

分类号
U D C

密级
编号 10741



硕士学位论文
(专业学位)

论文题目 民营企业海外并购协同效应研究
——以蓝帆医疗并购柏盛国际为例

研究生姓名: 万佳源

指导教师姓名、职称: 钟鸣 教授

学科、专业名称: 国际商务

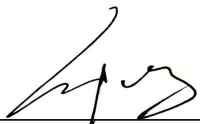
研究方向: 国际贸易运营与管理

提交日期: 2024年5月31日

独创性声明

本人声明所提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： 万佳源 签字日期： 2024年5月31日

导师签名：  签字日期： 2024年5月31日

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

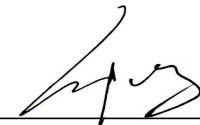
关于论文使用授权的说明

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内容。

学位论文作者签名： 万佳源 签字日期： 2024年5月31日

导师签名：  签字日期： 2024年5月31日

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

**Research on the Synergistic Effects of
Overseas Mergers and Acquisitions of
Private Enterprises——Taking Blue Sail
Medical's acquisition of Biosensors
International as an example**

Candidate :Wan Jiayuan

Supervisor: Zhong Ming

摘 要

在改革开放的背景下，中国企业开始勇敢地尝试海外市场，进行走出去的初步探索。随着改革的深入和国际市场的开放，中国企业的海外投资规模迅速增长，民营企业也开始积极参与海外投资。2013年，习近平总书记首次提出建设“一带一路”伟大倡议，这一政策推动了更多中国企业积极参与国际市场竞争，进一步加快了中国企业走出去的步伐。二十大报告中更是为民营经济的高质量发展指明了方向。近些年来，民营经济蓬勃发展，中国民营企业在国内外市场的地位不断提升，甚至到了影响国民经济发展的程度。但随着国内市场逐渐饱和，企业开始面临着更加激烈的竞争，如何实现战略调整、转型升级是民营企业面临的首要问题。而海外并购则是解决这一问题的重要方式。

蓝帆医疗作为我国医疗健康防护手套行业中的“领头羊”，是民营企业中的佼佼者，更因其对柏盛国际的成功并购，创下了A股历史上最大的医疗器械并购记录。鉴于此，本文以跨国并购协同效应的相关理论为基础，研究蓝帆医疗并购柏盛国际的动因、过程、整合路径，再根据蓝帆医疗所公布的财务报表，利用案例研究法、事件研究法以及财务指标分析法，评估此次并购在资本市场上的被接受程度；分析此次并购对蓝帆医疗的影响，深入剖析蓝帆医疗并购柏盛国际的协同效应。通过这一研究，希望能够为其他民营企业在跨国并购领域提出相应的对策建议。

根据本文所研究的案例，总结出以下点对民营企业进行海外并购的建议：首先企业要把握政策优势，部署并购战略；其次为了财务安全，企业应借助第三方专业机构，合理估计目标企业价值；融资方式的选择上，应根据自身条件多渠道融资，降低风险；最后，企业应十分重视双方资源的整合，促进企业协同发展。

关键词：民营企业 海外并购 协同效应 蓝帆医疗 柏盛国际

Abstract

In the context of reform and opening up, Chinese companies have begun to bravely try overseas markets and conduct preliminary explorations to go out. With the deepening of reform and the opening of the international market, the scale of overseas investment in Chinese companies has grown rapidly, and private enterprises have also begun to actively participate in overseas investment. In 2013, General Secretary Xi Jinping proposed to build a great initiative to build the "Belt and Road". This policy promoted more Chinese companies to actively participate in the international market competition and further accelerated the pace of Chinese companies going out. Among the twenty reports, the direction of the high-quality development of the private economy was even more important. In recent years, with the booming of the private economy, the status of Chinese private enterprises in domestic and foreign markets has continued to increase, and it has even affected the development of the national economy. However, as the domestic market is gradually saturated, enterprises have begun to face more intense competition. How to achieve strategic adjustment and transformation and upgrading is the primary problem facing private enterprises. Overseas mergers and acquisitions are an important way to solve this problem.

As the "leader" in my country's medical and health protection glove industry, Blue Sail is the leader in private enterprises. Because of its successful acquisition of Biosensors International, it set a record of mergers and acquisitions in the history of A-share history. In view of this, this article is based on the relevant theory of multinational M & A associated effects, and studies the dynamic, processes, and integration paths of Blue Sail mergers and acquisitions, and then based on the financial statements published by Blue Sail, use case research laws and

event research laws. As well as financial indicators analysis, evaluate the acceptance of the mergers and acquisitions in the capital market; analyze the impact of the merger on Blue Sail, and analyze the synergy effect of Blue Sail M & A. Through this study, I hope to put forward corresponding suggestions for other private enterprises in the field of multinational M & A.

According to the cases studied in this article, the following points are summarized for suggestions for overseas mergers and acquisitions for private enterprises: First of all, enterprises must grasp the policy advantages and deploy mergers and acquisitions strategies; Secondly, for financial security, enterprises should use third-party professional institutions to reasonably estimate the value of the target corporate; In terms of financing methods, we should financing according to its own conditions to reduce risks; Finally, enterprises should attach great importance to the integration of the resources of both parties and promote the coordinated development of the enterprise.

Keywords : Private enterprises; Overseas mergers and acquisitions; Synergies; Blue Sail ; Biosensors International

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.1.1 政策背景	1
1.1.2 经济背景	1
1.2 研究目的与研究意义	2
1.2.1 研究目的	2
1.2.2 研究意义	2
1.3 研究思路及方法	3
1.3.1 研究思路	3
1.3.2 研究方法	4
1.4 文献综述与评述	5
1.4.1 关于我国民营企业海外并购的研究	5
1.4.2 关于并购协同效应的研究	8
1.4.3 文献述评	10
1.5 创新与不足	10
2 跨国并购与协同效应理论基础	12
2.1 相关理论基础	12
2.1.1 多元化经营理论	12
2.1.2 规模经济理论	12
2.1.3 市场势力理论	13
2.1.4 并购协同效应理论	13
2.2 协同效应相关分析方法	14
2.2.1 事件研究法	14
2.2.2 财务指标分析法	14
3 民营企业海外并购的现状、特征及困境	16
3.1 民营企业海外并购的现状	16

3.1.1 民营企业成为海外并购的主力军	16
3.1.2 民营企业海外并购数量及金额下降	17
3.1.3 民营企业海外并购逐渐集中于亚欧地区	17
3.2 民营企业海外并购的特征	19
3.2.1 海外并购与国内并购的差异性	19
3.2.2 民营企业与国有企业海外并购的差异性	21
3.2.3 民营企业海外并购倾向	22
3.3 民营企业海外并购面临的困境	25
3.3.1 融资困难	25
3.3.2 整合能力弱	25
3.3.3 东道国政策限制	26
4 蓝帆医疗并购柏盛国际的案例背景	27
4.1 并购双方简介	27
4.1.1 蓝帆医疗股份有限公司简介	27
4.1.2 柏盛国际公司简介	28
4.2 并购过程简介	28
4.3 并购动因分析	30
4.3.1 寻找新的收入增长点	30
4.3.2 心血管市场潜力大	33
4.3.3 国家政策的引导	33
4.4 整合措施	34
4.4.1 在经营端的整合	34
4.4.2 在管理端的整合	34
4.4.3 在财务端的整合	35
5 蓝帆医疗并购柏盛国际协同效应分析	36
5.1 经营协同效应	36
5.1.1 经营协同效应的识别	36
5.1.2 经营获利水平	36

5.1.3 营收成长潜力	40
5.1.4 研发能力分析	43
5.2 管理协同效应	44
5.2.1 管理协同效应的识别	44
5.2.2 资产管理水平	45
5.2.3 费用控制水平	48
5.3 财务协同效应	50
5.3.1 财务协同效应的识别	50
5.3.2 事件研究法分析短期市场反应	50
5.3.3 财务指标分析法分析绩效	55
6 结论及建议	58
6.1 结论	58
6.2 建议	59
6.2.1 利用政策部署并购战略	59
6.2.2 借助专业机构合理估值	59
6.2.3 选择多渠道的融资方式	60
6.2.4 整合资源促进协同发展	60
参考文献	62
后记	67

1 绪论

1.1 研究背景

1.1.1 政策背景

近年来，中国政府一直鼓励民营企业参与海外并购活动，习近平总书记提出的“一带一路”倡议，旨在促进经济合作和互联互通，加强与沿线国家的合作，提供广阔的市场和商机，为民营企业的海外并购提供了机遇。其次，在党的二十大报告中，围绕民营企业发展壮大提出了一系列新的重要论述，对促进民营企业高质量发展具有指导意义。另外，中国政府还提供财政和税收优惠政策，鼓励民营企业参与海外并购。此外，中国政府逐步放宽了对外投资的管理和限制，通过改革和完善相关政策法规，鼓励民营企业加入海外并购的阵营。例如，放宽对外汇监管限制、简化审批程序、提供金融支持等措施，为企业提供更便利的外部环境。最后，政府还设立专门的基金和机构，为民营企业提供融资和咨询支持，以降低海外并购的风险。

1.1.2 经济背景

首先，宏观经济环境正在对中国民营企业的发展趋势产生影响。中国经济正在从传统的出口驱动型经济向内需和创新驱动型经济转变。海外并购为中国民营企业获得技术、品牌、渠道和人才等创新提供机会，促进企业的产业升级和国际竞争力的提升。其次，随着中国经济的快速发展，国内企业积累的大量资金和资源，可以通过海外并购实现企业资本的全球配置，降低对单一市场的依赖，并分散经营风险。因此中国政府鼓励民营企业进行海外并购，以促进资本输出和风险分散。再加上，中国政府逐步放宽对民营企业的资本管制，简化对海外投资的审批程序，并放宽跨境资本流动的限制。这为民营企业参与海外并购提供了更大的灵活性和便利。最后，中国政府积极加强与海外国家的政治和经济合作，签署许多双边投资保护协定和自由贸易协定，为民营企业开展海外并购提供更好的保障

和条件。

1.2 研究目的与研究意义

1.2.1 研究目的

党的二十大报告明确提出，要继续保持高水平的对外开放，构建国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进的新格局。中国企业要想更好地融入新的全球经济格局中，就必须走出国门。跨国并购是企业“走出去”的一个重要方式，能够实现资源整合、技术创新、品牌国际化，进一步提高企业竞争力，让企业在参与国际经济合作的时候更具积极性和主动性。本文较为深入地研究蓝帆医疗跨国并购柏盛国际，是为了探求民营企业在跨国并购中的具体动因，并购后的整合路径以及协同效应的实现情况，分析并购后实现协同效应所需要的基本条件，给后来者以启示和借鉴。

1.2.2 研究意义

(1) 本文以蓝帆医疗并购柏盛国际为例，对中国民营企业海外并购进行了全面深入的研究，丰富了我国民营企业的跨国并购案例事实。蓝帆医疗丰富的并购经验、积极的合作态度和良好的融资方法都是其成功的原因，本案例的分析对于中国民营企业跨国并购后公司内部通过整合实现协同效应有重要指导意义。

(2) 本文主要从经营、管理、财务三个方面来分析跨国并购的协同效应，具有一定的现实意义。随着中国社会的不断进步以及经济的蓬勃发展，许多企业在“走出去”战略推动下到海外寻找发展机遇，并形成了较大规模的收购。因此，本研究拟通过对蓝帆医疗跨国并购案例的分析，厘清蓝帆医疗的跨国并购动机、方式和整合策略，以期为我国民营企业的跨国并购提供经验，提高并购的成功率。

1.3 研究思路及方法

1.3.1 研究思路

本文一共分为六个部分，具体情况如下：

第一章是绪论。介绍与民营企业进行海外并购相关的政策背景和经济背景，梳理出我国民营企业海外并购的研究以及协同效应的研究。

第二章是跨国并购与协同效应理论基础。主要包括多元化经营理论、规模经济理论、市场势力理论、并购协同效应理论。介绍了协同效应的两种分析方法，事件研究法和财务指标分析法。

第三章是民营企业海外并购的情况，主要包括现状、特征和困境，为后文的论文开展奠定基础。

第四章是蓝帆医疗并购柏盛国际的案例背景。简单介绍了并购双方与并购流程，并对并购动机及并购整合的策略进行了具体分析。

第五章是对蓝帆医疗并购完成后产生的协同效应进行分析。这部分由三个部分组成，分别是管理协同效应、经营管理效应、财务管理效应。财务管理效应部分根据不同需求采用了事件研究法和财务指标分析法。

第六章结论和启示。总结全文，再根据蓝帆医疗并购柏盛国际的案例经验提炼出对其他民营企业的建议。

根据以上的研究思想，绘制的论文的技术路线如图 1.1 所示。

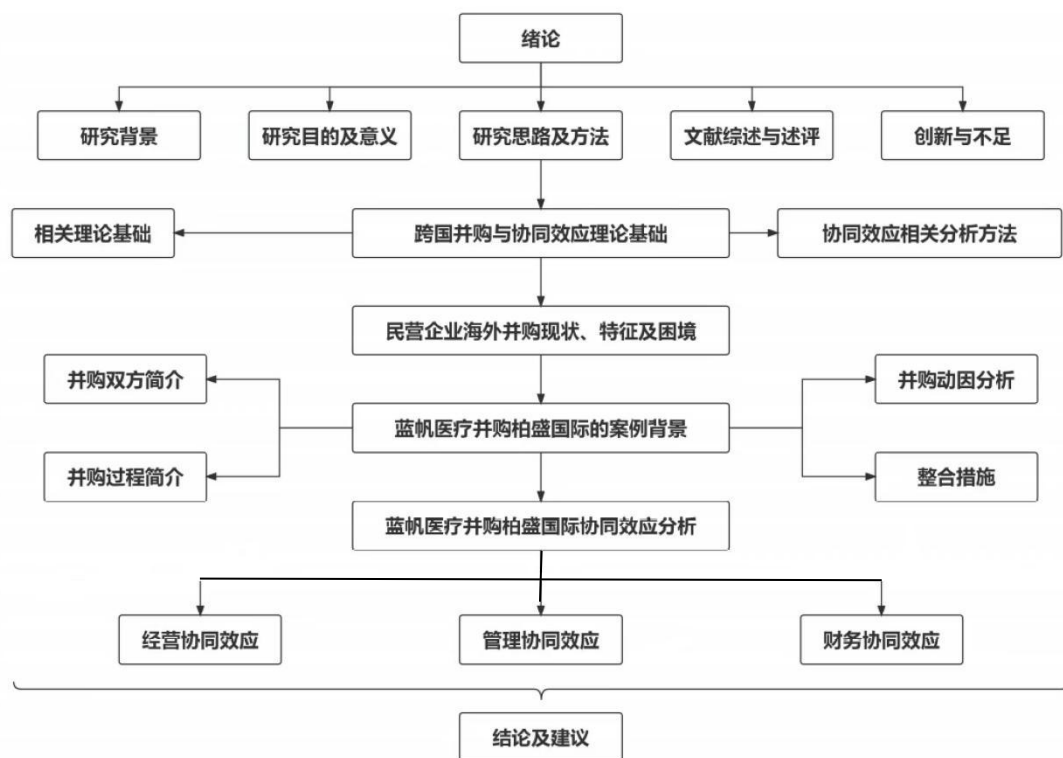


图 1.1 论文技术路线图

1.3.2 研究方法

(1) 文献研究法

关于跨国并购的研究已有不少，所以笔者首先搜集、整理、阅读和分析国内外学者所开展的有关研究成果和理论，并对本文的研究方向和思路进行了梳理，在此基础上完成此篇论文的写作。

(2) 案例研究法

通过研究和分析实际案例能获得深入见解和经验教训，给予管理者和决策者一个更全面完整信息下作出明智选择的机会。本文以蓝帆医疗并购柏盛国际为例，将相关的理论应用于此次并购，结合实际的市场环境，探讨其跨国并购所遇到的问题以及并购后的协同效应，分析其优缺点，归纳其经验教训。

(3) 财务指标分析法

通过比较蓝帆医疗并购前后的财务数据及各项经济指标，得出了该公司业绩变化情况；再把这些指标数据分类到经营、管理和财务三个方面进行协同效应分

析，得出研究结论。

(4) 事件研究法

事件研究法是一种常见的经济金融学研究方法，用于评估特定事件对金融市场中相关资产价格的影响。在资本定价模型为基础的情况下，采用一种特殊的分析方法估计特定事件发生前后的股票价格变化及影响，通过最后的计算结果来度量金融市场对这一事件的反应，从而判定这一事件对公司未来发展的影响。

1.4 文献综述与评述

根据写作需要，本章将国内外众多学者研究提炼为两个方面，分别是我国民营企业海外并购研究、并购协同效应研究，再根据这两部分内容做出相应述评。

1.4.1 关于我国民营企业海外并购的研究

针对目前中国企业进行的以民营企业为主体的跨国并购，学术界主要从并购动机、并购中出现的问题及完成并购后绩效的实现等三个方面展开了研究。

(1) 并购动机

一是获取技术与资源。龚敏（2006）归纳出中国民营企业因其还处在较低并购动机层次，有的企业希望获取核心技术实现战略转型和企业多元化发展，有的企业希望利用海外先进的技术，增强自己在行业的核心竞争力和行业龙头地位。林冰和朱丹丹（2010）提出，随着全球经济一体化以及知识经济时代的来临，技术优势已成为影响企业竞争力的关键要素。作为显著缺乏核心技术的中国民营企业，会越来越倾向于跨国并购获得核心技术。马建威（2011）表明，中国制造业海外并购很大程度上都是为了获取对方的先进技术，以提升自身的技术能力。2008年以来的欧美金融危机给中国企业提供了绝好的获取技术机会。另外，大型资源企业积极进行跨国并购，收购海外资源供应企业，以保证自身发展所需要的资源供应。韦灵妍（2016）提出了民营企业通过跨国并购可以弥补自身在海外市场占比低的缺陷，利用被并购方丰富的全球客户资源，以及延伸至全世界的完善销售链，将产品远销海内外，扩展海外市场，整体提升企业的产品竞争力。王璟楠（2017）提到在世界经济格局发生改变的背景下，中国民营企业需要改变自己

所处的产业链下游地位，通过并购等方式，获取相应的研发资源，学习国外成熟的管理经验，历练培养自身员工的水平，进而提高其自主创新能力，提高企业竞争力。王晔（2018）经过实证研究表明，民营企业在会受到获取技术资源方面的显著影响。高技术出口额在国内生产总值中的比重越高，对民营企业的吸引力就越大。通过跨国并购，我国民营企业获得了先进的技术资源，可以使得我国的科技水平得到更迅速地发展。曹礼创（2018）也提出了在进行海外并购的过程中，民营企业可以获得被并购企业的研发中心、生产基地、相关产品的设计和专利等技术资源，从而提升企业的生产效率，降低生产成本，使企业的整体盈利水平得到显著提升，降低企业向国际企业的转变速度。周利芬（2019）研究出为获得高新技术，民营制药企业采用海外并购的方式，降低研发费用，提高产品品质。沈君豪（2020）提出通过海外并购，主并企业可以整合被并购方的渠道和资源，提升市场份额，实现规模经济，提升国际竞争力。郑少辉（2022）提出了成立时间较短的公司，仅仅凭借自身的积累很难实现行业地位的提升，因此可以通过海外并购，从外部获取顶尖的技术，增强自身创造力。

二是实现协同效应。Kode（2003）通过建立评价协同效应模型对企业跨国并购内部动因进行研究，发现企业跨国并购动因中存在较大的协同效应。韦灵妍（2016）经研究发现中国民营经过并购可以实现经营协同效应。在并购海外企业之后，整合全球资源，降低生产成本，利用被并购方的资源重新寻找定位，发挥独特的竞争优势，促进双方共同发展。还提出了成功的海外并购可以为企业带来财务协同效应，因为企业现金流会增加，能够获得多样化的投资机会；财务资源可以重新配置，实现优势互补；降低企业的成本与费用。侯天宇（2018）提出强强联合的企业，一方面可以利用先进的技术解决专业性问题，一方面可以利用制造和销售方面的经验，将二者的优势资源整合起来，达到“1+1>2”的效果，实现市场的拓展、业务的多样化，达到并购企业的战略目标。沈君豪（2020）提出了随着信息时代的来临，科技公司海外并购能利用完善的营销平台和丰富的上、下游客户资源，充分发掘渠道优势。从业务方面进行互补，实现经营协同效应。另外，还能在一定程度上改善资产周转率低、流动性差的情况。因其公司设立在低税率国家，因此还能合理降低税负，实现财务协同效应。

