

分类号:
学 号: 2013411024

密 级:
单位代码: 10759

石河子大学

硕 士 学 位 论 文



吉利并购沃尔沃的动因、绩效及风险管控研究

学 位 申 请 人	朱树峰
指 导 教 师	刘清军 教授
申 请 学 位 类 别	专业硕士
专 业 名 称	会计硕士
研 究 领 域	财务理论与方法
所 在 学 院	经济与管理学院

中国·新疆·石河子

2015年 5月

分类号：
学 号： 2013411024

密 级：
单位代码： 10759

石河子大学

硕 士 学 位 论 文



吉利并购沃尔沃的动因、绩效及风险管控研究

学 位 申 请 人	朱树峰
指 导 教 师	刘清军 教授
申 请 学 位 类 别	专业硕士
专 业 名 称	会计硕士
研 究 领 域	财务理论与方法
所 在 学 院	经济与管理学院

中国·新疆·石河子

2015 年 5 月

**Research of Motivation, Performance and Risk Control of Geely's
Acquisition of Volvo**

A Dissertation Submitted to

Shihezi University

In Partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of

Master of Professional Accounting

By

Zhu Shufeng

Dissertation Supervisor: Prof. Liu Qingjun

May,2015

石河子大学学位论文独创性声明及使用授权声明

学位论文独创性声明

本人所呈交的学位论文是在我导师的指导下进行的研究工作及取得的研究成果。据我所知,除文中已经注明引用的内容外,本论文不包含其他个人已经发表或撰写过的研究成果。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体,均已在文中作了明确的说明并表示谢意。

研究生签名: 朱树峰

时间: 2015 年 6 月 2 日

使用授权声明

本人完全了解石河子大学有关保留、使用学位论文的规定,学校有权保留学位论文并向国家主管部门或指定机构送交论文的电子版和纸质版。有权将学位论文在学校图书馆保存并允许被查阅。有权自行或许可他人将学位论文编入有关数据库提供检索服务。有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

研究生签名: 朱树峰

时间: 2015 年 6 月 2 日

导师签名: 刘清军

时间: 2015 年 6 月 2 日

摘要

近年来，国内企业海外收购已成为中国的热点。按照相关数据可知在 2011 年我们国家并购的往来同比增加快要达到 86%，并购额度同比增加 92%，是去年的两倍左右。根据相关的研究可知，我们国家的企业在外国的收购在过去 5 年中达到了高潮，在 5 年内就增加了 5 倍多。2012 年之后就有 30 家私人上市公司对他们的跨国并购规划进行了宣传，主要来自美国、德国、澳大利亚和加拿大的相关公司。这种以央企为主，民营企业跟进的并购热有增无减，中国当前的海外收购就犹如上世纪 80 年代中后期日本的海外并购狂潮，在中国走出去的战略和改革开放不断的深入的情况下，这种海外并购热到底能不能达到中国经济发展的预期这个很难评论。

吉利收购沃尔沃这种“蛇吞象”的并购无疑是海外并购的典型案列，本文从动因、绩效及风险管控三个方面来研究吉利收购沃尔沃的海外并购，通过此案列的研究为中国海外并购热敲响了警钟并提供了一些借鉴的依据。首先本文在参考大量文献的基础上对海外并购的动因、绩效和风险进行了阐述，为本文提供了有力的理论基础。然后再结合吉利并购沃尔沃这个经典的案列分析这些出它的实际动因、绩效和风险，再对风险的防范提出了一些建议，最后得出本文的结论并为汽车行业的海外并购提出相应的建议。本文采用案列分析法对海外并购进行了一系列的研究，在分析此案列中主要是针对吉利在并购前后的绩效进行对比分析，分析的方法主要是通过财务指标法和非财务指标法，而财务指标法中主要是通过盈利能力、偿债能力和发展能力进行分析和研究，非财务指标法主要是通过市场占有率和技术创新能力这两个方面进行分析，再结合同行业的主要财务指标进行对比分析，这样就能看出在并购后吉利的绩效到底如何。还提出了在并购过程遇到的风险，并对这些风险进行了有效的分析并根据这些风险提出一些风险管控的具体措施。

本文经过一系列的分析和研究，本文主要得出以下结论：首先，吉利并购沃尔沃主要是从战略上得到转型，从市场上扩大市场份额从而走向世界。其次，从吉利并购沃尔沃的前后几年绩效来看，它的绩效得到了明显的提升但偿债压力依然很大。最后，从并购的风险来说吉利仍然面临着巨大的运营风险和财务风险，尤其是文化的整合风险。

关键词:海外并购；动因；绩效；风险

Abstract

In recent years, the overseas acquisitions of domestic enterprises have been popular. According to relevant data show that the trading volumes of China in 2011 have rose as high as 86% and the amount of mergers and acquisitions increased 92.3%, nearly doubled. According to the report, Chinese enterprises overseas mergers and acquisitions contributed to a boom in the past five years, increased five times in five years. There are 30 private listed companies have make out their overseas acquisition plan since 2012 which are mainly from the United States, Germany, Australia, and some companies in Canada. The kind of overseas acquisition is given priority to with state and private enterprises follow up have been increasing. China's current overseas acquisitions are similar to the 1980s of Japan's overseas acquisition. It is difficult to comment whether China can achieve the expected economy effect with the strategy of go out our country and further reform.

There is no doubt that this "snake swallow elephant" of Geely's acquisition of Volvo is the classic of overseas mergers and acquisitions. This article is from three aspects of the motivation, performance and risk control to study the overseas mergers and acquisitions of Geely's acquisition of Volvo. I hope it can provide some reference basis for China's thermal overseas mergers and acquisitions through the case study. First of all, I describe the motivation, performance and risk of overseas acquisitions based on the extensive literature, which provides a strong theoretical basis for this article. Then I combine the classic case of Geely acquisition of Volvo analysis the real motivation, performance and risk, and a number of recommendations to prevent the risk. At last I come to the conclusion of this paper and make recommendations for the overseas mergers and acquisitions of automotive industry. In this paper I use the way of case analysis to study mergers and overseas acquisitions. It is mainly the comparative analysis of performance before and after the acquisition of Geely. The method of analysis is mainly through financial and non-financial indicators index. The financial index method is mainly analyzed and studied by profitability, solvency and development capacity. Non-financial indicators method is mainly analyzed by two aspects of market share and technological innovation ability. Then I combined with the industry's key financial indicators so that we can see how the performance of the M&A in the end. Also I raised the risk encountered in the acquisition process and take some measures based on the risk.

In this paper, I can come to the conclusion after a series of analysis and research as following. Firstly, Greely acquisition of Volvo is mainly to get the transition from strategy to expand market share from the market and go to the world. Secondly, before and after the performance of the M&A has been significantly improved but the debt pressures are still strong. Thirdly, from the risk in terms of the acquisition, Geely still faces significant operational and financial risks, especially the risk of culture integration.

Keywords: overseas merger and acquisition; motivation; performance; risk

目录

摘要.....	I
Abstract.....	II
第一章 绪论.....	1
1.1 研究背景与意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 选题意义.....	1
1.2 文献综述.....	2
1.2.1 并购动因的国内外文献研究.....	2
1.2.2 并购绩效的国内外文献研究.....	3
1.2.3 并购风险的国内外文献研究.....	4
1.2.4 文献述评.....	4
1.3 研究内容与研究方法.....	5
第二章 相关概念的界定及理论基础.....	7
2.1 企业并购的概念和类型.....	7
2.2 企业并购的动因理论.....	8
2.2.1 协同效应理论.....	8
2.2.2 市场势力理论.....	9
2.2.3 交易费用理论.....	9
2.2.4 自大假说理论.....	9
2.2.5 代理理论.....	9
2.3 企业并购的绩效理论.....	10
2.4 企业并购的风险理论.....	11
第三章 吉利并购沃尔沃的案例概况.....	12
3.1 中国汽车行业海外并购现状和历程.....	12
3.2 吉利并购沃尔沃的过程.....	13
3.3 吉利并购沃尔沃的融资情况.....	13
第四章 吉利并购沃尔沃的动因及绩效分析.....	15
4.1 吉利并购沃尔沃的动因分析.....	15
4.1.1 实现财务协同.....	15
4.1.2 获得核心技术.....	15
4.1.3 扩大市场份额.....	15
4.2 吉利并购沃尔沃的绩效分析.....	15
4.2.1 盈利能力的分析.....	16
4.2.2 偿债能力的分析.....	22
4.2.3 发展能力的分析.....	27
4.2.4 市场份额方面.....	30
4.2.5 技术创新能力.....	31
第五章 吉利并购沃尔沃的风险分析及防范.....	33
5.1 吉利收购沃尔沃后运营风险.....	33
5.1.1 品牌信誉风险.....	33
5.1.2 资金和业绩风险.....	33
5.1.3 文化融合风险.....	33

5.2 吉利并购沃尔沃后财务风险.....	34
5.2.1 偿债风险.....	34
5.2.2 再筹资风险.....	34
5.2.3 汇率风险.....	34
5.3 吉利并购沃尔沃后的风险防范.....	35
5.3.1 运营风险的防范.....	35
5.3.2 财务风险的防范.....	35
第六章 结论和建议.....	36
6.1 研究结论.....	36
6.2 对策建议.....	36
参考文献.....	37
致 谢.....	39
作者简介.....	40

第一章 绪论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

经济的发展导致并购的增多以及规模的扩大已经成为一种世界潮流，西方国家已经经历了五次并购的浪潮。而我国是在“走出去”战略提出后才开始进行的，随着世界的不断发展，企业间的并购越来越多，而中国加入 WTO 更使我国的并购行为越来越多。2013 年 7 月王世渝在南方周末上认为中国正面临着的一个千年难逢的机遇，他将其称为第六次并购浪潮。所以，中国面临的国内外背景对中国的海外并购的研究显得很重要。

国际背景：首先，经济危机后，美欧等大部分地区大受打击，销量一路下跌。其次，在能源紧张、经济萧条的市场背景下，经济、节能的汽车遇到了很大的机遇，而与欧美相比，中国的汽车市场展现出强劲的增长劲头。最后，欧美国家资金的短缺和中国市场的良好形成强烈的对比使中国有了更多的机遇。

国内背景：首先，中国受全球经济危机的影响较小，呈稳步增长趋势，中国汽车企业的发展速度飞快。其次，政府对汽车产业的支持使汽车行业走出去更好的发展提供了机遇。最后，中国企业自主创新的能力的提高，自主知识产权的意识越来越强，市场越来越广，在同行业中销量保持着一定的优势。

1.1.2 选题意义

理论意义：在以前的研究中涉及到并购的动因和绩效的研究有不少，而且跨国并购本身牵涉的东西就比较多，所以有一定的复杂性，让我们对它的分析难度加大，本文通过案例研究的方式把并购的动因、绩效和风险三者有机的结合到一起进行海外并购的研究，由于案例研究的独特性，在借鉴以前学者的研究基础上进一步加强了人们对海外并购的认识，丰富了研究的理论。

现实意义：对于我国汽车行业来说，90 年代汽车行业就发生了并购。但是就当时来讲，并购的规模较小，并购企业的参与度也较小，仅仅是小范围的并购。而进入 21 世纪各项并购活动频繁发生，中国第一汽车集团入主天津汽车，上海汽车工业（集团）总公司收购仪征汽车，江汽集团收购安凯客车，这些都是我国汽车行业国内并购的代表。同时，我国汽车行业的国际并购也在同步进行，主要代表有上汽集团收购韩国双龙公司 48.9% 股权为代表。但是，经过调查不难发现，我国汽车行业的并购特别是跨国并购主要集中在大型国有汽车企业，而小型的民营汽车企业鲜有发生并购。这也就促成了吉利公司收购沃尔沃的很高的关注度。而且本文从中国的汽车企业吉利并购海外汽车企业沃尔沃折射到海外并购活动这样一种以小见大的形式，为中国企业走出去进行海外并购活动提供了参考依据。

1.2 文献综述

1.2.1 并购动因的国内外文献研究

企业的并购已经有上百年的历史，国内外的学者从不同角度、运用不同方法对海外并购进行研究，在那么多年的研究当中形成了相对固定的一些理论。

传统的并购动因理论：

(1) 协同效应理论：此理论指出企业并购对我们的社会有着很大的益处，它能够让企业达到所谓的协同效应，也就是我们大家都知道的效应，这种效应与“1+1>2”的效应是一样的。此理论的关键点就是一个企业与另一个企业并购形成新的企业，倘若新的企业所形成的效益比并购前两企业的效益之和还要大，那么我们就说这样的并购是具有协同效应的。协同效应理论具体包括以下几种：

管理协同效应理论：此理论主要通过管理效率来体现，管理效率好的并购效率差的就能使整体的管理效率得到提高，也节省了不少成本和资源。

经营协同效应理论：杨洁（2005）指出此理论主要是通过规模经济而使成本得到降低，收益得到增加。

财务协同效应理论：于春晖（2001）指出此理论主要是在财务上根据现有的法律法规而采取的一些财务处理的方法。这些方法的作用是能使企业合理避税等让企业多些收益，而不是由于生产效率的提高而引起的。

(2) 市场势力理论：Stisler (1950)认为公司间的并购可以增加对市场的支配能力，即使不形成垄断，因为并购形成的规模效应也将成为后来者打开市场进入壁垒。

(3) 交易费用理论：罗纳德·科斯(1937)在他的文章中第一次列出了此理论，此理论认为企业与市场是可以互换的。交易费用理论认为企业进行并购活动的重要动因是合理降低交易费用，使降低的交易费用比组织费用要少。

(4) 自大假说理论：Ron (1986)认为在并购的过程中，由于经理人没有正确的看待被并购企业而使支付的价格远远高于它实际的价格导致股东的财富减少。当然，这不是因为经理人是自私的，这完全是出于他的自大和盲目乐观而导致的。Lys 和 Vincent(1995)采用案例研究的方法分析了并购中的价值毁损与管理者过度自信有关。

因为我国企业跨国并购实践起步较晚，所以在已经发表的文章中在企业并购理论方面没有太多的研究是针对中国企业的跨国并购理论与实践，然而并购在我国是越来越多，我国的一些学者于是就对并购的动因开始了一些研究。

史建三（1999）指出当代的企业并购理论还没有对海外并购的动因阐述明白，所以，他指出了一些海外并购的一些组合式的分析理论。

张新（2003）指出外国的一些并购理论对中国的并购阐述了一些道理，并提出了一些假说。刘洋（2011）从三个视角来研究跨国并购的动因，第一个视角是新古典经济学视角下的跨国并购动因理论，提出了规模经济学说、市场势力论和交易成本理论；第二个视角是跨国并购动因的一些理论，同时又阐述了一些假说；第三个视角是管理学视角下的跨国并购动因理论，提出了代理理论、管理者自大假说和协同效应理论。

章新蓉、唐敏(2010)将并购动机划分为政策导向和市场导向。而民营企业的发展导致我国海外并购逐渐开始有市场作为主导,改变了以往的政策性的行为。薛求知(2004)结合中国的海外并购的实际情况,再借鉴其他学者的研究把我国的海外并购分成了几类,主要分为资源、市场、技术和战略这几个方面。廖运凤(2006)主要是从国际直接投资方面将并购的动因分成市场、管理、技术和资源。王海杰,赵莉(2012)指出了战略方面、市场份额方面、技术方面来阐述了海外并购的动因。

