

摘 要

随着经济全球化的高速发展，使得国内企业不再安于现状，而跨国并购作为国际直接投资的主要形式，正在不断的展现出其不可或缺的地位，越来越多的企业开始利用跨国并购这一对外投资方式来拓展国际市场，享受协同效益，从而在各个方面提升自己的核心竞争力。安踏作为国内最具实力和影响力的国货品牌之一，并不甘心只做中国的安踏，为了弥补自己在体育用品领域细分市场的空白，他选择并购一家世界顶级体育用品集团——亚玛芬。此次收购是中国体育用品行业收购史上规模最大的，因此，存在着机遇的同时也蕴藏着比其他收购案更高的财务风险。

本文对该并购案例展开分析，首先对并购案例进行了详细的描述，通过对并购结果的概述，发现此次并购确实存在一定的问题。接下来对本案例的财务绩效进行分析，期望通过真实的财务数据分析对此次并购做出较为科学准确的衡量。首先是基于事件研究法的短期绩效分析，分析发现市场反应不佳，说明此次并购可能存在一定的财务风险，接着利用财务指标法对长期绩效进行分析，以期通过财务指标的变化识别出此次并购存在的财务风险。然后分别从并购的准备阶段、交易阶段、整合阶段对产生以上财务风险的原因展开分析，分析后发现并购前产生财务风险的因素主要有注重战略布局但轻视财务风险以及并购估值溢价过高两方面；交易阶段产生财务风险的因素主要有支付方式单一以及资金流动性下降两方面；整合阶段产生财务风险的因素主要有整合经验不足以及资金不足影响可持续发展潜力两方面。

根据上述分析，针对本案例产生财务风险的因素提出相应的方法建议，包括：

（1）分阶段实施并购以分散财务风险；（2）合理评估企业价值；（3）使用混合支付方式；（4）加强现金流管理；（5）加强并购团队的专业性；（6）加强整合工作增强协同效应。通过本研究亦可以为国内体育用品行业通过并购进军国际市场提供一定的参考和借鉴。

关键词：跨国并购，财务风险，并购绩效，安踏，亚玛芬

Abstract

The rapid development of economic globalization has made domestic enterprises no longer satisfied with the present situation. As the main form of international direct investment, merger and acquisition (M&A) is constantly showing its indispensable status. More and more companies have begun to use merger and acquisition to expand the international market and enjoy synergy effects, thereby enhancing their core competitiveness in all aspects. As one of the most powerful and influential domestic brands in China, Anta is not willing to be only China's Anta. In order to make up for the gap in the market segment in the field of sporting goods, Anta chose to acquire a world top sporting goods group--Amer Sports. This acquisition is the largest in the history of acquisitions in China's sporting goods industry, so there are opportunities but also higher financial risks than other acquisitions.

This article expand analyzes the M&A case. Firstly, the M&A cases are described in detail. Through the overview of the M&A results, it is found that there are indeed certain problems in this M&A. Next, analyze the financial performance of this case, and hope to make a more scientific and accurate measurement of this case through real financial data analysis. The first is the short-term performance analysis based on the event research method. The analysis finds that the market has not responded well, indicating that there may be certain financial risks in this case. Then, the long-term performance is analyzed using the financial indicator method, in order to identify the financial risks of this case through the changes of financial indicators. Then, the reasons for the above financial risks are analyzed from the preparation stage, transaction stage, and integration stage of M&A. After the analysis, it is found that the factors that generate financial risks before M&A mainly include focusing on strategic layout but underestimate financial risks and the high valuation premium of M&A; The factors that generate financial risks in the transaction phase are mainly include single payment method and the decline of capital liquidity; The factors that generate financial risks in the integration phase are mainly include lack of integration experience and lack of funds affecting the potential for sustainable

development.

Through the above analysis, corresponding method suggestions are put forward for the factors that generate financial risks in this case, including: 1. Implement M&A in stages to diversify financial risks; 2. Reasonably assessing the value of the enterprise; 3. Use mixed payment methods; 4. Strengthen cash flow management 5. Strengthen the professionalism of the M&A team; 6. Strengthen the integration work and enhance the synergy effect. It is hoped that these suggestions can provide certain help for the domestic sporting goods industry to enter the international market.

Keywords: cross-border M&A, financial risk, M&A performance, Anta, Amer Sports

目录

第一章 绪论	1
1.1 研究背景及意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	3
1.2 国内外文献综述	4
1.2.1 国外文献综述	4
1.2.2 国内文献综述	6
1.2.3 文献述评	10
1.3 研究内容与框架	11
1.3.1 研究内容	11
1.3.2 研究框架	12
1.4 研究方法	12
第二章 相关概念及理论基础	14
2.1 跨国并购概述	14
2.1.1 跨国并购的概念	14
2.1.2 跨国并购的类型	14
2.2 跨国并购财务风险概述	14
2.2.1 跨国并购财务风险内涵	14
2.2.2 跨国并购财务风险类型	15
2.3 并购绩效的概念及评价方法	16
2.3.1 并购绩效的概念	16
2.3.2 并购绩效的评价方法	16
2.4 理论基础	17
2.4.1 协同效应理论	17
2.4.2 战略发展理论	18
2.4.3 资源配置效应理论	18
2.4.4 信息不对称理论	19
第三章 安踏体育并购亚玛芬案例分析	20

3.1 我国体育用品行业发展现状	20
3.1.1 我国体育用品行业发展历程	20
3.1.2 我国体育用品行业发展趋势	21
3.2 并购双方背景介绍	22
3.2.1 并购方安踏体育概况	23
3.2.2 被并购方亚玛芬概况	26
3.3 并购动因	27
3.3.1 获取国内消费者的心智资源	27
3.3.2 弥补细分市场的空白并发挥协同效应	28
3.3.3 推进战略布局助力冬奥会	28
3.4 并购历程	29
3.4.1 并购过程介绍	29
3.4.2 并购结果	31
3.5 并购的长短期绩效分析	32
3.5.1 基于事件研究法的短期绩效分析	32
3.5.2 基于财务指标法的长期绩效分析	36
3.5.3 绩效研究结果	45
第四章 安踏体育并购亚玛芬的财务风险分析	46
4.1 准备阶段产生财务风险的原因	46
4.1.1 注重战略布局但轻视财务风险	46
4.1.2 并购估值溢价过高	47
4.2 交易阶段产生财务风险的原因	49
4.2.1 支付方式单一	49
4.2.2 资金流动性下降	50
4.3 整合阶段产生财务风险的原因	52
4.3.1 整合经验不足	52
4.3.2 资金不足影响可持续发展潜力	52
第五章 跨国并购财务风险防范建议	54
5.1 准备阶段的财务风险防范	54
5.1.1 分阶段实施并购以分散财务风险	54

5.1.2 合理评估企业价值	54
5.2 交易阶段的财务风险防范	55
5.2.1 使用混合支付方式	55
5.2.2 加强现金流管理	56
5.3 整合阶段的财务风险防范	57
5.3.1 提升并购团队专业性	57
5.3.2 加强整合工作增强协同效应	57
第六章 结论与展望	59
6.1 研究结论	59
6.2 研究不足与展望	60
参考文献	61
致谢	66

第一章 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

(1) 现实背景

21 世纪以来，经济全球化进入高速发展阶段，5G 时代的到来使得科学技术也相应的进入高速发展阶段，世界经济空前繁荣，各国公司的资金也逐渐从分散到聚集，但同时也出现了资源分配不均的问题。同时，经济的高速发展也使得国内企业不再安于现状，而跨国并购作为我国企业对外投资的一种重要方式，可以助力并购企业拓展国际市场，实现国际战略，还能与目标企业实现优势互补，进行资源整合，特别是可以学习目标企业先进的技术和品牌管理经验等，从而帮助企业最大程度的享受协同效应所带来的经济效益，以提高自己的核心竞争力。近年来，我国政府在推动国内企业走出去方面也做了巨大的贡献，自从“一带一路”政策和“走出去”政策颁布以来，国家发改委及商务部就相继出台了一系列推动国内企业走向国际合作与竞争的管理政策，从完善相关管理体制到简化国际投资审核程序、提高服务水平等都体现着我国政府对推动国内企业走出去的信心与决心。

现如今，跨国并购已逐渐成为国际市场上企业进行直接投资的主要形式，21 世纪以来，跨国并购发展迅速，但近些年却有回落的趋势。如下图 1.1 所示，根据普华永道发布的数据显示，2016 年以来，我国企业跨国并购的交易量和交易规模已经连续四年下降，2020 年疫情的肆虐和政治因素导致中国企业跨国并购异常困难，2020 年的交易金额同比下降了 32.9%，交易规模和交易量跌到自 2016 年以来的最低值。并购规模的逐年下降说明海外并购是存在风险的，尤其是财务风险，如果企业没有很好的加以预防，很可能直接导致跨国并购失败，给企业带来无法承受的损失，甚至将企业发展的步伐倒退几十年，这使得越来越多的企业不再敢贸然行动，然而中国企业对跨国并购仍然有兴趣，同时此次新冠肺炎危机将为企业重组和战略变革提供一个有利的契机，因此解决好跨国并购存在的财务风险成为目前想要走出去的中国企业所面临的首要问题。

