

分类号
UDC

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 海信视像跨国并购日本东芝电视绩效研究

研究生姓名: 邓登锋

指导教师姓名、职称: 宣红岩、副教授

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: 2024年5月31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： 邓登锋 签字日期： 2024年5月31日

导师签名： 周志远 签字日期： 2024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： 邓登锋 签字日期： 2024年5月31日

导师签名： 周志远 签字日期： 2024年5月31日

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

Research on the performance of Hisense Video cross-border merger and Toshiba TV of Japan

Candidate :Deng Dengfeng

Supervisor:Xuan Hongyan

摘要

随着全球化不断加深,中国海外投资的规模持续增大,由于本土高级生产要素相对匮乏,进入国际市场的限制较多,中国企业多借用跨国并购的方式使自身能够更加快捷有效地吸收先进技术,获取产品优势,立足于国际市场。特别是家电行业面临国内家电市场高度饱和,消费潜力不足,产品的质量需求更高,竞争力不断加大等各种问题,想要扩大自身规模并突破发展的瓶颈,进行海外并购无疑是最有效的途径之一。在中国家电行业加速开展外海并购的热潮中,企业一方面在内部进行整合优化,提高经营效率,积极开发新品类和新功能,坚守国内市场;另一方面着眼海外,制定国际化发展战略规划,确定目标市场,选择合适的国外企业进行国际商务合作。海信视像便是家电行业里极具代表性的家电企业,通过跨国并购日本东芝电视,整合完成后成功将日本东芝电视从破产边缘拉回,并且做到化亏损为盈利,还使得海信视像在全球家电市场的激烈竞争中稳居前列。

首先,本文对海信视像与日本东芝电视的基本信息进行概括,简述了双方的经营状况和并购的相关背景,并对跨国并购的交易过程和吸收整合过程进行描述,再结合理论概括出海信视像此次并购的三个主要动因。其次,针对此次并购案件,采用了事件研究法对海信视像的短期绩效进行计算分析,结果表明在并购后的一段时间内投资者对于此次并购消息保持乐观的态度,资本市场对海信视像并购日本东芝电视的消息表现出积极的反映。但随着时间的推移,累计超额收益率的逐步下降说明随着并购的热点冷却,投资者也冷静下来,理性处理海信视像的投资活动。随后,通过财务与非财务的相关指标和 EVA 经济增加值来对海信视像并购案件的长期并购绩效开展进一步的分析,发现财务指标中除了应收账款周转率和速动比率持续下降其他指标的表现均有提升,非财务指标长期来看都有改善,EVA 值短期下降之后开始回升。最后,根据研究结果可以看出海信视像并购的三个主要目标得以实现,强化了经营效率并获取了成本优势,实现新技术的融合与发展,在海外市场的开拓取得明显进步。同时根据并购过程和结果得出三点启示:进行跨国并购时企业需要选择符合自身发展战略的并购目标,注意跨国并购的交易风险,并购之后要注意双方差异进行整合优化。

关键词: 跨国并购 并购绩效 家电行业 海信视像

Abstract

With the deepening of globalization, China's overseas investment is increasing. Due to the relative scarcity of local high-level production factors, access to the international market is more limited, Chinese companies borrow more than cross-border mergers and acquisitions, so that they can absorb advanced technology faster and effectively, gain product advantages, based on the international market. In particular, the home appliance industry faces the domestic home appliance market is highly saturated, the consumption potential is insufficient, the product quality demand is high, the competitiveness of such issues, want to expand the scale to break through the development bottleneck, overseas M&A is undoubtedly one of the most effective ways. In China's power industry to accelerate overseas M&A boom, enterprises on the one hand in the internal integration optimization, improve business efficiency, actively develop new categories, new functions, adhere to the domestic market; On the other hand, focusing on overseas, formulating international development strategic plans, identifying target markets and selecting suitable foreign enterprises for international business cooperation. Hisense Video is a representative home appliance company in the home appliance industry, integrated after Toshiba TV successfully pulled back from the brink of bankruptcy. In order to make a profit, Hisense Video is also in the forefront of fierce competition in the global home appliances market.

First of all, this paper summarizes the basic information of Hisense Video and Toshiba TV of Japan, briefly describes the business conditions of both sides and the relevant background of the merger, describes the transaction process and absorption and integration process of cross-border merger, and then summarizes the three main reasons for the merger of Hisense Video based on the theory. Secondly, for this merger case, the event study method is adopted to calculate and analyze the short-term performance of Hisense Video. The results show that investors remain optimistic about the merger news for a period of time after the merger, and the capital market shows a positive response to the news of Hisense Video's merger with Toshiba TV. However, with the passage of time, the gradual decline of cumulative excess return indicates that as the hot spot of mergers and acquisitions cools, investors have also calmed down and rationally handled Hisense Video's investment activities. Subsequently, the long-term M&A performance of Hisense video M&A case was further analyzed through financial and non-financial related indicators and EVA. It was found that the performance of other indicators in financial indicators had improved except for the continuous decline of accounts receivable turnover rate and quick ratio, while non-financial indicators had improved in the long run, and EVA began to rise after a short-term decline. Finally, according to the research results, it can be seen that the three main objectives of Hisense video merger and acquisition have been achieved,

the operation efficiency has been strengthened, the cost advantage has been obtained, the integration and development of new technologies have been realized, and the development of overseas markets has made significant progress. At the same time, according to the process and results of M&A, three enlightenments are drawn: enterprises should select M&A targets in line with their own development strategies, pay attention to the transaction risks of cross-border M&A, and pay attention to the differences between the two sides for integration and optimization after M&A.

keywords: Cross-border Merger and Acquisition; M&A performance Home; household appliance industry; Hisense Video

目 录

1 引言	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究目的与意义	1
1.2.1 研究目的	2
1.2.2 研究意义	2
1.3 文献综述	3
1.3.1 跨国并购的动因研究	3
1.3.2 跨国并购的绩效研究	5
1.3.3 跨国并购绩效评价方法	6
1.3.4 文献简评	7
1.4 研究方法、研究内容与技术路线图	8
1.4.1 研究方法	8
1.4.2 研究内容	8
1.4.3 技术路线图	10
1.5 创新点与不足之处	10
1.5.1 创新点	10
1.5.2 不足之处	11
2 相关概念和理论基础	12
2.1 概念界定	12
2.1.1 跨国并购	12
2.1.2 并购绩效	12
2.2 理论基础	13
2.2.1 协同效应理论	13
2.2.2 技术创新产业升级理论	14
2.2.3 跳板视角理论	14
3 海信视像并购日本东芝电视概况及动因分析	16

3.1 并购事件概况	16
3.1.1 并购双方简介.....	16
3.1.2 并购背景与并购流程.....	18
3.1.3 并购的选择依据.....	20
3.1.4 并购的潜在风险.....	21
3.1.5 并购的差异应对.....	22
3.2 海信视像并购动因	22
3.2.1 强化经营效率，获取成本优势.....	22
3.2.2 新技术的融合与发展.....	23
3.2.3 实施全新战略布局，全力开拓海外市场.....	24
4 海信视像并购日本东芝电视短期绩效分析	26
4.1 模型构建	26
4.2 样本的选取及数据来源	26
4.2.1 选取事件发生日和研究窗口以及估计窗口.....	27
4.2.2 样本数据来源.....	27
4.3 实证过程	27
4.3.1 ADF 检验.....	27
4.3.2 回归分析.....	28
4.4 本章小结	32
5 海信视像并购日本东芝电视长期绩效分析	33
5.1 海信视像财务指标分析	33
5.1.1 盈利能力分析.....	33
5.1.2 营运能力分析.....	36
5.1.3 偿债能力分析.....	38
5.1.4 成长能力分析.....	40
5.2 海信视像非财务指标分析	43
5.2.1 学习与成长层面分析.....	43
5.2.2 内部流程层面分析.....	46
5.2.3 客户层面分析.....	48

5.3 海信视像 EVA 绩效分析	51
5.3.1 EVA 绩效分析模型	52
5.3.2 计算税后净经营利润	52
5.3.3 计算资本总额	53
5.3.4 计算债务资本成本与权益资本成本	54
5.3.5 计算加权平均资本成本	56
5.3.6 确定 EVA 经济增加值	56
5.4 本章小结	58
6 结论与启示	59
6.1 结论	59
6.2 启示	60
6.2.1 选择符合发展战略的并购目标	60
6.2.2 注意跨国并购的交易风险	61
6.2.3 注意双方差异进行整合优化	61
参考文献	63
致谢	69

1 引言

1.1 研究背景

在不断加强“一带一路”国际合作的高质量发展的道路上，中国本土企业依照深层次开放发展的政策，根据自身国际化发展的计划，持续加强海外布局，实现对外投资的持续增长。这不仅促进国内各类市场结构进一步优化调整，还深化了中国企业在国际市场上的商务合作。截至 2022 年，我国对外全行业直接投资 9853.7 亿元，较上年增加 486.8 亿元，同比增长 5.2%^①，稳居世界前列。早年国内企业的相关技术水平还不够成熟，高级生产要素相对匮乏，中国企业在“走出去”战略的号召下，更多地使用跨国并购作为对外投资的主要方式。企业跨国并购成功后不仅能迅速提升国际知名度，扩张国际市场，还能在短时间内更直接的减少生产及经营上的成本费用，获得科学技术上的竞争优势。

近年来，中国的家电行业已趋于成熟，相关产品的研发生产早已转变成存量，国内的家电市场竞争强度不断增大，行业发展遭遇阻碍。不仅如此，企业自身产品的创新研发进度难以满足消费者逐渐提高的高品质要求，现有的科技研发实力和效率不足以支持企业的创新发展和规模扩大。为了应对这些问题，一方面中国家电行业持续跟进市场发展来调整产业结构，基于细分产品的市场需求对产品加以创新；另一方面，中国家电企业将发展的目光投向了国际市场，通过对外直接投资与国外企业合作，提高本家电企业的综合实力与品牌价值。

在中国利好的政策与行业发展的浪潮中，生成了诸多享誉世界的家电品牌，其中具有一定代表性的家电企业海信视像，通过跨国并购日本东芝电视，极其果断地完成并购，将日本东芝电视从破产边缘拉回并且成功做到化亏损为盈利，本次跨国并购使得海信视像在全球家电市场的激烈竞争中稳居前列。作为中国家电行业跨国并购的典型案例分析之一，海信视像跨国并购日本东芝电视的动因以及取得什么样的效果有待探索。

1.2 研究目的与意义

^① 数据来源：商务部统计数据

1.2.1 研究目的

在国内政策大力支持下，中国家电企业发展的步伐越来越来越快，仅仅将目光放在国内远远不够，需求逐渐饱和的市场迫使中国家电企业做出相应的改变。中国家电企业跨国并购已经积累了不少经验，但仍然不够成熟，本文通过研究海信视像并购日本东芝电视这一案例，结合跨国并购相关文献与海信视像并购背景，对其跨国并购的动因以及过程进行分析，随后对海信视像跨国并购之后的绩效变化如何，哪些事件对其产生了一定影响进行进一步剖析，最后对海信视像并购案例做出总结，凝练出本次跨国并购的可取经验，为中国家电企业今后在新时代进行海外并购活动中提升绩效水平提供参考。具体目的有以下几点：

首先研究海信视像的短期绩效变动，运用事件研究法对海信视像并购日本东芝电视后的累计异常收益进行分析。随后对海信视像并购日本东芝电视财务绩效以及非财务指标进行分析，对海信视像并购日本东芝电视前后共计 10 年的绩效变动情况进行研究，结合财务指标与非财务指标以及经济增加值 EVA 综合判断海信视像的并购成功与否。最后对海信视像并购日本东芝电视的成果进行分析，总结出提高中国家电企业新时代海外并购绩效的相关启示。

1.2.2 研究意义

1. 理论意义

随着全球化程度不断加深，国际环境变化日渐复杂，中国企业的发展面临着急需解决的新型问题。跨国并购是常用的对外投资方式之一，但中国企业并购发展历程较为短暂，海内外学者对家电行业跨国并购的绩效分析较少，而本文通过研究海信视像并购日本东芝电视的绩效变化，对家电行业并购领域的研究内容进行补充。

2. 现实意义

一方面，如今显示领域的技术更新迭代的速度不断加快，黑色家电产业的生产规模的扩大遇到了瓶颈，在国内的市场中竞争的强度不断加剧，另一方面，错综复杂的国际竞争合作关系变化无常，国内企业想要在海外市场站稳脚跟面临着诸多困难，海外并购也会受到目标国的保护政策的影响和制约。因此如何克服国

际大环境变化带来的问题，明确未来发展方向，扩大家电企业跨国并购成果是中国家电行业不断发展过程中必须面对的问题。

研究同行业的海外并购案例不仅可以使中国家电行业企业在谋划上更加科学合理地规划海外并购的目标、方式、过程等，还能让企业自身的经营理念和经营模式进行相应的调整完善。海信视像并购日本东芝电视并购是在家电行业发展步伐逐渐放缓的时代进行海外并购的典型案列，本文将研究海信视像并购日本东芝电视的绩效成果，基于多指标数据对比来判断并购之后的绩效水平变动情况，结合海信视像扩展国际化经营程度所采取的一系列措施和遭遇的问题，对其指标数据变动进行剖析。随后对本次并购事件的可取之处进行总结，让中国家电行业采取跨国并购的方式进行国际化布局时，能够借此获得一定的启示。

1.3 文献综述

1.3.1 跨国并购的动因研究

在取得协同效应方面，大多学者从财务、经营和管理三个角度分析并购目的是否实现。Lamba 与 Tripathi（2015）先是分析了印度数十年的海外并购案例，通过对并购前后与财务状况相关的经营指标变化发现，并购整合后所产生的有益的协同效应可以有效的改善并购企业的发展状况。苗慧等（2017）在其文章中提出企业并购两两共赢的观点，也就是说通过跨国并购让两个公司从总体上一一起规划和发展，更加清晰的了解到双方的优势和特点，并且对于之前双方的劣势和不足能够采用更加有效的方案和更多的资源去补足，这样就两个公司的自有资源得到充分且高质量的利用，其中双方的经营管理经验和结构模式能够相互学习参考，使得在扩张发展的过程中，整体上的规划和管理得到优化升级，公司的运行更加流畅高效。韩士专和付焱等（2023）在研究中提出，如果利用并购持续扩大公司的发展规模，获得的协同效应就能够让企业自身的核心技术水平得到明显的提升，从而有效地减少生产过程中的各项成本和相关费用，使得公司的营业收益得到更加充分的运用。刘帅帅（2020）同样也指出了海外并购所带来的协同效应的积极影响，公司开拓了新的海外市场，并立以目标公司为发展要地向四周辐射发展能够提供更加便利的条件，为企业国际化扩张经营提供了现实的参考经验。

在增强市场占有率和影响力方面,学者们认为跨国并购的方式能够十分有效地实现扩张市场的目的。Demirbag 等(2010)在进行战略决策研究时发现,相比于土耳其的企业,英国企业进行国际化扩张时,采用跨国并购的战略方案能够更加有效的加深占据国际市场的程度,提升品牌认可度的效果更好。樊祥生(2017)同样发现中国的制造业公司在对外进行并购的时候,更多的是考虑当地的市场是否具备较大的需求规模,再依靠并购的目标公司并利用双方的资源取得竞争优势参与到市场的竞争之中,扩张海外市场。黎文飞、李郑鹏(2021)在分析中联重科并购案件时,认为企业开展并购的目的是为了增加自己的市场份额,增强国际品牌实力、进一步深化海外扩展的程度,并购之后不仅可以增强自身在国内市场的分量,还能在国外开拓更多的市场份额,并购之后其旗下特有产品的销售量不断攀升,同类型产品份额遥遥领先并揽括中国半数份额以上。宋宇静(2017)对诸多并购案例进行分析之后,发现企业进行国际化扩时最直接有效的方式就是采取并购的方式,这样就能够在一定程度上避免国际摩擦和限制,也能在海外市场上减少当地消费者的抵触心理,更容易接受新的产品,方便企业取得更多的市场份额。

在获取先进技术方面,许多学者认为通过并购取得先进技术十分重要,关乎企业在激烈的竞争中能否稳居前列并不断突破发展。Nakamura 和 Strom(2018)在对吉利并购沃尔沃案例研究时,认为吉利并购的动因之一是对目标企业的高新资产进行学习与借鉴,说明中国企业在进行海外并购时,增强自身的技术水平是并购目的之一,这对于企业未来的发展起着至关重要的作用,让并购的企业更加快速地吸取新的技术和研发经验,开发出独有的更加先进的优势技术。Bresman(2010)也发现参与海外并购的企业更多地是将并购的目标放在同行业或是相关产业中,就是为了能够获取目标公司的研发技术和经验,让双方的技术进一步突破发展,这对公司推出更加有优势的先进产品具有重要意义。戚举伟(2023)在对中国化工集团并购先正达案例的研究中指出,并购前中国化工的农化业务关联性较低,急需获得先进的农化技术,强化自身研发能力,运用先正达与研究机构的技术研究,满足中化工农化产品的技术需求,强化企业竞争力。黄宏斌、杜依娜、牛煜文(2022)同样指出先进技术是并购的重要因素之一,在对 BT 股份并购 J-S 的案例进行研究后得出结论,通过跨国并购在海外掌握领先科技不仅能够

提升企业综合竞争力还能促进企业的战略转型完善自身的业务布局。王卫等（2021）也在文章中表明，企业运用并购来吸收相关技术，以此实现的科技创新对双方企业和双方地区的合作发展提供了很大的帮助。

1.3.2 跨国并购的绩效研究

并购绩效主要是为了反映企业在并购完成后，是否实现了最初的目的，加快了发展进程。一般情况下，对并购案件的并购绩效进行分析时会以并购的时间为基点，根据发生的时长分类为短期绩效与长期绩效。将并购之后一个月到三个月的期限作为并购的短期绩效，将并购之后的三年及以上的期限作为并购的长期绩效。虽然研究的方法有许多种，但得出的结论大都是这两种：绩效未明显改善或下降、绩效得到改善。

Sungwoo C 和 Jinyoung J 等（2022）根据韩国十二年间的并购案进行实证分析，结果表明企业的长期并购绩效很容易受到并购公司类型差异的影响，使其财务绩效的水平下降得较为明显。Susan 和 Brass J D 等（2017）在研究企业长期绩效时发现，技术行业的公司在并购之后的绩效水平常有下降，民族文化的差异使其并购后的整合容易产生冲突，并对价值创造产生了一定的消极影响。乔桐和池昭梅（2019）选择 QB 集团的并购案例进行分析，在进行长期绩效和短期绩效分析时发现，企业的长期并购绩效和短期并购绩效变动并不一致，本次并购案件为 QB 公司带来了短期上较好的积极效果，反而长期的并购绩效效果并没有明显的体现出来。李玉芳和李斌（2020）选择了中国的四十多企并购案例为研究对象，采用了因子分析法对案例中的企业进行实证分析，发现总体上来说长期的并购绩效效果在财务指标上的表现优于短期绩效，但是会受到并购规模的影响。

Diego 和 Giampiero（2022）基于意大利公司的跨国并购案例，采用 CEM 和双重拆分法对企业的跨国并购绩效进行分析，结果表明并购后的长期绩效水平明显提升，在此过程中外资所有权对企业的盈利能力提供了一定的正向效应。Marieta D M 等（2021）经过研究制药行业企业并购之后的绩效，发现企业合并后的长期绩效获得一定的提升，在此过程中企业环境的改善产生了积极的正向影响。陶妮（2018）在对八年间的上市公司海外并购案件进行分析时，借用公司的财务数据

