

分类号_____

密级_____

U D C _____

编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 东山精密连续并购绩效研究

研究生姓名: 唐利宏

指导教师姓名、职称: 郭恒泰 教授 李宗义 注册会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 企业理财与税务筹划

提交日期: 2021年5月30日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 唐利宏 签字日期： 2021.6.1

导师签名： 郭晓峰 签字日期： 2021.6.5

导师(校外)签名： 李宇 签字日期： 2021年6月10日

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意 (选择“同意”/“不同意”) 以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊(光盘版)电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 唐利宏 签字日期： 2021.6.1

导师签名： 郭晓峰 签字日期： 2021.6.5

导师(校外)签名： 李宇 签字日期： 2021年6月10日

The Performance Analysis of Series Mergers and Acquisitions In DSBJ

Candidate :

Supervisor:

摘 要

近年来,世界电子信息制造业受到国际形势的影响,以及国内庞大的消费电子市场吸引,我国逐渐成为世界电子信息制造业的中心,吸引着国内外资本的流入。在此背景下,我国传统制造业企业在通过内生式发展的同时考虑到电子信息制造业较高的行业壁垒,往往通过一系列并购来实现快速转型升级以谋求进入该行业。基于此,文章以东山精密在五年内四次并购事件为研究对象,通过对其连续并购绩效表现,探究东山精密连续并购对企业价值的影响。

东山精密是一家传统民营制造业企业,在国内制造业转型升级的背景下,东山精密在五年时间内发起了四起并购。本文整理了东山精密 2014-2018 年四起并购事及其并购过程,并以此为研究对象,通过多种绩效研究方式检验东山精密连续并购绩效表现:(1)在财务绩效方面,东山精密连续并购短期绩效总体表现较好;在长期绩效方面,通过财务指标法、熵值法、托宾 Q 值三种绩效方法互相验证可以得出,东山精密在长期绩效方面总体表现良好;(2)在非财务绩效方面,东山精密在客户、产业结构、科研能力以及管理能力等方面都有了较大的提升。

研究表明,东山精密连续并购很好地促使企业转型升级,带动企业市值增长,但多次通过股权质押方式获得现金来支付并购款极大影响了东山精密的偿债能力,因而企业在进行连续并购时应尽量依托自身已有资源,结合企业整体战略审慎选择并购标的,优化并购支付方式。

关键词: 传统制造业企业 连续并购 并购绩效 东山精密

Abstract

In recent years, the world electronic information manufacturing industry is affected by the international situation, as well as China's huge consumer electronics market attraction, China gradually become the world electronic information manufacturing center, attracting the inflow of domestic and foreign capital. In this context, China's traditional manufacturing enterprises through the endogenous development of the electronic information manufacturing industry, taking into account the high industry barriers, often through a series of mergers and acquisitions to achieve rapid transformation and upgrading to seek to enter the industry. Based on this, the article examines the impact of four M&A events in five years on the corporate value of Dongshan Precision through the performance of its successive M&As.

Dongshan Precision, a traditional private manufacturing company, has initiated four mergers and acquisitions in a five-year period in the context of the transformation and upgrading of the domestic manufacturing industry. This paper collates the four M&A events of Dongshan Precision from 2014-2018 and their M&A processes, and uses them as the research object to examine the performance of Dongshan Precision's successive M&A through various performance research methods: (1) in terms of financial performance, Dongshan Precision's successive M&A short-term performance is generally good; in terms of long-term performance, the three performance methods of financial index method, entropy value method and Tobin's Q value are verified against each other It can be concluded that Dongshan Precision has generally performed well in terms of long-term performance; (2) in terms of non-financial performance, Dongshan Precision has made significant improvements in terms of customers, industrial structure, research capability and management capability.

The results of the study show that Dongshan Precision's successive mergers and acquisitions have contributed to the company's transformation and upgrading and increased its market capitalisation, but the repeated pledging of equity to obtain cash

to pay for the mergers and acquisitions has greatly affected Dongshan Precision's solvency, so the company should try to rely on its own resources, choose the target of the mergers and acquisitions carefully and optimise the payment method for the mergers and acquisitions.

Keywords: Traditional manufacturing enterprises; Continuous M & A; M & A Performance; Dongshan Precision

目录

1 绪论	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究意义.....	2
1.3 文献综述.....	2
1.3.1 连续并购的内涵研究.....	2
1.3.2 连续并购的动因研究.....	3
1.3.3 连续并购绩效评价研究.....	4
1.3.4 文献述评.....	5
1.4 研究方法及其研究内容.....	6
1.4.1 研究方法.....	6
1.4.2 研究内容.....	6
2 相关概念及理论基础	8
2.1 连续并购的概念.....	8
2.2 连续并购的动因.....	8
2.2.1 协同效应理论.....	8
2.2.2 多元化经营理论.....	9
2.2.3 微笑曲线.....	10
2.2.4 价值低估理论.....	10
2.3 连续并购的绩效评价方法.....	10
3 东山精密连续并购案例介绍	12
3.1 公司简介.....	12
3.1.1 公司发展历程.....	12
3.1.2 东山精密连续并购前后行业背景.....	13
3.2 东山精密并购实施过程.....	16
3.2.1 收购苏州牧光（MOGL 公司）.....	17
3.2.2 收购维信公司（Mflex 公司）.....	17
3.2.3 收购苏州艾福电子.....	17

3.2.4 收购珠海超毅（Multek 公司）	18
3.3 东山精密连续并购过程总结.....	18
3.4 东山精密连续并购动因分析.....	21
3.4.1 推动公司整体战略的实施.....	21
3.4.2 优化业务格局，提升公司价值.....	22
3.4.3 获取协同效应.....	22
3.4.4 抓住 5G 时代发展机遇，谋求新的利润增长点.....	23
3.4.5 区位优势推动东山精密转型升级.....	24
4 东山精密连续并购财务绩效分析.....	26
4.1 东山精密连续并购短期绩效分析.....	26
4.1.1 短期绩效窗口期选择.....	26
4.1.2 累计超额收益率的计算.....	26
4.1.3 短期财务绩效分析.....	27
4.2 主要财务指标分析.....	30
4.2.1 偿债能力分析.....	30
4.2.2 盈利能力分析.....	33
4.2.3 营运能力分析.....	35
4.2.4 发展能力分析.....	36
4.3 托宾 Q 值分析.....	38
4.4 基于熵值法的绩效评价.....	40
4.5 财务绩效分析小结.....	45
5 东山精密连续并购非财务绩效分析.....	47
5.1 客户层面.....	47
5.1.1 客户资源丰富与整合.....	47
5.1.2 市场占有率及影响力提高.....	48
5.2 产业结构优化.....	49
5.3 科研能力提升.....	50
5.4 内部管理水平提升.....	51
5.4.1 管理能力提升.....	51

5.4.2 实施员工持股激励计划.....	52
5.5 非财务绩效分析小结.....	52
6 结论与启示.....	54
6.1 结论.....	54
6.2 启示.....	54
参考文献.....	56
致谢.....	60

1 绪论

1.1 研究背景

随着经济全球化程度不断加深以及科学技术的高速发展,地区行业之间的壁垒被打破,与之而来的是企业间的竞争不断加深。制造业是一个大国的支柱,支撑着国内各大经济体系,近年来,一方面是伴随着人口红利的消失、发达国家回归制造业的口号,我国传统制造业一度面临着缺人才、缺技术的困局,另一方面是在国际形势波澜诡谲与我国国内良好投资环境及庞大的消费市场下,大量国内外资本流入国内市场,在此背景下,国内企业尤其是传统制造业企业为了尽快增强企业自身竞争力、获取市场开始进行并购整合,相较于在既有业务上内生发展,更多得企业在充沛的资金支持下纷纷选择通过并购迅速提升企业实力,在此推动下,我国在 2014 年后成为世界第二大并购投资地。如果说并购是一把“双刃剑”,那连续并购则更像是在刀尖上“跳舞”,企业采取连续并购的投入资源远超单次并购,相应的机会与风险也进一步增加,成者如世纪华通,传统业务与新业务协同并进,败者如天神娱乐面对高额商誉减值。

电子信息制造业作为 21 世纪以来蓬勃发展的产业,受到国际形势的冲击,以及我国逐渐形成的完善生产链和世界最大消费电子市场,我国已经成为世界电子信息制造业的核心。作为互联网技术与传统制造业的交叉点,传统制造业企业纷纷转型升级为电子信息制造业企业。然而受限于我国电子信息制造业起步较晚,许多关键技术受制于欧美等发达国家,为了能够快速进入该行业,我国传统制造业企业在自身研究开发同时也竭力寻找机会通过并购获得关键技术及生产基地。但大型企业的转型升级并不是一蹴而就的,传统制造业企业为了在新行业尽快站稳,往往通过对多家同行业企业开展连续并购,以期快速获得行业地位。其中,东山精密作为传统民营制造业企业是典型通过海外并购与国内并购同时进行,成功从一家国内老牌钣金制造业企业跨越式成为世界一流电子信息制造业企业的典型。故本文以东山精密连续并购为案例,通过对东山精密连续并购事件梳理分析其动因,并结合绩效分析评价其连续并购行为的得失,从而为其他传统制造业企业给予一定建议和启示。

1.2 研究意义

目前，国内学者对并购的研究大多是对单次并购忽略了企业战略的整体性，对于连续并购的研究文献较为缺乏，连续并购的时间跨度往往更长，影响变量也更多，难度也更大。连续并购不像单次并购目的较为具体，往往是在企业战略布局下推动的，通过绩效分析能够更为直接了解连续并购的效果，因而更为有价值。本文在研究并购绩效方式时，采用多种绩效评价方法，从多种角度分析连续并购对企业绩效的影响，从而为连续并购研究作出一份绵薄之力。

同时我国较多的传统制造业行业面临着行业集中度低、产品附加值低、企业管理困难等问题，随着我国人口红利的逐渐消失，这些传统制造业企业不得不面临转型升级这一问题，并购重组是转型升级最为快捷有效的，又能切实解决当前主要行业问题。而 2016 年以来，随着我国并购市场的火热，许多传统制造企业往往都通过连续并购战略推动自身转型升级，在连续并购过程中，每一次单独并购及其整合都影响了整体战略的实施，通过对东山精密这一成功完成连续并购战略的企业进行研究，分析其得失，能够为正准备或正在进行中的传统制造业企业提供一个很好的指导作用。

1.3 文献综述

本研究将从连续并购的概念、连续并购的动因、连续并购的绩效及其评价方法等方面对现有的文献进行梳理。

1.3.1 连续并购的内涵研究

随着并购潮的兴起，单一公司在一定时间段进行并购的次数也逐渐增多，且许多同一公司的并购战略往往有一定的关联性，因此国内外学者也从对单一并购的研究逐渐拓展到对公司系列并购的研究。“连续并购”（Serial Merges and Acquisitions）这一观点最早可认为是国外学者 Schipper、Thompson 等（1993）提出的，他们认为企业连续并购属于“系列计划”，由多个有并购的独立并购事件相组成的企业计划。国内对这一观点的研究起步较晚，国内学者杨君慧（2012）、吴超鹏（2008）等在对连续并购进行研究时均选取的是一个时间段内的多次并购

事件。目前国内外学者在连续并购这一定义上均在连续并购的时间期限和次数有着不同的界定。有些学者对标准界定较为严格，其对相关并购时间次数要求平均每年次数在一次及以上，如国外学者 Fuller (2002)、Brown (2007) 及 Petmezas (2007) 等将连续并购的时间段定为 3 年，次数定为 5 次以上。国内学者受到国内早期环境影响，对这一要求较为松散，早期仅有张广宝与施继坤 (2014) 对三年内至少进行一次的并购的上市公司作为研究对象。我国学者对于连续并购的界定并无太过严格的要求，如 Laamanen 和 Keil (2008) 针对连续并购企业实证研究选取的企业要求为 10 年 4 次以上；刘莹等 (2017) 将对上市公司并购次序研究时将 9 年内发生两次以上并购的公司作为研究对象，于鸿鹰等 (2018) 研究并购活动中组织学习影像方式时选择的是 5 年内并购次数超过 2 次的科技企业。综合文献可以发现，国内外学者对于连续并购案例企业的界定大都有一定的主观性，缺乏权威的解释，其主要受到自身研究方向的影响。

1.3.2 连续并购的动因研究

目前，对于连续并购的动因有较多的研究结果，总体来说可以分为企业角度、高管角度及企业外部三大角度。高管角度来讲，有以下几种观点：从管理层视角来看，Core (1999) 的研究认为随着公司资产规模的扩大，企业管理层为了获得个体利益或是追求报酬而通过并购这一方式快速扩大企业规模，拉升企业市值；Malmendier 等 (2005) 以及 Sarma 等 (2007) 的研究表明企业的并购频率与管理者自信有着正向关系，过度的自信可能导致管理者偏好发起并购；Grinstein 等 (2004) 的研究结果表明管理层实施连续并购目的是为了获得现金或是企业的股权。Shleifer (2003) 则认为企业的连续并购可以从市场驱动角度来进行阐述，并购是企业利用市场来增加自身企业股票市场价值，企业管理者根据企业股票价值决定是否发进行并购，随后 Savor (2009) 证明了这一想法，其研究表明过分高估的企业市场价值会促使管理者发起并购，Field 等 (2017) 研究表明公司董事的收购经验显著影响并购企业的绩效，并且两者呈正相关关系。国内学者中如欧思嘉、郑勇等 (2014) 从行为金融学的角度开展研究表明管理者过度自信是促使企业并购的重要动因；施继坤和刘淑莲 (2014) 用实证研究的方式研究表明管理层频繁实施连续并购相比于过度自信可能是为了追逐个人利益。企业角度来

讲,有些学者从并购经验来作为切入点,国外学者 Haleblian (2006) 针对美国的银行间并购研究表示企业并购经验越多其发起并购的可能性也更大;李捷瑜等 (2017) 以学习效应角度切入认为以往的并购经验会促使企业更加积极参与并购活动,于鸿鹰以及何青松 (2018) 以从同一角度针对科技型企业进行研究表明并购经验会增大企业做出连续并购决定的几率。国内也有学者的研究表明管理层自信以及并购经验共同促使连续并购的发生,如王若曦 (2019) 通过对多家上市公司实证研究表明两者与并购次数呈正相关。郭冰 (2011)、毛雅娟 (2013) 分别从公司治理以及委托代理理论角度进行研究均得出公司高管是推动连续并购这一现象出现的重要原因。张岚及范黎波 (2018) 研究表明连续并购在扩大市场占有率、整合业务、地域辐射以及获取资源方面对企业发展有着更显著的效果。张子煜,谭诗琪 (2019) 从企业规模角度出发,作为有着充足现金流的阿里巴巴其为了快速提升市场份额而开展连续并购。从企业外部因素角度来讲,Anand (2002)、Jarrad (2004) 均认为科学技术发展会促使市场并购次数的上升,而其他如政府政策、经济发展也会促使并购事件发生;综上所述,国内外学者对于连续并购的动因角度各有不同,得出相关结果也不尽相同,因而连续并购的相关研究需要根据不同的研究对象来进行综合考虑。

1.3.3 连续并购绩效评价研究

有一部分学者的研究表明连续并购的绩效表现呈现较差,国外学者如 Jeffrey (2002) 通过对 1990-2000 年上市公司并购事件研究表明企业并购获得市场效应与并购事件间呈现负相关,且财富效应递减,Petmezas (2007) 也得出同样的结果,但 Fuller (2002) 的研究结果却恰恰相反,其结果表明并购公司财务绩效主要受到标的公司的性质影响,而其中并购民营企业获得的财富效应较为明显;国内学者如吴世农等 (2008) 针对连续并购企业的经营业绩研究发现出于管理者过度自信原因,企业的短期连续并购绩效出现下降的表现,但企业的长期学习效应得到了增长;陈瑜 (2009) 则是通过对比单次并购企业与连续并购企业证明连续并购企业业绩逐年降低。另一部分学者则认为连续并购对企业绩效有着较好的推动作用,Croci (2005) 研究表明随着并购的增多,企业绩效并未明显下降,只是从短期来看绩效波动不明显;Ismail (2008) 在针对连续并购研究时发现,企

