

分类号 F23/1109
U D C 0006094

密级 公开
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 京东方并购中电熊猫绩效评价研究

研究生姓名: 王玉玲

指导教师姓名、职称: 孔陇 教授 袁海洋 正高级会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 成本与管理会计

提交日期: 2024年6月1日

独创性声明

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

学位论文作者签名： 王玉玲 签字日期： 2024.6.1

导师签名： 孔阳 签字日期： 2024.6.1

导师(校外)签名： 袁海峰 签字日期： 2024.6.1

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內容。

学位论文作者签名： 王玉玲 签字日期： 2024.6.1

导师签名： 孔阳 签字日期： 2024.6.1

导师(校外)签名： 袁海峰 签字日期： 2024.6.1

Research on the performance of BOE's acquisition of CLP Panda

Candidate: Wang Yuling

Supervisor: Kong Long Yuan Haiyang

摘要

21 世纪以来,在经济全球化背景下,市场竞争日益激烈。众多企业为了在竞争中谋求发展,选择采用并购的方式获得新的增长动力。而近年来半导体行业逐渐成为了各国重点关注的战略产业之一,规划更是将我国高端制造业的发展推到了新的历史地位。京东方作为我国高端设备制造行业的代表,具有丰富的并购经验,决定通过并购中电熊猫旗下 8.5 和 8.6 代产业线来维持竞争优势并巩固自身地位,此次并购能否为京东方带来的绩效影响值得展开深入研究分析。

本文选取京东方并购中电熊猫为案例,运用事件研究法、财务指标法、绩效棱柱法对京东方并购中电熊猫分别进行绩效分析。

通过分析得出京东方此次并购战略意义重大。实现了其获取核心技术以打破技术壁垒,扩大市场规模以增强自身竞争力和获取协同效应以提高经营效率的并购目标,同时促成了生产链的延伸和产业链上下游的整合,巩固了其市场龙头企业的领先地位。最后通过对绩效的整体分析得出启示,管理者要慎重决策,在并购前关注目标企业与自身发展战略的契合程度,立足长远选择契合的并购目标;在支付对价时可以通过多元的融资与支付方式降低财务风险,避免资金短缺;在并购后重视资源整合,通过高效的人力、技术、生产等资源的整合获得协同效应,加强资源优势互补;重视研发,不断提高自主研发能力。

关键词: 并购绩效评价; 财务指标; 绩效棱柱法; 京东方

Abstract

Since the 21st century, under the background of economic globalization, market competition has become increasingly fierce. In order to seek development in the competition, many enterprises choose to adopt the way of merger and acquisition to get new growth power. In recent years, the semiconductor industry has gradually become one of the strategic industries that countries focus on. The development plan of "Made in China 2025" promulgated in 2015 has also pushed the development of China's high-end manufacturing industry to a new historical position. In order to alleviate the impact of the industry's core technology monopoly, BOE decided to maintain its competitive advantage and consolidate its position through the merger of CLP Panda and its 8.5 and 8.6 generation industrial lines. Whether this merger can bring positive benefits to BOE is worth further study.

This article selects the acquisition of China Electric Panda by BOE as a case study to explore the impact of this acquisition activity on the acquiring company and stakeholders.

BOE achieved the acquisition objectives of acquiring core technologies to break technical barriers, expanding market scale to enhance its competitiveness and obtaining synergies to improve operating efficiency in this merger, and promoted the extension of the production chain and the integration of the upstream and downstream of

the industrial chain,consolidating its leading position as a market leader.Therefore,this study believes that M&A should not be too troubled by short-term benefits,but should enhance long-term benefits through M&A integration.Finally, we concluded that pay attention to the free cash flow of the target enterprise and the fit degree with its own strategy before the merger and acquisition,so as to select the appropriate merger target;Todetermine fair M&A consideration according to the possible cash inflow of M&A to avoid unnecessary waste of resources;When paying consideration,financial risks can be reduced through diversified financing and payment methods to avoid capital shortage;After the merger and acquisition,we should attach importance to the integration of resources,obtain synergistic effect through the integration of efficient human resources,technology and production resources,and improve the efficiency of the merger and acquisitio stage of M&A.

Keywords : Performance evaluation of M&A; Financial indicators; Performance prism method; BOE

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究意义.....	1
1.2.1 理论意义.....	2
1.2.2 实践意义.....	2
1.3 国内外研究现状.....	2
1.3.1 关于企业并购动因的研究.....	2
1.3.2 关于企业并购绩效的研究.....	3
1.3.3 文献评述.....	3
1.4 研究的主要内容和方法.....	3
1.4.1 研究内容.....	3
1.4.2 研究方法.....	4
1.4.3 主要框架.....	4
2 相关概念与理论基础	5
2.1 相关概念.....	5
2.1.1 并购的概念.....	5
2.1.2 并购绩效评价.....	6
2.2 理论基础.....	6
2.2.1 协同效应理论.....	6
2.2.2 规模经济理论.....	7
2.2.3 市场势力理论.....	8
3 京东方并购中电熊猫案例介绍	8
3.1 公司基本概况.....	8
3.1.1 京东方发展概况.....	8
3.1.2 中电熊猫发展概况.....	9
3.2 京东方并购中电熊猫事件梳理.....	9
3.3 京东方并购中电熊猫动因分析.....	11
3.3.1 打破技术壁垒.....	11
3.3.2 扩大市场规模.....	12
3.3.3 获得竞争优势.....	13
4 京东方并购中电熊猫市场绩效和财务绩效评价	14
4.1 基于事件研究法的市场绩效评价.....	14
4.2 基于财务指标法的财务绩效评价.....	18
4.2.1 偿债能力分析.....	19
4.2.2 营运能力分析.....	21
4.2.3 盈利能力分析.....	22
4.2.4 发展能力分析.....	23

4.3 分析与小结	24
5 京东方并购中电熊猫综合绩效评价	25
5.1 指标选取	25
5.2 绩效棱柱法下并购绩效指标分析	27
5.2.1 股东角度指标分析	27
5.2.2 债权人角度指标分析	31
5.2.3 政府角度指标分析	33
5.2.4 职员角度指标分析	35
5.2.5 客户角度指标分析	38
6 研究结论和启示	40
6.1 研究结论	40
6.2 研究启示	40
6.2.1 管理者慎重战略决策	40
6.2.2 选择长远并购目标	41
6.2.3 多元融资，降低风险	43
6.2.4 加强资源互补整合	43
6.2.5 提升自主研发能力	44
参考文献	46

1 绪论

1.1 研究背景

众多企业为了在竞争中谋求发展，选择采用并购的方式来获得新的增长动力。并购的应用，可以帮助企业延长产业链以降低生产运营的成本，扩大经营规模以提高市场份额，拓展业务范围以谋求新的经济增长点等。但是，并购是一把“双刃剑”，在带来诸多益处的同时，也为并购企业带来诸多风险，比如定价风险，支付风险；因此，对于企业并购的研究是有必要性的，这对企业在并购进程中如何考量风险有一定启示作用

制造业是国民经济发展命脉，是立国之本、强国之基，科技型制造企业为了快速实现规模扩张，在激烈的竞争中谋求发展，选择采用并购的方式来获得新的增长动力。并购的应用，可以帮助企业延长产业链以降低生产运营的成本，扩大经营规模以提高市场份额，拓展业务范围以谋求新的经济增长点等。在“走出去”的战略推动下，我国大批企业掀起了海外并购的浪潮，希望借此方式打开国际市场，为企业获得新的成长机遇。

京东方作为我国高端设备制造行业的代表，从成立初期的亏损，发展到年度盈利预计破百万亿元，京东方的并购活动也在其辉煌发展中做了很大贡献。2003年京东方为了探索 TFT-LCD 这一新兴领域，以 3.8 亿美元并购韩国现代相关业务线，以此打开了 TFT-LCD 领域的战略布局。同年京东方通过前向并购获得冠捷科技 26.77% 的股份成为其第一大股东，开拓了自身在产业链下游的市场能力。其中为了顺应时代发展趋势，加快企业的转型升级，积极布局物联网，京东方并购法国 SES-imagotag 公司。

一系列海外并购后，京东方也收获了很多海外领先技术和专业人才。2021 年京东方迎来了近五年来连续战略并购的重要环节——高价收购中电熊猫。这次并购事件的发生是京东方把握“新零售”时代发展机会的关键，是实现公司转型升级，落地智慧业务的重大探索。完成并购后，净利润达到了新高度，同时主打产品在市场上的占有率高居首位，稳居全球领军位置。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

本文选取了京东方并购中电熊猫这一案例，结合中外学者对于并购相关理论的研究，从并购后短期财务绩效、长期财务绩效、综合绩效等多维角度综合评价本次并购对企业整体经营情况带来的影响，以期为我国制造业高新技术企业今后开展并购提供理论参考，并为并购理论的丰富性添砖加瓦。

1.2.2 实践意义

京东方作为我国半导体显示行业的优秀代表，对其并购过程、并购动因和并购绩效的研究不仅可以为同行业其他企业开展并购活动提供参考，也可以使投资者加深对于半导体显示企业并购活动的了解后做出投资决策。

1.3 国内外研究现状

1.3.1 关于企业并购动因的研究

因为西方国家市场经济发展较早，致使企业并购行为的发生也早于我国，因此国外学者对于企业并购方面的研究也更为丰富，目前形成了一些较为系统化的理论成果。对于企业进行并购的原因很多国外学者认为是为了降低交易费用。Haleblian（2009）在研究中指出企业为了降低与上下游企业之间的交易费用，会选择通过并购的方式将自己生产链的向上下游延长。生产链的延长可以将企业原材料供应商以及产品销售渠道纳入企业内部管理，从而形成上下游产业链一体化以减少交易成本，降低了市场风险。Geiger and Schiereck（2011）在理论的基础上对机械行业的并购案例进行了实证分析，他们认为企业进行并购的动因在于提升行业地位，通过并购行为实现市场垄断，提高议价能力从而增强企业盈利能力，运用规模效应为企业经营带来优势。Vojislav 和 Gordon（2013）作为市场势力理论的代表人物，他们认为企业在发展的过程中会通过产业投资或者并购的方式来扩大自己的经营范围，实现对外扩张；

由于经济发展的客观原因，我国对于并购动因的相关研究要稍晚于国外，但至今也取得诸多具有建设性的研究成果。国内学者研究发现发挥协同效应是并购行为的主要动因。吴航和陈劲（2020）利用数据库对大陆企业进行实证分析，发现并购可以在两个方面为企业带来协同效应：第一，并购可以产生规模效应使企业降本增效，在运营方面发挥协同效应；第二，并购可以降低企业融资成本，减

轻资金压力，在财务方面发挥协同效应。孙华鹏等（2014）以三个典型并购为例，分析得出增强品牌国际影响力、获得技术协同和积累国际化经验是推动我国民营企业跨国并购的特色要素。

1.3.2 关于企业并购绩效的研究

Alhenawi 等人（2017）以美国 1998 年至 2017 年所发生的并购事件作为研究对象，发现并购交易在长期内为并购方创造了价值[12]。Caiazza Stefano 等人（2021）基于事件研究法和混合回归分析方法研究并购发生后对企业绩效产生的影响，结果表明并购中可持续因素对企业财务状况起到明显改善作用。

国内对于并购绩效评价研究大多是运用事件研究法、会计指标法或构建评价模型来进行研究，而在构建评价模型中，大多运用 DEA 模型或是平衡计分卡来搭建模型。研究者在进行研究时，会采用其中的一种方法进行研究，也会采用多种方法结合起来研究。苏琦（2019）以青岛海尔并购美国通用家电为研究对象，运用财务指标分析方法得出并购事件使得并购方绩效显著提升，增强了该企业市场竞争力。周晶晶等（2019）研究发现跨国并购可以提升企业研发能力，同时对企业绩效表现产生积极影响。韩金红和唐燕玲（2019）以阿里巴巴并购优酷土豆为例对我国境外上市公司并购后的绩效变化进行研究，结论表明并购引起市场积极反应，公司经济附加值不断上升，协同效应已经基本实现。

1.3.3 文献评述

已有研究大多重点关注财务绩效，对非财务绩效研究较少，且研究方法单一。本文将融合财务指标法和绩效棱柱法从利益相关者角度对京东方并购中电熊猫事件进行绩效分析，能够满足投资者、管理者、竞争者等利益相关者的信息需求，具有一定的参考价值。

1.4 研究的主要内容和方法

1.4.1 研究内容

第一，绪论。叙述案例研究的背景，研究意义，对企业并购相关文献进行综述，明确论文的研究思路和框架。

第二，阐述企业并购相关概念及并购相关的理论。

第三，阐述京东方并购中电熊猫的过程。主要介绍并购双方基本概况、并购

动因和并购过程。

第四和第五，京东方并购中电熊猫绩效评价。运用事件研究法，财务指标分析法，绩效棱柱法对京东方并购中电熊猫并购对企业整体经营情况的效益进行评价。

第六，京东方并购中电熊猫的启示。对并购案例的具体实施情况以及并购后取得的效益得出结论，以期能够帮助企业在开展并购活动的过程中提高并购效率。

1.4.2 研究方法

(1) 文献研究法。本文通过搜索和阅读大量有关企业并购动因、并购绩效评价，并购绩效评价方法的学术期刊和文献资料，了解当前我国企业并购的发展态势，学习和借鉴了企业并购绩效评价方面的研究分析方法，为本文京东方并购中电熊猫绩效评价论述提供了一些思路。

(2) 案例分析法。文选取了京东方并购中电熊猫这一案例作为研究对象，研究该事件对京东方经营业绩产生的影响。首先，对并购过程进行详细地阐述；其次，分析京东方开展本次并购的动因；再次，通过事件研究法、财务指标法、绩效棱柱法展开分析；最后，针对上述分析为企业开展并购活动得出启示与建议。

1.4.3 主要框架

本文研究框架如图 1.1 所示

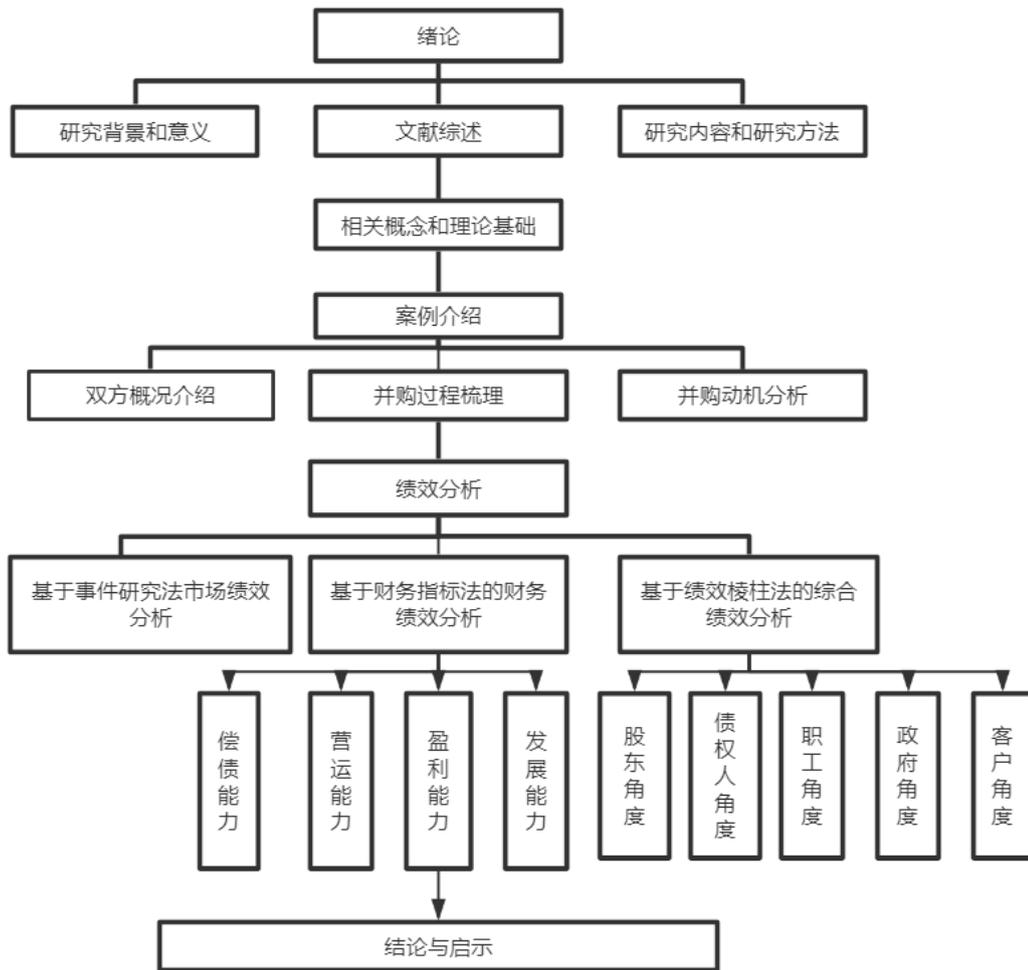


图 1.1 论文思路框架图

2 相关概念与理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 并购的概念

并购是指并购方通过支付对价的方式，达到获取被并购方全部或部分控制权目的的一种常见的资本运作活动。并购包含兼并和收购两种形式，在实务中由于互相交织而不作区分。狭义的并购包括吸收合并和新设合并。吸收合并是指并购方将被并购方纳入己方，使被并购方消失，可表示为 $A+B=A$ ；新设合并是指并购方与被并购方经过整合后形成新的法人组织对外开展经济活动，可表示为 $A+B=C$ 。广义的并购不仅包含上述两种并购形式，还包括通过资产收购和股份收购等手段

取得被并购方股权的形式，并购结束后被并购方仍可以独立的法人身份开展经济活动、承担经济责任，可表示为 $A+B=A+B$ 。按并购方取得的股权占被并购方所有者权益的百分比可以将并购分为控制、共同控制和重大影响三类。

