摘 要

在经济飞速发展的今天，行业竞争日趋白热化，想要打破本行业发展的天花板，降低单一经营带来的风险，跨界并购成为快速进入多元化领域的首选。通过这种并购方式，企业能够扭转原本差强人意的盈利能力，从经营质量、经营范围等方面获得新的增长点。然而，正是由于并购双方业务上的差异，随着资金的流动、决策的转变和人员的流通，很可能会对原本的产业产生影响。也就意味着并购后整合难度较大，需要对子公司进行合理、有效的管控。如果无法有效进行并购后的整合，那么将会面临母公司对子公司管控失效，也就是子公司失控的局面。因此，本文以文化长城并购翡翠教育为案例，对文化长城跨界并购后子公司失控原因及影响进行分析，并提出改进建议。

本文发现，（1）高估值和高业绩承诺可能会使得并购的实际收益远低于预期收益，而非相反起到激励的作用；（2）对子公司的过度分权不利于母公司对子公司的管控；（3）并购后的整合是跨界并购的痛点所在；（4）子公司失控给母公司带来及其负面的经济后果，具体表现为市场反应激烈、影响企业经营绩效、股东财务缩水、中小股东损失惨重。

本文的贡献在于：（1）理论上，本文结合案例对子公司失控概念提出界定，丰富了子公司失控的相关文献；此外，本文采取单案例研究法，所选案例具有典型性，丰富了子公司失控的案例研究，也给其他学者的后续研究提供参考；（2）实务上，本文选定了“跨界并购”的场景，从并购实施前方案的设置和并购后整合两个维度分析案例子公司失控原因，对上市公司并购活动提从参考，从而避免可能产生的负面影响。

关键词：跨界并购；子公司失控；失控原因；经济后果

Abstract

In today's rapidly developing economy, industry competition is becoming increasingly fierce. To break the ceiling of development in this industry and reduce the risk brought by single operation, cross-industry M&A becomes the first choice to enter diversified fields quickly. Through this type of M&A, companies are able to turn around their otherwise poor profitability and gain new growth points in terms of business quality and scope. However, precisely because of the differences in business between the two parties of the M&A, with the flow of capital, the shift in decision making and the circulation of personnel, it is likely to have an impact on the original industry. It also means that post-merger integration is more difficult and requires reasonable and effective control of the subsidiary. If the post-merger integration cannot be carried out effectively, then it will face the situation that the parent company will fail to control the subsidiary, which means the subsidiary will be out of control. Therefore, this paper uses the case of Culture Great Wall's M&A of Jade Education to introduce the situation of both companies and how the loss of control of the subsidiary arose, and in this context, analyzes the causes and effects of the loss of control of the subsidiary after the cross-industry M&A of Culture Great Wall and makes suggestions for improvement.

This paper finds that: (1) high valuations and high performance commitments may make the actual returns from M&A much lower than expected returns, rather than serving as an incentive instead; (2) excessive decentralization of subsidiaries is detrimental to parent company control over subsidiaries; (3) Post-merger integration is the pain point of cross-industry mergers and acquisitions; (4) the loss of control of subsidiaries has significant negative economic consequences on the parent company, which is manifested by intense market reaction, impact on business performance, financial shrinkage of shareholders, and heavy losses of small and medium shareholders.

The contributions of this paper are: (1) theoretically, this paper defines the

concept of loss of control of subsidiaries with cases, which enriches the literature on loss of control of subsidiaries; in addition, this paper adopts a single-case study method and the selected cases are typical, which enriches the case studies on loss of control of subsidiaries and provides references for other scholars' subsequent studies; (2) practically, this paper selects the scenario of "cross-industry M&A" and analyzes the causes of loss of control of subsidiaries in the case from two dimensions, namely, the setting of pre-M&A implementation plan and post-M&A integration, which provides references for listed companies' M&A activities, so as to avoid the possible negative impacts.

Key words: Cross-industry mergers Subsidiaries losing control Merger motive Economic Consequences

目 录

摘 要 **1**

ABSTRACT **1**

目 录 **1**

1.绪 论 **1**

1.1 研究背景与研究意义 1

1.1.1 研究背景 1

1.1.2 研究意义 2

1.2 研究内容 3

1.3 研究方法 5

1.4 创新与不足 7

1.4.1 论文的创新 7

1.4.2 论文的不足 7

2.文献综述 **8**

2.1 跨界并购动因的文献综述 8

2.2 跨界并购效果的文献综述 8

2.3 子公司失控的影响因素的文献综述 9

2.3.1 上市公司盲从并购 9

2.3.2 市场监管的缺位 10

2.3.3 并购方的决策失误 10

2.3.4 标的企业的自私行为 11

2.3.5 其他因素 12

2.4 文献评述 12

3.概念界定与理论分析 14

3.1 相关概念的界定 14

3.1.1 跨界并购 14

3.1.2 子公司失控 15

3.2 内部控制理论 17

3.3 管理层权力理论 18

3.4 利益相关者理论 19

3.5 协同效应理论 19

3.6 理论分析 20

4.文化长城并购案概述 22

4.1 文化长城子公司失控事件 22

4.2 并购双方概况 22

4.2.1 文化长城概况 22

4.2.2 翡翠教育概况 23

4.3 文化长城并购翡翠教育的动因 24

4.3.1 并购背景 24

4.3.2 并购动因 25

4.4 文化长城并购方案的方案及过程 27

4.4.1 并购交易的具体方案 27

4.4.2 并购交易的具体过程 27

4.5 文化长城并购业绩承诺设置及完成情况 28

4.5.1 业绩承诺及补偿设置情况 28

4.5.2 业绩承诺完成情况 29

5.翡翠教育失控的表现、原因及经济后果分析 30

5.1 翡翠教育失控的表现 30

5.1.1 文化长城无法获取翡翠教育的财务资料 30

5.1.2 文化长城管理层接管工作受到阻拦 31

5.1.3 审计工作无法正常开展 32

5.1.4 引发诉讼风险 33
5.2 翡翠教育失控的原因 33
5.2.1 高估值、高额业绩承诺隐患 33
5.2.2 文化长城对子公司的管控不足 39
5.2.3 并购后资源整合不到位 41
5.3 文化长城子公司失控的经济后果 43
5.3.1 对企业股价影响 43
5.3.2 对企业经营效益的影响 47
5.3.3 对中小股东权益的影响 57
6.结论与建议 61
6.1 结论 61
6.2 建议 62
6.2.1 制定合理的交易定价 62
6.2.2 严格落实管理整合工作 63
6.2.3 完善内部控制缺陷 64
参考文献 66
致 谢 71

1.绪　论

1.1 研究背景与研究意义

1.1.1 研究背景

企业并购是兼并与收购的简称，是资本市场的重要组成部分。在市场经济条件下，并购已变成企业整合资源、迅速发展规模最有效的方式。在西方国家，并购浪潮发生于 19 实际 50 年代后，历经五次井喷，至今有 100 多年的历史。而在我国，企业并购活动于 20 世纪 80 年代才逐渐开始，起始相对较晚。随着我国改革开放的深入，市场经济日益活跃，并购活动发展迅速。在并购活动发展的初期，由于难以进入证券市场，我国企业并购的目的主要是获得上市公司宝贵的壳资源。而随着我国经济增长速度的进一步提高以及退市机制的逐渐完善，企业并购的主要动机已从获得二级市场融资资格逐渐转变为调整核心业务、重组增长模式和提高核心竞争力等战略意图。

然而，在“互联网+”的大环境下，企业必须寻找维持生存和发展新路径，跨界并购成为关注的焦点。跨界并购是一种混合并购，在企业的并购活动中，收购方和被收购方之间既没有横向的行业可比性，也没有纵向的生产链上下游供应关系。通过混合并购，企业可以扩大经营范围、进行多元化经营或战略调整，并且可以使并购方有效地跨越不同行业之间的壁垒，从而获得更广泛的行业资源和市场资源，在新领域形成影响力，还可以分散因本行业竞争带来的风险。2015 年前后，一些上市公司同时推广新兴行业板块和并购的概念，追求市场热点，以达到提振自身股价的目的。随着众多上市公司的加入，并购交易的规模和数量持续增长。

可是，并购也存在着巨大的风险，多数都以交易失败告终，就算是完成了交易过程，也并不代表并购预期的实现，整合失败、整合效率低下或整合效果

不理想也经常是企业并购后所要面临的难题。由下图 1.1 可知，并购的数量和规模都呈现先升后降的趋势并且两个数据的峰值年份都是 2015 年。然而，从 2015 年到 2018 年，成功率却从 64.96%下降至 50.87%，由此可见，从市场整体来看，并购的效果并不理想。