林忠礼、傅仰艺(2005)从宏观和微观两个方面运用国际投资理论来剖析企业海外并购动机。黄速建、刘建丽(2009)指出我国的企业要想进行海外并购首先要考虑战略因素,然后再去学习它们的先进技术和好的管理方面的经验。郑霖霖(2013)认为并购主要去得到他们的专利技术和品牌价值,然后再考虑其它方面。

杨璞(2010)用SWOT框架分析出中国汽车企业国际化成长动因,主要包括三个方面:首先是能够对国外的贸易壁垒实施有效的防护;其次是能够改变中国汽车的现状,学习先进的技术;最后是并购能够使中国充分利用外国的品牌去发展本国的汽车行业。

1.2.2 并购绩效的国内外文献研究

Doukas 和 Trzavlos(1988)调查了美国公司的跨国并购,得出跨国并购并未让美国企业股东财富增加,企业本身并不能受益。Aybar&Ficici(2009)选取 58 家来自新兴国家从 1991 至 2004 年的跨国企业的 400 多起并购案例进行实证研究,都觉得海外并购不创造价值,大多数的类似并购还对公司的业绩有严重的影响。

Bruner(2002)在“并购是不是创造价值”的研述中主要说了公司绩效的四种评价方法,除了财务指标法和事项研究法还有经理人员访谈法和个案研究这几种方法。而财务指标法和事项研究法是研究界公认比较常见的研究方法。他选取了 44 个样本开始研究,发现有一半的研究表明可以为企业带来收益,而一半则不能。陈健等(2005)也用了事件研究方法对有些上市公司的横向并购进行研究,发现这样的研究带来的结果是可以为企业带来一定的收益的。Hemerling(2006)也同样使用事件研究法对我国 16 个海外并购进行详细的分析,得出的结论是有一半的海外并购者是取得了很好的收益的。

李善民等(2002)在 1999 年至 2000 年采取了几百份样本开始用事项研究法研究,结果显示对并购者是可以增加他的公司效益的,但对被并购者的收益增长则是很不明显的。张新(2003)以 1993-2002 年间 1216 个并购重组案例为样本,通过实证分析证明,并购后的企业的溢价收入是高于国际上的一般的收入水平的,这也是并购的好处,创造了新的价值,收购公司股票溢价为-16.76%,导致价值减少。刘淑莲等(2010)采用事件研究法,研究了 2004-2006 年间我国上市公司的并购活动,研究表明在这段时间的并购事件,可以使目标公司有过量的投资者短期收益,然而对被兼并公司的收益增长的效果则不是那么明显。

张隆亭(2011)利用事件研究法,对兼并企业和被兼并企业在并购前和并购后的绩效进行了对比分析,研究证明兼并企业和被兼并企业的收益都会有所增长,但兼并企业在一般情况下是比较好的收益,但被兼并者在一般情况下是比较不好的影响。

1.2.3 并购风险的国内外文献研究

霍普金斯(Hopkins, 1999)指出从管理和资源这两方面研究,发现财务风险不会发生在与企业的战略不相称的企业并购上。Habeck、Kroger&Tram (2000)指出并购不能成的理由最大的可能是并购后的整合风险,其次是战略上那个的方针失误,最后是没有一些好的策略去实行。

徐振东(2000) 对企业在海外并购前、海外并购过程中和海外并购后这三个阶段存在的风险进行了阐述。Marks&Mirvis (2001) 认为并购在并购中失败的因素有很多,主要是时间、价格和对象的不合适,许多并购在对其规划和付诸实践的阶段就以失败而告终。冉宗荣(2006)指出中国的海外并购对并购本身看的太重了,以至于对并购后的整合风险不重视,最终使并购不能成功。周勇(2007)把我国的海外并购分成三个阶段,前期风险、中期风险和后期风险,前期主要是一些选择性风险,中期主要是一些经营性的风险,后期是企业的各种整合性的风险。林源(2009)指出现在我们国家面临的风险主要有内部风险和外部风险。王海杰,赵莉(2012)指出我们国家的跨国并购还有很长的路要走,在其中肯定有很大的风险,其中最重要的就是并购后的整合风险,当然还有其他的,比如说政治、市场和法律这三方面的风险。宋秀珍,徐霞(2013)认为民营企业进行海外并购时应主要注意以下风险:并购交易前的风险,并购交易中的风险,并购后的整合风险。并购交易前的风险包括政治风险,法律风险,战略风险和并购目标评估风险。在并购交易中可能面临的风险主要有融资、支付和估价三方面的风险。并购后的整合风险包括人力资源整合风险,企业文化整合风险和企业经营整合风险。

Suchismita (2005)凭借有关的剖析指出,有的混合型的海外并购方式确实可以让并购中遇到的可能性风险较少,但它们的实际作用其实并没有那么明显,降低的程度也很低。王中华(2001)通过研究指出海外并购的风险主要分成三个方面:首先是要对并购的目标进行准确的定位然后再进行并购,其次是要防止并购对自身企业控制权的威胁,最后要加强各个部门全方位的合作来达到并购的目的。杨培强(2004)剖析了在交易过程中海外并购所面临的一些风险,然后再对这些风险的管控提出一些建设性的意见。程志勇和张子刚(2004)阐述了企业在海外并购风险上要求要注意一些原则性的东西,还要注意并兼并企业的股价和财务上的风险等要采取一定的措施去防范。Moore (2006)研究了海外并购套利交易的风险,在并购风险套利过程中获得的信息流。林源(2009)认为对海外并购的风险管控体系的建立是很重要的。

1.2.4 文献述评

通过对国内外企业并购动因、绩效和风险的已有研究进行了梳理和整合。可以发现从不同的角度对海外并购的动因进行了分类和分析,但都没有形成统一的认识。史建三(1999)指出我国的大部分学者所研究出来的理论对海外并购的动机的分析还是很欠缺的,不能完全研究出其中的动机。因为并购的动机是复杂多样的,大部分的研究也只是对其动因的客观陈述上,所以通过案例的研究其特有的并购动机还是很有必要的。而关于并购绩效的研究国内外大部分学者都没有形成统一的认知,对并购后的绩效有好有

坏，有的用同样的研究方法比如事项研究法却得出相反的结论，可见并购绩效的复杂性。国内外的企业都对跨国并购所面临的风险有一定的了解，而中国的海外并购道路还有很长的路程要走，正处于一种初级的被动的去向其他国家学习的阶段，而对海外并购的风险管控的意识还需要不断去提高的，所以对海外并购的风险管控研究在本文很重要。

1.3 研究内容与研究方法

本文内容安排如下：

第一章：绪论。主要对本文的研究背景、研究意义、国内外研究现状、研究内容、研究方法和创新点进行分析。

第二章：相关概念的界定及理论基础。包括企业并购及其类型，并对各种并购进行概念上的解释，主要是海外并购、绩效和风险概念的界定。然后就是理论基础，包括企业并购的动因理论、企业并购的绩效理论和企业并购的风险理论。

第三章：吉利并购沃尔沃的案例概况。此章首先介绍了中国汽车行业海外并购现状和历程，然后又分别介绍了吉利并购沃尔沃的过程，最后又叙述了吉利并购沃尔沃的融资方式。

第四章：吉利并购沃尔沃的动因及绩效分析。其中动因包括财务协同动机、技术动机和市场份额动机。绩效主要从财务视角和非财务视角两个方面分析吉利并购沃尔沃的绩效，财务绩效主要从盈利能力、偿债能力和发展能力三个方面进行分析，非财务绩效主要从市场份额方面和技术创新能力方面进行分析。

第五章：吉利并购沃尔沃的风险分析和防范。重要的是以运营和财务这两种风险为核心去进行详尽的分析和研究，在最后对风险防范的措施提出建议。

第六章：结论和建议。

研究方法：

本文通过案例研究和规范研究相结合的方法。其中在规范研究中通过大量阅读国内外文献的基础上对海外并购的动因，绩效和风险进行分析和研究，为本文提供了理论基础，动因的分析是通过分析绩效和风险而倒推出来的。而案例研究是本文的主要研究方法，通过对吉利收购沃尔沃的案例研究使海外并购的动因研究更加成熟，通过财务绩效和非财务绩效的方法对吉利收购沃尔沃的绩效进行了有效地评价，最后又提出了风险管控的建议对海外并购的风险进行防范。

1.4 本文的创新点和不足之处

本文从内容上来说将中国汽车行业的海外并购的动机、绩效和风险三者结合到一起，这在以往研究是没有的；而且在绩效分析的时候不仅分析了财务绩效，还分析了非财务绩效，这在以往的研究也是很少的。而且在分析吉利并购动因的同时通过分析其绩效和风险来倒推吉利并购沃尔沃的动因，也是一种动因验证的过程。本文最大的可能创新点就是在中国近些年海外并购热与上世纪 80 年代中后期日本并购狂潮惊人的相似的背景，吉利并购沃尔沃会不会达到其预期的目的，以及对国家“走出去”战略的反思。

存在的不足：本文对并购前后续效的分析具有相对性，尤其是非财务视角下的绩效很难进行精确地考核，这对后续海外并购的分析产生一定的影响。

第二章 相关概念的界定及理论基础

2.1 企业并购的概念和类型

概念：企业并购是企业兼并与收购的一种统一组合的称呼，在国际上两者的英文为 Merger & Acquisitions，我们习惯性的把它们缩写成“M&A”，然后翻译成为并购。企业的兼并依据外国的书籍的有关诠释是指两家或多个单独企业或公司合到一起构成一家企业，继而由占上风明显的其中一家对其他几家或多家举行吸收合并。而企业收购是指企业用现金、股票或债券等有偿证券的方式购买或者置换目标企业资产或股票、债权，从而获得对目标企业的一种经营管理权的经济行为。从法律形式和产权结构的差异来看，合并的最终结果是至少两个企业变成仅有一个法人的实体单位，当然，这样的合并是对法人收购的数量没有影响的，而是让并购企业掌握了被并购企业的产权，这对被并购企业是有很大影响的，还涉及到企业的经营和管理的所有权的问题。但是从经济意义上来讲，兼并与收购在概念上有很大一部分是堆叠的，从另外一个角度来讲，收购也能够当作是广义兼并活动的一种，收购和兼并实质上都是企业产权的买卖，在很多企业收购和兼并的操作过程中，很难对两者进行区别。因此，学术界和实务界经常把兼并和收购写在一起，统称为并购。

按标的企业所从事的行业进行区别能够分为：横向、纵向和混合并购。横向并购，指在并购活动中同一种生产部门或经营公司的同类产品部所产生的活动。并购形成规模效应的目的就会在很大程度上使企业的市场占有率不断提高，横向并购主要是通过行业的集中来对市场产生影响。纵向并购，指的是有些企业的生产环节和经营环节是联系在一起的，或者是在同一链条上的企业，还有的就是在纵向上能够相互协作的企业的并购行为。纵向并购的关键点就是一家企业自身的活动能让与它相关联的一系列的物材和设施都能发展起来所耗费用和使成本下降的目的。而混合并购是横向并购与纵向并购的结合体，凡是横向并购和纵向并购的所有好处它都具备，这样就有利于企业减轻各自危机对自身的影响，所以在 20 世纪中后期开始逐渐成为企业并购的一种主要形式。

按并购企业的所有者愿不愿意用协商的方式去进行并购来划分的话可以分为善意收购和恶意收购。善意收购在大多数情况下指的是被兼并企业的负责人和股东都对被并购是赞成态度被欣然接受的一种并购。这种并购也是对企业全体员工和管理者的团结的一种考验，只有有好的配合才能促使这样的并购能够成功，当然，这种并购的成功的可能性是很大的。而恶意收购指的是没有经过并购方股东和高层领导的同意而采取强制性的一种手段使并并购企业被迫同意次种并购活动。在大部分的情况下，并购方和被并购方会采用各种手段尽可能的去实现收购和反收购的一种意图。

企业并购融资的形式最重要的有债务、权益和混合融资这三种类型。债务融资是指企业通过销售债券的方式让购买债券的所有者成为债权人。企业债务融资日常的有银行贷款和企业债券两种方式。成为企业债务融资的首要用具，企业债与银行贷款在筹资的本钱与各方面的影响有较大的悬殊。企业债务融资范围较广、限期较长，则选取发行企

业债券比银行贷款更占上风。权益融资主要是追加投资来使所有者的权益扩大，而非卖了他们的股票从而稀释股东的控制权。权益融资所筹取的资本拥有永久性的特征，没有到期日，不需送还。而且权益融资比较方便，是根据具体情况进行投资的，它的风险比较小，通过它能够保证偿还债权人的债务，有利于项目资金的正常运营。混合型融资样式包含了上面两者的一些融资的方式。重要的有可转换证券和认股权证这两种混合融资的用具。通过混合融资的方式可以使融资渠道更灵活，从而可以合理的分散投资风险。当前我国企业举行并购融资的市场样式有换股并购融资方式、可转换债券并购融资方式和认股权证并购融资方式等。

对于并购绩效概念的界定我认为是指个人或者团体举行一项活动所取得的成绩和效果，可以从多种角度来衡量，而对海外并购的绩效评价差不多就是这个样的。财务目标评估在所有的的方法中是最好的。本文主要从财务指标和非财务指标对并购绩效进行界定并加以分析，财务指标主要从盈利能力、偿债能力和发展能力这三个方面进行分析，非财务指标以技术创新能力和市场份额为中心进行研究。

而对于企业并购风险的概念界定我认为它既包含并购所带来的收入的不稳定性，还包括对企业造成损失的一种可能性。这些风险有可能造成企业的倒闭，有可能造成企业损失惨重，这在于对风险的可控性上。我对此概念的界定主要是为了去更好的识别风险，了解它的形式与本质内容。本文主要从运营风险和财务风险两个方面进行分析和研究，并对风险的防范提出一些建议。

2.2 企业并购的动因理论

2.2.1 协同效应理论

协同效应理论对于我们的社会是有一种无限潜力的益处，它可以让我们的企业在经过并购时超过双方各自获得的收益之和，它的理论基础是：如果甲企业与乙企业并购成立丙企业，我们假设丙企业所产生的收益是多于甲企业与乙企业的价值的总数，那么我们就说甲、乙企业就存在着并购的一种协同效应。它的具体的一些理论主要包括下面三种：

经营协同效应理论。此理论认为企业间在经营上面的一种互补性，使得双方企业或更多的企业在并购以后能实现规模效应，还大大地提高了企业在日常生产经营活动的效率，所以由并购所产生收益是远远大于它们所发生的成本的，这样一来企业的总体的收益就会显著增加。

财务协同效应理论。此理论认为并购给公司所创造的价值并不是由于并购的经营协同而使企业的效率得到提高，而是因为企业所使用的会计的处理方式、根据现有的税法去避税，根据证券交易的内在规律操作的一种方式。比如说有关于赋税的一些问题，如果说一家企业有盈余的收益在账面上，那么这家企业就可以通过并购另一家企业从而使企业所交的税额减少；再比如说，企业并购另一家企业或多家企业可以使企业的规模得到扩大，这样的话企业就会更容易在资本市场上进行融资，其成本也会相对应的减少，这样企业就可以充分利用各种金融工具去降低公司的风险和债务的成本，为企业更好的

发展提供更高的平台。

管理协同效应理论。该理论认为由于目标企业的管理效率比较低，所以可以通过对其进行并购，然后再提高目标企业的管理效率，这样一来对于并购后的企业来说它的整体的效率就会得到提高，也会获得相对应的收益，并使得并购后的企业的运营的成本得到下降，管理的费用也会相对应的得到下降。