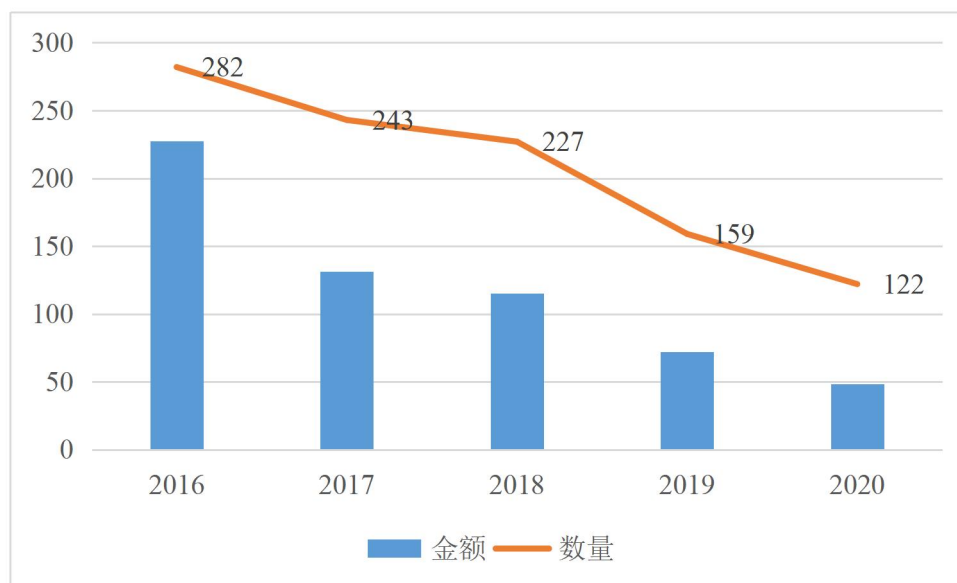


图 1.1 2016-2020 年中国企业跨国并购概况

资料来源：普华永道发布的《2020 年中国企业并购市场回顾与 2021 年前瞻》

现如今全民健身热潮逐渐兴起，伴随着国民的消费结构的不断升级，人们购买运动用品时的关注点也在逐渐转变，从关注舒适度与性价比到关注专业与时尚。消费需求的不断升级正在促使各大运动品牌进行品牌升级。面对国际市场越来越激烈的竞争环境，安踏也不断借助资本力量来实现自己的国际化战略，安踏自 2007 年在香港上市以来，已经完成了 5 笔并购交易，其中对斐乐的并购效益最为突出，安踏于 2009 年从百丽国际手中买下了斐乐在中国市场的品牌使用权和经营权，并于 2019 年安踏遭到浑水连续三次做空后，才第一次正式公开了斐乐的财务数据，根据安踏 2019 年年报显示，斐乐总收益为 147 亿元，接近安踏总收益的一半。安踏花费了近十年时间将斐乐扭亏为盈，足以见得跨国并购周期长且难度大。尝到了并购的甜头之后，安踏准备将国际化战略更上一层楼，并于 2019 年 3 月，联合投资者财团对芬兰体育用品集团亚玛芬进行了要约收购，同时，本次收购也是中国体育用品行业收购史上规模最大的，同样也蕴藏着比其他收购案更大的财务风险。因为安踏收购 FILA 也只是收购了 FILA 在中国市场的品牌使用权和经营权，而安踏收购亚玛芬则是到了实际控制亚玛芬的程度，因此其并购的财务风险也陡然增加。此前，在安踏公布收购消息时，当日股价高开低走，说明投资者在短期内并不看好此次收购，外界对于此次收购也存在较大质疑，因此本案例的财务绩效和财务风险是值得研究的。

(2) 理论背景

基于海外并购财务风险理论，一次成功的并购还将受到政法领域、财税及文化领域等多方面因素的影响，而国内企业往往会因为政策、文化、信息不对称和地缘等问题而感到“水土不服”，而所有的风险最后都会引导到财务风险上，例如投资风险、流动性风险、筹资风险等等。而目前对跨国并购财务风险的研究领域，对协同效应理论、战略发展理论、资源配置效应理论以及信息不对称理论的应用还不充分。因此，本文基于以上理论对跨国并购的财务风险问题进行研究。

1.1.2 研究意义

安踏体育作为斥巨资进行海外并购的先行者，其并购案例具有很强的研究价值，对本次并购案例进行深入研究，有助于同行业企业在以后的海外并购中增强自身的风险防范意识，并采取科学有效的风险防范措施，从而更好的实现并购目标。

从理论层面来说，随着世界经济的迅速发展，经济形势不断变化，企业需要新的风险管理理论来增强其自身的风险防范能力，本文综合使用协同效应理论、战略发展理论、资源配置效应理论和信息不对称理论，将协同效应理论、战略发展理论和资源配置效应理论应用到了对此次跨国并购动因的研究，将信息不对称理论应用到了对财务风险的研究，丰富了以上理论在跨国并购案例中的应用。

从实际应用价值层面上来说，安踏作为目前国内市场排名第一，国际市场上第三的体育用品品牌，已经马上实现对体育用品领头羊品牌阿迪达斯的超越，但和耐克还有一定的距离。近年来，安踏不断进行并购活动，如并购 FILA、SPRANDI 以及香港品牌童装品牌 KINGCOW，而本文选取的安踏体育并购亚玛芬是目前为止中国体育用品行业收购史上规模最大的收购案例，所以并购事件所蕴含的财务风险也陡然增大，是否可以处理好此次并购产生财务风险的因素是安踏此次并购能否成功进军国际领域的关键所在。本文将通过对安踏体育并购亚玛芬所蕴含的财务风险进行分析，并提出相应的风险防范建议，希望可以提高将要进行跨国并购企业的风险防范意识，增强风险防范能力，为未来体育用品行业进军国际市场提供一定的借鉴。

1.2 国内外文献综述

根据本文研究需要以及对文献的梳理,发现现有对于跨国并购财务风险的论文研究是较为丰富的,本文将分别从三个方面对跨国并购的财务风险方面的文献进行梳理总结,分别是跨国并购的财务风险成因方面,风险识别方面以及风险防范方面,最后对跨国并购财务绩效方面的文献进行梳理。

1.2.1 国外文献综述

(1) 跨国并购财务风险成因方面

COSO《企业风险管理整合框架》强调应该从流程管理的角度来处理企业的风险问题,分别是海外并购决策阶段,在海外并购交易阶段,在海外并购整合阶段,在海外并购整合后的稳定阶段^[1]。Liu(2019)分别从三个阶段对跨国并购存在的财务风险进行研究,认为造成财务风险的原因只要有三个方面:并购前管理者盲目自信且没有对财务风险进行认真评估、并购中没有指定合适的融资计划、并购后人力资源以及文化的整合不到位^[2]。Deng和Yang(2015)认为资源型企业在进行跨国并购的过程中容易受到东道国保护主义的限制,从而引发财务风险^[3]。通过对并购估值进行的研究,Alex(2014)认为估值溢价高是企业在并购后的财务风险陡然增加,不利于企业正常的争产经营^[4]。也有学者对并购国家间的文化差异对并购后的财务风险展开研究,Ahem(2015)等研究发现并购企业和被并购企业之间的文化差异会对并购的支付方式,交易金额等产生影响,进而产生财务风险^[5]。

(2) 跨国并购财务风险识别方面

在跨国并购财务风险识别方面的研究,国外研究是领先于国内的,且运用的方法模型较为成熟。Robert(2015)运用风险框架分析法,综合环境、法律、财务、经营等六个要素对企业海外并购风险进行了更加全面的研究,其优势在于企业可以根据不同风险的严重程度采取不同程度的防范措施^[6]。Chen(2020)建立了一个实物期权模型,研究了现金持有量在并购投资与收购方资产风险溢价之间的动态关系,结果显示企业在进行并购投资时,现金持有量的增加会给并购企业资产的风险溢价带来极大的影响^[7]。也有学者进行了更细化的研究,Nikolaos(2016)在对跨国并购的财务风险识别中指出,融资风险是所有风险中对企业跨

国的影响最为深远的^[8]。

(3) 跨国并购财务风险防范方面

国外学者对于财务风险防范方面的研究较为宏观。通过研究来自 13 个国家的 68 家上市公司的跨国并购案例，Rozen (2018) 提出了一个包括六项并购前绩效的研究模型，研究结果指出可以通过收购方的收入和获利能力以及并购目标的大小来预测后续是否能够整合成功，而且，与目标公司的业绩相比，收购方的业绩表现对预测后续整合是否成功更有效^[9]。Grave (2012) 研究考察了金融动荡背景下企业进行跨国并购需要解决的富有挑战的问题，认为在跨境并购中，企业可以通过深入了解供应链以确定收购目标的方法来分散财务风险，最大化控制效率和生产率以及增加股东收益^[10]。Hsu 和 Park (2019) 等认为企业在进行跨国并购交易时，会面临许多复杂的风险，包括财务风险，战略规划不和预期风险，以及在后续整合过程中由于最初的业绩目标与实际情况不符等风险，他们建议企业可以通过建立并加强组织弹性来应对这些风险^[11]。

也有学者针对具体的风险提出了具体的防范措施。Elena (2016) 在对中国并购案例进行研究后发现中国企业更愿意在跨国并购时采取现金支付方式^[12]，针对跨国并购中的支付风险，Micah (2019) 建议当目标企业属于治理风险相对较高的行业时，可以采取股权支付方式进行支付^[13]。针对融资风险，Sui (2016) 提出，企业可以通过在并购前进行详尽的尽职调查，并购时综合使用多种融资工具等方法来降低融资风险^[14]。针对整合风险，Katinka (2019) 认为当并购双方在文化认同方面高度一致时，可以大幅降低并购后的财务风险^[15]。

(4) 跨国并购财务绩效方面

国外学者在跨国绩效方面的研究起步较早，针对 1985 年到 1995 年国内外发生的近四千起收购案进行分析，Moeller(2005)发现相比于国内企业，美国企业进行跨国并购后经营绩效明显降低^[16]。Ada (2016) 等运用事件研究法和协同效应分析法研究了 2002 年到 2012 年的共 110 起跨国并购案例的绩效，研究发现，企业进行跨国并购后，综合竞争力和股东价值都有所提升^[17]。Sharma(2003)通过研究现金流量的变化来观察近 40 家加拿大上市公司的并购绩效，研究发现企业进行跨国并购后现金流呈现下降趋势，并且财务绩效并没有得到改善^[18]。

