



# 阿里巴巴并购 LAZADA 的 财务风险研究

RESEARCH ON FINANCIAL RISK OF  
ALIBABA'S M&A OF LAZADA



霍自通

ZITONG HUO

本独立研究报告提交正大管理学院中国研究生院  
属正大管理学院工商管理硕士学位  
工商管理专业(中文体系)课程学习的一部分  
二〇二二年二月



# 阿里巴巴并购 LAZADA 的 财务风险研究

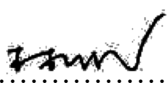
RESEARCH ON FINANCIAL RISK OF  
ALIBABA'S M&A OF LAZADA




本独立研究报告提交正大管理学院中国研究生院  
属正大管理学院工商管理硕士学位  
工商管理专业(中文体系)课程学习的一部分  
二〇二二年二月  
版权归正大管理学院所有


本独立研究报告题目：阿里巴巴并购 LAZADA 的财务风险研究，作者：霍自通，已通过独立研究报告答辩委员会审核。本独立研究报告为正管理学院工商管理硕士学位工商管理专业（中文体系）课程学习的一部分。

独立研究报告答辩委员会签名：

答辩委员会主席.....  
(Prof. Dr. Bin Lin)

导师/答辩委员.....  
(Dr. Zhaomei Chi)

答辩委员.....  
(Asst. Prof. Dr. Ao Chen)

中国研究生院院长签名：  
  
.....  
(Dr. Pak Thaldumrong)

批准日期：二〇二二年 月 日

## 摘要

独立研究报告题目： 阿里巴巴并购 LAZADA 的财务风险研究  
作者： 霍自通  
导师： 池昭梅教授  
学位名称： 工商管理硕士学位  
专业名称： 工商管理专业(中文体系)  
学年： 二〇二一年

随着全球经济的发展，企业经济规模不断的扩大、业务范围不断的扩展，很多公司已开始实施海外经济战略，并打算在世界各地建立自己的子公司，这对提高企业经济效益，提升企业运营效率具有非常积极的意义。与发达国家的企业相比，中国企业参与全球竞争的时间较短，出于获取核心技术和分散风险等刚性战略需求，使中国企业在国际上出现了并购热潮，全国上下各个行业的并购潮不断涌现，竞争变得加剧，产业集中度不断提高，行业水准不断升级。许多企业实施海外并购战略收购目的是降低其向外扩张的成本，提高运营效率，提供为企业更好发展的可靠渠道而做计划。借助相对有利的宏观经济条件，以及相对温和的中国内部和全球监管环境，以及在中国企业的跨境并购需求强烈的情况下，产生了对跨境电商企业的并购研究的需求。目前跨境电商业务既能促进中国外贸提质增效，又可以实现扩大外循环和推动产业链迈向中高端的目的。现阶段，跨境电商贸易额保持快速增长，外贸企业梯队基本形成，跨境线上贸易市场趋向多元化，外贸企业的品牌形象进一步提升。在品牌国际化推广过程中，通过收购国家或地区目标市场，使企业能够快速进入同行业市场及其关联市场，快速扩大品牌在目标市场的知名度、美誉度和影响力。阿里巴巴希望凭借对 LAZADA 互联网营销平台的控制帮助阿里巴巴平台经营的全球品牌和分销商以及本地卖家快速占领东南亚市场的目的。

本文以阿里巴巴并购 LAZADA 为例，从财务风险管理角度对阿里并购 LAZADA 的过程进行研究。首先，通过案例分析法对并购的过程并购前、并购中和并购后进行深入分析，然后用层次分析法和经济学中的模糊数学分析法对并购的过程中的财务风险的定价风险、融资风险、支付风险、金融整合风险进行权重计算，结果发现阿里巴巴并购 LAZADA 的财务风险属于中等风险水平，

且在此次并购中对阿里巴巴产生影响较大的是金融风险 and 支付风险，从中得到启示。最后提出并购带来的财务风险的防控建议。借鉴其成功之处，为国中未来的互联网跨境企业并购提供有效参考。

**关键词：**跨境电商 协同效应 多元化 并购 财务风险管理





## ABSTRACT

Title: Research on Financial Risk of Alibaba's M&A of LAZADA  
Author: Zitong Huo  
Advisor: Dr. Zhaomei Chi  
Degree: Master of Business Administration  
Major: Business Administration (Chinese Program)  
Academics Year: 2021

With the development of the global economy, the continuous expansion of the economic scale of enterprises and the continuous expansion of business scope, many companies have begun to implement overseas economic strategies and plan to establish their own subsidiaries around the world. Efficiency has a very positive meaning. Compared with companies in developed countries, Chinese companies have participated in global competition for a relatively short period of time. Due to rigid strategic needs such as acquiring core technologies and diversifying risks, Chinese companies have experienced a wave of mergers and acquisitions internationally, and the wave of mergers and acquisitions in various industries across the country continues. Emergence, competition has intensified, industrial concentration has been continuously improved, and industry standards have been continuously upgraded. Many companies implement overseas M&A strategies to reduce the cost of their outward expansion, improve operational efficiency, and plan for a reliable channel for the better development of the company. With the help of relatively favorable macroeconomic conditions, the relatively mild internal and global regulatory environment in China, and the strong demand for cross-border M&A by Chinese companies, the need for M&A research on cross-border e-commerce companies has arisen. At present, the cross-border e-commerce business can not only promote the quality and efficiency of China's foreign trade, but also achieve the purpose of expanding external circulation and promoting the industrial chain to the mid-to-high end. At this stage, the cross-border e-commerce trade volume maintains rapid growth, the echelon of foreign trade enterprises is basically formed, the cross-border online trade market tends to be diversified, and the brand image of foreign trade enterprises



# 目 录

摘要.....	I
ABSTRACT.....	III
目录.....	V
表格目录.....	VIII
图片目录.....	IX
第一章 引言.....	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究意义.....	3
1.2.1 理论意义.....	3
1.2.2 现实意义.....	3
1.3 研究目的.....	4
1.4 研究方法.....	4
1.5 研究内容.....	8
1.6 研究创新.....	9
第二章 文献综述与理论基础.....	11
2.1 文献综述.....	11
2.1.1 国外研究现状.....	11
2.1.2 国内研究现状.....	15
2.1.3 文献述评.....	17
2.2 理论基础.....	17
2.2.1 多元化经营理论.....	17
2.2.2 协同效应理论.....	19



## 目 录 (续)

2.2.3 并购风险管理理论.....	20
第三章 案例介绍.....	21
3.1 并购背景.....	21
3.2 并购双方概况.....	22
3.2.1 阿里巴巴发展概况.....	22
3.2.2 跨境电商企业 LAZADA 的概况.....	23
3.3 并购动因分析.....	25
3.3.1 东南亚地区拥有庞大的消费者数量.....	25
3.3.2 丰富企业盈利模式，开拓海外市场.....	26
3.3.3 极大发展潜力.....	26
3.3.4 提高核心竞争力.....	29
第四章 案例研究.....	31
4.1 并购前的财务风险分析.....	31
4.1.1 战略目标选择的财务风险.....	31
4.1.2 估值风险.....	31
4.2 并购中财务风险分析.....	33
4.2.1 阿里巴巴并购 LAZADA 的融资风险.....	33
4.2.2 阿里巴巴并购中的支付风险.....	34
4.3 并购后的财务风险分析.....	35
4.3.1 并购后经营状况的整合风险.....	36
4.3.2 发展战略管理风险.....	37
4.3.3 财务人员、制度整合风险.....	37
4.4 层次分析法确定指标的权重.....	38

## 目 录 (续)

4.5 模糊综合法评判的指标结果.....	40
4.6 基于评判指标结果的分析与评价.....	43
第五章 结论与讨论.....	45
5.1 结论及建议.....	45
5.1.1 结论.....	45
5.1.2 建议.....	45
5.2 不足与展望.....	47
5.2.1 不足.....	47
5.2.2 展望.....	48
参考文献.....	49
致谢.....	60
声明.....	61
个人简历.....	62



## 表格目录

表 1.1	层次分析法 1-9 标度的含义 .....	7
表 3.1	阿里巴巴集团的业务分布 .....	23
表 3.2	LAZADA 公司成立后发展路径 .....	24
表 3.3	LAZADA 在线交易平台业务板块及优势 .....	25
表 4.1	LAZADA 与可比公司数据对比 .....	32
表 4.2	2013-2015 LAZADA 的业务数据 .....	32
表 4.3	阿里巴巴 2014-2016 财年现金流量表 .....	34
表 4.4	阿里巴巴并购 LAZADA 前后的财务数据 .....	36
表 4.5	阿里巴巴并购 LAZADA 前后 Z 值计算 .....	37
表 4.6	层次分析法权重 .....	38
表 4.7	评级等级换算表 .....	39
表 4.8	隶属度等级表 .....	39
表 4.9	准则层综合模糊评价结果 .....	42
表 4.10	阿里巴巴并购 LAZADA 的财务风险综合评价结果 .....	43
表 4.11	财务风险指标排序 .....	44

## 图片目录

图 1.1	多层次结构模型图.....	6
图 1.2	层次分析法原理图.....	6
图 1.3	本文研究架构图.....	9
图 3.1	2011-2020 年全国网上零售交易规模 .....	21
图 3.2	东南亚各国国内生产总值.....	27
图 3.3	阿里巴巴 2014-2019 总营业收入 .....	28



# 第一章 引言

## 1.1 研究背景

当前，全球经济一体化的形势来势凶猛，国家间的竞争愈演愈烈，各国企业为了实现国际化目标，需要不断提高产业集中度、加强企业核心技术能力、扩张市场占有率、降低企业运营成本。海外并购不但可以满足以上要求且可以实现主体降低交易成本的目的，为主体迅速进入新兴市场带来规模效益。自 2008 年全球金融危机以来，各国为了振兴经济，纷纷出台招商引资政策，越来越多的中国企业认识到参与全球竞争的重要性与必要性，决定面向国际舞台实行“走出去”策略。近几年来随着全球经济一体化的不断加深，中国企业加入海外并购的大潮中，走上了参与国际竞争、业务全球化的战略发展道路，这对于有海外并购意图的中国企业来说是一个难得的机遇，同时也是巨大的挑战。随着中国企业实力的增强和经济增长放缓，国内市场逐渐趋于饱和，中国企业开始着眼于全球市场，海外并购是企业进军全球市场的重要方式，中国企业海外并购正处于一个蓬勃发展的新阶段。国际数据商 Dealogic 的数据显示，从 2010 年至 2016 年 4 季度，中国企业海外并购的金额和数量一直在攀升。2015 年度中国企业海外并购的金额和数量都创新了新纪录，其中并购总金额达到 1109 亿美元，这是中国年度海外并购金额首次突破 1000 亿美元的关口，也是海外并购总额连续第六年增长。2016 年前 4 个季度累计并购金额为 1739 亿美元，已经超过了 2015 全年的总额。并且，中国首次取代美国，成为全球最大的海外资产购买者。《2020 年中国企业并购市场回顾与 2021 年前瞻》显示，2020 年中国的并购活动交易金额增长了 30%，达到 7338 亿美元，是自 2016 年以来的最高水平，并购交易数量比上一年增加了 11%，跨境交易量有所减少，私募股权基金活跃度大幅上升。中国约占全球并购市场的 15%，在全球市场中扮演着越来越重要的角色。

国内外研究咨询机构的研究结果证明，海外并购案例发生失败的比例很高。麦肯锡（Mckinsey&Company,2000）通过对 47 家在 1997-1999 年间发生并购交易的公司的研究发现，将收入增长、市场份额等指标进行衡量的话，65%的并购交易都不能达到相应的标准。毕马威（KPMG,2001）通过对 118 家在 1997-1999 年间发生并购交易的公司的研究发现，从股东价值增加的角度看，70%的并购交易都是失败的。全球经济一体化与新一轮科技革命和产业革命浪潮来袭的同时，各



国之间并购行为的规模和影响力也越来越大。2020 年至今，新冠疫情危机和随之而来的旅行限制，与地缘政治风险升级的叠加，进一步削弱了中国对外投资的势头。上半年中国企业共完成 128 笔海外并购交易，总交易额略超 120 亿美元，较 2019 年同比下降超过 40% (Mckinsey&Company,2020)。根据商务部研究院对外投资合作研究所的研究，迄今为止，中国企业跨国并购的总成功率约为 40%，高于全球。这主要因为中国企业整体比较谨慎，锁定的目标比较少，不轻易发起收购，所以第一阶段的成功率可以达到锁定目标项目的 70%左右；此外，多数并购发生在 2008 年的金融危机之后，并购成本比较低，交割后的整合总体也比较顺利。(中国商务部，2012)

随着中国经济技术的急速成长，互联网企业正处在高速发展中，由其是互联网行业中的跨境电商。中国越来越多的互联网企业成为了并购大军中的一员，但目前看来并购活动的成功率依然较低，企业间在并购中的很多问题仍待解决，然而在并购活动中，较高的失败率非但不会给企业带来预期的效益，甚至还可能因为该举动所引起的连锁风险使企业遭受巨大的损失。目前看来，越来越多的并购案例在互联网企业中发生时通常都有充裕的现金流，因此，他们普遍大多会采用并购不同领域的企业或者不同功能的方式来扩大规模，以此为企业来寻求一条跨领域跨境等多范畴的发展道路。互联网企业与传统企业的特点却不太一样，互联网企业对比传统企业有着“轻资产”运营模式的特性，市场的转变也会带来企业盈利方式的变化，也正是由于互联网企业的这些独特性，才会对其提高了并购后的财务风险的控制。近年来中国互联网企业跨国并购的效果喜忧参半，许多企业的并购绩效并没有达到预期目标，甚至出现负增长的情况，例如在 2014 年，百度并购租车应用 Uber，最开始的目标是希望能够在出行领域能占领一席之地，拓宽市场额度，但根据现实情况来看，并购后期的绩效表现较差，整合情况也不乐观，这样的例子在并购活动中不算少数，很多并购案例由于达不到理想效果最终以失败告终。而相反，阿里巴巴在海外并购活动中算是一个相当典型的成功案例，阿里巴巴在 2016 年 4 月份收购东南亚电商 LAZADA 后，年底财报显示其国际零售业务收入高达 1.68 亿美元，相较于 2015 年增长 2.5 倍，由并购活动所产生的企业效益非常显著。企业的发展不能只靠内部自身驱动，还需要依靠外部的促进作用去实现内外联动，协同发展，而外部促进的作用就是指企业通过海外兼并等方式进行扩张，其中跨国并购是最常见的一种模式，在企业实现跨国经营的同时，进行市场拓展和产品分销，进而打造市场竞争优势。虽然众多企业都进行了相应的扩张策略，但经过调查研究发现很多企业在开展跨国并购后的绩效表现却不乐观，没能实现“1+1>2”的正向协同效应，并购后期的资源整合不恰



当甚至导致营收亏损。在这样的现实情况之下，开展中国企业海外并购的财务风险控制是当下一个重要议题，此议题的研究有利于中国互联网企业在积极走向国际化的同时学会采取相应的财务风险管控来预防海外并购所带来的损失，实现企业长久发展。

并购因其交易时会产生大量的现金流，因此并购后对可能产生的财务风险控制的是否得当是判断该并购案成功与否的一项标准。并购活动中会面临诸多风险，财务风险首当其冲。而随着不断发展和创新的“互联网+”的出现，也会使互联网企业在并购活动面临了越来越多的可变要素。因而，对互联网企业并购活动中的财务风险探究是目前企业并购研究中的重要方向。实际上，并购是一种变相的形式融资行为（Malcolm Baker, 2012）。在并购过程中收购时，资本需要不断地和将要收购的单位根据投入的需要进行大量财务交换的支持。这势必会增加对企业资金正常流动的财务风险影响，以及可能会对其日常财务管理造成不良后果。财务风险主要是指企业兼并过程中收购的资金流动带来的各种风险。企业的财务风险在不同的并购模式下，可以决定是否成功收购的致命因素。所以并购中更应该关注并购过程财务的流通过程以及财务风险管控。

阿里巴巴是中国最大的电子商务在线交易平台，英国《经济学人》杂志称其为“世界上最伟大的集市”（Economist, 2020），为打开东南亚市场，阿里巴巴选择并购 LAZADA 的意义重大，代表国际在线交易平台的发展趋势，因此，本文选择了阿里巴巴并购 LAZADA 为研究案例进行说明海外并购财务风险控制的问题。

## 1.2 研究意义

### 1.2.1 理论意义

本文以阿里巴巴并购 LAZADA 为例，根据海外并购的特点及并购过程中财务风险因素的构成，以财务风险控制为出发点，将并购的过程进行深入研究，挖掘并购过程中的重要因素，以及各因素之间的关系，以此来摸索阿里巴巴并购 LAZADA 的财务风险路径，构建互联网公司海外并购财务风险控制模型，丰富了海外财务并购理论的同时也对海外互联网并购的财务风险管控有了新的认识，为该领域提供了多种研究思路，有着非常重大的理论意义。

### 1.2.2 现实意义

通过对阿里巴巴并购 LAZADA 并购案分析，发现企业实施海外并购时要对

被并购企业的价值做出正确的估值和可实施并购可行性规划，确定合理的支付方式等流程，每个环节都涉及到财务管理环节，由此产生财务风险。由于财务管理工作贯穿于企业海外并购始终，所以，财务风险管控是企业实施海外并购应解决的核心首选问题。本文的研究一方面，有助于中国企业实施海外并购时对财务工作的重视；另一方面，有助于企业制定合理的海外并购的财务战略规划，提高财务风险的预测能力和防范能力；同时，还有利于中国政府加强对企业开展海外并购实践的宏观指导，降低企业海外并购的风险。

