

分类号 \_\_\_\_\_  
U D C \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_  
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 闻泰科技跨国并购安世集团的策略研究

研究生姓名: 张玉婷

指导教师姓名、职称: 聂元贞 教授

学科、专业名称: 国际商务

研究方向: 企业国际化运营与发展

提交日期: 2023年5月31日

## 独创性声明

本人声明所提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： 张玉婷 签字日期： 2023年5月31日

导师签名： 袁元贞 签字日期： 2023年5月31日

导师（校外）签名： \_\_\_\_\_ 签字日期： \_\_\_\_\_

## 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： 张玉婷 签字日期： 2023年5月31日

导师签名： 袁元贞 签字日期： 2023年5月31日

导师（校外）签名： \_\_\_\_\_ 签字日期： \_\_\_\_\_

**The strategy study of Wingtech  
Technology's transnational merger and  
acquisition of Nexperia Holding B.V.**

**Candidate: Zhang Yuting**

**Supervisor: Nie Yuanzhen**

## 摘 要

在“走出去”战略的引领下，跨国并购逐渐成为我国企业开拓国际市场，获取先进技术，优化产业结构，实现产业转型的重要途径。半导体行业是国家战略新兴产业，随着产业的升级和竞争的加剧，半导体行业进入了加速整合期，并购成为半导体行业的关键词，而并购方采取的并购策略对并购的成功与否至关重要。

闻泰科技对安世集团的并购是我国半导体市场上规模最大的跨境并购案，本文通过研究闻泰科技跨国并购安世集团的整个过程，分析了闻泰科技在并购过程中各环节所实施的策略，共包含目标企业的选择、并购估值、并购定价、并购融资、并购支付、并购整合六个方面。接下来本文从市场、财务和非财务三个角度对闻泰科技跨国并购安世集团策略的经济效果进行了研究。首先，本文运用事件研究法对闻泰科技的市场经济效果进行了研究，其次从偿债能力、盈利能力、成长能力、资产管理能力四个角度对其财务经济效果进行了研究，最后从战略目标以及技术研发能力两个角度对其非财务经济效果进行了研究。

结合闻泰科技跨国并购策略的经济效果，本文对闻泰科技并购策略的优势及缺陷进行了分析。研究发现以战略为导向选择优质且具有产业相关性的并购目标助力闻泰科技获得了较高的短期股票市场收益。“二选一”式的并购估值策略令闻泰科技更了解目标企业的价值。差异化定价策略帮助闻泰科技获取安世集团的控制权，降低了投资成本。但对安世集团前期估值与定价较高使得闻泰科技的成长能力受到了限制。融资方式多元化的策略使得闻泰科技完成了大规模融资，但负债的增加降低了闻泰科技的短期偿债能力。多样化的支付方式和分期付款策略帮助闻泰科技完成了并购价款的支付，并降低了短期内的现金支付压力。但并购过程中频繁的融资与支付也降低了闻泰科技的资产管理能力。全面并购整合策略提高了闻泰科技的技术研发能力和盈利能力，促进了并购双方协同效应的发挥。最后，本文根据闻泰科技并购策略的优势和不足对其他企业进行跨国并购时的策略实施提供了一些建议。

**关键词：**闻泰科技 安世集团 跨国并购 并购策略 经济效果

## Abstract

Under the guidance of "going out" strategy, transnational M&A has gradually become an important way for Chinese enterprises to expand international market, acquire advanced technology, optimize industrial structure and realize industrial transformation. Semiconductor industry is a national strategic emerging industry. With the upgrading of the industry and the intensification of competition, the semiconductor industry has entered a period of accelerated integration. M&a has become a key word in semiconductor industry, and the M&A strategy adopted by the acquirer plays a crucial role in the success of M&A.

The merger of Wingtech Technology and Nexperia Holding B.V. is the largest cross-border merger and acquisition in the semiconductor market. This paper studies the whole process of Wingtech Technology's cross-border merger and acquisition of Nexperia Holding B.V., and analyzes the strategies implemented in each link of the merger and acquisition process of Wingtech Technology. It includes six aspects of target enterprise's selection strategy, M&A valuation strategy, M&A pricing strategy, M&A financing strategy, M&A payment strategy and M&A integration strategy. Then from the market, financial and non-financial three aspects of Wingtech Technology multinational merger Nexperia Holding B.V. strategy of economic effect is studied. The effect of market economy is studied by the method of event study.

The financial and economic effects are studied from four aspects: solvency, profitability, growth ability and asset management ability. The non-financial economic effect is studied from two perspectives of strategic objective and technological R&D capability.

Combined with the economic effect of the cross-border M&A strategy of Wingtech Technology, this paper analyzes the advantages and disadvantages of its M&A strategy. The study found that on the basis of meeting the strategic objectives, selecting high-quality M&A targets with industrial relevance helped Wingtech Technology to obtain higher short-term stock market returns. The M&A valuation strategy of multiple valuation methods enables Wingtech Technology to fully understand the value of the target enterprise. The differentiated pricing strategy helps Wingtech Technology to gain control of Nexperia Holding B.V. and reduce the investment cost. However, the high valuation and pricing of Nexperia Holding B.V. in the early stage has limited the growth ability of Wingtech Technology. The strategy of diversified financing methods enabled Wingtech Technology to complete large-scale financing, but the increase in debt reduced its short-term solvency. Diversified payment methods and installment strategy help Wingtech Technology to complete the payment of the acquisition price, and reduce the short-term cash payment pressure. However, frequent financing and payments in the process of mergers and acquisitions have also reduced Wingtech asset

management ability. The comprehensive merger and integration strategy has improved the technology research and development ability and profitability of Wingtech Technology, and promoted the synergistic effect of both sides of the merger. Finally, according to the advantages and disadvantages of Wingtech M&A strategy, this paper provides some suggestions for the implementation of other enterprises' cross-border M&A strategies.

**Keywords:** Wingtech Technology; Nexperia Holding B.V.; Cross-border M&A; Mergers and acquisitions strategy; Economic effect

# 目 录

<b>1 绪 论</b> .....	<b>1</b>
1.1 研究背景 .....	1
1.2 研究目的及意义 .....	2
1.2.1 研究目的 .....	2
1.2.2 研究意义 .....	2
1.3 研究内容及框架 .....	2
1.3.1 研究内容 .....	2
1.3.2 研究框架 .....	3
1.4 可能的创新点及不足 .....	4
1.4.1 可能的创新点 .....	4
1.4.2 不足 .....	4
<b>2 理论基础与文献综述</b> .....	<b>5</b>
2.1 理论基础 .....	5
2.1.1 内部化理论 .....	5
2.1.2 效率理论 .....	5
2.1.3 信息与信号理论 .....	5
2.2 文献综述 .....	6
2.2.1 关于并购策略的研究 .....	6
2.2.2 关于并购经济效果评价方法的研究 .....	9
2.2.3 关于并购策略的经济效果评价研究 .....	10
2.2.4 文献评述 .....	11
<b>3. 闻泰科技跨国并购安世集团的简介</b> .....	<b>13</b>
3.1 并购双方简介 .....	13
3.1.1 并购方—闻泰科技 .....	13
3.1.2 被并购方—安世集团 .....	14
3.2 并购背景 .....	16
3.2.1 政策背景 .....	16



3.2.2 市场背景 .....	17
3.3 并购过程 .....	18
3.3.1 第一次交易 .....	18
3.3.2 第二次交易 .....	19
3.3.3 第三次交易 .....	20
3.3.4 收购剩余股权 .....	21
3.4 并购结果 .....	21
<b>4. 闻泰科技跨国并购安世集团的策略分析 .....</b>	<b>23</b>
4.1 “战略导向型”并购目标选择策略 .....	23
4.2 “二选一”式估值策略 .....	24
4.3 差异化定价策略 .....	26
4.4 多元化融资策略 .....	28
4.5 多样化支付策略 .....	31
4.6 全面的并购整合策略 .....	33
<b>5 闻泰科技跨国并购策略的经济效果评价 .....</b>	<b>36</b>
5.1 市场经济效果 .....	36
5.1.1 研究方法及数据来源 .....	36
5.1.2 研究过程 .....	36
5.1.3 研究结论 .....	37
5.2 财务经济效果 .....	39
5.2.1 偿债能力 .....	40
5.2.2 盈利能力 .....	41
5.2.3 成长能力 .....	42
5.2.4 资产管理能力 .....	43
5.3 非财务经济效果 .....	44
5.3.1 战略目标 .....	44
5.3.2 技术研发能力 .....	45
5.4 小结 .....	47
<b>6 结论与建议 .....</b>	<b>49</b>

---

6.1 结论 .....	49
6.2 建议 .....	49
6.2.1 目标企业的选择要合适 .....	49
6.2.2 估值与定价要合理 .....	50
6.2.3 融资方式要多元化 .....	50
6.2.4 支付方式要多样化 .....	51
6.2.5 整合要全面 .....	51
<b>参考文献 .....</b>	<b>52</b>
<b>致 谢 .....</b>	<b>58</b>

# 1 绪 论

## 1.1 研究背景

当前，我国处于经济结构深度调整期，依托互联网技术、信息技术等发展起来的一系列新兴产业是引导我国产业结构升级和经济稳健发展的重要动力。半导体产业作为国家战略新兴产业，已经深度融入经济和社会发展的各个领域，加快半导体技术水平的发展是推动信息技术产业高速发展的重点和焦点。由于半导体行业的研发成本高、技术迭代较快以及客户需求多元，大多数领先的半导体企业都选择用并购的方式来提高自身的竞争力，许多非半导体企业也想通过并购进军半导体领域。而国内的半导体行业还处于初步发展阶段，可供整合的优质标的并不多，于是企业纷纷将目光投向海外。

闻泰科技属于计算机、通信和其他电子设备制造业，原是我国最大的手机主板方案设计（IDH）公司。随着手机芯片集成度不断提高，方案设计厂商的生存空间也越来越小。于是闻泰科技将业务向设计、制造和交付为一体的 ODM 模式转型。2015 年，闻泰科技成为了全球最大的智能终端 ODM 制造商。2017 年 8 月，闻泰科技通过借壳中茵股份完成上市后，成为了 ODM 行业第一家 A 股上市公司。但是传统 ODM 行业的特性导致闻泰科技的手机 ODM 业务面临着天然的限制。ODM 厂商既没有手机大厂的核心技术，又没有创建自有品牌形成的品牌溢价，行业进入壁垒低，毛利率低，竞争激烈且业绩不稳定，面对原材料涨价、产品价格波动以及市场竞争加剧等因素时抗风险能力较弱。而目前国内手机市场逐渐趋近饱和，手机出货量正在逐渐下滑，同时，手机产业链上游元器件成本的增加以及行业集中度的持续提升使得下游客户的议价能力增强，再度压缩了处于产业链中游的闻泰科技的利润空间，从而造成净利润的大幅缩减。面对手机 ODM 行业的艰难处境，闻泰科技不得不寻求新的出路。

安世集团处于闻泰科技产业链的上游，是典型的垂直整合制造半导体公司（IDM），集芯片设计、晶圆制造、封装测试等多个环节于一身，其分立器件、逻辑器件、功率半导体的市场占有率均处于全球领先地位。安世集团的半导体产品种类多且性能可靠，供货渠道稳定且客户基础广泛。闻泰科技对安世集团

的纵向并购，一方面能实现主要半导体元器件的自主可控，提高对手机 ODM 业务上游成本的控制；另一方面能进军半导体领域、拓展海外市场，从而突破 ODM 业务的限制，建立新的经济增长点。

闻泰科技和安世集团在各自领域内都处于行业领先地位，闻泰科技对安世集团的并购规模超过了三百亿人民币，并且产生了较好的经济效果。而并购前闻泰科技的净资产仅为 36.66 亿元，这种“蛇吞象”式的并购困难重重，并购过程中任何环节出现纰漏都可能影响并购的成功率。此次并购的成功完成很大程度上取决于闻泰科技在并购环节中对并购策略的设计，因此对闻泰科技并购策略进行研究有着重要的意义。

## **1.2 研究目的及意义**

### **1.2.1 研究目的**

闻泰科技对安世集团的并购是我国半导体市场上规模最大的跨境并购案，具有代表性和典型性。本文通过对并购全过程的研究，分析闻泰科技在并购各环节中分别开展了哪种并购策略以及这些并购策略的经济效果，然后结合并购策略的经济效果，总结出此次并购所采取的并购策略的优势和不足，为其他企业进行跨国并购时策略的选择和实施提供一些启示和建议。

### **1.2.2 研究意义**

近年来，我国半导体行业快速发展，整体实力显著提升。在市场拉动和政策支持下，越来越多的非半导体企业通过并购进军半导体领域。闻泰科技对安世集团的跨国并购是半导体行业中的典型案例，对其并购策略的研究可以在一定程度上提高并购的成功率，对于我国半导体及相关企业的发展、企业跨国并购策略的选择具备参考意义，并且可以对其他技术壁垒较高行业企业的转型发展、获取战略性资产以及开拓国外市场提供一定的借鉴和参考。

## **1.3 研究内容及框架**

### **1.3.1 研究内容**

本文共分为六个部分。第一部分为绪论，介绍了研究的背景、目的及意义、内容与框架，并阐明了论文的可能的创新点与不足。第二部分综合梳理了相关的理论基础与文献综述。文章所涉及的主要理论包括内部化理论、效率理论和信息与信号理论。文献研究包括关于并购策略的研究、关于并购经济效果评价方法的研究以及关于并购策略的经济效果评价的研究，而后对所有的文献进行了总结评述。第三部分对闻泰科技跨国并购安世集团案进行介绍，包括并购方闻泰科技和被并购方安世集团的简介、并购背景、并购的交易过程以及并购结果。第四部分为闻泰科技并购安世集团的策略分析，是本文的重点部分，包括并购目标选择策略、并购估值策略、并购定价策略、并购融资策略、并购支付策略和并购整合策略。第五部分对跨国并购策略的经济效果进行分析，运用事件分析法、财务指标法和非财务指标法对其并购策略的市场经济效果、财务经济效果和非财务经济效果进行评价。第六部分为结论与建议。该部分根据跨国并购策略的经济效果，总结出闻泰科技在实施跨国并购过程中各环节所采取的并购策略的优势及不足，并对其他企业进行跨国并购时的策略选择提供一些建议。

### 1.3.2 研究框架

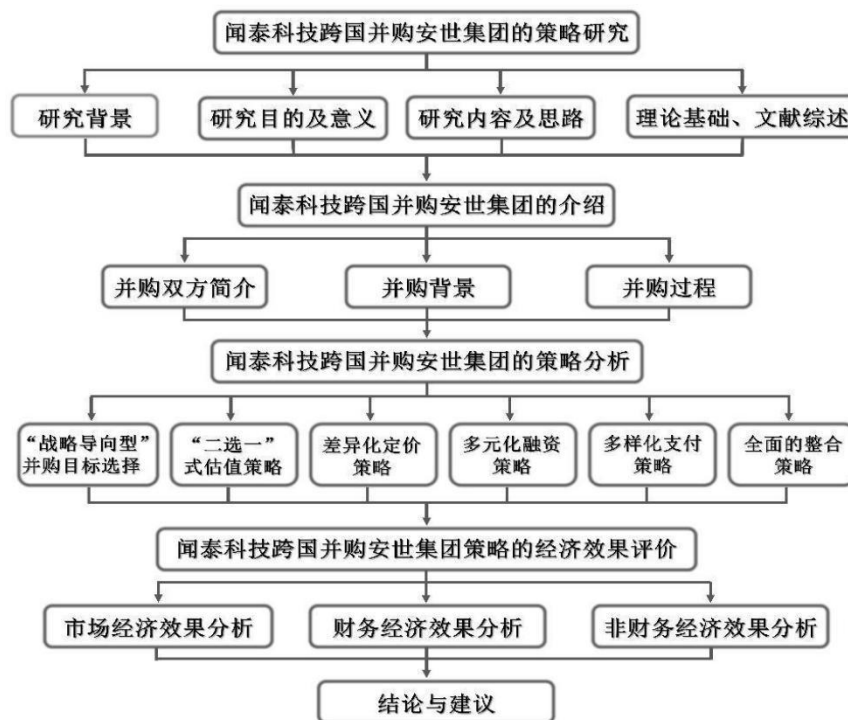


图 1.1 研究框架

本文的研究框架如图 1.1 所示。

## **1.4 可能的创新点及不足**

### **1.4.1 可能的创新点**

目前对跨国并购的案例研究主要集中在跨国并购的动因、绩效、风险防范等方面，针对并购策略进行系统研究的文献较少。而且大多数文献都是从单一并购环节或全过程中的几个环节来对并购策略进行研究，对跨国并购全过程进行系统研究的成果不多。因此，本文基于并购过程的全部环节，从目标企业的选择策略、估值策略、定价策略、融资策略、支付策略以及整合策略六个方面对闻泰科技跨国并购策略展开了更全面的分析。