进行实证分析,运用综合财务绩效这一指标反映出公司的并购规模和金融条件对海外并购的绩效在第二年产生明显的促进作用。蔡翔和徐正丽等(2021)在研究中国企业进行跨国并购获取先进技术时发现,为了获取更多的市场份额,科技储备更丰富的企业实施并购后,其长期绩效水平提升更明显。

1.3.3 跨国并购绩效评价方法

Wang B 等(2016)在研究企业海外并购后的绩效时,选取了事件研究法来分析海外并购后的短期绩效,通过计算分析企业在资本市场的收益率等相关数据,将并购之后与并购之前的累计收益进行差异对比,从而得出并购绩效的变动情况。宋哲(2023)在研究连续并购案件时,运用事件研究法来对企业的短期绩效进行衡量测度,结果表明本次连续并购对该企业产生了并不理想的市场反响,以此提出了几点建议。杨雄辉(2021)对数千起并购案件的绩效变化开展研究时,选用事件研究法对并购活动的短期绩效进行测量,通过大量数据进行实证分析发现并购一定程度上为企业带来了可观的绩效效果。

Sidney(2020)在对美国企业十二年里的并购案例进行并购的长期绩效研究时,采用会计指标的评价方法。Mehrotra 和 Sahay(2018)通过财务指标来对印度并购案件进行绩效衡量,通过财务业绩的变化情况分析印度企业并购之后所遇到的问题和企业经营绩效的影响。金梦等(2023)在研究伊利集团并购威士兰的绩效效果时,选取了相关的会计指标进行对比衡量,运用五年间的财务数据变化对其并购后的各种能力进行分析,发现本次并购案件不仅使得自身的经营能力有所增强,还产生了一系列短期问题。

Hatem、Ahmed 和 Shafei(2015)为了研究影响并购效果的各种因素,选取了十件相关的并购案件运用改良后的平衡记分卡进行分析,最后以此提出提升并购效果的相关建议。Fekry 和 Abdelmoneim(2021)在对埃及非金融公司进行分析时,选取了十二家公司并购前后的四个角度的变化情况进行绩效衡量,发现并购之后的计算分值明显优于并购之前,说明并购活动使得企业绩效进一步提升。朱秀芬(2018)同样采取平衡记分卡模型研究 AL 集团并购 HS 集团的绩效变化,选取了多个维度的指标并赋上了关键数据来衡量,最后认为本次并购为 AL 集团

后续的多次并购提供了财务上和盈利能力上的支持。曹湘平和乔宇（2023）在研究 HR 集团时选取平衡计分卡来对跨国并购的绩效进行系统地分析，从多个角度研究此次并购为 HR 集团带来的好处和问题。

1.3.4 文献简评

经过对国内外学者关于跨国并购文献的梳理，能够发现学者对企业的海外并购案例的动因、绩效成果和绩效评价方法的选取较为关注。

从并购的动因角度出发，学者们在对并购案例进行研究时，其中的动因往往是复杂多样的，许多企业都是根据自身的扩张发展的需要来选取合适的目标和市场，因此具有一定的个性化，较为普遍的动因包括为了实现协同效应和扩充市场份额以及吸取研发技术三个角度。中国企业大多都是基于这三个目的，再根据现实的发展状况来开展相应的跨国并购活动。

从并购的绩效成果角度出发，学者们在考察跨国并购是否带给企业良好的绩效效果时发现，不同的并购案例的绩效变化有好有坏，甚至运用不同的衡量标准对同一个并购案例进行分析时所得出的结论也有所差异，也就是说通过跨国并购的方式来促进企业的经营绩效其结果可能是正向的，也有可能没有明显的效果，甚至对双方企业的发展产生不利的影 响，所以在分析具体案例时，分析绩效效果就需要综合考虑企业经营发展的各个方面的变化，以此来对案例进行科学的评判。

从并购的绩效评价方法选取角度出发，现阶段对企业绩效的衡量方法多样，运用更加普遍的方法是事件研究法与财务分析法。运用事件研究法对企业并购后的资本市场变动情况进行衡量，以此判断海外并购绩效的短期效果比较直观，但是较为片面。在对海外并购的长期绩效进行研究时所运用的财务分析方法需要根据企业自身情况进行对应的调整，同时对该公司并购后的内部管理、外部市场变化情况等无从知晓，难以把握企业整体的发展状况。在选用平衡记分卡衡量海外并购绩效情况时，弥补了单纯选用财务分析法带来的部分问题，同时对公司的非财务角度衡量分析，然而进行综合衡量判断时各指标的权重分配带有部分主观色彩。

本文首先对海信视像的短期绩效变动情况开始分析时运用事件研究法对海信视像并购日本东芝电视后的累计异常收益进行计算，以此衡量资本市场里的投

投资者对本次并购的认可程度,一定程度上借助股市变化反映出跨国并购后的短期绩效效果。随后运用财务指标分析海信视像并购日本东芝电视的绩效,从企业的盈利、运营、偿债和成长能力的几个角度可以清晰直观地了解到海信视像跨国并购日本东芝电视前后共计 10 年的绩效变动情况。参考平衡记分卡的非财务指标选取方式从学习和成长层面、内部流程层面、客户层面等非财务指标角度进行分析,同时综合企业的 EVA 经济增加值来综合分析企业的价值。最后对海信视像并购日本东芝电视的成果进行分析,总结出提高中国家电企业新时代海外并购绩效的相关经验。

1.4 研究方法、研究内容与技术路线图

1.4.1 研究方法

1. 案例分析法

本文次啊用案例分析的方式对海信视像跨国并购日本东芝电视事件的影响进行考察,详细了解双方公司并购的前后的经营状况、国际环境背景、新的变化等,以此来分析跨国并购给双方公司带来了怎样的影响。

2. 文献研究法

对国内外的海外并购文献进行查找阅览,归纳整理出并购案件中的并购动因、并购与整合方式、企业绩效评价方法等,总结出不同并购事件的共性和区别,以此对海信视像并购日本东芝电视的事件进行研究,更加全面地对此次跨国并购的绩效进行衡量判断。

3. 定性与定量相结合法

在对海信视像并购日本东芝电视事件的绩效进行定量分析时选取事件研究法计算海外并购事件的短期绩效效果,选取财务指标法和 EVA 值衡量海信视像绩效并购后的长期变化情况。为了充分了解海信视像本次并购后的非财务绩效效果,采取定性与定量相结合的指标衡量体系进行更加全面的研究。从各个角度计算出海信视像海外并购的绩效,综合分析并购事件给海信视像带来的成果和问题。

1.4.2 研究内容

第一，引言。对此次并购案例的研究背景、意义、目的与文献综述进行论述说明。从海外并购的动因和评价方法等角度对国内外跨国并购案件的绩效研究成果进行整理分析，并基于此对本文研究的主要内容进行简要说明。

第二，相关概念和理论基础。解释了文章所涉及的两点概念和三个相关理论，在此基础上对并购案件进行分析。

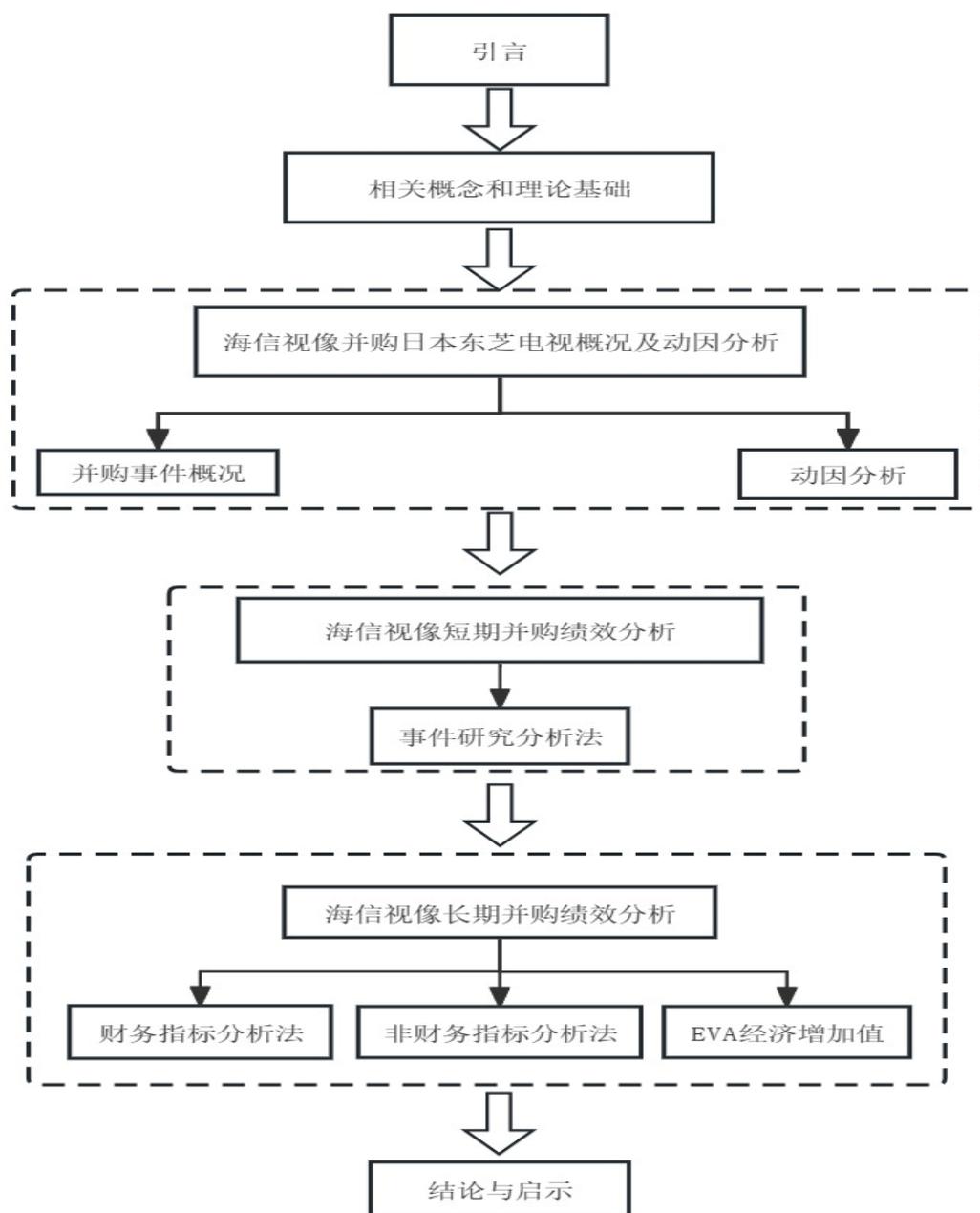
第三，海信视像并购日本东芝电视概况及动因分析。先是对本次并购概况进行简介，包括海信视像和日本东芝电视的简介、并购相关的背景和并购流程、并购的选择依据、并购的潜在风险、并购的差异应对，最后从三个角度分析此次并购的动因。

第四，使用事件研究法分析并购案的短期绩效，研究本次并购事件对海信视像并购之后的资本市场的影响状况。

第五，选取平衡记分卡的相关指标对海信视像的财务指标和非财务指标进行分析，以及运用 EVA 经济增加值来测算企业的价值创造效果。

第六，对海信视像并购绩效的分析结果进行总结，得出家电行业进行跨国并购的经验启示。

1.4.3 技术路线图



1.5 创新点与不足之处

1.5.1 创新点

本文不仅对海信视像资本市场价值变动情况进行分析,同时还采用财务指标

和非财务指标对其长期绩效效果进行多角度评价，并选取 EVA 值来考察海信视像的价值创造能力。如今，基于海信视像海外并购日本东芝电视案件的并购绩效分析文献不多，除了采取事件研究法和长期绩效两个角度，再加上 EVA 经济增加值来综合判断并购绩效效果，在一定程度上增添了创新要素。

1.5.2 不足之处

在进行并购绩效研究时，可以选取的衡量指标复杂多样，参考了查阅的相关文献之后，本文采取了最具代表性的并与海信视像行业相适用的部分指标，分析角度存在局限。

2 相关概念和理论基础

2.1 概念界定

2.1.1 跨国并购

并购是指企业为了实现某些经营发展和战略布局的目的,将其他同样为获得经营发展益处的企业合并起来,由其中一方做主导,通过支付相应的经济代价来依法拥有对方公司足额的资产,股权,控制权等。跨国并购则是涉及多个国家企业的一种并购方式,依据并购对象的行业可以划分成横向并购和纵向并购以及混合并购,同时还能依据并购双方意愿、并购手段、支付方式等进行划分,除此之外,规模型并购、功能型并购则是按照并购的动因进行划分的类型。跨国并购是在国际贸易不断发展的基础上所产生的,最初的跨国并购是为了更快更好的占据目标国的市场份额,提升自身产品的国际市场占有率而获取更多的利润,随着跨国并购理论不断完善和企业进行跨国并购的次数不断增多,跨国并购的目的便丰富起来,不再单一地为获取自身产品在目标国和海外市场的竞争优势,还为了实现企业扩大发展的规模效益,降低企业组织管理和进行国际商务活动所产生的交易成本,获得更多企业生产经营所需的多种资源等。

在进行跨国并购前要制定明确的战略,明确目标市场、领域和国别风险,建立专业的海外并购团队,涉及法律、财务、市场等领域的专业人才,能够为并购项目提供全方位的支持和指导。还需进行严格而全面的尽职调查,包括对目标企业的财务状况、市场竞争力、管理能力等进行评估,以及对合作伙伴的声誉和商业行为进行核实。同时基于企业的需要和经营基础,选择恰当的融资方式,确保资金来源的稳定和可持续性。最后根据双方企业的本土文化和公司管理方式、经营理念等来调整整合优化的策略,实现协同效应的最大化,促进企业的国际化发展。在并购过程中应时刻保持着对企业之间的权力利益分配,发展战略和管理方案冲突的警惕,对与跨国并购所涉及的商务活动相关的经济政策和法律问题提前做好准备,面对国际间的政治、文化的差异做好预案。

2.1.2 并购绩效

在企业并购完成之后，随着企业之间经营管理和资源流通上的整合优化，将会带来一系列的效果和影响，不仅涉及到产业结构的变化、社会福利影响的社会绩效，还对企业自身的价值和经营管理与发展产生一定影响，而本文主要研究的则是关乎企业价值和经营管理与发展的微观层次绩效。关于并购绩效的指标衡量方式通常分为财务绩效指标和非财务绩效指标，也可以分为短期绩效和长期绩效，而主要研究的内容涵盖面广泛，涉及财务报表中的收益、资产、成本、负债等相关数据，也包括产品在市场中的份额、认可度与满意度等，还有企业的发展战略的是实现效果等。并购绩效指标的选取需要基于企业主要涉及的行业和管理模式，这样才能使分析出的结果更加契合企业并购为自己发展所带来的价值和效果。本文选取了使用较多的衡量方法中的事件研究法，财务与非财务指标法以及EVA经济增加值，并根据海信视像特点经营状况进行相应的调整，分析海信视像在跨国并购日本东芝电视后对其经营绩效所产生的影响。

2.2 理论基础

2.2.1 协同效应理论

在公司内部，由多个员工分工明确组成一个合作团体，面对日常工作和项目的实施，成员之间的紧密协作能够让整体工作的效率得到明显的提高，在一定的条件内，团队与团队之间的合作同样能够得到这样的效果。将合作主体扩大到部门与部门之间，就像销售与生产部门，研发与市场部门的合作等都实现了各自效益的优化，由于各自特色优势和欠缺得到有效互补，使得企业整体价值创造实现最大化。这样取得进步成果的方式放在企业与企业的并购之间，所产生的对涉及企业内部管理，经营方式，成本优势，战略布局等的有益影响也就是协同效应。从影响路径进行划分，一般来说划分为以下三种影响路径。

首先使从企业管理角度来解释的管理协同效应，在企业发展到一定程度时，单纯的收益和利润的提高并不能完全满足企业扩大经营发展的需要，内部管理的方式、手段和管理理念都要根据企业现有的状况进行调整和优化。通过并购其他公司所带来的资源调配手段和管理经验可以提供一定的参考价值，同时自身与管理相关的资源也能促使被并购的公司进行整合优化，使得双方降低管理成本并且

提高一定的经营管理效率。其次是从企业生产经营的角度来说明的经营协同效应，主要作用在主营产品生产效率上，提升企业的价值创造和收益效率。人力资源、原材料供应、生产规模和技术水平都是重要的影响因素，并购双方所具备的资本资源优势与劣势在整体上进行优化互补，通过规模的扩大和运用资源效率的提升来实现更多的收益价值。最后是根据企业的财务情况来说明的财务协同效应，为使企业自身的财务状况足以支撑未来的扩大发展，充足的资金资本储备和不断完善的操作方式是必不可少的。通过获得更多的收益润和节省税务支出、交易费用等手段，可以让企业经营活动承受更少的资金流转压力，并购将会对债务比更低的企业的偿债能力在财务上提供一定的改善效果，减少因财务困境和经营困境所带来的破产风险。

2.2.2 技术创新产业升级理论

二十世纪末，发展中国家的对外投资总量不断提升，通过对外投资逐渐加快跟上发达国家的步伐，融入经济全球化的浪潮之中，其中发达中国家的企业向发达国际进行跨国投资的趋势也不断上升，坎特韦尔（Cantwel）与托兰惕诺（Tolentino）在二十世纪九十年代所提出的技术创新产业升级理论便是为解释这一现象的理论之一。发展中国家要实现经济发展跟上甚至超过国际经济水平，产业升级所需的新型科研技术和相关资源配置的优化升级必不可少，没有先进技术要素的支持，企业就难以更加快速有效地扩展，产业的调整升级将会受到阻碍。获取发达国家企业所拥有的新型技术和研发经验是提升本国技术水平的重要渠道，进行跨国并购是有效手段之一，吸收目标技术调整资源配置，规避地域限制和风险，实现融合发展。

2.2.3 跳板视角理论

随着全球化不断深入，新兴市场里的企业不仅面对本土竞争对手，还要与国际成熟企业在本土竞争，企业想要更好地适应市场环境的变化并保持发展态势，就需要通过国际化扩张补足自身的经营短板并在国际市场站稳脚跟。Luo 和 Tung 在 2007 年首次提出跳板视角的理论来解释这一现象，该理论认为许多发展中国家的新兴市场企业由于受到市场发展不成熟、制度限制等影响因素，在全球的竞

争中天然处于弱势地位，而通过跨国并购相对成熟市场中的企业这一“跳板”，就能够有效地改善自身作为国际竞争的后来者的各种劣势，快速地适应国际市场的需求和变化，抓住更多的发展机遇。但是这种跳跃式地扩张方式让企业承担了更多的风险，容易遇到财务危机、治理危机、文化冲突等问题，这就对新兴市场企业自身综合实力提出了更高的要求，国际化经营经验、专业知识等都是必不可少的。