1.2.2 国内文献综述

(1) 跨国并购财务风险成因方面

对于跨国并购的财务风险成因，有学者对其进行了比较宏观的分析。李锋（2016）从内外因两方面对海外投资风险进行了分析。内因方面，我国从投资大国向投资强国的转变还需要一些时间，大而不强的现状是发生投资风险的重要原因。外因方面，导致能矿行业跨国投资风险的主要是四类质疑。第一类质疑：资源掠夺论，由于中国的海外投资过于重视战略布局和经济效益，对互利共赢有所忽视，导致对方认为我国单方面获利，从而造成投资风险；第二类质疑：并购动机实际上是技术获取，但却被美国扣上“技术窃取”的帽子；第三类质疑：不公平竞争论，由于我国国有企业享受了政府的优惠政策，因此国外政府将我国国有企业的海外投资行为视为非商业化运作；第四类质疑：国家安全威胁论。针对这四类质疑，作者提出了应对策略，分别是坚持互惠互利、优化海外布局、淡化政府强调市场和借助经济外交，增强战略互信^[19]。通过对民营企业跨国并购进行研究，孙丽方和李丽（2020）认为民营企业在跨国并购中财务风险的成因主要有缺乏经验积累、投融资能力弱，而且民营企业很难享受到和国企一样的财政支持和政策支持^[20]。

也有学者对跨国并购的财务风险成因进行了较为细致的研究。全红蕾（2014）强调引发跨国并购财务风险的主要成因是债务压力大且现金流不足，他建议企业要根据资本成本最小化原则，优化融资结构^[21]。基于核心竞争力思维，罗敏（2015）认为企业跨国中出现的财务风险主要是由于并购时并购双方的信息不对称所造成的^[22]。依据我国进行跨国并购的企业的内外部环境，李旭强（2015）对跨国并购的财务风险成因进行了更为细化的分析。外部环境方面，由于我国资本市场和金融市场还不够完善，导致企业可使用的融资方式有限，筹资困难，从而造成财务风险，而且法律法规的不健全和对海外经营人才投资的不足也是导致财务风险的重要原因。内部环境方面，我国企业存在缺乏明确的发展战略、资本结构不合理以及管理水平低等问题，尤其是因为我国资本市场不完善，企业在承受巨大负债压力的情况下完成并购交易，会因此而造成巨大的财务风险^[23]。

(2) 跨国并购财务风险识别方面

在财务风险识别上，由于我国相关研究起步较晚，国内学者对于这方面的研

究大多是基于西方已有理论和模型的基础上进行研究。张华玮（2014）运用实证研究的方法，选取 2011 年进行海外并购的 30 家企业作为研究对象，考虑到要对并购企业的财务状况进行持续性的分析，因此在时间跨度上选择分析企业并购后两年的财务状况，通过 Altman 的 Z 值模型对财务风险进行研究，并通过对比样本并购企业并购前后的 Z 值平均值，证实了并购活动确实增加了企业的财务风险^[24]。而项代有（2015）的研究结果却与之相反，项代有重点考察 2009-2011 年的并购样本后，发现企业进行海外并购后会计受益的离散系数变小，表明我国企业海外并购活动总体而言能减低企业的财务风险^[25]。

还有一些学者为了比较风险的严重程度，对风险进行了度量评估。叶青（2020）通过建立层次结构模型研究发现，企业跨国并购的财务风险中影响最大的是财务整合风险和融资方式风险^[26]。树友林和陆怡安（2020）通过构建 AHP-RS 模型，对我国高端装备制造企业“走出去”所面临的风险进行了分析，最后得出三个关键风险，分别是估值风险、法律风险以及文化整合风险^[27]。孙亮（2016）重点构建了海外并购风险度量模型，识别出三个关键风险，分别是价值评估风险、融资风险以及汇率风险^[28]。通过运用扎根理论，杜晓君和刘赫（2012）对跨国并购风险进行识别，最后提出“跨文化风险”是海外并购的核心风险^[29]。陈慧兰（2020）指出跨国并购的环境风险很大程度的影响了对财务风险^[30]。

（3）跨国并购财务风险防范方面

估值风险防范方面的研究：王冠杰（2020）提出估值风险主要包括两个方面，一是标的公司发布虚假财务报表，二是估值方法的选择，他建议企业做好尽职调查，最好是实地考察，可以采用多种估值方法来减小单一估值方法可能产生的误差。^[31]关于做好尽职调查，刘璐（2019）认为企业所处环境以及企业能力进行全面分析，在进行环境分析时，可以借用 PEST 分析模型^[32]。陈静（2016）总结了影响企业价值评估的主要因素并认为，企业通过采用合适的估值方法和委托专业评估机构来应对估值风险，因为每种估值方法的侧重点不同，且各有优劣，企业应结合自身以及目标企业的业务特点和运营实际来选择合适的估值方法^[33]。然而李春范（2017）却认为由于目前我国中介机构的发展并不完善，还不能排除被并购方与中介机构之间由于某种共同利益而串通的可能性。此外，他还发现在企业估值定价的过程中，一些无法量化的指标无法通过现有的估值方法计算出来，这

不仅会导致对并购方价值的估算出现偏差，更可能造成对被并购方财务风险的忽视，对此，他认为可以引用 EVA 模型，为企业合理估值提供依据^[34]。王金荣和林琳（2019）指出因为企业会根据市场情况对目标公司进行价值评估，但常常会因为未来价格的不确定性等市场风险造成对并购活动的威胁^[35]。蔡思梦和刘英明（2020）通过对案例进行研究，认为收益法评估会加大估值泡沫^[36]。

也有学者通过实证研究的方法为企业估值风险的防范出谋划策。孙淑伟和何贤杰（2017）等通过对 1988-2012 年 295 个中国企业海外并购案例进行实证研究后建议，企业可以将控股并购变为少数股权并购，改变资源掠夺者的形象，同时做好信息披露，获得国际市场的信任^[37]。通过对现金流折现法、相对估值法等多种企业频繁选择的估值方法进行计算比较之后，王厚明和孙春燕（2020）最后认现金流折现法是最贴合被并购企业真实价值的估值方法^[38]。

支付风险防范方面的研究：通过整理 2003-2007 年我国企业跨国并购案例的主要支付方式，王宛秋和赵子君（2008）发现现金支付是被并购企业选用最多的，其次是混合支付方式。他们还研究了我国企业在并购时主要选择现金支付方式的原因：第一，由于我国企业海外并购经验不足，因此选择支付方式时不能依据并购环境及双方实际情况而灵活变通的选择支付方式，只能选择更加传统的现金支付方式；第二，由于我国资本市场较西方国家规模小，起步晚且不成熟，因此投融资机制不够完善并且证券市场的国际化程度底，这就限制了我国企业以股票或者有股票参与的混合支付方式的选择；第三，中介机构发展缓使得支付方式的选择具有局限性。对此他们提出了相应的建议，如企业应重视对支付方式的选择、加快资本市场国际化进程和大力发展金融中介机构^[39]。在研究企业跨国并购的支付风险时，赵雪立（2019）指出现金支付最受被并购方喜欢，但也蕴含着巨大的财务风险，不但影响并购方的资金周转，而且支付时还蕴含着汇率风险，对此，他认为企业根据从自身情况可以选择股权支付、混合支付和杠杆支付^[40]。

流动性风险防范方面的研究：李阳一（2019）指出企业并购过程中的财务风险实质上是由于资产负债结构不均衡导致的资金流动性风险。如果企业的并购支付选择现金支付的方式进行，会造成以下三种风险：首先，短时间内支付大量的现金，可能影响到企业自身的经营性现金流，从而影响到正常的生产经营活动；其次短时间内大规模的现金流出会极大地降低公司的风险承受能力，发生其他

风险的可能性大大增加；最后，并购占用了大规模的现金流，会影响到企业对其其他项目的现金投入，从而影响到企业整体的战略布局^[41]。针对跨国并购中存在的资金流动性风险，王棣华（2010）提出可以通过加强跨国并购的筹资管理来应对这一问题，由于跨国并购筹资具有速度快，资金需求量大。弹性大等特点，因此并购方的筹资方式也要尽量多元化，在拓宽融资渠道的同时企业也应该对比不同的融资渠道，配比最佳融资方案，以降低融资风险^[42]。也有学者分阶段对流动性风险进行了研究，王艳（2020）从风险的酝酿、发生到爆发这三个阶段对海南航空 2010 到 2017 年的并购活动进行了探析，认为企业过于频繁的进行并购活动和国际环境的不确定性会给企业带来更加严重的流动性风险，他建议企业加强会计在企业可持续发展中的风险防控作用^[43]。

在财务整合风险防范方面的研究：国内学者提出了许多具体可行的建议。张钰心和谢宪文（2020）建议企业在财务整合的过程中，要以成本管理和风险控制为核心^[44]。侯林芳（2016）提出企业可以通过整合存量资产和财务组织机构，以及做好整合前后的财务监管工作来防范财务整合风险^[45]。杨紫璇（2019）建议企业在财务整合的过程中遵循综合性和系统性^[46]。

还有学者结合了典型案例对财务整合风险进行更具体的研究。基于吉利收购沃尔沃案例，杜健和郑秋霞（2020）等提出了并购企业可以根据与被并购企业之间的心理距离和战略一致性来选择不同的整合策略，独立策略或者依赖策略，然而心理距离和战略一致性是动态变化的，因此企业应该依据变化不断调整独立和依赖的程度^[47]。

