

分类号：
学 号：20182116070

密 级：
单位代码：10759

石河子大学

硕士学位论文



天山生物并购大象多元化案例研究

| | |
|-------------|---------|
| 学 位 申 请 人 | 李学飞 |
| 指 导 教 师 | 霍远教授 |
| 申 请 学 位 类 别 | 专业硕士 |
| 专 业 名 称 | 会计硕士 |
| 研 究 领 域 | 会计理论与方法 |
| 所 在 学 院 | 经济与管理学院 |

中国·新疆·石河子

2020年6月

**Case Study on Elephant Diversification in Tianshan Biological
Merger and Acquisition
A Dissertation Submitted to
Shihezi University**

In Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of

Master of Professional Accounting

By

Li Xuefei

Dissertation Supervisor: Associate Professor Huo Yuan

June, 2020

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

本人所提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：李学飞

时间：2020年6月10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：李学飞

时间：2020年6月10日

导师签名：程远

时间：2020年6月10日

摘 要

企业发展过程中面临的多元化并购战略布局在理论与实务方面均是很热门的话题。在当前企业竞争愈演愈烈的经济形势下,企业布局单一的产业经营模式是无法在激烈的竞争中谋取进一步的发展,甚至影响到企业的生存,为了顺应经济形势的快速发展,很多公司不得不选择布局多元化并购战略。当我们观察诸多企业的发展运营过程,他们中的大多数不约而同的选择了多元化战略,足以说明多元化对于诸多大中型企业的发展有着十分重要的地位。同时多元化并购战略的时机和方向的选择都对企业的发展有着极大的影响,一步踏错,满盘皆输的案例比比皆是。

新疆天山畜牧生物工程股份有限公司为了谋求企业的进一步发展,寻求新的利润增长点,积极布局多元化并购战略,其原先业务主要为育种冻精以及肉牛行业等等,但由于其战略投资失误,天山生物 2015、2016 年连续亏损,2017 年以微小利润扭亏,公司急于寻找新的利润增长点,盲目向媒体广告行业扩张,选择大象广告为最终并购标的,却因财务诈骗惨遭失败,亏损严重,天山生物的经营能力受到质疑,此次天山生物并购大象多元化并购战略布局的失败表现较为典型,因此,本文选择将案例分析与规范研究相结合,对天山生物多样性多元化并购的战略布局进行研究,进一步探究其多元化战略失败的原因,以期给其他企业提供一定程度的参考价值。本文简要探究了相关的概念定义以及理论基础,并通过财务数据研究了天山生物布局多元化并购战略前后的经营绩效,探讨了天山生物此次多元化并购战略失败的深层次原由,并分析并提出了一些具体建议。

本文的研究发现为当企业发展到某一特定阶段,终将面临是否选择多元化并购战略布局的选择,企业要客观评价自身情况,在慎重考虑多元化新行业的复杂情况后,最后决定是否选择多元化并购战略。企业必须谨慎挑选多元化并购战略的方向,等待适当的发展阶段,而且要注意自身的资源配置和财务管理风险。

关键词: 多元化并购战略; 经营失败; 绩效分析;

Abstract

The diversified M&A strategic layout faced in the process of enterprise development is a hot topic in both theory and practice. Under the current economic situation of enterprise competition, the single industrial operation mode of the enterprise is unable to seek further development in the fierce competition and even affect the survival of the enterprise. In order to comply with the rapid development of the economic situation, many companies have to choose the layout. Diversified M&A strategy. By analyzing the development history of many contemporary enterprises, diversified M&A strategy is a strategic layout that is generally chosen by enterprises in the development process. It plays an important role in the development of many large and medium-sized enterprises.

Xinjiang Tianshan Animal Husbandry Biological Engineering Co., Ltd. seeks new profit growth points in order to seek further development of the company, and actively deploys a diversified M&A strategy. Its original business is mainly breeding breeding and beef cattle industry, etc., but due to its strategic investment mistakes, Tianshan Biotech continued to lose money in 2015 and 2016. In 2017, it turned losses into small profits. The company was eager to find new profit growth points, blindly expanded to the media advertising industry, and chose elephant advertising as the final acquisition target. However, due to financial fraud, the loss was serious. The operation ability of Tianshan Biotechnology has been questioned. The failure performance of Tianshan Bio-M&A Elephant Diversified M&A Strategic Layout is typical. Therefore, this paper uses case analysis and normative research methods to study the strategic layout of Tianshan Biodiversity M&A. Deep-seated reasons, in order to provide other companies with a certain degree of reference value. This paper lists the relevant concept definitions and theoretical foundations. At the same time, it combines financial data to analyze the business performance of Tianshan Bio-diversity M&A strategy before and after, and explores the real reasons for the failure of Tianshan Biodiversity M&A strategy. It analyzes and draws some specific suggestions.

The research in this paper finds that when the enterprise develops to a certain stage, it will eventually face the choice of whether to choose a diversified M&A strategic layout. The enterprise must objectively evaluate its own situation. After carefully considering the complicated situation of diversifying new industries, it finally decides whether to choose. Diversified M&A strategy. Enterprises must not only carefully choose the direction of diversified M&A strategy, wait for a suitable development stage, but also pay attention to their own resource allocation and financial management risks.

Key words:Diversification strategy, Business failure,Performance analysis

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 研究意义..... | 2 |
| 1.2 文献综述..... | 3 |
| 1.2.1 多元化并购动机的文献回顾..... | 3 |
| 1.2.2 多元化并购与企业绩效关系的文献回顾..... | 3 |
| 1.2.3 多元化经营类型与企业绩效关系的文献回顾..... | 5 |
| 1.2.4 文献评述..... | 6 |
| 1.3 研究内容..... | 7 |
| 1.4 研究方法..... | 8 |
| 1.4.1 文献研究法..... | 8 |
| 1.4.2 案例分析法..... | 8 |
| 1.4.3 财务分析法..... | 8 |
| 第二章 相关概念及理论基础..... | 9 |
| 2.1 多元化并购战略的基本概述..... | 9 |
| 2.1.1 并购的相关概念..... | 9 |
| 2.1.2 多元化并购战略的概念..... | 9 |
| 2.1.3 多元化并购战略的分类..... | 10 |
| 2.2 基础理论..... | 11 |
| 2.2.1 代理理论..... | 11 |
| 2.2.2 风险分散理论..... | 11 |
| 2.2.3 核心竞争力理论..... | 11 |
| 第三章 天山生物多元化并购大象案例介绍..... | 13 |
| 3.1 天山生物简介..... | 13 |
| 3.2 大象广告简介..... | 14 |
| 3.3 天山生物多元化并购发展梗概..... | 14 |
| 第四章 天山生物多元化并购大象案例可行性及绩效分析..... | 17 |
| 4.1 天山生物多元化并购可行性分析..... | 17 |
| 4.1.1 内部环境分析..... | 17 |
| 4.1.2 外部环境分析..... | 17 |
| 4.1.3 基于 SWOT 企业优劣势分析..... | 21 |
| 4.2 天山生物多元化并购战略绩效分析..... | 23 |
| 4.2.1 财务数据角度分析..... | 23 |
| 4.2.2 非财务角度分析..... | 27 |
| 第五章 天山生物多元化并购战略失败的原因分析..... | 30 |
| 5.1 非相关多元化并购战略视角..... | 30 |
| 5.1.1 终止核心业务，盲目发展新行业..... | 30 |
| 5.1.2 人力资源配置不合理，未掌握实际控制权..... | 31 |

| | |
|-----------------------------------|-----------|
| 5.2 生命周期的视角..... | 31 |
| 5.3 企业风险管控的视角..... | 32 |
| 第六章 案例研究的对策建议..... | 35 |
| 6.1 优化资源配置，合理选择多元化方向..... | 35 |
| 6.1.1 产业资源整合，合理配置资源..... | 35 |
| 6.1.2 建立与多元化经营配套的人事管理组织结构..... | 35 |
| 6.2 基于核心竞争力进行多元化经营..... | 36 |
| 6.2.1 借助新疆的特色生态优势，全面提升核心业务能力..... | 36 |
| 6.2.2 嫁接主业优势，寻找其他业务的新增长点..... | 36 |
| 6.3 重视企业自身的财务风险管理..... | 37 |
| 6.3.1 完善风控体系，重视财务风险..... | 37 |
| 6.3.2 选择与多元化经营发展阶段相适应的财务战略..... | 37 |
| 6.3.3 建立完善的财务预算和内部控制体系..... | 38 |
| 参考文献..... | 39 |
| 致 谢..... | 43 |
| 作者简介..... | 45 |

第一章 绪论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

在目前严峻的金融形势影响下公司互相之间的斗争愈加激烈，在此背景下，企业注重本身的战略管理变得极为关键。多元化战略管理的概念由此产生，其发展战略可以满足企业的扩展需求，并且可以较好地顺应当前的市场经济背景。这一方面可以使企业获得多方的经济利益，而且另一方面可以避免诸多经营风险，但其由于企业个体所面临复杂环境的不同存在某些风险。最先布局多元化战略的公司是一家美国公司，得益于美国相对发达的经济条件，可以为多元化战略奠定良好的市场环境。多元化并购战略之所以能够得到诸多大中型企业的认可，主要原因在于多元化自身在发展过程中独一无二的优势，因此美国的很多大中型企业选择多元化战略，多元化逐渐成为企业扩张过程中的战略选择之一。之后其他国家的企业也开始学习布局多元化经营战略，多元化由此开始流行。多元化并购战略也已然成为企业扩张道路上的重要战略选择，许多中国公司也逐渐尝试多元化经营，其中包括海尔，联想和美的等知名公司，较为成功的例子当为海尔，其在主营的冰箱销售的业务线之外，也开始生产空调、洗衣机等产品，进一步多方面提高了公司的效益，但并非所有公司都像海尔那般顺利。一些公司由于多元化反而降低了财务业绩，甚至可能破产或倒闭。较为典型的反面例子则是曾经烜赫一时的巨人企业，其冒然追求多元化战略，同时突进多个不相关的行业，惨遭失败。公司战略的决定往往只在一瞬间做出，如果选择错误的战略，对公司的影响将特别巨大。随着一些公司成功实现多元化扩张发展，其他公司丝毫不审视自身情况，盲目效仿，但由于忽视了自身情况以及市场的复杂斗争环境，无目的的扩张，最后却导致多元化战略的失败。天山生物已开始布局多元化并购战略，最后结果令人扼腕叹息。所以我们需要仔细研究多元化经营战略。

新疆天山畜牧生物工程有限公司在 2015 年和 2016 年接连两年盈利额为负数，背后缘由是其下属公司所面临的进口牛群价位惨重倒挂，这才使得母公司经营情况严重恶化。因此在 2017 年，天山生物主动停掉了其下属澳洲子公司的主要经营活动，整治其不合理的业务构成，在 2017 年半年度报告中，三项费用全部呈现较大程度的减少，对公司经营绩效做出了积极的影响，经过诸多措施才使得 2017 年母公司净利润达到 744.34 万元，将亏损转化为盈利。在这勉强盈利的财务数据后面还存在着诸多问题，其之前的活动战略相对单一，主要的肉牛战略需要长时间的持续投资，且期初铺垫成本较高。虽然公司当前的状况有所改善，但仍然很难在短时间内出现重大收益。所以为促进上市公司的稳定经营，2016 年，天山生物提出在继续发展现有商业产业链的基础下，主动搜寻匹配的并购目标，战略性地扩展到别的优势行业。天山生物尽调后选择了新三板公司大象广告

作为其收购目标。大象广告主营广告媒体资源，随着并购的成功完成，天山生物希望可以拥有“传媒+畜牧”的双重业务线。

然而在2019年2月19日，天山生物公告宣布，由于其涉嫌合同欺诈，天山生物重组标的大象广告原实际控制人陈德宏被批准逮捕。早在2月14日，天山生物就已经收到由创业板管理部发来的关注函，关注天山生物业绩预告事项：公司在2018年的亏损可能达到19.55亿元，其主要组成部分为并购大象所造成的减值准备约17.95亿元，此外还有对大象提供的担保计提减值准备1亿元。天山生物在1月25日发文称因天山生物涉及在并购大象的过程中存在不合理合法的信息披露，证监会对公司开展立案调查。

鉴于此，本文案例以天山生物为例，作为新疆上市公司，所披露的财务报表数据相对完整、公开，此次布局多元化并购战略却惨遭失败，亏损严重，暴露出目前我国上市公司布局多元化并购战略的一些潜在风险，本文将有效地分析其带来的风险对于企业自身及利益相关者都有着参考意义。因此，本文分析了天山生物多元化并购战略的失败之处，并提出了相关对策，在此基础上希望得出启示，完善相关的多元化并购制度体系，有效保护公司利益，为利益相关者提供相关建议，促进资本市场有序发展。

1.1.2 研究意义

企业可以选择的发展战略有很多种，其中对于企业而言多元化战略是很重要的战略选择之一，多元化并购战略为企业提供了新的发展方向。西方经济学界对于多元化的研究早一点，因此拥有更加完备的研究成果。相对于西方经济学界而言，国内多元化出现的时间要晚一点，随着多元化案例逐渐增多相对应的知识架构理论也随之完善，然而目前的理论研究成果仍未确定多元化对于企业的影响。

从理论意义来讲，多元化经营出现以来，经济学家关于多元化对公司经营绩效最终影响的意见存在诸多不一致。以往的分析大多在理论层面上，因此对于天山生物多元化经营战略的研究将丰富其研究方法。案例研究相对于其他研究方式具备较为生动的表现形式和实际数据的支持，其内容更加具有研究意义，这将更加方便于后续的探究。多元化经营可开拓企业经营行业范围，丰富企业的产业结构，分散企业的经营风险。然而，从另一角度角度看，多元化意味着企业需要分散资源配置，错误的多元化方向更会使企业遭遇极大风险，因此多元化是否是很有效的经营方式，多元化并购是否能带来公司价值的提高，是否有利于公司的长期绩效水平，是值得深入研究的课题。

从现实意义来讲，本文基于天山生物多元化并购战略的研究，从天山生物多元化并购战略出发，寻求理论支撑，列举多元化并购战略的可行性，继而分析天山生物布局多元化并购战略前后的绩效，总结其失败的原因，最后据此提出一些针对性的意见。同时天山生物多元化并购战略的模式和经验，可以给同行业的企业以启迪，对行业经营提供一种借鉴。部分企业存在盲目投资新行业的普遍态势，

为其提供战略预见。同时，也要为陷入困境的多元化企业提供针对性解决对策或方案，具有较强的可操作性；最后，对将要实行多元化或正在实行多元化的国内其他类似企业，根据市场需求及现有产业发展状况来柔性调整多元化战略。

1.2 文献综述

1.2.1 多元化并购动机的文献回顾

Marie Dutordoir & Manuel Vasconcelos (2014) 在协同效应的理论研究中提出了一些新的观点，他们经过研究分析得出当决策者认为协同效应会发生在公司的多元化并购中时，即会有自身的一个期望值，这样才能产生多元化并购的动机。黄家印 (2010) 认为公司选择多元化并购的终极原因是想达成“1+1>2”的公司绩效协调优化，其目的在于可以减少交易的成本与费用，以期可以得到更高的收益，他认为多元化并购对于经济市场的影响是积极的。Angel & Cheng (2003) 通过选定美国交易市场在 1984 年到 2001 年期间所有披露信息的 9334 个并购行为进行探究，最后得出结论认为企业并购行为的主要动机是因为收购方的股价存在被高估的现象。

王婷 (2017) 认为目前由于国内较为特殊的制度条例以及复杂经济环境，国内多元化并购的动机研究主要集中在公司治理的层面上，诸如股权结构、政府干预以及控制人确定等方面，此外甚至还受一些国有股权发展遭遇多方面制约等宏观因素影响。李宇鹏 (2014) 对于多元化并购动机主要从普遍动机和特殊动机等两方面进行探究。普遍动机主要包括公司初期的资本原始积累、加强自身行业竞争力以及协同效应来降低成本；特别动机则主要为采用法律允许的方式避税，采取并购这种方式去更加轻松的获得在外界被低估的资产。吕福强 (2016) 在最新的文章中提出企业对于多元化的深层次动因主要是对于公司产业协同效应的追求，一方面资源的有效利用产生了全新的匹配组合，可以减少一些不必要的成本费用；另一方面形成更为通畅高效的行政管理体系，过滤部门的不必要员工与技术不过关的员工，在人力资源方面实现良好资源优势；此外，提高了资本的利用价值与效率，甚至可以多元化并购来实现合理的避税。