跳板视角理论对企业并购目的进行分析时，认为企业是根据自身的长期发展战略，快速获取需求的资源和机会，逐步消化整合来达成现阶段战略目标。一方面，对于以资源寻求为导向的并购，实体和无形资源都是企业获取的目标，不管是研发人才、生产的硬件设施和设备，还是国际经营经验、先进科技、品牌价值和国际市场渠道等都能为新兴市场企业提升硬实力，在国际市场上拥有立足之地；另一方面，对于以机会寻求为导向的并购，新兴市场企业往往会根据目标市场的需求、制度等环境，通过并购来的企业原有属性，比如品牌文化认同、地理制度距离等，以低成本高效率的合作方式开发目标市场。

3 海信视像并购日本东芝电视概况及动因分析

3.1 并购事件概况

3.1.1 并购双方简介

1. 并购方海信视像简介

(1) 公司概况

海信集团旗下的海信视像科技股份有限公司自 1997 年上市至今，已经成为中国黑色家电行业的领军企业之一，持续六年位居 BrandZ 中国的全球化品牌的前十强，在 2022 年已经成为了国内黑色家电最具代表性的品牌之一。海信视像将“技术立企”作为企业的发展思想，以用户至上作为企业的核心价值观，在显示行业全力发展，涉及相关产品的研发、生产和销售等各个环节。其主要产品有激光电视、ULED 电视、海信触控智慧屏、显示器、艺术电视等，涵盖家用、商用、云服务等多个运用场景。

海信视像所拥有的研究发展中心是集合光电器件关键技术国家联合实验室和国际科技合作基地等技术研发基地为一体的产业化中心，已经建成较为完善的研发平台体系，已参与发布三十项国际标准，一百五十六项国家标准，二百三十一项行业标准，同时在全球各洲建有十八个研发中心，例如位于北美的亚特兰大研发中心，位于欧洲德国杜塞尔多夫的海信欧洲研发中心有限公司。

(2) 公司发展状况

海信视像以成为世界一流的多场景系统显示解决方案提供商为发展目标，将“大显示”作为产品推广核心，以技术创新为驱动，并以此构建适应新型发展环境的 1+（4+N）显示产业的整体布局，促使各类细分产品相互协同发展。也就是以海信视像的重要业务智慧显示终端为主体，创新开拓相互关联的新显示新业务。具体来说，新显示新业务以四个新型业务为核心，也就是激光显示、商用显示、云服务、芯片这几个板块，延伸发展出多项关乎新型显示的运用成果，比如基于互联网发展的虚拟现实显示、在驾驶场景中针对舒适安全而优化的车载显示、运用于各类场景的智能广播级专业监视器等。其中智慧显示终端是海信视像的基本盘，其主营业务收入达到了 352.59 亿元，在中国境内比去年增加了 1.89%，毛利

率同样增加了 3.45%。

表 3.1 海信视像 2020 年-2022 年主营业务情况（单位：万元）

项目	2020	2021	2022
智慧显示终端	3127379	3780617	3525929
分产品			
新显示新业务	326375	460061	463502
其他	82946	71128	65472
分地区			
国内	1596259	1968983	2000308
国外	1940441	2342823	2054596

数据来源：根据企业年报整理

在海信视像全力开拓下，国内国外市场中已经加深了海信电视“电视行业领导者”、“显示技术领先”等品牌形象。在国内，不断优化产业格局，推动行业高质量发展，从企业年报中可以看出，到 2022 年海信视像的电视产品的零售量以及零售额的市场占有率在国内都排名第一，零售量市场占有率升至 23.9%，同比提高 5.1 个百分点，零售额市场占有率同比提升 4.7 个百分点至 25.6%。与此同时，海信系电视在国际市场的营业状况同样亮眼，在南非、澳洲、美洲市场份额均有提升，在西欧多国市场均已发展为行业中的一流品牌。

2.被并购方日本东芝电视简介

（1）公司概况

东芝集团自 1875 年创立至今已有百年多的历史，是世界级大型综合电子电器企业集团之一，曾与松下和夏普并称为日本白色家电三巨头，涉足半导体、能源、基建等众多领域，在黑色家电行业里，东芝集团率先推出了彩色显像管电视机，这是在日本问世的第一台同类型电视，因此被称为日本的彩电之父，经过多年技术突破与发展，公司规模日益扩大，在 1973 年，与电视相关的显示类产品的研发生产业务转由其旗下的全资子公司东芝映像解决方案公司负责，简称东芝电视。

东芝电视背靠日本商业科技巨头东芝集团，资金充沛，研究设施完善，并拥

有世界顶尖的科研团队，取得了大量科技成果，比如推出的采用十一种集成电路的彩色电视机为全球第一款大型集成电路化类型的电视，生产出全球第一款超驱动液晶电视机，发布世界第一款 56 英寸裸眼 3D 液晶电视，在显示画质、信号处理器以及控制芯片等显示的相关领域内具备浑厚的科技研发实力。

（2）公司发展状况

从二十一世纪开始东芝集团的状况频出，多倍溢价收购核电业务之后再遇核泄漏事件，投资决策失误造成财务危机，电脑业务低迷决定开始全球裁员，公司内部经营管理方式与理念出现严重问题，直到财务造假问题突然曝出，公司生产经营状态严重恶化，其净资产与净利润已经出现大额亏损，负债已经高达 45452 亿日元。受总公司的负面影响，东芝电视的也出现财务危机，资产总额仅有 14 亿元，而负债却高达 21.2 亿元。为了东芝集团自身的存活发展，最终东芝电视也得到与传感器、医疗系统、存储器等业务一样的被并购的待遇。

在 2017 年之前，东芝电视的主营业务逐年下降，不过其产品质量与品牌认可程度依旧保持较高的水平，在日本电视市场的占有率稳居前列，2016 年末其营业收入为 27.02 亿元。

3.1.2 并购背景与并购流程

1. 并购相关背景

在家电下乡，经济补贴，推动产品进出口等政策的大力支持下，中国家电企业迎来了发展的高光时期，其中黑色家电行业较为亮眼。工信部发布的调查公告显示，2016 年中国生产的彩电已经达到 15770 万台，与 2015 年相比增幅高达 8.9%。依照 IHS-M 的估算报告中的全球电视总制造量 25000 万台，中国的电视产量已经接近全球产量的三分之二，当年 TCL 更是以 2020 万台的制造量成为首个突破二千万台制造量的中国品牌。此时的中国仍然是国际彩电产品的最大市场，零售总量已然达到了 5089 万台，相比去年增长 7.8%。但是国内的消费市场早已呈现出需求疲软，愈渐饱和的趋势，中国家电企业开始加速布局海外的步伐，开拓海外市场成为了家电企业全球化发展的重要一步。并购则是企业解决陌生市场、政策阻碍、不受国际消费者认可等问题的有效手段。自美的收购埃及 MIEACO 公司，中国家电企业跨国并购的热潮随之而来，海尔、TCL、创维、格力以及海

信集团均开始了国际化并购布局，海信并购开始的前一年，中国的彩电品牌产品的出货量已经高达全球的市场份额的三分之一，同比增长 3.2%。

海信视像在加大全球品牌建设投入，加速国际化进程中已经打下一定的基础。通过收购夏普的美洲电视业务、在美国发布自主品牌高端产品、赞助全球顶级赛事等获得了一定的成果，在 2016 年其电视出货量和高端电视产品销量均挤入世界前三，被视为全球高端电视行业中的三强品牌。此时东芝集团已然开始出售旗下子公司，其中东芝电视的优势产品正是在高端市场持续发力的 OLED 电视，这种电视在 2017 年全年出货量超过 140 万台，同比增速高达 100%。OLED 显示技术正是海信视像未来技术发展的重要一环，同时东芝电视品牌渠道也是海信视像想要进入日本市场和欧美市场的重要途径。

2. 并购流程

在得知东芝集团准备将东芝电视相关业务转让出售后，海信视像便将东芝电视能否作为国际化战略方案中重要一环来进行全方位审核考量，在经过管理层与董事会的多次商讨，决定收购日本东芝电视。随后与日本东芝电视达成初步协议，以 7.98 亿元自有资金持有日本东芝电视的绝大部分股权，同时获得该公司的 40 年全球品牌授权和商标许可，涉及欧洲、东南亚市场等地区。基于双方约定和相关制度条件的基础，确认交割条件全部满足，随后海信视像在交割日支付半数并购总价的金额，用电汇方式将资金支付到双方指定的共同管理的账户，而还未交割的资金将用电汇支付的方式交付给日本东芝集团的所指定的银行账户。

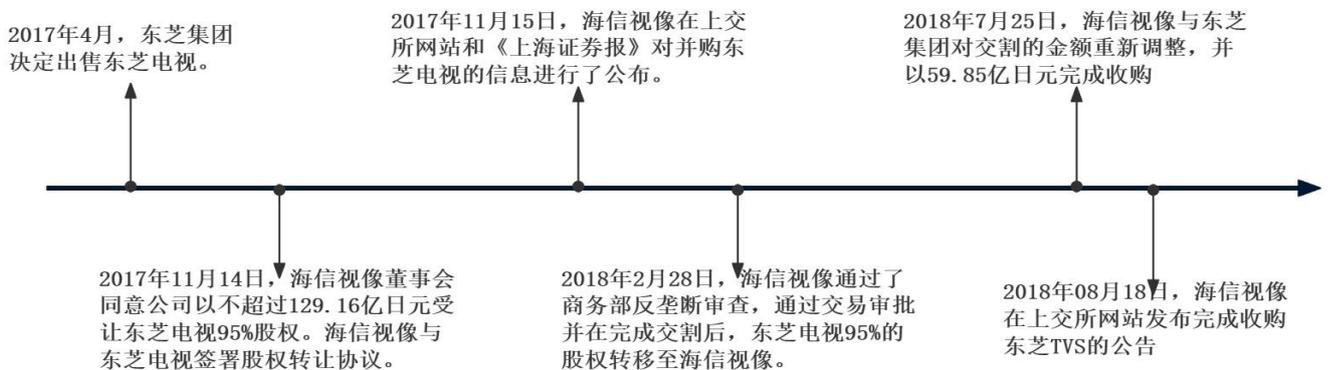


图 3.1 海信视像并购事件流程图

在所涉及的证券网站正式发布收购公示之后，再次与日本东芝对交割金额进行商讨，经过调整之后交割金额暂定为 4.53 亿元，此时已经获得审批并通过商务部的相关审查，满足双方的交割条件，股权发生转移。直至交割完成时，海信视像仅以 3.55 亿元完成款项支付，此次收购全部实施完毕。

3.1.3 并购的选择依据

在激烈的国内市场竞争中，海信视像逐步确立了“大头在海外”的国际化战略和“技术立企、稳健经营”的发展理念，海信视像在后续的发展过程中围绕着这两个核心进行策略的制定，本次海信视像跨国并购日本东芝电视也是参考这两点所决定的。

对于海信视像来说，一方面，海信视像已经多年投身于推进企业的国际化，曾收购了夏普的美洲电视业务等，已经具备了跨国并购的相关经验和基础。海信视像在国际市场中选择了以欧美两洲为主要目标，需要在欧美市场提高品牌的知名度并加大品牌的市场占有率，仅仅依靠在美国发布自主品牌的高端产品和赞助全球顶级赛事所产生的效果还有所不足；另一方面，海信视像秉承“技术立企、稳健经营”的理念，重视技术与人才的积累，发挥经营优势并对劣势进行相应的调整。海信视像的技术研发方向为激光显示技术、ULED 显示技术与显示芯片，海信视像自身已经具备了许多显示科技研发的基础和实力，但随着国际高端市场进入标准的提高和人们对产品的质量品质的要求不断提高，对海信视像的技术更新速度提出了更高的要求。同时海信视像在经营过程中积累了许多优质的产品生产线，形成了较大的规模而获得较低的生产成本和大量的产品，但受限于国内市场的饱和，自身的经营发展速度已经明显放缓，资金成本和经营成本逐步扩大，需要及时进行调整。

对于日本东芝电视来说，面对公司的信用危机和资不抵债的高额债务，日本东芝电视已经无力自行调整从而回到正常的经营状态，为了解决东芝集团和东芝电视的问题，被并购是快速有效的调整手段之一。东芝电视的经营主要面对两个问题，一是背负高额负债，二是生产经营成本不断增加，因此东芝电视急需充足的资金和有效的管理方案来调整自身的经营状态。不过东芝电视也具备着许多显示行业的优势，其优势产品 OLED 电视在国际高端市场备受欢迎，配套技术已经

成熟，中分区算法、画质增强与信号处理等芯片研发技术较为先进，此外日本东芝电视的产品在欧美市场拥有一定的品牌知名度，产品的供应渠道和销售渠道遍布国际市场。

对比双方发展的状况、所需解决的问题和发展方向来看，并购日本东芝电视符合海信视像发展战略，能够解决海信视像所面临的国际化、技术更新、经营效率上的问题，理论上可以在显示行业拥有更加亮眼的表现，在后续的分析中将根据海信视像的短期和长期经营数据和发展状况来判断本次并购的实际效果。

3.1.4 并购的潜在风险

在对日本东芝电视并购之前，海信视像委托了专业团队对日本东芝电视进行实地调研，针对日本的法律政策和社会文化等以及东芝电视的财务能力、实际经营状况等展开较为详实的调查记录，分析出并购日本东芝电视面对的问题和风险，并预估出解决这些问题所需要的成本，以及对海信视像国际化经营所造成的影响。

想要实现并购东芝电视价值的最大化，必须有效地避免并购交割对海信视像正常经营的影响。对此，海信视像聘请了专业的事务所对东芝电视的财务以及资产进行了审计调查，计算出实际的资产价格和负债水平，以此制定并购的交割价格。同时根据东芝电视 2016 财年相关数据占海信视像 2016 年经审计数据的比例计算，其资产规模、营业收入占比仅分别为 6.14%和 8.49%，估计对公司整体影响不大，但资产负债将使海信视像的资产负债率水平相应上升，简单测算资产负债率将从 40.02%上升至 46.52%。

在与东芝电视的洽谈过程中，为避免估值过高、汇率波动等风险，确立了于交割日将 50%购买价格的金额以电汇方式支付至共管账户，将剩余资金以电汇方式支付至转让方指定帐户的支付方式，约定了双方将根据交割日的交割报表数据对购买价格进行调整，从最初的 129.16 亿日元调整到 76.82 亿日元，最终调整为 59.85 亿日元，为海信视像节省了大量的资金成本。同时，海信视像公示的年报中显示，2017 年海信视像的货币资金持有量高达 27.94 亿元，占总资产的比重高达 11.37%，虽然交割价格的 59.85 亿日元（约人民币 3.55 亿元）仅是货币资金的 12.7%，也有可能给海信视像经营所需的现金流造成一定的压力，因此在后续的分析中将根据海信视像的长期绩效数据变化来判断并购交易的后续效果。

3.1.5 并购的差异应对

收购流程完成之后，海信电视的市场占有率在世界的排名达到前三位，想要再次提升海信视像国际化发展的程度，必须迅速着手与对日本东芝电视的整合与优化。对日本东芝电视的实地考察调研后发现，受本土特色企业氛围的影响，该企业的日式管理模式与海信视像的经营管理理念和制度具有较大的差异。东芝企业管理氛围处于高压状态，下属不能丝毫违背上级命令，核心管理层大多为不愿接受国际化企业管理模式的本国居民，终生雇佣制以及偏向主观的绩效考核制度难以维持企业的国际化发展。由于企业文化的巨大差异，海信视像难以进行大幅度的快速改革。因此为取得日本东芝电视员工的基本认可而决定保留大部分职员，管理岗位仍然以本土人员为主体，海信视像外派部分管理职工与东芝电视联合管理，通过逐渐磨合来消除企业管理理念的隔阂。

确立日本东芝电视的主要发展目标为成为世界级专业、高端的电视品牌。在并购之前，东芝电视的研发团队也受到管理制度与理念的束缚，为了转变东芝电视盲目崇拜技术创新的科研氛围，打破企业内部的技术隔阂，海信视像开展多项显示及相关技术的交流研讨，同时加大资金和研发生产的扶持力度，以东芝电视品牌旗下的 OLED 和 REGZA 系列具有强竞争力的高端电视打开国内和国际市场，重新打出品牌的国际知名度和认可度，迈出良性发展的第一步。借此将海信映像的品牌形象融入到日本东芝电视由濒临破产向健康发展的转变过程，为更便捷地进入国际市场做铺垫。

3.2 海信视像并购动因

3.2.1 强化经营效率，获取成本优势

在 2017 年海信视像决定开展跨国并购之前，企业的经营发展遇到了瓶颈，国内黑色家电市场对本土产品的消化能力显著下降，同时企业内部的管理能力和效率并没有跟上企业发展的步伐，无法驾驭不断扩大经营规模。于此同时日本东芝电视上游基础资源成本的日益提高，生产加工等环节生产附加值逐渐降低，生产经营难以为继。

日本东芝电视与海信视像的产业有很好的互补协同效应。日本东芝电视作为老牌电视行业企业，其经营管理经验与技术正是海信视像面对经营困境所急需的，通过并购整合可以很好的解决制约海信视像发展的内部因素。虽然东芝电视产品生产的人力成本与资源获取成本相对过高，通过并购利用海信视像本土成本优势和规模效益以及其名下南非与东南亚国家的低成本生产工厂，不仅解决了东芝电视品牌产品的生产问题，强化了旗下产品丰富度，还使海信视像进一步了解吸收其优势产品的相关技术，为自身技术研发和创新起到促进作用。除此之外，海信视像通过并购还能吸收兼并东芝电视所独有的供应渠道与全球销售网络，以此减少开拓全球市场的潜在风险，有效降低交易费用。跨国并购不只是让海信视像的资源运用能力大幅提升，增强了双方的生产效率，还实现更高水平的价值创造，提高了双方的市场竞争力和盈利能力。

3.2.2 新技术的融合与发展

核心技术是企业发展的关键要素，只有不断发展、更新自身的技术，才能在日渐激烈多变的市场环境中创造所独有的竞争优势，吸纳其他企业的新技术是充分发挥自身优势的有效手段。在黑色家电行业领域里，显示类的核心技术创新迭代是企业持续良性发展的基石。在经历多次显示科技发展方向的转变后，为避免同行业 CH 公司核心技术重点研究方向不适应市场需求的决策事故，海信视像采用了从以激光显示技术为发展重点，在 LED 显示技术基础上进行 OLED 显示技术和 ULED 等核心显示技术的发展方案。

在并购完成之前，海信视像已经拥有一定的显示科技经验成果基础，在激光显示的产业领域获取了四百多项重要专利技术，显示的画面质量从一开始的 2K 升级至 4K 最后成果提升为双色 4K，实现了技术水平的巨大提升，但在大尺寸电视市场上，国外合资品牌仍然保持着垄断地位。此次并购可以将东芝电视的 OLED 显示技术中分区算法、画质增强与信号处理等芯片的相关研发经验吸收消化，从而深入研究及突破，并为自身激光显示技术发展和 ULED 显示技术的研发提供有益帮助。2018 年在激光电视领域成功获取七百多项产品技术专利，其自身的核心专利数量、质量还有旗下的产品类型和覆盖率，都位于激光电视的行业中的前列，并在激光电视中 80 寸及以上的市场占有率提升至 53.76%，改变了大