然而我国学者对于海外并购整合风险的研究大多是对单项目风险进行研究，例如战略、人力资源、财务等，少有学者提出海外并购整合风险的综合控制方法，对此，程慧（2016）基于模糊层次分析法对并购整合风险进行测度，认为并购后的财务风险主要来自于宏观经济与市场的不确定性，企业应该全要素全过程对跨国并购的整合风险进行全面的、动态的控制^[48]。刘炳茹和吴君民（2016）概括了目前国内企业进行财务整合风险管理的两个特点，一是多变性与可操作性，二是突变性与动态性，也建议企业应对财务整合风险进行动态的控制^[49]。

（4）跨国并购财务绩效方面

针对企业通过跨国并购所带来的财务绩效的变动，国内学者也做了详尽的研

究。李欠强（2018）等基于 PSM 方法对我国于 2011-2015 年 A 股上市的并进行跨国并购的公司进行了实证研究，研究发现，我国上市公司进行跨国并购以后，绩效并没有得到提高，反而降低了^[50]。也有学者通过实证研究对跨国并购中影响财务绩效的因素进行了研究，徐晓慧（2019）通过对 2003 年到 2014 年在我国 A 股上市的 43 个进行跨国并购的企业进行实证研究，发现良好的企业内部治理，对企业跨国并购所产生的绩效有明显的正向引导^[51]。江诗松（2022）等将我国上市公司发起的 100 起跨国并购案例作为样本，对中外合资经验和跨国并购绩效之间的关系进行了实证研究，研究结果表明，中外合资经验越高，企业的跨国并购绩效也会随之提高^[52]。乔璐（2020）等研究发现，国家间距离对企业跨国并购的财务绩效产生了负向的影响^[53]。通过选取我国 2012 年到 2016 年成功实施跨国并购的上市公司作为研究对象，季华（2019）等分析了在跨国并购过程中企业的国际化程度对估值溢价度和并购绩效的关系，研究结果表明，企业的国际化程度越高，并购企业的估值溢价度与并购绩效的正相关关系就越显著，因此建议跨国并购企业要有意识地提高自己的国际化程度^[54]。

1.2.3 文献述评

通过对国内外学者关于企业跨国并购财务风险的文献进行梳理，发现在财务风险成因方面，国外学者的研究在不断细化，从三个阶段对风险成因进行了研究。国内学者也分别从内部环境、外部环境、内因、外因的角度对风险成因进行了全面的分析。在财务风险识别方面，国外学者考虑的更为宏观，研究结合了经济、政治、法律等因素，使用的模型及方法也较为成熟。我国学者在财务风险识别方面在西方已有的理论基础上引入了我国企业特有的变量，使得研究可以更好的为我国企业解决问题。在财务风险防控方面，国内外学者的研究深入到了并购过程中的各个阶段，都提出了具体可行的建议。在跨国并购的财务绩效方面，国内外学者也选取了大量的上市公司作为研究对象，通过实证研究的方法对企业跨国并购后的财务绩效展开了较为充分的研究。

总结已有文献可以发现，现有文献对大多从实证研究角度出发，得出的结论具有普适性，少有文献针对具体案例展开研究，对体育用品行业的跨国并购研究更是少之又少，因此本文在已有文献基础上，结合安踏体育并购亚玛芬这一典型案例展开研究，以期对体育用品行业在未来进行海外并购提供借鉴。

1.3 研究内容与框架

1.3.1 研究内容

本文基于国内外学者的研究现状及理论基础,结合安踏体育并购亚玛芬这一典型案例,根据该案例的实际情况及财务数据计算分析了企业跨国并购过程中所面临的财务风险,并提出相应的风险防范措施。各章节内容如下:

第一章为绪论。首先介绍了本文的研究背景与研究意义。其次是文献综述,本文从三个方面对已有的跨国并购财务风险方面的文献进行了归纳整理,分别是跨国并购的财务风险成因,风险识别和风险防范,然后对跨国并购绩效方面的文献进行了梳理。最后阐述了本文的研究方法,研究内容及研究框架。

第二章为相关概念概述及理论基础。本部分对相关理论进行概述,包括对跨国并购的概述、跨国并购财务风险的概述以及对并购绩效的概念及评价方法的概述,最后展开与跨国并购相关的理论介绍,分别是协同效应理论、战略发展理论、资源配置效应理论以及信息不对称理论。

第三章为案例分析。本章首先对我国体育用品行业发展现状进行概述,包括发展历程和发展趋势,为体育用品行业未来的发展方向提供了参考。然后主要对安踏体育并购亚玛芬这个案例进行详细的介绍和分析,首先介绍并购双方的背景,其次介绍此次并购的动因,主要包括:获取国内消费者的心智资源、弥补细分市场的空白并发挥协同效应、推进战略布局助力冬奥会三个方面。接着将详细的描述本次并购案例的并购历程,包括并购结果,发现此次并购确实存在一定的隐患,因此最后对此次并购的长短期绩效进行了分析,希望基于真实的财务数据分析可以为此次并购做出一个较为科学和准确的衡量,并且通过财务指标的变化识别出此次并购可能存在投资风险、流动性风险和融资风险。

第四章为安踏体育并购亚玛芬的财务风险分析。基于第三章对案例的分析发现此次并购确实存在财务风险,因此本章分别从三个阶段对此次并购产生财务风险的原因进行了分析,首先,并购准备阶段产生财务风险的原因包括注重战略布局但轻视财务风险以及并购估值溢价过高两个方面;其次,并购交易阶段产生财务风险的原因包括支付方式单一,以及资金流动性下降;最后并购整合阶段产生财务风险的原因主要为整合经验不足和资金不足影响可持续发展潜力。

第五章为财务风险防范建议。针对以上提出的产生财务风险的原因,本章提

出了相应的风险防范措施。首先，并购准备阶段可以从分阶段实施并购以分散财务风险以及合理评估企业价值两方面入手；其次，并购交易阶段企业可以通过使用混合支付方式、加强现金流管理来防范风险；最后，并购整合阶段安踏可以从提升并购团队专业性以及加强整合工作增强协同效应入手。

第六章为结论与展望。主要阐述对上文研究的总结，并提出本文研究中存在的局限性，最后对未来的研究做出展望。

1.3.2 研究框架

本文以引入安踏并购亚玛芬案例来分析此次海外并购的财务风险，首先是对案例进行了详细的描述和梳理，接着对并购案的财务绩效进行分析，从而识别出可能存在的财务风险，然后对产生财务风险的原因进行分析，最后提出相应的风险防范建议，本文的研究框架图如图 1.2。

1.4 研究方法

(1) 规范研究法。通过对安踏并购亚玛芬案例进行详细的描述和分析，对此案例做出评价，给出自己的主观观点，并提出相关建议，以达到相应的标准。

(2) 案例分析法。为了使理论与实际相结合，本文选取近几年体育行业并购领域的代表性案例，并结合上市公司公开披露的财务数据，分析此次并购所带来的财务风险，探究其原因并提出解决方案。