业在第二次到第三次并购间收益呈现下降趋势但在第四次时却又开始反弹上升。国内学者中胡挺等（2013）通过对工商银行并购案研究发现连续跨境并购从短期到长期都为工行创造了显著收益；门久久（2016）通过事件研究法证明华电国际连续并购获得了良好的财务效应以及协同效应；夏扬，沈豪（2018）的研究发现均胜电子开展连续并购对其短期、长期绩效均具有显著的增益作用，从而证明民企参与连续并购对其企业绩效具有明显的拉升作用；邱红丽（2019）通过事件研究法及主成分分析法对科技型企业研究发现连续并购的长期绩效是积极的。宋雪（2019）通过对复星医药连续并购绩效研究得出连续并购在总体绩效上对企业有着积极作用，但也会给企业带来偿债压力，在一定程度上出现了整合风险。吴慧香，李星翰（2019）在对农发高科连续并购研究认为，企业连续并购中应当注重后续整合。卢琳（2020）通过对天神娱乐高溢价并购研究认为企业连续并购应当注重监管，否则对其并购有负效应。另外有一部分学者考虑得更加全面，国外学者如 Rovit（2003）认为连续并购中如果前一次并购成功对后一次并购的绩效有着促进作用；而 Cosh（2004）则认为首次并购的成功对后期连续并购有着更加突出的作用。而 Aktas（2005）与刘善存等（2011）则关注学习行为的作用，均认为学习行为理性会给企业绩效带来先降后升的 U 型绩效，而学习行为过度自信则会给企业绩效带来副作用。Petmezas, Doukas（2007）研究表明连续并购中管理者理性给企业带来的绩效远高于管理者过度自信。对比国内外学者观点可以发现，国内外学者在对宏观层面连续并购数据上呈现得更多的是副作用，没有为连续并购企业带来明显的财富效应，但国内学者在针对某一具体公司连续并购进行研究时却表明连续并购很好地为案例公司创造了财富。

1.3.4 文献述评

回顾国内外研究文献可知目前对连续并购行为的界定并无公论，连续并购时间与次数要求大多根据研究者本身研究对象自身基础而决定，对于连续并购的相关定义来源于经济学家在结合文献与当时所处资本市场得到，但随着经济发展，以及所适用的研究对象所处行业不同而各不相同，因而本文根据案例公司所处的制造业企业行业并购事件频率确定连续并购范围为五年三次以上。紧接着是对连续并购的动因，连续并购动因主要有三个层级：管理层、企业层、外界。其中管

理层主要围绕管理者自信展开研究,其中过度自信以及管理层寻求利益是导致企业连续并购产生的重要原因;而在企业层则是企业为了占据更多的市场,增加企业市值;外界原因则是经济政治环境以及科学技术的发展。最后是对企业绩效研究方面,被并购企业与并购企业两者相对规模、企业所处环境的变化、企业整合力度、管理层自信还是理性、并购经验都会影响企业绩效,并且国内外对于连续并购绩效整体表现尚无定论。

1.4 研究方法及研究内容

1.4.1 研究方法

文章通过理论结合实际,围绕东山精密 2014-2018 年连续并购事件进行具体分析,采用的研究方法为案例研究法。

本文以东山精密连续并购案例为载体,全面分析其连续并购后的绩效,并通过探究其绩效变化的内在机理及原因,最后提出对其他企业的启示。

1.4.2 研究内容

本文共分五个部分,主要内容如下:

第一部分,绪论。首先介绍了本文的研究背景意义,再进一步对国内外学者对连续并购相关研究进行梳理、整合,最后是对本文行文框架做相关介绍。

第二部分,连续并购的相关理论。此部分主要讲述了本文的理论基础,包括连续并购动因、连续并购及连续并购绩效相关理论。

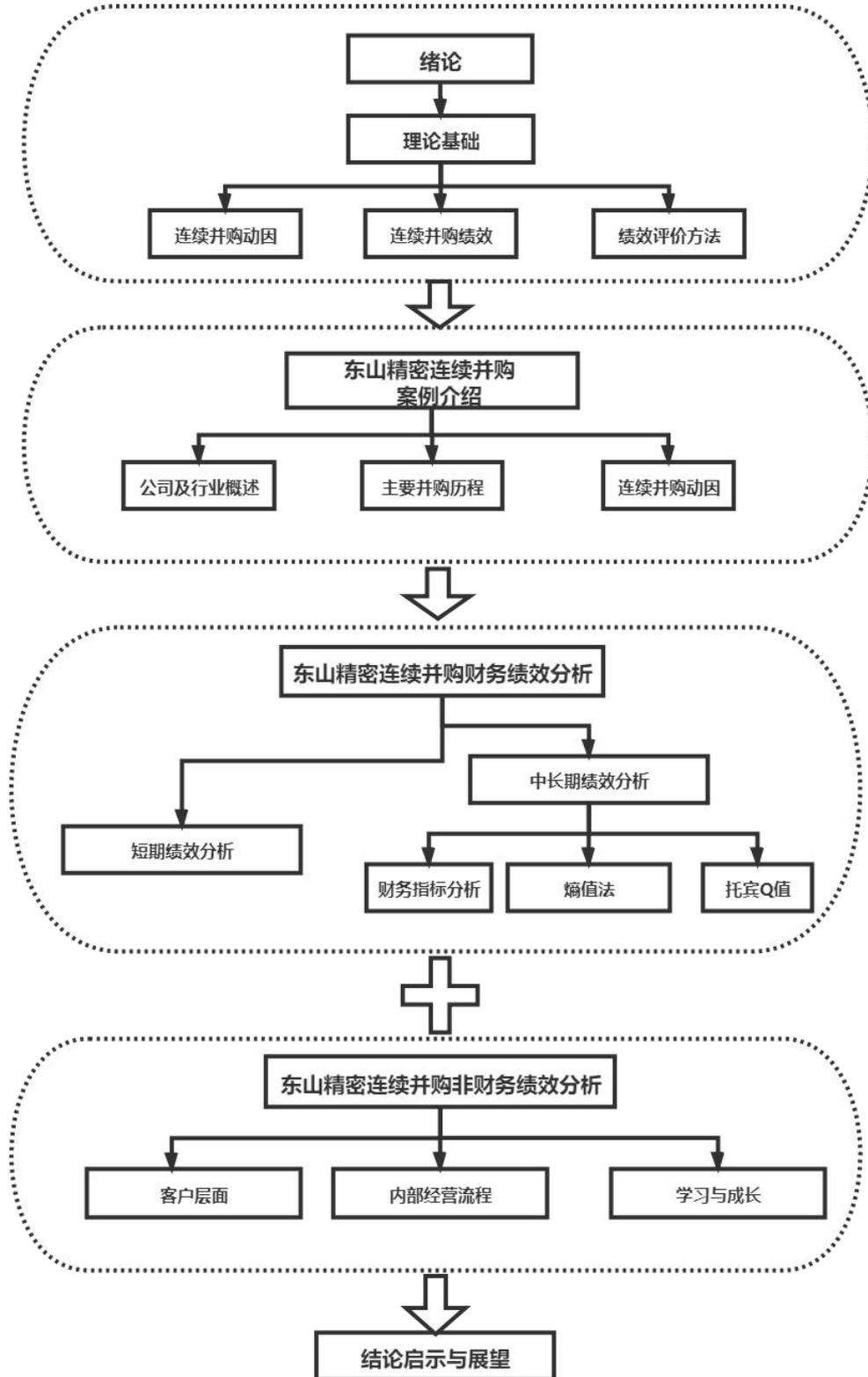
第三部分,东山精密连续并购案例介绍。首先介绍了东山精密及其连续并购所属行业背景变化,然后介绍被并购方的概况以及东山精密连续并购实施路径,最后介绍东山精密连续并购动因。

第四部分,东山精密连续并购财务绩效分析。这一部分从短期财务绩效和长期绩效两个方面进行分析,首先是通过事件研究法分析东山精密连续并购战略的短期绩效;其次是通过财务指标法、熵值法、托宾 Q 值分析进行长期绩效分析。

第五部分,东山精密连续并购非财务绩效分析。这一部分主要分析东山精密在连续并购事件后其客户、内部经营流程、学习与成长三个层面变化。

第六部分，结论与启示。总结东山精密连续并购案对东山精密的影响及相关传统制造业企业的启示。

下图为本文基本研究思路：



2 相关概念及理论基础

2.1 连续并购的概念

并购是指企业通过市场化交易手段收购或合并获得标的企业，并取得其控制权。目前，随着行业的发展，及市场竞争的火热，企业并购行为日趋频繁，单个企业在一定时间段内的并购频率也逐渐上升，国内外学者将单个企业在一定时间段内的并购行为定义为连续并购，但由于受到企业性质、规模、所处行业的不同，对于连续并购的时间、频率又有着不同的界定。本文参考国外学者对连续并购界定的方法，同时考虑到案例企业所处的行业性质，对连续并购这一概念的界定为 5 年内 3 次以上的并购交易。

2.2 连续并购的动因

2.2.1 协同效应理论

赫尔曼于 1976 年系统地提出协同效应，社会的每一个单位都可以通过某种联系产生合作关系，企业也是如此。可以通过并购产生企业预期收益率远高于并购前双方收益的总和，简单地用数字表示便是“ $1+1>2$ ”，Campbel（2000）提出协同效应便如同搭便车一般，通过拷贝成熟企业优势使自身快速达到协同。Tim hin del（2004）改进了 Campbel 等人的观点，他认为，这一效应不单单局限于依靠有形资产来达成，同样可以无形资产来达到，营销网络、科研能力。作业协同效应主要是指作业过程中双方的相互协调，生产效率的提高，作业能力的提高。协同效应主要有企业竞争优势互补、市场地位提升以及获得规模效应。首先，企业并购要共享技术和销售渠道，这样公司的研发支出和销售成本大大降低，其次并购最直接的反应是规模、产量的增加，同时，公司专业的生产设备也减少了，所以固定的成本资产投资减少，单位固定成本也随之减少，最后是合并如果是横向合并，则会增加市场占有率，当企业处于某一环节的地位逐渐上升，则相应地，该企业与上下游供应商和采购商间的谈判能力便逐渐增强，并能够逐渐建起壁垒防止潜在威胁着和抵御当前竞争者；如果是纵向合并，则企业的在上下游环节上

的成本则会进一步降低，通过合并上下游企业可以提高企业所处行业的进入壁垒，控制市场同产品的利润，企业可以直接与终端消费者接触，提高企业对市场的敏感性。财务协同效应是指收购后整体公司财务状况的改善，包括融资和税务规划。在企业并购中实现并购方发现了新的投资闲置资金入口，对于被并购方来说，当行业处于成长期时，较高的融资成本能够给企业带来一定的难度，因此通过并购，可以有效缓解融资难的问题成本方面，另外，并购后双方的偿债能力会增强，规模的扩大，会使资产负债率有所下降，而对于债权人双方来说，债务人不仅仅是一方，而是双方，最后，并购重组的资产方式也可以降低税收负担，通过并购，企业可以获得一定的财务效益。管理协同则是企业在完成并购后，通过对双方管理层关系的梳理，使企业整体管理水平趋同，并购后企业整体管理水平获得一致性，从而提高整体企业管理者的工作能力，为企业获得更多的利润。但就目前并购的现状来看，国内企业并购并不一定能够获得管理协同，国内学者在对并购研究中发现，国内企业并购后大多数并未获得管理协同，甚至造成企业整体管理水平的下降。

2.2.2 多元化经营理论

1957年，安索夫提出多元化经营。当时，多元化经营被简单认为是开发新商品，向新市场推进。1974年，勒梅尔在安索夫的基础上提出了多元化经营理论：多元化，既在企业原有业务基础上，开拓新的发展领域，为企业培育发展新的竞争优势。多元化使企业不仅仅关注一个行业，而是尝试不同的行业，使企业降低单行业受到冲击对企业的威胁，当某个行业受到威胁时，其他行业可能会带来机遇，可以对冲企业的危机。同时，多元化也降低了进入壁垒，旧有业务无法拓展时，新的业务其产业生产量可能增加，积累的资本和原来的产业资源也能快速投入生产，企业在此基础上获得新的盈利产品。多元化经营也有着不小的风险和挑战，首先就是多元化带来的业务板块多样，如何去调和这增加的板块间管理关系就成为多元化经营的首要困难。更深一步，多元化也有个固有的困难既企业如何在一个缺乏认知的行业快速站稳脚跟，并且投入的资源不会影响企业在既有行业的发展；过小的投入，无法让企业在新行业站稳，而过多投入必然影响既有行业的发展，甚至损害到原有行业的地位。

2.2.3 微笑曲线

施振荣在 1992 年为了振兴宏碁集团提出了微笑曲线理论，其图形为一张微笑的嘴，一条曲线表示为产业链，其中左边是研发，拥有全球竞争属性，右边是营销，具有区域性，而正中间也是最低的点是制造。其中两端附加值较高，中间附加值最低，这一理论鼓励公司向两端靠拢暨重视科研作用以及加强以客户为导向的营销服务。微笑曲线主要强调两个点：一是找出产品附加值在哪里；二是竞争的形式状态。

2.2.4 价值低估理论

价值低估理论认为一家企业在不同可能性的因素影响下，在市场上呈现出远低于企业真实价值的市值时，很可能被列为某些有意愿在企业所处行业发展的公司收并购，基于这种认知，理论认为面对日新月异的技术更新及跌宕起伏的市场状态和价格，并购行为将会频发。对于企业被低估的原因，主要有三个可能性：

（1）企业目前的管理者管理水平低下，无法发挥公司全部效能；（2）并购公司拥有外部市场不知道的内幕消息；（3）市场变化造成的公司成本差异，通过收购公司可以获得长期受益。

2.3 连续并购的绩效评价方法

1.事件研究法

事件研究法是指通过市场公开数据测定某一特定事件对上市公司价值影响的分析。在本文中，将特定时间段内多次并购事件视为一次连续并购事件，首先分别考虑单一并购事件对企业市场价值的影响，再综合看多次连续并购事件对企业市场价值的影响。这一评价方法更能体现连续并购对企业短期价值的影响。

2.财务指标法

财务指标法是通过分析连续并购事件对企业在财务指标上的影响，主要体现在偿债能力、营运能力、盈利能力、发展能力四个能力上。财务指标法的分析更加侧重于中长期分析，但一定程度上受到企业公开财务数据真实性的影响，并且指标选取上有一定的主观性。

3. 托宾 Q 值

托宾 Q 值主要基于企业自身条件变化对市场价值的影响，通过对企业市场价值与重置成本的比值，能够在一定程度上避免历史事件、数据对企业价值的影响，更加能够反映企业的长期价值表现。

4. 熵值法

熵值法是指用来判断某个指标的离散程度的数学方法。离散程度越大，该指标对综合评价的影响越大。上市公司的财务数据均能够直接获得，故可以通过熵值法对相关财务数据进行较为客观地定量化分析，从而提供一个较为客观的财务绩效综合评价。