三是扩大海外市场份额。Vita（2001）通过对跨境并购案例的分析发现，跨国并购能够促进企业的市场竞争力的提高，并且这种提高的效果比较明显。Collins（2009）指出，企业进行跨国并购的最重要动因是获得垄断利润和提高其市场份额。夏露（2015）认为并购方并购在国际市场上占据一定比例的被并购方，有助于提高企业在国际市场上的占有率，提升在全球市场上的影响力，最终通过企业经营利润。袁晓菲（2015）认为在面临多方面压力的情况下，我国民营企业希望开辟更大的市场，寻找更好的发展方式。企业通过跨国并购可以快速获取被并购企业的销售网络和分销渠道、上下游企业和分销商，减少企业进入东道国市场的难度。王璟楠（2017）分析得出日益激烈的国内市场竞争导致中国民营企业在华成长空间和利润空间缩小，再加上其他国家对中国防范心理，部分民营企业采用跨国并购的手段来规避海外贸易障碍、快速扩张市场占有率、扩大国际市场、提升自身竞争力。曹礼创（2018）提出了在全球经济一体化的趋势下，民营企业为了获取更大的利润和更大的市场份额，必须根据自身的发展需要进行跨国并购，制定并实施企业的全球化战略。杨莹莹（2019）提出民营企业经过多年沉淀，资本积累深厚，实力强劲，为了更好地实现规模经济，企业开始去寻求新的市场和利润增长点，或因国内市场相对饱和，选择进入海外市场。周利芬（2019）表明受营销团队和保护主义和竞争激烈的限制，民营医药企业利用跨境并购打破企业规模局限，构建了一个与国际接轨的生产服务体系，从而获得在产品上的垄断地位。郑少辉（2022）提出由于国内同类型企业多，竞争压力大，提升市场份额难度大，因此不得不把焦点放在海外市场上，通过跨国并购来提高企业市场份额。

（2）并购中出现的问题

宋翠翠（2018）提出企业在报告中会出现并购时间与目标的不当选择，文化差异和国内金融监管部门不断提高监管力度造成融资困难，并购规模快速增长所产生的管理风险。王红等人（2019）认为我国民营企业海外并购面临的主要问题是复杂的国际形势引起的政治风险日益严峻；外资审查政策越来越严苛，法律纠纷日益频繁；经验少人才少信息不对称导致评估项目风险增大；并购后整合不到位，究其原因是忽视了社会、文化、宗教等因素的影响。彭祎婷（2020）提出了

战略规划不当、融资渠道缺乏和受政策法律方面制约三个问题。杜健等学者(2021)认为民营企业出现了“跟风”现象,其原因是对被并购对象的调研不够深入、不够理性,而且管理方式不够国际化。刘晨和岳宝宏(2021)认为企业进行跨国并购时,面临着战略全球化动机不足和并购后经营活动难以开展等问题。

(3) 并购后绩效的实现

顾露露(2011)运用市场模型和事件研究法实证分析出,中国企业海外并购市场绩效为正,整体取得较理想的超常回报率,其中民营企业的绩效增长更为突出。杜健等学者(2015)发现,东道国的制度环境越好,并购企业的绩效完成得更好。茹玉骢和曾辉(2017)采用事件研究法进行了实证分析,结果表明,并购规模、持股比例以及相关的法制环境等因素都会对并购的绩效产生一定的影响。夏扬和沈豪(2018)从长短两个窗口进行分析,得出民企实现了整体绩效提升,公司的长期绩效高于行业平均值,但公司的短期绩效存在财富效应递减的趋势。刘锴(2018)通过对2007—2013年间民营企业海外并购的案例分析后得出,并购双方的文化差异与并购交易规模对绩效的实现也有影响。车运飞(2022)从财务指标和非财务指标两个方面入手,得到企业海外并购能提升绩效,符合公司发展战略,有利于企业国际化。

1.4.2 关于并购协同效应的研究

(1) 国外对于协同效应的研究

德国物理学家赫尔曼·哈肯在1971年首次提出了协同的概念。20世纪60年代,美国著名战略管理学家H·Igor·Ansoff首次把“协同”这一概念引入到企业管理中,为企业实施多样化经营提供了理论依据。企业通过合理的销售、运营、投资和管理策略安排,能够对生产要素、业务和环境进行合理的配置,达到一种类似于回报递增的协同效果,让企业能够更好地发挥既有优势,同时也能打开新的发展空间。因此,并购后绩效能否达到预期目标,成为衡量并购成败的重要标准。经更深入的研究,Weston(1996)提出从经营、管理、财务三个方面对协同效应分类,这种分类方式被广大学者们所接受,本文也是从这三个方面对蓝帆医疗海外并购后的协同效应进行分析。

由于西方国家原始资本积累早，经济实力雄厚，为寻找新的增长机会，掀起了海外并购的浪潮，因此国外关于并购协同效应的研究较早。Buzzell, Gale (1987) 认为并购可以提升企业的市场效益，增加企业的业务资源，但在企业跨境并购之后，企业绩效会因资源整合而降低，从而大大减弱企业的协同效应。Sascha Kolaric (2013) 研究指出，当两家金融机构的业务范围趋于差异化，或处于上下游行业，那么海外并购有利于实现资源的互补，更好地发挥各自的优势，实现协同效应。Abdul Rashid (2016) 提出，当两家公司都拥有较强并购动机时，更有可能对并购的时机做出正确的判断，从而促进两个公司之间协同效应的产生。Sara Fernandez (2019) 认为企业对研发能力和高科技的追求是进行跨国并购的原因，企业有了新的产品和技术就可以提升企业的效率，实现规模经济，产生协同效应。

(2) 国内对于协同效应的研究

因经济发展受时代水平限制，我国学者在协同效应方面的研究稍晚于国外。翻阅多篇文献资料发现，国内学者大多依托具体案例来总结并购后的协同效应并提出相应的建议。邱国栋和白景坤 (2007) 从价值生成的角度得出，协同效应是企业资源或资产的共用、互补和同步，三个方面效果构成的。并提出共用有形资源以节省为主，共用无形资源以增值或实现市场价值为主。张建儒和王璐 (2015) 提出整合问题是有效实现“财务协同效应”前提保障，通过有效的整合能保证扩张战略与企业价值扩张的实现。曹翠珍和吴生瀛 (2017) 运用因子分析法、逐步线性回归法进行实证分析，得出并购会引起企业的财务协同效应。从影响因素来看，并购后的盈利水平、负债能力、并购类型以及并购现金资产比例都对财务协同效应的实现影响显著。梁充瑶 (2018) 通过万达并购传奇的例子表明协同效应能促进企业完善组织架构、整合企业资源、提高资产运营效率。汪瑜琳 (2021) 认为经营协同主要表现在：规模经济、市场垄断、资源互补；管理协同表现在减少成本、高效使用过剩管理资源；财务协同表现在降低破产风险、节税、降低融资成本等。

(3) 评价并购协同效应的方法

事件研究法、经济增加值法、因子分析法、财务指标法、DEA、平衡计分卡等都是并购协同效应的评价方法。曹翠珍和吴生瀛 (2017) 采用因子分析和逐步

线性回归两种分析方法对财务协同效应进行研究。谢伟峰（2020）在企业的并购动机的基础上，结合平衡计分法和层次分析法，把企业大量的定性和定量问题考虑进去进行目标企业的评估，以期实现协同效应。李黎（2021）采用熵值法来分析闻泰科技与安世半导体并购案的协同效应。童迎香和潘雅琼（2021）以阿里巴巴并购饿了么为例，结合相关的财务指标进行研究，并以此获得协同效应的启示。

1.4.3 文献述评

通过梳理文献可以发现，学者们在民营企业海外并购方面和并购协同效应方面进行了较为深入的探索。首先是民营企业的并购动机多种多样：大致可以归纳为获取技术与资源、实现协同效应、扩大海外市场份额三个方向。其次是在并购中会出现目标选择不当、忽视营商环境的调查、整合不到位等各种问题，这将对企业进行海外并购产生较大的消极影响。最后是从各个文献总结得出海外并购的确会提升企业绩效，并且营商环境越好、文化差异越小都会使绩效增长更为显著。企业的并购协同效应，国内外的学者们也做了很多研究，对协同效应的三大表现方式进行了归纳，并建立了一套规范的评价方法。

总之，学者们的研究领域广深度大，但是鲜少有学者进行分类研究，尤其是很少分析民营企业在跨境并购的过程中会遇到哪些独特的问题。因此，本文以蓝帆医疗并购柏盛国际为例，研究民营企业在海外并购后协同效应的实现情况，并为类似的民营企业提供一些建议。这不仅能够丰富民营企业并购案例的相关研究，还有一定的实践价值。

1.5 创新与不足

创新表现在：

本文选取的具体案例丰富了民营企业海外并购协同效应的相关研究，还能在全球经济快速发展、营商环境不断变化的情况下为其他民营企业提供借鉴和参考，并且为我国民营企业能够实现成功并购、取得一定协同效应的问题上，提供新的对策和建议。另外，本文以民营企业为切入点，采用蓝帆医疗并购柏盛国际这一具体案例作为研究对象，探究蓝帆医疗在并购柏盛国际后的整合措施及协同效应，

希望能够通过这一案例研究为我国民营企业进行跨国并购提供参考。

不足表现在：

因现有数据的限制，协同效应没有完全显现出来，对相关数据的分析也存在不足之处。另外，所选取年份的相关数据受新冠疫情影响较大，分析协同效应时，存在一定程度上的干扰，但由于个人理论知识水平有限，这一部分分析不够深入。因此，期望在以后的研究里，对相关数据进行完善，使研究更加深入。

2 跨国并购与协同效应理论基础

2.1 相关理论基础

2.1.1 多元化经营理论

多元化经营理论是指一个企业通过进入不同领域或行业进行经营,以实现风险分散、资源互补和收益增长的管理策略。这样的多元化策略可以让企业在不同市场中获得更大的影响力,并减少对单一市场依赖所带来的风险。通过扩大产品线或服务范围,在不同领域内提供综合解决方案,企业能增强竞争力并吸引更多广泛的客户群体。企业的多元化主要有两种途径,一是利用现有的资源拓展自己的业务,二是通过兼并收购来拓展自己的经营范围,既要在相关的行业中增加产品的种类,又要在无关的领域中拓展业务。一般来说,企业进行多元化经营的方式主要是通过混合兼并来实现,这样可以使企业的商业模式更加多元化,从而降低运营的不确定性和分散公司的风险。

2.1.2 规模经济理论

规模经济理论主要是指通过并购来扩大生产和规模,从而实现成本的节约和效益的提高。通过并购,企业可以在多个地区和国家进行分工和专业化生产,将具有竞争力的资源整合起来,提高整个生产过程的效率;企业可以共享设备、技术、人力资源等方面的资源,减少重复投入,在一定程度上降低生产成本;我国企业可以面对国内市场饱和或增长乏力等问题,寻找新兴市场拓展增长空间、增加盈利能力。同时,通过收购行业内其他企业,可以获得垄断竞争优势,使得企业在供应链、价格体系方面占据有利地位,进一步减少成本。然而,企业过度扩大规模会导致管理和运营难度增加、不必要固定成本的增加、过度依赖某一市场、灵活性和创新能力变低等问题,出现低效率、成本上升、风险增加的情况。因此,在追求规模经济优势的同时也需要考虑适度与合理性,并在达到一定程度后进行有效控制以避免上述问题的发生。

2.1.3 市场势力理论

市场势力理论认为并购的最大动因往往是可以减少行业内竞争对手的数量，进而增强对经营环境的控制力，提高市场占有率，使企业在一些领域获得一些垄断或者是独占的好处，还可以提高长期获利的可能性。一般来说，企业为实现该项目而进行并购的情况有三种。首先，是在市场需求减少、产能过剩的情况下，企业进行合并，减少过剩产能，实现一定的供需平衡，增强自身在产业中的实力与地位，维持产业的稳定性。其次，是随着经济全球化的不断加深，国际竞争的加剧，外资对我国市场的严重侵蚀与影响，企业之间形成的大型的企业集团，可以抵御来自外部的竞争；最后，因为法律的严格性，使得企业之间的各种联系不合法，通过兼并收购，某些“非法”被“内部化”，从而实现对市场的持续掌控。

2.1.4 并购协同效应理论

协同效应，就是经营者有效利用资源，使得公司整体效益大于各个独立组成部分总和的效应。协同效应可以是外在的，也可以是内在的。“外部协同”就是各参与方通过合作和资源共享来实现自身利益的最大化；“内部协同”就是通过对资源的整合和共享，使企业获得长远的发展。究其原因，主要有三点。一是范围经济：并购双方核心竞争力的交互延伸。二是规模经济：随着企业规模的扩大，公司的采购、生产、销售等单位生产成本也随之下降。三是流程、操作、结构的优化与重组：精简岗位、精简设施、精简设备等。本文将协同效应划分为经营协同、管理协同和财务协同。

（1）经营协同

经营协同效应是指通过协同，使得企业的生产经营活动发生效率的变化，以及由提高效率所产生的效益，即通过这种方式，能够更好地促进企业的运营，从而实现规模经济、优势互补、降低成本、扩大市场占有率、提供更加全面综合的服务。

（2）管理协同

管理协同效应是指通过协同，使得企业的管理活动效率发生变化，以及由提

高效率所产生的效益。当一家管理效率较高的企业与另外一家管理效率较差的企业进行合作后,经过学习与借鉴,低效率公司的管理效率将会得到提升,即为“管理协同”。行业与企业的专属管理资源不可分性,是管理协同效应产生的根源。

(3) 财务协同

财务协同是指协同在财务方面可以给公司带来的收益,具体表现为企业内部的资金流动更为充足,并且在时间上进行了更合理的配置;混合并购使公司的业务范围越来越广,经营多元化会给企业带来更多的投资选择,财务协同就能将企业内部资本向利润率较高的投资机会流动;企业资本变得更加雄厚,破产的风险相对减小,偿债能力和获得外部贷款的能力也得到了提高,资本结构更加合理。另外,企业融资成本也会下降。并购后的企业可以按照公司整体的需求,通过发行证券来筹集资金,从而避免了分散发行的局面。总体上来说,总的发行成本要比单个公司分别发行几次证券的成本要低得多。

2.2 协同效应相关分析方法

2.2.1 事件研究法

事件研究法是由 Ball& Brown (1968) 以及 Fama et al. (1969) 提出的,它的基本思想是基于研究目标,选取一个具体的事件,对事件发生前后的样本股价的变动进行研究,从而来解释一些特殊的事件如何对样本股价变动和收益产生的影响。事件研究法建立在有效市场假设的基础上,认为股价能反映全部已知的公共信息,因为投资者本身与投资者对新信息的反应都是理性的,因此从样本股票实际回报率中减去假定事件未发生而估计出来的正常收益能得到超额收益率,累计超额收益率可以衡量股价对重大事件或信息披露异常的过度反应。

2.2.2 财务指标分析法

财务指标分析法是指将企业并购前后的各项财务数据与财务报表数据进行对比分析,揭示其内在的经济关系,对企业进行综合经营业绩评价。财务指标可以通过横向对比分析和纵向对比分析两种方法进行。财务指标分析方法主要能反

映企业偿债能力、营运能力和盈利能力等等。本文将多个财务指标与企业海外并购协同效应基础理论相结合，对蓝帆医疗的并购行为进行了全面的评价。

3 民营企业海外并购的现状、特征及困境

3.1 民营企业海外并购的现状

3.1.1 民营企业成为海外并购的主力军

2008 年全球经济危机以来，世界经济继续低迷，一些具有高科技、知名品牌的公司已经到了破产的境地。为降低金融危机造成的不利影响，促进本国经济迅速恢复，有些国家放宽外商投资的限制，这为我国企业开展境外投资提供了难得的机会和有利的营商环境。为推动民营企业开展海外并购，中国政府制定一系列的支持政策，鼓励民营企业以跨国并购等方式参与国际竞争，以期获取先进的技术和市场资源，在国际竞争中占据一定的市场份额。对于中国民营企业而言，跨国并购已成为拓展国际市场、提高公司价值的一种重要手段。随着“走出去”战略、“一带一路”倡议的实施，我国的跨国并购活动呈现出蓬勃发展的态势，我国的民营企业也开始积极融入全球经济一体化进程，在国际并购活动中发挥着举足轻重的作用。

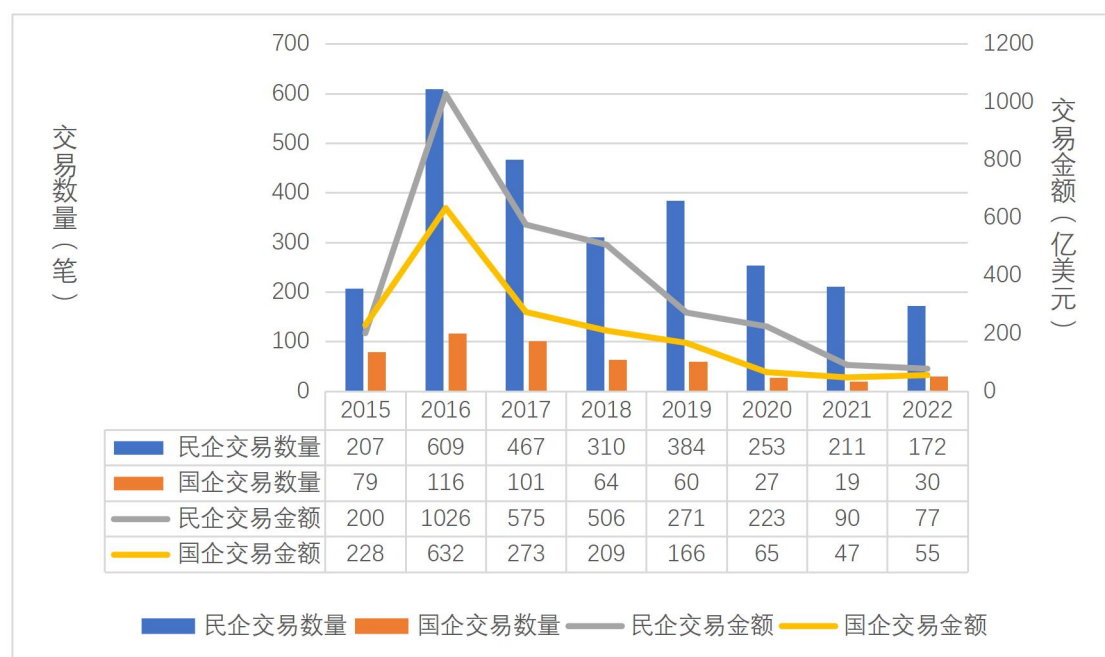


图 3.1 中国境内企业海外并购交易金额和数量总览——按投资者性质分类

数据来源：据商务部、普华永道进行整理。

随着政府的政策导向和企业综合实力的增强,中国企业的海外并购活动呈爆发式增长,特别是在 2016 年,无论是海外并购数量还是披露的金额都再创新高。据图 3.1 所示,2016 年中国境内海外并购数量达 725 起,同比增长 153%,披露的交易金额达到 1658 亿美元,同比增长 287%。民营企业海外并购交易数量和交易金额快速增长,在 2016 年二者都超过了国有企业,且这个发展态势一直持续到 2022 年。这说明民营企业在全球范围内积极地参与国际并购,开拓海外市场,并且以绝对的占比优势得到了在海外并购中的主导地位,成为海外并购的主力军。

3.1.2 民营企业海外并购数量及金额下降

根据图 3.1 可知,2016 年是近年来中国民营企业跨境并购的最高点。在后面的六年间,海外并购数量和披露金额均出现一定程度的下滑,其原因是:政策限制、外汇管制、融资有阻碍、并购市场行情不好、新冠疫情爆发。2017 年,中国政府对国内外汇进行收紧管理,对跨境资本加大审查力度,促进对外投资理性化。从 2018 年中美贸易摩擦开始,全球贸易紧张局势加剧、贸易保护主义形势复杂化,西方国家加强了对重大、敏感、热门的国际政治与经济事件的调查力度,海外并购受政治层面的影响日益增大。再加上 2019 年世界经济缓慢增长导致市场需求疲软,海外市场机会减少;全球经济低迷使得投资者面临更大的资金压力,难以获得必要的融资支持,我国企业进行海外并购变得更加困难。2020 年新冠疫情暴发,全球经济受到致命打击,营商环境变化巨大、风险评估更具复杂性、经济合作因旅行限制和出行距离变得更加困难,更何况还有许多企业面临破产的风险,因此各企业海外并购事项的处理与发展更得谨慎小心。后疫情时代,全球经济复苏速度不同,可能有些地方营商环境的恢复不到位,依然存在经济不稳定的风险,阻碍了海外并购的进程。因此,中国企业海外并购的数量和金额逐年下降,尤其是国有企业的境外交易活动水平非常低。