(3) 事件研究法。即某一事件发生后，通过分析股价的波动并计算异常收益率来体现市场对该事件的反应。本文在分析此次跨国并购的短期绩效时运用到了事件研究法。

(4) 会计指标法。是利用会计指标来分析企业的长期绩效的方法，会计指标法对于绩效的反应更加详细、连续，可以更详细且具体的分析出并购前后企业绩效的变化。

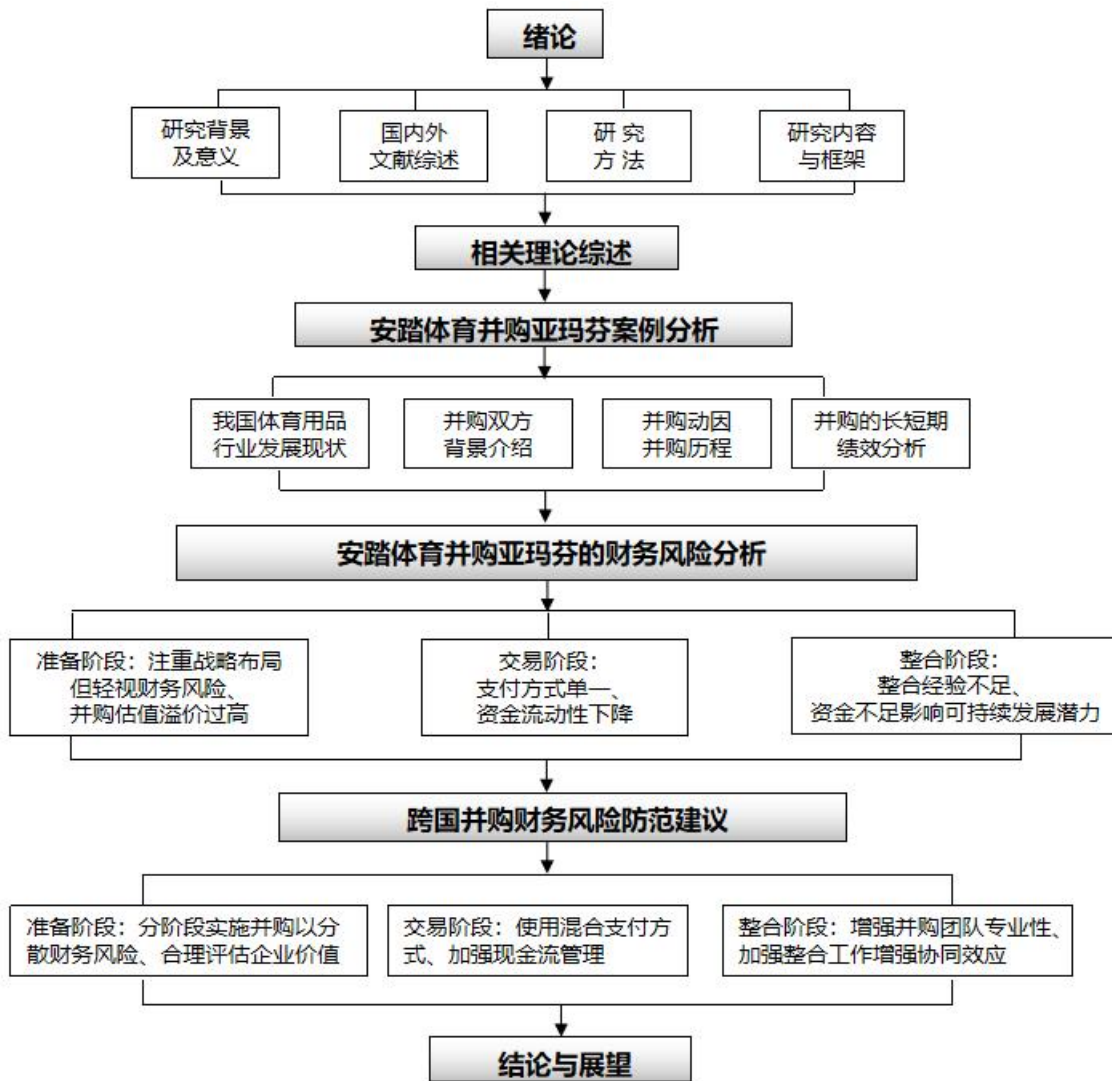


图 1.2 研究框架图

第二章 相关概念及理论基础

2.1 跨国并购概述

2.1.1 跨国并购的概念

跨国并购是对外投资的一种方式，概念是在一国企业在详细了解自身和目标企业的基本情况的基础上，出于某种目的，通过一定的渠道和支付方式，跨国并购另一国企业的全部资产或股权以致取得对被并购企业实际控制权的投资活动。跨国并购的支付方式主要包括现金支付方式、换股支付方式、发行债券或金融贷款等等。一定的渠道主要包括两种形式，其一是并购企业直接向被并购企业进行投资，其二是通过被并购企业所在国家的子公司进行投资。

企业进行跨国并购是为了可以高效的获取自身未来发展所需的资源，突破技术壁垒，增强自己的竞争优势，同时获取国外市场，进行海外扩张，提升自身市场占有率和国际地位。

2.1.2 跨国并购的类型

根据不同的分类标准可以将跨国并购分为不同的类型，按照跨国并购企业间的行业关系，可以分为横向跨国并购、纵向跨国并购和混合跨国并购，如果并购双方企业属于同一行业，生产和经营同类型产品或类似产品时，它们之间的并购行为就属于横向跨国并购；如果并购双方企业属于同一行业但分别位于不同的生产阶段，所发生的并购行为就属于纵向跨国并购；如果并购双方企业属于不同的行业，为了实现多元化经营所发生的并购行为，属于混合跨国并购。按照对被并购企业出资方式的不同可以分为现金支付并购，股权支付并购以及混合支付并购，本文选取的案例按照跨国并购企业间的行业关系划分，属于横向跨国并购，其目的是获取目标企业的资源，突破技术壁垒和品牌认知壁垒，从而增强核心竞争力，提高市场份额。按照对被并购企业出资方式类型划分属于现金支付并购，本次并购采取的全现金的支付方式，使得经营杠杆承压。

2.2 跨国并购财务风险概述

2.2.1 跨国并购财务风险内涵

在一定时期内，企业出于实现规模经济，扩大国外市场等目的，会进行跨国

并购，而由于企业在跨国并购的过程中资源进行了重新配置，导致未来收益或财务效益存在不确定性，从而会有发生财务危机的可能性。有专家认为并购进行的融资和扩张会给企业带来现金流危机，从而导致企业陷入财务危机，也有学者从跨国并购财务风险的源头角度来分析，认为估值定价，支付方式等决策是造成财务风险的首要因素，并且各国之间的政策与经济环境的不同也不容忽视，总之，造成企业跨国并购的财务风险的因素有很多，需要企业综合考量并做出合理决策来应对。

2.2.2 跨国并购财务风险类型

(1) 估值定价风险

企业在进行跨国并购时，评估并确定被收购企业的价值是整个交易过程中的关键环节，也是难度较大的一个环节。对目标企业的估值是整笔交易谈判的基础，但由于并购双方立场不同，无法轻易信任彼此，再加上信息不对称的影响，很容易造成对目标企业价值的高估或低估。然而估值的公允性是交易能够顺利进行的关键因素，如果被并购企业的价值被高估，就会导致并购企业支付高额的收购对价，从而影响并购企业后续的可持续发展能力；如果被并购企业的价值被低估，那么交易将无法正常顺利开展，造成交易中断，使得交易双方都不可避免的受到影响，总之，不管目标企业价值被高估还是低估，都将构成估值定价风险。造成目标企业价值被高估或低估的因素又很多，例如投资人的风险偏好、评估机构与评估人员的综合素质、财务报表的局限性以及评估方法的选择等等，企业应事先评估好容易造成高估或低估的相关因素，以确保准确估计目标企业的内在价值。

(2) 支付方式选择风险

企业在估值定价决策之后，就进入到了并购的下一个环节，支付的方式的选择上。企业进行跨国并购可采用的支付方式主要有现金支付，股权支付，混合证券支付，采取哪一种支付方式，以及支付形式和支付期限也是整个并购交易的关键问题，不同的支付方式会给并购企业带来不同的财务风险，例如现金支付会影响并购方的资金周转，并且蕴含着汇率风险；股权支付方式会给并购企业带来股权稀释的风险等等。本案例选择全现金支付的方式进行收购，给现金流造成了很大的压力，同时对安踏自身的偿债能力、盈利能力和成长能力造成了很大的影响。

（3）融资风险

企业确定了支付方式以后，接下来就是正式收购环节，企业通过融资来获取所需要的并购资金，但进行融资的同时也蕴含着财务风险，也就是融资风险。融资风险主要体现在融资方式、时机以及融资成本等方面。企业进行跨国并购的融资方式主要有内部融资和外部融资两种渠道，内部融资时间短成本低，但资金规模通常较小，因此企业通常还要辅以外部融资。外部融资主要包含债务融资、股权融资等渠道，企业进行债务融资时，会面临还款压力，易引发流动性风险；进行股权融资时，审批时间较长，且会稀释股权，但融资风险并不普遍存在于所有并购企业中。

为了完成此次并购交易，安踏体育有近 60 亿元的借款和约合人民币 93 亿元的债务融资担保，而且在并购完成后由于现金流压力，又通过折价出售亚玛芬股权，打包出售亚玛芬旗下品牌 Precor 以及发行 120 亿元的中期票据及超短期融资券，如此种种，给安踏带来了巨大的融资风险，而且也会使投资者逐渐对其失去投资信心。

2.3 并购绩效的概念及评价方法

2.3.1 并购绩效的概念

并购绩效是指并购企业将被并购企业合并完成后，也就是并购活动完成后，并购企业最初设定的财务目标以及并购效益的完成情况，包括资源是否得到有效利用和配置，财务协同效应和经营协同是否实现，并购后是否给并购企业带来了更好地发展前景等。

2.3.2 并购绩效的评价方法

（1）事件研究法

事件研究法是一种研究市场上某一事件发生时，股价是否会因此而产生波动，以及是否会产生超额收益率的一种统计方法，目前主要应用于某一特定的经济事件对公司价值所产生的影响。毕金玲（2011）利用事件研究法研究了近 100 个上市公司在并购交易中支付方式和收益率的关系，得出结论：使用事件研究法分析企业的并购绩效具有可行性^[55]。

（2）财务指标法

财务指标法是一种利用并购前后会计指标的变化来反应企业并购活动给财务绩效带来影响的重要方法，相比于绩效研究法，财务指标法能够更加客观且连续的反应企业并购后中长期财务绩效的变化，其主要不足就是财务指标容易受到上市公司的操控，但如果对绩效进行中长期的考察，那么并购给企业带来的实质性的影响终将无法隐藏。

2.4 理论基础

2.4.1 协同效应理论

上个世纪六十年代 Ansoff 首次提出了协同理念。简单来说，协同效应就是把相关的业务组合成一个整体，并使整体比部分运作得更好，其大致可以分为内部协同和外部协同两种情况。站在企业跨国并购的角度来看，协同效应就是并购企业与被并购企业在生产经营，管理等各个环节，各个阶段相互匹配达到理想状态，使得并购后并购企业的业绩好于并购前两企业的业绩之和，即“ $1+1>2$ ”。企业通过并购所产生的协同效应主要包括经营协同效应和财务协同效应两方面：

(1) 经营协同效应是指并购活动给并购企业在生产经营方面带来的效率提高，以及效率提高后所带动的效益升级，其主要表现为规模经济效应。站在横向并购的角度来看，企业进行横向并购后，首先会使得企业的成本有所降低，由于无论企业的生产规模大小，在日常的生产经营过程中都会产生一定比例的固定支出，例如机器设备、人员、管理费用等等，当企业合并业务后，这些重复的固定支出就会相应减少，单位产品的成本也会相应降低，这就是经营协同效应的体现方法。

(2) 财务协同效应是指企业进行跨国并购后，使得并购双方在财务管理方面有了正向的效果。在并购活动中，产生财务协同效应需要同时满足收购方有多余的现金流去投资项目并且被收购方持有高效益项目但是由于缺乏现金流而暂停进行，满足条件的企业发生并购活动后，其财务协同效应主要表现为：一方面提高了收购方的资金使用效益，另一方面使得被收购方获得了低资本成本的资金，并且高效益项目获得高效益回报，从而实现双赢。