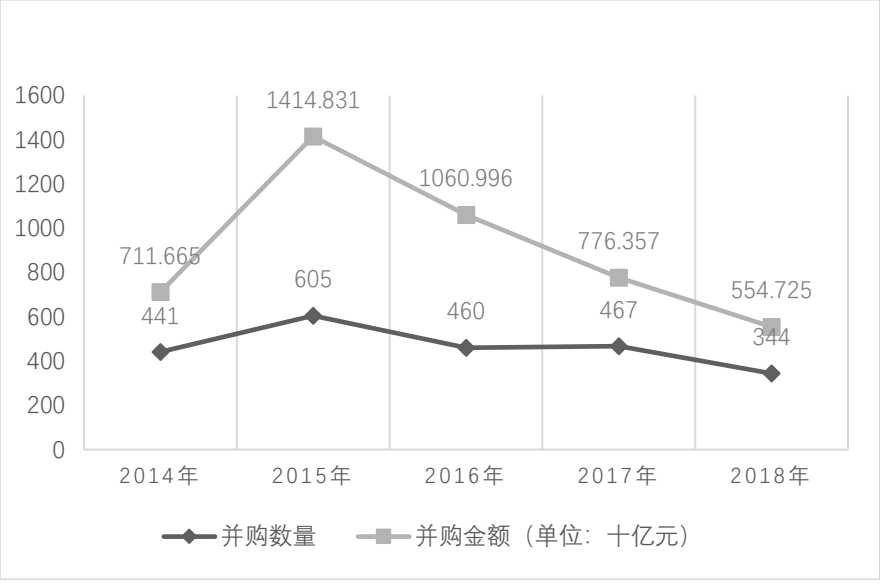

图 1.1 2014-2018 年上市公司并购情况

数据来源：同花顺数据库

但从国内外学者们的文献可以看出，关于并购失控的原因，学者们的研究普遍存在以下两个问题：一是研究具有滞后性。二是问题现象缺乏与实例的结合。并且由于该现象大多集中于近些年爆发，因此研究还不够完善。

基于以上背景，本文希望通过子公司失控的典型案例——文化长城并购翡翠教育以分析上市企业在跨界并购后的子公司治理，探求如何防范子公司失控的现象，如何降低子公司失控对上市公司带来的影响。

1.1.2 研究意义

（1）理论意义

第一，本文的研究丰富了“子公司失控”的文献。虽然国内外对企业并购的研究非常充分，但是对“子公司失控”的细分研究文献较少。作为近年来才出现在上市公司公告中的新关键词，学术界还没有针对子公司失控概念的详细定义，而本研究对子公司失控的界定可以丰富相关文献。

第二，丰富了跨界并购治理的文献。已有文献多从并购整合失败的角度出发，以财务指标和非财务指标去评析并购成效。本文选取跨界并购后子公司失控的典型案例，从并购实施前和并购后整合两个维度，结合相关理论基础，总结子公司失控成因，并提出针对性建议，丰富了跨界并购背景下的公司治理的文献。

（2）实践价值

现如今，我国企业在资本市场并购交易中，高估值、高业绩承诺现象普遍存在，企业对并购风险认识不足，并购后对子公司的管控和整合方面也存在较多问题，乃至子公司失控由个别现象变得较为普遍。

第一，本文对中国市场中并购潮后开始出现的子公司失控事件给予了关注。随着并购高峰期后，母子公司整合失败的案例越来越多，论文针对典型个案的分析能为监管部门识别、治理这类企业提供参考。

第二，本文选取跨界并购后子公司失控的典型案例，针对母公司的并购政策进行分析，发现其并购方案的隐患所在，从而对上市公司并购活动提供一定的参考。

第三，本文通过案例研究，对跨界并购后整合的具体方面进行分析，发现其在母子公司管控方面的明显漏洞，以期对上市公司内部控制提供指引。

1.2 研究内容

本文基于文化长城子公司失控这一典型案例，主要研究两个问题：（1）子公司翡翠教育失控的原因；（2）文化长城子公司失控的经济后果。具体内容如下：

第一章是绪论部分。主要是对论文的研究背景及意义、论文的内容框架、研究方法和创新之处等进行了简要的介绍。

第二章主要从跨界并购的动因，跨界并购的效果，子公司失控的影响因素三个角度进行梳理。为下文的理论分析打好基础。

第三章首先对本文的两个关键概念进行界定，然后通过相关理论的整理和分析，对跨界并购子公司失控的相关理论基础进行阐述。

第四章通过深交所及相关咨询网站发布的相关文件，概述了文化长城跨

界并购翡翠教育的案例，包括交易双方的概况、具体的交易方案以及业绩承诺的设置情况等方面。

第五章分别从子公司失控表现、失控原因及对母公司的影响三个角度对本文案例进行了分析。作为本文最重要的部分之一，本章首先对子公司失控的表现进行梳理，其次通过对比分析等方法，按照并购实施前和并购后整合两个维度，总结出子公司翡翠教育失控的具体原因。最后通过市场反应、经营绩效、中小股东权益三个维度来分析此次子公司失控事件的经济后果。

第六章是依据前文的分析，得出结论并针对性地提出建议。

研究框架见下图 1.1。

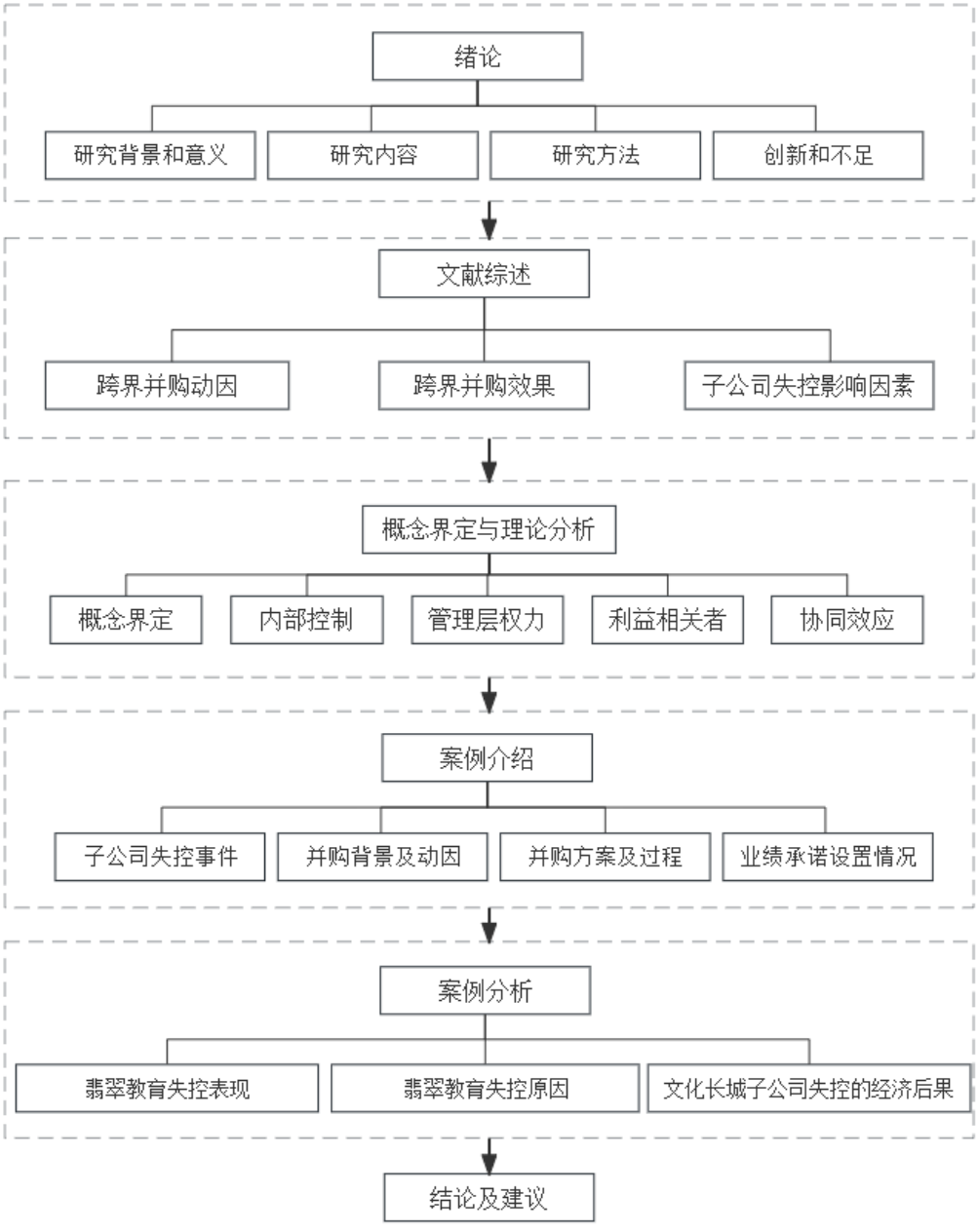

图 1.2 全文框架脉络

1.3 研究方法

（1）案例研究法

案例研究只需追求样本是否能反映某种规律，并不要求达到个案推断总

体的效果，因为案例分析追求的是典型性而非代表性。而文化长城子公司失控的案例十分典型。本文选取了文化长城子公司失控案例作为核心研究对象，对其并购实施前以及并购后整合中存在的可能导致子公司失控的不良因素进行分析。最后再提出针对性的相关建议，从而有助于进行并购活动的上市公司降低子公司失控的风险。

