

异质性资本配置视角下 企业境外并购项目商誉管理实践

——以中远海控并购东方海外为例

季丁筠 苗慧颖 孙宜甲 王竹泉

摘要：航运业属业务同质化较为严重的行业之一，业内并购现象多发，并购中商誉确认及其后续计量一直是业内关注的热点问题。本文以中远海控股股份有限公司并购东方海外(国际)有限公司为例，基于异质性资本配置视角，分别对并购前智力资本和社会资本支撑高额商誉的合理性以及并购后异质性资本发挥协同效应实现有效的商誉风险管控进行分析，从中总结出企业在并购中应注重规范投前管理以严控商誉估值风险、并购后强化协同效应以防范商誉减值风险两点启示。

关键词：异质性资本配置；商誉减值；商誉管理；商誉风险管理

中图分类号：F275 **文献标志码：**A **文章编号：**1003-286X(2024)09-0026-05

2018年，中远海运控股股份有限公司（以下简称中远海控）通过并购东方海外(国际)有限公司（以下简称东方海外）产生约48.68亿元商誉，同年航运业上市公司商誉的平均金额约为15亿元，中远海控并购东方海外的商誉数额约为当年商誉均值的3.24倍。按照2022年6月国务院国资委发布的《关于加强中央企业商誉管理的通知》规定的“境外项目以及溢价率（即支付对价/经备案的收购股份对应评估价值-1）高于两年内可比行业或企业平均水平50%以上的项目（以下简称高溢价项目）作为管理重点”，该

并购项目当属从严管控对象。此外，2018年以来，航运业上市公司计提的商誉减值准备数额呈上涨趋势，表明商誉减值风险逐年提升，而中远海控并购东方海外产生的约48.68亿元商誉至今未计提减值准备。该商誉是否能够客观真实地反映东方海外所具备的不可辨认无形资产价值？高额并购成本是否造成了国有资产流失？商誉从未计提减值是否合理？本文拟基于异质性资本配置视角，围绕并购前东方海外智力资本与社会资本如何合理支撑高额商誉，以及并购后其优化配置与高效协同如何实现商誉风险管控

进而在后续计量过程中无需计提商誉减值准备进行分析并总结启示，以期为中心企业商誉管理创新实践提供借鉴。

一、案例分析

（一）并购前：异质性资本支撑商誉的合理性分析

1. 智力资本对高额商誉形成有力支撑。智力资本集中反映了企业的核心人员智慧、关键技术、管理体制、组织结构以及企业文化等所能带来的价值创造潜能，体现在企业拥有的企业家才能、研发创新团队、先进管理模

基金项目：国家自然科学基金项目“资本效率及财务风险信息扭曲与多层次资本错配研究”（72072166）；中宣部文化名家暨四个一批人才工程

作者简介：季丁筠、苗慧颖、孙宜甲，中国海洋大学管理学院、中国企业营运资金管理研究中心硕士研究生；

王竹泉，中国海洋大学管理学院教授，博士生导师，中国企业营运资金管理研究中心主任，通讯作者。

式等诸多方面。东方海外成立于1947年,1992年在中国香港上市,目前在全球100多个主要城市拥有约130个营运网点,主要为客户提供全面的物流及运输服务。作为国际综合集装箱航运及物流公司之一,其在多年发展中不断运用新技术、加强人才培养、推动管理创新,积累了丰富的智力资本资源,为此次并购高额商誉提供了可靠支撑。

(1) 新技术运用方面。东方海外构建了集航运商业信息系统与航运管理系统为一体的数字化航运体系。包括:采用Data Point、IRIS系列航运商业信息系统掌控全球客户及船员信息以有效运作全球商业信息网络;利用人工智能(AI)、物联网(IoT)及区块链等新技术优化业务运营,以精准预测并制定最优空箱调运方案;推广运用智能货运系统软件,在提高自身货运系统营运效率的同时帮助运输业合作伙伴提高服务能力和运作效率,以促进供应链健康发展。

(2) 技术人才培养方面。为更好地支撑系统开发,2004年东方海外成立信息技术开发中心,技术研发团队超400人,专注于航运物流应用平台及相关软件产品开发。2018年4月,东方海外与国际研究机构微软亚洲研究院开展合作,培训超200名AI研究领域的工程师负责研究优化航运网络运营,并针对需求预测、动态定价和服务网络设计等具体问题,研究具有创新性的点对点的数据驱动解决方案。

