

目 录

摘 要	I
Abstract	II
目 录	IV
1. 绪 论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究意义	3
1.3 研究框架	4
1.4 研究方法	5
1.5 研究创新点	5
2. 文献综述与理论基础	7
2.1 概念界定	7
2.1.1 商誉	7
2.1.2 商誉减值	7
2.2 文献综述	8
2.2.1 并购溢价相关文献综述	8
2.2.2 商誉减值有关文献综述	10
2.2.3 跨国并购风险相关文献综述	12
2.2.4 文献评述	14
2.3 理论基础	15

2.3.1 信息不对称理论	15
2.3.2 目标设置理论	16
2.3.3 协同效应理论	17
2.3.4 理论分析框架	17
3. 汤臣倍健并购案例介绍	19
3.1 案例选择原因	19
3.2 并购背景介绍	20
3.3 并购双方情况介绍	21
3.3.1 并购方情况介绍	21
3.3.2 被并购方情况介绍	22
3.3.3 汤臣倍健并购 LSG 目的	24
3.4 汤臣倍健并购 LSG 过程介绍	25
3.4.1 汤臣倍健并购 LSG 过程	25
3.4.2 汤臣倍健并购 LSG 溢价情况	25
3.4.3 汤臣倍健商誉减值情况	26
4. 汤臣倍健并购 LSG 商誉减值动因分析	27
4.1 并购前高估 LSG 价值	27
4.1.1 LSG 财务状况不佳	27
4.1.2 研发能力不足	30
4.1.3 评估方式不合理	32
4.1.4 政策变化风险低估	35
4.2 并购中业绩考察条件设计不合理	36
4.2.1 业绩考察期过短	37
4.2.2 业绩考察指标单一	38
4.3 并购后整合效果不佳	39

4.3.1 财务协同效应评价	41
4.3.2 管理协同效应评价	45
4.3.3 经营协同效应评价	47
5. 跨国并购商誉减值防范措施建议	50
5.1 合理确定交易价格	50
5.1.1 合理评估企业价值	50
5.1.2 充分考虑跨国政策风险	52
5.1.3 设置溢价安全线	52
5.2 细化业绩考察条款	53
5.3 引入业绩承诺协议	54
5.4 提高跨国并购后整合能力	55
6. 研究结论与不足	56
6.1 研究结论	56
6.1.1 高估企业价值	56
6.1.2 付款 (Earn-out) 协议设计存在漏洞	58
6.1.3 整合风险影响协同效应发挥	58
6.2 不足与展望	59
6.2.1 本文不足	59
6.2.2 研究展望	59
参考文献	61
致 谢	67

1.绪 论

1.1 研究背景

党的十六大报告明确指出要将“引进来”与“走出去”相结合，并针对海外投资项目出台多项优惠政策，为响应国家政策以及开拓海外市场，同时也面临我国经济升级战略转型以及资本市场竞争压力日渐增加的情况，不少企业选择通过并购转型升级、扩大业务领域，走向国际市场，因此国内外并购活动频繁。如图 1.1 所示，自从 2015 年供给侧结构性改革提出，我国上市公司发生并购交易数量整体保持增长趋势，尤其是 2015 年至 2016 年，并购交易数量增加 1500 起，增长率达 31%，由此可见，并购已经成为上市公司常见的交易活动。

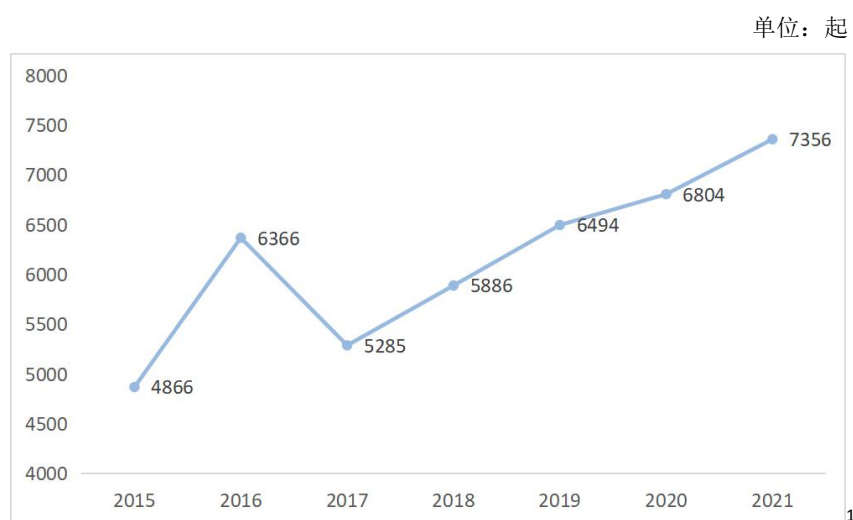


图 1.1 2015-2021 年上市公司并购交易数¹

¹ 数据来源：CSMAR 数据库

与此同时，国内企业跨国直接投资流量也处于高位，跨国并购交易频繁发生。如图 1.2 所示，国内对外直接投资流量在 2016 年实现大幅增长，增长率达 34.7%，虽 2016 年至 2019 年稍有下降，但投资规模依然保持在较高水平。受新冠疫情影响，国内经济低迷，许多企业向海外拓展市场，因此 2020 年与 2021 年又开始呈现连续增长，跨国并购交易也随之增多。

单位：亿美元

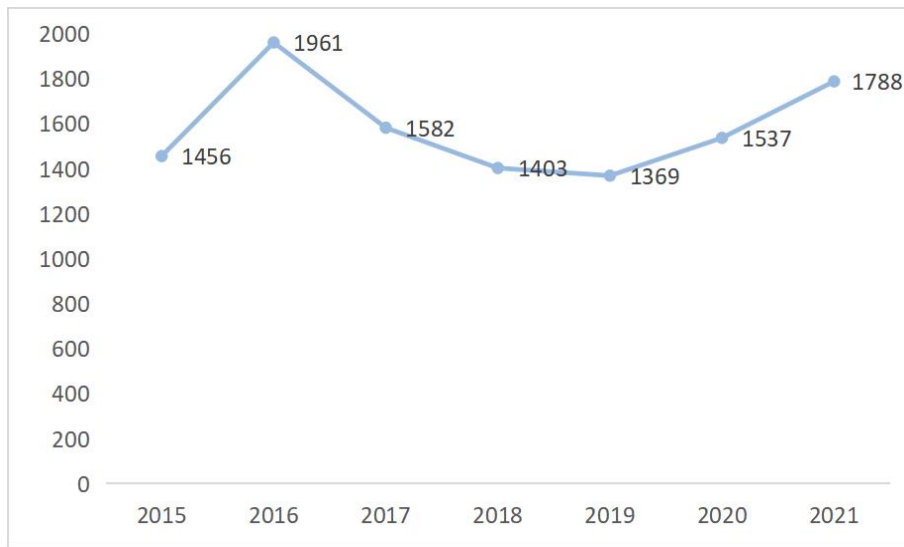


图 1.2 2015-2021 年中国对外直接投资流量²

然而，我国企业在并购交易中通常处于卖方市场，且跨国投资在评估企业价值上难度更大，并购方的实际支付对价通常会超过企业实际账面价值，“中国式溢价”现象频频出现，企业商誉大幅增加。如图 1.3 所示，在 2015 至 2021 年间，A 股商誉总规模呈先上升后稳定的态势。2018 年 A 股商誉规模达到最大值约 13557 亿元，相比 2015 年商誉总规模增加 6720 亿元，增长率达 98.29%，几乎翻番。2018 年至 2021 年出现小幅度下降，但整体维持在 12000 亿元以上，与 2015 年相比增长约 77%。高额的商誉会成为企业商誉减值的祸根。