本文采取的是单案例研究法，根据 Yin（2004）提出的适合单案例研究的五种情形：批判性、不寻常、典型、启示性、纵向。文化长城子公司失控的案例主要符合典型、启示性这两点。典型主要体现在本案例并购实施前的估值情况在跨界并购中较为典型，以及子公司失控的表现较为典型，有利于帮助企业进行对照。启示性主要体现在研究了跨界并购后子公司失控的原因，对选取双主业发展战略的公司起到启发作用，有助于其降低跨界并购所带来的风险。

（2）对比分析法

作为案例研究中较为常见的一种研究方法，对比分析法主要是对客观事物进行比较，从而发现事物的本质以及规律。本文的对比分析法主要是分析子公司翡翠教育失控原因时，将翡翠教育的市净率、净利润等指标与同行业进行对比分析，从而发现问题。

（3）事件研究法

事件研究法一般使用的情况是：探究公司发生的某一特殊事件对于公司股价的影响，也间接体现了对于公司价值的影响。本文用事件研究法探究了子公司失控事件对于母公司股价的影响。

（4）文献资料法

本文结合研究主题，查阅、分析、归纳总结大量相关的文献资料，参考以前学者的研究成果学习理论基础，为研究提供理论支持。以此为基础，本文搜集大量与案例相关的数据、资料进行归纳分析，为研究提供数据支持。

1.4 创新与不足

1.4.1 论文的创新

（1）本文关注了近些年资本市场上出现的“子公司失控”现象，结合本文案例对“子公司失控”概念提出界定，以此为基础，梳理了案例子公司的失控表现，以期为其他进行并购的上市公司提供参考。作为近年来才出现在上市公司公告中的新关键词，学术界还没有针对子公司失控概念的详细定义，故本研究可以实现文献的进一步丰富。

（2）选定了“跨界并购”的场景，关注跨界并购在后续整合过程中的痛点，具有典型性。本文选取并购双方不具有任何关联的纯混合并购作为“跨界”的界定，反映了跨界并购的风险。跨界并购作为企业多元化的一个重要手段，合理应用的前提是充分了解其可能存在的风险，从而避免对企业可能的负面影响。

1.4.2 论文的不足

第一，单案例研究法的局限性。本文探讨跨界并购后子公司失控采用的是单案例研究法。相比大样本研究，结论可能推广性不足，因研究方法存在的固有缺陷在所难免。

第二，由于子公司的管理细节和财务数据等并不公开披露，在撰写本文时很难获得全部数据。本文在撰写时尽可能的参考了更多的信息，包括部分媒体采访、新闻报道、公司披露的文件等公开披露的、非正式资料，但仍然在一定程度上可能影响本文分析结果。

2.文献综述

2.1 跨界并购动因的文献综述

企业并购过程涉及被并企业内在价值、协同效应价值及实物期权价值三个方面的价值。Kaplan 和 Weisbach（1992）研究了协同效应，他们发现，一方面经营协同效用只有在相关度高的行业的并购活动中才存在；另一方面，财务协同效应更多地出现在跨界并购中，具体表现为更强的举债能力等。Lewellen（1971）假说这种协同效用只有在跨行业或跨地区混合并购中才会出现。联合保险效用和风险的分散效用是财务协同效用得以出现的两个前提。Levy 和 Sarnat（1970）提出，原本跨界并购双方现金流相关性低，因此整合之后可以分散投资风险。Khanna 和 Palepu（2000）指出，对于新兴市场而言，跨行业经营有特别的优势。

Khasawneh（2013）认为，并购可以扩大经营范围，分散经营风险，使盈利能力和营运能力得到改善，摆脱经营困境；刘磊（2004）认为，并购（包括跨界并购）的动因大致分为：把握战略机遇，降低自身成本，并购双方均可分散一定程度的经营风险，扩大企业规模经济等一般方面；筹得企业资金，增加投资机会，降低企业税收负担等财务方面；殷爱贞等（2018）认为企业间进行并购重组，主要动因是为了实现协同效应，发挥资源整合的优势，提高竞争力；Riccardo 和 Sonia（2015）认为，由于科技革命冲击，企业为了保证自身发展，进而会大举进行跨界并购，实现产业转型，这是企业发展的内在需求。

2.2 跨界并购效果的文献综述

并购之后，难以避免的被并方原管理层离职需要企业在人员调配方面做得更好。此外，在并购整合期间，如果对员工的消极心理处理不当，还会导致

员工失去信任，从而不利于企业经营（Blake 和 Mouton, 1985; Bijlsma-Frankema, 2004）。Jensen（1986）提出，尤其在跨行业并购中，如果并购方管理层对被并方所在行业的业务不能做到充分了解，那将会对后续的经营管理造成较高的风险。

蒋先玲（2013）总结了跨界并购的折价效应，提出该效应是由于信息不对称和并购方的超额支付行为，从而引发的委托代理问题。Jensen（1986）发现，比起单主业经营的公司，双主业或者说多元化经营的公司可能会将更多的资源投向负净现值项目，从而造成企业总体价值的下降。

首先，在跨界并购的协同效应方面，Shaver（2006）提到，跨界并购未必能达到协同效应，反而可能出现负面后果，整合环节一旦出现纰漏，容易反噬自身。其次，关于并购前的资产评估价格的确定和交易对价的支付方式，程凤朝（2013）的研究指出，资产评估中的定价结果会受到人为因素的影响，可能对并购的效果产生消极影响；孙世攀等（2013）认为，管理层持股的多少和运用现金支付的可能性呈正相关，现金支付比例的加大可能对企业现金流造成负面影响。

2.3 子公司失控的影响因素的文献综述

2.3.1 上市公司盲从并购

宋清辉（2018）指出：跨界行为本身就是造成企业标的失控的一个重要原因。而企业频繁进行跨界并购，与当前的经济政策和制度背景密不可分。

此外，在政策的鼓励下，企业为了快速迎合市场需求，并购容易出现盲目性，子公司失控现象正是这种盲目性的体现之一。Weber（1981）对几十个并购案例进行梳理归纳后得出，上市公司并购后经营能力下降，甚至对子公司失去控制，主要是由于在经济制度推动的大背景下，上市公司盲目进行多元化。陈淑婷（2018）指出，导致子公司控制权一再丧失的重要原因是，上市公司不结合自身实际情况，盲目追赶政策风向，盲从其他企业，发展两项或者多项主营业务，但是实际上没有真正了解被并购公司所在行业的情况，直到完成并购流程之后，才意识到不符合集团自身的发展路径。

另外，高嵩（2014）补充提到，虽然《重组管理办法》于 2014 年修订，但是文件中取缔的盈利补偿机制仍然没有在实务中消失，反而多次使用。这一机制的积极方面是可以保障交易顺利进行，但消极方面是庇护相关方逃避责任，因此也是子公司失控的一个间接原因。

2.3.2 市场监管的缺位

田文玉（2016）指出，地域市场化程度和多元化战略的选择呈正相关，前者程度越高，后者可能性越大；史光青（2013）认为，跨界并购实施前，高估值、高业绩承诺的并购方案是导致子公司失控的原因之一。在对标的企业进行资产评估的过程中，现在常用的市场法和收益法得出的结果，往往与公司的实际价值相差较大，虽然设置了盈利预测机制，但仍然不能从根本上解决问题，这是由于市场缺陷导致的。