(3) 营运管理创新方面。东方海外通过应用国际先进的集成IT系统整合供应链管理与业务流程,优化实物运输、供应商与文件管理以及信息流可视化等,以降低操作成本及缩短运输时间。同时,设立供应商风险管

理体系,监控各地区供应商集中度及服务情况,以改善供应链透明度,提高工作效率,降低营运成本。这一举措使东方海外在并购前已拥有超23 000名活跃且优质的供应商。此外,东方海外船舶网络控制管理以全球网络全面可视化实现了航运流量控制及干扰管理,大幅提升了船舶的整体利用率。

(4) 绿色创新方面。东方海外采用自主研发的航运碳排放数字计算器等信息技术工具提高其财务报表中碳排放信息披露的透明度,同时运用人工智能技术建造环保船队以更好满足关注环保表现的客户需求及日趋严格的全球环保标准。此外,公司2016年被纳入富时社会责任环球指数(FITSE4 Good Global Index),成为第一家建基于香港,并被纳入该指数的国际航运及物流业公司,体现了其在企业管治、环境保护、雇员发展等方面的绿色创新能力。

(5) 管理团队方面。东方海外高管团队多年来不断开拓企业航线网络,同时加强航线运营筹划、运营网络规模建设以及风险管理。一是对货物资料及航运安排实施精密管控,提高了整体货物清关效率。二是采取航线联合与航线扩张策略,不断更新航线业务的服务范围,为企业完善各地区航线网络规模并优化服务质量赋能。三是在2015年年底国际油价走低导致航运业远洋运费降低、经营环境困难的情况下,高管团队及时重整航线、削减亏损航线并撤回多余运力,表现出较强的业务风险管理能力。

2. 社会资本对高额商誉形成合理支撑。社会资本主要体现了企业与内外部人和物之间的关系与结构,集中反映了企业与各方利益相关者之间的

合作共赢所能带来的价值创造潜能。东方海外成立70余年来,与行业内多数大型企业保持着良好的协作互利关系,积累了丰富的社会资本,为此次并购商誉的形成提供了合理依据。

(1) 联运网络方面。并购前,东方海外已具备全球多式联运网络,包括:在亚洲与日本、泰国、马来西亚等国家和地区合作开展多式联运驳船服务;通过联营公司在欧洲、北美洲等地区建立集装箱码头,并在当地通过开设铁路专线,与当地铁路运营企业合作的方式将内陆与港口紧密相联,在降低运输成本的同时吸引更多的内陆客户。

(2) 同盟互助方面。2016年4月东方海外与中远海控、中国台湾长荣海运股份有限公司、美国总统轮船有限公司以及法国达飞海运集团成立“海洋联盟”,其合作范围涵盖亚洲与西北欧、地中海、美国东西海岸往返航线以及大西洋航线等,这使得东方海外自身航线得到优化,从而能够承接中小规模订单,在拓宽营业范围的同时有效降低企业运营成本。东方海外通过联盟合作还与业内优势企业实现协作,以应对更多的外部竞争压力,从而在运营过程中降低风险、提升企业价值。

(3) 社会关系方面。东方海外还借助中国香港地区优势形成了稳定可靠的银企关系,如与美国银行、中国银行、花旗银行和华侨银行等10家主要银行合作,以享受境内外金融市场上优惠的企业借款利率。同时,利用香港特别行政区政府建设港口基础设施、设立驻海外和内地的经贸办事处等支持航运业发展的多项举措享受政府政策红利。