² 数据来源：《2021 年度中国对外直接投资统计公报》

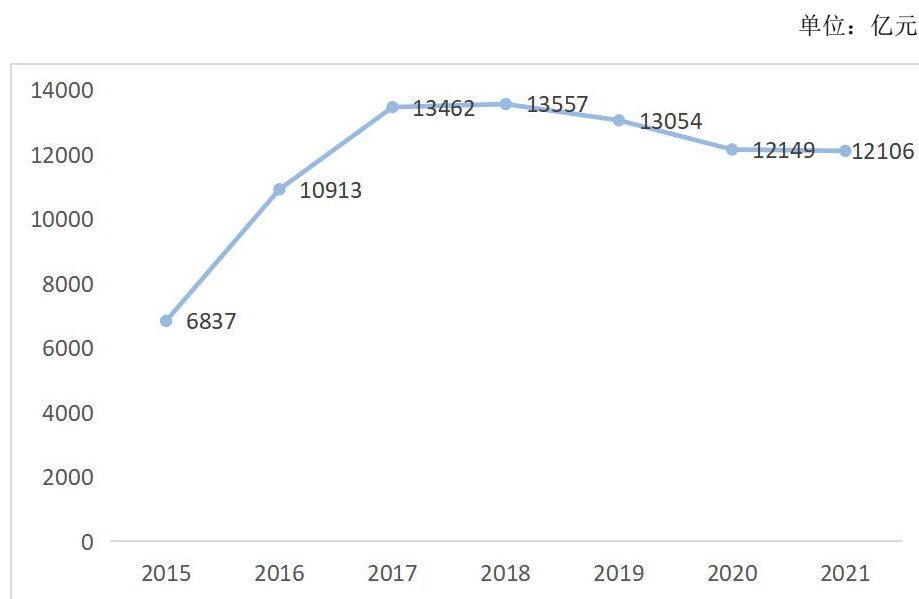


图 1.3 2015-2021A 股商誉总规模³

1.2 研究意义

(1) 理论意义

近几年，商誉减值问题成为学术界的研究热点，但在现有文献中，针对跨国并购的案例分析却并不多见。本文选取近几年发生的溢价达 34 倍的跨国并购案例，从并购前、并购中、并购后三个不同阶段入手，结合行业特点对商誉减值因素进行分析，全面研究跨国并购的商誉减值风险。此外，本文将采用分段法评估不同阶段的商誉减值因素，为研究商誉减值动因提供一个较新的视角，丰富商誉减值相关理论研究。

(2) 现实意义

本文将首先了解并购双方情况以及并购目的、估值和溢价情况，对并购过程进行分析，系统挖掘其在整个并购过程中会产生商誉减值风险的因素，分析其是如何影响商誉减值的，使企业提高商誉减值警惕性。根据分析出的

³ 数据来源：同花顺

导致商誉减值的因素提出相对应的措施，希望能为并购重组交易提出更多有效建议，帮助企业在并购前、并购中、并购后规避商誉减值风险，提高商誉减值风险防范意识，促使我国并购重组市场稳固前行。

1.3 研究框架

本文一共分为四个部分对汤臣倍健并购 LSG 案例进行研究分析，研究框架如图 1.4 所示：

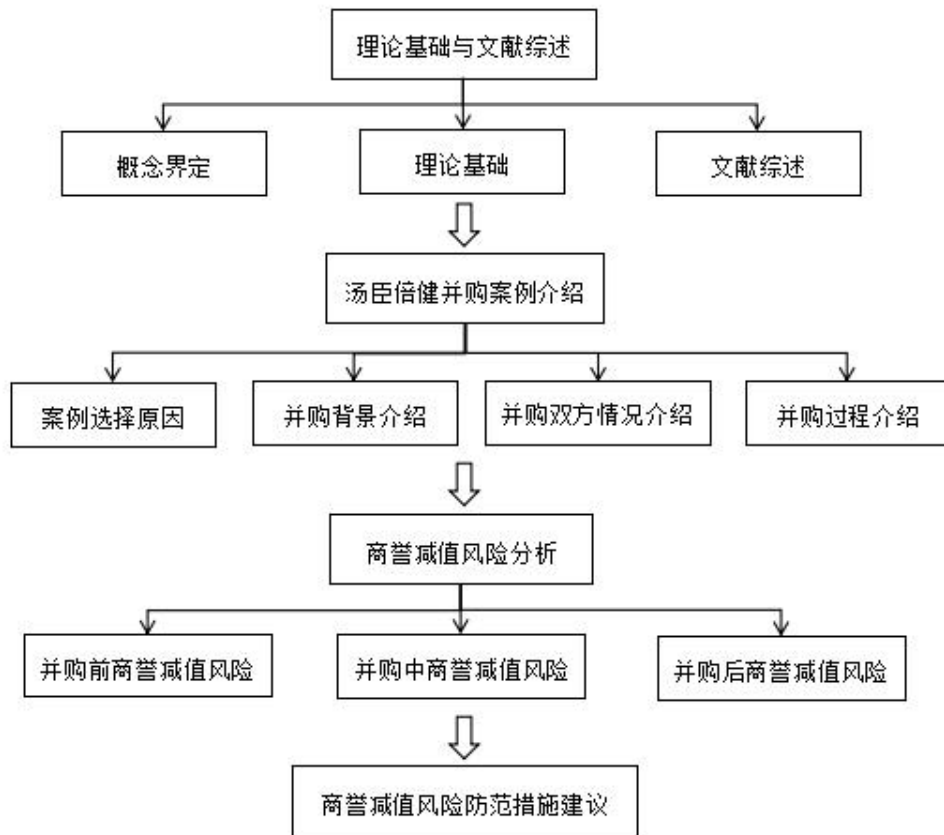


图 1.4 全文研究框架图

1.4 研究方法

为得出有关结论，文章中使用的研究方法分为文献研究法、案例分析法和财务指标分析法。

（1）文献研究法：本人将充分利用学校图书馆、知网及其他线上资源来获取相关知识信息，大量阅读国内外学者在商誉减值风险、并购商誉等方面有关文献，对其进行整理，形成有关概念，为后文分析打下基础。

（2）案例分析法：本文将汤臣倍健跨国并购 LSG 作为研究案例。通过对该案例并购过程、溢价并购产生原因、商誉减值因素等方面进行研究，总结出跨国并购减值风险有关规律，为此类并购交易商誉减值风险预防提出建议。

（3）财务指标分析法：通过整理并购双方的公开数据资料，以并购前后财务指标变化情况分析企业财务状况，用图表形式将信息呈现，据此得出有关结论。

1.5 研究创新点

对比相同话题的论文，本文有以下创新点：

第一，本文研究角度不同。有关话题论文在进行商誉减值风险因素分析时未有明显的阶段区分，本文将整个并购过程分为并购前、并购中和并购后三个阶段进行分析，能使读者更加清晰了解每个阶段导致商誉减值的因素有哪些，以在不同阶段提出针对性建议和防范措施。

第二，本文研究的是跨国并购。此前商誉减值风险相关论文，即使是选择具体案例进行分析，也都是选取的国内并购案例，分析跨国并购案例的相对较少，而本文将选取高溢价的跨国并购案例，对跨国并购的商誉减值风险进行分析。

第三，本文研究深度不一样。此前有关论文多研究商誉减值的经济后果，对于商誉减值的因素研究较少，即便是对商誉减值因素研究，协同效应未能发挥这一因素也多以文字进行表达，鲜少进行数据分析，而本文不仅选取行业均值，还选择可比公司进行对比分析，深度分析协同效应的发挥情况。

2.文献综述与理论基础

2.1 概念界定

2.1.1 商誉

根据《企业会计准则第 20 号》定义，商誉主要来自于企业并购重组，商誉在非同一控制下的企业合并中代表的是标的方的可辨认净资产中公允价值份额与实际交易资产价值之差。与商誉有关的最经典的几个理论如下：第一，超额收益论，该种理论是目前的大多数学者所推崇的，应用最为广泛，其认为商誉是在将来能为公司创造出额外收益的部分，是一种具有潜力的经济价值，本质上是一种资产。第二，好感价值论，它认为企业的外部形象和客户对其的好感度都是有价值的无形资源。第三，总计价账户论，也称为剩余价值论，它认为商誉是企业持续经营价值和未入账资产的结果，商誉本身是不能产生利润的，是各项资产合计价值超过单独计价总和的部分。

本文认为商誉的本质更接近超额收益论，认为商誉是无法被评估的潜在发展能力，一旦这种能力被高估，企业未来经营状况不及预测，在进行商誉减值测试时就极有可能发生商誉减值。因此，在评估企业超额收益时，需要结合企业当前经营状况，行业发展状况以及政策因素等，不能仅凭乐观估计高分高估企业价值。

2.1.2 商誉减值

按照《企业会计准则第 8 号》的相关规定，公司应当在每个年度结束时，对并购之后的商誉相关资产和资产组展开减值测试，如果相关资产组或者资产组合的可回收金额小于账面价值，就应该将二者之差计提为商誉减值准备损失。

按照会计准则要求，企业已经计提的商誉减值后续无法转回增加利润，也就是说，一旦发生大额商誉减值，企业当期损益会直接受到影响，并且其产生的负面影响是不可逆的。商誉与公司的并购活动密切相关，所以它的风险因素来自于并购双方和市场环境，而这些风险因素都是具有波动性的，并且具有很高的相关性。如果公司发生了商誉减值，那么就会对公司当期利润造成很大的影响，从而给公司带来不利的影响。