### 1.3 研究目的

1. 通过阿里巴巴并购 LAZADA 对跨境电商平台进行系统分析，根据并购过程中的财务流程探索海外互联网企业并购财务风险关键影响因素，并对各因素进行等级评定。

2. 通过阿里巴巴并购 LAZADA 案例分析，对并购前，并购中以及并购后的分阶段深入研究，对公开数据进行定量处理，根据结果制定互联网平台海外并购风险控制方法。

### 1.4 研究方法

首先，通过文献法对财务风险，并购财务风险，海外并购财务风险等概念进行查找、归纳和总结，对其在本文中的需要进行定义；根据前人研究成果及本文的研究目的发现最适合的理论基础；然后，通过案例分析法。在理论研究的基础上，深入分析了阿里巴巴并购 LAZADA 这一案例的背景、并购动因和并购财务风险，并提出了合理的防范对策。具体研究为：对阿里巴巴收购 LAZADA 的动因进行深入分析，再以其收购整个过程为脉络结合该行业的背景及企业本身战略需求探索并购的目的，对事件进行分段处理，对并购前、并购中及并购后带来的风险分析进行客观的总结；最后，基于多元化经营理论、协同效应理论以及并购风险管理理论结合阿里巴巴并购 LAZADA 实际案例发现互联网海外并购动机和互联网海外并购的财务风险，并提出了合理的对策及建议。

整个过程的具体分析方法用（1）专家评定法，（2）层次分析法&（3）模糊数学法。为实现对企业并购投资活动中的财务风险管理工作关键因素的了解，首先依据层次分析法构建多级指标体系模型，把受多变量影响的评价目标分解为阶梯型结构，通过低层级细分指标对上层级准则层及目标层指标的相关重要程度进行评价，并将同一层级的指标因素两两对比重要性以确定各自权重比例；其次引

用模糊数学理论，分步建立风险影响因素集合、权重隶属度矩阵与模糊综合评价矩阵，以全面评价企业在并购活动的财务风险。

#### (1)专家评判法

它是一种依赖专家的职业经验，积累的知识，统一多位专家的意见的一种多目标决策的优化选择措施，是指对所提供的数据进行总体分析、加权处置与矩阵运算，使各方案得到一个较为客观的排序，使复杂问题简单化。其最大的好处在于，能够在缺少足够统计数据和原始资料的条件下，按照询问具备专业素养和经验丰富的专家提出的建设性见解，可以做出定量估量。其主要步骤为：首先按照总体情况对要评估的对象选定评价指标；其次用标准的分值尺度对每个评价指标定出评价等级；之后依据各专家对评价对象进行评价分析所取得的结果，参照评价等级的标准来确定各指标的分值；最后运用一定的计算方法得出各个评价对象的总分值，从而得到评价结果。

#### (2)层次分析法

层次分析法是一种定量与定性相结合的多准绳的决策办法，是由美国著名的运筹学家萨蒂（T. L. Saaty）教授提出的。层次分析法指在深入分析实际问题的基础上，将与决策所有相关的因素按其相关性与重要程度分解成目标层、准则层、指标层等阶梯状模型，同一层因素从属于上一层因素的同时又支配下一层因素，帮助较为复杂决策问题做出科学符合逻辑的判断方法，

该评价体系一共有 3 层结构：目标层、准则层、指标层，如下图 1.1 所示。

目标层：最终评价目标，即本文亟待解决的问题；

准则层：中间环节，即本文中的 4 类定价、融资、支付及财务整合风险；

指标层：基层具体指标参数。

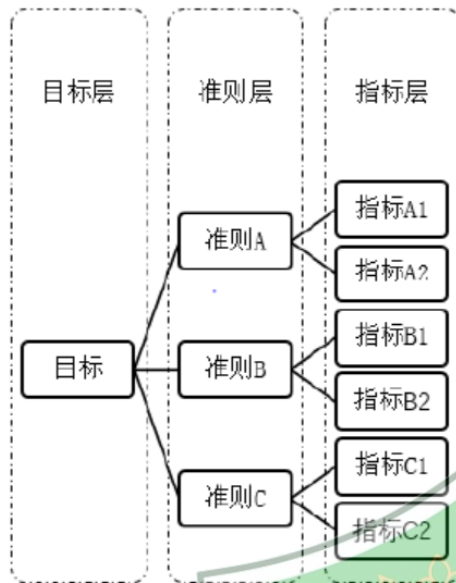


图 1.1 多层次结构模型图

首先建立层次结构模型。目标层作为最上层，通常只设置一个要素，最下面一层普遍为对象或者方案层，两层次之间可以有多个层次，通常为指标或准则层。

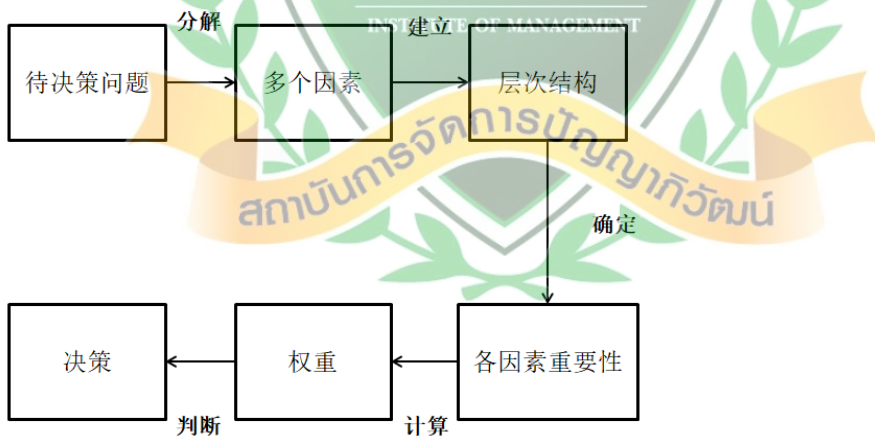


图 1.2 层次分析法原理图

然后构造成对比较阵。层级之间进行两两比较，在矩阵中用数字 1~9 来表示指标之间比较之后的重要程度，直到最下层。如下表 1.1:



表 1.1 层次分析法 1-9 标度的含义 (The meaning of 1-9 scale of AHP)

标度	两个因素相比结果
1	重要程度一样
3	前者比后者稍微重要
5	前者比后者特别重要
7	前者比后者强烈重要
9	前者比后者极其重要
2, 4, 6, 8	上述相邻判断的中值

之后计算出权向量并做一致性测验。做一致性检验的方法包括：运用一致性指标、一致性比率和随机一致性指标。若测试通过，特征向量便为权向量；若未通过，就要再次构建成对比较阵。最后通过确认的权重以此来对各层级进行一致性检验，来判断所选因素的合理性。

### (3)模糊综合评价法

模糊综合评价法是指运用模糊数学原理解定性评价难以量化的问题，综合评价一个受到多种影响因素制约的研究对象并得出评价结果。本文利用数学模糊理论，系统评价企业并购财务风险因素，其基本步骤为：

- a.建立并购财务风险因素的论域： $U=(U_1、U_2、U_3\cdots)$ ；
- b.邀请业界专家对财务风险因素重要度打分同时得出权重，并成立财务风险影响因素的重要度集合，设成： $U_1、U_2、U_3\cdots$ ，同时重要度划分为  $\alpha_1, \alpha_2, \cdots$ ；
- c.结合企业并购的实际情况，把财务风险分为 5 层级： $V_1$  低， $V_2$  较低， $V_3$  一般， $V_4$  较高， $V_5$  高。与此同时依据百分制将 5 层级财务风险分别纳入 5 组区间并相应计算中位数以用于最后计算评分使用。
- d.再邀请专家对选取指标打分，应用评分结果计算指标隶属度。
- e.建立模糊关系矩阵  $R$ ；

$$R = \begin{pmatrix} r_{11} & r_{12} & r_{13} & r_{14} & r_{15} \\ r_{21} & r_{22} & r_{23} & r_{24} & r_{25} \\ \dots & \dots & \dots & \dots & \dots \\ r_{n1} & r_{n2} & r_{n3} & r_{n4} & r_{n5} \end{pmatrix} \quad (\text{式 1-1})$$

(6) 对财务风险实施评价

$$B_i = A * R = (a_1, a_2, \dots, a_{15}) R = \begin{pmatrix} r_{11} & r_{12} & r_{13} & r_{14} & r_{15} \\ r_{21} & r_{22} & r_{23} & r_{24} & r_{25} \\ \dots & \dots & \dots & \dots & \dots \\ r_{n1} & r_{n2} & r_{n3} & r_{n4} & r_{n5} \end{pmatrix} \quad (\text{式 1-2})$$

依据财务风险等级表内 5 种风险等级分数的中位数与各自发生概率相乘计算企业并购财务风险得分：

$$S = K * B = [K_1 \quad K_2 \quad K_3 \quad K_4 \quad K_5] \begin{pmatrix} d_1 \\ d_2 \\ d_3 \\ d_4 \\ d_5 \end{pmatrix} \quad (\text{式 1-3})$$

通过最终综合得分划定并购财务风险所属等级，以判断此项并购财务风险得分企业管理层是否能够接受，如若不能应当采取相应措施来予以应对。

## 1.5 研究内容

本文经过对阿里巴巴并购 LAZADA 的案例进行剖析，通过对并购双方企业的背景介绍、并购动机，并购财务风险因素、并购的财务流程阐述了阿里巴巴并购 LAZADA 前、中以及并购后所能遇到的财务风险，并针对所能面临的财务风险给出相应的改良方案并提出建议。具体研究内容如下：

第一章引言。首先具体论述了本文的研究背景、研究意义、研究目的、研究方法、创新点以及研究内容与思路。

第二章文献综述及理论基础。本章主要对重要名词概念进行解释以及给出其在本文中的定义，并对理论基础进行阐述，在文献综述的基础上对研究问题展开深入研究。

第三章案例介绍。详细介绍了阿里巴巴以及 LAZADA 公司相关的情况，对就阿里巴巴选择并购 LAZADA 的动因实施了深入剖析。

第四章案例研究。通过阿里巴巴并购 LAZADA 的案例研究，对海外并购风



险中定价风险、融资风险、偿债风险和财务整合风险四个方面进行阐述；以层次分析法和模糊数学分析法为手段对阿里并购 LAZADA 的并购风险过程进行对比分析，通过实际数据的对比找出影响并购的关键因素并制定互联网平台海外并购风险控制方法。

第五章结论与讨论。讨论阿里巴巴并购 LAZADA 的财务风险控制规避办法、启发和结论、不足与未来展望。

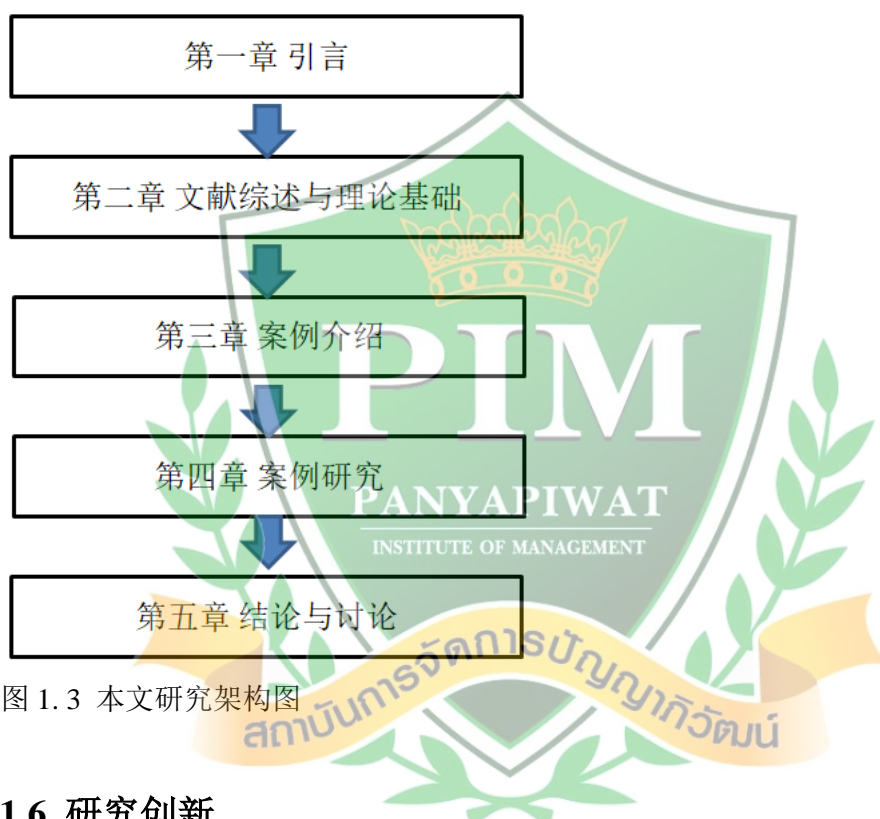


图 1.3 本文研究架构图

## 1.6 研究创新

互联网企业的跨国并购行为是近几年出现的新现象，本文选择阿里巴巴并购 LAZADA 案例是由于其双方都是所在国家具有代表性的电商企业，通过海外并购展现了电商企业在拓展海外市场的同时所面临着的风险，并就其财务风险防范问题提出相应的结论，对于其他打算走向国际化进程的电商企业具有一定的借鉴意义。创新点具体如下：目前跨国并购事件关于互联网行业的非常少，导致互联网行业并购时对将要面临的风险无法预判，加大了互联网行为跨国并购的难度，并且对于跨国并购的研究多以企业绩效为对并购结果的成功与否进行衡量，其实比绩效更重要的风险是并购过程的财务风险，本文分阶段对并购的财务风险进行分析，为将要进行跨国并购的互联网企业作了有效的参考；以互联网企业国际化战略为新时代背景，分析跨境电商企业间并购案例的动因、产生的问题和风险防

范策略，并对收购前后主要财务指标变化情况进行定量分析，从而来考察此次收购整合效果，为此次阿里巴巴收购海外跨境电商案例提供数据定量支持，更深入地研究此类案例，为中国跨境电商企业进入东南亚新兴市场提供一定的参考作用。



## 第二章 文献综述与理论基础

### 2.1 文献综述

#### 2.1.1 国外研究现状

##### 1. 在互联网企业间并购的研究

Aditya R.Khanal(2014)认为能够对互联网企业的效益产生最明显的影响就是进行并购，所以，对并购所能带来的具体收益实施估量是开展并购最重要的前提条件，以此来提高并购活动对该企业盈利能力的积极影响。Florian Geiger(2016)表明，通过对互联网行业并购动因的研究可得，行业的密集程度会波及企业的并购动因，而并购最重要的目的是为了加快产出。

##### 2. 在财务风险成因方面的研究

企业并购财务风险指的是企业在并购的整个过程中，其在估值、筹资、支付、整合等方面由于所做的决策造成企业财务损失或者财务状况不乐观的风险，导致企业得到的结果与其初衷背道而驰，使得企业陷入危机。而造成互联网企业并购财务风险主要由于两个方面，一个是自身原因，由于对所并购企业的财务状况与经营状态等信息掌握不够全面导致造成决策不当。而另一方面主要是指存在的外在原因，市场经济环境，政治等客观不可控因素。这都会对企业的正常运作造成影响，从而给企业带来财务风险，导致了理想化的结果与现实存在差别，企业经营状况出现亏损。这些都可能会对企业的正常运作造成影响，从而给企业带来财务风险，导致了结果与现实存在差别，企业经营状况出现亏损。企业海外并购财务风险主要由以下四个因素组成：

###### (1) 定价风险

企业在进行并购的前期，需要对被并购企业的财务状况，经营能力及市场影响力等方面进行一个全面的了解与调查，但是由于各种主观与客观的条件，如外界经济市场趋势的发展，被并购方为了提升企业价值故意美化财务报表等因素，都会使得并购方获取的信息较为片面，经过分析评估之后的结果的可信度就会大打折扣，而这些就会导致企业低估或高估被并购方的企业价值。低估企业价值可能会导致目标企业的态度反弹，使得并购失败，而之前所付出的成本就会付之东流，得不偿失；而高估了企业价值，就会造成并购方在并购完成过后很长一段时间内仍然对目标企业注资，很可能还要承担之前所欠下的债务。不管是哪种情况，

都会造成企业后续发展的不良影响，海外并购的财务风险不容小觑。

定价风险主要体现在定价的准确性上，以及企业对并购标的价值的评估和收购（Yunhang Zhao,2015）。收购方选定被并购公司后，评估公司对被收购的公司进行价值的评估对并购成本的影响是非常重要的。企业需要确定并购的价格，在价格敲定之后双方不能改变，通过商务谈判进行收购(Purba D. Kusuma,2016)。被并购公司的估值取决于它未来价值。然而，在并购中，由于对被合并企业的价值和财务状况缺乏深入了解，仅由企业提供的财务报表确定，财务报表价值和实际价值以及并购的定价风险的巨大差异将影响其在并购过程中充分发挥的作用(George Alexander,2012)。在并购过程中，很多企业没有及时了解想要达到的目标的重要性，导致对企业经营和未来前景发展的误判，并购价格明显高于合并后的实际企业价值，并购导致收购成本不断上升。并购流程结束后，对许多企业而言，增加的经济收益远远低于并购的价格，导致失败案例比比皆是，造成对企业非常不利的影响。定价风险的另一个风险是价值评估的方法。定价风险分为价值评估和财务风险评估，根据其形成的原因识别风险类别。价值评估风险主要是由于被收购单位的综合价值评估结果的不准确造成的。高成本并购将导致经济效益损失，对公司发展产生不利影响。资本市场的不确定性会导致股价波动，也会给定价过程带来很多障碍（Sun R. și Ying Y.,2010）。在中国企业出海并购时，只有少数公司为跨境并购活动提供服务。许多企业自行并购，缺乏该领域的经验，加大了海外并购的难度。

## （2）融资风险

融资风险也是海外并购风险中非常重要的因素，这是中国企业在并购中首先需要面对的问题。它主要来自于并购方资金不足等原因，在并购的过程中需要借大量货币。一旦因融资失败或并购资金需求巨大，不断增加并购方的财务成本，企业承受不起必要的财务费用，不能及时偿还贷款，同时，并购企业不但无法完成并购还需面临还款压力，这将对并购企业的正常运行、发展产生极其不利的影响（Mihuandayani,2018）。不少企业为规避融资风险采用内部融资，但通过这种融资方式在短时间内仍无法获得大额融资资金，从而增加并购失败的可能性，不利于后期的经营和企业的发展（Xiaojun Du, 2014）。同时，内部融资也存在许多金融风险，比如内部融资金额的增加可能导致企业快速反应能力下降，不利于提高企业的经济效益，并可能影响其日常经营。

并购活动需要大量流动资金来支持股权交换。并购方筹集来自市场的资金（或多或少）确保交易完成。根据资金来源，内部融资风险来自负债（债务）和股权。内部的融资取决于盈利能力，例如，流动性风险还在正常存在的，如果并