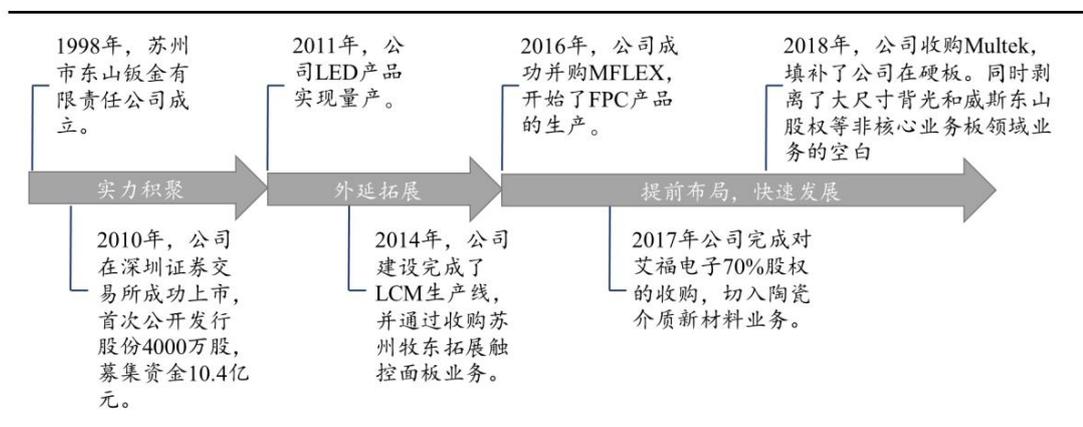
3 东山精密连续并购案例介绍

3.1 公司简介

东山精密（DSBJ）诞生于1980年，其前身为木渎东山镇一家小型加工厂，1998年，公司前任董事长袁富根同几位合伙人正式在苏州吴中区工商局登记为“苏州市东山钣金有限责任公司”，随后在2007年为了上市IPO，东山精密开启股份制改革，改名为“苏州东山精密制造股份有限公司”，当时东山精密的主营业务便是精密制造，2010年4月东山精密成功在深交所上市。公司当前主要业务分为三大板块，按业务发展时间顺序排为：（1）通信设备组件及金属构件；（2）LED及其封装；（3）电子电路。目前东山精密主要深耕于消费电子及智能制造行业，目前企业拥有1300余种精密设备及技术。2019年度，东山精密FPC业务全球前三，是苹果公司软板供应企业中唯一一家内资企业，整体PCB业务位居全球前五，内资排名第一。东山精密亦是行业内知名的基站信部件供应商，其客户包括华为、爱立信等国内外知名企业；公司LED小间距RGB封装业务亦是并肩同行，产能位居国内第一。根据公司2020年中报，东山精密的实际控制人为袁富根家族共持股30.09%，其中现任董事长袁永刚持股12.59%，总经理袁永峰持股13.84%。

3.1.1 公司发展历程

公司依靠内生增长和外延并购实现快速成长，其发展历程可分为三大阶段¹：



¹ 发展历程根据公司年报及官网数据手动整理

上市以前：以通信业务起家，基站天线和基站滤波器是东山精密主要产品。

第一次业务转型：2010-2015年，东山精密先后布局LED、LCM模组和TP业务，但因为公司进入该行业市场时机稍晚，且新增的业务客户回款慢而资金占用比高，后期表现乏力，直至2018年部分非核心业务均已剥离出集团，因而本次转型可以说较为失败。

第二次业务转型，2016年至今，东山精密先后布局软板、硬板、5G通信领域，并逐渐构建了双向一体化的PCB产业链，转型比较成功。首先，在2016年通过收购Mflex，布局软板，并借此进入苹果产业链，并在江苏盐城投资生产基地，为其后期投资发展奠定了基础；2017收购艾福电子，进入陶瓷介质滤波器及材料领域；2018年收购世界一流PCB生产商Multek，并完成Mflex与Multek产业整合，并将目前盈利能力表现较差的触控面板业务、LED业务中的大间距业务剥离上市公司核心体系。2018年收购美国技术顶尖的PCB生产商Multek，对旧有的表现不佳的TP及LCM模组、LED产品等业务进行进一步剥离。

3.1.2 东山精密连续并购前后行业背景

东山精密自2010年上市后，便开始筹划业务战略转型升级，根据证监会在2012年修订的相关上市公司行业分类指引显示，东山精密连续并购共涉及两个行业：行业编号为“C39”的计算机、通信和其他电子设备制造业（主要为电子信息制造业）以及编号为“C33”的金属制品业，其中在2017年以后，东山精密通过战略转型，精简主营业务，其仅涉及电子信息制造业。

1. 金属制品业

金属制品产业不仅包括低附加值的劳动密集型产业，如金属制品的日常制造和金属工具的制造，也有需要一定附加技术（冲压、浇筑、激光切割），这些技术普遍涉及精密钣金制造，在生产过程包括铸造等复杂工序，产品种类繁多，用途广泛，既涵盖了人们日常生活中的常用金属产品也涉及到了高端智造行业。近年来，随着我国经济发展，以及高新技术产业不断发展，金属制品的需求也逐渐增长，范围也从原先传统的工农业及生活领域拓展到电子信息设备、生物医药、智能机器人等高端智造行业。自2010年开始，随着大量需求的产生，一方面带来的是行业内蓬勃发展，另一方面带来的是大量竞争者的涌入，与此同时也带来

了一系列问题：

(1) 行业进入门槛低，行业内竞争激烈，集中度低

截止至 2019 年底，我国规模以上金属制品企业数量为 24687 家，较去年同期增长 3.99%，与此同时，大中型金属制品企业却从 2018 年的 2690 家减少至 2185 家，这也是当前我国金属制品行业的映射：较低的行业壁垒以及相关产业政策的匮乏，缺乏竞争力的企业逐渐被淘汰，而竞争力较强或是资金充裕的企业则加快自身转型步伐。



图 3-1 2012-2019 年金属制品企业数量

(2) 行业收入增长缓慢，毛利率低下

金属制品业因为其内部产品复杂性，且产品多为低端初加工产品，产品附加值较低，因而行业毛利率较低，根据智研资讯统计，我国金属制品行业企业毛利率普遍介于 12.5%-13.5%，从图 3-2 可知，我国金属制品行业近年来行业收入几近于 0 增长，2020 年行业收入较之 2014 年仅增长 0.4 万亿元，与成本增长量相等。



图 3-2 2012-2019 年金属制品企业数量

2.计算机、通信和其他电子设备制造业

计算机、通信等电子设备制造业，简称电子信息制造业，是指开发生产电子设备的行业，它具有现代化、高科技的特点。电子信息制造目前是个涵盖范围较广的行业，且与许多行业有一定交叉性，尤其自 21 世纪以来，伴随着通信技术的飞速发展，电子信息制造业也逐渐渗透到了人民的衣食住行方方面面，而在这其中，随着我国 5G 商用时代的到来，消费电子、智能设备、智能汽车等高端制造业与电子信息制造业的交叉性得到了进一步的延伸，目前我国电子信息制造业呈现以下特点：

(1) 行业增长较快，经济贡献占比不断提升

随着近年来国际经济形势复杂多变，以及世界电子信息制造产业中心不断向我国偏移，与此同时，完善的产业链以及庞大的消费市场规模，使我国成为世界上最大的电脑、手机、通信设备制造生产基地。根据工业和信息化部统计数据表明，电子信息制造业增加值增速在 2019 年为 9.6%较之工业增加值增速的 6%高出了 3.6 个百分点。

(2) 创新成果丰硕，未来发展潜力足

2019 年，电子信息制造业申请发明专利数量远超 12 万件，较 2018 年增长近 45%，占全国申请数的 30%；同时，行业研发费用不断加大，2019 年电子信息行业研发费用同比增长 7.5。

(3) 5G 商用时代到来，市场前景广泛

较之原有的 4G, 5G 有着低延迟、高容量的特点, 伴随着 5G 商用时代的到来, 首当其冲的便是, 大规模的相关 5G 设备的更新, 相关通信设备制造商及移动设备制造商将会纷纷采购 5G 元器件以完成相关产品生产更新工作, 这其中涉及的主要是基站天线及基站元器件相关材料, 紧随其后的便是民用 5G 设备更新, 2020 年 1-10 月我国智能手机出货量中 49.4% 为 5G 手机, 约为 1.24 亿部, 通信院预计明年暨 2021 年全球 5G 手机出货量约为 6.11 亿台。智能手机作为当今电子信息制造业的具体体现, 其涵盖了目前主流电子信息制造业产品如触控面板、FPC、PCB 等。另一方面, 5G 低延迟、大容量的特点, 又为智能汽车、物联网、VR 设备等新行业带来了新的增长契机, 这些行业都是 PCB、FPC 等产品的潜在市场。

3.2 东山精密并购实施过程

自 2010 年上市至今, 东山精密共进行了四次并购, 2014 年收购牧光东电旗下全资子公司 MOGL 丰富自有显示屏业务、2016 年收购美国柔性电路板企业维信 (Mflex)、2017 年收购艾福电子提前布局 5G 业务、2018 年收购美国印制电路板企业超毅 (Multek) 完善 FPC 业务布局, 这四次并购构成了现在东山精密四大业务结构, 促使东山精密成为了全球前五大线路板企业中唯一的内资企业。

表 3-1 东山精密并购历程

时间	标的方	标的业务	金额	支付方式	所在国家	主要生产基地地址
2014. 3. 28	MOGL	MOGL 全部股权及 12 项知识产权	5,100 万美元	现金	中国台湾	苏州
2016. 7. 27	Mflex	Mflex 全部股权	61,000 万美元	现金	美国	苏州
2017. 9. 05	艾福电子	苏州艾福 70% 股权	17,150 万人民币	现金	中国	苏州
2018. 7. 26	Multek	PCB 业务相关主体	29,250 万美元	现金	美国	珠海

数据来源: 根据东山精密年报及东山精密官网公示手动整理

3.2.1 收购苏州牧光（MOGL 公司）

Mutto Optronics Group Limited 简称 MOGL，为台湾上市公司牧光东电的全资子公司，主要负责触控显示器电子元件的研发、销售与生产。公司主要地址同东山精密一同位于苏州。原母公司将 MOGL 定位为境内采购、销售中心，处于附加值较低的生产加工环节，因而截止至收购公告发布前 20 个月，MOGL 仍为亏损状态，合计亏损约为 1.6 亿元，按年度分 2012 年度为 8113.4 万元、2013 年度 1-8 月亏损约为 8148.2 万元。东山精密于 2014 年 1 月 14 日在深交所发布公告称拟通过全资子公司香港东山精密收购台湾牧光东电在苏州生产基地 MOGL 全部股权及苏州牧光旗下 12 项相关知识产权，作价 0.51 亿美元，约 3 亿人民币，其中 70% 资金即 3750 万美元于交割日当日付清，20% 资金五个月内分期付清，5% 保证金 12 月内付清。2014 年 4 月 1 日，东山精密发布完成收购公告。

3.2.2 收购维信公司（Mflex 公司）

维信公司英文名 Multi-Fineline Electronix, Inc. (Mflex)，是一家管理总部位于美国加州，主要生产基地位于中国苏州的美国纳斯达克上市公司。维信公司主要致力于 FPC 及相关组件设、生产、销售，其销售网络遍布世界各地，客户包括苹果等知名厂商，并购前，维信公司生产产值与当时东山精密相差无几，约为 6.3 亿美元，位列全球 PCB 企业第 27 名，按产品专业领域排名，在专业 FPC 厂商中排名第 5。东山精密于 2016 年 2 月 6 日公告发布并购方案：通过子公司香港东山在美国设立子公司，再通过美国子公司收购维信公司 100% 股权，并将合并子公司并入维信公司完成并购。在第一次公告时，东山精密拟通过非公开方式通过股票募集资金，但面对繁琐的程序、过长的期间、巨大的资金压力（6.11 亿美元约为 40.72 亿元人民币），东山精密最终实际收购时通过并购贷款、短期融资等方式筹集资金，为此，当时的公司实际控制人袁富根家族进行了高比例的股权质押（99% 左右），给予市场一定程度的不良信号。

3.2.3 收购苏州艾福电子

苏州艾福电子是一家成立于 2005 年主攻于通信元器件产品的高新技术企

业。其主要产品为陶瓷材质新材料，是目前 5G 领域的最新也是最前沿的元器件技术，并且已经达到了批量化生产供货的基本条件，其相关产品已经得到了华为、爱立信等知名通信商的认可。

2017 年 9 月 5 日，东山精密以现金 1.75 亿元人民币向艾福电子 9 名股东收购其 70% 股份，并与原团队约定了业绩补偿承诺，约定三年业绩合计高于 7200 万元，截止至合约期，艾福电子团队已成功完成业绩承诺。

3.2.4 收购珠海超毅（Multek 公司）

Multek 公司（中文名珠海超毅）是跨国巨头企业伟创力旗下电子印刷线路板制造业务的主体合称，根据知名测评机构 Prismark 在 2017 年 8 月的研究报告，Multek 在行业生产厂商市场占有率方面稳居前三十，作为知名美资厂商旗下企业，Multek 在全球范围内均有完善的营销售后体系，在硬性电路板、刚柔结合电路板方面生产技术积累深厚，这与维信公司可以形成很好的互补。当前客户主要有通信领域的华为（2019 年认证通过）、爱立信等；数通领域的思科、亚马逊；消费电子领域的 OPPO、小米和华为。

东山精密在 2018 年 3 月 27 日在深交所发布并购公告，公司准备通过现金 2.925 亿美元向境外上市公司 FIEX(伟创力)收购旗下 PCB 制造主体公司 Multek，其中包括五家境内生产公司、四家大陆境外控股主体以及大陆境外的两家贸易主体。七月份，东山精密完成相关并购，并从 8 月开始并表。

3.3 东山精密连续并购过程总结

1. 内生多元化阶段（2010-2014 年）

在这一阶段，东山精密更多的是对自身业务多元化的探索，在这期间，东山精密以自建业务为主，对外投资并购仅是其对自建业务的补充。2010-2012 年上市初期，东山精密的主要业务收入来自于精密钣金以及精密铸件这两样金属制品业务，占其业务主营业务收入的 60%。但受到通讯业务放缓的影响，公司的主打产品市场受挫，在这期间，以上市初期募集的 9.59 亿元人民币为资金支持，东山精密开启其内部业务的拓展之路。2011 年，东山精密以上市初期募集资金为支持开始涉足 LED 领域，主要通过内生发展。直至 2013 年，东山精密全年 LED

产品营业收入已到达 13.75 亿元,超过原先的钣金业务,达到总收入与的 52.66%。2014 年是东山精密并购元年,这一年伴随着移动通讯设备市场的火热,东山精密开始自筹自建 LCM 生产线,凭借良好生产技术,成功开拓了联想、夏普、OPPO、JDI 等知名客户,通过对内部业务的拓展,东山精密成功将自己业务范围拓宽到电子设备制造业,而随着 LCD 相关业务收入不断提升,东山精密逐渐将自有业务重心转型到电子设备制造业。2014 年,为进一步整合消费电子业务的产业链,东山精密进行了首次并购,公司全资收购了位于苏州工业园区的触控产品生产企业-牧东光电(苏州)有限公司,加入了触控面板业务,依托于原先 LCD 相关业务的技术、客户资源积累,东山精密顺利的进行了上市以来的首次并购,这次并购为东山精密首先是提供了新的客户资源,东山精密自建的 LED 业务聚焦的是大尺寸屏幕需求客户如笔记本、电视机,而并购则为东山精密带来了小尺寸的手机厂商如联想、TCL、华为等知名手机厂商;其次,也为初入这一领域的东山精密带来了成熟的生产基地以及技术,如牧光东电在内陆主要生产基地苏州牧光、12 项知识产权等。经过多年的产业布局,公司拥有 LED 背光、触控面板、模组贴合、结构件的完整产能,打通了消费电子触控显示产业链,完备了精密制造服务体系。

2.外延式并购阶段(2016-2017 年)

在这一阶段,尝到了并购甜头的东山精密的业务扩展方式从原先的自建为主,转为以并购为主,2016 年收购斥巨资 40.72 亿元人民币跨国跨行业收购当时世界排名第六的电路板生产企业维信公司,次年在巨大资金压力下继续斥资 1.75 亿元人民币收购基站滤波器材料内领先者艾福电子 70%股份。

