

分类号 F23/834
U D C _____

密级 公开
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 中鼎股份连续海外并购绩效研究

研究生姓名: 何丽

指导教师姓名、职称: 马建威 教授 李宝军 注册会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 成本与管理会计

提交日期: 2022年6月1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： 何磊 签字日期： 2022.6.5

导师签名： 李建威 签字日期： 2022.6.9

导师(校外)签名： 李辉 签字日期： 2022-6-10

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： 何磊 签字日期： 2022.6.5

导师签名： 李建威 签字日期： 2022.6.9

导师(校外)签名： 李辉 签字日期： 2022-6-10

Research on Corporate Governance of Southeast Asian Corporations

Candidate : He Li

Supervisor: Ma Jianwei Li Baojun

摘 要

“走出去”战略和“一带一路”倡议鼓励我国企业走出国门，参与国际化进程，中国制造 2025 对制造业的发展提出更高要求，在此背景下，汽车行业智能化、全球化变革不断深入，迫使上游零部件企业加速转型升级。而我国汽车零部件企业存在规模小、产业分散的特点，诸多资源依赖进口，整体竞争实力较弱，仅靠内生发展无法在短时间内实现技术突破，众多实力雄厚的企业将目光投向海外市场，以期通过并购的方式将国外先进技术引入国内，那么企业并购后的效果如何？现有关于海外并购的研究多从单次并购事件出发，鲜少挖掘各并购事件间的联系，基于此，本文聚焦汽车零部件行业，以中鼎股份 2011 年至 2017 年系列海外并购事件为研究对象，从战略目标出发，探究其成长方式和经营成果，对其他汽车零部件企业的国际化进程有较强的现实意义。

本文梳理了连续并购和海外并购相关文献，在已有研究基础上，分析中鼎股份海外并购背景，理清其并购历程，在此基础上，归纳并购特点和动因，最后从短期和长期两个维度分析企业连续海外并购后的绩效变化。

研究结果表明，中鼎股份进行海外并购主要以获取先进技术，拓宽业务版图为契机，实现客户和市场资源质的飞跃，通过整合双方资源，达到协同效应。并购后的绩效表现分为短期和长期，短期绩效采取事件研究法，结果表明投资者对每起海外并购事件反应不同，其中对并购法国 FM 的抵触最为显著，最终导致从整体上来看系列海外并购事件损害了股东财富。长期绩效研究主要从财务和非财务两个角度进行评价，采用全局因子分析法和 EVA 研究发现连续海外并购能够改善企业财务绩效，但从长期来看，绩效有所下滑。基于非财务角度发现企业的研发能力、客户群体等都获得了质的提升，非财务效果显著。最后，基于对案例企业的研究，对中鼎股份和其他零部件企业的海外投资活动提出相关建议。

关键词：连续海外并购 中鼎股份 并购绩效

Abstract

The "Going Out" strategy and the "One Belt, One Road" initiative encourage Chinese enterprises to go abroad and participate in the process of internationalization. Made in China 2025 puts forward higher requirements for the development of the manufacturing industry. In this context, the intelligent and globalization of the automotive industry continues to deepen, forcing upstream parts companies to accelerate transformation and upgrading. However, our country's auto parts enterprises have the characteristics of small scale and scattered industries, many resources rely on imports, and the overall competitiveness is weak. Endogenous development alone cannot achieve technological breakthroughs in a short period of time. Many powerful companies have turned their attention to overseas markets, hoping to introduce foreign advanced technologies into China through mergers and acquisitions. What is the effect of corporate mergers and acquisitions? Existing research on overseas mergers and acquisitions mostly starts from a single merger and acquisition event, and seldom explores the connection between mergers and acquisitions. Based on this, this paper focuses on the auto parts industry, and takes the series of overseas mergers and acquisitions of Zhongding from 2011 to 2016 as the research. Starting

from the strategic goal, exploring its growth mode and operating results has strong practical significance for the internationalization process of other parts and components enterprises.

This paper sorts out the literature related to continuous mergers and acquisitions and overseas mergers and acquisitions. On the basis of existing research, it analyzes the background of Zhongding's overseas mergers and acquisitions, and clarifies its merger and acquisition process. On this basis, summarizing the characteristics and motivations of mergers and acquisitions. The dimension measures the performance changes of enterprises after successive overseas mergers and acquisitions.

The research results shows that Zhongding's overseas mergers and acquisitions mainly take the acquisition of advanced technology and the expansion of business territory as an opportunity to achieve a leap in the quality of customers and market resources, and to achieve synergy effects by integrating the resources of both parties. The performance after M&A is divided into short-term and long-term performance. The short-term performance adopts the event study method. The results show that investors have different reactions to each overseas M&A event. Among them, the resistance to the acquisition of French FM is the most significant, which ultimately leads to a series of overseas M&As as a whole. The incident damaged shareholder wealth. Long-term performance research is mainly evaluated from two perspectives,

financial and non-financial. First, global factor analysis and EVA research have found that continuous overseas mergers and acquisitions can improve corporate financial performance, but in the long run, performance has declined. From a non-financial point of view, it is found that the R&D capabilities and customer groups of the company have been qualitatively improved, and the non-financial effect is remarkable. Finally, based on the study of case companies, relevant suggestions are put forward for the overseas investment activities of Zhongding and other parts and components companies.

Key words: Continuous overseas mergers and acquisitions; Anhui Zhongding; M&A performance

目 录

1 绪 论	1
1.1 研究背景与研究意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	3
1.2 文献综述.....	4
1.2.1 连续并购相关研究.....	4
1.2.2 海外并购相关研究.....	5
1.2.3 文献述评.....	8
1.3 研究内容与方法.....	9
1.3.1 研究内容.....	9
1.3.2 研究方法.....	11
2 相关概念及理论基础	13
2.1 相关概念.....	13
2.1.1 连续并购.....	13
2.1.2 海外并购绩效.....	13
2.2 理论基础.....	14
2.2.1 跳板理论.....	14
2.2.2 制度理论.....	14
2.2.3 信号传递理论.....	15
2.2.4 协同效应理论.....	15
2.3 海外并购绩效评价方法.....	16
3 中鼎股份连续海外并购概况	18
3.1 公司简介.....	18
3.2 连续海外并购环境.....	19
3.2.1 政治和法律方面.....	19

3.2.2 经济方面	20
3.2.3 社会环境方面	21
3.2.4 技术方面	21
3.3 连续海外并购历程及特点	21
3.4 连续海外并购动因	23
3.4.1 寻求技术资源，获取品牌效应	23
3.4.2 寻求海外市场	24
3.4.3 拓展公司业务	25
4 中鼎股份连续海外并购短期绩效分析	27
4.1 数据来源与样本选择	27
4.2 事件研究法计算步骤	28
4.2.1 确定事件期	28
4.2.2 计算超额收益率和累计超额收益率	29
4.3 短期绩效分析	31
4.3.1 累计超额收益率分析	31
4.3.2 累计平均超额收益率分析	31
5 中鼎股份连续海外并购长期绩效分析	35
5.1 财务绩效	35
5.1.1 基于全局因子分析法的综合评价	35
5.1.2 基于 EVA 的价值评价	47
5.2 非财务绩效	54
5.2.1 研发能力	54
5.2.2 客户群体	56
5.2.3 产品结构	57
5.2.4 行业地位	58
6 结论及建议	59
6.1 结论	59
6.2 建议	60

6.2.1 对中鼎股份的建议.....	60
6.2.2 对同类企业的建议.....	61
参考文献	63
致谢	69

1 绪论

1.1 研究背景与研究意义

1.1.1 研究背景

当前国民经济平稳增长，企业综合实力逐渐增强，市场竞争态势日趋复杂，为符合企业长期发展规划，许多实力雄厚的公司选择将以往的引进外资策略逐渐转向海外投资策略，以期顺势乘上经济全球化浪潮（刘玉冰，2018）。2013年，习近平总书记提出“一带一路”倡议，被国外专家认为是中国“走出去”2.0版，助推我国企业加快国际化步伐，随着该倡议的深入推进，我国对外直接投资逐渐增加，成为拉动“一带一路”建设的重要引擎，到2015年成功实现资本的净输出，2016年继续保持，2017年逆全球化对全球经济带来巨大挑战，我国ODI受此影响，出现多年来的首次下滑，2018年，同比下降9.6%，但降幅较2017年有所收窄，且仍保持资本的净输出，2019年FDI反超ODI，2020年随着ODI同比增长12.3%，又回到资本的净输出，且我国ODI首次位居世界首位（详见图1.1），表明我国对外投资能力逐渐增强。据CCG统计数据，我国ODI在2018年以来主要聚焦于制造业，接近对外投资总数的一半，并购作为我国企业海外投资的首选方式，交易数量自2016年达到峰值以后，持续下降，2019年基本回落至2015年的水平，这是市场在受到一系列压力和不确定因素的共同作用下展现出的基本格局，但小规模海外并购仍层出不穷，导致总体交易量的小幅增加。（详见图1.2）。

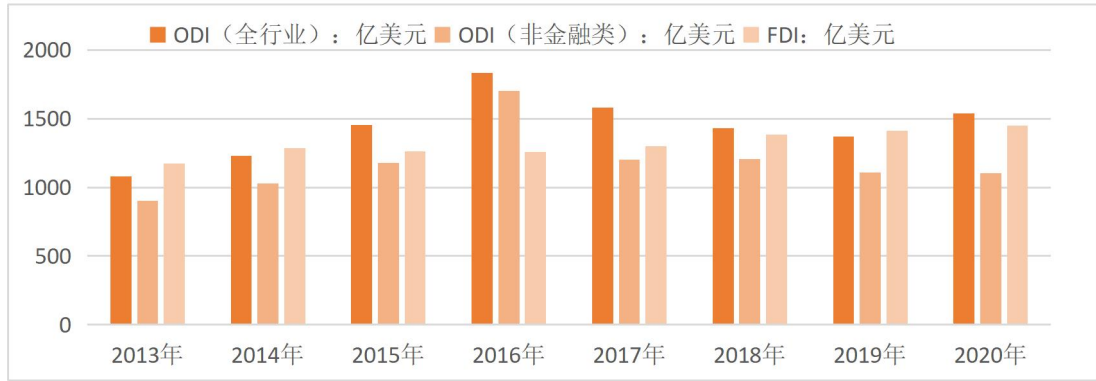


图 1.1 2014-2020 年中国 ODI 和 FDI

数据来源：商务部

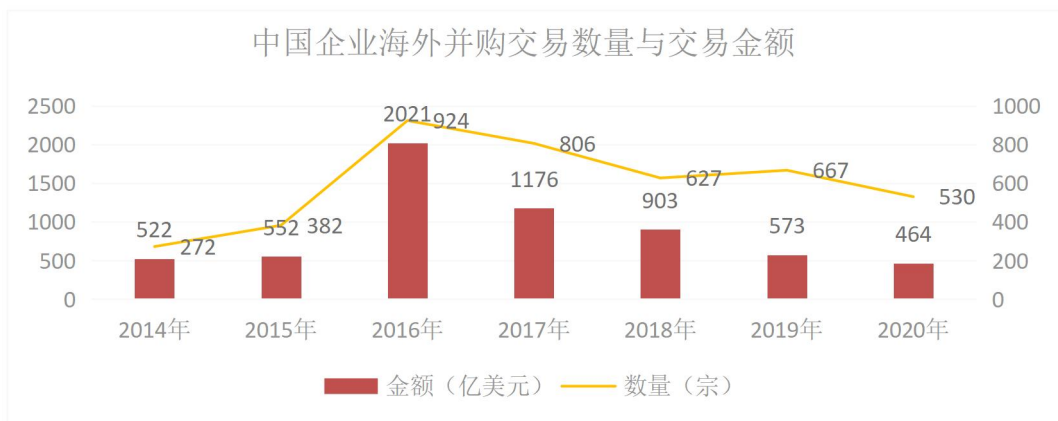


图 1.2 2014-2020 年我国企业海外并购交易规模

数据来源：普华永道分析

2015 年 5 月，国务院印发《中国制造 2025》，对制造业提出多项要求，并确立了制造业国民经济主体地位，2019 年 9 月习近平总书记对在安徽举行的世界制造业大会给予高度关注，并亲致贺信强调要高度重视制造业的技术创新。作为引领制造业转型升级的汽车产业，亟需重点发力，面对产能过剩的发展瓶颈以及全球化、智能化的变革机遇，传统燃油车逐渐落幕，新能源及智能汽车登上舞台，为顺应整车技术结构的变更，上游零部件企业不得不转型升级。纵观汽车及零部件行业发展史，众多企业巨头往往依靠自主研发和兼并重组两架马车实现快速成长。从全球范围来看，近年来，零部件企业的并购重组活动较 2016 年明显增加（详见图 1.3），尤其在我国，大企业凭借雄厚实力，借助国外优质企业的先进资源做大做强是主流模式，如时代新材借助德国 BOGE 的优质资源成功取得全球

非轮胎橡胶制品 50 强的入场券；均胜电子借力海外优质资产实现加速奔跑。历史和实践均表明，通过并购实现转型升级是汽车零部件企业的重要发展策略。

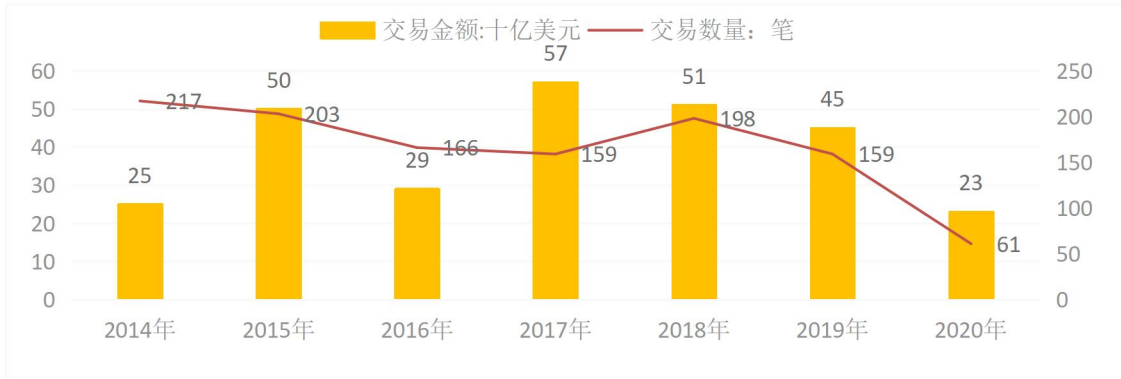


图 1.3 2014-2020 年全球汽车零部件企业并购交易活动

数据来源：普华永道分析

中鼎股份于 2006 年采用借壳方式登陆 A 股市场，成为国内第一家密封件上市企业，2008 年初次踏出国门，此后一路披荆斩棘，多次收购国外企业，现已成功加入国际高端品牌产业链，属于国内零部件企业中的跨国巨头。从数据来看，自 2011 年到 2018 年其营业收入呈现逐年上升态势，究其原因，一方面是由于企业的多次海外并购导致市场规模大幅提升，实现业绩增长，另一方面则是让海外被并购公司在国内设厂经营，主动将技术和管理经验输入进来，这种新颖的逆向投资方式能够快速提升企业创新能力。我国汽车零部件企业大多属于小规模企业，技术创新严重不足，因此，研究中鼎股份的成长方式及经营成果对零部件企业的做大做强具有实际借鉴意义。

本文以现有理论为依据，采用单案例研究连续海外并购与企业绩效之间的关系。选取中鼎股份为研究对象，从其海外并购历程入手，归纳并购动因，并从长期和短期两个角度对其并购绩效进行评价，总结其海外并购经验，让更多企业汲取其中的积极因素。

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义

关于企业并购的研究已日臻成熟，但现有研究多以单项并购为主，大都将同一主体的多次并购事件视为独立事件，忽视了并购过程的连续性，对连续并购尤其是连续海外并购的研究相对较少。本文立足于现有研究，注重各次并购活动的关联性，将连续并购理论运用于汽车零部件领域，挖掘连续海外并购与企业绩效之间的关系，在丰富现有研究视角的同时，也补充了相关案例内容。

（2）实践意义

数字技术蓬勃发展，5G、区块链等新的科技革命助力新能源、人工智能等变革技术加盟汽车制造，推动汽车产业向高端化、智能化转型升级，下游汽车厂商的变更迫使零部件企业加快技术创新，然而我国关键零部件的核心技术被外资垄断，极大地制约了零部件企业的自主创新和研发，通过海外并购可以快速获取技术资源，参与国际竞争。但作为新兴市场企业，外来者劣势使我国企业海外并购成功率并不乐观，因此，寻找协同效应产生的条件，为零部件企业提供战略建议，对助力并购企业达到“1+1>2”的成效具有重要的现实意义。

纵观中鼎股份的发展史就是一部海外并购史，经过多年并购，企业已进入高端供应商体系，立足全球市场，成为非轮胎橡胶件的国内巨头，探索其成长模式及经营效果对我国汽车零部件行业中小型企业占比较大的情况具有重要参考价值。

1.2 文献综述

1.2.1 连续并购相关研究

（1）连续并购动因

实践中，多数企业想依靠并购实现快速扩张，这一做法引发众多学者思考，但现有研究多关注企业的单次并购行为（庄明明等，2021），鲜少关注并购活动的关联性，现实中，大部分企业会进行多次并购活动，很少见只发生一次并购的企业（GOLUBOV，2015），因此企业的并购行为是对其发展战略的落实，是具有连动属性的（张岚等，2018）。那么企业为何会发生多次并购，现有研究主要从并购经验、公司治理等视角展开。

并购经验视角认为管理者会从先前的并购活动中吸取经验，并运用到下一次

的并购决策中，从而改善企业的并购管理过程，提高并购成功率（Iyer&Miller, 2008），随着并购经验的累积，管理者对并购活动更加得心应手，更容易做出并购决策，因此并购经验会正向影响企业的并购频率（范黎波等，2016）。同时当并购次数与并购绩效正相关时，良好的效果反馈会强化企业的并购决策（于鸿鹰等，2018）。

公司治理视角多关注企业的股权集中度和管理者的综合素质。研究发现股权越分散，并购行为越容易发生（朱冠平等，2019）；从管理层过度自信角度出发，认为管理者过度自信与企业并购决策显著相关，前者是后者的重要推动力（刘志杰等，2019）；从高管代理成本角度出发，当对高管实施股权激励时，为获取收益，其更倾向于做出高风险、高回报的并购决策（孟阳，2020）。

（3）连续并购绩效

对于连续并购能否提升公司绩效，学者们众说纷纭，意见不一。早期学者更多关注资本市场对企业发生并购的反应，Schipper 等（1983）发现投资者对企业发布的并购公告会做出积极反应，致使公司股价提升，股东财富增加，且并购对股价造成的影响具有持续性，会影响投资者对之后并购事件的态度（Asquith, 1983）。早期由于发生连续并购的企业较少，存在样本数不足的缺陷，因而研究结论有待商榷。21 世纪以后学者们更多关注连续并购对企业长期绩效的影响。Fuller（2002）发现当企业发生多次并购活动时，投资者会受前期并购事件影响，出现倦怠反应，导致后期超额收益降低，不仅如此，企业长期业绩也会自第二次并购活动之后出现递减（Kolev, 2018）。

我国学者对企业连续并购的现象相对来说关注较晚，现有关于连续并购行为与企业绩效关系的研究主要分为三类：正向促进作用（门久九，2016；梁永忠，2020），反向抑制作用（吴超鹏等，2008）以及波动效应。波动效应呈现不同的变动趋势，如韩立岩和陈庆勇（2007）发现开始并购时企业绩效会随之升高，后期发生多次并购时又会下跌，而王宛秋等（2015）发现二者之间是先下降后上升的 U 型关系，刘莹等（2017）则发现这种 U 型的变化趋势取决于企业首次并购的成功与否，若是成功的，则为正 U 型关系，反之为倒 U 型关系。

