创业板上市公司换股并购的动因及财务效应

——以立思辰换股并购友网科技为例

彭晓洁(教授)，陈宇鸿

(江西财经大学会计学院，南昌 330013)

【摘要】换股并购具有独特的优势,国际上多宗大型并购均采用换股并购方式完成。在我国,换股并购的数量也在不断增加,越来越受到我国企业的青睐。本文以立思辰换股并购友网科技为例,对其财务效应进行检验,结果表明:立思辰换股并购友网科技对其盈利能力、营运能力、偿债能力以及成长能力均有不同程度的促进作用,财务效应表现显著。据此,对创业板市场换股并购事件提出相应建议。

【关键词】创业板上市公司；换股并购；财务效应

一、引言

2009年10月,深交所迎来了第一批创业板上市公司,这为我国企业直接融资开辟了新的市场。创业板上市公司大多为高新科技企业,第一批上市的创业板企业立思辰(300010)就是一家典型的科技型公司。上市之后,立思辰确立了并购有优秀研发能力的企业以做大做强的方针,一年之后,便以雷霆之姿并购重组了友网科技。

本文以换股并购为切入点,力图对立思辰换股并购友网科技的整个过程进行详细深入的分析,重点从公司业绩方面分析其换股并购后的财务效应,判断立思辰换股并购友网科技后是否达到换股并购方案中所确定的提高盈利能力、减轻融资压力、实现全体股东长期利益最大化的目标,并归纳总结经验,同时对创业板上市公司换股并购中应注意的问题提出相应的完善建议。

二、文献回顾

并购产生的财务效应受到学术界普遍关注,国内外学者运用多种方法对其进行研究分析。这里主要列举国内学者在这方面的研究观点和成果。

刘良坤(2012)通过对并购前后的企业财务报告反映的偿债能力、盈利能力、获利能力等进行实证分析,证明吉利公司收购沃尔沃公司的决策行为是正确的,但是他指出,并购中以及并购后,财务杠杆系数增加,企业存在较大的财务风险。另外他指出,由于存在获利能力不强的情况,会导致财务风险进一步加大,所以吉利公司需要及时采取有效措施来防范并购中出现的财务风险。

赵丽萍、李新华(2011)运用因子分析法对2006~2009年制造业并购案例进行实证分析,认为并购整体提升了目标公司经营效益,混合并购方式比其他并购方式对企业绩效的改善更为显著,控股股东变化时的并购对企业绩效的改善优于控股股东不发生改变时对企业并购绩效的改善。因此他们得出结论:提升企业并购绩效要重视对并购方式及控股股东选择的分析。

法文宗(2012)研究了潍柴动力换股湘火炬案例,认为该案例丰富了企业重组上市的内容。对于境内上市公司而言,采取换股并购的方式进行资产重组,合并与自身产业相关的公司,可以扩大公司的主营业务,实现规模效应及资产结构、股权结构、产业结构的调整。

以上研究在一定程度上反映了我国换股并购后产生的效应,对研究公司并购效应具有重要的参考价值。但是,现有研究并没有关注到创业板上市公司运用换股并购之后盈利能力、运营能力、偿债能力以及成长能力等财务效应的分析。为此,本文拟重点对创业板上市公司立思辰换股并购友网科技前后的财务绩效进行分析。

三、立思辰换股并购友网科技的案例剖析

立思辰上市一年后就换股并购友网科技,可谓是创业板换股并购的第一例,那么是什么促成了这一次并购?本文先对这次并购事件双方的基本情况做些介绍,并对并购的动因、方案设计以及实施过程进行分析。

(一)并购双方基本情况

立思辰与友网科技同属于一条价值链,即均属于文件生命周期管理企业。所谓文件生命周期,是指从文件的生成、采集开始,所涉及的对该文件的管理、使用及输出、归档处理的完整过程。并购是基于双方对价值链整合的需求,并购前双方基本情况又是如何呢?