屏电视的市场格局。

同时在芯片领域中，依据画质处理技术以及屏端驱动芯片的研发生产经验累积，而创新研发出超高清级别的画质处理芯片，也就是“信芯 H3”。它将整合吸收后的相关算法和图像处理技术相结合，使显示画面质量的对比度和色彩等进一步强化升级，使海信视像的芯片产品的研发生产不再过度依靠引进国外的相关产品。另外，海信视像借机优化自身的 ULED 技术，为发展新型前沿技术如 Mini LED、Micro LED、互联网智能技术等做铺垫，在逐渐激烈的竞争快速发挥出先进的科研技术的资源优势，让海信视像在显示行业中始终保持着引领者的角色。

3.2.3 实施全新战略布局，全力开拓海外市场

在海信视像夯实国内电视领域龙头地位的同时，早已将发展的目光转向海外市场，公司持续多年增添创建全球化品牌的力度，多次采用海外并购与资本投入等手段，促进企业国际化发展的步伐不断加快，实施国际化战略。自 2015 年开始，海信视像着手于强化全球知名品牌形象的打造，为加快拓展以欧美两洲为主要目标的国际市场，不仅对夏普墨西哥电视工厂进行跨国并购，还通过美国纽约时代广场的发布渠道推出新型 ULED 显示电视，并且于 CES 上推出新型体验式产品——激光影院电视，在海外主要推出高端精品产品，树立自主品牌形象，推动全球市场份额的快速提升。随后通过大力赞助欧洲杯等世界知名活动来不断加强海信视像的品牌影响程度，而决定跨国并购日本东芝电视可以更深层次地提升海信视像大头在海外的国际化经营策略。

中国国内的黑色家电市场产品需求日渐饱和，想要在竞争不断加剧的环境中占据一席之地，缩减经营生产成本降低产品价格是企业最先考虑并实施的事情，不过市场反响和企业经营状况收效甚微。此时的东芝电视拥有深厚的资源底蕴，旗下产品在本土市场长时间保持着优异的销售成绩，而且在国际市场上其品牌的认可程度也远高于国内产品品牌，更容易被国际市场的消费者所接受，在海信视像重点关注的欧洲市场，东芝电视早已深耕多年，其产品质量和运营模式等受到大量客户的认可，并以此积累了许多下游渠道和众多合作商，尤其在法国、波兰、乌克兰等国家，东芝电视旗下产品销量稳居前列。面对日益剧烈的国际市场竞争局势和欧美对中国相关技术审核加强和国际商务活动高额税收，采取并购日本东

芝电视可以有效地解决这些阻碍海信视像国际化扩张的问题,更加便捷有效地加快海外市场的拓展步伐,为提高海信视像在日本和欧美国家的市场占有率带来有益助力。

4 海信视像并购日本东芝电视短期绩效分析

本章采用事件研究法对海信视像跨国并购日本东芝电视的短期绩效进行分析。上市公司在进行并购活动时会在市场的各个领域造成一定程度的影响，而这些影响往往能反映出该上市公司此次并购活动效应如何。在股市中，股票价格的变化能够及时反映出投资者对上市公司的投资态度以及公司的发展状况，因此，通过整理海信视像跨国并购宣告前后的股票变动数据，进行前后对比来评价海信视像跨国并购日本东芝电视的短期绩效状况具有一定的效力。

4.1 模型构建

在对相关文献整理时发现运用事件研究法分析企业并购绩效时通常采用市场模型作为估计手段，因此在对海信视像并购绩效研究时，参考蒋冠宏等学者运用的模型来计算分析企业的累计异常收益率。通过海信视像年报、RESSET 金融研究数据库和上证指数选取相应的数据。

$$R_t = \alpha + \beta R_{mt} \quad (4-1)$$

将上证指数收益率作为解释变量，而海信视像的股票收益率当作被解释变量，以此设置回归模型如上所示，公式里的 R_t 代表的是估计期期间海信视像在第 t 天的实际收益率，而 R_{mt} 代表的估计期内同一天的上证指数收益率。

在研究海信视像跨国并购日本东芝电视事件对其资本市场价值的影响时，通常运用异常收益率进行衡量计算，以此反映股票市值的变化程度，即为代表海信视像第 t 天的异常收益率 AR_t 。将窗口期的上证指数收益率带入上述公式计算出海信视像的预期收益率，然后结合计算出的预期收益率与实际收益率带入公式(4-2)就能计算出海信视像窗口期内的异常收益率。

$$AR_t = R_{it} - R_t \quad (4-2)$$

最后把计算得到的异常收益率进行累加处理算得对应当天的 CAR_t 值，即为累计异常收益率，通过 CAR_t 值来衡量判断海信视像跨国并购事件在资本市场上的短期影响效果如何。

$$CAR_t = \sum AR_t \quad (4-3)$$

4.2 样本的选取及数据来源

4.2.1 选取事件发生日和研究窗口以及估计窗口

分析海信视像并购日本东芝电视的短期绩效，以海信视像在上交所发布公告当日为基点，将前后共计 41 天的收益率数据进行计算整理。2017 年 11 月 14 日为海信视像并购日本东芝电视的公布日期，因此事件日为 2017 年 11 月 14 日，将窗口期选定为并购前后[-20,20]的期限范围，也就是除去节假日等的 2017 年 10 月 17 日至 2017 年 12 月 12 日。由于可能存在与并购相关的其他因素对结果造成影响，因此选定早于事件期的一段时间作为估计期，也就是从 2017 年 5 月 2 日至 2017 年 9 月 29 日，共计 107 天。

4.2.2 样本数据来源

海信视像上市于上交所，相关数据每日均有公示。通过 RESSET 金融研究数据库、公司年报和 Choice 金融终端进行筛选整理，再用 STATA 分析软件进行数据处理，最终得出以下结果。

4.3 实证过程

4.3.1 ADF 检验

通过 stata 分析软件进行 ADF 检验能够有效分辨数据序列是否有单位根的存在。因为进行计算的数据是时间序列，要进一步保证计算模型的可靠性，就需要通过 stata15.1 分析软件对相关数据采取单位根检验，最终检验结果如下。

表 4.1 海信视像收益率的单位根检验结果

	t-Statistic	Prob.
AugmentedDickey-Fullerteststatist	-11.116	0.0000
Testcriticalvalue		
1%level	-3.508	
5%level	-2.890	
10%level	-2.580	

数据来源：根据 stata15.1 计算所得。

根据上述结果显示，海信视像收益率的显著性在 1%和 5%以及 10%水平时，单位根检验的数值为-3.508 和-2.890 以及-2.580 均大于 t 值的-11.116，另外 P 值明显小于 0.05，因此可以表示海信视像的数据序列能够成为平稳序列。然后将上证指数收益率相关数据录入分析软件进行 ADF 检验，stata15.1 分析软件的检验结果如下。

表 4.2 上证指数收益率的单位根检验结果

	t-Statistic	Prob.
AugmentedDickey-Fullerteststatist	-9.813	0.0000
Testcriticalvalue 1%level	-3.508	
5%level	-2.890	
10%level	-2.580	

数据来源：根据 stata15.1 计算所得。

根据上述结果显示，上证指数收益率的显著性在 1%和 5%以及 10%水平时，单位根检验的数值为-3.508 和-2.890 以及-2.580 均大于 t 值的-9.813，另外 P 值明显小于 0.05，因此可以表示上证指数的数据序列能够成为平稳序列。

4.3.2 回归分析

利用 stata15.1 统计软件对 (4-1) 公式进行回归分析，计算结果如下表所示。

表 4.3 stata15.1 回归估计结果

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X	1.131896	.3013964	3.76	0.000
C	-.1043723	.1593658	-0.65	0.514

数据来源：根据 stata15.1 整理所得。

将结果带入回归方程可得：

$$R_t = 1.131896R_{mt} - 0.1043723 \quad (4-4)$$

把窗口期期间的海信视像收益率、上证指数收益率相关数据带入(4-4)中,计算得到海信视像资本市场中的预期收益率和异常收益率以及累计异常收益率。依照本次跨国并购案件的窗口期期间的上证指数收益率,带入上述方程中计算出海信视像的预期收益,在此基础上计算出相应的异常收益率以及累计异常收益率,最终结果如下表 4.4 所示。

表 4.4 并购事件期间海信视像的预期收益率、超额收益率、累积超额收益率(单位:%)

日期	窗口期	实际收益率	预期收益率	超额收益率	累计超额收益率
-20	2017-10-17	2.4683	-0.31979	2.788088	2.788088
-19	2017-10-18	1.3672	0.223008	1.144192	3.93228
-18	2017-10-19	-2.4406	-0.49335	-1.94725	1.985031
-17	2017-10-20	1.2508	0.1803	1.0705	3.055531
-16	2017-10-23	4.4863	-0.03566	4.521964	7.577495
-15	2017-10-24	-0.1245	0.148367	-0.27287	7.304628
-14	2017-10-25	-0.4361	0.184588	-0.62069	6.683941
-13	2017-10-26	-0.6884	0.251154	-0.93955	5.744386
-12	2017-10-27	-1.7643	0.20273	-1.96703	3.777356
-11	2017-10-30	-3.0789	-0.98143	-2.09747	1.679883
-10	2017-10-31	0.2647	-0.00406	0.268761	1.948643
-9	2017-11-01	-3.1023	-0.01862	-3.08368	-1.13504
-8	2017-11-02	0.0681	-0.52444	0.592545	-0.54249
-7	2017-11-03	-1.838	-0.4913	-1.3467	-1.8892
-6	2017-11-06	1.8031	0.447187	1.355913	-0.53328
-5	2017-11-07	1.7711	0.744192	1.026908	0.493625
-4	2017-11-08	-1.3387	-0.04185	-1.29685	-0.80322
-3	2017-11-09	1.7639	0.304394	1.459506	0.656286
-2	2017-11-10	-0.1333	0.056721	-0.19002	0.466264
-1	2017-11-13	6.4085	0.395605	6.012895	6.479159

续表 4.4 并购事件期间海信视像的预期收益率、超额收益率、累积超额收益率(单位: %)

日期	窗口期	实际收益率	预期收益率	超额收益率	累计超额收益率
0	2017-11-14	-2.3839	-0.70474	-1.67916	4.799998
1	2017-11-15	0.4499	-0.99627	1.446169	6.246167
2	2017-11-16	4.4146	-0.21329	4.627893	10.87406
3	2017-11-17	-1.1642	-0.64856	-0.51564	10.35842
4	2017-11-20	-0.8679	0.2132	-1.0811	9.277322
5	2017-11-21	1.7511	0.499509	1.251591	10.52891
6	2017-11-22	-2.0283	0.558291	-2.58659	7.942321
7	2017-11-23	-5.9598	-2.69603	-3.26377	4.678555
8	2017-11-24	0.6671	-0.04013	0.707228	5.385783
9	2017-11-27	-1.5242	-1.17055	-0.35365	5.03213
10	2017-11-28	0.7402	0.284957	0.455243	5.487374
11	2017-11-29	1.002	0.038403	0.963597	6.450971
12	2017-11-30	0.5291	-0.80543	1.334531	7.785502
13	2017-12-01	-1.4474	-0.08973	-1.35767	6.427836
14	2017-12-04	-2.0694	-0.37728	-1.69212	4.735719
15	2017-12-05	0.3408	-0.30763	0.648431	5.38415
16	2017-12-06	-1.2908	-0.43706	-0.85374	4.530414
17	2017-12-07	-2.2712	-0.85728	-1.41392	3.116494
18	2017-12-08	0.8451	0.516161	0.328939	3.445434
19	2017-12-11	1.4665	1.003553	0.462947	3.90838
20	2017-12-12	-1.6518	-1.51429	-0.13751	3.770867

数据来源: 根据 RESSET 金融研究数据库数据和 Excel 表计算整理得出

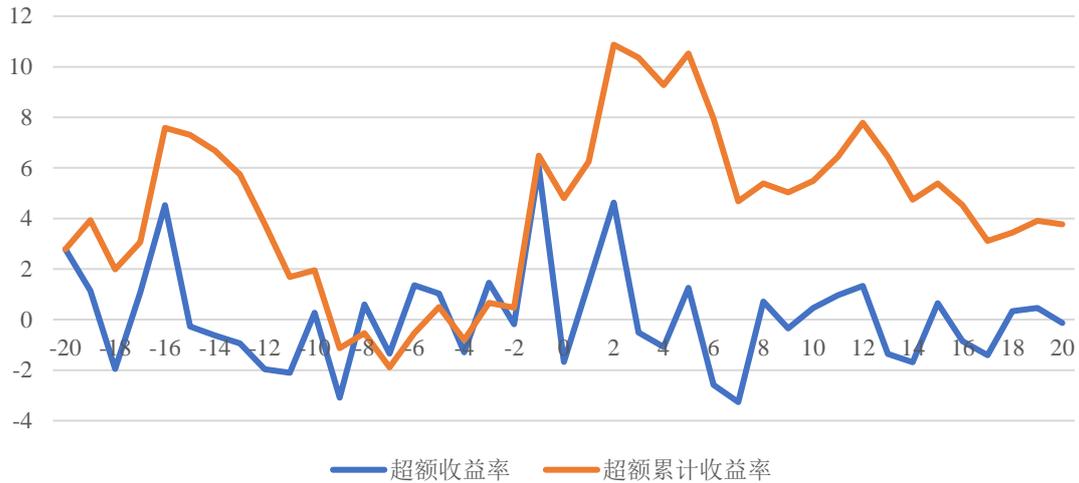


图 4.1 海信视像超额收益率 AR 值与累计超额收益率 CAR 值趋势 (单位: %)

数据来源: 根据 RESSET 金融研究数据库数据和 Excel 表计算整理得出

从并购期间海信视像的异常收益率趋势图可以看出, 海信视像的超额收益率总体上围绕着 0 值上下波动, 从 $t=-9$ 开始到公告期前, 超额收益率呈现逐步上升的趋势, 并且在公告日前后到达最大值 6.012895%, 说明市场提前有了一定的反映。

由以上图表可得, 在整个事件期内, 累计超额收益率有 16 天为正值。在 $[-10,0]$ 区间, 累计超额收益率围绕超额收益率值上下波动, 但从宣告日开始, 累计超额收益率大幅震荡快速上升并在 $t=1$ 时达到最大值 10.87406%, 在 $t=5$ 时开始表现出逐渐下降的趋势, 但与超额收益率的值相比还是高出许多, 说明在并购后的一段时间内投资者对于此次并购消息保持乐观的态度, 资本市场对海信视像并购日本东芝电视的消息表现出积极的反映。不过随着时间的推移, 累计超额收益率的逐步下降说明随着并购的热点冷却, 投资者也冷静下来, 理性处理海信视像的投资活动。

为了验证上述累计超额收益率的结果是否准确, 运用 T 检验对累计超额收益率进行验证, 将其与 0 值的差异进行比较, 查验 CAR 值是否具有显著性。结果如表 4.5 所示。

表 4.5 海信视像并购日本东芝电视 CAR 的 T 检验结果

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
CAR	41	4.386248	.5099583	3.265326	3.355584	5.416912
mean = mean(CAR)					t = 8.6012	
Ho: mean = 0					degrees of freedom = 40	
Ha: mean < 0			Ha: mean != 0		Ha: mean > 0	
Pr(T < t) = 1.0000			Pr(T > t) = 0.0000		Pr(T > t) = 0.0000	

数据来源：根据 stata15.1 整理所得。

根据表 4.5 的检验结果可以看出，累计超额收益率通过了 T 检验，累计超额收益率与 0 显著，上述数据结果有一定的说服力。

4.4 本章小结

本章分析海信视像跨国并购事件的短期绩效效果，首先以海信视像在上交所发布公告当日为基点确定了共计 41 天的事件期，选取早于事件期的一段时间作为估计期，共计 107 天。其次对选取的海信视像收益率和上证指数收益率进行单位根检验，结果表明选取的数据可以看作为平稳序列。再次，从数据处理之后的结果能够看出，海信视像的累计超额收益率快速上升，5 天后上涨趋势逐渐放缓，随后逐渐下降，但是与超额收益率的值相比还是高出许多，这表明在资本市场上海信视像的价值在短时间内有实现快速增长，股东权益也随之增长，但随着时间推移，海信视像的价值逐渐平稳下来，趋近于市场预期价值。最后运用 T 检验确认数据结果的准确性，对累计超额收益率进行检验，结果显示 T 值显著大于 0，进一步说明海信视像此次跨国并购活动的短期绩效具有一定的正向效应。

5 海信视像并购日本东芝电视长期绩效分析

在上一章中对海信视像跨国并购日本东芝电视的短期绩效进行了分析,可以得出,海信视像的跨国并购的宣告在事件期内具有正向效应,股东权益与投资者对此次并购事件比较看好。那么从长期来看,海信视像跨国并购活动是否具有积极效应是值得进一步分析,因此本章将会对海信视像并购前后共 10 年的财务数据与非财务数据进行对比分析,对海信视像跨国并购的绩效研究进一步完善。

5.1 海信视像财务指标分析

在对相关文献进行梳理时可以发现,很多学者对企业跨国并购的长期绩效进行分析时,在财务指标的选取上多采用盈利能力,运营能力,偿债能力和发展能力四个具有代表性的指标作为衡量标准。因此,在本节对海信视像的财务指标进行分析时,将以上四个指标用作一级指标。同时,对海信视像的总资产收益率,净资产收益率,销售净利率,总资产周转率,应收账款周转率,速动比率,资产负债率,净利润增长率,资产增长率,营业收入增长率作为衡量海信视像长期财务绩效的二级指标,通过对以上指标的数据进行整理来评价海信视像跨国并购后的长期绩效效果如何。

5.1.1 盈利能力分析

企业在一定时间内获得多少业绩,资产是否增值,取得多少利润往往通过盈利能力反映出来,投资者也将其看作衡量企业未来能否持续发展的重要指标之一。本节使用总资产收益率,净资产收益率以及销售净利率三个二级指标的数据来分析海信视像并购前后的长期绩效。详细数据以及变化趋势如下图表所示。

表 5.1 海信视像 2012—2022 年盈利能力指标 (单位: %)

年份	总资产收益率	净资产收益率	销售净利率
2012	10.80	20.10	6.46
2013	9.80	17.03	5.70
2014	7.99	13.52	4.97

续表 5.1 海信视像 2012—2022 年盈利能力指标（单位：%）

年份	总资产收益率	净资产收益率	销售净利率
2015	8.64	13.11	5.09
2016	9.50	13.99	5.62
2017	5.16	7.00	3.04
2018	2.55	2.80	1.56
2019	2.80	3.87	2.37
2020	5.52	7.92	3.88
2021	5.19	7.19	3.41
2022	6.83	10.00	4.70