2.2.2 市场势力理论

市场势力是指企业对市场的把控和制约能力。该理论的最主要的观点认为通过并购这种活动可以提高市场占有率，从而使竞争对手的数量相应的减少，也就可以达到对经营环境的一种强有力的控制。当然，不同的并购方式会对市场势力的方式和程度的影响会有所不一样。通过对横向并购的研究我们可以知道此并购不仅提高市场占有率，使竞争者的数量自然而然的减少，还可以使行业结构的情况得到改善从而使企业的生产能力集中起来，这样就会提升效率，加强对行业的一种控制，也避免了产能过剩对企业的一种不利的冲击，同时也会避免价格战所造成的资源的浪费。纵向并购对市场的影响力主要是通过通过对原材料、销售渠道和用户的控制这种手段来实现企业对同行业市场的的一种有效地控制，这种控制就可以有效的压制竞争对手的各种行为，从而使得自身企业的市场地位得到巩固。而混合并购对市场势力的影响就不像横向并购和纵向并购那么明显，不同的学者有不同的观点。有的学者认为混合并购是绝对的可以扩大企业的市场规模，从而使得在激烈的价格战中有能力去对抗，然而有的学者则觉得这不是混合并购独特的优势，因为横向和纵向的并购都可以达到这样的效果。

2.2.3 交易费用理论

企业进行并购的这种行为有个比较重要的原因是这种并购可以使企业的交易费用能够有效地降低。主要表现在企业可以使其内部的经济活动得到很好地协调，组织的方式可以多样化，经过此种并购可以尽可能的使企业的内部组织的费用得到降低，而且还远远低于其交易费用，从而使企业的利润达到最大化，为企业更深层次的发展提供了标杆和财力支撑。

2.2.4 自大假说理论

在 1986 年的时候，Ron 就提出企业的高官们在并购过程中由于自身的狂妄自大使得企业支付的价格远远高于实际应该支付给被收购企业的价格，这种自大让企业的收益会有一定程度的减少。当然，这种假设理论是建立在企业的高管们不是自私自利的，只是由于他们的狂傲自大使得自己当初的良好愿景得到反作用的效果，这种盲目乐观的评估给公司带来的将是不可弥补的损失。

2.2.5 代理理论

我们知道此理论是在企业的所有权和经营权的分离的一种状况下产生的，由于企业的所有者不可能把企业的经营者所采用的决策都能了解到，况且企业的经营者和所有者所获得的收益也不是一样的，在这种信息不对称的情况下，企业的经营者和所有者的所获益的目标就会不一样，他们很大可能就是为了自己的利益而损害企业的利益，这样就

会不利于企业价值最大化的实现，也不利于企业决策的形成。当然企业管理者拥有比较少数股权是代理问题产生的根本原因。而为什么代理理论会成为并购的动因之一呢？这主要是因为企业间的并购可以使代理的成本降低，主要体现在经营管理权和决策权的分立，还有就是使用股票去激励企业管理者。如果说企业的代理成本过高，那么就会引起企业的股价被低估，这个时候企业就会迫使企业的管理层提高管理的水平从而使企业的价值不断被提高，这也有利于股东利益与企业利益达到一致。当然，如果企业无法解决这样的代理问题，那么企业的管理者就会采取措施被迫卖掉自己的企业或者被其他企业所并购。

当然，我国的跨国的企业间的并购起步的还是比较晚的，所以公布出来的文献关于我国企业间跨国并购的一些理论和实践不是特别多，只能根据现有的文献做一些整理和陈述，只是从九十年代初起我国的跨国并购开始迅速发展起来，于是众多学者对并购这个方面的研究开始越来越多，这主要源于经济全球化，因为经济全球化给我们国家的海外并购打开了更加广阔的国外市场，使企业的规模得到迅速扩大，使企业更好更快的达到规模效应。而目前我国企业海外并购的动机主要有下面几个方面：首先，为了抢占国际的市场。海外并购可以使企业扩大自身的市场，使国内市场和国外市场联系起来，这不仅可以使国内市场得到巩固，还使国外市场能够有效的打开。其次，为了打破国际贸易的壁垒。贸易的壁垒是企业间比较麻烦的一件事，而通过海外并购就可以成功的避开其他国家的知识产权保护的壁垒，从而可以使本企业进入到其他国家比较重要的行业，对于中国这样的国家迫切需要去打开发达国家的市场，而跨国并购和直接投资无疑是最好的选择。再次，为了获取其他国家的战略资源。这种战略资源主要是指不可再生资源，它是各国都想努力去得到的，这有利于他们国家的长足发展和内部需求。最后，为了提升本企业的技术能力。通过并购方式可以很容易的获取被并购企业的研发技术，这种渠道比较快捷，也可以使本企业的创新能力得到迅速提升，从而有利于企业的长足发展。

2.3 企业并购的绩效理论

其实在我国的学术界上对企业并购的绩效一直都没有大致统一的观点，这里面的原因主要是不一样的学者所取得研究样本不一样，而且他们研究的方式也都不太一样。而国际上主要是用事项研究法和财务指标分析法相结合的一种研究方法，他们主要是对并购前后的股东财富的变化进行了分析和评价。

事项研究法主要是通过累计超额收益率的一种实证研究方法，即在公司并购文书先后的某段期间内股东的现实收益与假定无并购感化下股东的一般收益作比较，算出超额收益，实际收益主要是通过股价变动和股息的支付，对于正常收益通常采用市场收益与股票收益的关系构造的回归模型计算得出。但事项研究法只是从单纯的财富收益上来衡量，仅仅站在股东角度考虑短期绩效，且这种方法对于证券市场效率要求较高，是通过股价变动来判断的，对于我国现在的证券市场的不完善性是无法来客观的衡量其绩效的。

因为超额收益法它只是从股价变动上去反映企业并购的一系列活动，而没有从经营

效率上反映它这种并购的行为，所以很多学者都比较同意用财务指标分析法对绩效进行深入的分析研究。也就是我们经常提到的对盈利、偿债、经营能力和发展水平进行分析和研究的一种财务指标的方法。而本文主要从盈利能力、偿债能力和发展能力这三个财务指标进行分析和研究。

当然，对一个企业绩效的评价紧紧依靠财务指标进行评价是远远不够的，还要考虑非财务指标。因为单纯的财务指标是有很多不完善的地方，要想更加全面的分析还是要对非财务指标进行分析和研究才能更好的去评价，非财务指标一般用来反映企业中长期的发展趋势，主要表现在下面几个方面，比如说企业发展能力，企业的核心技术的创新能力，以及企业合并后的职工的忠诚度、对企业文化的认可度。而本文主要从市场的份额、技术创新能力等这些方面进行分析和研究。

2.4 企业并购的风险理论

在二十一世纪后，我们国家的一些企业开始了很多的并购行为，尽管在世界并购浪潮的背景下如火如荼，但由于各种原因成功的几率并不是很高，这些海外并购在给中国带来迅速发展的机遇的同时也给企业带来了很大的风险。这些风险使我们企业的并购结果充满了很多不确定因素，如果不能很好地去管控这些风险，就很容易导致并购的失败，从而给企业带来很大的损失。所以，我们要对海外并购形成一种风险评估体系，这样就会减少我国企业海外并购的盲目性，使并购行为能够获得很大的成功，减少不必要的损失。因此对海外并购的风险的识别以及对风险管控的研究就显得至关重要。

根据相关学者的研究按照时间的阶段性的不同我们可以把企业并购分为三个阶段：首先是并购前期的准备阶段，其次是并购中的交易阶段，最后就是并购后期的相关内容的整合阶段。在并购前期主要面临着战略选择的决策风险、投资风险和法律风险，并购中主要面临着财务风险，主要有评估的风险、融资的风险和支付的风险，并购后期主要面临着经营风险和整合风险，这是并购的重点内容。而除了这些风险还有一些外在的风险，例如市场风险、汇率风险和政治风险。而本文主要从运营风险和财务风险两个方面进行分析和研究，并对风险的防范提出一些建议。

第三章 吉利并购沃尔沃的案例概况

3.1 中国汽车行业海外并购现状和历程

现状：由于世界金融危机的影响使世界的经济呈下降的趋势，但中国的经济受影响却很小，而且中国人均拥有的汽车是很少的，所以，这个需求还是很大的。而且现在的工业的也发展较快，使得汽车行业有很多可以利用的条件，中国政府的外汇储备还是很多的，但负债却是很少的，所以基于这些条件中国的汽车行业在国际金融危机的背景下是以一种爆炸式的方式增长的，这对中国汽车工业还有各个汽车零部件的促进作用是非常巨大的，为它们的发展提供了非常好的机遇。

当然，虽然是个很好的机遇，但对于中国现阶段的情况来说，相比于国际上的汽车行业我国是处于产业链比较低端的位置的。因为我们我国民族汽车工业的起步是比较晚的，有很多经验是没有的，企业行业该有的一些配套的一些体系我们都是非常不完善的，对于这方面的法律法规还有很多是处于空白区的，所以在其发展的过程中是遇到很多难以解决的问题的，就比如贸易壁垒的问题我国就遇到很大的问题，这使得我国在国际市场的竞争上就会很难进入到国际市场上的。我们是不断学习国外先进技术的，但这些技术的学成也不是一蹴而就的，而是需要一个不断消化吸收，然后再进行创新的一个过程的，这也需要我们去不断的转变我们汽车工业的发展方式，与我国“走出去”的发展战略紧密的联系起来，虽然过程有些坎坷。

每个国家都有每个国家的特色，我国所走的特色道路决定了我国海外并购应有的特色。在并购企业的主体上涉及了中央国有企业、地方国有企业及民营企业。当然，民营企业的发展是不受我国政府的控制的，它的经营的盈亏是由自己去负责的，这种使民营企业大量参与的海外并购中所涉及的领域还是比较广的，包括能源开发和加工领域，以及一些高新技术的领域，这些都说明我国的海外并购的步伐是越来越快的，而且这种并购的方式已经逐渐成为我们对外投资的主要的一种方式。

我国的海外并购开始的时间是比较晚的，在 1979 年的时候我国政府才颁发了一些政策允许我国的企业可以在国外去创办企业，这算是我国海外并购的一种起步。在当时一些实力很好的企业开始尝试走这条道路，比如说中银国际联合华润集团收购香港康力投资有限公司。从中国海外并购的发展历程来说我们可以把它们分成三个阶段去了解我们企业的海外并购行为。

首先是在 20 世纪 80 年代至 90 年代这个阶段，算是中国企业海外并购的初始阶段。当时由于国家发展的战略需要，一些实力比较强的企业纷纷响应国家的号召去进行并购，这也算是对国家战略发展的一次试验，这个阶段的主体主要是我国的国有企业，并购区域主要是在北美和东南亚这些地区。其次是在 2001 年至 2005 年这几年间，当时我国终于加入到世贸组织，所以我国提出了“走出去”的发展战略。在这几年的发展中，我国海外并购的企业开始有民营企业的加入，这为我国海外并购的行为注入了活力，这个阶段的并购的区域主要集中在东南亚和非洲这些地区，并有向欧美地区发展的趋势。

当然，我国的国有企业仍然有很多并购行为，它们主要是在家电行业并购行为较多。最后是 2006 年到现在，我国的人民币在总体上是不断升值的，而且政府购买的外汇是比较多的。所以，这个阶段我国的海外并购是达到顶峰的，并购地区也扩展到了整个世界，涉及的金额也是非常大的，这种趋势也是逐年上升的，这个阶段并购的领域主要是集中在金融行业。

3.2 吉利并购沃尔沃的过程

在 2008 年的时候，吉利的总裁李书福在底特律汽车展上就有了想要收购沃尔沃的强烈愿望，当时福特给沃尔沃这个品牌的定价是 60 亿美元，这也是福特想要利用沃尔沃这个品牌去吸引全球的商家去收购沃尔沃，在当时吉利有很多强劲的对手，比如说像宝马这样的企业，所以相对于这样的大企业来说吉利的并购显得有些不太可能，因为在当时沃尔沃每年还有 150 亿美元的营业收入，但当时的而吉利的营业收入只有不到 43 亿的人民币，这与沃尔沃相比来说差距确实有些太大了，所以这给收购的顺利进行增加了很多难度。

但是，吉利通过实际行动证明了这场看似不太可能的海外并购，吉利通过全方面的准备去实现这次并购，主要通过律师事务所、财务咨询公司和一些金融机构中最专业的人或机构给予援助，给予吉利尽可能多的帮助，正是这种优秀团队的建立和吉利自身的努力才取得了福特公司的信任，这也是并购能够成功的关键，当然，并购的成功离不开政府的大力支持，不仅是在资金上，更重要的是在政策上的大力支持，当时的国内竞争者也有很多汽车企业，但还是吉利先拿到了政府下发的支持函，这给吉利吃下了一颗定心丸。

于是在 2010 年 8 月的时候吉利集团顺利对沃尔沃进行并购并完成了一些交割的手续，对沃尔沃进行了百分之百的控权，这样一来就表明吉利集团能够拥有沃尔沃的一些关键技术和知识产权的一种所有权，这意味着吉利对沃尔沃的股权控制是 100%的，并不是我们常说的合资，沃尔沃的关键技术也将被吉利所使用，这将使吉利的汽车技术得到质的飞跃。另外，吉利集团与福特公司还签订了其他相关方面的协议，比如说吉利集团将获得所有沃尔沃独立开发的技术的控制权，但福特授权沃尔沃利用的技术或沃尔沃与福特都有的技能这些是吉利所不可以使用的，但沃尔沃是能够继承使用的。签订了这些协议后也就代表了吉利将拥有很多沃尔沃的专利使用权，这些包括汽车安全方面如防滑刹车系统，紧急刹车灯，智能驾驶信息系统，紧急制动辅助系统和防抱死制动系统。使吉利间接的拥有了几千项的专利，也间接地提高了吉利集团的技术创新能力，使吉利的发展更上一个台阶。

3.3 吉利并购沃尔沃的融资情况

关于吉利集团的融资情况如图 3-1 所示，从图中我们可以知道吉利并购沃尔沃需要 27 亿美元，其中有一半是国内资金，一半是境外资金。其中国内资金的一半来自吉利的自有资金，一半来自银行贷款和地方政府资金，而银行贷款和地方政府资金主要有国内