市场环境瞬息万变，为了减少这种不确定性对跨界并购的影响，无论是对并购实施前的并购方案等步骤，还是对并购后整合措施，都应该加强监管，及时披露信息。王竞达和瞿卫菁（2012）将创业板上市公司作为对象，研究发现应该对资产评估过程加强监管，不同方法结果相差大，容易出现高溢价，加大子公司失控风险。张泽明（2017）也指出，并购双方信息不对称的，如果监管缺位，上市公司常常不能全面掌握被并方的真实状况，无法判断其公司运营是否在可控范围之内，长此以往子公司失控的风险增加，为了避免这种情况，需要加强监管。陆筱睿（2016）提到，严格的监管措施会自上而下地传导至市场和企业，对于盲目并购、跟风并购能够起到警示作用，减少失控问题的发生。

2.3.3 并购方的决策失误

首先，并购行业的选择。Rumelit（1974）认为，良好的并购开端是选择双方匹配的行业，否则，上市公司可能因不了解被并公司的市场、产品等而导致并购后出现更多问题；Agrawal（1992）提出，不管是并购三种类型中的任意一种，选择了不合适的并购目标，往往会产生负的回报率；Ahem 和 Harford

（2014）也指出，在跨界并购中，选择与自身有相关性的标的企业失控的风险更小。

其次，资产评估价值过高。前期的高估值是子公司失控的重要影响因素。Jensen（2002）通过实证研究发现：并购会为企业带来价值效应，使得集团公司整体的估值攀升，但是，其准确性难以界定，这是并购后整合的隐患所在；刘登清（2014）认为收益法是否科学还是存疑的，因为收益法得到的评估结果往往远高于其他方法得到的结果；Ben-David et al.（2015）研究提到，以股权为交易对价的公司，并购绩效却表现不佳，这种情况是由于错误的估值；吕长江（2014）也提出，尤其是跨行业并购中，资产评估结果与实际价值的差距是引发子公司失控的影响因素。

再次，跨界并购的整合。并购后整合是企业进行跨界成败的关键，整合失败往往会直接导致子公司失控。赵息和田园（2016）认为，跨界并购中的业务转型对上市公司内部消耗很大，极有可能忽略原业务与新业务的资源整合，进而母公司管控子公司的难度大增；Alexandra（1999）提出，并购重组失败主要是因为标的的选择出错和并购后资源整合不到位；宋清辉（2018）也指出，上市公司发展双主业来实现业务转型，但协同整合难度大，这也是资本市场子公司失控频频的原因之一。

最后，管理层能力。跨界并购对管理层能力是一种考验，管理层责无旁贷。崔永梅和余璇（2011）指出管理层应该对市场行情高度敏感，及时更新思维模式，不可固步自封，从而由内而外完成并购整合，否则，很可能面临子公司失控的局面。孟晓娟（2015）的研究指出，混合并购的整合问题，比起横向或纵向并购，更尖锐、更突出，对高管能力考验更大，要注意整合的同步性，削弱子公司失控的风险。

2.3.4 标的企业的自私行为

子公司的不配合和盲目乐观也是导致子公司失控的诱因。罗芸莎（2017）指出，并购活动牵扯的利益相关者众多，例如子公司的高管和员工，如果并购过程中没有关注到相关者的利益，可能会加大不稳定因素，导致子公司拒绝配合。

Halkos 和 Tzeremes（2013）提到，标的企业估值的提高不受并购成败与否的影响，企业市值都会提升，这使得标的公司盲目自信，只关注自身，不接受母公司的管控。刘书锦（2018）还指出，盲目抬高估值和对经营业绩过度自信是子公司失控的主要原因。

2.3.5 其他因素

除了政府部门的管控，在企业完成并购重组之后，事务所每年在对企业进行年度审计时，应该严格负起自身的责任，对披露企业的盈利、运营等详细信息，对比业绩承诺方案预测值，根据差异进行补偿，这样可以减少高估值带来的隐患，也可以加强对子公司的管理和控制（汪月祥和杨俊欣，2014）。

潘红波等（2008）则提出，个别政府官员为了自己的政治目标，可能会以自身利益为中心而非以企业发展为中心，过度干涉，最终使得并购双方出现裂隙；汪海粟和韩刚（2007）也认为，政府干预的影响更大。政府的过度干预使得企业受到限制，对标的的选择不能够根据自身实际决定，反而使得并购后整合困难重重，甚至会失去对子公司的控制。

此外，田文玉（2016）提出，不同行业之间的壁垒加重了跨界并购本身的复杂性，如果不能充分了解被并购标的所在行业情况，可能会增加上市公司的经营和整合风险；王杏双（2011）指出，我国法制仍有完善的空间，企业在跨界并购后的整合中法律意识不强，可能做出一些忽略法律后果的行为，从而加大子公司失控的风险。

2.4 文献评述

上市公司为何要进行跨界并购？早期的文献主要集中在研究协同效应，后期逐渐扩展到扩大经营范围、分散经营风险、把握战略机遇等方面。而跨界并购是否真的能达到最初的目的？学者们指出跨行业可能反而增加了经营管理风险，带来折价效应以及未必能实现协同效应。进一步地，对于子公司失控的影响因素主要从以下几个方面进行文献梳理：上市公司盲目跟风并购、市场监管缺位、并购方决策失误、标的企业不配合和盲目乐观以及其他方面。

综上，国内外学者们对于跨界并购的动因、效果以及子公司失控影响因素做出了一定的分析。跨界并购是资本市场的常见现象，是企业迅速实现转型的有效手段，与此同时，也存在一定的风险，如果处理不好，容易走向失败。本文梳理相关文献，并总结各位学者的研究，以期进一步对跨界并购和子公司失控进行概念界定。

但从国内外学者们的文献可以看出，关于并购失控的原因，学者们的研究普遍存在以下两个问题：一是研究具有滞后性。二是问题现象缺乏与实例的结合。并且由于该现象大多集中于近些年爆发，因此研究还不够完善。

综上所述，本文以文化长城跨界并购翡翠教育为例，具体分析了跨界并购后子公司失控的表现、探究成因、分析子公司失控的经济后果，能够为企业在实际操作中提供些许建议，并起到警示作用。

3.概念界定与理论分析

3.1 相关概念的界定

3.1.1 跨界并购

并购在国际上一般被称为“Mergers & Acquisitions”，简称“M&A”,是指企业通过支付对价，获取另外一家企业的所有权和控制权的置换购买行为。其本质是体现了企业的权利主体在并购双方之间转移的过程。根据张秋生（2001）的观点，兼并与收购的一般形态如下图所示。

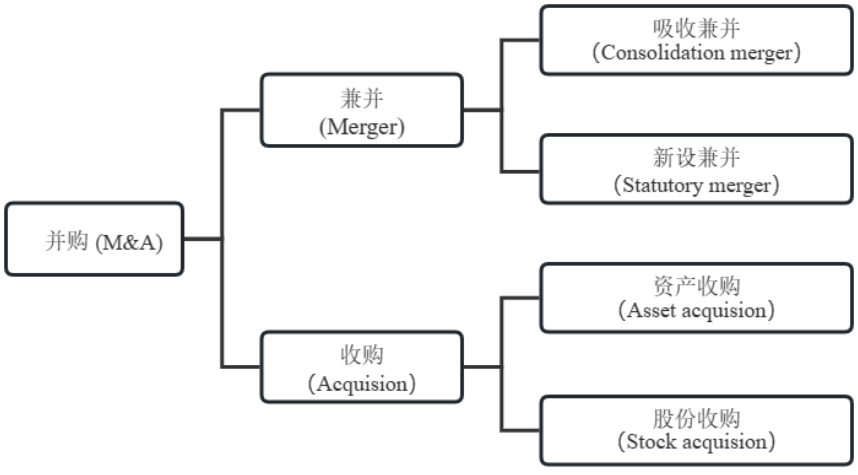

图 3.1 并购的一般形态

根据我国《公司法》第一百七十二条，公司的合并分为吸收合并和新设合并两种。力求与企业长期战略规划步调一致，提升公司对其控制的的资源的使用效率，进而占据更大的市场份额，比别的竞争者更有优势，在竞争中占据领先地位，达到企业经营的目标。

横向并购、纵向并购和混合并购是企业并购的常见分类。横向并购始于

19 世纪末 20 世纪初的第一次并购浪潮，并成为当时的主流，又称作水平并购，主要指并购方与被并购方处于同一行业，且可能存在竞争对立关系（徐虹等，2015）；而第二次并购浪潮使得纵向并购更为成熟，纵向并购又称垂直并购，是指生产或业务上下游公司之间通过购买对方的股权获得被收购公司的控制权，实现公司纵向一体化的一种动态过程（李青原，2011）。