维信公司的并购是东山精密的一场“豪赌”,彼时,东山精密同维信公司的规模处于同一线,且不在同一行业,为了完成此次并购,东山精密高层质押了其近全部股权以快速获取支付现金。而此次“豪赌”使东山精密确定了未来的发展路线。维信公司在 FPC 方面有深厚的技术积累及客户积累作为美资厂商,其本身是 FPC 需求大客户苹果公司的供应商,苹果作为 FPC 产业的导向和引领者,借此收购,东山精密成功成为苹果主要供应商之一,并且维信也与国外如爱立信、亚马逊,国内如小米等先进互联网厂商有着密切合作,这为其未来进入智能设备供应链提供了契机;另一方面,作为业内老牌 FPC 生产商,维信公司本身拥有

着丰富的知识产权积累以及成熟的业务链，借此并购，东山精密能够直接获得维信公司成熟的海外供销体系，加快其自身的国际化程度。

收购苏州艾福电子 70%股份是其对原有金属制品业务的拓展，东山精密并购前主要经营的是金属材质基站滤波器，华为、诺基亚等是其并购前主要客户，而随着 5G 商用化脚步的接近，5G 设备对滤波器材料要求更高，主要原因在于，相比于现在普遍使用的 3G/4G 技术，5G 采取的 MassiveMIMO 技术，对基础设施的天线通道数量有着更高的要求，是原先技术的 7-15 倍，这也就意味较之原来设备，5G 设备对滤波器的需求量同步增长了 7-15 倍，而在当前 5G 设备普遍追求轻、薄的背景下，都对相关滤波器配件提出了更加严格的设计要求，也对材料的重量提出了更严格的标准。在传统的通信时代，滤波器主要以金属材质为主，利用腔体震荡来消除无用的频率，而固定谐振器是不可或缺的零件。目前，金属腔体滤波器随着多年发展，技术成熟，能够批量生产价格较低，但相应的体积重量都远超陶瓷介质滤波器，且陶瓷滤波器不需要固定谐振器，更是进一步降低了体积与重量，体积小、性能好、性价比更高的陶瓷介质滤波器已经成为当前 5G 设备制造商的主要选择。

3. 主业聚集阶段（2018 年至今）

在这一阶段，东山精密主要是对自身业务的调整暨剥离非核心业务、引入战略投资者的同时通过并购补强优势业务。

随着世界 PCB 业务重心不断向中国迁移，已经是柔性电路板（软板）业务业内顶尖制造商的东山精密又一次紧抓机会将并购重点放在了与软板极其接近的硬板上，而 Mutlek 公司这一主要生产基地在国内的制造商便映入东山精密的眼帘。通过并购 Mutlek 公司，东山精密补齐了公司在硬性电路板和刚柔结合电路板上的缺失，成为世界首家同时布局“软板+硬板”的印刷电路板制造商，并且作为 5G 时期最主要元器件之一的 PCB，未来 PCB 将是东山精密又一业务增长点。

五年间四起并购，其中两起远超十亿元人民币的并购，且均通过现金支付，这一沉重压力，使得东山精密不得不在并购 Mutlek 后不断调整其业务范围，为了缓解其资金压力，东山精密引入了有着地方政府背景的苏州尧旺，并将上市公司业务范围内盈利能力不佳的 LCM 及 LED 大屏两个业务剥离转让给第三方，

国有资本的介入能够很好发挥其监督作用，防止代理权的作用，除此以外，在当时控股人高质押的背景下，紧缺资金的东山精密，在国有资本的背书下，能够或多或少缓解未来的资金压力，而业务剥离所得 11.3 亿元人民币很好的缓解了即时压力，并且剥离亏损业务对未来整体业绩也有一定益处。

3.4 东山精密连续并购动因分析

3.4.1 推动公司整体战略的实施

东山精密在连续并购前后均制定了不同时间段的公司战略，从表 3-2 可以看出东山精密早期仅是专注于精密金属构件这一业务领域，随着公司发展，制定的公司发展战略也随之变化，2014-2016 年，东山精密开始提出提供“一站式”的产业服务链，这促使东山精密开始不断丰富自身业务体系，在此背景下通过连续并购以最快速度完成其公司战略也就不足为奇了。到 2018 年，东山精密完成 Multek 公司并购，公司发展战略的改变表明其前期战略目标已经完成，自然东山精密便开始内部聚焦式发展，连续并购战略也自 2018 年开始停止。

表 3-2 东山精密历年发展战略

时间	相关并购事件	发展战略
2010	-	成为单一的精密金属结构件生产商
2011-2013	-	精密金属制造与精密电子制造双轮驱动
2014-2016	并购 MOGL 并购 Mflex	提供“一站式”精密制造服务的完整产业链服务
2017	并购艾福电子	成为中国领先的智能互联核心器件的制造商
2018-2020	并购 Multek	能够为全球客户提供全方位、一站式、行业领先的智能互联综合解决方案的优质平台

数据来源：根据东山精密公开年报及官方平台手动梳理

3.4.2 优化业务格局，提升公司价值

东山精密在 2010 年上市前主要经营方向是精密制造，其主要业务是精密钣金和铸件以及相应的配套服务，其客户主要是通讯厂商，在这其中基站天线和基站腔体滤波器是东山精密的主要产品，当时东山精密业务均处于产品附加值较低的生产加工环节。东山精密上市时正逢 2011 年智能手机元年，电子制造业蓬勃发展，在自身传统业务增长不及预期，作为与通讯厂商有着千丝万缕关系的东山精密便携带者上市募集的大量资金适时进行内部业务的拓展。而中后期随着 4G 基站业务已进入成熟期，5G 商用化还未到来，彼时主打业务面临青黄不接的尴尬局面，东山精密不得不开拓新的业务增长点，提高产品附加值。但电子通讯设备行业普遍有着较高的行业壁垒，没有丝毫技术积累的东山精密并不能通过简单的资金的堆砌进入这一行业，通过并购获得并购企业完整的业务体系是当时东山精密最优的选择。

3.4.3 获取协同效应

通过并购整合，企业并购后能够获得远大于并购企业的效益。纵观东山精密历次并购，可以发现东山精密的是以生产—销售—管理为路径的协同效应路线。初期是为了获得生产上的协同效益。上市初期，东山精密开始自建 LED 电子元器件业务，通过并购获得了新型触控板的生产基地以及相关知识产权，获得生产上的协同；后期并购 Mutlek 公司，与 Mflex 早已建立起来的生产体系相配合；以及针对自身传统业务的延伸收购艾福电子，都在生产技术上有着互补性。其次是为了得到销售上的协同效应。东山精密上市初期既有客户为通讯设备制造商，自建业务客户为大屏显示器需求商，在并购苏州牧光后又拥有了小屏幕生产能力，这时已经覆盖了当时市面上主要的通讯设备制造商，2016 年以后东山精密并购的客户群体都有一定的重叠性，并购完成后，都可以共享自身客户群体。另一方面，Mflex 以及 Mutlek 都是世界知名的电路板制造商，其中 Mflex 作为 FPC 行业引导者苹果的主要供应商之一，通过并购 Mflex，东山精密成功切入苹果供应链，并可以此为跳板，获得其他手机供应商客户。最后获得的是管理上的协同，东山精密的战略长期以来均是以服务商、制造商为主，通过对 Mflex 并购，东山

精密获得了其原有的国际化销售团队，而后期并购 Multek，更是能够补足东山精密在电路板这一细分领域的不足，并且通过并购国际企业，东山精密也获得了两家公司相应的管理团队，作为一家家族化民营企业公司，一定程度上使东山精密在现代化管理的道路上又迈出了一步。

3.4.4 抓住 5G 时代发展机遇，谋求新的利润增长点

作为 4G 时期的基站天线与滤波器老牌供应商，东山精密也一直在不断加码 5G，2016 年初，5G 研发试验在国家推动下开始，及至 2017 年 6 月便开始征集 5G 使用频率意见，再到 2018 年上半年工信部推出《5G 发展前景与政策导向》，随着相关政策文件及研究成果的落地，5G 商用近在眼前，而 5G 时代对基站天线以及滤波器有着更高的要求，相应设备对于 PCB 以及 FCB 有着更多地需求，这一系列因素推动着正处于青黄不接阶段的东山精密不断采取并购战略加快企业的转型升级。在 5G 时代，由于对网络容量的高标准要求，这带来主要变化便是天线阵列技术。最新的 MasiveMIMO 技术表现最明显的便是天线数量的跨越式增加，不仅是 5G 基站天线数量的增多，与之对应的 5G 设备的天线数量和射频传输线数量也需要同步增加从而达到 5G 传输基本速度。并且，伴随而来的是对移动设备硬件要求提升以及相应电池容量提升的需求，而在目前普遍追求轻薄移动设备制造商对移动设备空间有了更大的需求。其中，空间利用可能性最大的便是占据空间较大，且近年来仍有突破可能性的 FPC，且 FPC 的一系列特点可在默写方面代替硬板 PCB，这都为 FPC 应用增加了可能性。另一方面，随着如无线充电、人脸识别等新技术的应用，相应的元器件需求也在不断增加。除此以外，5G 发展也将带来智能设备的爆发式增长，促进电子制造业的飞速发展，也将为东山精密当前主要产品如 PBC、触控面板、小间距 LED 带来增长。如图 3-3 所示，东山精密在 2014 年开展连续并购后企业收入持续增长，至 2019 年，东山精密营业收入为 235.53 亿元是开展连续并购战略前的近 9 倍。



图 3-3 2013-2019 年东山精密营业收入变动

3.4.5 区位优势推动东山精密转型升级

东山精密的总部位于江苏苏州，苏州作为中国经济发展及转型升级的排头兵，其制造业发展水平在国内长期位居上游。电子信息产业长期以来作为苏州的支撑产业，规模在近十年来稳定在万亿规模，2018 年苏州市电子信息产业总产值近 1.03 万亿，占全市工业产值 30.9%，占全国规模的 9%。目前，规模以上电子信息企业在苏数量为 1127 家，在这其中，规模大于 10 亿元的有 165 家²，其生产环节覆盖电子信息相关产业链的主要生产环节，作为本土企业的东山精密，能够充分享受区位优势。在此背景下，苏州市政府根据国家相关政策鼓励，在此基础上发布了对推进集成电路企业发展的激励政策，以及对落后产能企业的淘汰政策下，东山精密积极推进产业升级转型。

² 资料来源：苏州市统计局资料手动整理

表 3-3 苏州关于推进制造业企业转型升级相关政策（部分）

时间	相关政策
2012	《苏州市“十二五”工业发展暨转型升级规划》
2012	《苏州市万企升级行动计划（2011~2015年）》
2013	《苏州市信息通信基础设施建设发展规划》
2013	《关于组织企业填报自主品牌培育情况的通知》
2014	《苏州市关停不达标企业、淘汰落后产能、改善生态环境三年专项行动计划》
2016	《关于推进软件和集成电路产业发展的若干政策的通知》
2020	《关于推进制造业智能化改造和数字化转型的若干措施》

数据来源：根据苏州市人民政府官网信息手动整理

4 东山精密连续并购财务绩效分析

本部分内容主要通过短期及长期绩效分析东山精密连续并购对企业绩效的影响。短期绩效方面主要通过事件研究法研究，研究表明东山精密总体短期绩效表现较为优秀；长期绩效方面则通过财务指标法、熵值法、托宾 Q 值分析，分析表明东山精密通过连续并购有效提升了企业盈利能力以及成长能力，但偿债能力方面受到了一定影响。

4.1 东山精密连续并购短期绩效分析

通过分析企业连续并购前后的短期绩效，能够看出公司管理层、市场对连续并购行为的认可度。

4.1.1 短期绩效窗口期选择

由于东山精密有两起并购事件时处于停牌期，故本文交易日期 t 选取时间为并购公告期，考虑到东山精密四次并购中，有两次处于停牌期，因而，本文将相关事件 t 的选取调整为复牌日，窗口期为前后 5 日。东山精密的四起并购分别于 2014 年 1 月 14 日、2016 年 2 月 6 日、2017 年 9 月 5 日、2018 年 3 月 27 日进行了公告，但是由于 2016 年和 2018 年的两起并购事件公告时东山精密正处于停牌期，因此将事件日顺延至公司股票复牌后的第一个正常交易日，分别为 2016 年 2 月 23 日和 2018 年 5 月 14 日。

4.1.2 累计超额收益率的计算

在累计超额收益率计算方面，本文选用市场调整法，其中相关指标选取如下： R_{mt} 则选取深证成分指数收益率，个股日收益率为 R_{it} ，取值为东方财富 choice 中的考虑现金红利再投资的个股日回报率，超额收益率 AR_{it} 的计算公式为：

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

在将日超额收益率后计算后吗，通过 EXCEL 对其求和：

$$CAR_{it} = \sum AR_{it}$$

同伙 EXCEL 对相关数据进行统计，得到表 4-1 东山精密各个并购事件超额累计收益率（CAR）。

表 4-1 东山精密连续并购 CAR 合计

并购标的	首次公告时间	交易股权	支付方式	CAR
MOGL 公司	2014-01-14	100%	现金	9.57%
Mflex 公司	2016-02-06	100%	现金	1.74%
艾福电子	2017-09-05	70%	现金	-1.03%
Multek 公司	2018-03-27	100%	现金	-7.97%

数据来源：东方财富 choice

4.1.3 短期财务绩效分析

（1）整体分析

从图 4-1 可以看到，东山精密前两次并购的效益均为正，体现了市场对此次并购的认可度较高，且在其中 MOGL 公司带来的累计超额收益率接近 10%，表明这次并购为东山精密的短期绩效产生了显著的良好效益。与之相对的，后期东山精密两次并购的累计收益率为负，主要是因为东山精密连续并购均以现金支付，且 2017 年并购艾福电子时，5G 市场尚未成熟，普遍看衰，而后又大手笔并购 Multek 公司给企业资金带来了巨大压力，并且并购 Multek 公司时正处于停牌期，市场在复牌后反应明显。从整体来讲，东山精密的连续并购绩效为正。

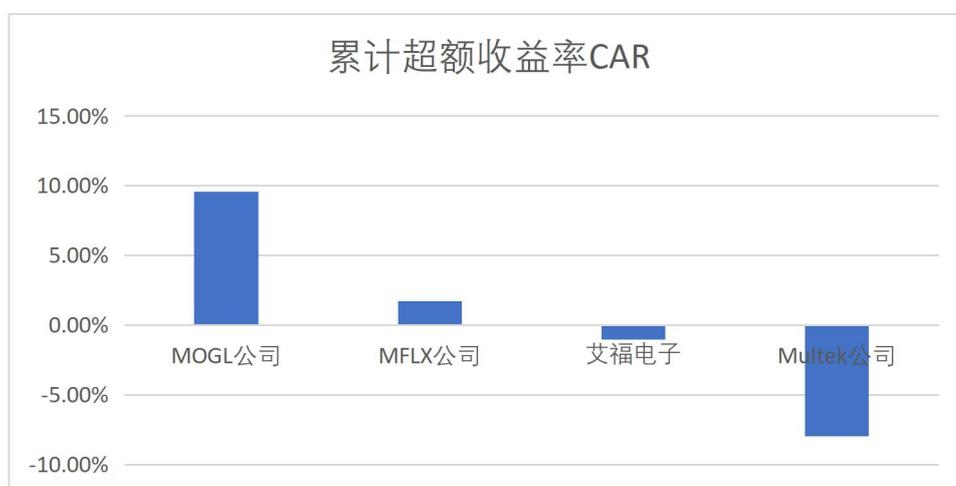


图 4-1 东山精密历次并购累计超额收益率变化

上述部分主要通过对所有并购事件的单一累计超额收益率汇总而来,为了得到进一步分析,在前文数据进一步汇总下得到表 4-2 所示:

表 4-2 AAR、CAAR 一览表

窗口期	AAR	CAAR
-5	3.90%	3.90%
-4	11.29%	15.19%
-3	0.00%	15.19%
-2	8.52%	23.71%
-1	-8.53%	15.18%
-0	5.02%	20.20%
1	-5.54%	14.67%
2	4.91%	19.58%
3	-9.74%	9.84%
4	-10.08%	-0.23%
5	2.53%	2.30%