的中行和中国进出口银行，政府方面有大庆、北京和成都。国外资金主要来自美国、欧洲和中国香港。

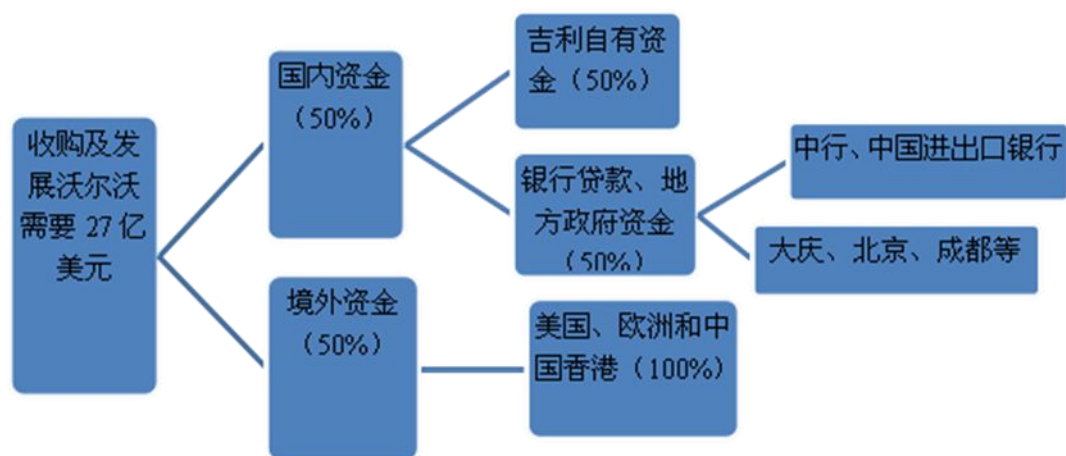


图 3-1：吉利并购沃尔沃融资情况

在 2010 年 8 月 2 日，吉利集团通过现金加票据的融资方式对沃尔沃进行收购，总共花费了 18 亿美元，这 18 亿美元的主要构成是付给福特 2 亿美元，其他 16 亿美元全是来自吉利的资产收购，所以说来自吉利自由的资金是非常少的。当然，并购的成功是离不开浙江政府的功劳的，其中汽车产业发展资金的资助也是非常重要的，还有大庆国资委、国内的商业银行的贷款和外国的投资者的资金融入，当然它们一起打造的融资平台在并购过程中发挥着举足轻重的作用。与此同时，中国银监会在 2008 年 12 月 9 日放松了商业银行开展并购贷款业务的限制，使并购的一些行为更加有利，吉利不仅吸收了国外的投资者，还积极的与国内的一些金融机构进行密切的合作，从而使它们加大对吉利并购沃尔沃资金的力度，总的来说，吉利并购沃尔沃所支付的 18 亿美元只有很少的一部分是自有资金，其它的都是通过外源融资的方式进行并购，重要的形式有银行并购贷款融资、可转债权益及认股权证融资和地方政府融资这三大方式。

第四章 吉利并购沃尔沃的动因及绩效分析

4.1 吉利并购沃尔沃的动因分析

至于吉利并购沃尔沃的动因本文采用倒推的方式去证明它的动因所在以及动因的实现程度如何。下面先把并购的动因罗列出来然后在后面对并购的绩效和风险分析完成后然后再对这些动因进行分析。

4.1.1 实现财务协同

吉利希望通过并购沃尔沃来达到其财务协同的目的，想通过并购来让其盈利能力得到质的飞跃，不仅可以在国内实现其盈利的可观性，而且在国际上其收入不断增长的同时风险抵抗能力能得到提高，至少和并购沃尔沃前比较能实现较强的盈利能力。在实现盈利能力提升的同时吉利还希望其偿债能力能够得到提高以至于能够偿还其欠下的高额负债，这样才能实现其盈利的目的，才能实施其国际发展战略，才能有更好的发展能力来维持其长久的生命力。

4.1.2 获得核心技术

并购沃尔沃在核心技术方面主要是沃尔沃的在安全方面做得很好，正是由于沃尔沃对安全方面的定位才一直得到大家对沃尔沃汽车的认可。沃尔沃“三点式”安全带就是沃尔沃发展的专利，并且无偿的推广给其他汽车厂家，这种行为也得到的高度赞扬。基于对“安全”定位的不离不弃，所以沃尔沃在全球豪华汽车市场上占有大概百分之十的份额。当然，吉利此次的并购时对沃尔沃百分之百的控制的，所以对沃尔沃的一些知识产权是拥有的，这样吉利就可以利用沃尔沃的独有的技术和这个在大家树立的品牌优势去更还的发展自己，可以打造属于自己的高端品牌，况且沃尔沃的XC90平台的转让也为吉利的发展打下了坚实的基础。

4.1.3 扩大市场份额

如果企业间都实现差异化的管理和差异化的产品那么就会在行业中实现市场的集中，就会实现非常高的利润，而吉利汽车收购沃尔沃，就是能够实现这种差异化的互补，吉利可以利用沃尔沃高端的技术来提高自身的产品的质量，这样就会在中高端的市场上占据优势，从而拥有自己的市场，这样的互补可以使吉利汽车打开国际市场从而实现国际化的战略，使自己的市场在国内和国外兼得。

4.2 吉利并购沃尔沃的绩效分析

对于绩效分析国内外主要是事项研究法和财务指标分析法，而事项研究法主要是针对实证研究的文章，而本文是案例分析的文章，所以主要采用财务指标分析法。这些分析对企业来说又是不完整的，所以本文在财务指标分析法的基础上再加上非财务指标分析的方法，对企业的绩效尽量达到一种全面的分析，由于此案例发生的时间已经经过几年了，其短期绩效已经很明显的显示出来，所以本文主要的侧重点是对长其绩效的评价和分析。从财务角度上主要是从盈利能力、偿债能力和发展能力三个方面进行分析，而

非财务角度主要从市场份额和技术创新能力两个方面进行分析。

4.2.1 盈利能力的分析

盈利能力也就是我们经常提到的一个企业在特定的经营期间能够赚多少钱的一种能力。企业盈利的能力的大小不是绝对的，它是收入和成本相比较的一种相对的概念。在一定的投入下，企业所创造的利润越高说明它的盈利能力就越强，反之则越差。盈利能力也是反映企业经营好坏的标志。所以说，整个企业的各个阶层都会对企业的盈利能力密切关注的，因为这涉及到他们的切身利益。

本文主要从净资产收益率、每股收益、盈余现金保障倍数三个指标分析吉利汽车的盈利能力。净资产收益率又称股东权益收益率，是净利润与股东权益平均值相除得到的数，也是企业税后利润除以净资产获得的比值，该目标反应企业的股东获得的收益程度，此比值是对企业使用自己的资金的一种使用的效率的评价。净资产收益率能够反应企业的资金再通过运用后所获得增值收益的一种本领，它关系着企业所有者拥有收益的层次。这个指标的值越大越高，就说明这个企业经营的就越好，也代表了企业的所有者获得收益也越多。每股收益是剖析每股价值的一个基础性目标，是归纳反应公司盈利实力的首要目标，反应了每股缔造的税后利润，比率越高，表示所创造的利润就越多。盈余现金保障倍数反映的是企业在特定期间生产经营现金净流量除以净利润的比率，反应了企业的所获得的收益的一种支持水平，也是对企业盈余现金质量的一种测验。此指标从企业获得的现金值与企业流出的现金值的角度进行分析，对企业的盈利收入的质量也是一种一定的评估方式。下图图 4-1 是净资产收益率和盈余现金保障倍数的趋势图，图 4-3 是每股收益的曲线图。

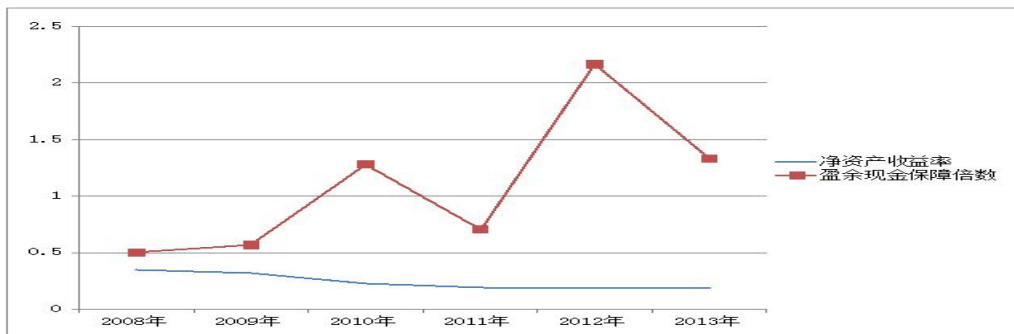


图 4-1 吉利汽车的盈利能力指标



图 4-2 吉利汽车的净利润



图 4-3 吉利汽车的每股收益 (元)

从上图 4-1 可以知道盈余现金保障倍数在 2008 年到 2009 年是稍有上升的，但幅度不大，2009 年到 2010 年骤然上升，而且盈余现金保障倍数超过 1，再看图 4-2，企业从 2008 年再到 2009 年和 2010 年的净利润一直是上升的，这是对企业所创造的净收益对企业的现金流动的一种贡献的肯定，尤其是企业的净现金流比企业所创造的收益多的，这是企业保持活力和盈利能力的一种体现。而 2010 年到 2011 年盈余现金保障倍数骤然下降，其值小于 1，在净利润不断增长的前提下出现这种情况表明吉利的净现金流在这一年内不活跃，没能充分的发挥现金的作用，导致其盈利能力也相比上一年有些下降。2011 年到 2012 年是上升幅度最大的一年，净利润在不断上升，其盈余现金保障倍数也是大幅度上升，其值超过 2，这表明吉利在这年的净现金流出是其净现金流入的 2 倍左右，其盈利能力的空间骤然提升，企业的活力空前增强，盈利能力也是有很大的提升。2012 年到 2013 年像 2010 年到 2011 年的盈余现金保障倍数骤然下降。整体来看，从 2008 年到 2013 年的盈余现金保障倍数是跌宕起伏的，有的年份上升有的骤然下降，在净利润呈上升趋势的前提下表明吉利的现金净流出量是不稳定的，没能好的稳定发展的节奏，没能更好的利用现金去很好的融资让盈利能力达到最大化，但总体还是上升的，这也是吉利并购沃尔沃的有利的一面，表明吉利并购沃尔沃是一种成功的举措，是能够实现盈利能力的提升的，即使有很多不稳定的因素。

从图 4-1 可以看出净资产收益率在 2008 年到 2013 年是呈下降趋势的，而净利润又是在这几年上升趋势的，这表明在吉利并购沃尔沃的这几年吉利在净利润不断增长的基础上也使得平均股东权益不断增加，而且平均股东权益的增加的幅度要大于净利润的增长幅度。这反映了吉利并购沃尔沃的举动是正确的，它能够让并购后的吉利的净利润呈正增长，而且也使得股东的权益不断增加，这是实现企业价值最大化和股东财富最大化的完美结合。同时这也是吉利并购沃尔沃的一种盈利能力的体现，表明吉利并购沃尔沃不仅给企业带来巨大的利润增长点也使得股东的权益不断扩大，这也是并购后的吉利的盈利能力的提升的一种强有力的表现，也体现了并购后的吉利运用其庞大的资产的效率提高，其资产的增值能力得到提升，使股东财富最大化。

从图 4-3 可以看出并购后的吉利的每股收益是呈缓慢增长的趋势，幅度不大，但整体是上升的。说明在 2008 年到 2013 年的这几年吉利每股收益在不断提高，吉利的获利能力是不断提升的，这也是并购后的吉利的净利润能够得到稳步增长的一种坚实的基础，从根本上也说明并购后的吉利盈利能力是不断提高的。

另外，为了更全面的分析吉利汽车的盈利能力，本文从汽车行业里选择了 12 家具有代表性的汽车企业，然后分别算出它们的销售毛利率、净资产收益率、净利润和每股收益，然后分别用这些指标的平均值代替行业平均值与吉利汽车的值进行比较，然后分析得出结论。

表 4-1 汽车行业 2008 年至 2013 年销售毛利率 (%)

年份 名称	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
上汽集团	11.55	12.71	19.39	18.75	16.28	12.84
长城汽车	20.67	20.2	24.74	24.91	26.87	28.61
长安汽车	15	20.01	17.44	14.79	18.4	17.5
海马汽车	6.2	4.99	11.65	13.02	15.75	16.42
悦达投资	25.03	27.27	32.46	25.05	27.22	26.95
广汽集团	7.27	7.36	9.47	5.81	8.12	14.4
力帆股份	17.18	19.03	18.45	16.33	18.15	18.99
比亚迪	20.54	23.43	19.14	17.18	14.3	15.36
一汽轿车	22.22	22.1	20.83	16.49	15.73	23.44
长安 B	15	20.01	17.44	14.79	18.4	17.5
金杯汽车	8.86	12.19	12.68	11.3	12.62	13.07
一汽夏利	7	6.99	5.49	4.52	3.95	-1.03
合计	176.52	196.29	209.18	182.94	195.79	204.05
行业平均	14.71	16.36	17.43	15.25	16.32	17.00
吉利汽车	15.18	18.06	18.51	18.32	18.51	20.08

数据来源：根据同花顺财经的数据整理加工而成

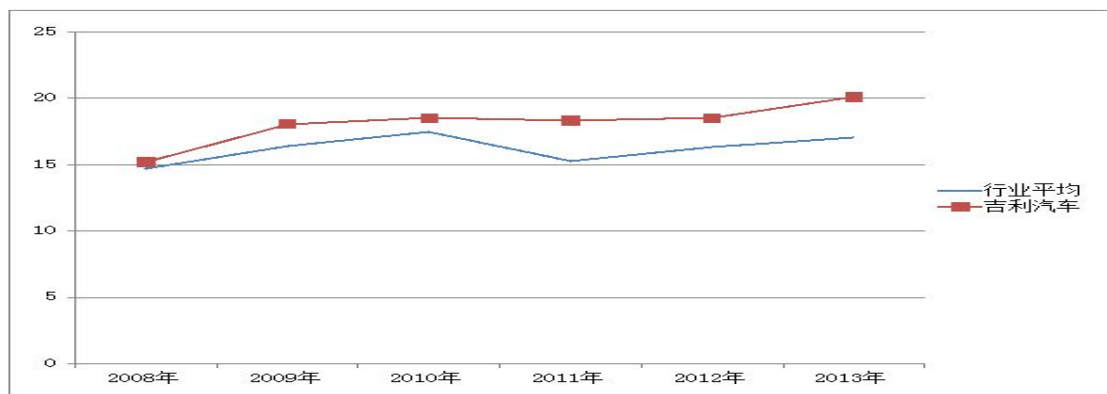


图 4-4 吉利汽车 2008 年-2013 年的销售毛利率 (%) 同行业对比

通过上面的表 4-1 和图 4-4 可以看出吉利汽车的销售毛利率在 2008 年至 2013 年是稍微高于汽车行业的平均水平的，在 2010 年的上半年是最明显的，之后一直保持着高于行业水平的速度增长。从 2010 年并购后销售毛利率是缓慢增长的，但汽车行业平均值是下降的，在整个行业都出现下降的时候吉利却能逆势而上，这得益于吉利汽车并购沃尔沃后由于资产的整合和文化的融合的较好，能够充分发挥并购后的优势，促进收入的增长和产量的提升，这少不了并购后的资金回笼的能力的提升，也是其盈利能力得到提升的表现。

表 4-2 汽车行业 2008 年至 2013 年净资产收益率 (%)

年份 名称	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
上汽集团	1.83	17.1	27.78	21.37	18.52	19.07
长城汽车	7.85	14.03	30.76	27.83	29.88	33.41
长安汽车	0.32	13.15	20.67	6.86	9.66	20.44
海马汽车	2.05	-9.13	9.86	5.28	2.5	4.37
悦达投资	3.84	24.65	39.08	35.41	31.56	28.49
广汽集团	0	16.44	23.85	15.65	3.68	8.28
力帆股份	15.65	17.68	19.07	8.28	6.69	7.83
比亚迪	9.29	27.13	14.36	6.98	0.38	2.58
一汽轿车	17.52	22.8	23.06	2.55	-9.47	12.42
长安 B	0.32	13.15	20.67	6.86	9.66	20.44
金杯汽车	-44.52	-169.62	159.96	9.37	6.4	4.67
一汽夏利	3.04	5.25	8.51	3.01	0.93	-14.03
合计	17.19	-7.37	397.63	149.45	110.39	147.97
行业平均	1.43	-0.61	33.14	12.45	9.20	12.33
吉利汽车	20.94	18.55	17.06	16.11	15.83	16.57