在三种并购类型中，较为特殊的是混合并购，它表示并购企业和被并购企业不处于同一行业、同一市场、同一区域，且业务部门间不存在明显的替代关系（蒋先玲等，2013），多体现为跨行业的并购，因此也被称之为跨界并购。跨界并购可以帮助公司快速进入另一全新领域，实现不同业务的开展，有助于公司的多元化。刘焰（2017）认为混合并购使企业更直接、快捷地实现多元化经营，因而成为众多企业选择的扩张战略。出于不同目的的跨界并购还可以进一步分类为产品扩张型、市场扩张型和纯混合并购。第一种是指并购双方在技术上相关，并购能够实现产品销售种类的丰富；第二种是指双方在销售环节有关联性，通过并购可以有助于扩大市场份额；第三种是指双方不具有关联性。本文将跨界并购定义为双方不具有关联的纯混合并购。

3.1.2 子公司失控

子公司失控是近年来才出现在上市公司公告中的新关键词。资本市场中，本文观察到，子公司失控的表现并不是单一的，但是透过现象看本质，各种失控表现的内核还是符合一定规律的，具体来说，上市公司虽然有着控股股东的身份，但实质上却难以对子公司实施控制。由于会计准则对于子公司失控事件没有明确的界定,本节通过对相关法律法规、相关研究及会计准则对控制的界定的总结，来反推失控的界定。

首先，根据 Zingales（2000）的研究，可以看出控制权分为两种类型，一是名义控制权，二是实际控制权；前者是法律法规、政策规定的权利，是显性的权利，后者是在前者的基础上，既包含了显性的权利，又囊括了隐性的权利，例如：社会资源、管理资本等。根据下图 3.2 的三部法律法规的条文规定，可以看出，子公司应该受制于母公司的管控，反之，则是子公司失控的状态。

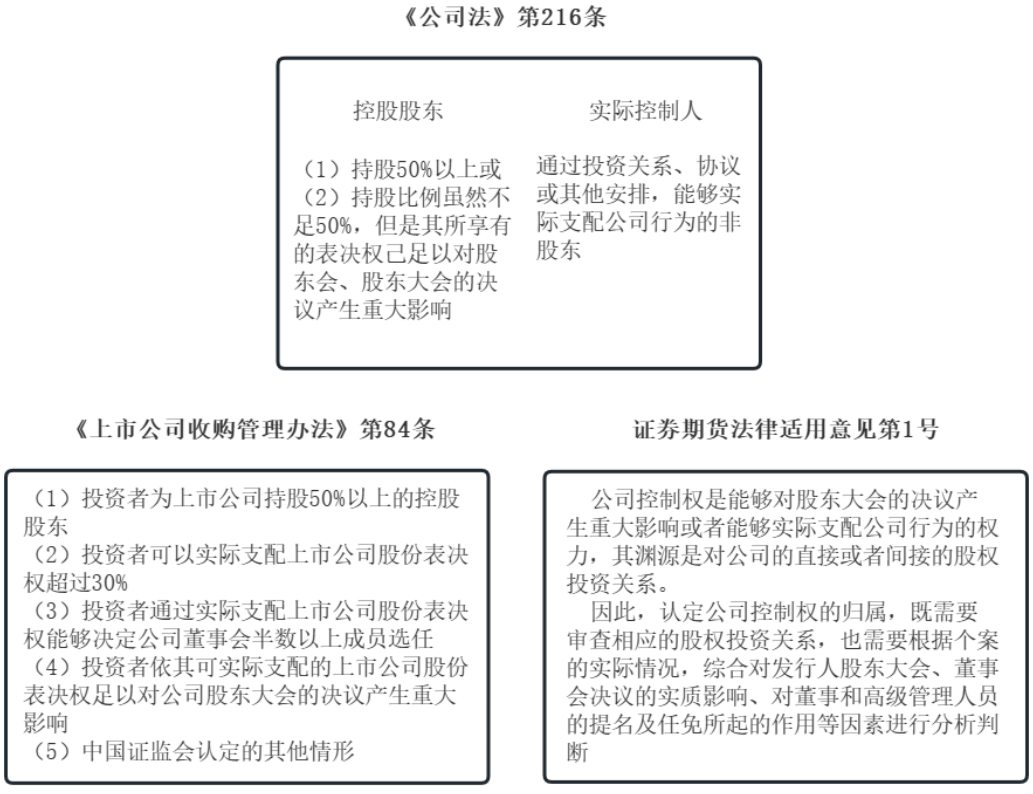

图 3.2 法律法规对控制的规定

依据上述规定，可以对照出，子公司失控也就是脱离上图中总结的控制状态，母公司无法对其实施管理与控制。

其次，不管是国际还是国内会计准则，都认为应该按照实质性控制来界定合并报表的范围，但是实务中却对于实质性控制的判断存在一些争议。Aghion 和 Tirole（1997）还没有引入“控制权”这一词汇，他们在研究中使用的“进入”一词，指代股东和管理层对关键资源的控制，通过这种控制，可以影响企业控制权配置。徐锐和薛爽（2022）认为，对与母公司对子公司控制权的认定，应该遵从会计准则的控制三要素，即图 3.3 的内容。



图 3.3 现行会计准则中的控制三要素

因此，如果母公司失去对子公司的控制，那么母公司无法获得子公司的经营成果，进而投资收益受损；此外，由于母公司对子公司的权力失效，子公司的审计和资产评估工作会受到阻碍，无法按时地、完整地进行信息披露。

综上所述，结合实质重于形式的前提，本文将子公司失控定义为：虽然母公司在法律形式上能够控制子公司，即持股 50%以上，但在实质上，母公司却无法获得子公司的经营成果，无法影响其回报金额。

3.2 内部控制理论

有关内部控制的研究始于二十世纪七十年代的西方发达国家。COSO（2013）报告中将内部控制定义为：受企业董事会、管理当局和其他职员的影响，为取得经营效果和效率、财务报告的可靠性、遵循适当的法规等目标而提供合理保证的一种过程。该理论认为，内部控制应当是把控企业正常运行的保障，一旦内部控制出现问题，企业的运行很容易“出轨”。子公司失控也在企业运行“出轨”的范畴中。同样的，方红星和金玉娜（2013）也指出，保证企业实现其经营目标、报告目标、合规目标是内部控制的宗旨。

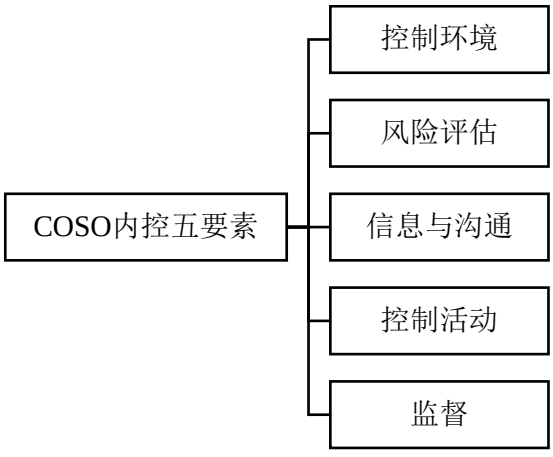

图 3.4 COSO 内部控制五要素

子公司失控，简单来说就是被并公司脱离了并购方的控制，从某种程度上看属于内部控制失效的一种表现形式。本案例选取的母公司实施跨界并购，主要是发展公司的双主业战略，而正是内部控制的失效，导致其无法实现经营目标、报告目标。

3.3 管理层权力理论

管理层权力理论起源于 Berle 和 Means 在 20 世纪 30 年代年关于公司治理的开创性研究，他们发现了现代公司的经营权和所有权相分离，控制权从所有者手中转移到经营者手中。Bebchuk et al.（2002）阐述了管理层权力理论，指出股东和管理层之间的委托代理问题是由于所有权和经营权的分离，随着管理的分权程度的提高，内部控制受到的挑战就会越大，那么风险发生的可能性就会提高。Bebchuk et al.（2002）认为：如果管理层对于公司的控制日益增强，那么管理层可以更容易地破坏现有的权力制衡和监督，利用资本分配行为来为自己的利益服务，进行权力寻租。

虽然子公司失控的发生不能完全排除客观因素，但根源在于，母公司对子公司管控与整合能力不足。在跨界并购过程中，为了加快并购进程，常常做出退让，尤其是在公司管理模式上，并购企业选择保留被并方原有管理层的现象并不少见，这使得子公司的原有管理层的权力基本没有改变。如果子公司管理层没有受到限制，子公司商业模式也没有改变，即使名义上母公司拥有对子公司的控制权，但实质上可能难以形成良好的管控。