数据来源：根据海信视像年报整理所得。

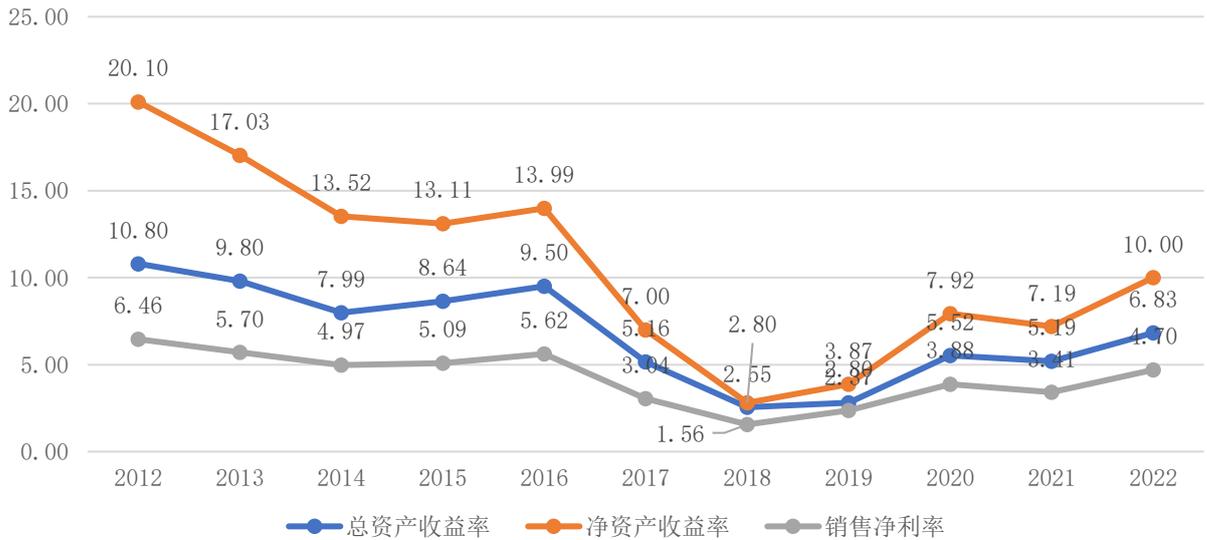


图 5.1 2012—2022 年海信视像盈利能力指标变化趋势图（单位：%）

数据来源：根据海信视像年报整理所得。

从表 5.1 和图 5.1 可以分析出，海信视像的总资产收益率，净资产收益率，净销售利率数据变化在跨国并购事件的前后 11 年间大体上分为两个阶段：2012-2018 年间，指标数据呈现出逐渐下降的趋势，而从 2018 年开始，盈利能力的三个指标数据开始稳步攀升。

总资产收益率体现的是企业在某一时段内总体使用自身资产而获得财富的能力水平。通过并购活动能够使企业短时间内快速得到更多的资产。由图 5.1 可

得，总资产收益率从 2012 年的最高值 10.8% 逐渐下降直到 2018 年并购完成当年，黑色家电行业发展的不景气加上并购事件使得海信视像得到大量资产使总资产收益率降到历史最低值 2.55%。之后 5 年里总资产收益率逐步上涨，到 2022 年提升到了 6.83%，反映出海信视像的跨国并购事件使得企业的资产利用效率以及经济价值同步得到提升，使得总资产收益能力得到有效改善。

净资产收益率所反映的是公司股东权益的收益水平，一定程度上解释了企业合理使用自有资本的能力和效率。由图 5.1 可以看出，净资产收益率相较于总资产收益率和销售净利率而言变化波动更大，从 2012 年的最大值 20.1% 逐渐下降到 2015 年的 13.11%，虽然 2016 年有了短暂的回升到 13.99%，在 2016 年海信视像的盈利改善措施有一定成效，在全球电视市场总体表现低迷的背景下，海信视像实现营业收入 318.32 亿元，同比增长 5.44%，归属于上市公司股东的净利润 17.6 亿元，同比增长 18.14%。自此之后便是更加快速的下降，到 2018 年降低至最低值 2.8%。净资产收益率持续下降的这些年中国黑色家电行业的实际需求疲软，行业经济发展的下行趋势必然对海信视像的经营状况产生明显的负面影响，与此同时海信视像着眼于未来高质量发展，不断提高产品科技的研发力度并且增强国际品牌影响力，造成相关费用大量超出平均水准的局面，随着 2018 年有着大额亏损和高额费用以及负债的日本东芝电视的并入，海信视像的利润总额再次大幅下降。但经过海信视像跨国并购日本东芝电视的成功整合，净资产收益率指数开始逐步上升，经营效果逐渐好转，到 2022 年净资产收益率提高到 10%。

销售净利率等于净利润与销售收入之间的比值，反映了通过销售取得的收益水平。在 2012-2022 的 11 年里，销售净利率同样呈现出先下降后上升的总体趋势，2018 年海信视像的销售净利率降至最低值 1.56%，自此开始回升，达到 2022 年的 4.7%。跨国并购的完成不仅使海信视像获得更多的高端技术，增强了其品牌的竞争力，而且扩大了市场规模增加了更多的销售渠道，使得销售净利率显著提升一改颓势。

在 2018 年之前几年里三个指标的数据下降趋势较快，一定程度上体现出黑色家电行业放缓，国内政策效力逐渐乏力而凸显出来的问题，再加上国内行业市场需求逐渐饱和，对同行业竞争者造成更多的竞争压力，使得海信视像的盈利能力遭受很大程度的冲击。而在 2017 年第四季度海信视像调整发展战略，着手与

跨国并购日本东芝电视，并在 2018 年完成并购后盈利指标数据停止降势反而为升，企业的盈利能力随着并购的整合优化得到较强的提升，更好的适应了发展的新战略和新市场，充分体现了跨国并购整合之后的经营协同效应有益影响，因此可以表明海信视像跨国并购日本海信电视对其盈利能力的转变具有较强的积极影响。

5.1.2 营运能力分析

企业在持续经营的活动中对自身资产的管理和利用的效率一般通过营运能力而表现出来，往往一个企业的生产、销售、经营的效率越高，其营运能力指标也相应越高。本节使用总资产周转率，应收账款周转率两个二级指标的数据来分析海信视像并购前后的长期绩效。详细数据以及变化趋势如下图表所示。

表 5.2 海信视像 2012—2022 年营运能力指标（次）

年份	总资产周转率	应收账款周转率
2012	1.47	22.10
2013	1.49	21.63
2014	1.43	18.52
2015	1.45	15.75
2016	1.46	14.41
2017	1.40	14.12
2018	1.30	14.24
2019	1.16	13.40
2020	1.29	13.54
2021	1.45	12.34
2022	1.33	11.77

数据来源：根据海信视像年报整理所得。

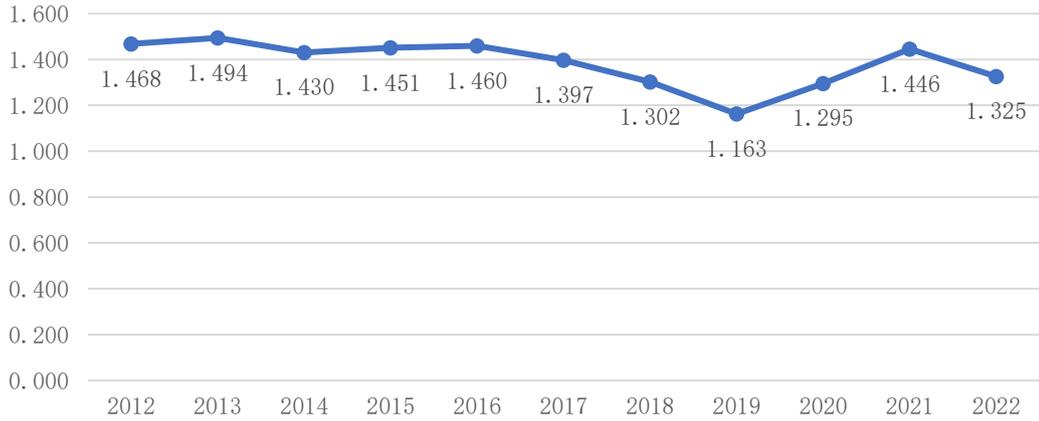


图 5.2 2012—2022 年海信视像资产周转率变化趋势图 (次)

数据来源：根据海信视像年报整理所得。

由上图 5.2 可以看出海信视像的总资产周转率除了在跨国并购日本东芝电视的前后 3 年有较大的波动外，其他几年大体上在 1.43 水平上小幅波动。总资产周转率所反映的是企业投资效应与其销售水平的综合能力，并购前与并购期间的总资产周转率下降表明海信视像正遭受到销售受阻，同时由于并购而扩大资产总额，且相应的整合与协调管理并没有很及时地跟上生产经营的步伐，导致海信视像的内部消化需要一定的时间，因此从 2016 年的 1.46 持续降至 2019 年的最低值 1.163。随着海信视像与日本东芝电视之间的内部整合调整，不仅打开了新的销售渠道，2021 年的营业收入也随之大幅提升至 468 亿元，相较于 2018 年提升 33%，而且资产的运用效力也有相应的提升，使得总资产周转率持续上升至 1.446 达到了并购前常规经营下的平均水平。

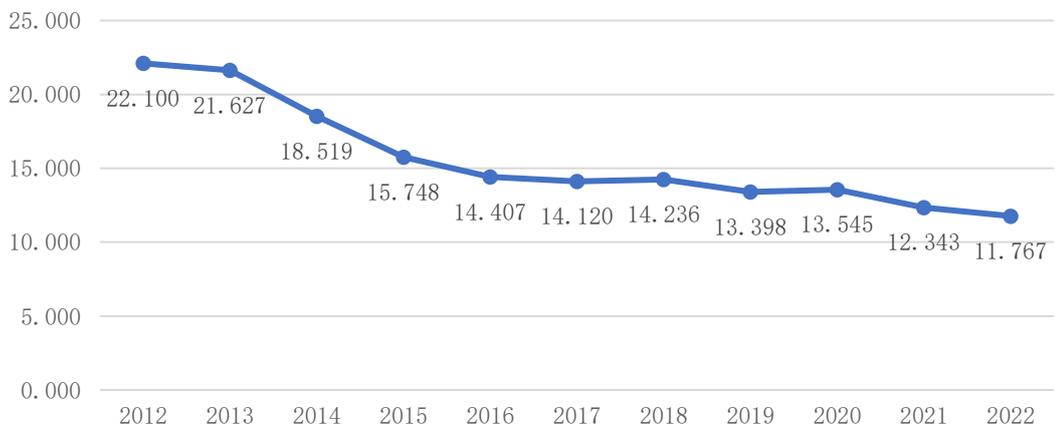


图 5.3 2012—2022 年海信视像应收账款周转率变化趋势图 (次)

数据来源：根据海信视像年报整理所得。

从应收账款周转率是可以看出一家企业自身拥有的资金在经营过程中的运用效率和流动性如何,这里运用这个指标可以看出海信视像对于需要收回的账款化为现金用于经营的能力,如果次数越多就能说明海信视像对于这种账款的处置能力越强,两者之间的转化更为顺畅,产生坏账的机会就会更少,因此企业的营运能力更强。从上图 5.3 中能够发现,海信视像的应收账款周转率总体上表现为次数不断减少的状况,但在跨国并购的一段时间内却有小幅度的放缓,并购完成当年应收账款周转率升为 14.236,相较于 2017 年小幅提升了 0.116。并购完成并没有止住应收账款周转率下降的趋势,直到 2022 年达到历史最低点 11.767。并购的完成不仅仅带来了高新技术与更大的海外市场,还获得日本东芝电视的大量应收账款,使得海信视像的应收账款周转速度及管理效率受到一定程度的冲击。2020 年度的营业收入同比提升 15.2%到 393 亿元,小幅改善了应收账款周转率,随后受到疫情的影响仍保持着持续下降,不过就黑色家电行业来讲,海信视像 2022 年的数值还是明显高于行业均值 6.58,在国内披露的 11 家企业中排名第二。即便如此,应收账款周转率偏低作为事实情况仍然不可忽视,海信视像回收账款的效率不断降低,资金利用受到影响,增大了发生坏账损失的风险,企业的持续发展极易受到影响,这是海信视像需要重点解决的问题。

5.1.3 偿债能力分析

偿债能力能够衡量公司在经营期间能够创造出多少利润或者是能运用多少自身的资产用来偿还公司的债务,从这个角度可以分析公司未来的长期经营能力和风险。本节使用速动比率,资产负债率两个二级指标的数据来分析海信视像并购前后的长期绩效。详细数据以及变化趋势如下图表所示。

表 5.3 海信视像 2012—2022 年偿债能力指标

年份	速动比率	资产负债率 (%)
2012	1.250	50.79
2013	1.489	48.82
2014	1.547	46.27

续表 5.3 海信视像 2012—2022 年偿债能力指标

年份	速动比率	资产负债率 (%)
2015	1.812	41.56
2016	1.850	40.02
2017	1.853	42.32
2018	1.768	47.76
2019	1.833	44.43
2020	1.695	44.45
2021	1.594	45.35
2022	1.33	11.77

数据来源：根据海信视像年报整理所得。

速动比率等于公司的速动资产除以流动负债，以此反映公司的流动资产中能够马上转换为资金用来偿还流动负债的效率。通常来说速动比率的数值大体上在 1 这个数值比较合适，如果数值偏大，公司将在现金和应收账款等资产上挪用的资金份额超于平均水平，这就会造成公司进行投资时的机会成本高于预期。由下图可以看出海信视像的速度比率值在并购之前一直处于上升的阶段，从 2012 年的 1.25 一直上升至 2017 年的 1.853，这表明海信视像的短期偿债能力一直处于较强的水平。从 2017 年宣告并购到 2018 年完成跨国并购，其货币资金的储备远远高于现金支付并购日本东芝电视的价款 3.55 亿元，因此并购活动对海信视像的流动资金冲击并没由造成很大的影响，速动比率数值仅降低为 1.768 而次年 2019 年则提升回到 1.833 的高水平状态。

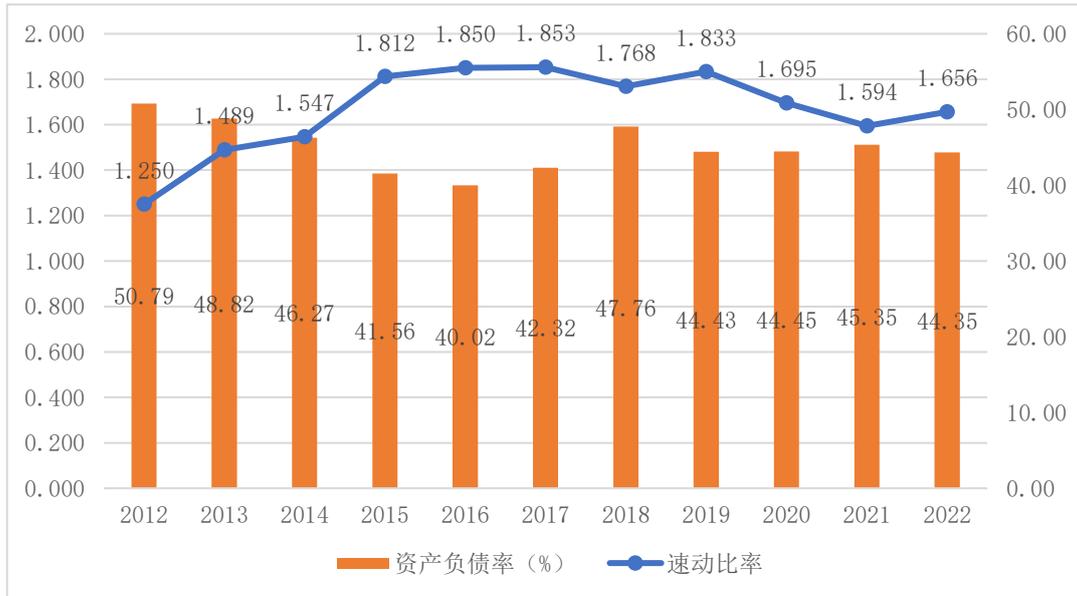


图 5.4 2012—2022 年海信视像偿债能力变化趋势图

数据来源：根据海信视像年报整理所得。

图 5.4 中的资产负债率不仅能够判断企业财务上的负债水平，还能以此分析从拆借来的资金应用于企业经营发展的效率水平，并且为企业进行借款活动时提供负债安全的参考。在并购事件的前几年海信视像将资产负债率调整到 41%左右，处于长期债券风险较低的水平，有利于企业举债进行更好的生产经营活动。在并购日本东芝电视完成当年，原本属于日本东芝电视的大量债务共计 266 亿元归属与海信视像，在其总负债中占比约为 20%，大大提高了其负债总额，是资产负债率提高到 47.76%。随着对东芝电视的债务清偿，数值下降至 44%的水平上下波动。短期来看，此次并购活动并没有对海信视像的债务风险造成很大的影响，其自身拥有较强的抗风险能力；长期来看，随着并购整合的完成，在面对疫情对全球经济的打击，海信视像的资产负债率仍然保持一定的稳定，说明其偿债能力有一定的提升，并购整合对海信视像和东芝电视产生有益的财务协同效应。

5.1.4 成长能力分析

成长能力是对海信视像扩展经营能力的分析，衡量企业通过收益增加或融资来获取资金扩大经营的能力，反映了企业未来的发展前景。本节使用净利润增长率，资产增长率和营业收入增长率三个二级指标的数据来分析海信视像并购前后

的长期绩效。详细数据以及变化趋势如下图表所示。

表 5.4 海信视像 2012—2022 年成长能力指标（单位：%）

年份	净利润增长率	资产增长率	营业收入增长率
2012	-4.735	13.049	7.347
2013	-0.454	8.853	12.783
2014	-11.122	3.500	1.851
2015	6.491	1.050	4.078
2016	16.445	8.460	5.440
2017	-43.974	8.270	3.695
2018	-46.763	19.035	6.869
2019	47.575	-0.423	-2.914
2020	89.067	7.452	15.276
2021	4.567	5.739	19.042
2022	34.861	7.510	-2.271

数据来源：根据海信视像年报整理所得。

运用总资产增长率来衡量海信视像当年资产的经营规模的变化状况。图 5.5 显示海信视像的总资产在 2015 年之前基本处于增长放缓的趋势，资产规模的扩张逐渐减速，直到并购完成之前总资产增长率稳定在 8.3%左右。并购日本东芝电视完成使得海信视像的资产规模迅速扩张，增长率提升至 19.04%，然而在 2019 年海信视像对资产的调控和整合还未完全完成，加上当年为东芝电视偿还高额债务，资产增长率出现了轻微的负增长，从总资产规模上来看变化并未太大。随着对东芝电视品牌的整合和资产的掌控完成，其增长率开始回到 7.5%的水平。

