及 LEDVANCE 子公司的财务加强统一监管，仍保持原有部门，实施独立运作。其次，木林森将 LEDVANCE 纳入了公司的财务管理系统，以木林森的财务原则和标准，对 LEDVANCE 的预算、资金以及核算等实施统一管理与监督。在预算方面，LEDVANCE 需要编制年度预算，经董事会批准后，支出要按照预算表执行；在资金管控方面，木林森建立了严格的审批流程，将 LEDVANCE 所有的银行账号进行有效监管，对公司中的大额支出实施严格管控，并将 LEDVANCE 的资金纳入统一的调度范围内，提升了公司的资金利用效率；在核算方面，LEDVANCE 要按照中国会计准则报告要求，统一核算方式。为了使木林森能够及时了解相关信息，LEDVANCE 需要及时向木林森提供相关的经营数据。最后，木林森也提出企业会根据业务发展不同阶段的需求，不断完善相应的财务管理制度，以实现 LEDVANCE 财务工作的有效控制。木林森也会充分发挥国内外融资优势，为 LEDVANCE 提供相应的资金支持，优化资金配置，使财务结构得以优化，有效提升双方的财务效率。

#### (2) 文化整合风险管控措施

木林森为了进一步加强与 LEDVANCE 的文化融合采取了以下措施。首先，通过对 LEDVANCE 企业文化形成的历史背景进行深入分析，总结其中的优秀传统，提炼出企业核心价值，吸收两家公司的文化优点，使新的文化建设目标和内容得以确立，整合成一种被双方公司都认可，有助于企业发展的文化。其次，木林森制定了公司层面的交流沟通机制，以促进并购双方能够相互学习借鉴对方在管理、团队建设、员工福利等方面的经验。另外，还加强了企业文化的宣传与贯彻，在木林森与 LEDVANCE 的核心员工之间建立了对话与联系，并组织关键员工开展定期学习交流，通过制定针对性的计划降低误解风险，通过提升各级员工的相

互理解能力，保障信息能够被高效准确的传达。通过以上方法，使得 LEDVANCE 的管理层与核心员工都能更好地了解企业文化，促进双方员工在价值观、信息、情感等多方面多角度的交流。最终使双方文化逐渐融合。

### （3）组织与人员整合风险管控措施

在组织结构整合方面，木林森给予 LEDVANCE 管理层充分的发展空间，在业务发展与运营方面给予 LEDVANCE 足够的支持。但由于木林森与 LEDVANCE 在企业经营、团队管理方面仍存在差异，为了保障企业能够健康发展，木林森将在保持 LEDVANCE 现有管理团队的基础上，向 LEDVANCE 驻派木林森的高管人员，并进行业务团队整合。另外，由于双方企业的管理框架存在一定的重合，为了实现成本优化于效益提升，木林森也将对双方公司的管理体系以及管理团队进行整合。最终在木林森董事长的领导下形成了一支有利于木林森和 LEDVANCE 国内外市场共同发展的领导团队，使组织效率得以有效提升。

在人员整合方面，并购完成后木林森现有资产与业务范围将得到进一步扩展，为了适应这些变化，木林森在保留 LEDVANCE 核心员工的基础上，采取了对双方公司现有机构以及人员的进行重组与新设的措施，进行人员优化配置，使双员工共同参与境内外资源的管理。为了成功完成企业转型，木林森在并购完成后加大了 LEDVANCE 研发人员的数量，由于传统照明产业的不景气，为了减少不必要的财务支出，木林森也对 LEDVANCE 的生产工人大量精简。同时，为了使核心人员保持稳定，木林森采取了评级考核等手段，实施了有效合理的激励机制。

### （4）经营整合风险管控措施

在业务方面，由于国内外市场对传统光源的需求越来越少，所以 LEDVANCE 需要加快转型，发展 LED 光照业务。因此双方计划使 LEDVANCE 通过关厂的方式快速退出传统光源行业，产业结构转向 LED 发展。在木林森的带领下，LEDVANCE 关厂和转型同时进行。另外，也将 LEDVANCE 部分渠道与研发基地转移到中国。通过关闭工厂、将供应链和研发基地进行转移，使得成本与费用明显降低，提高了木林森的经营效率，在经营整合后期，双方将在业务方面协同。在技术方面，双方公司也积极通过技术交流、联合开发等方式，使双方在研发效率和投入产出方面得以提升。在品牌整合方面，木林森采取了双品牌的整合策略。使木林森与 LEDVANCE 两个品牌独立运行，两个品牌既有差异，又能互补。另