(二) 并购后:异质性资本发挥协

同效应实现有效的商誉风险管控

1. 东方海外智力资本存量为中远海控技术优化提供支持。

(1) 信息技术及人才协作方面。中远海控成立于2005年,是中远海运集团航运及码头经营主业上市旗舰企业和资本平台。公司于2005年6月在香港联交所主板上市,2007年6月在上海证券交易所上市。中远海控并购东方海外后,一是有效利用后者长期积累的技术优势和数据资本建立全球化航运商业互联网,推进数字化航运建设,实现了智力资本的保值升值。例如,2019年7月,与多家港航运营商签署全球航运商业网络(GSBN)服务协议,成立全球航运商业网络联盟。作为航运供应链相关方协同合作的数据平台,联盟合作推出的基于区块链技术的操作系统——无纸化放货业务使进口货物办理出港时间从24~48小时缩短到4小时以内。二是加快推进技术研究的互补协作,在不同方面实现协同效应。例如,与东方海外技术团队合作将现有中台系统IRIS-2升级至IRIS-4版本,实现系统更新换代,从而与东方海外现行企业信息系统保持一致,促进集团业务协同发展;在设备共享系统中采用机器学习技术,更好实现中远海控与东方海外之间集装箱库存共享管理的协同效应,提升集团整体集装箱库存管理效能。三是东方海外向中远海控不断输送技术人才,为IRIS-4系统在中远海控的顺利运作提供技术支持。

(2) 营运管理及团队合作方面。中远海控收购东方海外后,坚持推行双品牌战略,在业务前端,“中远海运”和“东方海外”两品牌协同发展,维持两家公司面向客户的前端销售和服务体系不变,从而保证了客户服

务的延续性;在成本控制等中后端职能方面,中远海控新任6位副总经理,其中4位来自东方海外,并成立协同管理办公室,主要从运力和航线网络规划管理、集装箱管理、采购管理等方面推动实现协同运作。运力和航线网络规划管理方面,由东方海外航线主管带领东方海外航线网络管理人员配合中远海控统一规划航线,提升企业整体运力,使东方海外现有运力资源和航线网络对中远海控形成有效的补充和完善。集装箱管理方面,由东方海外航线贸易部牵头,与中远海控子公司中远海运集装箱运输有限公司(以下简称中远海运集运)统一安排造箱、租箱,无缝共用双方的集装箱,同时整合双方堆场,最大限度提升堆场和集装箱的利用效率,节约造箱、租箱成本。采购管理方面,由东方海外企业策划部主管统筹领导,将采购团队中的区域采购组划分为北美组与西欧组,并设立新造船组和保险理赔组,各采购项目独立发挥职能,实现整体物流布局,助力集团采购降本增效。这种双品牌管理团队强强联手实现了中远海控经营效益的显著增长,同时东方海外也实现自身效益增长,使自身先进的管理经验在集团内部得以落地。2018年中远海控的集装箱单箱收入从2017年的3 842.44元/箱提升至4 909.62元/箱,集装箱单箱利润从305.61元/箱提升至360.44元/箱。此外,为保持东方海外高级管理人员工作的持续性,中远海控承诺保留东方海外的管理团队和全球服务网络,保留东方海外原薪酬和福利体系,两年内不因收购辞退员工。这是中远海控对东方海外原有管理制度和管理团队的肯定,也是对人才智力资本支撑下的高额商誉进行风险管理的重要

举措。

2. 东方海外社会资本优势为中远海控创造价值。并购后,2021年东方海外首次利用亚欧大陆桥与跨大西洋航线连接中国和美国东海岸,对多式联运路线进行了有益补充。同时,东方海外海铁联通的多式联运网络为中远海控向客户提供优质物流解决方案提供了新思路,对中远海控整体运输网络起到了很好的补充作用。此外,中远海控通过发展南北航线重整航路,优化供应链运作效率,实现了国际航线单箱收入的稳步提升。中远海运集运作为中远海控旗下承担主要航运任务的子公司,受东方海外并购带来的协同效应明显,主要体现在其单箱收入的提高上(见图1)。

此外,中远海控与东方海外同属海洋联盟成员,在同一联盟内,企业既各司其职又遵循着统一的发展战略,共享客户信息。相较于跨联盟并购,更有利于降低沟通成本和航线重新布局成本,加强联盟内的资源整合。事实上,并购后,中远海控的确实现了规模效应,成为世界第三大航运公司,运力占国际航运业比重达12.25%,竞争力大幅提升。

另外,如图2所示,东方海外贷款实际利率始终低于央行贷款基准利率。并购后,中远海控利用东方海外稳定的银企关系获取贷款,享受境内外金融市场最优借款利率,缓解了融资压力,降低了财务风险。同时,如图3所示,中远海控通过东方海外获得香港特别行政区政府的政策支持,企业经营的船队挂靠国家和地区从2016年的79个增长至2022年的140个,挂靠港口数量从2016年的254个增长到2022年的576个。虽然从2021年起中远海控计算挂靠港口数量的口