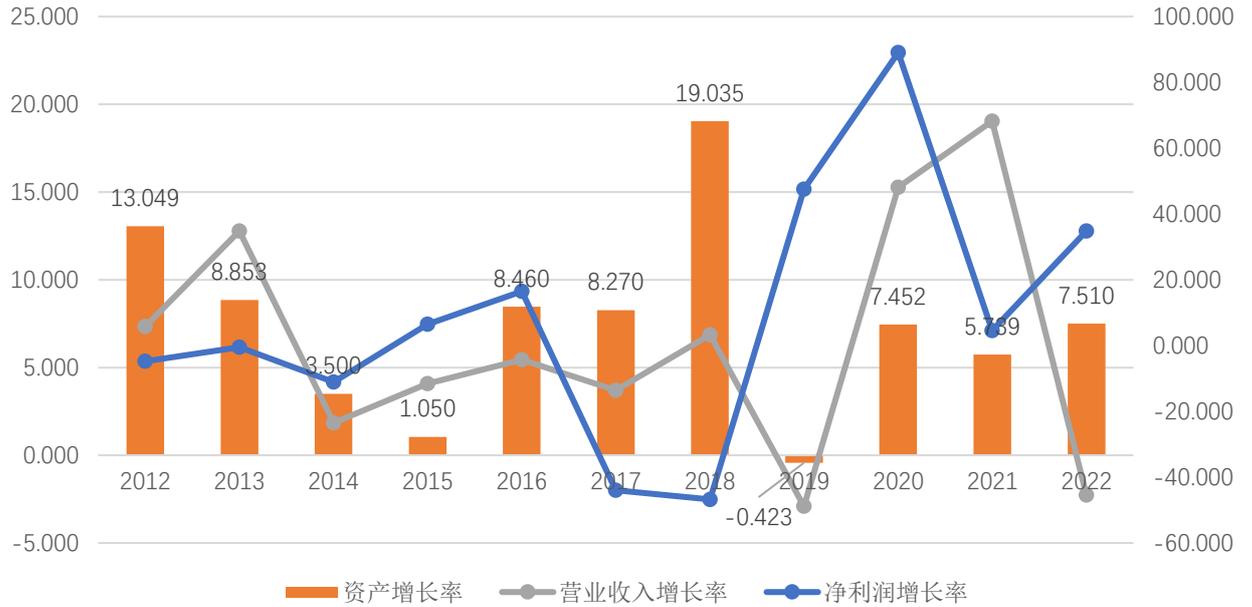


图 5.5 2012—2022 年海信视像成长能力变化趋势图（单位：%）

数据来源：根据海信视像年报整理所得。

在并购完成前，海信视像的营业收入逐年增长，直到 2018 年达到 351 亿元相比于 2012 年的营业收入 253 亿元上涨了 38.7%。从增长率上来看，在并购完成之前先降至 2014 年的 1.851%再逐步上升提高到并购完成当年的 6.869%，随着品牌内容的丰富和海外渠道的扩张，当年的海外营业收入升至 146.98 亿元，同比增加 18.69%，海信视像的营业收入增长率随之上涨。即使在 2019 年为日本东芝电视偿高额债务一定程度上影响营业收入的增长，在之后的几年里海信视像享受着新技术新品牌体系的融合与渠道的扩展，其营业收入增长率快速提升，2019—2022 年，营业收入年度复合增长率为 10.28%，维持在成长期稳健水平。2022 年营业收入 457.38 亿元，主要受海外产品结构优化调整过程中的短期震荡影响，同比下降 2.27%。

从上图 5.5 中的净利润增长率变动情况来看，除了并购期间的 2017—2018 年间净利润处于负增长外，其余几年的净利润一直处于增长状态，受到并购的影响，日本东芝电视的净亏损状态使得 2018 年的净利润增长率降至-46.76%。然而海信视像在并购完成当年对日本东芝电视的经营结构和管理上进行了适应化调整，从海信视像现有资源和优势的基础上对日本东芝电视产品的定位，研发方向，生产体系和业务渠道不断优化，极大的减少了生产经营成本，创造了更加优质的产品，

获得日本市场消费者的认可，当年 12 月当地市场的销售量占比高达 26%。经过不断优化调整使得日本东芝电视迈出了远离财务危机的第一步，实现净利润 2709 万元。此后其净利润率提高至 89.07%，与 2018 年相比提高了 135.83%，这反映出并购日本东芝电视对海信视像的净利润增长有一定的积极作用，使得海信视像的发展潜力进一步提升。

5.2 海信视像非财务指标分析

对海信视像并购案件的非财务指标进行分析时可以对其在经营过程中的学习与成长层面、内部流程层面、客户层面三个方面进行研究。为了对海信视像的并购绩效的分析更加全面具体，选取技术研发、研发人员实力、销售管理财务费用率、品牌价值和市场份额几个指标对海信视像的财务指标外的绩效进行考察，能够进一步分析海信视像的并购对自身的发展是否带来了更加积极的影响。

5.2.1 学习与成长层面分析

企业长期健康发展的关键要素在与科学技术与先进人才，对于海信视像这样的科技型制造企业来说，科技人才与创新是并购日本东芝电视所关注的重点之一。因此本节对海信视像并购前后的学习与成长层面进行分析，使用研发费用，研发费用率和研发人员数量与占比四个二级指标的数据来分析海信视像并购前后的长期绩效。详细数据以及变化趋势如下图表所示。

(1) 研发能力指标

表 5.5 海信视像 2013—2022 年研发能力指标

年份	研发费用（亿元）	研发费用率（%）
2013	11.00	3.86
2014	11.28	3.89
2015	11.47	3.80
2016	11.54	3.63
2017	11.80	3.57

续表 5.5 海信视像 2013—2022 年研发能力指标

年份	研发费用（亿元）	研发费用率（%）
2018	11.94	3.40
2019	14.26	4.18
2020	17.40	4.43
2021	18.51	3.96
2022	20.80	4.55

数据来源：根据海信视像年报整理所得。



图 5.6 2013—2022 年海信视像研发能力变化趋势图

数据来源：根据海信视像年报整理所得。

从以上图表中可以看出海信视像的研发费用在并购完成之前一直处于缓步增长的状态，直到并购完成开始快速加大技术研发的投入，从 2018 年的 11.94 亿元增至 2022 年 20.8 亿元，五年间增加研发投入 74.23%。并购之前受到电视市场低迷，整体增长乏力的影响，海信视像的研发投入增长不多，研发投入率甚至逐年递减至 2018 年的 3.4%。随着海信视像对日本东芝电视的并购完成，公司围绕着“主动变革创新，优化人才结构，聚焦精品战略，建立质量优势，”的经营方针，利用并购带来的新型技术，加大了对核心领域的研发投入，从整体画质、音质、交互、内容几个角度不断突破，率先发布了许多处于高端定位的具有强竞争力的优质产品，比如 ULED 超画质电视和 4K 激光电视。同时在海信视像的全球研发

体系的建立与发展之后，使其研发费用率快速提升至 4.55%，推动了海信视像在自主创的道路上不断实现突破性飞跃。

(2) 研发人员指标

表 5.6 海信视像 2013—2022 年研发人员指标

年份	研发人员数量（人）	研发人员占比（%）
2015	1983	9.83
2016	2011	10.16
2017	2171	10.76
2018	2577	12.27
2019	2799	14.38
2020	2835	14.38
2021	2636	14.34
2022	3232	20.15

数据来源：根据海信视像年报整理所得。

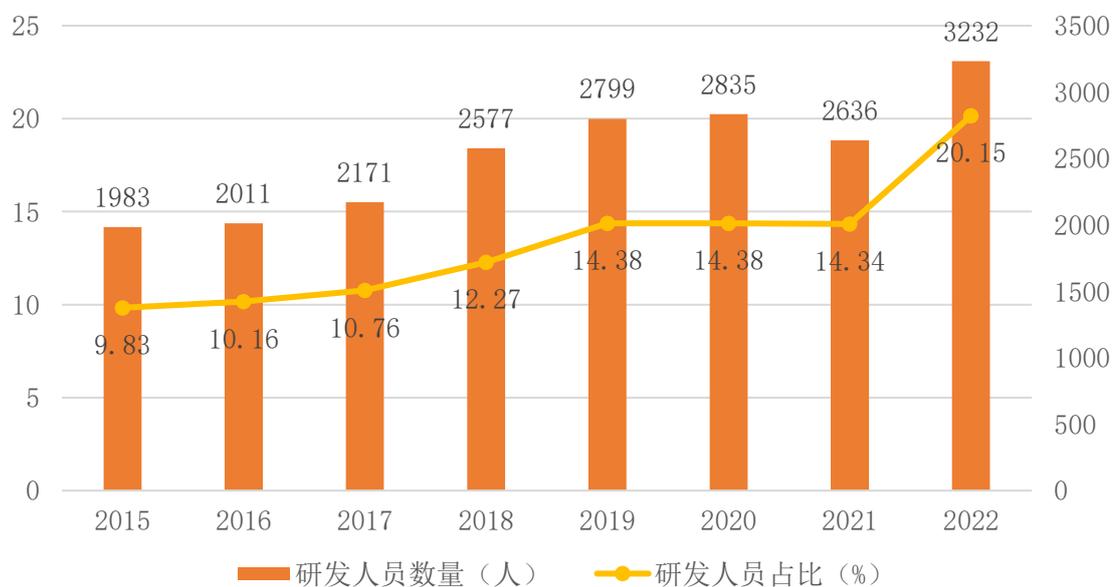


图 5.7 2015—2022 年海信视像研发人员变化趋势图

数据来源：根据海信视像年报整理所得。

从上图 5.7 可以看出海信视像的研发人员数量大体上持续增加,2017 年至 2019 年研发人员数量及研发人员占比开始快速增长,除了从 2020 年出台的淘汰制政策使人员数量有所放缓且轻微下降外,其他年度稳步上升。海信视像秉承“技术立企、稳健经营”的理念,从始至终重视技术与人才的积累。并购日本东芝电视为海信视像带来了更多有经验有知识的研发人员,使海信视像的研发人员数量与占比快速提高,人数达到 2779 人,占比 14.38%。

5.2.2 内部流程层面分析

内部流程层面分析是对通过此次并购海信视像内部的生产经营成本优化程度进行分析。本节使用销售费用率,管理费用率和财务费用率三个二级指标的数据来分析海信视像并购前后的长期绩效。详细数据以及变化趋势如下图表所示。

表 5.7 海信视像 2012—2022 年内部流程指标 (单位: %)

年份	销售费用率	管理费用率	财务费用率
2012	8.406	0.874	-0.215
2013	8.782	1.061	-0.196
2014	8.788	1.104	-0.149
2015	8.891	1.082	-0.021
2016	7.074	1.192	-0.077
2017	6.896	1.253	0.336
2018	8.410	1.642	0.256
2019	10.572	1.695	0.046
2020	8.989	1.497	0.100
2021	7.556	1.398	0.099
2022	7.662	1.553	-0.099

数据来源:根据海信视像年报整理所得。

销售费用率所反映的是企业在营销自身产品时的效率,销售费用率越低,说明企业能够投入更少的营销成本来获得更多的收益。从下图 5.8 可以看出在 2017-

2019 年间海信视像的销售费用率逐年递增，直到 2019 年到达峰值 10.572%，相比于 2017 年的最低值 6.896%提高了 3.676%。在并购完成当年不仅在整合日本东芝电视销售渠道和拓展海外市场上付出巨大努力，同时公司又成功赞助了 2018 年世界杯来提升品牌知名度和美誉度，随后海信视像的产品在我国和海外的知名度不断增加，在国际市场上树立起国际大品牌的形象。直到 2019 年公司在“大头在海外”的战略布局下，加大了对海外市场扩展的力度，攻克美欧非澳等地区，尤其是对日本东芝电视的生产体系和业务渠道不断优化，并投入大量资源，使得日本东芝电视在当年 12 月当地市场的销售量占比高达 26%。最终使得当年营业收入增为 37.28 亿元，相比去年增长 39.65%，净利润也突破两千万万元。随后从 2020 年开始公司推动营销模式的变革，随后从 2020 年开始公司推动营销模式的变革，侧重长期营销类投入，提升整体引流效率，继续清理低效率的门店，利用信息化系统实现门店销售额、样机、展台、人员等精细化管理，使得当年销售费用率大大降低。

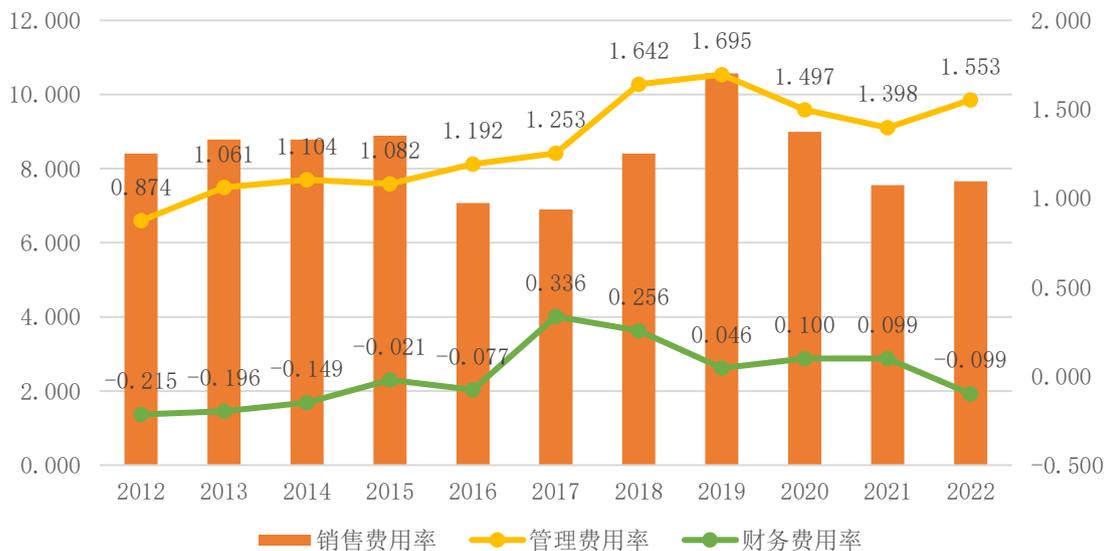


图 5.8 2012—2022 年海信视像内部流程变化趋势图（单位：%）

数据来源：根据海信视像年报整理所得。

从图 5.8 中来看海信视像的管理费用率在 2019 年并购消化完成之前处于缓步增加的趋势，就在并购的次年 2019 年其管理费用率达到最高值 1.695%，从

2012 年开始共计提升 0.821%。管理费用率能够衡量海信视像获取的收益被用于维持日常经营过程中各类费用的程度。在并购这段时间里，海信视像接手常年亏损的日本东芝电视后，对其内部管理框架进行了调整和优化，因此对日本东芝电视管理的优化成本和其自身的高管理费用率使海信视像的管理费用率升至顶峰。随着内部整合完成，所带来的管理知识与新技术相互融合使管理费用大幅降低，有效地发挥出管理的协调效应，提高了海信视像的管理能力和管理效率。

海信视像的财务费用率在并购之前总体上处于不断增长的趋势，直到 2017 年并购宣告当年达到 0.336%，说明在并购之前海信视像的融资资金获取的成本在逐步增加，财务运营成本随之增加。通过并购日本东芝电视，一方面使得海信视像的经营规模迅速扩大，使得财务费用更容易调整，另一方面并购的成功使海信视像的资金使用效率得到提高，日本资金利用成本更低，同时为避免外汇风险，2019 年海信视像为日本东芝电视提供了巨额担保 300 亿日元，解决东芝电视的资金需求，总体上提高了资金的利用效率与周转率，财务费用率随之降低。

5.2.3 客户层面分析

并购日本东芝电视是海信视像布局持续拓展国际市场，推进国际化布局的重要一步。在的“走出去”战略下，海信视像通过并购日本东芝电视，不仅可以获得高新技术扩大规模等实际价值，还能够为海信视像带来更多的优质客户以及更高的品牌影响力。本节使用品牌价值指标和市场占有率指标两个二级指标的数据来分析海信视像并购前后的长期绩效。详细数据以及变化趋势如下图表所示。

(1) 品牌价值指标

在竞争激烈的市场环境中，企业之间的竞争除了依靠核心产品的技术质量及企业的服务之外，其自身品牌的价值和消费者与投资人对其品牌的认可程度也决定着企业的成功和长期持续发展。

表 5.8 海信视像 2012—2022 年品牌力指数

年份	品牌力指数 c-bpi	增长率
2013	275.6	-0.0862
2014	275.8	0.00073

续表 5.8 海信视像 2012—2022 年品牌力指数

年份	品牌力指数 c-bpi	增长率
2015	290.7	0.05402
2016	292.5	0.00619
2017	298.8	0.02154
2018	342.3	0.14558
2019	330.3	-0.0351
2020	400.4	0.21223
2021	404.6	0.01049
2022	387.2	-0.043

数据来源：根据 Chnbrand 机构整理所得。

根据表 5.8 和图 5.9 可以看出海信视像的品牌力指数总体上处于逐年上升的趋势，且在并购完成当年 2019 年迅速攀升至 342.3，同比提高 14.6%，表明消费者对海信视像的品牌认可进一步提高，并购事件对其品牌价值具有积极影响。海信视像基于温暖与信赖的产品理念，不断加强国际间的企业合作，将自身品牌知名度和美誉度增至新高度，通过本次跨国并购，海信视像能够将东芝电视核心产品的技术品牌服务等结合自身现有的资源实现进一步优化升级，并利用东芝电视的国际品牌影响力，使两大品牌的聚合所产生的价值提升使得海信品牌持续六年位居 BrandZ 中国的全球化品牌的前十强。



图 5.9 2013—2022 年海信视像品牌力指数变化趋势图

数据来源：根据 Chnbrand 机构整理所得。

（2）市场份额

消费者对一个企业的产品认可程度往往可以通过市场份额直观地反映出来，市场份额越高，不仅代表着市场对其企业产品的接受度越高，还能体现出企业产品相比与同行业其他企业来说更加具有竞争力。

表 5.9 海信视像 2013—2022 年国内市场份额指标（单位：%）

年份	市场份额
2013	15.15
2014	16.24
2015	16.61
2016	17.6
2017	17.96
2018	19.1
2019	21.09
2020	19
2021	20.92
2022	25.6

数据来源：根据海信视像年报整理所得。

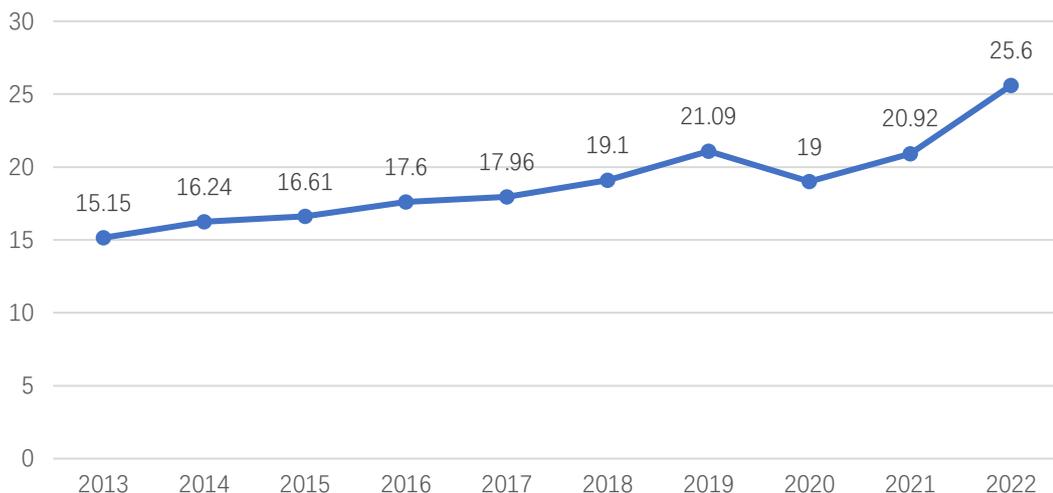


图 5.10 2012—2022 年海信视像市场份额变化趋势图 (单位: %)