基于不同的分类标准可将并购进行多种类型划分，分类标准包括：并购资金来源、并购双方的身份、并购方对被并购方的态度以及并购双方所处的行业关系，与之对应的类别分别为：杠杆并购、非杠杆并购；产业资本并购、金融资本并购；友善并购、敌意并购；横向并购是指并购双方所处行业相同或相似，双方的主营业务存在较大重合，多发生在同行业内实力相当的竞争对手之间或同行业内龙头企业的主营业务存在较大重合，多发生在同行业内实力相当的竞争对手之间或同行业内龙头企业与经营业绩较差的企业之间，并购方往往倾向于通过并购活动来实现抢占市场份额、扩张市场规模、获取垄断优势来扩大其影响力的目的。纵向并购多发生在同一产业链的上下游之间，并购双方不存在竞争关系，但生意往来密切。纵向并购能够延长产业链以形成范围经济，降低生产成本以获得价格优势，实现产供销一体化。混并购是指并购双方在经营范围上不存在重合，并购方为了规避市场进入壁垒或通过多元化经营来分散经营风险，从而对被并购方展开的并购。

2.1.2 并购绩效评价

绩效是对事件结果的客观评价，可以根据事件的性质设置不同的评价指标体系，并根据评价指标的变化程度来判断预期结果的实现情况。并购绩效往往基于并购事件发生前后两个视角对企业同一经营指标做对比分析，通过其变动程度量化并购目标的实现程度。

用成体系的方法对企业在一定时期内的经营情况进行综合评价，这样的管理活动叫做绩效评价，绩效评价反映企业经营状况，也评价管理层工作情况。必须用专业的绩效评价工具来评价并购效果，可以从多元角度对绩效进行评价。

2.2 理论基础

2.2.1 协同效应理论

协同效应理论由德国物理学家 Hermann Harkens 初创，将协同效应理论作为实践指导理论与企业经营管理结合这一贡献是美国管理学家 Igor Ansoff 做出

的。协同效应主要包括在经营协同、管理协同和财务协同。经营协同主要体现在企业经营管理层面，因此企业并购前后的偿债、营运、盈利和可持续发展能力的增长与否是判断企业是否获得经营协同的关键所在。管理协同主要体现在企业内部管理层面，并购双方通过资源整合能够重建管理人员队伍、优化管理人员水平以及提升企业管理效率，从而大大降低企业的管理成本，对于实现企业的长远战略目标有着深远影响。财务协同主要体现在资产规模扩张、货币资金增加、现金流充裕等方面。协同效应是企业并购所追求的重要目标，也是衡量并购成败的关键，成功的并购往往可以使企业突破发展瓶颈，焕发新的生机。

首先，前文阐述研究背景时提到京东方所属的半导体显示行业的核心技术掌握在少数发达国家手中，为打破技术壁垒，京东方试图通过并购来获得技术协同，促进自身技术升级。因此，本文在对京东方并购中电熊猫的动因展开分析时运用了协同效应理论。再次，本文在协同效应理论的基础上对京东方并购前后的绩效变动情况展开分析。最后，由于协同效应与并购整合关联密切，并购后整合效率越高，企业通过并购获得协同效应的可能性越大。

2.2.2 规模经济理论

Adam Smith 提出了劳动分工理论，认为劳动分工会受到市场范围的限制，但并未受到主流经济学家的重视，直到 1928 年 Allyn Young 指出劳动分工和市场范围之间互相影响并存在正向循环这一观点，经济学家开始将报酬递增视为经济增长的具体体现。1985 年，著名经济学家 Paul R. Krugman 和 Elhanan Helpman 提出规模经济这一理论，并指出当企业保持生产水平和生产要素在一定条件不变的情况下，生产经营规模和单位产品的变动生产成本呈反向变动关系，这有利于企业获得价格优势，因此成为并购活动中常见的刺激因素。在并购绩效分析中，规模经济和范围经济往往同时出现，主要表现为：在规模经济使单位产品生产成本下降的同时，并购方与被并购方的核心能力得到交互延伸。我国半导体显示市场规模有限，为了抢占市场份额、提高市场占有率，企业经常通过并购来获取核心技术，从而获得竞争对手难以超越的竞争优势。但是，企业不可一味扩张而忽视自身发展的客观规律，急功近利反而可能造成企业产能过剩、产品积压滞销，对企业造成负向影响。

回顾相关文献发现，获取规模经济作为并购动因具有普适性，且规模经济通

常在横向并购中得以体现，并购完成后，企业通过并购资源的整合能够扩大市场份额，降低产品的单位变动生产成本。因此，本文在对京东方并购中电熊猫的并购动因和并购绩效时候运用规模经济理论。

2.2.3 市场势力理论

市场势力即企业在行业中的支配地位。在动荡的资本市场中寻求稳定发展。对于制造业高新技术行业来说，先进成熟的核心技术是企业“挺直腰杆”的底气，那么通过并购来获取核心技术无疑是企业扩张之路上较好的选择。首先，前文在阐述研究背景时使用了市场势力理论，经分析发现，京东方为了维护行业龙头地位，增强竞争优势，积极开展并购活动来扩张市场规模并延长产业链，在激烈的市场竞争中寻求稳定发展。因此，本文在对京东方并购中电熊猫的并购动因和并购绩效时用了市场势力理论。

3 京东方并购中电熊猫案例介绍

3.1 公司基本概况

3.1.1 京东方发展概况

京东方是由北京电子管厂逐步演变而来的。二十世纪五十年代，北京电子管厂在吸纳了苏联先进技术的基础上成立。1993年4月，转为北京东方电子集团股份有限公司，京东方于改制当年通过存量调整和资源优化扭亏为盈。此后，京东方一直拓展国际化视野，不断与海外企业开展合作，以少量资本运作迅速撬动生产，最终于1997年进入显示终端领域，并成为台式电脑显示器行业的领跑者。同年，京东方成为北京第一家在深圳交易所B股上市的企业，发行外资股B（200725）。2001年，正式更名为京东方科技集团股份有限公司。

自成立以来，京东方坚持走高速扩张道路，大刀阔斧地连续展开多次并购，数次通过收购韩国、中国台湾、中国香港、法国、以色列等地区的高新技术制造企业来获取被收购企业的核心技术，以此打破专利和技术壁垒，形成了“收购—吸收—再创新”的战略发展模式，开启了中国自主制造液晶显示屏的新篇章。目前，京东方构建了涵盖欧、美、亚、非在内的全球服务体系，通过分布在我国大江南北的制造基地供应海内外二十余家子公司的日常生产经营需求。京东方凭

借并购后吸收整合和研究开发不断提升其核心显示技术，在世界半导体显示市场上独占鳌头，成为全球半导体显示市场的重要供应商。此外，京东方积极在现有业务中引进物联网技术，实现跨界创新，长期致力于提供专业的信息交互服务，关注人类健康服务引进物联网技术，并提供相应的智慧物联端口产品，力求由传统制造业企业转变为智慧物联网领域的领军企业，搭建了“1+4+N+生态链”的“航母事业群”式业务架构。其中，“1”是指仍旧以半导体显示业务为核心经营业务，“4”是指未来将持续把智慧医工、传感器及解决方案、MLED、物联网创新作为重点发展方向。

京东方能够及时预见新一轮的技术更新迭代方向，在危机中果断抓住投资机遇，积极布局产业链上下游，不断提升自身生产能力和创新能力，打破了制造业发达国家垄断显示屏技术的困境，拉动了国内以半导体显示为核心的产业群的发展。在不断变幻的经济市场上，京东方仍时刻关注产业前沿发展态势，积极探寻新的经营业务，力求高质量完成向智慧物联企业转型的战略目标，不断提升内部核心竞争力。

3.1.2 中电熊猫发展概况

1936年，熊猫电子集团有限公司成立，在其后的八十余年发展历程中曾连续20年处于中国电子信息行业的领先地位，位于我国百强企业前列，为中国电子工业的蓬勃发展提供支持保障，被誉为中国电子工业的摇篮，旗下的“熊猫(PANDA)”是我国电子行业第一个“中国驰名商标”。是熊猫电子集团的下属子公司，主要从事TFT-LCD面板、彩色滤光片和液晶整机模组的研发、生产销售和技术服务，其并购前股权结构如图3.1所示。南京显示科技及其G8.5代生产线是由南京市人民政府牵头，中国电子和日本夏株式会社联合出资，三方共同打造的以IGZO 8.5代线超高分辨率液晶显示技术为核心的半导体显示科技项目，该项目采用业界最先进的金属氧化物TFT(IGZO)等技术，耗用资金291.5亿元，是全球首条G8.5代IGZO液晶面板生产线。

3.2 京东方并购中电熊猫事件梳理

立信会计师事务所出具的审计报告显示，南京显示科技的盈利水平从2017年开始逐年下降，从2016年的2.08亿元下降至2017年的1.64亿元，2018年首次转为亏损，亏损金额为15.01亿元，至2019年亏损金额高达95.04亿元；

成都显示科技同样出现上述情况，企业净利润由 2018 年的盈利 0.33 亿元转为 2019 年的亏损 9.65 亿元。同期，我国液晶面板显示行业仍处于产能扩大阶段，原材料成本上升而产成品价格下降，受此影响，企业的销售和盈利能力逐渐下降，两家子公司照此趋势持续经营下去，将会给母公司带来无法承受的亏损。

2020 年 9 月 8 日，华东科技与关联方中国电子、中电熊猫通过上海联交所以公开挂牌的方式共同转让持有的南京显示科技合计 141.45 亿元出资额（对应南京显示科技 80.83%的股权）。其中中国电子持有南京显示科技 30.04 亿元出资额（对应南京显示科技 17.17%的股权），中电熊猫持有南京显示科技 10.53 亿元出资额（对应南京显示科技 6.02%的股权），华东科技持有南京显示科技 100.88 亿元出资额（对应南京显示科技 57.65%的股权）。挂牌底价为 55.91 亿元，挂牌信息披露期满日为 2020 年 10 月 16 日。

2022 年 9 月 24 日，京东方发布公告，宣布拟收购南京显示科技和成都显示科技的股权，同时，该公告对本次股权收购事宜作出详细说明，决定拟采用摘牌竞标的方式开展股权收购，以高于挂牌价收购华东科技、中国电子和中电熊猫合计持有的南京显示科技部分股权，以高于评估价收购成都先进制造产业投资有限公司、成都空港兴城投资集团有限公司和成都空港兴城建设管理有限公司合计持有的成都显示科技部分股权。

2020 年 10 月 19 日，经上海联交所审核，意向受让方京东方获取受让资格，随后，交易双方就本次产权交易签订了附条件生效的产权交易合同。京东方于 2020 年 11 月 23 日收到了上海联交所的通知，确定其获得最终受让资格。交易双方约定本次并购的对价支付方式为分期付款：首期产权交易价款（含保证金）为本次产权交易价款总额的 30%，第二笔产权交易价款为本次产权交易价款总额的 30%，于 2020 年 12 月 15 日之前支付完毕；第三笔产权交易价款为本次产权交易价款总额的 40%，于合同生效后 1 年内支付完毕。

2020 年 11 月 30 日，京东方和成都显示科技的股东协商确定，通过非公开协议增资的形式调整成都显示科技的股权结构，增资方式为一次认缴、分期实缴。京东方采用溢价约 10%的收购方式，共增资 75.5 亿元收购成都显示科技的部分股权。此前，京东方对成都显示科技做了全面的价值评估，评定每股评估值为 0.91 元，而本次增资每股定价达到了 1 元。本次增资的资金中，外部资金来源

不超过 60%，剩余资金均为公司自筹。

2020 年 12 月 15 日，京东方已向南京显示科技的股东华东科技、中国电子、中电熊猫共支付了产权交易价款总额的 60%。2020 年 12 月 25 日，京东方到南京市市场监督管理局换发营业执照，完成对南京显示科技的工商变更登记手续。

2020 年 12 月 24 日，京东方按照此前的约定完成对成都显示科技的增资，本次注资金额为 30.2 亿元，增资完成后，成都显示科技按约定与京东方办理相关手续。至此，京东方本次对南京显示科技和成都显示科技的并购计划圆满完成

3.3 京东方并购中电熊猫动因分析

3.3.1 打破技术壁垒

十多年前，我国电子信息产业一直存在缺芯少屏的弱点，其资金密集和技术密集的产业特性不断迫使企业专注于核心技术的研发。随着京东方、TCL 华星光电、深天马一众企业多年来致力于电子信息技术的研究与开发，中国终于制造出了自己的屏幕，逐渐摆脱对进口屏幕的依赖。在我国经济实力逐渐增强的今天，中国半导体制造行业在世界市场上也逐渐崭露头角，向行业的中心位置不断前进。然而，仅此成就远不足以支持我国电子信息企业的持续发展——信息技术迭代日渐频繁，提高了对技术和人才的需求。为了提高自身竞争力，在行业中取得领先地位，企业必须重视技术更新与研发，掌握行业前沿核心技术，争取在高端技术和上游设备上也能摆脱对其他国家的依赖。

近些年来，由于贸易摩擦不断加剧，贸易保护主义有抬头趋势，我国高新技术企业难以从海外获得前沿技术。此外，由于半导体显示行业的发展逐渐完善，市场呈现出集中化的趋势，要想在激烈的市场竞争中取得领先地位，推出独具特色的产品来满足市场的多样化需求显得尤为迫切。随着政府对制造业高新技术产业的扶持，我国涌现出了大量包含 TCL 科技、京东方、东旭光电、视源股份等在内的优秀企业，国内厂商的液晶显示产品和半导体显示产品成为众多手机、平板、电脑等电子产品的供应源，外资企业纷纷撤出我国市场。面对如此严峻的竞争形势，京东方和 TCL 华星光电不断展开并购活动，在半导体显示市场上形成双足鼎立之势。虽然华东科技转让其面板生产线之前已经连年亏损，但 TCL 华星光电和京东方都对其 IGZO 背板技术十分感兴趣。IGZO 是一种薄膜电晶体技术，具有高分辨率、高刷新率、高亮度及低能耗的特点，这类技术通常应用于 OLED 屏幕，

是中电熊猫的技术核心。对于很多面板厂商来说，这类技术是大尺寸 OLED 绕不过的坎，要么自我攻克，要么依靠吞并其他厂商获得。目前我国拥有 IGZO 技术的生产线并不多，可以说，拥有 IGZO 技术就等同于在行业内拥有了更大的竞争优势。

京东方的智慧终端产品在全球范围内拥有完善的营运体系，其显示器件制造及供应能力居于国际领先地位，这得益于京东方多年来通过自主研发和并购重组所累积的光电技术资源和显示传感技术资源。京东方的技术升级为其在半导体显示行业获得了核心优势，而其遍布全球的营运系统又为其后续开展以技术吸收为主要目的的并购活动提供了强有力的资金支持，这也是京东方一直以来采用溢价收购的根由所在。随着京东方完成对冠捷科技和法国 SES 的收购，其以半导体显示和传感设备为核心的业务经营体系逐渐与物联网智能终端融合，实现了软硬融合，完成了物联网产业链的延伸和升级。因此，京东方本次对中电熊猫旗下 G8.5 代线和 G8.6 代线的收购符合自身的转型发展战略，也为京东方打破半导体显示技术的壁垒，深入物联网领域，实现显示设备与智慧终端相结合的战略目标奠定了基础。同时，本次并购也是京东方在激烈的市场竞争中保持优势，提升自身的技术先进性，丰富自身的技术储备，拓展中高端市场，站稳行业龙头企业位置的不二之选。

3.3.2 扩大市场规模

显示面板市场可细分为 TFT-LCD 和 OLED 两大领域，目前，显示面板行业成为仅次于微电子行业的最具发展潜力的光电产业。根据华经产业研究院公布的数据可知，2019 年，全球显示面板市场规模为 1014 亿美元。随着我国各项利好政策的出台，显示面板市场规模不断扩张，此后经历了两年快速上升期，到 2021 年上涨到 1392 亿美元。京东方也积极把握住国内外发展机遇，整体经营状况良好，逐渐跃居行业前列。尽管从表面来看，半导体显示行业发展前景良好，但是欣欣向荣的市场表象下实则蕴含危机，由于行业发展进入成熟期，技术研发也有溢出之势，供应端难以推出差异化产品，大部分企业将进入发展停滞期。然而，第四次产业革命为信息产业孕育了 AI 等新技术，通过对物的智慧化赋能催生了物联网这一新兴领域，国内各显示面板厂商紧跟时代步伐，加紧建设智慧生产线，促进制造业高新技术与物联网智慧技术的融合，整合上下游产业链，寻求协同效

应。而京东方在此前已经完成了对法国 SES 的收购，将物联网智慧终端产品及其服务作为未来生产经营的核心，因此，为了建设将智慧物联与半导体显示相结合的产业群，将技术和资源优势牢牢掌握在手中，扩张全球市场，京东方亟须一个能够承载公司特色战略的智能化、前沿化生产线。显示面板下游应用主要来自广告机、电视、显示器、手机等产品。下游客户对智能手机、智能穿戴、笔记本电脑等产品的消费需求日益提高，对显示面板产品的性能要求也相应提高，各显示面板厂商相应推出符合不同性能要求的显示面板产品。半导体显示产业目前主要有三大势力，一是三星显示、夏普、LG 为代表的日韩企业；二是以友达光电、奇美电子为代表的台湾企业；三就是以京东方、华星光电、天马、维信诺为代表的国内企业。由于韩国主要面板供应商 LG 和三星退出大陆市场，而中国台湾主要面板供应商友达光电和群创光电的技术相对不成熟，我国显示面板市场的主要供应商缺少技术支持，在国际竞争中逐渐处于弱势地位，同时在国内形成了京东方和 TCL 华星光电双雄鼎立的局面。韩国面板供应商退出中国市场后，中电熊猫的市场份额有持续上升之势，其不断寻求与华硕电脑、小米科技等知名厂商的友好合作，品牌知名度不断上升。京东方若能收购中电熊猫，不仅能取得南京显示科技的原股东日本夏普株式会社的 IGZO 背板技术以及配套生产设施，还能获得其在中电熊猫培养的一批专业技术人员和长期积攒的客户资源。