此次安踏选择并购亚玛芬也是因为它们双方之间是可以互相帮助，取长补短的，是期望可以带来“ $1+1>2$ ”的协同效应的，因为安踏通过并购亚玛芬可以弥

补自己细分领域的空白，获得消费者的心智资源从而实现集团整体的品牌升级，而亚玛芬选择被安踏并购也是因为瞄准了中国的人口红利以及安踏体育在中国多年的市场运营经验。

2.4.2 战略发展理论

战略这一用法最早出现在军事领域，后来发展成为对深层次或全局性以及会对企业产生重大影响的事项的规划和布局。战略发展理论就是在一定时期内，企业根据自身的发展方向，发展的质量与速度制定出长中期的战略目标，并将此战略目标细化到各个生产阶段，以确保该战略目标能够在将来得到实现。制定战略规划是企业领导层为提高企业在行业中的业绩表现，综合利用手中的资源开展的决策活动。企业对于战略规划的制定将是一个动态的过程，首先需要企业全面分析内部的经营实力以及外部的市场环境、竞争环境等，为战略规划的制定提供出科学的依据，还可以根据自身的客观情况制定出具体的业绩指标；其次是战略规划的拟订，在内外部环境考察结束，战略思想明确后，企业可以拟定出一个或几个方案，经过全面分析和综合考察后，确定最终的方案；最后是战略规划的完善和修改，确定最终的方案以后，企业还需要反复打磨，使方案更易操作。企业通过制定中长期的战略规划，一定程度上可以提高自身在行业中的中长期竞争力，进而提升在本行业中的地位。

此次并购正是安踏国际化战略布局的重要一步，是打造“世界的安踏”的重要一环，丁世忠说：“这是我从创业到今天，所做的份量最重的一次决定”，可见此次并购对安踏完成国际化战略的重要性，如若此次并购在后续取得圆满成功，那么安踏就会离自己的远大理想“不做中国的耐克，要做世界的安踏”更近一步，而且亚玛芬旗下拥有一众专业且高级的体育运动品牌，并被旗下品牌相对成熟且有稳定的顾客群体，这也刚好符合安踏的战略所需，也符合安踏的战略规划，因此安踏选择了亚玛芬。

2.4.3 资源配置效应理论

资源配置效应理论是指导企业进行资源管理实践的重要理论。该理论认为，全球资源是有限的，且资源布局是存在差异性的，因此如何对有限的资源实现更有效率的配置，是未来企业的目标之一，而企业进行跨国并购有利于这一目标的实现。跨国并购从某种层面来讲，是可以让全球范围内有限的资源在不同地域根

据并购方的并购目标进行再分配的有效方式，因此，跨国并购的并购方在选择目标企业时，将会锁定在那些可以满足自身资源配置计划和未来发展规划的企业。

本案例中的并购企业安踏体育之所以选择并购亚玛芬，也是因为通过并购安踏可以更为快速便捷的获得亚玛芬在户外体育用品方面的研发技术，以及其旗下品牌的品牌效应，同时也直接获得了信任亚玛芬旗下品牌的一众客户，这些资源如果不是通过此次并购，安踏很难通过自身的力量来获得，由于安踏品牌一直立足于三四线市场，消费者很难将其与高端、时尚联系起来，而此次通过收购获得的品牌是直接与高端专业等词汇挂钩的，如此一来，对亚玛芬进行收购就直接弥补了自己在高端体育用品领域的空白，便捷高效的获得了亚玛芬的品牌效应。

2.4.4 信息不对称理论

信息不对称理论在海外并购活动中主要体现在并购双方所掌握到的信息存在差异性，无论是信息的质量还是信息的数量方面，并购双方都存在差异，这种差异在跨国并购领域显现的更为明显，主要由于并购双方存在着经济、政治等地缘性差异。企业在跨国并购时，掌握信息多的一方往往把握着谈判的主动权，拥有更多的谈判优势，当并购方掌握信息不足时，很有可能对目标企业的真实价值做出误判，从而支付更高的交易对价，给自身未来带来一系列财务风险，甚至是灭顶之灾。因此并购方在跨国并购的准备阶段应当从各个渠道获取目标公司真实的财务数据，以此来对目标企业进行科学合理的估值，更好的实现自己的并购目标。

由于本案例属于跨国并购，我国与芬兰在诸多方面都存在着地缘性差异，这无疑增加了并购方信息获取的难度，也使得并购方面临潜在的财务风险。

第三章 安踏体育并购亚玛芬案例分析

安踏品牌 1991 年于福建晋江创立，上市十余年，这期间，安踏体育共完成了 4 笔并购交易，目前安踏旗下共拥 11 个运动品牌，其中有 8 个来源于海外并购，可以肯定的是，没有海外并购，就没有今天的安踏。为了进一步加快全球化的步伐，早日实现“不做中国的耐克，要做世界的安踏”的远大理想，安踏体育联合投资者财团完成了对亚玛芬的要约收购。此次并购是中国服装业收购史上规模最大的，高昂的收购价格并不被看好，势必会加重安踏的资金周转负担。而且安踏体育的市场主要是中国本土三四线城市，并没有太多高端品牌运营经验。由于并购双方无论是体量还是影响力都相差较大，所以此次并购的财务风险也是不容小觑的，具有很强的研究价值。

本章首先将对我国体育用品行业的发展现状进行概述，然后将详细的从各个方面对此案例进行描述，包括对并购双方的背景介绍，对并购动因的分析，以及对本次并购历程的详细介绍。最后对本次并购的长短期绩效进行分析，以期通过真实的财务数据分析，为本次并购做出较为科学准确的衡量，并通过财务指标的变动来识别出此次并购可能蕴含的财务风险。

3.1 我国体育用品行业发展现状

体育用品行业在我国国民经济中属于第三产业，目前占国民经济的十分之一，属于正在发展的国民经济支柱，而且体育用品行业与其他产业的关联度较高，因此体育用品行业的发展是可以推动关联产业一同发展的，同时，体育用品行业在体育产业中也是最重要的行业之一，国民经济的高速发展离不开体育用品行业的高速发展。

3.1.1 我国体育用品行业发展历程

我国的体育用品行业起源于 20 世纪 20 年代，快速发展于 20 世纪 80 年代后期，由于国外资本大量涌入国内，国外的体育用品品牌也瞄准了中国市场，相继在我国莆田、晋江、温州等地建厂生产，安踏正是晋江第一批建立自主品牌，生产体育用品的行业先行者。快速发展时期为截至于 2008 年奥运会后，因为奥运会的举办，各大体育用品品牌用力过猛，且渠道管理粗放，使得奥运会后，库存严重积压，使得大量品牌商不得不关闭大量店铺减少开支，随后我国体育用品行

业进入低谷期，为期三年。2012年以后，伴随着《十三五体育发展规划》的政策引导和企业自身的转型改革，我国体育用品行业逐渐回暖并进入到稳定发展阶段。2016年以后，进入高速发展阶段，如图 3.1 所示，我国体育用品零售商品销售额从 2014 年以来逐年上升，2016 到 2017 年的增长速度尤为显著，2018 年达到近七年的最高值 282 亿元，安踏也在这几年凭借自己多品牌单聚焦的发展战略，成为了国内的龙头企业，2019 年销售额有所回落，而受疫情影响的 2020 年销售额不降反升，可见，国内疫情在下半年就得到了有效控制，居民的体育锻炼意识也在这一年出现拐点。目前是“十四五”的关键时期，我国体育用品行业联合会副主席兼秘书长罗杰认为，我国体育用品行业正在进入“新变局时代”。

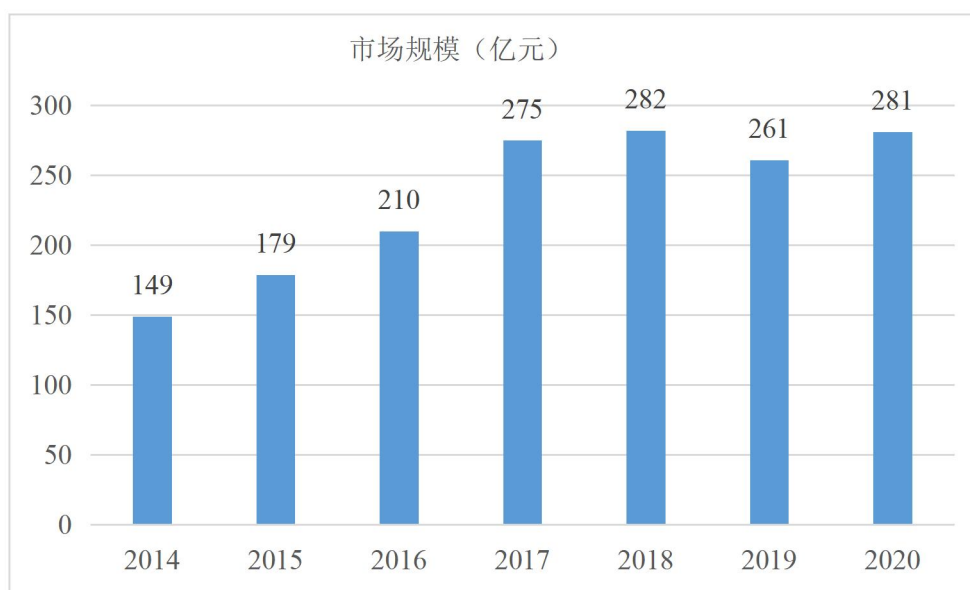


图 3.1 2014-2020 年中国体育用品零售商品销售额

3.1.2 我国体育用品行业发展趋势

(1) 运动鞋服产品的时尚化趋势

近几年，由于疫情的原因，越来越多的人开始居家办公，居家上学，居家运动，舒适的运动服饰几乎成为了疫情时代人们的刚需。随着消费者消费需求的转变，日益时尚化的消费趋势逐渐显现，在购买运动鞋服时，消费者不仅会关注其舒适度，产品的时尚感对于当前消费者来说同样是不可或缺的重要因素，而且著名奢侈品牌 LV 的创意总监 Virgil Abloh 在 2020 年的秋冬时装周秀场上，穿着户外品牌始祖鸟压轴登场，著名维密模特刘雯也在自己的社交平台发布了穿着始祖鸟衣服的照片，这表明时尚圈已经慢慢渗透到运动鞋服领域了，未来运动鞋服产