3.1.3 民营企业海外并购逐渐集中于亚欧地区

在“走出去”战略深入推进的背景下,我国民营企业进行的跨国并购活动越来越多,其影响也越来越大,并且跨国并购的地域分布也越来越多样化。由图

3.2 可知，跨国并购大多都发生在欧、美、亚等地区。这些地区的发达国家数量多，投资的可选择性强，并且这些发达国家的法律制度、金融制度、税收制度都比较完备，商业环境更好，运营风险指数比其他地区低。

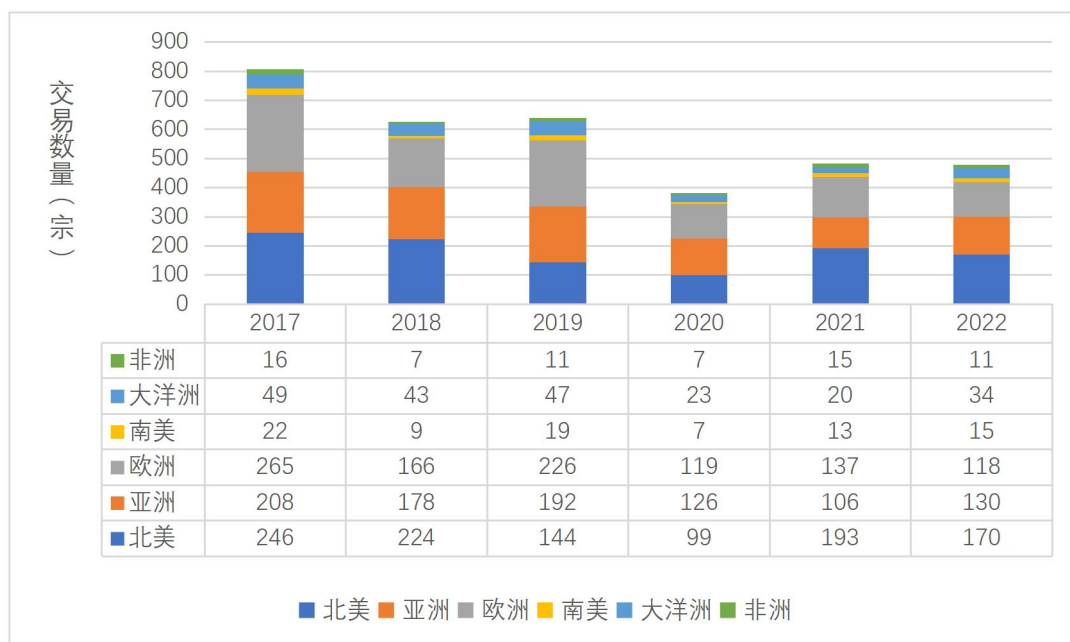


图 3.2 中国内地企业海外并购交易数量总览——按投资地区分类

数据来源：据商务部、普华永道进行整理。

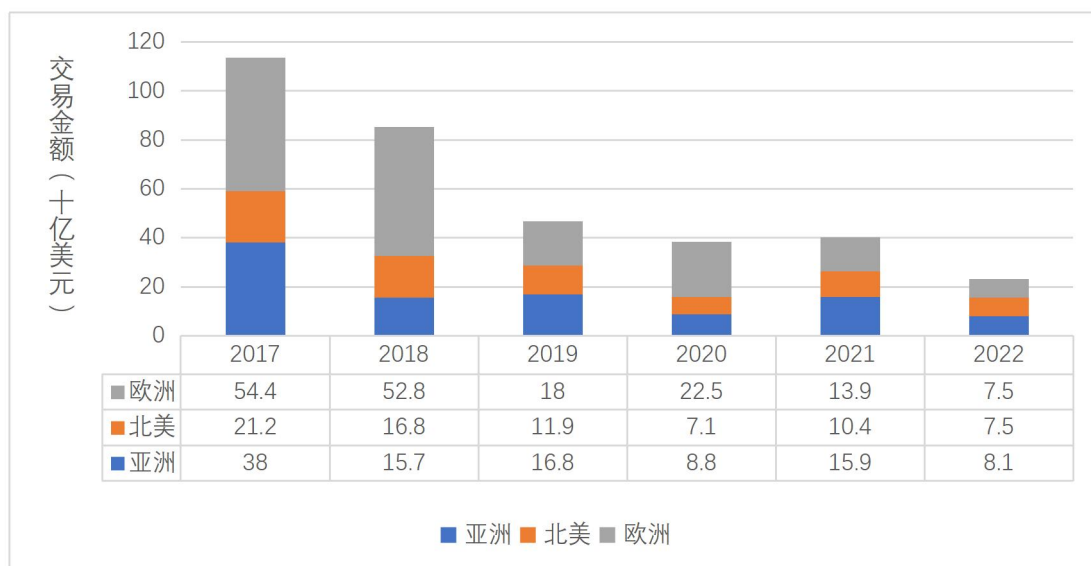


图 3.3 中国内地企业海外并购交易金额总览——按投资地区分类

数据来源：据商务部、普华永道进行整理。

就亚洲、北美、欧洲三个地区比较而言，从图 3.3 能得到，中国企业的跨国并购逐渐向亚、欧转移。究其原因，有以下几点：首先是从 2018 年开始，美国总统在白宫正式签署了对华贸易备忘录，挑起了中美贸易摩擦。再加上美国通过了《外国投资风险审查现代化法案》，更是在中国民营企业海外并购的困境上雪上加霜，在美开展境外投资业务，必然会面临更大的阻力和挑战。其次是“一带一路”倡议的显著影响。这一致力于推动国际合作和促进经济全球化的倡议为中国企业提供了更加广阔的市场机遇、政策支持、优惠条件，还对中国企业的海外并购策略和实施方式都有所影响。最后是欧洲推出国际产能和“欧洲投资计划”。这为中国企业提供了与欧洲本土企业合作的机会。欧洲市场还对中国企业的投资审批相对宽松，这也促使中国企业前往欧洲进行海外并购，欧洲也成为了中国民营企业并购的理想地区。

3.2 民营企业海外并购的特征

3.2.1 海外并购与国内并购的差异性

(1) 海外并购平均交易金额大

从图 3.4 可以看出，海外并购的交易数量和交易金额都远远低于国内并购，但从平均交易金额这个指标来看，结果就刚好相反，国际并购远远大于国内并购。以海外并购达到巅峰的 2016 年为例，国际并购的平均交易金额是国内并购的 4.4 倍。虽然后面东道国政府机构进行了严格的监管，海外并购的数量开始下降有所下降，但这一比例依旧保持在 2—3 倍。

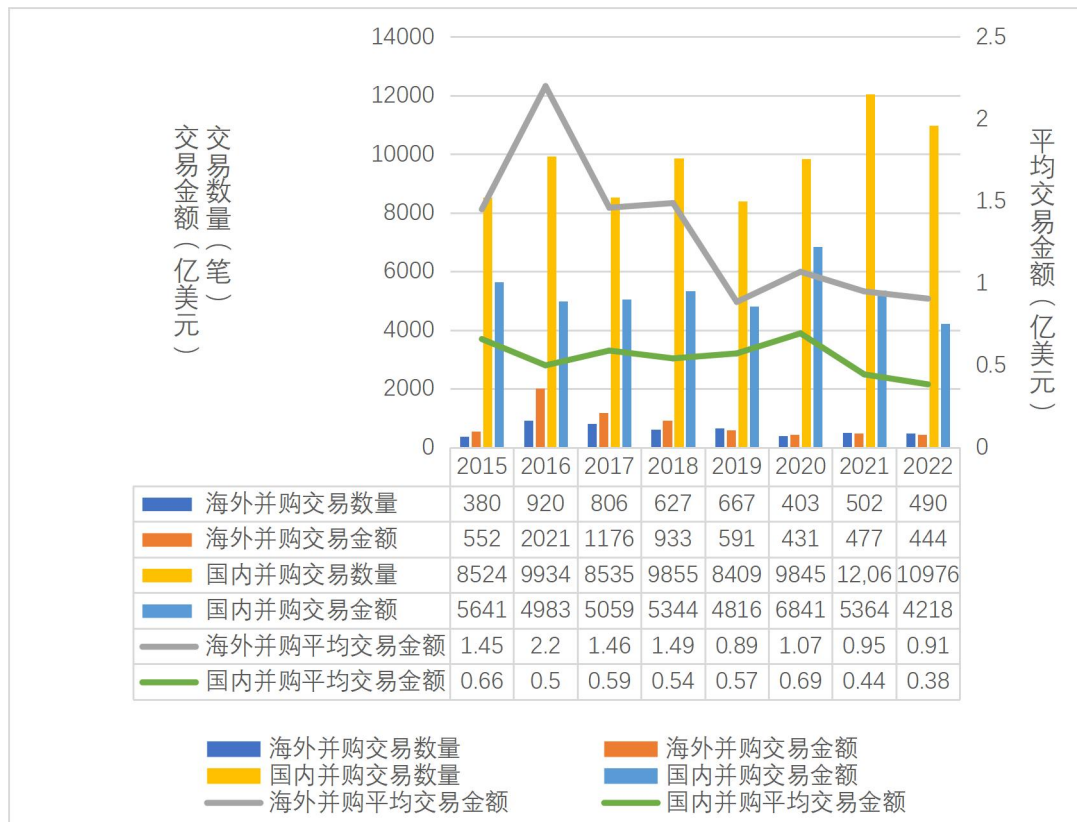


图 3.4 2015 年—2022 年国内外并购交易数量及金额图

数据来源：据汤森路透、普华永道进行整理。

(2) 海外并购风险程度更高

并购前的环节中，海外并购风险比国内并购大，主要有战略决策风险、环境风险。海外并购由于距离较远，可能会出现实地调研不到位，并购方无法获取目标企业准确全面的信息，进而使得评估的价值与并购目标企业的实际价值存在较大偏差，出现价值评估错误。不仅要注意目标国的法律法规，还要考虑其政治环境、对外资的态度、与我国的外交关系等等。

并购中的环节，海外并购的风险比国内并购大。由图 3.4 可知，海外并购的平均金额较大，又是跨国交付。融资组合结构的不合理以及未能如期筹集所需资金都会带来融资风险，产生运营压力。不同的标的资产价格支付方式选择也会有不同的风险，现金支付方便但会导致现金流断裂；股票支付虽不会影响企业资金流动性但会动摇控股股东地位；杠杆支付会减少成本但带来高负债与较高运营压力。

并购后的环节，海外并购的风险比国内并购大，主要因为文化差异、管理理念差异导致整合效率很低。这会引起生产运营活动中的重复投资、资源浪费；组织结构上的冲突以及团队恶性竞争；企业的战略错配、资金损失，最终还有可能导致企业破产。

3.2.2 民营企业与国有企业海外并购的差异性

(1) 民营企业规模小、经验少

因为我国民营企业的规模普遍较小，在与其他全球竞争者展开角逐时可能会受到规模上的不利影响。从图 3.4 得知，海外并购的平均交易金额大，需要足够的资金作为保障。而规模小的企业通常因为其本身资金紧张很难得到融资，以及商业银行对风险控制的考虑导致很难得到贷款支持，这就从源头限制了它们进行海外并购的规模和范围。我国海外并购开始得晚，对国际市场不熟悉，没有相关经验，为避免盲目决策，因此需要进行市场调查、咨询相关专业人员。但聘请专业人员、中介机构费用高昂，对民营企业来说是个不小的压力。另外，对于已经完成并购的民营企业来说，在后续整合过程中，没有处理文化差异、政治环境变化的经验，会使得企业更容易遭受挫折。

(2) 民营企业海外并购政治风险较低

民营企业通常更加注重商业利益和市场竞争能力，而非政治利益。他们的决策通常更加务实和理性，不会受到政治因素的过度干扰。相比之下，国有企业的经营目标和发展战略往往受到政府目标和指导意图的影响较大。民营企业是私人所有权结构，在海外并购时可以选择保持较低调且隐蔽地行事。这样一来，他们可以避免与目标国家或地区政府产生明显对立或纠纷，降低自身面临的政治风险。但国有企业的特殊政治背景，会让目标国家更偏向此次并购是有政治目的，出于对本国国家安全的保护，会阻止其进入。很多国有企业海外并购失败都是由于政治风险造成的，只要目标国家的审核部门认为并购后中国国有企业可以利用其垄断地位，对本国经济社会产生不利影响，就会否定此次交易。

3.2.3 民营企业海外并购倾向

(1) 青睐医疗健康与电力能源

从整体上来看图 3.5，2018 年到 2022 年，中国民营企业在进行跨国并购的过程中，主要集中在高科技，医疗保健，消费品，工业和原材料等领域。但由于贸易保护主义抬头、国际政治风云变幻、我国国际竞争力上升引起资本主义国家的“被威胁”感、全球经济的复苏不到位、民营企业受到的疫情冲击还没过去等原因，并购规模变小，民营企业更愿意投资的行业也发生了变化。

具体来讲，2018 年到 2020 年，民营企业更关注高科技、消费品、工业行业。这主要是因为那段时期民营企业需要产业转型升级。我国拥有庞大的人口基数和巨大的市场规模，使得消费品行业通过跨国并购促进产业升级，促进供给侧结构性改革。民营企业在高科技与工业行业的海外并购，则是为了先进技术、规避技术壁垒而采用的一种经营策略。

2020 年到 2022 年，民营企业更偏好医疗健康、电力能源行业。前者主要是因为医疗健康行业具有较高的市场增长潜力。尤其是在人口老龄化、健康意识提升的背景下，一些海外医疗健康企业拥有丰富的资源和强大的品牌影响力，并购有助于快速打开海外市场，提高竞争力。民营企业通过电力能源行业首先是能获得更多的能源资源，确保自身能源供应的安全与多样化，减轻对特定能源供应国的依赖，推动自身可持续发展战略；其次，一些国家和地区的电力能源市场相对较开放，具有潜藏商机。

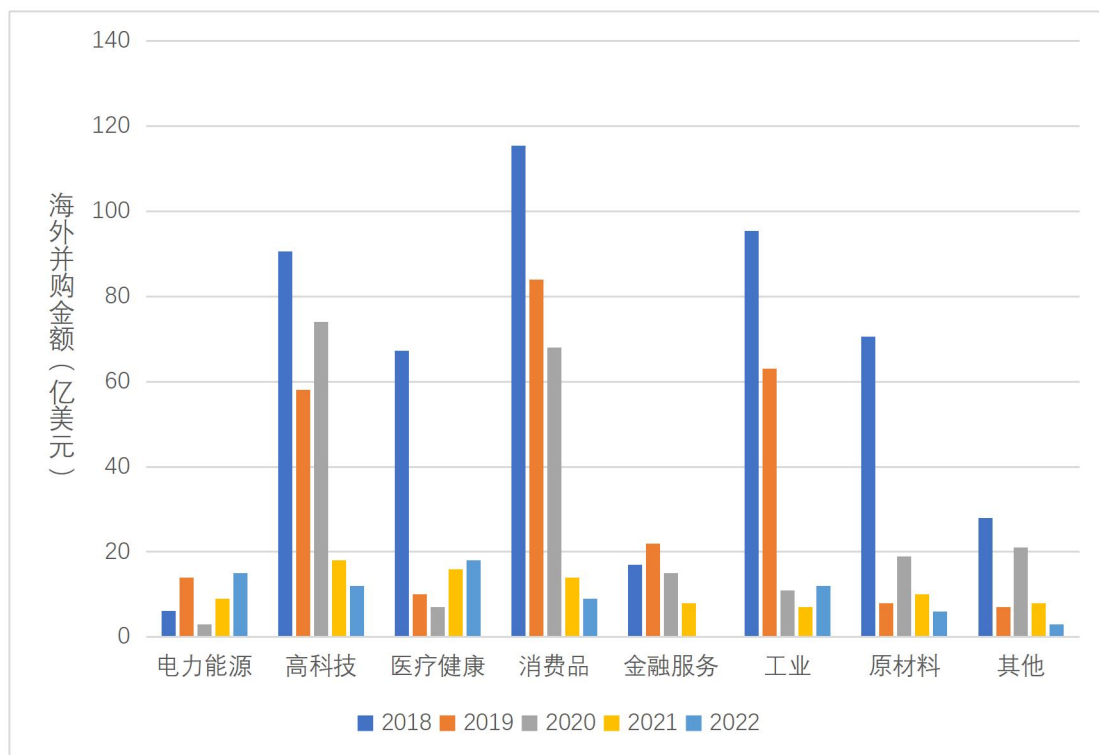


图 3.5 2018 年—2022 年我国民营企业海外并购交易金额按投资行业分类

数据来源：据汤森路透、投中数据及普华永道分析整理。

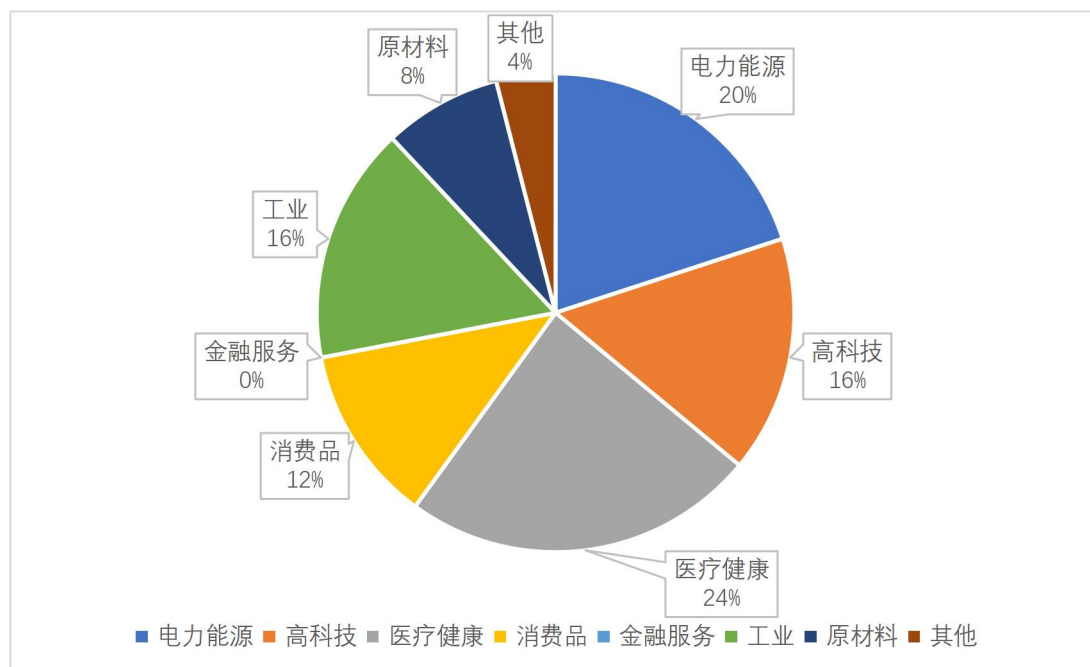


图 3.6 2022 年中国民营企业海外并购交易金额按投资行业分类

数据来源：据汤森路透、投中数据及普华永道分析整理。

(2) 新增投资资金以自有资金和银行贷款为主

据全国工商联《中国民营企业 500 强调研分析报告》可知，在经济下行的压力下，多数 500 强企业投资更加稳健。57.40%的企业因为具有独特优势继续保持积极投资；22.20%的企业运行较平稳，但投资意愿不强；剩下的 15.40%的企业因为企业内外部风险的加大，经营困难，降低投资甚至无力进行投资。因此，在 2022 年，民营企业 500 强共发生 97 起并购事件，较上年减少 57 起。其中，境内并购 81 起，较上年减少 39 起；境外并购 16 起，较上年减少 18 起。由图 3.7 可知，民营 500 强企业投资资金主要来源于自有资金和银行贷款。2022 年，通过自有资金进行投资的企业有 440 家，比去年多了 164 家，同比增长 59.42%；通过银行贷款进行投资的企业有 327 家，比去年多了 120 家，同比增长 57.97%。新增投资资金来源于资本市场融资的增幅为 13.18%；引入战略投资者的增幅为 43.64%；政策性资金的增幅为 43.33%；民间借贷的增幅为 0。