另外，本文从市场、财务、非财务三个方面对闻泰科技跨国并购策略的经济效果进行了分析，对经济效果的评价更为全面。

### **1.4.2 不足**

本文对闻泰科技跨国并购策略的研究仅仅是并购环节层面的策略的研究，没有研究其他层面的策略，如中介机构的引入、交易结构的设计等。另外，在研究非财务经济效果时，受资料可得性的影响，只考虑了战略目标和技术研发能力两个方面，后续还可深入研究。

## 2 理论基础与文献综述

### 2.1 理论基础

#### 2.1.1 内部化理论

内部化理论是指在不完全竞争市场上，为了追求利润最大化，将原本从企业外部的市场上采购交易的原材料或是中间产品，通过对外直接投资的方式，转化为企业内部的交易。内部化理论有三个基本前提，首先，在不完全竞争市场上，企业的经营追求利润最大化；其次，创建内部市场的动力源自于原材料或中间产品外部交易市场不完善；最后，跨国公司是市场内部化跨越国界的产物。

#### 2.1.2 效率理论

效率理论认为企业并购活动能够提高并购双方的效率，而且资源配置效率的优化还带来了潜在的社会效益。该理论认为企业并购完成后的整体企业的收益会大于并购双方收益的简单加总，即并购的“1+1>2”效应。并购双方协同发展，不仅能提高并购后的整体企业的经营业绩，降低经营成本，而且给社会收益带来了一个潜在的增量。根据协同效应的来源，可将其分为经营协同、管理协同以及战略重组等。

#### 2.1.3 信息与信号理论

信息与信号理论认为，在信息不对称的情况下，企业管理者对企业当前价值的了解程度要高于比市场参与者，企业通过并购活动给市场参与者传递一定的信息，表明企业市场价值被低估，未来有升值空间，即使在企业无所行动，或未来并购活动并未取得成功的情况下，市场都将重新对该企业的价值进行评估，从而使得该公司的股价发生变化。同时，该企业在得到并购信息后，也将激励其管理层实行更有效的管理，提高经营业绩和管理效率。

## 2.2 文献综述

### 2.2.1 关于并购策略的研究

策略原义为谋略或计策，后引申为根据形势发展而制定的行动方针和斗争方法。而关于并购策略，目前还没有系统的界定。Salter和Weinhold（1978）按照并购流程将并购战略计划分为并购目标的确定与筛选，战略与财务评估、谈判交易、并购后的管理等阶段。金雪军和李楠（2008）把并购策略分为区域选择、目标选择、并购时机、并购战术、人才储备几个方面。段可慧和曲歌（2013）认为并购策略包括发展战略匹配、并购时机选择、并购整合和政策呼应四个方面。邱永辉（2016）从交易策略的角度，把并购策略分为并购交易时机、支付方式选择、溢价水平、控股权高低以及专业中介顾问选择。张淦（2018）将并购策略界定为并购时机选择、并购目标选择、并购定价和支付方式选择、并购整合。李子延（2020）将并购策略划分为标的企业的选择、交易结构、融资方式和后期整合四个方面。可见，并购策略涉及到并购交易过程中的各个环节，是一套复杂的体系。本文依据现有文献，从目标企业的选择策略、估值策略、定价策略、融资策略、支付策略以及整合策略六个方面对并购策略进行系统的梳理。

#### （1）目标企业的选择策略

寻找目标企业是并购活动进行的前提，如何寻找目标企业以及目标企业应具备哪些特性是学者们重点关注的问题。Markides和Wilamson（1996）、Jeffrey S. Harrison（1991）、张金鑫（2006）等学者认为资产相关是并购的基础条件，主要体现在市场销售渠道、生产管理技术等方面。还有学者认为，选择目标企业应以本企业战略目标为出发点，以自身能力获取和资金配置为依托（郭建鸾，2013；魏也石，2021），综合考虑目标企业的经济发展规模、市场地理环境等因素（戚汝庆，2001）。除此之外，国家政策与企业家个人特征等因素也会对民营企业并购目标的选择产生较大影响（吴清，2018）。

#### （2）估值策略

企业估值是并购定价的前提和基础，并购企业在交易定价前会通过企业估值对目标企业整体价值进行计算和评估。价值评估的一般方法有：收益法、市



市场法和资产基础法等。收益法是企业将未来现金流转换成现值的一种估值方法。市场法是指以可比上市公司或可比交易为参照来确定评估对象价值的方法。资产基础法与其他价值评估科目中的成本法类似，但其可能包括采用收益法计算的长期投资的股权价值或采用市场法计算固定资产价值，因此与成本法并不对等。

国内外学者大多采用收益法进行研究，收益法认为公司定价价值来源于其未来的现金流和基于现金流量的投资回报能力。最早的企业价值评估和增长理论是由美国经济学家 Irving Fisher (1907) 提出的现金流量折现法 (DCF)，但由于折现率的不确定性，该方法有一定的缺陷。William Shape (1964) 提出的资本资产定价模型 (CAPM) 认为贴现率为证券市场中风险资产的预期收益率，解决了折现率的计算问题。Black 和 Scholes (1973) 提出的 B-S 模型首次将期权纳入价值评估理论，但该模型在不成熟的资本市场使用时误差较大。Stewart (1991) 提出了经济附加值模型，该模型是在税后净营业利润与全部资本成本之间的差额的基础上进行企业估值。王丰等 (2001) 在前人的基础上创建了以折现经济利润为基础的企业估值方法。刘芳和韩晶 (2006) 认为当并购的对象是比较大规模的公司时，宜采用净现值法，但在确定折现率时需谨慎。如果折现率有较大不确定性且市场上有其他公司可供参考，可选择市场法。当目标企业具有明显的期权特性时，要考虑实物期权价值。而当并购的对象只是规模较小的公司时，建议节省人力，采用账面价值。王克强和吕琳等 (2013) 比较了实物期权理论和收益折现理论，认为基于前者的估值能更加准确地评估样本企业的价值。蔡思梦和刘英明 (2020) 认为使用收益法评估会加大估值泡沫。朱景仰 (2015) 认为除了并购估值方法的特征和适用范围外，企业所处的行业特征、并购支付方式也会影响估值方法的选择。因此并购企业应以并购战略及目的为基准，结合目标企业实际情况，选择科学合适的价值评估方法。

### (3) 定价策略

交易价格是否合理直接影响企业并购后价值的增长和协同效应的发挥。谈判定价主要采用博弈论的方法，主要包括讨价还价模型和拍卖模型，后者可能存在投标人合谋的情况，所以招标人还需要设置保留价格。李长青等 (2002) 认为在确认并购双方可接受的最高价和最低价后，最终并购目标企

业的价格将通过博弈谈判达成一个均衡价格。安慧（2010）认为当并购企业不存在竞争者时，定价策略应以要约收购或协议定价为主；当存在竞争者时，并购双方可选择协议定价或者竞拍定价策略。

#### （4）融资策略

在支付交易对价前，企业为了解决资金来源通常要进行融资。并购融资方式包括内源资金融资、外部债务融资和股权融资。Bharadwaj和 Shivdasani（2003）以现金支付交易为样本，发现当并购方的自有现金较少或并购规模较大时，会选择债务融资。Vladimir Vladimirov（2015）认为融资渠道少的条件下，并购方会选择股权融资或现金融资。否则，并购方会使用债务融资。傅强等（2006）研究发现企业融资方式会受到期望收益的影响，债务融资适用于期望收益高的情况，其次为内源融资，当企业期望收益较低时则会倾向于股权融资。翟进步等（2012）认为融资方式的选择受到企业现金量、债务融资能力和交易规模的影响，内源融资适用于现金充足的情况，债务融资要求企业具有较强的债务融资能力，股权融资则更适用于企业拥有较大的交易规模的情况。赵息和陈佳琦（2018）发现在并购融资过程中，杠杆率高的并购方会选择股权融资。

#### （5）支付策略

企业并购当前主要的支付方式有现金支付、股票支付、混合支付等。Andrade等（2001）认为股票支付会影响公司股东价值提升，而现金支付要优于股票支付。Dong等（2006）认为被市值被高估的企业会选择股票支付但所获超额收益较少，而市值被低估的企业会选择现金支付但所获超额收益较多。但赵息和刘佳音（2014）认为股票支付比现金支付要好，以股票支付的企业在短期内经济效果的改善明显。Kobeissi等（2010）发现企业为避免股权被过分稀释，会采用现金支付的方式。孙世攀等（2013）认为现金支付适用于持股比例大及债务容量大的企业。葛结根（2015）发现，现金支付及混合支付的经济效果较为稳定，股权支付方式的经济效果表现为高开低走。

#### （6）整合策略

整合是企业完成并购交易之后最重要的环节。并购活动本身不会带来巨大利益，并购后的整合环节才是发挥并购双方协同效应、提升企业整体核心

竞争力的关键。关于整合的模式，不同学者提出了不同见解，如吸收、同化、隔离、保护、破坏、引进等，有的以战略定位和组织匹配划分整合模式，如Alessandro等(1994)；有的以文化的兼容性为依据划分整合模式，如Nahavandi(1993)；有的以双方文化的发展阶段为依据区分整合模式，且认为整合模式在实际操作中可以搭配使用，如何超华(2005)；有的以整合力度为划分依据，如王梨英和乔庆林(2019)。关于整合的内容，Marks和Mirvis(1998)将并购整合活动分为战略、组织、人员、文化和交易管理五个部分。谢洪明等(2015)基于全球价值链的角度，将并购整合分为技术整合、采购整合、生产整合、人力资源整合和市场整合。

### 2.2.2 关于并购经济效果评价方法的研究

市场经济效果的评价方法基本使用事件研究法，它是分析短期经济效果的主要工具。事件研究法由Ball & Brown(1968)以及Fama et al.(1969)开创，通过并购活动在股票市场上的超额收益率来考察并购对股东价值的影响。国内外广泛利用事件研究法评价并购的市场经济效果。如Kaplan(1989)、Bernard和Thomas(1990)、Linn和Switzer(2001)、李善民与陈玉罡(2002)、张新(2003)、李瑞海(2005)、宋维佳和乔治(2014)、赵息和刘佳音(2014)、杨胜利和奉佳(2017)、张迪和乔玉洋(2022)等。但是事件研究法的基本前提是市场有效性，仅以流通股股东的收益作为参考且无法剔除事件窗口期的噪音，因此用其直接评价跨国并购的经济效果可能存在一定的误差。

长期并购经济效果的评价方法较多，如财务指标法，通过研究企业会计指标的变动来分析企业财务经济效果。冯根福和吴林江(2001)、李善民等(2004)就采用财务指标法对跨国并购的经济效果进行评价，这也是学界长期以来研究并购经济效果的方法。事件研究法和财务指标法常常结合使用以研究企业跨国并购经济效果。近年来，一部分学者尝试从非财务指标角度来衡量跨国并购经济效果。于开乐和王铁民(2008)以企业的创新能力来研究并购的经济效果，研究发现北汽集团并购罗孚公司有利于北汽集团创新能力的提升。一部分学者开始考虑跨国并购经济效果衡量当中的内生性问题。樊秀峰和李稳(2014)采用倾向评分匹配法(PSM)检验了上市公司跨国并购

的经济效果，发现从整体上而言，跨国并购未能改善主并方的经济效果。还有一部分学者采用匹配法和倍差法衡量企业跨国并购的经济效果，如蒋冠宏（2017），苏莉和冼国明（2017）等。

### 2.2.3 关于并购策略的经济效果评价研究

并购目标的选择是否合适是影响并购方并购经济效果的重要因素之一。Ang et al（2003）、李善民和周小春（2007）、Jensen和Ruback（1983）发现，具有行业相关性或者协同效应的并购获得较好并购经济效果的可能性更大。Aliberti和Green（1999）发现由于交易信息的搜集成本随着空间距离的增加而增加，所以并购更大概率会发生在本地区之内。Portes和Rey（2005）发现并购决策所需的信息搜集成本与距离成正比，因此近距离并购的经济效果可能优于远距离并购的经济效果。张弛和余鹏翼（2017）发现行业相关并购中，横向技术并购会抑制企业并购经济效果，而纵向技术并购对并购经济效果有促进作用；行业无关并购对其经济效果作用不显著。张慧玲（2019）发现，同行业目标公司并购经济效果优于非同行业目标公司并购经济效果。臧维（2020）等发现，技术扩展型跨国并购目标选择会对并购经济效果产生积极影响，技术进入型跨国并购目标选择会对并购经济效果产生消极影响。

企业价值评估是并购交易定价的基础，估值的准确性很大程度上决定了定价的合理性，其经济后果也往往通过最终定价体现出来。就估值和定价而言，查剑秋和张秋生（2008）将并购估值分为目标企业独立价值评估和并购整体价值评估两部分，并发现内部控制程度与并购经济效果呈正向关系。黄本多和干胜道（2009）研究发现，高溢价并购会导致高自由现金流量和低成长性，与并购的经济效率负相关。于朋和刘晓辉（2013）的研究认为在跨国并购中适当的溢价对并购方成功收购目标企业有利。范建红、陈怀超（2015）研究发现企业跨国并购的溢价水平不一定与并购的成功率成正比。孙淑伟等（2017）研究发现中国企业跨国并购溢价水平与并购经济效果正相关。

就融资方式而言，不同的融资方式会对并购的经济效果产生不同程度的影响。Bharadwaj和Shivdasani（2003）、Marina Martynova和Luc Renneboog（2009）等发现以债务融资进行的并购交易比用自有资金进行的并购交易的

经济效果更好。秦容等（2015）发现股权融资的经济效果优于债券融资，而债券融资的经济效果又优于内源融资。曹湘平和刘欢（2018）研究发现，在融资约束水平高的情况下，股权融资与并购经济效果正相关，内源融资及债务融资均与并购经济效果负相关。

就支付方式而言，J.R. Franks等（1988）的研究表明，并购中不同的支付方式会导致企业的并购方与被并购方的收益率不同。使用现金支付时，被并购方和并购方股东的平均收益率最高；使用股票支付时，被并购方和并购方股东的平均收益率最低；采用现金和股票相结合的方式时，被并购方和并购方股东的平均收益率居中。汪贵浦等（2012）研究发现，股票支付或现金支付对并购经济效果的影响趋同，现金支付利于企业的偿债能力，股票支付利于企业的盈利能力和营运能力。余鹏翼、王满四（2014）根据自由现金流假说和信息与信号理论，发现现金支付方式会对并购经济效果产生正向影响。但是顾露露（2017）却认为全现金支付方式对并购经济效果有负向影响。郭晓顺和贾欣欣（2017）认为，并购支付方式对并购经济效果有显著影响，并且符合生命周期性规律。

就整合而言，整合管理会对并购的经济效果产生重要影响，李善民和刘永新（2010）研究发现，越高效快速的整合越能体现出成本的协同效应，这有利于最终企业并购经济效果的改善。张三卿等（2015）发现文化整合、业务整合、组织结构整合以及人力资源整合的程度与并购经济效果正相关，但人力资源整合与并购经济效果的正相关关系并不显著。

#### 2.2.4 文献评述

跨国并购策略研究涉及到并购过程中的所有环节，应具有一个完整的体系。但从现有研究文献来看，相对于国内研究状况，国外研究起步更早，研究内容也相对较为全面。而国内研究成果不仅相对较少，并且大都从单一并购环节或全过程中的几个环节进行研究，如目标企业的选择、融资方式等，对跨国并购全过程进行系统研究的成果不多，导致跨国并购策略研究的完整性、系统性不够。

对于跨国并购经济效果评价方法，大多数研究企业跨国并购的文献都是衡

量并购的股东回报和财务指标，但是财务数据的有效性受上市公司对具体事务的判断和对会计准则理解的影响，部分数据难以排除其主观性。所以近年来越来越多的研究开始从非财务指标的视角进行研究，如创新能力、公司潜在发展能力和战略目标等，以构建更为全面的指标体系来评价跨国并购的经济效果。