2.2 文献综述

2.2.1 并购溢价相关文献综述

（1）并购溢价形成原因

协同效应理论。牟一凌（2009）认为并购方处于对被并购方发展潜力的看好以及市场的良好预测，会愿意向被并购方支付更高溢价。袁立和邹琳玲（2011）得出的结论类似：相同企业在进行并购交易时需要付出的成本较少，资源整合调整难度更低，更容易发挥协同效应。Wan 和 Zeng（2016）指出，因为协同效应的存在，技术将会产生一种扩散的现象。在并购双方技术差异较为显著的情况下，技术将更易于进行扩散，这将会造成并购溢价增加。张伟和刘忻忆（2018）认为并购活动能够在资源、管理和产品组合上达到“1+1>2”的效果，所以并购公司愿意付出比被并购公司净资产账面价值更高的价格。综上所述，学者普遍认为依赖于并购后发挥协同效应会导致并购溢价形成。

代理理论。Jensen（1986）认为，当企业在收购之前拥有较好的经营绩效时，企业管理者会更多地使用现金流量来进行并购，而不是向股东进行分红，

从而使得企业最后所付出的并购对价比标的资产的实际价值更高。潘琰（2007）对 2002-2003 年我国国有资本转让案例进行研究发现：并购溢价水平与股权结构有较强相关性，而与总股本和净资产的多寡相关性不明显。扈文秀与贾丽娜（2014）分析企业股东为了取得控制权追求代理人收益的行为是上市公司存在大量并购溢价的重要原因。

过度自信理论。Roll（1986）认为配置效率低下的过度投资行为往往源自于企业管理层的过度自信。刘星等（2005）发现管理层会因为对自身能力过度自信导致高溢价并购出现。潘爱玲等（2018）在经过实证试验后表明，并购溢价与并购方管理者自信程度呈正相关关系

信息不对称理论。Hansen（1987）认为并购双方规模差异与信息不对称现象有关，规模差距越大信息不对称越明显。张伟和刘忻忆（2018）指出，由于信息不对称，并购企业往往在并购过程中处于不利地位，同时企业通常会陷入并购热潮而盲目自行，在并购溢价上出现盲目攀比行为。

品牌效应理论。Swaminathan et al.（2008）指出企业外部利益相关者对并购企业的态度与看法会受到并购交易活动的影响，同时并购活动还能使并购企业快速获得新资源，因此，我国企业乐于通过并购交易来扩大自身品牌影响力，但是这种情况下往往更容易产生溢价。Vu et al.（2009）并购双方品牌的关系会影响到并购活动所传递出的信息，互补关系能够促使消费者对并购公司品牌好感度的提升，有效提升并购公司在市场上的形象。王征（2013）指出，尽管我国企业对自己品牌的认识明显提高，但是其品牌建设上还存在很多缺陷，品牌差异化不足，企业文化与品牌分离等都是目前国内企业品牌存在的问题，有必要将品牌市场细分细化。

（2）并购溢价影响因素

控制权的转移。李永俭和刘思峰（2005）通过研究发现并购溢价率会随着控制权的转移提高，将大约提高 26%。

并购行业的选择。Gondhaleker（2004）研究发现同行业的并购交易更容易产生高溢价。陈仕华（2013）认为在并购过程中，企业高管会受其关联企

业或同类企业的并购溢价的影响，在其自身企业开展并购活动时借鉴其他企业的并购溢价率，且这一现象在同行业并购交易中更为显著。

估值方法的选择。王自然（2014）从互联网企业的特性入手，根据互联网企业特有的盈利模式，对其各项业务进行单独的评估，最终累加得出该企业的整体价值。林颖和陈祖英（2022）认为在并购中采用收益法是导致企业并购价格偏高的重要原因，由于采用了收益法，企业的价格会受各种预测手段的影响，对于变动较大或者并不成熟的市场，这种方法的使用风险会很大。

并购支付方式选择。葛伟杰等（2014）通过进行实证检验，受到流动资金约束的并购企业会选择股权支付方式来保全流动资金的使用，并且该行为能有效降低并购交易的风险。王楠（2019）的研究结果表明，管理者过度自信会更倾向于高溢价收购，且采取股份支付会增强这一正相关性，而采取现金付款会削弱这一正相关性。

公司财务状况影响。Almeida et al.（2004）研究得出投资方资金更充分，并购溢价更高的结论，投资方管理者会因为财务状况良好而相信自己判断支付更高溢价。邹彩芬（2011）认为如果一个公司出现了盈利能力下降，研发资金过高，负债利用率下降，股价收益率下降等问题，那么其就有很大的几率会变成被投资方，且被并购过程中容易产生溢价。

（3）并购溢价经济后果

对并购企业流动资金产生影响。王立杰和孙涛（2003）认为在被并购企业经营业绩比较理想情况下溢价并购的风险也依然较高。黄本多和干胜道（2009）在进行深度研究后得出：并购后被并购方经营业绩与并购方支付的溢价呈负相关关系。Wei（2016）认为被并购企业获得融资后，为并购企业带来了收益，但是其金额与所设定的目标还有一定的差距，因此会影响到并购方的流动资金，而且如果整体的效率下降，会妨碍其业绩的增长。

2.2.2 商誉减值有关文献综述

（1）商誉减值影响因素

业绩承诺较高。方重等（2016）通过模型分析高业绩承诺会导致并购溢价增加，最终带来商誉减值。王竞达和范庆泉(2017)认为商誉减值受到业绩承诺设计的影响，并购过程中签订业绩承诺协议目标越高，溢价也会越多，从而引起商誉减值。

被并购方业绩下滑。张信远和徐焱军(2017)通过案例研究发现被并购方在并购之后经营状况不佳、业绩下滑是商誉减值的主要原因。刘亚蒙(2018)通过对二三六案例研究发现，被并购方未来经营情况极大程度影响商誉减值，经营状况恶化，商誉减值概率更大。

行业因素与宏观经济。Jarva(2009)通过实证研究发现，经济因素会在很大程度上影响公司企业，因此宏观经济也是导致商誉减值的重要因素。

公司股价。Gu 和 Lev (2011) 研究发现，并购公司股票价格过高与其商誉减值准备计提之间存在着显著的正向联系。在被并购公司股票价格越高的情况下，管理者越愿意接受溢价并购标的公司，而溢价越高则会导致商誉减值损失。田新民和陆亚晨（2019）通过实证分析证明未来商誉减值风险与股价高估程度正相关。

（2）商誉减值经济后果

对股价的影响。杨威等(2018)研究表明高估值并购使股价产生一定的泡沫，当业绩下滑时商誉发生减值，容易引发股价下跌。林颖和陈祖英（2022）认为并购溢价意味着产生巨额商誉，如果商誉不能提升企业经营绩效，那么可以说并购溢价是企业进行市场管理的手段，加大股价下跌风险。吴珊（2022）认为商誉减值会使企业的市净率降低，在较低的市净率下，企业的投资价值就会提高，而较低的市净率则会对信息的用户产生误导，投资者常常会依据市净率来进行投资判断，同时还会对企业的管理决策产生一定的影响，引起股价的剧烈波动，如果情况严重，甚至会引起股价的崩溃。

对公司经营绩效的影响。Bostwick et al.(2016)通过研究得出，商誉减值会冲减上市公司净利润，还会使得上市公司未来经营现金流减少。此外，李晓

璐（2020）指出，在我国 A 股上市公司中，商誉减值是造成企业亏损的重要原因之一，大额商誉减值将会对公司的经营绩效产生较大的影响。王春丽和褚志姣（2020）认为商誉对企业业绩的影响程度受到公司内部管理水平的影响。

对融资行为的影响。罗芳（2016）通过研究发现商誉减值与融资成本之间也存在正相关关系，商誉减值会导致公司融资难度加大。李晓璐（2020）认为商誉的减值对市场传达出负面信息会影响公司的声誉和业绩。如果企业的业绩出现下滑，与偿债能力有关的各项财务指标、评估等都会受到影响，企业的融资能力降低，融资成本增加，融资风险增加，严重时会造成资金链条的断裂，使企业面临经营困难。

（3）商誉减值风险防范

签订业绩承诺协议。郑博和孙宝沙(2016)提出签订业绩补充条款能有效应对近几年商誉风险不断增大的情况。Caplan et al.(2018)指出在商誉发生减值后，应给予一定的补偿，能对冲商誉减值对企业财务的不良影响，因此在并购交易活动中应该签订补偿协议。吕长江和韩慧博（2020）研究表明，虽然对赌协议的运用可能导致并购溢价，但同时也能有效提高并购效率，达到“双赢”的效果。