外,为了使品牌效益得到提升,木林森也将品牌 Forest Lighting 交由 LEDVANCE 管理。经过品牌整合,木林森获得了双品牌优势,能够同时利用两个品牌开拓市场。同时也能利用 LEDVANCE 品牌优势,开拓中低端市场。并利用国内制造成本优势将业务拓展到国外,市场占比得以扩大,企业的盈利能力得到增强。

## 5.2 风险管控措施存在的问题

### 5.2.1 实施阶段存在委托代理问题

由于本次跨国并购,木林森采取的是上市公司与并购基金相结合的方式。并购基金的管理者作为代理方,有可能存在委托代理问题。一般来说,并购方为了融资,大多会采取将海外子公司当做融资平台,以发放债券或者境外贷款的方式进行融资。由于木林森暂无境外相关的资源与平台进行融资,为了能够筹集到足够的资金,木林森选择了 IDG 资本合作。但在此次并购中,并购基金所筹集到的资金全部都是来自于国内。而国际知名投资机构 IDG 资本作为并购基金的管理者,不仅持有人民币基金,同样也持有大量美元基金,虽然 IDG 资本称为此次并购案融资发挥了巨大作用,但是从实际情况来看,此次并购资金筹集过程中, IDG 并没有利用其境外融资优势进行融资帮助。

并购基金在日常管理以及投资决策方面都是由和谐卓越决定的,而和谐卓越与和谐浩数均属于 IDG 资本。因此,并购基金的最终控制权实际是落在 PE 机构的。虽然相关文件明确规定了不参与执行事务的合伙人有权利对执行事务的合伙人进行监督、检查,但这并不能根本解决存在的委托代理问题。由于 PE 机构参与并购基金的目的是为了获取收益,实现资本增值,因此,PE 机构就有可能为了获取更多利益做出损害其他投资者的选择。另外,由于木林森并不能一票否决和谐明芯的相关事务,因此加大了委托代理问题的可能。

### 5.2.2 整合阶段未能充分考虑财务问题

LEDVANCE 在对独立运营情况以及行业发展趋势进行综合考量后,作出了精简产能、关闭厂房的计划。后续所需要的因关闭厂房、解雇员工等所产生的重组费用大约为 4.391 亿欧元(如表 5.2)。

表 5.2 LEDVANCE 重组费用支出计划（单位：百万欧元）

	2017（7-12月）	2018	2019	2020	2021	2022
自有现金	-57.45	39.39	17.71	28.48	75.66	76.47
资金流出	15.62	104.14	134.69	80.54	61.25	17.37
中间缺口	-73.07	-64.75	-116.98	-52.06	14.41	59.10

资料来源：木林森重组报告书

（<http://static.cninfo.com.cn/finalpage/2017-12-21/1204243507.PDF>）

上表数据显示，朗德万斯从 2017 年到 2020 年这 4 年间每年都具有大额的资金缺口。其中成本支出主要来源于 LEDVANCE 的调整措施，比如为了完成企业的战略转型规划，对本身自有的许多工厂及库房进行关闭，对员工规模进行精简，为了解决解雇员工而产生的法律等问题需要聘请专业人员等，使得所需要的费用呈阶梯状上升，另外还有一些财务费用和金融工具使用费等。直至 2021 年，木林森自身所具有的现金流量才超过了企业重组的支出金额。为了弥补这些资金缺口，就需要其他业务或者其他公司进行及时补充。而木林森由于前期的跨国并购活动已经消耗了企业较多的资金额，后期又花费了许多企业资源进行了流程和业务的整合和规划梳理工作，导致木林森实际负担的债务比较重，给企业造成了严重的偿债压力，增加了木林森的财务风险。

### 5.3 本章小结

本章通过对木林森并购德国 LEDVANCE 风险管控措施进行分析，发现木林森在应对跨国并购存在的风险，分别采取了相对应的风险管控措施。在准备阶段，按照企业发展战略，制定科学合理的并购计划；通过设立双层 SPV 降低了政治法律风险；利用 IDG 资本减少了信息不对称，并通过合理估值降低了定价风险。在实施阶段，通过并购基金成功筹集到 40 多亿人民币，降低了融资风险；利用现金与股权支付相结合的方式，降低了支付风险；利用内保外贷的方法，减少了汇率风险。在整合阶段，与 LEDVANCE 统一财务方法，使财务整合风险有所降低；对 LEDVANCE 公司文化学习借鉴，融合成有利于双方公司共同发展的新文化；并对组织和人员进行精简重组，在降低管理成本的同时提高了效率；通过业务整合，技术交流以及品牌独立的方式，实现了经营协同。虽然木林森在跨国并