1.2.2 海外并购相关研究

（1）海外并购动因

在国外，股票市场相对完善，并购浪潮跌宕起伏，关于企业海外并购动因的研究开展较早，为后期的各项研究奠定了基础。交易费用理论（Coase, 1937）认为并购同一产业链上的企业能够控制交易过程，降低市场交易代价。市场势力理论（Comanor, 1967）认为横向兼并竞争对手，不仅可以扩大规模，还能够获得规模经济。Ansoff（1965）首次提出协同概念，揭示企业通过并购重组旨在提升管理效率、降低财务风险、改善经营秩序，获取更高收益，即达到通常意义上的管理、财务以及经营协同。发展中国家企业实施海外并购除了获得协同效应之外，更多表现为对产品、技术、市场等战略资源的寻求（Buckley, 2012）。

中国企业的海外并购动因不能直接套用西方已有理论（王旭等，2022）。在市场势力理论中，西方理论强调并购的垄断性，而我国则强调反垄断，始终警惕出现并购行为的反弹。从我国企业自身出发，投资海外企业主要表现为：资源驱动型，依托交易费用理论将海外企业纳入交易内部，从而获取企业生产所需的但在国内市场缺乏的资源，如国内稀缺的自然资源等（宁烨等，2021）；技术品牌驱动型，借助西方企业先进技术（周利芬，2019）、成熟品牌方面（唐晓华等，2019）的优势，实现产品升级，获取更高利润；市场驱动型，通过海外并购绕开贸易摩擦和关税壁垒（王晔，2018），快速进入东道国，利用东道国的区位优势打开海外市场（刘青等，2017），实现全球化布局（刁莉等，2020）。

（2）海外并购绩效

学者们对海外并购绩效的测算五花八门，其研究样本、研究角度等多存在差异，但综合来看主要采用事件研究法来分析资本市场对企业发生并购的反应，采用会计研究法追踪分析相关财务指标，评价并购前后的业绩变化，但始终并未得出一致的结论，基本上分为以下三种结论。

正面效应论认为并购方通过整合海外企业先进资源，创造竞争优势，从而促进业绩提升。基于事件研究法的多项研究成果证明并购公告的发布会在短期内提升企业市场价值。如 Kiyamaz&Mukherjee（2000）以 20 世纪 80-90 年代间被收购的美国企业为研究样本，结果表明被并购企业可以从中受益，我国学者则多从并购企业视角出发，结果发现并购企业同样可以获得超额收益（郭锐，2016；刘运

国等, 2018; 何伟军等, 2022)。还有学者通过追踪财务指标, 运用因子分析、模糊层次分析法等综合评价企业业绩, 结果发现海外并购有助于提升企业效益(张丹等, 2017; 徐琴, 2018; 张玉梅等, 2019; 冯钰钰等, 2020)。但也有学者发现企业绩效的提升仅存在于并购完成后的短时间内, 随着时间的延长, 会逐渐减弱(薛安伟, 2017)。

负面效应论认为企业海外并购面临着诸多不确定性, 实施海外并购不仅不能达到绩效提升的目的, 甚至会损害股东财富与公司利润。短期来看, 高额的并购溢价(孙淑伟等, 2017)、企业股权性质、规模大小、货币资金水平(李云鹤等, 2018)等因素与累计超额收益率之间负相关, 会导致市场对企业海外并购活动的消极反应, 降低股东财富。长期来看, 企业的海外并购会显著抑制经营活动, 从而导致经营效益下滑, 降低综合实力(Schuler等, 2001; 李欠强等, 2018; 丁一兵等, 2019)。

除了正向影响和负向影响, 还有学者发现海外并购效果与并购主体相关。如经营较差的企业可以通过海外并购来跳出困境, 但对于原本经营较好的企业来说, 实施海外并购反而会降低经营绩效(何先应等, 2010); 采取不同并购支付方式的企业最终实现的并购整合效应不同, 通常来看, 现金支付的效果最好(张晶和张永安, 2011); 不同所有制企业在海外并购中实现的并购效益也存在差异, 民营企业受所有权劣势影响, 并购绩效往往不及国有企业(赵君丽等, 2020)。

(3) 海外并购绩效影响因素

除了关注企业海外并购是否带来绩效之外, 学者们对哪些因素会影响企业绩效也进行了大量研究。本文从以下三个层面总结已有研究:

①国家层面的因素

两国文化差异会在很大程度上影响企业海外并购绩效(Stahl&Voigt, 2005), 这种差异带来的影响主要表现为正向促进(余鹏翼等, 2014)、反向抑制(唐建荣等, 2018)以及影响不显著等(刘璐等, 2019)。一切经济行为发生在广泛的制度环境下, 动态环境的摩擦会阻碍并购的有效发生和整合(张岚等, 2018), 最终会影响企业协同效应的实现, 具体如何影响尚存在不确定性, 主要有两种观点, 一种是负相关(李强, 2015), 一种是正相关(Burns&Liebenberg, 2009)。我国制度环境相对特殊, 政府与企业的关系会在很大程度上影响企业的海外并购

效益，一方面企业可以利用国有资本这层保护壳扩大融资，享受税收减免，改善企业经营（赵德志等，2018；赵曼等，2018），另一方面，恰是这只“隐形的手”会引起海外企业利益相关者的强烈抵制，不仅会阻碍企业并购的实施，也会对协同效应的实现产生不利影响（闫雪琴等，2016）。

②企业层面的因素

学习曲线理论表明一段时间内的重复行为会改善企业的某一指标，然而兼并收购由于其本身的复杂和不确定性使得这一理论受到质疑，多数学者想通过证明并购次数的频繁与否与之后的并购绩效之间存在关系进而说明在并购中也有学习效应的存在，但普遍发现频繁的海外并购会降低企业并购绩效（Rahahleh 等，2012），由此认为企业没有从先前的并购中获取经验，但支持多次并购可以累积经验的学者认为，频繁并购会让管理层得到经验和启发，作出理性决策，改善企业绩效（周永红等，2017）。此外管理层综合素质与并购绩效也息息相关，这是因为高管的海外经历与其获取国际信息的能力正相关，掌握的信息越多，在跨文化整合方面优势更大（周中胜等，2020）。并购完成后企业能否实现并购目标主要取决于管理层的整合能力，实证研究表明管理层经营质量与海外并购绩效正相关（吴先明等，2016）。企业本身的规模大小也是影响其海外并购绩效的另一重要原因，主流观点是规模越大越有实力，强大的融资力、抗风险力以及适应力会让企业更好的实现协同效应（朱勤等，2013）。另外，并购前企业的财务状况会影响后期的偿债能力，进而影响财务协同效应的实现，一般来说，只有财务风险较低时才会获得较高的海外并购绩效（周永红等，2017）。

③交易层面的因素

并购交易会如何影响企业绩效，现有研究主要从支付方式和相对并购规模两方面展开。依据信号传递理论，企业选取的支付方式会向市场传递相应讯息，当采用现金支付时，表明企业资金充足，投资者低估了股票价值，股票支付则传递出高估的信号。实证研究表明使用现金支付的企业海外并购效果更好（余鹏翼等，2014），但也有学者认为股票支付更能为并购企业带来理想的并购绩效（胡林豪等，2017）。企业的相对并购规模主要用于对横向对比不同企业的并购绩效，茹玉骢等（2017）发现相对并购规模越高，企业的并购绩效越好。

1.2.3 文献述评

对实践中发生的连续并购和海外并购现象,学者们多关注发生并购的动因和并购后的绩效表现。其中关于驱动企业发生连续并购的因素学者们主要从并购经验以及公司治理视角展开讨论,关于企业收购海外竞争者的动因,西方已形成成熟的理论框架,但并不完全适用于我国企业,我国企业投资海外企业旨在寻求技术、资源、市场等,提升综合竞争力。

关于连续并购和海外并购是否有助于提升绩效目前学者们也未得出统一的结论,基本上分为正绩效、负绩效以及分类绩效三类结论。其次,对于影响企业海外并购后不同绩效表现的因素,学者们也展开了积极讨论,主要从国家层面、企业层面以及交易层面进行分析,结果发现与西方国家的研究结论存在共性,但由于我国的制度环境、市场经济体制与西方国家相比具有较大差异,因此在国家层面还应关注政府干涉等因素的影响。

纵观海外并购相关研究,我国学者通常关注企业的单次并购行为,且通常从全市场的角度来研究整个 A 股上市公司的海外并购行为。关于连续并购的研究,我国学者多以国内上市公司的境内并购为主,鲜少关注企业的连续性海外并购行为,而我国企业连续海外并购与境内连续并购以及欧美国家的连续海外并购相比,在并购动因、并购对象选取、经营环境等方面存在较大差异,由此可能导致不同的并购效果,同时越来越多的企业正尝试通过连续海外并购提升国际化水平,这显然成为当前值得深究的问题。且企业的连续并购行为是在整体发展战略的布局下产生的,并购活动会随着企业战略的转变而发生变化,探究不同并购活动的关联性有助于从战略层面理解海外并购对企业绩效的影响。基于此,本文聚焦汽车零部件行业,以发生多次海外并购活动的中鼎股份为研究对象,从其并购历程着手,分析并购动因,并采用多种方法对其并购后的绩效表现进行综合且深入的分析与评价。

1.3 研究内容与方法

1.3.1 研究内容

本文主要分为四部分:

第一部分,通过对已出台的关于汽车零部件企业政策的梳理,确定本文的研

究主题：汽车零部件企业海外并购现象。梳理国内外学者关于连续并购、海外并购的相关研究，界定本文中所提到的连续并购以及海外并购绩效概念，论述相关理论依据及绩效评价方法，为后文写作做好理论铺垫。

第二部分，着眼于中鼎股份这一微观主体，分析推动其实施海外并购的因素，即海外并购大环境，根据巨潮资讯公告回顾其并购历程，然后以其海外并购标的为载体，总结海外并购动因。

第三部分，具体分析连续海外并购后中鼎股份的绩效表现，这是本文研究的重点问题，按照上文对海外并购绩效的概念界定，首先采用事件研究法来分析海外并购事件对中鼎股份股价造成的波动效应，即短期绩效，其次，对长期绩效的具体影响主要从财务和非财务两个角度展开，借助全局因子分析法和经济增加值来分析其财务绩效的变动情况，为全面了解中鼎股份连续海外并购成效，同时引入研发能力、客户群体、行业地位等非财务绩效进行分析。

第四部分，总结本文的研究结论，并尝试性的提出对策建议。

本文具体的思路框架如图 1.4 所示：

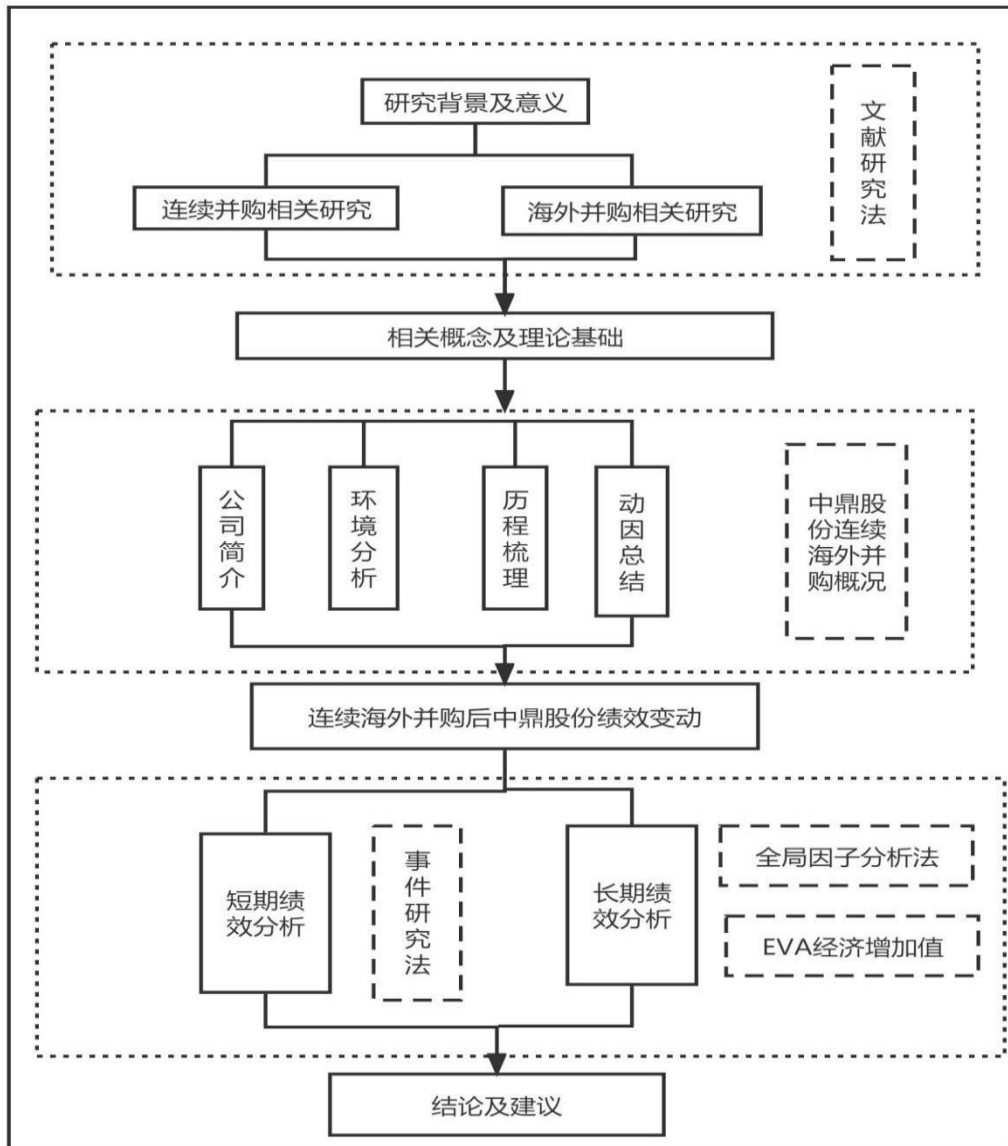


图 1.4 技术路线图

1.3.2 研究方法

(1) 文献研究法：整理连续并购、海外并购的相关文献，得出目前研究现状，并由此引出本文研究主题，以跳板理论、制度理论为依据，深入挖掘中鼎股份系列海外并购活动背后的驱动因素，同时依托信号传递理论和协同效应理论分析其并购后的绩效表现。

(2) 案例研究法：借鉴已有研究，以汽车零部件企业为切入口，选取通过海

外并购方式成长起来的国内非轮胎橡胶企业中的佼佼者中鼎股份为研究案例，收集相关数据，进行深刻分析，从而更真切地展现连续海外并购对企业绩效的实际影响，让结论更具有说服力，为其他零部件企业的国际化扩张提供启示。

2 相关概念及理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 连续并购

连续并购这一概念最早出现在国外学者 Schipper 等人（1983）的研究中，他们认识到企业的并购行为分为单次和多次，直到 2002 年，Fuller 才将企业在一段时间内的多次并购行为明确界定为连续并购，后续关于连续并购的研究多借鉴此文，学者们主要从量化角度出发，开展连续并购相关研究，但由于研究样本存在差异，因此对时间窗口的选取和并购次数的界定持有不同的观点（见表 2.1）。

表 2.1 国内外学者样本选取标准

学者	主要观点
Schipper（1983）	无明确界定
Brown&Sarma（2007）	3 年不低于 5 次
Croci（2009）	5 年不低于 5 次
陈庆勇和韩立岩(2007)	5 年不低于 2 次
吴超鹏等（2008）	9 年不少于 2 次
谢洪明（2019）	6 年 5 次及以上
贺天玥（2021）	4 年 4 次

由此可以看出，连续并购是在连续时间内、多次发生的兼并扩张行为，为凸显系列并购事件的关联性和企业战略决策的连续性，本文参考谢洪明（2019）的观点，将企业在一段时间内为实现一定的战略目标而发起的多次并购事件视为连续并购。中鼎股份以成为全球领先的汽车零部件企业为愿景，在 2011 年到 2017 年收购了多家海外企业，累计并购事件共 9 起，从时间年限和并购次数来看，均符合大多数学者的界定范畴，因此，将其系列海外并购活动称为连续海外并购。

2.1.2 海外并购绩效

绩效，从字面来理解，即成绩和效果，通常用投入和产出的差值来衡量，海

外并购绩效指的是企业为了达成某种目标,采取一定的方式收购他国企业,通过整合东道国企业的资产、财务以及人力等相关资源,从而对其经营状况、盈利能力、海外市场份额等产生的影响,该影响的具体程度可以从不同角度来衡量,多以对资本市场和企业自身的影响分类,划分为短期绩效和长期绩效。短期绩效侧重于强调投资者对企业发生并购的反应,一般用事件研究法从股价波动情况着手,分析累计超额收益率的变动,长期绩效初期多基于财务指标来分析,包括总资产、总负债、销售收入等绝对性指标,也包括流动比率、资产周转率等相关比率性指标,随着企业的发展和研究的多样化,逐渐将间接反映企业综合实力的非财务指标也囊括了进来,如客户、市场、研发力等。

2.2 理论基础

2.2.1 跳板理论

跳板理论认为新兴经济体企业进行海外并购是为了以海外企业为跳板,获取相关资源,提升竞争力,主要表现为寻求战略资源,弥补国内市场竞争劣势等(YadongLuo 等, 2007), 据此可将企业海外并购动机总结为资源寻求型和机会寻求型。资源按照是否具有实物形态分为有形的和无形的,其中有形的是指看得见、摸得着的,如自然资源以及固定资产等,无形资源是指可以为企业带来价值的“隐形”资源,如技术、经验、品牌等。根据资源基础理论,实现差异化竞争的关键在于拥有独特的、不易被模仿的资源,如技术、市场等,通过并购海外企业,可获取短缺资源,弥补自身不足。资源基础观主要侧重于从静态角度分析,随着研究的深入,学者们更多关注资源的管理过程,由此提出了资源编排理论,该理论是对资源基础观的延伸,侧重于资源的过程演化,并逐渐被多数学者认可。机会包括发达国家的待开发市场,利用自身的低成本制造能力等。我国劳动力成本相对降低,可以利用所有权优势将国际战略资产进入国内,弥补市场缺陷,提升价值创造力。

2.2.2 制度理论

North 认为制度是人为设计用来约束双方关系的准则,以是否具有确定形式

划分为正式制度和非正式制度，正式制度是指相关部门出台的一些成文规定，如法规、政策等，而非正式制度则是指一些约定俗成的惯例、文化等。制度理论认为，所有经济组织的运行是基于一定准则之上的，所谓“无规矩不成方圆”。在海外并购中，东道国的制度环境在很大程度上决定了企业并购标的的选择，研究发现，制度先进、和谐的国家，拥有良好的营商环境，因而更有利于开展海外商业活动，提高并购成功率。我国企业海外并购更多表现为对战略资源的寻求，因此往往将制度因素与战略资产寻求结合起来。

2.2.3 信号传递理论

信号传递理论是基于市场买卖双方存在信息偏差的基础上应运而生的，主要是为了应对这种偏差对市场带来的干扰。最开始由 A. Michael Spence 所提出，他认为由于卖方信息公布的失职导致买方信息缺失，使买方缺乏对市场的正确判断，从而引起市场的逆向选择，让一些优秀的企业被迫退出市场，而在信号传递理论下，掌握信息的一方应主动向外界公布信息，展示自己的经营实力，信息接收方接受信息之后，可以进行有效选择，从而可以避免信息偏差而带来的市场失灵。罗斯进一步将这一理论运用到财务领域，认为公司高管会通过某种行为将其掌握的内幕消息传递到市场中，如发放股利，宣告并购等，从而引起利益相关者对企业价值的重新评估，当投资者认为此次交易活动传递出良好预期时，便会大量买进，企业股价上涨，反之则会下降。