数据来源: 根据海信视像年报整理所得。

以上图表明显可以看出海信视像的市场份额总体上持续上涨。2017年之前, 全球电视市场需求不振, 黑色家电行业的产品推出新品的质量和速度有所降低, 黑色家电的市场总量难以扩张, 从中怡康的调查数据显示 2017 年中国国内的电视零售量相比去年减少 8.1%。即便受到大环境不利的影响, 海信视像电视产品零售量的市场份额依旧在十四年里一直高居国内黑色家电市场的首席位置, 在并购当年海信视像的电视产品零售量和零售额占有率分别为 16.79%和 17.96%, 与第二位的差距再次增加。在海信视像并购日本东芝电视完成后, 不仅使得国内的市场份额大幅增加, 同时让海信视像在国际市场上的经营更加出色。海信视像在“大头在海外”的战略下推进着国际化市场布局, 并购完成的当年, 海信视像投入大量的精力用于开拓国际市场, 使得电视产品的销售量持续提升, 在美国的市场销量在各主要地区中提升最高, 达到了 50.8%, 其他主要市场地区同比提升了 32%左右。此外, 海信视像和东芝电视成功地在日本当地实现品牌形象的逆转, 用优质的产品获得了更多本土消费者的认可, 使得两个品牌的电视产品销量在日本市场占有率从年初的 21.8%增加到年末的 26%, 并且在最后一个季度, 两个品牌的产品销量排名创下新高, 成功占据首位。

5.3 海信视像 EVA 绩效分析

经过财务与非财务指标来对企业的绩效进行分析后,运用 EVA 绩效分析法对海信视像长期绩效分析是有益补充,经济增加值的分析方法剔除了资本的成本的影响,更加真实地展现出企业价值的增长变化。

5.3.1 EVA 绩效分析模型

首先选取海信视像 2013 年-2022 年的相关财务数据,并依据海信视像公司定位与经营情况对该数据进行会计调整,再计算得出海信视像的经济增加值,以此对跨国并购的长期绩效分析。经济增加值等于税后净营业利润减去资本成本与加权平均资本的乘积:

$$EVA = NOPAT - TC \times WACC$$

5.3.2 计算税后净经营利润

税后净营业利润表示的是企业通过经营而获得的税后利润,进一步反映了企业的获利能力。经过会计调整后, $NOPAT = (\text{利润总额} + \text{财务费用}) \times (1 - \text{所得税税率}) + \text{少数股东损益} + \text{研发费用} + \text{递延所得税负债} - \text{递延所得税资产} + \text{营业外支出} - \text{营业外收入} + \text{资产减值损失}$ 。具体数据与调整项目如下所示。

表 5.10 海信视像 2013 年—2022 年税后净营业利润 (单位: 万元)

项目/年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
利润总额	187017	165885	178825	207092	113831	60536	76347	164364	165526	234684
财务费用	-5595	-4314	-642	-2453	11091	8993	1554	3945	4619	-4527
1-所得税税率	75%	75%	85%	85%	85%	75%	85%	85%	85%	85%
少数股东损益	4047	4276	4770	3029	6051	15436	25082	33010	45748	47226
递延所得税资产	31322	39579	46047	42537	33841	83547	101407	99086	103530	100252
递延所得税负债	0	0	0	0	0	17804	20196	19279	16692	15344
营业外收入	10224	26281	33269	34432	6123	3577	8431	4655	7751	6097
营业外支出	1723	2308	2399	10883	4254	3605	5815	3310	3075	5405

续表 5.10 海信视像 2013 年—2022 年税后净营业利润（单位：万元）

项目/年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
资产减值准备	3870	701	5237	11252	5826	7780	7525	6982	5938	5807
研发费用	110,040	112,820	114,740	115,400	117,990	119,370	142,620	174,030	185,130	207,980
税后净经营利润	214200	175423	199285	237537	200340	129017	157615	275932	289925	371045

数据来源：根据企业年报整理

从上表所展示的税后净经营利润不难看出，海信视像并购之前的税后净营业利润在 237537 万元于 175423 万元之间波动，没有明显的增长趋势，企业的经营获利能力遇到瓶颈难以突破。在海信视像进行跨国并购这段时间，NOPAT 值在 2017 年降至最低点 129017 万元，相对于并购前的最高值降幅高达 45.68%。虽然完成并购当年税后净经营利润有所上升，但仍然低于并购前的最低值，从短期来看海信视像的当期盈利能力大幅降低。从 2019 年并购完成的次年开始，海信视像的 NOPAT 值实现巨额增长，增长 118317 万元，涨幅高达 75.07%，从此保持持续增长趋势，到 2022 年达到峰值 371045 万元，是近 10 年的最大税后净经营利润，表明海信视像跨国并购日本东芝长期来看对其盈利有一定的提升效果。

5.3.3 计算资本总额

资本总额反映的是企业经营获利过程中所投入的资产价值，其主要包含两个部分，也就是债务资本和权益资本。经过会计调整后， $TC = \text{短期借款} + \text{一年内到期非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{股东权益} + \text{资产减值准备} + \text{递延所得税负债} - \text{递延所得税资产} + \text{研发费用} + \text{在建工程}$ 。具体数据与调整项目如下所示。

表 5.11 海信视像 2013 年—2022 年资本总额（单位：万元）

项目/年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
短期借款	0	0	0	0	80000	195116	186840	176182	113409	44504
长期借款	650	650	650	650	650	120785	53845	50650	650	0

续表 5.11 海信视像 2013 年—2022 年资本总额（单位：万元）

项目/年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
一年内到期非 流动负债	0	0	0	0	0	8206	10070	2028	55137	8020
应付债券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
债务资本	650	650	650	650	80650	324107	250755	228860	169196	52524
股东权益	1016891	1112470	1222612	1361060	1417137	1535782	1626675	1747476	1817914	1989952
资产减值准备	3870	701	5237	11252	5826	7780	7525	6982	5938	5807
递延所得税增 加额	-31322	-39578	-46047	-42537	-33841	-65742	-81211	-79807	-86838	-84908
研发费用	110,040	112,820	114,740	115,400	117,990	119,370	142,620	174,030	185,130	207,980
在建工程	8377	9420	3052	2520	2438	3601	1644	4262	6829	4111
资本总额	1091751	1177642	1294140	1443304	1585324	1917695	1944719	2073279	2084510	2167244

数据来源：根据企业年报整理

如表 5.11 所示，从 2013 年到 2017 年海信视像并购前的资本总额保持稳步上升的趋势，直到并购完成当年其 TC 值实现突增，增长率为 21%，相对于并购前的 9.8%增加了 11.2 个百分点，这说明海信视像短期内需要承受部分资金成本压力，对企业的经营管理造成一定的影响。并购完成后增长率便随之稳定到并购前的水平。

5.3.4 计算债务资本成本与权益资本成本

债务资本成本是指企业为更好的生产经营而对外借贷所产生的债务成本，海信视像主要借贷分为短期借款和长期借款两个部分。选取金融机构一年期限贷款利率和三年期限贷款利率。债务资本成本=短期借款比例×短期银行贷款利率+长期借款比例×长期银行贷款利率。具体数据如下所示。

表 5.12 海信视像 2013 年—2022 年债务资本成本

项目/年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
短期借款（万元）	0	0	0	0	80000	195116	186840	176182	113409	44504
短期借款比例	0	0	0	0	0.9919	0.6176	0.7763	0.7767	0.9943	1
长期借款（万元）	650	650	650	650	650	120785	53845	50650	650	0
长期借款比例	1	1	1	1	0.0081	0.3824	0.2237	0.2233	0.0057	0
短期银行贷款利率	0.06	0.056	0.0435	0.0435	0.0435	0.0435	0.0435	0.0435	0.0435	0.0435
长期银行贷款利率	0.064	0.06	0.0475	0.0475	0.0475	0.0475	0.0475	0.0475	0.0475	0.0475
1-所得税税率	75%	75%	85%	85%	85%	75%	85%	85%	85%	85%
税后债务资本成本	0.064	0.06	0.0475	0.0475	0.04353	0.04503	0.04439	0.04439	0.04352	0.0435

数据来源：根据企业年报整理

权益资本成本计算模型有多种，本节采用最常用的资本定价模型来衡量海信视像的权益资本成本，为投资回报率做参考。

$$R_y = R_x + \beta(R_m - R_f)$$

其中 R_x 是无风险收益率，根据海信视像经营数据，采用一年期银行存款利率数据来代替计算。 β 是风险测度系数，选取整理于 RESSET 金融研究数据库。市场风险溢价($R_m - R_f$)以历年中国 GDP 增速来衡量计算。具体数据如下所示。

表 5.13 海信视像 2013 年—2022 年权益资本成本

项目/年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
无风险报酬率	0.015	0.015	0.015	0.015	0.015	0.015	0.015	0.015	0.015	0.015
系统风险	1.2733	0.7073	1.3113	1.2455	1.1752	1.0132	1.2499	1.2661	0.9821	1.2301
市场风险溢价	0.0777	0.0743	0.0704	0.0685	0.0695	0.0675	0.0595	0.0224	0.0845	0.0299
权益资本成本	0.1139	0.0676	0.1073	0.1003	0.0967	0.0834	0.0894	0.0434	0.0980	0.0518

数据来源：根据企业年报整理

5.3.5 计算加权平均资本成本

加权平均资本成本是由企业资本结构所决定的平均成本率，也就是 $WACC = \text{债务资本比例} \times \text{税后债务资本成本率} + \text{权益资本比例} \times \text{权益资本成本}$ 。

表 5.14 海信视像 2013 年—2022 年加权平均资本成本

项目/年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
债务资本合计	650	650	650	650	80650	324107	250755	228860	169196	52524
权益资本合计	1091101	1176992	1293490	1442654	1504674	1593588	1693964	1844420	1915315	2114720
债务资本比例	0.0006	0.0006	0.0005	0.0005	0.0509	0.1690	0.1289	0.1104	0.0812	0.0242
权益资本比例	0.9994	0.9994	0.9995	0.9995	0.9491	0.8310	0.8711	0.8896	0.9188	0.9758
税后债务资本 成本	0.0640	0.0600	0.0475	0.0475	0.0435	0.0450	0.0444	0.0444	0.0435	0.0435
权益资本成本	0.1139	0.0676	0.1073	0.1003	0.0967	0.0834	0.0894	0.0434	0.0980	0.0518
加权平均资本 成本	0.1139	0.0675	0.1073	0.1003	0.0940	0.0769	0.0836	0.0435	0.0936	0.0516

数据来源：根据企业年报整理

5.3.6 确定 EVA 经济增加值

根据以上得出的相关数据结果，计算出海信视像 2013 年-2022 年的 EVA 值如下表所示。

表 5.15 海信视像 2013 年—2022 年 EVA 经济增加值

项目/年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
税后净 营业利润	214200	175424	199285	237537	200341	129018	157615	275932	289925	371046
资本总额	1091751	1177642	1294140	1443304	1585324	1917695	1944719	2073279	2084510	2167244
加权平均 资本成本	0.1139	0.0675	0.1073	0.1003	0.0940	0.0769	0.0836	0.0435	0.0936	0.0516
EVA	89843	95876	60443	92784	51364	-18467	-4905	185797	94885	259261
EVA 报酬率	0.0823	0.0814	0.0467	0.0643	0.0324	-0.0096	-0.0025	0.0896	0.0455	0.1196

数据来源：根据企业年报整理

从上表的计算结果中可以看出，海信视像的 EVA 经济增加值除了在并购完成当年和次年为负值，其他年份均为正值，这说明跨国并购日本东芝电视给海信视像的企业价值和投资者的利益带来巨大冲击，对其短期内的经营绩效造成严重负面影响，主要影响因素是 2018 年与 2019 年的营业利润出现大幅下降，从 20 亿元的利润水平下降至 6 亿元，从而使税后净经营利润出现大幅下滑。而在海信视像彻底完成对日本东芝电视的并购整合并实现经营发展模式的优化升级后，2020 年 EVA 增加值实现并购后的巨大转变，首次突破为历史新高 185797 万元，次年虽有下降，但在 2022 年再次实现突破，达到 259261 万元，相对于跨国并购前的最高值 95876 万元涨幅高达 170.4%。整体来看，并购完成后的 EVA 值发展水平高于并购之前的水平，这说明本次并购事件加强了海信视像的企业价值增长能力并给投资者带来了更多的投资回报。从 EVA 报酬率来看，海信视像投入资本而来价值收益的效率变动趋势与 EVA 值变动趋势基本一致，这意味着并购完成后的价值创造效率更高于并购之前，企业发展经营的能力得到一定的加强。

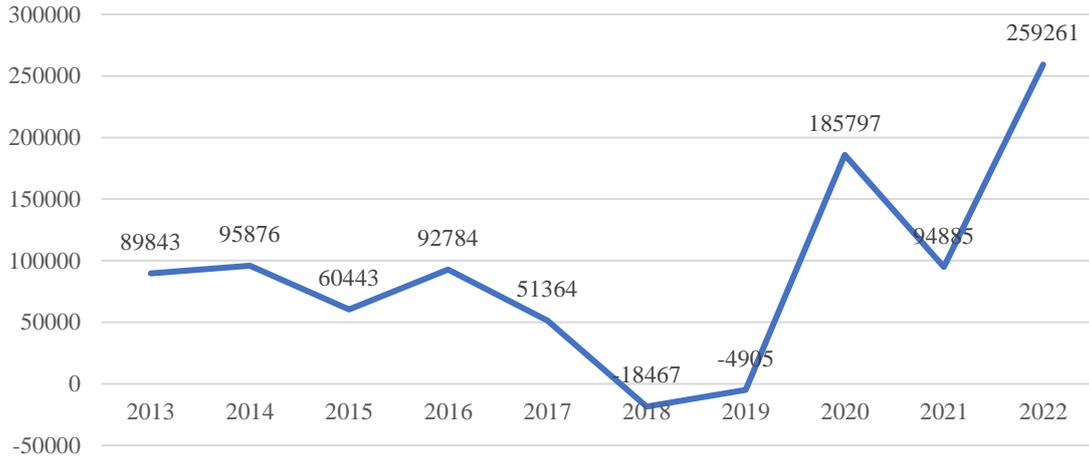


图 5.11 海信视像 2013 年—2022 年 EVA 经济增加值趋势图 (单位: 万元)

数据来源: 根据企业年报整理

5.4 本章小结

在对海信视像跨国并购事件的长期绩效进行分析后,在财务指标方面能够看出,海信视像的应收账款周转率和速动比率在并购后出现显著的下降趋势,而资产增长率受到冲击短期快速提升,之后便变化至正常水平,其他的财务指标在并购后受到了的积极影响,长期来看均有一定的能力提升。

在非财务指标的分析中可看出并购后的两年海信视像的销售费用率、管理费用率和财务费用率均有短暂的增加,然而随着内部的整合与消化,三者数值都逐渐回到常规水准,表明海信视像长期的经营效率与能力有所加强。从其他指标来看,并购活动有效地实现其在全球市场的业务布局,加强了技术创新与人才引进,为海信占据高端产品市场提供了强有力的中坚力量。

针对海信视像并购前后 EVA 经济增加值进行数据测算和分析可以得出,在并购事件发生的短期内,海信视像的企业价值创造能力受到很大的影响,甚至 EVA 值减为负值,不过在经过企业的消化整合之后,其价值创造能力和效率与之前相比获得一定的提升,经营绩效得到显著的改善。

综合来看,并购后海信视像的长期绩效具有一定程度的提升,为企业持续健康发展和全球化经营来带了有益的帮助。

6 结论与启示

在对海信视像并购日本东芝电视案例的背景、动因、绩效分析之后，可以看出本次跨国并购案件较为成功，并购双方在整合完成之后均有明显的成长发展，从指标数据上来看表现较为亮眼。为进一步对显示行业其他企业在跨国并购活动中提供一些参考建议，同时本章总结出本次并购案例获得成就的部分启示。

6.1 结论

本文先是运用协同效应、技术创新产业升级和战略发展理论对海信视像并购日本东芝电视这一案例的动因进行分析，随后借用事件研究法分析并购后海信视像的短期绩效提升效果，借用平衡记分卡相关衡量指标来判断其长期绩效是否达成了正向的协同效应，最后运用 EVA 经济增加值来分析海信视像的企业价值创造能力和效率是否进一步提升，从而得出以下结论：

经过事件研究法分析，海信视像的短期绩效得到了定的提升，股东权益也随之增长，在短期内增加了海信视像的资产财富，说明在并购后的一段时间内投资者对于此次并购消息保持乐观的态度，资本市场对海信视像并购日本东芝电视的消息表现出积极的反映。虽然在财务指标分析中，海信视像的应收账款周转率和速动比率指标有所下降，由于 2018 年收购完成后日本东芝电视的大量应收账款和并购支付的货币基金与整合偿债，不可避免的对海信视像的偿债能力造成一定的影响，但随后下降趋势逐渐平稳下来。整体上来看，此次并购所发挥出的经营协同效应和技术协调效应最为明显，企业的盈利能力，市场占有率和研发能力均有极大的提高。EVA 值的计算结果表示，在经过并购事件的负面冲击后，海信视像的企业价值获得极大的提升，投资者的投资收益也随之增多。

整体发展趋势向好，海信视像的三个主要并购目的总体上得到实现。随着对日本东芝电视的整合优化完成，日本东芝电视的品牌地位和独有的信息处理技术与海信视像成熟的运营服务和规模优势形成有益的互补，为双方提供了持续健康经营的基础和足够的成本优势与强力的产品竞争能力，短期内扭转日本东芝电视的亏损困境。技术上整合融通不仅仅是打出了东芝 OLED 显示电视和 REGZA 系列拳头产品，巩固了国际高端电视市场上的优势地位，还使得海信视像的激光电

视，ULED 超画质显示和智能化互联网技术飞速发展，为新型前沿技术如 Mini LED、Micro LED 做铺垫，为了在逐渐激烈的竞争快速发挥出先进的科研技术的资源优势，让海信视像在显示行业中始终保持着引领者的角色。在公司建立全球品牌形象的过程中，日本东芝电视是关键一环，不管是成功逆转日本东芝电视的经营困境，还是借用其国际品牌影响力和欧美市场合作渠道，都让海信视像以更低的开拓成本更加快速有效地提升了海外市场的海信视像产品认可程度和市场占有率。

综上所述，海信视像的并购事件为其经营绩效提供了正向效应，此次并购较为成功，能为中国黑色家电企业参与海外并购提供了一定的参考价值。

6.2 启示

在本次跨国并购案件中，针对海信视像并购中所作的决策和并购之后的整合措施，通过短期和长期的绩效数据结果的分析，能够看出本次并购有些亮眼之处值得黑色家电行业参与跨国并购进行借鉴。

6.2.1 选择符合发展战略的并购目标

在做出并购决策之前，企业的首要应当对自身的发展经营状况进行充分细致的了解，不管是微观上的财务运行状况和自身产品的研发生产销售的各部分环节，还是宏观上的企业经营理念和未来的战略发展规划均要有十足的掌握，明确各部分经营现状的优势与不足。随后确立自身今后发展的目标与途径，以此为方向发挥自身优势，填补自身不足，而跨国并购则是实现这一目的的手段之一。

海信视像经过多年的发展，在国内市场和海外市场均已取得了明显的成绩，但发展速度的放缓却是不争的事实，而打破这一发展瓶颈则是海信视像的重要目标。此时的海信视像在宏观上已然确立了技术立企、大头在外等战略发展规划，增强科研实力，发展核心科技，扩充海外市场份额，增强自身品牌在国际市场上的影响力等则是海信视像在采取并购方案时所要考虑的重要发展因素。从微观上来看，企业的收益率和净利率增速不断放缓，甚至部分指标出现明显的下降趋势，企业的价值收益越来越到不到投资者的预期水平等，急需海信视像进行调整优化。此时东芝集团宣告出售的东芝电视所拥有的各种特色资源几乎满足海信视像所