在目前在研究我国企业跨国并购的文献当中，系统考察并购策略对跨国并购经济效果影响的文献也较少。以往对跨国并购经济效果的影响因素的讨论大多停留在宏观层面，而从并购策略对跨国并购经济效果进行的研究也多从单一因素出发，例如，探讨溢价水平对跨国并购经济效果的影响，或者探讨交易支付方式对跨国并购经济效果的影响等。

### 3. 闻泰科技跨国并购安世集团的简介

#### 3.1 并购双方简介

##### 3.1.1 并购方—闻泰科技

###### (1) 公司简介

闻泰科技股份有限公司成立于 1993 年，成立之初其主营业务为白牌手机。2006 年，闻泰科技抓住手机主板方案设计（IDH）公司快速发展的契机，成为 IDH 公司的领跑者。2008 年，闻泰科技建造了首个手机制造厂，由 IDH 向研发与制造为一体的 ODM 模式转型。2015 年，闻泰科技借壳上市后，成为国内首家 A 股上市成功的 ODM 企业，同时也是全球领先的移动通讯设备和智能硬件产业龙头公司。闻泰科技作为全球主流电子品牌的第一梯队供应商，拥有自建模具厂和智能化生产线，2017 年，闻泰科技手机出货量达到 8350 万部，是全球手机出货量最大的 ODM 公司，其客户群体包括华为、联想、MOTOROLA、小米、魅族、中国移动等。

###### (2) 股权概况

并购安世集团前，张学政是闻泰科技的实际控制人，其个人直接持有闻泰科技 5.81% 的股权，通过其百分百持股的闻天下投资有限公司（以下简称闻天下）间接持有闻泰科技 24.16% 的股权，合计持有闻泰科技 29.96% 的股权，是闻泰科技的实际控制人。并购前闻泰科技前六大股东持股情况如表 3.1 所示：

表 3.1 2017 年闻泰科技前六大股东持股情况

股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）	股东性质
闻天下投资有限公司	153,946,037	24.16	境内非国有法人
西藏中茵集团有限公司	64,018,401	10.05	境内非国有法人
茅惠英	43,000,000	6.75	境内自然人
张学政	37,000,000	5.81	境内自然人
高建荣	35,682,500	5.6	境内自然人
云南融智资本管理有限公司	31,863,321	5	国有法人

资料来源：上海证券交易所官网

### （3）财务情况

闻泰科技 2015 年至 2017 年的财务情况如表 3.2 所示，2015 年至 2017 年，其资产总额分别为 111.83 亿元、128.80 亿元和 109.15 亿元，没有较大变化。闻泰科技的负债总额由 2015 年的 53.08 亿元上升到 2017 年的 72.50 亿元，其资产负债率也由 2015 年的 47.46% 上升到了 2017 年的 66.41%。闻泰科技 2016 年的营业收入为 2015 年营业收入的十七倍多，此番营业收入的巨大差异主要是由闻泰科技于 2015 年借壳上市所造成的，因此不具有可比性。2017 年闻泰科技的营业收入为 169.16 亿元，同比增长 26.08%。2015 年至 2017 年，闻泰科技的净利润实现了大幅增长，2017 年其净利润为 3.35 亿元，同比增长 74.71%。但在闻泰科技净利润大幅增长的同时，其毛利率却出现了大幅的下降，2016 年和 2017 年的毛利率分别为 8.02% 和 8.98%，相比于 2015 年的 17.13% 分别下降了 9.11 和 8.15 个百分点。

表 3.2 2015 年-2017 年闻泰科技重要财务指标

	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（万元）	1,118,326.54	1,287,983.78	1,091,535.28
负债总额（万元）	530,780.12	777,309.89	724,951.29
营业收入（万元）	71,601.04	1,341,691.35	1,691,623.22
净利润（万元）	-14,384.66	19,165.70	33,484.76
毛利率（%）	17.13	8.02	8.98

资料来源：上海证券交易所官网

## 3.1.2 被并购方—安世集团

### （1）公司简介

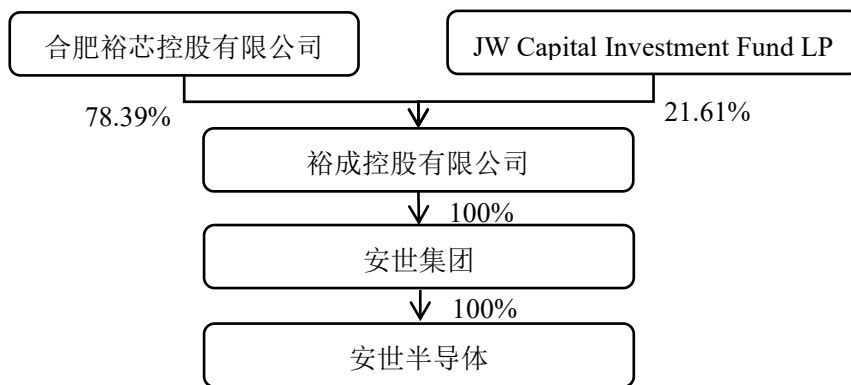
安世集团是全球半导体标准器件领域的龙头企业，专注于半导体行业六十多年，其前身为恩智浦的标准业务部，是恩智浦为完成对飞思卡尔的并购而拆分独立出来的企业，而后建广资产和智路资本成为了安世的受让方。安世集团的主营业务为低复杂度集成电路、分立器件以及逻辑器件的研发设计、生产、测试与售后，覆盖了半导体产业链上下游从芯片设计、晶圆制造、半导体封装测试全流程。其半导体产品的应用领域涉及工业与能源、汽车电子、移动可穿戴



戴智能设备、计算机等。其客户群（下游合作伙伴）包括博世、比亚迪、思科、苹果（Apple）、谷歌（Google）、华为、三星（Samsung）、亚马逊（Amazon）、大疆、华硕、戴尔（Dell）、惠普（HP）等。

(2) 股权概况

根据安世集团的股权结构（图 3.1），安世集团百分百持股安世半导体，裕成控股百分百持股安世集团，合肥裕芯持有裕成控股 78.39%的股份，JW Capital Investment Fund LP 持有裕成控股 21.61%的股份。



资料来源：上海证券交易所官网

图 3.1 安世集团股权结构图

(3) 财务信息

由于安世集团于 2017 年才设立运营，故其被收购前两年的财务报表需模拟汇总，毕马威华振会计师事务所对模拟汇总的财务报表进行了审计。其具体财务指标如表 3.3 所示：

表 3.3 2016 年-2017 年安世集团重要财务指标

	2016 年	2017 年
资产总额（万元）	2,114,071.23	2,239,213.33
负债总额（万元）	724,510.21	824,543.81
主营业务收入（万元）	773,876.18	944,331.89
净利润（万元）	80,296.66	81,889.35

资料来源：上海证券交易所官网

## 3.2 并购背景

### 3.2.1 政策背景

产业智能化、信息化是国家发展的重要方向。半导体行业是智能制造的基础和核心支撑。为了推动我国半导体行业的发展，国家出台了一系列政策。具体如表3.4所示：

表 3.4 我国对半导体行业实行的主要政策和法律法规

时间	法律法规与政策	相关内容
2000.7	《鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》	推动软件产业和集成电路产业的发展，增强创新能力和国际竞争力。
2011.1	《进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》	软件产业和集成电路产业是国家战略性新兴产业，鼓励其发展。
2014.6	《国家集成电路产业发展推进纲要》	设立国家产业投资基金。着力发展集成电路等产业。
2016.7	《国家信息化发展战略纲要》	购进先进技术体系。打造国际先进、安全可控的核心技术体系，带动集成电路、核心元器件等薄弱环节实现根本性突破。
2020.8	《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展若干政策》	进一步优化集成电路产业和软件产业发展环境，深化产业国际合作。

资料来源：中国政府网

与国内激励政策的持续加码相反，以美国为首的西方国家一直打压我国高新技术类企业，试图阻遏其发展。2007年，美国修改了对我国的出口与再出口的管制政策，以此防范和牵制我国高科技产业。2017年，特朗普上台后将我国界定为主要“战略对手”和“竞争者”并加强打压政策的力度，更是发动了对华贸易战，打击以华为公司为代表的我国高技术企业。与此同时，其他西方国家也设置了一系列政策限制与我国的教育、科技和人文交流。西方国家这一系列政策，一方面阻止我国企业在集成电路、半导体等领域获取相关技术，另一方面阻挠我国高科技企业的海外布局，如以5G为代表的第五代移动通讯领域。

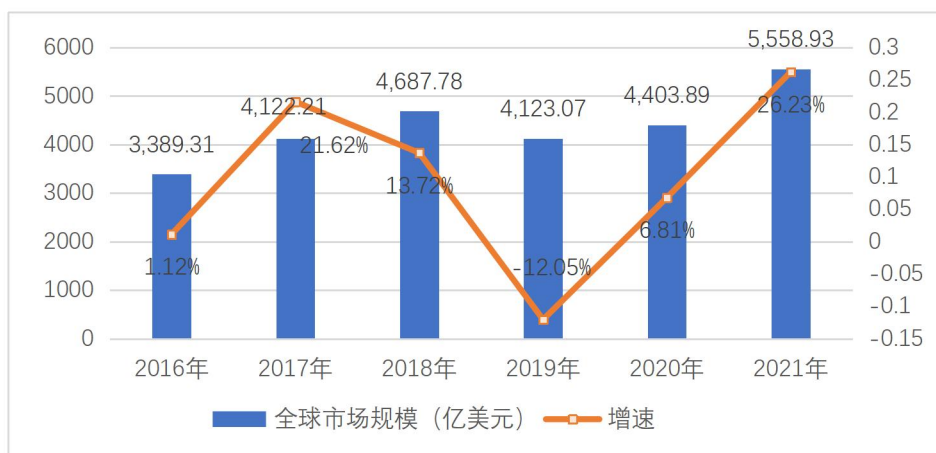
### 3.2.2 市场背景

半导体作为信息产业的基石，被广泛应用在社会各行各业。全球半导体行业具有一定的周期性且与宏观经济状况、供需关系等因素密切相关。半导体行业的发展状况如下：

第一，半导体行业的市场规模庞大。如图 3.2 所示，2021 年全球半导体市场的销售额为 5558.93 亿美元，同比增长 26%。其中，亚洲地区的销售额位列第一，达到了 3429.67 亿美元。而中国是全球最大的半导体单一市场，销售额为 1925 亿美元，同比增长 27.1%。

第二，半导体行业需求强劲。半导体市场是需求推进的市场，下游需求的不断更替和升级，带动着半导体行业的持续发展。在过去的四十多年中，随着消费水平的提高、信息技术的进步和数字经济的飞速发展，推动半导体行业增长的驱动力已由传统的 PC 及相关产业转向移动智能终端产品，包括智能手机及平板电脑等。随着新兴科技领域对半导体产品需求的涌现，半导体行业的市场需求依然强劲。

第三，半导体行业发展进入了加速整合、不断创新的新时期。一方面，企业围绕资金、技术、产品、人才等全方位的竞争不断加剧，投资规模也不断攀升，市场份额加速向头部企业集中，行业集中度不断提高。另一方面，芯片和移动智能终端高速增长，随着新兴科技场景的应用，半导体技术向异构化、多元化、多技术融合等方向发展，半导体行业技术演进出现新趋势。

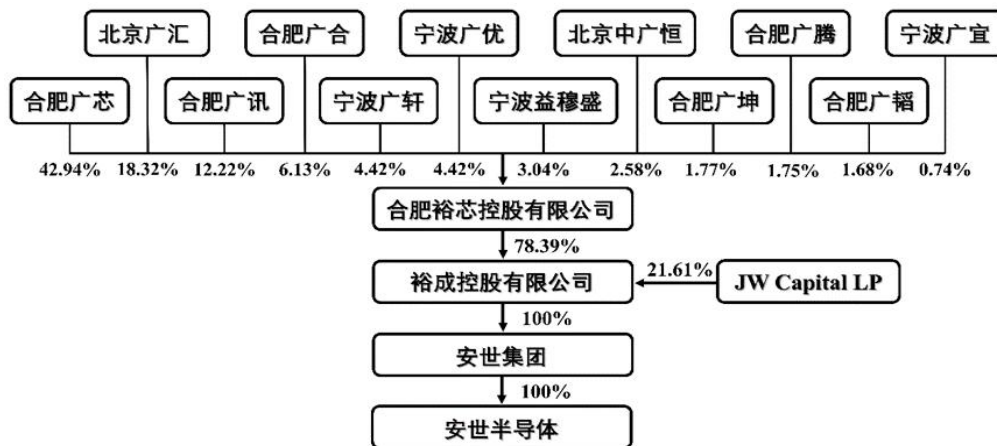


资料来源：世界半导体贸易统计协会

图 3.2 全球半导体市场规模及其增速

### 3.3 并购过程

根据安世集团的股权结构，裕成控股百分百控股安世集团，合肥裕芯和境外基金 JW Capital Investment 共同控股裕成控股。如图 3.3 所示，合肥裕芯的股东有 12 个，建广资产、合肥建广是其上层出资人。JW Capital 的股东有 3 个，智路资本为其上层出资人。



资料来源：上海证券交易所官网

图 3.3 安世集团股权结构图

闻泰科技对安世集团的并购可分为四次，其中主要有三次大规模的交易。第一次交易是收购合肥广芯的 LP（有限合伙人）财产份额；第二次交易是收购境内 9 支基金 GP（普通合伙人）、7 支基金 LP 以及境外 GP、LP 的财产份额；第三次交易是收购境内 3 支基金 GP、4 支基金 LP 的财产份额；最后一次交易是收购合肥广坤间接持有的剩余 1.77% 的股权。

#### 3.3.1 第一次交易

2018 年 3 月 15 日，受合肥芯屏产业投资基金（有限合伙）委托，合肥市产权交易中心发布公告，对合肥广芯的 493,664.630659 万元的 LP 份额进行公开转让。闻泰科技的子公司上海中闻金泰牵头云南城投、上海矽胤（该主体最后放弃，出资方改为鹏欣集团）组成的联合体合肥中闻金泰于 2018 年 4 月 22 日确定成为该项目的受让方，成交金额为 114.35 亿元人民币。后期合肥中闻金泰又引入了新的增资方国联集成电路、格力电器和智泽兆纬。

此次交易的财产份额，对应安世集团 33.67%的财产权益，合肥中闻金泰成为安世集团单一最大财产份额的持有人。但根据合伙型基金的一般安排以及合肥产权交易中心公告的参考合伙协议，合肥广芯的实际经营决策还是掌握在 GP 北京建广和合肥建广手中。

### 3.3.2 第二次交易

2018 年 10 月 24 日，闻泰科技及其关联方与各交易对手签署了《资产收购协议》，2018 年 11 月 30 日，闻泰科技分别与合肥中闻金泰的原股东及增资方、上海矽胤、珠海融林签署了《发行股份购买资产协议》。第二次交易的具体安排如表 3.5 所示：

表 3.5 第二次交易的具体安排

标的公司	标的资产	交易对手	现金支付 (万元)	股份支付(万 元)
合肥广芯、合肥广讯、合肥广合、宁波广轩、宁波广优、北京中广恒、合肥广坤、合肥广腾、北京广汇	境内 9 支基金的 GP 份额、智路资本在 JW Capital 的 GP 份额	建广资产、合肥建广、智路资本	311,800.00	—
合肥广芯	合肥中闻金泰股权	云南省城投、鹏欣智澎及其关联方、国联集成电路、格力电器、智泽兆纬	—	701,000.00
		珠海融林、上海矽胤	—	253,092.66
合肥广讯、合肥广合、宁波广轩、宁波广优、北京中广恒、合肥广腾	除北京广汇、合肥广坤之外 6 支基金的 LP 份额	京运通 宁波圣盖柏 德信盛弘 谦石铭扬 肇庆信银	127,097.16 91,500.00 50,000.00 53,410.38 36,234.00	— — 41,500.00 — —
<b>境内对价合计</b>			<b>670,041.54</b>	<b>995,592.66</b>
标的公司	标的资产	交易对手	现金支付 (万美元)	股份支付(万 美元)
JW Capital	境外 3 支基金的 LP 财产份额	Bridge Roots Fund Pacific Alliance Fund Huarong Core Win Fund	22,875.00 22,875.00 36,600.00	— — —
<b>境外对价合计</b>			<b>82,350.00</b>	