2.2.4 协同效应理论

协同效应理论认为并购双方的生产要素存在效率差异，如资金、市场、人力资源等，通过整合活动可以将这些要素紧密结合起来，合理配置资源，弥补双方效率差异，实现效率提升，主要表现为企业的经营、财务以及管理方面的效率提升，最终实现企业业绩提升。

经营协同效应旨在提升并购后的经营效率和生产效率。尤其在制造业企业中，多数企业通过并购获取先进设备和管理经验，在经营方式等方面实现优势互补，从而实现规模提升，分摊生产成本。

财务协同效应旨在提升资金的使用效率。并购方完成收购后，会将双方资金

做进一步整合，然后将其投资于高回报项目，以期获取丰厚收益补充现金流，确保企业债务的偿还，降低财务风险。基于企业生命周期视角，成熟期或衰退期的企业有充足的现金流进行并购，且并购比发放股利更加有利。企业进行海外并购活动之后，可以根据相关政策规定进行税务筹划，减少相关费用支出，提高财务管理水平。

管理协同效应指的是通过整合双方的管理资源，实现管理资源的正向流动，让原本管理效率低的企业从中受益，提升管理效率，而对管理效率高的企业来说实现了资源的充分利用，从而使两者都实现管理协同。

本文从跳板理论和制度理论出发，探索企业海外并购动机，建立连续海外并购与企业绩效之间的联系，信号传递理论和协同效应理论则侧重于分析连续海外并购绩效产生机制。信号传递理论认为海外并购公告会引起投资者态度发生转变，进而导致股价发生波动，以此为基础，可分析企业短期绩效，协同效应理论则强调并购可以实现双方资源互补，从而在经营、财务以及管理等方面实现协同，提升企业绩效，为后续财务绩效的分析提供角度。

2.3 海外并购绩效评价方法

关于如何评价企业海外并购绩效，现有研究大致可以归为两类：一类是关注股价波动，研究短期绩效，一类是用经营绩效变化来评价长期绩效（徐明霞等，2017）。表 2.2 列示了几种常见的绩效评价方法。

表 2.2 海外并购绩效评价方法

分类	名称	内容	优点	缺点
短期绩效评价	事件研究法	以股价为基础研究 股东财富变化	可以直观反应该事 件对企业造成的影 响	前提是资本市场是 有效的
	经典因子分析	利用降维思想从多 个指标中抽取对绩 效影响较大的因素	简化变量数目，综合 评价	对数据有要求
长期绩效评价	EVA	$EVA = NOPAT - WAC$ $C * TC$	综合考虑所有资本 的机会成本	计算过程比较繁琐
	全局因子分析	利用降维思想从多 个指标中抽取对绩 效影响较大的因素	考虑数据的时间性 和主体性	对数据有要求
	托宾 Q 值	托宾 Q 值=股票市值/ 重置成本	在考虑权益和负债 的基础上，不仅关注 企业的账面价值，还 关注市场价值	计算重置成本时，难 以准确计算无形资 产的价值，容易产生 偏差
	层次分析法	结合相关指标打分， 构建层次分析体系	结合定性和定量分 析，处理过程简便	对数据的打分具有 一定的主观性
其他	DEA	测量生产效率	具有较强的客观性	对异常值相当敏感
	平衡计分卡	综合了财务、客户、 员工等多个维度来 评价企业绩效	不仅可以反应企业 的财务绩效，也可以 反应非财务绩效	指标体系制定比较 困难

由上表可知，各类评价方法存在缺陷，有必要结合各方优点，综合选取较优的评价方法，对于短期绩效，本文选取已较为成熟的事件研究法，对于长期财务绩效，本文基于传统财务指标，利用全局因子分析法得出中鼎在并购前后的行业排名，并比较分析各项能力得分变化趋势，得出企业各项能力协同效果；作为对传统财务分析的补充，EVA 考虑了企业的资本成本，可以相对真实地反应企业价值，结合两种方法，可以让投资者对企业的经营状况有更加全面的了解，从而做出正确决策。

3 中鼎股份连续海外并购概况

3.1 公司简介

中鼎股份（以下简称中鼎）前身为成立于 1982 年的小型民营密封件厂，1992 年经过改制，成立现在的中鼎股份有限公司。2006 年借壳飞彩股份在深交所挂牌上市（股票代码：000887），上市后，企业开始积极布局海外市场，背靠国家政策支持，顺应行业发展潮流，提升自主创造能力，成功获取与世界优质客户的合作，通过内生发展与外延式并购成为我国非轮胎橡胶领域的龙头企业，并顺利挺进国际同行业排名前 20 强。作为宁国当地规模最大的跨国企业，其下属子公司多达 30 余家，其中 10 多家为海外企业，主要为汽车、摩托车、重大机械装备等生产零配件，包括密封件、冷却系统等橡胶制品。中鼎起家于皖东南地区水木清华的宁国市，后来随着逐步发展壮大，在我国多个城市建立了新的产业基地，如上海、天津等，时至今日，中鼎不再是一个屈居一隅的小作坊企业，已经成长为行业内的优质企业，其发展历程的重大事件如图 3.1 所示。

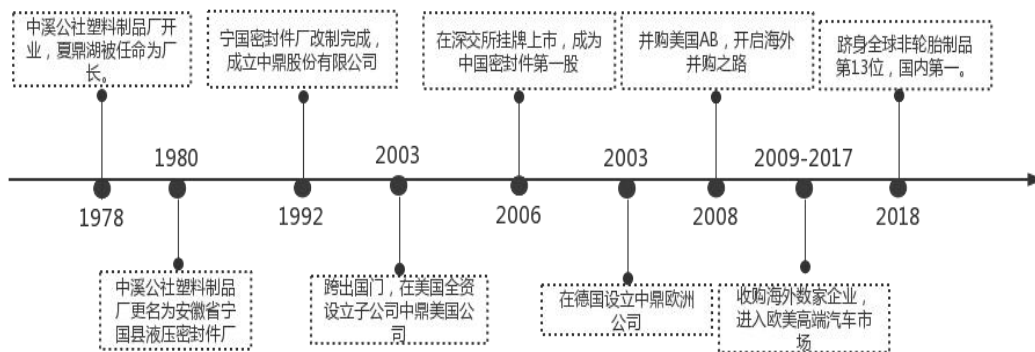


图 3.1 中鼎发展大事记

资料来源：中鼎年报

中鼎股权结构清晰，其最大的控股股东安徽中鼎控股股份有限公司截止 2020 年末持股总数达到 5.33 亿股，持股比例为 44.68%，前十大流通股东占比较高，接近 60%，企业股权较为集中（详见图 3.2）。作为民营企业，其实际控制人夏鼎湖先生多年来始终重视企业的生产研发，善于借鉴行业优秀企业管理经

验，是当地知名企业家，具有丰富的产业经验，公司副董事长一直为马小鹏，管理层经营稳健，中长期战略方向稳定可控。截止目前，中鼎拥有海外控股子公司达到 61.36%，属于宁国当地规模最大的跨国企业。

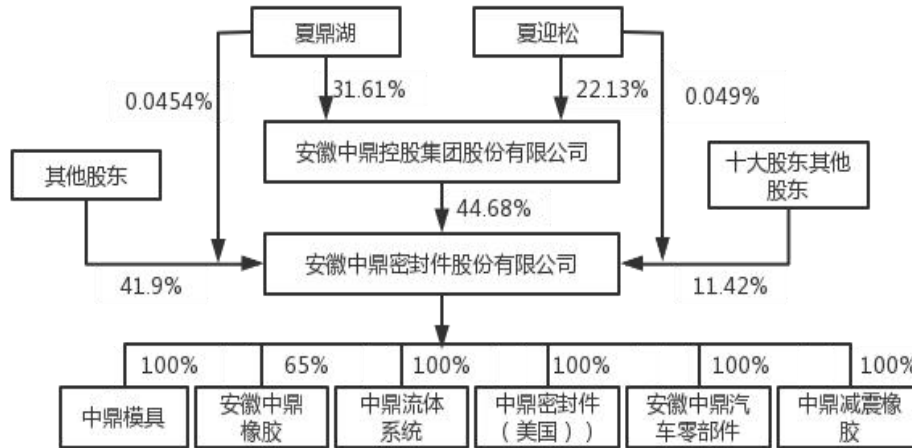


图 3.2 中鼎股权结构图

资料来源：中鼎年报

3.2 连续海外并购环境

3.2.1 政治和法律方面

中鼎主营业务隶属于橡胶制品细分行业，是汽配行业的分支，以子行业身份推动汽车工业发展，汽车工业作为推动国民经济发展的重要支柱产业，长期以来得到国家大力支持，如图 3.3 所示，从 2006 年起国家多次出台相关政策，助力汽车产业发展。其中与零部件企业直接相关的政策有：2009 年初，为推动汽车产业的持续、健康发展，国务院颁布的相关调整和规划中明确提出关键零部件企业要打破外借局面，实现自主研发。2010 年为进一步推动基础零部件的发展，工信部发布《机械基础零部件产业振兴方案》及《装备制造业技术进步和技术改造投资方向》，聚焦装备制造业等重点领域，鼓励突破技术瓶颈，作为装备制造业不可或缺的橡胶零部件当然也属于国家产业政策鼓励发展的范围。2013 年国家发改委出台兼并重组指导意见，支持零部件骨干企业开展海外并购，积极实施“走出去战略”，后续又陆续发布多项政策，为企业的国际化转型和发展营造了

良好的制度氛围，在政策的推动下，越来越多的零部件企业开始投资海外企业，寻求技术创新。

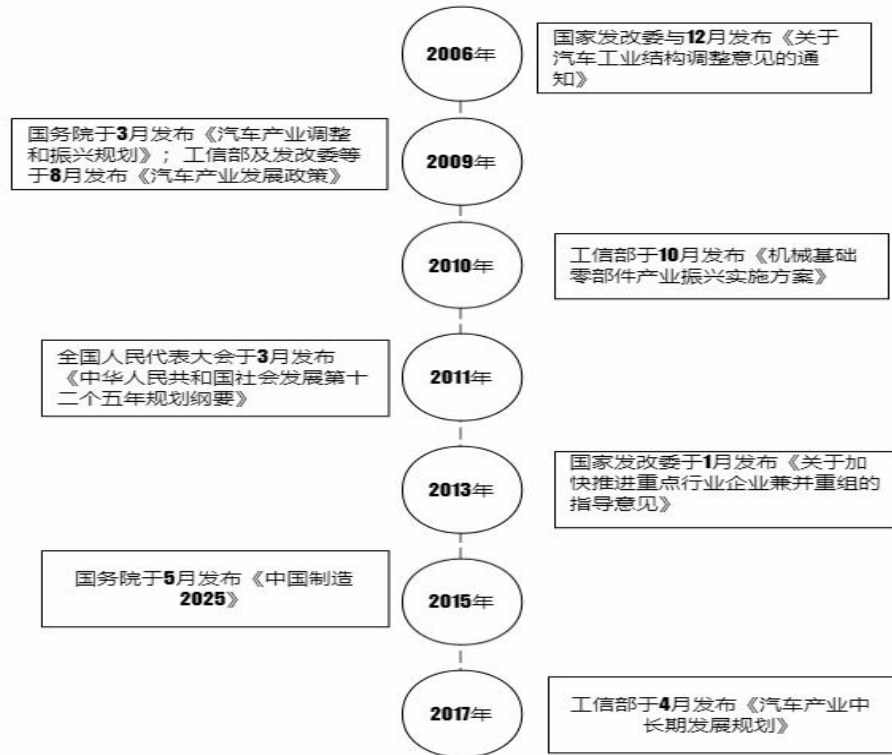


图 3.3 相关政策变动

资料来源：根据网上资料手动整理

3.2.2 经济方面

2008年欧债危机爆发，全球经济雪上加霜，十二五期间受金融危机影响，我国经济增长逐渐下滑，如图 3.4 所示，2015年跌落至十几年来的峰底，这是由交通、能源、环境等限制因素相互交织产生的基本局面，整体经济环境下行，我国汽车产销不及预期，不可否认，这些负面因素会影响汽车零部件企业的发展，降低企业获取超额利润的机会。但反观国外，面临欧美日等传统汽车市场的日趋饱和，我国作为新兴汽车市场，受到众多汽车资本企业的青睐，如果企业能够借助这股东风，顺势而为，将国外优质企业收入囊中，就能掌握核心关键技术，实现技术创新，形成竞争优势，获得可持续发展。

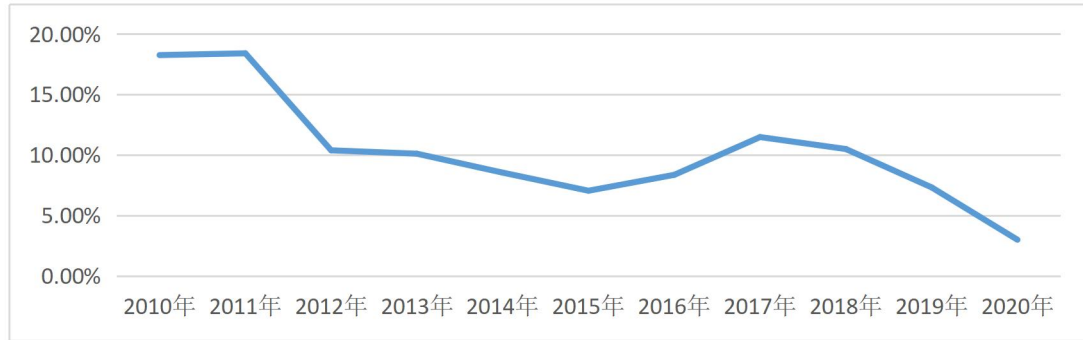


图 3.4 2010-2020 年国内 GDP 增速

资料来源：国家统计局官网

3.2.3 社会环境方面

橡胶零件应用广泛，下游企业众多，其中汽车行业占据半壁江山。经济发展带来人均收入增加，居民生活条件提高，消费意识发生转变，消费者更注重提升生活质量，汽车成为多数人生活的刚需，我国乘用车市场消费前景广阔。此外国家也鼓励汽车消费，2009年3月，商务部发布《关于促进汽车消费意见》，从规范二手车市场等多个方面着手，营造良好的市场环境，促进汽车销售，汽车销售市场的扩容带来的是零部件产业的消费增长。从近几年来看，能源问题突出，世界各国纷纷采取措施应对挑战，未来电动等清洁能源以及新能源汽车或将成为主流，这也会倒逼零部件企业向节能化创新升级。

3.2.4 技术方面

我国汽车产业发展主要依靠外部技术、资本、管理等，并未掌握关键核心技术，零部件企业由于规模小，产业分散，更是如此，故国家出台多项政策鼓励突破技术瓶颈，实现自主化。同时每一家主机厂都有固定的配套商，要想进入新的主机厂，必须具备同步研发力确保配套能力，这进一步加大了获取高端客户的难度，而进行海外并购可以利用被并购企业的品牌和技术获取供应商资格，快速打开国际市场。

3.3 连续海外并购历程及特点

中鼎自 2006 年上市以来，经过十多年时间，现已成为国内领先的橡胶零部件企业，其快速成长主要得益于企业多年的外延式并购。本文根据中鼎发布的收购公告及企业年报，整理出其 2011 年—2017 年间发生的重大海外并购事件，汇总了交易时间、交易标的等相关内容，如表 3.1 所示：

表 3.1 中鼎 2011-2017 年海外并购事件

时间	交易内容
2011 年 7 月	以 800 万美元收购美国 COOPER100%股权
2012 年 12 月	以 7125 万美元价格收购美国 ACUSHNET100%股权
2014 年 4 月	以 8000 万美元收购德国 KACO80%股权
2015 年 4 月	以 9489.78 万欧元收购德国 WEGU100%股权
2015 年 10 月	以 1 欧元收购法国 FM100%股权
2016 年 4 月	以 1200.55 万法郎收购瑞士 GMS42.87%股权
2016 年 5 月	以 287.4 万欧元收购奥地利 ADG100%股权
2016 年 7 月	以 1.3 亿欧元收购德国 AMK100%股权
2017 年 3 月	以 1.7 亿欧元收购德国 TFH100%股权

资料来源：根据中鼎年报、巨潮资讯官网手动整理

为更好的梳理各次并购事件之间的内在逻辑，在此对相关并购标的做简单介绍。美国 COOPER：主要生产高性能密封件，并拥有国际领先的成熟技术，其产品不止应用于汽车领域，在工程机械等方面也有所涉猎，主要为通用、福特等汽车厂商生产配套产品；德国 KACO：国际知名密封件企业，属于该行业的领航者，在众多国家设有销售基地，旗下有 6 家工厂，主要客户包括奥迪、保时捷、戴姆勒等知名厂商；德国 WEGU：其抗震降噪技术享誉欧洲市场，拥有技术强硬的研发团队，为宝马、奔驰等知名主机厂商配套；瑞士 GMS：为节能环保、新能源汽车充电服务等相关领域生产配套零部件；德国 AMK：属于底盘控制系统的领先者，配套厂商为宝马、捷豹等；德国 TFH：不仅拥有国际领先的发动机冷却系统，也拥有行业领先的新能源电池冷却技术，主要为沃尔沃、大众、菲亚特等知名汽车生产商提供配套服务。

通过梳理其并购标的，我们发现中鼎的系列收购标的业务具有明显差异，2011—2014 年主要基于其传统业务—密封件，以获取技术为目标，提升产品技术和核心竞争力，2015—2017 年发生的多起并购事件都是新业务并购，实现业务类型多样化，延伸自身产品线。因此，按照其并购标的业务类型，将这 9 起并

购事件所涵盖的时间划分为两个阶段：2011—2014年，技术导向阶段，获取技术，开拓市场；2015—2017年，战略导向阶段，布局新业务，实现新的利润增长点。

作为零部件企业，中鼎的对外投资活动主要展现出以下几大特点：

第一，东道国均是欧美国家。这是因为这些国家不仅拥有强大的制造基础，还拥有较为完善的法律机制，稳定的市场环境和先进的技术设备让其成为中鼎并购目标的选择地。第二，并购标的均属汽车零部件企业。中鼎系列海外并购活动主要聚焦汽车橡胶产业，坚持主业并购，成功实现技术创新和向行业高端市场的渗透，为其战略目标的实现奠定基础，同时，积极应对行业发展变革，布局新能源领域，抓住发展浪潮，稳步提升企业实力。第三，收购标的都是各自领域的领先者，下游客户多为全球核心主机厂商。中鼎可借助海外投资企业，绕过主机厂商的进入壁垒，获得对国际高端厂商的配套能力，从而实现全球开发、生产、配套一体化的战略布局。第四，从并购支出金额来看，中鼎系列海外并购事件支付金额较大，多起并购交易金额达到亿元以上，公告显示均采用现金支付，这种并购频率高、间隔时间短的支付方式会对企业的融资提出更高要求，若融资不及时会为企业带来较大的资金压力。第五，恰当的收购时机。中鼎收购海外竞争对手恰逢欧债危机爆发之后，海外很多企业经营受创，多数零部件企业岌岌可危，为度过危机，谋求生存，主动出售旗下子公司，这一背景使得中鼎在并购中处于优势地位，提高了并购的成功率。

3.4 连续海外并购动因

基于跳板理论和制度理论，企业进行海外并购是为了实现多个战略目标，如寻求资源和机会等，中鼎为实现其国际领先的汽车零部件供应商的发展战略目标，坚持围绕主业开展投资并购，其并购动机主要表现为：

3.4.1 寻求技术资源，获取品牌效应

近些年来，众多汽车零部件企业通过收购拥有成熟产品技术的国外优质企业实现技术突破，从而提升自身实力。中鼎为了获取竞争优势，形成核心竞争力，大量收购欧美企业，吸收其先进工艺，并同步引进大量先进设施设备等，研发创