数据来源：根据同花顺财经的数据整理加工而成

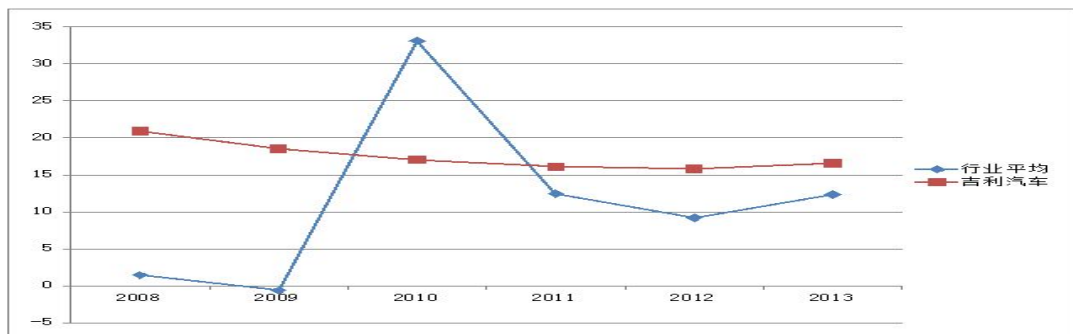


图 4-5 吉利汽车 2008 年-2013 年的净资产收益率 (%) 同行业对比

从表 4-2 和图 4-5 可知吉利汽车在并购前其资产收益率是不断下降的，在并购后的两年虽然下降但是速度很缓慢，并且在 2012 年后稍微有些上升，对比同行业的平均值在并购前是高于平均值的，但是 2010 年后同行业净资产收益率平均值是急剧下降的，后几年低于吉利汽车的净资产收益率，在整个汽车行业不太理想的情况下，吉利汽车的资产收益率能够保持相对稳定且高于行业的平均值这说明并购后的吉利使股东的收益提高，运用自身资本和获利的能力得到提高，为股东价值最大化的目标提供了保障。

表 4-3 汽车行业 2008 年至 2013 年净利润(万元)

年份 名称	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
上汽集团	65616.80	659193.30	1638978.15	2022186.65	2075176.33	2480362.63
长城汽车	51412.43	100335.81	270073.46	342619.51	569244.90	822364.84
长安汽车	2438.10	112070.64	203500.07	96794.06	144640.96	350564.05
海马汽车	4914.78	-24802.76	37600.57	33530.88	16447.80	29841.86
悦达投资	6286.70	32402.95	71726.72	94406.31	111190.92	129227.20
广汽集团	159690.14	202996.49	429411.77	427161.90	113358.38	266892.19
力帆股份	19924.23	30490.70	38190.64	39026.32	32142.13	42427.59
比亚迪	102124.90	379357.60	252341.40	138462.50	8137.70	55305.90
一汽轿车	108749.11	163321.83	184431.88	21683.48	-75647.26	100709.37
长安 B	2438.10	112070.64	203500.07	96794.06	144640.96	350564.05
金杯汽车	-24961.25	-39873.25	28130.76	3104.81	2293.31	1767.25
一汽夏利	10003.73	17046.61	29968.24	10937.63	3419.58	-47991.67
合计	508637.77	1744610.56	3387853.73	3326708.11	3145045.71	4582035.26
行业平均	42386.48	145384.21	282321.14	277225.68	262087.14	381836.27
吉利汽车	87905.30	118274.00	136843.70	154343.70	203996.90	266313.60

数据来源：根据同花顺财经的数据整理加工而成

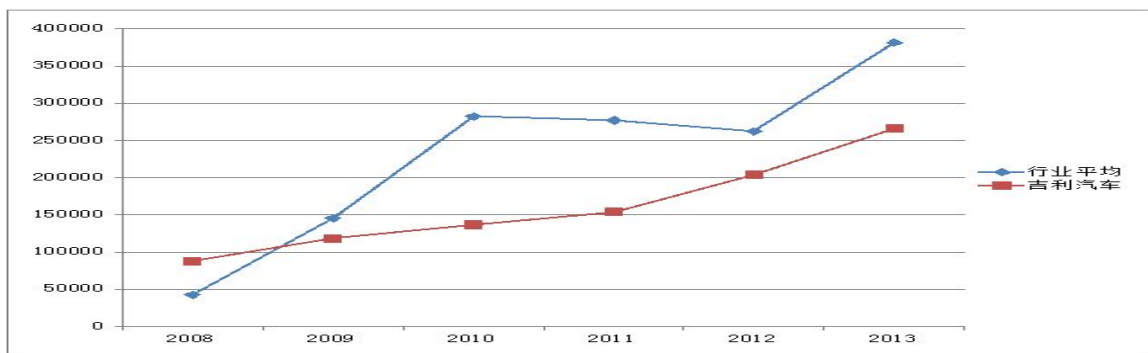


图 4-6 吉利汽车 2008 年-2013 年的净利润同行业对比

从表 4-3 和图 4-6 我们可知吉利汽车在并购前汽车行业均值的净利润是先上升再下降的，而在吉利汽车并购沃尔沃后其净利润是不断增长的，而且增长的幅度加大，这表明并购沃尔沃对吉利汽车的净利润是有很大的促进作用的，也是盈利能力的提升的一种体现。

表 4-4 汽车行业 2008 年至 2013 年的每股收益(元)

年份 名称	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
上汽集团	0.1	1.01	1.61	1.83	1.88	2.25
长城汽车	0.19	0.37	0.99	1.22	1.87	2.7
长安汽车	0.01	0.46	0.87	0.2	0.31	0.75
海马汽车	0.06	-0.25	0.31	0.2	0.1	0.18
悦达投资	0.12	0.59	1.32	1.33	1.57	1.52
广汽集团	0	0.54	0.92	0.69	0.18	0.41
力帆股份	0.28	0.41	0.5	0.41	0.34	0.44
比亚迪	0.5	1.77	1.11	0.6	0.03	0.23
一汽轿车	0.67	1	1.14	0.13	-0.46	0.62
长安 B	0.01	0.46	0.87	0.2	0.31	0.75
金杯汽车	-0.23	-0.36	0.26	0.03	0.02	0.02
一汽夏利	0.06	0.11	0.19	0.07	0.02	-0.3
合计	1.77	6.11	10.09	6.91	6.17	9.57
行业平均	0.15	0.51	0.84	0.58	0.51	0.80
吉利汽车	0.15	0.17	0.19	0.21	0.27	0.32

数据来源：根据同花顺财经的数据整理加工而成

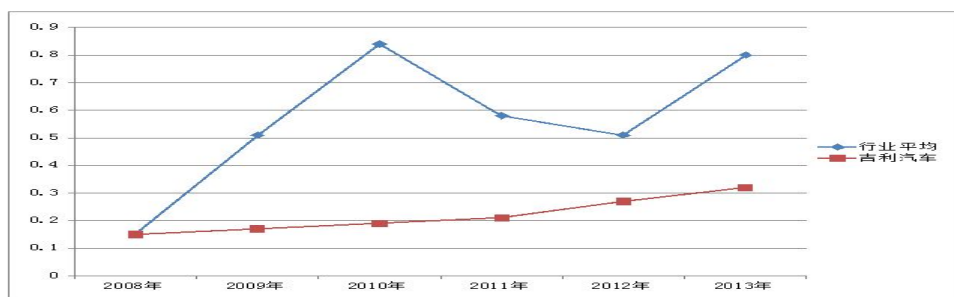


图 4-7 吉利汽车 2008 年-2013 年的每股收益同行业对比

从表 4-4 和图 4-7 我们可以看出吉利汽车的每股收益是呈递增的趋势的，尤其是在并购后上升的趋势更加明显，这也反应并购后的吉利获利能力的增强，每股创造的税后利润的增多。尤其是在 2010 年和 2011 年同行业的水平是处于下降的，但吉利在并购后

却是上升的，这也是并购后的绩效的提升带来的结果，并购的优势逐渐起作用。但和同行业比的话，吉利汽车还是低于同行业的，还要继续发挥并购后的优势。

4.2.2 偿债能力的分析

偿债能力是一种以偿还到期债务的能力，这种能力对企业的财务状况是好的或坏的。我们通过对偿债能力的分析，可以了解企业偿还债务的能力，可以分析它的持续经营的能力，这样就会有利于企业对以后各种数据的预测。当然，这种偿债的能力对于企业经营者、投资人、债权人都是至关重要的，他们对其的分析也会为他们各自的目的服务，尤其是投资者是更渴望了解企业的盈利能力。如果说企业的偿债能力很强，企业就不会花很多资金去偿还，那么企业就会有充足的资金去更好的发展企业，这也是投资者愿意看到的情况。当然，如果说偿债能力很差，那么就会影响企业的生产经营，会增加企业的再融资的难度，不利于企业的长久发展。所以说，偿债能力对经营者的经营是一种考验，对投资者来说影响着他们的投资状况，对于债权人来说，好的偿债能力有利于增强他们的信心，这些都是息息相关的。

企业偿债能力包含短期和长期这两种偿债能力。短期偿债的能力主要表现在企业流动的有关资产与有关的流动负债可以达到一种相对平衡的一种能力，最好是资产比负债要大的一种状态，这也是企业对债务的一种偿还的实力。反应企业去还借款期限到了的债务的实力，是对企业目前财务考验的一种方式，尤其是在外流动的资产可以变成现金的本领的考验。针对企业短期偿债能力的一些考核指标重要的有流动、速动和现金流动三大比率。而长期偿债能力是指企业把长期欠下的债务去还了的一种本领，此负债重要的有长期借款、应付债券和长期应付款。本文主要从流动比率、速动比率、资产负债率三个方面来分析吉利汽车的偿债能力。流动比率，是流动资产除以流动负债的比率。在通常的状况下，流动比率越大就说明企业产生的资产去偿还它欠下负债的一种本领越强。日常情况该指标为2上下是最好。使用该目标剖析企业短时间偿债实力时，还可以联合存货的范围，对盘活速率、变成现金的本领和变现价位等指标进行全方位的比较。速动比率是速动资产除以流动负债的比率，是对流动负债的一种保证。使用该指标剖析企业短时间去还钱的本领时，还可以对企业应该收取的款项、盘活速率和应收款项的范围，以及变成现金的一种本领的全方位的研究。假如一个企业速动比率固然很大，而可以收回的款项盘活速率慢，换成现金的本领差，此企业在短时间偿债本领就不是很强。资产负债率是企业负债除以企业资产的一种比值。此指标主要是对企业负债占资产的比重进行分析研究，也是企业去偿还其欠下债务本领的一种体现。下面是并购后的吉利的三种比率：

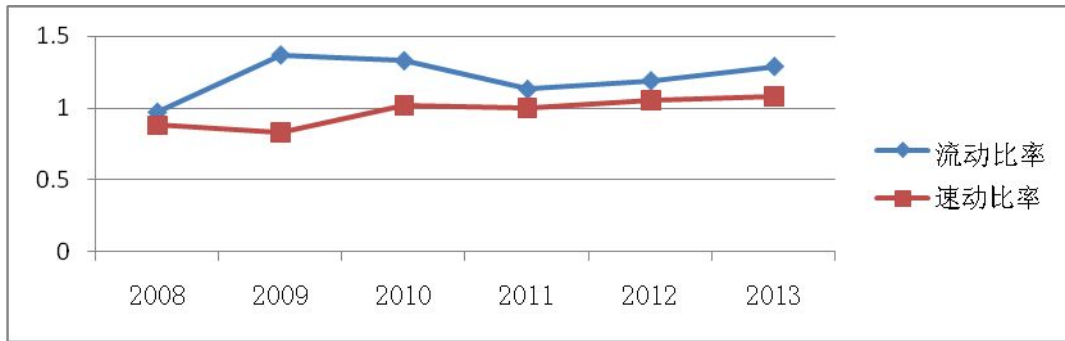


图 4-8 吉利汽车的短期偿债能力指标

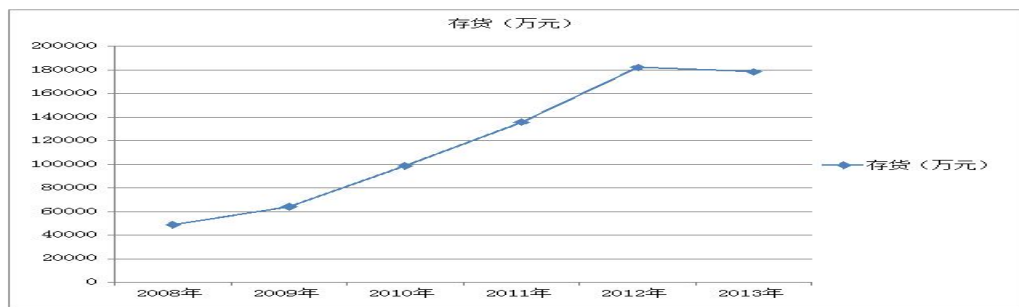


图 4-9 吉利汽车的存货指标

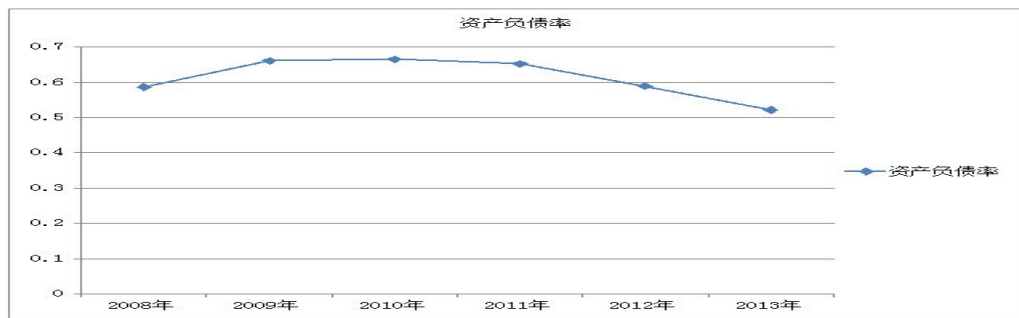


图 4-10 吉利汽车的长期偿债能力指标

从图 4-8 和图 4-9 我们可以看出吉利在并购沃尔沃后的第一年，也就是 2010 年到 2011 年它的流动比率是呈下降的趋势，这主要是由于吉利并购沃尔沃的第一年其流动负债比较多，融资成本比较大，导致流动资产的增长小于流动负债的增长值。而且，在并购后的第一年其存货也是在不断上升的，这主要是由于第一年大家对其品牌认可度以及汽车质量还是持有怀疑态度的，其变现能力还是比较差的，这就导致其流动比率呈下降的趋势。而在并购后的第二年和第三年，也就是 2011 年到 2012 年和 2012 年到 2013 年这两年并购沃尔沃后的吉利它的流动比率和速动比率开始上升，虽然上升的幅度较小，但可以看出它的流动资产的变现能力明显提高，偿还债务的能力也得到提高。而且从 2012 年开始吉利的存货开始下降，这更充分说明了吉利的变现能力得到很快的提升，再