资料来源：上海证券交易所官网

综上，闻泰科技收购了合肥裕芯的 9 名股东之上层出资人的有关权益份额。其中，包括 9 支境内基金中建广资产、合肥建广作为 GP 拥有的全部财产份额和相关权益，以及以上 9 支境内基金中除北京广汇、合肥广坤以外的 7 支境内基金之 LP 拥有的全部财产份额。另外，在闻泰科技取得对安世集团的控制权后，闻泰科技的境外关联方通过支付现金的方式收购境外基金 JW Capital 的 LP 份额。

本次交易完成后，闻泰科技合计持有合肥裕芯 74.46% 的股份，并间接持有安世集团 74.46% 的股份，取得了安世集团的控制权。

### 3.3.3 第三次交易

2020 年 3 月 25 日，闻泰科技、合肥建广、建广资产与合肥芯屏签署了《发行股份购买资产协议》；闻泰科技、小魅科技、建广资产、与北京中益、袁永刚、宁波中益、宁波益昭盛分别签署了《发行股份及支付现金购买资产协议》。第三次交易的具体安排如表 3.6 所示：

表 3.6 第三次交易的具体安排

标的公司	标的资产	交易对手	现金支付 (万元)	股份支付 (万元)
宁波益穆盛、合肥广韬、宁波广宜	境内 3 支基金的 GP 份额	北京中益	3,304.82	3,354.21
宁波益穆盛、合肥广韬、宁波广宜		建广资产	—	7,739.59
北京广汇		合肥芯屏	—	487,947.49
宁波益穆盛	境内 4 支基金的 LP 份额	袁永刚	3,500.00	68,369.05
合肥广韬		宁波中益	6,386.13	34,679.77
宁波广宜		宁波益昭盛	1,809.05	16,281.43
<b>合计</b>			<b>15000</b>	<b>618371.55</b>

资料来源：上海证券交易所官网

综上，闻泰科技分别收购了合肥裕芯的 4 名股东之上层出资人的有关权益份额。其中，包括宁波益穆盛、合肥广韬、宁波广宜 3 支基金中建广资产、北京中益的 GP 财产份额和相关权益，以及 4 支基金之 LP 的全部财产份额。

本次交易完成后，闻泰科技合计持有合肥裕芯 98.23%的股份，并间接持有安世集团 98.23%的股份。

### 3.3.4 收购剩余股权

三次交易后，闻泰科技间接持有安世集团 98.23%的权益比例，剩余 1.77%的股权由合肥广坤间接持有，合肥广坤的 LP 为建银国际（深圳）投资有限公司（以下简称“建银国际”）。建银国际于 2020 年 7 月 23 日采用挂牌协议转让的方式，通过重庆联合产权交易所公开发布合肥广坤 LP 份额转让信息征集受让方。2020 年 9 月 4 日，闻泰科技确定成为本次转让的受让方，成交金额为 36,600 万元人民币，对应安世集团 1.77%的股权。

本次收购完成后，闻泰科技合计持有合肥裕芯 100%的股份，并间接持有安世集团 100%的股份。

## 3.4 并购结果

对安世集团的并购完成后，闻泰科技完成了对半导体领域的布局，成为了中国最大的半导体上市公司。闻泰科技对产业链的向上整合使得闻泰科技开拓了新的应用领域、丰富了产品种类、开拓了新市场，提高了抗风险能力。

并购前，闻泰科技的实际控制人为张学政，张学政及其完全持股的闻天下对闻泰科技的持股比例共计 29.97%。并购完成后，由于发行股份募集配套资金和债转股等，股权受到了一定程度的稀释，但企业的实际控制人仍然为张学政。张学政及其完全持股的闻天下对闻泰科技的持股比例共计 15.24%，其中张学政个人持股闻泰科技的比例为 2.97%，通过闻天下间接持股闻泰科技的比例为 12.37%。

并购前，闻泰科技的主营业务为移动终端业务，主要产品为智能手机，并购完成后，其原有的移动终端业务和半导体业务协同发展，其手机 ODM 业务仍然是闻泰科技最主要的收入来源，但其业务发展重心逐渐转移至半导体业务板块。

在移动终端业务方面，2021 年，闻泰科技的主营业务收入为 386.85 亿元，同比下降 7.16%，占总营收的 73%，其毛利率为 8.71%。闻泰科技手机 ODM 业

务的市场份额占有率在 2019 年达到峰值 27%，为全球第一大手机 ODM 厂商。但是 2020 年至 2021 年，闻泰科技 ODM 业务的市场份额不断下滑，到 2021 年，闻泰科技以 18% 的市场份额落后于华勤与龙旗，排名第三。究其原因，一方面是由于竞争者的不断扩张，另一方面则是因为闻泰科技在开启业务转型、全面布局之后，其主营业务逐渐偏移至半导体板块。在半导体业务方面，闻泰在 2021 年的营业收入为 138.03 亿元，同比增长 39.54%，占总营收的 26%；净利润 1.84 亿元，同比增长 166.31%；毛利率达 37.17%。相较于 ODM 业务，半导体业务的毛利率显然更高。



## 4. 闻泰科技跨国并购安世集团的策略分析

企业跨国并购策略研究涉及到整个并购过程的所有环节。企业并购过程的主要环节有目标企业的选择、目标企业的估值、目标企业的定价、融资、支付以及后期整合等。企业要根据自身实际的内外外部环境，在跨国并购的相应环节上所采取的合适策略。

### 4.1 “战略导向型” 并购目标选择策略

并购目标的选择是并购的初始阶段，以并购的战略为导向进一步明确拟并购目标，可以在很大程度上增加并购的成功率。闻泰科技的战略目标是将自身打造成以半导体创新为龙头，硬件流量平台为基础的科技产品公司。由于闻泰科技的 ODM 业务处于发展瓶颈期，市场趋近于饱和的同时利润空间被不断压缩，因此，对并购目标的选择应帮助闻泰科技突破此种困境，发展和创建企业的竞争优势。而并购活动中企业的竞争优势主要来源于两个方面，一是被并购方本身的价值，二是并购双方产业链上的协同性。企业要通过并购获得竞争优势，就要选择优质的并购标的或者优化企业的产业链。

安世集团盈利能力强，对比闻泰科技原业务的毛利率高，而且行业经验丰富，有较好的品牌知名度和较高的客户认可度。安世集团的前身为恩智浦集团的标准业务部，安世集团的主营业务为分立器件、MOSFET 器件及逻辑器件的设计、生产和销售。2017 年，安世集团的资产规模为 223.92 亿元，是同期闻泰科技的两倍多。2017 年及 2018 年安世集团的综合毛利率分别为 34.14% 及 35.76%，净利润分别为 12.79 亿元及 16.20 亿元。在激烈的市场竞争中，安世集团通过优质的服务和产品质量逐步积累起了公司的品牌和声誉，并且与客户形成了稳定的合作关系。另外，安世集团生产工艺成熟，量产能力较强，供货能力稳定。根据 IHS 2019 行业数据，安世集团三大业务在全球均具有较强的竞争力，其中小信号二极管和晶体管等产品的国际市场占有率第一，逻辑器件、车用功率器件的国际市场占有率第二，小信号 MOSFET 器件的国际市场占有率第三。所以安世集团作为优质的并购标的可以帮助闻泰科技建立新的经济增长点。

闻泰科技跨国并购安世集团是产业链上的纵向并购。安世集团处于产业链

上游，是优质的半导体标准器件供应商，其客户群体涵盖汽车电子、移动可穿戴智能设备、计算机等领域。闻泰科技处于产业链中游，由上游企业供应电子元器件，为下游客户提供移动通讯设备及智能硬件的 ODM 服务。在经营管理方面，闻泰科技的产业链向上游延伸，提高了对上游成本的控制，保证了主要元器件的安全可控。在业务拓展方面，业务领域的相关性有利于双方拓展市场。安世集团的主要客户位于欧美，40%的客户和市场都在欧美地区，此次并购可以加速其半导体业务在我国市场的开展，借助闻泰科技的客户资源迅速进入国产供应链，替代海外元器件。而闻泰科技的主要市场位于东亚，安世集团可以帮助其拓展业务领域，打开新的成长空间，同时助力其智能终端 ODM 业务开拓海外优质客户。在技术研发方面，技术上的相关性有利于促进双方技术的融合创新。安世集团和闻泰科技分别在上游核心元器件的生产制造方面和下游智能终端的设计方面位于世界前列。二者在产品和技术上高度相关，闻泰科技可以充分应用半导体业务 IDM 平台，引入更多功率芯片和模拟芯片，推动 SiP 等晶圆级封装、Mini/Micro LED 以及汽车电子等方向的半导体技术融合创新。

安世集团不仅在半导体行业具有突出的地位，而且与闻泰科技分处产业链的上下游，具有产业相关性，有利于发挥协同效应。闻泰科技对安世集团的并购完全符合其战略目标，因此，其并购目标选择策略为战略导向型策略。

## 4.2 “二选一”式估值策略

依据资产评估准则的规定，企业价值评估可以采用收益法、市场法和资产基础法，对于适合采用不同评估方法进行企业价值评估的，应当采用两种或两种以上的评估方法进行评估。“二选一”式估值策略就是采用两种评估方法得出初步结果后，根据评估目的选取更合理的评估结果作为最终估值。由于企业价值评估的具体目的不同，所以适用的评估方法也不同，如果评估的目的是为了考察资产过去的耗费，则适用于成本法；如果目的是为了获取一个公平的市场交易价格，则适用于市场法；如果目的是为了考察资产未来可能带来的收益，则适用于收益法。因此，“二选一”模式中对企业价值的最终估值是由评估的目的决定的。

闻泰科技并购安世集团主要进行了三次大规模的交易，同时，闻泰科技也

对目标企业进行了三次企业价值的评估。如表 4.1 所示：

**表 4.1 闻泰科技对目标企业的估值情况表**

并购过程	估值方法	评估对象	评估结果
第一次交易 估值	市场法	安世集团股东全部权益	339.73 亿元
第二次交易 估值	资产基础法	安世集团股东全部权益	87.78 亿元
	市场法	安世集团股东全部权益	338 亿元
第三次交易 估值	资产基础法	安世集团股东全部权益	96.80 亿元
	市场法	安世集团股东全部权益	354 亿元
	资产基础法	合肥裕芯股东全部权益	298.47 亿元

资料来源：上海证券交易所官网

第一次交易是合肥中闻金泰成功竞拍合肥广芯的 LP 份额，安世集团是合肥广芯所持份额的经营主体，是此次交易的目标资产。评估范围是安世集团在 2018 年 6 月 30 日的全部资产及相关负债。由于资本市场已有较为成熟的价值评估体系，且该次交易在半导体并购资本市场上存在时间较近、数量较多的可比案例。所以此次估值分别运用了市场法中的可比公司法和可比交易法。采用 EV/EBITDA（企业价值与息税折旧摊销前利润比率）作为衡量价值比率乘数。以业务结构、企业规模、资产配置和使用情况等方面相对可比性较高的 5 家上市公司为可比公司，以近五年在我国 A 股市场半导体行业具有可比性的 8 笔并购交易案例为可比交易，得出的估值结果为 339.73 亿人民币，其估值水平位于可比公司和可比交易的倍数范围内，其估值合理。

第二次交易中，安世集团是此次交易的目标资产。评估范围是安世集团在 2018 年 12 月 31 日的全部资产及相关负债。在资产基础法中，其他价值评估项目资产均采用成本法，而由于安世集团的经营业务与待评估的专利及非专利技术、客户关系两项无形资产之间的关联较为显著，其价值贡献能够保持一定的延续性，所以采用收益法对其进行评估。在市场法中，采用了可比公司法，可比公司为国内半导体行业中上市的同质公司，采用 EV/EBITDA 作为衡量价值比率乘数。由于评估的目的是反映安世集团控股股东全部权益于评估基准日的

市场价值，为了更加全面、更加充分地反映评估对象的整体价值，综合考虑半导体行业的发展前景以及行业内涵等方面之后，最终选取了市场法评估结果作为最终评估结果。由此得到安世集团的评估价值为 338 亿元。

第三次交易对合肥裕芯和安世集团分别进行了价值评估。评估范围是合肥裕芯、安世集团在 2019 年 12 月 31 日的全部资产及相关负债。由于合肥裕芯为特殊目的公司，不从事具体的生产经营活动，因此对合肥裕芯的估值适合采用资产基础法。而对安世集团的评估采用了资产基础法和市场法。在资产基础法中，同样对专利及非专利技术、客户关系两类无形资产采用收益法进行评估。在市场法中，采用可比公司法，将 8 家可比公司分别以 EV/EBITDA、P/B（市净率）以及 P/S（市销率）作为比准价值比率进行了综合计算。资产基础法测算得出合肥裕芯的评估值为 298.47 亿元，评估增值 184.45 万元，增值率 161.76%。资产基础法测算得出的安世集团的评估值 96.80 亿元，市场法测算得出的安世集团 100%股权的评估价值为 354 亿元。本次评估最终以市场法评估结果作为安世集团 100%股权的评估结论。

在三次交易中，闻泰科技用多种方法对评估对象进行了估值，分别得到了不同的评估结果。由于三次评估的目的均是确定目标公司于评估基准日的市场价值，在市场交易公平有序的情况下，三次估值均以市场法的评估结果作为最终的估值。相比于资产基础法，市场法得出的评估值是其三倍多。闻泰科技“二选一”式的估值策略，有助于闻泰科技充分了解评估对象的价值，也有助于闻泰科技更准确的把控定价的谈判空间。但这是一种非此即彼的模式，如果不同方法的评估结果差异较大，只选其一容易造成估值虚高或估值偏低，因此有一定的局限性。

### 4.3 差异化定价策略

差异化定价策略是指企业对不同特征、不同条件的交易主体实行不同的定价策略。闻泰科技对不同交易主体的核心诉求进行了分析和预判，协调交易各方的不同利益诉求，逐个进行了竞价。在不同情况下，被收购资产的定价所折合安世集团 100%的股权价值有较大差异，甚至在同一次交易中同一交易对手所持资产都存在区别对待、差异化定价的情况。闻泰科技收购安世集团的资产定

价情况如表 4.2 所示：

**表 4.2 闻泰科技收购安世集团的资产定价情况表**

并购过程	被收购方资产	对应资产定价	折合安世集团 100% 股权价值
第一次交易	合肥广芯的 LP 份额	114.35 亿元	339.73 亿元
	合肥中闻金泰股权	70.1 亿元	
第二次交易	境内 LP 份额	65.28 亿元	264.32 亿元
	境外 LP 份额	56.32 亿元	
	境内外 GP 份额	31.18 亿元	
第三次交易	境内 LP 份额	61.9 亿元	266.36 亿元
	境内 GP 份额	1.44 亿元	——

资料来源：上海证券交易所官网

第一次交易中，通过公开竞拍，合肥中闻金泰成为合肥广芯 LP 财产份额的受让方，按安世集团整体估值 339.73 亿元定价，为 114.35 亿元。

第二次交易中，闻泰科技向联合体的股东及增资方购买其持有的合肥中闻金泰的股权，从而间接取得合肥广芯的财产份额，其作价与第一次交易定价成本保持一致（即按照安世集团整体估值 339.73 亿元的价格定价）；对于其他境内外投资人持有的境内、境外基金的财产份额，经过协商，本次交易的各境内外投资人同意按照安世集团整体估值 264.32 亿元的价格定价，相对于合肥广芯的财产份额的定价有所折让。其中，格力电器既通过合肥中闻金泰持有 LP 份额，还通过珠海融林持有 LP 份额。另外，由于建广资产、合肥建广和智路资本在参与本次交易的境内外基金中均担任 GP，通过境内外的董事会控制安世集团并享有管理服务费用、业绩奖励等收益权，发挥相关的协调和管理工作，经协商，GP 转让的对价为 31.18 亿元，对应间接持有安世股权比例为 0.03%。

闻泰科技在第二次交易后已经取得了安世集团控制权，第三次交易是为了收购安世集团剩余少数股权，助其深化和安世集团在现有业务、生产技术、财务及管理等方面的整合，进一步实现双方资源的互相转换。第三次交易定价是经交易各方自主协商确定的交易价格。GP 转让方的转让对价为 1.44 亿元，LP 转让方的转让对价为 61.9 亿元。第三次交易的总对价为 63.34 亿元，按持股比例对应安世集团的百分百股权价值约为 266.36 亿元。