购风险管控中取得了成功,但也在并购过程中也存在委托代理问题以及财务问题,需要对这些问题进行防范。

## 6 结论、建议与启示

本章通过对木林森并购德国 LEDVANCE 的案例进行研究,对其在各个并购阶段所面临的风险以及管控措施进行分析,归纳出了研究结论。由于此次跨国并购为木林森的首次跨国并购行为,尽管整体上对其可能存在的跨国并购风险进行了有效的风险管控,但仍然存在可以进一步提升防范的方面。因此对木林森在跨国并购风险管控过程中能够进一步优化风险管控措施提出相关建议。同时总结其风险管控有效措施,对我国其他 LED 企业跨国并购风险管控提供启示。

### 6.1 结论

(1) 木林森之所以进行跨国并购,主要是由于近年来 LED 行业发展迅速,随之出现的是产品利润低、同质化严重等问题。LED 企业随着行业的发展,大量资本不断涌入,产品利润低、同质化问题日益明显。为了生产,LED 企业不得不寻找更大的市场。中国 LED 企业为了布局全球市场,实行国际化战略,开启了跨国并购之路。在木林森国际化战略的前提下,通过跨国并购可以使木林森拓展海外市场。另外,LEDVANCE 的品牌也能够帮助木林森打开国际市场。因此,木林森并购德国 LEDVANCE 的动因在于通过完善 LED 产业链布局实现业绩增长、借助 LEDVANCE 合作网络打开国际封装市场以及实现协同。

(2) 本文基于模糊综合评价法来评价木林森并购德国 LEDVANCE 风险的重要程度,发现木林森并购德国 LEDVANCE 整体所面临的风险处于一般偏较低,在整合阶段所面临的风险是最大的,实施阶段次之,准备阶段面临的风险最小。因此,对于评估较高的风险因素应该采取更多的措施进行风险管控。

(3) 木林森在并购 LEDVANCE 的风险管控也是基于并购流程进行的,主要分三个阶段进行管控。

准备阶段:通过制定详细的并购计划,开展尽职调查以及与合伙人合作降低战略风险;通过设立双层 SPV 降低政治法律风险;通过利用 IDG 资本以及采取合理的估价方式降低定价风险。并购实施阶段:采取利用现有资金及并购基金的

融资方式降低融资风险；利用现金与股权相结合的支付方式降低支付风险。并购整合阶段：通过统一核算方式降低财务风险；通过企业文化整合降低文化风险；通过整合组织机构和人员，使公司组织及人员得到精简；通过关闭 LEDVANCE 工厂以及实施双品牌策略促进经营整合。

（4）木林森整体风险管控措施是有效的，降低了跨国并购中所面临的的风险，但在委托代理问题以及财务问题方面需要进一步加强。

## 6.2 对木林森优化跨国并购风险管控措施的建议

### 6.2.1 缓解委托代理问题

为了使委托代理问题得以缓解，木林森可以采取一些措施，使上市公司的利益与 PE 机构达成一致。首先，在制度约束方面进行加强。通过对协议中的相关条款逐项明晰，从而对 PE 机构的行为进行约束。其次，设置激励机制。木林森可以加入投资决策委员会，与 PE 机构一同协商并购基金的相关事务。再次，在选择并购对象时，应以本企业的产业布局为基准，目标企业的选择尽量为上下游产业链的企业。最后，木林森可以培养专业的项目人才，使其对并购基金能够有一定的参与度和管理作用。

### 6.2.2 完善财务风险预警机制

为了降低并购后的财务风险，木林森应该对财务风险进行有效管控。首先可以设立专门的有权威的风险控制部门，对将来可能会遇到的决策、审计等风险进行合理评估，及时向公司管理层反馈，尽可能减少并购带来的损失。其次，木林森在并购重组后也应该尽快构建完善相关的财务风险预警机制，培养财务风险意识。针对并购后有可能出现的财务问题提前做出预测，并制定出相应的措施，减少因财务风险给企业经济造成严重损失的可能。最后，木林森还应该在并购重组完成后进一步加强公司管理层以及财务人员的财务风险意识，使企业财务人员的风险管控能力得到提高。进一步完善企业的财务制度，并要求员工严格执行，使财务风险在最大程度上得到降低。