欠缺的所有因素。技术上拥有 OLED 显示技术中分区算法、芯片画质增强与信号处理等相关研发经验，为自身激光显示技术和品牌 ULED 显示技术提供有益帮助，为发展新型前沿技术打好坚实基础。品牌上的海内外影响力和认可度，产品输出的国际合作渠道也正是海信视像快速有效拓展海外市场进行国际化扩张的有益助力。

6.2.2 注意跨国并购的交易风险

当然，在决定进行并购之前对目标企业的优势与并购益处有基本了解外，更要对目标企业的详细经营状况拥有细致的了解，找出目标企业已然存在的经营管理问题和潜在风险。从财务状况、法律风险等直观问题，到目标企业发展困境和经营理念、国际文化地理差异等潜在风险都是企业在做出决策前需要根据自身实际发展状况和实力来全面仔细地考量。

日本东芝集团经营不善早已波及到旗下的东芝电视，持续多年的经营亏损正是日本东芝电视的发展常态，收益下行，资产减少，高额负债都是海信视像不得不正视解决的问题。考虑到自身所具备的相对完善的经营管理能力、成熟的材料供应链和生产链规模优势与充足的资金储备，面对日本东芝电视的盈利、管理、负债问题的冲击具备充足的抗风险能力。在并购洽谈期间，双方确认的支付定价从最初的 7.98 亿元到 4.53 亿元，再到最终确认的交割金额约为最初金额的 45%，通过委托第三方公司对日本东芝电视的财务与资产进行仔细审核和估算，考虑汇率波动等各种风险，成功为公司节省 4.43 亿元，最终采用自有资金支付 3.55 亿元的方式进行对日本东芝电视并购交割，而本次交割金额仅为海信视像当年货币资金的 12.7%，海信视像的经营状况和资金实力足以承受并购所带来的负面影响而不影响公司的正常运营。

6.2.3 注意双方差异进行整合优化

在跨国并购事件完成之后，两国企业的经营状况能否均能得到有效提升的重要因素便是双方企业资源的整合与优化。在突破发展瓶颈和逆转经营困境的关键时期，只有基于双方所现有的基本条件和问题，充分发挥出双方的优势，弥补双方劣势，相互协调互补才能快速解决问题，到达发展的新高度。

在面对日本东芝电视的日式管理模式与海信视像的经营管理理念和制度具有较大的差异时，海信视像选择的先融入再改变的渐进策略，而非大幅度的快速改革。对日本东芝电视企业管理中的高压氛围、核心管理层的守旧管理模式和人员雇佣与考核制度等均以柔和方式进行调整，保证员工基本保障，调选一部分海信视像优秀企业管理人才参与日本东芝电视的经营管理，学习本土文化与管理经验，结合国内相关经验，渐进调整企业经营和管理的理念。

核心技术的先进程度关乎家电企业未来的发展壮大，消费者需求质量不断提升和市场竞争的日渐强劲要求家电企业不断进行产品创新，以此跟上时代的发展。日本东芝电视的技术资源与研发经验对海信视像未来的企业发展十分重要，不管是现有的激光显示技术和 ULED 显示技术，还是抢占未来技术优势的 Mini/Micro LED 技术和互联网智能技术，都需要将日本东芝电视的 OLED 显示技术中分区算法、芯片的画质增强与信号处理等相关研发经验吸收消化，但当前日本东芝电视的科研人员目崇拜技术创新，研发部门内部存在技术隔阂造成一定阻碍，鉴此海信视像调选研发队伍，加大研发资金支持日本东芝电视研发生产自己的 OLED 和 REGZA 系列具有强竞争力的高端电视，借用海信视像本土成本优势和规模效益以及其名下南非与东南亚国家的低成本生产工厂，建立东芝电视品牌的成本优势，以此打开国内和国际市场。在合作中实现两大企业的科研技术融合发展，同时打出海信视像和日本东芝电视品牌的国际知名度和认可度，迈出良性发展的第一步。

参考文献

- [1] Abdelmoneim Z, Fekry M.A. Using managerial and market tools to measure the impact of acquisition operations on firm performance [J]. *Investment Management and Financial Innovations*, 2021, 18 (1): 315-334.
- [2] Akob R, Nakamura H R, Patrik Strom. Chinese foreign acquisitions aimed for strategic asset-creation and innovation up grading: The case of Geely and Volvo Cars[J].*Technovation*,2018,70-71.
- [3] Aron Berg, Pehr-Johan Norbäck & Lars Persson. Cross-border mergers & acquisitions with financially constrained owners[J]. *Review of World Economics* volume, 2017, 153:433–456.
- [4] Ali K ,Chisti A K ,Sangmi D U M , et al. Relationship of Mergers and Acquisitions with Financial Performance: Indian Evidence [J]. *Journal of Economics, Management and Trade*, 2022, 28(11):1-6.
- [5] Basuil A D,Datta K D. Effects of Industry- and Region-Specific Acquisition Experience on Value Creation in Cross-Border Acquisitions: The Moderating Role of Cultural Similarity[J]. *Journal of Management Studies*,2015,52(6): 766-795.
- [6] Bresman H, Nobel B R. Knowledge Transfer in International Acquisitions[J]. *Journal of International Business Studies*,2010,41(1):5-20.
- [7] Demirbag M, Tatoglu E, Glaister K, et al. Measuring Strategic Decision Making Efficiency in Different Country Contexts: A Comparison of British and Turkish Firms[J]. *Omega-international Journal of Management Science* 2010,38(1-2):95-104.
- [8] Diego C, Giampiero V. Cross-border M&As: The impact of cultural friction and CEO change on the performance of acquired companies [J]. *Journal of International Management*, 2022, 28 (4):1-20.
- [9] Huang Z, Susan, Brass J D. Cross-border acquisitions and the asymmetric effect of power distance value difference on long-term post-acquisition performance [J]. *Strategic Management Journal*, 2017, 38 (4): 972-991.
- [10] Huijie Cui, Sidney Chi-Moon Leung. The long-run performance of acquiring firms

- in mergers and acquisitions: Does managerial ability matter? [J]. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 2020,16(1):1-18.
- [11] Koutoupis Andreas. Mergers, taxation and accounting performance: Some evidence from Greece[J].*Journal of Accounting and Taxation*, 2017, 9(9):119-130.
- [12] Lee Sangjae, Costello Francis Joseph, Lee Kun Chang. Hierarchical balanced scorecard-based organizational goals and the efficiency of controls processes[J]. *Journal of Business Research*, 2021, 132: 270-288.
- [13] Li J, Li p, Wang B. Do across-border acquisitions create value? Evidence from overseas acquisitions by Chinese firms[J]. *International Business Reviews* 2016,25(2):471-483.
- [14] Marieta D M, RaduAlexandru, Alin O, et al. The Impact of Mergers and Acquisitions and Sustainability on Company Performance in the Pharmaceutical Sector [J]. *Sustainability*, 2021, 13 (12): 6525-6525.
- [15] Mehrotra A ,Sahay A . Systematic Review on Financial Performance of Mergers and Acquisitions in India [J]. *Vision: The Journal of Business Perspective*, 2018, 22 (2): 211-221.
- [16] RashidA, Naeem N. Effects of mergers on corporate performance: An empirical Evaluation using OLS and the empirical Bayesian methods[J]. *Borsa Istanbul Review*,2016,17(1):23-25.
- [17] Sakshi K ,Chandra G M ,Archana S . Interplay of cross-country distance with cross-border M&A performance: an institutional perspective [J]. *Review of International Business and Strategy*, 2024, 34 (1): 24-39.
- [18] Sungwoo C, Jinyoung J, ByoungJin K, et al. What Causes the M&A Performance of High-Tech Firms? [J]. *Sustainability*, 2022, 14 (5): 2820-2820.
- [19] Tianxu Jiang, Min Zhu. The impact of innovation on companies' cross-border mergers and acquisitions: evidence from China[J]. *Quality & Quantity*,2021,55,969–991.
- [20] Tripathi V,Lamba A. What drives cross-border mergers and acquisitions? A study of Indian multinational enterprises[J].*Journal of strategy and management*,2015,8(4): 384-414.

- [21] Tarba Y S ,Ahammad F M ,Junni P , et al. The Impact of Organizational Culture Differences, Synergy Potential, and Autonomy Granted to the Acquired High-Tech Firms on the M&A Performance [J]. *Group & Organization Management*, 2019, 44 (3): 483-520.
- [22] Yunyan P ,Yongbo S ,Songsong L . Empirical research on M&A performance of listed companies in China automobile industry [J]. *BASIC & CLINICAL PHARMACOLOGY & TOXICOLOGY*, 2020, 126: 78-79.
- [23] Ziva Rozen-Bakher. Comparison of merger and acquisition success in horizontal, vertical and conglomerate M&As: industry sector vs. services sector[J]. *The Service Industries Journal*, 2018, 38(7-8): 492-518.
- [24] Zuhairy E H, Taher A, Shafei I. Post-Mergers and Acquisitions: The Motives, Success Factors and Key Success Indicators [J]. *Eurasian Journal of Business and Management*, 2015, 3(2): 1-11.
- [25] 蔡翔, 吴俊, 徐正丽. 跨国并购是否促进了母公司技术创新: 基于“一带一路”倡议的准自然实验 [J]. *湖南科技大学学报(社会科学版)*, 2021, 24(01): 67-74.
- [26] 曹礼创. 中国民营企业跨国并购动因研究 [J]. *现代经济信息*, 2018(15): 147.
- [27] 曹湘平, 乔宇. 平衡计分卡视角下家电企业跨国并购绩效评价研究——以海尔集团并购通用电气为例 [J]. *中国中小企业*, 2023(03): 184-186.
- [28] 陈佳琦, 赵息, 牛箫童. 融资约束视角下支付方式对并购绩效的影响研究 [J]. *宏观经济研究*, 2020(04): 16-27.
- [29] 程聪, 王立丰, 钟慧慧, 陈盈. 业务关联、技术匹配与企业国际竞争力: 跨国并购的视角 [J]. *科研管理*, 2018, 39(10): 90-99.
- [30] 程聪, 钟慧慧, 钱加红. 企业绩效评价方式与并购绩效 Meta 分析 [J]. *科研管理*, 2018, 39(S1): 11-19.
- [31] 池昭梅, 乔桐. 中国制造业海外并购绩效研究——以旗滨集团并购马来西亚旗滨公司为例 [J]. *会计之友*, 2019(20): 67-72.
- [32] 党国豪, 周霞. 制造业上市公司技术并购绩效研究——以美的并购库卡为例 [J]. *现代商业*, 2022(02): 136-138.

- [33] 杜健, 郑秋霞, 丁飒飒, 郭斌. 资源依赖、制度逻辑与跨国并购后整合[J]. 科学研究, 2021, 39(03): 423-431.
- [34] 杜晓荣, 赵嘉雯, 新夫. 技术密集型企业跨国并购对创新绩效的影响——基于中国 A 股上市公司的经验研究[J]. 科技管理研究, 2021, 41(07): 148-154.
- [35] 樊祥生. 我国制造业企业跨国并购绩效评价[J]. 企业改革与管理, 2017, (16): 19.
- [36] 方芳. 电商企业基于流量互补业务的并购绩效研究[J]. 东南大学学报(哲学社会科学版), 2017, 19(S2): 107-110.
- [37] 付洪垒, 陈余梦. 我国上市公司跨国并购绩效的影响因素研究的实证分析[J]. 商场现代化, 2021(12): 101-103.
- [38] 韩士专, 金梦, 付垚. 基于财务协同的企业 EVA 价值管理研究——以伊利集团并购威士兰为例[J]. 会计之友, 2023, (18): 114-121.
- [39] 何佳伟. 企业跨国并购动因及风险研究综述[J]. 商场现代化, 2022(18): 74-76.
- [40] 李斌, 李玉芳. 中国企业“一带一路”背景下的跨国并购绩效研究[J]. 中国商论, 2020(08): 95-98.
- [41] 李洪东, 宋慧冰, 彭建青, 郝颖. 集团财务资源集中与海外并购绩效[J]. 财会月刊, 2020(06): 27-35.
- [42] 李梦琦. 中国企业海外并购的影响因素[J]. 山西财经大学学报, 2021, 43(S1): 21-27.
- [43] 黎文飞, 李郑鹏. PE 在跨国并购中的作用: 以中联重科并购 CIFA 为例[J]. 财会月刊, 2021(05): 40-49.
- [44] 刘兰, 黄鹏辉. 协同效应视角下上市公司跨国并购绩效分析——以蓝帆医疗并购柏盛国际为例[J]. 商业会计, 2022(23): 42-46.
- [45] 刘帅帅. 我国企业跨国并购的现状与动因分析[J]. 市场研究, 2020(02): 46-48.
- [46] 马林花. 我国汽车企业跨国并购战略分析及启示——基于吉利收购沃尔沃[J]. 现代企业, 2021(02): 39-40.
- [47] 贾少康. 浅析企业跨国并购的财务协同效应——以伊利并购威士兰为例[J].

- 产业创新研究, 2022(05):61-63.
- [48] 贾镜渝, 李文. 距离、战略动机与中国企业跨国并购成败——基于制度和跳板理论[J]. 南开管理评论, 2016, 19(06):122-132.
- [49] 蒋冠宏. 跨国并购和国内并购对企业市场价值的影响及差异: 来自中国企业的证据[J]. 世界经济研究, 2020(01):82-95+136-137.
- [50] 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.
- [51] 高敬忠, 赵思懿, 王英允. 经济政策不确定性、产业政策与并购溢价[J]. 产业经济研究, 2021(02):42-55.
- [52] 郭伟. 三一重工跨国并购德国普茨迈斯特绩效评价[D]. 华东交通大学, 2018.
- [53] 潘鹏杰, 金佳秋. 跨国企业并购风险与协同效应探析[J]. 商业经济, 2022(02):94-96.
- [54] 乔光辉. 中国风电设备企业跨国并购的技术创新动因[J]. 科技管理研究, 2014, 34(16):109-114.
- [55] 宋力, 周静. 并购能力对并购绩效的影响——基于支付方式中介与业绩承诺调节效应[J]. 沈阳工业大学学报(社会科学版), 2020, 13(06):521-526.
- [56] 宋哲. 新乳业连续并购短期绩效分析——基于事件研究法[J]. 现代营销(下旬刊), 2023, (11):135-137.
- [57] 宋宇静. 不同跨国并购动因下的并购整合效果[J]. 经贸实践, 2017, (8):298.
- [58] 孙德美. 基于因子分析法的企业财务绩效评价研究——以比亚迪股份有限公司为例[J]. 内蒙古电大学刊, 2019(3):7.
- [59] 史元政. 中国企业跨国并购存在的风险及对策研究[J]. 中国市场, 2022(01):11-12.
- [60] 陶妮. “一带一路”沿线国跨国并购财务绩效及其影响因素——基于沪深主板上市公司并购案[D]. 苏州: 苏州大学, 2018.
- [61] 滕梓源, 胡勇. 跨国并购促进技术创新的绩效、影响因素及策略[J]. 国际贸易, 2019(02):11-17.
- [62] 王卫, 周雪峰. 海外并购对技术创新的影响: 综述及展望[J]. 财会月刊, 2021(02):116-123.

- [63] 王玉喜. 企业并购的财务绩效分析方法评价[J]. 山西财经大学学报, 2020, 42(S01)
- [64] 王疆, 黄嘉怡. 跨国并购动因、吸收能力与企业创新绩效[J]. 北京邮电大学学报(社会科学版), 2019, 21(02):84-91.
- [65] 沈洁. 跨国并购对企业创新绩效的影响[J]. 新经济, 2022(06):55-59.
- [66] 吴航, 陈劲. 跨国并购动机与整合过程中的制度复杂性战略响应[J]. 科学学研究, 2020, 38(09):1570-1578.
- [67] 吴先明, 高厚宾, 邵福泽. 当后发企业接近技术创新的前沿:国际化的“跳板作用”[J]. 管理评论, 2018, 30(06):40-54.
- [68] 徐伟莉. 关于我国企业跨国并购动机及财务风险控制的研究[J]. 上海商业, 2022(03):104-106.
- [69] 杨雄辉. 上市公司并购短期绩效测量及理论分析[J]. 中国注册会计师, 2021, (09):61-64.
- [70] 闫肃婧, 苗慧. 华润雪花并购金威啤酒的业绩评价[J]. 河北企业, 2017, (7):121-122.
- [71] 张强, 葛佳鑫. 跨国并购的行业政策风险控制分析——以汤臣倍健并购 LSG 为例[J]. 当代会计, 2021(17):136-138.
- [72] 张晓旭, 姚海鑫, 杜心宇, 王选乔. 高新技术上市公司连续并购的同伴效应研究——企业研发的调节作用[J]. 科技进步与对策, 2021, 38(06):65-74.
- [73] 赵奇伟, 吴双. 企业政治关联、不透明度与跨国并购绩效——基于投资者视角的微观证据[J]. 国际贸易问题, 2019(03):26-40.
- [74] 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.
- [75] 周绍妮、王惠瞳. 支付方式、公司治理与并购绩效[J]. 北京交通大学学报(社会科学版), 2015, (4):39-44
- [76] 朱秀芬. 基于平衡计分卡的互联网企业并购绩效评价研究——以阿里巴巴并购恒生电子为例[J]. 财会通讯, 2018(02):100-104.
- [77] 朱子敏. 基于平衡计分卡的企业并购绩效评价[D]. 南昌大学, 2018

致谢

转眼三载已过，漫步于书香校园，各处的校园风景皆有往日活动的回忆。一分耕耘，一分收获，二零二一年疫情时期，我怀着忐忑的心情来到这里开始了我的研究生生涯，伴随着学习生活中所遇到的各种问题与挫折，短短三年已然有所成长，不仅仅是学到了专业知识，还为进入社会工作打好一定的基础。至此已是二零二四年盛夏，校园求学之路即将走到尽头，在此我由衷地感谢一路走来所遇到的老师和同学，有你们的相伴为我的人生之路点亮光芒，给我坚定前行的温暖，有你们的帮助使我直面困难，更快更好地解决问题，让我能够一帆风顺地走完校园求学之路。

诚挚地感谢我的指导老师宣红岩教授，非常有幸地成为了宣老师的学生。初到校园面临疫情封校，宣老师经常与我们沟通交流，及时了解我们的在校生活，关注我们的身心健康，给与我们莫大的关怀。除此之外，在我们面对学习上的问题时，宣老师都会耐心地教导，认真细致地解决我们每一个困惑。在论文的选题和写作过程中，宣老师的指导和支持给与了我很大的帮助，使我克服困难满足条件，顺利完成论文写作。

真诚地感谢学院的领导和老师。正是有了你们的传道授业解惑，我们现在收获颇丰，为我们今后参加工作垫实了知识基础。也感谢负责学生工作的领导和老师，让我们在校的生活和学习十分便利，给予我们很大的帮助。

衷心地感谢遇到的同学和朋友，感谢你们的友善让我们的校园生活更加温暖。感谢室友三年来的关心和陪伴，岁月如歌，友谊永存。感谢师兄师姐对我的帮助，在学习和生活上帮助我解决了不少问题。

深深地感谢理解我，支持我的家人。作为我最坚实的后盾，家人不仅给与了我无时无刻的关系和爱护，还在我最迷茫最难以坚持的时候给与我最需要的支持和鼓励，感谢你们让我更坚强更乐观。