规范初始计量。吴珊（2020）认为在进行企业并购时考虑母子公司之间的协同效应是有必要的，单纯依靠未来现金流判断是不可行的，应当结合所在行业特点，对商誉计量保持谨慎态度，合理估计商誉。

增加管理层积极性。Sarra et al.(2018)认为管理层持有被并购公司股票会使得商誉减值概率降低。刘超等（2019）认为有必要通过激励与约束方法在并购过程中提高管理层的积极性，因为管理层的态度很可能影响到并购溢价。

2.2.3 跨国并购风险相关文献综述

（1）跨国并购风险因素

准备阶段估值风险。张京蓓和杨峰（2021）认为被并购方财务报表真实性难以保证且国内评估机构经验不足，国外评估机构费用更高会导致评估阶段企业价值高估。王汝昕和陈肖雪（2022）认为由于信息不对称，被并购方在并购开始前期存在高估企业价值的风险。

执行阶段融资及支付风险。Healy（1992）认为并购交易失败、市场价降低及运营成本上升等可能发生的各种不利状况都属于企业并购风险，企业自有资金难以完成并购，外部融资比较常见，因此融资方式的选择对财务风险有较大的影响。Eichhammer et al.（2013）指出，在一些特殊情况下，要想取得必要的资源和投资，很多筹资方式都必须得到私人资本或者补充公共资本资金支持。张京蓓和杨峰（2021）认为国内企业跨国并购融资存在困难以及国际市场汇率波动会给企业融资带来风险。

并购完成后整合风险。杨月坤和朱妹（2014）以联想公司并购 IBM 公司为案例研究，发现中国公司在完成海外并购后通常会面对人力资源整合风险。郑文化（2020）认为跨国并购存在技术整合与文化整合风险两方面整合风险。王汝昕和陈肖雪（2022）认为由于并购双方文化、法律法规、国家政策方面存在差异，所以并购完成后可能出现整合过程不顺利、管理不够高效的问题。

（2）跨国并购风险防范措施

并购前做好调查。Perry（2004）指出，在进行并购交易前，对被收购企业进行全面的调查能有效地降低跨国并购给企业带来的财务风险。张京蓓与杨峰（2021）提出，企业应结合自身情况，采用不同的评估方式，对公司的价值进行对比，从而精确地估算公司的预期收益，并选取最优的估值模型，降低企业价值评估风险。

制定财务风险控制策略。Bruner（2005）提出了风险结构分析法，该方法需要尽可能详细收集对企业的财务数据和对管理层的评价，整体上评估并购风险，达到控制并购财务风险的目的。徐颖（2013）研究表明，巨额并购交易或许会给企业带来较大的财务风险，因此我国企业要提高对这些问题的警惕，建立完善的财务风险管理体系。陈梦（2015）以吉利并购沃尔沃为案例

研究，将公司的财务风险划分为筹备期、实施期和整合期三阶段，并提出具体防范措施来应对各阶段财务风险。

加强并购后整合管理。Bryson（2003）认为人力资源管理和企业组织问题是并购失败的重要原因，保持公司队伍的稳定性是降低人力资源管理风险的关键。张京蓓和杨峰（2021）指出，民营企业跨国并购后是否能够发挥出协同效应，与其所处的并购环境密切相关，其中财务整合的成效是决定民营企业跨国并购成败的重要因素，企业需要调整公司战略，强化公司内部的人力资源管理，建立公司新型的文化。

2.2.4 文献评述

并购溢价相关文献主要从其形成原因、影响因素以及经济后果方面入手进行研究，并购溢价产生原因可以从协同效应理论、代理理论、过度自信理论与信息不对称理论分析得出。控制权的转移、行业选择和估值方式的选择，支付方式以及公司耳的财务状况均是影响溢价的因素，此方面研究多以案例与实证研究为主。并购溢价的经济后果主要集中在对企业流动资金影响，可能给企业带来财务风险。

目前针对商誉减值的影响因素、商誉减值经济后果以及风险防范方面也做出了不少研究。商誉减值的影响因素与溢价并购的影响因素有很多重合之处，例如估值方式的选择、公司财务状况等，总的来说，商誉减值受到多种影响因素的综合影响。商誉减值的带来的经济后果也是多方面的，不仅会影响到公司股价和经营绩效，还有可能影响到企业融资行为。近年来，学者们对商誉减值风险防范的研究增多，相关结论有制定业绩承诺条款、规范初始计量也就是估值方式选择和增强管理层的积极性。

而针对跨国并购风险及其防范措施的文献相对并购溢价和商誉减值影响因素有关文献来说较少，并且国内外文献有较大差距。国外文献对跨国并购风险研究更早，得出结论也更多，其针对财务风险防范措施也更加成熟，国

内有关文献较少且近几年才开始重视跨国并购风险研究，许多结论与国外文献类似。总结有关文献可以将跨国并购风险总体分为并购前的估值风险，并购中的融资与支付风险以及并购之后的整合风险，最终形成并购企业财务风险。在防范措施上，可以通过并购前谨慎估值、制定财务风险控制策略以及并购后加强整合管理来达到控制跨国并购风险的目的。

总之，当前国内外对于溢价并购、商誉减值风险的理论研究已经比较丰富，但是没有得出新的结论，对于跨国并购风险的研究还有待补充。首先，学者研究广度不够，大多停留在国内并购层面上，对于跨国并购的研究相对较少，因此跨国并购风险也并不完善。其次，研究深度不够，当前研究很少有对行业因素展开研究，更多的是将注意力集中在公司本身因素上。因此，在研究的广度与深度上都需要进行扩展，本文将选取跨国并购案例进行研究，其中包括对公司本身因素以及行业因素进行分析，以期发现影响跨国并购商誉减值风险因素，提出相对应措施。

2.3 理论基础

2.3.1 信息不对称理论

信息不对称理论指出，在进行市场交易时，不同的人所拥有的信息量是有差异的，拥有足够信息的人一般会在市场交易中占据有利地位，而拥有信息少的人则会处于相对不利位置。在进行买卖的过程中，卖家通常会比买家掌握更充足的产品信息，虽然买家会尽力从卖家处获取信息来弥补自身的信息劣势，但也需要付出较为高昂的代价。在并购交易中，买方掌握的信息量影响着被并购企业的价值评估准确度，并购溢价也因此受到影响。

信息在企业价值评估中起到关键作用，而我国在跨国并购交易中面对的。信息不对称极其明显。并购前标的公司真实财务状况、市场信息至关重要，因为只有基于财务状况才能合理评估企业价值，并选择恰当的支付方式，而

虚假的财务信息会导致管理者做出不合理决策。并购过程中业绩承诺协议的设计也会受到被并购企业财务状况的影响。并购之后双方在经营理念、企业文化以及各国法律法规、文化习俗等方面存在的差异会增加并购方管理难度，加大并购后整合难度，导致协同效应难以发挥。被并购公司如果想要抬高并购价格，就有动机隐瞒真实的财务状况。

本文案例的被并购企业并不是上市公司，其真实财务状况更加难以获得，给价值评估增加难度，该案例中存在严重的信息不对称现象。

2.3.2 目标设置理论

美国的洛克于 1967 年首次提出目标设置理论。它的基本原理是：目标具有激励作用，其会把要求转化为动力，促使人去追求目标。通过设定目标，可以使人在与现实情况进行比较和分析的同时，适时地修正偏离目标的行动，从而达到预期的目的。

此外，按照激励约束机制，虽然激励与约束的作用有很大不同，但二者互为补充、密不可分。若能将激励与约束有机结合，就能充分激发经营者的工作积极性，实现经营者自身的利益与公司的利益相统一，从而减少代理问题。但是，如果想要把激励与约束有效地结合在一起，需要满足两个条件。首先，要保证管理人员接受工作得到的好处大于机会成本。其次，要确保管理层努力工作得到的好处高于懈怠工作所得到的好处。

在业绩承诺中，所承诺的业绩是指标的公司在将来某一段时期，为了达到公司的经营业绩水平而设定的一个目标，其对公司的经营起到某种激励作用。另外，业绩承诺也符合以上两个条件，即业绩承诺产生的收益大于机会成本，业绩达到目标时产生的收益大于业绩未达到目标时产生的收益。所以，达到业绩承诺的诱惑和未达到业绩承诺的压力会对标的公司的管理者产生激励和约束作用。