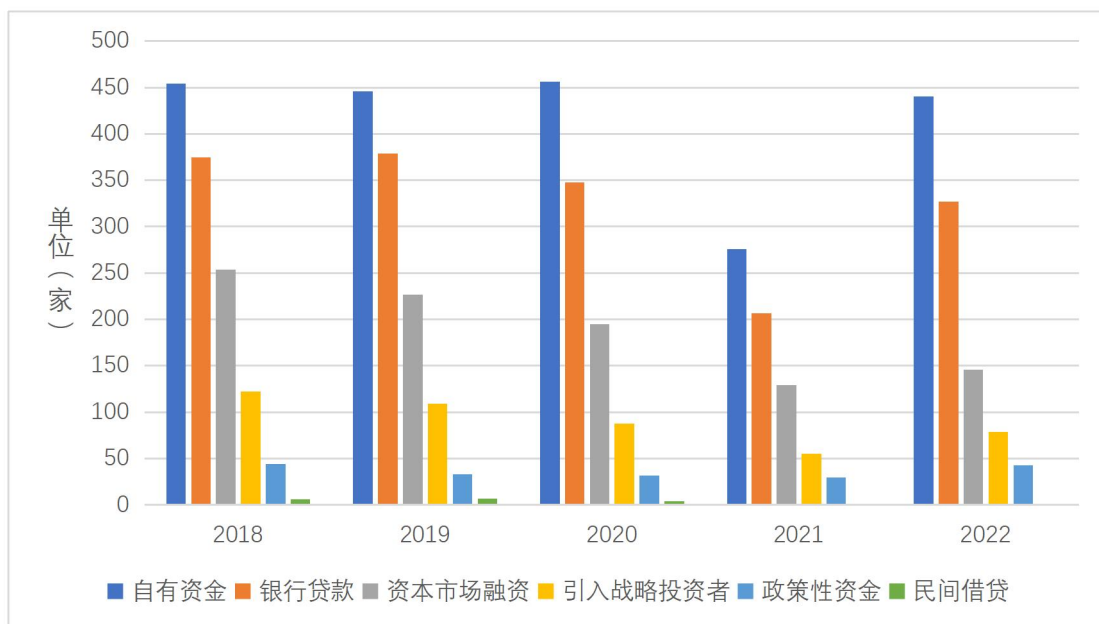


图 3.7 2018 年—2022 年民营企业 500 强新增投资的资金来源

数据来源：据全国工商联《中国民营企业 500 强调研分析报告》进行整理。

3.3 民营企业海外并购面临的困境

3.3.1 融资困难

宏观经济方面：在“去杠杆”“严监管”的背景下，信贷机构严格控制贷款业务。民营企业的抗风险能力差、规模小、政府政策支持少等特点，决定了其只能申请到有限的现金借贷，民营企业融资开始全面收紧。在全球经济持续疲软背景下，中国政府为防控金融风险整顿了非正规金融市场，这进一步加大了民营企业融资难度。

政策调控方面：2008年金融危机爆发以来，民营企业抓住这个发展契机纷纷进入国际并购市场，并且民营企业海外并购规模变得越来越大，非理性投资越来越多，在2016年并购活动更是冲向了最高值。但从2017年开始，国家将政策基调从之前的鼓励转变为要求理性、真实。2017年国务院出台《关于进一步引导和规范境外投资方向的指导意见》、发改委发布《企业境外投资管理方法》、加大对跨境资本的监管力度都为过热的海外投资降温。这些措施和条例的出现表明中国政府十分重视企业的对外投资，也表明了政府对海外投资项目的监管力度很大。最重要的是，政府对国内外汇实行收紧管理，在相当大的程度上限制了对外投资的资金来源，融资困难。

3.3.2 整合能力弱

民营企业海外并购完成后，因自身局限会导致整合不足。首先是受历史条件的制约。我国的民营企业从诞生至今不过短短数十年的时间，其中绝大多数的民营企业都将其发展的重心放在了提高生产能力、更新设备以及拓展国际市场等领域，与之相对应的，则是在并购整合阶段的核心文化建设、财务体系统一以及管理模式的集成优化方面，没有得到足够的重视。其次，因为相对于大型国有企业或跨国公司，民营企业在资金、技术和人才等方面通常资源较为有限。这使得他们在并购后可能无法投入足够的资源来进行有效整合。此外，民营企业通常具有独特的创新和创造力，并且往往注重个体激励和晋升机会。然而，在海外并购中

也会遭遇到不同地域、产业或文化背景下运作方式相异的挑战，这样的差异可能导致障碍，影响到整合效果。

3.3.3 东道国政策限制

东道国的政策也是民营企业海外并购中面临的重要问题之一。有些时候甚至在并购过程中起着关键的作用。首先，一些东道国可能设立行业壁垒或对特定领域的外国企业进行市场准入限制。这些措施可能包括要求与当地合作伙伴开展合资经营、设立特定条件或审批程序等，给民营企业带来了参与并购的障碍。其次，为维护国家利益和安全，东道国政府可能会对涉及关键行业、技术或敏感领域的并购进行严格的审查。这些审查程序涉及资本流动、技术转让以及信息保护等问题，使得民营企业需要经历额外审核和审批过程。再加上，一些东道国政府在制定和执行投资相关政策时可能存在不稳定性。这会导致民营企业面临法规变更、新规则出台以及前后冲突等问题，在实施海外并购时增加了不确定性和风险。另外，为支持本土产业发展，一些东道国政府更倾向于支持本地公司进行相同领域内的海外并购，并采取措施限制或阻碍其他公司的参与。这使得民营企业在竞争中处于劣势位置，并增加了遭遇竞争压力所带来的问题。最后，有时东道国政府实行严格的资金管控措施，对跨境资金流动设置限制。此外，汇率波动也增加了交易成本与风险。这使民营企业在海外并购过程中面临难以调动资金和处理货币波动风险等挑战。总结起来，民营企业在进行海外并购时常常受到各种不同形式的地缘局势变迁和守旧观念因素影响而导致难以进入其他国家市场。

4 蓝帆医疗并购柏盛国际的案例背景

4.1 并购双方简介

4.1.1 蓝帆医疗股份有限公司简介

蓝帆医疗股份有限公司，简称“蓝帆医疗”，2002年在山东省淄博市成立，是高值耗材和中低值耗材完整布局的医疗器械龙头企业。蓝帆医疗在2003年由山东淄博塑胶厂改制而来，于2010年4月2日在深圳证券交易所上市。蓝帆医疗的母公司淄博蓝帆投资有限公司是该公司的第一大股东。蓝帆医疗的实际控制人是李振平，其通过信托或其他资产管理方式控制公司。并购前，公司股权如图4.1所示：

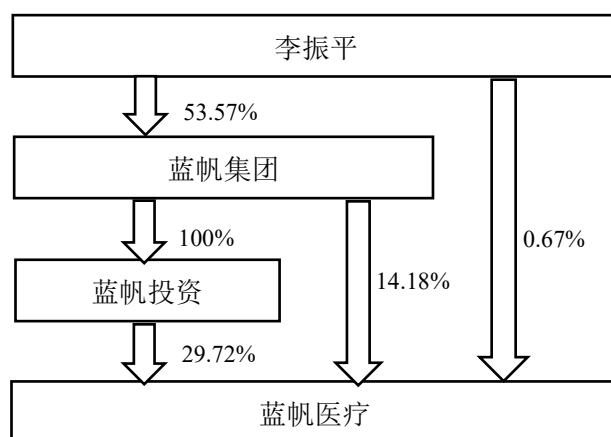


图 4.1 蓝帆医疗公司股权情况

数据来源：据蓝帆医疗年度报告进行整理。

自2013年起，蓝帆医疗便确立了“A+X”发展战略，依靠内生和外延并重的发展路径，持续布局了精心挑选的“高、中、低值”多个医疗器械耗材赛道，产品涵盖冠脉、瓣膜、健康防护手套、急救包等多条赛道。经过近10年的转型升级，“A+X”战略基本落地，公司已发展成为“以中国为核心、面向全球的跨国医疗器械综合平台型企业”。

根据细分领域业务性质的不同，公司将其业务板块划分为四个核心，分别是：

以心脏支架为核心,为介入器械的心血管事业部作全面布局;以医疗手套为核心,为防护事业部作全面布局;以吻合器与超声刀为核心,为微创外科事业部作全面布局;以急救包为核心,为急救护理事业部做全面布局。

2021年底公司战略全面升级,重新定义“新医疗+大健康”,正式进军新零售,发展直接面向国内市场消费者的新营销方式,积极开拓线上线下多渠道,链接各维度伙伴达成战略合作,进一步顺应国际国内双循环的新发展格局,启动面向国内市场的新营销战略,持续创造和生产更多更好的产品、技术与服务,致力于在未来为大众提供更专业更安全的医疗和防护产品。

4.1.2 柏盛国际公司简介

柏盛国际成立于1998年,主要从事心脏支架、心脏介入手术及特别护理产品的研发、生产及许可。柏盛集团的全球总部设在新加坡,欧洲总部设在瑞士,多个国家都设有运营主体。2005年在新加坡证券交易所挂牌上市,2016年私有化退市。退市后,该公司完全由中信泰富集团的全资附属公司CBCH I控股。

柏盛国际作为全球心脏介入器械设备的领先企业,致力于为全球病人提供优质的产品。2017年,该公司发布了一款新型特种材料支架,并持续对其高科技性能作进一步完善,使之能更精确地满足用户的各种需要。柏盛国际是世界上知名的跨国企业,其医疗器械市场份额在排名全球第四;山东吉威是柏盛集团旗下的一家医疗制品公司,目前其心脏支架销量是中国前三,因此柏盛国际在国内外都具有很强的竞争力。

4.2 并购过程简介

2015年10月,北京中信牵头,联合多位股东完成了对柏盛国际的私有化。柏盛国际完成私有化退出市场后,股东为柏盛国际的内部运营进行了积极的调整,为下一步的资本运营做好准备,经讨论,最终把柏盛国际股份出售给A股上市公司。主要事件和具体并购结构图如下表4.1和图4.2所示。

表 4.1 蓝帆医疗跨国并购柏盛国际关键时间和事件

时间	事件
2015 年 10 月 28 日	中信产投基金私有化柏盛国际
2017 年 2 月	中信产业基金放出将出售柏盛国际的信息，蓝帆医疗与其取得联系
2017 年 5 月 5 日	中信产业基金来到蓝帆医疗进行实地考察，进行进一步了解
2017 年 7 月 24 日	蓝帆医疗首次发布重大事项停牌公告
2017 年 8 月 14 日	中信产业基金与蓝帆医疗商定交易方案
2017 年 9 月 21 日	蓝帆医疗取得国家发改委对外投资批准
2017 年 9 月 27 日	蓝帆医疗大股东蓝帆投资提前入股柏盛国际
2017 年 9 月 29 日	蓝帆医疗取得商务部对外投资批准
2017 年 12 月 18 日	中信产投基金同意转让柏盛国际剩余股份
2017 年 12 月 23 日	蓝帆医疗发布《蓝帆医疗股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》
2018 年 1 月 8 日	蓝帆医疗确定并购重组方案
2018 年 5 月 8 日	中国证监会核准此次并购重组
2018 年 8 月 27 日	蓝帆医疗成功募集 18.4 亿元
2018 年 9 月 4 日	蓝帆医疗发布公告，收购柏盛国际的配套融资完成
2018 年 9 月 13 日	蓝帆医疗发布公告，成立新一届董事会和管理层
2018 年 10 月 8 日	完成交易环节最后一笔交付
2018 年 10 月 17 日	于深圳交易所举行并购柏盛国际完成暨新增股份上市仪式

数据来源：据蓝帆医疗年度报告进行整理。

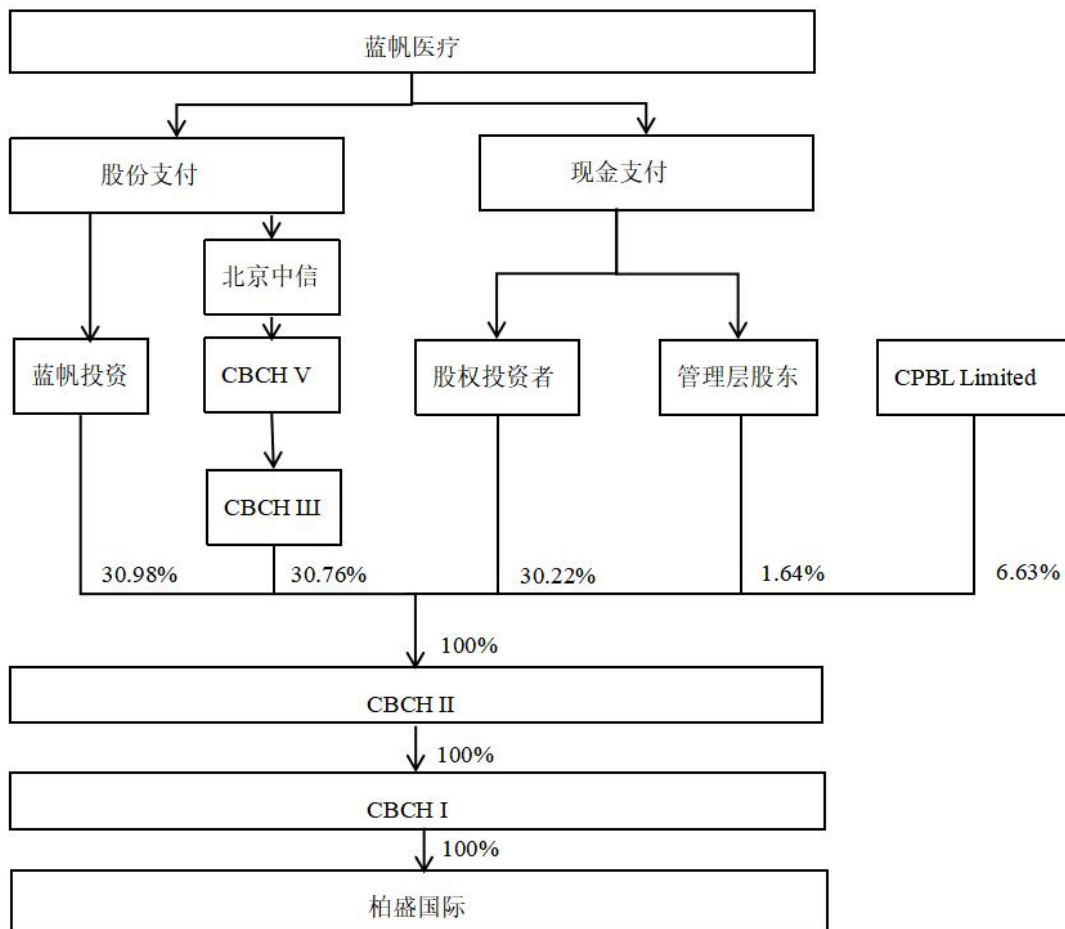


图 4.2 蓝帆医疗与柏盛国际的具体并购结构图

数据来源：据蓝帆医疗年度报告进行整理。

自此，长达两年的 A 股医疗史上最大的跨国并购案便落下了帷幕。据图 4.2 可知，蓝帆医疗采用股票和现金两种支付方式成功并购了柏盛国际。交易总金额达到 58.95 亿元，其中现金支付了 19.09 亿元。此次并购完成后，蓝帆医疗直接控制柏盛国际的 62.61% 股份，间接控制其 30.76% 股份，实现对柏盛国际的终极控制。

4.3 并购动因分析

4.3.1 寻找新的收入增长点

据中国产业信息网公布数据可知，2015 年—2017 年，中国医疗器械行业销

售收入平均增速为 22%。而根据表 4.2 可知，蓝帆医疗营收虽然一直稳步上升，但是增幅不大，比整个行业低了 20%，2016 年更是下滑到了 12.89 亿元。这充分说明了蓝帆医疗不符合整个行业的发展趋势，明显陷入增长瓶颈，经营疲软的境地。如表 4.2 所示，在并购之前，蓝帆医疗的营业收入主要来源于健康防护手套，占营业收入的 96% 以上。但据 2017 年企业年报披露，公司生产的各类型手套已达到 150 亿支，已在世界范围内站稳脚跟，成为国内医疗手套行业的佼佼者。这说明蓝帆医疗在主营业务单一低端，且在此领域已经触到天花板，靠原有的业务已经不能实现业绩的明显提升。蓝帆医疗需要发展高值医疗耗材业务，实现业务升级，改变现在的主营业务门槛低、技术含量低、产品附加值低的情况，提高自身竞争力和发展力。

柏盛国际主营心脏支架及介入心脏手术器械，是世界第四大心脏支架供货商，拥有强大的研发能力、较高的销售水平。从下表也可以看出，蓝帆医疗并购柏盛国际后，吸收利用其优势，扩大业务范围，优化产业布局，推动战略规划实施，开辟了业绩增长的新路子。

表 4.2 蓝帆医疗营业收入构成情况 单位：亿元

项目	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
健康 防护 手套	14.89	12.78	15.21	15.99	16.78	-	-	-
健康 防护 手套 收入 占比	98.66%	99.16%	96.49%	60.27%	48.28%	-	-	-
其他 其他 收入 占比	0.20	0.11	0.55	0.41	0.6	1.31	0.45	0.66
其他 其他 收入 占比	1.34%	0.84%	3.51%	1.56%	1.73%	1.66%	0.55%	1.35%
健康 防护 产品	-	-	-	-	-	67.53	73.54	37.87
健康 防护 产品 占比	-	-	-	-	-	85.81%	90.70%	77.27%
急救 护理 产品	-	-	-	-	-	-	-	2.84
急救 护理 产品 占比	-	-	-	-	-	-	-	5.79%
心脑 血管 产品	-	-	-	10.13	17.37	9.86	7.1	7.64
心脑 血管 产品 占比	-	-	-	38.17%	49.99%	12.53%	8.75%	15.59%
合计	15.09	12.89	15.76	26.53	34.76	78.69	81.09	49

数据来源：据蓝帆医疗年度报告、国泰安数据库进行整理。

4.3.2 心血管市场潜力大

据国家统计局统计，中国 65 岁及以上的老龄人口数量从 2015 年的 10% 增长至 2022 年的 15%，仅 2022 年就同比增长了 922 万人，老龄化群体急剧扩大，心血管病对居民健康的威胁日益加剧。截至 2022 年，中国心血管患病率仍处于持续上升阶段，推算现患人数为 3.3 亿，而且在如今城乡居民疾病死亡构成比中，心血管疾病占首位。随着我国人口的老龄化加重、心血管病患者数量的增加、居民对心血管病致死率的深刻认识，心血管市场规模必将进一步扩大。

同时，从心血管医院的相关情况来看，由表 4.3 可知，中国心血管医院入院人数和总支出逐年增加，且同比增长幅度大。2020 年数据因受特殊情况的影响，人们无法进行正常的人口流动和社会活动，因此不做分析。随着入院患者数量的增多，相应的医疗用品的需求也将随之增加，同时，随着国民健康意识的增强以及国民收入的大幅度提升，我国居民在医疗卫生上的开支也将大幅度上升，今后在卫生保健方面的消费将会持续增长。综上，心血管市场发展广阔，市场潜力将持续释放，蓝帆医疗迎来了并购柏盛国际的宝贵机遇。

表 4.3 2013—2021 年中国心血管医院入院人数及总支出情况

年份	入院人数同比增长	总支出同比增长
2013	7.7%	10.9%
2014	13.9%	13.0%
2015	4.2%	6.8%
2016	14.8%	20.0%
2017	18.5%	21.8%
2018	9.4%	25.3%
2019	8.3%	10.1%
2020	-14.8%	-9.0%
2021	18.5%	17.5%

数据来源：据国家统计局、卫健委统计年鉴、汤森路透进行整理。

4.3.3 国家政策的引导

根据外交部公布的《2017 年新加坡投资环境分析报告》，新加坡目前的投

资环境较为宽松，除了重要领域如国防和广播等，对外国投资者没有特殊的资金限制，只需符合该国的合同法、公司法及其配套规定，就可以进行兼并和收购。新加坡对外资的开放态度是中国企业进入当地市场的强大吸引力。从 2015 年起，国家相继颁布了一系列政策法规，以促进医疗器械行业的发展。《中国制造 2025》和十三五规划纲要均明确指出，要加大对高端产品的研发力度，促进产业结构调整和优化；科技部印发的《“十三五”医疗器械科技创新专项规划》，提出了要加快推进自主研发，扩大市场占有率；《关于进一步引导和规范境外投资方向的指导意见》还明确指出，要特别加强对“一带一路”海外投资的扶持。总而言之，在当时世界经济形势大好的情况下，国内外的政策都在鼓励国内企业与“一带一路”各国进行经贸合作，蓝帆医疗也在这一时期获得了良好的并购机会。