1.2.2 多元化并购与企业绩效关系的文献回顾

(1) 多元化并购与企业绩效正相关

George 和 Kablir (2012) 在印度选取了一些公司样本进行探究，发现对于附属于大的集团企业多元化有助于提高其绩效水平。Kang (2012) 通过对美国样本公司实证检验表明，多元化与公司的社会绩效正相关，从社会绩效的角度上支持多元化。但是也认为多元化公司往往注重短期利益，这可能损害了股东的利益，从而使得多元化与公司社会绩效之间的正相关性降低。Markides (2009) 经过研究认为，企业通过开展多元化经营可以创造出、获得长期的、可持续发展的竞争优势，进而对企业的绩效有着积极地影响。实施多元化并购战略，企业就会进入不

同的产业领域、致力于不同产品的开发研制和创新、进入不同的市场中，在全新的领域中，企业需要进行大量的调研学习，可以积累不同的经验和战略资源，这些知识文化作为软实力可以帮助企业形成核心的竞争力，从而推动企业的可持续性健康发展。

蒋旭正（2017）专门针对上市公司的财务与经营情况进行研究。最后得出结论多元化战略在一定程度上可以增进公司业绩发展，分散公司在经营方面的风险。朱勉文（2015）通过研究国内钢铁领域上市企业在多元化发展与企业绩效的关系，结果发现当企业经营涉及到多个行业种类的情况下，可以在一定程度和范围内分散公司经营风险，起到规避风险提升绩效的作用；无独有偶，黄燕辉等（2018）以 15 家商业银行为研究代表，认为我国银行业适度扩大经营范围时，能够分散银行本身所面临的道德以及其他行业固有风险，进一步可以展现多元化发展对于银行的促进发展。

李兆云（2016）则提出在适度多元化经营的前提下，多元化对于公司价值有积极的影响；相反，盲目多元化的公司将产生不好的结果；此外他还认为地域可能也会对多元化经营产生限制。唐运（2016）认为多元化战略会帮助公司减少经营风险。公司在经营的行业中毫无疑问会遭遇诸多风险，例如财务和市场等方面的不可预知风险。

（2）多元化并购与企业绩效负相关

Nejat Capar（2012）在一篇文章中认为多样化经营会导致企业降低对于创新资产的投资，同时由于创新资产对企业绩效有正面的影响，所以他认为多元化经营会给企业绩效有不好的影响。Shim（2015）研究了财产保险业的并购、多元化经营以及公司绩效等多方面的关系后，发现多元化经营对于保险公司的绩效有消极的影响，因为产品多元化造成了更多的成本。Leng（2014）深入研究了一些英美巨型企业的报表数据。在分析过程中，他去除了可能影响公司经营的一些因素，例如政策和环境因素等等，然后研究了多元化经营与绩效之间的联系。他得出观点，二者是负相关的，多元化对绩效有较多的负面影响。

吴闻谭，曹宝明（2018）以我国 33 家粮油加工业上市公司为研究代表，分析得出多元化经营损害公司绩效；赵玉娟（2017）以 2012-2015 煤炭上市公司年报数据为样本，采用赫芬达尔指数和净资产收益率分别作为多元化经营和公司经营绩效的衡量指标，认为经营业务越分散越不利于绩效的提升，即公司应基于核心竞争力再循序渐进拓展公司业务；简超（2015）以 A 股 886 家上市企业为样本，认为多元化水平会对公司绩效产生抑制作用，原因是就我国目前市场而言，各个行业以及企业在跨行业上经营上还有很多的未知风险，这种风险可能来自国际市场，也可能源于我国市场本身的属性，或每个行业内部的隐藏风险，简超同样认为就目前而言公司应该首先做好自己的主营业务，再考虑是否拓展经营范围；钟李晗，俞静（2017）利用农业上市公司多元化经营与公司绩效的数据研究发现，大多数企业的多元化经营对企业经营绩效有着消极影响。

王明刚（2015）提出，公司选择多元化经营反而会增加财务风险，理由在于多元化经营的新行业需要大量资本的投入，公司需要具备足够的资本以及获现能力，假设多元化经营的新行业应收账款比较拖沓，获利较慢，会给企业带来财务方面的压力，即企业会增加财务风险。因此他认为多元化经营无法提高企业绩效，更是会增加企业的财务风险。马国六（2010）提出了多元化经营可能会带给企业新的债务风险。由于多元化经营的新行业初期对于资本的需求量较大，同时新行业的回报并不能得到保障，因此公司为了满足多元化经营的需求会选择借债，这便会极易产生债务困境，对于公司的经营造成消极的影响。

（3）多元化并购与企业绩效不相关

Graham（2012）研究了一些关于企业多元化并购的案例，并且对公司并购前后的业绩进行了对比分析，最后得出结论认为公司绩效确实有不好的表现，但是他认为公司绩效不好的原因并不在于多元化经营，而是并购过程中会产生各种原因导致折价现象的发生，企业的绩效取决于多方面因素，多元化并不是很重要。Karl V. Lins 和 Henri Servaes（2011）认为多元化经营作为企业可选择经营策略之一，对于公司绩效的影响是不显著的，公司绩效高低更多地还是回取决于其他因素的影响，比如行业市场空间以及竞争对手的经营效果。

刘晓群（2018）对某集团的多元化并购战略的实施效果进行了实证研究，发现该集团投资涉及多个行业，但是所涉及行大多业绩平平。高嘉静，陆黎玮（2018）以文娱上市公司数据为原始样本，研究表明多元化并购中国有股对绩效影响并不明显，并且发现即使公司通过逐年较少多元化影响国有股比例也不能对绩效产生显著影响；夏维方和张文亮（2007）选择国内 125 家上市公司作为样本研究企业多元化经营和企业绩效的联系，经过严谨的财务数据分析得出两者之间无显性联系。

1.2.3 多元化经营类型与企业绩效关系的文献回顾

（1）相关多元化企业的绩效高于非相关多元化企业的绩效

Palepu（2015）通过分析 30 家食品企业，探究其多元化类型与程度。他使用熵测度的方法从水平和垂直的角度分析，从水平方面看，相关多元化与非相关多元化企业的绩效几乎没有不同，从垂直角度而言，则发现相关多元化经营企业的收益更高。Palich（2012）使用多种建模来分析多元化经营类型对企业绩效的不同影响，当前学术界对于企业多元化经营和企业绩效之间的联系有三种看法，即线性、倒 U 型和中间型的，他通过研究分析认为两者之间大概率是倒 U 关系。换而言之，即从专业化经营转变为相关多元化经营，二者之间的关系基本上是成正比例的，但是从相关多元化经营转变为不相关多元化经营时二者关系成反比。

林艺馨等人（2018）选取了 75 家建筑企业作为研究样本，然后将其分为专业化、相关多元化以及非相关多元化三种，分别与企业绩效做多元回归，最后得

出结论企业绩效表现最好的是专业化类型的企业。张茜（2016）研究了多种行业领域中多元化经营的公司，最后认为大多数公司更适合相关多元化经营，相关的多元化经营的企业会产生协同效应，因此企业的经营绩效较好。赵明敏（2013）研究分析了许多公司的财务数据，探究其多元化经营与公司绩效之间的联系。他相信，企业在选择相关多元化经营的情况下会取得更好的发展，因为相关多元化可以增加公司的盈利，反之则会给企业带来诸多风险。蔡元（2015）讨论了集团企业布局多元化并购战略的必要性分析，在其中认为多元化的成功离不开专业化的经营。公司的主营业务可以作为多元化并购成功实施的坚实基础，公司布局多元化并购战略既可以实现行业的协同效应，分摊公司产业链上下游的成本，其次还降低了公司的经营风险。最后他还认为不相关多元化经营对于资本的需求太大，这会导致更多的风险，所以对于大型公司而言，不适宜进行非相关多元化扩张。

（2）相关多元化企业的绩效差于非相关多元化企业的绩效

Behtis（2014）探究了企业多元化经营程度与企业利润水平之间的联系。他认为 Remult 在 1974 年的论点可能存在问题。Remult 在 1974 年认为企业可凭借相关多元化经营而得到更多利益。他指出 Remult 当时的分析存在样本偏差的问题，Remult 忽视了行业间的收益率存在差异这一问题。Behtis 认为，与非相关多元化相比，相关多元化并不一定更适合公司。原因在于非相关多元化经营在不同行业间的同时发展来降低单一行业发展的经营风险。Gen（2013）研究了该国 100 多家上市公司的发展情况和绩效水平。他得出结论，从事多元化经营的公司要比不从事多元化经营的公司情况更好，非相关多元化经营的公司的业绩要优于相关多元化经营的公司。

刘金（2017）分析了 60 家多元化企业的业绩作为样本。他认为在多元化的起始阶段，企业的绩效情况会表现的很好。但是多元化经营经过一定程度的发展后，多元化经营所带来的良好情况将会递减。他还指出当企业相关多元化程度越高，公司的业绩越差，两者之间是负相关的。

1.2.4 文献评述

在阅读了许多相关文献之后，发现目前很多专家已经对多元化的并购进行了较为深入的探究。在多元化并购动机方面，通过对相关文献的再次回顾，发现国外专家对于企业多元化并购可行性的分析主要聚焦于公司类型、资本结构以及行业类别等微观层次的影响，他们认为在各个方面具有更加良好的合并前管理水平和绩效的公司更有可能实施多元化的并购；国内专家则更多地考虑国内特别的制度背景，更加偏重于公司层面，诸如最终控制人、股权结构、政治联系和政府干预等方面，此外比如国有股发展的限制等宏观因素。

就多元化与绩效之间的联系而言，由于研究视角不同，专家们尚未达成共识。国内专家与国外专家均对此问题进行了透彻深入的探究，专家们使用多种分析方

法，挑选多种类型的样本，并使用多种指标进行大批量的实证分析和探究。得出的观点主要有以下三种：以蒋旭正和黄燕辉为首的一种观点提出多元化的并购与公司的绩效情况成正比；另一种观点认为，多元化的并购不会影响公司的经营绩效；最后一种观点则是多元化的并购与公司的经营绩效负相关。关于多元化业务类型与公司绩效之间关系的研究分歧也存在，Palepu 和林艺馨等专家提出相关多元化经营企业的业绩要好于非相关多元化经营企业的业绩，主要原因在于前者可以使公司凭借产生的协同效应获得更好的业绩。另一方面有些学者则持相反意见，认为非相关多元化经营可以利用行业之间的差异来降低经营风险，有利于企业的发展。

由于制度环境，数据来源和研究方法等多方面的限制，我们经常会忽视在分析不同领域甚至不同地区的公司多元化经营之中的差异。企业的财务数据对于案例研究必不可少，这对于企业的财务数据有着尽可能详细和全面的要求。其次，国内的信息披露制度不完善，这就可能会导致结论缺乏严谨性。同时战略的实施具有一定滞后性，研究时使用之前的财务数据来探究多元化经营之后企业的盈利情况，这将会导致所研究的结论会有一些的局限性，并且多样化经营的效果也不是由唯一因素确定的。截止到现在，学者们尚未达成共识意见，因此也不能将其确定为成功或失败的战略。在无法确定公司多元化并购和公司绩效的情况下，本研究仍需要针对特定案例公司，探究该案例公司选择多元化并购经营的动机，并分析其后的企业绩效变化，实证分析的不足之处将用案例分析来完善。本文将从尽可能多的视角分析天山生物多元化并购战略。

1.3 研究内容

本文的主要研究主题是多元化的并购战略和多元化的并购战略的可行性及其绩效分析，进而分析案例公司多元化并购战略失败的原因，最后根据多元化并购战略的案例提出一些针对性的建议，为了更好的论证问题，文章将结合天山生物多元化并购战略失败的案例分析问题所在。因此，后续研究将基于以下结构进行分析和论证：

第一部分，绪论。本文介绍了研究背景，提出了本文的研究问题和意义，并梳理了研究框架。同时分析了国内外多元化并购战略的定义，影响多元化经营的因素以及多元化经营与企业绩效之间的关系。

第二部分，相关概念及理论基础。首先，界定文中相关核心概念；其次通过代理理论、风险分散理论、核心竞争力理论探讨企业多元化并购战略。为下文案例分析进行理论指导。

第三部分，案例介绍。主要介绍了天山生物，并对布局多元化并购战略的梗概进行了回顾，其次就是介绍了天山生物所收购大象广告的一些简介。

第四部分，案例分析。利用 pest 分析法和 swot 分析法分析天山生物多元化并购战略案例的可行性，其次利用财务数据分析及非财务角度分析天山生物多元

化并购战略对于公司绩效的影响。

第五部分，失败原因分析。从非相关多元化并购战略视角、生命周期的视角以及企业风险管控的视角，探究天山生物并购大象多元化并购战略失败的原因。

第六部分，对策建议。通过回顾现有文献，结合本文的理论分析和案例分析，得出本文的研究结论并提出建议。

1.4 研究方法

案例研究的结果的准确性离不开科学的研究方法，目前学界常用的研究方法是：参考已有的资料案例或文献，并对已有的数据进行统计分析，最后采用案例剖析法进行归纳总结。这是最基本最经典的研究方法，也是本文所采用的分析方法。为确保研究工作的严谨性，笔者在写作过程中查阅了大量书籍、网站、期刊等材料，并一直保持理论联系实际的研究准则。

本文将理论研究与案例分析相结合。具体的研究方法如下：

1.4.1 文献研究法

本文主要通过网络资源(中国期刊网、维普全文期刊数据库、万方、中国博硕论文等)和学校图书馆的藏书来了解国内外专家的相关研究。在阅读了大量数据资料并仔细总结研究后，发掘关于公司多元化并购战略有价值的结论，并为该案例研究提供了必要的理论参考。

1.4.2 案例分析法

在本案例研究的过程中，本文将主要采用理论推导和案例分析相结合的方法。首先是在现有理论研究的基础上，找到公司多元化并购战略的基本概况和一些理论基础，并分析得出其发生的机理和原理，其次是对天山生物的案例进行深入分析，并通过实际例子把“是什么”和“怎么样”说清楚。

1.4.3 财务分析法

通过财务分析法，主要利用其中反映公司盈利能力的指标分析天山生物选择多元化并购战略的可行性，理解多元化并购战略对天山生物公司绩效的影响。

第二章 相关概念及理论基础

2.1 多元化并购战略的基本概述

2.1.1 并购的相关概念

对于并购的探究起源于西方国家的学者们，我们从并购的英文定义发现它的含义包含着兼并和收购。国内并购业务随着中国经济形态的变化继续朝着多元化的角度发展。关于并购的多种标准也逐渐被人们总结列示。当前，并购的定义主要包括以下几个方面：

兼并(Merger)的定义最开始出现在西方的法律条文中，指的是在实施并购后获得相关权利来加速公司的扩张，但是，并购实施后，目标公司无法独立运营。这种西式定义的概念逐渐完善并传播到中国又一次扩展了意义：“兼并是指一家公司以现金流入，证券交易或其他行为的形式获得其他公司的所有产权，从而改变了原先标的公司法人的高度控制权，最后完成了对该公司经济行为的全面控制和约束”。

收购(Acquisition)根本上是资产所有权的交易，而交易的完成依赖一个整齐有度的现代体系，在此体系基础上可以完成并购行为。交易的两种方式为现金和股权。兼并和收购之间的主要区别在于收购通常不会使原始公司失去法人地位，而是与法人实现合作运作。

合并(Consolidation)包括两种方式：吸收合并与新设合并。吸收合并的形式和之前提到的兼并相似，另一种新设合并则被称为联合，它是基于接受一些现有公司以完成最终整合的行为。

接管(Take over)是指利用股权和投票权的变动来完成对目标公司的接管。在实施并购和接管时，公司经常采用并购的形式，但是，两者也存在不同。主要在于并购更加关注于公司的绩效，而接管的重点更多是股东与管理层之间的关系。