购方过于注重内部融资来源，它可能无法充分响应并适应外界环境的变化(Sun R. şı Ying, Y., 2010)。所以，债务融资是西方国家常见的融资方式。与内部融资相比，债务融资不仅涉及定期支付偿还本金(债务)的义务而且还要定期偿还利息。此外，并购方有义务偿还被并购公司的债务。如果首笔交易具有较大的债务业务，并购方可能会陷入债务陷阱。股权融资也是为并购业务提供资金的常用工具。如果并购方发行股份以获得资金，他将承担股票稀释的风险，这可能给股东造成损失。与债务融资不同，股权融资意味着更高的成本。使用过多股权为并购业务融资不仅会导致更高的并购成本，而且还会增加收购公司的平均融资成本。

### (3) 支付风险

现有并购支付方式，主要包括现金支付、股份支付、资产支付。由于并购标的往往被高估，存在并购风险发展前景不明。现金具有最强的流动性，是并购支付的主要手段。然而，并购方可能没有那么多现金，这将为并购方的支付行为带来短期资金短缺。但对于被并购方而言，现金方式并非受欢迎，因为它不能推迟确认资本收益和通过转让实现的资本收益，在享受税收优惠和拥有股东权利方面和新公司的利益中产生损失。这会严重影响成功并购几率且加大并购风险。所以，在企业间进行并购时通常结合以上两种方式，使得达到一个完美的配比，既完成了收购计划又能满足企业自身的长期发展。

### (4) 整合风险

获取财务协同效应是决定企业并购是否能顺利完成的一个重要动因。不同国家的税收政策、会计政策以及企业并购政策不尽相同，企业通过实施海外并购，从并购过程中的一系列财务运作实现经济利益，被称为财务协同效应。一般来说，对亏损企业的海外并购能使并购企业实现财务协同效应。在母公司的合并财务报表中，并购企业的收益可以抵消被并购企业的亏损，通过诸如此类的财务运作，可以帮助并购企业降低收支出，提升经营业绩；此外，并购企业通过股权互换、股权支付和现金支付等多种方式来完成海外并购的支付程序，可以在企业规模不断扩张的同时减少资金支出等一般性支出，实现财务协调效应，达到提升经营业绩的目的。企业海外并购包括并购准备阶段、并购实施阶段以及并购整合阶段，各个阶段都存在一定的财务风险。

并购后，并购方与被并购方在财务方面有一定的差异，并购活动完成后需要对其财务进行管理方法的优化和内容的整合，提升整体财务管理能力(Yu Dong, 2014)。但由于不同的企业文化、管理制度、业务类型、内部控制、合并初期的人力资源以及各种金融整合过程中出现的问题将会影响并购后管理的整体水平的提升，不利于并购企业的发展。并购管理者必须高度重视金融整合过程中

的并购支付风险 (Zine Benotmane, 2018)。如果整合过程中兼并重组程序上出现问题,就难以发挥协同效应。而且,由于金融一体化的风险特征,很容易导致新企业集团并购后经营业绩下滑。

Ran, D(2018)认为各企业之间进行并购活动较为复杂,且里面提及的内容也特别冗杂;而其中所涉及的因素最后全会影响到企业的支付方式,进而会造成企业的财务风险的形成。Jefrey.C.Hoke(2019)通过对互联网的企业研究发现,融资压力大会带来企业的财务风险,主要是由于融资压力大就会导致企业运营受阻,使得经营困难,而经营困难必然会造成企业偿债能力低,从而导致融资艰难。Young Bong Chang& Wooje Cho(2017)对一个用时较长的并购案进行企业并购的动因和并购后的财务风险之间的关系进行了分析,且将该状态引用到了企业自身抉择控制到并购企业寻找的既定动机里。分析探讨了并购之后财务风险的动态特征,对并购动因与行业动力产生了内在的揭示作用。

### 3. 在财务风险评价与控制方面的研究

耐特(2015)在《风险、不确定和利润》一书中认为风险是可以透过一定的手段、途径和方法来计量预测的。他认为企业对财务风险是企业面临的重要风险之一;是企业因资金活动而产生风险的集中表现,是摆在管理层面前不容忽视的问题。财务风险是指企业是一种债务风险,即到期债务人无法利用自身资源偿付债权人债务。企业是否能够偿还到期债务和是否会导致企业达到破产的危险状况,成为衡量和评价企业财务风险程度的重要标准。Karen A.Horcher(2015)刊载的《财务风险管理》一文中提出并购财务风险管理的研究逐渐趋向系统化,专门化,风险管理也成为企业管理中一门独立的学科。

Marco Bade(2018)指出,对于财务风险的控制,主要从以下两个方面出发,第一是通过风险躲避的方法,即通过签订协议的方式明确划分两方的责任范围;第二是风险转移,就是指为了使自身企业的损失达到最低,找一个第三方机构来共同承担风险。Caglanyar.M& Rashid.A(2019)指出,企业在选择融资模式时应充分考虑到当下的宏观经济背景,原因就在于宏观经济风险一旦增大,银行就会加大风险溢价,所以若想选择更加合理的财务风险防范机制,就要考虑宏观经济风险的存在对公司的资本结构会产生哪些影响。Ghulam&Kevin(2010)运用层次分析法及模糊数学原理构建的财务风险综合评价体系,这种方法具有很好的借鉴作用可用来对企业并购的财务风险展开评价工作,可以有效解决原有定性分析难以量化的问题,同时本文也是采用此方法构建互联网企业海外并购评价指标体系。



## 2.1.2 国内研究现状

### 1. 在互联网企业并购的研究

潘乐媛(2015)通过对互联网企业并购的整个过程深入研究后指出无论是在经营理念还是管理模式上,互联网企业和传统企业都存在着许多差异,由其财务风险需要引起重视。王琳(2018)通过对中国互联网企业类型的并购活动分析得出,并购会带来企业经营效益的提升。刘梅(2019)认为估值问题是互联网企业在并购过程中出现几率最大的财务风险问题,发展战略和支付方法是导致并购成败的最主要原因。

### 2. 在财务风险成因方面的研究

嵇杨(2019)提出导致企业财务风险形成的主要原因有内部风险与外部风险,内部风险的影响主要表现在是资金链是否安全和管理机制是否健全,外部影响主要表现在市场波动幅度与政策改变强度。赵玥(2019)分析得出诱发海外互联网并购的财务风险为:(1)信息不对称,不真实财务报表,中介机构所出具的信息不够准确等都会造成并购方对目标企业的估值失真等风险;(2)支付风险,由于并购方的融资方式过于单一以及不合理的资本结构所引起的风险,用现金支付造成的现金流短缺引发企业资金链断裂的风险以及用股权支付所带来的股权分散,丧失控制权的风险;(3)整合风险,由于并购双方企业文化的不同可能引发的整合风险。

### 3. 财务风险评价与控制方面的研究

陈胜蓝、马慧(2017)认为之所以会出现并购财务困境其主要原因是因为企业针对并购预期愿景与现实成果之间存在难以忽视的偏差,而这些偏差主要来自于企业并购流程里的定价、融资、支付及财务整合。因此需要构建系统客观全面的财务风险评价体系以预警潜在风险的出现,同时借助层次分析法确定各级指标权重。刘振峰(2013)对于并购财务风险的识别一共提出两点具体研究思路,首先是从并购活动资金缺口与企业自身融资能力角度展开并引进风险模糊评价模型以判断在投资并购活动中财务风险是否存在以及会造成的潜在损失有哪些;其次在财务风险评价体系内纳入模糊数学理念用以评价并购财务风险的重要程度。王卫芳(2016)在广西质量监督导报发表的《试论企业财风险的分析与防范》中对企业的内部财务风险,是从内部控制的角度展开的。他认为并购财务风险防范与内部控制之间互相关联。对财务风险的防范和控制就像事物的两个方面,对财务进行内部控制是一种必须的手段,目的是加强防范财务风险。以企业价值最大化为目标的财务风险评价体系。并在对上市公司所处的宏观经济环境和自身经营

情况了解的前提下，出了企业财务风险的主要内容和评价原则。建立了财务风险评价体系，并且运用了模糊综合评价的方法，使其财务评价研究更加具有科学性，这在当下财务评价研究领域是一个重大的进步，对今后上市公司财务评价研究起到了一定的促进作用。孟笑扬（2015），在《企业财务风险成因对策分析》中论述了企业风险产生的原因、实质及如何进行有效控制。认为应该将企业的经营管理理论和财务管理理论运用到风险管理理论中去。他提出企业财务风险至关重要，建立企业财务风险评价指标体系，除了能完善企业财务管理活动之外，还能使企业在激烈的市场竞争中险中取胜。杜芳修（2017）在天津财经学院发表的《上市公司财务风险监测与危机预警研究》中针对互联网企业海外并购财务风险的具体问题，进一步的设立敏感的财务指标转变并且对它进行密切的观察。同时对WTO 保护期结束，对上市公司的危机起到了预警的作用。并指出并购财务风险是企业的特定的客观条件下，在企业经营过程中，由于各种内部不可预测因素，导致企业资金运动带来的持续性的效益能力。侯林芳(2018)指出在并购过程中所产生的财务风险与其他风险相伴相生，互相影响，每个风险不会独立存在，其他风险控制不得当，便会导致财务风险的形成。换句话说，在并购活动中风险因素之间具有一定的关联性，另外，还可能具备综合性和复杂性。焦桂梅（1999）在理论层面提出可以借助层次分析法（AHP）对企业并购财务风险展开可靠分析，但是具体执行方面并没有任何可行性操作。在现阶段的并购市场中，互联网企业相互之间发生的跨国并购通常会涉及到大量资金的交易规模，因此并购方要根据自身的经营状况和资本结构，选择适当的融资、支付方式，避免并购后企业的财务运转出现问题，继而导致整个并购交易的失败。具体来说，互联网企业跨国并购的融资渠道主要有四种即：使用自有资金、金融机构借款、组建买方财团和发行债券与股票，而根据融资方式的不同，支付手段又分为现金支付、股权支付、可转换债券以及混合支付。互联网企业基于其自身特点，企业价值主要体现在占据的市场份额和掌握的用户基础方面，除虚拟资产外，企业内部留存资金数额有限，若使用自有资金进行并购交易，则很有可能造成并购后企业营运资金周转困难，资金链发生断裂，从而影响并购效果。如若通过金融机构借款，则会加大并购企业的财务杠杆，提升其负债率，并且附带的限制性条款会降低并购后企业发展的灵活性。若通过发行股票或债券来获得交易资金，则可能会稀释并购方股权，并且融资过程所持续的时间会比较长，融资成本相对来说较高，还会增加并购交易的不确定性（陈卓等，2018）。谢诗蕾（2006）并购财务风险具有多种外在表现形式，主要包括：由于筹资资本结构不合理而导致风险、由于现金直接支付而致使流动性风险及并购交易完成后并没有达成预期经营绩效而产生的风险。可以

通过每股收益法、现金流量法、成本效益法、实物期权法及构建模型法等进行识别，其中构建模型法是指借鉴统计学原理，依据整体系统观对财务风险真卡综合趋势性测评。

曾章备(2015)指出对互联网企业并购产生作用的要素包括对行业政策的重新制订、企业的估值、客户资源信息、行业内链条情况等，通过对以上因素来实施风险的管理与控制，是企业在并购过程中一定要考虑到安全问题。李美文(2018)经研究得出互联网企业可以通过（1）聘专业人士。聘用并购相关方面的专家或机构，对所并购企业采取专业的并购方案并实施；（2）多种估计方法并用。对被并购企业进行估值时应采用多种方法，以免造成估值与企业价值偏差过大的局面；（3）管理模式渗透。管理层应迅速进入到新并购的业务中，实现人员与业务的高度整合，使公司业务尽快发展起来。祖英奇（2020）对中国金融企业研究发现，由于不完善的预算管理以及现金流管理都会导致财务风险的形成，对于此类风险的防范可以通过改善内部机制以及加大对预算和投资方面的管理力度，若两方面的管理均得到了提升，则经营状况会得到完善，且业务能力也能取得很大的改善。

### 2.1.3 文献述评

近年来，中国学者对于互联网企业并购的动因、绩效、风险形成的原因以及如何对风险进行评估和防范等方面都进行了深入的研究与分析。但与中国外学者相比，中国专家研究的方面太广泛，国外学者更注重的是对某个案例，某些具体因素进行更加深入的细节研究，找到问题发生的确切原因，并根据问题产生的原因制定解决问题的办法。本文将侧重通过分析并购过程中形成的风险因素及各因素对于并购结果的影响，同时要与现实案例相联系，实现理论联系实践的方式，并对案例并购的整个过程划分阶段，以并购前、并购中、并购后进行阶段划分，依据每个阶段的特点制定衡量标准，再根据采用的专家评分法、层次分析法以及模糊数学法对公开数据进行收集与计算，对得出的结果制订出有效的风险防范对策。随着互联网时代的到来，传统并购财务风险理论也应该结合互联网企业的特征与时俱进。

## 2.2 理论基础

### 2.2.1 多元化经营理论

获取更大的市场份额和分散单一经营所带来的风险是企业实施多元化经营



战略的主要目的。多元化经营理论认为企业通过并购其它行业中的企业实行多样化的经营有助于分散管理者和其他雇员工作风险，保护组织资本和声誉资本以及有利于获得财务和税收方面的好处。其次，公司中有关雇员的资料随着时间的推移而逐渐积累。这些资料在某种程度上是公司专属的，这些资料可能用来将雇员与工作岗位进行有效的匹配，或者在特定的工作中对雇员进行有效搭配，在公司形成了有效的经营团队。最后，多元化经营可以降低因并购而引起的现金流量的波动，从而提高公司的负债能力（Lewellen, 1971）。多元化经营的另一个税收优势在于可以减轻税法对单一企业收益与损失的非对称性处理带来的税收侵害，Majd&Myers（1987）指出，非多元化企业处于税收劣势的原因是当企业收益为正时，企业要向政府交税；而当企业收益为负时，企业不会得到政府的任何补偿，而多元化经营的企业由于项目之间的风险不相关，完全可以拿某些项目的损失冲减另一些项目的收益，因此，多元化经营的应征税收相较于各单位各自经营而言更少，对企业来说也更有利。企业多元化经营可以通过内部发展或外部并购两种方式实现，然而由于通过外部并购能够快速实现多元化经营，取得先机，因此，并购一般都要优于内部发展。

当企业在自身相关行业或非相关行业开展经营活动时，能获得本行业以外的经营优势，包括市场份额的扩大、营收的增加等。多元化由相关性多元化和非相关性多元化构成，前者指的是并购双方企业的生产经营活动具有一定的相关性，在价值链上有着竞争或者互补关系；后者即指的是并购双方企业的生产经营不具备相关性，价值链上无关联（Saiful Izzuan Hussain, 2018）。企业实施多元化战略的主要动因之一是寻求更为优化的资源配置。在生产经营过程中，许多企业内部往往会存在着一些闲置的有价资源，这些有价资源在企业的日常生产活动中得不到充分利用，对其开发的难度也比较大，因此企业可以通过多元化经营实现资源的优化配置，进而达到充分利用有价资源、获取更多收益的目的。企业进行多元化经营的积极作用除了能使资源得到充分利用外，还有利于促进企业原业务的发展和分散经营风险。当企业进行多元化经营时，其产品种类势必会增加，不同种类的产品具有不同的特性，外部经济周期的变动是影响企业经营状况的重要因素，而具体的周期性则取决于不同产品的特性，因此，当企业为了分散经营风险而进行跨国并购活动时，最好选择与本企业产品周期性波动存在互补关系的企业或产品周期性波动较为稳定的企业进行并购（Saiful Izzuan Hussain, 2018）。此外，多元化经营还有利于企业向新兴行业转移。若一个企业在国家内的某一行业市场已经发展了相当长的一段时间，则该企业的市场份额已趋近饱和，很难实现大幅度的增长，并且反垄断法的存在也会给企业具体的市场份额设置一个较为严格的限

制，在这种情况下，企业自身的发展将受到严重阻碍。因此，企业可以实施多元化经营战略，通过并购新兴企业实现从增长速度慢、收益率低的行业向增长速度快、收益率高的行业转移，进而实现自身的进一步发展。

根据多元化经营理论本文研究的多元化主要体现在以下几点：1. 进行全球战略布局。根据阿里巴巴近几年的战略发展方向可得，阿里巴巴在海外并购活动中有近 80% 是涵盖跨境电商服务，在横向一体化的布局工作当中拔得头筹。但是阿里在在自营业领域上的投入比较少，更多的将精力放到跨境电商领域谋求发展，在纵向一体化的工作上做的准备较少。而随着中国互联网电商行业竞争步伐加快，东南亚国家联合建立了 EEC（东部经济走廊）和 DFTZ（数字自由贸易区），阿里巴巴海外布局不断进行扩张和调整。2. 占领东南亚市场，提升市场份额。通过并购活动的杠杆作用迅速占领东南亚地区的内部市场，此外阿里基于强劲的物流、资金体系与 LAZADA 一起构建新的业务版图，完善东南亚的支付体系、提高物流领域的海外布局，将外部交易活动内部化。3. 抢占资源，降低交易成本。通过收购行为能极大发挥 LAZADA 的外部优势，并不断转化为内部收益，利用 LAZADA 公司既有的平台资源进行大数据资源的争夺，不断引流新的客户用来提高平台交易规模，从而减少流量获取成本，降低企业经营的交易费用。4. 提高盈利水平，改善财务绩效。根据阿里巴巴集团的财务年报中可知，海外布局的 B2C 业务所创造的营收只占了阿里总收入的 2%，阿里要想在海外市场有所作为必须将发展重心放在国外市场的开拓当中。将阿里集团先进的支付方式、更加完备的物流体系均纳入海外的盈利模式当中，不断创造新的利润空间，丰富企业自身的盈利模式。

### 2.2.2 协同效应理论

该理论指出企业双方通过取长补短，相互促进能够使两者的联合产生“1+1>2”的效益，而这一效果分别体现在企业的营收情况、管理效率和技术创新这三个层面。Servaes（1991）指出企业开展并购活动对于并购双方而言均能产生较大的经济效益，双方通过在产品、技术方面的相互弥补和改进能进一步提升企业的实力。卢永琴和熊伟（2009）以 2000-2002 年间所发生的大型并购事件作为研究样本，构建 DID 双重差分模型来验证企业并购所带来的协同效应，研究表明企业的财务协同效应最为显著。