数据来源: 东方财富 choice

根据计算结果, 绘制相关走势图如 4-2 所示:

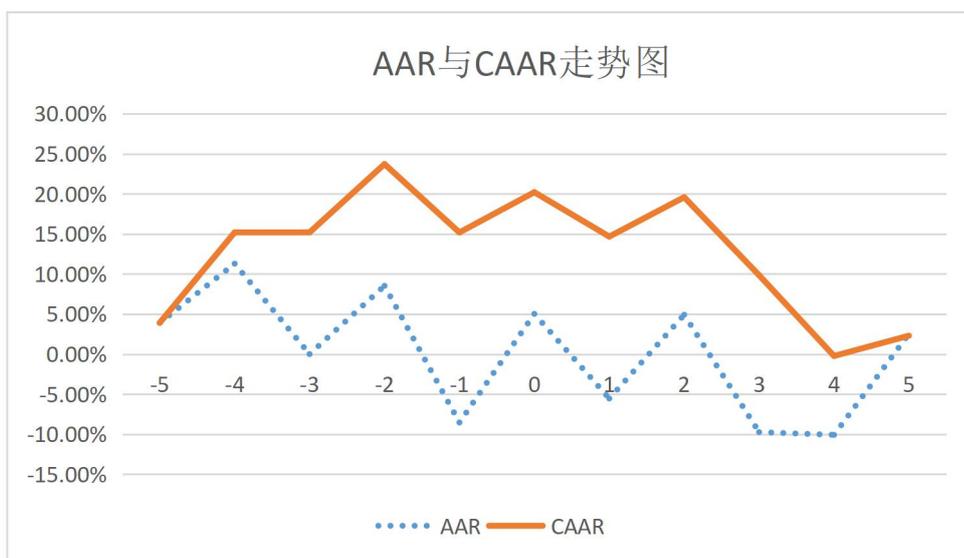


图 4-2 AAR 与 CAAR 走势图

从图 4-2 可知，虽然东山精密累计超额收益率在 $t=3$ 时有着大幅度滑落，但总体来看为正，且在公告当天，有着明显上升为 20.02%，表明市场对四次并购都持认可态度；在平均超额收益率方面，可以发现有着较为明显的起伏，但在 $t=5$ 时，最终又回到正值。但显然，在公告日后期，东山精密的累计超额收益率和评价超额收益率均有大幅度的下降，这主要是在于在公告时大众对并购事件认可，以及后期对相关并购事宜了解，如向 Mflex 公司支付的现金由 0.6 亿美元提升到 6.12 亿美元所影响，但整体收益率为正，说明连续并购为东山精密带来了积极的效应。

(3) 按并购标的业务领域分析

表 4-3 按并购标的业务领域统计

业务领域	并购标的	CAR	平均 CAR
触控面板及模组	MOGL 公司	9.57%	9.57%
通信设备组件及其他	艾福电子	-1.03%	-1.03%
印刷线路板	Multek 公司	-7.97%	-3.12%
	Mflex 公司	1.74%	

数据来源：东方财富 choice

①触控面板及模组

如表 4-3 所示，东山精密 2014 年首次并购 MOGL 公司，市场反应良好，主要原因是东山精密在转型 LED 相关业务时市场反应良好，此业务领域收入曾在 2013 年超过集团业务收入的 50%，而并购 MOGL 公司获得触控面板及模组业务后，这意味着东山精密已经获得了完整的 LED 业务体系，市场普遍看好东山精密的此次并购。

②通信设备组件及其他

如表 4-3 所示，该笔收购当时并未出现良好绩效表现，主要原因是 2017 年 5G 这一概念才刚刚兴起，市场对未来 5G 发展尚存在争议，此时东山精密在斥巨资完成维信公司收购一年时间内又发起一笔未来收益不明的收并购，因而市场反应平平。

③印刷电路板相关业务

如表 4-3 所示, 东山精密在该领域发起的两起并购均是跨国并购, 且均是行业知名企业, 在此背景, 第一笔跨细分行业并购累计超额收益为正, 表明市场对此次并购时认可的, 但第二次却反应不佳, 究其原因是第二笔收并购给东山精密带来了严重的资金压力, 东山精密的实际控制人曾一度因为资金压力将自身股权质押达到 64.81%。在公司收入有限, 而两次大笔现金收并购企业给予了市场一定的不良信号。

4.2 主要财务指标分析

前文主要通过实践研究法对东山精密连续并购短期绩效进行分析, 为了进一步对东山精密连续并购长期绩效进行分析, 本部分在参考《企业绩效标准值 2020》后选取四个财务维度的指标, 并选取了电子信息制造业的相关行业均值进行横向对比。

4.2.1 偿债能力分析

偿债能力是体现企业通过自身资产偿还企业债务的能力。文章选取流动比率和速动比率反映短期偿债能力, 用资产负债率来评价东山精密连续并购前后的长期偿债能力。

表 4-4 东山精密资产负债率、流动比率、速动比率一览

年度	资产负债率 (%)		流动比率		速动比率	
	东山精密	行业均值	东山精密	行业均值	东山精密	行业均值
2013	58.96	38.78	0.99	3.55	0.71	2.94
2014	70.49	40.52	0.85	2.97	0.60	2.40
2015	60.68	39.81	1.10	2.82	0.80	2.32
2016	81.86	39.30	0.92	2.89	0.67	2.37
2017	64.76	38.15	0.96	3.01	0.72	2.50
2018	72.91	39.26	0.88	2.87	0.66	2.37
2019	72.54	39.91	0.90	3.21	0.65	2.71

数据来源: 东方财富 choice

1. 短期偿债能力

通过流动比率及速动比率衡量东山精密短期偿债能力。从表 4-4 可以看到东山精密的流动比率及速动比率远低于行业均值，主要有两方面原因，第一是因为对比行业为电子信息制造业，东山精密从 2011 年才开始逐渐走上转型道路，在早期自身流动比率及速动比率仍处于金属制品业的平均水平，因而前期流动比率及速动比率较低，但在逐渐转型中慢慢上升；第二是因为随着东山精密开展连续并购战略，大量资金被投入到并购中，尤其是在 2016 年并购 Multek 后，相关比率连年下降，同时为了快速完成并购，东山精密多次向相关机构融资借款，进一步拉低相关比率。从图 4-3 及 4-4 可以看出，相较于行业内起伏的比率变化，东山精密在连续并购期间，整体趋势是下降且远低于目前公认的流动率在 2:1 以及速动比率应当在 1:1 这个区间，这说明连续并购战略为东山精密短期偿债能力带来了极大的压力。



图 4-3 流动比率趋势图



图 4-4 速动比率趋势图

2. 资产负债率

资产负债率是评价企业负债水平的综合指标,可以一定程度上反映企业面临的财务风险。从图 4-5 不难看出,从 2013-2018 年东山精密自身资产负债率长期以来远超行业均值,且一度曾经超过 80%,这主要由于东山精密多次并购资金均来自于外部借款,带来了大量的负债。具体来看,东山精密第一次并购标的为 MOGL 公司,资产负债率上升到 70%以上,但在第二年便降回 60%左右这一较为安全的区间,但从 2016 年开始,东山精密资产负债率便达到了峰值,这主要由于东山精密为了并购 Mflex 公司进行了大量的贷款及融资,当年度东山精密与并购标的 Mflex 在公司体量方面几近于相等,并购这一体量对等的公司,东山精密当年度资产负债率攀升至 81.64%,但随之而来的是次年 2017 年并表后,东山精密资产跨越式增加,加之当年度并购苏州艾福电子所花费的现金较少极大地降低了东山精密的资产负债率。但在 2018 年,东山精密又斥巨资收购 Multek 的 100%股权,又将东山精密资产负债率带上高点,并且连续多次并购,使东山精密资产负债率自此居高不下。从资产负债率的角度来看,公司单次并购会导致当年度资产负债率较高,但次年往往会得到缓冲,回复到正常水平,然而如果连续并购期间均通过现金支付,则会将企业资产负债率持续推高,得不到缓冲期,相应的财务风险也会逐渐提高。



图 4-5 资产负债率趋势图

4.2.2 盈利能力分析

盈利能力能够衡量企业获取利润的能力，是财务管理目标中“利润最大化”的体现，因此是财务绩效考核的重要标准。根据表 4-5 可以发现，东山精密两个盈利能力指标在 2013-2015 年期间，远低于行业均值，这是因为当时东山精密尽管在努力拓宽其自身业务种类，但普遍属于经济附加值较低的制造加工环节，但从 2016 年开始，东山精密并购完成 Mflex 后，东山精密在获得了 Mflex 公司完整的研发生产体系的同时也获得了 Mflex 遍布世界的营销网络，并借此成功进入了苹果供应链，获得了从研发、制造、销售的全套产业链，其产品附加值得到提升，相应盈利能力得到跨越式提升，而在随后并购苏州艾福电子获得新材料技术、并购珠海超毅补足印刷电路板行业短板进一步提高议价能力，三年间的三次并购所带来都是有着完整业务体系的公司，且三家公司产品均具有较高附加值，成功拉升了东山精密的盈利能力。

表 4-5 净资产收益率、销售净利率一览表

报告期	净资产收益率		销售净利率	
	东山精密	行业均值	东山精密	行业均值
2013	2.02%	10.76%	0.92%	5.96%
2014	3.08%	9.95%	1.26%	6.34%
2015	1.52%	7.89%	0.99%	9.42%
2016	5.32%	9.40%	1.77%	6.26%
2017	10.02%	11.00%	3.45%	6.05%
2018	10.02%	6.29%	4.09%	7.26%
2019	8.24%	5.22%	3.00%	5.11%

数据来源：东方财富 choice

1.净资产收益率

净资产收益率即 ROE，表现了股东权益的收益水平。根据图 4-6，在 2015 年以前，东山精密净资产收益率长期低于行业均值且表现较为稳定，说明第一次并购并未给东山精密的 ROE 带来实质性的变化，但从 2016 年东山精密并购 Mflex 后，东山精密的 ROE 实现跨越式成长，并且在次年报表整合后超越行业均值，而后随着通信产业及 5G 概念的不断成熟，通过连续并购获得 Mutlk 及艾福电子两大相关产业公司在 2018 年后市场占有率逐步提升。在财务上具体反映就是

2018年净资产收益率已提升至10%，而当年的行业均值仅为6.2%，这一变化表明通过连续并购战略，东山精密迅速摆脱了行业困境，并在4G业务疲软期，成功转型升级，提升了企业自身盈利能力。



图 4-6 净资产收益率趋势图

2.销售净利率

净利润同销售收入的比值即为销售净利率，体现了企业在获得每单位销售收入时获得的利润，是衡量企业单位销售收入收益能力的重要指标。据图 4-7，可以发现在 2013-2019 期间，电子信息制造业的销售净利率维持在 6% 左右，其中 2015 年为峰值，反观东山精密在 2014-2015 期间却呈现下降趋势，结合实际情况可知，东山精密通过并购 MOGL 获得相关组装制造业务并未实质性提升企业主要业务销售净利率，但自 2017 年起，在获得了柔性电路板、陶瓷材质滤波器、刚性电路板等高附加值业务并淘汰掉低附加值的钣金业务后，销售净利率逐年上升，与同行业差距逐渐缩小。

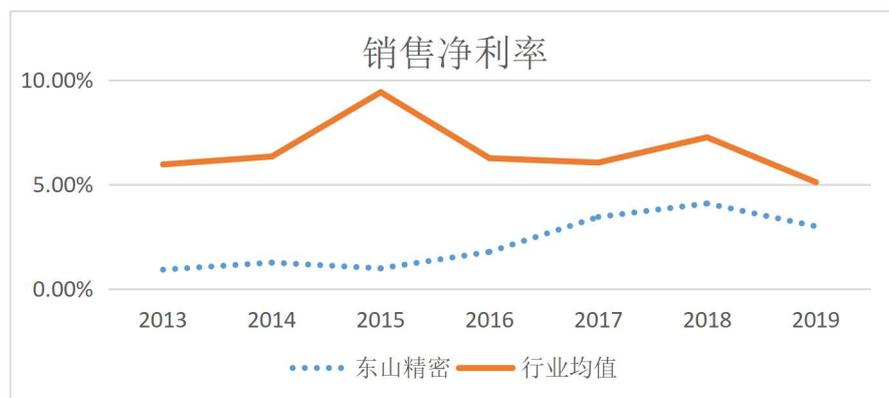


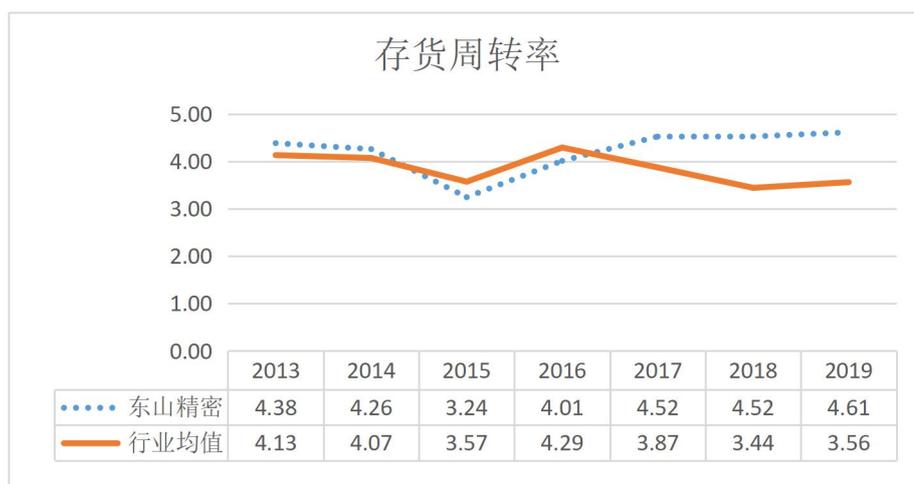
图 4-7 销售净利率趋势图

4.2.3 营运能力分析

营运能力分析主要是为了对上述盈利、偿债能力进行补充，通过长期并购获得直接成果在上述能力有可能在短期来看成果明显，但企业的长期盈利、偿债能力还需要一个稳定的营运环境来保障，并且，存货、应收账款等周转率如果较快，说明企业回款能力强，短期偿债能力和盈利能力也相应的较强。

从整体来看，随着我国制造成本优势消失，大量国外制造业迁移至东南亚一带，我国制造业均面临阵痛，2015年制造业整体呈下降趋势。从图表4-1，可以发现，东山精密在2014年下半年并购MOGL，正处于整合期，却面临整体行业变局，加之原先MOGL公司亏损，大量存货积压，造成当年存货周转率下降，但对比行业均值，可以发现下降水平低于行业情况；从与行业均值对比来看，东山精密整体存货周转率高于行业均值，说明并购MOGL公司所带来的业务在行业内对抗行业风险能力较强，对东山精密整体业绩起了积极作用。而在2016年之后，东山精密的整体存货周转率又再次低于行业均值，主要原因是东山精密传统业务注重于4G领域，而新并购业务属于5G领域，且公司产品较为接近相关领域前端，自2017年开始，东山精密4G领域业务进入疲软期，存货周转率下降，而5G业务尚未大规模开展。