2.3.3 协同效应理论

20 世纪中期，美国学者伊戈尔·安索夫提出协同效应的经济学概念：并购完成之后，企业整体效益大于并购前各独立企业的效益总和，产生“ $2+2>5$ ”的效果。系统理论指出，一个整体性的系统，其功能与系统中所有要素功能的简单叠加不同，通常都要比各要素功能叠加更大，也就是说，一次成功的并购交易所产生的效益，要比并购之前两个企业单独产生的效益之和更大。

协同效应具体分为财务协同效应、管理协同效应以及经营协同效应。财务协同效应的发挥能指通过降低内部融资成本来降低财务风险，节省开办费，提改善资源配置，增加投资收益。管理协同效应是通过并购活动最大限度地利用剩余管理能力，提高企业管理水平。完成并购之后，企业应当考虑并购双方管理效率差异，调整企业组织机构，清晰职能划分，但也要避免资源浪费，增加企业管理成本。经营协同效应指的是通过并购活动来提高公司经营活动的效率，从而产生的一种效果。在这种扩张性活动的过程中，整个公司的管理和运营水平都会得到提升。企业间的合作可以产生规模经济，提高企业对市场的控制权，从而达到企业间的优势互补。企业在完成并购后，可以通过扩大生产规模来减少固定费用，增加公司的收益，同时还可以降低市场的竞争，实现资源的优化，提高公司的经济效益和对公司的掌控力。

2.3.4 理论分析框架

本文涉及理论为信息不对称理论、目标设置理论和协同效应理论，理论分析框架如图 2.1 所示：

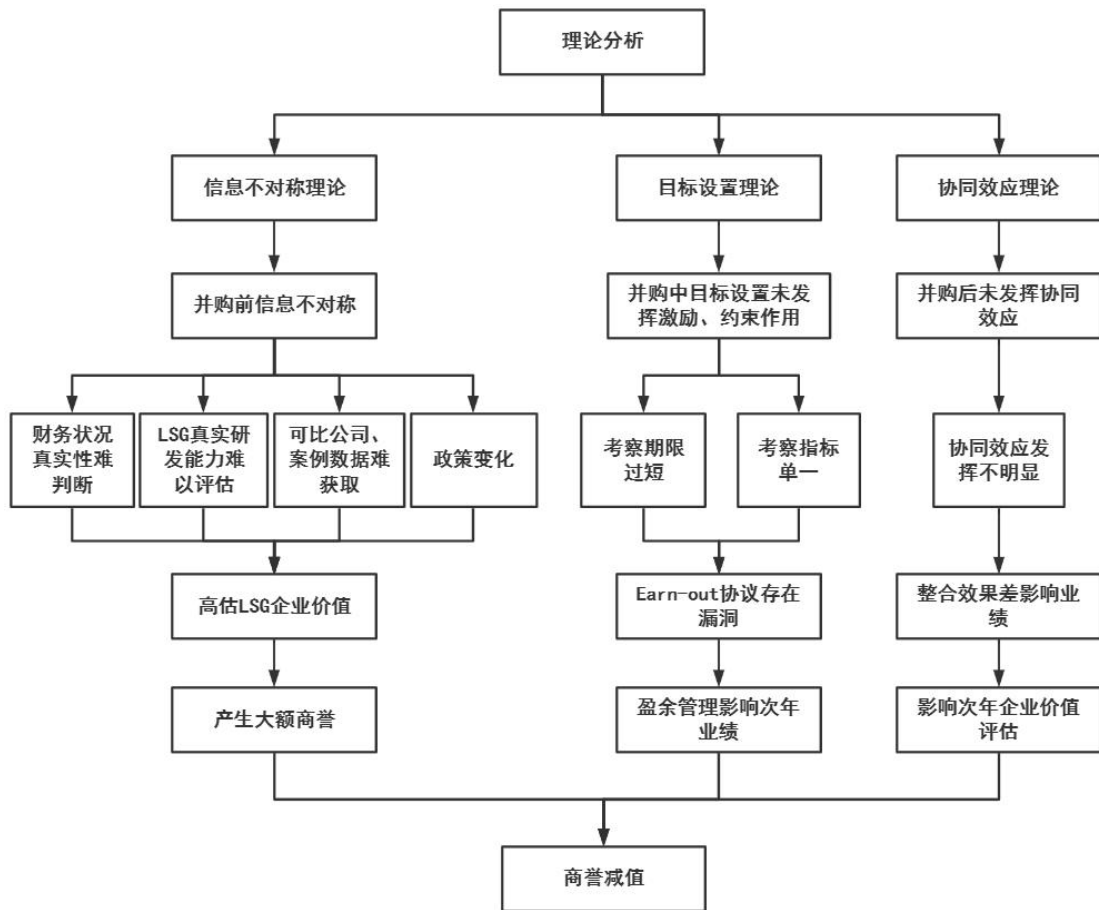


图 2.1 理论分析

3. 汤臣倍健并购案例介绍

3.1 案例选择原因

选择汤臣倍健股份有限公司（以下简称：汤臣倍健）并购澳大利亚 Life-Space Group Pty Ltd（以下简称：LSG）作为本次分析案例具有代表性，具体原因如下：

第一，汤臣倍健所在行业未来发展空间大。汤臣倍健是一家主营业务为营养保健品的高科技公司，目前我国人民的生活质量不断提升，加上新型冠状病毒的影响，人类提高了对身体健康的重视程度，使得汤臣倍健所处行业具有很大的发展空间，跨国收购或将频繁发生。欧睿数据显示，汤臣倍健在 2020 年中国维生素与膳食补充剂行业占据龙头位置，其市场份额为 10.3%。另外，汤臣倍健的这次收购属于跨国收购，主要是为了拓展国外市场，进入新的产品领域，这些都是典型的海外收购目的。因此，选择汤臣倍健并购 LSG 作为案例具有代表性。

第二，并购案例溢价高且汤臣倍健受商誉减值影响明显。汤臣倍健此次并购评估增值 34.11 倍，属于典型的高溢价并购，与本文研究内容吻合。2019 年，汤臣倍健针对本次并购计提大额商誉减值，达到 100870.89 万元，这也是汤臣倍健上市首亏，此次商誉减值对其影响较为明显。并购之后短时间内商誉就出现大幅度减值，可见其并购前、并购中以及并购后商誉减值风险控制方面存在问题，值得深入研究，给其他企业以警示。

第三，跨国并购交易或会不断增加。汤臣倍健并购 LSG 属于跨国并购交易，此前关于商誉减值动因的文献大多研究国内并购案例，随着全球一体化

与互联网的发展，跨国并购或成为并购重组交易主流，因此，有必要对跨国并购案例的商誉减值动因进行研究，以为之后的跨国并购企业风险提示。

3.2 并购背景介绍

如前文所述，从 2015 年至 2021 年我国国内并购数量不断增加，相比国内并购，跨国并购失败概率更高，因此跨国并购数量相对来说较少，从 2015 年至 2021 年年均完成跨国并购交易数量为 98 起，但是涉及金额更大，溢价往往达 10 倍以上。本文所选案例溢价达到 34.11 倍，对企业的影响较大。

巨额商誉使得企业面临更大的商誉减值风险，如图 3.1 所示，根据 wind 数据库数据统计，2015 年至 2021 年，我国上市公司商誉减值总规模在不断扩大，2021 年已经达到 4400 亿元以上，规模巨大。其中 2016 年至 2018 年增长最快，这是并购交易数量增长较多的一年，其后商誉减值总规模已经达到一定水平，增长率逐渐降低。