协同效应理论本文中指的是阿里通过并购 LAZADA 之后能提升双方的企业绩效，进而产生“1+1>2”的经营效果，协作经营比单打独斗的效果会更好。根据阿里所提供的年报可知，阿里在进行海外扩张之前，其国际零售业务的收入全



部都是来源一全球速卖通在国际上的普及，但是所创造的营业额在整个阿里集团的营收当中占比及低，在 2015 年所披露的财报数据显示仅为 2%，然而在阿里收购 LAZADA 后所发布的第一份财务报表中显示，阿里的国际零售业务营收得到了迅猛发展，高达 1.68 亿美元，占比达到了 4%，相比与上年度同期增长率达 123%，而根据 2017 年阿里的年度财务报表显示。其国际零售业务额达到了 73.36 亿元，增长达到了惊人的 232%。阿里通过并购活动实现了经营的跨越式增长，将自身的核心业务推广至海外市场，极大丰富了企业的盈利模式，改善了财务效益，产生了协同效应。

### 2.2.3 并购风险管理理论

企业并购风险管理包括识别、估计分析和规避风险。企业并购风险管理的目的是减少风险带来的负面影响，使企业得到较大的利润。企业并购风险主要由财务风险与经营风险购成，财务风险为最关键因素。并购财务风险也是通常所说的融资风险。Healy（1992）认为，企业并购财务风险是企业兼并或收购失败后，企业管理所需费用增加或企业市场价值下降等的可能性。杜攀（2012）认为，企业资本结构和企业融资对资金的需求会对并购活动造成一定的影响。从广义上讲，财务风险是指企业日常经营中，因不确定因素导致公司实际经济效益与预期经济效益不一致，致使经济效益不确定的可能性增加。汤谷良(2002)认为，如果企业有并购想法，企业要考虑的不仅仅是日常经营管理的风险，还要考虑并承担一定的战略目标选择风险、融资风险以及财务整合风险等。孙文军(2002)认为，融资方式会影响到公司股东的收益，融资方式也是合并后资本运作和日常运营所带来的财务风险的一部分。

企业为扩大自身规模获取更大经济效益进行投资对其他企业进行并购活动。并购过程中财务风险始终存在。在并购活动前，并购方应对被并购方进行专业详尽的价值评估，以及确保被雇人员对财务信息报告的准确性避免出现虚假信息的问题。并购活动时，并购方应当准备好足够的并购资金，期间存在支付风险和融资风险，应避免并购活动后引起债务危机和股权支付等问题，并购方需要对被并购方企业今后的发展、企业工作人员、财务制度进行有效的整合，这期间存在多重财务整合风险。

## 第三章 案例介绍

### 3.1 并购背景

2016 年，阿里巴巴集团开始与 LAZADA 公司进行商务谈判，洽谈对 LAZADA 的投资并购。经过多轮艰苦谈判，最终于 2016 年 4 月签定并购协议，协议中阿里巴巴集团投资 10 亿美元对 LAZADA 进行投资并购。阿里巴巴对 LAZADA 收购之后，在 2017 年追加了 10 亿美元投资，股权增至 83%，2018 年又增加了 20 亿美元的投资（第一财经，2019）。阿里巴巴收购 LAZADA 的目的是可以直接进入东盟国家电商市场，获得 LAZADA 前期开拓的资源优势和市场优势，LAZADA 同意被并购也是为后续打算通过获得阿里巴巴的资金支持和技术优势能在东盟电商市场继续扩大市场份额以及技术领先的需要。

通过整理阿里巴巴近年来企业并购发展大事可知，阿里巴巴在横向一体化的整体布局工作基本已经完成，其业务范围几乎包含所有跨境电商服务细分市场，业务范围覆盖面非常广。但是阿里巴巴在成立之初并没有涉及自营业务领域的项目，只坚持在核心跨境电商领域谋求更大发展，意味着阿里巴巴没有考虑纵向一体化战略。就阿里巴巴目前在中国境内的各项投资和战略合作发展而言，综合来说阿里巴巴已经完成多元化经营战略的布局，成为行业中领导企业。如下图 3.1 显示了中国电子商务市场交易规模。

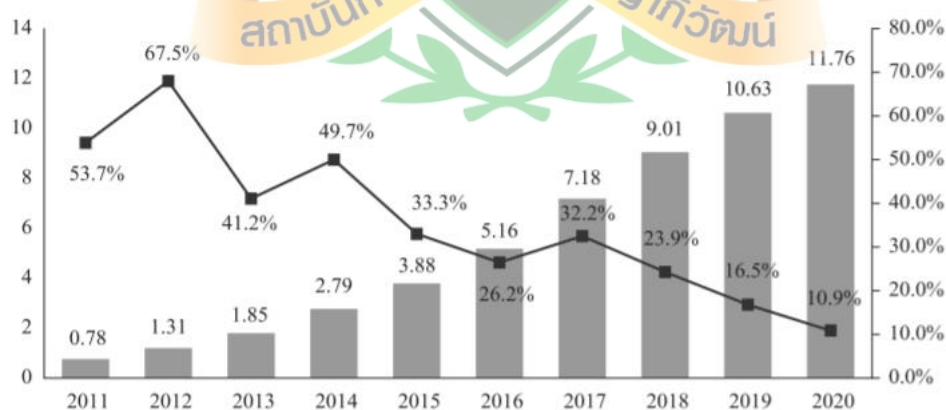


图 3.1 2011-2020 年全国网上零售交易规模  
数据来源：国家统计局

阿里巴巴的所有权优势在于围绕跨境电商核心业务积极拓展第三方支付平台、物流战略合作、大数据计算和云服务等业务，巩固了自身竞争优势，基于在

中国市场不断发展壮大，已经具备了在全球成功复制在中国的模式，开辟国际市场，布局国际化战略的能力。虽然在中国国内市场上跨境电商市场交易规模呈现整体上升趋势，但由于同行业竞争日益加剧，其增长速度已经开始放缓，阿里巴巴的发展也遭遇瓶颈期。具体来说，在 B2C 领域，以自营业务为竞争优势的京东商城、以正品特卖为主的唯品会和社交低价拼购电商拼多多对阿里巴巴造成威胁，在第三方支付领域，有银联、微信支付等实力强大的竞争者，意味着中国跨境电商行业已经形成“红海”局面，阿里巴巴的市场战略布局和发展空间都受到限制。因此，寻找新的增长点开辟国际市场是十分必要的。

## 3.2 并购双方概况

### 3.2.1 阿里巴巴发展概况

1999 年，马云正式成立阿里巴巴集团，总部位于浙江杭州，致力于通过互联网维护中小企业的利益，改变销售、经营和营销模式，赋能企业并提升效率。2003 年 5 月，创建以 B2C 模式为主的淘宝网。2004 年 12 月，建立第三方支付平台——支付宝。2010 年 4 月，创建“全球速卖通”进入跨境电商市场。为更加灵活发挥业务部门之间的合作协同效应，阿里巴巴提出“五新战略”，并将组织结构重新划分为九大事业部门。目前阿里巴巴实现多元化经营，通过核心电商业务支撑集团稳定经营，获取庞大用户数量，获得强劲的现金流，有为品牌零售商提供服务的天猫，跨境电商零售平台全球速卖通和 LAZADA，注重 B2B 业务服务的 1688 等；信息和金融服务包括事业部七、事业部八和事业部九，涉及到为中小企业提供物流和供应链管理的菜鸟物流网络系统，为平台加盟合作者提供信息咨询服务的阿里妈妈，为中小企业和消费者提供金融服务的蚂蚁金服等。

阿里巴巴的业务非常多元，其核心业务是电商平台的 B2C 业务，通过引流的方式和业务支持平台的支撑，进而推动电商体系金融平台的建立，通过创建配套的生活服务设施、健康医疗以及娱乐业务等功能来共同打造完备的商业生态圈，表 3.1 则展示了阿里巴巴的业务分布范围。



表 3.1 阿里巴巴集团的业务分布

电商业务	B2B 业务	1688
	B2C 业务	天猫商城
	C2C 业务	淘宝网
	团购业务	一淘网
	购物比价业务	口碑网
	消费信息业	聚划算
	医药业务	阿里健康
业务支持平台	移动开放平台	阿里云
	支付平台	阿里妈妈
	广告分销平台	阿里软件
	物流信息平台	阿里百川
	搜索平台	雅虎中国
	商务软件平台	菜鸟网络
	云计算与数据管理平台	蚂蚁金服、阿里金融

在阿里巴巴生态圈当中，电子商务是最核心的支撑业务，由企业的主营方向来决定的，从单一的 B2B 的业务开始转向多元化发展，例如：B2C，C2C 等业务，使得电子商务市场更加丰富，也为阿里巴巴集团创造了丰厚的利润。其次业务支持平台的搭建也让公司在大数据背景下为开展业务打下基础，不管是阿里云的投入，还是开发即时通信软件阿里旺旺，均促成了平台交易率的达成。最后金融平台的迅速扩张也为其商业模式的发展推波助澜，第三方支付的普及给人们提供了相应的资金流通，为交易量的达成起到了推动作用。

### 3.2.2 跨境电商企业 LAZADA 的概况

LAZADA 作为东南亚市场地区的跨境电商领导者，于 2012 年底由德国创业孵化器公司 Rocket Internet 创立，平台成立后发展速度迅猛，短短三年时间 GMV（总成交额）就超出十亿美元，LAZADA 在发展过程中，最初是一个自营垂直型网络零售商——初期采用库存模型，即效仿亚马逊的商业模式建立自己的存货、仓库和搭建物流网络，其核心电商业务以 B2C 模式为建设核心，创建自营品牌商城和第三方支付系统 Hello pay，业务涉及新加坡、马来西亚、泰国、印度尼西亚和菲律宾等国家，在每个国家分别设置站点，并建设仓储物流系统，在此基础上开展了 C2C 等多种商业模式，吸引了大量东南亚地区消费者，消费者可以在 LAZADA 电商平台购买超过一万多家合作供应商提供的各种各样商品，主要包括鞋饰服装、3C 电子产品、美妆和食品等等。第三方合作经销商和



品牌合作商可以通过 LAZADA 这一个零售平台就连接东南亚地区多个国家消费者，整个平台拥有超过 2 亿 1 千万个 SKU（库存量）用来满足消费者多种购物选择，提供的产品数量和品种十分充足。LAZADA 公司于 2012 年度起步，当年第四季度正式投入运营，公司成立三年之后，其平台上的交易额就已经高达十亿美元，如今已成为东南亚地区最具竞争力的电商企业之一，其业务涵盖范围广，布局国家数量多。在发展过程中，企业以 B2C 业务为核心，进而不断向 B2B、C2C 及物流业务进行拓展和延申，可供消费端选择的数量众多，使得平台上的卖家及客户基数不断增大，下述表格显示了 LAZADA 公司自成立以后的发展路线。

表 3.2 LAZADA 公司成立后发展路径

时间	阶段	发生事件
2012 年	融资	以 3.65 亿美元的估值获得了 Kinnevik 的四千万美元投资
2013 年	再融资	LAZADA 又获得了来自数位投资方总共 3.7 亿美元
2014 上半年	初步创收	LAZADA 创造了约 6 千万美元的收入
2014 年	销售额直线攀升	2014 年 1 月至同年 12 月，其销售额增长了 20 倍以上
2015 年	扩展物流业务	截止 2015 年底，东南亚地区分布着 LAZADA 的物流中心其“最后一英里”业务
2016 年	被实施收购	2016 年 4 月份，阿里宣布全资收购 LAZADA

资料来源：<http://www.LAZADA.com/en/>

LAZADA 的在线交易平台是公司的核心增长力，不仅带来了用户流量的攀升，还为商家入驻和商品种类的强势增长带入新的活力；此外，其公司的成功也得益于多角度的用户感受，从买家的心理状态去推动其业务的开展，包括贴心的服务、安全快捷的快递方式及友好的退货政策等。LAZADA 公司业务由五大部分构成，以 B2C 电商业务为核心，通过构建自营商城来运营线上购物平台，运用一系列功能支持平台去推动公司业务的开展。其中 B2C 业务主要是服务于大中型的品牌商，通过打造品牌效应提高知名度；自营商城通常销售库存商品，致力于降低存货风险和商务拓展；C2C 业务通过 Lamdo 网站实现，主要是以消费者入手去开展翻新业务和二手交易；物流服务 LAZADA express 通过物流服务连接商家和客户，提高运营效率及客户满意度；

支付工具则是与支付宝的功能相似，为降低交易过程中的风险和成本，为客户提供可靠的保障。具体的业务模块如下表所示：

表 3.3 LAZADA 在线交易平台业务板块及优势

运营模式	类似平台对比	优势
B2C	LAZADA、Amazon、天猫、京东	打造平台的品牌效应，延长和升级产业链条
C2C	Lamodo by LAZADA 咸鱼、转转	有利于个人业务的开展，方便小型卖家售卖二手及翻新产品
自营商城	LAZADA、苏宁、京东	丰富产品线条，减少库存积压
自建物流	LAZADA express、Amazon、京东	打造核心物流体系，为商城、C2C 和第三方提供电商物流服务
自建支付	Hello pay、支付宝	资金安全可靠，利于降低成本

纵观 LAZADA 的发展业务版图，我们可以看到它的战略目标就是打造一个跨境电商生态闭环系统，覆盖一张未来生活服务场景化的大网，基于全方位的跨境电商服务，实现用户数量和成交总量的快速增长。通过平台商家可以得到数亿东南亚市场客户群的流量接口，消费者无论在东南亚的城市地区或者是偏远农村地区都可以在平台上进行一站式购物体验，随时随地足不出户地选购各品类商品。大量商家和种类繁多的商品活跃在 LAZADA 的跨境电商交易平台，与此同时高质量的客户服务、多样化和安全的支付手段、方便快捷的物流快递服务和退货退款政策有助于 LAZADA 运营成功，而且平台在安卓和 IOS 移动端应用化显然已经成为重要的增长动力。自平台开发上线以来，LAZADA 在东南亚地区的下载量超过了 1 亿次（LAZADA APP,2021）。客户流量来源逐渐更多来自移动智能终端，2013 年底相关数据显示 LAZADA 在移动智能终端销售额占比不足五分之一，而 2015 年底的数据显示在移动端 LAZADA 的成交总额占到所有销售额的 60% 以上。对 LAZADA 工作报告中公布的经营数据显示，2015 年底 LAZADA 在线交易平台首次实现了超过 10 亿美元的成交总额，同比增加了 167%，其中营业收入总额达到了近 3 亿美元，同比增加 78%。LAZADA 营收平均增长率达到了 175%，企业估值居高不下，其中企业价值与营收之比达到了 6 倍，当然 LAZADA 作为一家正处于成长期的跨境电商企业，用户单价尚且不足，还需对平台用户的潜在价值进行充分挖掘。

### 3.3 并购动因分析

#### 3.3.1 东南亚地区拥有庞大的消费者数量

跨境电商企业 LAZADA 所在的东南亚地区人口众多总共约有 6 亿人，占中国人口总数的二分之一，其中印度尼西亚人口占首位拥有 3 亿人口，消费潜力

巨大，菲律宾和越南人口各自约占 1 亿人，泰国约有 7 千万人口，经济发达的新加坡和马来西亚各自约有 7 百万和 3 千万人口。在此区域的人口增长速度远高于世界人口平均增长速度，甚至超过了整个亚洲的人口增长速度，其中青年人口比例在东南亚地区占到 35%，而这一数据在中国和美国分别是 32% 和 28%，预计到 2020 年东南亚地区青年人口占比会达到 60%，这充分表明呈现年轻化趋势的人口结构使得东南亚地区的消费潜力巨大，与此同时目前东南亚地区中等收入群体数量约占总人口的三分之一，预计到 2022 年中产阶级人口将会达到总人口的二分之一，约占 4 亿人左右，中等收入人口稳步增加将成为东南亚地区跨境电商行业发展的推动力量。

### 3.3.2 丰富企业盈利模式，开拓海外市场

阿里巴巴集团的主营模式以“B2C”为主，目前由于数字营销的急速发展以及“疫情”影响的背景下，消费者购物方式集中在网络电商平台，但由于中国国内的网络平台众多，服务质量参差不齐，众多商家都在进行“薄利多销”的手段，最终带来恶性循环，使网络平台的竞争愈演愈烈；另外也因阿里巴巴已是中国最大的电商平台，国内消费模式已趋饱和，这都是导致阿里巴巴出海的重要原因。

阿里巴巴国际交易额的明显增加以及中国电子商务市场布局的改变象征着阿里巴巴拓展国际市场的能力更强。此外，东南亚地区的新加坡、印度尼西亚、泰国、菲律宾等国家也有很大的产业发展前景。LAZADA 集团的企业目标是像阿里巴巴在中国一般，领导东南亚的电子商务平台，其业务模式包括“B2C”、“C2C”模式、电商交易平台、物流运输以及支付系统。LAZADA 飞速发展，2015 年交易额就已高于 10 亿美元。早期的东南亚电商业品牌百家争鸣，LAZADA 虽不是最早盘踞东南亚市场的电商集团，但 LAZADA 借助自身优点不断领先竞争对手，而且在其最初发展阶段也存有宝贵的经验。自 2013 年第一季度到 2014 年第一季度，LAZADA 网站的访客人数从 0.56 亿增加到 0.79 亿。粉丝量的比率从 2012 年 10 月到 2014 年 4 月增长了 40%。自 LAZADA 创立，其品牌普及率就不断超越 blibli、rakuten 以及 tokopedia 等竞争对手。另外，LAZADA 客户至上的准则主要表现在 LAZADA 的粉丝互动率远高于其竞争对手亚马逊。