3.3.3 获得竞争优势

受到地缘政治、贸易摩擦、贸易保护主义、社会公共卫生事件等多重因素的影响，全球经济发展存在较大的下行压力。中国半导体显示企业由于缺少技术资源，发展能力受到国际市场影响的程度深，难以在激烈的市场竞争中站稳脚跟。企业技术资源的获取渠道有内部和外部两个方面，内部是进行人才培养和自主研发，具有高成本和高风险的特性，外部是通过购买或并购来引进资源，由于自主研发耗时长，见效晚，不适合技术迭代频繁的高新技术制造业，因此，通过资源整合来提升核心竞争力无疑是一个很好的选择。在 LCD 面板行业经历跌宕起伏的同时，京东方的竞争对手 TCL 华星光电着力提高效率，为在激烈的市场竞争中突出重围，对苏州三星 8.5 代线展开了收购。在此次收购完成之后，电视面板出货量居全球第二。不仅如此，TCL 华星光电还与三安光电共建实验室主攻 Mini/MicroLED 技术，并战略入股 JOLED，加快打印式 OLED 量产进程，顺势升级

战略。金旻植在接受记者采访时表示，TCL 华星光电计划将于 2023 年在广州动工打印式 OLED 面板项目，预计 2024 年实现量产。作为战略合作伙伴，三安光电副总经理、技术中心总经理徐宸科预测，TCL 华星光电的 Micro LED 在 2021 年至 2023 年是进入期，会走入穿戴、车用、AR/VR 市场，2024 年步入成长期，走向大众化市场的应用。群智咨询总经理李亚琴表示，TCL 华星光电在战略升级之后，其显示面板业务从细分领域（TV 面板）向全领域拓展，未来将与京东方形成更全面的直接竞争关系。由于此前 TCL 华星光电与京东方在业内占有的市场规模相当，并且已经通过收购获得了三星显示在中国唯一的 8.5 代 LCD 生产线，使得京东方在全球 LCD 面板市场龙头的地位变得岌岌可危。在京东方与华为强强联合、互惠互利时，TCL 华星光电也积极寻求和三星、小米的合作，二者分别成为苹果和三星两大科技巨头的面板供应商。二者的技术发展路径都是从 LCD 面板向柔性 OLED 显示发展，均与全球排名前列的手机厂商合作，从目前看，华星光电与京东方存在一定的可比性。所以此次京东方并购中电熊猫对其在激烈的市场竞争中巩固领先地位有着不可或缺的战略意义。

4 京东方并购中电熊猫市场绩效和财务绩效评价

4.1 基于事件研究法的市场绩效评价

本节采用本事件研究法对京东方并购中电熊猫后的短期市场反应展开分析。事件研究法的主要步骤是确定事件日、选择窗口期和估计期、通过预期收益率和实际收益率计算出超额收益和累计超额收益并进行分析，最后对分析结果的显著性进行检验。

（1）确定事件日

事件日通常是指市场知道或者应当知道事件发生的日期，通常为初次公告发布日。本文研究的事件为京东方并购中电熊猫，事件日选取为京东方第一次发布拟收购南京显示科技和成都显示科技部分股权公告的日期，即 $T=2020$ 年 9 月 24 日。

（2）确定事件窗口期

窗口期也称事件期，其区间的选定需要以事件日的确定为前提。窗口期的选择会影响到市场效应分析的准确性。本次选取事件日的前后十五天是事件窗口

期，窗口期是 $(-15, 15)$ ，共 31 个交易日。股价变动情况如图 4.1 所示。

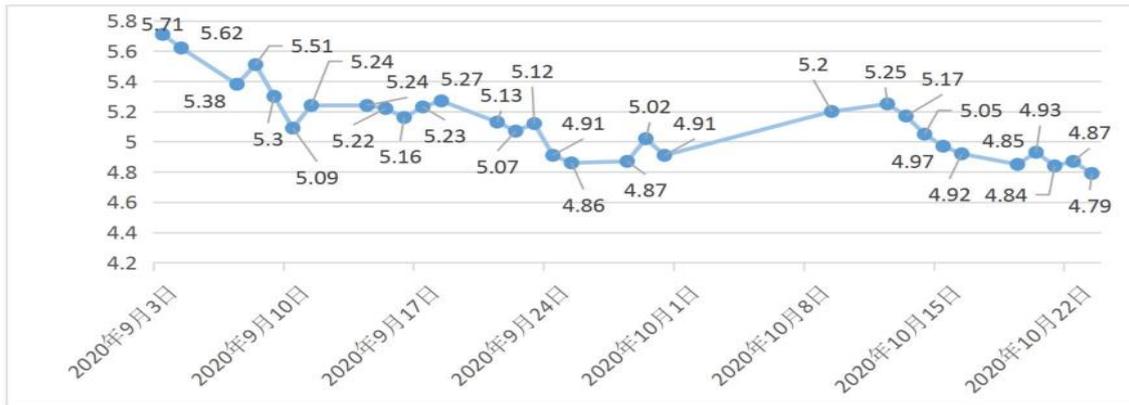


图 4.1 事件期内股价波动图

(3) 确定估计期

估计期用来测算窗口期的预期正常收益率，所以选用估计期为 $(-120, -16)$ ，即选取事件发生的第前 120 个到前 16 个交易日为估计期。

(4) 计算预期收益率

R 是个股收益率， R_m 是市场收益率， β 是回归系数，代表了个股收益率对市场收益率变动的敏感程度，常数项 α 是市场收益率变动无法解释的平均收益，将 $(-120, -16)$ 每日的京东方公司个股收益率和市场收益率代入公式，进行回归分析，可以得出： $\beta = 1.202$ $\alpha = 0.001$

回归结果函数表达式为 $R = 0.001 + 1.202R_m$ ，即深证成指收益率每有一个百分点的变动，京东方公司股价收益率则有 1.202 个百分点变动，方程显著性检验结果 F 和变量显著性检验均显示， P 值小于 0.001。

(5) 计算超额收益率与累计超额收益率

把事件窗口期的京东方公司个股收益率代入到方程中，可以得到事件期内预期收益，超额收益率即等于实际收益率减去预期收益率之差，累计超额收益率是超额收益率之和。如表 4.1 所示：

表 4.1 京东方并购中电熊猫时间期内超额收益率与累计超额收益率

日期	事件日	实际收益率	预计收益率	超额收益率	累计超额收益率
2020年9月3日	-15	-0.5226%	-0.8959%	0.3733%	0.3733%
2020年9月4日	-14	-1.5762%	-0.9099%	-0.6663%	-0.2930%
2020年9月7日	-13	-4.2705%	-3.1797%	-1.0908%	-1.3839%
2020年9月8日	-12	2.4164%	0.1841%	2.2323%	0.8484%
2020年9月9日	-11	-3.8113%	-3.8024%	-0.0089%	0.8395%
2020年9月10日	-10	-3.9623%	-1.0112%	-2.9511%	-2.1115%
2020年9月11日	-9	2.9470%	1.9875%	0.9595%	-1.1520%
2020年9月14日	-8	0.0000%	0.8341%	-0.8341%	-1.9861%
2020年9月15日	-7	-0.3817%	1.2212%	-1.6029%	-3.5890%
2020年9月16日	-6	-1.1494%	-1.1087%	-0.0407%	-3.6297%
2020年9月17日	-5	1.3566%	0.1361%	1.2205%	-2.4092%
2020年9月18日	-4	0.7648%	2.2232%	-1.4584%	-3.8676%
2020年9月21日	-3	-2.6565%	-0.7675%	-1.8890%	-5.7566%
2020年9月22日	-2	-1.1696%	-1.0524%	-0.1172%	-5.8738%
2020年9月23日	-1	0.9862%	0.8997%	0.0865%	-5.7873%
2020年9月24日	0	-4.1016%	-2.5907%	-1.5109%	-7.2982%
2020年9月25日	1	-1.0183%	0.0772%	-1.0955%	-8.3937%
2020年9月28日	2	0.2058%	-0.3994%	0.6052%	-7.7885%
2020年9月29日	3	3.0801%	1.4164%	1.6637%	-6.1248%
2020年9月30日	4	-2.1912%	0.1629%	-2.3541%	-8.4789%
2020年10月9日	5	5.9063%	3.6556%	2.2507%	-6.2282%
2020年10月12日	6	0.9615%	3.8881%	-2.9266%	-9.1548%
2020年10月13日	7	-1.5238%	0.8937%	-2.4175%	-11.5723%
2020年10月14日	8	-2.3211%	-0.8367%	-1.4844%	-13.0567%
2020年10月15日	9	-1.5842%	-0.4808%	-1.1034%	-14.1601%
2020年10月16日	10	-1.0060%	-0.7130%	-0.2930%	-14.4530%

2020年10月19日	11	-1.4228%	-0.8907%	-0.5321%	-14.9851%
2020年10月20日	12	1.6495%	1.7362%	-0.0867%	-15.0718%
2020年10月21日	13	-1.8256%	-1.1014%	-0.7242%	-15.7960%
2020年10月22日	14	0.6198%	-0.5402%	1.1600%	-14.6360%
2020年10月23日	15	-1.6427%	-2.3022%	0.6595%	-13.9765%

数据来源：计算得出

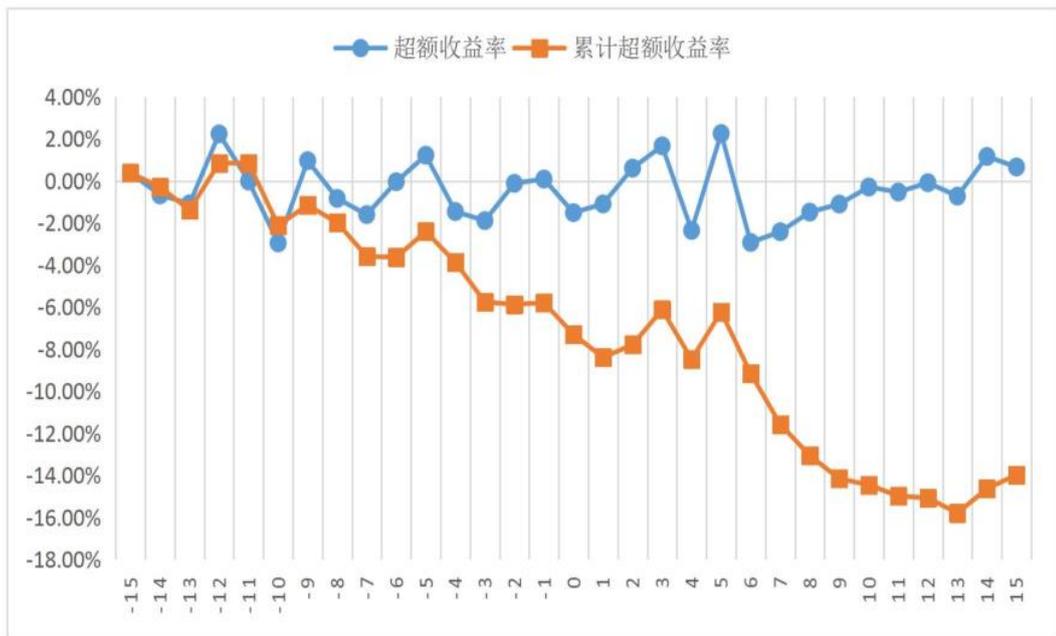


图 4.2 京东方窗口期内超额收益率、累计超额收益率变动趋势图

从折线图可得，当 $T=-15$ 到 $T=15$ 之间时，京东方股价超额收益率在零线的上下持续波动，而累计超额收益率逐渐下降至-15%水平左右，说明资本市场对此次并购事件做出负面反应。

(6) 显著性 t 检验

必须要对累计超额收益率 (CAR) 进行显著性 t 检验，检验窗口期的超额累计收益率是不是显著的不等于 0。

表 4.2 单样本 t 检验结果

	obs	Mean	StErr	tvalue	pvalue
CAR	31	-.074	.009	-7.647	0.001

根据检验结果可知 P 小于 0.01, 拒绝原假设, 京东方股价窗口期内对深证成指有显著的负累计超额收益率, 累计超额收益率显著小于 0, 根据 2020 年 9 月 24 日收盘时分析, 说明市场对于此次并购事件持消极态度, 股东财富在减少。

(7) 结论分析

结合京东方此前的连续并购经历, 推测市场呈现消极态势的原因有三: 其一, 可能在于京东方此次并购采取了溢价并购, 其给出的并购价格 121.17 亿元高于股东权益价值资产评估报告给出的估值, 并且需要提供 140 亿元的担保, 资金压力相对较大; 其二, 中电熊猫在并购前净利润连续多年低于零值, 因此, 投资者对于本次并购的整合效果不抱信心, 导致市场对其看跌; 其三, 京东方此前多次采用溢价并购的方式展开并购, 并购频率较高, 投资者对其能否消化本次并购所获取的资源持观望态度

4.2 基于财务指标法的财务绩效评价

本文用传统财务指标法评价财务绩效, 分别从偿债能力、盈利能力、经营能力和发展能力分析京东方并购中电熊猫前后财务绩效发生的变化。本文相关财务数据均来源京东方合并财务报表, 具体指标选取见表 4.3

表 4.3 财务绩效评价指标选取

评价指标	计算公式
偿债能力	流动比率=流动资产/流动负债
	速动比率=(流动资产-存货)/流动负债
	资产负债率=负债总额/资产总额
营运能力	应收账款周转率=营业收入/应收账款平均占用额
	存货周转率=营业成本/存货平均占用率
	总资产周转率=营业收入/平均资产总额
盈利能力	净资产收益率=净利润/股东权益总额
	营业毛利率=(营业收入-营业成本)/营业收入
	营业净利率=净利润/营业收入
发展能力	净利润增长率=(净利润本年本期金额—净利润上年同期金额)/(净利润上年同期金额)
	营业总收入增长率=(营业总收入本年本期金额—营业总收入上年同期金额)/(营业总收入上年同期金额)
	每股净资产增长率=(每股净资产本期期末值—每股净资产本期期初值)/每股净资产本期期初值

数据来源：上述各指标的数据来源于巨潮资讯官网

4.2.1 偿债能力分析

本文选取流动比率、速动比率、资产负债率来评价公司偿债能力。

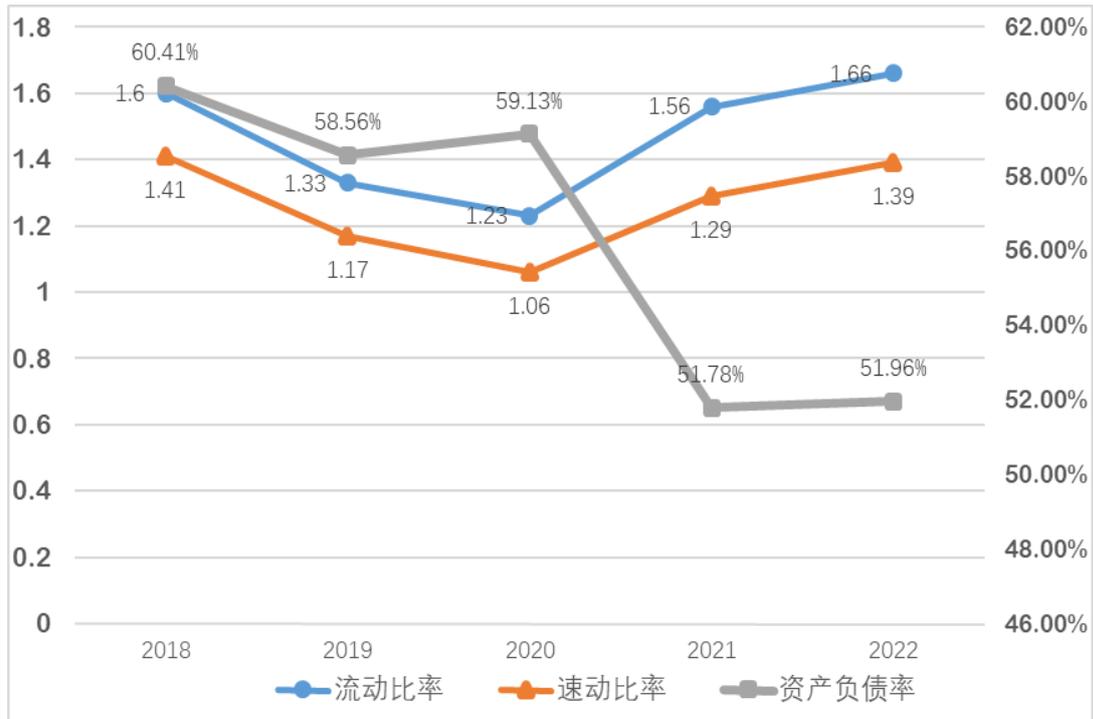


图 4.3 京东方偿债能力变动趋势

根据图 4.3 可知,从短期角度来说,流动比率和速动比率变动趋势基本一致,在并购事件发生后呈现下降趋势,表明京东方的短期偿债能力下降,这一现象出现的原因在于:第一,京东方在并购中采用了自由现金和外部融资混合的支付方式,使企业面临较大的资金压力;第二,并购使京东方的市场规模得到扩大,企业的日常经营管理需要更多的流动资金。但是,京东方的流动比率和速动比率均处于行业平均水平之上,这证明并购对京东方短期偿债能力的削弱程度仍处于可控范围之内,企业运营的安全水平较高。从长期角度来说,京东方的资产负债率处于 40%-60%的合理区间,并且在并购后出现了小幅度上升。这是由于:第一,并购前南京显示科技和成都显示科技的资产负债率分别处于 67.7%和 63.26%的较高水平,这对京东方的长期偿债能力带来了一定程度的负担,其长期偿债能力相应下降;第二,本次并购中,京东方采用了溢价并购的方式支付 121 亿元的对价,并提供 140 亿元的担保,对其长期偿债能力造成了一定的负面影响;第三,京东方此前连续展开并购,为了加快智慧物联布局不断招兵买马,企业现金流在短时间内急速流失,使其长期偿债能力有所下降。

本次并购完成后,经过一段时间的资源整合,京东方的偿债能力得到提升,2021 年回升至比 2019 年更高的水平,并在 2022 年稳定增长。具体体现为短期

偿债能力方面的流动比率和速动比率快速攀升，同比增长率分别为 28.83%和 21.7%；长期偿债能力方面的资产负债率迅速下降，同比增长率为-12.43%。京东方在并购后能够合理配置资源，妥善投资，偿债能力得到提升，有利于降低经营风险，提高可持续发展能力。