以上提到的这四个的定义有些不同，但是从本质上讲，它们都是公司的并购，随着国内市场化变化的变化，这个定义标准也已经模糊了。在现实应用中，四个概念是模糊不清的，很难彻底区分。所以理论界和实践界往往将它们作为一个整体来使用，称为“并购”。

2.1.2 多元化并购战略的概念

多元化并购战略的概念首先由国外学者提出，主要表现为研究新产品以及新方向行业的进军。美国经济学家安索福于在1957年发表了一篇《多元化并购战略》的论文，首次从多元化角度选取了美国100多家大中型企业1909年至1948年间接近40年的发展历史，他最后认为多元化并购战略主要通过企业在当前的内部结构中增加新职能的部门或者发展不同种类的新产品，以便可以使企业可以

拓宽经营范围。安索福对于多元化并购战略的概念比较侧重于多元化经营战略的行为,因此简单来说安索福对于多元化并购战略的定义就是于新市场中开发新产品。

国内专家对于多元化并购战略的研究相对滞后,经济学家尹义省在上世纪八十年代便提出多元化对于企业来说是一种成长过程,是对全新行业的涉足,对原有业务领域的拓展,此外,柯银斌在他的《业务多元化》中提出,多元化是公司在领域和新行业中的扩张,确定一家公司是否多元化主要在于非常重要。因素就是在于企业是否跨行业跨产业经营。经济学家彭罗思在一次论坛中指出企业应该在合理保留原有优势产业的基础之上,借助其优势发展进去新行业,寻找适合自己继续发展的新领域,某种程度而言,彭罗思的观点对安索福的之前的理论成果的不足有一定的完善。

综上所述,国内外对于多元化概念的定义可以总结为企业为了完成自身的可持续发展,避开企业经营过程中的风险,寻找新的利润增长点,在维持自我成长和跨行业选择的同时,开发两种或多种不同产品和服务的战略。与专业运营化经营相比,公司的多元化并购战略可以使公司抓住更多机会谋求最大程度发展。

2.1.3 多元化并购战略的分类

对于多元化并购战略的分类,目前主流的分类方法有以下两种:

第一种分类的依据是企业新涉足领域的方向,主要分为以下三种。一是水平多元化并购战略,是指企业在现有领域的基础上,水平方向拓展新涉足领域,即是指新涉足领域和原有产业关系不大,新旧领域之间独立,这种多元化并购战略不会对原有领域造成较大影响。二是垂直一体化战略,是指企业在现有领域的基础上,垂直方向拓展新涉足领域,这种类型的优势在于可以逐渐实现供产销一体化的优势,新旧领域有一定的互补性,新领域在旧领域的上下游发展,使企业有较为完整的体系。三是综合多元化并购战略,这种多元化并购战略结合了水平多元化和垂直一体化的特点,是指企业在现有领域的基础上,全方位拓展企业的经营领域,在面临市场环境快速变化的情况下,公司应该尽力抓住来自各个方面的机遇来追求企业发展,壮大企业规模。这种战略比较侧重于行业与市场之间的关系。

第二种分类基于企业的相关程度,也主要分为下面几种。第一种是主导类多元化,在保持原先业务全面发展的基础下向外扩张其他行业。第二种是关联类多元化,即新兴产业与原始产业之间存在一定的联系,新旧产业相互依存。三是非关联类多元化,是指企业新发展行业与原有行业之间没有明显的关系,新旧行业较为独立。

以上两种分类方法对比而言具有一定的相似性,虽然表象看上去有较大差异,也不过是从不同的角度来看待多元化并购战略。

2.2 基础理论

2.2.1 代理理论

代理问题是指代理方和委托方的利益存在冲突问题，代理人采取的行动有损害委托人利益的可能。在公司治理问题上，具体又体现为大股东与小股东之间的代理问题和企业职业经理人和企业股东之间的代理问题。

职业经理与股东之间存在代理问题，主要原因在于现代股份制企业的所有权和管理权的剥离，因此公司职业经理人与股东之间存在利益冲突、风险偏好不同等问题，使得经理人可能做出损害股东利益的行为。例如，经理人过度在职消费来用于个人消费，过度投资增大公司规模提高自己的特权，进行多元化经营来降低经营风险或避免丢失工作等。

从经理人与股东代理问题角度分析，公司经理人可能会通过多元化经营来规避职业风险，但对于股东而言可通过分散投资来降低其投资风险，公司的多元化更多是从经理人利益出发，因此更大程度上是有损股东利益的。

大小股东之间存在代理问题是指大股东一方面作为公司所有者，有与公司内部人相制衡的作用；此外由于大股东对公司的所有权和控制权存在不一致性，有侵占小股东利益的潜在可能，大股东有利用控制权通过关联交易、并购、担保等行为占用公司资源、财产或利润，掏空企业而牟取私利的动机。

2.2.2 风险分散理论

风险分散理论可以体现为即使一家多元化企业在一个行业遇到风险，其他行业也可以分担其风险。因此在不断变化的环境中，公司可以借助多元化经营降低某些风险。

该理论是由哈里·马克维兹（Harry Markowitz）于1952年建立的。该理论最初被应用于证券市场，主要是企业所面临的经营风险，它通常有两种类型，一种被称为系统性风险，这种风险是企业无法利用自身能力去减弱或者避免的，是所有市场都面临的一种风险。另一种被称为非系统性风险，这种风险则是企业可以去减弱或者避免的，并且通常使用投资组合来消除该种风险。企业的多元化经营中也可以体现这种理论。在危机时期，多元化的商业模式可以减少或者避免风险。另外，不同的行业和业务之间可以互相支持，一个行业产生的现金盈余可以投资到另一个行业，这可以为这些行业的发展提供财务保证。但是，从另一个角度而言也有很大不利因素。行业过度分散会分散原有固定的资源，不同行业之间风险的转移会给公司带来财务困境。所以公司在选择布局多元化战略时，应该在在风险分散与风险加剧中建立平衡点。

2.2.3 核心竞争力理论

C. K. Prahalad 和 Gary Hamel（1989）首先提出了核心竞争力的概念。他们指出一个企业的独特的资源优势和经营能力就是它的核心竞争力，同行业的竞争

对手没有这些优势。优势主要是指研发，营销等方面的能力，公司长期稳定的发展离不开这些优势能力。

企业要想谋求进一步的发展就必须拥有自身的核心竞争力，尤其是对于那些多元化经营的公司，经营的成功与否很大程度上在于有无核心竞争力的支持。另外，在公司的经营过程中，必须与供销双方建立紧密严格将上下游企业纳入控制范围内，这样才可以获得更多份额的市场。例如苹果在美国的手机市场上占据绝对优势的地位，其主要原因在于它可以与上下游公司均有利益关系保持利益。因此公司为了提高其核心能力，有必要在主营业务良好发展的基础上，围绕相关产业以及上下游产业开展相关的多元化经营。

第三章 天山生物多元化并购大象案例介绍

本章在简单介绍案例涉及公司天山生物基本情况的基础上,对天山生物并购大象布局多元化并购战略过程进行了简要回顾。

3.1 天山生物简介

新疆天山畜牧生物工程股份有限公司(以下简称天生生物)是国内唯一的牛羊动物育种上市企业。依托牛育种行业的巨大优势,将完整的产业链扩展到进口牛育种,冷冻精液推广,种羊品种育种和肉牛引进,育种,育肥,屠宰加工和销售服务。中国国家农业部也已经为企业发放了《畜牧生产经营许可证》,公司已是国家级良种繁育基地,是新疆唯一的国家级冻精生产企业,我国最大的牛品种改良及服务提供商。

天山生物成立于2003年6月,位于新疆昌吉自治州,注册资本1.87亿元,2012年4月25日在深圳证券交易所创业板挂牌上市,股票代码:300313,虽然天山生物是牧畜行业创立较晚的企业,但迅速发展成了国内牧畜行业“全产业链”领跑者,到2017年末,公司总资产规模达6.9亿元(其中固定资产3.48亿元),公司总市值达25.41亿元。

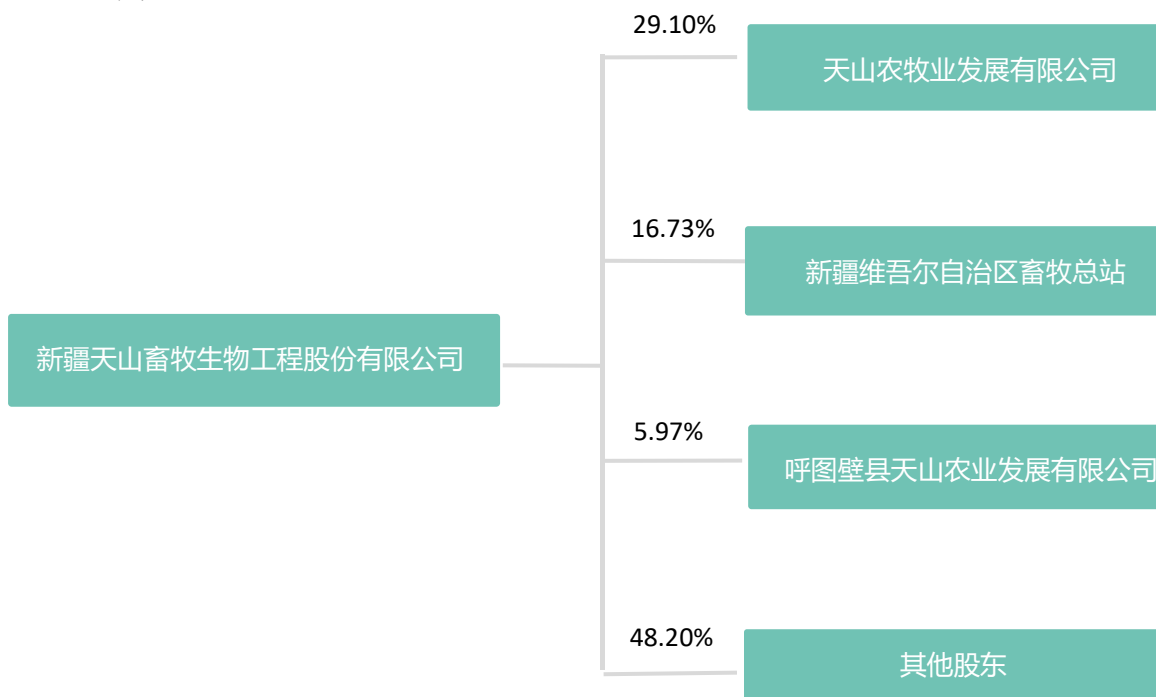


图 3-1 天山生物并购前的股权结构图

天山生物的主营业务为牛类的畜牧、买卖和进出口交易;种羊的养殖、销售和进出口;冻精、胚胎的生产、销售和进出口;生鲜牛乳的收购和销售(以上项目凭许可证经营);饲料种植、加工和销售;肉类的销售和进出口业务;相关畜牧科技咨询、技术服务等。2017年各主营产品收入占总收入比重如图所示。

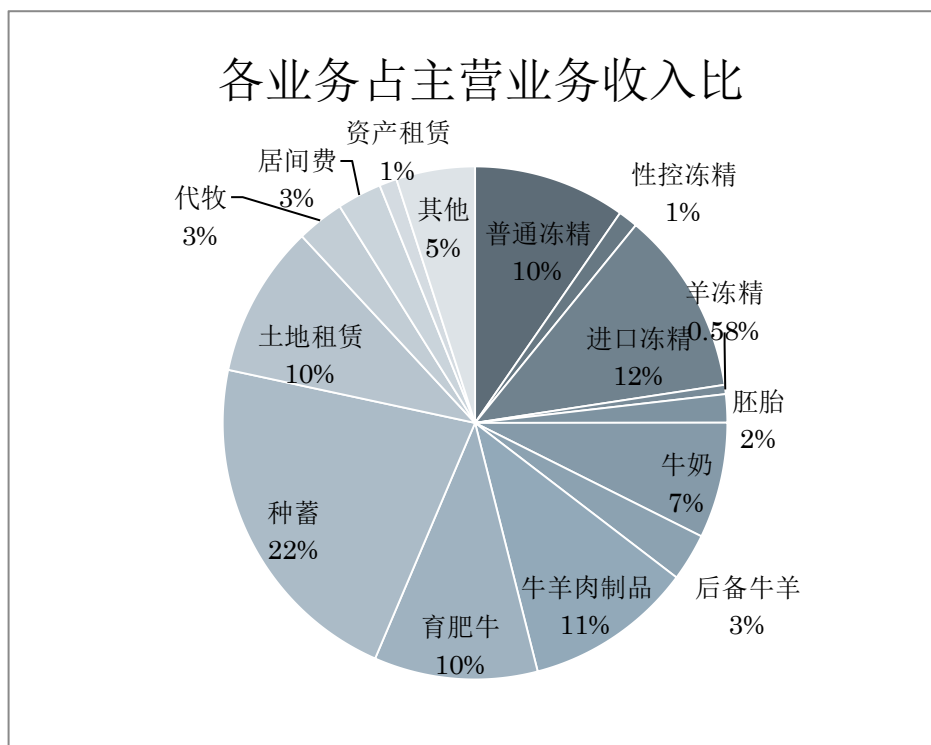


图 3-2 2017 年各业务占主营业务收入比

3.2 大象广告简介

大象广告有限责任成立于 2001 年 4 月，法人代表为陈德宏，公司主营户外媒体投资与经营，国家一级广告企业。公司总部位于我国东莞市，其发展趋势良好，在我国主要城市开立多家子（分）公司。

大象广告在 2016 年净利润达到了 1.1 亿元，同比增长 49%，2017 净利润达到 1.4 亿，其经营绩效始终保持快速增加。所以市场投资者们很看好大象广告，大象广告在 2011 年到并购之前总计发生了七次增资，募集获得十亿元。大象广告的主要业务是一些相关服务，例如广告制作和分布，其主要经营媒体资源，例如地铁广告，机场广告和公交候车亭广告。大象广告具有明确的商业模式，主要体现为用招投标等方式从政府等掌握有广告经营权的资源方手中获得媒体资源经营权，转而向第三方客户给予广告媒体服务已取得收入。大象广告曾获“中国一级广告企业”、“中国十大拓展媒体”、“中国十大最具潜力户外媒体供应商”、“中国十大公交媒体公司”、中国广告协会户外广告“十强创新企业”、广东省广告协会“诚信守法、创新经营先进单位”等荣誉称号。其下拥有地铁、机场以及公交车身等广告资源平台，资源形式多种多样。

3.3 天山生物多元化并购发展梗概

天山生物公司 2015 年与 2016 年由于天山生物澳洲子公司所面临的进口牛群价位惨重倒挂，使得母公司经营情况严重恶化，接连两年利润额为负数导致批星

戴帽。因此在 2017 年，天山生物主动停掉了其下属澳洲子公司的主要经营活动，整治其不合理的业务构成，为了解决公司不同业务所面临的困境，天山生物主动掌握市场快速变化所出现的发展机会，通过革新管理体系、盘活困境不良资产、设定目标利润等方法，理清公司资产，对外处理一般不良资产以此来减少亏损；在 2017 年半年度报告中，三项费用全部呈现较大程度的减少，对公司经营绩效做出了积极的影响，经过诸多措施才使得 2017 年母公司净利润达到 744.34 万元，将亏损转化为盈利。在这勉强盈利的财务数据后面还存在着诸多问题，其之前的活动战略相对单一，主要的肉牛战略需要长时间的持续投资，且期初铺垫成本较高。虽然公司当前的状况有所改善，但仍然很难在短时间内出现重大收益。所以为促进上市公司的稳定经营，2016 年，天山生物提出在继续发展现有商业产业链的基础上，主动搜寻匹配的并购目标，战略性地扩展到别的优势行业。

表 3-1 并购过程公告时间表

| 公告时间 | 公告内容 |
|------------|---|
| 2017.07.14 | 天山生物拟收购大象广告，双方签订《合作框架协议》，停牌 |
| 2017.08.15 | 天山生物拟通过发行股份及支付现金的方式购买陈德宏、华融渝稳、华融天泽等 45 名交易对方持有的大象股份 98.80% 股权 |
| 2017.09.06 | 交易对方对赌协议已经全部解除 |
| 2017.09.08 | 以发行股份及支付现金购买大象股份 96.21% 股权 |
| 2017.11.13 | 补充披露了本次交易仅有陈德宏参与业绩承诺及补偿、设置业绩奖励的原因及合理性。 |
| 2018.01.27 | 天山生物发行股份购买资产并募集配套资金事项获得中国证监会核准 |
| 2018.03.22 | 完成第一次交割过户 |
| 2018.04.28 | 已完成发行股份及支付现金所购买标的公司资产过户手续。 |