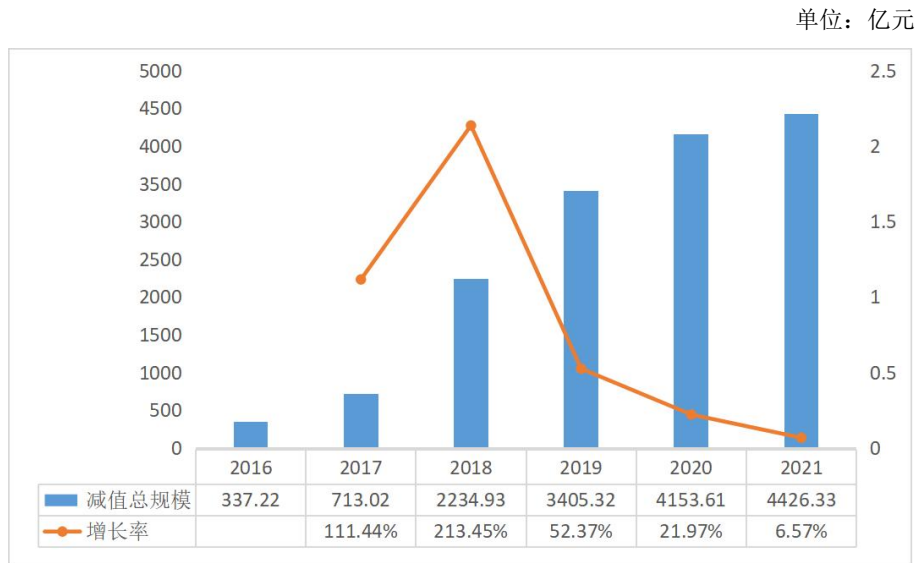


图 3.1 2016-2021 上市公司商誉减值总规模及增长率⁴

⁴ 数据来源：wind 数据库

塔米咨询出具的 2021 年中国企业并购市场发展回顾的报告显示，并购市场对硬核科技领域关注度提高，并购交易最活跃的行业之一便是生物技术和医疗健康。膳食补充剂（VDS）行业在我国起步较晚，未来还有较大的发展空间，目前 VDS 行业在我国依然被称为保健品行业，有关医疗健康的行业在未来有较大的发展潜力，因此保健品行业在我国正处于发展阶段，随后的并购交易或会越来越多，极有可能产生大额商誉，而过高的商誉会使企业面临较大的商誉减值风险。2021 年 12 月 31 日，根据 wind 行业分类，汤臣倍健所在行业的商誉减值总规模为 2107 亿元，占上市公司商誉减值总规模 47.58%，占比较大，值得对其商誉减值动因进行研究分析。

3.3 并购双方情况介绍

3.3.1 并购方情况介绍

汤臣倍健创建于 1995 年，2002 年首次将 VDS（Vitamin&Dietary Supplements）引入中国市场。2010 年 12 月 15 日成功上市，其以“中国 VDS”的领先地位，迅速成长为“中国 VDS”的领军企业和产业标杆。根据欧睿咨询公司的统计，汤臣倍健市场占有率达到 10.3%，处于中国营养保健品领域首位，并在世界范围内逐渐成为膳食营养补充剂领域的领导者。2021 年，汤臣倍健成为中国国家队供应商，为 70 余支队伍成员提供运动食品和营养品，同时为其制定膳食营养计划。综上，汤臣倍健在中国保健品行业占有一席之地，拥有中国保健品领先地位，上市以来业绩表现良好。

汤臣倍健以蛋白质，维生素，矿物质为主的营养保健品为主营产品，另外，汤臣倍健还进行产品包装，当地旅游项目开发等业务。如表 3.1、3.2 所示，汤臣倍健在并购前三年的主要财务数据、财务指标以及产品收入分布。

表 3.1 汤臣倍健并购前部分财务数据测算⁵

资产负债表项目（万元）	2017 年末	2016 年末	2015 年末
资产	611,360.96	532,835.81	490,540.97
负债	98,165.00	62,466.12	35,155.11
归属于母公司 所有者权益	510,082.51	468,001.91	456,201.53
利润表项目（万元）	2017 年末	2016 年末	2015 年末
营业收入	311,079.54	230,911.24	226,604.30
营业利润	87,835.90	63,582.98	72,083.37
利润总额	88,500.38	65,371.58	73,995.89
归属于母公司 所有者的净利润	76,625.56	53,521.18	63,549.61
现金流量表项目（万元）	2017 年末	2016 年末	2015 年末
经营活动产生的现金流量	95,430.90	68,464.85	63,489.31
投资活动产生的现金流量	7,678.57	23,645.05	-221,360.86
筹资活动产生的现金流量	-37,923.32	-34,735.28	148,309.95
主要财务指标	2017 年度	2016 年度	2015 年度
销售净利率	24.65%	21.98%	27.38%
净资产收益率	15.67%	11.58%	18.13%
资产负债率	16.06%	11.72%	7.17%
每股收益	0.52	0.37	0.89

表 3.2 汤臣倍健 2015 年-2017 年主营业务收入分产品构成⁶

	2017 年度	2016 年度	2015 年度
片状	44.34%	38.02%	32.20%
粉状	22.62%	20.95%	19.89%
胶囊	23.06%	23.78%	23.15%
其他	9.98%	17.25%	24.75%

3.3.2 被并购方情况介绍

⁵ 数据来源：汤臣倍健公告、前瞻眼数据库

⁶ 数据来源：汤臣倍健公告

LSG 全称为 Life-Space Group Pty Ltd，于 1994 年在澳大利亚创立，目前仍没有上市，其主营业务是健康食品和保健品的研发、制造与销售。LSG 最早创立的是 Ultra Mix，一开始只进行保健品生产活动。为扩大市场发展保健品有关的研发与营销活动，LSG 在 2006 年创立了 Evolution Health，此时 LSG 已经显露出一定的经营实力，LSG 一直对市场高度关注，近几年益生菌成为保健品行业新宠，而 LSG 早就于 2012 年创立 Life-Space 品牌，主要从事研发和销售益生菌的业务，截止到 2017 年，“Life-Space”已经是澳洲地区的“第一益生菌”品牌，随着人类健康意识提高，LSG 的行业地位也逐渐攀升，在益生菌领域也有较高地位，具有较大的发展潜力。

LSG 股权结构较为简单，共有三位股东，从创立以来股权变化也并不复杂。2017 年 8 月，Alan Messer 与 Irene Messer 合资在 Life-Space 品牌基础上注册成立 LSG，二人分别拥有 50% 股份。之后 Craig Silbery 也加入其中以其子公司 Divico 投资 LSG，占有 20% 股份，Alan Messer 与 Irene Messer 股份则均调整为 40%，至此 LSG 拥有三大股东。如图 3.2 与图 3.3 所示，汤臣倍健并购 LSG 前后股权结构如下：

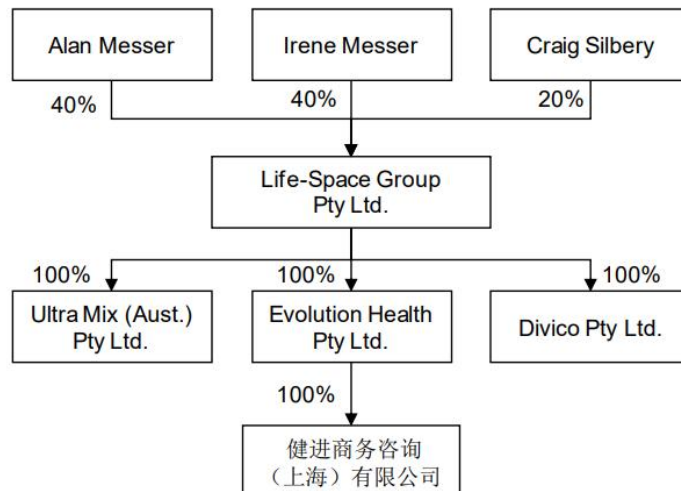


图 3.2 并购前 LSG 股权结构图

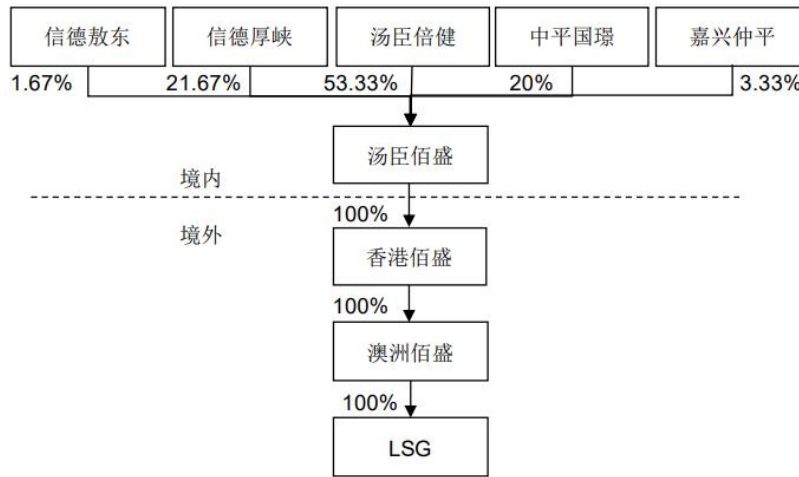


图 3.3 并购后 LSG 股权结构图

LSG 主要从事益生菌健康产品的生产销售，也有相关研发项目。Life-Space 品牌拥有系列产品最为丰富，有近 30 种益生菌产品，以粉剂与胶囊为主，是 LSG 旗下重要品牌。其针对消费群体范围较广，几乎适合所有年龄段使用，其有帮助消化和排便，恢复有益微生物等功能。此外，LSG 还拥有 Healthy Essentials 系列产品，包含维生素营养液，益生菌，鱼油，膳食补充剂等涵盖在内。除以上提到的两个自主品牌，Elmore Oil 的精油系列产品和 Corams 系列婴儿护理产品的独家代理权也归 LSG 所有。