4.2.2 营运能力分析

本文选取应收账款周转率、总资产周转率、存货周转率来评价公司营运能力。

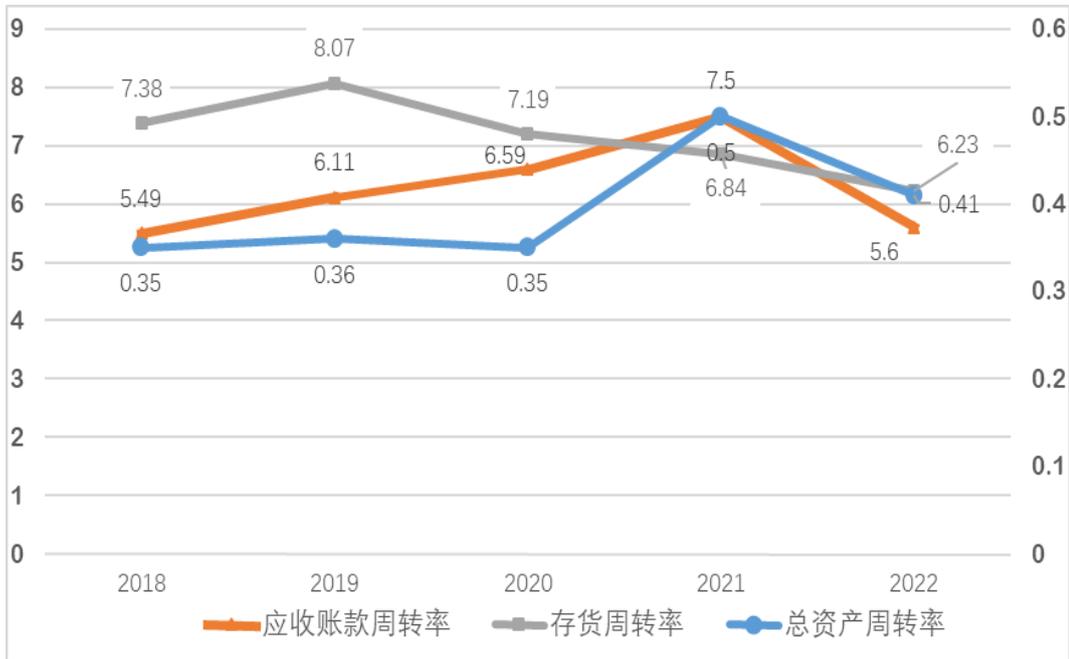


图 4.4 京东方营运能力变动趋势

2020 和 2021 年，京东方的应收账款账面余额分别为 229.69 亿元和 355.03 亿元，占各期营业收入的比重分别为 16.94%和 16.19%，2021 年较 2020 年上涨 54.57%。根据图 4.4 可知，京东方的应收账款周转率由 2019 年的 6.11 次上升至 2021 年度的 7.50 次，2020 年和 2021 年的涨幅分别为 7.86%和 13.81%。通常，企业并购后会由于应收账款和其他应收账款的增加导致资金回笼速度减慢，但京东方并购中电熊猫后应收账款周转率却呈上涨趋势，这可能是由于并购使得京东方的营业收入大幅上涨的缘故，其增速 61.79%超过了应收账款的增速 54.57%。此外，2020 年京东方的应收账款周转率远大于行业均值 4.4 次，尽管京东方这一指标较去年同期涨幅减少，但与行业均值的差距较去年同期放大了 3.13 倍，足以证明京东方对并购后应收账款的管理能力得到了提升。2022 年京东方的营业收入下降，从而导致应收账款周转率下降至 5.6，但仍高于行业均值 5.2。并

购事件完成后，京东方的存货周转率和总资产周转率均出现一定程度的下降，这一负面效益主要是由于本次并购动因是为了收购南京显示科技和成都显示科技旗下两条生产线，并购初期基础建设投资大、工期长、回报慢，资金回笼速度受到影响。

2022 年京东方的总资产周转率已稳定在高于并购前水平，说明京东方的资产利用效率高，销售能力不断增强。而存货周转率于并购后呈现下降趋势的具体原因有二：第一，由于研发周期和生产周期较长，公司难以迅速回笼资金；第二，由于受到社会公共事件的侵扰，整个显示面板行业处于史上最长的下行期，商品销路不畅。但是通过上述数据可以发现，并购事件发生后，存货周转率的降幅有所收窄。这一变化趋势说明京东方在并购后积极研发新产品，抓住居家办公和懒宅经济等机遇，拓展业务范围，逐渐摆脱并购及市场经济下行带来的不利影响，技术整合和生产线整合已经初步实现，产品研发周期和生产周期带来的负面影响自然也随之消失。

4.2.3 盈利能力分析

本文将选取营业毛利率、营业净利率、资产收益率等来分析盈利能力。

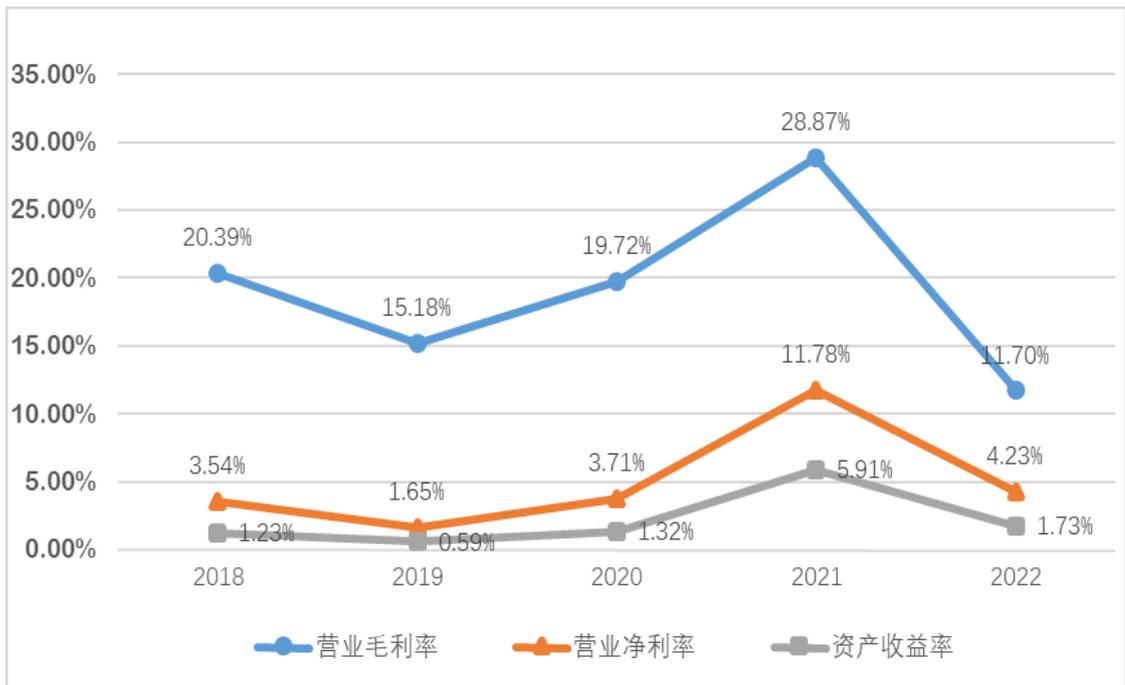


图 4.5 京东方盈利能力变动趋势

营业净利率越高企业的销售盈利能力越强。分析变动趋势，2020 年两个指

标均在提升，营业毛利率上涨到了 28.87%，净利率上涨到了 11.78%，净利率增长快，表明公司这段时间经营效益越来越好。京东方的资产收益率在并购后稳定提高，2021 年持续上涨到 5.91%。在 2020 年半导体显示行业景气回暖，并购后的京东方各项盈利指标大幅增长，发展良好。

4.2.4 发展能力分析

本文选了净利润增长率、营业收入增长率和总资产增长率作为发展能力的衡量指标。

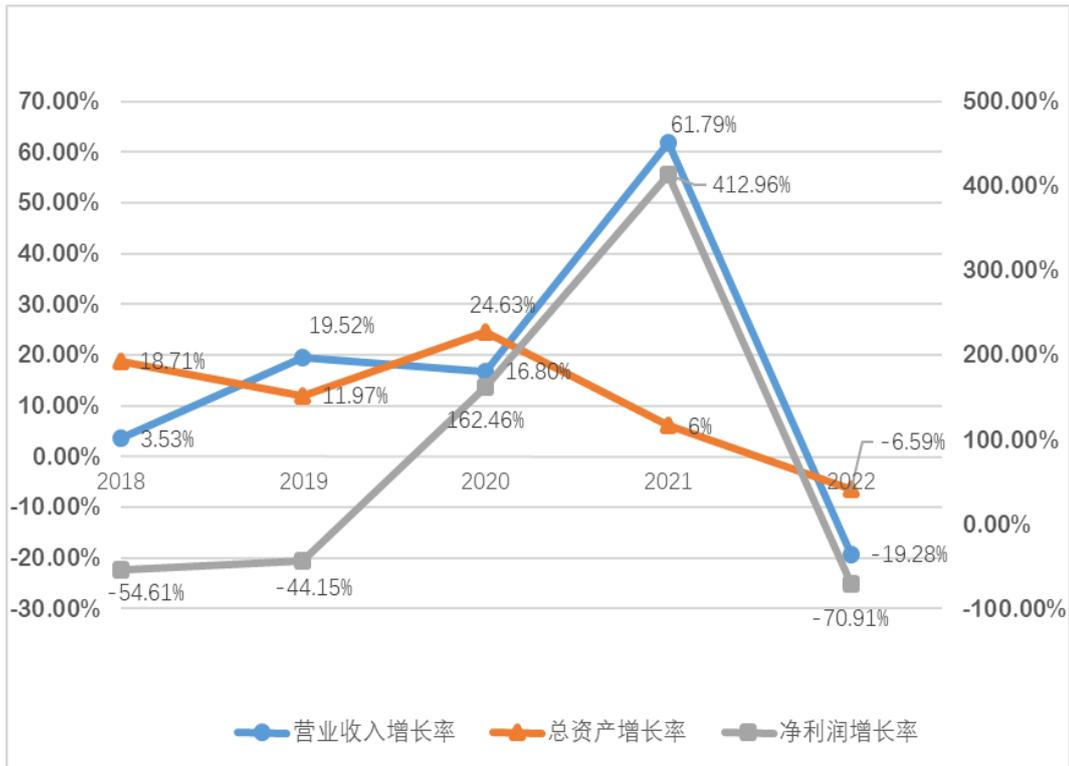


图 4.6 京东方发展能力变动趋势

根据图 4.6 可知，京东方完成对中电熊猫的并购后，总资产剧烈增长，涨幅高达 105.76%，这是由于本次并购涉及大量的技术并购，使得京东方的资产规模得到快速扩充。并且由于资产规模急剧扩张，这一指标在 2021 年和 2022 年实现回落。

近年来，显示器面板行业遭受经济冲击不断下行，行业整体的营业收入增长率和净利润增长率呈现下降趋势，发展受到阻塞。根据图 6 可知，从营业总收入增长率方面来说，京东方在并购前经历了营业收入增长率的下降和回升，于并购完成后，该指标在此小幅度下降，但高于行业平均值 8.3%，这一变动可能是由

于并购需要耗费大量资金的缘故。从净利润增长率方面来说，京东方在并购前已经连续实现净利润负增长，营业收入情况也不容乐观。完成对中电熊猫的并购后，京东方的净利润增长率成倍增长，至 2021 年实现净利润 258.31 亿元，说明本次收购给京东方带来了新的收入增长机遇，公司呈现出光明的发展前景。尽管京东方 2022 年的净利润增长率为-70.91%，但仍高于其主要竞争对手的-97.40%，说明并购使得京东能够在市场经济下行的情况下保持自身的成长能力。

4.3 分析与小结

偿债能力方面，京东方在并购后的短期偿债比率呈现先下降后上升的变动趋势，长期偿债比率呈现先上升后下降的变动趋势，但与同行业平均水平相比仍处于较高水平，说明并购对其偿债能力的影响程度较轻。经过一段时间的资源整合，京东方的偿债能力呈现回升趋势，并稳定在较并购前高的水平。

营运能力方面，京东方应收账款周转率呈现上升趋势，表明本次并购对京东方营业收入的增加效益较大，覆盖了应收账款增加导致的资金回笼速度放缓的不利影响；京东方存货周转率呈现下降趋势，表明本次并购后的技术资源整合和生产线整合效率未能达到预期；京东方总资产周转率呈现先缓慢下降后快速上升的趋势，并于 2022 年回落至较并购前高的水平，表明并购后由于需要对两条生产线进行整合，所需的资金和基础建设资源较多，短时间内难以高效完成整合。

盈利能力，本次并购后，京东方的净利润率是并购之前的 7.14 倍，销售利润大幅度增长；京东方的加权净资产收益率是并购前的 11.04 倍，反映了京东方并购后资源整合效率较高，净收入增加率超过了资产的增加率；京东方基本每股收益是并购前的 2.6 倍，说明每股盈利能力获得了较大提升。在 2022 年半导体显示面板市场不景气的情况下，京东方的上述收益性指标有回落趋势，但仍处于行业前列，且高于并购前水平，说明并购使京东方的盈利能力得到提升，受市场波动影响程度较轻。

发展能力方面，京东方的总资产增长率呈现出先上升后下降的趋势，净经营资产增长率则相反，这表明本次并购对京东方的可持续增长能力造成了一定的负面影响，企业生命力逐渐流失，但经过并购后的资源整合，企业的成长性逐渐恢复；京东方的营业总收入增长率在并购后呈现出先下降后上升的态势，但净利润增长率却大幅提升，这说明京东方很好地消化了本次并购导致的大量资金需求压

力。在 2022 年半导体显示市场不景气的情况下，京东方能够保持韧性，成长能力优于同行业其他企业。

5 京东方并购中电熊猫综合绩效评价

绩效棱柱法是从股东、债权人、客户、政府、职员等多个利益相关者角度对满意度、贡献值、组织战略、业务流程和组织能力方面来构建绩效评价体系。一般分为五个部分，如图：一是确定利益相关者满意度，并分析其需求；二是明确利益相关者的贡献，要付出相应贡献，才能长远合作；三是制定组织战略，要有整体的战略配置进行生产、销售去实现目标；四是制定业务流程，明确可以实现制定目标的流程；五是组织能力，有组织能力配置人才和技术实现战略目标

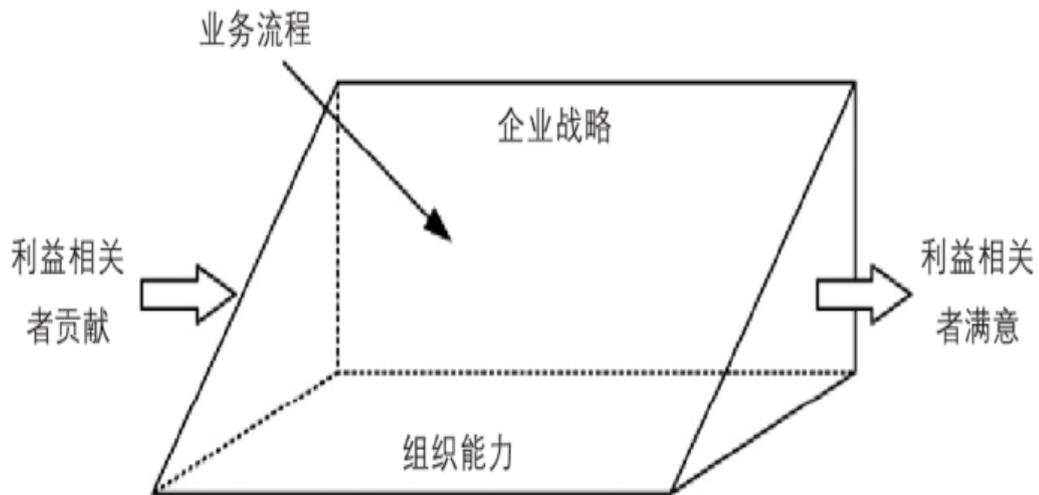


图 5.1 绩效棱柱模型的基本框架

5.1 指标选取

本文参照《管理会计应用指引第 604 号——绩效棱柱模型》选取了以下评价指标，绩效棱柱法中各个层面的各项指标，详见表 5.1。

表 5.1 绩效棱柱法评价指标

评价维度 ^①	股东 ^②	债权人 ^③	职员 ^④	政府 ^⑤	客户 ^⑥
满意度 ^⑦	投资回报率 ^⑧	资产负债率 ^⑨	职工薪酬与福利增长率 ^⑩	税费增长率 ^⑪	市场占有率 ^⑫
	净资产报酬率 ^⑬	流动比率 ^⑭			
贡献度 ^⑮	所有者权益增长率 ^⑯	产权比率 ^⑰	平均销售额 ^⑱	政府补贴增长率 ^⑲	前五名客户销售额 ^⑳
	总资产增长率 ^㉑	负债增长率 ^㉒			
战略 ^㉓	无形资产增长率 ^㉔	经营现金流量增长率 ^㉕	在职人员高学历比例 ^㉖		
	研发费用占营业收入比例 ^㉗		研发人员比例 ^㉘		
业务流程 ^㉙	总资产周转率 ^㉚	债务合同履约率 ^㉛	员工培训费用 ^㉜	新增就业人员 ^㉝	客户投诉解决率 ^㉞
	应收账款周转率 ^㉟				
组织能力 ^㊱	销售净利率 ^㊲	利息保障倍数 ^㊳	员工劳动合同签订率 ^㊴	公益活动投入 ^㊵	违约金赔偿率 ^㊶
	每股收益增长率 ^㊷				