图表 4-1 存货周转率趋势

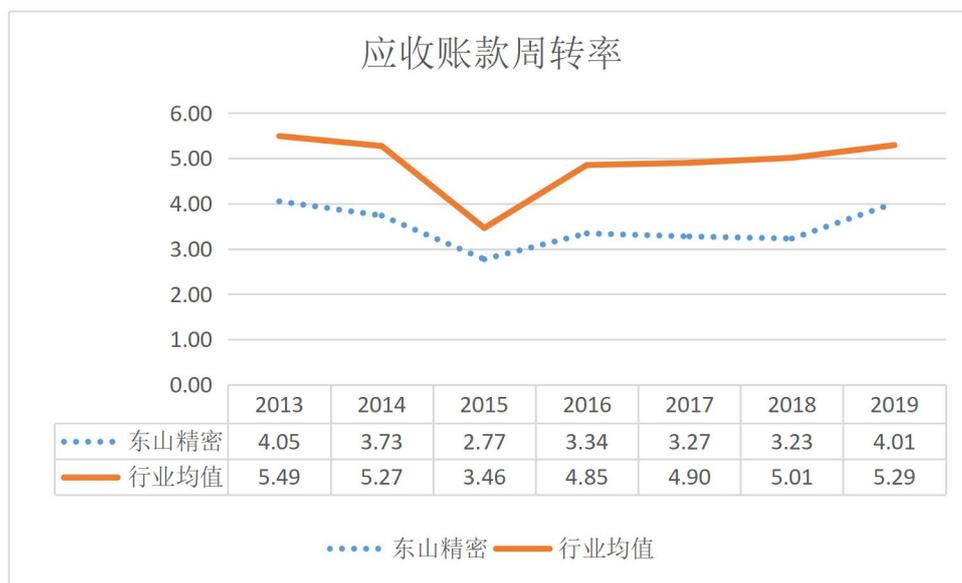


数据来源：东方财富 choice

从图表4-2可以看出，东山精密应收账款周转率长期低于行业均值，说明东

山精密收款速度较慢，对下游企业相比，谈判能力较弱，但随着 2018 年并购 Mutlek，东山精密应收账款周转率有了显著提升，但仍低于行业均值。主要原因是，东山精密在并购 Mflex 后，其大客户集中度较高，特别是大客户 A 由于是行业内引领者对上游供应商有着较强的议价能力，且自 2017 年期长期占东山精密总体业务收入水平 30%以上，极大影响着东山精密应收账款周转率。后来伴随着东山精密并购艾福电子及 Multek 公司后，东山精密开拓新客户后，公司应收账款周转率才得到好转。

图表 4-2 应收账款周转率



4.2.4 发展能力分析

发展能力衡量企业的可持续经营能力与发展潜力，在并购财务绩效的评价中具有突出作用。根据表 4-6，东山精密在 2013-2019 年期间，净利润、营业收入同比增长率大部分年度高于行业均值，说明连续并购为东山带来较好的发展。

表 4-6 东山精密净利润同比增长率、营业收入同比增长率一览表

报告期	净利润同比增长率		营业收入同比增长率	
	东山精密	行业均值	东山精密	行业均值
2013	121%	21%	45%	13%
2014	82%	-10%	33%	16%
2015	-11%	11%	13%	11%
2016	278%	53%	110%	21%
2017	256%	0%	83%	27%
2018	53%	-21%	29%	14%
2019	-13%	-208%	19%	7%

数据来源：东方财富 choice

而从图 4-8 可以看出，2015 年是东山精密与行业均值差距最小一年，净利润同比增长率甚至唯一一次低于行业均值，这是因为 MOGL 公司在并购前连续 20 个月处于亏损状态，并且受到 2015 年行业遇冷的情况下，东山精密在 2015 年期间发展能力受到了显著的影响。但在 2016 年东山精密通过对与自身生产规模相近的 Mflex 进行并购，其 110% 的营业收入同比增长率便水到渠成了，且通过连续并购，在这期间东山精密营业收入增长率一直远超行业增速。并且在同年，东山精密的净利润同比增长率由于获得了 Mflex 的柔性电路板业务进入苹果供应链而获得了跨越式增长。但从图 4-5 可知，伴随着东山精密整体规模增长，并购对东山精密营业收入增长的贡献在逐年下降，并且随着并购企业增多，相应业务增多，企业净利润增长率逐渐下降。

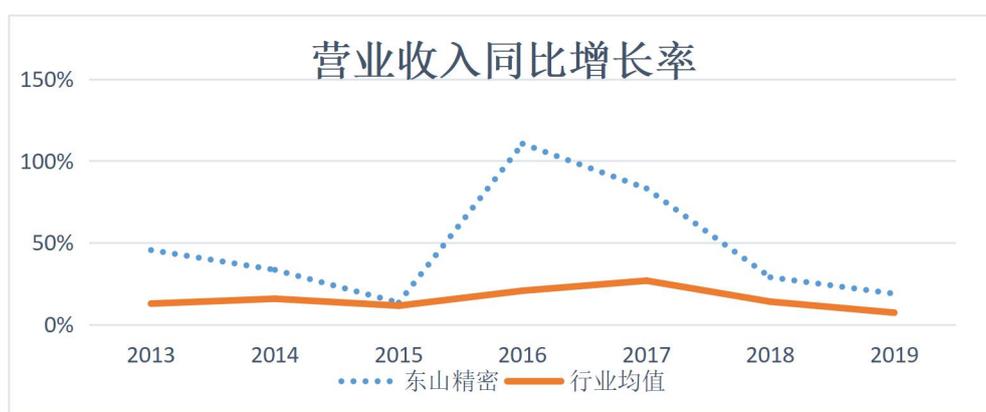


图 4-8 营业收入同比增长率

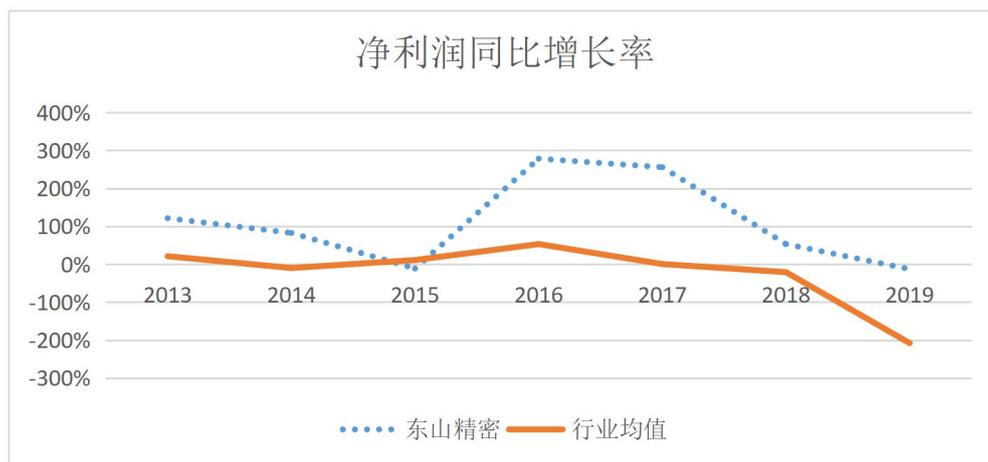


图 4-9 净利润同比增长率

4.3 托宾 Q 值分析

托宾 Q 值是指企业资产市场价值与重置成本之间的比重，这一比值沟通了企业的虚拟估值与真实价值，托宾 Q 值在某种程度上尽量减少了过去事件对企业自身的影响而更多的考虑企业未来价值。

前文通过相关财务数据进行的绩效分析均是对目前东山精密发展状况的评价而忽视了对东山精密未来发展的研究，并且账面数据也具有一定的人为操作性如对相关坏账准备提取比例的改变，对相关财务数据的可靠性产生了一定的影响，这时通过采用托宾 Q 值分析，可以进一步评价连续并购对公司未来发展的影响，考虑到东山精密连续并购行业转换，本文选用的横向对比行业为金属制品业行业均值。

表 4-7 托宾 Q 值对比表

日期	东山精密	行业均值
2011-03-31	2.0398	1.8897
2011-06-30	1.9341	1.7807
2011-09-30	1.7269	1.5470
2011-12-31	1.4034	1.4038
2012-03-31	1.3134	1.4119
2012-06-30	1.4523	1.3919
2012-09-30	1.3290	1.3443
2012-12-31	1.2860	1.3438
2013-03-31	1.3294	1.4056

续表 4-7

日期	东山精密	行业均值
2013-06-30	1.7006	1.3930
2013-09-30	2.1904	1.6221
2013-12-31	2.1971	1.6218
2014-03-31	2.0768	1.6512
2014-06-30	1.8493	1.7231
2014-09-30	2.0611	1.9568
2014-12-31	2.2445	1.5538
2015-03-31	2.5064	2.1930
2015-06-30	2.8879	2.6839
2015-12-31	2.5987	2.5574
2016-03-31	2.5067	2.1141
2016-06-30	2.5971	2.2992
2016-09-30	2.0241	2.2031
2016-12-31	2.0465	1.9726
2017-03-31	2.1060	2.0550
2017-06-30	1.9312	1.6923
2017-09-30	2.0525	1.7234
2017-12-31	1.9715	1.5160
2018-06-30	1.9580	1.2367
2018-09-30	1.7135	1.1219
2018-12-31	1.6754	1.0746
2019-03-31	1.9835	1.3301
2019-06-30	1.8127	1.2925
2019-09-30	1.9707	1.2400

数据来源：国泰安 CSMAR 数据库

根据托宾 Q 值表绘制指标变化趋势图，根据图 4-10 可知，在早期，东山精密的 Q 值发展趋势同金属制品行业较为趋同，两者呈现相同的波动形状但从 2014 年东山精密首次并购开始，东山精密的托宾 Q 值便一直在行业均值之上，表明市场对东山精密并购行为的认可；与此同时，从走势图可以看出，行业整体在不断下降，表明市场对行业整体不看好，而东山精密下降的幅度总体低于行业均值，表明连续并购行为对东山精密市值有积极作用。且从具体时间点来看，真正的分叉点在于 2016 年到 2017 年间，在这段时间内东山精密完成了对 Mflex 的并购，止住了颓势，缓慢爬升与市场不断下跌的态势呈现相反态势，主要原因是金属制品行业逐渐失去行业发展前景，业内企业有机会的如东山精密纷纷转型升级，寻

求新的利润增长点。通过与行业对比，表明东山精密通过连续并购摆脱了行业困境，开拓了新的利润增长点。

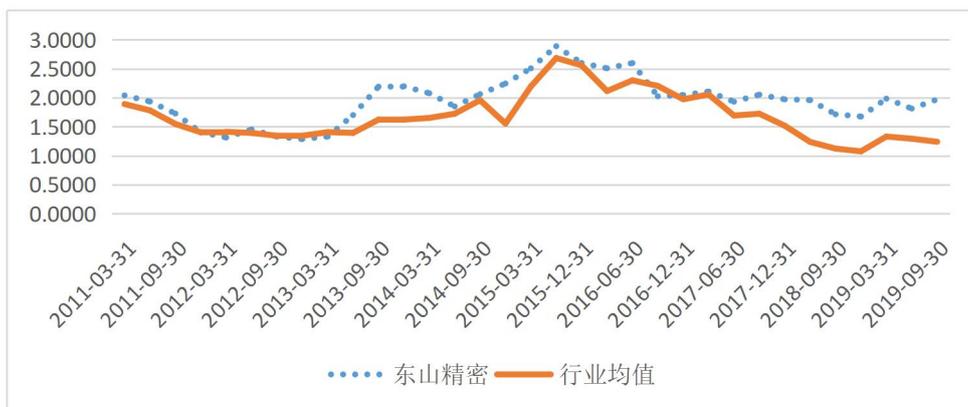


图 4-10 托宾 Q 值变动趋势

4.4 基于熵值法的绩效评价

熵值法是一种客观综合评价方法，它通过计算相关指标信息熵权重来决定指标权重大小。将其应用到企业案例研究中，其基本计算方式如下：

首先，构建案例公司综合评价矩阵如下：

$$A = \begin{Bmatrix} X_{11} & \dots & X_{1n} \\ \dots & \dots & \dots \\ X_{m1} & \dots & X_{mn} \end{Bmatrix} n * m$$

其中， X_{ij} 为第 i 个方案第 j 个绩效指标，同时，为了避免计算时的无效化，需要对数据进行平移，本案例的平移向量为 1。

正向指标处理方式如下：

$$X_{ij} = \frac{X_i - \min (X_{1j}, X_{2j}, \dots, X_{nj})}{\max (X_{1j}, X_{2j}, \dots, X_{nj}) - \min (X_{1j}, X_{2j}, \dots, X_{nj})} + 1, i = 1, 2, \dots, n; j = 1, 2, \dots, m$$

负向指标处理方式如下：

$$X_{ij} = \frac{\max (X_{1j}, X_{2j}, \dots, X_{nj}) - X_{ij}}{\max (X_{1j}, X_{2j}, \dots, X_{nj}) - \min (X_{1j}, X_{2j}, \dots, X_{nj})} + 1, i = 1, 2, \dots, n; j = 1, 2, \dots, m$$

计算第 j 项指标下第 i 个方案占该指标比重：

$$P_{ij} = \frac{X_{ij}}{\sum_{i=1}^n X_{ij}} (j = 1, 2, \dots, m)$$

计算第 j 项指标熵值：

$$e_{ij} = -k * \sum_{i=1}^n P_{ij} \ln (P_{ij}), k > 0$$

其中，一般取 k 值为 $\ln m$ 的倒数，则 $0 < e < 1$ 。

对第 j 项指标差异系数进行计算。熵值与指标值 X_{ij} 呈负相关，指标值 X_{ij} 差异性越大，说明指标值对方案评价作用影响越大。即 $g_j = 1 - e_j$ ，则 g_{ij} 越大指标越重要。

求权数：

$$W_j = \frac{g_j}{\sum_{j=1}^m g_j} (i = 1, 2, \dots, m)$$

计算各方案的综合得分。

$$S_i = \sum_{j=1}^m W_j * P_{ij} (i = 1, 2, \dots, n)$$

东山精密作为一家上市多年的公司，公司财务数据均可通过相关网站获取，且因本文研究对象时间跨度为7年，数据处理量较小，因而客观性、可靠性也较强。本文采用的数据是2013-2019年即东山精密连续并购事前发生的前后一年的财务指标为基准，通过EXCEL软件处理相关数据。首先是构建评价矩阵。参考《企业绩效标准值2020》的选取指标，构建以偿债能力、营运能力、盈利能力、成长能力为基础的数据矩阵。

构建的综合评价矩阵如下表：

表 4-8 综合评价矩阵

指标类型	财务指标	变量名	特征
偿债能力	资产负债率(%)	X ₁	负向
	流动比率	X ₂	正向
	现金比率	X ₃	正向
营运能力	应收账款周转率(次)	X ₄	正向
	固定资产周转率(次)	X ₅	正向
	总资产周转率(次)	X ₆	正向
成长能力	净资产同比增长率(%)	X ₇	正向
	总资产同比增长率(%)	X ₈	正向
	净利润同比增长率(%)	X ₉	正向
盈利能力	销售净利率(%)	X ₁₀	正向
	总资产净利率(%)	X ₁₁	正向
	每股收益	X ₁₂	正向

下表为相关财务指标数据：

表 4-9 东山精密历年财务指标数据

财务指标	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
资产负债率(%)	58.96	70.49	60.68	81.86	64.76	72.91	72.54
流动比率	0.99	0.85	1.10	0.92	0.96	0.88	0.90
现金比率	0.20	0.16	0.25	0.27	0.21	0.17	0.22
应收账款周转率(次)	3.32	3.16	2.48	3.15	3.14	3.02	3.79
固定资产周转率(次)	2.54	2.82	2.57	3.72	4.49	2.88	2.35
总资产周转率(次)	0.88	0.84	0.66	0.76	0.83	0.74	0.75
净资产增长率(%)	1.99	12.09	79.16	1.72	184.47	8.25	2.75
总资产增长率(%)	19.77	55.85	35.16	119.01	46.07	40.80	1.72
净利润增长率(%)	121.29	82.36	-11.26	278.20	255.68	52.90	-12.99
销售净利率(%)	0.92	1.26	0.99	1.77	3.45	4.09	3.00
总资产净利率(%)	0.81	1.06	0.66	1.35	2.85	3.05	2.25
每股收益	0.07	0.06	0.04	0.17	0.54	0.50	0.44