3.3.3 汤臣倍健并购 LSG 目的

根据汤臣倍健发布的《汤臣倍健公告》，此次并购能够帮助汤臣倍健达到三个目的。

第一，开拓海外市场，扩大销售规模。目前健康话题成为全球热点，且互联网迅速发展使得网购得到普及，中国消费者也能接触到海外健康食品，由此衍生了巨大的海内外健康市场需求。新冠疫情之后不难预见，未来保健品行业在老龄化社会将会有更大的发展空间，中国消费者将不断为健康买单。

第二，进入益生菌市场，丰富企业产品线。中国益生菌市场规模在 2016

年就达到了为 558 亿元，而到 2020 年很有可能突破 850 亿元，我国的益生菌市场潜力巨大，Life-Space 作为澳大利亚第一大药房 Chemist Warehouse 的知名品牌，在中国电商平台阿里巴巴上也占据领先地位。若能成功并购 LSG，汤臣倍健将填补其在益生菌领域的空白，进一步充实其在膳食营养补充剂领域的业务，继续作为行业风向标引领中国膳食营养补充剂行业。

第三，发挥同行业之间协同效应。消费者的健康意识提升，有关市场也在不断完善，膳食营养补充剂市场不断细化，个性化产品不断推出。并购 LSG 将成为汤臣倍健布局全球细分领域市场的关键一步，通过并购 LSG 发挥出协同效应会促进单品模式发展和电商品牌市场化战略。

3.4 汤臣倍健并购 LSG 过程介绍

3.4.1 汤臣倍健并购 LSG 过程

汤臣倍健与 4 家私人投资机构——中平国璟，嘉兴仲平，信德厚峡，信德敖东共同设立并购专项基金汤臣佰盛，汤臣倍健投资 15.5 亿，拥有 51.67% 的股份，是汤臣佰盛的实际控制人，其他各公司合计持股 48.33%。

2018 年 5 月，汤臣倍健再次投资 0.5 亿元，其他四家机构合计出资减少至 14 亿，股权比例随之发生变化，汤臣倍健持股比例增长为 53.33%，仍实际控制汤臣佰盛。同时，汤臣佰盛又在中国香港设立子公司香港佰盛，在澳大利亚设立孙公司澳洲佰盛，最终以孙公司澳洲佰盛的名义用 35.14 亿元人民币对 LSG 进行全面收购。

中国证券监督管理委员会于 2019 年 6 月 12 日批准了汤臣倍健购买汤臣佰盛剩余股份的申请。至此，汤臣倍健实现对 LSG100%控股。

3.4.2 汤臣倍健并购 LSG 溢价情况

汤臣倍健聘请中联评估作为此次并购交易的评估机构，按其提供的报告，本次对 LSG 的企业价值评估选择的是市场法与收益法，评估范围是 LSG 所有资产与负债。

以 2017 年 12 月 31 日为评估基准日，在市场法与收益法下，LSG 在评估基准日所有者权益账面价值与评估值情况如表 3.3 所示。

表 3.3 LSG 市场法与收益法下估值情况⁷

	所有者权益账面价值(万元)	评估值(万元)	评估增值(万元)
市场法	10,147.37	356,248.84	346,101.47
收益法	10,147.37	386,209.93	376,062.56

结合评估过程中两种不同方法下取得的资料数量和质量情况，分别考虑了市场法和收益法的优劣，中联评估将市场法估值结果作为最终结果，也就是 LSG 的股东全部权益价值为 356,248.84 万元人民币，评估增值 346,101.47 万元，评估增值 34.11 倍。

3.4.3 汤臣倍健商誉减值情况

2018 年末，汤臣倍健合并报表商誉账面价值 21.66 亿元。2019 年底，汤臣倍健发布的报告显示，LSG 当年营业状况不佳，并未达到并购估值时的预测水平，计提减值 10.99 亿元。汤臣倍健当年年底归母净利润亏损 3.5 亿元，同比下降 135.51%，是上市以来首次亏损，大额商誉减值对其影响恶劣。

⁷ 数据来源：中联评估报告

4. 汤臣倍健并购 LSG 商誉减值动因分析

4.1 并购前高估 LSG 价值

相较于国内并购，跨国并购中并购双方信息不对称更明显，二者在地理、文化、国家政策法规上的差异会导致跨国并购交易更难进行科学的企业价值评估，不透明的财务数据以及对政策变化的主观预测更是给企业价值评估带来难度。在本案例中，出于对 LSG 发展潜力和并购后协同效应的乐观估计，汤臣倍健并购 LSG 溢价三十多倍，其聘用的评估机构在并购前的评估过程中明显存在不合理之处，LSG 企业价值被过分高估，形成大额商誉，给汤臣倍健带来商誉减值的风险。商誉越多，商誉减值可能性越大，在此理论基础上，可以说过分高估企业价值是导致汤臣倍健减值的最大因素。主要通过以下几个方面能看出 LSG 企业价值被过分高估。

4.1.1 LSG 财务状况不佳

（1）LSG 盈利能力不稳定

如图 4.1 所示，2016 年 LSG 营业收入为 30723.63 万元，净利润为 6302.73 万元，销售净利率为 20.51%；2017 年营业收入为 47398.46 万元，净利润为 6337.19 万元，销售净利率为 13.37%；2018 年 1-3 月营业收入为 14,792.09 万元，净利润为 2,805.76 万元，销售净利率为 18.97%。可以发现销售净利率波动幅度不小，没有稳定在一定水平。此外，值得关注的是从 2016 年至 2017 年，营业收入增长 54.27%，但净利润却只增长了 0.55%，可见其盈利能力极

其不稳定。LSG 是非上市公司，并且是国外企业，评估机构收集资料的渠道受限，财务数据真实性也未可知，LSG 极有可能进行盈余管理。

单位：万元

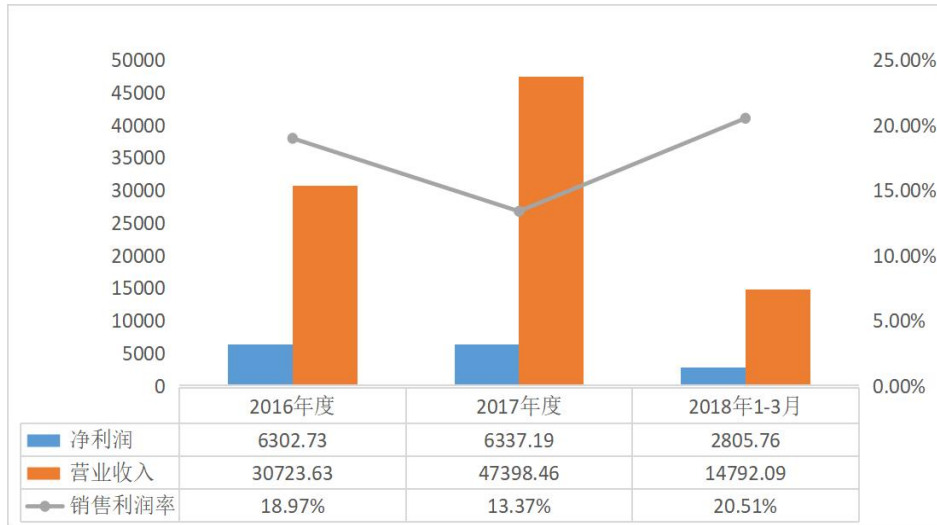


图 4.1 2016 年-2018 年 1-3 月 LSG 销售利润率⁸

(2) LSG 资产负债结构不合理

根据汤臣倍健公告数据进行整理可以发现 LSG 存在着资产结构不合理的情况，主要问题是存货和应收账款占总资产比例太大。如表 4.1 所示，2016 年末、2017 年末及 2018 年 3 月末，LSG 的应收账款为 4970.78 万元、6278.25 万元和 9488.83 万元，存货分别为 6738.71 万元、10362.91 万元和 14783.58 万元，应收账款和存货均未达到行业均值水平并且相差较多。此外，如图 4.2 所示，存货和应收账款占总资产比率较高，2016 年末与 2017 年末存货和应收账款占总资产比率均超过 50%，2018 年 3 月 31 日更是达到 70%以上，同期国内行业中该比例均值为 15%左右，以上分析足以说明 LSG 并未达到国内行业平均水平，并不是收购的最佳选择，其企业价值也存在高估的风险，后续商誉发生减值的可能性也就越大。