3.4 利益相关者理论

广义上的利益相关者理论以 Freeman（1984）为代表，他提出在一个企业的运营过程中，部分组织群体或者独立个体，只要其会受到企业影响，或者能对企业产生影响，都可归纳为利益相关者。狭义上的利益相关者理论以 Clarkson（1994）为代表，即“利益相关者在企业中投入一些实物资本、人力资本、财务资本或一些有价值的东西，由此而承担某些形式的风险；亦或是，利益相关者因企业活动而承受风险”，该定义将利益相关者的范围大大缩小，其中强调了部分具体专用投资，将与企业无关的利益相关者排除在利益相关者界定范围之外。本文采取 Freeman 的观点。

利益相关者理论的核心是，组织应当以综合的方式平衡不同利益相关者的利益诉求，而不仅仅关注股东财富的积累。根据利益相关者理论，将各利益相关者纳入组织决策，既是一种道德义务，也是一种战略资源，两者都有助于组织提升竞争优势（Plaza-Ubeda et al., 2010）。

与流行的“股东利益至上”的理论不同，该理论重点突出的是：因为各利益主体对企业的经营和发展的参与是不可或缺的，所以相比仅仅考虑本部分利益主体的利益，企业更应该追求全部利益相关者的利益。在跨界并购中，双方可能都站在各自的立场上，以自身利益为中心而做出损害他人利益的行为，而这种利益冲突使得合作共赢的并购理念难以实现，从而可能导致被并方脱离控制。因此，该理论认为，企业应该在各利益相关者之间寻找一种平衡，从而实现并购双方的互利共赢。

3.5 协同效应理论

协同效应理论作为西方传统的并购动因理论之一，认为并购带来的协同效应能够提高企业的整体效率，即企业通过并购产生“1+1>2”的协同发展效果，具体可分为范围经济效应和规模经济效应，也可分为管理、财务、经营方面的协同效应以及多元化协同效应（Berkovitch 和 Narayanan，1993）。反之，如果相互之间不能够很好地配合，就会在内部形成冲突、消耗，反而会降低各个子系统发挥作用。

根据协同效应理论，并购是为了实现互利共赢，而达到这一目的就要通过协同合作。该理论可以细分为三个方面的协同：经营协同效应、管理协同效应和财务协同效应。首先，经营协同可以从横向和纵向两个方面体现。横向上可以体现为丰富资源调配渠道、形成优势互补，纵向上可以体现为产业链趋向一体化。其次，管理协同效应是指在并购方的企业管理能力强于被并方的前提下，由管理能力强的一方去管理能力弱的一方，由此可以提高并购后母子公司的整合度和整体的资源利用率。最后，财务协同是指当母公司的资本成本高于子公司时，可以达到资本效率互补，此时，企业整体可以减少交易成本，合理避税。即从财务管理的角度，给并购双方都带来经济上的收益。然而，也正是由于双方各自资源、治理理念以及财务模式等方面的差异，使得双方的财务整合难度很大，如果急于求成反而可能引起子公司失控现象的发生。因此，该理论认为，企业在筹划并购整合方案时，应该以严谨的态度做好防范工作，充分认识到跨界并购后整合的风险，真正实现协同效应。

3.6 理论分析

本案例中，协同效应是本次并购的动因之一。文化长城并购翡翠教育符合公司的双主业发展战略，并且可以与先前并购的两家教育公司形成协同效应。具体来说，预期实现教学资源共享、区域渠道补充、业务渠道拓展、业务规模扩大等，从而形成新的利润增长点。但是实际上，本次并购却没有达到预想中的协同效应，反而出现了子公司失控的局面。

首先，本次并购交易中，文化长城保留了翡翠教育原有的团队，仅派遣财务总监，对翡翠教育的财务管理与运营状况进行监督，最大程度地保留了翡翠教育原管理层的自主经营权。从 COSO 内控五要素的风险评估要素来讲，完全保留原管理团队的做法没有做到对风险的合理评估，可能会发生难以进行有效的监督的风险。因为，根据管理层权力理论，公司在并购重组后，往往会面临管理层重组的情况。而在跨界并购的情况下，由于母公司管理层对子公司所在行业的经营模式了解不够充分，如果没有原来的管理人员，可能会导致子公司的发展存在不确定性；但是与之对应的，如果过度放权给原班管理层，可能会加剧信息不对称，使得委托代理问题愈发难以调和，根据管理层

权力理论，子公司的高管可以更便捷地打破来自母公司的权力监督以及权力制衡，进而可能引发子公司失控。

其次，在并购后整合的过程中，并购方与被并方之间存在信息不对称。由于仅派出一名财务总监，母子公司之间缺乏信息沟通的渠道与反馈机制，难以落实控制活动的措施，难以监督内控过程的真实性、有效性、合规性，进而难以实现内控目标。

4.文化长城并购案概述

4.1 文化长城子公司失控事件

2019 年 4 月 30 日，文化长城发布《2018 年审计报告》，审计报告显示由于受子公司翡翠教育失控影响，文化长城被事务所出具无法表示意见，正式向外界披露翡翠教育的失控事件。

2019 年 6 月 17 日，在深交所问询函的回复中，文化长城称，公司与翡翠教育原股东于 2018 年 3 月 27 日完成全部的股权过户事宜并完成了工商变更登记手续，4 月份子公司财报数据完全并入文化长城。但是翡翠教育拒绝提供有效财务报表及相关财务资料，2018 年年审期间发现，翡翠教育私自与外部无业务关系的第三方进行大额资金往来，而未告知母公司并取得母公司的同意，此外，大额银行存款与银行函证不符。2018 年 8 月，翡翠教育私自处理全资子公司股份，导致公司对孙级子公司的控股权灭失。

2019 年 6 月 24 日通过公告披露了翡翠教育失去控制的情况。2019 年起，并购双方相互指认存在违法违规行为、争夺公司董事会席位，闹剧至今仍未落幕。目前，双方试图通过司法手段解决问题，有关事项仍在调查中。

4.2 并购双方概况

4.2.1 文化长城概况

成立于 1996 年的广东文化长城集团股份有限公司于 2010 年 6 月 25 日在创业板成功挂牌上市，公司坐落于广东潮州——“中国瓷都”。

公司最初的主业是研发、生产和销售各种中高档创意陶瓷工艺品和日用陶瓷制品，并分为四大业务板块：一是传统的日用陶瓷工艺品的外贸业务，二

是陶瓷包装器皿（如酒瓶）的定制和制造业务，三是著名艺术家的作品中陶瓷主题字画的展览、销售以及拍卖业务，四是自营品牌“长城瓷艺”连锁零售的经营业务。

表 4.1 文化长城基本介绍

项目	简介
中文名	广东文化长城集团股份有限公司
股票简称	*ST 文化
上市类型	深交所创业板 A 股
法定代表人	蔡延祥
注册资本	48105.687 万元
股票代码	300089
设立时间	1996 年 2 月 1 日
主营业务	教育信息化服务、职业教育以及创意艺术陶瓷的设计研发、生产和销售

数据来源：天眼查

但由于陶瓷业务增长乏力，到 2015 年与 2010 年上市时相比，净利润跌幅达到 62.08%，文化长城开始尝试跨界进入其他行业。经过多方探索，文化长城最终确定入局教育行业。

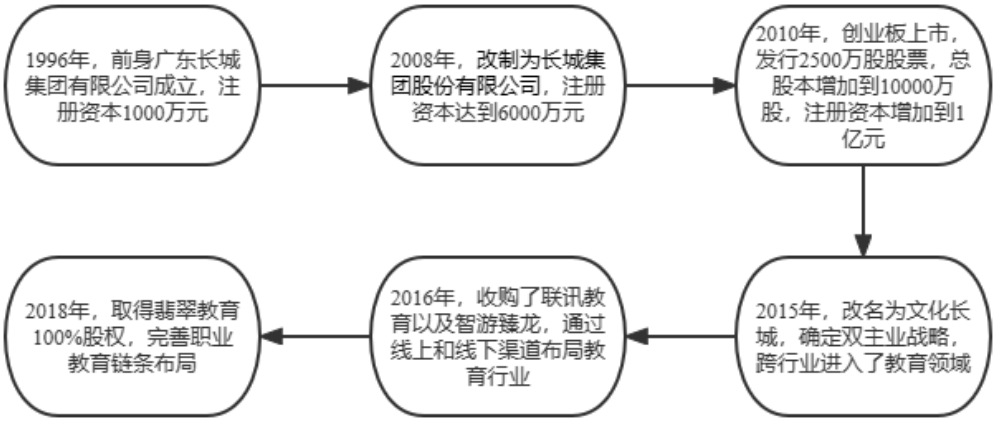

图 4.1 文化长城发展简史

4.2.2 翡翠教育概况

翡翠教育成立于 2012 年 8 月，专注于 IT 职业教育技能培训。经过五年多的发展和积累，翡翠教育在品牌、教研内容及课程体系、教学方式、管理制度、人才、综合服务能力等方面具有特色优势，在行业内具有较高的知名度和