数据来源：东方财富 choice

其次，对选取的相关正负指标进行无量纲化处理。最后，通过 EXCEL 软件计算出熵值、权重及差异系数。

通过计算得到的熵值 e_j ，差异系数 g_j ，权重 w_j

表 4-10 经计算后的各项系数

财务指标	熵值	差异系数	权重
资产负债率(%)	0.988698	0.011302	0.064301
流动比率	0.987442	0.012558	0.071446
现金比率	0.987405	0.012595	0.071655
应收账款周转率(次)	0.991323	0.008677	0.049365
固定资产周转率(次)	0.984766	0.015234	0.086668
总资产周转率(次)	0.989073	0.010927	0.062166
净资产同比增长率(%)	0.981134	0.018866	0.107331
总资产同比增长率(%)	0.988984	0.011016	0.062671
净利润同比增长率(%)	0.982473	0.017527	0.099716
销售净利率(%)	0.981925	0.018075	0.102831
总资产净利率(%)	0.982159	0.017841	0.101502
每股收益	0.978846	0.021154	0.120348

根据上表数据，统计得到各能力的综合权重如下：

表 4-11 综合权重及排名

指标类型	综合权重	财务指标	权重	权重排名
偿债能力	20.74%	资产负债率(%)	6.4301%	9
		流动比率	7.1446%	8
		现金比率	7.1655%	7
营运能力	19.82%	应收账款周转率(次)	4.9365%	12
		固定资产周转率(次)	8.6668%	6
		总资产周转率(次)	6.2166%	11
成长能力	26.97%	净资产同比增长率(%)	10.7331%	2
		总资产同比增长率(%)	6.2671%	10
		净利润同比增长率(%)	9.9716%	5
盈利能力	32.47%	销售净利率(%)	10.2831%	3
		总资产净利率(%)	10.1502%	4
		每股收益	12.0348%	1

最后计算得出东山精密 2013-2019 年综合得分：

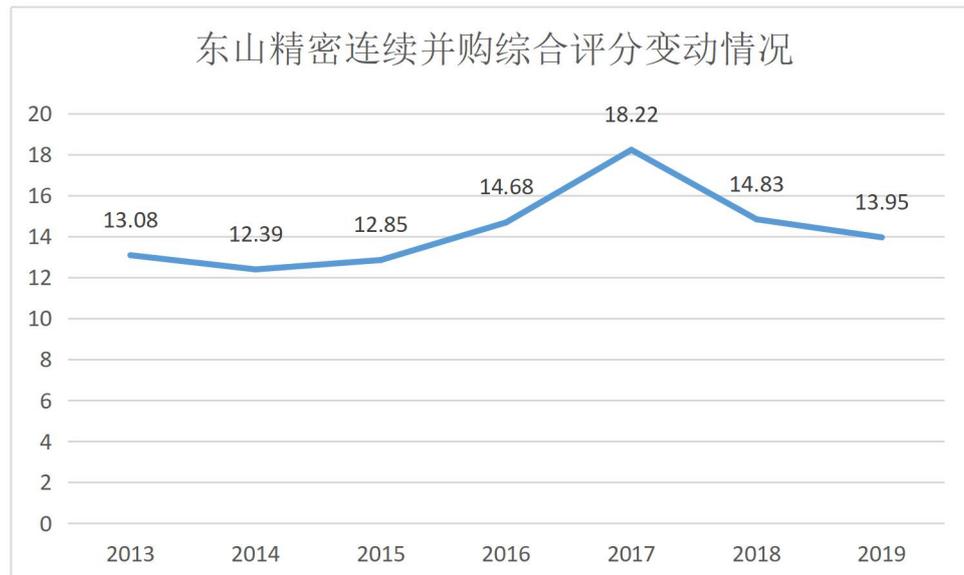


图 4-11 2013-2019 年东山精密综合评价得分

由表 4-11 可以看出, 经过计算后, 东山精密绩效评价中综合权重占比最大的为盈利能力 32.47%, 紧随其后的为成长能力 26.97%, 而后两者比重则在 20% 左右。这说明, 通过连续并购, 东山精密提升了自身的公司潜力, 但高频率的并购也导致东山精密在公司运营方面出现了一些问题。再细分来看, 权重占比最重要的前四位分别是每股收益 12.035%、净资产同比增长率 10.733%、销售净利率 10.283%、总资产净利率 10.15%。这说明东山精密连续并购行为, 市场反应良好, 带动了公司市值上升, 提升了股东收益; 而净资产同比增长率、销售净利率、总资产净利率这三个指标排名靠前, 则表明东山精密通过连续并购有效的改善了企业业务结构, 公司产品附加值得到提升, 提高了公司盈利能力。

由图 4-11 可以看出, 东山精密连续并购发生时前半段公司综合评分逐年上升, 但在 2017 年达到峰值 18.22 分后逐年下降, 最后在 2019 年跌至 13.95 分, 但仍高于 2013 年, 说明长期来看连续并购对东山精密起到了一定的积极作用, 但低于预期。

4.5 财务绩效分析小结

前文通过一些列财务绩效分析方法, 综合分析了东山精密连续并购的长短期财务绩效, 总体来看, 在连续并购这一事件内, 东山精密的发展能力、盈利能力都有了较大的提升。

在短期绩效方面, 通过事件研究法可以看出, 当时市场普遍看好东山精密并购苏州牧东开展触控显示业务, 而对当时并购的另外三家企业, 市场均在并购日前后给予了较差的反映, 但从总体来看, 东山精密连续并购短期绩效均为正, 且在并购当天的四起并购事件平均超额收益率以及累计超额收益分别达到了 5.02% 以及 20.2%, 表明市场对东山精密连续并购持有较大信心。

在长期绩效方面, 在主要财务绩效方面, 通过主要财务指标分析以及熵值法的处理后, 均表明通过连续并购, 东山精密通过连续并购大幅度提升了企业发展能力, 改善了自身盈利能力; 而在企业长期价值方面, 通过托宾 Q 值, 可以看出, 自 2014 年东山精密开展连续并购后, 企业的托宾 Q 值逐渐走出了行业的趋势, 且逐渐上涨, 表明企业价值逐步上升; 而在熵值法中综合评价也可以看出, 东山精密连续并购后的的综合评价得分高于 2013 年, 且在 2017 年达到峰值 18.22

分，这一阶段也是东山精密主要并购事件完成阶段，并且在 2018 年暨东山精密完成所有并购事件后，其得分为 14.83 也高于 2013 年 13.08 分。然而，连续并购也为东山精密带来了一定的隐患，较高频率的并购事件以及现金支付的并购支付方式使得东山精密的偿债能力逐年呈现下降趋势，自身资产负债率长年居于高位，远高于行业均值。

5 东山精密连续并购非财务绩效分析

本部分内容主要通过客户层面、内部运作流程、学习与成长三个角度分析东山精密在连续并购后，其自身在非财务指标方面的成长。

5.1 客户层面

并购是快速获取企业客户资源的重要方式之一，我国企业跨国并购的主要动因之一是为了拓展市场以及获取优质客户资源。

5.1.1 客户资源丰富与整合

表 5-1 东山精密客户资源变化情况

公司	主要客户资源
东山精密（连续并购前）	通信设备制造商如华为、爱立信
MOGL 公司	笔记本、台式机制造商如联想、惠普
Mflex 公司	FPC 引领者苹果公司
苏州艾福	通信设备制造商如华为、爱立信
Mutlek 公司	消费电子、智能汽车等新消费领域潜在客户

数据来源：东山精密历次并购公告统计

如表 5-1 所示，东山精密在发生连续并购行为前，其主要产品为金属介质滤波器、基站天线以及 LED 大屏显示器，其主要是作为华为、诺基亚等大牌通信厂商以及华星光电等代工厂的众多供应商中的一员，产品技术附加值较低，处于微笑曲线的制造部分，缺乏议价能力。2014 年通过并购 MOGL 公司，东山精密整合原有的 LED 业务、LCM 业务及 MOGL 公司拥有的 TP 业务，形成了完整的消费电子触控显示屏生产链，获得了联想、惠普等知名消费电子厂商客户；随后在 2016 年通过收购 Mflex 公司，切入苹果赛道，苹果公司作为 FPC 行业的引领者，其对 FPC 需求是极其庞大的，并且苹果公司对 FPC 的稳定性、创新性都有严格的要求，能够进入苹果供应链的 FPC 厂商才能保证始终保持在 FPC 行业的技术领先，而作为美资公司的 Mflex 公司长期以来便是苹果公司第一梯队供应

商，东山精密通过对 Mflex 公司并购，迅速地在 FPC 行业站稳了脚；并购苏州艾福以及 Mutlek 公司则是对原有客户资源的进一步整合，苏州艾福电子的主要产品是陶瓷介质滤波器，这一元器件很好地契合了东山精密传统业务客户华为、爱立信、诺基亚等大客户的需求，而 Mutlek 的 PCB 业务的原有通信设备业务客户为爱立信，在完成并购后，次年便通过了华为的相关认证，成为其供应商之一。此外，随着 5G 业务的发展，相关智能设备、智能制造行业对 PCB 需求增加，使东山精密又获得了小米、OPPO、亚马逊等国际知名品牌的青睐。

5.1.2 市场占有率及影响力提高

较好地连续并购战略可以提升企业的市场占有率及影响力。

采取连续并购战略前，东山精密的主营业务为精密钣金及精密铸件，公司当时主要客户为通信设备制造商，2014 年后，东山精密四起并购中，有三起的客户均为海外知名厂商，为东山精密带来了大量海外客户，以及其自身已有的成熟的销售网络如 Mflex 公司在美国、香港、韩国、马来西亚均有销售网点，并且随着智能设备制造业的发展，对于 PCB 需求已经不再局限于传统智能设备制造业，这为东山精密带来了更多的潜在客户，当前东山精密的客户已覆盖涵盖消费电子、通信、工业、汽车等多个行业。如图 5-1 所示，东山精密在 2015 年前国内外发展速度放缓，但在 2016 年后，爆发式增长，及至 2017 年，东山精密的营业收入构成已变为海外收入为主。



图 5-1 东山精密 2013-2019 年营业收入构成

5.2 产业结构优化

东山精密在企业战略方面从原先的单一供货商，到后期逐渐深化为提供电子元器件方面的一站式全平台服务，其自身产业结构也不断向这个方向加深。2010年上市初期到2013年，当时东山精密主要产品为金属结构件及基站通信元器件，这几类业务有着经济附加值低且资金占用比大，毛利率低的特点。在2014年后，通过连续并购战略，东山精密先后在2017年并购Mflex公司获得柔性电路板生产能力、2018年并购Multek公司获得刚性电路板及硬柔结合电路板生产能力从而构成完整的PCB生产能力；在2014年并购MOGL公司，与自建的LED业务进行补足，从而拥有了完整的消费电子触控显示产业链，构建了完整精密制造服务体系；2017年并购艾福电子则是完成了从通信设备制造业的延伸，提前布局5G产业链。从表5-2及表5-3可以看出，到2019年，东山精密已经形成了以印刷电路板业务为主导的，覆盖通信设备制造业、智能设备制造业的多元业务结构。结合前文所述东山精密的主要客户，可以看出，目前东山精密已经能够完整的提供部分客户其所需大部分核心电子元器件，如苹果所需的FCB与PCB现都可在东山精密完成一站式采购，而对于部分厂商，更是可以从外部的触控面板、显示模组到内部的FCB、PCB均可以在东山精密完成采购、安装等一站式服务，极大的方便了客户。

表5-2 东山精密产业收入一览

单位：亿元

项目	LED 及其模组	触控面板及 LCM 模组	精密钣金	精密铸造	柔性线路板电子产品	通信设备组件及其他
2019	24.31	38.21	-	-	146.57	25.77
2018	25.94	47.05	-	-	102.35	22.04
2017	32.78	34.35	-	-	63.90	22.24
2016	25.85	15.51	18.04	4.38	19.70	-
2015	9.52	8.74	17.44	3.76	-	-
2014	9.62	5.70	16.27	2.90	-	-
2013	13.75	-	10.34	2.02	-	-

数据来源：东山精密年报

表 5-3 东山精密产业收入比重一览表

项目	LED 及其模组	触控面板及 LCM 模组	精密钣金	精密铸造	柔性线路板电子产品	通信设备组件及其他
2019	10%	16%	-	-	62%	11%
2018	13%	24%	-	-	52%	11%
2017	21%	22%	-	-	42%	15%
2016	31%	19%	22%	5%	24%	-
2015	24%	22%	44%	10%	-	-
2014	28%	17%	47%	8%	-	-
2013	53%	0%	40%	8%	-	-

数据来源：东山精密年报

5.3 科研能力提升

东山精密通过实施连续并购战略时也同时获得了标的企业的已有技术资源和科研能力,提高自身产品附加值,文章将从研发投入及专利数量两个角度分析。

表 5-4 东山精密 2014-2019 年研发费用及专利数

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
专利数	237	257	275	295	320	382
研发费用(亿元)	1.01	1.30	1.71	4.15	4.75	7.75

数据来源：国家知识产权局及东山精密年报整理所得

如表 5-4 所示,自上市后,东山精密便不断开拓新业务,从原有的金属制品行业不断延伸至电子信息制造业,东山精密的研发费用也逐年上升,但较为明显的是从 2016 年并购 Mflex 公司及 2018 年并购 Mutlek 公司的次年,研发费用都呈现了爆发式增长,2019 年,东山精密研发费为 7.75 亿元人民币,较之同期增长 63.15%,因而可以看出连续并购在整体上提升了集团研发投入,与之相对应的在 2019 年当年,东山精密整体申请了专利数量 62 件,较之 2018 年同期申请数量增长了 1.45 倍。另一方面,这几次爆发式增长的前一报告期东山精密都收购了企业,因而并购可以促使企业直接获得并购企业研发能力,增强企业科研水平,实现技术层面的协同效应。

5.4 内部管理水平提升

5.4.1 管理能力提升

实施并购战略对于管理层对企业资源的调动能力以及并购后企业整合能力是大的考验，而对于连续并购战略，更是对管理层专业能力水平的进一步考验。

表 5-5 东山精密现任管理层信息

姓名	职务	任职起始日	性别	国籍	学历
单建斌	执行总裁	2020-05-29	男	中国	本科
单建斌	非独立董事	2017-01-16	男	中国	本科
袁永峰	总经理	2007-12-14	男	中国	本科
王旭	副总经理	2013-12-16	男	中国	硕士
冒小燕	副总经理	2012-08-23	女	中国	硕士
赵秀田	副总经理	2010-12-10	男	美国	硕士
冒小燕	董事会秘书	2012-08-23	女	中国	硕士
王旭	财务总监	2013-10-14	男	中国	硕士

数据来源：东方财富 Choice 数据

如表 5-5 所示，目前东山精密已形成合理管理层架构，其中在东山精密开展连续并购期间，管理层相关重点部分曾进行重大变化，即财务总监由王旭先生担任、原珠海紫翔本部长单建斌先生担任苏州维信中国区总裁。

2014 年，王旭先生开始正式任职为苏州东山精密财务副总监，王旭先生在苏州知名同行业企业固锝电子有着 6 年的高级管理层经验以及多年事务所工作经验，十分熟悉行业内相关情况，并对相关并购有着较深的理解，为东山精密处理连续并购中出现的财务问题功不可没，尤其是在东山精密在收购 Mflex 后较高的资产负债率下，通过制定合理的融资计划，在不影响公司运营情况下继续收购 Multek 公司。

2017 年，通过前文可知，东山精密在实施连续并购后，企业营运能力不断下滑，为了解决这一问题，东山精密引入以单建斌先生为核心的原珠海紫翔团队。珠海紫翔作为行业内第一的日资印刷线路板公司，其管理能力在业内属于“顶流”。通过引入单建斌先生及其管理团队，采用国际一流的管理理念及方法，东山精密迅速解决了并购后中企同外企之间的管理理念及方法差距，获得了并购的