4.4 整合措施

4.4.1 在经营端的整合

蓝帆医疗高值耗材业务包括冠脉业务、结构性心脏病业务等。完成并购后，蓝帆医疗将这一部分的业务与柏盛国际的心脏支架业务进行整合。一方负责研发及生产，另一方负责对外提供临床服务。另外，蓝帆医疗还将旗下的子公司 NVT Asia、NVT AG、百康晖健、蓝帆博心股权转让给 CBCH II。蓝帆医疗通过股权下放，将自己现有的业务线与并购标的的业务线进行融合，达到了并购后经营端的整合目的。

4.4.2 在管理端的整合

本次收购完成后，公司对治理结构、组织架构及人员配置进行了全面的改革；董事会、监事会及管理层进行了换届选举；建立了“两大事业部”和“各总部一级职能中心”的管理架构。其次，蓝帆医疗迅速地整合双方资产，实现国际市场的客户资源、营销渠道和研发技术的共享，以期发挥出柏盛国际高端技术的核心优势和强大竞争力。最后，蓝帆医疗在本行业拥有良好发展趋势的背景下，根据柏盛国际的竞争优势，结合其良好的经营情况，将旗下的吉威医疗与位于山东的

淄博的厂房进行整合，这即使柏盛国际在海外的一些生产与研究工作的能够更好地转移到我国，又能全方位地降本增效，一定程度上提升蓝帆医疗的盈利水平和市场竞争力。

4.4.3 在财务端的整合

蓝帆医疗虽然从实际角度出发，给予了柏盛国际财务部门运作与核算的独立性，但却严格要求柏盛国际执行蓝帆医疗的财务制度，履行蓝帆医疗的审批流程。蓝帆医疗还对柏盛国际的财务人员进行知识培训，组织专业的财务团队对接柏盛国际相关部门。这些措施，不仅可以降低整合阶段蓝帆医疗的财务风险，还能利用统一的财务管理体系有效地管理柏盛国际财务部门。

5 蓝帆医疗并购柏盛国际协同效应分析

本部分主要采用事件研究法得出市场资本所有者对此次并购的接受度,从短期市场反应的角度对蓝帆医疗并购柏盛国际协同效应进行分析。再从时间角度出发对此次并购时间前后的相关财务数据进行绩效的分析比较。因为并购协同效应是一个循序渐进的过程,应当具备可持续性的观察。因此本文从协同效应的三个层面选取不同的相关指标进行趋势分析及行业对比分析。另外,为加强数据分析的可靠性,本文选择同样属于医疗器械行业且在同时期内无并购行为的英科医疗作为同业对比对象,选用英科医疗在同期内的相同指标数据作为同业对比项进行分析。

5.1 经营协同效应

5.1.1 经营协同效应的识别

经营协同效应是指企业并购行为造成的公司生产经营方面的变化,以及生产效率提高为公司带来的效益,具体表现为企业生产成本的降低、营业收入的增加以及竞争力的增强。企业经营协同就体现在企业的研发、生产、销售、广告宣传和售后服务等经营活动中。并购企业和被并购企业通过互相交流与学习,降低生产成本,提高利润。本文从经营获利水平,营收成长潜力、研发能力这三个方面对其经营协同效应进行分析。根据其是否产生良性变化,来判断并购后的经营协同效应。企业的经营协同效应具体反映到企业财务指标上的话,就是企业营业毛利率、营业利润率、总资产收益率、净资产收益率、总资产周转率、净利润增长率、营业收入增长率和研发投入等有所改善。

5.1.2 经营获利水平

本文选择营业毛利率、营业利润率、总资产收益率以及净资产收益率作为经营获利水平的评价指标,对蓝帆医疗实现收益的能力进行基本的评价和分析。

(1) 营业毛利率

营业毛利率是净利润的基础，没有足够大的毛利率便不能形成企业的盈利。实际上，衡量企业盈利能力的大小不能单看营业收入，因为营业收入中还包括营业成本，只有扣除了这一成本之后，才能用以补偿企业的各项营业支出，营业毛利率越高，则扣除各项支出后的利润也就更高，企业的获利能力越强。

通过图 5.1 可以观察到蓝帆医疗和同业对比项的该项指标数据处在一个先上升再下降的趋势，转折点都在 2020 年。2018 到 2019 年，蓝帆医疗的盈利毛利率高于同业对比项，这反映出此次并购给蓝帆医疗带来在获取利润方面的改善，获利能力变强；2020 年，受疫情影响，世界各国对医用防护手套及其他医用防护用品的需求量急剧上升，导致产能不足、产品供需矛盾突出。医疗用品的需求激增对整个行业来说影响力过大，营业毛利率折线图出现突发性的增长，导致此次并购的经营协同效应表现不明显。由于疫情的重创，全球宏观经济环境变得不理想，整体经济增长放缓、消费需求减弱，这对蓝帆医疗的业绩造成压力，从而导致后疫情时代的 2022 年毛利率下降。

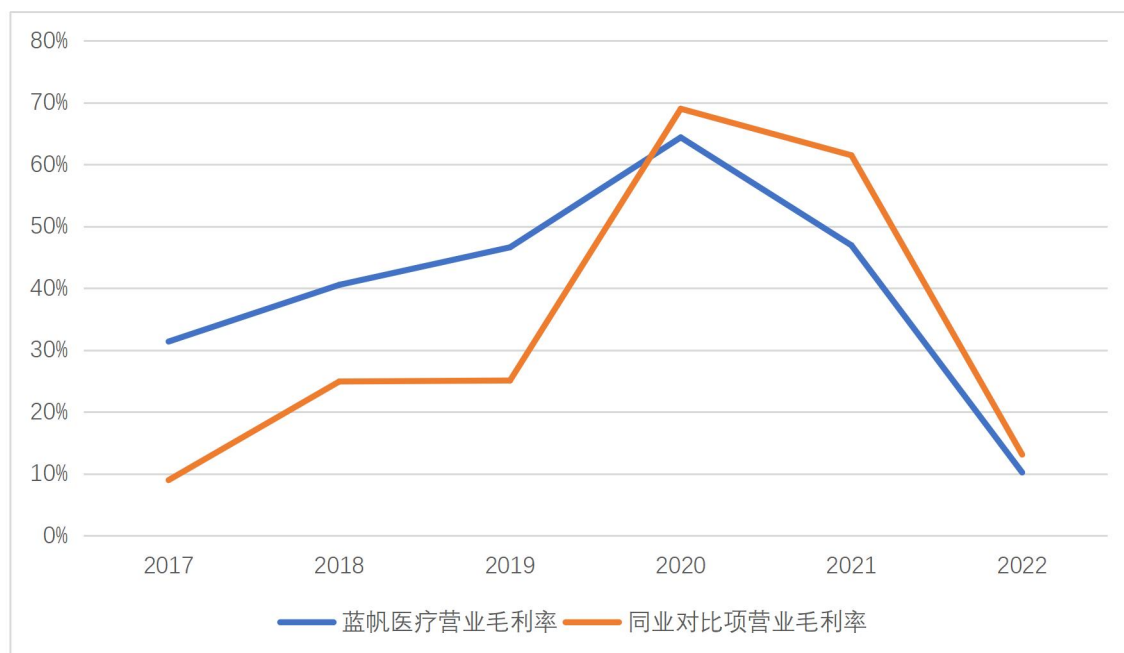


图 5.1 营业毛利率

数据来源：据国泰安数据库、蓝帆医疗企业年报、英科医疗年度审计报告进行整理。

(2) 营业利润率

营业利润率衡量的是企业经营效率，反映了一个企业的盈利能力。如图 5.2 所示，也能观察到该指标趋势与营业毛利润相似，同样受到外部环境的影响，因此，分析 2019 年前这段时间。蓝帆医疗营业利润率比同业对比项高且由于此次并购改变了原本发展趋势，营业利润率得到小幅度地提高。在这段时期内，蓝帆医疗的盈利能力有变强，但盈利能力提升的效果不明显。

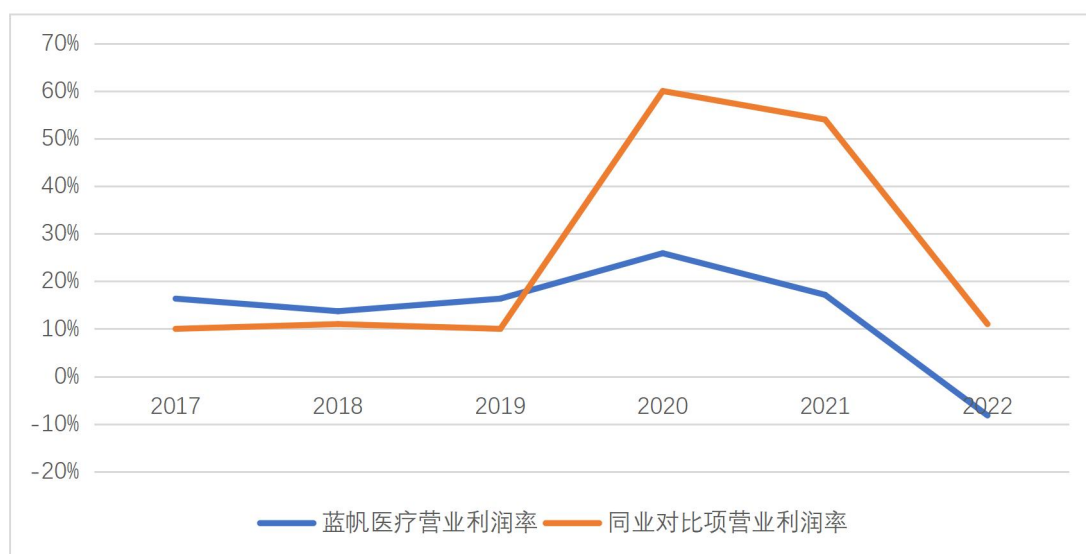


图 5.2 营业利润率

数据来源：据国泰安数据库进行整理。

(3) 总资产收益率

总资产收益率代表着公司的总资产运用效率以及整体营运水平情况。如图 5.3 所示，除 2020 年呈上升趋势外，其余几年均呈下滑趋势。其中，蓝帆医药的总资产收益率在 2019 年下滑的趋势较为平缓，与 2018 年基本保持一致。这说明该公司的合并对企业的总体经营水平具有一定的促进作用，但是所带来的收益能力的提高却不显著。

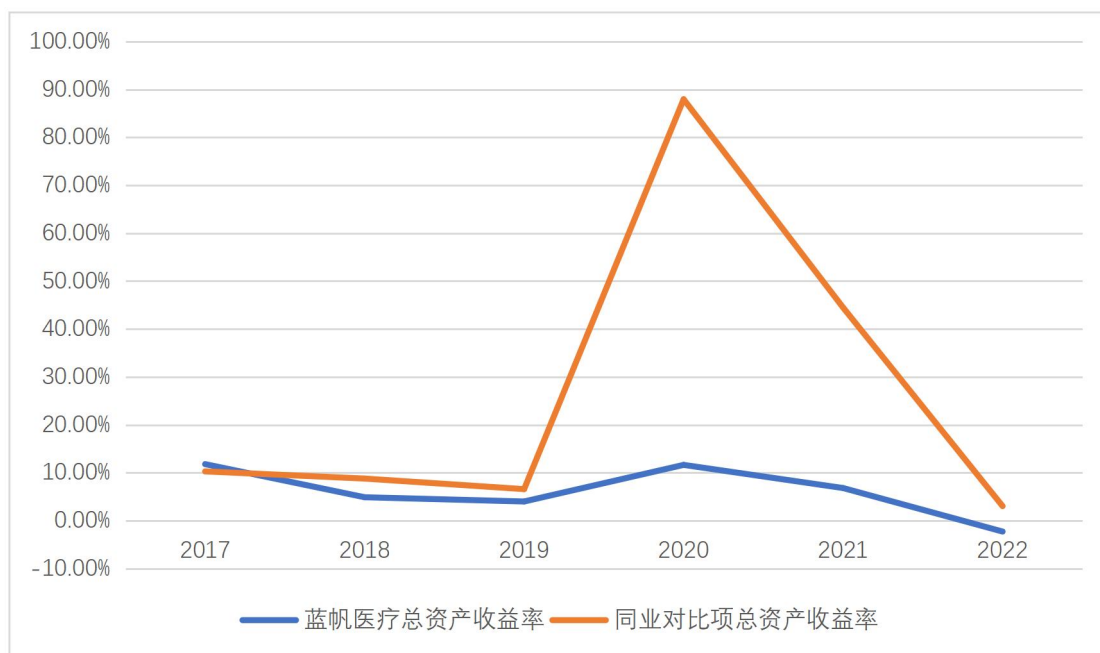


图 5.3 总资产收益率

数据来源：据国泰安数据库进行整理。

(4) 净资产收益率

净资产收益率是衡量上市公司盈利能力和资金利用效率的重要财务指标，可以用来评估公司在一定时期内利用资产实现利润的能力。一般来说，该指标越高，说明投资带来的收益越高，公司的盈利能力越强。2017 年到 2022 年，蓝帆医疗净资产收益率显现一个整体下降的趋势，虽然在 2020 年有一个回升的趋势，但是也是因为市场大环境的原因，而且 2020 年之后同样呈现一个下降的趋势。同样也可以观察到该项指标在蓝帆医疗并购柏盛国际之后的下降趋势得到缓和，但盈利能力的提升却没有那么明显。

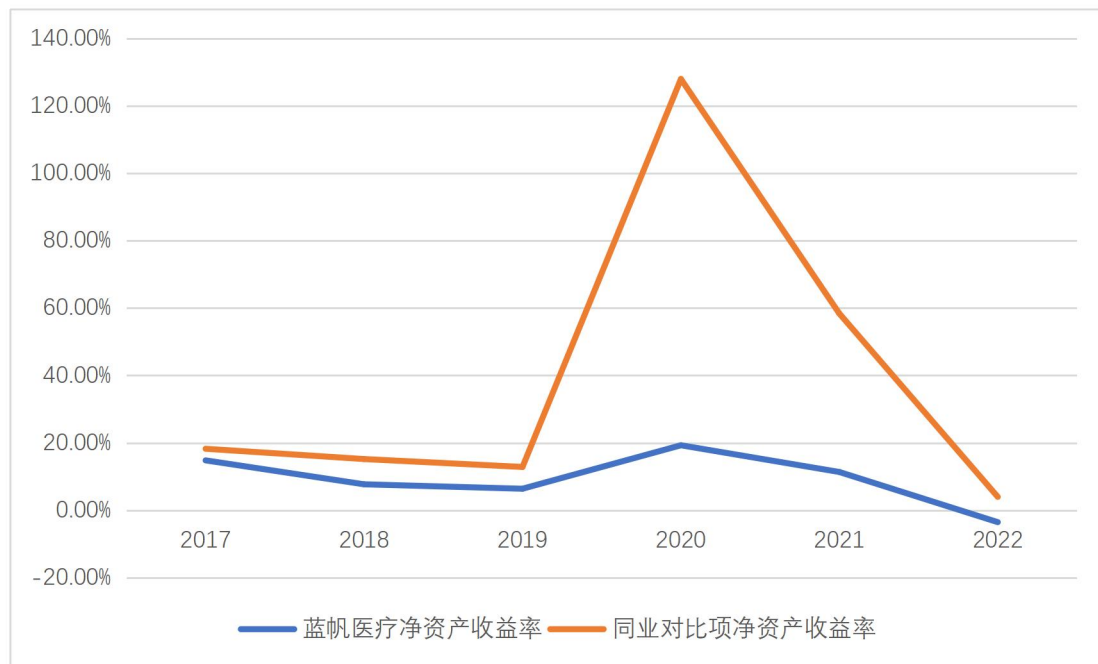


图 5.4 净资产收益率

数据来源：据国泰安数据库进行整理。

通过对企业经营获利水平四个指标的分析，发现影响的持续性均有限，不同的是营业毛利率、营业利润率这两个指标显示了这次并购给蓝帆医疗带来了很大的正效应，但另外两个指标的影响较弱，只能稍微地改善发展态势，减缓下降幅度。总之，蓝帆医疗的盈利能力有变强，但盈利能力提升的效果不明显。

5.1.3 营收成长潜力

本文选择总资产增长率、营业收入增长率、净利润增长率作为成长能力评价指标，将蓝帆医疗与同业对比项企业的数据绘制成相应的折线图。

(1) 总资产增长率

总资产增长率是衡量公司发展规模和成长性的重要指标。总资产增长率越高，说明在某一时间段里，公司的资产经营规模以较快的速度扩展。如图 5.5 所示，该指标在 2018 年呈现突然的高增长，而同业对比项却保持了比较稳定的走势，这表明该期间内的柏盛国际并购案是蓝帆医疗最近几年进行的一次重大资产扩张。2020 年虽发生了小幅度的增长，但同业对比项的总资产增长率也呈现上升的趋势且上升幅度比蓝帆医疗大，考虑到两者企业所处的行业都属于医疗器械，

在疫情暴发的年份，需求量剧增实属正常，因此这一年的总资产增长率与此次并购关系不大。另外，除 2020 年外，其他年份的总资产增长率都低于并购前的数值。这也说明了蓝帆医疗在进行此次收购之后，总体上的发展状况并未继续提高，从长远来看，其影响力是微弱的。

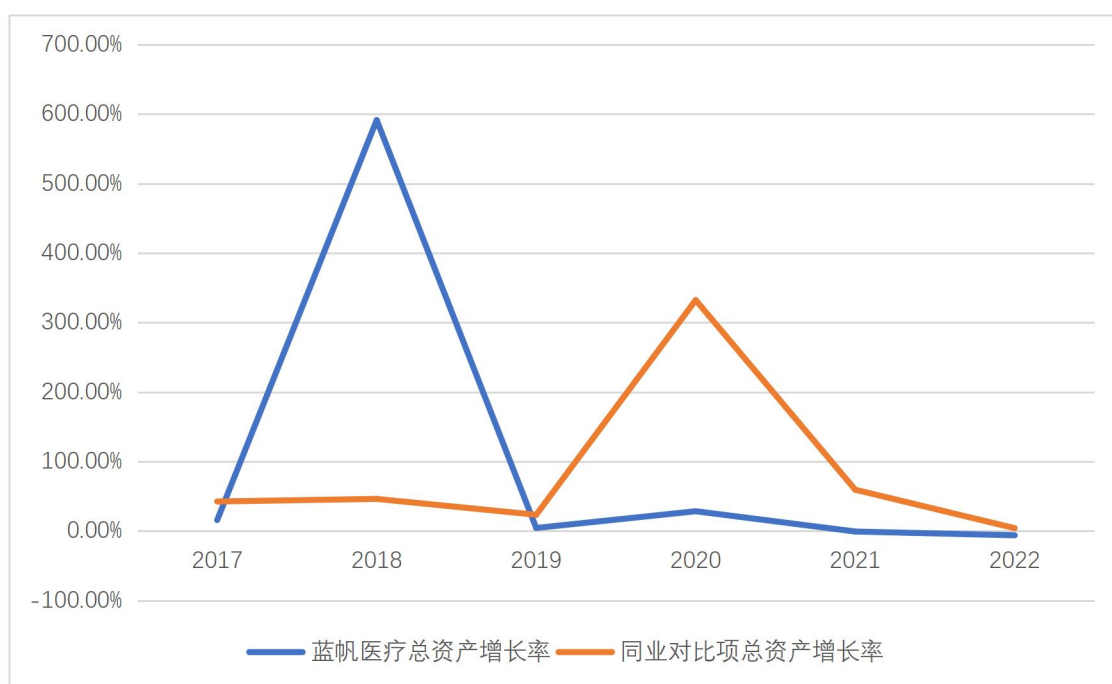


图 5.5 总资产增长率

数据来源：据国泰安数据库进行整理。

(2) 营业收入增长率

营业收入增长率大于零，表明企业本年营业收入有所增长。蓝帆医疗 2017 年至 2022 年的营业收入增长率指标情况如图所示。通过下图可以观察到该项指标 2017 年至 2021 年一直都在零以上，营业收入实现增长。且在 2018 年和 2020 年发生了较为明显的两次大增长。2018 年主要是因为蓝帆医疗并购柏盛国际，主营业务范围扩大，再加上柏盛国际的现有营销市场广阔、渠道发达、产品品质高，两个公司进行并购后各方面整合后，营业收入显著增高，十分有效地提高了蓝帆医疗的经营业务拓展能力水平。2020 年后，蓝帆医疗与同业对比项都处于先上升再下降的趋势，这大部分原因是企业外部环境的影响导致此行业的共同改变。但从 2022 年的营业收入增长率来看，蓝帆医疗比同业对比项的下降幅度更