良好的口碑，进入中国职业教育第一梯队。同时，翡翠教育在全国范围内积极扩张业务网络，在包括北京、上海、深圳等一线城市在内的 29 个城市覆盖有培训网点。翡翠教育的产品线详见下图 4.2。

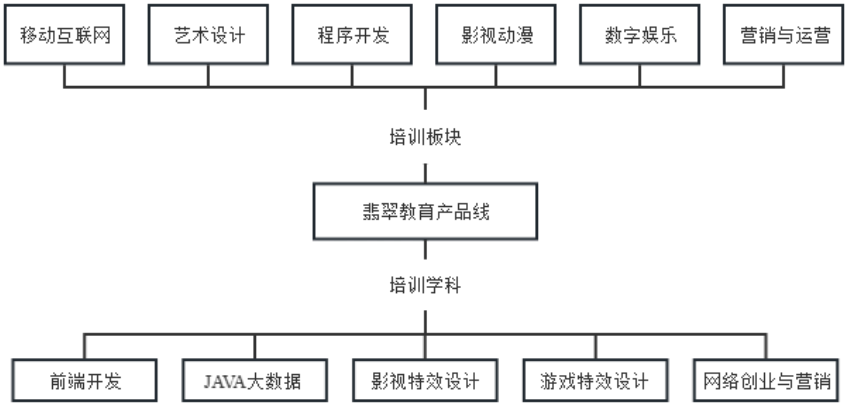

图 4.2 翡翠教育产品线

翡翠教育基本情况如下：

表 4.2 翡翠教育基本介绍

项目	介绍
公司全称	北京翡翠教育科技集团有限公司
企业类型	有限责任公司（法人独资）
注册资本	4825.21 万元
法定代表人	李振舟
成立时间	2012 年 8 月 10 日
主营业务	职业教育

数据来源：天眼查

4.3 文化长城并购翡翠教育的动因

4.3.1 并购背景

（1）陶瓷行业不景气

文化长城早期的业务范围主要在对外出口，客户群体主要在海外，根据公司年报，2014 年之前来自海外的主营业务收入占比平均在 80%以上。然而，虽然中国陶瓷举世闻名，但在工业化的国际市场中，中国陶瓷却处于弱势地位。这是因为我国外贸企业众多，生产缺少原创，主打价格优势，难以建立品

牌效应。与此同时，像西班牙等西方瓷器大国却逐渐凭借其品牌优势和设计工艺占据市场很大的份额。因此，我国陶瓷企业在海外市场的抗风险能力较弱。2016 年我国的陶瓷制品出口总额为 165 亿美元，较 2015 年相比同期下降了 27.5%。这主要是因为：我国人力成本上升和国际反倾销调查，前者导致生产基地流向人力成本更加低廉的国家，如印度、越南等，后者对我国陶瓷企业出口销售产生负面影响。

与出口市场相比，由于行业集中度低、缺乏行业监管和统一标准、缺乏知识产权保护、行业门槛不高，国内陶瓷市场无序竞争严重。从公司信息披露发现，文化长城早期曾尝试往主营业务相关方向扩张，比如 2012 年建设陶瓷容器项目，但是收效甚微。也就使得文化长城考虑进行跨界并购。

（2）职业教育市场发展向好

一方面市场规模总体逐年增长，根据行业研究报告，文化长城公司开始布局进入教育行业的 2015 年，非学历方面的职业教育规模同比增长 16.4%，达到 3106 亿元，越来越多人愿意付费。另一方面，《2015 中国 IT 产业发展报告》相关数据表明，现阶段，IT 类人才的缺口不断加大，培训需求旺盛。由于行业发展速度较快，岗位缺口大，培训市场的规模有望继续扩大。结合相关测算，IT 行业在 2017 年有接近 2500 万人的从业人员，IT 培训市场约有 750 亿元的市场容量。IT 职业培训行业未来发展前景良好。在非学历的职业教育的各细分领域中名列前茅，潜力被看好。

4.3.2 并购动因

（1）分散经营风险

由于陶瓷行业的竞争已是一片红海，公司面临着里程碑式的的战略决策选择，文化长城的管理层是选择横向并购同行业公司、以期扩大规模效应，还是跨界并购，选择一个前景好的行业进行多元化发展、寻求新的增长点，这无疑是一个关乎企业发展的关键问题。然而，如果选择横向并购，所面临的风险是：文化长城市场份额小、市值相对较低，在技术方面也不是行业的领导者，因而可能是同行兼并中的被兼并者。因此，要想分散经营风险，文化长城的最佳选择便是，跨界并购一个与陶瓷行业无关的公司。综上，选择一家在教育领

域有发展前景的公司作为并购对象是非常明智和合适的。收购翡翠教育后，母公司的资本运营以及管理能力，加上子公司在发展 IT 专业培训领域的深厚经验，可以有效帮助文化长城在教育领域的战略布局更加完善。文化长城将能够通过调整其现有的生产结构和业务板块，进一步完善双主业的布局，从而分散文化长城现有核心业务的业务风险。

（2）收购优质资产

翡翠教育属于 IT 教育培训行业，因其市场前景和发展潜力而被看好，在自身领域深耕，竞争力强。本次并购能够帮助上市公司增强盈利能力和抗风险能力，形成新的利润增长点，进一步实现经营目标。

首先，从前文的行业分析可以看出，良好的行业前景是翡翠教育最大的优势。其次，由于翡翠教育良好的业务布局，也为公司带来较高溢价。

翡翠教育自设立以来，专注于 IT 职业教育培训，行业内具有较高的知名度和良好的口碑。截至 2016 年底培训网点覆盖包括北京等一线城市在内的全国 29 个城市。而文化长城此次并购目标选择翡翠教育在很大程度上是因为重视其超过教育行业其他公司的市盈率。重组案中，文化长城列举了其他对教育企业的并购案例，市盈率平均为 13.348，而翡翠教育的市盈率经过测算为 13.93，超过行业均值。

（3）形成协同效应

此次交易完成之后，翡翠教育被纳入上市公司经营体系。一方面，母公司文化长城的另一子公司智游臻龙和本次并购的翡翠教育都从事 IT 职业培训，因此，在产品研发和设计等方面可以形成经营协同。另一方面，联讯教育以及英盛网都与各高校、职校和企业有着良好的合作关系，可以和翡翠教育形成业务协同，扩展翡翠教育发展渠道。

根据母公司文化长城在教育领域的战略定位，文化长城未来的规划是进一步发展职业培训产业链。由于前期的跨界并购帮助文化长城在职业教育领域形成小的生态圈，加上本次翡翠教育的加入，不仅可以巩固前期的布局成果，由于协同效应的存在，还可以进一步完善战略布局，将第二主业做大做强。

4.4 文化长城并购方案的方案及过程

4.4.1 并购交易的具体方案

2017 年 9 月 21 日，文化长城宣布将从 16 位股东处收购总价高达 15.75 亿元的翡翠教育股权，其中将有价值 7.53 亿元的股权以现金的形式支付，其他的将以本公司新发行的股票与股东进行置换，该新发行的股票价格为 14.93 元/股，但是需要注意的是，如果是选择股权置换，由于文化长城规定了股份锁定期，所以原股东至少要在一年后才可以将其兑现。

此外，公司将利用询价，向 5 名或更少的特定投资者发行非公开发行股份，以募集配套资金，并且总额不得超过 7.83 亿元，其中 7.53 亿元为交易支付的现金对价，其余为支付的中介机构费用，具体方式见表 4.3。