天山生物拟定了多元化并购战略后，在进一步完善自身主业的产业结构的基础上，便开始对当前市场中的表现良好的行业做尽调。经过多次调研和反复沟通，2018 年 4 月 26 日天山生物使用 24 亿元并购取得了大象广告的 96.21% 股权。在 2018 年半年度报告和第三季度报告中，天山生物的财务报表就已经合并了大象广告的业绩，合并归属净利润分别为 1363 万元和 4756 万元。完成对子公司大象广告非同一控制下企业合并，公司对大象广告从 2018 年 5 月开始纳入合并范围，大象广告 2018 年 5-6 月营业收入达到了 16182.20 万元，净利润达到了 2980.35 万元。

表 3-2 2018 年 1-6 月天山生物各行业利润占比

| 按行业 | 收入(万元) | 成本(万元) | 利润(万元) | 毛利率 (%) | 利润占比 (%) |
|--------|--------|--------|--------|---------|----------|
| 其他(补充) | 248 | 232 | 16 | 6.38 | 0.24 |

| | | | | | |
|-----|--------|--------|-------|-------|-------|
| 畜牧业 | 4,087 | 2,949 | 1,138 | 27.84 | 17.51 |
| 广告业 | 16,182 | 10,882 | 5,300 | 32.75 | 81.53 |
| 加工业 | 281 | 234 | 47 | 16.58 | 0.72 |

数据来源：根据天山生物 2018 年半年报整理

但是天山生物在 2019 年 2 月 19 日公告称公司重组目标大象广告的前实际控制人陈德宏先生因涉嫌合同欺诈被批准逮捕。大象广告也涉嫌重大资产重组中的欺诈行为，具体情况为并购发生之前大象广告伪造了和合作对象武汉地铁资源有限公司的合同和对方回函，导致大象广告在 2015、2016 年的净利润出现重大差异甚至影响到了 2017 年 1 月至 6 月，这从根本上对大象广告价值评估产生了严重影响。由于大象的欺诈性行为，天山生物不得不为其长期股权投资计提减值准备，最终的结果为天山生物 2018 年营业总收入为 1.05 亿元，营业利润为-18.43 亿元，利润总额为-19.46 亿元，归属于母公司所有者的净利润-19.46 亿元，到 2018 年 12 月 31 日为止，天山生物总资产为 14.03 亿元。

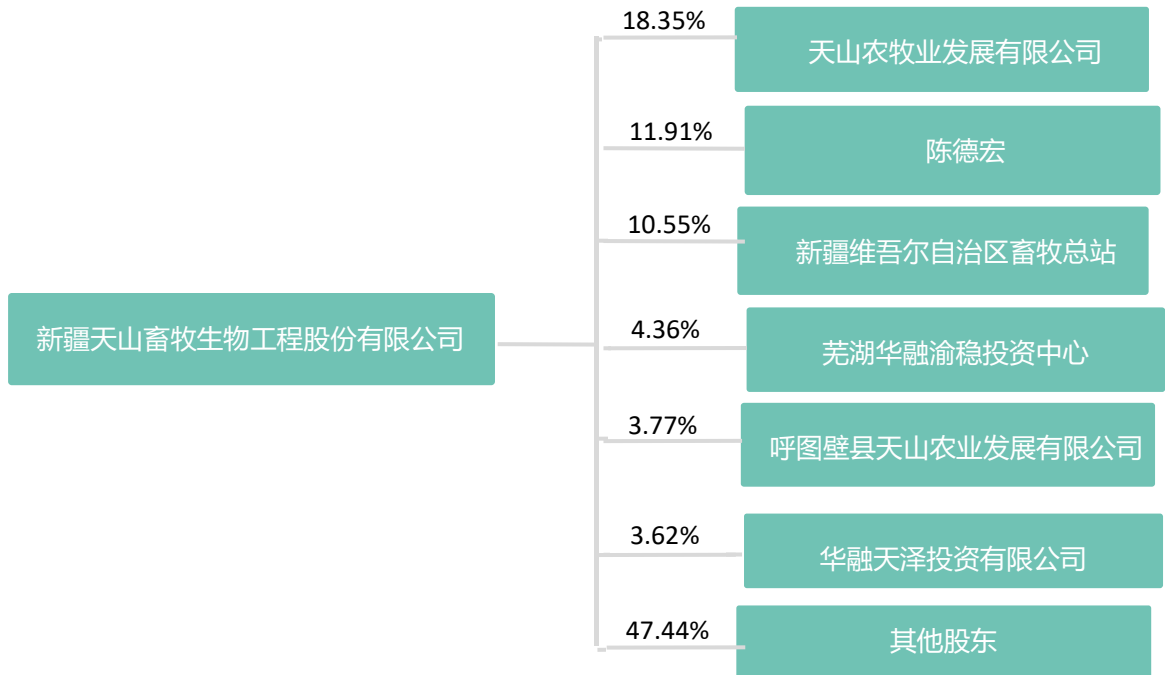


图 3-3 天山生物并购后的股权结构图

第四章 天山生物多元化并购大象案例可行性及绩效分析

在上一章中提到，天山生物并购大象广告布局多元化并购战略惨遭失败的始末。本文将在这一章中分析天山生物并购大象广告布局多元化并购战略的行为可行性以及该行为对于天山生物的绩效的影响。

4.1 天山生物多元化并购可行性分析

4.1.1 内部环境分析

就奶牛育种而言，这些年国内大部分采用招投标去完成销售自己开发的冷冻精子。我国农业主管机构在 2016 年修改了部分政策，其中主要包括实施方法和甄选要求，这直接导致各地区减少了招标种牛的数目和资金，政策表现出变化的态势。国产乳牛数目急剧下降的原因有两个：第一，国内所生产的奶粉以及极温消菌奶的竞争力较弱；第二，新的环境保护法的实施强行停闭了部分养牛场，其余养牛场也提高可环境保护方面的投资。当前，国内荷斯坦乳牛的总存量接连减少，有能力繁殖的母牛数目持续降低，这给牧场形成了巨大损失。由国外进口的冷冻精子的购买金额下降，并且应付应收账款的期限延长，部分经销商的盈利接近亏损。

就肉牛养殖而言，虽然存在国内在 2017 年所进口的肉类商品的金额呈现急剧上涨的态势、国内牲畜价格和牛肉类商品的价格升高，以及中国牛肉使用的增长远远大于其产量的增长等诸多积极方向的影响，不过肉牛培育对于投资的要求很大，较长的投资回报期以及低于一般水平的预期回报，这些消极因素间接说明还未到成熟的时候，换言之，国内构建成熟的肉牛养殖产业链还需要进一步完善构建。

天山生物在原有的牛、羊品种改良业务和牛羊肉业务方面已陷入停滞不前的局面，公司业务结构希望可以得到优化，组建阶段波动风险偏低并且拥有较大发展机会的业务组合，以上可以说给大量的中小股东的利益提供了绩效保证。

4.1.2 外部环境分析

(1) 政治法律环境

党和国家机构在 2018 年召开完两会之后推行了重点为“系统性、整体性、重构性的”的传媒体制改革，这项改革也与国家在 2017 年颁布的《新闻出版广播影视“十三五”发展规划》遥相呼应，规划包括有六大发展目标和十一个主要任务，体现出中国媒体的未来发展方向是：内部强调媒体数字化、注重服务与安全；外部强调新发展。总而言之，政府对媒体行业的政策监管原则是统一上下线标准，加深整合以创建高质量的产品，具体表现为支持非娱乐性产品，培养高质量的娱乐产品，为中国媒体产业的发展提供有力的保证。

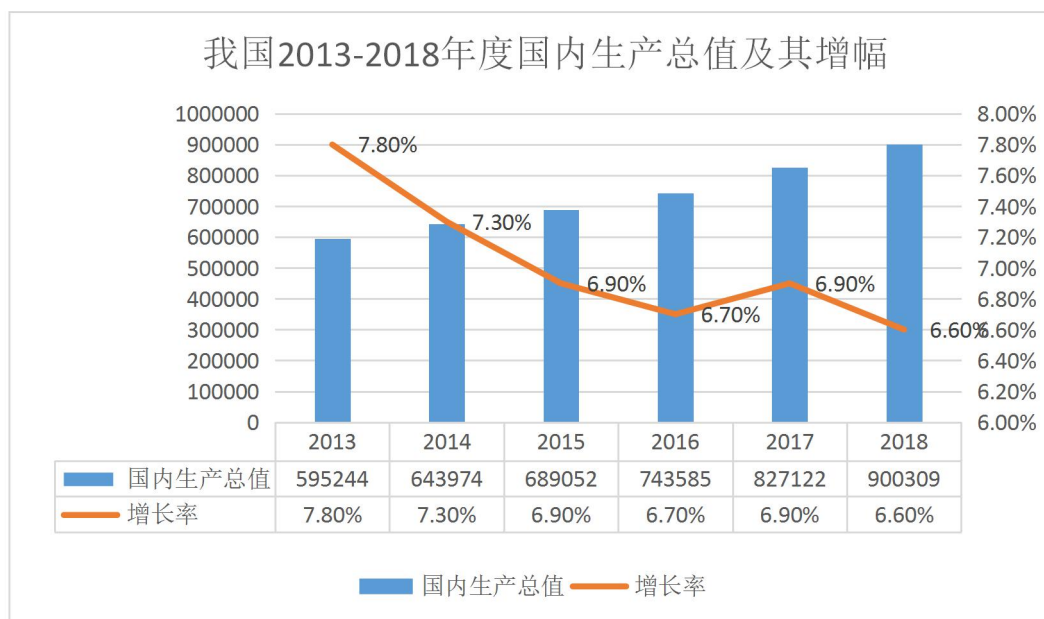
中国的媒体行业长期以来一直在实施一种将纵向集中式管理与横向属地式

管理相结合的管理模式，这种模式间接导致了国内传媒区域的严重分化，主要表现为：首先，各个地区的大型媒体公司的控制和影响力非常强，在全国范围内则表现一般，在全球范围内谋求发展更是艰难；其次各地形成具有相似结构，相似商业模式的媒体企业，相互之间过度竞争。最后是在整体产业链上，不同区域之间的媒体呈现出不同程度的碎片化，这对于整个媒体产业相关利益的提高十分不利。

(2) 经济环境因素

全球金融环境自 2017 年以来逐步有所改善，诸多强国呈现了十年来的首次同步前进。其国内继续呈现政治有序，经济情况稳步发展。2018 年，国内生产总值（GDP）为 90.09 万亿元，年均增长 6.6%。中国传媒产业市场高达 20000 亿元人民币，同比增长 15.2%。如下图近七年我国传媒产业增长率均高于 GDP 增长率，虽然传媒产业增长波动较大，但每年增长率仍高于 10%。根据来自于四大事务所之一的普华永道会计师事务所的最新研究数据显示，全球娱乐和媒体行业市场在之后五年内将以 4.2% 的复合年增长率增长。不过因为全球政治和经济形势的不确定性越来越大，媒体行业的增长速度将放慢，中国将继续以全球速度的两倍以上增长。

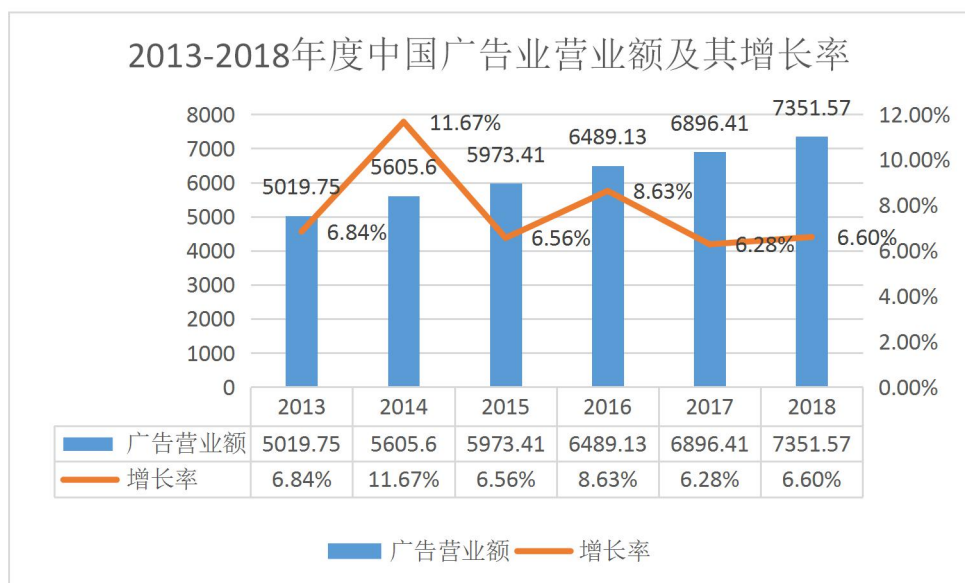
表 4-1 我国 2013-2018 年度国内生产总值及其增幅



数据来源：巨潮资讯

中国广告业这些年大体上具备了连续增长的前进趋势。在整个 2013-2017 年中国广告行业的市场规模的年增长率大体上与中国 GDP 的增长率接近一致，呈正相关。广告业市场遇到了前所未有的发展机会，这是因为从事广告业并不需要大量的固定资产投资，进入的成本较低；同时，广告经营单位的退出成本较少，因此广告行业经营失败的代价较小，进入风险较低。

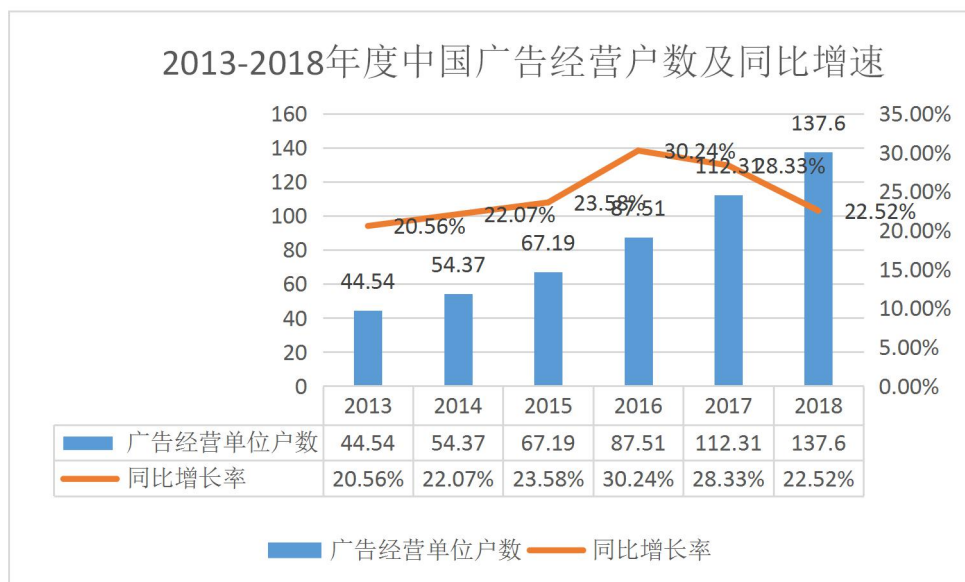
表 4-2 我国 2013-2018 年度中国广告业营业额及其增长率



数据来源：巨潮资讯

截止到 2018 年底，广告经营单位 137.6 万户，同比增长 22.52%。我国广告行业经营单位数量 2017 年就已经突破了百万户关口，且增长十分迅速。具体情况如上图所示，每年如此多的新增企业进入到广告业中，势必会造成该行业的竞争加剧，从而给企业带来威胁。