闻泰科技采用差异化的定价策略，既顺利地达成了并购交易，也控制了投资成本。出于对前述收购战略和公司控制权的考虑，其第一次交易定价对应安世集团的股权价值为 339.73 亿元。第二次交易，同为 LP 份额其对价却不同，甚至同一交易对手其 LP 份额的对价也不同。因为在完成对合肥中闻金泰的控制后，其余境内外投资人所持有的安世集团股权比例都较小，议价能力也相对较弱，故而定价不同。而第三次交易定价对控制权方面顾忌较少，对应安世集团的股权价值也相对较低。另外，由于 GP 份额和 LP 份额所对应的标的企业的权益不同，同一资产的 GP 份额和 LP 份额交易对价往往也不同，GP 份额对应的标的企业的权益比较大，所以 GP 份额对应股权的交易对价会比相同股权 LP 份额的交易对价高得多。

#### 4.4 多元化融资策略

融资可以解决并购的资金来源问题，对并购的成功起着至关重要的作用。由于并购的目标企业资产体量较大，闻泰科技在整个并购过程中采用了多元化的融资方式，进行了多渠道融资，包括第三方借款、引入权益类资金方、银行贷款、发行股份募集配套资金等。对应闻泰科技并购安世集团的三次交易，闻泰科技也分别进行了三次融资。

第一次交易首先以半债半股的方式引入权益类资金方，合肥中闻金泰的股东云南省城投、上海中闻金泰、西藏风格、西藏富恒、鹏欣智澎对合肥中闻金泰合计出资共 28.825 亿元，同时向合肥中闻金泰提供总额为 28.825 亿元的借款，并约定该借款可 1:1 转为合肥中闻金泰的股权。另外，上海中闻金泰以自筹资金向合肥中闻金泰增资 41.45 亿元，上述资金用于支付受让合肥芯屏持有合肥广芯财产份额的全部剩余款项。同时，合肥中闻金泰引入增资者，现金增资合计 39.65 亿元。增资金额用于支付第一次交易全部剩余款项之不足部分。

如表 4.3 所示，第一次交易的融资方式包括内源融资、债务融资和股权融资。内源融资来源于组建联合体合肥中闻金泰时，上海中闻金泰对合肥中闻金泰的注册资金 8.535 亿元以及对合肥中闻金泰的债转股 8.535 亿元，合计 17.05 亿元。债务融资包括组建联合体合肥中闻金泰时，云南省城投向合肥中闻金泰提供的借款 10.15 亿元、闻天下向上海中闻金泰提供的借款 6.45 亿元以及兴业

银行股份有限公司上海分行向上海中闻金泰提供的并购贷款 30 亿元。股权融资包括云南省城投、西藏风格、西藏富恒、鹏欣智澎对合肥中闻金泰的注册资金 20.3 亿元，其出资金额分别为 10.15 亿元、3.5 亿元、3.5 亿元、3.15 亿元；西藏风格、西藏富恒、鹏欣智澎对合肥中闻金泰债转股的资金，其债转股对价金额分别为 3.5 亿元、3.5 亿元、3.15 亿元；以及无锡国联集成电路、格力电器、智泽兆纬 3 名投资者对合肥中闻金泰的增资，其中，无锡国联集成电路投资 30 亿元，格力电器投资 8.85 亿元，智泽兆纬投资 0.8 亿元。

表 4.3 第一次交易融资的具体安排

融资方式	资金来源	融资金额 (亿元)	出资比例 (%)	
内源融资	上海中闻金泰	17.05	12.29%	12.29%
	闻天下	6.45	4.65%	
债务融资	云南省城投	10.15	7.32%	37.19%
	兴业银行并购贷款	35.00	25.23%	
股权融资	无锡国联集成电路	30	21.62%	
	格力电器	8.85	6.38%	
	智泽兆纬	0.8	0.58%	50.52%
	云南省城投	10.15	7.32%	
	鹏欣智澎及其关联方	20.30	14.63%	
<b>合计</b>		<b>138.75</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：上海证券交易所官网

第二次交易取得安世集团的控制权后，闻泰科技本身已经背负了大量债务，但安世集团的负债能力良好，所以闻泰科技利用安世集团向境外银团贷款 15 亿美元。另外，闻泰科技的关联方小魅科技向中国工商银行股份有限公司上海市分行融资 10 亿元用于支付 GP 份额收购价款。2019 年 12 月 2 日，闻泰科技通过非公开发行股票募集配套资金。截至 2019 年 12 月 16 日止，闻泰科技非公开发行 A 股普通股股票 8336.6733 万股，每股发行价格为 77.93 元，实际募集资金总额为 64.97 亿元，最终发行对象为 10 名。

如表 4.4 所示，第二次交易的融资方式包括债务融资和股权融资。债务融

资包括安世集团向境外银团贷款 15 亿美元，其中 82,350 万美元用于购买境外 JW Capital 的 LP 份额；小魅科技向工商银行贷款 10 亿元，用于支付第二次交易中 GP 份额的收购价款。股权融资包括非公开发行股票募集配套资金共 64.97 亿元。

表 4.4 第二次交易融资的具体安排

融资方式	资金来源	融资金额	融资区域
债务融资	安世集团向境外银团贷款	15 亿美元	境外
	小魅科技向工商银行贷款	10 亿元	境内
股权融资	发行股票募集配套资金	64.97 亿元	境内

资料来源：上海证券交易所官网

第三次融资只采用了股权融资，通过非公开发行股票募集配套资金。截至 2020 年 7 月 17 日止，公司实际非公开发行 A 股普通股股票 44,581,091 股，每股发行价格为 130.10 元，实际募集资金总额为 58.00 亿元，最终发行对象为 16 名。

综上，闻泰科技共进行了三次融资，采用了多元化融资策略，进行了多个渠道的融资。在定价较高，交易金额较大的情况下，多元化融资相较单一融资方式更能有效规避了融资风险。在第一次交易的融资过程中，闻泰科技首先进行了内源融资，融资成本低且速度最快。然后闻泰科技引入了权益类资金方，构建联合体，抓住了并购的时机。另外闻泰科技还进行了债务融资，以较快的速度完成了第一次交易的融资。在第二次交易的融资过程中，闻泰科技进行了债务融资和股权融资，债务融资部分是用安世集团向境外银团贷款完成境外 LP 份额的收购，剩余部分用来进行并购价款的支付以及并购企业建设，而股权融资部分则是利用定向增发置换股权取得合肥中闻金泰的控制权，一部分配套资金用来进行并购价款的支付，一部分配套资金用来偿还负债。在第三次交易的融资过程中，闻泰科技仅采用了股权融资，但股票发行价格高，融资效益好，减轻了企业的财务压力。



## 4.5 多样化支付策略

并购价款如何支付是企业并购活动中的关键环节，支付方式的选择影响着并购的成功与否。目前并购的支付方式主要包括现金、股份和混合支付方式。现金支付就是指并购方以现金购买被并购方股权的支付方式；股份支付就是指并购方以股票购买被并购方股权的支付方式；混合方式支付是指在一次并购交易中并购方综合运用多种并购支付方式来完成并购重组的支付方式，多为股份加现金作为支付方式。企业应该根据自身的情况选择适合自己的付款方式。

闻泰科技的第一次交易的成交金额为 114.35 亿元人民币。该对价采用现金支付并且分两期进行支付。第一期支付的价款不低于第一次交易全部转让价款的 50%，其支付时间为《产权转让合同》签订之日起 5 个工作日内。第二期支付剩余转让价款，支付时间为签署合同后两个月内，后更改为六个月内。

闻泰科技第二次交易采取了混合支付方式，以人民币现金支付对价 67 亿元，以美元现金支付对价 8.235 亿美元（约合人民币 56.32 亿元），现金支付占比为 55.33%；以股份支付对价 99.56 亿元，占比 44.67%，其股票发行价格为 24.68 元/股。闻泰科技的具体交易结构如表 4.5 所示。第一，以现金支付方式的具体交易。首先，闻泰科技对境内外 GP 份额的收购以现金支付。原交易标的为 12 支境内基金的 GP 份额以及境外 JW Capital 的 GP 份额的，总对价为 321,110 万元人民币，分七期进行支付。但后期有 3 只基金的 GP 财产份额退出了交易。于是交易标的变更为 9 支境内基金的 GP 份额以及境外 JW Capital 的 GP 份额，总对价由 321,110 万元变为 311,800 万元人民币，减少的 9,310 万元直接从原协议最后一期付款中扣除。此次交易支付时间的跨度长达 3 年多，大大减少了闻泰科技短期付款压力。其次，在对境内 LP 份额的收购中，闻泰科技对宁波圣盖柏、京运通、谦石铭扬、肇庆信银 LP 份额的收购采用了现金支付的方式，分别支付交易对价 91,500.00 万元、127,097.16 万元、53,410.38 万元、36,234.00 万元，各自分两期进行支付。再次，在对境外 LP 份额的收购中，小魅科技指定的境外关联方分别向 Bridge Roots Fund、Huarong Core Win Fund、Pacific Alliance Fund 支付交易对价 22,875 万美元、22,875 万美元、36,600 万美元，各自分两期进行支付。第二，以股份支付方式的具体交易。首先，闻泰科技对合肥中闻金泰股东的交易采用了股份支付的方式，总对价为 70.1 亿元。其次，在

对境内 LP 份额的收购中，闻泰科技对珠海融林、上海矽胤 LP 份额的收购采用了股份支付的方式，对价为 253,092.66 万元。第三，以现金支付和股份支付相结合的具体交易。闻泰科技对德信盛弘 LP 份额的收购采用了现金支付和股份支付相结合的方式，以股份支付方式支付对价 41,500 万元，以现金支付方式支付剩余对价 50,000 万元，分两期进行支付。

表 4.5 第二次交易的支付安排

标的资产	交易对手	支付方式
境内 9 支基金的 GP 份额、智路资本在 JW Capital 的 GP 份额	建广资产、合肥建广、智路资本	现金支付
合肥中闻金泰股权	云南省城投、鹏欣智澎及其关联方、国联集成电路、格力电器、智泽兆纬	股份支付
	珠海融林、上海矽胤	股份支付
	京运通	现金支付
除北京广汇、合肥广坤之外 6 支基金的 LP 份额	宁波圣盖柏	现金支付
	德信盛弘	现金支付+股份支付
	谦石铭扬	现金支付
	肇庆信银	现金支付
	Bridge Roots Fund	
境外 3 支基金的 LP 财产份额	Pacific Alliance Fund	现金支付
	Huarong Core Win Fund	

资料来源：上海证券交易所官网

闻泰科技第三次交易采取了混合支付方式，总对价为 633,371.55 万元。闻泰科技以现金支付对价 15,000 万元，占比 2.37%；以股份支付对价 618,371.55 万元，占比 97.63%，其股票发行价格为 90.43 元/股。其具体的支付安排如表 4.6 所示。第一，以股支付方式的具体交易。闻泰科技对建广资产的 GP 份额、合肥芯屏的 LP 份额的收购采用了股份支付的方式，其对价分别为 7,739.59 万元、487,947.49 万元。第二，以现金支付和股份支付相结合的具体交易。闻泰科技对北京中益的 GP 份额、袁永刚、宁波中益、宁波益昭盛的 LP 份额的收购采用了现金支付和股份支付相结合的方式。其股份支付对价分别为 3,354.21 万元、

68,369.05 万元、34,679.77 万元、16,281.43 万元，其现金支付对价分别为 3,304.82 万元、3,500 万元、6,386.13 万元、1,809.05 万元，现金价款一次性付清。

表 4.6 第三次交易的支付安排

标的资产	交易对手	支付方式
境内 3 支基金的 GP 份额	北京中益	现金支付+股份支付
	建广资产	股份支付
境内 4 支基金的 LP 份额	合肥芯屏	股份支付
	袁永刚	现金支付+股份支付
	宁波中益	现金支付+股份支付
	宁波益昭盛	现金支付+股份支付

资料来源：上海证券交易所官网

综上，闻泰科技采取了多样化的支付策略。并购的第一次交易为现金分期支付，现金支付方便快捷且程序简单，而且分两期支付降低了闻泰科技短期内的付款压力，为闻泰科技后续进行债务融资和引入投资者争取了时间。并购的第二次交易和第三次交易由于交易金额巨大，无法迅速一次性付清交易金额，所以闻泰科技均采用混合支付。混合支付可以充分发挥不同支付方式的优势，不仅可以控制企业现金流的稳定性，还可避免原有股东股份的过分稀释。并购的第二次交易中，其现金支付同样采取了分期的方式，而且第二次融资共筹集了 74.97 亿元人民币和 15 亿美元，完全可以覆盖此次现金支付的本金与潜在利息。而第二次交易及第三次交易股份支付后，张学政及其完全持股的闻天下对闻泰科技的持股比例分别为 16.99%和 15.24%，公司实际控制人不变。且并购的第三次交易中，由于现金交易的规模较小，闻泰科技采取了一次性付清的方式。由此，闻泰科技量体裁衣地完成了对安世集团并购价款的支付。

## 4.6 全面的并购整合策略

一次成功的并购，交易环节的顺利进行很重要，并购重组后的整合也同样是关键。闻泰科技并购安世集团之后，采取了全面的整合措施以充分发挥各方面的协同效应，主要包括在企业的经营业务、生产与技术、财务及管理体系、

人力资源、文化等方面的整合，促使被并购企业迅速融入闻泰科技的经营与管理。

在经营业务方面，闻泰科技成功取得安世集团的控制权后，通过与上游安世集团的深度整合，形成了新的供应链体系，保障双方的供需要求，增强企业的抗风险能力。安世集团可以借助闻泰科技开拓中国市场。同时，闻泰科技也通过安世集团进入汽车电子领域，先行布局新能源汽车、自动驾驶、无人驾驶等先进技术。双方通过业务整合实现优势互补、协同共赢。

生产和技术的整合可以有效降低新技术的开发成本，所以并购之后需要将新获取的技术融合到企业的生产和经营中。闻泰科技对于芯片产品有深刻的理解，具备智能终端的研发制造能力，安世集团具有核心元器件的规模生产能力和行业领先的封测技术，双方就相关产品的研发进行了深入的探讨和论证。如 SiP 封装能力的整合，与安世集团合作生产功能化模组产品等。

财务及管理体的整合可以提高并购双方企业的财务管理能力，提升财务协同效应。闻泰科技和安世集团在财务管理、经营、组织结构上都各不相同，对财务及管理体的整合应该综合考虑双方的情况，保留双方财务及管理体中科学、合理的部分，摒弃其中不合理的部分。闻泰科技并购安世集团后，作为一个跨国企业，其经营的产品较为多元化，财务核算较为繁琐，所以安世集团在董事会层面新任命了战略管理委员会、审计委员会、财经管理委员会、提名与薪酬委员会，由双方管理层共同参与，并由闻泰科技董事长兼执行总裁张学政先生出任安世集团 CEO，促进了财务及管理体的整合，提高了整个闻泰科技的资金使用效率，实现了资源的优化配置。

企业对人力资源的整合可以避免管理人员和高技术人才的流失，充分挖掘员工的潜力，协调企业管理者与员工的关系，从而提高企业的经营与管理效率。安世集团的经营管理团队和业务团队经验丰富，业务纯熟，闻泰科技为了维持其稳定，给予了安世集团较大程度的自主经营权，采取了依旧保持安世集团欧洲全球供应商的身份，留用从领导层到运营商的所有员工等措施，深度绑定公司核心骨干。同时，对于继续在安世集团任职的人才采取激励措施。闻泰科技构建了一套新的薪酬管理机制，设立了提名与薪酬委员会，实施股权激励计划，

并且根据行业的发展情况推出员工激励方案，为员工提供更多的发展机会，为并购的有效整合提供了内在的动力。

在文化整合方面，跨国并购的双方处在不同国家，两者在经济发展、市场环境、价值观念、风俗习惯等方面存在差异，所以企业进行跨国并购更需要注重文化方面的整合。但是企业文化的生搬硬套、照本宣科对于其文化整合是没有帮助的。文化整合应该注重的是文化间的协调，在尊重并购双方企业文化的基础上，促进企业整体范围的文化协同。闻泰科技在尊重安世集团原有的文化基础上，加强员工之间的相互沟通与了解，共同建设企业新文化，对于双方的企业文化求同存异，培养员工对于闻泰科技以及安世集团的归属感，充分进行了企业文化间的协调，有效地发挥了激励作用，促进了协同效应的显现。