新能力获得大幅提升，现已拥有国际领先技术水平。目前，企业拥有授权专利数 800 多件，相较 2010 年增长了 3.9 倍。此外，为了进一步提升技术实力，中鼎采取全球化研发策略，在欧美设立研发中心，与全球主机厂增大合作亲密度，加快了国际先进技术的消化吸收速度，同时为更好的实现协同效应，如图 3.5 所示，中鼎还利用反向投资方式，让被收购海外企业“自给自足”，自己设厂，并负责管理，成功实现了海外并购项目的国内迁移，联合各方优势技术资源，提升新产品开发效率，使自身技术水平稳步提升。

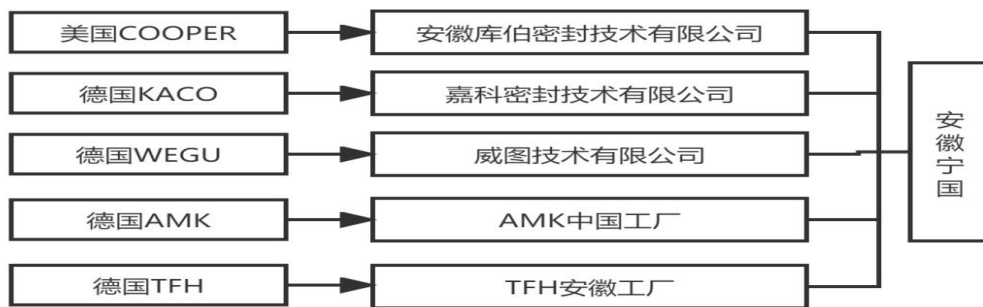


图 3.5 中鼎海外收购公司国内投资设厂情况

资料来源：根据中鼎年报手动整理

橡胶零部件企业与主机厂之间具有唇亡齿寒的关系，二者相互依存，彼此合作。主机厂都拥有稳定的零部件供应商，任何一家零部件企业若想获取新的主机厂订单，必须经过长时间的供应商认证资格，这不利于零部件企业的快速转型升级，而中鼎海外并购公司拥有国际知名客户厂商，利用其现有的品牌优势可以迅速获取供应商资格，进入高端客户配套体系。

3.4.2 寻求海外市场

并购前，中鼎产品主要销往国内市场，客户自然也以国内汽车整车生产企业为主，并购后，其标的企业主要在欧美国家，依据制度理论，在法律规范、法制环境稳定的国家更有利于开展经济活动，借助市场优势提升市场份额。如图 3.6 所示，中鼎海外收入占比逐年增加，2014 年海外营收首次超过国内，此后一路高歌猛进，增长速度远超国内，到 2017 年，其营收按地域分为亚洲、欧洲和美

洲，亚洲业务主要在国内，从表 3.2 可以看出，虽然美洲业务由于中美贸易战影响在 2018 年有较大幅度下滑，但得益于企业在欧洲业务的拓展，国外收入占比仍在提升，海外并购提高了中鼎在东道国的市场渗透力。为方便对收购企业的管理，中鼎分别在并购标的所在区域成立了控股公司，形成了遍布欧洲和美洲的销售基地，使公司各系列产品不再局限于国内的地区级供应，而是走向全球，相应的其营收也获得大幅提升。

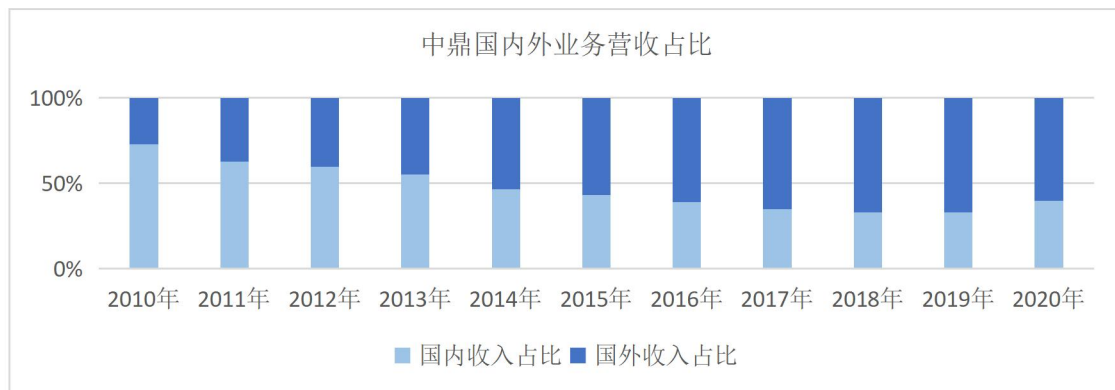


图 3.6 中鼎收入结构变化

数据来源：中鼎年报

表 3.2 2017—2019 年中鼎全球地域营收占比

年份	亚洲	欧洲	美洲
2017 年	35.32%	33.18%	31.50%
2018 年	37.88%	45.05%	17.08%
2019 年	33.72%	47.30%	18.99%

数据来源：中鼎年报

3.4.3 拓展公司业务

中鼎传统主营业务大部分属于橡胶制品，如密封件和特种橡胶制品，为了拓展自身产品系，实现新的利润增长点，中鼎不仅向 WEFU 伸出橄榄枝，引入其降震减噪系统，还在非橡胶件领域进行了积极尝试，引进了 AMK 的电机空气悬挂系统，此外，为跟随行业发展脚步，实现转型升级，还将新能源汽车领域的零部件配套企业 GMS 和 TFH 收入囊中。至此，中鼎通过并购不断扩充行业前沿生产线，最终形成了“冷却系统、“降噪减震底盘系统”、“密封系统”以及“空气悬挂及电机系统”四大主营业务领域，实现业务类型多元化。

中鼎采取的一系列海外并购政策既有利于其战略目标的实现,也有望通过整合相关资源获取协同效应,从而对其技术、产品、市场等多方面带来裨益,更有利于企业的长期发展规划。以产品和技术为基础,利用高端客户资源,将产品销往全球各地,逐渐在国际市场站稳脚跟,从而实现国际领先的战略目标。

4 中鼎股份连续海外并购短期绩效分析

第三章梳理了中鼎发起的一系列海外并购活动，明确了其并购动因，但交易完成本身不是目的，更不是终点，学术界在衡量海外并购成败时通常采用并购绩效这一指标，基于短期和长期两个视角进行分析（张潇叶等，2021），短期绩效通常衡量资本市场的反应程度，长期绩效则用来衡量相关会计指标的变动程度（兰洁等，2021）。本章参考前人研究，采用事件研究法来探究投资者对中鼎系列海外并购事件的反应，即其海外并购短期绩效。

4.1 数据来源与样本选择

本章所用数据主要为中鼎日实际收益率和深证成分指数，具体来源于国泰安数据库中的股票市场交易数据库。

根据巨潮资讯历年公告，整理出中鼎在 2011—2017 年间的发起的所有海外并购活动，再按照以下标准对其进行筛选，以确定符合条件的样本事件：

- （1）并购事件的首次公告日在 2011 年 1 月 1 日之后，2017 年 12 月 31 日之前。
- （2）若在同一日内公布了多起并购事件，则将其综合看做一起并购事件。
- （3）清洁期和窗口期数据为连续交易的数据。
- （4）本文研究内容不包括中鼎尚未完成和已失败的并购事件。
- （5）并购事件均为市场化交易。

按照以上标准筛选后，中鼎股份在 2011 年 1 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日间符合条件的海外并购事件共 8 起，如表 4.1 所示：

表 4.1 中鼎海外并购事件

首次披露日	并购标的	所在国	交易金额	股权
2011年7月23日	Cooper	美国	800 万美元	100%
2012年10月17日	ACUSHNET	美国	7125 万美元	100%
2014年4月30日	KACO	德国	8000 万美元	80%
2015年2月4日	WEGU	德国	9489.78 万欧元	100%
2015年10月10日	FM	法国	1 欧元	100%
2016年3月25日	GMS	瑞士	1200.55 万瑞士法郎	42.87%
2016年6月8日	AMK	德国	1.3 亿欧元	100%
2016年11月24日	TFH	德国	1.7 亿欧元	100%

资料来源：根据中鼎年报、巨潮资讯官网手动整理

4.2 事件研究法计算步骤

4.2.1 确定事件期

为尽可能得到市场真实反馈信息，以首次发布并购公告的日期为事件日，这是因为在首次公告日之后，投资者可能对该事件的反应已趋于完毕，若公告当天恰逢企业停牌期间，则以其复牌后的首个交易日作为事件日。

对于窗口期的确定考虑到并购事件的连续性，为尽可能避免样本量清洁期与窗口期的重叠（门久久，2016），同时为最大限度消除其他因素干扰，选取首次公告日前后 10 天，即（-10，10）作为窗口期。

表 4.2 中鼎海外并购样本事件窗口期

交易标的	事件窗口期
美国 COOPER	2011-07-11—2011-08-08
美国 ACUSHNET	2012-09-26—2012-10-31
德国 KACO	2014-04-17—2014-05-19
德国 WEGU	2015-01-21—2015-02-25
法国 FM	2015-06-15—2015-06-02
瑞士 GMS	2016-03-11—2016-04-11
德国 AMK	2016-05-25—2016-06-24
德国 TFH	2016-11-04—2017-03-01

数据来源：CSMAR 数据库

4.2.2 计算超额收益率和累计超额收益率

参照以往研究，以清洁期数据作为变量进行回归分析，其中因变量为中鼎日实际收益率，自变量为市场日收益率，即深证成分指数（由于中鼎在深交所上市，所以选取该市场指数），将二者带入 CAPM 模型，借助 SPSS 软件回归求得 α 和 β 值，得出回归方程，即可得到中鼎每起海外并购事件的回归模型如表 4.3 所示：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (\text{公式 4.1})$$

其中， R_{it} 为因变量， R_{mt} 为自变量， ε_{it} 为随机误差数。

表 4.3 回归模型

并购公司	市场模型
Cooper	$R_{it} = -0.001038 + 1.126190 \times R_{mt}$
ACUSHNET	$R_{it} = -0.002107 + 0.879845 \times R_{mt}$
KACO	$R_{it} = 0.002345 + 0.799912 \times R_{mt}$
WEGU	$R_{it} = 0.003774 + 0.370334 \times R_{mt}$
FM	$R_{it} = 0.003774 + 0.370334 \times R_{mt}$
AMK	$R_{it} = -0.00098 + 1.182144 \times R_{mt}$
GMS	$R_{it} = -0.00098 + 1.182144 \times R_{mt}$
TFH	$R_{it} = 0.000835 + 0.994281 \times R_{mt}$

数据来源：CSMAR 数据库

假设 α_i 和 β_i 在整个检验期内保持稳定，则可根据回归模型中所得到的 α_i 和 β_i 计算预期正常收益率，具体公式为：

$$ER_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad (\text{公式 4.2})$$

其中， R_{mt} 为窗口期深证成分指数。

根据公式 4.3 计算超额收益率 AR_{it} ，主要以窗口期数据为基础，然后再将其累计求和及根据公式 4.4 就可求得累计超额收益率。

$$AR_{it} = R_{it} - ER_{it} \quad (\text{公式 4.3})$$

$$CAR_{it} = \sum_t^n AR_{it} \quad (\text{公式 4.4})$$

在 Excel 中计算出中鼎每起海外并购事件的超额收益率和累计超额收益率如表 4.4 所示：

表 4.4 并购样本的 AR 和 CAR

并购公司	AR _{it}	CAR _{it}
Cooper	0.9918%	2.3617%
ACUSHNET	0.0570%	3.9777%
KACO	0.1816%	1.0410%
WEGU	-0.7151%	-9.0342%
FM	-1.1028%	-43.0729%
AMK	0.7831%	2.3985%
GMS	0.0179%	15.0561%
TFH	-0.6391%	-0.5073%

数据来源：CSMAR 数据库

为探究窗口期内 CAR_{it} 的变动与海外并购这一行为是否相关，借助单样本检验来验证每起海外并购事件的 CAR_{it} 。对此，提出假设 $H_0:CAR_{it}=0$ ， $H_1:CAR_{it} \neq 0$ ，运用 SPSS26.0 得到检验结果见表 4.5。

表 4.5 单样本检验结果

单样本检验						
检验值=0						
	t	自由度	Sig. (双尾)	平均值差值	差值 95%置信区间	
					下限	上限
Cooper	-3.155	20	0.005	-0.02096421	-0.03482620	-0.00710221
ACUSHNET	4.712	20	0.000	0.02441080	0.01360515	0.03521645
KACO	2.476	20	0.022	0.01087184	0.00171175	0.02003193
WEGU	-3.446	20	0.003	-0.03741669	-0.06006763	-0.01476575
FM	-8.168	20	0.000	-0.27907751	-0.35034729	-0.20780773
GMS	6.077	20	0.000	0.09252802	0.06076823	0.12428780
AMK	3.131	20	0.005	0.01900619	0.00634204	0.03167035
TFH	3.935	20	0.001	0.02186541	0.01027562	0.03345520

数据来源：CSMAR 数据库

由检测结果可知，每起海外并购事件的 Sig 均小于 0.05，在 5%的水平下显著相关，由此拒绝 H_1 ，接受 H_0 ，认为海外并购这一行为与中鼎短期绩效具有相关性，其累计超额收益率的变动不是市场的正常波动，而是由企业的海外并购行为导致的。当累计超额收益率大于 0 时，中鼎的海外并购举措向市场传达出利好信息，反之亦然，依据信号传递理论，市场接受到相关讯息之后迅速作出反应，高价买进或保守观望，进而引起股价变动产生超额收益。

4.3 短期绩效分析

4.3.1 累计超额收益率分析

由表 4.4 可知，中鼎在这八次并购活动中的累计超额收益率均不相同，其中 5 起并购活动为正值，3 起为负值，总的并购事件单次正向收益率为 62.5%，整体来看投资者看好中鼎系列海外并购活动，认为海外并购能够为股东带来财富。其中收购法国 FM 的累计超额收益率最低，为-43.0729%，说明投资者对中鼎此次并购活动反应非常冷淡，认为收购 FM 会损害企业利益，这是为什么呢？从中鼎发布的收购公告来看，FM 此前一直处于亏损状态，虽然其拥有较强的密封技术解决方案，在欧洲市场具有重要的位置，但 FM 作为辉门急于脱手的“包袱”，早已是辉门的空壳，中鼎管理团队能否扭转困境，逆转乾坤，尚未可知，且仅为 1 欧元的交易代价更加深了投资者的怀疑，因此多持悲观态度。证券市场对收购 TFH 的反应也较为消极，可能是由于在 2016 年中鼎发起了多起海外并购，投资者的态度从积极逐渐转向理性，进而导致其后期累计超额收益率的下滑。

4.3.2 累计平均超额收益率分析

为进一步得到市场对中鼎系列海外并购事件的整体反应，需求得平均超额收益率 AAR 和累计平均超额收益率 CAAR 进行综合评价，其中 AAR 是将上文计算得到的各样本事件的超额收益率 AR 求平均数，CAAR 是将计算得到的平均数进行累计求和，具体结果见表 4.6。

表 4.6 中鼎事件期内的 AAR 和 CAAR 计算

窗口期	AAR	CAAR
-10	-0.1865%	-0.1865%
-9	-1.0313%	-1.2177%
-8	-0.6444%	-1.8621%
-7	0.7668%	-1.0953%
-6	0.1962%	-0.8991%
-5	0.7454%	-0.1537%
-4	-0.0677%	-0.2215%
-3	-0.7922%	-1.0137%
-2	0.3149%	-0.6988%
-1	0.2927%	-0.4061%
0	-1.4163%	-1.8223%
1	0.5582%	-1.2641%
2	-1.1165%	-2.3806%
3	-0.6408%	-3.0214%
4	-0.5512%	-3.5726%
5	-0.4575%	-4.0302%
6	-0.3318%	-4.3619%
7	-0.3603%	-4.7223%
8	0.2403%	-4.4820%
9	1.0628%	-3.4192%
10	-0.0532%	-3.4724%

数据来源：CSMAR 数据库

同样采用单样本 T 检验来验证中鼎发布海外并购公告后产生的累计平均超额收益率是否是由并购事件本身引起的,通过 SPSS26.0 检验得知在 5%的水平上显著,进一步证明二者之间具有因果关系。具体结果见表 4.7。

表 4.7 中鼎 CAAR 单样本检验

单样本检验						
检验值=0						
	t	自由度	Sig. (双尾)	平均值差值	差值 95%置信区间	
					下限	上限
CAAR	-6.166	20	0.000	-2.1097018%	-2.823385%	-1.396019%

数据来源：CSMAR 数据库

由上述计算结果得到 AAR 和 CAAR 的变动趋势图,见图 4.1:

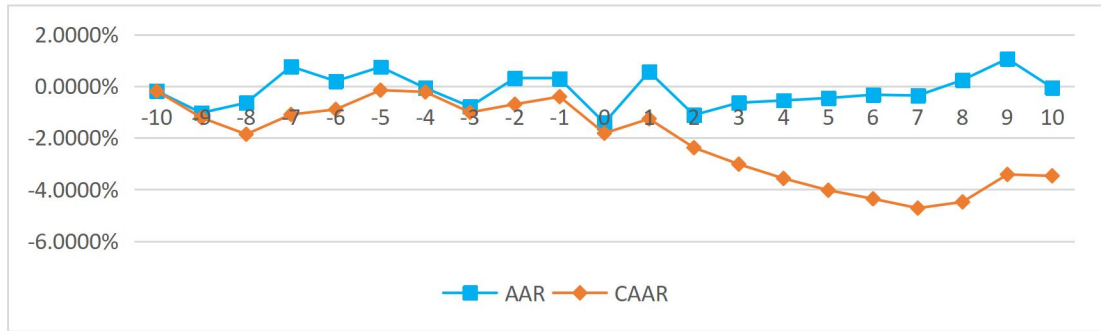


图 4.1 所有样本 AAR 和 CAAR 变动趋势

从 AAR 变化来看，在发布并购公告前有正有负，而在事件后半期即公告日之后基本为负值，且有逐渐上升趋势，说明连续海外并购事件并未给中鼎带来正向收益。从 CAAR 变化来看，在整个事件期前半期变化平稳，在事件基准日后呈现下降态势且始终低于 0，进一步说明连续海外并购事件给中鼎带来了消极影响，投资者并未表现出良好预期。

由于收购法国 FM 的累计超额收益率为-43.0729%，相比其他并购事件影响显著，在此剔除该事件影响，结果如图 4.2 所示：

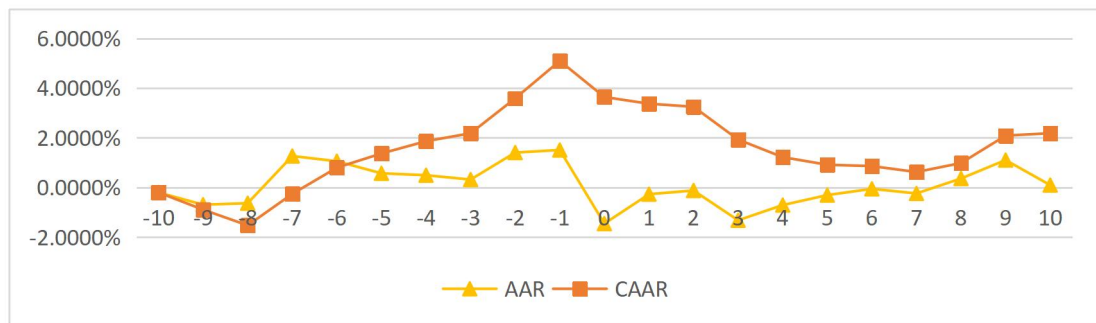


图 4.2 剔除 FM 样本后的 AAR 和 CAAR

剔除极端事件影响之后，AAR 整体变化幅度仍较小，在并购公告日前 10 天基本为正值，在宣告日由 1.50%下降到-1.45%，随后两天又回升至-0.12%，然后呈现逐渐平稳上升趋势。CAAR 整体呈现先上升后下降的趋势，且在公告日后为正值，说明投资者认为中鼎采取的系列海外并购措施能够为企业的发展注入新鲜血液，看好未来发展，为企业带来短期的正向财富效应。但从细节来看，CAAR 在并购公告日前 7 天开始已经逐步上升，在 $t=-1$ 时达到最大值，而在发布并购公