表 4-3 我国 2013-2018 年度中国广告经营户数及同比增速



数据来源：巨潮资讯

(3) 社会文化环境

中国城乡居民的生活质量近年来逐步提高，国内数据显示恩格尔系数逐年下降，国民的精神需求开始追求丰富多元化，表现在电视节目开始从追求数量的增

长转变为在内容，口味和传播方式的优化上。当国民越来越关注消费质量并通过日渐丰富的娱乐活动丰富生活时，这就要求电视节目需要能够从娱乐和消费生活中总结推出新内容，将娱乐和休闲信息用更加新颖的形式来传递，表达出消费的概念。近几年，人们收入日益增多，消费偏好也日益多元化，追求高质量的媒体娱乐。在居民消费结构中，文化教育消费的比率逐渐增大。大量居民的消费重点开始偏向于教育，技术，旅游，精神产品消费等领域，对这些领域的产品内容提出了越来越高的要求。2018年中国文化教育，文化娱乐，服务消费等文化消费总额超过300亿元。经预测城乡居民的文化消费在未来几年将继续增长。

(4) 科技环境因素

2018年是很重要的一年，它可以说是中国互联网发展第四个十年的起点。互联网在过去的三十年逐渐从原始的通信工具发展到今天产业创新的核心动力，互联网的政治经济意义已超出其功能的使用。互联网在传媒行业中不只是一种新的生产要素，而且还是产业基础和创新方式。从原始的印刷和广播再到今日高效的互联网，通信技术和渠道的快速迭代正在创造全新的产业形式，进一步促进了媒体产业的高速发展。互联网时代的快速发展所带来的新技术还将促进媒体行业的进一步快速发展。

表 4-4 PEST 外部环境分析小结

| 因素 | PEST 外部环境分析 | 影响 |
|--------|--|----|
| 政治法律环境 | 1、社会稳步发展，政治局面稳定 | + |
| | 2、传媒体制改革创新，政策保障传媒发展 | + |
| | 3、纵向“归口管理”和横向属地管理相结合的管理模式，导致我国传媒区域分割较为严重 | - |
| 经济环境因素 | 1、我国广告市场潜力巨大 | + |
| | 2、广告行业稳中有进的发展 | + |
| | 3、行业壁垒低导致竞争愈加激烈 | - |
| 社会文化环境 | 1、人们生活质量提高，追求文化消费 | + |
| | 2、广告行业的被接受度逐渐提高 | + |
| 科技环境因素 | 1、互联网的发展推动广告行业迭代升级 | + |
| | 2、广告行业低技术要求 | - |

我们可以看出目前国家大力推动市场经济的发展，以“线上线下统一标准，深化融合打造精品”为原则改革创新传媒行业，我国广告业市场规模的同比增长率与我国国内GDP增幅大体维持一致，市场潜力巨大，同时我国城乡居民生活质量稳步提高，人们精神需求日益丰富和多元化，开始追求文化消费使得广告行业被大家的认可度提高，此外由于互联网时代的来临，传媒产业也借此新时代的技术完成行业的全新发展，让我们看到了良好的前景。

在此背景下，天山生物无疑要抓住机会布局多元化并购战略，寻求新的利润

增长点以分散企业经营风险,但天山生物在尽调不足的情况下盲目选择进入传媒行业,忽视了一些潜在的不利外部环境,其中包括传媒行业区域分割严重,行业壁垒低,这些将会导致新涉足企业面临激烈的竞争,无法打造跨区域大品牌。天山生物在 2015、2016 连续两年亏损,2017 年微弱盈利,急于寻求新的利润增长点和分散企业经营风险是天山生物主要的多元化动因之一,天山生物仓促间选择的多元化方向并不是一条坦途。

4.1.3 基于 SWOT 企业优劣势分析

上文笔者用了 PEST 外部环境分析法分析了天山生物多元化并购战略可行性,下面用 SWOT 分析法进行企业优劣势多元化并购战略可行性分析。

(1) 优势

天山生物是目前国内唯一一家牛羊动物育种领域的上市公司、新疆唯一一家国家级冻精生产企业,是国内冻精行业与牧畜行业“全产业链”领跑者,是国内所拥有品系最全的北美荷斯坦基因库之一;拥有国内最多的优质褐牛种公牛资源,负责了大部分新疆地区褐牛改良的任务。天山生物作为老牌国企具有良好的企业形象。天山生物主要靠发行股份和支付现金混合支付的方式取得了大象 1.3 亿股股票来并购大象广告,其中包括非公开发行股份募集配套资金不得超过 6.0 亿元,同时 2018 年 8 月计划将终止募集资金投资项目的剩余募集资金和结余募集资金(合计为 2398.53 万元)用于永久补充流动资金,资金来源多样且充足。

2018 年 4 月 26 日天山生物完成了对子公司大象广告非同一控制下的企业合并,此次收购,双方签署了一份 3 年期的业绩对赌协议。其协议写明大象股份从 2017 年-2019 年要完成利润 5.42 亿。天山生物与之达成了《盈利补偿协议》,内容提到,如果交易资产在 2017 年度交接完毕。该交易的履约承诺和利润补偿期分别为 2017 年,2018 年以及 2019 年,三年利润分别要求 2017 年不低于 1.4 亿元,2018 年不低于 1.87 亿元和 2019 年不低于 2.15 亿元。如果时间未按照计划则利润补偿期将相应地推迟。如果获得的净利润不符合要求,大象的股东应赔偿其差额部分。如果绩效完成,将向管理层奖励业绩超过约定超过部分的 50% 的现金。

(2) 劣势

天山生物作为新疆畜牧业的代表企业,就发展前景而言,将大部分自有资金分配到第二产业,会造成天山生物无法集中优势力量,做精做强畜牧业,会使企业面临着资源分散与力量分散的危险,同时失去畜牧行业代表企业的地位,弱化公司竞争力。企业本身自有资金有限,如果发展第二主业,势必会分散畜牧行业的自有资金分配,影响原先行业的深度开发,无法集中企业优势资源形成行业的专一优势,进而降低企业的竞争优势。

天山生物选择并购大象广告的过程十分巧合。由于天山生物以及亏损两年,如果依据《深圳证券交易所创业板股票上市规则》所列示,其在 2017 年再次亏

损，天山生物股票将被面临退市。因此，天山生物在 2017 年 5 月宣布重大重组，从而暂时停牌。起先收购对象选择了一家贵金属供应链公司，之后由于交易合作未达成，天山生物在 7 月 7 日取消了合作框架协议。但是几天后，天山生物在 7 月 12 日宣布有一个新的并购目标，两天后披露了其目标是新三板的大象股份。由于缺乏多元化的管理经验，天山生物对大象广告原有控制人陈德宏并没有收权，因此并没有实质控制大象广告。

(3) 机会

国内这些年来广告业快速扩张。首先国内大体金融环境发展良好，为广告业提供的发展的平台，其次也归因于国内出台了一些针对广告行业的政策支持以及广告市场的完善。中国广告行业在经历了市场调整的风波后，行业市场井然有序，相对劣质的生产能力被去除，公司的优质资源得以集中，规模效应日益突出。中国广告行业 2017 年营业额为 6896.41 亿元，同比增长 6.28%。将来几年，中国经济有望持续保持稳定的发展态势，将继续给予广告行业政策支持，国内广告业的发展将拥有十分广阔的未来。

天山生物董事长兼总经理李刚曾经对对记者说其认为媒体行业前景广阔，盈利可期，可以作为公司长期业务。天山生物的财务总监何波在一次受访中表达了自己的看法：“最佳整合和协同作用是在资本层面，例如金融协同作用，媒体业务依赖于上市公司的资本平台提高自身品牌知名度，作为出行媒体资源，它将在资金、品牌和与地铁线路的合作方面获得更好的支持，通过充分利用资本平台，可以使媒体业务进一步发展。”从中可以看到公司高管对媒体行业前景持有积极期望的态度。

(4) 威胁

大象广告被天山生物并购后并没有设立董事会，原有控制人陈德宏认为董事会的存在会影响公司决策的效率，大象广告业务相对于天山生物而言是独立的，其次还签订了业绩对赌条约，在这种情形下天山生物决定根据协议任命陈德宏为执行董事，并保持执行力，原有结构保持不变，计划与对赌期结束后再行调整。作为大象广告公司的执行董事，陈德宏被要求组织制定大象广告公司年度业务计划，包括媒体管理权获取计划，资金使用计划，融资计划和销售计划，并依据计划编制年度预算，完成后有大象广告的股东会集体审核后再予以实施。关于一些其他事项，诸如对外投资、担保以及捐赠等，则提交股东大会，由天山生物主导决议。此外，天山生物原本计划任命一名负责大象广告的财产负责人，但人选始终未到位，管理团队未能有效整合，管理制度的混乱为后面的财务诈骗埋下了伏笔。最后由于广告行业壁垒低的原因，进入风险与退出成本的低廉使得广告行业的潜在进入者数量巨大，这对于天山生物双主业发展来说亦是巨大的挑战。

表 4-5 SWOT 企业内外部优劣势分析小结

| 优势与机会 | 劣势与威胁 |
|---|--|
| 优势： 1、天山生物良好的企业形象 2、老牌国企募集资金容易 3、签订对赌协议 | 劣势： 双主业分散了天山生物主业优势 2、对媒体行业的不了解 3、仓促的并购 4、缺乏多元化的管理经验 |
| 机会： 1、新行业巨大的发展空间 2、文化消费呈上升态势 3、管理层对于媒体行业的认可 | 威胁： 1、自身管理制度的混乱 2、潜在进入者的隐形竞争 |

从上面的小结图中我们可以清晰且直观的看出天山生物多元化并购战略的优势、机会以及威胁，相对于行业大势的优势和机会，天山生物并购大象多元化战略的劣势和威胁大部分来源于自身的准备不足以及多元化管理经验的缺乏，因此我们可以得出天山生物应当采取增长型战略（SO）。天山生物在连续两年亏损后，为了保住上市公司的壳子，面临自身老牌国企的地位优势以及传媒行业巨大的发展前景，不得不选择多元化并购战略寻求新的利润增长点 and 分散企业经营风险。这些可行性使得天山生物勇敢的跨出了多元化发展的步伐，但同时却忽略了自身对于新行业的不了解以及自身管理模式的不足。

4.2 天山生物多元化并购战略绩效分析

4.2.1 财务数据角度分析

(1) 事件研究法

天山生物多元化并购大象所实行的三次更改方案的具体日期如表 4-1 所示：

表 4-6 并购过程方案时间表

| 子事件 | 事件日 | 事件内容 |
|---------|------------|---|
| 首次公告方案 | 2017.07.14 | 天山生物拟收购大象广告，双方签订《合作框架协议》，停牌 |
| 第一次方案修改 | 2017.08.15 | 天山生物拟通过发行股份及支付现金的方式购买陈德宏、华融渝稳、华融天泽等 45 名交易对方持有的大象股份 98.80% 股权 |
| 第二次方案修改 | 2017.09.08 | 以发行股份及支付现金购买大象股份 96.21% 股权 |
| 第三次方案修改 | 2017.11.13 | 补充披露了本次交易仅有陈德宏参与业绩承诺及补偿、设置业绩奖励的原因及合理性。 |

本文将 2017 年 7 月 14 日定义为并购宣告日，并设宣告日 T=0，“窗口期”

为宣告日的前后 10 天，“清洁期”选取事件前 120 天，即[2017.7.4-2017.7.4]和[2016.10.30-2017.7.3]作为正常回报率的估计期间，选择 120 天作为估计期的数据样本，以浙报传媒个股日收益率为被解释变量，以 A 股的市场指数收益率作为解释变量。用 EXCEL 软件进行回归，回归结果为 $R_{jt}=y=1.0896*r_{mt}+0.2010$

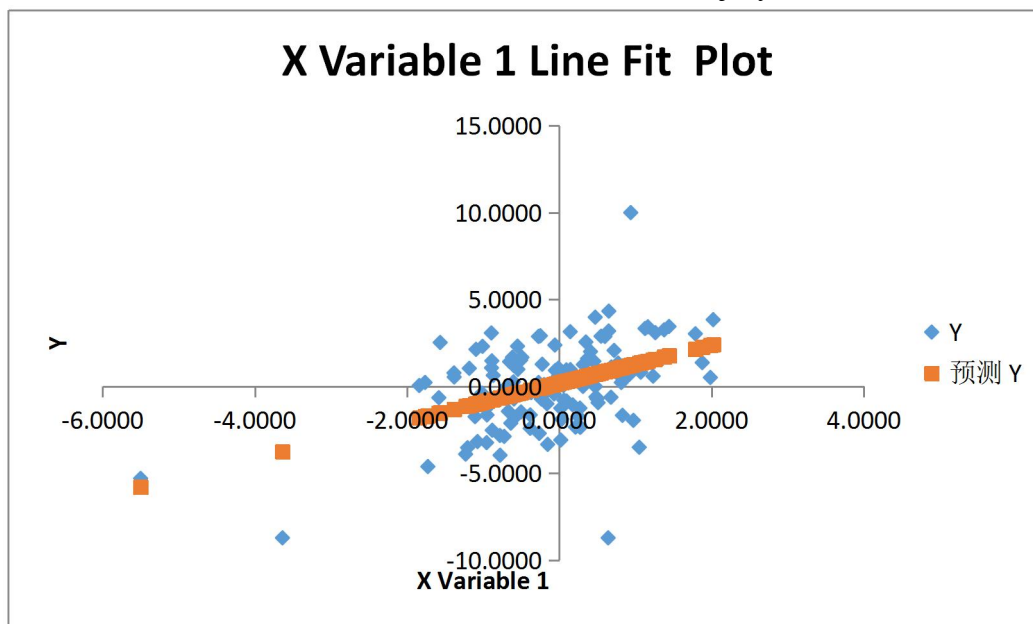


图 4-1 线性回归趋势图

根据回归结果，对窗口期即公告日前后各 10 天，计算出预期正常收益率 ER_j ， $ER_j=a+bR_{mt}$ ，比较预期收益率与个股收益率得出日异常收益率。

表 4-7 天山生物异常收益率汇总表

| 日期 | 个股收益率 | 正常收益率 | 日异常收益率 | 累计异常收益率 |
|------|---------|---------|---------|----------|
| T-10 | -0.5294 | 0.6629 | -1.1923 | -1.1923 |
| T-9 | -0.9462 | 0.2078 | -1.1540 | -2.3463 |
| T-8 | -1.1343 | -0.4111 | -0.7233 | -3.0696 |
| T-7 | -1.4493 | 0.0619 | -1.5112 | -4.5807 |
| T-6 | -9.9877 | -0.9795 | -9.0082 | -13.5890 |
| T-5 | -9.4622 | -1.5660 | -7.8962 | -21.4852 |
| T-4 | 1.0526 | 1.0406 | 0.0120 | -21.4732 |
| T-3 | 0.0744 | -1.6835 | 1.7579 | -19.7153 |
| T-2 | -4.0892 | 0.2683 | -4.3575 | -24.0728 |
| T-1 | 1.5504 | 0.3372 | 1.2132 | -22.8596 |
| T | 10.0000 | 1.2238 | 8.7762 | -14.0834 |
| T+1 | 9.9931 | -0.5134 | 10.5064 | -3.5770 |
| T+2 | 10.0315 | -0.0935 | 10.1250 | 6.5481 |
| T+3 | -6.1353 | 0.8427 | -6.9780 | -0.4299 |
| T+4 | -0.3054 | -0.4823 | 0.1769 | -0.2531 |

| | | | | |
|------|---------|---------|---------|----------|
| T+5 | -4.6569 | 0.4293 | -5.0862 | -5.3393 |
| T+6 | -1.8638 | -0.3287 | -1.5350 | -6.8743 |
| T+7 | -5.1081 | -0.0088 | -5.0993 | -11.9736 |
| T+8 | -0.0690 | 1.3146 | -1.3836 | -13.3572 |
| T+9 | -1.7956 | -0.6332 | -1.1624 | -14.5195 |
| T+10 | 0.2110 | 0.9180 | -0.7071 | -15.2266 |