## 6.3 对我国 LED 企业跨国并购风险管控的启示

### 6.3.1 并购准备阶段风险管控启示

#### (1) 做出正确战略选择

企业在进行跨国并购前，应该先对企业所处的内外部环境、被并购企业及自身进行评估。在外部环境方面，首先要了解目标企业所在国家的政治法律风险，提前了解可能存在的反垄断审查，提前做好政治法律风险应对措施。在内部环境方面，首先，应该了解目标市场的竞争情况以及竞争对手信息，评估被并购企业所处市场是否仍具有发展前景，其次，需要关注并购活动是否与企业总体发展战略相符合，通过企业并购动因选择合适的目标企业。接着，在选择并购对象时，要选择与企业自身优势互补或者具有较大发展潜力的企业。最后，要对企业自身进行评价，审视自身财务状况是否良好、现金流是否稳定以及未来将如何发展等，为并购后的整合打好基础。为了并购活动能够成功，还可以引入战略投资者以及中介机构。由于在跨国并购中，企业处于不同的国家和地区，因此存在信息不对称风险，为了降低该风险就可以利用战略合作者丰富的并购经验以及中介机构的尽职调查来对被并购企业进行全面调查。

#### (2) 合理进行价值评估

合理定价是跨国并购活动中最关键的步骤之一。由于并购方与被并购方之间存在信息不对称，可能会给并购方造成损失。为了能够做出合理估值，企业在跨国并购时除了通过自身调查，还可以引入中介机构。由于中介机构专业知识更强，并购经验更丰富，获取信息的渠道更多，独立性较强，可以对被并购企业的情况做出客观评判，使估价更加客观合理。更有助于企业做出合理的价格评估，降低企业面临的定价风险。在风险评价方法的选择上，企业可以根据并购双方的情况来选择最合适的估值方法，尽可能对被并购企业的情况做出真实地反映。

### 6.3.2 并购实施阶段风险管控启示

#### (1) 谨慎选择融资方式

虽然通过融资能够满足企业进行跨国并购的资金需求，但是不同的融资方式具有不同的特点，由此产生的融资成本也不相同。因此，企业在进行跨国并购融

资时，需要进行谨慎考虑，既要考虑自身现金流的稳定性，还要对之后的融资成本和偿债压力进行考量。在不影响企业自身资本结构的同时，做出正确融资决策。另外企业也要积极学习借鉴其他企业的融资经验，使融资结构更加合理，融资渠道更加多样。并对企业长短期债务进行合理控制，使融资结构在满足需要的同时，融资成本也能降低。

### （2）选择恰当支付方式

企业在选择支付方式时，应当以被并购方的支付要求或者自身情况来选择。虽然目前我国在进行跨国并购支付时还是以现金支付为主，但现金支付无法使企业应对快速变化的市场环境，加大了企业的整体并购风险。因此，企业在进行支付方式选择时，可以以企业自身生产经营情况为衡量标准，当企业生产稳定拥有充足现金流时可以选择现金支付，当企业资产负债率较高时可以选择股权支付。另外也可以采取混合支付的方式，降低支付风险。

### （3）多措施降低汇率风险

企业在进行跨国并购时由于涉及到不同国家或地区，在支付时会涉及到两个或多个国家货币汇率转换的问题。由于外部环境复杂多变，使得汇率也在不断变化，因此会导致企业并购时融资和支付成本的变化。为了降低汇率风险，企业除了要对被并购企业所在国家的宏观环境及政策变化及时做出应对，找到汇率风险最低的并购方案，也可以在并购企业内部建立专门的汇率监控小组，降低汇率风险。

## 6.3.3 并购整合阶段风险管控启示

### （1）对财务进行有效整合

企业在进行财务整合前，就应该先对被并购企业进行深入了解，通过对其经营活动、财务制度及财务状况进行了解，判断被并购企业是否存在财务问题。在财务进行整合时应该制定合理的财务整合方案，避免出现成本费用增加，企业价值贬值甚至并购失败等问题。在财务管理整合方面，企业应该根据发展的总体目标以及并购双方所处环境及经营理念制度统一具体的财务管理目标，将财务制度进行完善和统一，使企业的资本结合进行优化，以降低成本。

### （2）多沟通促进文化整合

在对企业文化进行整合时，高管人员应该起到带头作用，加强与被并购企业核心人员进行交流沟通。还要将被并购企业文化与本企业文化进行整合，选取其中的优点进行学习，总结文化精髓，形成适合双方公司共同发展的新文化。另外，在进行文化整合时不能急于求成，不能以洗脑的方式让被并购方的人员强行接受企业文化，应该以教育的方式进行，站在对方员工的角度，考虑员工实际利益，加强沟通交流，赢得被并购方公司员工的支持与理解。