表 4.3 并购方式

交易对方	持股比例	现金对价		股票对价			合计金额
		金额（万）	占比	金额（万）	占比	股份数	
新余智趣	24.12%	32,905.10	20.89%	-	-	-	32,905.10
安卓易科技	18.44%	13,424.20	8.52%	17,245.70	10.95%	11,551,063	30,669.90
御泓投资	18.20%	9,077.30	5.76%	21,180.50	13.45%	14,186,505	30,257.80
嘉兴卓智	9.95%	-	-	16,541.10	10.50%	11,079,104	16,541.10
新余信公	6.49%	3,239.30	2.06%	7,558.40	4.80%	5,062,532	10,797.70
新余卓趣	6.14%	3,063.10	1.94%	7,147.30	4.54%	4,787,175	10,210.40
普方达	4.14%	2,067.60	1.31%	4,824.50	3.06%	3,231,392	6,892.10
新余创思	2.76%	1,378.40	0.88%	3,216.20	2.04%	2,154,209	4,594.60
纳隆德	2.49%	1,240.60	0.79%	2,894.60	1.84%	-	4135.2
木槿 1 号资管计划	2.49%	3,392.70	2.15%	-	-	1,938,804	3,392.70
共昇 1 号资管计划	1.24%	1,696.40	1.08%	-	-	-	1,696.40
朱慧欣	1.24%	1,696.40	1.08%	-	-	-	1,696.40
新余邦得	0.90%	448	0.28%	1,045.20	0.66%	700,086	1,493.20
天津钰美瑞	0.77%	1,276.40	0.81%	-	-	-	1,276.40
虹佳龙文化	0.31%	-	-	517	0.33%	346,256	517
御景投资	0.31%	424.1	0.27%	-	-	-	424.1
合计	100.00%	75,329.60	47.82%	82,170.50	52.17%	55,037,126	157,500.10

数据来源：文化长城并购交易报告书

4.4.2 并购交易的具体过程

2017 年底，主营业务为陶瓷产品的文化长城公告，拟以发行股份及支付

现金方式，作价 15.75 亿元收购来自教育行业的翡翠教育，是彼时国内教育行业金额最大的并购案。2018 年 3 月，在完成对翡翠教育过户后，翡翠教育的高管开始陆续加入到文化长城高层队伍之中。此外，财务报表的合并也让文化长城在短期实现了收入和利润的大幅增长：2018 年，文化长城收入 11.74 亿元，同比增长 117.31%；归属母公司股东净利润 2.05 亿元，同比增长 178.85%。

2019 年 6 月，文化长城发布公告称，公司已完全对全资子公司翡翠教育失去控制。具体包括，翡翠教育核心管理层未曾向翡翠教育的董事会进行经营述职，且存在多次违规进行资金调拨、对外投资、对外收购、对外处置子公司的行为；翡翠教育原股东、核心管理团队在履约和经营管理中还存在违约行为和违法行为。一个月后，翡翠教育的 7 名原股东进行“反击”，提请了关于罢免文化长城董事长蔡廷祥、副董事长吴淡珠和董事任锋的议案，但此议案未被上市公司审议通过。2020 年，上市公司则以翡翠教育诈骗为由向公安机关报案。目前上述案件尚在侦查阶段。

需要指出的是，在收购翡翠教育后，上市公司却未能完成现金对价的支付。在 15.75 亿元的并购对价中，有 7.53 亿元的现金对价是要通过对配套资金的筹集获得。但是，配套资金的募集计划未能实现，文化长城没能在合同规定的时间内支付该部分现金对价。2019 年，翡翠教育原股东将文化长城告上了法庭。根据披露信息，截至 2019 年 5 月，文化长城对翡翠教育待支付的金额还有 6.3 亿元。

4.5 文化长城并购业绩承诺设置及完成情况

4.5.1 业绩承诺及补偿设置情况

根据《盈利及减值补偿协议》翡翠教育 11 名业绩承诺股东及核心管理团队鲁志宏、李振舟、陈盛东及张熙 4 人的盈利承诺见下表：

表 4.4 文化长城与翡翠教育业绩承诺设置额（万元）

	2017 年	2018 年	2019 年
业绩承诺设置额	9000	20700	35910

数据来源：文化长城并购交易报告书

在利润承诺期的每个会计年度结束后 3 个月内，由公司聘请的具有证券从业资格的会计师事务所对翡翠教育上年度业绩完成情况进行审计，并在公司公告其前一年度年报后 10 个工作日内出具翡翠教育上一年度《专项审核报告》。若翡翠教育未能达到业绩承诺股东的盈利承诺，则业绩承诺股东及翡翠教育的核心管理团队鲁志宏、李振舟、陈盛东及张熙 4 人应按照约定向公司进行顺位补偿及连带补偿。根据《专项审核报告》，业绩承诺股东需对公司进行盈利补偿的，业绩承诺股东应在《专项审核报告》出具之日起 30 天内完成全部股份补偿及现金补偿。

4.5.2 业绩承诺完成情况

文化长城称，翡翠教育核心管理团队违反业绩补偿协议约定，拒绝配合 2018 年度审计工作，拒绝提供重要的财务资料，不仅导致文化长城无法审计 2017、2018 两年的业绩承诺实现情况，逃避可能存在的业绩承诺补偿责任，更导致文化长城 2018 年度被大华会计师事务所出具无法表示意见的审计意见。

5.翡翠教育失控的表现、原因及经济后果分析

5.1 翡翠教育失控的表现

5.1.1 文化长城无法获取翡翠教育的财务资料

此次跨界并购为100%股权并购，并购完成后翡翠教育成为文化长城的全资子公司，企业的经营状况可以通过财务数据得到最为直观地反映，翡翠教育应积极向母公司文化长城提供企业的真实且全面的财务资料以配合母公司文化长城对其进行的审查，包括纸质留存的原始凭证、会计账簿和财务报表等档案，也包括财务系统里的有关开票、付款和商品实物流动等数据，财务审查可以使并购交易双方间的信息不对称得到一定的弥补，能够对标的公司财务与运营方面的问题进行充分的了解，从而使双方的财务整合获得更好的效果。

并购完成后，翡翠教育并未积极履行作为子公司的责任，并购完成后的首年开始，翡翠教育就拒绝提供财务明细账，仅通过邮件方式提供电子财务报表，除此之外，对于签字盖章的书面财务报表与其他重要的财务资料，翡翠教育也一并拒绝提供；另外，提交2018年12月的财务报表时，翡翠教育前后提交了多个版本，不同版本报表的货币资金科目存在将近1.1亿元的差异，对于差异原因，翡翠教育也拒不解释，作为翡翠教育的全资股东，文化长城就此事项曾多次协调要求翡翠教育配合审计工作并遵守资产购买协议的责任和义务，多次要求查阅翡翠教育的重要财务资料，包括账簿、银行对账单等，2019年1月15日，公司通过邮政EMS正式发函给翡翠教育法定代表人及总经理李振舟，要求其报送翡翠教育2018年度财务会计相关资料，但被翡翠教

育拒绝签收并退件。对企业财务信息的理解是制定有效商业决策的关键，如果文化长城的管理层不能获得翡翠教育的财务信息，那么无法准确评估翡翠教育的财务状况，也无法据此制定出合适的经营策略。同时财务信息也是执行管理决策和监控公司绩效的重要工具，如果文化长城无法获得翡翠教育的财务信息，意味着文化长城管理层可能无法有效地执行他们的经营和管理策略，也无法确保翡翠教育的财务行为符合公司的总体目标，表明文化长城已丧失对于子公司的决策权和执行权。

5.1.2 文化长城管理层接管工作受到阻拦

在此次并购交易中，交易双方一致认为翡翠教育的经营管理团队具备丰富的经验，且其业务团队已经十分稳定成熟，为防止此次并购交易对子公司的业绩产生消极影响，文化长城保留了其原有的团队，仅派遣财务总监，对翡翠教育的财务与运营状况进行监督，最大程度地保留了翡翠教育原管理层的自主经营权。

然而，并购完成后，对于文化长城管理人员的调配要求，翡翠教育只是表面答应，背后却表里不一，完全无视母公司的管理。在并购协议的签署过程中，文化长城提出了派驻财务总监的要求，翡翠教育也同意了这一要求，然而，文化长城在 2018 年 4 月初派出财务总监后，翡翠教育对于财务总监的存在报以漠视态度，采用了多种方式，对财务总监进行了架空，致使财务总监的工作职责无法正常履行，采用“软暴力”手段驱离财务总监，在这种情况下，文化长城无法对翡翠教育的日常运行与财务工作进行有效的监督，被隔离在翡翠教育的财务体系外。之后，翡翠教育罔顾文化长城在股东权益与控制权维护方面所做的要求，对股东的权益造成了严重的侵犯，采取了一系列违反并购协议、公司法及公司章程的行为，在子公司处置、对外投资、重大资金使用审批等方面，逐渐摆脱了文化长城的控制。

通常来说，类似于这样的重要收购且 100%股权收购，并购方基本上都会派驻董事长与财务人员至被并购方。然而，面对并购方的管理与监督，翡翠教育接二连三的拒绝，严重阻碍了后续整合工作的顺利推进，而并购方文化长城对此一味的让步妥协，加剧了事态的严重，致使子公司逐渐失控，给母公司

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/955234244231011044