### 3.3.3 极大发展潜力

随着东南亚市场经济的稳步发展，国民收入的持续增加，跨境电商行业市场未来发展走向明确，预测到 2025 年跨境电商将会是此地区经济增值主力。



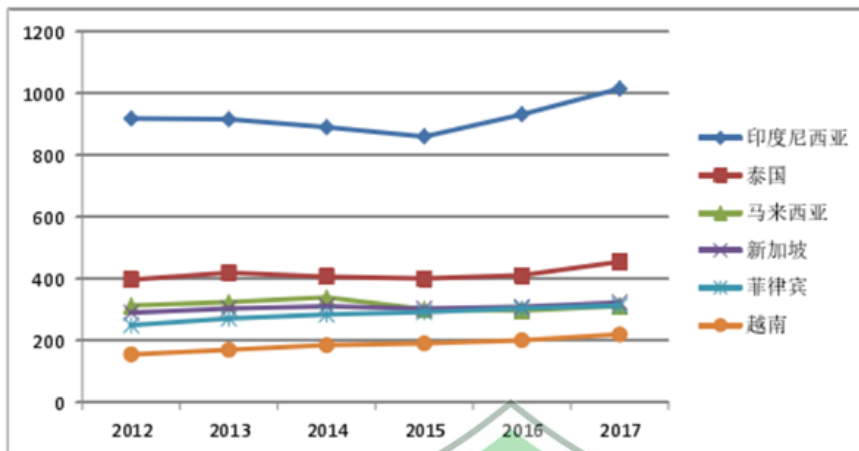


图 3.2 东南亚各国国内生产总值（单位：十亿美元）  
资料来源：knoema 世界数据图谱分析平台：<https://cn.knoema.com>

从图中可以看到，首先，从经济发展大环境来看，印度尼西亚 GDP 增速远超其他国家，印度尼西亚国家 GDP 产值已经突破一万亿美元，在东南亚国家中排名第一，并且 GDP 年度增长率超过 5%，是一个发展迅速具有较大体量产值的国家，十分适合投资进出口内外贸产业。东南亚地区人均收入增长速度很快，在 2015 年有大约 1.5 亿人口年收入达到 3000 美元以上，2016 年东南亚地区人均 GDP 为 3986 美元，2017 年则达到 4214 美元，其中 2015 年东南亚地区的国民收入中年可自由支配收入超过 1 万美元的家庭占比约为 30%，预计 2022 年这个数据将会上升到 50% 以上，意味着东南亚地区目前处于一个高速增长经济发展周期。其次，东南亚互联网市场还处于发展初期，相当于六年前中国国内电商发展阶段，在全球范围内，东南亚地区互联网用户数量仅仅位于中国和印度之后，是世界第三大互联网用户数最多的地区，电子通讯产品的使用人数已经超过了 2.5 亿人，但是从移动智能手机普及率来看，除新加坡之外，东南亚地区移动智能手机普及率不足 50%，印度尼西亚的智能手机普及率是 40.4%，泰国移动智能手机普及率为 42.8%，低于韩国（94%）和美国（77%）。根据谷歌和淡马锡联合发布的研究报告显示，预计在 2022 年该地区互联网用户数量将会达到 4.8 亿人口左右，接近目前东南亚地区人口总数的 80%，预计在未来的五年中，全球每天都会有 12 万互联网新用户，每个月基本有接近 380 万的互联网新用户，在东南亚地区产生，这意味着东南亚地区将成为 2016 年-2022 年间世界范围内增长速度最快的互联网市场，除此之外，疫情也催速电商产业的发展。预计在 2025 年，东南亚地区互联网市场的经济效益增值有望突破 2000 亿美元，跨境电



商经济规模将会达到 880 亿美元，跨境电商的渗透率将会达到 6.4%。基于以上方面的因素，东南亚电商市场具有良好的区位优势，电商市场规模将持续扩张，预计随着人口高速增长、人均 GDP 快速攀升、互联网和移动智能设备的普及，东南亚地区跨境电商行业发展前景将会在互联网经济快速发展的影响下越来越好。阿里巴巴通过收购行为对接 LAZADA 平台，增加商家海外订单数量，促进商品对外贸易输出，开拓新兴国家市场，扩大企业出口规模。

协同效应理论阐述了企业双方通过并购能够产生“1+1>2”的效果，合并之后的企业整体业绩会比两个企业独立经营的业绩高。在收购 LAZADA 之前，阿里巴巴的国际零售业务收入主要依靠全球速卖通，根据阿里巴巴 2015 财年发布的数据显示，阿里巴巴国际零售业务在阿里集团的营收中的比例仅为 2%，通过收购东南亚电商 LAZADA 后第一个季度，阿里巴巴季度财报显示的国际电商零售业务营业收入高达 1.68 亿美元，营收占比迅速翻倍，达到了 4%，与上年同期水平相比较国际零售业务实现突破性上升，增长了 123%，收购 LAZADA 之后的一年时间内，阿里巴巴财报显示其国际零售业务收入从 2016 年的 22.04 亿元上升到 2017 年的 73.36 亿元，同比增加了 232%。通过收购东南亚跨境电商企业 LAZADA，阿里巴巴成功进入了东南亚国家。

阿里巴巴由于海外市场国际零售业务收入迅猛发展，从而打算在国际范围内为自身核心电商业务寻求到新的增长点，提升企业盈利能力和经营效益。

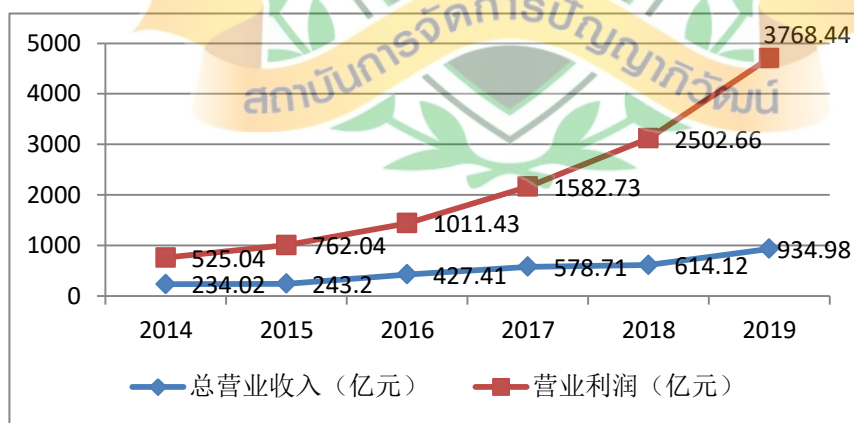


图 3.3 阿里巴巴 2014-2019 总营业收入

资料来源：中国电子商务中心 (<http://www.100ec.cn>)

如上图所示，阿里巴巴的营业指标一直保持着增长的态势，2019 年的营业利润相较于 2014 年增长了 4 倍多，而营业收入相较于 2014 年则是增长 7 倍多，实现了较大幅度的提高。阿里集团基于精准的用户定位、多元化的业务范围

和经营结构以及成功的海外并购案例，让企业营收得到了质的发展和飞跃。阿里巴巴的业务非常多元，其核心业务是电商平台的 B2C 业务，通过引流的方式和业务支持平台的支撑，进而推动电商体系金融平台的建立，通过创建配套的生活服务设施、健康医疗以及娱乐业务等功能来共同打造完备的商业生态圈。

在阿里巴巴生态圈当中，电子商务是最核心的支撑业务，由企业的主营方向来决定的，从单一的 B2B 的业务开始转向多元化发展，例如：B2C，C2C 等业务，使得电子商务市场更加丰富，也为阿里巴巴集团创造了丰厚的利润。其次业务支持平台的搭建也让公司在大数据背景下为开展业务打下基础，不管是阿里云的投入，还是开发即时通信软件阿里旺旺，均促成了平台交易率的达成。最后金融平台的迅速扩张也为其商业模式的发展推波助澜，第三方支付的普及给人们提供了相应的资金流通，为交易量的达成起到了推动作用。

### 3.3.4 提高核心竞争力

东南亚地区分布较为分散，市场进入壁垒很高。但却拥有强大市场吸引力，原因是其零售业还依旧处在初期发展阶段，LAZADA 可以借助阿里巴巴的技术资源和运营手段专业性，使客户体会到足不出户购物的乐趣，为客户提供更优质的销售服务。2014 年前两个季度，LAZADA 的客户比去年同期增长近 300%；此中，活跃顾客相较于去年同期增加 250%，活跃顾客近似为其余顾客的 4 倍，活跃程度以及客户数目的上涨促使了交易额和订单的增加。2014 的前半年交易总数比去年同期增长了三倍，交易额为 730 万欧元，同比增加了 200%。东南亚六个国家人口众多，新加坡 600 万人，马来西亚 3000 万人，泰国有近 7000 万人，越南有 930 万人，菲律宾 1.08 亿人，印尼 2.54 亿人具有巨大的消费潜力。首先，伴随着东南亚经济的持续发展，人口较多的消费人群将为 LAZADA 的企业发展提供较大支持，成为给电子商务企业发展的坚实基础。东南亚市场尚未开展成熟，正处在一个高增长的经济周期，有着巨大的市场潜力。东南亚凭借其自身的市场优势不断开展，东南亚地区年轻人比例达到 34%，中国为 32%，相比之下，东南亚属于年轻型人口组成地区，而年轻人是最有可能接纳新型电子商务购物形式，他们有着更高的消费潜力。其次，东南亚电商市场的虽依旧停在初期时段，但还有很大的发展潜能。从智能产品广泛使用的角度上看，智能产品在东南亚的普及率仅为 23%，距离中国的 47%和美国的 75%相差很多；从非食品类别的交易角度来看，非食品类别的交易额仅占电子商务零售总额的 1.7%，而这一数字在中国为 11%，在美国为 13%。东南亚电子商务市场的发展一定会因为这两个方面的因素而不断进步。阿里巴巴要想占领东南亚的市场，就要并购

LAZADA，迅速扩大市场份额，开拓国际业务的开展。阿里巴巴还可以利用 LAZADA 在东南亚地区的品牌口碑，扩大自身品牌影响，而无需重新打造企业知名度。

LAZADA 已然是整个东南亚的领先者。2014 年 LAZADA 电商平台有 140 万活跃用户，在 2015 年增长至 570 万。2015 年上半年，LAZADA 的交易额达到了 4.3 亿美元，是 2014 年上半年的四倍，2015 年，全年交易额达到了 10 亿美元。即使这部分数据相比于阿里巴巴的经营数据来说较为弱小，但也能证明未来东南亚电商市场的无穷潜能。

所以，这次交易让 LAZADA 与阿里巴巴从竞争关系转化为同盟关系，这有利于汲取彼此的优点，在这样一个零散和竞争激烈的市场中实现进一步发展，创造协同效应，实现双赢的合作架构，在越发激烈的市场竞争中占领有利地位，从阿里巴巴的立场上看，借助收购其可以依赖 LAZADA 已有的支付与物流架构，打入东南亚市场；从 LAZADA 的立场上看，它能够得到阿里巴巴的技术资源与财务援助，巩固其在东南亚的地位。



## 第四章 案例研究

### 4.1 并购前的财务风险分析

企业并购前的财务风险主要来源于战略目标选择与估值风险。

#### 4.1.1 战略目标选择的财务风险

关于企业并购前的财务风险问题，把对并购目标的选择放在着重考虑的范畴内，这对并购是否成功具有关键作用，分析并购目标的各个方面能否较快的与企业自身相接并适应企业未来的发展方向。从另一方面来说，如果企业的并购目标的选择出现偏差，就会对企业造成巨大的财务风险，对企业所投入的人力、物力、财力都会形成难以弥补的损失，之后的全部工作也都不再具有任何意义，总之，战略选择的错误是导致财务风险的最直接因素，这不只是风险问题，还会导致公司损失巨大，甚至陷入债务危机之中。对阿里巴巴和 LAZADA 的并购背景和并购动因进行具体研究发现，尽管阿里巴巴的发展速度在国内已经远远超过其他企业，但是东南亚的电子商务市场仍处于初步阶段，阿里巴巴的海外并购处在从未涉足的东南亚激烈的电商市场竞争中，LAZADA 发展时间较短，难以推测经营数据和财务数据的未来发展趋势。如果不能占据东南亚的市场，那么投入的财力、人力会发生相应的损失，因此选择 LADAZA 作为并购目标这一战略会承担较大的财务风险。

#### 4.1.2 估值风险

在确定并购目标后，企业必须对拟并购企业的价值作出评估和对并购产生的费用作出预算，这要求对拟并购企业进行估值，研讨并购可行性计划。企业并购前的估值风险一般是指并购企业对被并购企业的预期价值高于实际价值，致使并购企业付出更多的成本导致企业资金链的紧张和造成持续经营的压力，产生财务风险不但会造成该并购不能盈利，更有可能将原企业拖入更大的问题当中。估值风险主要来源于：第一、财务报表的局限性和真实性；第二，财务信息不对称；第三，价值评估方法不完善。

从下图数据中进行研究分析，我们依据四家可比公司：京东、Amazon、Souq 及 Flipkart。这四家可比公司 2014 年平均营收增长率为 72%，企业价值/营收仅为 3.9 倍，而 LADAZA2014 年的平均营收增长率为 175%，企业价值/营收高



至 6 倍。受益于其快速的发展，平均营收增长率快速增长，其公司估值很高，LADAZA 客单价仅为 81 美元，而 Amazon 和京东的平均人均客户价格高达 360 美元，可以看出没有充分利用其客户的价值，并且 LAZADA 作为一家不断发展的电商企业，仍处于亏损状态。（见表 4.1）

表 4.1 LAZADA 与可比公司数据对比 单位：百万美元

	Amazon	JD.com	Flipkart	Souq	平均值	Lazada
市值	174,363	36,600	11,000	700		1,220
2014 年总收入	88,988	18,000	2,200	100		204
同比增长率	20%	57%	120%	90%	72%	175%
2014 年税息折旧或摊销前利润	6421	800				-163
活跃顾客数（百万）	270	46				2.5
营收/客户数（美元）	330	391			360	81

（资料来源：收集相关资料整理而来）

通过表 4.2 的分析，能从财务数据中清楚地发现 LAZADA 从 2013 年至 2015 年这段时间增长速度较快。2014 年，总成交额达到 3.84 亿美元，2015 年达到了 10.25 亿美元增长了 166.93%。由于客户和订单数量的迅速增长，2014 和 2015 年均有所提高，2014 年的营业收入达到 1.54 亿美元，2015 年营业收入高达 2.75 亿美元比同期增长了 78.57%。而且，毛利率也由 2014 年的 15% 增长至 2015 年的 24%。但因为 LAZADA 尚处于向交易平台过度阶段，还不能达到盈利的水平。（见表 4.2）

表 4.2 2013-2015 LAZADA 的业务数据 单位：亿美元

内容	2013	2014	2015
总成交额	0.95	3.84	10.25
同比增长率（%）		304.21	166.93
营业收入	0.76	1.54	2.75
同比增长率（%）		103.63	79.57
总利润	0.05	0.22	0.67
毛利率	7%	15%	24%
（调整后）税息折旧或摊销前利润	-0.59	-1.43	-2.97

（资料来源：收集相关资料整理而来）

企业价值估计通常是根据企业的一些财务报表上的数据来进行估值计算的。电子商务是典型的轻资产行业，其重要盈利方式是凭借市场上的充足的客户资源，

技术部门的研发，物流服务和数据资源等等的因素来进行与其它同类行业的竞争，与传统行业先比，主要通过技术、人力体现核心价值，这些数据难以在财报中反映，这使得 LAZADA 的估值难度更大。并且，通过运用财务模型来对并购企业进行价值估计，每种评估方法有自身的局限性，而评估方法不完善带来一定的财务风险。如果使用现金流量模型来进行估值的话，即企业的价值等于企业在未来时间内能赚到的自由现金流的折现值，预测 3-5 年的财务数据是并不准确的，LAZADA 于 2012 年第四个季度才投入运营，成立时间比较短，企业未来的增长情况是无法估计的。

除了行业本身具有特殊性，跨国之间的合作带来了一定的空间、文化、思维等差异，LAZADA 远在东南亚，政府在人文环境政府和市场监管的各个方面存在政策上的差异性，甚至在市场信息的反应程度及信息数据的分析结果上也存在着很大的不同，导致了市场信息难以收集，信息的可靠性也较差，适用程度不高，即使财务报表被粉饰也难以发现。假使阿里巴巴仅仅关注目标企业提供的运营情况和财务报表信息，就会产生判断和估价上的误差，从而导致财务风险。

## 4.2 并购中财务风险分析

企业并购中的财务风险实际主要来源于融资风险和支付风险。

### 4.2.1 阿里巴巴并购 LAZADA 的融资风险

在企业并购过程中往往需要大量的资本注入，如果筹集资金不足不能达到预期的资本注入，就产生了融资风险，如果无法及时补充进整个并购过程中，那么为了并购的顺利进行，企业就需要寻找其他的融资渠道获得资金用于并购活动。如果采用了不合理的融资决策，也会带来一定的融资风险，通常情况下，易形成融资风险的行为有：融资结构不合理，可能就会产生融资风险，没有在预定的时间范围内完成资金的筹集，也可能产生融资风险，在融资过程中，对高额的融资成本有支付压力，也会产生融资风险等。

本文分析了近年来阿里巴巴的资产负债率和现金流量变化走向。阿里巴巴 2017 财年（截至 2017 年 3 月 31 日）的资产负债率为 36.1%，2016 财年（截至 2016 年 3 月 31 日）的资产负债率为 31.4%，虽然资产负债率有小幅增长，但始终低于 50%，同时财务报表中可以看出，阿里巴巴的流动比率、现金比率以及速动比率都是比较高的，无论是短期偿债能力，还是长期偿债能力，都相对较高，从资本结构的角度来看此次并购带来的财务风险是较小的。

表 4.3 阿里巴巴 2014-2016 财年现金流量表 单位：亿元

内容	2014-3-31	2015-3-31	2016-3-31
经营活动净现金流量	263.79	412.17	568.36
投资活动净现金流量	-329.97	-534.54	-428.31
其中：资本性支出	-14.06		
筹资活动现金流量	93.66	874.97	-158.46
期初现金/现金等价物	303.96	330.45	1081.93
期末现金/现金等价物	330.45	1081.93	1068.18
现金/现金等价物净增加额	26.49	751.48	-13.75