1. 立思辰科技股份有限公司的基本情况。立思辰作为目前为数不多的能以文件全生命周期管理解决方案能力与国际竞争对手对话并竞争的本土企业,主要为政府机关、大型企事业单位提供文件全生命周期管理、文档安

全管理解决方案、视音频解决方案以及相关服务，处在文件全生命周期之中的输出环节。其成立于1999年1月，创始人及现任董事长为池燕明，他靠勤工助学的复印店起家，毕业之后做起了销售打印、复印机的生意，在事业发展遇到瓶颈时，选择转型文件全生命周期管理。

2. *友网科技有限公司的基本情况*。在实现文件全生命周期管理服务的全过程中，若说并购前的立思辰是处于文件的输出环节，那么友网科技就属于文件的输入环节，且处于本土领先地位。友网科技成立于1999年5月5日，成立之初以销售扫描设备为主。随着信息化的发展，电子影像应用进入快速发展阶段，该公司软件研发能力及电子影像解决方案开发能力不断提升，公司的主营业务逐渐向电子影像解决方案及服务业务转型。

（二）立思辰换股并购友网科技的动因

立思辰并购友网科技有着强烈的目的性，分析其换股并购友网科技的动因主要有以下三点：

1. *完善公司服务链条，以增强市场竞争优势*。立思辰作为解决方案及服务的设计者和实施者，公司逐步形成了集“硬件、软件、服务”于一体的业务整合能力，在行业中体现了较强的竞争优势。这是一个漫长的过程，从2007年到上市的2009年，立思辰致力于传统设备销售模式向新型服务模式的转变，在文件全生命周期管理和视音频解决方案领域均取得了较大的突破。

在经过2007～2009年三年的转型之后，立思辰在客户群体上也在同行业占据了一定的主导地位，在市场上已经有了一定的竞争优势。但在上市之后，立思辰的商业模式被公之于众，行业中其他企业立刻能进行学习和模仿，这是对立思辰行业地位的一次挑战，因此其迫切希望利用资本市场的优势，通过对价值链上的企业进行并购和重组，在原已取得行业领先的基础上，快速提高进入门槛，进而在行业中持续保持竞争上的领先优势。为了提高进入壁垒，扩展其文件全生命周期管理的价值链势在必行，而友网科技正是行业中极少数具备提供专业软件、硬件及服务综合影像解决方案能力，以及专业软件研发能力的本土企业之一。两家公司的核心业务完全具备发挥协同效应的基础，在价值链的整合上也具有非常良好的匹配性，并购完成后，势必能在客户管理、软件研发、销售网络布局、业务完整性等方面形成协同效应，实现互补性发展，最终增强市场竞争优势。

2. *避免大量现金短期流出，以降低财务压力*。在刚上市一年的时间就选择以定向增发的形式并购友网科技，让不少投资者甚至专业分析人士都感到困惑。人们会发出这样的疑问，在上市之时公司毕竟募集了大量资金，为何不利用这部分资金来收购公司呢？

从立思辰2010年年报中可以了解到，在上市募集的资金之中，除去发行相关费用，募集资金净额为44 572.99万元（人民币，下同）。按照募集资金计划进度，募集资金将投放于“服务及营销网络建设项目”、“研发中心项目”这两个项目，共拨付27 622.76万元资金。截至2010年12月31日，立思辰公司募集资金累计直接投入募投项目18 990.98万元，尚未使用的金额为25 582.01万元，实际余额为25 990.43万元，差异金额为利息收入扣除手续费，支出后产生净收入408.42万元。

虽然募集的资金有余额，但如果一次性将这部分资金全部用在并购友网科技项目上，必然使公司财务压力剧增，流动资金急剧减少，极大削弱公司的抗风险能力。采用换股并购这种方式能够避免出现以上危机，且能节约资金，既减轻了企业的财务压力，又为立思辰积累了资本，在财务压力并没有增加的情况下得以持续发展。