### （3）整合组织机构

拥有完善科学的组织机构是企业能够政策经营生产的前提。并购完成后，可能会出现职位缺失或重复的情况，为了能够使双方企业正常运转，企业应该结合双方的实际情况、运营特点以及未来业务的发展方向，针对性新增或精简一些部门，使组织效率能够得以提高。还需要对内部的监督和反馈机制得以完善，使决策流程减少，保障信息能够高效传递。

### （4）保障人力资源稳定

企业在对人力资源进行整合时面临的最大问题就是人才流失。人才流失不仅会使后续工作的开展延迟，更重要的是不利于企业长期发展。为了保障企业人力资源稳定，企业应该尽力留住被并购企业的精英人才，增强员工们的凝聚力和向心力，使他们对企业的归属感增加。为了减少员工们的不安，除了增加激励机制，企业还可以通过定期与他们沟通，了解他们的想法来增加员工的稳定性。

## 参考文献

- [1] Andrade, G., Mitchell, M. & Stafford, E. New evidence and perspectives on mergers[J]. *Journal of Economic Perspectives*, 2001, (15): 103-120.
- [2] Buckley, P.J., Cross, A.R., Tan, H. & Liu X. Voss H. Historic and Emergent Trends in Chinese Outward Direct Investment[J]. *Management International Review*, 2008(48): 715-748.
- [3] Borghese, R.J. & Borghese, P.F. M&A from planning to integration[M]. 2015: 51-82.
- [4] Berkovitch, E. & Narayanan, M.P. Motives for takeovers: an empirical investigation[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1993, 28(3): 347-362.
- [5] Comanor, W.S. Market Structure, Product Differentiation and Industrial Research[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1967(04): 639-657.
- [6] Chung, W. & Alcacer, J. Knowledge seeking and location choices of foreign direct investment in the United States [J]. *Management Science*, 2002, (12): 1534-1554.
- [7] Capron, L. & Shen, J.C. Acquisitions of private vs public firms: Private information, target selection, and acquirer returns[J]. *Strategic Management Journal*, 2007, 28(09): 891-911.
- [8] David, B.J. Acquisition Decision-Making Process: The Central Role of Risk[J]. *Journal of Management*, 1996, 22(05): 723-746.
- [9] Faccio, M. & Masulis, R.W. The Choice of Payment Method in European Mergers and Acquisitions[J]. *Journal of Finance*, 2005, 60(03): 1345-1388.
- [10] Franklin, E. Mergers & Acquisitions Review[J]. *Pump Industry Analyst*, 2014 (2): 33-34.
- [11] Jeffrey, C.H. Competence based Competition[J]. New York John Wiley, 2000, 23-28.
- [12] Hiroyuki, I. & Thomas, W. Roehl. Mobilizing Invisible Assets[M]. Harvard University Press, Boston, 1987.
- [13] Jeffery. S.P & Thomas, H. M&A from Integration: Executing Acquisitions and

- Increasing Shareholder Value.Mc Graw-Hill Trade, 2015(10):132-156.
- [14]Jing, S. Analysis on the Strategies of Responding to Multinational Corporation Merger and Acquisition in China[J].Management Science and Engineering,2017,6(2):144-148.
- [15]Joseph, C.J. New insights for corporate strategists from a renowned value investor[J]. Strategy & Leadership, 2014, 42(6):29-36.
- [16]Ha, B. After the Merger:Seven Rules for Successful post-mergerintegration[M].Pearson Education Limited,London ,2013:81-84.
- [17]Larsson, R & Finkelstein, S. Integrating strategic,organizational,and human resource perspectives on mergers and acquisitions:a case study of synergy realization, Organization Science,1999,10(1):1-26.
- [18]Mitchell, M. & Mulherin, J.H. The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity[J].Journal of Financial Economics,1996,41:193-229.
- [19]Mirvis, P.H.& Marks, M.L.The human side of merger planing:assessing and analyzing Fit[J].Human Resource Planning,1992,15(3):69-92.
- [20]Ping, D. & Monica, Y. Cross-border mergers and acquisitions by emerging market firms: A comparative investigation[J]. International Business Review, 2015, 24(1) : 157-172.
- [21]Robert, J.B. M&A from planning to integration[M].McGraw-Hill, New York, 2001:51-82.
- [22]Servaes, H. Tobin's Q and the gains from takeovers[J]. Journal of Finance, 1991, (02): 409-419.
- [23]Vijay, S. & E.H. Kim. Mergers and Market Power: Evidence from the Airline Industry[J]. The American Economic Review, 1993, 83(3) : 549-569.
- [24]Weston, J.F., M.L.Mitchell & J.H.Mulherin. Takeovers Restructuring and Corporate Governance[M]. Pearson Prentice-Hall, Upper Saddle River,2004.
- [25]Wernerfelt, B.A. Resource Based View of the Firm.[J]. Strategic Management Journal,1984,5(2) 171-180.
- [26]Yang,M.&Hyland,M.A.SimilarityinCross-borderMergersandAcquisitions:Imitation, Uncertainty and Experience among Chinese Firms, 1985-2006,[J]. Journal of

International Management,2012,18:352-365.