告后，逐渐下降，加上 AAR 在事件期前 7 天均为正值，反而在事件基准日后小于 0，推测中鼎的并购信息可能存在提前泄露的风险，企业应加强信息管理，以防消息泄露带来的不良后果。

综上所述，从单个并购样本来看，多数并购事件取得了正向财富效应，从 CAAR 的变动趋势来看，投资者对中鼎系列海外并购持消极态度，剔除并购事件 FM 后，CAAR 多为正值，表明系列并购活动增加了股东财富，资本市场对中鼎连续海外并购表现出乐观预期。

5 中鼎股份连续海外并购长期绩效分析

本章在分析股价的基础上,对企业财务报表的相关指标进行动态追踪,利用全局因子分析、EVA 评价长期财务绩效,在此基础上引入非财务指标,比较连续海外并购前后整体效益,以期更加准确客观地评价中鼎长期绩效。

5.1 财务绩效

5.1.1 基于全局因子分析法的综合评价

经典因子分析往往选取截面数据,将多个指标降维成少数几个公因子,既简化了原始数据,又能够得到整体变化趋势。但对面板数据,若用每一年的数据单独进行主成分分析,为保证数据分析的可行性,可能每年选取的指标不同,或者得到的主成分因子不同,因此无法保证计算结果的可比性和可靠性。因此,相关学者在此基础上提出了全局因子分析法(董银霞,2014;王伶,2021)。全局因子分析与经典因子分析最大的不同在于建立时序立体数据表,余下步骤与因子分析法一致。

(1) 时序立体数据表

以 N 个样本, M 个经济指标为例,每年就有一张 N 行 M 列的数据表,若研究区间选取 P 年,则总共有 P 张数据表,按照时间顺序纵向排列即可得到时序立体数据表。本文以国泰安数据库中的橡胶和塑料制品业上市企业为研究对象,选取并购前两年至并购后三年为时间窗口,即 2009-2020 年,剔除相关数据缺失的样本,最终确定了贵州轮胎、青岛双星、海螺型材、珠海中富、国风新材、中鼎股份、佛塑科技、永新股份、沧州明珠、三力士、力合科创、大东南、普利特、大禹节水、金发科技、紫江企业、时代新材、风神股份 18 家上市企业。

(2) 指标选取

考虑中鼎的并购整合行为,本文参考相关文献,从协同效应出发,经过反复验证,选取反应企业财务、管理以及经营三个方面协同效应的 11 个指标构建绩效评价体系,具体见图 5.1。

	指标名称	指标
财务协同	资产负债率	X1
	流动比率	X2
	速动比率	X3
	现金比率	X4
经营协同	总资产增长率	X5
	净利润增长率	X6
	资产报酬率	X7
	总资产净利润率	X8
	净资产收益率	X9
管理协同	流动资产周转率	X10
	总资产周转率	X11

图 5.1 相关指标选取

(2) 适应性检验

首先，由于不同数据的衡量标准存在差异，为尽可能降低这种差异带来的影响，本文利用 Z-score 模型对数据进行标准化处理，公式为：

$$Z = \frac{x - \mu}{\delta} \quad (\text{公式 5.1})$$

其中， μ 代表总体数据均值， δ 代表总体数据标准差。其次，做因子分析的前提是该组数据须符合因子分析的要求，一般用 Bartlett 球形检验和 KMO 检验来验证数据的适用性，实证显示当 KMO 取值大于 0.5 时，该组数据初步符合因子分析的一般条件，同时 Bartlett 球形检验的显著性结果须小于 0.05，即该组数据之间相关性较强时才可进行下一步的运算。本文用 SPSS26.0 进行检验，所得结果见表 5.1，由检验结果可知，本文所选财务指标数据符合上文界定标准，适合做因子分析。

表 5.1 显著性检验

KMO 和巴特利特检验		
KMO 取样適切性量数。		0.664
巴特利特球形度检验	近似卡方	3073.020
	自由度	55
	显著性	0.000

(3) 提取主成分

主成分是从众多指标信息中简化抽取出来的代表性成分, 用其来代表所选财务指标的大部分信息, 一般按照初始特征值大于 1 的原则来提取。

表 5.2 总方差解释

成分	总方差解释								
	初始特征值			提取载荷平方和			旋转载荷平方和		
	总计	方差百分比	累积 %	总计	方差百分比	累积 %	总计	方差百分比	累积 %
1	4.440	40.367	40.367	4.440	40.367	40.367	3.620	32.907	32.907
2	2.933	26.662	67.029	2.933	26.662	67.029	3.123	28.393	61.300
3	1.348	12.255	79.284	1.348	12.255	79.284	1.978	17.984	79.284
4	0.824	7.494	86.778						
5	0.640	5.819	92.597						
6	0.439	3.992	96.589						
7	0.181	1.642	98.231						
8	0.102	0.923	99.154						
9	0.075	0.679	99.833						
10	0.011	0.096	99.930						
11	0.008	0.070	100.000						

由提取结果可知, 特征值大于 1 的成分总共有 3 个, 累计方差贡献率为 79.284%, 因此提取出的主成分为 3 个。

(4) 因子命名

表 5.3 旋转后的成分矩阵

	成分		
	1	2	3
Zscore(X1)	-0.788	-0.138	0.050
Zscore(X2)	0.962	0.138	-0.109
Zscore(X3)	0.959	0.122	-0.138
Zscore(X4)	0.920	0.061	-0.143
Zscore(X5)	0.074	0.501	-0.333
Zscore(X6)	-0.074	0.668	-0.186
Zscore(X7)	0.266	0.858	0.321
Zscore(X8)	0.360	0.864	0.264
Zscore(X9)	0.114	0.897	0.246
Zscore(X10)	-0.272	-0.069	0.883
Zscore(X11)	-0.094	0.278	0.875

利用最大方差正交旋转法来进一步明确各主成分所代表的含义,旋转后的成分矩阵如表 5.3 所示。在公共因子 F1 上,指标 X1、X2、X3、X4 的载荷值远大于其他指标,代表企业的偿债能力,反映的是财务协同效应,以此类推,可以看到公共因子 F2 上具有较高载荷值的是 X7、X8 以及 X9,主要代表企业的盈利能力,反映的是经营协同效应,公共因子 F3 则代表营运能力,反应管理协同效应。

(5) 计算因子得分

SPSS26.0 软件输出的成分得分系数矩阵如表 5.4 所示:

表 5.4 成分得分系数矩阵

	成分		
	1	2	3
Zscore(X1)	-0.238	0.044	-0.052
Zscore(X2)	0.288	-0.059	0.039
Zscore(X3)	0.286	-0.060	0.025
Zscore(X4)	0.280	-0.078	0.026
Zscore(X5)	-0.085	0.235	-0.259
Zscore(X6)	-0.138	0.299	-0.217
Zscore(X7)	0.015	0.253	0.094
Zscore(X8)	0.038	0.251	0.071
Zscore(X9)	-0.051	0.300	0.025
Zscore(X10)	0.032	-0.122	0.490
Zscore(X11)	0.044	-0.009	0.457

根据表中得分系数得出三个公因子的得分函数:

$$F1 = -0.238X1 + 0.288X2 + 0.286X3 + 0.280X4 - 0.085X5 - 0.138X6 + 0.015X7 + 0.038X8 - 0.051X9 + 0.032X10 + 0.044X11$$

$$F2 = 0.044X1 - 0.059X2 - 0.060X3 - 0.078X4 + 0.235X5 + 0.299X6 + 0.253X7 + 0.251X8 + 0.300X9 - 0.122X10 - 0.009X11$$

$$F3 = -0.052X1 + 0.039X2 + 0.025X3 + 0.026X4 - 0.259X5 - 0.217X6 + 0.094X7 + 0.071X8 + 0.025X9 + 0.490X10 + 0.457X11$$

以每个公因子的方差贡献率与累计方差贡献率的比值为权重,得出综合评价模型如下:

$$F = \frac{32.907\% \times F1 + 28.393\% \times F2 + 17.794\% \times F3}{79.284\%}$$

最后，以各个主成分得分函数和综合评价模型为依据，计算出中鼎主成分和综合得分如表 5.5 所示：

表 5.5 中鼎最终得分

年份	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
F1	0.643	0.555	0.778	0.785	1.002	0.787	1.273	1.315	1.190	1.282	1.307	1.037
F2	0.129	0.050	-0.163	0.072	-0.348	-0.048	-0.194	-0.154	-0.209	-0.365	-0.503	-0.360
F3	1.013	1.439	1.408	1.092	1.446	1.281	1.326	1.075	1.167	1.242	1.173	0.988
F	0.543	0.575	0.584	0.599	0.619	0.600	0.760	0.734	0.684	0.683	0.629	0.526
综合排名	9	8	9	7	7	8	4	5	6	5	6	11

从综合得分和排名来看，2009-2016 年逐渐上升，之后缓慢下跌，呈现倒 U 型变化趋势，在行业企业中的排名从 2010 年的第八名升至 2015 年的第四名，从 2017 年开始综合排名有所下跌，但与实施并购前相比处于较为领先的地位，表明系列海外并购确实改善了中鼎绩效，且在并购期间提升明显，而在完成并购后企业资源整合发力不足，加上汽车行业低迷，绩效有所下滑。

从三个公因子得分来看，偿债能力因子在 2015 年显著上升，完成并购后逐渐下滑，但相对来说仍高于并购发生前，表明中鼎取得了较好的财务协同效应，营运能力因子得分始终保持较平稳的变化状态，表明中鼎管理协同效应效果一般，盈利能力因子得分在并购期间上下波动，完成并购后逐渐下跌，表明连续海外并购活动后，中鼎的盈利能力下滑，未达到经营协同效应。

为进一步明确各因子得分变化趋势，选取相应的财务指标进行分析。（注：以下图中所用行业平均数据皆为手动计算所选取 18 家企业的平均数据）

（1）偿债能力比较分析

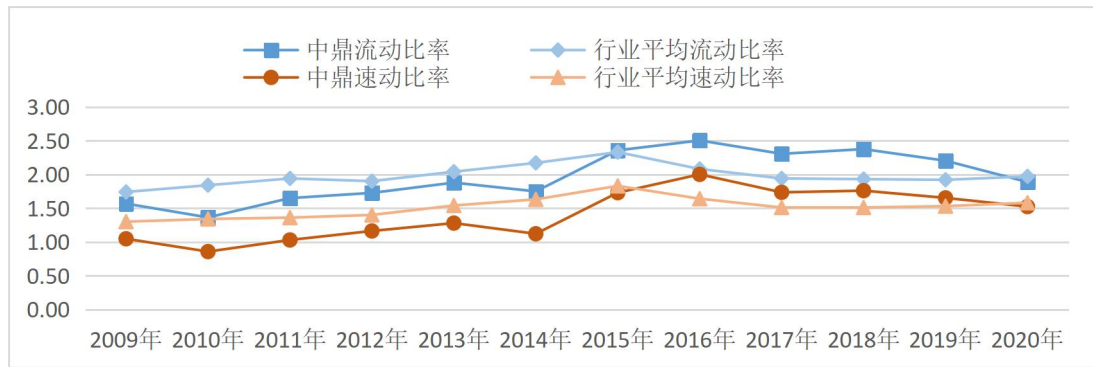


图 5.2 流动比率和速动比率变化趋势

数据来源：CSMAR 数据库

流动比率和速动比率的变动通常可以反应企业短期偿债能力的变化。由图 5.2 可知，中鼎的流动比率和速动比率的波动幅度基本一致，且在 2015 年前均低于行业总体水平，2009 年—2016 年逐年上升，在 2016 年达到峰值，两者的年均增长幅度分别为 6.87% 和 9.64%，并购完成后有轻微下滑，但整体仍高于并购活动前，且高于行业平均水平，因此从数值来看，中鼎的短期资产变现能力在增强，连续海外并购活动有助于提升中鼎短期偿债能力。

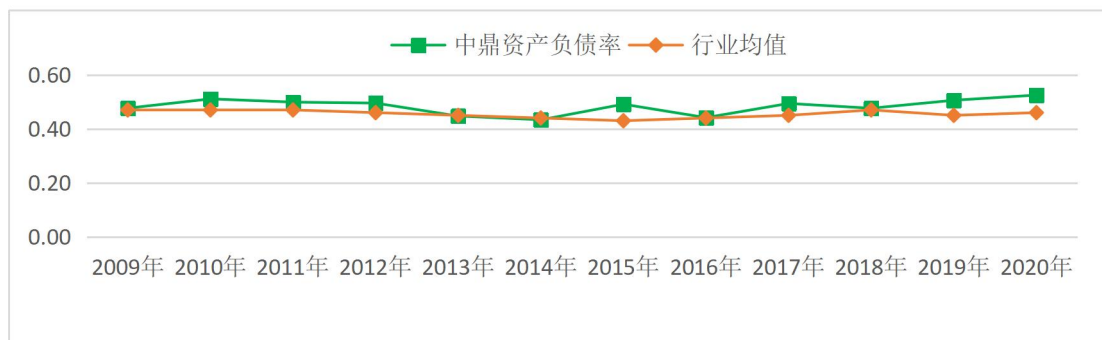


图 5.3 资产负债率变化趋势

数据来源：CSMAR 数据库

资产负债率反映企业长期偿债能力，中鼎资产负债率整体上呈现出相对平稳的变化状态，且整体水平与行业相比基本一致（见图 5.3）。具体来看，2009—2014 年缓慢下降，2017 年开始逐渐上升，企业长期偿债能力有所下滑。从其负债结构来看，如图 5.4 所示，中鼎借款金额逐年上升，长期借款占比上升显著，主要是因为系列海外并购活动，中鼎均采用现金支付，借款经营，公司有息负债连年

增加,在并购完成后,企业长短期借款达到 40 多亿,从公司拥有的货币资金(见图 5.5)来看,虽然其货币资金总量也在持续上涨,除 2019 年发行可转债爆炸式增长外,其余年份不足 20 亿元,资金方面面临较大压力。

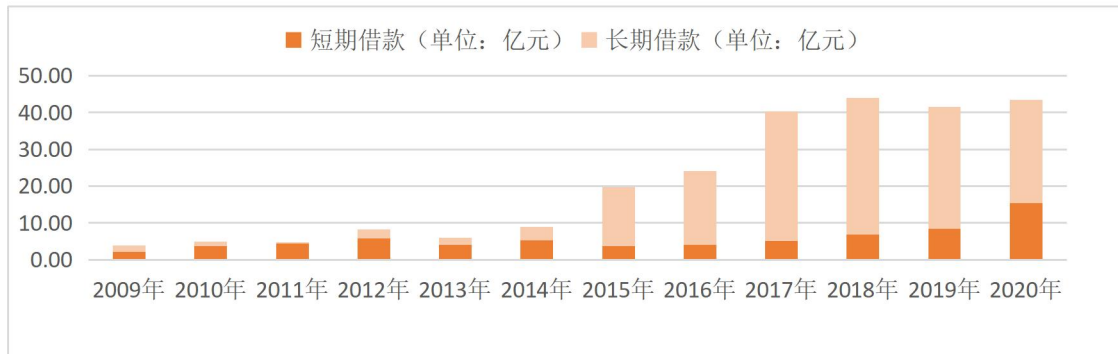


图 5.4 中鼎借款情况

数据来源: 中鼎年报

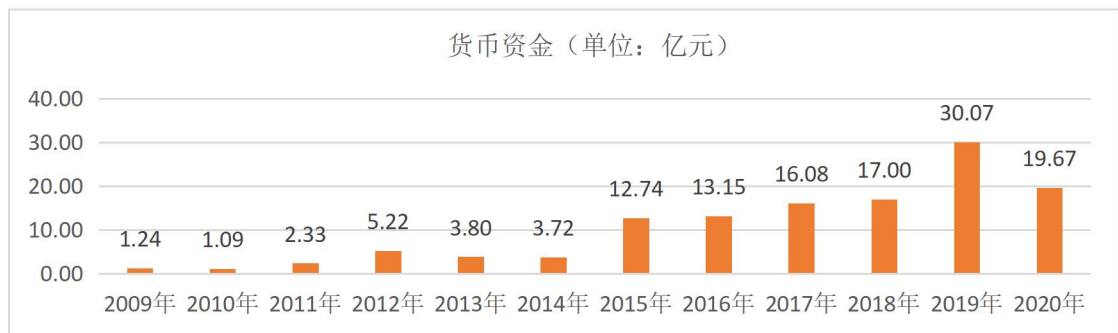


图 5.5 中鼎货币资金总量

数据来源: 中鼎年报

综上所述,2009-2016 年,中鼎短期和长期偿债能力均提高,所以整体偿债能力得分上升,随着并购活动的完成,外加行业景气度下降以及新冠疫情冲击,公司短期负债逐渐增加,流动比率、速动比率下滑的同时带来资产负债率的提高,整体偿债能力不及并购期间,但中鼎的流动比率和速动比率还是高于海外并购发生前,且与行业相比处于较高水平,资产结构相对合理,企业的财务风险较小。

(2) 盈利能力比较分析

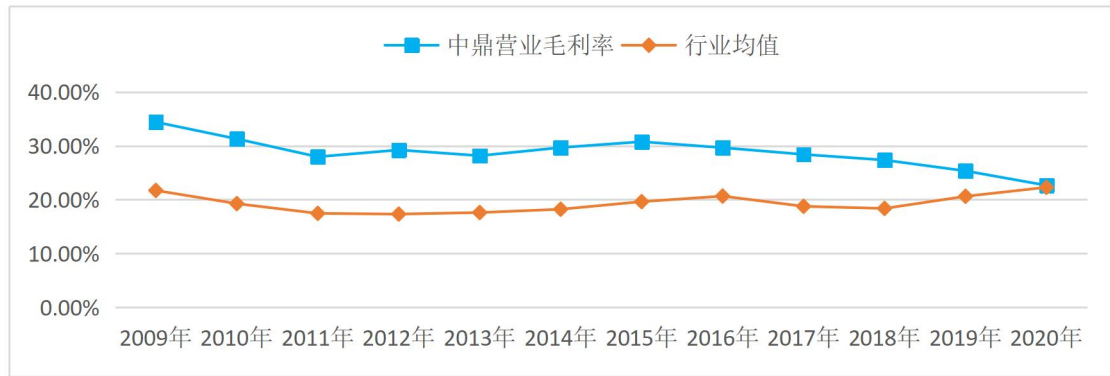


图 5.6 营业毛利率变动趋势

数据来源：CSMAR 数据库

由图 5.6 可知，中鼎销售毛利率在同行业中处于领先水平，在未发生并购前，其销售毛利率保持在 30% 多的范围内，发生并购后，从 2011 年到 2020 年这十多年来其营业毛利率在 22.65%-30.76% 之间波动，在 2015 年达到峰值，随后一路下跌，2020 年较 2015 年下降了 8 个百分点，与逐年上涨的行业趋势形成鲜明对比，说明中鼎的盈利能力在系列并购活动之后反而受限，经营面临较大压力。一方面源于其频繁地进行海外收购，拓展业务，如表 5.6 所示，在 2017 年形成四大主营业务后，冷却系统和密封系统的营收占比逐年升高，截止 2019 年达到 25% 左右，其余两项业务占比变化幅度较小，但四大主营业务的毛利率逐年下跌，其中冷却系统和空气悬挂及电机系统下降幅度较大，分别为 7.01 和 7.36 个百分点，由此导致整体盈利受到影响。另一方面，随着公司不断收割国外优质企业，其海外营收增长显著，并购完成后欧洲和美洲业务占比达到 75%，亚洲业务主要在国内，约占 35%，国外业务规模与其毛利率呈现两极分化的局面，延续业务毛利率偏低，国外并购项目没有给企业带来很好的盈利效果，由此可见加强对海外业务的整合，提高毛利率对公司发展前景至关重要。中鼎业务原材料主要包含铝等有色金属以及橡胶等，铝价近几年一直较高，橡胶价格呈现区间震荡，在 2016 年以来表现为大幅上涨趋势，到 2018 年又逐渐下跌，2019 年随着国家对进口混合胶的政策收紧，加上干旱、虫灾对国内重要产区的滞后性影响以及国外限制出口等众多不可控因素影响，导致价格迅速攀升，企业成本控制受到较大压力。客观来说，中鼎在产业链中处于相对劣势地位，面对强势的下游大型整车厂商，企业议价能力相对有限，同时还面临不断上涨的原材料成本上升压力，双重因素导致