小，数值离零更近，这说明随着外部环境影响的逐渐消失，蓝帆医疗的自身成长能力开始展现出来，也进一步说明了蓝帆医疗并购柏盛国际后的整合效果具有长期性，可以改善企业的发展状况，提升其成长能力。

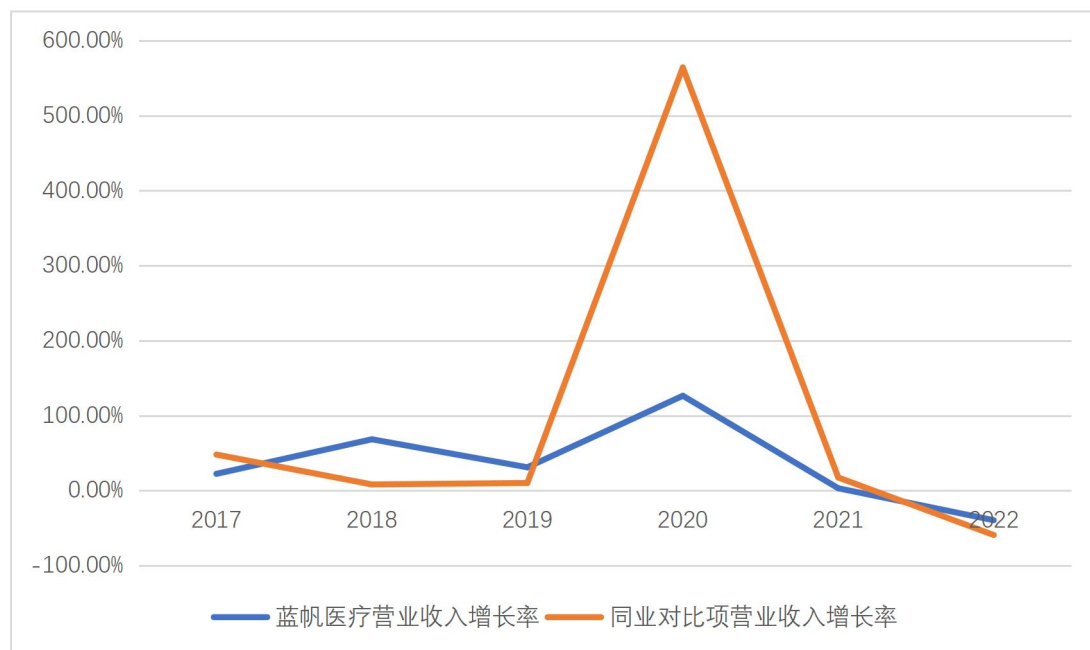


图 5.6 营业收入增长率

数据来源：据国泰安数据库进行整理。

(3) 净利润增长率

净利润增长率也是衡量蓝帆医疗可持续发展能力的主要指标，数值越大表明企业获利能力越高。由于同对比项数值极端失去研究价值，因此只列明蓝帆医疗 2017 年至 2022 年的净利润增长率如图 5.7 所示。蓝帆医疗在 2018 年净利润增长率上升了 63.92%，说明此次并购影响显著。蓝帆医疗并购柏盛国际之后，进行了有效的整合，双方财务报表的合并统一，且柏盛国际带来的国际市场与国际营销渠道，先进的技术、产品，蓝帆医疗将其运用到生产部门，降低了一部分生产成本，达到了提高蓝帆医疗的盈利能力，实现协同效应，促进蓝帆医疗可持续发展的目的。同时也可以观察到 2019 年，净利润增长率下降，这说明蓝帆医疗的后续整合有问题，不能实现长期的优质影响。由于市场外部环境的影响，净利润增长率突然上升，显现一个较高的增长，与此次并购关系不大。且从 2020 年

开始，蓝帆医疗的净利润增长率急速下降，甚至比并购前的数值还小，这充分说明了此次并购对经营效益的后续影响能力不足，长期影响极弱。

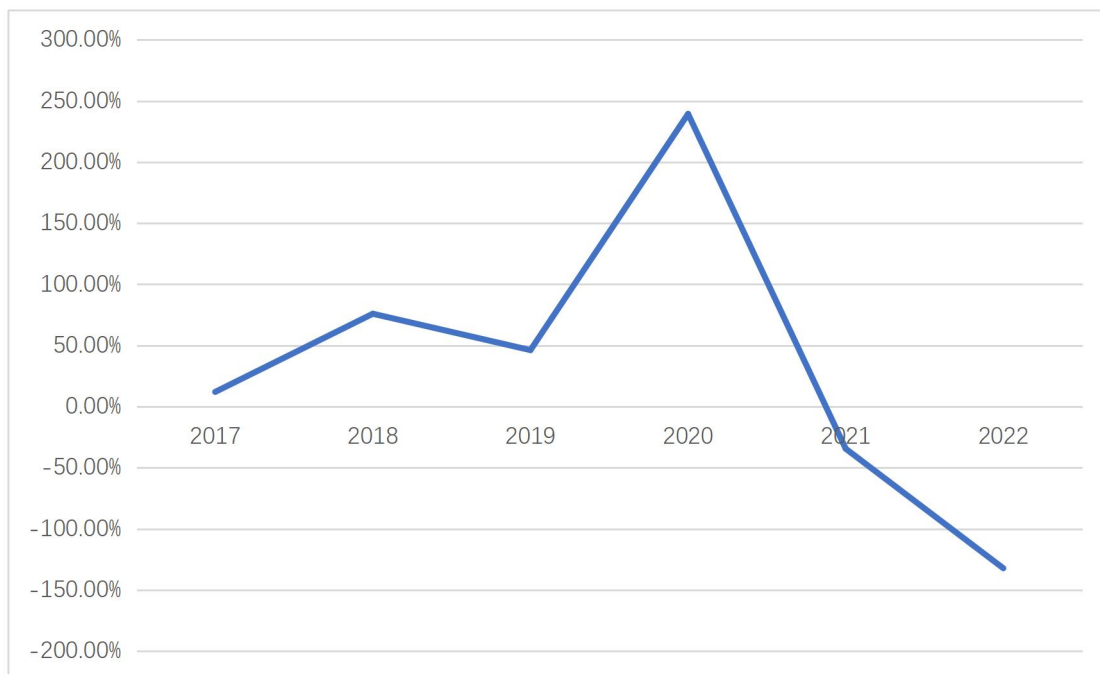


图 5.7 蓝帆医疗 2017 年至 2022 年净利润增长率

数据来源：据国泰安数据库进行整理。

通过对三项衡量蓝帆医疗营收成长潜力的指标进行分析，发现三项指标趋势均表明此次并购行为存在积极的影响，在成长潜力上起到了很积极的作用，提升和改善效果显著，但后期影响力较弱。

5.1.4 研发能力分析

蓝帆医疗是一个十分重视研究和开发的企业，2015—2017 年度，公司的研发支出占营业收入比例分别为：1.23%，3.07%，3.16%。蓝帆医疗并购柏盛国际，很大程度上是看中柏盛国际在全球范围内具有领先水平的先进技术与研发团队。因此，从并购前后端的研发投入相关指标的变化可以看出是否实现经营协同效应。从表 5.1 中指标的变化情况可知，2018 年的蓝帆医疗研发投入大幅度提高。研发人员数量同比增长 33.24%，研发投入金额同比增长 267.85%，研发投入资本化

的金额与占研发投入比例也都大幅上升,极大地改变原有研发投入模式。并购后,各个指标趋势走向明显,大致都呈现一种先上升后缓慢下降的趋势。尤其是研发投入资本化的金额与资本化研发投入占研发投入的比例在完成并购之后急剧上升,这意味着研发过程中产生的无形资产已经具备使用或出售的技术成果,蕴含着可观的经济收益。虽然后面这两个指标数值有所下降,但下降幅度小,并且始终都大于并购前的数值,后续发展能力强,提高公司的创新能力和技术能力。

表 5.1 蓝帆医疗并购前后研发投入表

项目名称	2017	2018	2019	2020	2021	2022
研发人员数量(人)	349	465	544	1135	829	610
研发投入金额(万元)	4972.44	18290.96	29687.99	34668.93	51821.37	39857.56
研发投入占营业收入比例	3.16%	6.89%	8.54%	4.41%	6.39%	8.13%
研发投入(支出)资本化的金额(万元)	0	494.39	993.78	552.46	796.9	460.88
资本化研发投入(支出)占研发投入的比例	0%	27.03%	33.47%	15.94%	15.38%	11.56%

数据来源:据蓝帆医疗年度报告、国泰安数据库进行整理。

综上所述,蓝帆医疗并购柏盛国际之后十分重视技术整合,技术研发能力迅速增强,而且也产生了积极的作用,给蓝帆医疗扩大固有营销业务范围,提高产品附加值,提升产品档次,实现产业链转型升级提供强大的技术支持,实现了协同效应。

5.2 管理协同效应

5.2.1 管理协同效应的识别

管理协同效应是企业综合总体管理模式优化而产生的企业效益与效率的提升。企业生产经营活动的全过程,就是对企业已有资产进行有效利用,同时也对企业已有的资产进行科学管理,以提高自身的盈利能力。并购双方相互学习与借鉴,实现管理资源相辅相成、互相促进,产生“1+1>2”的效果。管理协同效

应的主要特征是：提高资产管理效能，降低管理费用。本文从资产管理水平和费用控制水平两个角度，研究蓝帆医疗管理协同效应。以并购后是否发生积极的改变为依据，对管理协同效应进行评价。当企业实现管理协同，那么应收账款周转率、流动资产周转率、总资产周转率、销售费用和管理费用率、成本费用利润率等指标都会有所改善。

5.2.2 资产管理水平

在对管理协同效应的分类评估中，首先要考虑到企业的资产管理水平。本文采用应收账款周转率、流动资产周转率以及总资产周转率三个指标对蓝帆医疗的资产管理水平进行评价。

(1) 应收账款周转率

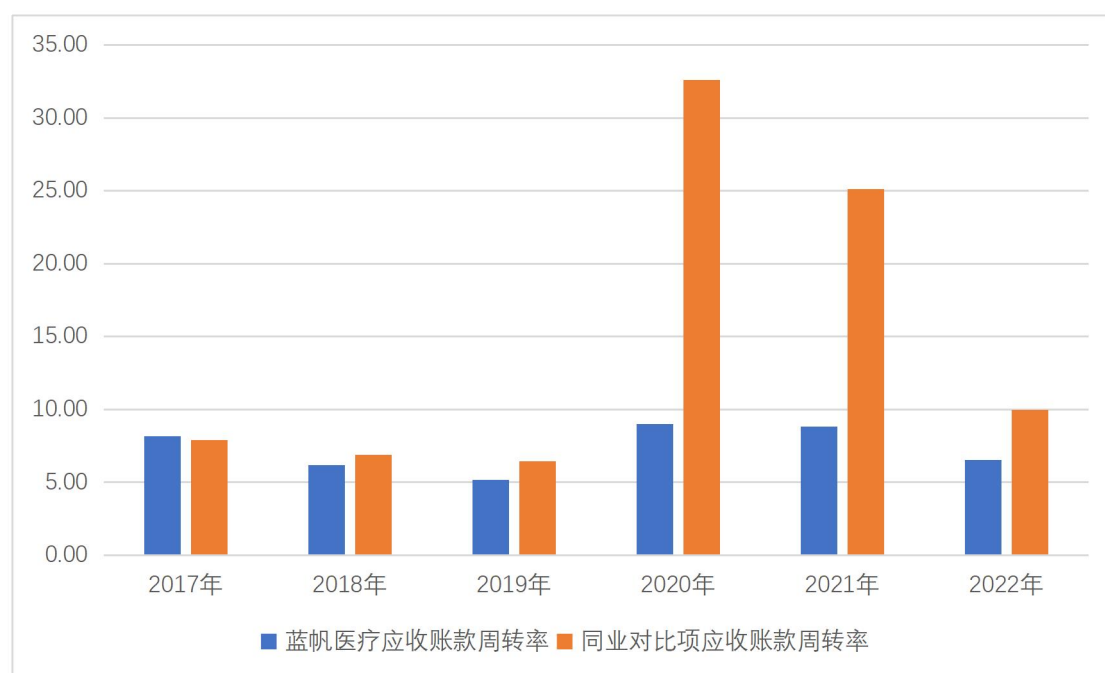


图 5.8 应收账款增长率

数据来源：据国泰安数据库进行整理。

应收账款周转率是指定的分析期间内应收账款转为现金的平均次数，由营业收入与应收账款平均占用额相除计算所得。由图 5.8 进行纵向比较，可以看出蓝

帆医疗的应收账款周转率在并购后呈下降趋势。该公司的应收账款周转率在2017年为8.18，2019年为5.17，但是在2019年有所回升，并于2020年增长至9.00。这主要是由于柏盛国际生产的医用耗材价格较高，导致应收账款的回款周期较长，同时也对应收账款的周转率产生一定的影响。因此，蓝帆医疗在源头上强化对应收账款的管控，对销售回款情况进行实时跟踪，从不同的方面对应收账款的管理进行多方面的改进，尽可能地缩短回款时间。同时，横向来看，蓝帆医疗的应收账款周转率整体上没有同业对比项高，除了2017外，其他年份都低于对比项。整体上来看，蓝帆医疗的应收账款周转率并没有因为并购而明显改善。

(2) 流动资产周转率

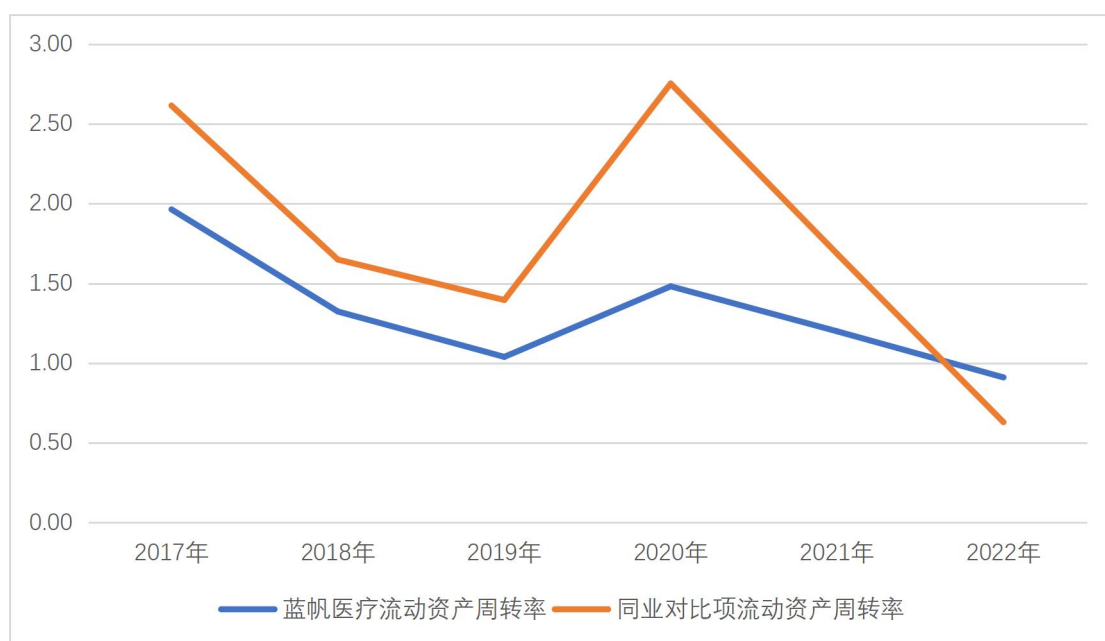


图 5.9 流动资产周转率

数据来源：据国泰安数据库进行整理。

流动资产周转率是评价企业资产利用率的重要指标。横向来看图 5.9，蓝帆医疗与同业对比项流动资产周转率升降趋势相同，说明并购后没有出现明显的资金周转慢的问题，但蓝帆医疗流动资产周转率总体下降了 47.07%，比同业对比项多下降了 0.46%；纵向来看，并购后流动资产周转率下降。其原因是蓝帆医疗在 2018 年第三季度才正式并购完成，整合进程中资金无法快速实现优化配置，

使用效率低。再加上此次并购为“蛇吞象”式的海外并购，融资风险巨大，现金支付+股票支付的方式，给蓝帆医疗带来现金压力与流动性风险。

(3) 总资产周转率

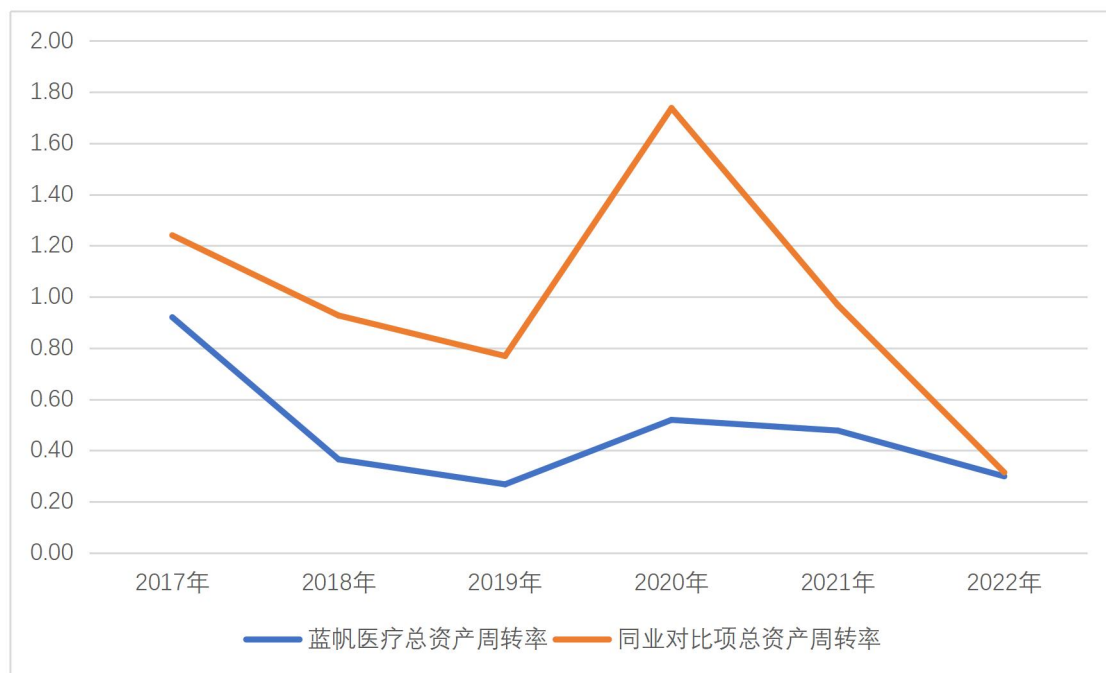


图 5.10 总资产周转率

数据来源：据国泰安数据库进行整理。

总资产周转率是衡量企业整体资产经营质量与使用效率的指标。较高的流动次数或较低的周转天数，表示较快的总资产周转速度。从纵向对比看图 5.10，蓝帆医疗由于并购柏盛国际总资产周转率出现较大幅度的下滑，2017 年蓝帆医疗的总资产周转率为 0.92，2018 年为 0.37，2019 年为 0.77，总的下降幅度达 70.91%。在并购完成后的后续发展过程中，蓝帆医疗的总资产周转率呈现波动上升的趋势，并在 2020 年达到最大值 0.52。同时，通过与同业对比项经过横向对比发现在并购完成后蓝帆医疗总资产周转率提升较慢，一直都没有超过英科医疗。

综上所述，在对资产管理水平方面的三个评价指标进行分析后，发现并购后的蓝帆医疗应收账款周转率、流动资产周转率以及总资产周转率都不断降低且低于同行业企业，几乎没有产生改善效果，但可能对长期的资产管理水平有改善的

作用，但是这部分提升难以证实。

5.2.3 费用控制水平

费用控制水平评价也是评析企业管理协同效应的一个重要环节，即企业是否能够通过并购来提高自己的管理能力，从而减少企业的成本支出。本文采用销售费用率、管理费用率以及成本费用利润率作为相应的评价指标。