品将需要源源不断地时尚元素加入进去,这将对鞋服产品生产商的创新能力设计能力的一场新的考量。

(2) 以电子商务为中心,搭建全渠道消费体验模式

后疫情时代我国消费市场已发生巨变,虽然目前已经基本实现疫情常态化,但人们的购物渠道习惯却发生了巨大的改变。线上销售平台已经获得了比疫情前更多的用户,销售额也实现了质的飞跃,2021年双十一期间,京东平台的运动鞋服预售订单销售额同比增长650%,羽毛球类产品同比增长220%,户外鞋服类产品同比增长50%,线上购物已经逐渐成为消费者的主要消费渠道。

目前全渠道的消费模式已经到来,表现为消费者购买选择多样化、需求更加多元化、获取商品信息的渠道也日益多元化。随着互联网和社交媒体的发展,人们在购物时,通常会同时采用多条渠道进行跨渠道购物,这种购物方式不但能满足购物需求,同时也衔接了娱乐和社交,同时,在自媒体时代,消费者的购买决策极易受到社交媒体发布的种草内容的影响,而且越来越多的人开始重视消费体验超过他们所消费的商品本身,因此企业要尽快搭建以消费者为中心的全渠道消费体验。

(3) 重视产品创新,面向“智能化”、“智慧化”发展

在未来的发展过程中,体育用品行业需要更加注重产品创新以及技术研发,实现研发与营销的动态平衡,一方面不放弃对重大体育赛事资源的争夺,增强品牌热度,另一方面,也要不断提升产品的科技含量从而提升综合实力,不断地创新研发才是永恒流量。

5G时代的到来加快了企业在智能化领域对消费者心智的争夺战,家庭智能健身作为新消费时代的代表正逐渐走进大众视野。在万物互联之下,体育用品行业产品的更新换代将颠覆我们的认知,未来体育用品行业发展的关键将在于5G技术与整个行业的相互交融程度,这也对企业的技术创新提出了更高的要求。

3.2 并购双方背景介绍

关于此次并购,并购方为安踏体育,被并购方为亚玛芬,二者均属于体育用品行业,安踏体育由于瞄准了亚玛芬的国际影响力以及专业的品牌价值而产生并购动机,但并购后的短期绩效并不理想,因此展开研究。希望此次研究能为有相

同问题的企业在海外并购中提供借鉴意义。

3.2.1 并购方安踏体育概况

(1) 安踏体育的市场表现

安踏品牌始创于 1991 年,经过十几年的发展,于 2007 年在香港交易所上市,股票代码是 02020。在国内市场,安踏体育稳居第一,根据八月份披露的财报显示,安踏体育在 2021 年上半年已实现总营收 228.1 亿人民币,利用相同报告期的财务数据进行比较,如图 3.2,2021 年上半年安踏体育的总营收是李宁的 2.2 倍,特步的 5.5 倍,361 度的 7.3 倍,安踏已经成为国内体育用品行业的“一把手”。在国际市场,安踏体育也已经跃居第二,与第一名耐克的差距不足五十亿,2020 年安踏的总营收和耐克中国还相差近百亿,不到一年的时间,安踏就已经将差距缩小为原来的一半。与此同时,2021 年上半年安踏已经在多个核心财务指标上反超阿迪达斯,然而这并不是首次反超,在 2020 年安踏的净利润就已经反超阿迪达斯 18.6 亿元,就连近年来发展势头强劲的 Under Armour 也和安踏相差了近 60 亿元人名币。由此看来,安踏已经真正意义上的走出国门,走向国际舞台,和国际型品牌肩并肩对抗了。

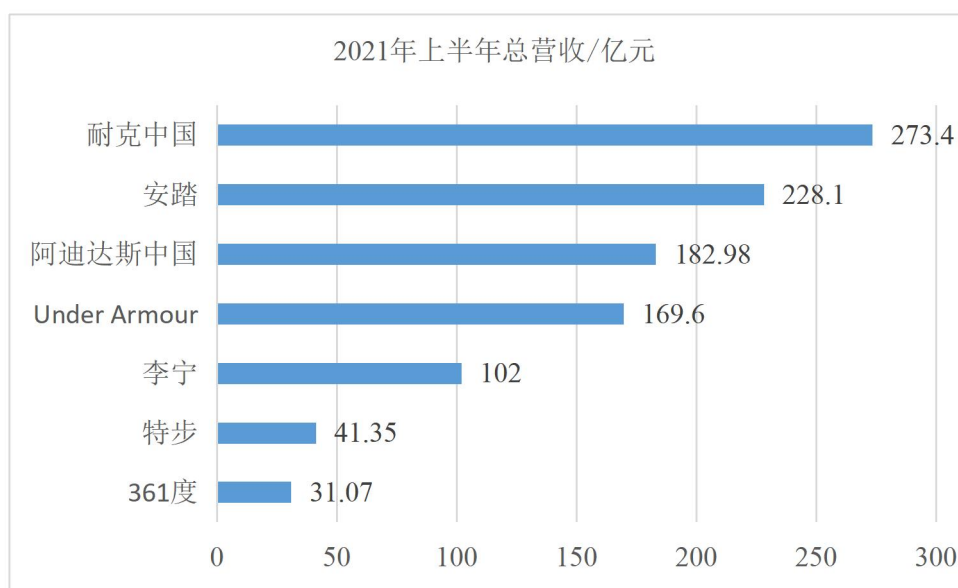


图 3.2 2021 年上半年体育用品行业主要品牌营收情况

资料来源:本表根据各企业年报信息整理所获。

(2) 安踏体育经营范围

从经营范围来看,安踏主要从事体育用品从研发制造到销售的所有业务,表 3.1 展示了安踏旗下品牌概况,旗下品牌的主要产品是运动鞋服及配饰,从表中

可以看出近年来安踏不断的推出新品牌来完善自己的细分市场，安踏在 2016 年就提出多品牌发展战略，一步一步布局自己的品牌矩阵，而且近年来，城市户外概念越来越盛行，户外运动正在慢慢渗透到每个人的生活，我国户外体育用品市场极具潜力，因此，安踏在布局品牌时，着重发展户外产品支线，目前其旗下品牌已经实现中高低端全覆盖，大众实用与品质时尚兼具，而且现有的户外品牌已经基本涵盖所有户外体育运动种类，迪桑特的专业滑雪装备；Kolon 的登山、远足、垂钓、打猎、野营等装备；亚玛芬的网球、羽毛球、高尔夫、滑板、自行车及潜水等装备，毫不夸张地说，将目前安踏的所有品牌集合起来，完全可以开一个类似迪卡侬的运动超市，因为你能想象到的运动所需要的装备，安踏现在几乎都具备，其“要做世界的安踏”的野心可见一斑。

表 3.1 安踏体育旗下品牌概况

品牌名称	推出/收购时间	品牌定位	档次
Anta Kids	2008	3-14 岁大众童装品牌	中低端
FILA	2009	时尚运动品牌	中高端
FILA Kids	2015	3-15 岁时尚运动童装品牌	中高端
Sprandi	2015	时尚品牌运动鞋品牌	中端
Descente	2016	户外运动品牌	高端
FILA Fusion	2017	潮流运动品牌，运动鞋服及配饰	中高端
Kolon	2017	城市休闲户外品牌	中高端
KINGKOW	2017	香港 0-14 岁极具设计感童装品牌	高端
AntaPluS	2018	贴合国人身材的时尚运动品牌	中端
AMER SPORTS	2019	顶级专业运动品牌	高端

(3) 安踏体育并购历程

从并购历程来看，自 2007 年在香港上市以来，安踏已经完成了四笔并购交易，表 3.2 展示了安踏的并购历程。

表 3.2 安踏体育并购概况

并购时间	并购品牌
2009	FILA 在中国的商标使用权和经营权
2015	英国运动品牌 Sprandi
2017	童装品牌 KINGKOW
2019	芬兰体育巨头 AMER SPORTS

2009 年，安踏从百丽手中买下了 FILA 的商标使用权和经营权，此后便一发不可收拾，在全球市场买买买。自 2015 年，安踏开始向国际运动鞋服领域进军，先后收购了英国品牌 Sprandi 以及香港品牌小笑牛，五年内进行了三次并购，但收购 Sprandi 和 KINGKOW 的收购额仅为此次并购亚玛芬收购额的 0.3% 和 0.1%，因此几乎不会对此次并购的绩效分析造成影响。

日本滑雪品牌 Descente 和韩国户外品牌 Kolon 均是由安踏与品牌方合作并在中国成立的合营公司，负责该品牌在中国的独家运营。安踏之所以进行了大量的并购，主要是因为其在大众市场已经站稳了脚，并且发现只有自主品牌是远远不够的，而且自主品牌的大众定位已经根深蒂固，此时想要有所突破就必须进军中高端市场，一二线城市。

这样的突破在体育用品行业是有案例可以学习的，早在安踏之前就有李宁强行高端的失败案例，因此此次进军安踏选择采用保洁和联合利华玩转的多品牌战略，即自有品牌定位已经固化，且无法承载其他细分市场，因此最好的方法就是购买大量能弥补自己细分市场的其他品牌。事实证明，安踏的决策是对的。根据安踏的 2019 年年报显示，FILA 的总收益为 147 亿元，接近安踏总收益的一半，要知道 FILA 还在百丽旗下的时候，两年内就亏损了近一千一百万，业界都认为它是一块烫手山芋，而此时安踏选择接管它，因为在此之前，安踏做了大量的市场调查，发现现在的年轻人需要的是更加时尚的运动鞋服，所以安踏将 FILA 买来并将其品牌定位为时尚运动品牌，并和 FILA 分享了自己的运营经验和营销渠道，最终二者实现协同效应，可以说是非常成功的并购案例。