## 5 闻泰科技跨国并购策略的经济效果评价

并购策略的不同会对经济效果产生不同的影响，经济效果也体现了并购策略的优劣。本文从市场经济效果、财务经济效果以及非财务经济效果三个角度对闻泰科技的并购策略的经济效果进行评价。

### 5.1 市场经济效果

#### 5.1.1 研究方法及数据来源

本文采用事件研究法，以闻泰科技并购安世集团案为研究对象，量化分析跨国并购对闻泰科技短期市场经济效果的影响。事件研究法采用的股票价格数据来自国泰安数据库以及上海证券交易所的公开披露信息。

#### 5.1.2 研究过程

第一步，确定研究事件。闻泰科技对安世集团的并购是分步进行，事件总体历时较长，而事件研究法是研究短期内特定事件对股票价格变化与收益率的影响，所以本文选取闻泰科技取得安世集团控制权的第二次交易作为研究事件。

第二步，界定事件窗口期以及估计窗口期。本文以第二次交易公告发布日（2019年3月22日）为事件日，以事件日及其前后10个交易日为事件窗口期，即2019年3月8日至2019年4月8日，共21日。以事件窗口期前90天为估计窗口，由于停牌复牌会影响数据的可参考性，为确保估计的准确性，本文剔除了闻泰科技两次停牌之后的复牌日及其前后一日的的数据，并往前顺延6日，最终估计窗口期为2018年2月26日至2019年3月7日。

第三步，选择模型。资本资产定价模型（CAPM）在证券理论界已经得到普遍认可，主要分析证券收益与市场组合收益变动的敏感性，本文根据资本资产定价模型（公式1）进行后续计算。

$$R_t = \alpha + \beta * R_m + \varepsilon \quad \text{公式 1}$$

其中， $R_t$ 表示股票在t日的真实收益率， $R_m$ 表示市场在t日的真实收益率， $\alpha$ 和 $\beta$ 为参数， $\varepsilon$ 表示随机扰动项。

第四步，计算预期收益率、超额收益率、累积超额收益率以及平均累积超额收益率。

(1) 预期收益率 ( $R_p$ ) 是指根据估计窗口期的股票真实收益率所预估的事件窗口期的股票收益率。本文选取上交所通讯板块指数的日收益率为市场收益率，运用估计窗口内股票的真实收益率和市场的真实收益率，采取最小二乘法估算出参数  $\alpha$  和参数  $\beta$ 。按照资本资产定价模型 (CAPM)，根据事件窗口的市场的真实收益率，计算出此次并购在事件期窗口的预期收益率  $R_p$ 。

(2) 超额收益率 (AR) 是指股票在事件期窗口的预期收益率和真实收益率的差值，如公式 2 所示。

$$AR = R_p - R_t \quad \text{公式 2}$$

(3) 累积超额收益率 CAR 是指股票在一段时间内的超额收益率之和，如公式 3 所示。本文的累积超额收益率是指闻泰科技在事件期窗口的股票的超额收益率。

$$CAR_t = \sum_{t_1}^{t_2} AR_t \quad \text{公式 3}$$

(4) 平均累积超额收益率 ACAR，如公式 4 所示。

$$ACAR = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n AR_t \quad \text{公式 4}$$

通过计算事件窗口期的平均累积超额收益率的值来判断并购事件对股东价值是否有显著影响，若平均累积超额收益率显著不为 0，则并购对股东价值有显著影响。

第五步，假设检验。本文采用 t 检验，原假设为此次跨国并购对股票收益率无影响。公式如下：

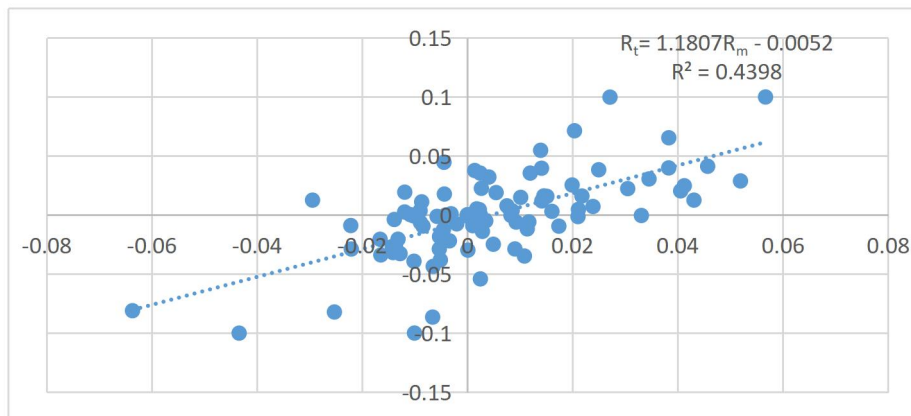
$$t = \frac{ACAR}{S / \sqrt{n - 1}} \quad \text{公式 5}$$

### 5.1.3 研究结论

(1) 参数估计结果

根据 CAPM 模型，其线性回归图如图 5.1 所示，线性回归方程中， $\alpha$  为 0.0052， $\beta$  为 1.1807。由参数  $\beta$  可知，闻泰科技股票的收益率与市场收益率正相关。根据

回归方程，可以计算此次并购在事件期窗口的预期收益率  $R_p$  超额收益率。

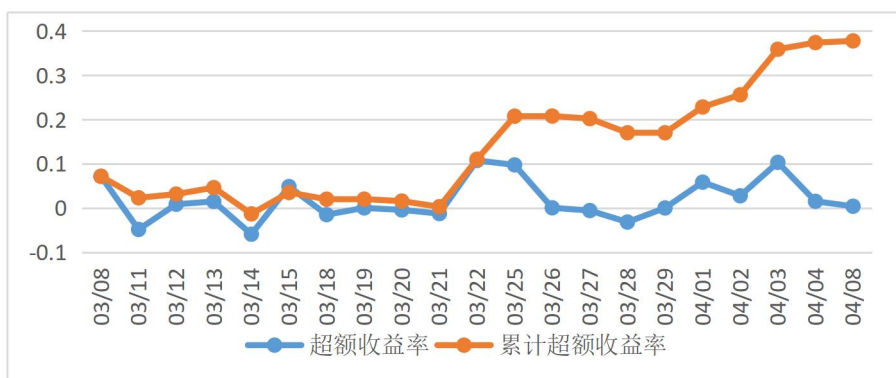


资料来源：国泰安数据库

图 5.1 资本资产定价模型线性回归图

(2) 超额收益率和累计超额收益率

根据闻泰科技股票预期收益率和真实收益率得到其超额收益率。从图 5.2 中可以看出，在事件窗口期内，闻泰科技股票的超额收益率较为平稳，波动幅度较小，多为正值，且宣布进行并购当日，闻泰科技股票的超额收益率也为正，说明此次跨国并购安世集团的市场反应良好。根据此次跨国并购在事件窗口期的超额收益率，计算其累计超额收益率。如图 5.2 所示，闻泰科技股票的累计超额收益率整体上呈现出上升的趋势，尤其是在 3 月 22 日（事件公布日）前后，累计超额收益率上升的幅度最大，说明投资者认为此次并购成功的可能性较大，并且能为闻泰科技带来正向效应，增加股东财富。



资料来源：国泰安数据库

图 5.2 闻泰科技超额收益率和累计超额收益率走势图



为验证此次跨国并购是否使闻泰科技股东获得了超额收益率和累计的超额收益率，本文分别对其并购行为的平均超额收益率和平均累计超额收益率进行了 t 检验，检验结果如表 5.1 所示，在 10%置信水平下，闻泰科技并购安世集团的平均超额收益率显著大于 0，说明本次并购事件使得闻泰科技在事件窗口内，平均每天获得 1.8%的超额收益率。在 1%置信水平下，闻泰科技收购安世集团的平均累计超额收益率显著大于 0，说明此次收购事件使闻泰科技共获得了 13.87%的超额收益率。因此，通过此次并购，闻泰科技的股东价值得到了显著上升。

表 5.1 t 检验结果

	超额收益率	累积超额收益率
Mean	0.018	0.1387
Std.Err	0.0103	0.0281
t 值	1.7511*	4.9284***

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

资料来源：通过 stata 计算整理得出

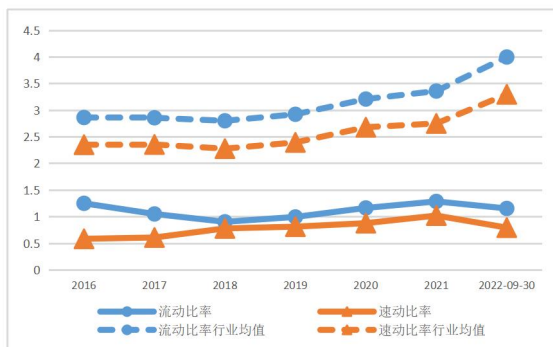
并购目标的选择是影响并购方市场经济效果的重要因素。闻泰科技对安世集团的并购是以战略为导向，其超额收益率和累计超额收益率显著大于零，说明闻泰科技发布对安世集团的并购公告对其股票价格变化与收益率都有正向影响。由此可见，“战略导向型”并购目标选择策略助力闻泰科技获得了较高的短期股票市场收益。

## 5.2 财务经济效果

本文选取闻泰科技 2016 年至 2022 年九月份的财务数据，主要从偿债能力、盈利能力、成长能力、资产管理能力四个角度分析闻泰科技并购策略的财务经济效果。文中行业均值是根据证监会 2012 版行业分类中闻泰科技所属的计算机、通信和其他电子设备制造业 591 个上市公司的财务数据指标计算而得，计算时剔除了财务数据指标中的异常值。

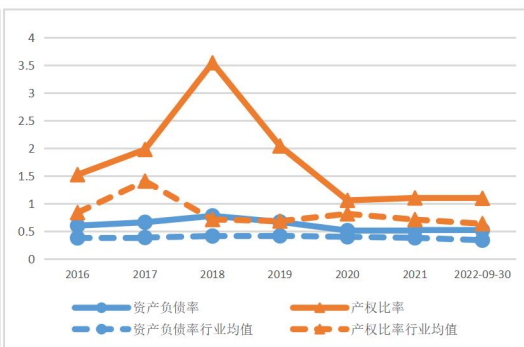
### 5.2.1 偿债能力

偿债能力是企业偿还到期债务的能力，包括短期偿债能力和长期偿债能力两个方面。短期偿债能力是指企业以流动资产偿还流动负债的能力，其衡量指标主要有流动比率和速动比率。流动比率和速动比率都是正向指标，其值越大，企业的短期偿债能力越好，合理的流动比率应接近 2，速动比率应接近 1。而资产负债率、产权比率是衡量企业长期偿债能力的指标，为逆向指标，其值越小，企业的长期偿债能力越好。本文选用流动比率、速动比率、资产负债率和产权比率分别对闻泰科技此次跨国并购的短期偿债能力和长期偿债能力进行分析。



资料来源：国泰安数据库

图 5.3 流动比率与速动比率走势图



资料来源：国泰安数据库

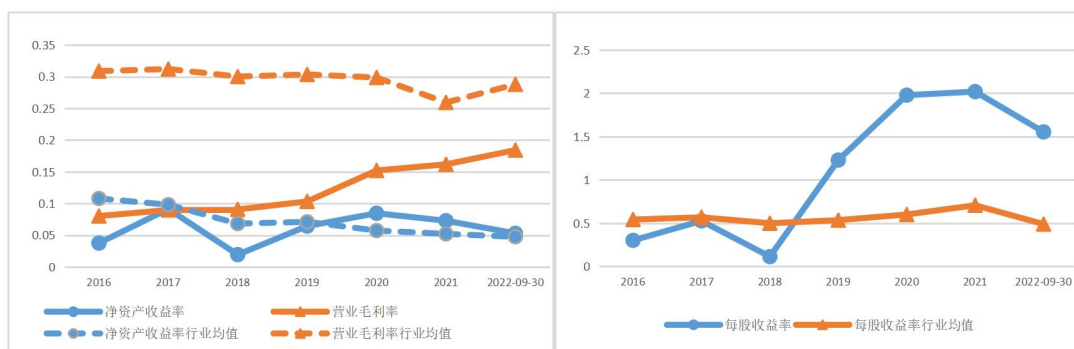
图 5.4 资产负债率与产权比率走势图

如图 5.3 所示，闻泰科技自 2018 年 3 月份开始进行第一次并购交易，在此之前，其流动比率呈下降趋势，说明在此期间其短期偿债能力有所降低；流动比率降低的同时，其速动比率略有提升，说明闻泰科技速动资产占流动资产的比例在增加，使得其资产更便于转化为现金。这主要是由于闻泰科技在筹备第一次交易所需的资金，最终闻泰科技以 17.05 亿元的自有资金支付了合肥广芯财产份额的第一期现金支付对价。自 2018 年至 2020 年 3 月，闻泰科技逐步完成了对安世集团的整体收购，在并购过程中，多元化的融资方式使得流动资产增加，而分期付款的方法使流动负债的增长率不及流动资产的增长率，这使得闻泰科技的流动比率和速动比率不断提高，说明闻泰科技的偿债能力逐渐得到了改善。在并购完成后，其流动比率和速动比率趋于平稳。但是总体来看，闻泰科技的短期偿债能力与行业平均的短期偿债能力相比仍有一定的差距。

如图 5.4 所示，资产负债率和产权比率都可以用来衡量企业的长期偿债能力，区别在于前者侧重于反映企业债务偿付安全性的保障程度，而后者则侧重于揭示企业财务结构的稳健程度。2018 年，资产负债率和产权比率都出现了一个峰值，在此期间企业的负债占总资产和所有者权益的比例较高，企业长期偿债水平较差且财务状况不稳定。并购的高估值和高溢价以及“蛇吞象”式的并购是闻泰科技产生高额负债的根本原因。由于安世集团的资产体量较大，估值定价较高，闻泰科技自身不足以完成对安世集团的并购，需要进行大规模的融资，其中 2018 年的第一次并购交易中共获得了 51.6 亿元的债务融资。2018 年至 2020 年，闻泰科技的资产负债率和产权比率逐渐降低。闻泰科技虽然新增了部分债务，但同时也进行了股权融资，资产规模的扩大降低了闻泰科技的资产负债率和产权比率；再加上 2019 年闻泰科技与安世集团并表以及全方位整合措施的实行，改善了整个闻泰科技的负债程度。2020 年之后，闻泰科技的资产负债率和产权比率相比并购前处在较低水平，但略高于行业的平均值。由此可见，多元化的融资方式提高了闻泰科技的长期偿债能力。

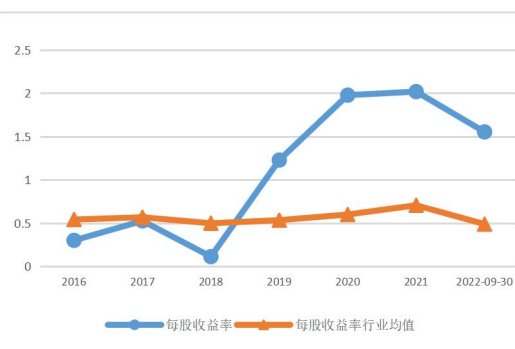
### 5.2.2 盈利能力

盈利能力是指企业获利的能力，也称为企业的资本增值能力。本文选取净资产收益率、营业毛利率以及每股收益对闻泰科技的盈利能力进行分析。净资产收益率、营业毛利率和每股收益都为正向指标。