（资料来源：阿里巴巴历年财务报表）

由上表可知，阿里巴巴 2014 财年、2015 财年、2016 财年运营过程中现金流量净额呈持续增长的趋势，分别是 263.79 亿元、412.17 亿元和 568.36 亿元。投资活动呈现负值状态，由此得出的结论就是，在并购前后几年阿里巴巴资金活动过程中现金流出额远高于现金流入额。同时，我们还可以看出阿里巴巴 2014 财年、2015 财年、2016 财年年末现金及现金等价物分别为 330.45 亿、1081.93 亿和 1068.18 亿元，阿里巴巴的现金流为正数，产生这种现象的原因主要有两方面，第一是现金及现金等价物品的增长，第二是 2014 年阿里巴巴在美国上市融资 874 亿元人民币。2014 年-2016 年，阿里巴巴的投资活动大多以现金支付，曾在 2016 年初向八家银行借款 40 亿美元投入到并购过程中。阿里在筹资活动净现金流量方面，2014 财年、2015 财年、2016 财年分别为 93.66 亿、874.97 亿、-158.46 亿元，2016 财年显示出负增长状态，这说明 2016 年第一季度里阿里巴巴偿还了大部分的债务、分配股利等的金额高于吸收的投资额。

阿里巴巴近几年为了谋求快速的发展，进行国际化、多领域结构化的战略布局，一直在进行大规模的扩张，随着并购资金的大笔支出，阿里巴巴的债务风险也在不断增加。假设接下来的并购带来的经济效益没有达到预期的效果，就会对公司带来难以弥补的经济损失，并带来一定的财务风险。

#### 4.2.2 阿里巴巴并购中的支付风险

支付风险是指企业选择了不适宜的支付方式或融资方式，造成财务状况不好，杠杆率过高，可能带来的较大的流动性风险。并购活动的最后一个步骤是支付，但支付方式的选择也同样重要，甚至直接决定整个并购活动的能否成功。通常情况下，并购支付方式主要有期权、股权、杠杆、现金和混合支付，采用现金支付



方式并购通常来说是指，并购方支付给被并购方的股东必要的补偿，以求得在政策上的倾斜以及整个并购过程中获得支持，而且能够得到他们转让公司的目标公司的股权。大多数的股东都偏爱于现金支付完成企业并购，在资本市场上只有迅速套现，直观的获得收益才被视为有效合理高能的投资。原因是这种方法操作简单、可行性强。现金收购方式的优越性首先体现在及时性上，能够迅速完成对企业的收购。对于受到市场看好的被收购企业，往往会有较大的并购压力，如果采用其他的并购方式，竞争对手可能会在这一时间内，完成对该企业的收购。并且，现金的支付价值稳定，采用现金支付的方式，能够有效避免股票、债券交易所带来的价值浮动问题。现金收购方式的缺点同样明显，大量现金的支出，会对企业正常运行造成巨大压力，并且受到企业现金数量的限制。

针对于阿里巴巴，现金支付的并购方式可以有效避免阿里巴巴的股权稀释，降低相关风险，并取得与并购竞争对手的时间优势，阿里巴巴企业特点就是依托支付宝这一平台掌握大量现金流，如果竞争对手在短时间内无法拿出大量的现金从而选择放弃。现金收购方式的缺点同样明显，并购方如果在并购活动中支付了大量的现金来完成并购，那么在今后的经营活动中或同期其它业务开展上造成停滞，就会产生现金周转的压力。

另一方面，阿里巴巴的电子商务平台企业国际化时，可能会面对电商企业特殊环境中的“支付风险”，因为海外交易支付平台在目标国家的不适应性问题，容易对交易的成功率造成极大风险。首先，现在中国的支付系统已相对完善，政府在企业不断发展壮大的过程中给予了强有力的支持。另一个重要的原因是东南亚国家的技术还是比较落后，限制了支付体系的发展，即使阿里巴巴的技术非常发达，支付宝想要在 LAZADA 平台上获得应用，进而丰富、提高 LAZADA 平台的支付体系，实际操作起来也是很困难的。第一，在许多东南亚国家，信用卡的支付方式不是很受欢迎，人民没有形成透支消费的习惯，七成的人没有银行透支账户。第二，许多人依赖传统的一手交钱一手交货的支付方式，更习惯比如货到付款、银行转账、ATM 机等其他支付方式，对线上交易和在线支付没有足够的信任。阿里巴巴因此需要针对消费者对支付思维开展相关的营销策略，加强支付宝用户对网上交易的信任程度，否则会对电子商务的交易率造成巨大限制，进而引起相关支付风险。

### 4.3 并购后的财务风险分析

当完成企业并购后，所出现的财务整合风险主要包括整合财务人员的风险，



财务制度整合上的风险、发展战略管理风险以及经营状况的整合风险等。

#### 4.3.1 并购后经营状况的整合风险

本文使用由 Altman 的 Z 值模型来定量评估阿里巴巴并购 LAZADA 经营状况的整合风险。通过企业五个财务比率来对 Z 值模型进行加权和汇总的方式得出总的判别分数, Z 值模型在财务风险的评估领域和财务预警领域得到高度认可, 被经常应用在判别企业破产可能性, Z 值的衡量标准为:当  $Z \geq 2.99$  则表示正处于安全范围, 企业的财务情况良好, 较低的破产风险; 当  $1.23 < Z < 2.99$ , 表明目前企业正处于破产风险之中, 需要加强预防企业的财务风险; 当  $Z < 1.23$  时, 企业破产风险较高, 面临的很大的财务风险。

修正后的 z 值模型为:

$$Z=0.717X1+0.847X2+3.107X3+0.420X4+0.998X5(4-1)$$

式中 X1=营运资本/总资产, 值越大表示越不会发生偿债危机, 这描述了企业流动资产变现能力, 反映了企业偿还债务的能力。

X2=期末留存收益/总资产, 反映累计盈利能力

X3=息税前利润/总资产, 反映真实获取经营利润的能力

X4=股东权益的账面价值/总负债, 反映企业是否具备稳定的基本财务结构。

X5=本期销售收入/总资产, 即总资产周转率, 反映出企业全部资产的使用效率。

表 4.4 阿里巴巴并购 LAZADA 前后的财务数据, 单位: 亿元

内容	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
流动资产	1219.91	1366.32	1340.35	1130.88
流动负债	430.87	540.02	520.39	608.38
总资产	3277.58	3646.71	3642.45	4564.02
总负债	541.63	565.16	575.66	791.94
营业收入	221.71	345.43	241.84	321.54
留存收益	661.36	786.34	819.96	765.14
税前利润	244.90	165.10	78.51	107.01
利息费用	3.67	4.75	5.10	6.26
股东权益账面价值	1, 953.58	1, 028.09	1, 955.14	1, 970.48

表 4.5 阿里巴巴并购 LAZADA 前后 Z 值计算

	X1	X2	X3	X4	X5	Z
2015Q3	0.241	0.202	0.075	3.607	0.068	2.158
2015Q4	0.227	0.216	0.045	3.589	0.095	2.087
2016Q1	0.225	0.225	0.022	3.396	0.066	1.912
2-16Q2	0.114	0.168	0.023	2.488	0.07	1.412

（资料来源：根据阿里巴巴历年财务报及及计算得出）

根据对 Z 值进行相关计算来看，阿里巴巴在并购 LAZADA 前两个季度的 Z 值为 2.158 和 2.087，Z 值在并购完成后的两个季度里下降到了 1.412，可以看出阿里巴巴并购 LAZADA 具有较大经营状况的整合风险，面临财务压力，需要使用有效的方法来控制财务风险。

#### 4.3.2 发展战略管理风险

阿里巴巴并购 LAZADA 完成后，企业面临的内外部经营环境会发生巨大改变。东南亚市场作为阿里巴巴不曾涉足的一块全新领域，阿里巴巴集团需要对 LAZADA 原本存在的业务，针对全新的市场进行相关的运营和管理，其带来的陌生性、复杂性和多变性会对阿里巴巴造成外部经营风险的增加。在并购完成之前，阿里巴巴和 LAZADA 完全是两家不同的企业，两者之间的管理方式、产品概念、商业模式、生产流程等都有十分明显的不同，实现融合并非易事，这对于企业并购完成后的整合工作来讲是一个巨大的挑战。对此，阿里巴巴在外部运营环境和内部企业管理两方面遭受双重风险。当完成并购后，如果阿里巴巴不能全面分析并购重组后的经营环境，强化自身建设，不能满足中国和东南亚地区的市场需求，加强企业核心竞争力的提升，对阿里巴巴集团之前的经营管理模式可能会造成挑战，为企业的发展战略管理带来较大风险。

#### 4.3.3 财务人员、制度整合风险

企业并购需要被并购公司的员工适应新的运营模式、管理理念、企业文化。如果产生较大的差异可能会导致财务人员的离职。对于大多数电商企业而言，员工流动性高于其他行业，当并购完成之后，将出现离职高峰，财务人员从普通员工到管理高层都需要彻底的重组，建立新的财务人员团队。同时阿里巴巴面对东南亚这个陌生的市场，也缺少财务人才。如果企业不能将企业文化、企业精神良好的融合，让员工产生归属感，对于并购后财务人才需求无法满足，可能面临财务人员整合风险。在并购的整个过程中，阿里巴巴和 LAZADA 是处于不同的国

家、拥有不同的背景、运行不同制度的两个企业，相关财务制度存在着较大的差异，如果经过一系列办法仍不能解决为了互相融合所产生的分歧，不能使双方达成统一，那么这种情况会给企业带来财务整合风险。

#### 4.4 层次分析法确定指标的权重

为获取评价所需数据从而设计一份调查问卷，同时选取 20 名业界专家（主要包括：从事企业并购重组咨询业务的从业人员和企业内部财务及投资管理部门人员）发布 30 份与并购重组活动相关的财务风险调查问卷，其中收到有效问卷 20 份。问卷共分为两大部分，第一部分是并购过程中各自财务风险因素两两比较的判断矩阵，用以确定评价指标的相对权重，其中需要强调的是此次打分是假设每一位专家学者的重要性都保持一致。最终根据层次分析法对各位专家的权重评价结果进行综合处理，使得各层级指标权重能够全面反应业内专家的整体意见。结果如下表 4.6 所展示：

表 4.6 层次分析法权重

准则层	权重值	指标层	权重值
定价风险	40%	信息不对称	20%
		内在价值评估	40%
		谈判人员能力	30%
		并购环境	10%
融资风险	30%	融资渠道	15%
		融资能力	15%
		企业资本结构	40%
		融资支付方式	30%
偿债风险	16%	流动比率	30%
		速动比率	32%
		资产负债率	18%
		利息保障倍数	20%
财务整合风险	14%	财务管理目标	28%
		财务机制整合	50%
		财务管理制度	22%

##### 1. 专家打分得出指标的隶属度

###### 1) 指标隶属度的确定原理

调查问卷第二部分是针对阿里巴巴并购 LAZADA 的具体分析，客观搜集整

合此次案例的相关资料和数据，让相关业内专家阅读并在此基础上对这一并购案例中各个指标的财务风险等级做出判定，从而得出指标的隶属度。结合企业并购的实际情况及过往学者的研究，将财务风险分为 5 层级：V1（低风险），V2（较低风险），V3（一般风险），V4（较高风险），V5（高风险）。与此同时依据百分制将 5 层级财务风险分别纳入 5 组区间并相应计算中位数，具体如下表 4.7 所展示：

表 4.7 评级等级换算表

评级等级	低风险	较低风险	一般风险	较高风险	高风险
百分制区间	100-90	89-75	74-60	59-45	45 以下
中位数	95	82	67	52	22.5

## 2) 阿里巴巴并购 LAZADA 的财务风险隶属度

首先邀请二十位业界专家对 阿里巴巴并购 LAZADA 事件中应对财务风险具体表现等级分类，然后对收集的有效问卷量化处理并建立综合模糊评价矩阵。在此次并购评价过程里，共发出问卷 20 份，其中有效问卷 20 份。其中三级指标“信息不对称”可整理为 (0.15, 0.2, 0.4, 0.2, 0.05) 详细表示为：二十位业界专家里三位主张标的企业信息不对称是低风险等级，四位专家主张是较低风险等级，八位专家认为一般风险，四位专家认为较高风险，有且一位专家认为高风险，其余评价因素分析结论方式与此保持一致。结合递交给业界专家有关阿里巴巴并购 LAZADA 的具体信息，汇总处理专家对于每个评价指标财务风险程度的打分结果，得出案例隶属度等级表 4.8：

表 4.8 隶属度等级表

准则层及权重	指标层及权重	财务风险评价级别				
		低风险	较低风险	一般风险	较高风险	高风险
定价风险 35%	信息不对称 20%	0.15	0.2	0.4	0.2	0.05
	内在价值评估 40%	0.1	0.35	0.4	0.1	0.05
	谈判人员能力 30%	0.1	0.25	0.35	0.25	0.05
	并购环境 10%	0.1	0.35	0.35	0.2	0
融资风险 35%	融资渠道 15%	0.2	0.2	0.35	0.2	0.05
	融资能力 15%	0.1	0.2	0.35	0.3	0.05
	企业资本结构 40%	0.25	0.35	0.3	0.1	0
	融资支付方式 30%	0.1	0.25	0.3	0.25	0.1



续表 4.8 隶属度等级表

准则层及权重	指标层及权重	财务风险评价级别				
		低风险	较低风险	一般风险	较高风险	高风险
偿债风险 16%	流动比率 30%	0.1	0.25	0.25	0.35	0.05
	速动比率 32%	0.15	0.15	0.35	0.25	0.1
	资产负债率 18%	0.3	0.3	0.2	0.2	0
	利息保障倍数 20%	0.1	0.2	0.2	0.35	0.15
财务整合 风险 14%	财务管理目标 28%	0.2	0.2	0.5	0.1	0
	财务机制整合 50%	0.2	0.3	0.25	0.25	0
	财务管理制度 22%	0.3	0.25	0.15	0.15	0

此外能够依据前章节财务风险指标权重表里查明各层级分项权重，例如“并购财务风险 W”的权重向量是：

$$W = (0.35, 0.35, 0.16, 0.14)$$

与之对应，“定价风险 W1”、“融资风险 W2”、“偿债风险 W3”与“财务整合风险 W4”权重向量是：

$$W1 = (0.20, 0.40, 0.30, 0.10)$$

$$W2 = (0.15, 0.15, 0.40, 0.30)$$

$$W3 = (0.30, 0.32, 0.18, 0.20)$$

$$W4 = (0.28, 0.50, 0.22)$$

#### 4.5 模糊综合法评判的指标结果

第一步，从上表我们能够发现，“定价风险 B1”隶属度是(0.15, 0.2, 0.4, 0.2, 0.05)、(0.1, 0.35, 0.4, 0.1, 0.1)、(0.1, 0.25, 0.35, 0.25, 0.05)和(0.1, 0.35, 0.35, 0.2, 0.00)，它们能组成“定价风险 B1”矩阵 R1；同理归纳剩余准则层指标矩阵 R2, R3, R4 公式所示：

$$\text{定价风险隶属度矩阵 } R_1 = \begin{pmatrix} 0.15 & 0.20 & 0.40 & 0.20 & 0.05 \\ 0.10 & 0.35 & 0.40 & 0.10 & 0.10 \\ 0.10 & 0.25 & 0.35 & 0.25 & 0.05 \\ 0.10 & 0.35 & 0.35 & 0.2 & 0.00 \end{pmatrix} \quad (\text{式 4-1})$$

$$\text{融资风险隶属度矩阵 } R_2 = \begin{pmatrix} 0.20 & 0.20 & 0.35 & 0.20 & 0.05 \\ 0.10 & 0.20 & 0.35 & 0.30 & 0.05 \\ 0.25 & 0.35 & 0.30 & 0.10 & 0.00 \\ 0.10 & 0.25 & 0.30 & 0.25 & 0.10 \end{pmatrix} \quad (\text{式 4-2})$$

$$\text{偿债风险隶属度矩阵 } R_3 = \begin{pmatrix} 0.10 & 0.25 & 0.25 & 0.35 & 0.05 \\ 0.15 & 0.15 & 0.35 & 0.25 & 0.10 \\ 0.30 & 0.30 & 0.20 & 0.20 & 0.00 \\ 0.10 & 0.20 & 0.20 & 0.35 & 0.15 \end{pmatrix} \quad (\text{式 4-3})$$

$$\text{财务整合风险隶属度矩阵 } R_4 = \begin{pmatrix} 0.20 & 0.20 & 0.50 & 0.10 & 0.00 \\ 0.20 & 0.30 & 0.25 & 0.25 & 0.00 \\ 0.30 & 0.25 & 0.30 & 0.15 & 0.00 \end{pmatrix} \quad (\text{式 4-4})$$

第二步,通过权重向量与风险隶属度矩阵的成绩计算各二级准则层指标的综合评价值,具体过程如下:

$$\begin{aligned} \text{“定价风险 } B_1 \text{”} &= W_1 \times R_1 \\ &= (0.20, 0.40, 0.30, 0.10) \begin{pmatrix} 0.15 & 0.20 & 0.40 & 0.20 & 0.05 \\ 0.10 & 0.35 & 0.40 & 0.10 & 0.10 \\ 0.10 & 0.25 & 0.35 & 0.25 & 0.05 \\ 0.10 & 0.35 & 0.35 & 0.2 & 0.00 \end{pmatrix} \\ &= (0.110, 0.290, 0.380, 0.175, 0.065) \end{aligned} \quad (\text{式 4-5})$$

再分别去计算“融资风险 B2”、“偿债风险 B3”、“财务整合风险 B4”的模糊评价矩阵,计算结果如下所示:

$$B_2 = (0.175, 0.275, 0.315, 0.190, 0.045) \quad (\text{式 4-6})$$

$$B_3 = (0.152, 0.217, 0.263, 0.291, 0.077) \quad (\text{式 4-7})$$

$$B_4 = (0.222, 0.261, 0.331, 0.186, 0) \quad (\text{式 4-8})$$

在阿里巴巴并购 LAZADA 案例中,阿里巴巴并购财务风险里的定价风险、融资风险、偿债风险及财务整合风险的模糊评价结果如下表 4.9 所示:

表 4.9 准则层综合模糊评价结果

阿里巴巴并购 LAZADA 的财务风险综合评价结果可能 (%)					
准则层	V1 低风险	V2 较低风险	V3 一般 风险	V4 较高风险	V5 高风险
定价风险	11.0%	29.0%	28.0%	17.5%	6.5%
融资风险	17.5%	27.5%	31.5%	19.0%	4.5%
偿债风险	15.2%	21.7%	26.3%	29.1%	7.7%
财务整合风险	22.2%	26.1%	33.1%	18.6%	0