- [27] 曹翠珍,吴生瀛.企业并购的财务协同效应实证分析[J].会计之友,2017,576(24):35-39.
- [28] 曹细玉.企业兼并风险评价与决策研究[J].工业技术经济,2003(02):54-56.
- [29] 陈平.我国企业海外并购整合风险生成机理研究:一项跨案例研究[J].新会计,2015(09):22-25.
- [30] 蔡伟.企业并购融资风险防范及务实策略[J].商 Business,2016,5:177.
- [31] 陈梦.中国企业跨国并购的财务风险管理[D].财政部财政科学研究所,2015.
- [32] 蒋殿春,唐浩丹.数字型跨国并购:特征及驱动力[J].财贸经济,2021,42(09):129-144.
- [33] 蒋冠宏.并购如何提升企业市场势力——来自中国企业的证据[J].中国工业经济,2021(05):170-188.
- [34] 韩沁清,王惠.关联并购影响财务风险的逻辑及路径分析[J].财会月刊,2021,No.897(05):27-31.
- [35] 刘馨阳,黄岩.从交易费用理论的视角看企业并购[J].理论视野,2011(03):70-71.
- [36] 李善民,李昶.跨国并购还是绿地投资?——FDI 进入模式选择的影响因素研究[J].经济研究,2013,48(12):134-147.
- [37] 刘升福,刘国新.企业跨国并购的表现特征、动因及经济学解释[J].科技管理研究,2003(03):23-28.
- [38] 李佳谕,李彬.我国民营企业海外并购中的财务风险研究[J].商业经济,2020(11):81-82.
- [39] 黎青.中国企业海外并购现状分析[J].市场研究,2019(09):44-45.
- [40] 黎文飞,李郑鹏.PE 在跨国并购中的作用:以中联重科并购 CIFA 为例[J].财会月刊,2021,No.897(05):40-49.
- [41] 吕筱萍.企业兼并风险及其评价模型研究[J].管理工程学报,2001,15(03):84-87.
- [42] 孟凡臣,谷洲洋.利用跨国并购推动企业转型升级问题论析[J].中州学刊,2021, No.297(09):22-27.
- [43] 孙喜平.国有企业跨国并购的风险分析与防范对策[J].财会月刊,2010(30):16-18.

- [44]唐锦辉.中国企业海外并购的风险及应对措施[J].中国市场,2011,(06):42-43.
- [45]吴先明,杨兴锐.跨国并购与企业价值:资产寻求视角[J]. 经济管理,2014,36(01):45-55.
- [46]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(08):101-105.
- [47]王永綦.企业海外并购风险的识别与评估[J].重庆社会科学,2015,No.253(12):26-32.
- [48]王宛秋,刘美艳.我国企业海外并购的风险及对策[J].北京工业大学学报(社会科学版),2006,6(3):27-32.
- [49]王馗,高天惠,胡峰.中国企业海外并购动因和影响分析——与美国企业海外并购的比较[J].亚太经济,2022(01):93-101.
- [50]胥朝阳.企业并购风险的因素识别与模糊度量[J].商业时代,2004,(15):22-23.
- [51]徐琴.中国企业海外并购绩效评价实证研究[J].贵州财经大学学报,2018(5):55-63.
- [52]伊戈尔·安索夫.战略管理[M].北京:机械工业出版社,2015:41-43.
- [53]杨洁,高丽红.中国企业跨国并购动因及效应分析[J].现代商贸工业,2011,23(16):91-92.
- [54]杨玉静.企业并购财务风险存在的问题及对策研究[J].商业经济,2014(02):110-111.
- [55]袁天荣,杨宝.海外并购整合风险控制框架研究[J].中南财经政法大学学报,2013,No.197(02):129-135.
- [56]叶建木,王洪运.跨国并购风险链及其风险控制[J].管理科学,2004(05):64-68.
- [57]张文佳.我国企业跨国并购的动因分析[J].金融发展研究,2015,No.399(03):3-9.
- [58]余丽霞,刘逸,李雨函.企业海外并购中的风险及对策研究——以海航集团为例[J].财务管理研究,2020(3):18-24.
- [59]于桂琴.企业跨国并购中的管理整合风险[J].企业改革与管理,2007,No.142(05):46-47.
- [60]杨淑娥,孟轩,张伟亚.企业跨国并购中的财务整合及其风险问题研究[J].会计与经济研究,2012,26(05):69-74.