⁸ 数据来源：汤臣倍健公告

表 4.1 2016 年-2018 年 3 月 LSG 和行业平均应收账款与存货⁹

		2016 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日	2018 年 3 月 31 日
应收账款 (元)	LSG	49,707,775	62,782,509	94,888,297
	行业均值	5,308,240,738	6,368,438,717	7,577,222,344
存货(元)	LSG	67,387,059	103,629,134	147,835,759
	行业均值	15,157,706,807	14,951,634,071	16,435,653,022

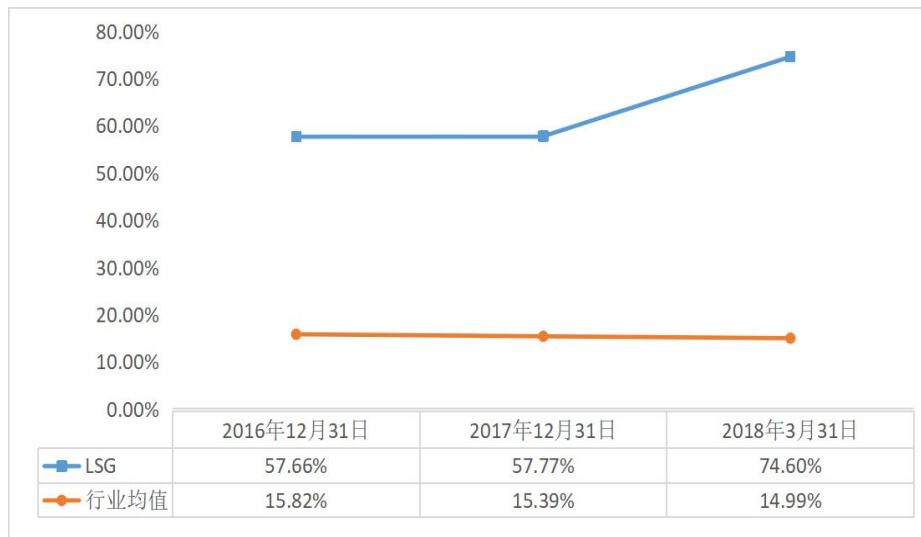


图 4.2 2016 年-2018 年 3 月 LSG 与行业平均存货与应收账款占总资产比率¹⁰

如图 4.3 所示, LSG2016 年至 2018 年 3 月 31 日资产负债率分别为 64.83%、64.77%、61.36%, 而同期行业平均资产负债率为 41.30%、43.29%与 35.33%, LSG 超出行业平均水平约 60%, 且通常情况下资产负债率保持在 40%-60%为佳, LSG 资产负债率明显超出正常水平, 比行业平均水平高出不少, 说明其负债过多, 资产负债结构不合理, 长期偿债能力较差, 此时汤臣倍健并购 LSG 可能会给公司带来较大的偿债压力。

⁹ 数据来源: 汤臣倍健公告、wind 数据库

¹⁰ 数据来源: 汤臣倍健公告、wind 数据库

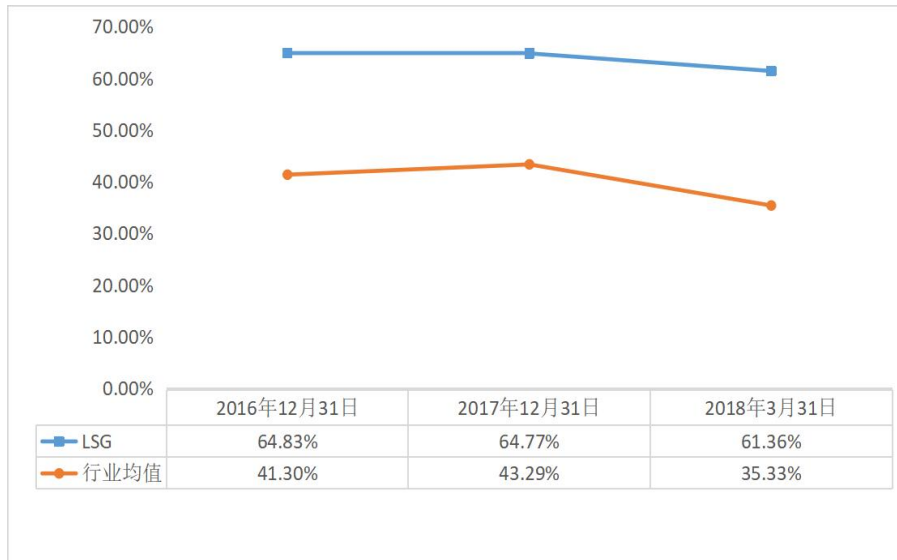


图 4.3 2016 年-2018 年 3 月 LSG 与行业平均资产负债率¹¹

综上，仅从 LSG 提供的财务数据进行分析会发现其盈利能力、偿债能力都比较差，但是汤臣倍健依然选择对其进行并购，除了对其未来发展看好，跨国并购更难掌握行业整体情况，尤其是对非上市公司很难从其他渠道对其真实业绩情况进行考察，对 LSG 的真实财务状况难以进行判定，面对未来超额收益的诱惑下，在极个别财务指标出现异常的情况下无法做出放弃并购的决定。

4.1.2 研发能力不足

如图 4.4 所示，2016 年度 LSG 前五大供应商的采购合计占比为 67.80%，而 2018 年 1-3 月这一数据上升至 75.90%，采购比例不断增加可以说明 LSG 没有在寻找新的供应商，如此虽然能在一定程度上与其达成稳定的合作，但也说明 LSG 对其依赖程度比较高，一旦其中一个供应商出现较大变化，LSG 也将受到影响。

在前五大供应商中，丹尼克斯占比尤高，2016 年、2017 年以及 2018 年

¹¹ 数据来源：汤臣倍健公告、wind 数据库

1-3 月丹尼斯克在 LSG 供应商采购中的占比额分别为 41.50%、49.70%和 58.60%。此外，LSG 还与上游供应商丹尼斯克合作研发，确保掌握最新的益生菌技术，因此 LSG 不止议价能力受到丹尼克斯影响，其研发能力受其影响。丹尼斯克是杜邦公司的一个下属企业，总部设在丹麦，其是 LSG 益生菌主要原料的核心供应商。丹尼克斯在益生菌原材料领域拥有领先地位，益生菌领域最新菌种、配方和相关科研资料都被丹尼克斯所掌握，LSG 除在丹尼克斯大量采购之外，还与其进行合作研发，丹尼克斯在协助 LSG 公司实现产业链上下游协同，提升研发能力上起到举足轻重的作用。

虽然 LSG 也在开拓其他供应商积极降低原材料采购风险，但是目前其供应商太过集中会影响企业议价能力，且 LSG 的研发能力也很大程度上依赖丹尼克斯在益生菌领域的地位与技术，一旦 LSG 与丹尼斯克合作出现问题不仅影响原材料供应，也会严重影响 LSG 研发进度，在进行企业价值评估时对其研发能力的高估可能导致整体企业价值高估，一旦受到供应商影响，就可能导致企业无法正常经营，带来商誉减值风险。

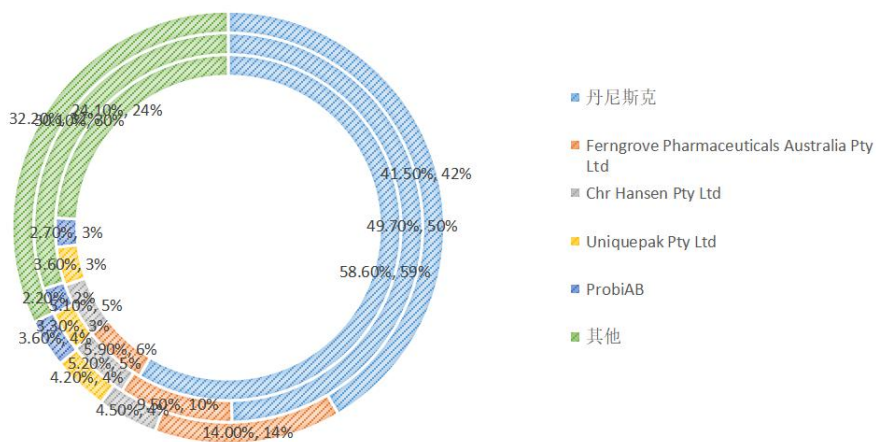


图 4.4 LSG 主要供应商采购占比¹²

¹² 数据来源：汤臣倍健公告

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/965234144020011103>