资料来源：国泰安数据库

图 5.5 净资产收益率与营业毛利率走势图



资料来源：国泰安数据库

图 5.6 每股收益走势图

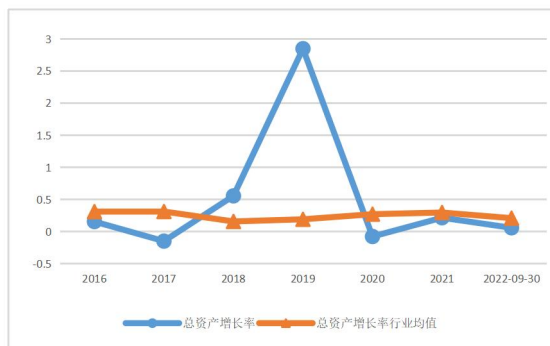
如图 5.5 所示，在行业平均净资产收益率下滑的情况下，闻泰科技的净资

产收益率却呈现出上升的趋势。而 2018 年，闻泰科技的净资产收益率经历了一个低谷，一方面是因为智能终端业务的上游元器件涨价，下游终端议价能力强，从而压缩了闻泰科技的利润空间；另一方面是由于进行初步并购而导致其资本结构发生了变化，负债大幅增加，对净资产收益率产生了不利影响。2018 年至 2020 年，在逐步完成并购的同时，闻泰科技的净资产收益率稳步上升，2019 与安世并表之后，闻泰科技的净资产收益率超越了净资产收益率行业均值。闻泰科技的营业毛利率均较低，但是在行业营业毛利率呈下行趋势时，闻泰科技的营业毛利率却逆势上升，与行业均值的差距不断缩小。一方面，闻泰科技原本的智能终端业务的毛利率偏低，仅在百分之八九左右。而安世集团的较高的营业毛利率带动了整个闻泰科技营业毛利率的提升；另一方面，闻泰科技取得安世集团控制权后，积极推行全面的整合策略，使得协同效应逐渐显现。

如图 5.6 所示，闻泰科技所处行业的平均每股收益率较为稳定，维持在 0.5 左右。闻泰科技的每股收益率则实现了稳定增长，2016 年至 2018 年，闻泰科技的每股收益率仍低于行业平均水平，到 2019 年之后则超越了行业平均水平。闻泰科技的跨国并购为利润的增长提供了动力，显著提高了盈利能力。

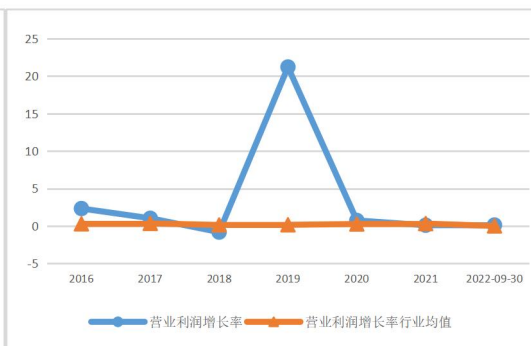
### 5.2.3 成长能力

企业的成长能力是指企业增加收益，扩大经营规模的能力。合理的估值与定价是企业长期成长的关键因素，企业高溢价并购往往会限制其成长空间。总资产增长率和营业利润增长率都是正向指标，其值越高说明企业的成长能力越好。本文选取总资产增长率和营业利润增长率对闻泰科技的成长能力进行分析。



资料来源：国泰安数据库

图 5.7 总资产增长率走势图



资料来源：国泰安数据库

图 5.8 营业利润增长率走势图

如图 5.7、图 5.8 所示，2016 年至 2018 年，闻泰科技的总资产增长率先负后正，主要是由于 2017 年闻泰科技剥离了自身的房地产业务，其总资产增长率呈现负值，2018 年，闻泰科技初步并购安世集团，进行了外部融资，所以其总资产增长率转正并出现较大增长。2016 年至 2018 年，闻泰科技的营业利润增长率不断下降，到 2018 年已经转为负值，主要是由于行业发展不景气，手机市场趋近于饱和，闻泰科技自身 ODM 业务发展受限。

闻泰科技的总资产增长率和营业利润增长率在 2019 年出现了大幅波动，总资产与营业利润都出现了大幅上涨。其中，总资产增长率的值为 2.844，是当年行业均值的 15.8 倍；营业利润增长率的值达到了 21.22，是当年行业均值的 135.82 倍。但随着并购的完成，闻泰科技的总资产增长率和营业利润增长率都回落到了行业均值左右，但略高于并购前。从总体上看，闻泰科技成长能力略有增长，说明前期的估值与定价过高在一定程度上透支了其成长能力。

### 5.2.4 资产管理能力

应收账款周转率是指一定时间内企业的应收账款转化为现金的平均次数。总资产周转率是指企业总资产从投入到产出的周转速度，体现了企业对资产的管理效率。应收账款周转率和总资产周转率都是正向指标。应收账款周转率越高，说明资金的回收越迅速，反之，企业的流动资金的过量滞留会影响资金的正常周转。总资产周转率越高，表明企业总资产周转速度越快，销售能力越强，资产的利用效率越高。



资料来源：国泰安数据库

资料来源：国泰安数据库

图 5.9 应收账款周转率走势图

图 5.10 总资产周转率走势图

如图 5.9 所示，闻泰科技的应收账款周转率基本高于行业平均应收账款周转率，但是 2018 年至 2019 年，闻泰科技的应收账款周转率却低于行业平均水平，且呈下降趋势，主要是由于闻泰科技处在并购过程中，闻泰科技的应收账款回款周期较长，对于流动资产的利用效率也较低。从 2019 年至 2020 年，随着并购的逐步进行，应收账款周转率也逐渐恢复。

如图 5.10 所示，除 2019 年外，闻泰科技的总资产周转率均高于行业平均值。2017 年至 2019 年，闻泰科技资本结构的变化以及并购的进行导致其总资产周转率呈下降趋势。2019 年闻泰科技取得了安世的控制权之后，加强了对安世的资源整合，其总资产周转率有所上升，并保持在行业均值以上。但是从整体来看，闻泰科技的总资产周转率仍然呈下降趋势。说明闻泰科技多元化频繁的融资与支付使闻泰科技对资产的利用效率降低，对安世的整合还需要加强，以提高资产利用效率。

## 5.3 非财务经济效果

### 5.3.1 战略目标

闻泰科技的战略目标是将自身打造成以半导体创新为龙头，硬件流量平台为基础的科技产品公司。闻泰科技原本是服务型公司，对手机 ODM 业务依赖性较强，业务领域比较狭窄，要达成战略目标就需要“内生式增长”与“外延式发展”并举。

2018 年闻泰科技在智能硬件、笔记本电脑等领域实施多产品战略，推出了智能音箱、智能翻译器、全笔记本电脑等产品，为公司产品集成业务的长期稳健增长夯实了基础。闻泰科技在智能终端 ODM 行业拥有技术、服务、客户积累等方面的优势，进行优先布局和产能建设，可以帮助闻泰科技提升产品的竞争优势，从而通过“内生式增长”创建庞大的硬件流量平台，增强供货能力，创建安全可靠的供应体系。

安世集团深植于半导体行业 60 余年，是国际上少有的优质资产，并购安世集团是闻泰科技“外延式发展”的重要举措，通过对安世集团的垂直并购，闻泰科技迅速打入半导体领域，打通产业链的核心环节，开拓国际市场，推动闻



泰科技的国际化进程。闻泰科技通过统筹原有智能终端 ODM 业务板块和安世集团半导体业务板块的发展，充分发挥其协同效应，同时，闻泰科技对安世集团加大了产能投入，扩张了生产规模，有利于推动闻泰科技从服务型公司向产品公司的战略转变。

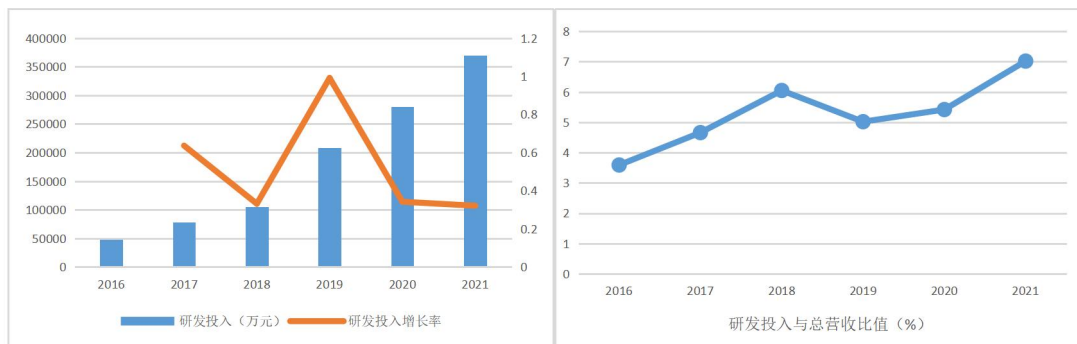
此次收购符合闻泰科技的战略目标，对未来提升公司核心竞争力和持续发展具有积极意义。

### 5.3.2 技术研发能力

企业的技术研发能力决定了企业的核心竞争力。本文从研发投入，研发人员数量以及取得的创新成果三个角度对闻泰科技的技术研发能力进行探究。

#### (1) 研发投入

如图 5.11、图 5.12 所示，自 2016 年至 2021 年，闻泰科技的研发投入稳步增长，从 2016 年的 4.8 亿元上升至 2021 年的 37 亿元，增长了 6.7 倍。研发投入增长率在 2018 和 2019 年有较大波动，主要是由于并购的进行以及财务并表，2020 年至 2021 年其研发投入增长率稳定在 0.3 左右。与此同时，闻泰科技研发投入与总营收的比值也呈现上升趋势。2017 年前，其比值低于 5%。2017 年后，其比值明显增大，并呈上升趋势。2018 年至 2019 年，闻泰科技处于并购过程中，虽然其研发投入与总营收的比值有所下降，但其研发投入资金总额却在不断上升。2019 年之后，闻泰科技虽然实现了并表，但其研发投入与营业收入的比值却稳步提高。说明并购安世集团后，闻泰科技更加重视其研发能力的提升。



资料来源：上海证券交易所官网

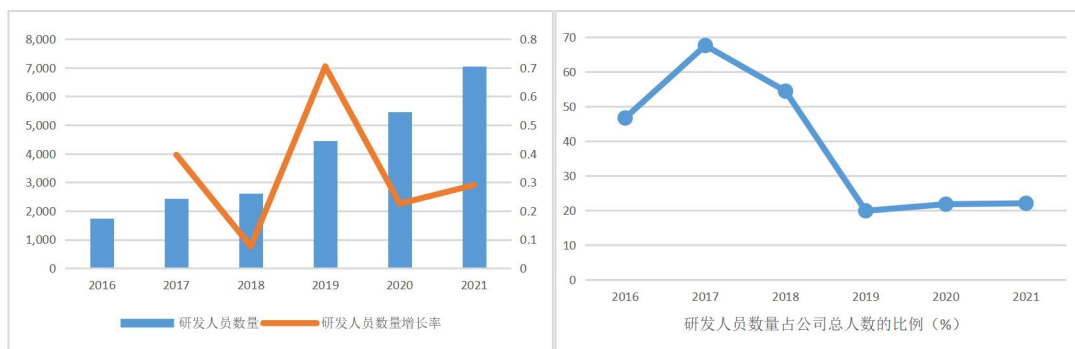
图 5.11 研发投入及其增长率

资料来源：上海证券交易所官网

图 5.12 研发投入占营业收入比例走势图

### (2) 研发人员数量

如图 5.13、图 5.14 所示，自 2016 年至 2021 年，企业研发人员数量不断增加，研发人员增长率在 2018 年、2019 年也出现了较大波动主要也是由于并购的进行以及财务的并表。但是 2017 年至 2019 年，闻泰科技研发人员数量占公司总人数的比例却不断下降，尤其是 2019 年，更是下跌至 2016 年至 2021 年期间最低的程度。研发人员数量不断上升，但占公司总人数的比例却下降，说明在并购过程中新增了许多非研发人员，导致其人员结构有所变化。从 2019 年到 2021 年，闻泰科技研发人员数量占公司总人数的比例略有提升，但仍有较大进步空间，闻泰科技要加强人力资源整合，精简机构。



资料来源：上海证券交易所官网

资料来源：上海证券交易所官网

图 5.13 研发人员数量及其增长率

图 5.14 研发人数占公司总人数比例走势图

### (3) 取得的创新成果

闻泰科技通过并购安世集团获得了境外龙头半导体公司的核心技术和成熟的工艺体系。通过对安世集团的技术整合，以技术融合、合作生产，联合开发等方式对其技术进行吸收，从而在现有技术的基础上不断融合创新。如融合了闻泰系统集成设计能力以及安世先进封装测试能力的 SiP 封装技术、与安世集团合作生产的功能化模组产品、联合安世集团在巨量转移封装技术和设备方面的优势，开拓的 Mini/Micro LED 车载产品等。同时，闻泰科技迅速将创新技术导入到手机、平板、笔电、AIoT、智能硬件等各个领域的产品中，具有显著的发展潜力。

由此可见，此次并购提升了闻泰科技的技术研发能力



## 5.4 小结

从市场角度来说，闻泰科技对安世的跨国并购提升了股票市场的收益，其目标企业的选择策略提升了闻泰科技的短期经济效果。此次并购符合闻泰科技的发展战略，安世集团是国际上优质的目标企业，且与并购方的资产在经营管理、业务拓展和技术研发方面具有相关性，投资者对股票市场的看好主要源自于此。闻泰科技在发布并购公告前后，平均每天获得 1.8% 的超额收益率，共获得了 13.87% 的超额收益率。通过此次并购，闻泰科技的股东价值显著上升，获得了较高的市场收益。

在财务方面，闻泰科技采用多元化的融资策略，后两次大规模的债务融资导致闻泰科技的负债大幅增加，其短期偿债能力减弱，而后期全面的整合策略使得其长期偿债能力略有增加。但随着并购的进行，尤其是在闻泰科技取得了安世集团的控制权之后，其短期偿债能力逐渐恢复，但总体偿债能力与行业平均水平相比还有小部分差距。

此次并购提高了闻泰科技的盈利能力。在并购之前，闻泰科技的盈利水平较低，净资产收益率在 0.05 上下浮动，营业毛利率不足 10%，每股收益率与行业平均值相近，在 0.5 左右。并购之后，其净资产收益率、营业毛利率不足以及每股收益率都得到了提高。一方面是因为被并购方的盈利能力较强；另一方面则是因为闻泰科技取得安世集团控制权后，对安世集团进行了全面的整合，使得协同效应逐渐显现。

闻泰科技对安世集团的并购使得其总资产与营业利润都出现了大幅上涨。但随着并购的完成，闻泰科技的总资产增长率和营业利润增长率都逐渐回落，略高于并购前，接近于行业平均值。由此来看，对安世集团的估值和定价过高导致其成长能力受到了限制，其成长能力仅仅略有提高。

由于并购期间闻泰科技有频繁的融资与支付行为，再加上与安世集团实现了并表，其应收账款周转率、总资产周转率都有所降低，说明并购期间闻泰科技的资产管理能力降低。在闻泰科技取得了安世的控制权之后，加强了对安世的资源整合，其应收账款周转率、总资产周转率都有所上升，并保持在行业均值以上。但是整体上闻泰科技的总资产周转率仍呈下降趋势，其资产管理能力还有待加强。

在非财务方面，此次并购通过垂直并购安世集团实现“内生式增长”与“外延式发展”，与闻泰科技积极布局半导体元器件的战略目标相契合，对未来闻泰科技的可持续发展具有积极意义。

闻泰科技重视研发能力的提升，其研发投入不断增加，研发投入与营业收入的比值稳步提高；其研发人员数量也不断上升，但其研发人员相对公司总人数的比值稍有下降。

## 6 结论与建议

### 6.1 结论

纵观闻泰科技对安世集团的并购，其并购策略环环相扣，最终取得了较好的经济效果，但部分并购策略也遗留了问题。在符合发展战略的基础上，闻泰科技选择了优质且具有产业相关性的安世集团作为并购的目标企业，在短期股票市场上取得了较好的经济效果。“二选一”式的估值策略有其局限性，由于评估综合考虑了目标企业的发展前景以及行业内涵，最终选用市场法得出的评估值较高，在一定程度上透支了其成长能力。而估值是定价的基础，谈判地位的变化让闻泰科技的对安世集团定价也有了差异。差异化的定价策略帮助闻泰科技减少了投资成本，但前期定价过高也给企业的融资带来了压力，同时也埋下了巨额负债的隐患。多元化的融资策略更能帮助闻泰科技筹集大规模交易所需的资金，但是在确保闻泰科技不变更实际控制人的情况下，闻泰科技进行了较多的债务融资，导致闻泰科技的负债率飙升，从而带来了较大的财务风险。闻泰科技多样化的支付方式令其完成了对安世集团并购价款的支付，在交易规模较大时，这无疑是最恰当的选择。但频繁的融资与支付势必会降低闻泰科技的资产管理能力。最后，闻泰科技对安世集团进行了全面的整合，促进了协同效应的显现，提升了盈利能力。闻泰科技对安世集团的并购策略贴合闻泰科技自身的情况，其他企业在参考其并购策略时也务必要联系自身的实际情况。