- [61]郑明贵,王训洪.国内矿山项目并购财务风险评估研究[J].会计之友,2015(22):71-75.
- [62]赵中华.国际并购中双方知识员工的风险识别与评估[J].科学学与科学技术管理,2020,41(04):68-82.
- [63]张留禄,刘宇畅.企业并购技术整合风险分析与评价体系构建[J].学习论坛,2018, No.401(05):41-46.
- [64]张双鹏,周建.企业并购战略的决策动因述评:从理性预期到行为研究[J].外国经济与管理,2018,40(10):107-121.
- [65]周雪峰,韩永飞.技术寻求型跨国并购与企业创新:研究综述及展望[J].财会月刊,2020, No.891(23):106-115.
- [66]张钰欣,谢宪文.企业跨国并购财务风险及防范[J].合作经济与科技,2020:105-107.
- [67]郑小平,刘璐.青岛海尔跨国并购通用家电的风险控制分析[J].会计之友,2020(05):118-124.

## 附 录

### 木林森并购德国 LEDVANCE 风险评价调查问卷

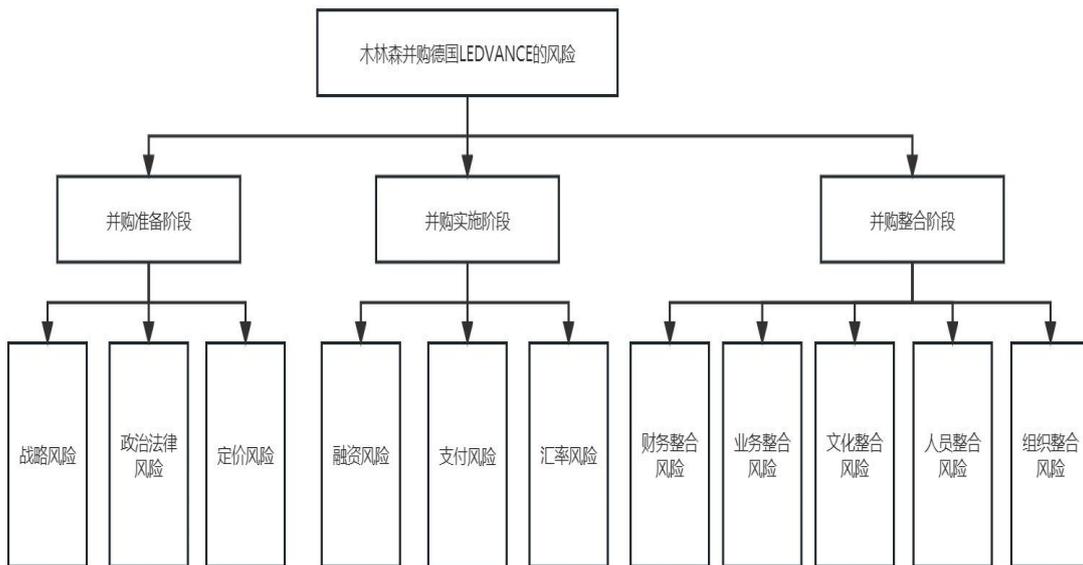
尊敬的专家：

您好！现在想咨询您对影响木林森跨国并购各种风险指标重要性的看法，请根据您的自己的工作经验进行打分。本次调查中以匿名形式展开，所获得的信息仅用于研究和分析，绝不另做他用。您的回答将对本研究做出重要贡献。感谢支持！

#### 第一部分 木林森并购德国 LEDVANCE 风险评价指标权重打分表

##### 一、问题描述

该问卷以木林森并购德国 LEDVANCE 的风险作为调查对象，根据层次分析法（AHP）的原理所设计，其层次结构模型如下：



## 二、问卷说明

本问卷的采用了 1-9 比率标度的方法，请您针对上文所提到的指标的相对重要性进行两两比较，并在相应的数字下打“√”。数字标度的含义说明如下表：

标度	含义
1	A 和 B 的影响一样
3	A 和 B 相比影响稍强
5	A 和 B 相比影响强
7	A 和 B 相比影响明显强
9	A 和 B 相比影响绝对强
2,4,6,8	A 和 B 相比影响在上述两个相邻等级之间
1,1/2, ...,1/9	A 和 B 相比影响为上面的倒数