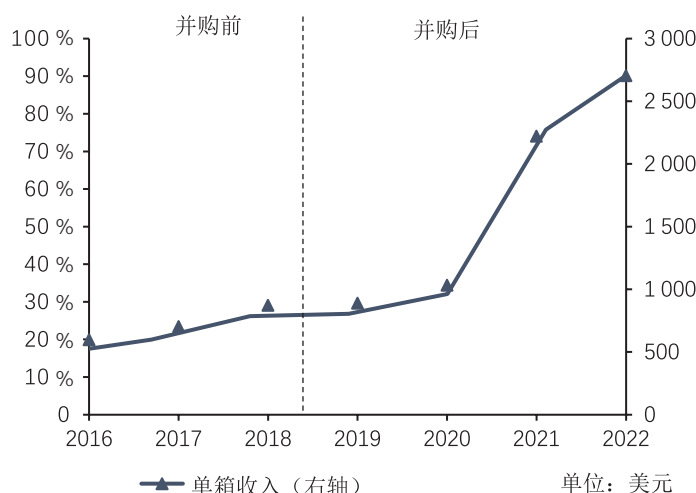


图1 2016~2022年中远海运集运单箱收入趋势图

数据来源：中远海控2016~2022年度财务报告

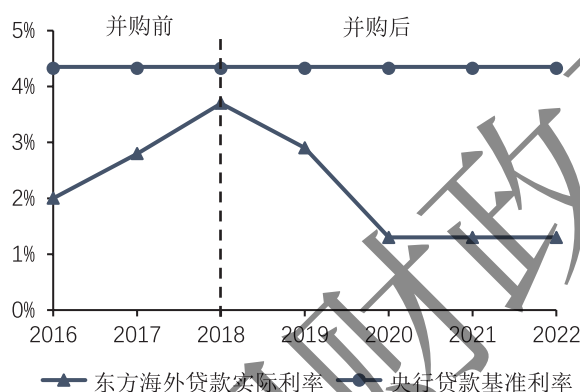


图2 2016~2022年东方海外银行贷款利率与央行基准利率对比

数据来源：东方海外2016~2022年度财务报告

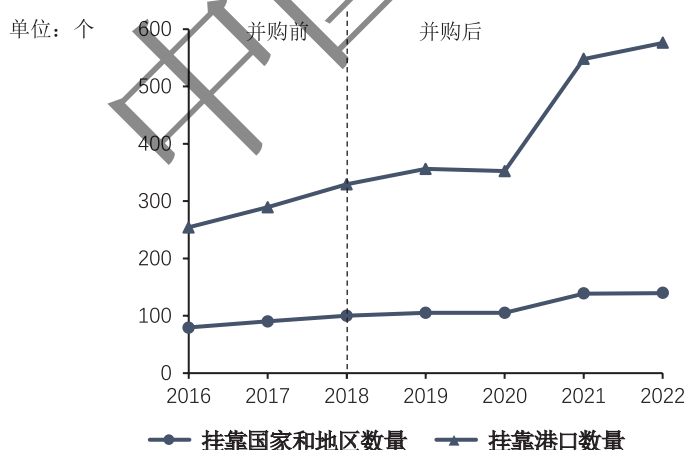


图3 2016~2022年中远海控挂靠国家与挂靠港口数量趋势图

数据来源：中远海控2016~2022年度财务报告

径有所改变，包含了驳船挂靠的内河港口数量，但从整体趋势而言，中远海控船队挂靠的国家与地区以及港口的数量保持上升态势，表明企业与多个国家和地区政府之间的关系逐年向好。

二、启示

中远海控通过并购东方海外获取其高价值的智力资本与社会资本，并将旗下中远海控集运与东方海外两家集装箱运输品牌公司联合，打造“双品牌”战略，从异质性资本配置视角来看实现了良好的资源协同效应，提升了整个公司的经营效率和效益，避免了高额商誉风险。从这一案例中可以总结出以下两点经验与启示：

（一）规范投前管理，严控商誉估值风险

由于并购中社会资本、智力资本等不可确值的资本占比较高，因此并购方企业应加强投前管理，充分获取被并购方智力资本和社会资本信息，全面了解和析被并购方的未来持续盈利能力，有效衡量商誉价值。