### 6.2 建议

#### 6.2.1 选择合适的目标企业

并购方对目标企业的选择要符合其战略目标。当前我国正大力推进工业制造业的高质量发展，许多企业都期望通过并购完成企业的战略转型，并由此增强自身的核心竞争力。企业在开展并购之前，需要明确自己的战略目标和发展方向，选择合适的并购目标。闻泰科技跨国并购安世集团，积极对半导体元器件进行布局，就是基于其战略目标而开展的。

目标企业的资产与并购方有相关性更佳。资产相关程度越高，并购后的整合越容易，既利于降低并购成本，又利于发挥协同效应。而资产相关程度越低或者非相关资产并购，虽有利于企业探索新领域，但如果没有丰富的并购经验或是资产管理能力较差，其并购失败的风险就较大。

### 6.2.2 合理估值与定价

在开始并购之前，要对目标企业做好尽职调查工作，根据目标企业的资产结构、盈利能力以及发展前景，采用合适的方法对目标企业进行合理的估值。对于成长性较大的并购标的，其估值要考虑企业本身的价值以及未来的发展前景。在竞争对手的数量较多的情况下，可以根据自身的承受能力适当的溢价收购，从而帮助并购方取得目标资产，但过高的定价会给并购方带来财务负担，如果并购方相对目标企业的资产体量较小，就不可避免的会背负大量的负债。一旦经营情况恶化，就会对企业造成不良影响，甚至导致企业的破产。所以并购方对目标企业的估值与定价要合理，要在获取目标公司的同时减少投资成本，在这方面可以借鉴闻泰科技的定价策略，采取差异化定价。

### 6.2.3 采用多元化融资

融资需求较大时需要进行多元化融资。如企业内部融资、引入权益类投资者、发行股份募集配套资金，银行贷款、第三方借款等。选用企业内部融资可以避免重大的财务风险，成本低且速度快，但融资能力会受到自身资产规模、盈利能力的约束，无法进行大规模的融资。闻泰科技就在第一次交易就采用了内部融资，但融资金额对于第一次交易的价款来说仍然不够，所以闻泰科技还采用了股权融资和债务融资。债务融资筹集资金的效率较高，可以大规模筹资，但资金成本较高，需要还本付息，而且高额的负债不利于企业的长期发展。股权融资可以大规模募集资金且不必还本付息，财务风险较小，但股权融资的效率较低，可能会导致企业错失并购良机，而且存在着原有股东股权被稀释的风险。所以并购方要根据股权的稀释程度和企业的负债程度，把握好股权融资和债务融资之间的平衡。

#### 6.2.4 实现多样化支付

采用现金付款简单高效，但受到企业变现能力的制约，适用于交易规模较小的并购。股份支付适用于规模较大的交易，但程序繁杂，效率较低。对于闻泰科技并购安世集团这种大规模的交易，无法仅采用现金付款，要结合股份支付来进行。尽管如此，其现金支付价款仍然庞大，在交易规模较大，资金不充裕的情况下，闻泰科技对于现金支付采用了分期支付的方式。不仅降低了短期付款的压力，还为后续的融资争取了时间，使得并购成功进行。所以企业在进行大规模交易时，要注重支付方式的多样化，在现金支付规模较大时，可以采用分期付款的策略。

#### 6.2.5 全面的并购整合

跨国并购的成功与否，最终要看并购双方的整合情况。全面的整合有利于企业实现协同效应最大化。企业并购后不仅要在经营业务、财务、管理体系等硬件方面进行整合，还要在企业文化、人力资源等软资产方面进行整合。由于企业的内外部环境各不相同，所以要结合并购目标企业的情况制定适合自身发展的整合策略。如纵向并购的并购方对目标企业的文化整合往往不会过多干涉，而横向并购的并购方往往会采取吸收式或融合式的文化整合模式。

## 参考文献

- [1] Salter M S ,Weinhold W A. Diversification via acquisition: Creating value[J]. Harvard business review,1978,56(4).
- [2] Constantinos C. Markides,Peter J. Williamson. Corporate Diversification and Organizational Structure: A Resource-Based View[J]. The Academy of Management Journal,1996,39(2).
- [3] Harrison, J. S. Synergies and Post-Acquisition Performance: Differences versus Similarities in Resource Allocations[J]. Journal of Management,1991,17(1).
- [4] Black F, Scholes M. The Pricing of Options and Corporate Liabilities[J]. Journal of Political Economy,1973,81(3).
- [5] Myers, Stewart C. Determinants of Corporate Borrowing [J].Journal of Financial Economics, 1997,(5).
- [6] Anu Bharadwaj,Anil Shivdasani. Valuation effects of bank financing in acquisitions[J]. Journal of Financial Economics,2003,67(1).
- [7] Vladimir Vladimirov. Financing bidders in takeover contests[J]. Journal of Financial Economics,2015,117(3).
- [8] Gregor Andrade,Mark Mitchell,Erik Stafford. New Evidence and Perspectives on Mergers[J]. The Journal of Economic Perspectives,2001,15(2).
- [9] Dong M,Hirstleifer D,Richardson S,Teoh S H. Does Investor Misperception Drive the Takeover Market?[J]. Journal of Finance,2006,61(02).
- [10]Nada Kobeissi,Xian Sun,Haizhi Wang. Managerial labor-market discipline and the characteristics of merger and acquisition transactions[J]. Journal of Business Research,2009,63(7).
- [11]Alessandro Sinatra,Harbir Singh. The Management of Corporate Acquisitions:International Perspectives[M]. Palgrave Macmillan:New York,1994.
- [12]Marks M L,Mirvis P H. Joining Forces:Making One plus One Equal Three in Mergers, Acquisitions and Aliances[M]. Jossey-Bass Publishers:San Francisco,1998.
- [13]Nahavandi B A,Malekzadeh A R. Organizational Culture in the Management of

- Mergers[M]. Quorum Books,1993.
- [14]Fama Eugene F. ,Fisher Lawrence,Jensen Michael C. ,Roll Richard. The Adjustment of Stock Prices to New Information[J]. International Economic Review,1969,10(1).
- [15]Scott C Linn,Jeannette A Switzer. Are cash acquisitions associated with better postcombination operating performance than stock acquisitions?[J]. Journal of Banking and Finance,2001,25(6).
- [16]E.T Ang,P.T.H Wong,S Moochhala,Y.K Ng. Neuroprotection associated with running: is it a result of increased endogenous neurotrophic factors?[J]. Neuroscience,2003,118(2).
- [17]Aliberti Vincenzo,Green Milford. A Spatio-Temporal Examination of Canada' s Domestic Merger Activity, 1971-1991.[J]. Cahiers de géographie du Québec,1999,43(19).
- [18]Richard Portes,Hélène Rey. The determinants of cross-border equity flows[J]. Journal of International Economics,2004,65(2).
- [19]Jensen Michael C.,Ruback Richard S.. The market for corporate control: The scientific evidence[J]. Journal of Financial Economics,1983,11(1-4).
- [20]Anu Bharadwaj,Anil Shivdasani. Valuation effects of bank financing in acquisitions[J]. Journal of Financial Economics,2003,67(1).
- [21]Marina Martynova,Luc Renneboog. What determines the financing decision in corporate takeovers: Cost of capital, agency problems, or the means of payment?[J]. Journal of Corporate Finance,2008,15(3).
- [22]Franks J R,Harris R S,Mayer C. Means of Payment in Takeovers: Results for the United Kingdom and the United States[J]. Nber Chapters, 1988.
- [23]金雪军,李楠.国际银行业并购对中国银行业并购策略选择的启示——以汇丰银行为例[J].国际金融研究,2008(02):17-24.
- [24]易新福.中国银行业并购重组策略研究[D].西南财经大学,2013.
- [25]穆庆榜.不完全信息下双主并方合作善意的并购策略实验研究[J].管理评论,2015(8):163-175.

- [26]张滢.商业银行并购策略研究综述及展望[J].管理现代化,2018(03):126-129.
- [27]李子延.西王食品“蛇吞象”跨境并购的策略研究[D].浙江工商大学,2020.
- [28]戚汝庆.企业并购目标的选择策略[J].山东师范大学报(人文社会科学版),2001(06):24-26.
- [29]张金鑫.并购谁:并购双方资源匹配战略分析[M].中国经济出版社,2006.
- [30]郭建鸾,胡旭.中资银行海外并购的现实动因及目标选择策略[J].中央财经大学学报,2013(03):17-22.
- [31]吴清.我国民营企业的跨国并购动机和目标选择——以恒安并购皇城为例[J].会计之友,2018(21):126-129.
- [32]魏也石.财务视角下选择并购目标企业需考虑的因素——基于苏宁收购家乐福的案例研究[J].市场周刊,2021(02):115-117.
- [33]程凤朝,刘旭,温馨.上市公司并购重组标的资产价值评估与交易定价关系研究[J].会计研究,2013(08):40-46+96.
- [34]欧文·费雪著.谷宏伟等译.资本和收入的性质[M].上海商务印书馆出版社.2017.
- [35]威廉·夏普等著.胡坚译.投资组合理论及资本市场[M].北京机械工业出版社.2001.
- [36]王丰,宣国良.经济利润及折现现金流在企业价值评估中的应用研究[J].当代经济科学,2001(05).
- [37]刘芳,韩晶.企业并购定价诸方法之选择研究[J].现代财经(天津财经大学学报),2006(04):23-26.
- [38]王克强,吕琳,刘红梅,李红卫.基于实物期权的旅游企业并购估值研究[J].中国资产评估,2013(10):9-14.
- [39]蔡思梦,刘英明.浅析高溢价并购的估值问题与经济后果[J].会计师,2020(16):19-20.
- [40]朱景仰.我国上市公司并购定价问题研究[J].国际商务财会,2015(06):40-43.
- [41]李长青,郑燕,陈荣秋.企业并购定价策略的研究[J].数量经济技术经济研究,2002(01):51-54.
- [42]胥朝阳.信号博弈在并购定价风险控制中的应用[J].统计与决



- 策,2005(15):40-41.
- [43]傅强,彭隆泽,张天永.基于信息不对称的企业并购融资方式选择模型[J].重庆大学学报(自然科学版),2006(03):143-146.
- [44]翟进步,王玉涛,李丹.什么因素决定公司并购中融资方式的选择?交易成本视角[J].中国会计评论,2012(01):17-32.
- [45]赵息,陈佳琦.目标资本结构对并购融资方式选择的影响研究[J].经济体制改革,2018(05):126-132.
- [46]赵息,刘佳音.并购支付方式影响我国上市公司并购绩效的实证研究——基于事件研究法与财务报表分析法的比较研究[J].电子科技大学学报(社科版),2014(01):51-56.
- [47]孙世攀,赵息,李胜楠.股权控制、债务容量与支付方式——来自我国企业并购的证据[J].会计研究,2013(04):52-57+96.
- [48]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(09):74-80+97.
- [49]何超华.跨国并购中的企业文化整合模式:理论与运用[J].商业研究,2005(01):155-157.
- [50]谢洪明,王悦悦,张光曦,程宣梅.基于全球价值链再造的民营企业跨国并购整合研究——以卧龙和均胜为例[J].软科学,2015(03):47-51.
- [51]蒋瑜洁.中国企业跨国并购后的整合模式——以吉利集团并购沃尔沃汽车为例[J].经济与管理研究,2017(07):126-132.
- [52]宋维佳,乔治.我国资源型企业跨国并购绩效研究——基于短期和中长期视角[J].财经问题研究,2014(07):98-105.
- [53]冯根福,吴林江.我国上市公司并购绩效的实证研究[J].经济研究,2001(01):54-61+68.
- [54]李善民,曾昭灶,王彩萍,朱滔,陈玉罡.上市公司并购绩效及其影响因素研究[J].世界经济,2004(09):60-67.
- [55]于开乐,王铁民.基于并购的开放式创新对企业自主创新的影响——南汽并购罗孚经验及一般启示[J].管理世界,2008(04):150-159+166.
- [56]樊秀峰,李稳.基于PSM方法的中国上市公司海外并购绩效评估与分析[J].国

- 际经贸探索,2014(12):70-80.
- [57]倪中新,花静云,武凯文.我国企业的“走出去”战略成功吗?—中国企业跨国并购绩效的测度及其影响因素的实证研究[J].国际贸易问题,2014(08):156-166.
- [58]蒋冠宏.我国企业跨国并购真的失败了吗?——基于企业效率的再讨论[J].金融研究,2017(04):46-60.
- [59]苏莉,冼国明.中国企业跨国并购促进生产率进步了吗?[J].中国经济问题,2017(01):11-23.
- [60]李善民,周小春.公司特征、行业特征和并购战略类型的实证研究[J].管理世界,2007(03):130-137.
- [61]张弛,余鹏翼.并购类型会影响中国企业技术并购绩效吗——对横向、纵向和混合并购的比较研究[J].科技进步与对策,2017(07):76-81.
- [62]张慧玲.医药企业并购目标公司选择及绩效研究[D].郑州航空工业管理学院,2019.
- [63]臧维,赵联东,安芮.代工企业海外并购目标选择与绩效——基于二元能力的调节作用[J].现代商业,2020(11):153-155.
- [64]翟进步,王玉涛,李丹.上市公司并购融资方式选择与并购绩效:“功能锁定”视角[J].中国工业经济,2011(12):100-110.
- [65]孙菁.我国物流企业战略性并购的目标企业选择研究[D].浙江工业大学,2020.
- [66]秦容,李迅,张同健.上市公司并购融资方式对并购绩效的影响研究[J].财会通讯,2015(20):47-49.
- [67]曹湘平,刘欢.融资方式选择与并购绩效评价——基于融资约束视角[J].财会通讯,2018(06):82-86.
- [68]汪贵浦,余雷鸣,孔焯俊.并购支付方式影响并购方绩效的实证分析[J].技术经济,2012(05).
- [69]刘巧.并购高新技术企业支付方式研究[D].海南大学,2022.
- [70]吕岩,王宏.上市公司并购重组支付方式优化思考[J].合作经济与科技,2021(18):128-129.
- [71]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.
- [72] 顾露露,雷悦,蔡良.中国企业海外并购绩效的制度环境解释——基于倾向配比评分的全现金支付方式分析[J].国际贸易问题,2017(12):36-46.
- [73] 查剑秋,张秋生,胡杰武.并购估值方法的现状和问题研究[J].生产力研究,2008(21):65-67.
- [74] 于朋,刘晓辉.浅析跨国并购中的“中国溢价”现象[J].对外经贸实务,2013(06):80-83.
- [75] 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(03):77-89.
- [76] 李善民,刘永新.并购整合对并购公司绩效的影响——基于中国液化气行业的研究[J].南开管理评论,2010(04):154-160.
- [77] 张三卿,孟凡臣,唐云亭.整合模式对企业跨国并购绩效影响研究[J].管理现代化,2015(02):78-80.
- [78] 邱永辉. 中国企业跨国并购—策略选择与并购绩效[D].中国社会科学院研究生院,2018.
- [79] 沈琦,李业强,孟博.科创板上市公司并购重组交易估值与定价实证研究[J].中国资产评估,2022(08):39-49.
- [80] 陈曦若. 并购融资方式及绩效研究[D].上海师范大学,2022.
- [81] 王梨英,乔庆林.国际化企业跨国并购的整合模式研究[J].企业改革与管理,2019,(15):3-4.

## 致 谢

时光飞逝，研究生阶段的学习即将结束，在研究生毕业论文完稿之际，回想这段时间收集资料、整理文献、行文修改直至最终定稿的过程，我收获了满满的关怀和帮助，感恩之心常在。

首先，我非常感谢我的导师，他严谨的治学精神，精益求精的工作作风，深深地激励着我。在论文写作和修改过程中，导师多次询问进程，帮助我开拓研究思路，精心点拨、热忱鼓励。使得本论文在学术严谨方面及格式规范方面有很大改善。本文能顺利地完成离不开导师的指导。同时也感谢所有老师给予我的教导和帮助，我将牢记你们的教诲。

然后，我要感谢我的同学和朋友，我们相互鼓励，共同学习，在研究生阶段留下了许多美好的回忆。

最后，感谢我的父母，亲情不仅是我人生道路上的一盏指路灯，更是披荆斩棘、不断勇敢向前的动力。