数据来源：国泰安数据库

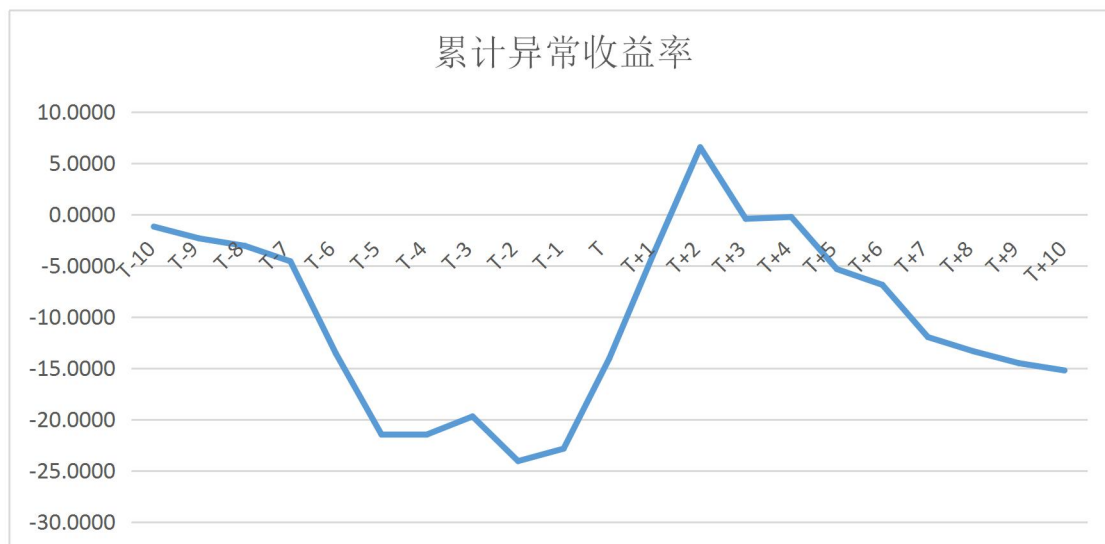


图 4-2 天山生物异常及累计异常收益率

由上图结果显示,天山生物在事件日之前的累计异常收益率一直处于逐渐减少的趋势,普遍小于 0,在事件日及之后 2 天,出现了迅速回升,最高到了 6.54% 的水平,这意味着投资者在短期内对于天山生物收购大象广告并购是看好的。但在市场知道消息后,累计异常收益率继续出现了震荡下降的态势,在之后的事件期内,还是普遍高于事件日前的水平,已经有了较大的变化,但是仍为负值。这主要说明了,资本市场对此次并购初期是看好的,但是消息过后,认为此次并购可能对公司的业绩提升作用有限,但是仍有提高,因此从累计异常收益率的表现上来看是回到负值,但是比事件日前的水平高。

(2) 主要财务指标分析

表 4-6 天山生物 2014-2018 年主要财务数据

| 时间 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|----------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入(万元) | 12194 | 24687 | 37521 | 19531 | 10523 |
| 营业利润(万元) | -37 | -4877 | -18759 | 1117 | -184263 |
| 净利润(万元) | 179 | -3566 | -13963 | 744 | -194574 |

数据来源：根据天山生物 2014-2018 年年报整理

天山生物股份有限公司于 2012 年在创业板上市,其主营业务为牛羊种类优化以及牛羊肉买卖。从 2012 年到 2017 年的六年中,公司的年收入持稳定增长

态势，然而利润情况持续恶化。2014年扣税后净利润为-141万元，第一次利润在零下。2015年，天山生物扣非和不扣非后的净利都低于零。2016年其净亏损扩大到1亿元以上。分析其原因来自于中国进口的荷斯坦奶牛的金额急剧下降，该公司种畜的平均毛利率与预算相比相差太多。由于奶品行业接连不景气，企业下游产业被波及，导致公司冷冻精子业务毛利润下降1.8%。海外子公司的活体种畜出口上升，然而由于商业周期长以及成本控制等诸多方面的原因，“安格斯”牛肉还没有流通到市场，目前的肉类产品种类少，买卖金额容易被市场影响，利润水平惨淡。

天山生物面临接连两年利润值为负数，如果2017年利润还为负，其股票将被暂停上市。在这种情况下，天山生物主动停掉了其下属澳洲子公司的主要经营活动，整治其不合理的业务构成，在2017年半年度报告中，三项费用全部呈现较大程度的减少，对公司经营绩效做出了积极的影响，经过诸多措施才使得2017年母公司净利润达到744.34万元，将亏损转化为盈利。在这勉强盈利的财务数据后面还存在着诸多问题，可以看到天山生物在2017年经营情况还没有完全改善。例如，就营收指标而言，2017年的年营收达到了1.95亿元，同比下降了47.95%。从扣非后的净利润可以看到，2017年企业扣非后的净利润大概为-61万元。而且从公司的年报中可以看到，在当期的非经常性损益项目中，天山生物列示了“已获得并摊销的政府补助”约八百万元。

2018年，天山生物实现营业总收入1.05亿元，同比下降46.12%；营业利润为-18.43亿元，同比减少16602.72%；实现利润总额-19.46亿元，同比下降17661.91%；全年实现净利润-19.46亿元，同比减少-26237.26%。由于大象广告公司的财务欺诈行为，需要对大象广告公司的长期股权投资计提资产减值准备17.96亿元。此外天山生物为大象广告提供担保的预计负债合计为1亿元，以上几点是天山生物2018年巨额亏损的主要原因。天山生物布局多元化并购战略，谋求双主业发展，却由于尽调监管的缺失，遭遇财务诈骗，造成公司严重亏损。

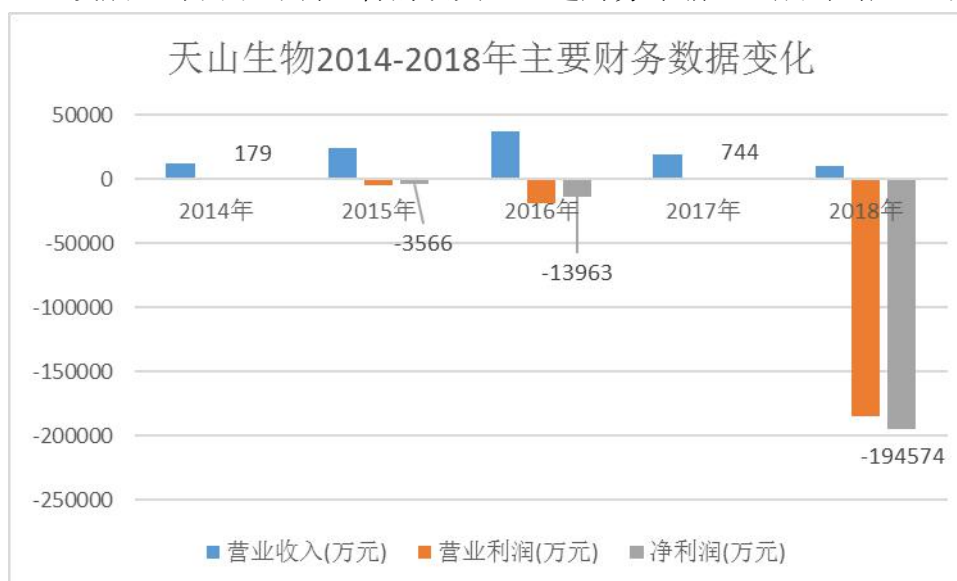


图 4-2 天山生物 2014-2018 年主要财务数据变化

4.2.2 非财务角度分析

(1) 核心竞争力下降

近年来天山生物正在实施横向并购、纵向延伸产业链的“大肉牛战略”，前前后后共计花费 1.46 亿元人民币收购澳大利亚 Mingaha 牧场，计划发行股票购买 8 万多亩土地和牧场，并建造了肉牛育种和育肥基地。自 2014 年实施“大牛肉战略”以来，已累计对外引进安格斯种牛 2.4 万余头，目前已具备 82 个大类 200 多个产品的生产能力。安格斯肉类产品出现以后，屠宰过程会引入当前顶级的美国规范，以生产冷冻产品，冷鲜和热鲜，西式食品和牛排等多种产品，以满足不同消费者的需要。天山生物计划实施“两头并进”的战略安排，畅通安格斯在国内外繁育牛的引进渠道，踏实完成安格斯肉牛的布种、宣发和开发客户的任务，主动规划中国销售网点布局，完成基础的肉牛产业链创业的两端业务的开始。通过收购明加哈牧场资产打造澳洲引种基地，在国内形成优良安格斯基因群规模，天山生物以新疆为基点，实现肉牛产业国内布局，形成科学的产销体系。

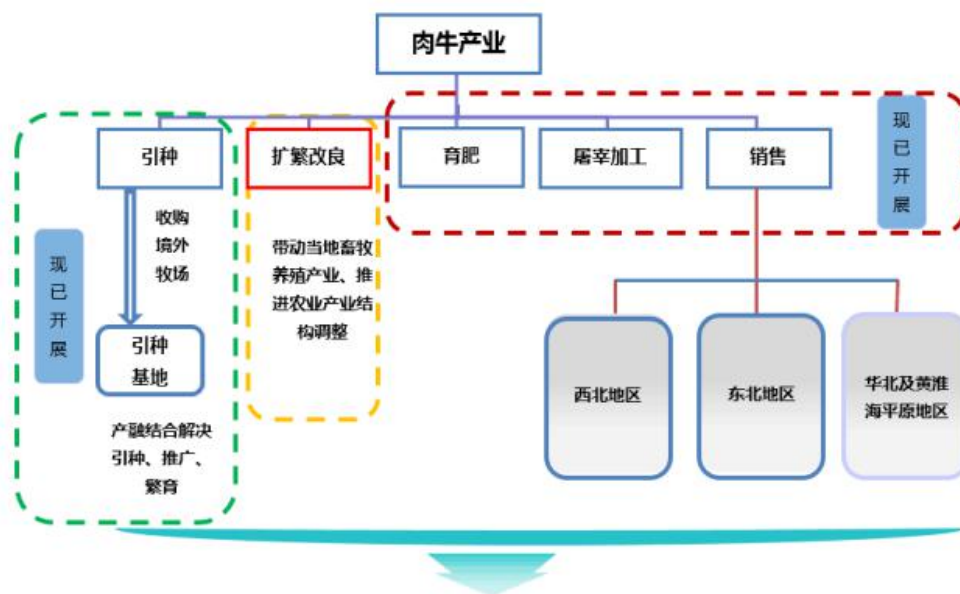


图 4-3 天山生物大肉牛战略示意图

天山生物于 2018 年 11 月 7 日宣布公司计划将调整“大肉牛战略”，由于该战略所获绩效不稳定并且仍然需要大量投入，所以天山生物将退出该战略，将来该公司在发展中国新型一线城市轨道交通媒体品牌的同时，坚定地发展以育种为重心的畜牧业。根据公告可以看出天山生物为了实现“传媒+畜牧”双主业发展格局对 2014 年起布局的大肉牛战略有了一定程度的放弃，将更多资源倾斜到刚刚并购的大象广告的传媒业务发展上，而随着大象广告财务诈骗的发现，天山生物不仅在传媒业务上的投资全军覆没，而且自己的核心竞争力所在的冻精和大肉

牛战略方面也停滞不前。

(2) 天山生物新股东旧股东关于控制权的争夺

天山生物以发行股份和支付现金混合的支付方式获取了大象广告的股份 123,507,700 股，原持有方主要包括陈德宏，华融裕文，华融天泽等，该股份共计占有 96.21% 的大象广告总股本，此外天山生物非公开发行股票所募集的配套资金约 59,996.41 万元，该笔资金主要用于支付并购行为的交易对价以及交易行为所产生的一些中介费用和税费。天山生物发行股份的支付方式不得不导致大象广告原有股东将大量持有天山生物的很多股份，陈德宏随后因财务欺诈被捕，但天山生物与原始大象广告股东如广东宏业和华融裕文之间的冲突已成为一个不可忽视的问题。

表 3-8 天山生物十大主要股东

| 股东名称 | 股份类型 | 持股数(股) | 占总股 比例 | 增减持股 (股) |
|------------------------|-----------|-----------|-----------|-------------|
| 天山农牧业发展有限公司 | 流通 A 股 | 57426801 | 18.35% | 不变 |
| | 限售流通通 A 股 | | | |
| 陈德宏 | 限售流通通 A 股 | 37279083 | 11.91% | 不变 |
| 新疆维吾尔自治区畜牧总站 | 流通 A 股 | 33025998 | 10.55% | 不变 |
| 芜湖华融渝稳投资中心 (有限合伙) | 限售流通通 A 股 | 13631462 | 4.36% | 不变 |
| 呼图壁县天山农业发展有 限公司 | 限售流通通 A 股 | 11784511 | 3.77% | 不变 |
| 华融天泽投资有限公司 | 限售流通通 A 股 | 11335123 | 3.62% | 不变 |
| 刘柏权 | 流通 A 股 | 8449390 | 2.70% | 不变 |
| | 限售流通通 A 股 | | | |
| 华中(天津)企业管理中心 (有限合伙) | 限售流通通 A 股 | 6705800 | 2.14% | 不变 |
| 武汉泰德鑫创业投资中心 (有限合伙) | 限售流通通 A 股 | 6088524 | 1.95% | 不变 |
| 烟台汉富满达投资中心 (有限合伙) | 限售流通通 A 股 | 3676586 | 1.17% | 不变 |
| 合计 | | 189403279 | 60.52% | |

数据来源：巨潮资讯

根据天山生物公告可以看到其排名第四位的股东是华融渝稳，持股 4.36%。如此多的股份正是出自的股票来自天山生物并购大象广告的事件。后来因为大象广告涉嫌财务欺诈，公司股东大会在董事会中去除了陈德宏董事身份，并对外称 2019 年第三届临时股东大会在四月二十五日举行，针对公司最大股东天山农牧

所推荐出 2 名董事候选人。华融渝稳在四月二十五日的股东大会召开前忽然提议了他的董事候选人。尽管此请求被天山生物以“超过期限”为由予以谢绝，然而华融渝稳打算接管天山生物，介入企业运营的想法依然十分明显。同时还有天山生物排名第六位的股东华融天泽，持股 3.62%，来源同样是上述并购事件。根据天眼查查询到的资料，华融渝稳、华融天泽同属于中国华融资产。

目前，“华融系”即天山生物第四和第六大股东一起持有天山生物近 8% 的股份。天山生物最大的股东天山农牧在完成对大象广告的并购后其持有天山生物的股份比例已下降到 18.35%。此外，虽然公安机关已经扣押大象的原实际控制人陈德宏，他仍是天山生物排名第二的大股东，总计持股 11.91%，尽管其持有的天山生物股份已被司法冻结，然而股份在没有被彻底处理之前，陈德宏在股东大会上的投票权并未被取消。假如陈德宏和原大象股东的华融渝稳、华融天泽合作，天山生物的最大股东天山农牧的地位将会被动摇。当前天山生物与大象的原有股东广东宏业之间的战斗已然开始，广东宏业诉讼要天山生物支出其在并购时所提到的 9922 万元。但是天山生物则提出要求取消原始股权交易。显而易见，天山生物与大象广告原股东之间的控制权斗争将会对公司造成极大的影响。

(3) 诉讼风险

天山生物通过互查询到某案件涉及到其控股子公司大象广告，案件具体公告为广州市天河区人民法院公告送达（2018）粤 0106 民初 18275 号民事裁定书。天山生物调查后发现，2017 年 11 月 22 日案件原告朱社英在向被告陈德宏，鲁虹、大象广告、东莞市嘉盈实业投资有限公司、陈万科等五被告借款 3000 万元，借款期限规定为 6 个月，最后由于被告未能按照合同还清贷款和利息而引起的民事诉讼纠纷。2018 年 11 月 16 日广州市天河区人民法院作出判决，具体判决为包括大象广告在内的 5 名被告，应自本判决生效之日起十日内偿还贷款本金 3000 万元及逾期利息。另外天山生物仔细查询了互联网信息，了解到大象广告还其他两笔诉讼案件，金额总计约 3052 万元，具体为武汉市东西湖区人民法院于 2018 年 8 月 23 日、24 日立案的案号为（2018）鄂 0112 执 2058 号、2073 号提起的民事诉讼。

从天山生物的公告看到，大象广告的部分银行帐户已被冻结。主要有杭州杭港地铁有限公司因与大象广告公司发生纠纷向杭州铁路运输法院申请财产保全，杭州铁路运输法院于今年 5 月 19 日裁定冻结被申请人大象广告在宁波中信银行的存款 1450 万元，冻结 12 个月；还有因为自然人张翠向法院申请诉讼前保护资产，大象广告在中信银行宁波中山路支行开立的账户及在厦门国际银行泉州分行开立的账户，分别被申请冻结金额为 9600 万元。