加上吉利的每年利润呈稳步增长的态势，也就是说吉利的偿还短期负债的能力是不断加强的，从这几年来看，它的增长的一种结构是稳健的。不过一般流动比率是在 200% 这个值是一种最好的状态，所以吉利距这个值还是有一定的差距的，其资产的状况和其偿还短期债务的能力还是缺乏一定的匹配度的。而速动比率是在剔除了存货的基础上得出的比率，一般情况下其比值是在 100% 比较合适，从上图可以看并购后的吉利它的速动比率是比较好的，说明它的流动资产是能够去偿还其流动负债的，它的运用资金和产生利润的能力是不断增强的，其偿还短期负债的能力还是逐步提高的。但流动比率一直都没有达到 2，这也表明在存货不断增加的趋势下其资产的流动性相对来说有点低，存在短期负债偿还的风险。

从图 4-10 我们可以知道从 2008 年到 2010 年也就是吉利并购沃尔沃前它的资产负债率是不断上升的，说明在并购前吉利的偿债能力是很差的，这也是它的大量的债务融资压力所造成的。然后从 2010 年到 2011 年轻微下降，2011 年到 2013 年一直是下降的趋势，说明在并购后它的长期偿债能力是有所提升的，能很好地利用债务杠杆作用，经营的效果有所好转，绩效有所提升。但可以看出吉利公司的资产负债比率一直低于 1，保持在 0.6 左右，说明资产的流动性还不是太强，资金的融通效果有待提高，也在一定程度上造成企业经营风险的增加。一般可以看出，吉利在成长期，存在巨大的发展空间。

表 4-5 汽车行业 2008 年至 2013 年的流动比率 (%)

年份 名称	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
上汽集团	1.02	0.93	1.18	1.18	1.21	1.25
长城汽车	1.37	1.26	1.25	1.38	1.34	1.36
长安汽车	0.79	0.93	0.87	0.77	0.78	0.78
海马汽车	2.28	1.39	1.87	1.63	1.69	1.42
悦达投资	0.61	0.57	0.70	0.70	0.71	0.68
广汽集团	3.20	6.01	4.64	3.50	2.25	1.47
力帆股份	1.06	1.13	1.78	1.20	1.26	1.08
比亚迪	1.03	0.93	0.63	0.64	0.61	0.69
一汽轿车	1.82	1.54	1.50	1.38	1.08	0.96
长安 B	0.79	0.93	0.87	0.77	0.78	0.78
金杯汽车	0.82	0.79	0.92	0.89	0.91	0.90
一汽夏利	0.58	0.60	0.72	0.60	0.47	0.48
合计	15.37	17.03	16.93	14.63	13.08	11.83
行业平均	1.28	1.42	1.41	1.22	1.09	0.99
吉利汽车	0.97	1.37	1.33	1.13	1.19	1.29

数据来源：根据同花顺财经的数据整理加工而成

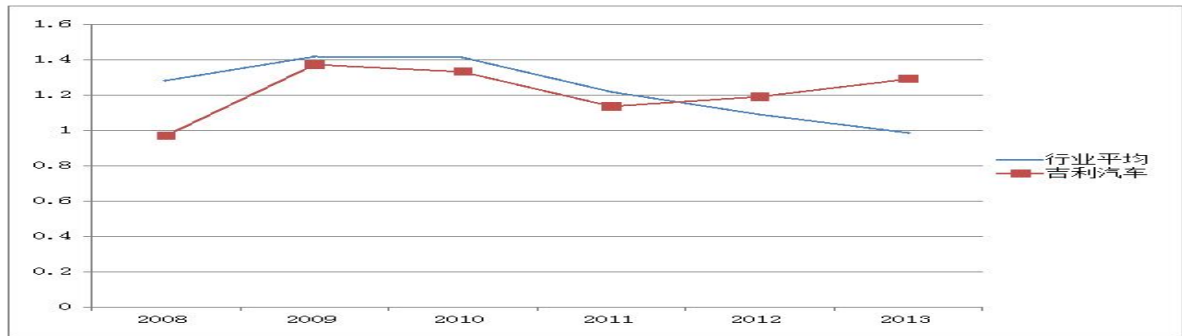


图 4-11 吉利汽车 2008 年-2013 年的流动比率同行业对比

从表 4-5 和图 4-11 我们可以看出吉利汽车在并购沃尔沃前其流动比率是低于同行业的标准，而在并购后其流动比率开始呈上升的趋势，开始慢慢超过同行业的水平，这表明在吉利并购沃尔沃前其短期的偿债能力是非常有限的，而在并购后有了足够的资金和资产去偿还它的负债，短期的偿债能力得到很大的提升。

表 4-6 汽车行业 2008 年至 2013 年的速动比率 (%)

年份 名称	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
上汽集团	0.88	0.83	1.02	1.00	1.05	1.08
长城汽车	1.13	1.02	1.07	1.20	1.20	1.24
长安汽车	0.57	0.75	0.73	0.57	0.58	0.61
海马汽车	1.37	1.16	1.69	1.47	1.48	1.16
悦达投资	0.52	0.53	0.60	0.60	0.64	0.57
广汽集团	3.05	5.79	4.32	3.25	2.10	1.35
力帆股份	0.81	0.91	1.57	0.98	0.96	0.80
比亚迪	0.54	0.69	0.40	0.44	0.41	0.50
一汽轿车	1.45	1.32	1.27	1.07	0.78	0.74
长安 B	0.57	0.75	0.73	0.57	0.58	0.61
金杯汽车	0.69	0.68	0.77	0.74	0.79	0.78
一汽夏利	0.38	0.43	0.55	0.44	0.32	0.33
合计	11.96	14.85	14.72	12.32	10.87	9.78
行业平均	1.00	1.24	1.23	1.03	0.91	0.81
吉利汽车	0.88	0.83	1.02	1.00	1.05	1.08

数据来源：根据同花顺财经的数据整理加工而成

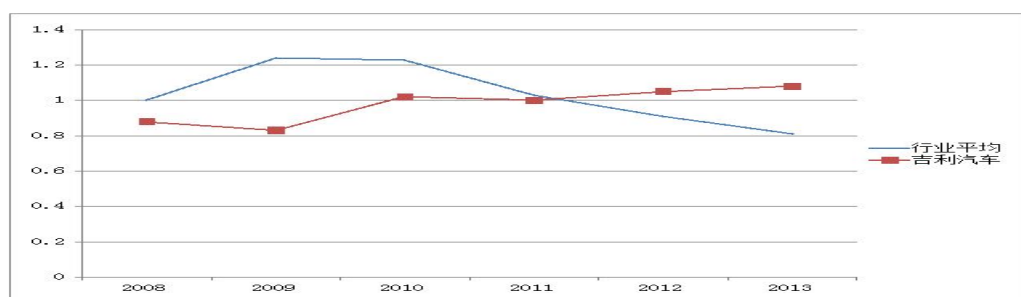


图 4-12 吉利汽车 2008 年-2013 年的速动比率同行业对比

从表 4-6 和图 4-12 我们可以看出吉利汽车在并购沃尔沃前速动比率是低于同行业的，但在并购后开始出现缓慢增长，而同行业却是急速下滑，这是在剔除了存货的前提下表现出的一种趋势，这更能说明吉利汽车的偿还短期负债的能力是很强的，这源于其并购沃尔沃后的一种资产的增值能力的提高和创造利润的强大表现，而且其速动比率一直保持在 1 左右，说明速动资产偿还负债的能力恰到好处，有利于资金的融通。

表 4-7 汽车行业 2008 年至 2013 年的资产负债率 (%)

年份 名称	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
上汽集团	64.27	66.15	64.28	58.22	54.29	56.71
长城汽车	34.4	47.64	56.11	48.63	49.16	46.76
长安汽车	49.84	63.65	65.25	59.9	66.63	65.07
海马汽车	37.8	43.38	37.42	35.55	30.08	31.69
悦达投资	78.27	73.82	67.93	55.52	50.08	39.43
广汽集团	19.47	34.42	32.56	32.03	35.18	41.06
力帆股份	66.88	70.09	52.98	54	63.69	66.66
比亚迪	59	52.96	60.06	63.46	64.86	67.46
一汽轿车	34.67	46.29	50.49	48.27	53.01	58.74
长安 B	49.84	63.65	65.25	59.9	66.63	65.07
金杯汽车	86.92	96.95	90.69	90.17	91.35	90.16
一汽夏利	54.88	56.9	59.99	59.78	58.83	60.81
合计	636.24	715.9	703.01	665.43	683.79	689.62
行业平均	53.02	59.66	58.58	55.45	56.98	57.47
吉利汽车	58.65	66.09	66.54	65.28	58.93	52.18

数据来源：根据同花顺财经的数据整理加工而成

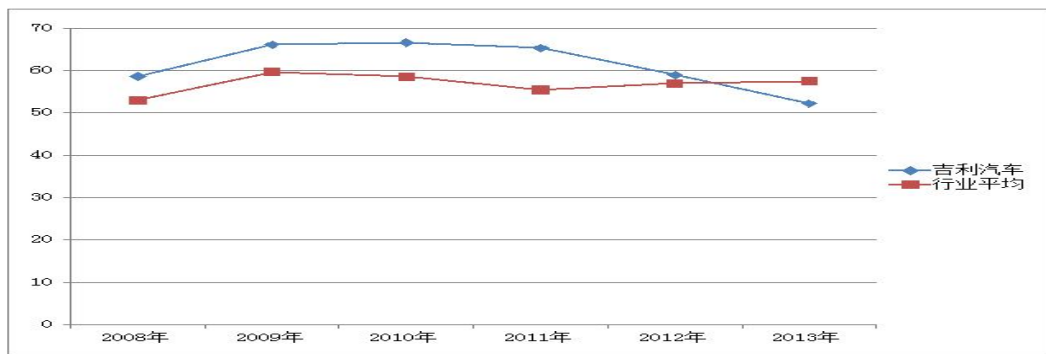


图 4-13 吉利汽车 2008 年-2013 年的资产负债率同行业对比

从表 4-7 和图 4-13 可以看出吉利汽车在并购前它的资产负债率是高于同行业的水平，这说明在并购前它的偿债能力不是太好，一度出现上升的趋势，在并购后吉利汽车的资产负债率开始下降，逐渐低于同行业的水平。这表明在并购后吉利汽车的资产偿还负债的能力有了很大的提高，这不仅得益于吉利汽车的并购后销量的不断增多，而且并购后的资产的增加和运用资产的能力的提升，这在一定程度上保证了吉利汽车的偿还长期负债的能力，更好的利用融资带来的资金所创作的价值。虽然并购后它的资产负债率是在慢慢下降的，但总体上仍高于同行业的水平，所以注意控制其偿债风险。

4.2.3 发展能力的分析

企业发展能力是指企业在以后是否能使企业规模得到扩大，经济实力能否增强的一种潜在的能力。本文主要从营业收入增长率和总资产增长率这两个方面对吉利汽车的发展能力进行分析。

营业收入增长率，是指企业在一年的业务量和总收入的年收入增长率，它反映了企业收益的变化。倘若此比率是大于零的，就反应了企业获得的收入是大于去年所获得收入的，这种势头是好的。该指标越高，表明企业发展的更好，或者更糟。总资产增长率是公司今年创造的收入比去年创造的收入增加额除以今年年初公司财富的一种比值，诠释了公司当期资产的经营情况。资产对于企业来说是非常重要的，它是企业用于取得收入的保障，也是企业用于偿还债务的能力的体现。此比率越大，说明企业经营的越好，资产情况也是令人满意的。当然，我们一定要注意资产规模扩张的质和量的关系，还有企业的后续发展能力，这些都是需要考虑的因素，处理不好就很容易造成盲目扩张的一种行为。

表 4-8 汽车行业 2008 年至 2013 年的营业收入增长率(%)

年份 名称	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
上汽集团	1.44	31.87	124.42	18.89	10.62	17.64
长城汽车	6.68	52.11	79.37	30.9	43.44	31.57
长安汽车	-2.53	88.43	29.22	-20.8	10.96	30.61
海马汽车	-27.73	2.3	62.51	10.11	-24.55	20.97
悦达投资	11.12	-24.1	39.06	14.33	-4.58	-9.06
广汽集团	-83.64	1.7	23.89	25.64	18.02	45.21
力帆股份	5.92	-13.33	27.05	27.46	0.56	16.07
比亚迪	0	48.28	17.84	0.78	-4.05	12.83
一汽轿车	48.67	37.04	34.66	-12.6	-28.38	26.9
长安 B	-2.53	88.43	29.22	-20.8	10.96	30.61
金杯汽车	-13.96	28.03	13.87	0.19	7.79	12.7
一汽夏利	-7.01	17.69	15.45	0.63	-24.63	-25.04
合计	-63.57	358.45	496.56	74.73	16.16	211.01
行业平均	-5.30	29.87	41.38	6.23	1.35	17.58
吉利汽车	3444.56	228.54	59.32	4.31	17.47	16.57

数据来源：根据同花顺财经的数据整理加工而成

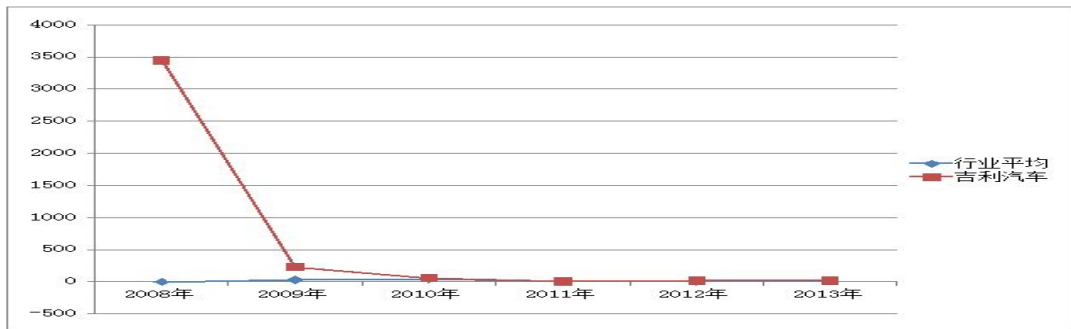


图 4-14 吉利汽车 2008 年-2013 年的营业收入增长率同行业对比

从表 4-8 和图 4-14 可以看出吉利汽车的并购前它的营业收入增长率是急剧下降的，但又是高于行业平均值的，出现这种现象的原因是在金融危机发生时我国的汽车行业受到的影响使整个汽车行业不算是景气，而且吉利汽车生产的是低端车型，只能占领一部分市场，但当时国家对民营企业的走出去是有政策支持的，所以在并购前吉利汽车收入还是不断增长的。在并购后它的营业收入增长率是缓慢增长的，和同行业是保持一致的，这是由于它的并购有很多融合问题需要去解决，成本也是不断增加的，需要重新制定发展战略。

表 4-9 汽车行业 2008 年至 2013 年的总资产增长率(%)

年份 名称	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
上汽集团	5.93	28.09	106.32	11.78	-4.49	17.79
长城汽车	6.07	39.94	58.31	39.82	28.47	23.57
长安汽车	7.07	64.3	22.74	17.88	26.24	18.2
海马汽车	-23.82	26.42	59.9	2.84	-3.13	8.93
悦达投资	0.88	-0.92	11.85	-6.39	13.78	3.04
广汽集团	-12.67	39.96	17.25	16.5	10.82	17.03
力帆股份	25.97	15.02	73.33	6.3	30.22	25.12
比亚迪	0	24.33	3.95	23.91	4.7	13.54
一汽轿车	4.94	42.76	22.22	7.84	0.25	29.12
长安 B	7.07	64.3	22.74	17.88	26.24	18.2
金杯汽车	-7.09	13.59	2.23	10.02	34.2	4.17
一汽夏利	2.27	9.75	12.55	1.26	-2.19	-8.93
合计	12.04	367.54	440.4	133.96	168.99	169.78
行业平均	1	30.63	36.7	11.16	14.08	14.15
吉利汽车	5.93	28.09	106.32	11.78	-4.49	17.79