中鼎毛利下滑。

表 5.6 中鼎 2017—2020 年主营业务营收情况

主要业务	2017		2018		2019		2020	
	营收占比	毛利率	营收占比	毛利率	营收占比	毛利率	营收占比	毛利率
冷却系统	20.21%	29.25%	23.23%	27.04%	25.58%	22.24%	26.26%	17.86%
密封系统	23.05%	26.52%	23.83%	25.14%	25.21%	24.87%	24.16%	26.92%
空气悬挂及电机系统	12.94%	24.24%	12.20%	26.79%	9.06%	16.88%	-	-
空悬系统	-	-	-	-	-	-	6.75%	12.06%
轻量化及橡胶业务	-	-	-	-	-	-	23.08%	23.27%

数据来源：中鼎年报

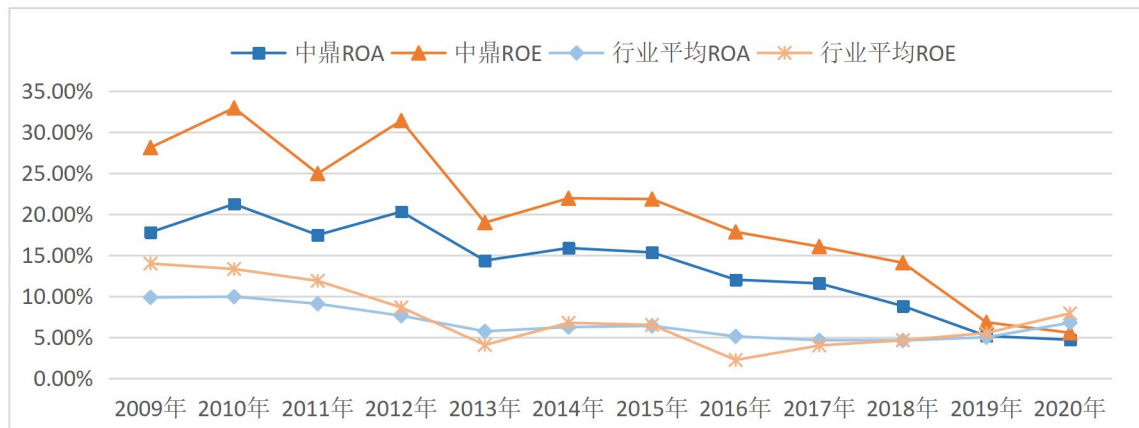


图 5.7 ROA 和 ROE 变动趋势

数据来源：CSMAR 数据库

由图 5.7 可知，中鼎资产报酬率和净资产收益率的变化趋势相同，2011—2013 年波动式下跌，随后小幅上涨，2016—2019 年持续下跌，盈利能力明显下滑，但与行业整体比较来看，仍居于行业平均水平之上。其中净资产收益率在 2013 年下降了 12.43 个百分点，而其毛利率和期间费用变化不大，年报显示，主要系中鼎在 2012 年为改善现金流出售了中鼎泰克 50% 股权，一次性取得 2.4 亿元的投资净收益，使得上期比较基数较大所致。2016 年下降 4 个百分点，原因是净资产上升 76%，而净利润并未变现出同样趋势的变动，导致净资产收益率的下滑，

从年报中来看,上述变动是由于中鼎在同期非公开发行新股,募集资金所致,2017年后持续下跌,是由后期毛利下降所致,这可以从其三费费用率的变化看出,如图 5.8 所示销售费用率在并购前和并购后始终维持较为稳定的状态,在 3.57%-6.29%之间波动。财务费用率的变动幅度也较小,连续并购期间在 1%-2.5%之间波动,并购完成后有所上升,年报显示,中鼎财务费用主要由利息支出和汇兑净损失构成,由图 5.9 可知,其财务费用的变化趋势与汇兑净损失一致,说明中鼎财务费用在近几年上升主要是由汇兑净损失引起的,从其并购完成后的汇兑净损失可以看出,最多时候达到正负 8000 多万,这是因为中鼎实施海外并购后,其业务多为海外业务,汇率波动引起汇兑净损失变化,其利息支出在近几年也出现了较大幅度的增长,主要系并购业务导致长期借款增加所致。管理费用率在并购期间有所上涨,并购完成后逐渐回落至之前的水平。从其明细来看,上涨是人工薪酬和研发支出的增加导致的,这与海外并购直接相关,一来国外人工成本远高于国内,而国内人工成本近几年也是一个持续上涨的态势,总体人工上升,二来从 2015 年开始中鼎收购的海外业务多为新业务,特别是新能源领域的相关业务,需要较多的研发投入,研发费用逐年上升。并购完成后回落是由于从 2018 年开始中鼎将研发支出单独列示,一定程度上降低了管理费用率。

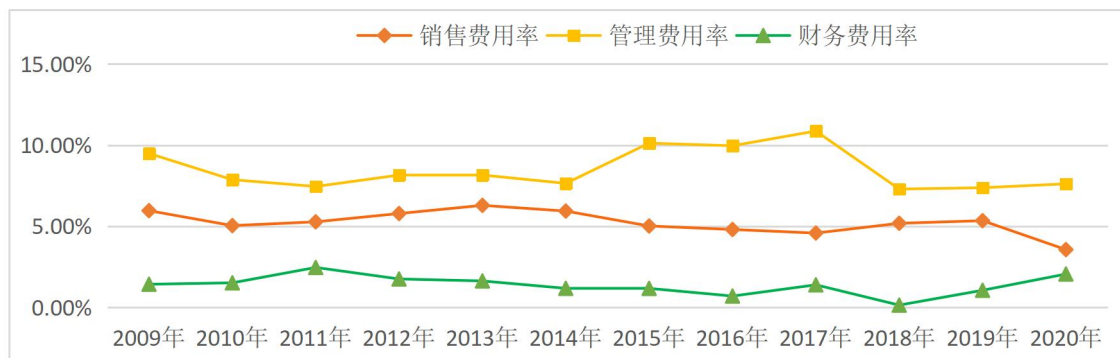


图 5.8 中鼎期间费用率

数据来源:中鼎年报

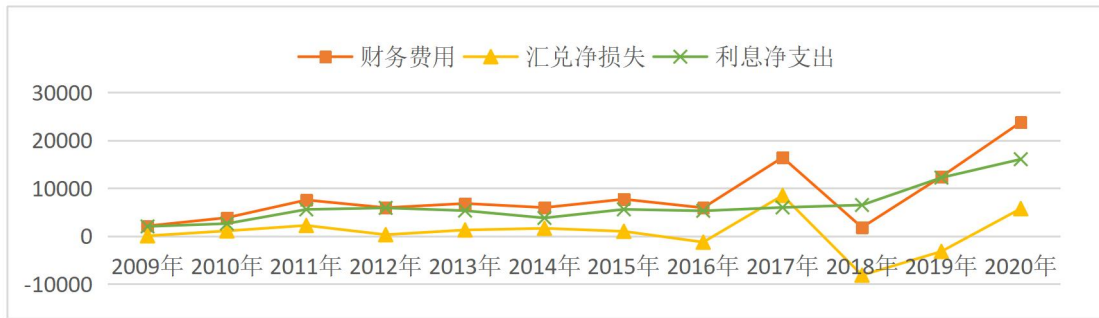


图 5.9 中鼎财务费用明细 (单位: 万元)

数据来源: 中鼎年报

总的来看,中鼎盈利能力得分下降源自毛利率降低,原因是受拓展业务毛利率偏低、国外市场整合不及预期、成本控制承压等多种因素影响,企业“重资产”、“投入大”,盈利能力受到影响,再加上汽车行业不景气以及新能源汽车为汽配行业带来的改革冲击,汽配行业整体增速放缓,中鼎营收下滑,盈利降低。2020年行业整体盈利水平反超中鼎,一方面是由于中鼎在大量收购外资企业后,形成了较高的商誉,2020年计提了1.4亿元的商誉减值,盈利受损,另一方面主要受国外疫情影响,消费市场面临巨大冲击,导致中鼎海外业务受损,国外业务收入同比下滑11.23%,使得盈利水平低于行业均值。

(3) 营运能力比较分析

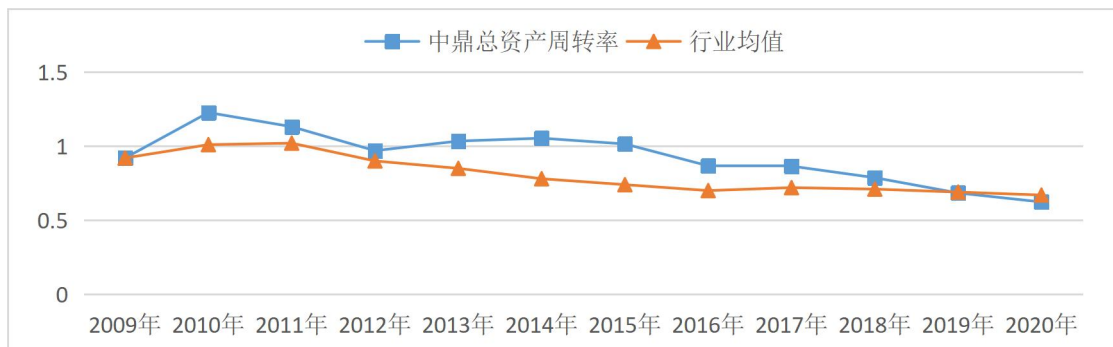


图 5.10 总资产周转率变动趋势

数据来源: CSMAR 数据库

由图 5.10 可知,中鼎总资产周转率始终高于行业中的其他企业,且变动幅度较小,连续并购期间呈现小幅倒 U 型变化趋势,随着 2017 年并购完成,逐渐

下降，说明中鼎总资产周转能力减弱，值得注意的是其总资产周转率在 2016 年有较大幅度下跌，这是由于当年企业为实施并购和补充日常经营资金非公开发行新股募集资金 19.17 亿元，资产和所有者权益大幅上涨所致。

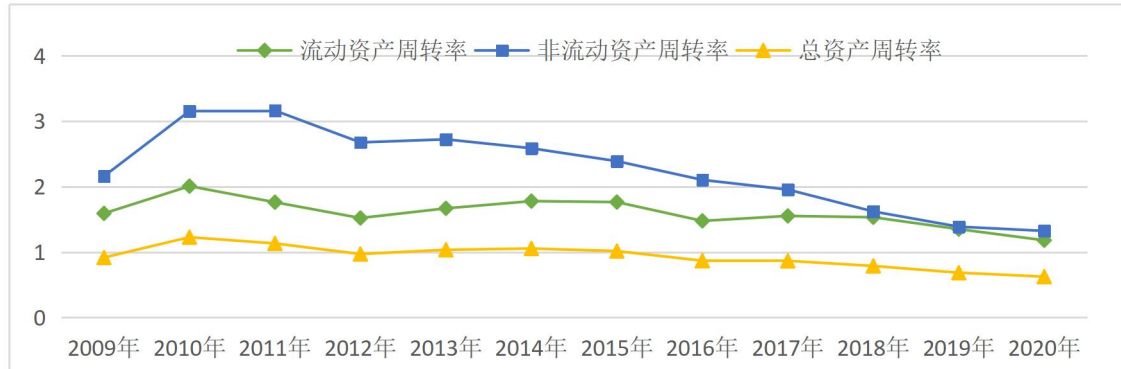


图 5.11 中鼎资产周转率变化趋势

数据来源：CSMAR 数据库

由图 5.11 可知，中鼎总资产周转率与流动资产周转率波动幅度相似，从 2012 年开始到 2015 年逐年上升，并购完成后出现小幅下跌，因此总资产周转变化的变化主要是由流动资产引起的，中鼎流动资产多为应收账款和存货，因此本文主要从这两个方面来具体分析其资产周转情况。如图 5.12 所示，中鼎应收账款周转率和存货周转率的变化基本一致，连续并购期间呈上升趋势，中鼎投资海外企业，获取了先进技术和生产工艺，逐渐在非轮胎橡胶制品领域打造并形成了具有规模和技术优势的四大主营业务领域，其营业收入逐年增长，应收账款和存货的变现能力也随之增强，随着并购的完成，受国内汽车市场销量下降、新能源汽车补贴退坡、疫情冲击等影响，行业发展掣肘，企业经营压力渐增，营业收入下滑，导致应收账款和存货的周转速度减慢。二者的周转天数也印证了这一点，并购期间企业应收账款周转天数在 80-86 天左右，并购完成后在 90 天左右，说明企业在并购带来的大型汽车厂商面前处于相对劣势地位，话语权较小，面临一定的回款压力，存货周转天数在并购和市场扩张的过程中逐渐下降，说明企业存货管理水平增强，资金占用减少，产供销体系的营运效率增强，近两年，在行业不景气的环境下，存货营运周期有所加长，但相对来说，波动幅度较小，整体较稳定。

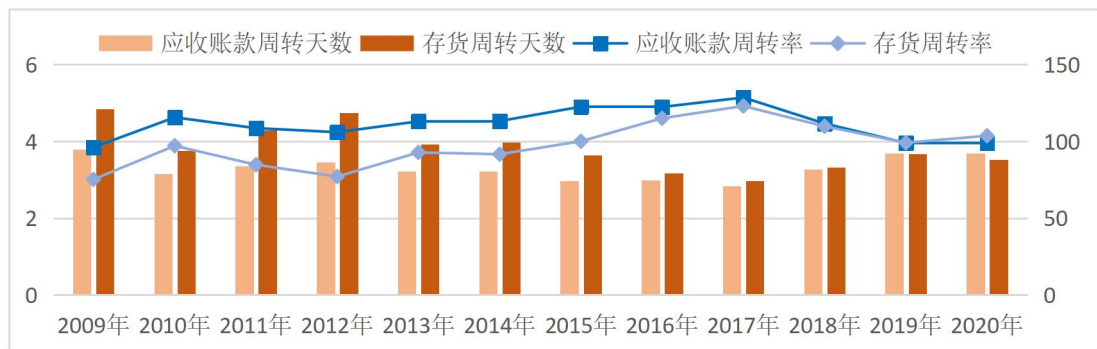


图 5.12 中鼎应收账款和存货周转情况

数据来源：CSMAR 数据库

总体来看，在连续海外并购期间中鼎资产利用率有所提高，在并购完成后出现小幅下滑主要受行业发展影响，但由于其应收账款和存货结构较好，因此对企业来说风险不大。

综上所述，连续海外并购能够改善中鼎长期财务绩效，其财务状况表现良好，偿债能力提升，财务协同效果显著，营运能力在连续并购期间上升，但随着并购的完成，受行业宏观环境影响出现小幅下滑，管理协同较好；作为劳动密集型产业，“重资产”、“投入大”的典型特征使得中鼎的盈利能力持续下滑，未实现经营协同。

5.1.2 基于 EVA 的价值评价

以传统净利润为核心的相关指标并未考虑企业资本成本的影响，EVA 评价法正好可以弥补这一缺陷，同时在计算时需要调整减值准备、递延所得税等实际未发生费用对企业盈利的影响，能够更加真实的反应企业价值。

本文选取中鼎股份 2010-2020 年的财务数据，进行相关调整，根据如下公式，计算经济增加值。

$$EVA = NOPAT - WACC \times TC \quad (\text{公式 5.2})$$

1、营业税后净利润

营业税后净利润（*NOPAT*）是指中鼎在实施连续海外并购之后所获得的投资收益，具体调整过程及结果见表 5.7 和 5.8。

表 5.7 中鼎 2009-2014 年税后营业净利润（单位：万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
净利润	22762.67	34097.12	33351.02	54869.74	40366.55	58766.28
加：所得税费用	3738.78	5699.07	6197.98	9699.80	10503.15	11144.14
利息支出	2075.35	2689.89	5333.52	5657.31	5468.68	4093.65
等于：EBIT	28576.81	42486.07	44882.53	70226.85	56338.39	74004.07
息前税后利润	24290.29	36113.16	38150.15	59692.83	47887.63	62903.46
加：研发支出	4298.65	6199.38	8145.35	10231.02	13663.25	15183.64
税后营业外支出	33.93	419.32	357.81	157.90	1753.47	835.11
资产减值准备本年增加额	504.45	1424.80	-816.27	2203.50	2577.70	2492.06
递延所得税负债本年增加额	0.00	0.00	249.28	212.78	-212.78	2059.35
减：税后营业外收入	2058.37	636.33	3940.02	1706.01	4080.72	2305.28
递延所得税资产本年增加额	959.38	549.40	48.16	7685.98	-1732.16	2891.97
税后营业净利润	26109.57	42970.94	42098.13	63106.02	63320.72	78276.37

数据来源：中鼎年报

表 5.8 中鼎 2015-2020 年税后营业净利润（单位：万元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
净利润	74993.04	92879.56	115357.45	113791.22	59186.26	49654.21
加：所得税费用	16112.35	17203.58	25385.57	22581.71	16420.40	13336.26
利息支出	5989.14	6715.45	9634.11	9912.10	14521.42	17840.38
等于：EBIT	97094.53	116798.59	150377.13	146285.04	90128.07	80830.84
息前税后利润	82530.35	99278.80	127820.56	124342.28	76608.86	68706.21
加：研发支出	24952.29	29896.36	45587.65	55027.00	57062.88	50563.51
税后营业外支出	243.18	1481.73	465.80	912.67	2304.67	2250.44
资产减值准备本年增加额	-2781.92	5983.04	2396.35	5854.73	1142.02	1014.47
递延所得税负债本年增加额	2676.16	585.61	3797.65	1003.35	-136.65	-1464.20
减：税后营业外收入	3221.13	5284.95	4850.21	7959.43	2211.32	3640.55
递延所得税资产本年增加额	1243.73	1776.36	6359.70	-72.12	4292.23	2641.36
税后营业净利润	103155.20	130164.23	168858.11	179252.71	130478.24	114788.51

数据来源：中鼎年报

2、资本总额

表 5.9 中鼎 2009-2014 年资本总额（单位：万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额	176009.97	235294.74	304534.83	390692.72	414164.89	542624.66
加：少数股东损益	2757.82	3026.47	3756.60	3195.57	1525.13	2107.34
研发费用	4298.65	6199.38	8145.35	10231.02	13663.25	15183.64
税后营业外支出	33.93	419.32	357.81	157.90	1753.47	835.11
递延所得税负债	0.00	0.00	249.28	212.78	0.00	2059.35
资产减值准备期末值	806.86	2231.66	1415.39	3618.89	3455.91	5947.97
减：税后营业外收入	2058.37	636.33	3940.02	1706.01	4080.72	2305.28
递延所得税资产	1332.48	1881.89	1930.05	8294.07	6561.91	9453.88
在建工程	844.89	4157.58	1884.73	11839.57	9395.42	7569.99
无息负债	44546.76	65019.92	63539.22	81417.87	94017.79	119430.12
资本总额	135124.72	175475.86	247165.24	304851.36	320506.81	429998.80

数据来源：中鼎年报

表 5.10 中鼎 2015-2020 年资本总额（单位：万元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额	747111.35	1186530.83	1534860.44	1607405.35	1812529.74	1892289.49
加：少数股东损益	3622.44	2774.88	2612.97	2146.95	-1013.04	398.75
研发费用	24952.29	29896.36	45587.65	55027.00	57062.88	50563.51
税后营业外支出	243.18	1481.73	465.80	912.67	2304.67	2250.44
递延所得税负债	4735.50	5321.11	9118.76	10122.11	9985.47	8521.26
资产减值准备期末值	3166.06	9149.10	4328.14	6462.23	7604.25	8618.72
减：税后营业外收入	3221.13	5284.95	4850.21	7959.43	2211.32	3640.55
递延所得税资产	10697.61	12473.97	18833.67	18761.56	23053.78	25695.15
在建工程	11859.03	24832.98	52672.10	60991.08	55474.32	43737.51
无息负债	136495.83	227808.20	289259.62	267091.31	275186.09	301231.76
资本总额	621557.23	964753.90	1231358.16	1327272.94	1532548.46	1588337.21