(1) 销售费用率和管理费用率

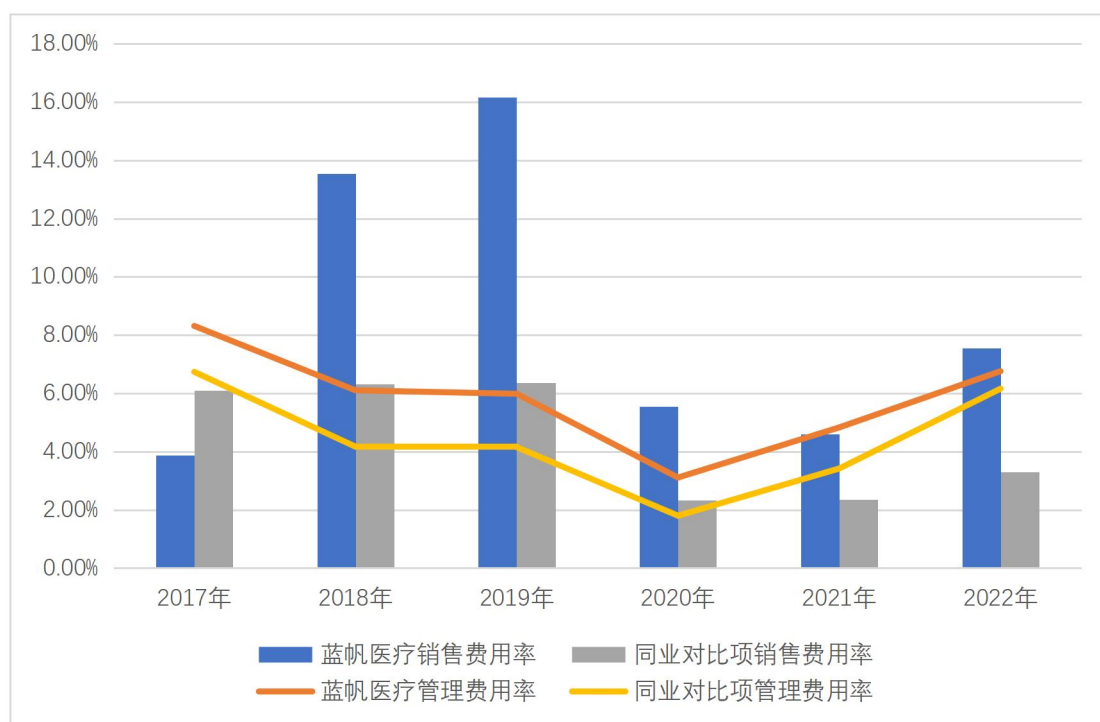


图 5.11 销售费用率、管理费用率

数据来源：据国泰安数据库进行整理。

销售费用率和管理费用率是指销售费用与管理费用占营业收入的多少。从图 5.11 可知，在这一时期内，蓝帆医疗与同行业企业费用率变动趋势基本相同，但蓝帆医疗的销售费用率上升趋势更为显著，管理费用率下降程度更小。从评价结果可以看出，并购柏盛国际使蓝帆医疗在短期内的成本控制能力下降，同时也将使蓝帆医疗的开支在短期内增加。但从整体看蓝帆医疗 2017 年到 2022 年的发展趋势，销售费用率和管理费用率在近两年已经恢复到了并购前的水平，说明蓝

帆医疗费用管理控制水平逐渐提高,在并购完成后有在费用管理方面做出有效整合。

(2) 成本费用利润率

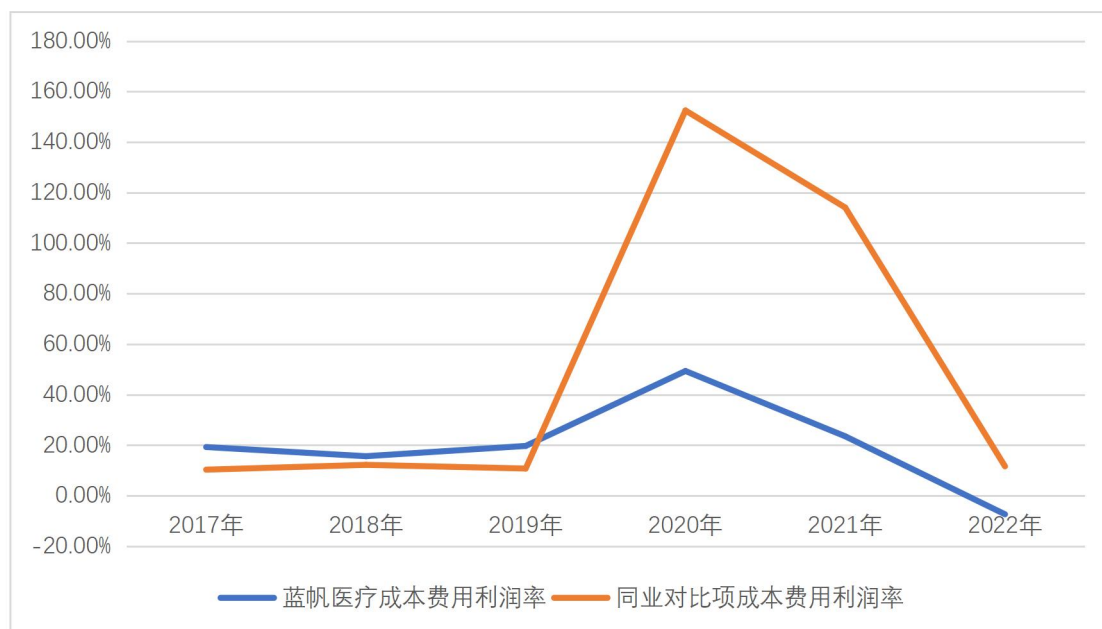


图 5.12 成本费用利润率

数据来源：据国泰安数据库进行整理。

成本费用利润率是在一定时间内,企业的总收益与全部成本及费用的比例。较高的成本费用利润率,意味着较好的盈利能力,说明公司具有较好的经济效益。如图 5.12 所示,在蓝帆医疗并购柏盛国际之前的成本费用利润率是 19.27%,并购当年的成本费用利润率是 15.64%,并购之后的成本费用利润率是 19.70%,呈现一个先下降后增长的趋势。这主要是因为 2018 年蓝帆医疗成功并购柏盛国际,蓝帆医疗新产品开发能力和市场竞争力将进一步增强,为了实现成为跨国综合医疗器械龙头企业的目标,不断丰富产品线,导致 2018 年的宣传推广费用和管理费用提高,成本费用利润率下降。而在 2019 年随着“A+X”战略的成功,蓝帆医疗的利润不断上升,成本费用利润率也不断增加。2020 年受新冠疫情的影响,蓝帆医疗的净利润同比增加 193.22%,导致成本费用利润率急剧增加。2021 年以及 2022 年,由于疫情后续影响以及健康防护为主营业务的医疗器械企业的强大竞争,蓝帆医疗的经济效益逐渐变差,成本费用利润率也开始下降。

同业对比项所反映的英科医疗就是一个以个人防护类营业收入占总营业收入 90%以上的企业，根据有关数据进行分析，我们可以看出，英科医疗在 2019 年至 2022 年，经营状况受疫情影响巨大。蓝帆医疗因为发展多元化的业务，而且柏盛国际为核心的心脑血管事业部产品与疫情所需大规模医疗产品无关，但所占营业收入比例较大。这也能看出蓝帆医疗在并购柏盛国际之后获利能力变强，但由于大环境的影响，这种能力在后续发展的过程中表现不明显且持续效应差。

综上所述，蓝帆医疗在收购柏盛国际后，成本费用利润率小幅度提升，但在企业销售费用率方面与同业对比项差距逐渐拉大，在管理费用率方面下降程度更加小。这说明，蓝帆医疗在并购了柏盛国际以后，盈利能力并没有得到显著提高，企业管理的协同效应也没有得到较好实现。

5.3 财务协同效应

5.3.1 财务协同效应的识别

财务协同效应是企业并购后对整体资金的优化配置而在财务方面所取得的各项效益。企业可以通过并购可以形成一个内部的资金流动市场，在这种情况下，企业可以在内部进行筹资，还可以对资金进行灵活地分配。这既能合理分配公司内部资源，又减少财务风险。总之，海外并购可以为企业提供更好的投资机遇，获得较高的利润，也可以为企业提供更多的现金流量，从而达到一个良性循环。本文先采用事件研究法对短期市场反应进行分析，得出投资者对此次并购的态度，再从长期偿债能力和短期偿债能力两个方面对蓝帆医疗偿债能力进行研究。从分析结果是否有积极的变化，来判断企业并购后的财务协同效应。如果企业在并购完成后实现了财务协同，那么企业的超额收益率、累计超额收益率、资产负债率、速动比率、流动比率等指标会有所改善。

5.3.2 事件研究法分析短期市场反应

短期市场反应是以蓝帆医疗的股价为切入点，建立蓝帆医疗日股价回报和股市回报之间的相关性，从而对蓝帆医疗在窗口期的预期收益率进行估算，最后计

算出超额收益率与累计超额收益率，以此判断资本市场对此次并购行为的态度。股票市场的超额收益率为正，说明此次并购反馈的是正面效应，反之则说明投资者对此次并购持消极态度。蓝帆医疗于 2017 年 12 月 23 日发布拟收购柏盛国际的公告，本文就把这天设置为事件日。通过国内外学者对短期时间窗口期的主流界定方式，本文选取的事件窗口期为 $[-10, +10]$ ，其中剔除了事件期间内的停盘日，并选取 $[-151, -11]$ 作为估计窗口，共 150 个交易日。经浏览蓝帆医疗的公告可知，蓝帆医疗在此期间唯一的大事只有发布了此次并购公告，说明股价的变动主要是因为并购柏盛国际。

收集窗口期内的日市场回报率和日个股回报率如下表：

表 5.2 回报率

交易日期	日个股回报率	日市场回报率
2017-07-10	-0.015397	-0.002829
2017-07-11	0	-0.004324
2017-07-12	-0.013169	-0.002701
2017-07-13	0.024187	0.002212
2017-07-14	0.016287	-0.001778
2017-07-17	-0.040064	-0.040576
2017-07-18	0.002504	0.00688
2017-07-19	0.01249	0.019481
2017-07-20	-0.002467	0.007186
2017-07-21	0.004946	-0.000351
2018-01-08	0.100082	0.004259
2018-01-09	0.099925	0.004975
2018-01-10	0.100339	-0.001499
2018-01-11	0.099815	0.001484
2018-01-12	0.10028	0.001166
2018-01-15	-0.053462	-0.014049
2018-01-16	-0.026358	0.009068
2018-01-17	-0.074033	-0.00836
2018-01-18	0.013126	0.0033
2018-01-19	-0.018846	-0.001896

数据来源：据国泰安数据库进行整理。

首先，本文采用资本资产定价模型（CAPM）来进行参数计算，公式如下：

$$E(R_{i,t}) = \alpha + \beta * R(m,t)$$

其中， $R(m,t)$ 指的是市场收益率， $E(R_{i,t})$ 指的是公司股票的收益率， α 和 β 就是有关参数。本文将表 5.2 中的估计期样本数据代入公式进行线性回归,得到有关参数 α 和 β 的数值。

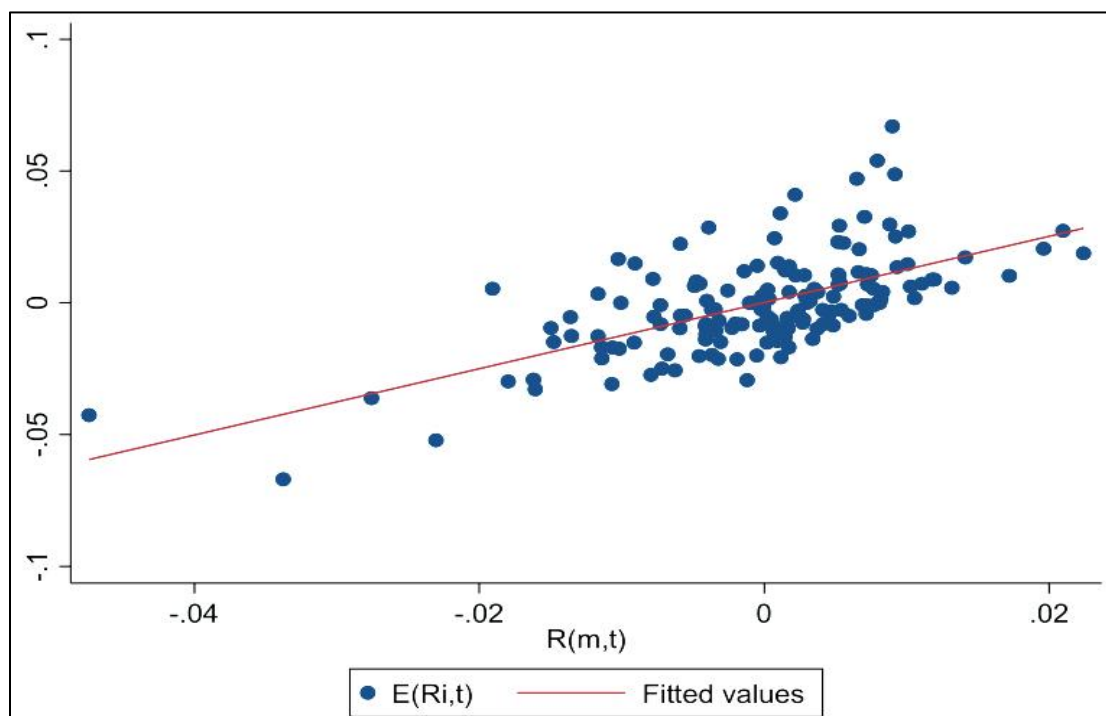


图 5.13 回报率线性回归图

数据来源：据国泰安数据库进行整理。

$\alpha=0.0001538$, $\beta=1.257288$, 得出线性回归方程为:

$$E(R_{i,t}) = 0.0001538 + 1.257288 * R(m,t)$$

利用 stata 软件得到的, F 数值为 98.54, P 值为 0.000, 通过了 T 检验, 表明统计检验显著, 可以用来计算事件期内股票的预期正常收益率。

将窗口期的日市场回报率数据代入方程, 算出蓝帆医疗在窗口期的预期收益率。最终, 利用蓝帆医疗的真实回报率一期望回报率得到其在时间窗[-10, 10]期间的超额回报率, 然后把超额回报率相加就得到累积的额外回报率, 具体数值如下:

表 5.3 收益率计算表

交易日期	预期收益率	实际收益率	超额收益率	累计超额收益率
2017-07-10	-0.003403068	-0.015397	-0.01199393	-0.011993932
2017-07-11	-0.005282713	0	0.005282713	-0.006711219
2017-07-12	-0.003242135	-0.013169	-0.00992687	-0.016638084
2017-07-13	0.002934921	0.024187	0.021252079	0.004613995
2017-07-14	-0.002081658	0.016287	0.018368658	0.022982653
2017-07-17	-0.050861918	-0.040064	0.010797918	0.033780571
2017-07-18	0.008803941	0.002504	-0.00629994	0.027480629
2017-07-19	0.024647028	0.01249	-0.01215703	0.015323602
2017-07-20	0.009188672	-0.002467	-0.01165567	0.00366793
2017-07-21	-0.000287508	0.004946	0.005233508	0.008901438
2018-01-08	0.00550859	0.100082	0.09457341	0.103474849
2018-01-09	0.006408808	0.099925	0.093516192	0.196991041
2018-01-10	-0.001730875	0.100339	0.102069875	0.299060916
2018-01-11	0.002019615	0.099815	0.097795385	0.3968563
2018-01-12	0.001619798	0.10028	0.098660202	0.495516503
2018-01-15	-0.017509839	-0.053462	-0.03595216	0.459564342
2018-01-16	0.011554888	-0.026358	-0.03791289	0.421651454
2018-01-17	-0.010357128	-0.074033	-0.06367587	0.357975582
2018-01-18	0.00430285	0.013126	0.00882315	0.366798731
2018-01-19	-0.002230018	-0.018846	-0.01661598	0.350182749

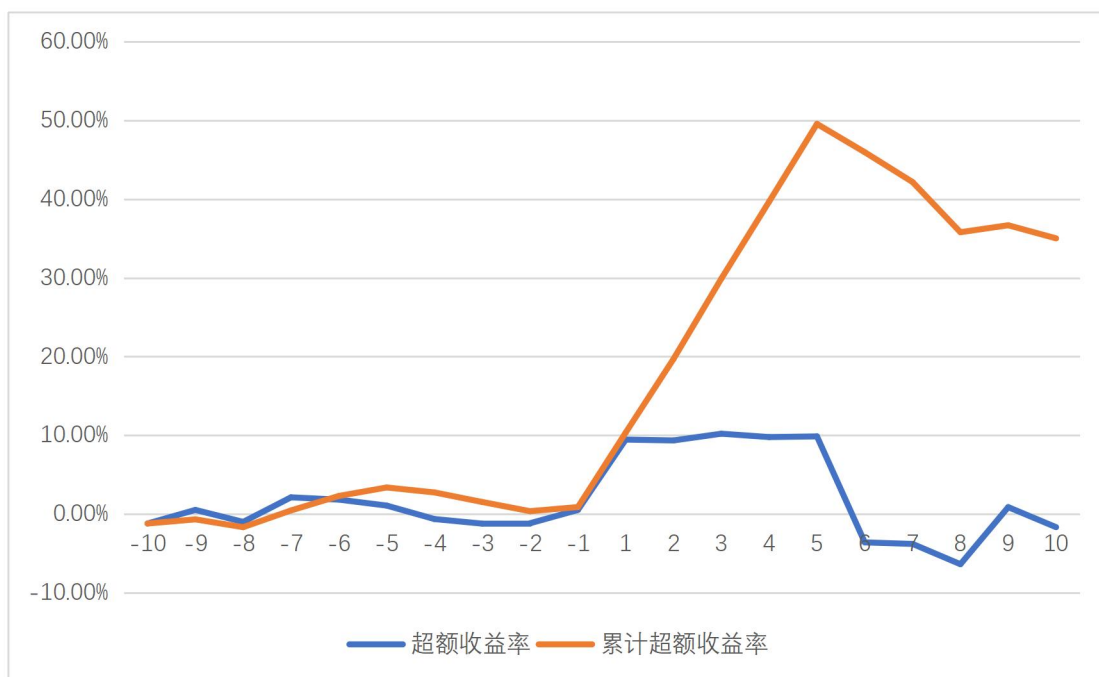


图 5.14 变化趋势

从图 5.14 可以看出，当市场出现并购消息前，超额收益率与累计超额收益率一直在 0 附近波动，且波动较小。在并购公告公布当日，企业超额收益率急剧上升，后续五天的超额收益率均大概为 10%；从累积超额收益的趋势中，我们可以看到，从公司合并方案公布后，累积超额收益在第 5 天就已经上升到 49.55% 的最高点，虽然第六天之后又出现回落，但依然比之前的数据要高得多。两项数据的走向都表明，市场投资者看好此次并购，蓝帆医疗并购柏盛国际是一件正确的事，对企业绩效产生积极的影响。

另外，仔细分析市场回落现象的原因，发现一方面是由于偿债压力所致，另一方面是由于对赌协议所带来的业绩压力所致。蓝帆医疗在并购柏盛国际之后，柏盛国际之前负担的 5.8 亿融资贷款实际上由蓝帆医疗来承担了；此外，蓝帆医疗在收购柏盛国际时对于 2018 年至 2020 年三年分别做出净利润不低于 3.8 亿、4.5 亿、5.4 亿的业绩承诺，这对于刚刚并购需要时间去整合的蓝帆医疗是一个巨大的考验。