填写说明：若 A 比 B 影响稍强，请在左边靠近 A 的框内打“√”；若 B 比 A 影响稍强，则在右边靠近 B 的框内打“√”。

## 三、问卷内容

### （一）第二层要素

以下因素两两比较，对于“并购所面临的的风险”的相对重要性如何？

A	重要性比较									B
	9	7	5	3	1	3	5	7	9	
准备阶段 的风险										整合阶段 的风险
准备阶段 的风险										实施阶段 的风险
整合阶段 的风险										实施阶段 的风险

您对准则层各项评价指标是否有补充或修改意见，如有请在下方提出。（若没有，请转下一题）

### （二）第三层要素

下列各组两两比较要素，对于“准备阶段的风险”的相对重要性如何？

A	重要性比较									B
	9	7	5	3	1	3	5	7	9	
战略风险										政治法律 风险
战略风险										定价风险
政治法律 风险										定价风险

下列各组两两比较要素，对于“实施阶段的风险”的相对重要性如何？

A	重要性比较									B
	9	7	5	3	1	3	5	7	9	
融资风险										支付风险
融资风险										汇率风险
支付风险										汇率风险

下列各组两两比较要素，对于“整合阶段的风险”的相对重要性如何？

a	重要性比较									b
	9	7	5	3	1	3	5	7	9	
财务风险										业务风险
财务风险										文化风险
财务风险										人员风险
财务风险										组织风险
业务风险										文化风险
业务风险										人员风险
业务风险										组织风险
文化风险										人员风险
文化风险										组织风险
人员风险										组织风险

您对指标层各项评价指标 C1-C10 是否有修改或补充意见，如有请在下方填写。（若没有，请转第二部分）

## 第二部分 木林森并购德国 LEDVANCE 风险评价综合打分表

本部分指标评价参考李克特五级量表，将问卷评价等级分为 5 个等级，1-5 分别代表低风险、较低风险、一般风险、较高风险、高风险。

指标因素	1	2	3	4	5
	低风险→高风险				
战略风险					
政治经济风险					
定价风险					
融资风险					
支付风险					
汇率风险					
财务整合风险					
业务整合风险					
文化整合风险					
人员整合风险					
组织整合风险					

本次问卷到此结束，感谢您的参与！

## 后 记

时光匆匆，我的求学之路至此已近尾声。文至此处，已然是思绪万千。

三年时光，于我的求学生涯而言，只是其中的一小部分，但这段经历，这些脸庞以及这期时光都值得我珍藏于心。回想在兰财这三年求学时光，虽有千言万语，落到笔端却只有感谢、感恩与感怀。

“桃李不言，下自成蹊。”与良师相遇，如同成长路上的指路明灯。安老师于我亦如是。自己实在称不上一个勤勉的学生，但是安老师的一言一行每每想起都仿佛是昨天的场景。从选题到完成毕业论文的写作过程中老师始终都不厌其烦的给予我指导，并针对其中存在的问题耐心指正，给予了我莫大的帮助。老师严谨治学的态度不仅鞭策着我的求知，格物致知的精神也将影响我未来的探索。生活中，安老师也不忘给予关怀和问候，每每想起，内心都十分温暖。自己非常荣幸加入到朱安师门，成为其中的一份子。感谢安老师、朱老师的悉心教导，也感谢师兄师姐在这三年的帮助和照顾，何其有幸，自己能够加入这样一个温暖的团队，又何其幸运，自己能够遇此良师！

“父母之爱子，则为之计深远”。父母于儿女，总是记忆中最温馨的港湾。感恩父母为我成长的路上给予了莫大的支持和理解，在我每每坚持不下去的时候给予我依靠和安慰，使我能够心无旁骛地坚持自己的学业。也非常感恩我的父母言传身教，不仅教会了我做人的道理，也为我树立了家庭和睦，生活幸福的榜样。

“山水一程，三生有幸。”与师门的各位小伙伴相遇，是我来到这个陌生城市初始的温暖，也是我人生中不同的色彩。我们共学习，共奋斗的日日夜夜都是我在学校不可多得的回忆。还有我的好朋友们对于我的关心和照顾，她们不仅在我欢乐时给予了陪伴，也在我低谷时提供了情绪的陪伴，这些情谊使我感怀于心，如获至宝。

“以梦为马，不负韶华。”我于学校或许只是不起眼的一份子，学校于我，却是铭记于心的回忆。感谢这三年每一位老师的教诲与指导，感恩父母的支持与理解，感怀朋友的陪伴与帮助。最后，希望未来的日子，保持初心，继续绚烂！

行文至此，回望来时路，感慨岁月长，感怀生于如此伟大的祖国，感恩如此可爱包容的学校。