数据来源：中鼎年报

资本总额（TC）是指中鼎总资产账面价值，主要包括债务资本和权益资本，具体调整过程和结果见表 5.9 和 5.10，其中无息负债是指企业无需支付利息的负债，由于其不属于债务资本，所以在计算资本总额时往往不予考虑。

3、加权平均资本成本

加权平均资本成本（WACC）是将调整后的债务资本和权益资本按照权重加权求得的。因此要计算加权平均资本成本，首先要知道债务资本和权益资本的权重分别为多少，即中鼎的资本结构情况，具体结果见表 5.11 和 5.12。

表 5.11 中鼎 2009-2014 年资本结构（单位：万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
债务资本	83880.42	120244.65	151959.79	193567.13	185254.31	235223.55
权益资本	92129.55	115050.09	152575.04	197125.59	228910.58	307401.11
资本总额	176009.97	235294.74	304534.83	390692.72	414164.89	542624.66
债务资本占比	47.66%	51.10%	49.90%	49.54%	44.73%	43.35%
权益资本占比	52.34%	48.90%	50.10%	50.46%	55.27%	56.65%

数据来源：中鼎年报

表 5.12 中鼎 2015-2020 年资本结构（单位：万元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
债务资本	367039.50	524009.03	758250.74	765668.67	916959.75	993642.99
权益资本	380071.85	662521.79	776609.70	841736.67	895570.00	898646.50
资本总额	747111.35	1186530.83	1534860.44	1607405.35	1812529.74	1892289.49
债务资本占比	49.13%	44.16%	49.40%	47.63%	50.59%	52.51%
权益资本占比	50.87%	55.84%	50.60%	52.37%	49.41%	47.49%

数据来源：中鼎年报

（1）债务资本成本

债务资本主要指企业的有息负债，根据中鼎年报可知，其带息负债主要为短期借款和长期借款，短期借款利率和长期借款利率分别用中国人民银行公布的一年期和五年期借款利率来代替，计算过程为：

债务资本成本 = 短期借款利率 × 短期借款比例 + 长期借款利率 × 长期借款比例。

具体计算结果见表 5.13 和 5.14。

表 5.13 中鼎 2009-2014 年债务资本成本

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
短期借款	21402.98	37687.78	44711.23	58520.68	41120.67	53386.77
长期借款	16955.95	12000.00	3818.35	23454.23	18444.65	36659.30
借款总额	38358.93	49687.78	48529.57	81974.91	59565.31	90046.07
短期借款占比	55.8%	75.85%	92.13%	71.39%	69.03%	59.29%
长期借款占比	44.20%	24.15%	7.87%	28.61%	30.97%	40.71%
短期借款利率	5.31%	5.81%	6.56%	6.00%	6.00%	5.60%
长期借款利率	5.76%	6.22%	6.90%	6.64%	6.40%	6.00%
税前债务资本成本	5.51%	5.91%	6.59%	6.18%	6.12%	5.76%
税后债务资本成本	4.68%	5.02%	5.60%	5.20%	5.21%	4.90%

数据来源：中鼎年报、中国债券信息网

表 5.14 中鼎 2015-2020 年债务资本成本

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
短期借款	37687.78	41088.38	51012.57	69074.83	83520.03	154611.47
长期借款	12000.00	199720.62	352136.05	371029.88	331411.25	279517.60
借款总额	49687.78	240809.01	403148.62	440104.71	414931.28	434129.08
短期借款占比	75.85%	17.06%	12.65%	15.70%	20.13%	35.61%
长期借款占比	24.15%	82.94%	87.35%	84.30%	79.87%	64.39%
短期借款利率	5.81%	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%
长期借款利率	6.22%	4.75%	4.75%	4.75%	4.75%	4.75%
税前债务资本成本	5.91%	4.68%	4.70%	4.69%	4.67%	4.61%
税后债务资本成本	3.97%	3.98%	3.99%	3.98%	3.97%	3.92%

数据来源：中鼎年报、中国债券信息网

(2) 权益资本成本

借鉴以往研究，选取资本资产定价模型来计算权益资本成本。

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad (\text{公式 5.3})$$

其中， R_f 代表无风险报酬率， β 表示市场风险系数， $R_m - R_f$ 表示市场风险溢价，本文选用一年期国债利率代替无风险报酬率，市场风险溢价是为了吸引

投资、保护投资者权益，企业承诺在无风险报酬上附加的额外报酬，多用 GDP 的增长率来代替， β 值为国泰安数据库中的中鼎 β 系数。具体计算结果见表 5.15 和 5.16。

表 5.15 中鼎 2009-2014 年权益资本成本

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
无风险利率	1.59%	2.28%	2.72%	2.91%	4.22%	3.26%
市场风险溢价	9.17%	18.25%	18.40%	10.38%	10.10%	8.53%
β 值	0.98	1.04	1.05	0.92	1.01	0.9
权益资本成本	10.58%	22.28%	22.04%	12.46%	14.42%	10.94%

数据来源：中国债券信息网、国家统计局网、CSMAR 数据库

表 5.16 中鼎 2015-2020 年权益资本成本

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
无风险利率	2.28%	2.65%	3.79%	2.60%	2.36%	2.47%
市场风险溢价	7.04%	8.35%	11.47%	10.49%	7.31%	2.99%
β 值	0.89	1.12	1.1	1.2	1.19	1.25
权益资本成本	8.55%	12.00%	16.41%	15.19%	11.06%	6.21%

数据来源：中国债券信息网、国家统计局网、CSMAR 数据库

(3) 加权平均资本成本

$$WACC = \text{税后债务资本成本} \times \text{债务资本占比} + \text{权益资本成本} \times \text{权益资本占比}$$

具体计算结果见表 5.17 和 5.18。

表 5.17 中鼎 2009-2014 年加权平均资本成本

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
税后债务资本成本	4.68%	5.02%	5.60%	5.20%	5.21%	4.90%
权益资本成本	10.58%	22.28%	22.04%	12.46%	14.42%	10.94%
债务资本占比	47.66%	51.10%	49.90%	49.54%	44.73%	43.35%
权益资本占比	52.34%	48.90%	50.10%	50.46%	55.27%	56.65%
加权平均资本成本	7.77%	13.46%	13.84%	8.86%	10.30%	8.32%

表 5.18 中鼎 2015-2020 年加权平均资本成本

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
税后债务资本成本	3.97%	3.98%	3.99%	3.98%	3.97%	3.92%
权益资本成本	8.55%	12.00%	16.41%	15.19%	11.06%	6.21%
债务资本占比	49.13%	44.16%	49.40%	47.63%	50.59%	52.51%
权益资本占比	50.87%	55.84%	50.60%	52.37%	49.41%	47.49%
加权平均资本成本	6.30%	8.46%	10.27%	9.85%	7.47%	5.00%

4、经济增加值

将计算出来的各指标带入公式 5.2 中，计算出中鼎 2010-2020 年经济增加值见表 5.19 和 5.20。

表 5.19 中鼎 2009-2014 年经济增加值

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
NOPAT	26109.57	42970.94	42098.13	63106.02	63320.72	78276.37
TC	135124.72	175475.86	247165.24	304851.36	320506.81	429998.80
WACC	7.77%	13.46%	13.84%	8.86%	10.30%	8.32%
EVA	15613.48	19350.42	7900.40	36091.58	30312.21	42503.38

表 5.20 中鼎 2015-2020 年经济增加值

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
NOPAT	103155.20	130164.23	168858.11	179252.71	130478.24	114788.51
TC	621557.23	964753.90	1231358.16	1327272.94	1532548.46	1588337.21
WACC	6.30%	8.46%	10.27%	9.85%	7.47%	5.00%
EVA	64003.44	48555.62	42336.38	48500.79	15963.96	35301.01

由于经济增加值指标是基于绝对值数据的计算，不能反应企业的产出效率，为客观评价中鼎绩效的变动情况，需进一步使用 EVA 回报率来评价企业每一投入资本所创造的价值，该数值越大，表明企业的投入产出效率越高。

$$EVA \text{ 回报率} = EVA / TC \quad (\text{公式 5.4})$$

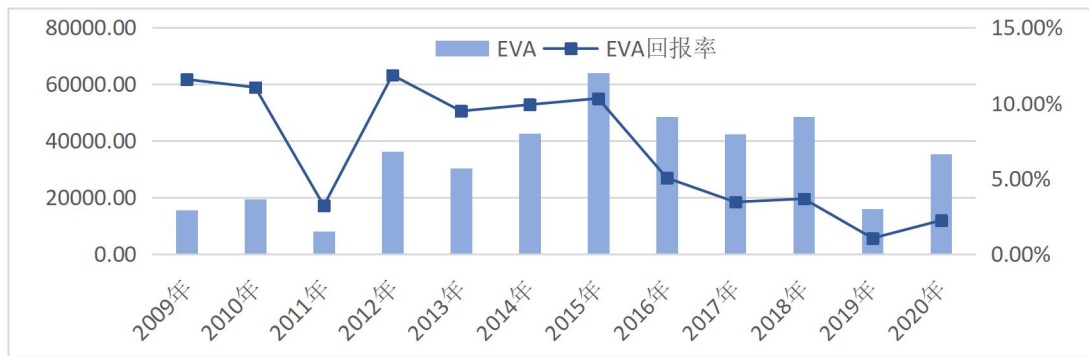


图 5.13 EVA 及相关指标

由图 5.13 可知，EVA 回报率与 EVA 的变动趋势相同，且整体 EVA 回报率均大于零，表明中鼎的资本投入都能正向增加企业价值。中鼎经济增加值在技术导向阶段呈波动式上涨，且 EVA 的上升比例超过了资本总额的上升比例，EVA 回报率也呈上涨趋势，此时主要基于传统密封件业务发起并购，并积极将海外并购企业引入国内，利用反向投资方式实现技术吸收，促使企业效益增加，2016 年中鼎花费大量资金购买欧洲国家企业股权，虽然仍是基于汽车零部件产业链，但延伸了公司业务，产品趋向多元化，增加了整合难度，经济增加值下滑，使得资本总额的增长幅度大于 EVA 的增长幅度，EVA 回报率逐渐下滑，但经济增加值仍高于并购前，这是由于企业在战略导向阶段，并购频繁，加上拓展新业务，企业经验不足，导致后期整合乏力，绩效出现下滑。2019 年出现大幅下滑，一是 2018 年中美贸易战带来的关税影响，二是行业增长放缓，并购的欧洲企业成本较高，整体毛利偏低，2020 年随着中鼎加强对欧洲企业的精细化管理，相比 2019 年有所改善，企业发展向好。

5.2 非财务绩效

5.2.1 研发能力

技术带来创新，创新成就发展，因此拥有领先的技术优势对企业形成核心竞争力至关重要。本文主要通过对比分析中鼎研发费用率、授权专利数以及研发人员占比等指标来探讨其连续海外并购前后研发能力的变化。

表 5.21 中鼎 2009-2020 年研发能力指标

年份	研发投入	研发费用率	授权专利数
2009 年	4298.65 万元	2.92%	-
2010 年	6199.38 万元	2.46%	-
2011 年	8145.34 万元	2.42%	-
2012 年	10231.02 万元	3.04%	178
2013 年	13663.25 万元	3.45%	231
2014 年	15183.64 万元	3.01%	291
2015 年	24952.29 万元	3.81%	399
2016 年	29896.36 万元	3.57%	573
2017 年	45587.65 万元	3.87%	600
2018 年	55027.00 万元	4.45%	780
2019 年	57062.88 万元	4.87%	868
2020 年	50563.51 万元	4.38%	767

数据来源：中鼎年报

从表 5.21 中的数据可以看出，中鼎研发投入数、研发费用率以及授权专利数从开始并购到并购完成后呈逐年上升态势，2020 年汽车行业遭遇疫情重创，作为上游企业的中鼎股份也不例外，经营业绩下滑，企业对研发投入的管理更严苛，减少投入，保存实力。连续并购期间，中鼎研发投入逐年上涨，从 2012 年到 2019 年，增长了 4.58 倍，涨幅显著，企业期望通过技术创新提升综合实力，促进新产品的开发，开拓新市场，同时其研发费用率也呈上升态势，但相对来说涨幅较小，这是由于营业收入也在大幅上升。而后科研投入转化为先进生产，2019 年中鼎拥有专利数量 868 件，较 2013 年翻了两番。由此可见，连续海外并购之后，企业研发能力显著提高，主要得益于国外先进技术工艺和先进设备的鼎力相助，不仅如此，中鼎利用国际技术资源，在国内与清华大学等科研院校展开合作，同时在欧洲和美国等地也设立研发中心，实现全球研发，稳步提升技术能力，最终加深了与全球核心主机厂商的合作。

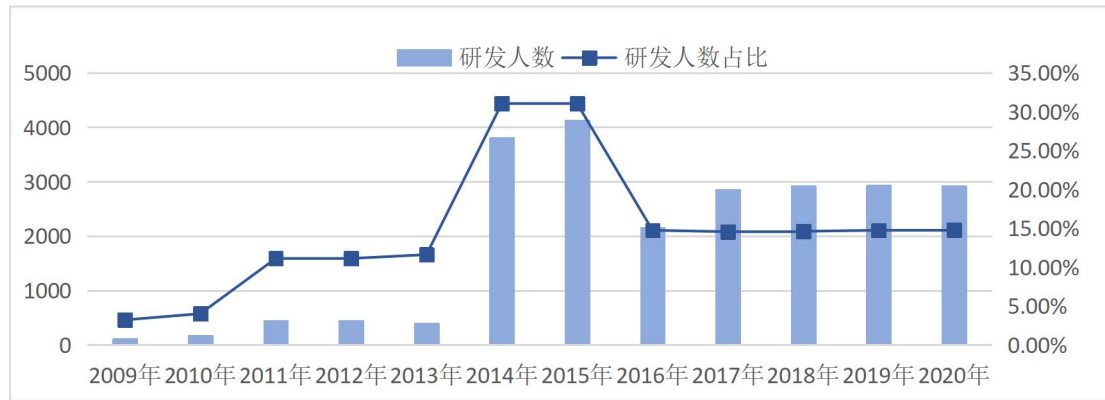


图 5.14 中鼎研发人数及研发占比变化趋势

数据来源:中鼎年报

由图 5.14 可知，海外并购前研发人员不到 200 人，占比在 4%左右，说明此时企业对技术研发重视不足，缺少技术人才，并购期间 2014 年显著提升，达到 3810 人，2015 年上升至 4127 人，2016 年削减研发人员，断崖式下跌，2017 年同比增长 32.22%，达到 2852 人，随后基本维持在这一稳定的水平，占比将近 14.74%，且从研发人员人均薪酬来看，2020 年为 11 万多，相较 2017 年的 8.8 万多来说提幅较大，整体来看，企业对研发人员的重视度在不断提高。

5.2.2 客户群体

并购前中鼎主要以国内汽车主机厂商为主，如广汽、长安等，从 2011 年开始中鼎走上连续并购之旅，通过“全球并购，中国整合”战略，不仅将国外先进技术引入国内，实现国内外业绩提升，同时，也借助海外企业核心品牌优势，成功获取国际高端品牌供应商资格，通过图 5.15，可以看出现阶段其客户主要为戴姆勒、宝马等国际核心品牌，高端客户群集中度较高，实现了从国内客户向国际高端客户的转型，由于零部件企业与主机厂之间具有很强的依赖关系，进入某一主机厂的配套体系需要漫长的时间，更不用说这些国际高端品牌了，仅靠内生发展，短时间内是无法达到这样的成绩的。当然中鼎转型的成功也与其并购标的选择具有莫大的关系，首先，欧美等发达国家相对完善的制度为其并购的成功提供了保障，其次，从收购对象的选择来看，都属于细分行业的领头羊企业，拥有发达的技术和成熟的品牌，中鼎以此为跳板，可以获得国际厂商的供应资格，使得

企业的客户群趋于高端化，保证了企业订单。近年来中鼎积极向新能源汽车领域靠拢，开发相关配套产品，已经取得为小鹏、理想、蔚来等新能源汽车平台配套的资格，在该领域也取得了突破性进展。

并购前前十大客户	并购后前十大客户
通用	VW 大众
广汽	通用
长安	宝马
比亚迪	戴姆勒
长城	福特
福特	雷诺日产
奇瑞	菲亚特
雷诺日产	捷豹路虎
江淮	沃尔沃
现代	奥迪

图 5.15 海外并购前 VS 海外并购后

资料来源：中鼎年报

5.2.3 产品结构

并购前，中鼎未形成细分业务，统称为橡胶制品和混凝胶，并购后，为更好的达到协同效应，实现业务类型多元化，并拉动全线业务到新客户中，其构建了四大主营业务板块，并成为了这些领域的领航人，图 5.16 为中鼎现有业务结构。

业务	对应子公司
密封件	美国 COOPER
	美国 ACUSHNET
	德国 KACO
	法国 FM
降噪减震	德国 WEGU
	中鼎减震
冷却系统	德国 TFH
	中鼎胶管
空气悬挂	德国 AMK

图 5.16 中鼎业务及对应子公司

资料来源：中鼎年报

中鼎在传统密封件领域，不断收购海外公司，强化自身技术，打通了迈向全球化、高端化 NVH 的市场入口（密封件与降噪减震在汽车产业链中属于相关性较强的产品，将其统称为 NVH）。随着空悬系统的大力普及和新能源行业快速发展，中鼎抓住浪潮，并购 AMK、ADG、TFH 等海外核心技术公司，积极布局新的发展领域，由此形成多元化业务结构。相比中鼎之前较单一的传统业务 NVH，现如今多元化发展可能会存在一定的风险：首先，具有不确定性，进入新的行业需要一段时间的探索和实践，新行业的高利润并不意味着企业能够实现高增长。其次多元化经营意味着企业要将资源重新分配，不仅耗费精力，也会增大管理难度。

5.2.4 行业地位

中鼎自 2008 年上市以来，为实现高质量发展，多次并购国外优质竞争对手，不仅获取了先进技术，使得企业的产品开发能力大幅提升，还成功延伸了产业链条，立足于国外空白市场。正是因为中鼎的海外并购举措，使其成功实现全球研发—生产—销售的一体化经营，成为国内同行业中的翘楚，同时顺利跻身全球同行业排名前列，其具体排名变化见表 5.22。

表 5.22 中鼎 2009—2020 年行业地位变化情况

年份	全球排名情况	
	全球非轮胎橡胶制品行业	全球汽车零部件行业
2009 年	未跻身全球排名	—
2010 年	未跻身全球排名	—
2011 年	第 45 位	—
2012 年	第 42 位	—
2013 年	第 40 位	—
2014 年	第 36 位	—
2015 年	第 29 位	—
2016 年	第 19 位	—
2017 年	第 18 位	第 96 位
2018 年	第 13 位，国内第一	—
2019 年	第 13 位，国内第一	第 92 位
2020 年	第 13 位，国内第一	第 98 位

资料来源：中鼎年报

6 结论及建议

6.1 结论

本文在梳理连续并购和海外并购研究现状的过程中，逐渐确定研究主题，以汽车零部件企业为切入口，选取具有代表性的跨国巨头中鼎股份为研究对象，以信号传递理论和协同效应理论为基础，深入探究连续海外并购与企业绩效之间的关系，得出如下结论：