5.2 绩效棱柱法下并购绩效指标分析

5.2.1 股东角度指标分析

表 5.2 股东角度关键指标

评价维度	具体指标	2018	2019	2020	2021	2022
满意度	投资回报率	22.42%	4.07%	6.53%	13.84%	0.01%
	净资产报酬率	4.00%	2.16%	5.15%	23.84%	5.45%
贡献度	所有者权益增长率	15.00%	17.00%	23.00%	25.00%	-7.00%
	总资产增长率	18.71%	11.97%	24.63%	6%	-6.59%
战略	无形资产增长率	27.00%	26.00%	15%	-8.00%	-10%
业务流程	总资产周转率	0.35	0.36	0.35	0.50	0.41
	应收账款周转率	5.49	6.11	6.59	7.50	5.60
组织能力	销售净利率	3.54%	1.65%	3.71%	11.78%	4.23%
	每股收益增长率	-54.00%	-50.00%	160.00%	4460.00%	73.00%

数据来源：京东方 2018-2022 年《年度报告》

(1) 股东角度满意度

股东的满意度指标选择净资产收益率与投资回报率，从图 5.2 可以看出，京东方的投资回报率在并购后直线上升，2022 年回归到并购前水平，趋于稳定。净资产收益率在 2018 年-2020 年比较稳定，而在 2021 年也直线上升。整体来看股东满意有所提高。

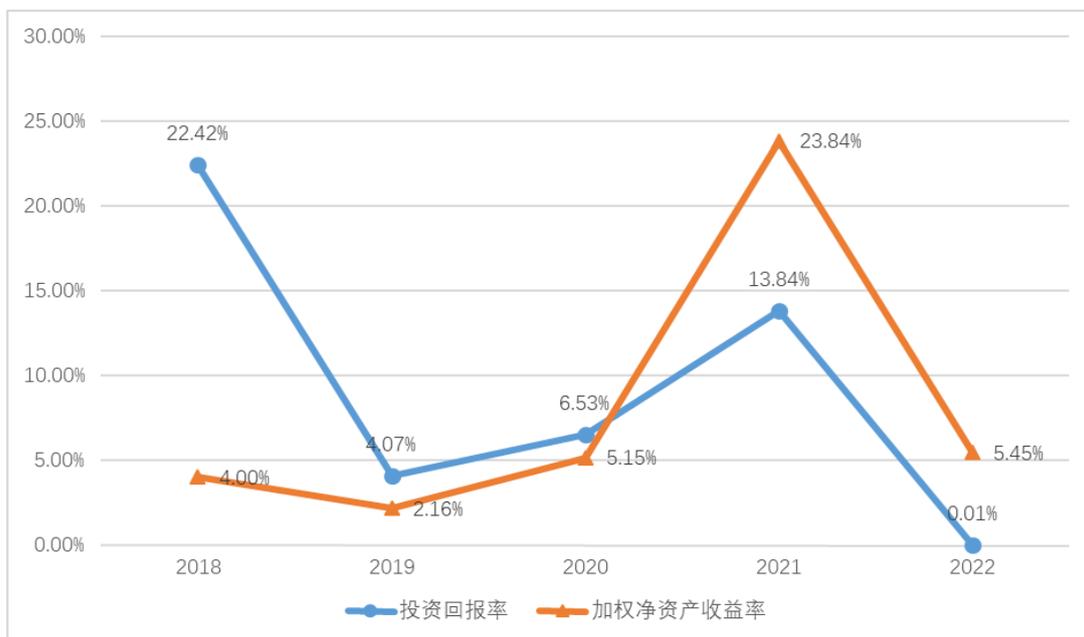


图 5.2 股东角度满意度关键指标变化

(2) 股东角度贡献度

股东的贡献度指标选择所有者权益增长率和总资产增长率。由图5.3可看出，2020年京东方所有者权益的增长率是24.63%，总资产增长率是23%，两者增长走势趋同，短期内贡献增加。

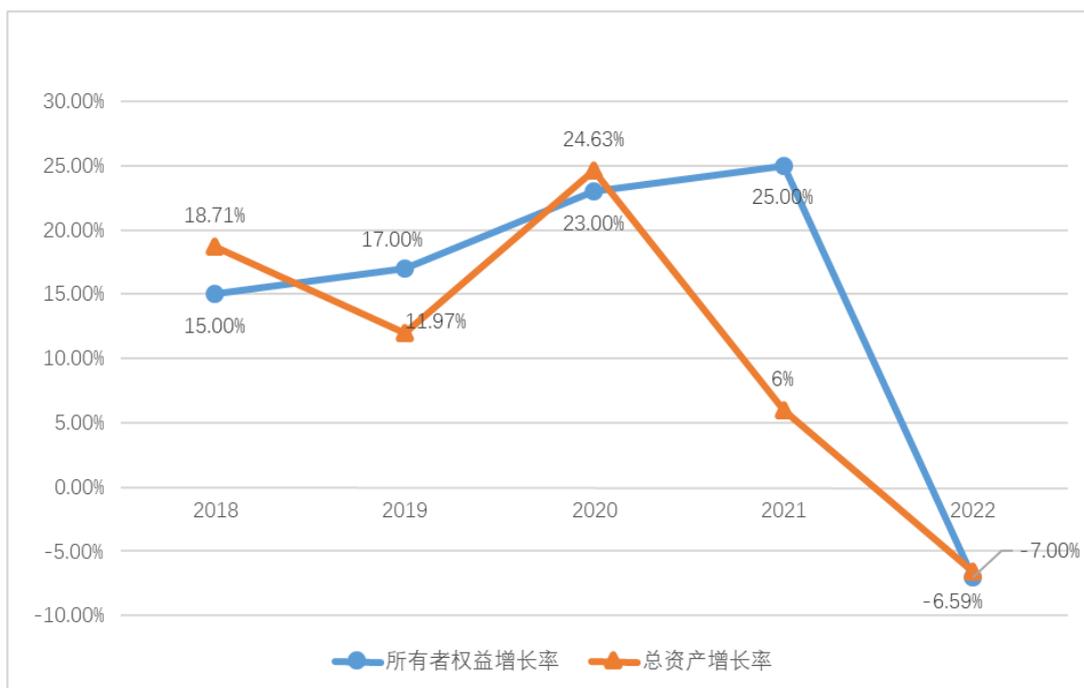


图 5.3 股东角度贡献度关键指标变化

(3) 股东角度战略方面

股东的战略指标选择研究开发费用增长率和无形资产增长率。无形资产的增长率大幅下跌，尤其是 2021 年，无形资产的增长率变为负的，是由于无形资产当年增加金额比较小，并且无形资产每年计提摊销，所以无形资产的增长率下跌。研发费用投入越来越多，并购后较前一年小幅提升，这说明京东方重视企业信息技术创新，投入更多力量研究。

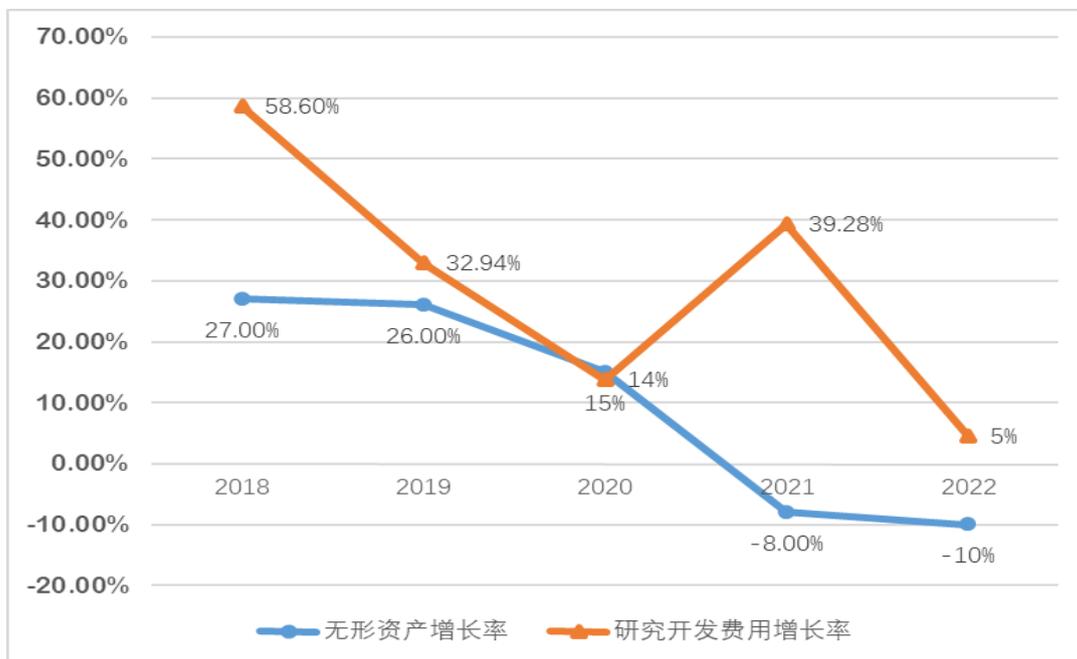


图 5.4 股东角度战略方面关键指标变化

(4) 股东角度业务流程

股东角度业务流程指标选择应收账款周转率和总资产周转率。从图 5.5 分析看出，并购后，应收账款周转率提高，并购加快收回应收账款，使得投入的资金流动性增强。总资产周转率显著提升，并购给总资产周转率带来积极效应。综上，并购对公司资产管理流程有所改善。

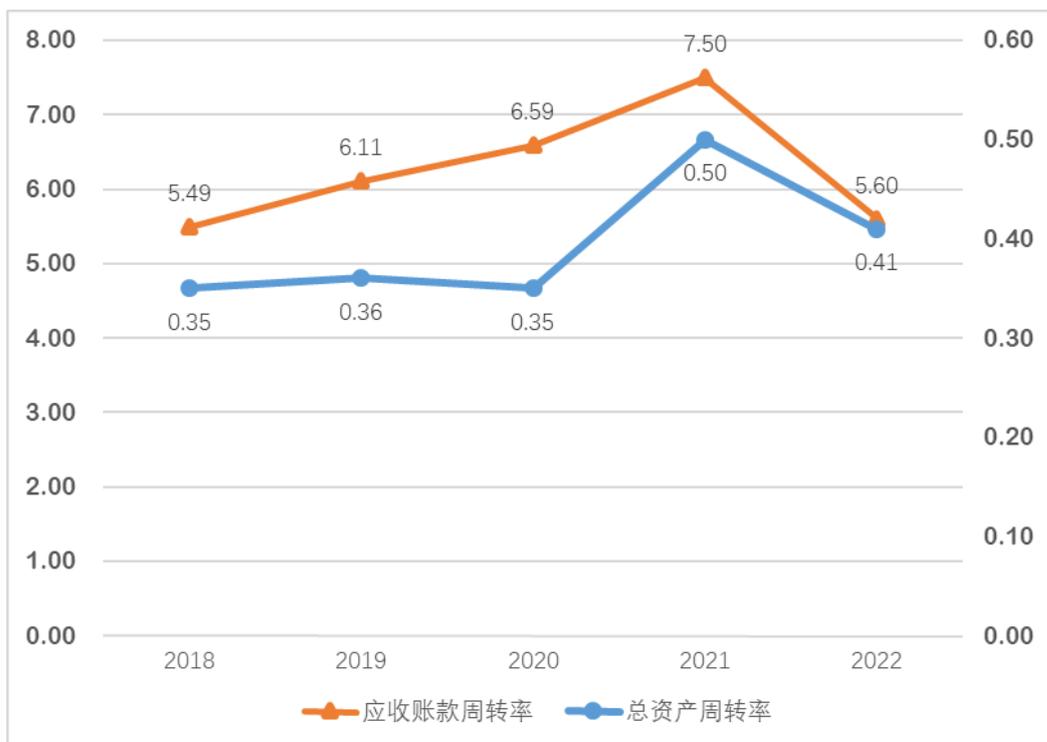


图 5.5 股东角度业务流程关键指标变化

(5) 股东角度组织能力

股东角度组织能力，指标选择营业净利润率和每股收益增长率。在并购前，京东方的营业净利润率和每股收益增长率缓慢上升，而 2020 年后急剧上升，表明公司利润大幅增加。

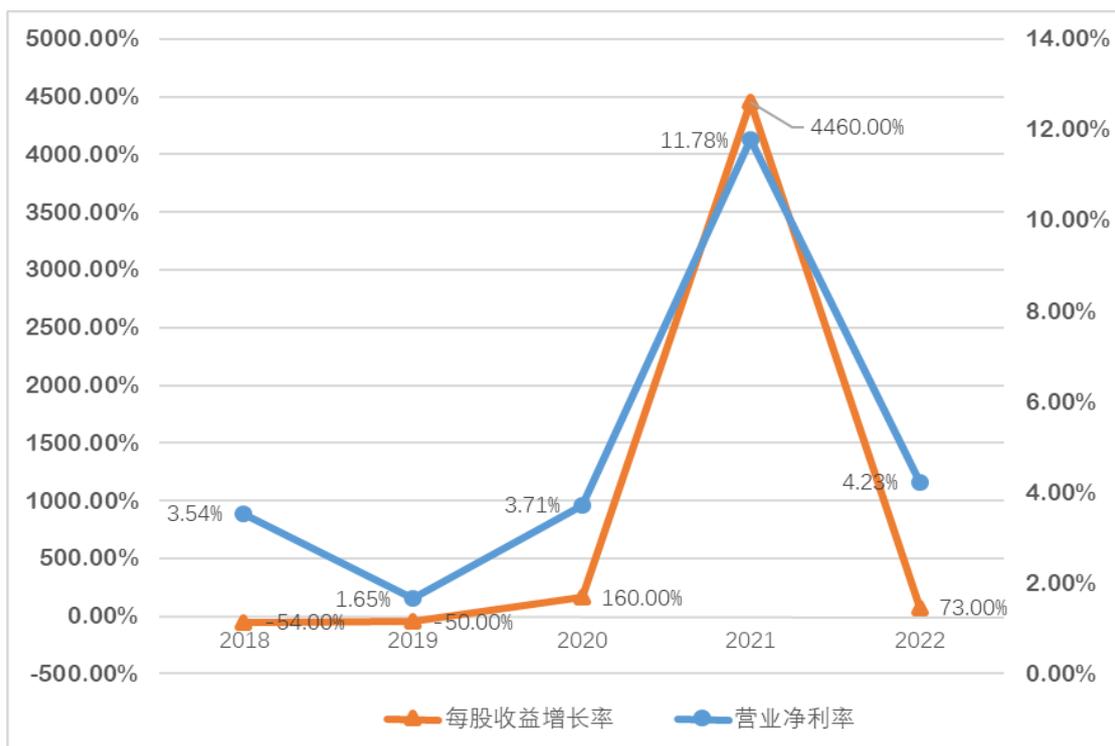


图 5.6 股东角度组织能力关键指标变化

5.2.2 债权人角度指标分析

表 5.3 债权人角度关键指标

评价维度 [□]	具体指标 [□]	2018 [□]	2019 [□]	2020 [□]	2021 [□]	2022 [□]
满意度 [□]	资产负债率 [□]	60.41% [□]	58.56% [□]	59.13% [□]	51.78% [□]	51.96% [□]
	流动比率 [□]	1.6 [□]	1.33 [□]	1.23 [□]	1.56 [□]	1.66 [□]
贡献度 [□]	产权比率 [□]	1.53 [□]	1.41 [□]	1.45 [□]	1.07 [□]	1.08 [□]
	负债增长率 [□]	20.97% [□]	8.50% [□]	25% [□]	7% [□]	6% [□]
战略 [□]	经营现金流量增长率 [□]	-2.21% [□]	1.55% [□]	50% [□]	58% [□]	-30.91% [□]
组织能力 [□]	利息保障倍数 [□]	1.62 [□]	1.14 [□]	2.27 [□]	7.63 [□]	1.01 [□]

(1) 债权人角度满意度

从债权人角度满意度，指标选择资产负债率和流动比率为评价指标。资产负债率并购后低于前低，债务风险降低。而京东方的流动比率从 2018 年开始逐渐下跌，并购之后，流动比率得到提高，企业的资产流动性提升，债权人是满意的。

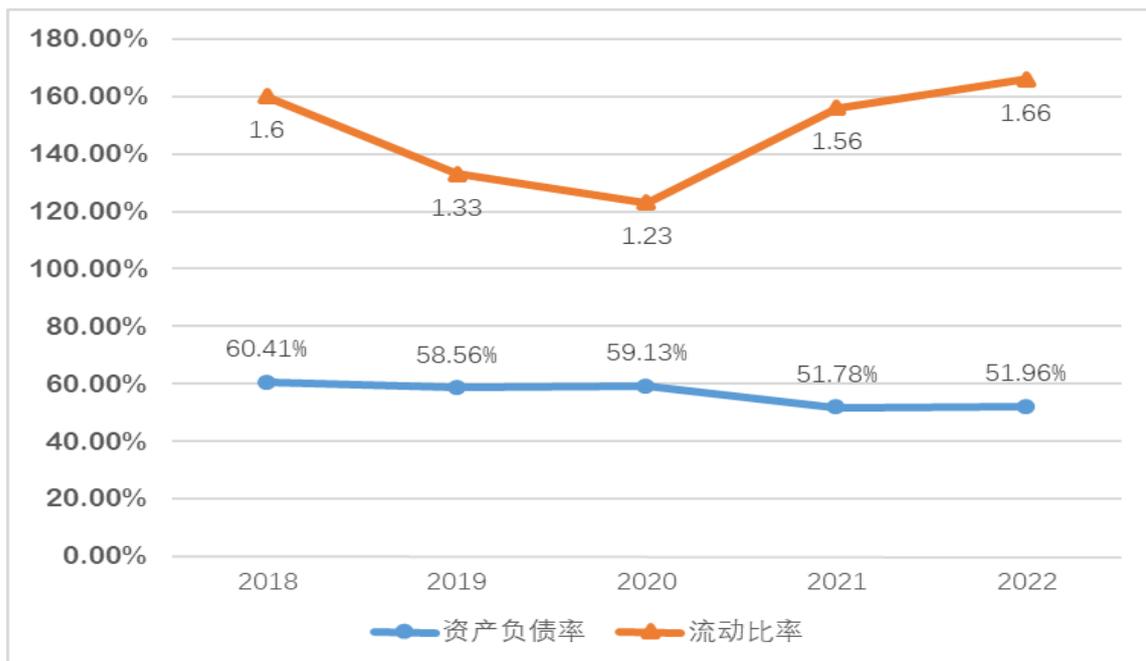


图 5.7 债权人角度满意度关键指标变化

(2) 债权人角度贡献度

从债权人角度衡量贡献度的指标是产权比率和负债增长率。京东方的产权比率在并购前是上升，而并购后产权比率开始下降，负债增长率 2020 年大幅增加。负债增长率的提升表明京东方举债需求明显增加，所以债权人对京东方的贡献度在提高。