数据来源：根据同花顺财经的数据整理加工而成

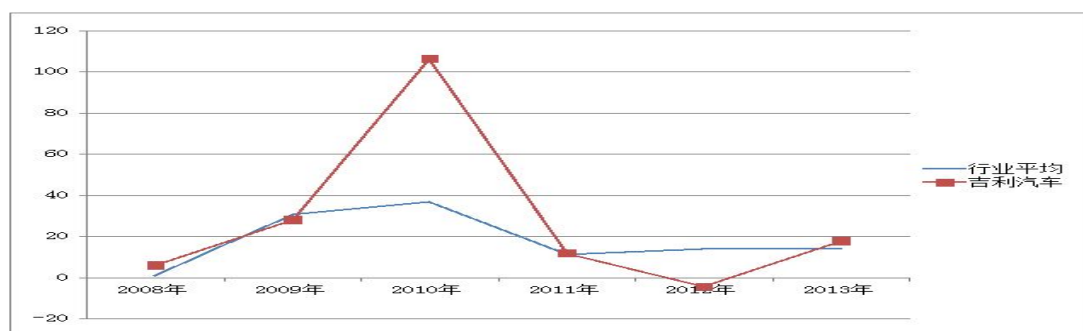


图 4-15 吉利汽车 2008 年-2013 年的总资产增长率同行业对比

从表 4-9 和图 4-15 我们可以看出吉利并购沃尔沃前它的总资产增长率增长比较缓慢，在 2010 并购后它的资产增长率呈急速增长趋势，这主要得益于吉利并购沃尔沃时它的资产规模变大，也是并购后它的发展能力提高的一种体现，这也反应了吉利汽车在并购后它的发展能力需要不断提高，速度不断提高，为企业的不断发展提供了有力的保障。但在并购后两年它的资产增长率的是呈下降的趋势，这主要是在刚并购后有很多问题还没有解决，规模效应的资产增长还没有发挥出来，在 2012 年后才开始慢慢上升。

综合分析了吉利并购沃尔沃前后的盈利能力、偿债能力以及发展能力，我们开始倒推吉利并购沃尔沃的三大动因之一：财务协同。从上面的分析可知吉利在并购沃尔沃后它在财务方面上是达到了 $1+1>2$ 的效应，并购前吉利的盈利能力不是太好，而在并购后

它的盈利能力是在不断提升的。在偿债能力方面并购前后也是有很大差别的，并购后吉利有更多的资金去偿还自己的债务，偿还能力随着年份是不断增强的。在发展能力方面并购后的吉利的发展能力是呈上升趋势的，而且是逐渐超越同行业的水平。从这三个方面来说吉利并购沃尔沃后它的财务协同是非常明显的，这也是并购后的一种优势的体现。

4.2.4 市场份额方面

我们所说的市场占有率是指本企业生产出来的产品的销售量与同种产品所有的销售量之间的一种比值。这个比值越大，说明企业生产的产品越好，消费者对它的满意度就会越高，也从侧面反映了这个企业在市场激烈的竞争中是具有很大优势的，反之亦然。当然，如果此指标达到 30%左右就说明此企业在行业中是很强大的，甚至可以达到垄断的水准，这在行业中是很占优势的，也会具有很强的话语权。而像吉利并购沃尔沃这样的海外并购是需要考虑两种市场的，形式更复杂，这就需要吉利更好的去经营，生产出质量比较好的产品，得到消费者的广泛认可，这样才能在激烈的竞争中立于不败之地。下图是吉利集团汽车的年销量：

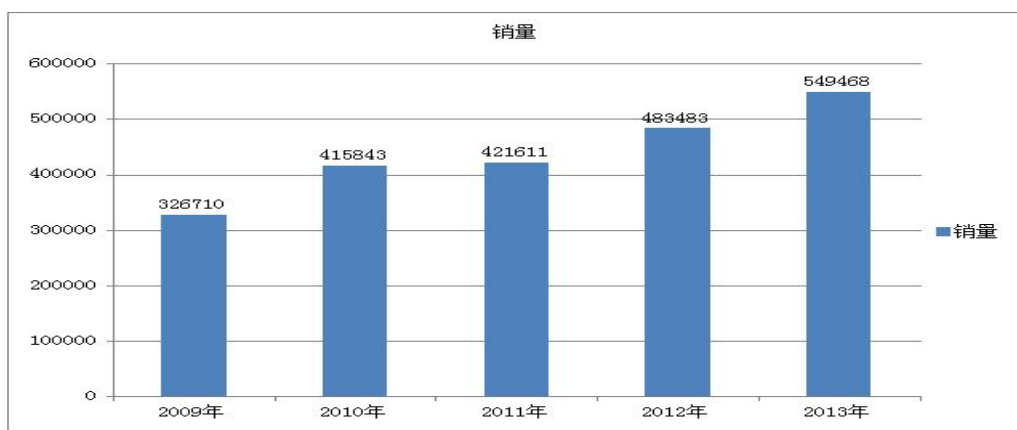


图 4-16 吉利汽车的销量

从 4-16 我们可以看出吉利汽车的销量是不断上升的，表明吉利经营的是越来越好。根据沃尔沃的年报公布的数据我们可以知道沃尔沃在 2010 年汽车的销量达到 38 万辆，比 2009 年增长 12%，但尚未达到 2008 年 39 万辆的实力，和最高水平 46 万辆还是相差很多的。而在 2009 年的时候沃尔沃大部分车型的销售量是在不断减少的，但 XC60 却一枝独秀，其销售量在明显增加。在沃尔沃所有的产品中 XC60 是卖的最好的一种产品，从 2010 年到 2011 年的一年间它的销售量就同比增长了 20%。据有关部门的分析统计，在 2012 年这一年期间我国的汽车的出口的数量就超过 48 万辆，这比去年同比增长了 31%，对外的销售量也是越来越好，这个比率是远远大于同行业的，总之，吉利汽车的销量在这两年中是越来越多的，这也是企业发展越来越好的体现。

关于本集团的三个品牌分类，即全球鹰、帝豪及英伦汽车，按销量讲帝豪品牌汽车在 2013 年的销量增长最快，较去年上升 30%，按销量讲成为本集团最重要的品牌，占本集团 2013 年总销量的 30%。帝豪 EC7、EC7-RV 和 EC8 车型占有绝对的市场优势，

其中对 EC7 的需求最为迫切，在 2013 年成为最为畅销的车型，比上一年增加 35%，在中国市场的销量比同期上升 20%，就总体而言 EC7 占本集团 2013 年总销量的 35%。

基于以上对吉利汽车市场份额的分析我们来倒推一下吉利汽车扩大市场份额的动因，从上面的分析可知，吉利并购沃尔沃是通过沃尔沃的品牌和所占的市场优势，然后逐渐在巩固国内市场地位的同时积极扩大海外市场。同时利用并购沃尔沃后的市场规模效应来扩大规模，扩大市场占有率，增加出口比率，增强并购后的品牌效应来达到拥有国内外的市场份额左右，这与吉利并购沃尔沃前的扩大市场份额的动因是完全吻合的，是确实存在的动因，也是积极去实现的市场动因。

4.2.5 技术创新能力

创新是一个国家不断前进不可或缺的一个因素，不管是一个国家还是一个企业。企业要想取得长远的发展就必须拥有很强的创新能力，也就是我们经常提到的研发能力，它的持续发展是一个企业是否能够走下去是否能够走出去的关键因素，而技术的创新能力能够让企业生产出更多符合广大消费者的产品，从而可以占领很大的市场，让自身企业有很强的竞争能力，从而利于企业在国际上能更好的发挥作用。

吉利对沃尔沃的并购就是一个“穷小子”把一个“公主”成功娶回家，他们之间肯定会相互影响，但沃尔沃这个“公主”肯定对吉利这个“穷小子”的影响较大，而沃尔沃在被吉利收购之前就以安全性而出名，所以吉利的这次并购对其自身的技术创新能力将会有很大的提高。吉利收购沃尔沃的背后不仅是欧洲市场的，还有支持沃尔沃的技术使用价值。吉利不断吸收沃尔沃的各自热销车型的相关技术从而提升自身的技术水平。更重要的是沃尔沃公司的知识产权，即通过并购沃尔沃拥有其关键技术及知识产权的所有权，比如说沃尔沃的安全和环保的知识产权中的“双零”。福特公司对吉利也对沃尔沃有并购后的一些保障，比如说对吉利提供技术方面的支援。虽然“结婚”的福特，产品平台和动力总成和福特汽车的沃尔沃汽车部分共享。而且沃尔沃有很多人才去进行研发，这也是吉利的一大宝贵财富，这有利于吉利汽车的长久发展，这些人才和技术是吉利一直渴望的。沃尔沃汽车公司有两个技术战略：可伸缩性平台架构和沃尔沃环保架构。这两个战略不仅可以使将来的电动汽车能够有效地利用，还能够大大提高汽车的燃油的效率，达到全球排放规定的要求，这是吉利所缺乏的先进技术。而且吉利坚持对沃尔沃百分之百的控股，在一些领域坚持和沃尔沃采取合作的方式，沃尔沃作为独立的品牌进行运营，它们积极推进比较环保节能汽车，开发与新能源汽车相关的技术，这与吉利始终坚持自主创新的理念又深入的结合到一起了。这些理念的坚持和沃尔沃技术的先进两者有机的结合到一起，相信在不久的将来吉利肯定会生产出一些高品质的汽车，能够在技术上不断突破与创新。

基于以上对技术能力创新的分析我们可以倒推一下吉利并购沃尔沃的提高技术创新的动因。吉利并购沃尔沃并不是单纯的并购，这并购的同时会吸收沃尔沃所有先进的技术水平为吉利自身所用。吉利作为一家民营企业，自身的技术水平有限，而沃尔沃是有着先进的技术水平的，两者有机的结合是能够使吉利汽车的技术水平更上一层楼的，

它可以通过对沃尔沃的控制和合作研发出具有世界先进的汽车技术，这有利于吉利汽车技术本身的提高并可以通过提升自身汽车的技术水平生产出安全环保的汽车，有利于吉利汽车更好的走出去，这些是吉利汽车不断发展所必须具备的，所以提升技术创新是吉利并购沃尔沃的一大动因。

第五章 吉利并购沃尔沃的风险分析及防范

跨国收购资金来源的巨大杠杆效应、国际政治及经济环境的不稳定性、并购双方东西方文化的差异性，以及企业内部组织框架、经营风格及信息系统的不同，使该项并购面临巨大的不确定性，在该部分结合COSO内控框架从运营风险和财务风险两个方面对此项并购进行分析，并提出了风险管控措施。

5.1 吉利收购沃尔沃后运营风险

5.1.1 品牌信誉风险

对于并购后的吉利如何去提升它的信誉水平这是个难题。因为吉利汽车主要还是以低端产品定位的，如何使沃尔沃的加入改变这种形象，让吉利不仅在低端产品有自己的一席之地，而且在中高端产品中树立自己的信誉是吉利需要去考虑的问题。吉利的品牌主要是靠全球鹰加上上海英伦再加上帝豪这三大产品来做支撑的。但实际上由于沃尔沃品牌的独立性到现在还没有完全的确定下来，这样就会导致大家对沃尔沃以前品牌的认可度，担心沃尔沃在被吉利并购后它的品牌会大打折扣，汽车质量也会不如以前，会被吉利的低端品牌同化，这些都是大家所担心的。而且在 2010 年到 2011 年发生的召回事件在所有顶级轿车品牌中名列第一，在后来对金刚、金鹰连续召回也让大家对吉利汽车产品质量表示深深的担忧，这些产品质量的缺陷也是对吉利汽车品牌信誉的一种体现，如果不能进行改善，那么大家对它的认可度也会大大降低的。

5.1.2 资金和业绩风险

吉利并购沃尔沃是通过杠杆作用的一种收购。这是在没有充足的资金下而想达到收购的一种方式，并购前是离不开各方资金的支持，这种支持就会导致吉利在并购中欠下了巨大的债务，吉利在 2011 年进行 10 亿元企业融资债券的计划就是对资金的强烈渴求，因为一旦资金链断了吉利就会无法继续经营下去，也会和并购前的动机相违背，所以对于吉利来说它所面临的资金风险是非常大的。而要偿还这些巨大的债务是要靠很好的业绩去弥补的，所以在并购后的经营所达到的好的业绩是至关重要的，由上面我们可以知道在 2010 年虽然平均增幅达到 34%，而且销量的同比增长也达到了 27%，但这些值都是低于同行业的水平。所以对于吉利自身的盈利来说，它的业绩水平还是很令人担忧的，在面临巨大的债务压力下这种业绩风险是很大的。

5.1.3 文化融合风险

对于跨国并购的企业来说它的企业文化与别的国家的文化肯定是有很大不同的。虽然企业的文化是其国家文化的组成部分，但是在同一个国家同一个企业却有着不同的员工，所以国家文化不同他们员工之间沟通方式也会有很大差异的。这就需要企业去努力在企业文化融合方面多做沟通，而吉利与沃尔沃文化的冲突也是这两个国家的文化有些是不相容的，这种文化的差异对吉利后期的经营和发展是有阻碍作用的，如果处理不好的话就会使这种风险不断扩大，无法达到并购的各种动因。产品偏好也是文化冲突需要注意的问题，他们国外欣赏的是比较精小且环保的，而我们比较喜欢大气一点的，这些

由文化产生的冲突将直接影响到并购企业协同效应的效果。从吉利自身和沃尔沃自身来说企业的核心价值理念的差异也会导致文化融合的难度。吉利是根据市场的需求去生产汽车，而沃尔沃是首先自身要求汽车的质量、环保和安全然后在这些基础上再去生产汽车。不同的企业价值观必然形成不同的企业文化，如何解决这些冲突是吉利必须面临的问题，这些问题无法解决就会面临很多经营上的风险。尤其是吉利如何与当地工会的协调，因为工会在当地的势力是很大的，这直接影响吉利并购沃尔沃的效果，在双方不断努力下虽然工会同意了并购，但对于后期的发展还需要工会的支持，如果后期无法和工会达成一致的意見，那么对于吉利员工的价值理念也会产生动摇，对企业文化的融合也会增加了很大的难度。

5.2 吉利并购沃尔沃后财务风险

5.2.1 偿债风险

偿还风险主要是在杠杆并购中产生的，企业在并购过程中是通过借大量债务去进行并购的，这种高额的借债的成本是非常高的，所以要想去偿还这些高额债务是需要企业获得很大的利润去维持的，否则会造成企业的资不抵债，从而无法偿还债务而使企业无法生存下去。由图 5-10 可知吉利汽车在 2008 年至 2010 年它的资产负债率是不断上升的，这主要是由于吉利虽然并购了沃尔沃，但同时也必须要为沃尔沃偿还高达 35 亿美元的债务，这就是为什么吉利在并购初期它的资产负债利率这么高了。比如说 2009 年、2010 年和 2011 年它的资产负债率分别达到 66.09%、66.54%和 65.28%，远远高于同行业的水平，而且在 2009 年和 2010 年它的流动比率和速动比率是不断下降的，在存货不断上升的情况下，也就是说它的变现能力不是太强的情况下，出现这样的情况可见吉利汽车的偿债压力是不容小觑的，虽然在 2012 年和 2013 年呈下降的趋势，但仍然高达 58.93%和 52.18%，存在这很大的偿还债务的风险。