第一，中鼎实施“走出去”战略主要是为了寻求先进技术和生产工艺，丰富现有产品线，挖掘海外市场，提升国际竞争力，从而实现其国际领先的战略目标。

第二，采用事件研究法探析资本市场对中鼎系列海外并购事件的反应，结果发现市场对每起并购活动反应不同，多为乐观预期，但对特殊事件反应强烈，最终导致未给中鼎带来正向财富效应。

第三，对长期绩效的分析从财务和非财务两个角度展开，结果表明连续海外并购确实可以提升中鼎长期绩效。从财务角度出发，利用全局因子分析法发现，其综合得分在前期逐渐上升，并于 2016 年达到最大值，之后缓慢下跌，相较 2011 年前处于较高水平；从各个主成分得分来看，偿债能力得分逐年上涨，连续海外并购增强了中鼎的偿债能力，主要体现在短期偿债能力的提升。盈利能力得分在连续并购期间上下波动，随着并购的完成逐年下降，主要受海外并购业务毛利率偏低、企业成本管控不力等多方面因素影响，致使盈利能力下降。营运能力得分表现出先升后降的趋势，表明海外并购活动能够提高中鼎资产利用效率，并购完成后的下降多源于行业的发展萧条。为考虑企业资本成本的影响，进一步引入 EVA 进行评价分析，结果发现存在倒 U 型的变化趋势，在 2015 年达到峰值，但仍显著高于并购发生前。基于非财务视角，中鼎不断吸收国外先进技术，增大研发投入，并将创新投入转化为科技生产，专利数量呈倍数增长，研发能力显著提升，由此获得对国际高端汽车厂商的配套资格，进入其配套体系，逐渐拥有高端客户群，同时企业生产逐渐规范，形成四大主营业务领域，实现多元化发展，对技术、产品的创新使其成为国内行业龙头企业，并顺利跻身全球非轮胎橡胶行业前列，成功实现战略目标。

6.2 建议

6.2.1 对中鼎股份的建议

中鼎完成海外并购之后，盈利能力有所下滑，主要是由海外项目整合不力、商誉减值、汇率波动等问题导致的。针对上述问题本文将结合中鼎的具体情况提出以下几点建议：

（1）提高并购后的整合效率

通过对中鼎长期财务绩效的分析发现，不止毛利率出现下滑，其净利润和净资产收益率也表现为小幅下滑，说明中鼎并购后并未很好地达到经营协同，为更好地实现资源的有效配置，还需在文化、人力等方面下功夫，提高整合效率。

第一，做好文化整合。根据木桶理论，企业经营业绩往往取决于综合素质最低的员工，因此文化培训机制的建立应辐射到每一个员工，从而在整体上提升企业的文化整合能力，跨文化培训旨在提升员工对不同文化的认同感，为员工普及不同的民族文化、企业文化等，在充分了解双方差异的基础上主动接受这种差异。此外，还可以聘请专业咨询公司开展对跨国沟通、冲突处理能力的培训，提升涉外人员沟通、谈判技巧，有效降低文化冲突。

第二，建立有综合竞争力的人力资源队伍，发挥人力资源协同效应。首先，在人才使用方面，审慎安排并购标的高层管理者，引导高层管理者发挥示范带头作用，同时给予对方企业员工充分尊重，摒弃“成者为王，败者为寇”的思维定势，一视同仁，提供同等升职机会，确保其工作积极性。其次在人才留用方面，中鼎在并购初期保留了原有员工，后续随着整合的深入可能会存在冲突，因此可增派自有管理人员，或调整原先的岗位、职称等，确保整个团队的执行力和工作效率。最后，建立人才培育机制，开展在职学习，培养专业的技术人才和管理人才，或与国内外知名企业、高校等建立人才培育通道，通过人才交流的形式培养、引进专业人才。

第三，做好经营整合，切实发挥协同效应，提高管理效率。中鼎系列并购均为海外并购，对财务数据处理可能不及时，因此可依托大数据、区块链、物联网等现代技术建立新的会计核算体系，从而及时、准确获取海外企业相关财务信息；加强成本费用管理，中鼎近些年的成本费用率越来越高，其产品与客户需求具有

很强的依赖性，因此可以根据企业实际经营情况，引入 JIT 系统，根据订单按需采购原材料，减少库存，节约仓储费用，同时也可灵活应对市场波动以及客户需求变动等突发状况，存货减少，可进一步提升相关周转指标，提高资产周转速度。

（2）加强内部治理

中鼎大规模海外投资使得其账面商誉高达 24 亿，2020 年由于对部分商誉的减值已经证明会削减其利润，造成盈利下滑，因此为有效降低剩余商誉对企业带来的价值波动风险，有必要强化其内部控制的责任，让董事会、监事会等治理层发挥严格管理效能，确保相关工作落实到人，做好商誉的信息披露工作。其次为从源头上遏制商誉减值的发生，中鼎在以后的并购活动中需加大对并购标的评估力度，可聘请专业的第三方机构代替企业开展调查，加深对其实际经营状况的了解，支付合理的并购对价，降低并购商誉发生的几率，或者可制定完善的补偿条款冲减商誉减值带来的风险。

（3）内外兼修，防范汇率波动风险

中鼎完成收购以后，其将近 75% 的收入来自海外，而汇率波动会影响企业财务费用，进而影响利润，为有效防范汇率波动造成的经济损失，可以补内兼外，双管齐下，尽可能将损失降到最低。补内是说要完善外汇管理机制，即设置汇率管理小组，选拔专业人员任职，建立规范的汇率管理制度和科学的风险管控方法，调动全体员工的参与积极性，信息共享，及时发现海外市场波动情况，提高企业对可能出现的风险的警惕性和敏感性。兼外是说可借助金融衍生工具来对冲外汇风险，从企业实际需求出发，选取适合的外汇衍生品，利用其套期保值作用规避外汇损失，或者可采取购买保险的方式将风险转移出去，从而有效防范自身损失。

6.2.2 对同类企业的建议

（1）要制定长期发展规划

案例中的中鼎从长期利益出发，放眼全局，通过海外并购获取先进技术和设备，绕过行业壁垒，迅速扩大生产规模，占领市场，实现转型升级，成为行业龙头企业。汽车零部件企业在实现国际化时，首先，应做好长远规划，让并购活动服从长期发展战略，选取合适的并购标的弥补自身发展缺陷。其次，考虑我国政策及并购标的国家相关政策变化，深入了解并购企业在当前产业政策中的综合实

力，分析依托目标企业实现技术创新的可行性和扩大市场份额的可能性；最后，应实时关注市场环境的变化，考虑自身所拥有的资源情况，以可持续发展为前提，审慎做出决策。

（2）并购频率要适当

海外并购存在信息不对称、政策波动等交易风险，多数学者研究发现并购次数会负向影响并购业绩，连续并购是管理者的过度自信的表现。在实践中，企业要根据自身经营情况，理性制定并购决策，同时管理者需加强经验学习能力，摒弃“成功偏见”，从之前的并购事件中吸取经验，保持谨慎态度，避免产生决策错误和资源整合风险，影响并购绩效，同时广泛吸取各方意见，发挥团队决策的效能。同时为避免高管为寻求利益而盲目制定并购决策，造成企业业绩流出，效益降低，可适当提高其持股比例，将个人利益与企业业绩捆绑，缓解代理矛盾。

（3）要警惕汇率波动带来损失

企业完成海外收购业务后，海外市场扩大，若其标的企业所在国银行利率发生变动，会增加交易的不确定性，降低整合效率。橡胶、半导体、汽车零部件等出口型企业的收入结构中，海外收入占据半壁江山，在人民币汇率对外贬值或升值时，由于国内企业与国外企业存在时间差，对相关会计科目的确认具有不同的时间节点，由此产生的汇兑损益会影响企业财务费用，进而影响利润；其次，进行海外投资时企业的融资活动多面向海外金融机构，由此产生的汇兑损益同样会影响企业利润。因此企业应及时调整海外投资和战略布局，审时度势，将汇率波动造成的损失降到最低。

参考文献

- [1]Asquith P,Bruner R F,Mullins D. The gains to bidding firms from merger[J]. Journal of Financial Economics,1983,11(1):121-139.
- [2]Buckley K,Fugleberg T,Zhitnitsky A . Can Induced Theta Vacua be Created in Heavy Ion Collisions?[J]. Physical Review Letters,2012,84(21):4814-4817.
- [3]Burns N,Liebenberg I. Developed market acquisitions of foreign targets: Do they impact emerging and developed markets differently? 2009.
- [4]Coase R H.The Nature of the Firm [J].Economica,1937,4(16):386~405.
- [5]Comanor W S. Vertical mergers,market power,and the antitrust laws[J]. American Economic Review,1967,57(2):254-265.
- [6]Fuller K,Netter J, Stegemoller M. SSRN-What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms that Make Many Acquisitions by Kathleen Petrie Fuller,Jeffry Netter, Michael Stegemoller[J]. 2002,57(4):1763-1793.
- [7]Dinesh N. Iyer and Kent D. Miller. Performance Feedback, Slack, and the Timing of Acquisitions[J]. The Academy of Management Journal, 2008, 51(4) : 808-822.
- [8]GOLUBOV A,YAWSON A,ZHANG H.Extraordinary acquirers[J].Journal of Financial Economics,2015,116(2):314-330.
- [9]Kiymaz H,Mukherjee T K. The Impact of Country Diversification on Wealth Effects in Cross-Border Mergers[J]. The Financial Review,2000,35(2):37-58.
- [10]Kolev K D,Jerayr H. When firms learn from prior acquisition experience[J]. Journal of Organization Design,2018,7(1):8-.
- [11]Rahahleh N A, Wei P P. The performance of frequent acquirers: Evidence from emerging markets[J]. Global Finance Journal, 2012, 23(1):16-33.
- [12]Schuler R S, Jackson S E. HR Issues and Activities in Mergers and Acquisitions[J]. European Management Journal, 2001, 19(3):239-253.
- [13]Stahl K, Voigt A. Impact of cultural differences on merger and acquisition performance: a critical research review and an integrative model[J]. Advances in Mergers & Acquisitions, 2005, 5(04):69-89.

- [14]Schipper K, Thompson R. The Impact Of Merger-Related Regulations On The Shareholders Of Acquiring Firms[J]. Journal of Accounting Research, 1983, 21.
- [15]Yadong Luo and Rosalie L. Tung. International Expansion of Emerging Market Enterprises: A Springboard Perspective[J]. Journal of International Business Studies, 2007, 38(4) : 481-498.
- [16]David G. Sirmon and Michael A. Hitt and R. Duane Ireland. Managing Firm Resources in Dynamic Environments to Create Value: Looking inside the Black Box[J]. The Academy of Management Review, 2007, 32(1) : 273-292.
- [17]陈庆勇,韩立岩.上市公司对外并购中高管薪酬变动实证研究[J].北京航空航天大学学报(社会科学版), 2008(01):13-16.
- [18]刁莉,赵伊凡,宋思琪.我国中资银行海外并购的动因、策略与政策研究[J].中国软科学,2020,No.349(01):184-192.
- [19]丁一兵,刘紫薇.中国制造业企业跨国并购能改善微观绩效吗——基于企业异质性和东道国特征的实证检验[J].产业经济研究,2019,(02):1-12.
- [20]董银霞.我国商业银行经营绩效的全局主成分分析[J].会计之友,2014(07):57-60.
- [21]范黎波,马聪聪,周英超.中国企业跨国并购学习效应的实证研究——经验学习和替代学习的视角[J].财贸经济, 2016(10):102-116.
- [22]冯钰钰,冯玮玮,池昭梅.管理层特征对企业海外并购绩效的影响——以三一重工和柳工为例[J].会计之友, 2020(05):112-117.
- [23]郭锐.我国商业银行海外并购绩效的实证研究[J].山西大同大学学报(社会科学版),2016,30(06):97-99.
- [24]韩立岩,陈庆勇.并购的频繁程度意味着什么——来自我国上市公司并购绩效的证据[J].经济学(季刊), 2007(04):1185-1200.
- [25]何伟军,彭青玲,袁亮.中国企业海外并购动因、风险及绩效研究——基于韦尔股份收购豪威科技的案例[J].财会通讯,2022,(02):93-100.
- [26]何先应,吕勇斌.中国企业海外并购长期绩效研究[J].统计与决策,2010,(24):81-84.
- [27]贺天玥,冯体一,潘超.企业以技术获取为导向的连续并购绩效研究——以新时

- 达为例[J].管理案例研究与评论,2021,v.14;No.81(03):339-354.
- [28]胡林豪,赵逸雯.标的企业成长性、战略协同与主并企业并购绩效[J].财会通讯,2017(18):104-107.
- [29]兰洁,林爱杰.双循环背景下东道国国家风险对我国企业海外并购绩效的影响[J].重庆大学学报(社会科学版),2021,27(03):228-244.
- [30]李欠强,刘际陆.中国企业跨国并购对经营绩效的影响研究——基于PSM方法[J].会计之友,2018(20):70-75.
- [31]李强.制度距离对我国企业跨国并购绩效的影响研究——基于上市公司数据的实证分析[J].软科学,2015,29(10):65-68+82.
- [32]李云鹤,葛林楠,唐梦涵.我国民营企业海外并购创造市场价值了吗?——来自短期市场价值效应的证据[J].华东师范大学学报(哲学社会科学版),2018,50(05):142-151+176-177.
- [33]梁永忠.突变级数下绿色并购三重绩效评价体系研究[J].会计之友,2020(14):103-109.
- [34]刘璐,杨蕙馨,崔恺媛.文化距离、母公司能力与跨国并购绩效——基于中国上市公司跨国并购样本的实证研究[J].山东大学学报(哲学社会科学版),2019(04):55-
- [35]刘青,陶攀,洪俊杰.中国海外并购的动因研究——基于广延边际与集约边际的视角[J].经济研究,2017,52(01):28-43.
- [36]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.
- [37]刘玉冰.企业海外并购的文化冲突与整合策略[J].财会通讯,2018(29):97-100.
- [38]刘运国,李思琪,刘洋.我国酒店业海外并购动因与效果研究——以锦江股份并购卢浮酒店为例[J].财会通讯,2018(34):3-9+129.
- [39]刘志杰,郭芳兵.高管过度自信、高管持股与并购绩效[J].财会通讯,2019,(06):49-52.
- [40]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.
- [41]孟阳.高管并购经验与企业并购研究——基于并购数量与质量双重视角[J].技术经济与管理研究,2020,No.286(05):53-59.

- [42]宁烨,邢春蕾,王晓静.企业跨国并购动因及其对外产业转移效应分析[J].产经评论,2021,12(05):57-69.
- [43]茹玉骢,曾辉.民营企业跨国并购绩效及其决定因素——基于 2006-2015 中国上市企业样本的研究[J].浙江学刊, 2017(05):117-126.
- [44]孙淑伟,何贤杰,赵瑞光,牛建军.中国企业海外并购溢价研究[J].南开管理评论,2017,20(03):77-89.
- [45]唐建荣,赵菲,张鑫和.“文化逆势”情境下的跨国并购驱动机制——基于 QCA 方法与多元回归的双重分析[J].江苏社会科学, 2018(05):100-110+274-275.
- [46]唐晓华,高鹏.全球价值链视角下中国制造业企业海外并购的动因与趋势分析[J].经济问题探索,2019(03):92-98.
- [47]王馥,高天惠,胡峰.中国企业海外并购动因和影响分析——与美国企业海外并购的比较[J].亚太经济,2022,(01):93-101.
- [48]王伶.湖北省 17 市(州、区)区域工业竞争力的动态评价——基于全局主成分分析法的测算[J].湖北社会科学,2021,(03):77-83.
- [49]王宛秋,刘璐琳.何种经验更易吸收:关于并购经验学习效果的实证研究[J].管理评论, 2015, 27(10):150-160.
- [50]王晔.国有企业与民营企业跨国并购的动因与比较[J].商业经济研究,2018,(08):101-105.
- [51]吴超鹏,吴世农,郑方镛.管理者行为与连续并购绩效的理论及实证研究[J].管理世界,2008(07):126-133+188.
- [52]吴先明,纪玉惠.决定中国企业海外并购绩效的因素分析[J].科学决策,2016(10):1-19.
- [53]吴先明,张玉梅.国有企业的海外并购是否创造了价值:基于 PSM 和 DID 方法的实证检验[J].世界经济研究, 2019(05):80-91+106+135-136
- [54]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.
- [55]徐明霞,陈明灿.企业跨国并购绩效评价研究述评[J].财会通讯,2017,(16):38-42.
- [56]徐琴.中国企业海外并购绩效评价实证研究[J].贵州财经大学学报, 2018(05):55-63.

- [57]薛安伟.跨国并购提高企业绩效了吗——基于中国上市公司的实证分析[J].经济学家,2017(06):88-95.
- [58]闫雪琴,孙晓杰.企业政治关联与跨国并购绩效——基于中国并购方数据[J].经济与管理研究,2016,37(01):119-127.
- [59]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,2018,35(11):103-108.
- [60]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研究[J].会计研究,2014(03):64-70+96.
- [61]张丹,胡海青,陈迪.资源型企业海外并购绩效评价研究[J].管理现代化,2017,37(03):83-87.
- [62]张晶,张永安.并购交易特征与并购绩效——基于后股权分置时代中国上市公司的经验数据[J].企业经济,2011,30(06):20-23.
- [63]张岚,范黎波,鲍芻.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+129.
- [64]张潇叶,张延良.中资银行跨境并购的绩效评价与路径选择[J].投资研究,2021,40(07):110-127.
- [65]赵德志,赵曼.政治关联、市场化程度与民营企业并购绩效[J].辽宁大学学报(哲学社会科学版),2018,46(06):63-71.
- [66]赵君丽,童非.并购经验、企业性质与海外并购的外来者劣势[J].世界经济研究,2020,(02):71-82+136.
- [67]赵曼,赵德志,綦颖.高管的政治关联对民营企业并购绩效的影响研究[J].技术经济与管理研究,2018(09):52-56.
- [68]周利芬.民营医药企业海外并购的战略动因与风险[J].对外经贸实务,2019,(07):79-83
- [69]周永红,刘开军,刘会芳.我国高技术企业跨国并购绩效影响因素研究[J].工业技术经济,2017,36(10):131-137.
- [70]周中胜,贺超,韩燕兰.高管海外经历与企业并购绩效:基于“海归”高管跨文化整合优势的视角[J].会计研究,2020(08):64-76.
- [71]朱冠平,扈文秀,章伟果,付强.金融冲击、股权结构与企业并购行为——基于

GARCH 模型视域[J].统计与信息论坛,2019,34(05):34-40.

[72]朱勤,刘垚.我国上市公司跨国并购财务绩效的影响因素分析[J].国际贸易问题,2013(08):151-160+169.

[73]庄明明,李善民,梁权熙.连续并购对股价崩盘风险的影响研究[J].管理学报,2021,18(07):1086-1094.

致谢

文末搁笔，唯留感慨。自余 6 岁，求学问道，历遍寒暑，格物致知，不辨朝夕。春去秋来，二十余载，回首峥嵘，感怀于心。

一谢恩师，传道受业。随吾师求学，乃学生之幸，此番文中无谓巨细，皆赖师长倾力指导，方得以成型，关怀之恩，铭记于心，谆谆教导，谨受不忘；及谢母校众师长，无私付出，悉心帮助，使我方能扬帆逐浪，上下求索。

二谢父母，多年养育。寒来暑往，昼夜躬耕，使我衣食无忧，资我涉远求学。虽未能朝夕相伴，然每遇窘境必有父母激励，使我披荆斩棘，不懈至今，儿再拜为谢。

三谢好友，一路相伴。岁月清浅，时光潋滟，幸得相遇，分享生活点滴，每逢挫折和困境，予我陪伴和劝慰，让我倍感温暖和幸运，愿此后一如既往，彼此珍惜，奔赴山海。

没有唱不完的歌曲，没有写不完的文章，唯有学无止境，虽然在校生涯已濒临尾声，但是社会中也有无数见识等着我去经历、去学习，我将持续秉着谦卑的心态迎接未来，努力奔赴美好前程！