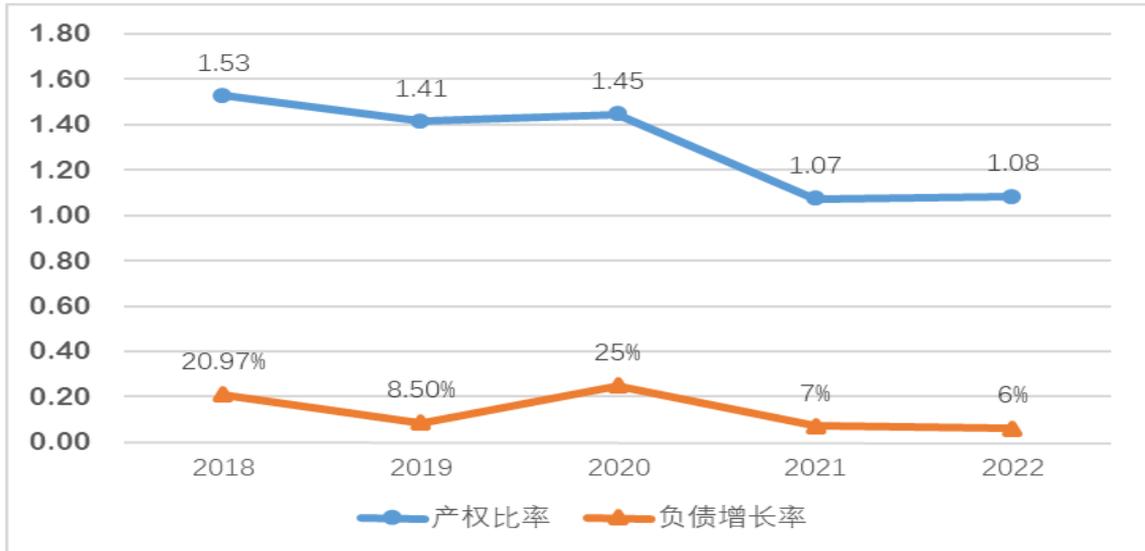


图 5.8 债权人角度贡献度关键指标变化

(3) 债权人角度战略方面

从债权人角度评价公司战略指标选择经营现金流量增长率。京东方的经营现金流量增长率 2020 年达到 50%，再到并购后 2021 年较大幅度增长。

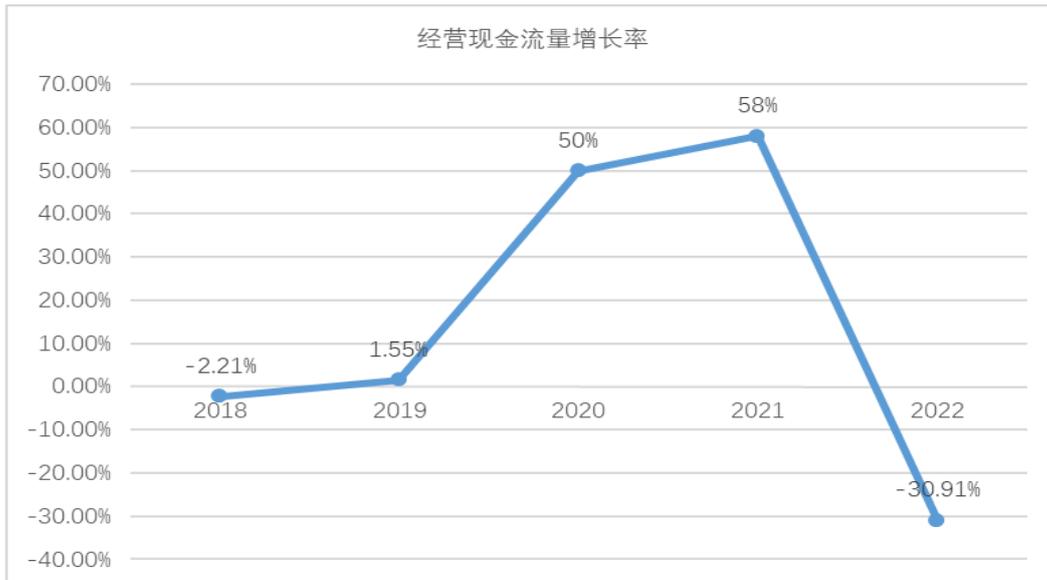


图 5.9 债权人角度战略方面关键指标变化

(4) 债权人角度组织能力

从债权人角度看，其组织能力可以通过利息保障倍数来衡量。京东方的利息保障倍

数都保持在 10 以下，并购前在 1 附近，2020 年利息保障倍数开始上升达到 7.63。说明京东方并购后在债权人方面的组织能力增强

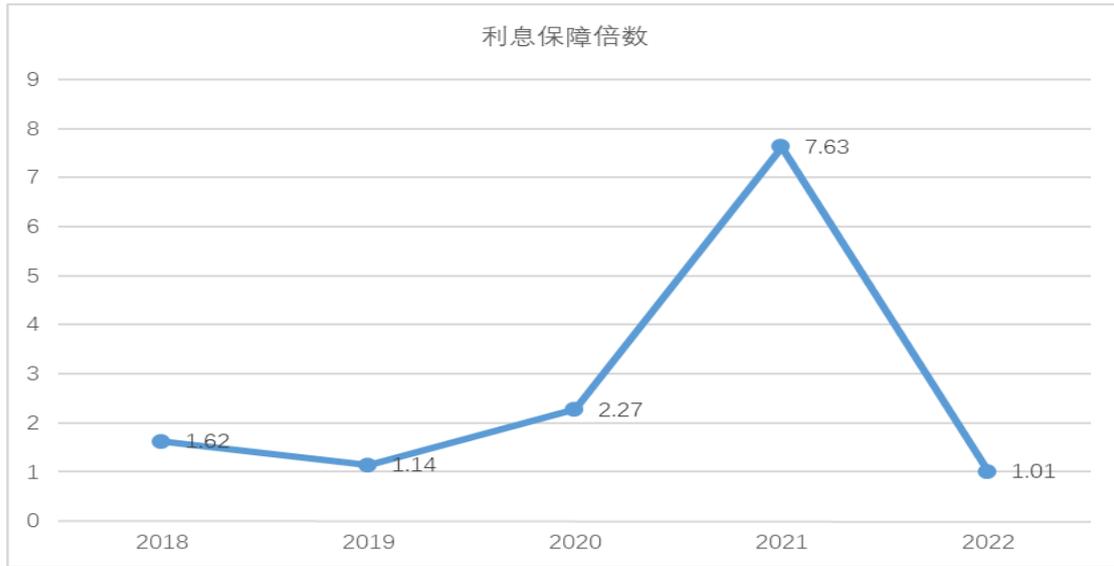


图 5.10 债权人角度组织能力关键指标变化

5.2.3 政府角度指标分析

京东方是国有控股企业，发展与政府的支持紧密联系，享受政策优惠，也要在政府的监督下承担着社会责任，为国家税收做贡献、帮助解决就业。

表 5.4 政府角度关键指标

评价维度	指标	2018	2019	2020	2021	2022
满意度	纳税总额	970,108,298	730,996,129	1,077,686,869	2,200,249,305	1,331,401,188
贡献度	政府补贴增长	173.10%	30.15%	-10.62%	-10.83%	162.97%
业务流程	在岗员工	68,175	65,017	76,459	79,461	88,343
组织能力	公益活动投入	1237400	2295000	9510500	9980300	11000000

(1) 政府角度满意度

并购后 2021 年纳税总额达到 22 亿元，超过了并购前两年的纳税总额。在一定程度上，政府的满意度在提高。

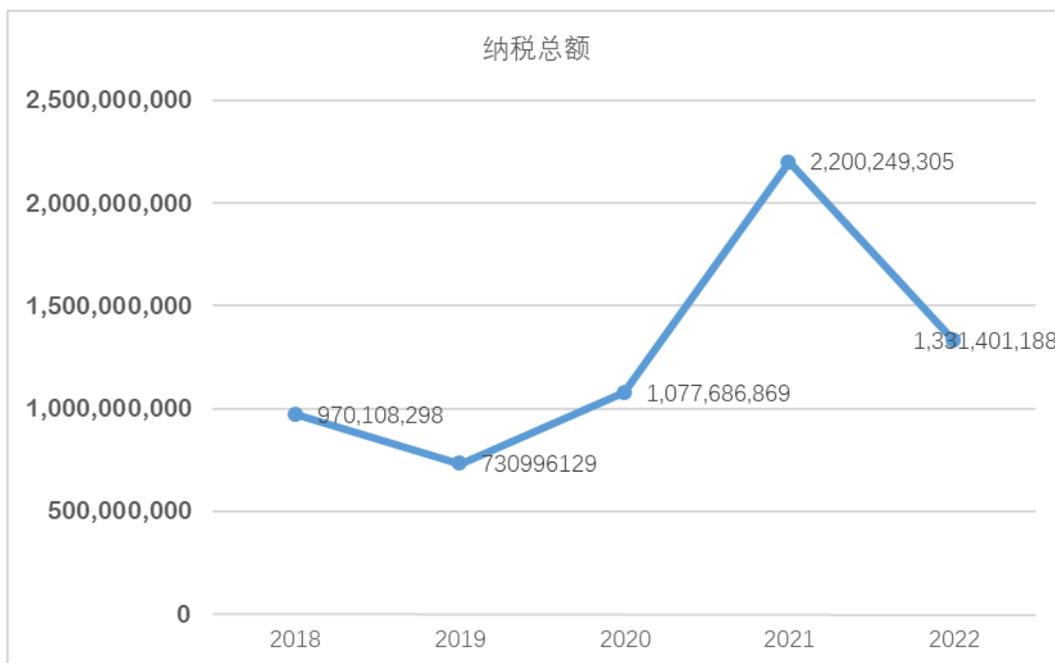


图 5.11 政府角度满意度关键指标变化

(2) 政府角度贡献度

从图 5.12 中可得，企业在并购之前，政府补贴增长率是负的。2021 年后，政府补贴迅速增长，政府给予京东方较大支持。

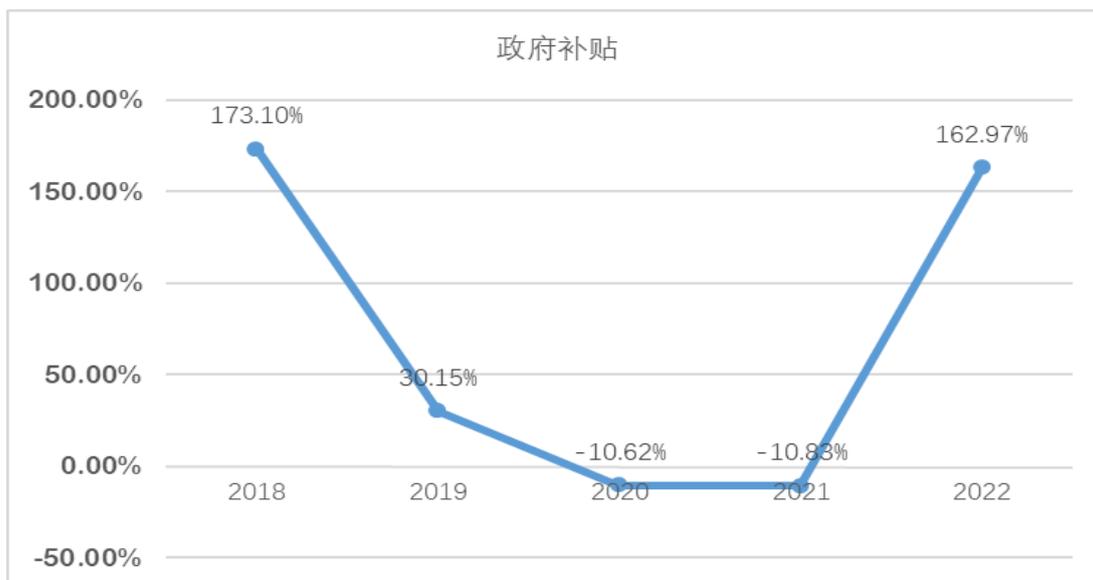


图 5.12 政府角度贡献度关键指标变化

(4) 政府角度业务流程

公司在岗员工的数量能反映企业为社会提供的就业岗位，提供的岗位越多，对就业

率做出贡献就越大，并购后，京东方依然提供更多的就业岗位，这对政府角度的业务流程是有利的。

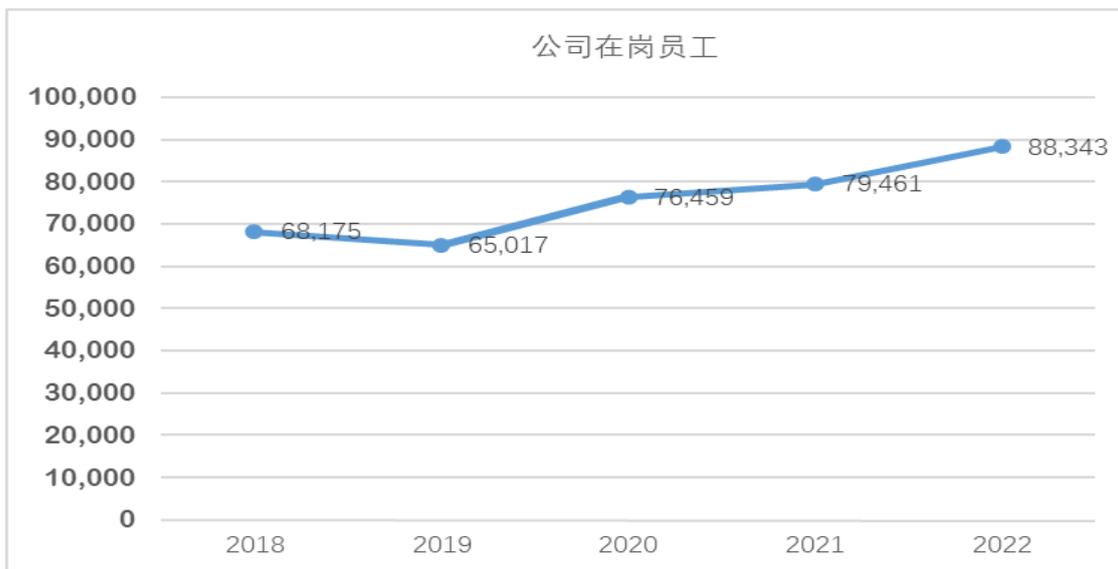


图 5.13 政府角度业务流程关键指标变化

(5) 政府角度组织能力

从政府角度看企业的组织能力，关键是看企业对社会的贡献。充分落实国家乡村振兴战略，京东方科技集团聚力做好产业帮扶、公益帮扶、就业帮扶、教育创新、健康帮扶、消费帮扶等各项工作。京东方为大型企业，享受了政府政策补贴，当然也要回馈社会。并购之后，公益投入增加，社会责任感更强。从政府角度看京东方的组织能力提升。

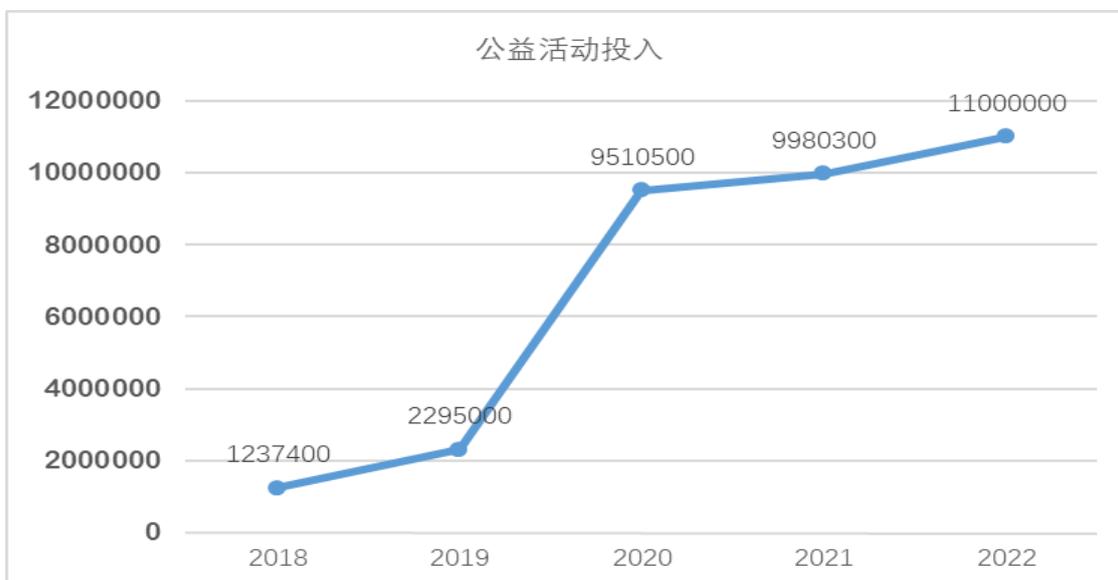


图 5.14 政府角度组织能力关键指标变化

5.2.4 职员角度指标分析

表 5.5 政府角度关键指标

评价维度	具体指标	2018	2019	2020	2021	2022
满意度	职工薪酬与福利增长率	0.35%	6.69%	58.34%	36.57%	-45.09%
贡献度	平均销售额	1424405.792	1785065.294	1772879.186	2759967.777	2019557.081
战略	在职人员高学历比例	38.65%	39.59%	36.67%	37.68%	36.61%
	研发人员比例	28.73%	30.17%	25.76%	24.80%	23.86%

(1) 职员角度满意度

职员角度的满意度主要选取职工薪酬与福利增长率为评价指标。图 5.15 可以看出，2020 年京东方的职工薪酬与福利的增长率上涨至顶峰，并购之后，应付职工薪酬与福利也伴随增长。