管理协同效应，并为后期并购 Mflex 公司打下了坚实的管理底蕴。

5.4.2 实施员工持股激励计划

东山精密在连续并购期间以及其后开展了两次员工持股计划，其中 2018 年 6 月是东山精密上市以来首次实施员工持股计划。

表 5-6 东山精密股权激励计划

	首次公告时间	持股计划对象	合计拟出资额 (万元)	占股本 总额
第一次股权激励计划	2018.06.01	公司符合标准的所有员工 (不超过 600 人)	17000	1.70%
第二次股权激励计划	2021.02.27	公司高管及核心骨干(不 超过 200 人)	25000	1.46%

数据来源：东方财富 choice 数据

如表 5-6 所示，东山精密在并购 Multek 期间首次公告实施员工持股计划，但直到 2018 年 12 月东山精密完成对 Multek 并购后才正式确定员工持股计划草案，本次草案面对的员工是全体符合标准的内部员工，这一次员工持股计划很好地安抚了老员工的心态，也激励了新员工。而在 2021 年初，公司再次开展员工持股计划，但上次不同是，此次员工持股计划对象已从公司全体员工转为公司高管及核心人员，且通过对比两次员工持股计划的名单，可以发现其中高管持股人员两次名单并无太大变化，尤其是核心人员：王旭先生以及单建斌先生，并且还在第二次持股计划中认购的份额分别为 8%、6%，占比位列本次计划前二。

两次员工持股计划顺利进行，且两次持股计划中高管并无实质性变动，说明公司从底层到高层都对现今东山精密发展有着较好信心，现有业务结构有利于公司发展。

5.5 非财务绩效分析小结

在非财务绩效方面，连续并购为东山精密带来了更直接的收益也为东山精密带来了更大的压力。

首先，在客户方面，东山精密通过连续并购获得了大量的优质客户资源如并

购维信公司成为苹果公司主要供应商，也巩固了在原有客户的地位，如在 2019 年通过了华为相关认证；除此以外，通过这些优质客户，尤其是海外客户，东山精密的市场影响力逐渐从国内转移到海外，其海外营业收入逐年提升，截止到 2019 年，东山精密 68%左右的收入来自海外。

其次，则是在产业结构方面及科研能力方面为了更好的完成自身转型升级，东山精密从 2010 年上市至 2018 年，均在不停调整其业务范围，其中 2010-2017 年期间均在不停探索其业务结构，而在 2017 年完成对维信公司并购后，东山精密基本形成了以印刷电路板业务为主体的业务结构，随后的并购则更多的是对业务结构框架的聚焦。

最后，连续并购对东山精密最为直接的变化则是研发能力及研究费用的提升，伴随着东山精密多次并购优质制造厂商，其研发能力也自然逐年提升，其在科研上的经费支出在 2017 年提升了近 2 倍，而专利数量也相应增多。

与此同时，连续并购对企业管理层压力也进一步加大，为了提升管理层水平，东山精密主要高管均有了一定的变动，2014 年引入了王旭先生、2017 年引入了单建斌先生两位高级管理人才，并在 2018 年、2021 年两次进行股权激励计划稳定公司管理层，提升公司管理能力。

6 结论与启示

6.1 结论

本文首先梳理了东山精密的基本情况，包括其连续并购前后所处行业变化情况，在此基础上分析东山精密进行连续并购的动因，通过连续并购，东山精密在企业规模、营业收入增长方面效果显著，并在跨行业升级后，迅速提升了其自身市场占有率及市场地位，提高了其综合竞争力。

其次，是对企业连续并购的绩效研究。通过对东山精密财务绩效及财务绩效分析得到以下结论：

东山精密在实施连续并购后，就短期绩效方面，总体来看，四次连续并购平均超额累计收益率为正，说明这一系列并购事件为东山精密带来了积极的效益；从长期财务绩效方面来看，财务指标法和熵值法的结果都表明东山精密在连续并购后其盈利能力和成长能力都得到了大幅度提升，表明企业在连续并购战略后在长期来看具有显著的积极效应，而在偿债能力方面问题，东山精密显然也已经注意到，在 2019 年后开始聚焦主业，逐步剥离部分负增长业务，这一点在托宾 Q 值分析中可以看出，东山精密的托宾 Q 值逐渐上升，表明其未来潜在价值逐步上升；在非财务绩效方面，东山精密通过连续并购获得了优质的客户资源，企业产品结构得到进一步优化构建了一站式服务平台，内部管理水平也逐渐得到提升、管理结构趋于稳定。

总体来说，东山精密通过连续并购战略促使企业从一家国内传统钣金制造业企业，跃居成为世界一流电子信息制造业企业，企业收入水平、市场占有率均得到了大幅度上升，但多次通过股权质押的方式获取现金来支付并购价款的方式开展并购，也在一定程度上影响了东山精密的偿债能力以及营运能力。

6.2 启示

首先东山精密应当丰富其支付方式。纵观东山精密四次并购，均采用了现金支付方式，四次并购合计约 65 亿人民币，这给东山精密带来了极大的资金压力，反映在具体数据上就是远超同行业的资本负债率。现在，随着并购市场的火热，

越来越多的企业倾向于设立并购基金，通过并购基金进行并购战略。类似于东山精密这种传统制造业企业，应当灵活运用市场化手段，通过多样并购方式来保障并购后企业有余地应对可能出现的风险。

其次，企业连续并购应当尽量依托已有的优势资源。东山精密在连续并购时充分考虑了自身已有资源，选择的并购标的普遍与当时自身的主营业务、地理位置、客户资源有着千丝万缕的关系，尤其前三次并购选择的标的企业主要生产基地均与东山精密一同位于苏州市，且业务均有一定的关联性，这为东山精密进行并购减少了所需的信息成本，降低了并购的风险。

最后，连续并购应当紧密联系其自身公司战略。东山精密自 2010 年上市以来围绕自身发展情况，适时调整，制定了不同的战略目标，从早年的“精密金属结构件生产商”到现在“一站式平台”，其连续并购既是为了战略目标而服务，也是在战略目标下不断调整的结果。

参考文献

- [1] Anand B N, Khanna T. Do firms learn to create value? The case of alliances[J]. *Strategic Management Journal*, 2000, 21(3):295-315
- [2] Billett, M, Qian. Are Over confidence Manager Born or Made Evidence of SelfAttribution Bias from Frequent Acquirers[J]. Working Paper, University of Iowa, 2005
- [3] Brown R, Sarma N. CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions[J]. *Journal of Economics and Business*, 2007, (59):358-379
- [4] Core. J. E, R. W. Holthausen, D. F. Larcker. Corporate governance, chief executive officer compensation and firm performance[J]. *Journal of Financial Economics*, 1999, (51):371-406
- [5] Croci E. Why do managers make serial acquisitions? An investigation of performance predictability in serial acquisitions[J]. SSRN Working paper, 2005
- [6] Halebian J, Kim J, Rajagopalan N. The influence of acquisition experience and performance on acquisition behavior[J]. *Academy of Management Journal*, 2006, (49)
- [7] Jarrad Harford. What drives merger waves[J]. *Journal of Financial Economics*, 2004(3)
- [8] John A, Doukas, Dimitris Petmezas. Acquisitions, Overconfident Managers and Self-Attribution Bias[J]. *European Financial Management*, 2007, 13(3):531-577
- [9] Kathleen Fuller, Jeffrey Netter, Mike Stegemoller. What do returns to acquiring firms tell us Evidence from firms that make many acquisitions[J]. *Journal of Finance*, 2002, (4):1763-1793
- [10] Savor, P. G., Lu, Q. Do stock mergers create value for acquirers[J]. *The journal of Finance*, 2009, (3):1061-1097
- [11] Schipper K, Thompson R. Evidence on the capitalized value of merger activity for acquiring firms[J]. *Journal of Financial Economics*, 1983, 11(1-4):85-119
- [12] Shleifer A, Vishny R W. Stock market driven acquisitions[J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 70(3):295-311
- [13] 曹玲, 吴其静. 不同目标企业的并购绩效存在差异吗?——对我国 2005—2015 年制造业上市公司并购事件的分析[J]. *西部论坛*, 2017, (3):117-124
- [14] 陈兴秀. 上市公司并购重组经济后果实证研究——基于关联交易与非关联交

- 易的比较研究[J].中国注册会计师,2015,(1):52-57
- [15]程孟萍.企业并购绩效研究[J].当代会计,2016,(1):7-8
- [16]崔和瑞,田鹏,彭旭.基于市场势力理论的我国电煤价格成因分析[J].华北电力大学学报,2015,(2):18-23
- [17]杜德斌,赵剑波.中国企业跨国并购全流程整合研究——以金风科技并购德国 VENSYS 公司为例[J].学术研究,2014,(8):86-90
- [18]葛结根.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[J].会计研究,2015,(9):74-80
- [19]郭冰,吕巍,周颖.公司治理、经验学习与企业连续并购——基于我国上市公司并购决策的经验证据[J].财经研究,2011,37(10):124-134.
- [20]胡挺,陆昭怡.并购能力与价值创造——工商银行连续并购东亚银行的经验证据[J].华东经济管理,2013,(7):91-95
- [21]胡悬悬.连续并购业绩承诺风险研究——以 H 公司为例[J].营销界,2019(52):179-180.
- [22]胡雪峰,吴晓明.医药企业并购战略对企业绩效的影响——基于我国上市企业数据的实证分析[J].世界经济与政治论坛,2015,(2):147-160
- [23]黄洪斌,秦政强,张同建.并购战略规划、协同整合和财务绩效的相关性研究——基于 A 股制造类上市公司的数据检验[J].会计之友,2014,(26):58-61
- [24]姜愿.浅议企业并购前期需要做好哪些准备工作[J].时代经贸,2018,(32):60-61
- [25]兰岚.产业演进视角下企业并购绩效分析——以乐普医疗为例[J].财会通讯,2020(06):105-108.
- [26]李捷瑜,徐艺洁.学习效应、业绩反馈与连续并购[J].南方经济,2017,(09):103-11
- [27]李艳琴.传统企业互联网转型并购的特点与动因分析[J].知识经济,2019(36):54-55.
- [28]林季红,刘莹.中国企业海外并购绩效研究:以并购整合为视角[J].厦门大学学报,2013,(6):115-124
- [29]刘莹,丁慧平,崔婧.上市公司并购次序对并购绩效影响的实证检验[J].统计与决策,2017,(11):185-188
- [30]卢琳.东山精密连续并购高溢价成因分析[J].财富时代,2020(02):150.
- [31]毛雅娟,李善民.管理者持股能缓解代理冲突引发的公司并购行为吗[J].学术研

- 究,2013,(06):60-68
- [32] 门久久.连续并购的绩效研究——基于华电国际的经验数据[J].会计之友,2016,(12):91-97
- [33] 欧思嘉,郑勇.管理者过度自信与企业并购行为的实证研究[J].宁夏工程技术,2014,13(03):283-288
- [34] 潘颖,聂建平.基于因子分析的上市公司并购绩效增量评价[J].经济问题,2014,(1):115-118
- [35] 庞琦,张建平.基于因子分析的上市公司并购绩效研究[J].会计之友,2015,(17):64-68
- [36] 邱红丽.基于事件研究法与主成分分析法的连续并购绩效分析[J].企业科技与发展,2019(03):157-158+160.
- [37] 施继坤,刘淑莲,张广宝.管理者缘何频繁发起并购:过度自信抑或私利[J].华东经济管理,2014,(12):84-90
- [38] 宋雪.基于长短期窗口的连续并购绩效分析——以复星医药为例[J].市场周刊,2019(07):3-6.
- [39] 王克飞.高质量发展背景下企业并购动因及绩效研究[J].中国农业会计,2020(03):76-78.
- [40] 王若曦.浅析连续并购的动因及风险——以 BS 公司为例[J].商场现代化,2019(24):111-112.
- [41] 王霞,饶颖颖.企业并购的短期财富效应与绩效增长——政府主导的友谊股份吸收合并百联股份的案例研究[J].华东师范大学学报,2013,(04):137-143
- [42] 王杏芬,胡艳梅.连续并购商誉减值风险研究——以东山精密为例[J].财会通讯,2019(35):43-48.
- [43] 吴超鹏,吴世农,郑方镛.管理者行为与连续并购绩效的理论与实证研究[J].管理世界,2008(07):126-133+188.
- [44] 吴慧香,李星翰.农种业连续并购绩效评价研究——以隆平高科为例[J].中国农业会计,2019(09):20-21.
- [45] 夏扬,沈豪.基于长短期窗口的民企连续并购绩效研究——以均胜电子为例[J].财会通讯,2018,(11):3-8
- [46] 谢洪明,章俨,刘洋,程聪.新兴经济体企业连续跨国并购中的价值创造:均胜集

- 团的案例[J].管理世界,2019,35(05):161-178+200.
- [47]谢玲红,刘善存,邱菀华.学习型管理者的过度自信行为对连续并购绩效的影响[J].管理评论,2011,23(07):149-154.
- [48]杨君慧.基于DHS模型的中国上市公司连续并购的短期反应研究[J].现代经济信息,2012(04):4-5.
- [49]于鸿鹰,何青松,何宗明,杨诗韵.组织学习影响科技型企业连续并购决策的实证分析[J].科技进步与对策,2018,(11):103-108
- [50]于明涛.中国式分权下的文化企业跨地区连续并购研究——基于大众报业集团案例分析[J].东岳论丛,2015,(08):175-183
- [51]余鹏翼,王满四.国内上市公司跨国并购绩效影响因素的实证分析[J].会计研究,2014,(3):64-70
- [52]俞雯.企业并购动因的财务研究[J].全国流通经济,2019(13):75-76.
- [53]张岚,范黎波.为什么企业会连续并购?——来自我国制造业企业的证据[J].财会通讯,2018,(30):10-17
- [54]张文佳.我国企业跨国并购的动因分析[J].金融发展研究,2015(03):3-9.
- [55]张子煜,谭诗琪.浅谈连续并购的动因及绩效分析——以阿里巴巴集团为例[J].现代营销(信息版),2019(04):105-10
- [56]郑文华.全球化背景下企业跨国并购动因与风险分析——以海信电器并购东芝电视为例[J].哈尔滨学院学报,2020,41(01):50-53.
- [57]周绍妮,王惠瞳.支付方式、公司治理与并购绩效[J].北京交通大学学报,2015,(2):39-44
- [58]周文君.上市公司并购绩效实证研究:基于EVA与传统绩效指标的有效性分析[J].财会通讯,2013,(12):34-36

致谢

韶光易逝、岁月荏苒，行文至此，才惊觉自己已是在金城兰州的第七年，从18岁初至金城，对与南方平原迥然不同的北方大地赞叹不已到今天只有一种对如故乡般的熟悉以及对即将毕业离去的不舍。七年求学路，让我遇到了很多同学、老师，让我在人格和专业知识上都得到了很大的提升！在此，有很多要感谢的人。

首先，要感谢我的导师。在论文方面，感谢导师从研一入学至今都对我进行严格的学术和道德要求，让我能够在论文写作时有着充足的底气以及从容的心态。在论文开题至答辩，导师也不厌其烦对我进行指导，并不断鼓励我。同时，在生活、实习上，老师也积极为我提供建议和机会，也经常分享自己所经历的事，增长了我的见识，让我受益匪浅。

其次，要感谢各位学院老师以及外审的专家学者。感谢学院老师从开题到答辩中无私指导，感谢外审专家学者对我论文的不计回报的付出。没有各位老师学者的无私奉献，我的论文可能充满坎坷，无法顺利成文。

同时也要感谢我的同学和学院研究生秘书，感谢大家在紧张的学习生涯中，对我无私帮助，缓解了紧张学习、工作压力下的精神状况。

最后，感谢我的父母，没有他们对我默默地支持，没有他们的支持，我可能没有毅力踏出舒适圈，用三年时间去接触一个陌生的学科。