其次，根据上述二级指标的综合评价可构成二级准则层的模糊评价隶属关系矩阵 R 如下所示：

综合财务风险隶属度矩阵

$$R = \begin{pmatrix} 0.110 & 0.290 & 0.380 & 0.175 & 0.065 \\ 0.175 & 0.275 & 0.315 & 0.190 & 0.045 \\ 0.152 & 0.217 & 0.263 & 0.291 & 0.077 \\ 0.222 & 0.261 & 0.331 & 0.186 & 0.000 \end{pmatrix} \quad (\text{式 4-9})$$

然后，计算准则层风险得分

$$\text{定价风险} = [95 \quad 82 \quad 67 \quad 52 \quad 22.5] \begin{pmatrix} 0.110 \\ 0.290 \\ 0.380 \\ 0.175 \\ 0.065 \end{pmatrix} = 70.25 \quad (\text{式 4-10})$$

相同原理，可计算融资风险分数=71.17，

偿债风险分数=66.72，

财务整合风险分数=74.34。

第三步，计算综合评价矩阵 B:

“并购财务总体综合风险 B” =W\*R

$$\begin{aligned}
&=(0.35, 0.35, 0.16, 0.14) \begin{pmatrix} 0.110 & 0.290 & 0.380 & 0.175 & 0.065 \\ 0.175 & 0.275 & 0.315 & 0.190 & 0.045 \\ 0.152 & 0.217 & 0.263 & 0.291 & 0.077 \\ 0.222 & 0.261 & 0.331 & 0.186 & 0.000 \end{pmatrix} \quad (\text{式 4-11}) \\
&=(0.1551, 0.2690, 0.3317, 0.2003, 0.0508)
\end{aligned}$$

经过综合模糊评价法计算，阿里巴巴并购 LAZADA 的财务风险综合评价结果可能性如表 4.10

表 4.10 阿里巴巴并购 LAZADA 的财务风险综合评价结果

阿里巴巴并购 LAZADA 的财务风险综合评价结果可能性%				
V1 低风险	V2 较低风险	V3 一般风险	V4 较高风险	V5 高风险
15.51%	26.9%	33.17%	20.03%	5.08%

依据风险层级评判要求，计算综合评价分值 S:

$$S=K*B=[95 \quad 82 \quad 67 \quad 52 \quad 22.5] \begin{pmatrix} 0.1551 \\ 0.2690 \\ 0.3317 \\ 0.2003 \\ 0.0508 \end{pmatrix} =70.58 \quad (\text{式 4-12})$$

#### 4.6 基于评判指标结果的分析与评价

通过计算得出阿里巴巴并购 LAZADA 案例里财务风险综合得分为 70.58 分，在风险等级换算表里位于“一般风险”(60 分—74 分之间)。此外由目标层综合模糊评价结果表中所展示：此项并购过程中，财务风险是低风险概率为 15.51%、较低风险概率为 26.9%、一般风险概率为 33.17%、较高风险概率为 20.03%、高风险概率仅为 5.08%，从中可以看出阿里巴巴并购 LAZADA 的财务风险主要集中于较低与一般两个区间范围内。虽然整体来说此次并购案例的财务风险处于较低至一般范围内，但是并购财务风险处于较高水平的概率还是比较大，阿里巴巴虽然最终得以实施并购重组，但是在执行过程中要特别注意规避相关风险。准则层综合模糊评价结果显示，可以看出偿债风险有 29.1% 的概率处于较高风险水平同时其综合模糊分数为 66.72 分，与定价、融资、财务整合风险分值对比



偏低，从现实情况来看，阿里巴巴的并购对大多来自于贷款，虽然自有资金常年保持相对稳定但是近年来企业自身投资规模不断扩大，因此存在一定偿债风险，所以一定要重点监测采取相应措施加强管控。

表 4.11 财务风险指标排序

排序	财务风险评价指标	指标归属	指标得分	财务风险等级
1	财务制度整合	财务整合风险	76.902	较低风险
2	融资渠道	融资风险	75.375	较低风险
3	融资能力	融资风险	74.749	一般风险
4	财务管理目标整合	财务整合风险	74.099	一般风险
5	财务组织整合	财务整合风险	73.351	一般风险
6	内在价值评估	定价风险	72.453	一般风险
7	并购环境	定价风险	72.052	一般风险
8	信息不对称	定价风险	68.975	一般风险
9	资产负债率	偿债风险	68.901	一般风险
10	融资成本	融资风险	68.351	一般风险
11	谈判人员能力	定价风险	67.575	一般风险
12	融资支付方式	融资风险	66.075	一般风险
13	流动比率	偿债风险	66.074	一般风险
14	速动比率	偿债风险	65.252	一般风险
15	利息保障倍数	偿债风险	63.875	一般风险

在对并购财务风险评价体系具体 15 个指标得分进行具体排序后发现虽然财务风险等级集中在较低风险与一般风险两个区间范围内，但具体分值还是存在较大差异，70 分以下的评价指标共有 8 个占总指标数一半以上，其中主要来自于偿债风险。依据此次并购案例的财务风险排序可以有效帮助阿里巴巴快速识别出风险来源及其相关影响因素，从而做到有的放矢在今后投资管理与后期运营过程中提前制定好风险控制预案，提高并购重组活动的最终成功概率。从实际情况来看，虽然并购 LAZADA 存在很多问题，但如果资本性资金能够及时注入，缓解资金压力，同时通过收购条款约束、防范潜在负债与损失，则总体而言，财务方面并无重大问题。综上所述，本文认为，从财务可行性角度而言，该 LAZADA 投资前景较好，且当时收购其股权的时机亦较好。

## 第五章 结论与讨论

### 5.1 结论及建议

#### 5.1.1 结论

论文首先依据“财务风险识别、评价及控制”这一逻辑链条展开国内外文献梳理以提炼出当前课题；其次逐步缩小与企业并购有关财务风险理论阐述，以“企业并购、并购财务风险及财务风险识别控制必要性”为依据引出论文研究工作重要内容，其中从并购流程及财务风险渊源出发把并购财务风险具体划分为 4 类，即定价风险、融资风险、偿债风险与财务整合风险；同时基于理论分析中的财务风险动因并联合之前学者对于评价体系构建的研究，创新完善了“企业并购财务风险评价体系”，该项评价体系主要采用层次分析法与数学模糊理论做基础；然后系统介绍阿里巴巴并购 LAZADA 过程中的风险识别、评价与控制，主要在评价环节对论文所构建的评价体系作出验证；最后在中国企业并购大背景下根据实际需求和产生的问题，对怎样识别与控制并购财务风险提出一些对策建议。

#### 5.1.2 建议

近年来随着经济复苏日趋繁荣，在我国越来越多的企业选择并购重组方式作为自身拓展市场份额，实现多元化经营的战略投资活动。论文以财务风险作为研究起点，对主要风险展开识别评价，并提出相应的防范措施。这对于优化我国企业预防抵制财务风险，有着尤其关键的现实指导作用。

##### 1. 打造完备的跨境电商生态系统

首先并购过程中，其财务风险同时存在客观、变动、共存和不确定的特点，贯穿于企业并购的各个节点。企业在并购流程里的各种变量指标都会对财务风险产生影响，引发预期结果偏离。并且，随着后续活动的推进，财务风险会随着企业内部变动与外部宏观环境的变革而发生转变。对于互联网电商行业而言，进行全球扩张是企业最主要的发展方式和竞争手段，能促进企业自身的发展和产业的升级，但是作为新兴市场中的跨境电商企业，阿里巴巴并购东南亚 LAZADA 的绩效评价及其启示仅通过并购行为进行扩张布局远不利于企业长期持续发展，因此企业若想扎根于国际市场，必须通过立足于实际，做好长远的规划，实行国际化经营战略，制定远大的全球化发展目标。阿里巴巴通过并购 LAZADA 平台作为市场跳板，在一时之间风靡东南亚的电商市场，这能打造阿里巴巴的核心电商

业务在国际市场中的影响力，与此同时阿里巴巴还将支付宝与 LAZADA 自有支付系统 Hello Pay 链接起来，构建了更加完备的金融支付体系，也为支付宝的推广使用打开了渠道；在物流方面的建设，阿里将菜鸟物流与 LAZADA 自建物流体系很好的融合在一起，共同参与东南亚地区的物流建设；因此阿里巴巴布局海外市场不仅拓展了核心电商业务，还将产业布局到了支付和物流领域，阿里巴巴通过多元化的全球战略，极大丰富了海外经营模式。因此同行业的其他企业在海外扩张的战略上要以此为鉴，运用多样的扩张模式，在拓展业务的同时加强自身优势的建设，打造全方位的海外经营模式，综合运用大数据功能来打造更加完备的平台服务系统，实现物流的高效、资金的高周转以及服务质量的极大提高，构建一张全球战略的布局网，实现平台用户数量和交易量的快速增长。

## 2. 创新电子商务的商业模式

企业并购准备时期，并购方做出并购决策的先决条件是明晰并购动因，根据行业未来趋势及自身发展状态以判断应当对哪些领域展开并购。对待并购的标的企业开展尽职调查，通过专业机构定性定量对比评估，优选出最贴切并购方需求且性价相对高的对象。由于传统的电子商务模式 B2B、B2C、C2C 比较单一、缺乏创新性，因此很多企业正在试图将单一的业务模式进行融合，开创了新的业务运作模式即 B2B2C，很明显这是将三种单一模式的汇集，通过中小企业领域和个人消费用户平台的连接，开创了一种新型业务流通模式。LAZADA 公司最初采取的是垂直型管理模式，通过自营商城进行线上交易，通过效仿亚马逊的商业模式搭建专属的存货仓储体系，最核心的业务板块是 B2C 模式，待自营商城扩大后又拓展了 C2C 的商业模式，因此 LAZADA 具备较丰富的经验和坚实的业务模式基础，所以被阿里巴巴收购之后开创了全新的 B2B2C 的新兴市场。通过后期的业绩表现也足以证明 B2B2C 的商业模式有助于促进 LAZADA 销售额的增长，根据相关数据显示，运用新的商业模式所创造的营业收入占据了公司全部收入的 70%，这意味阿里巴巴和 LAZADA 平台连通之后，更多的商家可以享受一站式“履约”服务，不仅扩展了商品上架规模还有效降低了库存压力。因此对于中国互联网电商来说，开发新的电子商务模式将有利于加快库存商品的周转，能够极大提高企业的营运能力，将生产者、商家和消费者更紧密的联系起来，提高平台的业务效率，更高效的延伸产业链。

## 3. 密切关注财务指标的变化与风险

企业并购实施时期，支付类型和融资结构所导致的风险会对并购结果产生重大影响。差异化的支付类型促成差异化的财务风险，所以应当根据自身的现实经营状况，选择恰当的支付类型。由于互联网电商企业的资产构成比较特别，流



动资产占据了大头比例，而负债比率也比较高，这就是所谓的高风险轻资产行业；该行业的用户群体基数较大但单笔成交金额却可以很小，产品的流转周期更迭频繁，所花费在平台运营和宣传媒介上的投资费用较多。因此本案例重点考察了阿里并购前、并购中和并购后时的财务风险。互联网企业在经营过程当中会投入大量的财务资金进行产品研发，虽然会带来巨大的现金流量，但也需要承担较大的资金占用风险和财务风险；此外如果企业平台运营不当则势必会导致企业陷入资金荒，增值业务收入降低，投资回报期延长，所以对于开展跨国并购的互联网企业而言，关注现金流量的变化，加强资金的管理，密切关注相关财务指标的变化就显得尤为重要，此外由于平台用户的黏性不具有固定性，而产品的定制都是围绕客户需求展开，因此通过流量引导，加快产品的更新换代也是重要课题之一。

#### 4. 遵循“先小后大”的海外并购战略

企业并购整合时期，并购交易完成后下一阶段应当关注的重点转移至双方在财务管理、运营协作、企业文化及组织机构等多维度融合，因为只有将两家企业真真正正重组整合成为一体才能形成“合力”，最大程度激发出发展潜力。进行海外并购的中国互联网企业通常是具备雄厚资本，实力强劲的大厂，例如：阿里、京东和腾讯，每家企业为了海外扩张而纷纷进行大规模的并购活动，利于企业获得相应的市场资源，降低获取成本及提高核心竞争力。虽然大部分互联网电商企业都在进行扩张，但根据一些案例的总结，发现很多大厂的并购并不是全部成功，阿里也不例外，其在印度市场并购 Snapdeal 的失败事件为阿里巴巴后进入东南亚市场提供了经验教训，由于东南亚的电商市场发展尚不成熟，平台搭建和业务体系等方面还不够完善，处于一个起步和逐步上升的阶段，因此进入的难度和壁垒都比较低；其次东南亚地区都是发展中国家，电商市场发展空间广阔，对其进行战略投资受到绝对的欢迎，因此通过阿里巴巴的前后并购事件对比可知，中国跨境电商企业在并购对象选取的时候最好采取“先小后大”的并购战略，这样能更加有效的去攻克市场壁垒和并购中可能遇到的难题，沿着“一带一路”沿线国家作为海外市场开拓对象，选择高潜质优的企业作为并购标的。

## 5.2 不足与展望

### 5.2.1 不足

企业海外并购浪潮源于西方发达国家，中国企业海外并购的起步晚，并购范围窄。因而，中国学者主要针对西方发达国家企业的海外并购开展财务风险研究，而针对中国等发展中国家的研究并不多。中国国内在这一领域中的研究还处于刚



起步状态，没有成熟的理论文献可参考，本文试图通过理论分析与案例分析相结合的方式，对我国企业海外并购的财务风险实施分析与研究，没有固定的研究模式可遵循。本文从经济学和管理学双重视角对中国企业海外并购的财务风险进行研究，研究过程中，对中国企业海外并购财务风险的影响因素分析不够。海外并购的财务风险是在全球经济一体化，各国企业参与全球竞争的背景下产生的，但并购同时也会对并购双方企业的财务状况产生负面影响，本文未能对影响的程度作深入研究。

1. 论文内容多集中于财务指标的分析研究，并未过多涉及到与企业并购相关的非财务指标，显然这是本文的一个遗憾，希望在以后研究过程中可以有机会把非财务指标纳入企业财务风险评价框架中。

2. 由于阿里巴巴并购 LAZADA 属于上市企业案例。由于跨境原因，有很多信息沟通不畅，拘泥于有限的信息与阻碍，在确定此项并购重组的影响因素权重与具体应对财务风险打分时，或多或少存在较大主观性。所以，本文主要提供一些解决问题的关键思路，在以后工作中提供些许借鉴作用！

### 5.2.2 展望

中国企业在对东盟直接投资时，首先要对投资目的国的区位环境进行深入的调查研究，掌控可预见的风险。同时对于变化比较大的政治环境和市场环境，尤其要密切做好应对风险的前期准备，准备企业面临风险时的应急预案，避免因突发事件引起的经济损失。首先，防范政策变动带来的风险。企业在投资东道国的时候一定要对东道国的政治环境进行一个详细的分析和预测，并在日常经营活动中及时主动的关注分析东道国政府的政策信息，做好风险评估，提前做好准备，防范因政策变化给企业投资带来的损失，防范经济波动带来的风险。主动了解东盟各国的市场经济变动情况，做好充分的风险防范工作和应急预案，最大程度的降低企业损失。

## 参考文献

- 艾志群.(2001). 企业并购的财务风险. *四川会计*.(12), 23-25.
- 白雪洁,孙红印,汪海凤.(2016).并购行为与市场势力:基于中国 A 股企业的分析. *当代经济科学*. 38(3):106~113.
- 曹号.(2019).我国互联网企业并购风险控制研究. *华中师范大学硕士论文*:22-25.
- 曹丽萍.(2012).实现规模经济目标下企业并购财务问题研究. *生产力研究*. 04:245-246.
- 曾章备.(2015).我国互联网企业并购的现状与风险防控研究. *中国市场*.(29):156-159
- 陈传兴, & 徐颖.(2014). 跨国并购企业财务风险及其应对策略. *国际经济合作*(11), 5.70-74
- 陈福中,陈诚.(2011).委托代理及其对网络型产业并购绩效的影响——基于信息技术业的实证证据. *金融发展研究*. (7) :13~19.
- 陈和爱(1998).纳税人当您受到税务机关行政处罚时. *草原税务*. 第 006 期
- 陈胜蓝,马慧.卖空压(2017).力与公司并购——来自卖空管制放松的准自然实验证据. *管理世界*.07:142-156.
- 陈泽,侯俊东,肖人彬.(2012).我国企业海外并购价值创造决定因素实证研究. *中国科技论坛*.(12):62-68.
- 陈志超,谭旭.(2015).中国制造业企业海外并购绩效研究. *现代商业*.(11):188~190.
- 程聪,钟慧慧,钱加红.(2018).企业绩效评价方式与并购绩效 Meta 分. *科研管理*.39(1):11~19.
- 杜攀.(2012).企业并购财务风险分析与防范. *经济研究导刊*.03:114-116.

- 杜群阳,徐臻.(2010).中国企业海外并购的绩效与风险:评价模型与实证研究.《国际贸易问题》(09):65~71.
- 方晶,陈雷,王东亮.(2019).探索资产评估价值对企业并购重组的作用与影响.《企业科技与发展》214- 215.
- 付凯.2019.企业并购重组中资产评估与具体方法研究.《财会学习》.189- 191.
- 傅强,方文俊.(2008).管理者过度自信与并购决策的实证研究.《商业经济与管理》(4).76~80
- 高亢.(2013).中国互联网巨头并购给地方门户网站带来的启示.《新闻爱好者》.12:12~15
- 高振明,黄玮强.(2016).中国企业海外并购的困境与对策.《宏观经济研究》(6):98~103.
- 葛结根.(2015).并购支付方式与并购绩效的实证研究——以沪深上市公司为收购目标的经验证据.《会计研究》(09):74~80+97.
- 郭漫.(2013).企业并购财务风险及其管理研究——以中国平安并购深圳发展银行为例.《财会通讯》(30):97-101.
- 韩世坤.(2001).Internet 并购: 拉开第六次并购浪潮的序幕.《经济纵横》.01:53~56
- 洪锡熙,沈艺峰.(2001).公司收购与目标公司股东收益的实证分析.《金融研究》(03):26~33.
- 侯林芳.(2018).企业跨国并购财务风险评估与控制研究--以三一重工并购普茨迈斯特为例.《会计之友》(13):60-64.
- 黄速建, 令狐谔.(2014).并购后整合:企业并购成败的关键因素.《经济管理》(04):12-14.
- 嵇杨.(2019).上市公司的收购与企业兼并理论问题研究.《中国经贸导刊》(5):56-57.
- 焦桂梅,崔家峰.(1999).企业兼并重组的可靠性分析.《系统工程理论方法应用》.03:62-65.