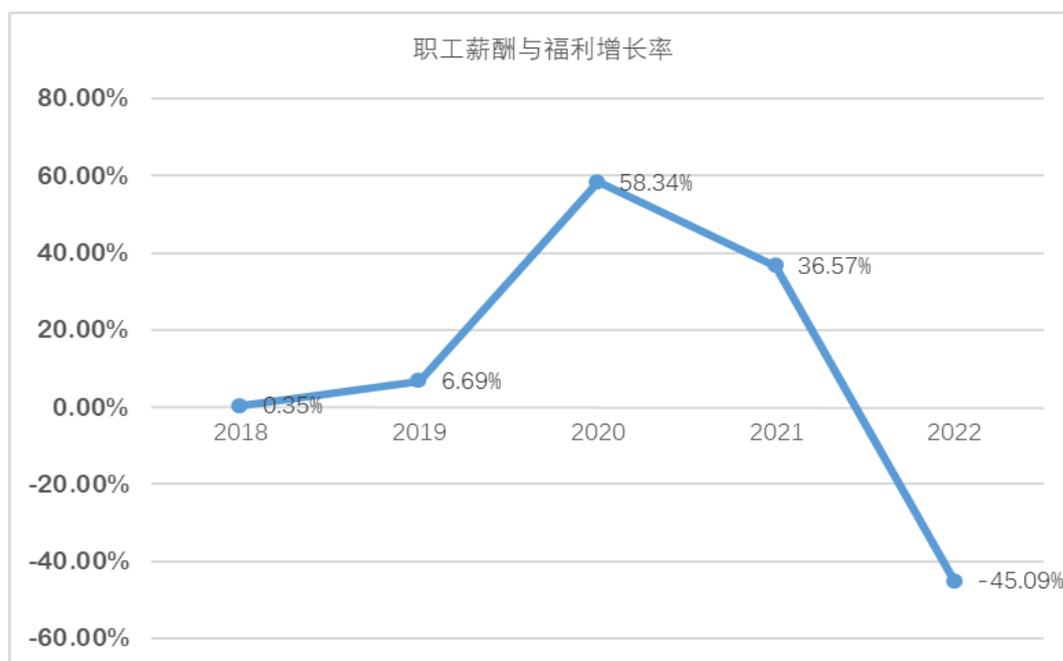


图 5.15 职员角度满意度关键指标变化

(2) 职员角度贡献度

职员贡献选择人均销售额衡量。并购前，京东方的人均签约销售额缓慢上升，2020 年并购后年开始大幅上升，这也是因为 2020 年京东方并购中电熊猫，员工总数增加，签

约销售额逐年上涨，上涨幅度远远超过员工增加幅度。人均销售额在并购后的变化率明显高于并购前，并购后员工对企业的贡献持续增加。

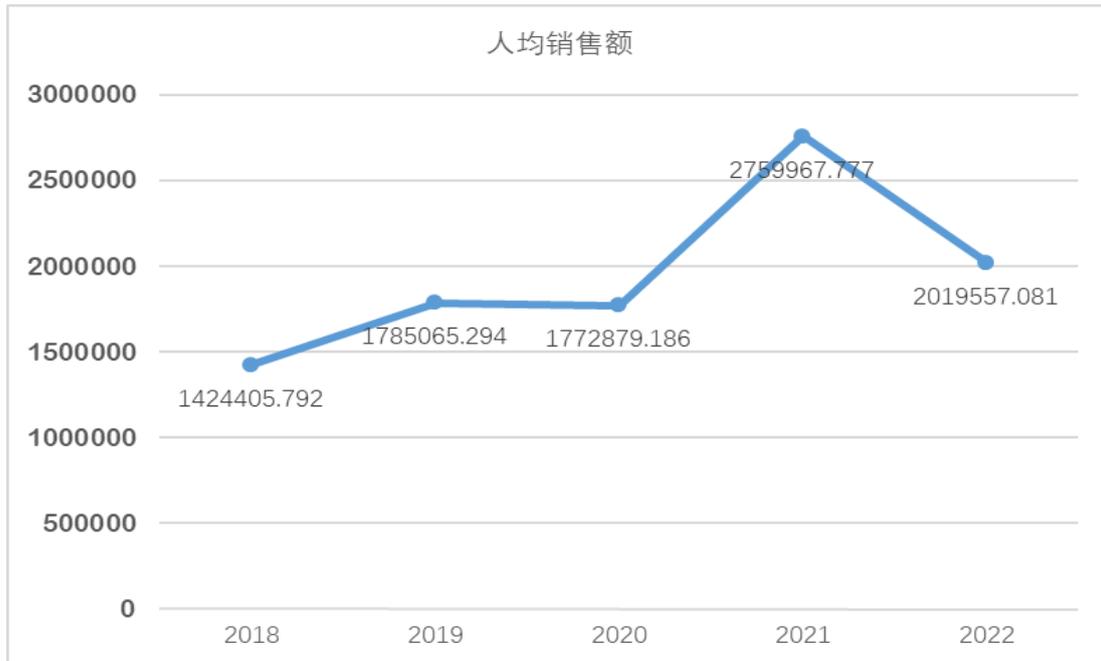


图 5.16 职员角度贡献度关键指标变化

(3) 职员角度战略方面

从员工角度衡量企业战略选择在职人员高学历比例和研发人员比例为评价指标。并购后在职高学历人才的比例与并购之前相当，高学历人才紧紧跟随员工人数的增加，这表明京东方在战略上对高学历人才的重视。2020 研发人员比例下降，可能是因为并购后，员工总数大量增加，基数变大，研发人员比例小幅下降，整体来说京东方在战略上依然重点关注研发和创新。

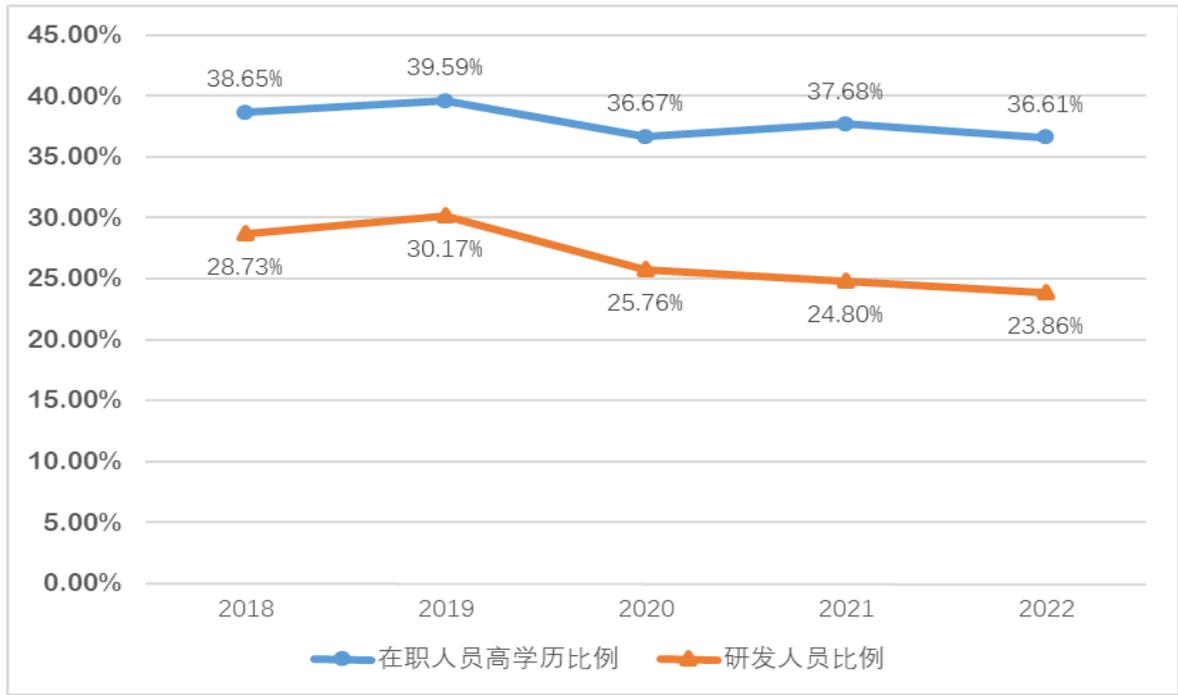


图 5.17 职员角度战略关键指标变化

5.2.5 客户角度指标分析

表 5.6 客户角度关键指标

评价维度	具体指标	2018	2019	2020	2021	2022
满意度	市场占有率	19.33%	23.74%	23.09%	25.19%	26.42%
贡献度	前五名客户销售额	4055330.79	4953771.26	6196041.38	8289538.35	7268453.90

(1) 客户满意度

在 2020 年之前，京东方在市场上占有的份额常年排名第 2，仅次 TCL 科技，但二者市场份额之间存在 180 亿元左右的差距，难以通过简单的市场营销缩短差距。从市场占有率方面来说，2017-2020 京东方的市场占有率总体呈现上升趋势，2020 年受社会公共事件的影响，显示器面板行业陷入发展的低谷期，大多数企业的营业总额呈现出下降的颓废之态，但京东方通过并购整合实现了产业升级，在下行的市场经济环境中维持住了原有的市场占有率，并一跃成为行业第一。这说明本次并购扩大了京东方的市场影响力，促进了其战略转型升级。

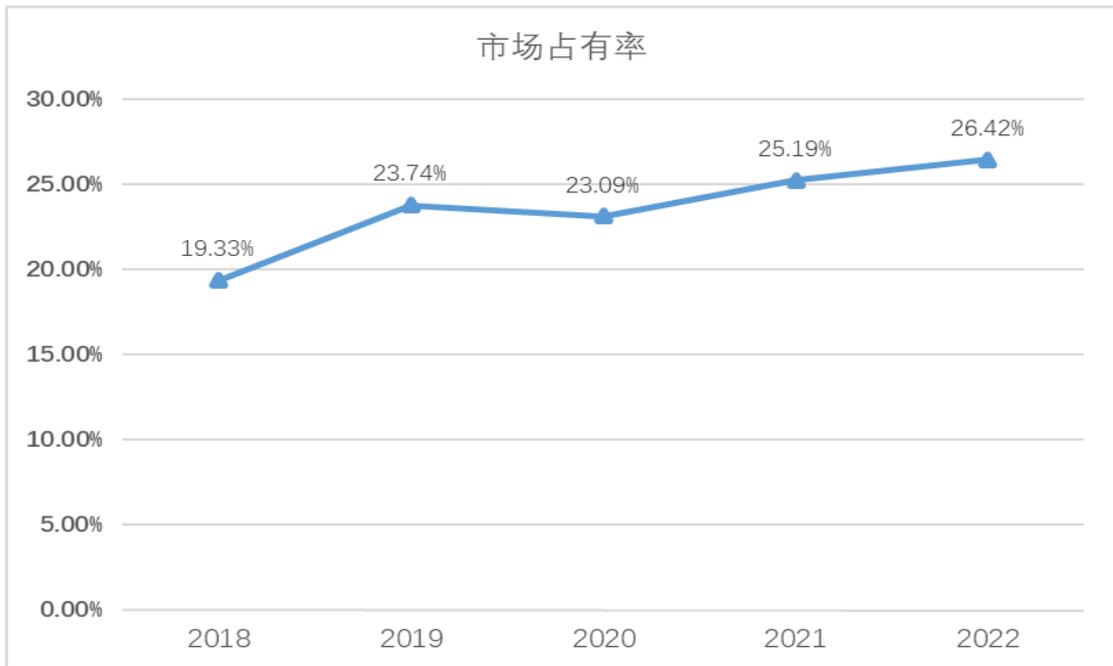


图 5.18 客户角度满意度关键指标变化

(2) 客户贡献度

京东方近六年来销售额总体呈现上升趋势，年均增长率为 99.28%。这表明京东方近年来展开的并购案例初步取得成效，市场规模不断扩大。2018-2022 年，京东方前五名重要客户的销售额总体呈现上升趋势，说明京东方的客户集中度较高，并与重要客户形成了稳定持久的合作关系。这是由于京东方并购中电熊猫后，公司拓展了经营范围，在其主营业务中加入了物联网创新业务，为系统解决方案的设计整合制造模式，为客户提供具有竞争力的智慧终端产品。

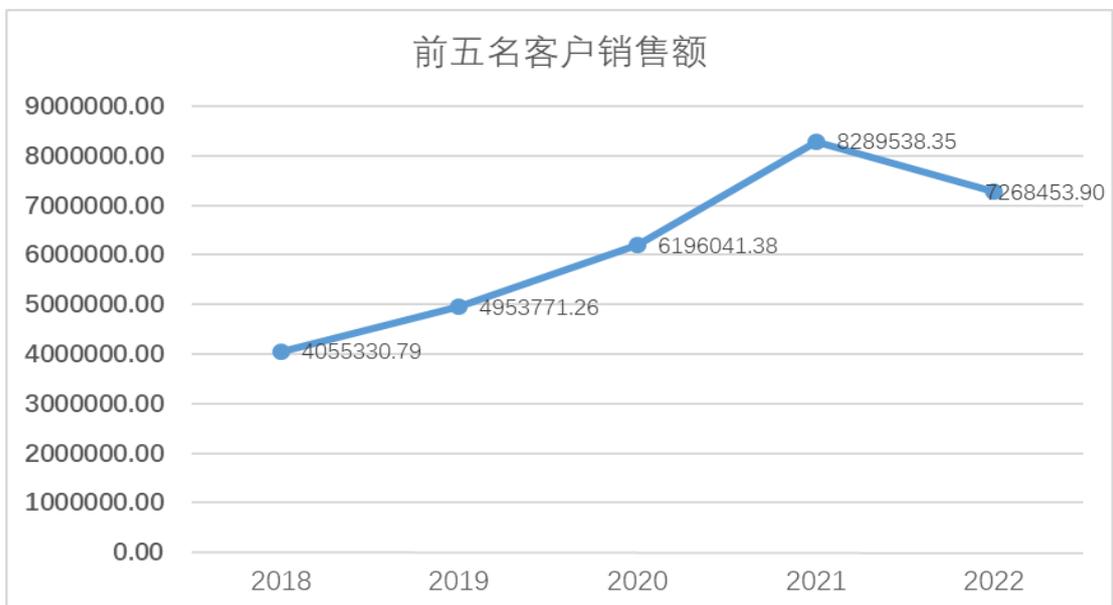


图 5.19 户角度贡献度关键指标变化

6 研究结论和启示

6.1 研究结论

本文结合京东方并购中电熊猫这一实践案例展开绩效分析，分析发现，京东方为了获取打破技术壁垒、扩大市场规模和获得竞争优势，对同行业拥有先进生产技术、经营相似产品的中电熊猫展开横向并购以保住自身的市场龙头地位，通过分析得出结论如下：

京东方在并购中电熊猫后的短时间内，公司股价下跌，超额收益为负。这可能是由以下三点原因造成：其一，京东方此次并购采取了溢价并购，其给出的并购对价远高于估值，并且需要提供不超过 140 亿元的担保，资金压力相对较大；其二，中电熊猫在并购前净利润连续多年低于零值，因此，投资者对于本次并购的整合效果不抱信心，导致市场对其看跌；其三，京东方此前多次采用溢价并购的方式展开并购，并购频率较高，投资者对其能否消化本次并购所获取的资源持观望态度。

京东方在并购中电熊猫后盈利能力方面获得很大的提高，一举摆脱了并购前的颓废之态，并且消化了并购之后的短期负面市场反应，实现了收益的正增长。并购事件完成后，京东方的营运能力出现一定程度的下降，这一负面效益主要是由于并购初期基础设施建设投资大、工期长、回报慢，资金回笼速度受到影响。这一负面影响在并购后一年随着技术整合和生产线整合逐渐消失。完成对中电熊猫的并购后，京东方的净利润增长率成倍增长，说明本次并购给京东方带来了新的收入增长机遇，公司盈利能力增强。本次并购事件对京东方的偿债能力带来积极影响，公司偿债能力稳健上升，降低了公司的经营风险，有利于实现可持续发展。

从政府方面而言：并购后很大程度上提升了政府的满意度，也同时获得了政府的大力扶持，增加了社会就业，获得政府的认可，实现了共赢。并购中电熊猫弥补了京东方 8.6 代线和 IGZO 技术的缺失，扩大产能规模，在同行业内的话语权增加，提高了品牌知名度，巩固了市场优势。京东方除了显示领域快速增长，传感器及解决方案、智慧零售等方面也呈现强劲的发展势头，推动了从传统制造业向智慧物联战略转型升级。

6.2 研究启示

6.2.1 管理者慎重战略决策

京东方曾多次开展连续并购，且一贯采用溢价的方式完成并购活动，由此推断其管理层存在过度自信的可能，这提高了京东方在并购过程中遇到风险的可能性。通常来说，管理层过度自信带来的风险贯穿并购的全过程，与并购前的价值评估、并购中的筹资和支付以及并购后的资源整合密切相关。管理层过度自信影响并购风险的路径主要有二：第一，管理层在开展并购前进行信息搜集时对结果预期过高，常高估被并购方的经营状况和未来盈利潜力，在敲定对价时倾向于在其企业价值的基础上外溢，增加了企业的价值评估风险。第二，管理层对于己方的经营状况过于乐观，对自由现金流的管理意识不强，在支付并购对价时倾向于采用现金支付或短期融资的方式，在融资时倾向于采取债券融资非股权融资的方式，最终提高了企业的支付风险和融资风险。

公司发展战略的制定关乎其能否保持可持续健康发展的状态，在激烈的市场竞争中屹立不倒。然而并购行为的发生将对发展战略的实施产生重要影响，因为并购通常会耗费企业大量的资源与成本。企业并购的目的多数在于获得优势资源，形成协同效应，提升自身竞争力，因此在并购目标确定之前企业应充分评估并购事件发生以后所带来的作用力。如果企业在最初并购目标选择上片面追求资产规模的扩张，容易造成短视行为，为公司发展埋下隐患。盲目选择不符合公司发展战略的标的公司，不仅无法达成期望的目标，还会因为并购所耗费的大量资源对公司经营造成困难。因此企业应该依据自身未来发展战略对标的公司制作完整全面的考察方案，详尽分析并购行为将会为公司带来的风险，审慎选择并购目标。