天山生物也曾在其收购计划中列示了大象广告公司和陈德宏个人相关的十多起诉讼案件，包括多项私人贷款纠纷。除私人贷款外，大象还在 2017 年受国家中小企业股份转让系统的自律措施约束，包括未披露的对赌协议和未披露的诉讼。以上诉讼事件对于刚刚并购完大象广告的天山生物无疑雪上加霜。

第五章 天山生物多元化并购战略失败的原因分析

5.1 非相关多元化并购战略视角

5.1.1 终止核心业务，盲目发展新行业

天山生物上市以来，其战略定位从原本的冻精与胚胎供应商逐渐转型向牧畜育种以及遗传物质改良等技术服务供应商，并逐步部署肉牛产业，运用“两头带中间”的商业经营模式来发展该公司的肉牛业，之后因为肉牛业务投资周期长，前期投入大，天山生物又选择收购大象广告布局“传媒+畜牧”双主业发展。核心业务一改再改，初衷不在。

表 5-1 控股股东茂业商厦股权质押情况

| | 2015 年 | | 2016 年 | | 2017 年 | | 2018 年 | |
|------|------------|---------|------------|---------|------------|---------|------------|---------|
| | 金额 (万元) | 毛利 率 | 金额 (万元) | 毛利 率 | 金额 (万元) | 毛利 率 | 金额 (万元) | 毛利 率 |
| 普通冻精 | 738.01 | 75.87 | 271.49 | 73.47 | 423.19 | 77.77 | | |
| 性控冻精 | 29.85 | 56.87 | 2.05 | 93.69 | 53.94 | 77.89 | 1464.12 | 58.44 |
| 进口冻精 | 3225.77 | 36.10 | 1816.66 | 39.07 | 1178.46 | 48.12 | | |

数据来源：根据天山生物 2015-2018 年年报整理

通过近几年得到冻精产品的毛利率分析我们可以看出，普通冻精产品和性控冻精产品毛利率均高于 50%，尤其是在 2016 年性控冻精的收入在公司营业总收入中所占比只有 0.09%的情况下，性控冻精的毛利率达到了 93.69%，可见性控冻精的成本是非常低的。同时天山生物是新疆唯一一家国家级冻精生产企业，性控冻精产品为公司的产品，增加了公司的竞争优势，如果运用自身优势扩大性控产品的销售规模，增加销售收入可以为公司带来更多的经济利益。

表 5-2 2018 年天山生物冻精项目毛种率状况

| 公司 | 有效精子数 (万个/剂) | 价格 (元/剂) | 年生产能力(万/剂) |
|--------|--------------|----------|------------|
| 内蒙古赛科星 | 200—230 | 200——280 | 100 |
| 河南鼎元 | 200—220 | 200——260 | 8 |
| 天山生物 | >230 | 200——240 | 10 |

数据来源：作者计算整理而得

对国内从事牛性控冻精的三家有代表性的企业进行研究，我们发现天山生物所生产的冻精质量是高于龙头企业赛科星以及河南鼎元的，并且天山生物的价格也略低于同行业的公司。因此，天山生物在牛性控冻精方面具有较大的竞争优势。

但是天山生物在 2017 年 8 月公告了一项重大资产重组计划。天山生物共投入 24 亿元人民币获得了大象广告公司 96.21% 的股权，完成了从农畜牧业到广告业的跨行业吞并。天山生物为了短期的盈利，一头闯入从未涉足的广告行业。

5.1.2 人力资源配置不合理，未掌握实际控制权

天山生物在完成对大象广告的并购后，给予大象原实际控制人陈德宏过高的信任，未实质控制大象广告。大象广告被并购完成后并没有设董事会，陈德宏认为董事会架构影响决策效率，大象广告业务独立，重组时又有业绩对赌，因此天山生物决定仍然按照协议约定委派陈德宏为执行董事，继续执行董事原有组织结构，并在对赌期过后再议。作为大象广告公司的执行董事，陈德宏被要求计划编写大象广告公司的年度业务计划，内容要求涉及媒体管理权获取，资本使用，融资和销售等计划，然后依据以上内容编写本年预算，并将其给大象广告股东大会报批。天山生物将依据各大股东商定大象广告的外商投资，外部担保，捐赠和财务资助权限。此外，天山生物原本计划向大象广告委派财务负责人，但由于距离较远，人选一直未能到位，即大象广告管理层基本仍为原班人马。

天山生物于 2019 年 1 月 18 日宣布，由于大象原实际控制人陈德宏涉嫌违法行为和有意的欺瞒行为，从而严重影响了天山生物对于大象广告的管控，丧失了实际控制权。据天山生物的公告，公司已于 2018 年 12 月 13 日发布正式文件对大象广告进行管理层改组，重新任命了大象广告总经理，解除了陈德宏，陈万科，鲁虹等原有管理层的一些职务，并宣布大象广告的财务业务由天山生物首席财务官直接负责，大象广告的法律事务也由天山生物法务部直接管理。但是这一系列强硬有效的控制措施无法真正推进落实。天山生物声称，由于陈德宏及其关联人的影响，天山生物的管理层改组措施受到大象广告中旧员工的暗中阻挠，导致天山生物无法真正控制大象广告的财务、人事等核心部门，无力影响大象广告的实际经营。

综上所述，天山生物对于报告完成后大象广告人力资源再配置没有足够重视，仅根据 2016 年的数据显示营业收入大象广告是天山生物 1.6 倍，总资产更是达到了天山生物 1.4 倍，并购体量如此之大的一家公司，却对于大象广告原有管理层过于信任，人力资源配置极为不合理，从执行董事到财务负责人均为大象广告的原有员工，毫无疑问，如此的人力配置为之后陈德宏挪用资金、违规担保等财务诈骗行为提供了便利，直接导致了天山生物并购布局多元化并购战略的惨败。

5.2 生命周期的视角

新疆天山生物是国内唯一一家牛羊动物育种领域的上市公司，国家奶牛主导育种场现场评审专家组于 2018 年 10 月到达企业良种培育的现场进行观察评价，针对技术实施的完整与标准进行评价；除了评估生产性能，对成年母牛进行线性鉴定以及确定后备牛的生长和发育数据等评估方法外，他们还前往良种繁育场现，给予了高达 94 的评分，位居 2018 国家奶牛核心育种场现场评分的首位。在进口冻精业务方面，国家质量监督检验检疫总局和农业部在 2016 年 7 月 14 日颁布（2016 年第 53 号联合公告）《关于解除法国等 4 国牛精液施马伦贝格病禁令

的公告》，取消了从法国，德国，英国和美国进口精液的禁令。公司的子公司新疆新诺利用合资优势，快速抓住市场时机，排除万难从德国进口高质量、性能优越的牛冻精产品，各项举措有力的解决了国内良种繁育的市场需求。

近国产肉牛行业这些年来经历了产能扩张的浪潮，但整个育种养殖行业链仍有待完善，育种能力低下。农业部于 2016 年发布了《国家草饲畜牧业发展规划（2016-2020 年）》，在其中重点强调了国内农业转型升级对于草饲畜牧业有很高的要求。国家现代畜牧业发展战略体系也正式将国内肉牛行业归入体系。所以肉牛行业已发展为中国农业供给侧结构性改革的重要产业，也是改进和提升城乡居民饮食结构的重要产业。中国这些年来牛肉的年消费量逐年增加，年增长率约为 2%-3%。与 2007 年的 609 万吨的表观消费量相比，2018 年中国牛肉的表观消费量为 932 万吨。十年复合增长率达到了 4.3%。世界人均牛肉消费量为 9.4 公斤，其中发达国家为 37 公斤，欧盟等国家为 17 公斤，邻国韩国为 15 公斤以及日本为 10 公斤，相对来说中国的人均消费量偏低仅为 6.6 千克，这个数字是远远不及世界平均水平，说明国内市场具有巨大的未来增长潜力。

在肉牛育种培养体系中，冷冻精液技术不仅在提高受胎率和产仔率方面发挥了重要作用，而且改良的肉牛还具有生长发育快，体质强，肉生产良高等诸多优点，进而影响养殖的收益。在栏肉牛数量的增加，将积极拉动肉牛冻精等牛改良产品的需求。

就天山生物企业的生命周期而言，天山生物 2015 年与 2016 年亏损均因公司处于起步阶段各环节的费用支出和资金需求大幅增加，其次成本控制的低下造成育种冻精以及牛肉行业的毛利率偏低，但不可忽视育种冻精以及肉牛行业的行业前景较为客观，正处于度过行业低迷期稳步增长的状态。综上所述，我们有理由认为天山生物目前正处于企业的初创期，企业管理层不应急功近利，企图通过并购新行业寻找到新的利润增长点，从而放弃原有核心行业，放弃企业三年的积累，正如俗语讲，心急吃不了热豆腐，企图谋求双主业发展，结果却连累的原核心行业难以为继。

5.3 企业风险管控的视角

重新审视大象广告此次所遇到的资本危机，其实可以发现早有预兆。比较大象近三年即 2015 年至 2017 年所公告的财务数据，我们可以看到大象广告已接连三年取得了远高于行业平均的销售净利率，而且报表中中的销售费用是同行业中最低的，但是公司的业绩表现得十分良好，换言之，大象广告是用最少的资本产出获取了最高的绩效。然而，在优良的业绩背后却是应收账款周转率和现金流接连三年在行业中表现的最差，资产质量表现恶劣。而防止资产质量下降所采取的财务措施也是充满谜团，报表中 2016 年应收账款所机体的坏账比例远远低于同行业平均值。

表 5-3 大象关键数据同行业历年对比情况

| | 2015年 | | | 2016年 | | | 2017年 | | |
|---------------------|----------|-----------|----------|-----------|-----------|----------|----------|-----------|----------|
| | 白马 广告 | 雅仕维 | 大象 广告 | 白马 广告 | 雅仕维 | 大象 广告 | 白马 广告 | 雅仕维 | 大象 广告 |
| 营业收入 (万元) | 15341.87 | 117816.42 | 40266.02 | 160777.80 | 131912.41 | 59870.14 | 170630.6 | 147056.97 | 78533.54 |
| 净利润 (万元) | 27108.47 | 183.98 | 40266.02 | 27242.70 | 3587.43 | 11825.16 | 27664.00 | 5951.85 | 14462.54 |
| 毛利率 (%) | 43.89 | 20.65 | 70.56 | 44.24 | 19.56 | 36.93 | 44.77% | 20.62% | 33.26% |
| 应收账款周转率 (%) | 2.86 | 4.10 | 2.06 | 2.71 | 3.86 | 2.05 | 2.54 | 2.89 | 2.03 |
| 经营净现金流占 占利润比率(%) | 172.14 | 7796.13 | -34.00 | 182.15 | 54.97 | -100.71 | 208.01 | -58.59 | -49.73 |

数据来源：作者由公司年报计算整理而得

大象广告最近两个会计年度在收购计划中披露的主要财务数据与国家中小企业股份转让系统中披露的重要数据存在较大差异。在天山生物 2017 年 8 月 24 日公布的收购计划中，大象广告 2015 年和 2016 年的营业收入分别约为 4.03 亿元和 5.99 亿元；净利润分别约为 7458.2 万元和 1.1 亿元。然而我们从全国中小企业股份转让系统中所查询到的数据为大象广告 2015 年和 2016 年的营业收入分别约为 4.03 亿元和 5.99 亿元；净利润分别约为 7370.2 万元和 1.1 亿元。两者所披露的 2015 年的净利润数据相差 35.1 万元。而财务数据的出入说明大象广告的财务数据存在不实的问题。

天山生物曾有公告称大象广告于 2013 年 3 月通过竞拍用高达 14.8 亿元的价格获得武汉地铁 2 号线平面广告十年期的经营合同。大象通过直线摊销的会计计算方法每年摊销其成本 1.48 亿元做会计处理。武汉二号线 2015 年收入达到 1.2 亿元，2016 年达到 1.27 亿元，2017 年上半年则为 5932 万元，全部处于亏损状态。但是在重组过程中，根据陈德宏向天山生物及其中介机构提供的材料来看，大象广告早在于 2017 年 3 月 5 日就已经向武汉地铁运营公司发函意图商谈，提议终止武汉地铁 2 号线运营权合同，把到期日从 2023 年 5 月改为 2019 年 5 月，武汉地铁运营公司回函表示无异议。在大象广告提供的补充协议中武汉地铁运营公司也已经确认了提前终止的提议。在这样的操作下大象广告获取武汉 2 号线广告经营的成本由“10 年 14.8 亿元”变更为“6 年 3.21 亿元”，每年的经营成本下降至 8340 万元，如此在重组报告披露的期限中便让该业务扭亏为盈。该项改变的发生进一步增加了大象的盈利能力，对其多项财务指标有十分明显的改善作用，提高了其估值。

直到天山生物偶然间通过查询互联网信息得知武汉地铁实际上没有和大象

广告商谈提前停止协议。就此事武汉地铁运营公司于 2019 年 1 月发函给天山生物描述了事实。天山生物指出由于大象广告在武汉地铁 2 号线广告的经营权方面涉嫌故意欺诈，这导致了大象广告 2015-2017 年的实际净利润与披露的数据严重不一致，天山生物并购大象广告的交易基础就建立在虚假财务欺骗上。

天山生物对于以上三方面的财务风险均没有完善的风险管控措施，对于大象广告异常的财务数据在如此重大的并购事项中竟然没有发现，选择并购大象过程中没有对财务和人力以及经营情况做详细的核查，并购后也缺乏基本的财务审查与整顿，可见天山生物缺乏风险管控的机制。

第六章 案例研究的对策建议

通过上文对于此次天山生物并购大象广告谋求多元化发展却惨遭失败的案例分析，天山生物并购大象广告是一个失败的案例，是一个典型的老牌国企急功近利寻求新战略却因为财务诈骗惨遭失败的案例。在本文第四章探讨了当时天山生物布局多元化并购战略的内外部环境以及企业内外部优劣势的分析，我们认为天山生物应该要抓住机会布局多元化并购战略，寻求新的利润增长点以分散企业经营风险，但不可忽视一些潜在的不利外部环境，天山生物勇敢的跨出了多元化发展的步伐，但同时却忽略了自身对于新行业的不了解以及自身管理模式的不足在多元化的道路上铩羽而归。我们总结其中暴露的问题，可以对面临同样布局多元化并购战略的公司一些借鉴。下文将进一步从优化资源配置、核心竞争力以及企业自身的财务管理三个方面进行一些对策建议的探讨。

6.1 优化资源配置，合理选择多元化方向

6.1.1 产业资源整合，合理配置资源

企业经营的资源是有限的，多元化并购战略的意义在于合理配置资源，最大程度的利用资源去促进企业的发展，合理配置资源不是盲目分散企业资源。就多元化并购战略而言，许多成功布局多元化并购战略的企业，如同海尔，都采取在多元化道路上的深度和广度都有其限度，即多元化的行业数量和行业的跨度都不可太过于激进。企业考虑布局多元化并购战略的前提是要在满足自己原有核心业务的资源需求基础之上的，多元化并不是企业的彻底转型，只有在多余的资源之后，为了谋求更大的发展，公司才有去布局多元化并购战略的动机，所以，公司应该冷静分析自身实际经营情况以后，再决定是否要选择多元化并购战略。天山生物初涉多元化并购战略便选择了跨度巨大的媒体广告行业，其次自身的育种冻精以及肉牛行业尚且急需大量资金，盲目多元化并购战略的失败，同样极大地影响了公司的原有核心业务，甚至公司的可持续经营能力。

在布局多元化并购战略的道路上，公司同样要把握其限度，合理选择行业业务和优化资源配置。一般初涉多元化并购战略，企业应该选择相关多元化并购战略，由于相关领域的行业有一定的相似性，企业了解程度高，首先不仅可以实现资源共享，一方资源满足多方行业，其次资源可以被更充分的利用，内部市场中的资源自由流向效率较高的行业。