李崇.(2014).浅析我国企业海外并购的财务风险及防范建议.《*会计师*》,01:37-39.

李娟.(2014).企业并购会提高生产率吗?——基于中国制造业微观数据的检验.《*世界经济研究*》.09:68-74+89.

李美文.(2018).企业财务风险及其控制问题研究.《*财会学习*》.(10):15-16.

李沛洁,平一鸣.(2010).浅谈企业并购中的财务风险.《*山西财经大学学报*》.32(S1):193.

李琼,游春.(2008).产业效应对中国上市公司并购绩效和并购动机的影响.《*技术经济*》.(05):121~128.

李昱哲,梅丽霞.(2018).并购重组中互联网企业估值定价问题研究.《*中国资产评估*》.(4):20-24.

李芸,贺冰倩.(2018).我国航空企业改革中的企业兼并行为研究.《*时代金融*》.(4):67-69.

励敏捷,刘艳君,陈敏. (2014).中国数字新媒体行业跨国并购的绩效研究.《*新金融*》.12:50~53

廖哲韬,陈共荣等.(2011).企业并购中财务风险的控制和防范.《*国有资产管理*》.(12):29-31.

刘波.(2017).基于交易与整合的企业并购财务风险控制.《*财经界(学术版)*》.(3):70-71+73.

刘红霞,王秀婷,李任斯.(2014).基于国家风险的我国企业跨国并购交易财务政策选择研究.《*中央财经大学学报*》.03:61-68.

刘洪江.(2018).参与并购活动企业的创新激励--基于上市企业并购案例的实证研究.《*科技管理研究*》.(15):14-22.

刘梅.(2019).美团公司并购摩拜单车财务风险控制研究.《*财会学习*》.(5):56-56.

刘勰,李元旭.(2016).我国企业跨国并购绩效影响因素的研究.《*国际商务(对外经济贸易大学学报)*》.(03):65~73.



刘欣.(2012).移动互联网产业与并购动因分析.现代商业.12(21):11~19

刘瑶,程聪.(2019).中国企业海外并购与全球价值链布局研究.阿里巴巴并购东南亚 LAZADA 的绩效评价及其启示.财经问题研究,(01):44~51. 46

刘振峰.(2013).企业并购财务风险评价模型构建.经济研究导刊.31:165-168+178.

卢永红.(2014).我国企业并购的财务风险与控制.企业经济.(05):185-188.

卢永琴,熊伟.(2009).企业并购中协同效应量化模型理论研究.西华大学学报,28(3):88~90.

陆永政.(2013).我国企业跨国并购支付风险控制分析.会计师.07:32-33.

马永斌.(2020).公司并购重组与整合.清华大学出版社

倪耀琦.(2018).中国互联网企业并购逻辑研究—基于资源观的 BAT 并购战略比较分析.时代金融.(15): 56-57.

聂建平.(2012).我国企业并购的财务风险分析及防范.财会研究.11:51-53.

潘乐媛.(2015).阿里巴巴并购优酷土豆财务风险的识别与防范.财经界(学术版).(3).35-45.

邱红丽.(2019).我国上市公司跨国并购动因及影响因素研究—基于多项 Logit 模型的实证分析.山西财经大学学报.(5): 98-106.

沈静.(2015).企业并购财务风险分析与控制.财会通讯.20:105-107.

史红燕.(2003).企业并购的支付方式述评.财经问题研究.第4期总第323期 88-92 页

宋林,彬彬.(2016).我国上市公司跨国并购动因及影响因素研究-基于多项 Logit 模型的实证分析.北京工商大学学报.31(5):98~106.

宋维佳,乔治.(2014).我国资源型企业海外并购绩效研究—基于短期和中长期视角.财经问题研

究.(07):98~105.

孙文军.(2002). 健全制度 完善手段 切实搞好农村财务管理. 山东农业: 农村经济(12), 4-5.

孙轶,武常岐(2012). 企业并购中的风险控制:专业咨询机构的作用. 南开管理评论.15(04):4-14+65.

汤谷良, & 朱蕾.(2002). 自由现金流量与财务运行体系. 会计研究(4), 32-37.

唐大中.(2013).网络游戏: 并购推动产业升级.上海信息化.01:37~39

唐燕玲.(2017).阿里巴巴并购优酷土豆案例研究.新疆财经大学硕士论文.12-23.

汪立元.(2012).浅谈汽车制造业并购财务风险及防范.特区经济.03:299-301.

王春华, 田杨, & 卢春燕.(2013).企业并购内部控制风险分析——以中钢集团为例.生产力研究(9), 165-167.

王晋忠,张志毅.(2013).过度自信理论文献综述.经济学家(3):94~99.

王琳(2018).企业并购风险分析及防范措施.财会学习.(22):78-78.

王玮晔,张煦.(2018).浅谈资产评估在上市公司并购重组中的作用.中国集体经济.104- 105.

王小华,史美华.(2004).企业并购中财务风险的成因及防范措施.财会通讯.(11):24.

王小梅.(2013).跨国并购中的财务风险及其防范.石家庄铁道大学学报(社科版).701:16- 20.

魏明.(2005).基于交易成本理论的企业纵向并购动因分析.经济师.(4):76~77.

吴俊卿.(2015).企业并购制度实务层面之问题与对策.金融经济.14:148-149.

吴利明,刘鸿兵.(2012).企业并购财务风险分析及控制研究.经济师.02:165-166.

吴芹.(2012).浅析企业并购操作阶段的税务风险管理.涉外税务.(10):74.

吴茹月.(2013)企业跨国并购战略中的财务风险控制研究——基于中国移动并购巴基斯坦 Paktel 公司案例.财经问题研究 S1:103-107.

谢诗蕾.(2006).并购财务风险的识别与控制.财会通讯(理财版).08:39-40.

杨洁,高丽红.(2011).中国企业跨国并购动因及效应分析.现代商贸工业(16):91~92.

杨玲,叶妮.(2013).企业并购财务风险研究——以吉利并购沃尔沃为例.财会通讯.08:120-122.

杨敏.(2013).我国上市公司并购绩效的实证研究.会计师.(04):3~4.

姚顺源.(2019).我国互联网企业并购风险分析——以滴滴并购优步为例.辽宁师范大学学报(自科版).(5):159-166.

叶厚元,沈君玉.(2003).企业战略性并购及其风险识别.统计与决策.02:25-26.

袁天荣,杨宝.(2014).企业海外并购整合风险机理:诱因、衍化与治理.海南大学学报(人文社会科学版).32(03):91-97.

张文佳.(2015).我国企业跨国并购的动因分析.金融发展研究.(3):3~9.

张祥,张健.(2014).机遇与挑战:中国企业的跨国并购.南方经济.(1):2-9.

章军.(2013).企业在进行并购民营个人股份中的思索.企业研究.(10):37+39.

赵宪武.(2002).企业并购财务风险及其控制.山西财经大学学报.,03:29-30.

赵玥.(2019).战略与竞争优势.北方金融.78-79.

周绍妮,文海涛.(2013).基于产业演进、并购动机的并购绩效评价体系研究.会计研

究.(10):75-82+97.

祖英奇.(2020).房地产企业财务管理的风险防范策略.《纳税》.14(09):93-94.

Aditya R Khanal.(2014).Impact of mergers and acquisitions on stock prices:The U.S.ethanol-based biofuel industry.*Biomass&Bioenergy*.61(2):138-145.

Anderson J. Sutherland D. Severe S.(2015).An Event Study of Home and Host Country Patent Generation in Chinese MNEs Undertaking Strategic Asset Acquisitions in Developed Market.*International Business Review*.24(5): 758~771

Bertrand O, Betschinger M A. (2012).Performance of domestic and cross-border acquisitions: Empirical evidence from Russian acquirers. *Journal of Comparative Economics*.24(03): 231~235

Bhagat S.,Malhotra S.Zhu P.C.(2011).Emerging Country Cross-border Acquisitions:Characteristics, Acquirer Returns and Cross-sectional Determinants.*Emerging Markets Review*.12( 3) : 250~27143

Boubakri and Trikit.(2008).Long-term Post-merger Performance of Firms in India.Vikalpa the Journal for Decision Makers.(11):110~121

Caglanyan. M, Rashid. A. (2019).The response of firms' leverage to risk: Evidence from UK public versus manufacturing firms. *Economic Inquiry*.(52):351-363.

Chakrabarti& Gupta-Mukherjee. (2010).The effects of mergers and acquisitions on stock price behavior in banking sector of Pakistan. *Journal of Finance and Data Science*.24(14): 114~137

Coase,P.H.(1994).Synergy,agency,and the determinants of premia paid in mergers.*Journal of Financial Economics*.11(3),155~159.

Dikovae H.M&A(2010).Risks Rise Without Pre-Closing Due Diligence.*Financia*



Executive .September.26(7):48~50.

Du M(2015).Boateng A. State Ownership, Institutional Effects and Value Creation in Cross-border Mergers & Acquisitions by Chinese Firms. *International Business Review*.24(3):430~442

Ferrara D, Bacon F.(2014). Merger and acquisition announcements effect on acquiring company's stock price: A test of market efficiency. *Proceedings of Allied Academies International Conference*.19(01):9~46

Florian Geiger, Georgios Efthymoulou,Liza Jabbour.(2016).Foreign VS Domestic Acquisitions on Financial Risk Reduction.*Working Papers*.35(2):19-36.

Florian Geiger, Georgios Efthymoulou,Liza Jabbour.(2016).Foreign VS Domestic Acquisitions on Financial Risk Reduction.*Working Papers*,35(2):19-36.

George Alexander, Christos F. Mavrovitis, and Nickolaos G. Travlos.(2012). “How have M&As changed? Evidence from the sixth merger wave”, *The European Journal of Finance*, vol. 8, pp. 663-668.

Gugler (2003).Implicit Self and Identity. *Annals of the New York Academy of Sciences*.2003,(27),88~101

Jain P A, Sunderman M. (2014).Stock price movement around the merger announcements: Insider trading or market anticipation?. *Managerial Finance*.(08):821~843

Johnson,B.A.(2001).Takeovers,restructuring and corporate governance.*Prentice Hall Upper Saddle River Nj*.(35): 153~156.

Joseph.H.Marren.(1995).The essence of M&A.China CITIC Press.

Klein,B, Benjamin,R. (1978).The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firm.*Journal of Industrial Economics*. 9 ( 3 ) ,277~296.

- Krallinger J C.(2000) *Mergers&acquisitions : managing the transaction*.New York: McGraw-Hill Press:25~27
- Malcolm Baker, Xin Pan, and Jeffrey Wurgler.(2012).“The effect of reference point prices on mergers and acquisitions”, *Journal of Financial Economics*, vol. 252, pp. 49-71.
- Marco Bade.(2018).The effects of mergers and acquisitions on the information production of financial markets.*Quarterly Review of Economics and Finance*.(6):12-23.
- Martynova, Hernando I.(2006).M&As performance in the European financial industry.*Cepr Discussion Papers*.30(12):3367~3392.
- Mihuandayani, Ema Utami.(2018).Design Concept Integration Tax Payment System with Implementing Financial Technology.*International Journal of Modern Education & Computer Science*.(5): 15-22.
- Morck&Yeung B.(1992).,“Internalization An Event Study Test”,*Journal of international Economics*.33: 41~56
- Mueller,D.C.(1969).A Theory of Conglomerate Mergers.*The Quarterly Journal of Economics*.83(4):643~659.
- Myers, S.C. and Majd, S. (1987).Abandonment Value and Project Life. *Advances in Futures and Options Research*.4.1-21
- Netter,J.Stegemoller, M. Wintoki, M.B.(2011).Implications of Data Screens on Merger and Acquisition Analysis: A Large Sample Study of Mergers and Acquisitions from 2005 to 2009. *The Review of Financial Studies*.(8).109~115
- Nikolaos K, Dimitris P,Nickolaos G.(2018).T.Credit ratings and the choice of payment method an mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*..25:474- 493.
- Purba D. Kusuma, Azhari, Reza Pulungan.(2016).Agent-Based Buyer-Trader Interaction Model of

- Traditional Markets.*International Journal of Modern Education & Computer Science*, (11):1-8.
- Ran D.(2018).Riding the merger wave:Uncertainty,reduced monitoring,and bad acquisitions.*Social science Electronic Publiahing*.107(1):69-88.
- Rao-Nicholson R.Salaber J.Cao T.H.(2016).Long-term Performance of M&A in ASEAN Countries.*Research in International Business and Finance*. 36( 1) : 373~387
- Saiful Izzuan Hussain, Steven Li(2018) The dependence structure between Chinese and other major stock markets using extreme values and copulas.*Journal International Review of Economics & Finance*.Volume.56.(421-437)
- Samuel.C.Wraver.(2004).Theoretical foundations of cross-border M&A:A review of current research and recommendations for the future. *Journal of International Management*.
- Sara Moeller.(2003).The Long-term Operating Performance of Mergers and Acquisitions.*Working Paper*.(1),1~5
- Servaes,H(1991).Tobin's q and the gains from takeovers.*Journal of Finance*.(1): 409~419.
- Paul M.HealyKrishna G.PalepuRichard S.Ruback(1992).Does corporate performance improve after mergers?*Journal of Financial Economics*.Volume 31. Pages 135-175
- Sui, Y. and Dumitrescu-Peculea A.(2016).Financial risk identification and control of cross-border M&A enterprises.*Audit Financiar*.vol. XIV, no. 12(144)/2016, pp.1368-1377.
- Sun R. și Ying.Y. (2010).The analysis and defense of financial risks in enterprise M&A, *The technology and innovation management*. no. 1, pp. 74-76.
- Vassiliki Bamiatzi,Georgios Efthyvoulou,Liza Jabbour.(2018).Paul Mgh Guest The Impact on UK Acquirers of Domestic,Cross-border,Public and Private Acquisitions.*Journal of Businedd Finance andAccounting*.(36):324-345.

Xiaojun Du, Lingsha Cai, and Yanhua Shi(2014).“Research on Outsider Weaknesses and International M&A Performance”,*Management Science*. Vol. 79, pp. 65-67.

Young Bong Chang,Wooje Cho.(2017).M&A:A Review.Part L,*Studies in Economics and Finance*.Vol-33(1):147-188.

Young Bong Chang,Wooje Cho.(2017).M&A:a review.Part L.Studies in Economics and Finance.Vol-33(1):147-188.

Yu Yu, & Jianqiong Wang.(2014).“Research on Market Timing Theory Expansion Based on China's Capital Market Characteristics”.*Economic System Reform*, vol. 126, pp. 138 – 140,

Yuhang Zhao(2015).“Research on the Performance of China's Internet Mergers and Acquisitions-Taking Youku's Mergers and Acquisitions of Tudou as an Example”, *Enterprise Reform and Management*, vol. 21, pp.223-224.





## 致 谢

漫长的时间，一旦启程，便只是弹指一挥间。两年的硕士攻读生活一晃而过，回首走过的岁月，心中倍感充实，无比自豪。在论文即将完成之际，感慨良多。首先，我要诚挚的感谢我的导师池昭梅。从论文的选题设计到实证研究及整个论文的写作过程，自始至终都倾注着导师的心血。导师严谨的治学之道、谦逊的处事之道、积极乐观的生活态度让我终生受教；其次，我还要诚挚的感谢我的领导和身边的朋友，在我攻读硕士期间，无论是在我本职工作上还是论文写作中她都全力支持并提供帮助；我还要感谢我亲爱硕士班同学们，是他们给我单调枯燥的科研生活增添了绚丽的色彩，在我求学最困难最需要的时候，你们总是鼓励我，在我心情低落时为我分忧，在我信心不足时给我打气，从生活的点点滴滴中给我帮助、给我鼓励。

此外，我还要特别感谢我的爱人和我两个可爱的儿子，没有他们的体谅、包容和支持，相信这两年的求学之路不会如此平坦。我的妻子在自己努力工作，为家庭未来拼搏的同时，帮我分担了很多家里的事务。在我求学过程中鼓励我，帮助我在每个难关寻找突破，耐心的对待我的每一次心浮气躁；儿子的性格开朗乐观，懂事聪慧，学习积极主动，坚持体育运动和自己的兴趣爱好。和谐美满的家庭是我最大的靠山。

最后，谨以此文献给我挚爱的双亲，他们的支持和鼓励是我前行的动力。两年的艰苦求学，他们陪伴我读书，帮我照顾孩子。想到此，心中万千感慨与感激。

前路漫漫，唯有怀揣感恩以致远！

霍自通

二〇二二年一月十七日

## 声 明

作者郑重声明：所呈交的学位论文，是本人在导师的指导下进行研究工作所取得的成果。尽我所知，除文中已经注明引用内容和致谢的地方外，本论文不包含其他个人或集体已经发表的研究成果，也不包含其他已申请学位或其他用途使用过的成果。与我一同工作的同志对本研究所做的贡献均已在独立研究报告中做了明确的说明并表示了谢意。

若有不实之处，本人愿意承担相关法律责任。

独立研究报告题目：阿里巴巴并购 LAZADA 的财务风险研究

作者签名： 

日期：2022年2月28日



## 个人简历

姓名：霍自通

学历：

2022 年 工商管理硕士，工商管理专业  
泰国正大管理学院

2004 年 理学学士，工业设计专业  
天津大学机械学院

职业：汽车设计 设计执行总监

工作地点：上海君趣汽车科技有限公司（众泰汽车上海分公司）  
上海市闵行区浦江镇联川路 258 号浦江智地精品商  
务园 7B7320

E-mail: KYO\_HHH@126.com

专业能力/特长：汽车设计开发制作；汽车模型设计；量产车型设计；精通模型结构设计、数控、加工、铣削；新能源汽车设计；模型行业发展趋势等。