总之，此次跨国并购事件带来的影响是积极的，并且效果是显著的。

5.3.3 财务指标分析法分析绩效

这一部分主要分析蓝帆医疗并购后的偿债能力，从长期和短期两个方面进行分析。常用资产负债率得到长期偿债能力，用流动比率和速动比率评价短期偿债能力。

(1) 资产负债率

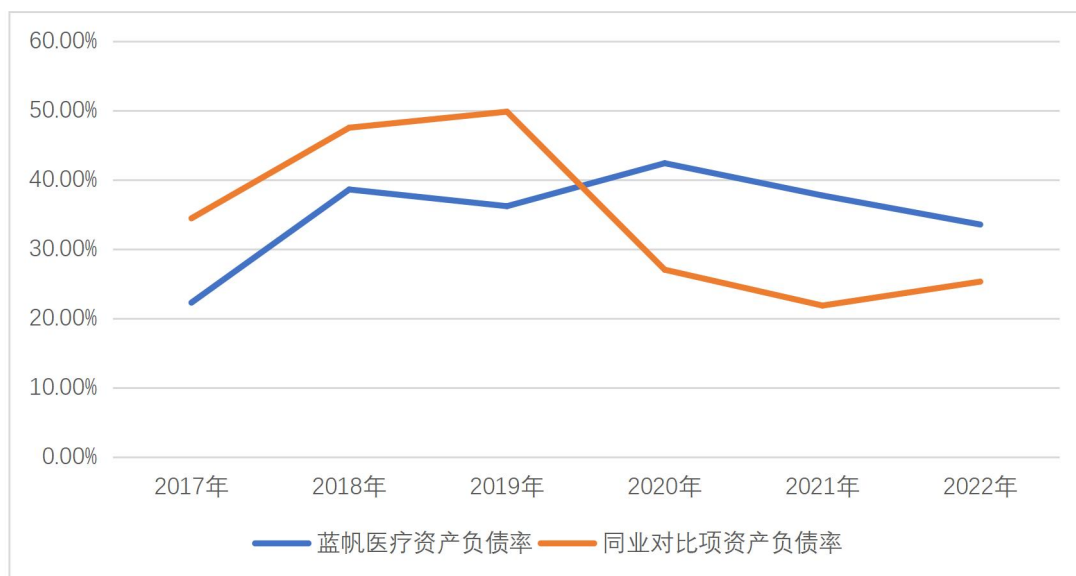


图 5.15 资产负债率

数据来源：据国泰安数据库进行整理。

资产负债率，该指标指的是负债总额与资产总额之比，资产负债率反映了在总资产中有多少资产是通过负债来筹资的，整体上反映企业的长期偿债能力。从企业所有者和经营者角度看，通常希望该指标高些，有利于利用财务杠杆增加所有者获利能力。但资产负债率过高，企业财务风险也增大。因此，一般来说，该指标为 50% 比较合适，有利于风险和收益的平衡。

蓝帆医疗 2017 年至 2022 年的资产负债率情况如图 5.15 所示。纵向对比来看，因并购后吸收了目标企业的负债，蓝帆医疗资产负债率在 2018 年达到 38.58%，同比增长了 16.33%。在 2019 年底，该数据得到改善，但 2020 年，该数据又出现明显提升，为近年来的最高值 42.37%。这主要是由于海外市场受到新冠肺炎的冲击，公司营商环境发生较大改变，医疗器械企业发展强劲，投资者对该行业十分青睐；自成功并购柏盛国际之后，蓝帆医疗业务迅速扩张。横向比较来看，并购导致资产负债率增长幅度大于同业对比项，且从 2020 年开始，蓝帆医疗的资产负债率高于同业对比项，偿债能力改善较明显。总之，蓝帆医疗并购后其资产负债率显著提升，偿债能力改善预期良好。

(2) 流动比率和速动比率

表 5.4 流动比率、速动比率情况表

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
蓝帆医疗流动比率	1.96	1.41	1.30	1.96	1.99	1.94
蓝帆医疗速动比率	1.32	1.22	1.14	1.75	1.64	1.54
同业对比项流动比率	1.62	1.34	1.78	3.82	5.17	3.24
同业对比项速动比率	1.32	1.15	1.51	3.44	4.65	2.93

数据来源：据国泰安数据库进行整理。

流动比率是指流动资产与流动负债之比，它是一种衡量公司流动资产是否能够在短期负债到期之前将其转化为现金偿还负债的能力。速动比率是指企业速动资产与流动负债的比率，计算企业实际的短期债务偿还能力。流动比率代表企业的变现能力；而速动比率则是用来衡量一家公司流动资产中能立即用来偿还到期债务的能力。

从上表可得，纵向比较来看，由于蓝帆医疗采用现金支付的方式来并购柏盛国际，公司流动资产减少，因此 2018 年蓝帆医疗流动比率和速动比率较 2017 年分别下降了 28%和 12%。但后来，两项指标都呈现曲折回升态势。再从横向比较来看，2017 年至 2018 年趋势相似，但是 2019 年，同业对比项流动比率与速动比率上升，但蓝帆医疗的比例仍在下降，这说明此次并购导致蓝帆医疗偿债能力减弱。

综上所述，并购后，蓝帆医疗的资产负债率明显上升，尽管流动比率和速动比率有所下降，但已经出现了恢复的趋势，再加上产品的销量及营业收入相对稳定，预计蓝帆医疗的偿债能力会得到有效改善。

6 结论及建议

6.1 结论

本文以蓝帆医疗并购柏盛国际为研究对象，运用文献资料法、案例研究法、事件研究法、财务指标法等方法，具体分析了蓝帆医疗并购柏盛国际的协同效应。结果如下：

首先，经营协同效应的实现较为显著。虽然在总资产收益率和净收益增长率影响较弱，但在经营获利水平部分的营业毛利率、营业利润率两项指标上反映出较大的积极影响；在营收成长潜力部分的总资产增长率、营业收入增长率以及净利润增长率三项指标上的改善均很明显，对成长潜力的提升和改善效果显著；在研发能力分析部分，由蓝帆医疗并购前后研发投入表可知，蓝帆医疗十分重视技术整合，研发实力不断增强，为协同效应的实现提供了强大的技术支持，发挥了重要的作用。

其次，管理协同效应实现程度较低。资产管理水平部分的应收账款周转率、流动资产周转率以及总资产增长率在并购后几乎没有产生改善效果；在费用控制水平部分，成本费用利润率对盈利能力有小幅提升。与同业对比项相比，获利能力持续性差，销售费用差距逐渐拉大，盈利能力不明显，改善空间大。

最后，并购后的财务协同效应有望得到加强。本文采用事件研究法得到的结果表明市场投资者很看好此次并购，从短期市场反应看，实现了协同效应。长期偿债能力部分的资产负债率显著提升，偿债能力改善预期良好；在短期偿债能力部分的流动比率与速动比率虽然有不同程度的降低，但有曲折回升趋势，偿债能力改善预期良好。

总之，研究结果表明，此次并购在事件发生期内形成了协同效应，但在并购完成后只表现出局部的协同效应。

6.2 建议

近几年，中国民营企业纷纷选择跨国并购，寻求产品升级，走国际化发展道路，但好多都以失败告终。原因在于，并购过程中的各种情况都会不同程度上给并购结果造成影响。因此，为提升海外并购的成功率，中国民营企业可以学习借鉴同类企业的成功经验，及早制定相关的风险控制策略。本部分将通过对上述案例的研究，归纳出对我国民营企业进行跨国并购的建议。

6.2.1 利用政策部署并购战略

因海外并购过热，为使投资活动理性化，2017年上半年中国政府还对海外直接投资实行高标准的管控，但8月份就出台了《关于进一步引导和规范境外投资方向的指导意见》。这代表着国家鼓励企业投资国外拥有先进技术的优质资产，通过内部转移将国外优质的资源和先进的技术引进国内，以提高本国产业链安全性和相关企业的技术竞争力，为“一带一路”建设添砖加瓦。蓝帆医疗于2017年12月23日发布拟收购柏盛国际的公告，正好赶上这一政策红利，因为蓝帆医疗的并购对象柏盛国际是全球心脏介入器械设备的领先企业，拥有核心知识产权和全球顶尖水平的技术资源。蓝帆医疗与柏盛国际的这一并购活动，正好跟国家的政策相契合，充分利用了这一政策资源开展对外投资活动。因此，中国民营企业在今后的发展中，应密切关注政府对外投资方面的政策变化，对政策进行一个正确深入的分析，把握住这次的时机，再充分考虑企业自身发展的切实需要，理性地制定出更加符合国家战略和自身发展的并购计划，以期跨境并购实现得更高效更顺利。

6.2.2 借助专业机构合理估值

蓝帆医疗拥有十几年在海外市场销售高质量产品的从业经验，对国际市场上的知识与规则肯定有相关了解。但此次蓝帆医疗并购柏盛国际行为的一开始，就聘请了具有丰富专业知识的机构，这既能避免因自身缺乏了解渠道而导致的非必要问题的出现，还能较大程度地提高跨国并购工作效率。因此，民营企业可以聘

请第三方专业机构协助评估目标企业，不能因为节省这一部分支出，单凭企业自有的机构和人员进行评估，推进并购。因为第三方机构不仅经验多、专业性强、有广泛的信息渠道来源，还对被并购方企业所在国家或地区的法律法规、财会制度、文化宗教、社会习俗、经营模式较为熟悉。专业机构能更加全面准确地对被并购企业进行评估，提高估值的合理性，降低估值风险及并购成本，提高并购成功率。

6.2.3 选择多渠道的融资方式

各种融资方式都各有利弊，在进行海外并购时，企业要根据自身的实际情况，制定科学的融资策略，以保证能够按时、足额地筹集到所需的资金。并购企业如果只依赖大规模举债进行跨国并购，将增加融资成本；如果单纯依靠发行股票来筹资，可能会因为这个过程耗时太久，错过最好的并购机会。现实生活中，越来越多的失败并购案例表明：企业在进行跨国并购的过程中，假如采用单一的融资模式将会带来偿债风险、经营风险等，最终导致此次并购走向失败。此外，必须要提的是，民营企业与国有企业背景不同，虽然民营企业因私人所有制的原因享受着较低的政治风险，但同样也享受不了国有企业的种种便利，经常受困于自有资金不足以及融资能力欠缺。多渠道融资方式能够充分发挥各类融资手段的优势，减少风险，使企业能够在自己的风险承受范围之内进行跨境并购，实现企业的长期战略。因此，在当今时代的经济环境和政策导向下，民营企业应该拓宽自己的眼界，寻求一条多样化的融资途径，不能把自己融资方式局限于自有资金和银行贷款这两种方式上，也可以考虑引入战略投资者，银团贷款，杠杆融资等多种渠道，这不仅能提高企业的筹资能力，还能将融资风险降到最低。

6.2.4 整合资源促进协同发展

在实际工作里，获得了被并购企业的股权和控制权，并不代表着企业的并购流程就结束了，能够对各种资源进行最优配置，以及能够充分地发挥出两个企业整合后的协同效应，才能算作是并购成功。因此，在并购后的整合工作中，企业必须充分认识并承认并购双方具有差异性，并且能够对这些不同进行有效地

控制和管理。首先，给并购双方的员工创造一个能够充分进行交流的机会，让员工能够融合成一个集体，形成共同的企业价值观，尤其是提升被并购企业员工对企业价值的认同感。其次，对被并购企业的核心管理层和员工给予充分的尊重，让他们有实现个人价值与社会价值的空间，得到足够的成就感；创新管理机制，实现并购双方原有管理人员的平衡，避免因管理风格的差异而影响企业运营速度。最后，要从全局出发，整合并合理优化配置双方的优势资源，寻找不同业务间的千丝万缕的关联，尽量把业务间的磨合期缩短，早日发挥协同效应。

参考文献

- [1] Akron Sagi, Demir Ender, Díez Esteban José María, García Gómez Conrado Diego. Economic policy uncertainty and corporate investment: Evidence from the U.S. hospitality industry[J]. *Tourism Management*, 2019, 77(C).
- [2] Agyenim Boateng, Wang Qian, Yang Tianle . Cross-border M&A by Chinese firms: An analysis of strategic motives and performance[J]. *Thunderbird International Business Review*, 2006, 50(4).
- [3] Banerjee T, Nayak A. Comparing Domestic and Cross-border Mergers and Acquisitions in the Pharmaceutical Industry [J]. *Atlantic Economic Journal*, 2015, 43(4): 489-499.
- [4] Bresman Henrik, Birkinshaw Julian & Noble . Knowledge Transfer in International Acquisitions[J]. *Journal of International Business Studies*. 1999, 30: 439.
- [5] Byung II Park, Jiyul Choi. Foreign direct investment motivations and knowledge acquisition from MNEs in overseas subsidiaries[J]. *Can J Adm Sci*, 2014(31).
- [6] Collins J D, Holcomb T R, Certo S T, et al. Learning by doing: Cross-border mergers and acquisitions[J]. *Journal of Business Research*, 2009, 62(12): 1329-1334.
- [7] Huang Jing . Management of Overseas Acquisitions by Developing Country Multinationals and Its Performance Implications: The Indian Example[J]. *Thunderbird International Business Review*, 2015(2): 59.
- [8] Kode, Ford, Sutherland. A conceptual model for evaluation of synergies in mergers and acquisitions: A critical review of the literature[J]. *SA, Journal of Business Management*, 2003, 34(1): 27-38.
- [9] Paula Bruno Lopes de, Pimenta Daiana Paula, Coelho Ricardo Limongi França, Borsatto Jaluza Maria Lima Silva, Oliveira Rafael Manoel de . Effects of Cross-border Merger and Acquisition on the Operational Risk of US and Canadian Companies[J]. *Global Business Review*, 2020.
- [10] Panos Kanavos, Sotiris VANDOROS. theoretic Approach and Empirical

- Economy. 2014, 37(6):856-80.
- [11]车运飞.吉利收购戴姆勒的绩效分析[D].2022.
- [12]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:35-39[2024-03-21],2017,No.576(24):35-39.
- [13]曹礼创.中国民营企业跨国并购动因研究[J].现代经济信息,2018,(15):147.
- [14]杜健,郑秋霞,丁飒飒,郭斌.资源依赖、制度逻辑与跨国并购后整合[J].科学研究,2021,39(03):423-431.
- [15]龚敏.中国民营企业跨国并购风险分析与防范研究[D].2006.
- [16]顾露露,Robert Reed,.中国企业海外并购失败了吗?[J].经济研究,2011(07):116-129.
- [17]干春晖.并购经济学[M].清华大学出版社.2003:54-59.
- [18]侯亚丽,岳宝宏.基于因子分析法的民营企业海外并购绩效研究[J].统计理论与实践,2020,(05):18-22.
- [19]黄洪斌,秦政强,张同建.并购战略规划、协同整合和财务绩效的相关性研究——基于A股制造类上市公司的数据检验[J].会计之友,2014(26):58-61.
- [20]焦明,姚钰姮,刘畅.关于并购融资为民企纾困的思考[J].新金融,2021,(11):45-52.
- [21]李黎,.企业并购协同效应分析——闻泰科技并购安世半导体为例[J].投资与创业,2021(24):203-206.
- [22]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.
- [23]李蕊.跨国并购的技术寻求动因解析[J].世界经济,2003,(02):19-24+79.
- [24]李莹亮.中国医疗器械行业崛起之路[J].科技与金融,2018.
- [25]李杨,方婉如.跨国并购对企业创新的影响——基于中国上市公司数据研究[J].中国科技论坛,2020(12):114-123+133.
- [26]林冰,朱丹丹.我国民营企业跨越海外并购的障碍与策略[J].中国商贸,2010,No.481(20):189-190.
- [27]刘锴,.我国民营企业海外并购绩效影响因素研究[J].中小企业管理与科技(中

- 旬刊),2018(10):65-66.
- [28]刘晨,岳宝宏.民营企业跨国并购发展趋势分析及对策[J].中国商论,2021,(02):101-104.
- [29]刘齐齐.蓝帆医疗并购整合柏盛国际分析:路径、效应与绩效[J].中国乡镇企业会计,2020(02):17-19.
- [30]黎平海,李瑶.中国企业跨国并购动机实证研究[J].经济前沿,2009(10):27-38.
- [31]梁充瑶.民营企业并购动因及并购效应研究——以万达院线的并购案为例[J].创新创业理论研究与实践,2018,1(24):80-81.
- [32]马建威.中国企业海外并购绩效研究[D].2011.
- [33]彭祎婷.我国民营企业跨国并购问题研究[J].广西质量监督导报,2020(01):151.
- [34]邱国栋,白景坤,.价值生成分析:一个协同效应的理论框架[J].中国工业经济,2007(06):88-95.
- [35]茹玉骢,曾辉.民营企业跨国并购绩效及其决定因素——基于2006-2015中国上市企业样本的研究[J].浙江学刊,2017(05):117-126.
- [36]沈君豪.民营企业海外并购风险及其应对——以数知科技并购BBHI为例[D].2020.
- [37]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,2014,35(10):94-100.
- [38]宋翠翠.中国民营企业海外并购问题研究——以万达集团为例[D].2018.
- [39]宋林,彬彬.我国上市公司跨国并购动因及影响因素研究——基于多项Logit模型的实证分析[J].北京工商大学学报(社会科学版),2016,31(05):98-106.
- [40]树友林,陆怡安.“一带一路”背景下企业并购风险研究——以高端装备制造业为例[J].会计之友,2020(21):93-97.
- [41]苏丽娟.中国药企海外并购面临的风险与防范策略[J].对外经贸实务,2018(03):77-80.
- [42]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,(03):92-98.

- [43]童迎香,潘雅琼,.互联网生态视角下企业并购财务协同效应研究——基于阿里收购饿了么的案例[J].财会通讯,2021(02):105-109.
- [44]韦灵妍.我国民营企业海外并购财务风险分析与防范——以浙江龙盛并购德司达为例[D].2016.
- [45]王璟楠.中国民营企业跨国并购动因与风险研究——基于万达集团的案例分析[D].2017.
- [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]王红,曾亚丹,邵连强,.中国民营企业海外并购的问题及对策分析[J].对外经贸实务,2019(06):78-81.
- [48]王文佳;魏龙.特定优势组合与中国企业跨国并购动因——来自中国上市企业的经验证据[J].国际商务(对外经济贸易大学学报), 2022, (04): 122-138.
- [49]汪瑜琳,.蓝帆医疗并购柏盛国际协同效应研究[J].合作经济与科技,2021(11):118-120.
- [50]王承志.复星医药并购的产业整合效应研究[D].中国财政科学研究院, 2019.
- [51]魏文美.我国上市公司并购动因浅析[J].财经理论与实践, 2001(S1): 87-89.
- [52]夏露.民营企业海外并购动因与绩效分析——以双汇国际并购史密斯菲尔德为例[D].2015.
- [53]夏扬,沈豪.基于长短期窗口的民企连续并购绩效研究——以均胜电子为例[J].财会通讯, 2018(11): 3-8.
- [54]谢伟峰,.基于平衡计分卡的企业并购协同效应分析[J].知识经济,2020(03):25-27.
- [55]袁晓菲.中国民营企业跨国并购问题研究[D].2015.
- [56]颜士梅,兰美艺.基于技术整合战略的技术导入方式选择——以医药企业为例[J].科技管理研究.2009, 09: 223-226.
- [57]杨莹莹.我国民营企业跨国并购融资问题研究[D].2019.
- [58]杨波,魏馨.中国企业海外并购的困境与对策[J].宏观经济研究, 2013(06): 98-103.

- [59]周利芬,. 民营医药企业海外并购的战略动因与风险[J]. 对外经贸实务,2019(07):79-83.
- [60]张建儒,王璐. 企业并购财务整合及协同效应评价[J]. 财会通讯,2015,No.658(02):72-75.
- [61]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.
- [62]张文佳. 我国企业跨国并购的动因分析[J]. 金融发展研究, 2015(03): 3-9.
- [63]郑少辉.“一带一路”背景下制造业跨国并购动因及效果研究——以文灿并购百炼为例[D].2022.
- [64]朱哲. 企业并购绩效研究综述[J]. 商场现代化, 2021(21): 116-118.
- [65]曾辉,李晶晶. 上市民营企业跨国并购绩效研究[J]. 商场现代化, 2016(09): 88-90.

后 记

我要毕业啦！历经重重打怪，我终于实现了自己的一部分梦想！我不再懵懂无知，因为我已经一步一步成长为自由快乐、炽热勇敢的女性；我不再与父母顶嘴，因为我明白他们为我计深远的良苦用心；我不再害怕孤独，因为有了同频共振的优秀伴侣。

这一路上，有踌躇、有荆棘、有泪水、有彷徨，但有什么可怕的呢？这条路上还有爱我、陪伴我、帮助我的好多人。

感谢我的爸爸妈妈、外公外婆。虽然我已经 25 周岁，但你们依然把我当小朋友宠爱，给我释放天性的自由、敢于选择的底气、自主思考的能力。你们一定要身体健康，长命百岁，幸福快乐。

感谢我的好朋友，在我难过的时候当我的情绪垃圾桶，陪我玩陪我闹。感谢老师，在我迷茫时指引我方向，帮助我学习。感谢同学，在我学习和生活中帮助我包容我。因为有你们，我的生活才如此多姿多彩，意义非凡。

最后，希望我在以后的日子里依旧肆意烂漫，好好生活！