6.1.2 建立与多元化经营配套的人事管理组织结构

多元化并购战略意味着更加复杂的企业管理组织结构层次，尤其对于天山生物这样的企业公司，因此面对多元化之后更为复杂的管理组织结构，企业要采取有效的措施优化管理组织结构，使其可以匹配多元化并购战略之后更为复杂的公司，减少公司的管理成本，优化管理效率，实现上通下达。

天山生物并购大象广告完成之后，忽视了管理组织结构的优化，从执行董事到财务负责人均为大象广告原班人马，这为之后的陈德宏挪用资金、违规担保等财务诈骗行为提供了方便，导致了天山生物并购布局多元化并购战略的惨败。对于下属公司，企业公司要实现其完全控制，尤其对于大象广告这种体量甚至反超母公司的庞然大物。所以企业对于管理组织结构不可忽视，应该建立高效的管理组织结构，监督管理层的权力运行，明确各个职能部门的责任义务，

从总体管理制度上严格管理集权和分权，建立标准化的管理组织层次结构来稳定企业内部，以稳定组织。另一方面要抓住管理权，防止管理失控奔溃。在管理运行方面增强其效率，规范管理制度。公司需要高效整合各个行业中的经营活动。管理团队要在支持多元化经营的运作机制下管理，充分利用不同资源，提高管理层对于企业的管理能力。

6.2 基于核心竞争力进行多元化经营

6.2.1 借助新疆的特色生态优势，全面提升核心业务能力

企业的发展潜力与他是否有独特的核心竞争力息息相关。对于天山生物而言，其地处广袤的新疆，是全国第二大畜牧区，牛存栏量占全国的 20%，是畜牧业传统优势区域，产品在新疆具有宽广阔的发展空间。新疆特有的幼稚草料资源，无疑在企业生产运营在环境状况方面建立了自然优质的基础条件。天山生物是国内唯一专业从事牛品种改良的上市公司，其在牛的种质资源方面具有核心竞争力。天山生物应该将逐步建立“育种基地—育肥基地—牛肉屠宰—牛肉销售”的一体化产业链，以优质种质资源为起始，发挥已有育种优势，选择较优种源，最后把经过改良后的肉牛屠宰加工后完成买卖，从而实现畜牧全产业链发展，利用地理以及产业链优势，打造品牌效应。

企业应该基于自身核心竞争优势去挖掘更大市场，提升企业的盈利能力。所谓企业的核心优势，就是依托企业自身的资源优势从而选择出其中最具有不可复制性和盈利性的优势。企业只有在知道自身的核心优势之后才能不断深化核心竞争力，这是企业立于不败之地的关键，之后企业根据核心竞争力发展核心业务，继而增强企业的经营能力，为企业的多元化并购战略做好准备。

6.2.2 嫁接主业优势，寻找其他业务的新增长点

天山生物是我国最大的牛品种改良产品及服务提供商之一，是新疆唯一一家国家级冻精生产企业，是国内唯一专业从事牛品种改良的上市公司，由于良种繁育行业的特殊性，天山生物拥有较多特许经营许可证，拥有较多同类行业没有的资源优势，已有一定的品牌效应。此次并购大象广告涉足媒体广告行业并没有嫁接天山生物的核心优势资源，非相关多元化的复杂使得天山生物没有用成功迈出多元化成功的一步。

对于初涉多元化并购战略的企业，为了稳健的布局，最好依托自身的核心竞

争优势去寻找多元化方向，可以较为轻松地进入新市场。

因此公司应在主营行业全面发展的前提下寻求新的利润增长点，一般公司只是追求产品创新，忽略了更为重要的商业模式创新。产品创新在商业模式创新的前提下才有长远发展的未来，所以，公司应该兼顾两种创新。商业模式应面向市场，紧随市场变化。企业则应该利用培养自身的品牌资源，开发新产品，拓展新领域业务，企业从而创造更多的发展机会。

6.3 重视企业自身的财务风险管理

6.3.1 完善风控体系，重视财务风险

天山生物在并购尽调过程中，对标的主要客户和供应商情况了解缺乏，大象广告存在向九坤贷款借款的行为，标的向主要客户借款，应该属于比较不寻常的经营行为，而标的的债权债务、担保情况是尽调的基本内容之一，尽调过程中没有查出来，此外武汉地铁2号线回函的造假，其摊销成本甚至可以使得毛利润由正变负，如此重大的交易行为的函证造假没有被挖掘出，显然天山生物并没有做到重视财务风险，其风控体系存在严重缺陷。

多元化并购战略意味企业有限的资源分布于全部产业，需要动用大量资本支持，尤其被动多元化的企业在选择新行业进行多元化并购战略时，往往面临着时间紧迫、破釜沉舟的窘境，面临愈加复杂的风险环境，建立完善的风控体系是不可避免的，风险管控工作除了满足外部监管机构的规定，重中之重则是要让企业满足健康的可持续发展。因此公司要注重提升风险管控能力，平衡效益与风险，保障企业持续健康稳定发展，提升核心竞争力，保证达到战略目标。

6.3.2 选择与多元化经营发展阶段相适应的财务战略

在企业的经营过程中应该对于财务战略的设计与实施保持有足够的重视。股东需要了解企业资产的情况，就需要管理层提升财务信息的质量，确保信息是真实而有效的。企业良好的发展需要匹配适合企业自身的财务战略，尤其对于布局多元化并购战略的企业更要注重选择与其发展阶段想匹配的财务战略。管理层做出重要决策之前要多与下属沟通，听取多方面意见，在工作中做到权责分明，对企业做到有效控制，监管部门要做到合理监管，运用完善的内控制度管理下属企业，注重提高公司的管理效率，降低管理成本，这样更有利于企业长期的战略发展。

大型企业在面临子公司繁杂不一的财务体系必须要予以整合，建立统一的财务制度体系和会计核算体系，这样才能更好的收集分析财务数据。企业还需在上述基础上统筹建立集团与子公司一体的财务管理制度，子公司要运用一体的财务管理制度进行按时按效的财务管理，以确保整个企业的高效管理。公司制定了多元化的并购战略后，如果没有健全的财务战略作保障，对于企业财务信息的质量无法予以保证。因此对于多元化并购战略的长期发展，公司不可避免地要制定与

多元化发展相配套的财务战略。

6.3.3 建立完善的财务预算和内部控制体系

多元化企业的长远发展需要全面的财务管理配合，财务管理在企业中主要体现在财务预算和内部控制两方面，二者对于公司的长远发展具有十分重要的作用。因此健全的财务结构非常重要，只有建立适当地符合公司情况的财务结构，公司才能更有效地利用财务资源。财务预算是管理层的事先计划，可以提前计划财务资源的运用，增强企业财务管理的能力，多元化企业因此更加需要建立完善的财务预算体系，根据不同行业部门的实际需求，合理配置资源。

财务预算的实施需要企业的监管，内控体系在此时便发挥了作用。企业运用内部的控制管理系统，合理监管下属企业财务预算的实施，重点监管异常的经济业务关。利用财务预算进程的研究，进行针对性的应对。此外需要增强相关的内控，确保计划的无碍实施。

参考文献

- [1] 周琦瑜.多元化经营模式下国企上市筹备中的财务问题探析[J].中国商论,2019(1):151-152.
- [2] 孙龙婷,刘洁玉,龙奕交,焦雅娜.浅谈企业并购管理[J].行政事业资产与财务,2018(4):53-55.
- [3] 王辉,孔爱国.多元化与归核化决策的自选特征及对公司价值的影响—基于中国上市公司的研究.复旦学报,2016(1)18-28.
- [4] 吴迪华.互联网企业多元化经营的财务风险及控制措施[J].财会学习,2019(7):.36-39
- [5] 成焕玲.多元化经营下的企业财务风险分析[J].财讯,2016(13):.37-37
- [6] 喻先进.关于企业实施多元化经营战略的思考[J].中国商贸,2011年2期
- [7] 孙淑华.多元化投资下的财务风险研究[J].现代营销,2018年8期:23-28.
- [8] 王涛.多元化经营模式的演变与协同效应分析[J].生产力研究,2014年2期:123-128.
- [9] 金措.金字塔结构、多元化经营与公司绩效关系研究[J].财会通讯,2017(3):36-39.
- [10]唐忠良.我国企业多元化经营战略问题与对策[J].企业经济,2011年12期:14-18
- [11]刘章发.企业多元化经营战略选择的思考[J].经管空间,2011年11月:113-114
- [12]郭志忠.企业多元化发展战略的理论基础与模式选择[J].山西师大学报(社会科学版)研究生论文专刊,2013年6月第40卷.
- [13]朱泓,朱忠贵.多元化的多视角解析与多元化策略的选择[J].统计与决策,2015年7期:183-185.
- [14]郑蔚,郑坚顺.多元化并购战略、多样化环境与上市公司经营绩效关系的实证检验[J].统计与决策.2016,(1):163~166.
- [15]赵明敏,王海芳,尹文兰.企业多元化投资和实证研究以新疆上市企业为例[J].财会通讯.2013,(3):23~26.
- [16]张蕊,施继攀,章卫东.股东性质多元化类型与企业业绩关系的实证研究[J].当代财经.2011,(1):36~39.
- [17]王晓燕.上市企业多元化经营战略与企业财务绩效关系研究—以河北省、天津市上市企业为例[J].河北企业.2012,(1):40~44.
- [18]王明刚.从微观角度探析多元化经营下的危机和经营危机下的多元化经营[J].中国西部科技.2010,(8):5~7.
- [19]王庆利.企业多元化经营战略研究[J].企业改革与管理.2015,(9):159~160.
- [20]夏维力,张文亮,姜继娇.上市企业多元化与投资风险及收益关系实证研究[J].科技管理研究.2007,(2):139~141.

- [21]许灿,徐焕章.内部控制缺陷与公司财务绩效相关性研究[J].财会通讯. 2015, (27) :99~102.
- [22]刘静.企业多元化并购战略探析[J].企业管理.2011,(2):30~31.
- [23]廖淑贞.上市公司多元化经营对企业价值影响实证研究[J].财会通讯.2016, (12) :50~52.
- [24]贾良定,张君君,钱海燕等.企业多元化的动机、时机和产业选择[J].管理世界.2005,(8): 94~104.
- [25]邓洪林.多元化经营对企业绩效的影响研究[J].北京市经济管理干部学院学报.2012,(2):21~27.
- [26]Carlos Jarillo. Explaining the Diversification Discount[J].Journal of Finance.2007, (57) :173~176.
- [27]Aggarwal . RandZhao . The Diversification Discount Puzzle: EmPirieal Evidence for a Transactions Cost Resolution[J]. The Finaneial Review.2011,(5):113~135.
- [28]Berger.P.G and Ofek.E.Diversification effect on Firm Value[J].Journal of Financial Economics.1995, (37) :39~65.
- [29]Graham .J.R,Lemon .M.L and Wolf .J. Does Corporate Diversification Destroy Value? [J].Journal of Finance.2002, (57) :695~720.
- [30]Hyland.D., Diltz.J. Why firms diversify: An empirical examination [J]. Financial management, 2002, (31):51-81.
- [31]Gomes and Livdan. Optimal diversification: Reconciling theory and evidence [J].Journal of Finance, 2004, (59):507-535.
- [32]Campa and Kedia. Explaining the diversification discount [J].Journal of Finance, 2002, (57).
- [33]Aggarwal, R.and A.Samwick. Why do managers diversify their firms? Agency reconsidered [J].Journal of Finance,2003,(58):71-118.
- [34]
- [35]Hunger and Wheelen (2010). Essentials of Strategic Management (Fifth Edition) [M] .Pearson,June,2010.
- [36]Yeon-Jung Song .Effects of diversification strategies on investment in railway business:The case of private railway companies in Japan[J].Research in Transportation Economics,2016:388-396
- [37]Lins .K. and Servaes .H.Is Corporate Diversification Beneficial in Emerging Markets?[J].Financial Management.2002, (31) :5~31.
- [38]MaugErnst. Large Shareholder as Monitors: Is There a Tradeoff Between Liquidity an Control?[J]. Journal of Finance.1998,53(1):65~98.
- [39]Michael Porter. From the Competitive Advantage to Corporate Strategy[J].Harvard Business Review.1987,(5):43~59.
- [40]Ogneva M, Subramanyam K R, Raghunandan K. Internal Control Weakness and Cost of Equity: Evidence from SOX Section 404 Disclosures[J]. AccountingReview. 2007,82(5):1255~1297.
- [41]Varadarajan and Ramanujam.Diversification and Performance: A ReexaminationUsing a New Two—dimensional Conceptualization of Diversity in

- Firms[J].Academyof Management Journal.1987, (30) :380~397.
- [42]Villalonga.B.Diversification Discount or Premium New Evidence from theBusiness Information Tracking[J]. SeriesJournal of Finance.2010, (59) :479~507.

致 谢

两年的光阴，宛如指间流沙，恰似白驹过隙，稍纵即逝。在母校的庇佑下，我得以在浓厚的书香中安心学习，在师友的相伴下踏实做人。师友们让我懂得了知己可贵，石河子大学用六年的时光指引了我成长之径。在此，借这毕业论文完成之际，特向所有陪伴我成长的人们表达我真挚的谢意并祝愿你们万事顺遂！

一日为师，终生有恩。最该感恩的便是辛勤教导我的导师——霍远老师。霍老师是个性格开朗，热爱生活的人，但对于教学一直持有严谨科学的态度。他教会了我对待生活要永远保持一颗积极乐观的心，对待困难要永远坚韧不拔绝不轻言放弃。所以，我的导师与我而言，既是良师更是益友。是您的无数指点才让我成为了更好的我。千言万语道不尽，最后也只能化作一句感谢。老师，谢谢！

知己难遇，一遇何求。我还要感谢的，就是这个良好学习环境中的每一位同学。因为你们的优秀，各自的光芒，成为了我学习的榜样，造就了相互进步的良好氛围。朝夕相处的日子里，我们共欢乐、同烦恼，一起成长，并肩奋斗。尤其要感谢的是我的室友，谢谢你们在生活中对我的无限包容和点滴关怀。

父爱如山，母爱无私。如今的我，所拥有的一切，均离不开父母的奉献。你们在学业上给予了绝对的支持，在生活上为我提供了最好的保障。我一直觉得你们是世界上最好的父母，我是全世界最幸福的孩子。有你们的佑护，我将不惧前路坎坷，也定当冲出荆棘。

最后，衷心感谢评阅本论文的各位专家和老师们，感谢你们曾经为我提出宝贵的指导意见，感谢你们辛勤的劳动和宝贵的时间！

作者简介

李学飞，男，生于 1995 年 10 月，籍贯甘肃兰州。2014 年 9 月至 2018 年 6 月就读于石河子大学商学院电子商务专业，获管理学学士学位；2018 年 9 月至 2020 年 6 月就读于石河子大学经济与管理学院会计硕士专业，攻读硕士学位。

在校期间发表的文章

1. 《上市公司财务风险分析与防范》于 2019 年 7 月在《山东纺织经济》上发表。

石河子大学硕士研究生学位论文

导师评阅表

| | | | |
|-------|------|------|---------|
| 研究生姓名 | 李学飞 | 学制 | 两年 |
| 专业 | 会计硕士 | 研究方向 | 会计理论与方法 |

学术评语:

企业发展过程中面临的多元化并购战略布局在理论与实务方面均是很热门的话题。在当前企业竞争愈演愈烈的经济形势下，企业布局单一的产业经营模式是无法在激烈的竞争中谋取进一步的发展，甚至影响到企业的生存，为了顺应经济形势的快速发展，很多公司不得不选择布局多元化并购战略。但是，在什么时间以何种方式进行多元化战略布局，都对企业的发展有着极大的影响。

文章采用案例分析的方法，以天山生物多元化并购大象广告的案例为切入点，借助理论研究、财务指标分析及图表分析相结合等方法，基于多角度分析此次并购的可行性分析以及绩效影响，最后分析总结其多元化失败的原因及对策建议，希望完善相关的多元化并购制度体系，有效保护公司利益，为利益相关者提供相关建议，促进资本市场有序发展。

论文结构合理，写作较为规范，数据翔实，规范研究与案例分析具有一定深度，提出的观点及对策建议具有参考性。论文反映出该生已基本掌握了相关研究的前沿知识，基础理论和专业知识较为扎实。

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。

指导教师签字:



2020年6月10日