6.2.2 选择长远并购目标

并购活动中，目标企业的确定对于并购活动能否得以顺利实施具有不容忽视的指导作用，选择一个契合自身长期发展战略的企业作为并购目标能够促进并购目的的顺利实现，获得事半功倍的效果。并购目标的确定要求企业管理者具有较好的市场调研能力与超前的分析决策能力，在明确自身定位的基础上审慎做出并购决策。选择一个背离自身发展目标的企业作为并购目标，会使企业管理者调动更多资源、消耗更多精力进行并购后的整合工作，导致企业并购成本上升和并购效益下降，难以为企业的经营与管理赋能，甚至为企业带来不必要的损失。制造业内产业类别纷繁复杂，半导体显示企业受技术迭代的影响，各细分领域看似相同却各有特色。因此，并购标的的选择尤为重要，企业可对自身需求进行合理评估，在此基础上结合对行业未来发展趋势的预测，同时关注前沿技术，选择契合自身发展战略的并购标的并制定精准的并购计划。

（1）关注自由现金流

自由现金流是企业确定并购标时需要参考的重要指标。自由现金流是指企业的债权人和股东能够自由支配的现金的价值，是剔除了企业各项营运活动成本与费用的税后净现金流。通常，企业支付给债权人的利息和发放给股东的分红来源于这部分资金。京东方一直是高新制造行业的“吞金兽”，尽管其市场占有率、销售规模和营业收入位于行业前列，但其自由现金流常年为负值。2017-2019年，京东方的自由现金流在-100亿元以下，其中2017年近-300亿元，这对京东方的企业价值带来了极大的负面影响。尽管中电熊猫在被并购前处于连年亏损的状态，但其企业内部自由现金流量可观，其稳定持续的自由现金流在并购完成后缓解了京东方的资金流转压力，2020年底，京东方的自由现金流仅为-41.5亿元。并购完成后，京东方由于支付了高额的对价和保证金，反映其长期偿债能力的资产负债率有所上升，反映其短期偿债能力的流动比率和速动比率有所下降，但其总体偿债能力仍优于同行业平均水平，并且在并购一年后，影响其偿债能力的消极因素逐渐消失，企业偿债能力提升至较并购前更高的水平。由此可以看出，被并购企业的稳健现金流量对并购企业的安全性和稳定性有一定的加持，能够化解大额资金流动对企业偿债能力产生的不利影响，因此在选择并购标的时应重点考量其自由现金流量。

（2）契合整体战略布局

京东方一直以来擅长以并购延伸产业链，获得规模经济，扩张市场势力，得益于其对并购目标的选择契合其不同阶段的发展转型战略：为进军物联网新零售行业，京东方跨国收购了法国SES公司，SES不仅为京东方带来了物联网新零售标签技术，还带来了多年累积的海外销售渠道与资源，京东方顺利实现产业链的延伸，拓宽经营事业群。京东方此次将中电熊猫作为并购目标，不仅符合其向智慧物联领域转型的总体战略目标，而且填补了自身技术不足的空缺，通过吸收中电熊猫的IGZO技术及高世代LCD面板生产线，实现了自身的产供销一体化，不仅可以获得规模经济，而且摆脱了该生产技术一直以来掌握在少数发达国家手中的困境。不仅如此，由于京东方与中电熊猫主营业务相似，属于横向并购，并购后的资源整合工作开展难度较低，为双方都带来了增益：京东方丰富了智慧终端产品的多样性，拓宽了市场规模，获得了外延式发展，维护其行业龙头的领先地位；中电熊猫则实现了经营业绩的改善，扭亏为盈，重新获得生机。因此，企业在选择并购标的时应避免盲从，需考虑并购目标企业是否符合自身的长远发展战略，并购目标能否通过并购实现等。

6.2.3 多元融资，降低风险

(1) 融资方式多元化

公司制企业相较于个人独资企业以及合伙企业来说在市场上拥有更好的融资能力和更多的融资渠道，但并购一类资本运作活动往往涉及金额较大，融资过程中遇到的困难较企业日常运营活动多。其中，国有企业由于拥有国家背书，信誉良好，从银行获取大额贷款较为容易，而中小民营企业在向银行贷款过程中往往面临贷款额度低、贷款流程繁琐、信息审批严格等问题，不利于企业开展诸如并购等需要在短时间内提供高昂对价的资本运作活动。并购后的短时间内，企业的资产负债率、流动比率和速动比率等反映偿债能力的指标会出现变动，企业日常运营的安全性降低，带来一定的业绩压力与资金压力。因此，企业在并购过程中需要积极拓展融资渠道，通过债券筹资和权益筹资等多种方式结合的融资组合来对冲风险。不仅如此，企业还应当设立并购专项基金以及并购风险基金，为并购做好前期准备，增强自身的抗风险能力。

(2) 支付方式多元化

合适的并购对价支付方式能够增加企业的整体经济效益，提高并购的边际效用，使企业免受偿债能力下降的困扰。京东方此次并购中电熊猫共需支付 121.17 亿元对价，资金压力较高。且京东方本次支付的对价超 40% 部分需要自筹，增强了企业的资金流转压力，使企业在短时间内债务负担增大，为平稳运营埋下隐患。为降低并购的资金流转压力和财务风险，企业在支付对价时应采用多元化的支付手段，除支付现金以外，还可合理调整自身资本结构，采用股权、债权及其组合、股权置换、产权融合等支付形式，从而缓解企业日常运营中的资金周转压力。在整个并购的期间内，企业可以采取多种措施规避风险：第一，提升自身管理效率，维护企业日常周转；第二，与金融机构建立长期稳定的合作关系，获得资金支持，防止资金链断流；第三，在有余力的前提下，可以将现有资金盘活，运用金融衍生工具对冲风险、套期保值。值得一提的是，若支付对价涉及外汇换算等问题，企业要留意汇率变动情况，避免因非规律性的外汇市场波动导致的外汇风险。

6.2.4 加强资源互补整合

企业并购的主要目的是获取市场、技术、人员、销售渠道等资源，通过并购后的吸收整合，以达到打破技术壁垒、拓宽市场规模和获得协同效应的目的。可以说，并购后的整合能力对于并购目标的实现程度以及并购为企业带来的价值提升有显著的相关性。

对并购获取的资源进行有效整合能够提升其边际效用，为企业带来协同效应。企业的整合规划管理应当部分前置，在实施并购前，结合自身管理风格、企业文化、技术发展水平和资源利用效率制定系统完整的整合方案，防止获取被并购方的资源后，出现因整合不及时而导致资源利用率低下和资源损耗等不利情况。在并购整合的过程中，应采取自上而下的整合方式，将管理资源的整合作为先决条件，引导后续的财务、文化、产能、技术、人力等方面的整合，加速企业内部控制及运作机制的整合与优化，力争为双方企业带来协同效用。无形资源的整合在企业并购后整合中越来越重要。企业的并购整合工作应由组织整合开始，由于并购双方在并购前均有完善的内部控制流程和组织架构，并购后并购方会指派管理人员到被并购方任职，也可能对其组织架构进行调整，如何减少冗余部门，实现降本增效，是企业需要重点关注的问题。并购企业应根据未来战略发展方向，对被并购企业的组织管理部门进行调整，合理确定融合程度，谋求协同增益。其次是文化整合，文化是一个企业的灵魂，对企业的管理层和员工有着指引作用。并购方在开展文化整合时应避免过度的文化自信，要兼收并蓄，求同存异，避免产生文化争端，增强双方对彼此文化的认同感。再次是品牌整合，品牌知名度是企业市场上的名片，代表其在行业内的影响力，因此不容忽视。品牌资源的整合可以结合长期积累的销售渠道等资源进行整合，利用其业内影响力重新规划产业布局，也有利于将新产品快速推向市场。最后是人力资源整合，人力资源的整合不仅在于对现有员工和岗位的整合上，还体现在员工培养体系和晋升路线的整合上。企业并购后员工离职率高，为避免人才流失，企业应出台激励政策，对双方员工一视同仁。

6.2.5 提升自主研发能力

自主研发能力是一个企业发展的不竭动力。虽然通过并购，企业可以快速获得发展所需要的生产技艺或者专利技术，在技术水平上获得领先优势，但靠并购获得的技术并不能够使得企业在激烈的市场竞争中保持长久竞争优势。一方面，市场需求不断变化，人们对于产品功能和质量不断提出新的要求，如果没有自主研发能力，企业很难适应市场需求变化的速度；另一方面，企业如果盲目依赖并购获得技术资源，将会产生“走捷径”的思想，不仅影响企业内部创新氛围，并且因为并购消耗的大量资源使得内部创新供给不足，长此以往企业自主研发能力将萎靡不振。如果企业拥有较强的自主研发能力，不仅可以紧随市场风向的变化，满足客户日新月异的需求，而且可以创造需求获得新的增长动力，开拓新的市场机遇，使得企业不仅仅做市场潮流的追随者，更能够成为行业

的引领者。

参考文献

- [1] Hari Prasad Pathak. Motives for Mergers and Acquisitions in the Nepalese Perspective[J]. *Economic Literature*,2018,13(1).
- [2] Ziyu Huang,Xiaojiao Ye. Analysis of Merger & Acquisitions Motivation and Post Performance of Internet Corporations in China——A Case Study of Youku Merger with Tudou[P]. *Proceedings of the 3rd International Symposium on Asian B&R Conference on International Business Cooperation (ISBCD 2018)*,2018.
- [3] Shayani Sengupta. Integration in Mergers and Acquisitions: Bringing Together Type ofDiversification, Synergy Potential and Cultural Distance[J]. *NHRD Network Journal*,2020,13(2).
- [4] Yang Yuguo,Ba Yaer,Huang Jiayu. Analysis on the Motivation of Internet Enterprise Strategic Mergers and Acquisitions and Financial Synergies:A Case Study of Tencent's Merger and Acquisition of China Music Group[P]. *2020 International Conference on Modern Education Management, Innovation and Entrepreneurship and Social Science (MEMIESS 2020)*,2021.
- [5] Suk Inho,Wang Mengmeng. Does target firm insider trading signal the target's synergypotential inmergers and acquisitions?[J]. *Journal of Financial Economics*,2021,142(3).
- [6] Massimo Florio,Matteo Ferraris,Daniela Vandone. Motives of mergers and acquisitions by state-owned enterprises[J]. *International Journal of Public Sector Management*,2018,31(2).
- [7] Caiazza Stefano,Galloppo Giuseppe,Paimanova Viktoriia. The role of sustainability performance after merger and acquisition deals in short and long-term[J].*Journal of Cleaner Production*,2021,314.
- [8] Yoko Shirasu. Long-term strategic effects of mergers and acquisitions in Asia-Pacific banks[J]. *Finance Research Letters*,2018,24.
- [9] Erik G. Hansen,Stefan Schaltegger. Sustainability Balanced Scorecards and their Architectures: Irrelevant or Misunderstood?[J].*Journal of Business Ethics*,2018,150(4).

- [10] Yifei Zhang, Qualcomm's Acquisition of NXP's M&A Motivation Analysis[J]. *Advance in Social Sciences*, 2018, 07(08).
- [11] Houda Ben Said, Rim Zouari-Hadiji, Abdelfettah Bouri. French bank mergers and acquisitions performance[J]. *Risk Governance and Control: Financial Markets & Institutions*, 2017, 7(4(1)).
- [12] Jin Young Yang, Reuben Segara, Jingwei Feng. Stock price movements and trading behaviors around merger and acquisition announcements[J]. *International Journal of Managerial Finance*, 2019, 15(4).
- [13] Pushpender Kumar, Saylee Kuncolienker. Impact of m&a announcement on acquiring bank's stock price-an event analysis approach[J]. *JIMS8M: The Journal of Indian Management & Strategy*, 2019, 24(3).
- [14] Jianyu Ma, Yun Chu, Robert G. Beaves. Firm size effects on stock returns in mergers and acquisitions in Asian emerging markets[J]. *International Journal of Business and Systems Research*, 2020, 14(4).
- [15] Ullas Rao, Tapas Mishra. Posterior analysis of mergers and acquisitions in the international financial market: A re-appraisal[J]. *Research in International Business and Finance*, 2020, 51(C).
- [16] 胡海青, 吴田, 张琅, 张丹. 基于协同效应的海外并购绩效研究——以吉利汽车并购沃尔沃为例[J]. *管理案例研究与评论*, 2016, 9(06): P531-P549.
- [17] 王艳, 何竺虔, 汪寿阳. 民营企业并购的协同效应可以实现吗?[J]. *会计研究*, 2020(07): P64-P77.
- [18] 张潇叶, 张延良. 中资银行跨境并购的绩效评价与路径选择[J]. *投资研究*, 2021, 40(07): P110-P127.
- [19] 高秀华. 企业并购重组后的整合策略研究[J]. *当代会计*, 2021(22): 1-3.
- [20] 袁剑锋, 刘益. 陌陌并购探探的动因及绩效研究[J]. *北京印刷学院学报*, 2021, 29(9): 29-32.
- [21] 郑鸿, 徐勇. 互联网企业扩张动因及实现条件——基于 BAT 的案例研究[J]. *管理案例研究与评论*, 2016, 9(06): P550-P566.
- [22] 薛安伟. 后全球化背景下中国企业跨国并购新动机[J]. *世界经济研究*, 2020(02): P97-P105.

- [23] 刁莉, 赵伊凡, 宋思琪. 我国中资银行海外并购的动因、策略与政策研究[J]. 中国软科学, 2020(01):184-192.
- [24] 陈柳卉, 邢天才. 我国上市公司并购绩效评价及其发展[J]. 甘肃社会科学, 2018(4):235-241.
- [25] 崔晓杨, 吕鑫, 魏云捷, 汪寿阳, 尹红霞. 消费类电子信息企业并购绩效分析——以 TCL 集团为例[J]. 管理评论, 2017, 29(11):P251-P260.
- [26] 黄剑飞, 陈雷雷, 赵洪进. 我国房地产企业海外并购的财富效应研究——基于事件研究法的实证分析[J]. 金融发展评论, 2019(03):P36-P47.
- [27] 蒋志雄, 王宇露. 技术获取型并购行为与企业并购绩效[J]. 统计与决策, 2022, 38(9):179-183.
- [28] 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(S1):P26-P28.
- [29] 马振. 企业并购后财务整合要点及策略研究[J]. 财会学习, 2020(30):48-49.
- [30] 盛虎, 徐品杰. 企业并购项目选择与整合的绩效研究——基于我国影视传媒上市公司的并购分析[J]. 金融经济, 2022, 558(12):46-57.
- [31] 张丹, 胡海青, 陈迪. 资源型企业海外并购绩效评价研究[J]. 管理现代化, 2017, 37(03):83-87.
- [32] 杨胜利, 奉佳. 圆通速递借壳上市绩效的实证研究——基于事件研究法视角[J]. 云南财经大学学报, 2017, 33(04):133-140.
- [33] 陈文超. 战略绩效管理对企业竞争力提升作用研究[J]. 人民论坛, 2021(16):88-90.
- [34] 宁宇新, 李悦玲. 基于粗糙集的企业技术并购战略绩效评价方法[J]. 统计与决策, 2016(10):183-186.
- [35] 李奕柯. 企业并购动因及效应分析[J]. 商场现代化, 2021(22):67-69.
- [36] 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.
- [37] 郑伟, 姜民杰. 战略绩效动态综合评价体系构建与案例研究——基于利益相关者及权变理论[J]. 会计之友, 2019(20):48-53.
- [38] 刘慧娟. 棱柱法在企业资产重组绩效中的应用[J]. 财会通讯, 2017(32):48-52.
- [39] 刘畅, 韩爱华, 沈锡茜. 基于因子分析法的上市公司并购绩效评价[J]. 统计与决策, 2017(10):179-181.

- [40] 张仁萍, 刘军荣, 罗洁. 基于因子分析法的企业战略绩效评价——以白酒行业为例 [J]. 企业经济, 2016, 35 (02) :80-84.
- [41] 郭水文. 论企业并购后的整合策略 [J]. 西南石油大学学报 (社会科学版), 2020, 22 (6) :21-27.
- [42] 张明威, 李玉菊, 缪艺韬, 于佳春. 基于企业能力视角的战略并购绩效评价——以美的集团并购德国库卡为例 [J]. 商业会计, 2019 (03) :39-43.
- [43] 刘白璐, 吕长江. 基于长期价值导向的并购行为研究——以我国家族企业为证据 [J]. 会计研究, 2018 (06) :47-53.
- [44] 王艳, 何竺虔, 汪寿阳. 民营企业并购的协同效应可以实现吗? [J]. 会计研究, 2020 (07) :64-77.
- [45] 安娜, 李鹤尊, 刘俊勇. 战略规划、战略地图与管理控制系统实施——基于华润集团的案例研究 [J]. 南开管理评论, 2020, 23 (03) :87-97.
- [46] 李翠芝, 杨小康, 周冬华. 分析师发布现金流预测的动机研究——基于信号传递理论的研究视角 [J]. 经济问题, 2019 (07) :104-114.
- [47] 史金艳, 韩雨杉, 郭思岑. “高送转”的债券市场反应——基于信号传递理论的实证 [J]. 东北大学学报 (社会科学版), 2019, 21 (01) :20-27
- [48] 李因果, 李婷婷. 基于 SEM 的上市房企并购绩效研究 [J]. 财会通讯, 2017 (08) :29-33.
- [49] 嵇存海, 王琳, 王孟举. 高管持股、支付方式与并购长期绩效的研究 [J]. 会计之友, 2018 (23) :46-50.
- [50] 罗勇君. 民营企业兼并重组对绩效的影响分析 [J]. 财务与会计, 2018 (23) :25-27.
- [51] 闵剑, 叶贝. 管理层能力、政治关联与跨国并购绩效 [J]. 财会通讯, 2019 (06) :40-43+48.
- [52] 赵芹沅, 张慧明. 企业技术并购下的技术资源整合路径研究 [J]. 商场现代化, 2023, No. 982 (1) :56-59.