5.2.2 再筹资风险

企业进行再筹资是需要有很好的信用作保障的，而这些信用保证是靠企业的一些经营的财务指标做支撑的。一旦企业的财务指标不好，就会使企业的信用下降，这样的话就会使企业的再融资的难度加大，成本也会增多。从图 4-10 我们可以知道吉利在 2008 年至 2010 年的资产负债率是呈逐渐上升的趋势的。而吉利偿债能力的降低让债权人自身的权益能否实现而感到担忧，如果再借款就会加大企业偿还财务的风险，而资产负债率过高也会加大在资本市场的融资难度，吉利集团的资产负债率已经达到 66.54%，是属于偏高得一种状态。这就会使企业的再融资不是那么容易了，不仅是对子公司还是对母公司。虽然在 2011 年有一些下降，但还是高于同行业的水平，这为后期的再融资提高了难度，银行和有关机构也会考虑它的偿还债务的能力减少它的贷款额度，使吉利汽车再筹资变得更加困难。

5.2.3 汇率风险

汇率的变动是跨国企业要面临的一大问题。一家公司的并购完全靠自身的力量是远远不够的，因为在并购的过程中是需要外国金融机构的支持的，他们在投资的过程中所

花费的费用是和并购方联系在一起的，所以在资金都联系到一起的状态下各国汇率的变动是严重影响自身的资金财富的。当然，我国的资本市场是没达到成熟的状态的，在吉利贷款的成本付出和利息的支出下汇率的变动对吉利的影 响是很大的，有着不可预知的财务风险，比如在 2014 年的时候因为卢布贬值了就造成吉利汽车的利润少了二分之一，所以吉利要时刻加强防控以避免汇率变动带来的财产损失。

根据以上风险方面的分析我们来倒推吉利并购沃尔沃的动因。正是因为吉利面临着这些运营风险和财务风险，所以吉利希望通过并购沃尔沃实现比较好的绩效来达到它的并购动因，以此来实现吉利的财务协同，并不断在巩固国内市场的同时扩大国际市场，而且还可以通过并购沃尔沃去吸收和消化它的先进技术，以此来使自己生产出质量高、品质好的产品，使吉利自身达到国际先进水平，这也使得吉利并购沃尔沃的动因形成并努力实现。

5.3 吉利并购沃尔沃后的风险防范

5.3.1 运营风险防范

首先，要加强吉利的品牌宣传，将沃尔沃的品牌效应和吉利融合到一起形成一种新的吉利品牌效应，得到更多人的认可。还要增多沃尔沃在中国的网络销售点，使沃尔沃的国内市场逐步扩大。当然，吉利还应提高生产汽车的质量，只有质量好了才能得到广大消费者的喜爱，赢得他们的对吉利汽车和沃尔沃汽车的信任，同时还要注重沃尔沃品牌的定位问题。

其次，加强资金管理，保证有充足的运营资金，按照未来现金流量合理安排资金的使用方式、时间和数量，防止吉利的资金链的断裂。还要有好的营销方式，提高吉利的业绩水平，只有这样才能去偿还那些高额的债务。

最后，加强吉利与沃尔沃文化的融合。吉利一定要坚持以人为本的理念，充分尊重沃尔沃的文化传统，加强与当地工会的交流与合作，更好更快的达到文化融合的目的，从而在技术上和经营上也能更好地融合。

5.3.2 财务风险防范

首先，要把吉利的资产负债率控制在合理范围内，不能偏高，同时还要加强负债后的一些保障机制，利用担保等类似的做法。

其次，要不断提高自身的盈利能力，对借款单位给予一定的保证，从而提升自身信用水平，增强再筹资的能力。

最后，吉利可以选择远期、货币市场套期保值、期货等套期保值的工具来锁定公司的外汇风险。加强与银行的合作，使利率固定化，使资本结构多样化与稳定化。

第六章 结论和建议

6.1 研究结论

从并购的动因来看，吉利并购沃尔沃是吉利发展的战略所需，吉利是走中低端路线，而沃尔沃是走中高端路线，此次并购为吉利走向中高端的战略发展又进了一步。而且，吉利并购沃尔沃能够利用沃尔沃先进的技术来提高自身技术上的先天不足，这样可以加速吉利自身的发展步伐，创造更好的汽车，同时也使沃尔沃能够继续生存下去。其次，吉利并购沃尔沃也是吉利为了扩大市场份额而做出的举动，是吉利汽车走向国门，走向世界的重要的一步。

从并购的绩效来看，企业在并购的一年内其绩效还不是很明显。企业的偿债能力和盈利能力都不是很好，而且是呈下降的趋势，这是并购后的前期阶段所表现现状。然而，从2011年到2012年来看吉利开始好转，偿债能力和盈利能力都是有所提升的，从发展能力来说吉利并购沃尔沃后它的发展能力比同行还是好一些的，但波动性太大。从总体来看，吉利并购沃尔沃所产生的绩效是逐渐变好的，这也是并购后所反映的利好，但还要对企业的高额负债时刻警惕着。基于非财务指标来看，吉利的销量一直是呈不断增长的趋势，市场份额是不断扩大的，在技术方面也是吸收了很多，这有利于吉利的长久的发展。

从并购的风险来说，吉利面临着巨大的运营风险和财务风险。并购后能否继续维持沃尔沃的品牌形象，能否通过此次并购达到一种协同效应对吉利来说都是一种挑战。能否与当地工会和谐相处互相支持这也是一大难题，文化的融化是重中之重。另外，对于吉利通过杠杆效应产生的巨额负债的偿还也是吉利面临的困难，对于资金的缺口，通过这几年偿还的还可以，但对于后续的发展和债务的偿还仍是一个巨大的挑战。

6.2 对策建议

第一，政府在政策上应该加大对民营企业海外并购支持的力度。吉利并购沃尔沃在一定程度上政府给与了很大的扶持，在发展战略上给予重点关注，在融资方政府也做出了自身的贡献，这些都是吉利能够顺利并购沃尔沃的助推剂。

第二，选择最佳的并购时机。任何事情都需要时机，好的时机可以成就一个企业的快速发展，吉利并购沃尔沃就是选择了符合国内国外的一种时机，吉利抓住了机遇是成功的关键。所以，在以后的海外并购中企业要有好的战略眼光，分析国内外环境，利用自身优势及时出击去进行并购，这也是我们从吉利成功并购沃尔沃案例中应该借鉴的。

第三，对于海外并购要加强与当地的文化的交流与融合，尤其是要与当地工会处理好关系，这样的话有利于并购的顺利进行。

第四，要加强企业的内部控制。正确分析在并购前的可能存在的风险，然后在并购的过程中正确的去处理这些风险，将这些风险降低到最低值，最后还要在并购后加强防范，采取有效的措施去控制遇到的风险。

参考文献

- [1]陈健. 国外并购绩效评价方法研究综述. 当代经济科学, 2005,(5):103-105.
- [2]程志勇, 张子刚. 跨国并购的风险防范. 企业改革和管理, 2004, (6):74-76.
- [3]黄速建, 刘建丽. 中国企业海外市场进入模式选择研究. 中国工业经济, 2009, (1):33-35.
- [4]李善民, 陈玉罡. 上市公司兼并与收购的财富效应. 经济研究, 2002,(11):48-50.
- [5]李四海, 尹璐璐. 中国汽车企业跨国并购整合风险分析. 会计之友, 2011, (5):45-46.
- [6]李文. 我国汽车制造上市公司并购绩效评价. 西南财经大学, 2013.
- [7]廖运凤. 中国企业海外并购. 中国经济出版社, 2006, (6):205-207.
- [8]林源. 中国企业海外并购的风险管控. 开发研究, 2009, (2):35-36.
- [9]林忠礼, 傅仰艺. 中国企业跨国并购的现状、动因与发展趋势. 天津师范大学学报:社会科学版, 2005,(2):54-56.
- [10]刘淑莲, 徐丹丹. 我国上市公司并购价值的实证研究. 会计师, 2010,(4):72-73.
- [11]刘洋. 跨国并购的动因理论研究综述. 中国商贸, 2011, (6):38-39.
- [12]冉宗荣. 我国企业跨国并购的整合风险及应对之策. 国际贸易问题, 2006, (5):57-59.
- [13]阮爱萍. 吉利杠杆收购沃尔沃的风险分析与防控. 新会计, 2011, (9):65-66.
- [14]史建三. 跨国并购研究. 北京: 立信会计出版社, 1999, (8):142-147.
- [15]宋秀珍, 徐霞. 基于模糊综合评判的民营企业海外并购风险研究. 会计之友, 2013, (4):62-63.
- [16]王海杰, 赵莉. 中国企业海外并购的动因及风险研究. 郑州航空工业管理学院学报, 2012, (6):88-89.
- [17]王鹏翀, 王园园. 对我国企业跨国并购风险及问题的再思考. 商场现代化, 2011,(1):23-24.
- [18]王亚影. 基于吉利并购沃尔沃谈跨国并购的财务风险与防范. 会计之友, 2014, (7):32-33.
- [19]王中华. 企业跨国并购过程中的风险管理. 国际贸易问题, 2001, (4):78-79.
- [20]文海涛. 西方企业并购绩效理论研究评述. 北京交通大学学报, 2008,(1):24-26.
- [21]肖翠云, 袁明智. 吉利杠杆收购沃尔沃风险分析. 财会通讯, 2014, (6):79-80.
- [22]徐振东. 跨国并购的风险及其控制的主要途径. 中国工业经济, 2000, (5):33-35.
- [23]许明波. 试论企业并购的财务协同效应. 中国乡镇企业会计, 1997, (7):57-59.
- [24]薛求知. 中国企业境外并购透视. 上海国资, 2004, (4):37-39.
- [25]杨培强. 企业跨国并购的风险管理与防范. 企业经济, 2004,(9):28-30.
- [26]杨瑛. 中国汽车企业国际化成长动因研究. 商业研究, 2010, (2):62-63.
- [27]张兵. 中国企业海外并购动因与绩效研究. 河南师范大学, 2012.
- [28]张隆亨. 并购绩效的实证研究. 中国市场, 2011, (2):34-35.
- [29]张新. 并购重组是否创造价值. 经济研究, 2003, (6):76-77.
- [30]张旭. 吉利并购沃尔沃的绩效分析. 辽宁大学, 2013.
- [31]章新蓉, 唐敏. 不同动机导向下的公司并购行为及其绩效研究. 经济问题, 2010, (9):87-88.
- [32]郑霖霖. 获取无形资产与跨国并购动因关系研究. 现代商贸工业, 2013, (3): 54-55.
- [33]Michael Jensen and William Meek ling. Theory of Trim: Managerial Behavior, Agency Costs and

- Ownership Structure, 1976, (3):156-162.
- [34]Singh, Montgomery. Corporate Acquisition Strategies and Economic Performance. *Strategic Management Journal*, 1987, (6):135-142.
- [35]Lecraw, D. J. Outward Direct Investment by Indonesian Firms: Motivation and Effects. *Journal of International Business Studies*, 1993, (4):206-210.
- [36]Brakeman Vermilion. International expansion through start-up or acquisition: a learning perspective. *Academy of Management Journal*, 1998, (5):186-191.
- [37]Donald Hopkins. Cross-border Mergers and Acquisitions: Global and Regional Perspectives. *Journal of International Business*, 1999, (3):177-180.
- [38]Bruner, RF. Does M&A pay a survey of evidence for the decision maker. *Journal of Applied Finance*, 2002, (2):114-119.
- [39]Hemerling, J, Michael D & Michaels. The Strategic Implications of Chinese Outbound M&A, Boston Consulting Group. *China's Global Challengers*, 2006, (2):324-328.
- [40]Dunning, J and Lundan. S. *Multinational Enterprises and the Global Economy*, Edward Elgar Publishing Second Edition, 2008, (23):279-284.
- [41]Aybar, Band Ficici, A, Cross-border. Acquisition and Firm Value: An Analysis of Emerging-market Multinationals. *Journal of International Business Studies*, 2009, (7):223-228.

致 谢

时光荏苒，两年的研究生生活即将结束，我将步入社会开始新的生活。这二年的研究生生活让我学到了很多，让我懂得了如何去做好自己，让我更加体会到知识的力量，友情的温暖，在这里有很多值得回忆的点点滴滴，给我人生增添了一道亮丽的风景，同时也为我人生指明了一条方向。

首先，感谢我的导师刘清军老师。在老师的悉心指导和鼓励下，我的毕业论文如期完成，他那严谨的治学态度和高标准的教学要求让我一生受益匪浅，让我在学习上学到了很多。当然在生活方面也给我很大的鼓励，让我学到了很多做人的道理，为我以后踏上社会实现自我价值有很大的指导作用。老师，您辛苦了！

其次，感谢传授我知识的其他各位老师，你们不仅教授我知识，还对我论文的前期工作提供了宝贵的意见，让我少走了很多的弯路，多谢你们对我的辛勤教导，我从内心由衷的感谢您们。

再次，感谢王军、刘文涛、李雯、苏洪丹对我论文的诸多帮助。我还要感谢在这两年内朝夕相伴的兄弟姐妹们，多谢你们平时对我的关心和照顾，多谢你们陪我走过这两年难忘的时光，让我更加懂得友谊的珍贵，在这我祝福你们都能到找到心仪的工作。

最后，我还要感谢我的家人，是你们的支持让我一直走到现在，多谢你们在生活上给我无微不至的关怀，在我遇到困难时给我无穷的动力，让我充满力量，多谢你们，祝你们身体健康，一切顺利。

朱树峰

2015年6月

作者简介

朱树峰，男，汉族，生于1989年2月，籍贯河南驻马店新蔡县。2009年9月就读于河南工业大学会计学专业，取得学士学位。2013年9月起在石河子大学经济与管理学院攻读会计硕士学位。

在学期间发表的文章

朱树峰. 基于盈余管理动机下的若干会计政策选择--以新中基为例. 企业改革与管理, 2014, (02):207.

获奖情况

2014年5月获石河子大学经济与管理学院研究生卡拉OK大赛二等奖

2014年12月获石河子大学经济与管理学院研究生先进个体文体奖

石河子大学硕士研究生学位论文

导师评阅表

研究生姓名	朱树峰	学制	两年
专业	会计	研究方向	财务理论与方法
学术评语:			
<p>在我国海外并购的大环境下,论文以吉利汽车并购沃尔沃为案例进行研究,有助于为国内其他企业的海外并购提供重要的参考,也为我国更多企业走出国门提供了很多依据,选题有针对性和现实意义。</p> <p>论文整体框架较为合理,反映了该生对专业知识的掌握较为扎实。论文对并购的相关理论和相关文献进行了较好的梳理,重点以吉利并购沃尔沃为案例,研究思路清晰,层次分明,主题突出,资料较为丰富,从并购动因、绩效和风险等方面进行了较为深入和细致的分析,较好的对吉利并购沃尔沃的绩效进行了分析判断,并提出了风险防范的对策,结论有很强的说服力。</p> <p>论文写作符合学术规范要求,达到全日制硕士专业学位论文水平。</p>			
指导教师签字: 刘清宇 2016年6月2日			