1. 预先评估智力资本存量，关注数字化信息互联情况。并购方可从人才、管理、商业网络建设三方面评估被并购方智力资本对自身核心竞争力的增益效应，从而进行合理有效的确值：一是被并购方企业的高级管理人才和技术人才的数量及质量。人才资源是企业必争的紧缺资源，通过并购可直接获取本行业内的高级管理人员与高新技术人才。二是被并购方企业的管理体系建设程度。数字技术竞争与企业发展息息相关，并购能够获取以数字技术为主的智力资本，从而推进数字化管理体系搭建，为建立全球化的商业互联网提供助力。三是被并



图 / 刘勤

购方企业的商业网络建设程度。行业间上下游业务协同复杂,存在较高的沟通成本,并购后扩展商业网络建设能够提高行业间的沟通效率。

2. 预先分析社会资本优势,弥补自身社会关系短板。企业社会资本主要包含客户关系、银企关系、政企关系、品牌价值等。在并购过程中,并购方可从三方面评估被并购方社会资本优势:一是并购方与被并购方的运营业务密切程度。密切的合作关系使双方能够遵循相似的发展战略,整合客户关系网络,发挥规模化业务优势。二是被并购方现有社会资本能否帮助并购方取长补短。为使并购后的社会资本价值最大化,在并购方社会资本的优势领域,被并购方的加入需评估是否能发挥“1+1>2”的效用;在并购方的劣势领域,评估被并购方社会资本的加入是否能弥补其不足进而提升其经营效益。三是被并购方的社会资本是否为稀缺资源。稀缺资源体现在被并购方社会资本的独特性,如享受他人无法获得的优惠政策,拥有完善且强势的客户关系网络等。此类社会资本虽无法确值,但在企业的生存与发展中起到至关重要的作用,并购后并购方将收获特殊的发展优势。

(二) 强化协同效应,防范商誉减值风险

异质性资本最终是否能避免并购方企业计提巨额商誉减值,与被并购方企业智力资本与社会资本能否与并购方企业产生有效协同作用密不可分。并购后,并购方应有针对性地按照投资前预设的战略方针协同整合异质性资本,注重运营情况的跟踪分析与投后评价,将高额并购商誉中的重要组成部分——社会资本和智力资本有效转化为企业的成长和盈利能力,从根本上防御商誉减值风险。

1. 整合双方商业运营网络,以优带劣。如同航线网络是航运业企业的生命线,商业运营网络是企业实现持续经营及高质量发展的重要抓手。企业并购后,可推进商业运营网络的优化整合,以优势网点带动劣势网点发展,整合相似网点以扩大区域经营规模,使企业快速占领市场,降低网点运营成本,进而形成多方联动、完整协调的商业运营网络。

2. 整合双方人才储备和数字化信息平台优势。双方优秀人才与数字技术的汇聚,能够优化企业运营效率。并购方可在吸纳被并购方优质数据库与信息技术的基础上,优化数字化信息互联平台,逐步整合形成全方位、多维度的数智化体系,使企业运作更加高效。

3. 发挥双方整合后的社会资本优

势,增强企业综合实力。例如,通过并购获得稳定可靠的银企关系、政府政策的支持,为自身发展提供助力,进而增强优势业务扩展能力,弥补企业漏洞,提升综合实力。

责任编辑 李卓

主要参考文献

- [1] 孙莹,宋晓缤,王竹泉.异质性资本配置的企业理论初探——基于海尔金控要素配置的多案例剖析[J].中国软科学,2022,(6):158-168.
- [2] 王竹泉,孙文君.现实基础与未来预期相结合的商誉管理新思路[J].财务与会计,2023,(15):6-9.
- [3] 王竹泉,杜媛,曲冠青.企业混合所有制改革的多维考察与机理分析[J].财务与会计,2016,(1):25-27.
- [4] 刘君.中远海控并购东方海外的案例研究[D].北京:中国财政科学研究院,2022.
- [5] 薛超.中远海控并购东方海外国际的财务风险分析与控制研究[D].吉林:吉林财经大学,2020.
- [6] 马虹.中远海控并购重组研究[D].厦门:厦门大学,2019.