并购 FILA 成功后，安踏不但有了大众运动品牌，也有了时尚运动品牌，但这还远远不够，随着户外概念的兴起，年轻人之间流行着一种“逃离城市”计划，滑雪、徒步、露营等看起来小众的户外项目逐渐受到越来越多的年轻人追捧，也

许是尝到了并购的甜头，也许是看到了更新的需求，安踏开始着手打造自己的专业运动品牌，而亚玛芬正是其经过重重筛选，瞄准的并购对象。

3.2.2 被并购方亚玛芬概况

(1) 亚玛芬是公认的世界顶级体育用品集团，其最早可追溯到 1950 年，是烟草公司出身，后来随着规模的发展，又涉足船舶、印刷和出版、造纸和纺织，直到 1974 年，通过收购冰球棒和防护装备的制造商 Koho-Tuote Oy，才正式进入体育行业，随后经过三年的发展，于 1977 年在赫尔辛基交易所 A 股上市，随着业务的拓展，国际地位的增强，在 1984 年，亚玛芬又在伦敦证券交易所上市，他也是伦敦证券交易所上市的第二家芬兰公司，随后他进行了大量的包括体育行业和非体育行业收购，可以说他对收购的狂热程度是远超前安踏的，大量的收购使其旗下品牌激增，因此随着体育行业品牌的迅猛发展，亚玛芬也在不断剥离非体育行业品牌，不断的评估自己旗下品牌的价值，然后优中取优，因此外界认为亚玛芬更像是一家投资公司。2004 年，亚玛芬正式更名为亚玛芬体育，以此来突出该公司对体育用品行业的关注。2018 年，被安踏体育收购，2019 年从赫尔辛基交易所退市。

(2) 从经营范围来看，亚玛芬体育主要从事专业运动鞋服和体育器材的营销，大致可以分为三个品类，户外运动品类，球类，健身产品品类，其中户外运动品类的销售额占比超过 70%，其次是球类，最后是健身产品类，健身产品的表现不佳，使得其已经对目前旗下最大的健身产品品类公司 Precor 撤资。表 3.3 为亚玛芬旗下品牌概况，可以看出其在户外运动品类的品牌布局已经非常成熟，既不断拓展自己的品牌类目，又在每个类目下不断拓展自己的细分市场，已经基本实现户外运动装备全覆盖，并且大部分品牌的形象已经深入人心，有固定的顾客群体，而安踏选择收购亚玛芬，其中一个很强的的动机就是看上了其在专业运动装备领域的强大品牌矩阵，以及各个品牌所覆盖的细分市场。

表 3.3 亚玛芬旗下品牌概况

品牌名称	推出/收购 时间	主打产品	品牌类目
Atomic	1994	滑雪装备	户外运动品类
颂拓 SUUNTO	1999	顶级户外测量装备	户外运动品类
萨罗蒙 Salomon	2005	专业越野装备	户外运动品类
始祖鸟 Arc'teryx	2005	户外品牌中的爱马仕	户外运动品类
Mavic	2005	时尚运动品牌主打滑雪装备	户外运动品类
ENVE	2016	顶级自行车轮组装备	户外运动品类
Armada Skis	2017	专业滑雪板等滑雪装备	户外运动品类
Peak Performance	2018	高端滑雪装备	户外运动品类
威尔胜 Wilson	1989	网球、棒球、篮球等装备	球类
德马里尼 De Marini	2000	棒球和垒球设备	球类
Louisville Slugger	2015	专业棒球装备	球类
Precor	2002	健身器材（2020 年剥离）	健身产品类

3.3 并购动因

以下将从获取国内消费者的心智资源，弥补专业运动领域细分市场的空白并发挥协同效应这两个方面来分析此次并购的动因。

3.3.1 获取国内消费者的心智资源

在分析这点动因之前，先介绍一下心智资源，对心智的研究起源于《人类精神进步史表纲要》等有关人类精神和人类智力的著作，后来延伸到企业管理领域，其和土地、劳动、资本一样都是企业的资源，但心智资源比其他资源更重要，因为心智资源能够控制人们的购买意识，影响人们的消费选择（岳建秋，2007）^[56]，而且当人们认为某个企业的品牌定位与自己的个性非常吻合时，往往就会对这个品牌产生极高的兴趣。（冯晓青，2010）^[57]。

而此次并购亚玛芬，正是因为安踏的自有品牌定位已经固化，消费者很难将安踏品牌和时尚、专业联系在一起，因此出现了并购 FILA 的案例，因为当时的安踏已经意识到年轻人更需要的时尚运动品牌，所以将 FILA 收购了以后定位就

是时尚运动品牌，因为提到 FILA 品牌，消费者就会想到这是个日韩品牌，心智上自然将他和时尚潮流联系在一起，这是天然的心智资源，再加上安踏在中国强大的运营团队和销售渠道，自然而然就发挥了协同效应，创造了丰厚的利润。同样的，此次并购亚玛芬也是因为安踏想要直接获取这个芬兰体育用品集团在消费者那里已经形成的“欧美血统”心智资源，而且随着我国国民消费水平的不断升级以及冬奥会等体育赛事带来的运动热潮，我国的消费者确实存在购买高端和顶级运动装备的需求，因此，安踏选择并购亚玛芬。

3.3.2 弥补细分市场的空白并发挥协同效应

如上文表 3.2 介绍的安踏旗下品牌概况，可以看出安踏在并购亚玛芬之前，旗下专业运动品牌只有 Descente 和 Kolon，Descente 主打滑雪装备，Kolon 主营登山、野营、徒步等运动装备，风格较为时尚。安踏此时面临的现状就是品牌少、品牌所对应的细分市场也有限，已有的两个专业运动品牌完全不足以覆盖各个年龄段，各个收入阶层的消费者对于体育用品的需求。而亚玛芬旗下的专业运动品牌类目很全，且覆盖的细分市场也更全面，就单单一个滑雪装备，亚玛芬旗下就有四个品牌在做，有做专业滑雪板的，有针对自由滑雪和越野滑雪的，有私人定制的，有极其注重剪裁和面料的，可以看出至少在滑雪领域，亚玛芬的细分市场是相当成熟的，因此选择并购亚玛芬。而且亚玛芬也想要抓住中国市场，享受人口红利，而安踏恰好有亚玛芬需要的运营和渠道，因此双方互相选择，以期实现协同效应。

3.3.3 推进战略布局助力冬奥会

从福建晋江的一家小型制鞋厂发展到如今的体育用品行业巨头，安踏仅仅用了不到 30 年的时间，这主要得益于以下两点因素，一是对大型体育赛事赞助权的争取，将品牌与奥运概念连接起来，二是安踏的品牌孵化战略。安踏首次将自身品牌与奥运概念连接起来是在 1999 年，用了当时年利润的三分之二签约了孔令辉作为品牌代言人，而在 2000 年悉尼奥运会上，孔令辉完成自己职业生涯首次大满贯，一时间红遍大街小巷，这使得安踏销售额暴增，在随后的几年，安踏都紧紧抓住每一次与奥运牵手的机会，截至目前，安踏已经陪伴奥运健儿走过了整整八次奥运会，是我国体育用品品牌中为国家队研发制造比赛装备最多的。安踏的品牌孵化战略从 2009 年收购 FILA 就开始了，2015 年以后又连续收购了五

个品牌，目的是不断的弥补自己的细分领域，推进“单聚焦，多品牌”的战略布局，这里的单聚焦指的是专注于核心竞争力。

本次并购是这两点因素的结合，既能与奥运概念连接起来，又推进了“单聚焦，多品牌”的战略布局。因为亚玛芬旗下拥有许多专业的运动品牌，且许多品牌的核心技术是超过安踏本身的，而早在并购前的 2017 年 9 月 29 日，安踏就已经和北京奥组委签订了赞助协议，成为本次 2022 年北京冬奥会的官方指定合作伙伴，因为冬奥会对运动员的服装要求极高，不管是面料的选择、符合人体工学的设计、科技的应用等方面都需要安踏具有极强的综合实力，所以安踏本次并购亚玛芬的原因之一也是想要与其实现技术共享，并且丰富自己的运动品牌，同时也可以为冬奥会的奥运健儿做出更具科技含量的战服，更好的与奥运概念连接起来，利用冬奥会这个大舞台来为品牌做更有宣传价值的广告。

3.4 并购历程

3.4.1 并购过程介绍

2018 年 9 月，安踏体育披露了一则内幕消息，消息称：董事会承认本公司联同投资者财团向亚玛芬体育发出无约束力的初步意向，或将使用现金支付的方式收购亚玛芬体育的全部股份，每股价格 40 欧元，但此次或有收购仍受到诸多不确定因素的影响，因此安踏并没有签订任何最终协议，知情人士透露仍有谈崩的可能。也无法保证此次交易会最终完成。

2018 年 12 月安踏体育又发布了一则公告，欣然宣布了其对亚玛芬的收购事项，与此前披露的内幕消息一致，每股价格 40 欧元，总收购价为 46 亿欧元，约合人民币 366.7 亿元。2019 年 3 月 26 日，安踏体育将其全资附属子公司 Mascot Jvco 的持股比例从 100%减少至 57.95%，Mascot Jvco 变成了安踏体育的一家合营公司，而剩余 42.05%的股份由投资者财团进行出资，投资者财团已于 2019 年 3 月前对 Mascot Jvco 注资完毕。2019 年 3 月 29 日（收购日），Mascot BidCo 收购了亚玛芬体育 98%的股份及投票权，本次收购至此告一段落。

图 3.3 为并购后亚玛芬体育的股权结构图，由图可以看出，此次收购由四股势力共同完成，分别是安踏全资附属子公司安踏体育 SPV、方源资本、腾讯的 FV 基金，以及露露柠檬创始人的投资工具 Anamerred Investments，其中安踏体育

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/828012000026006037>