3. *吸收被并购方核心员工，以增强研发能力*。增强企业研发能力，必须有一个技术过硬的研发团队。立思辰在上市之前，公司董事长池燕明就力主扩充研发团队。由于行业内各企业销售设备提供的功能非常雷同，只能靠打价格战来提高竞争力，这种情形往往形成恶性循环。因此销售设备企业都在寻求转型之路，即从提供更物美价廉的设备向提供更适用于客户的应用而发展。

上市之后立思辰并没有忽视研发能力在公司发展中的重要作用，而是通过各种渠道搜寻有行业竞争力、有研发能力、与公司业务能形成协同效应的公司。立思辰的需求就是在输入环节的研发技术，而友网科技的专利和软件，大部分都可以满足立思辰对输入环节的技术要求。其软件产品不但能够提升电子影像文件的输入质量，而且能在文件备份、文件索引、文件搜索以及文件传输等领域应用，以支持各行业的影像服务。两家公司的整合，可以推动公司在电子文档存储、文件管理、安全控制以及非结构化信息处理和应用方面的技术水平发展，共同开发文件生命周期各环节的相关应用软件，在满足客户整个文件生命周期的一体化应用需求方面，会有更优质的技术力量，为文件生命周期一体化创造更好的平台。

（三）立思辰换股并购友网科技的方案设计

立思辰对并购友网科技项目非常重视，对并购各方面都做出了详细的安排和设计。这里重点介绍其并购支付方式、发行价格、业绩承诺及补偿措施等的做法。

1. *以定向增发股票为并购支付方式*。立思辰拟通过向特定对象发行股份的方式，购买自然人张敏、陈勇、朱卫、潘凤岩、施劲松合法持有的友网科技合计100%股权，其中，张敏持有友网科技48.30%股权，陈勇持有友网科技28.00%股权，朱卫持有友网科技16.87%股权，潘凤岩持有友网科技5.83%股权，施劲松持有友网科1.00%股权。本次交易完成后，立思辰将持有友网科技100%股权。

2. *确定并购发行价格以及定价依据*。证监会发布的《上市公司重大资产重组管理办法》规定：“上市公司发行

股份的价格不得低于本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前20个交易日公司股票交易均价。”

交易均价的计算公式为:董事会决议公告日前20个交易日公司股票交易均价=决议公告日前20个交易日公司股票交易总额/决议公告日前20个交易日公司股票交易总量。因此本次发行价格为12.25元/股。

本次发行股份的定价基准日为立思辰董事会通过的《北京立思辰科技股份有限公司发行股份购买资产预案》相关决议公告之日。

3. *被并购方业绩承诺以及补偿措施。*被并购方友网科技为保证交易圆满成功,主动做出如下承诺:若标的资产在本次交易实施完毕后3个会计年度内的实际利润不足并购方承诺的利润,则认购人应当就标的资产实际利润不足承诺利润的部分对发行人进行补偿,若税后净利润(以归属于母公司股东的扣除非经常性损益的净利润为计算依据)低于所承诺金额,则在友网科技当年度专项审核报告出具之后的10个工作日内,由交易对方以现金方式对本公司就上述差额部分进行现金补偿。

(四)立思辰换股并购友网科技的实施过程

立思辰对友网科技的并购,不仅在并购之前经过了层层审查,渡过了重重难关,而且在并购之后也面临着两家公司销售网络差异、人力资源差异以及研发体系差异等方面所带来的挑战。立思辰实施了艰苦的整合工作,其整合两家公司差异的过程如下:

1. *通过客户整合,实现销售及服务网络布局的互补。*在并购之前,友网科技和立思辰各有一个客户群体,友网科技的客户群体主要包括政府机构以及大中型事业单位。而友网科技的电子影像业务在银行、税务等多个行业中得到了广泛应用。当整合完成之后,双方通过共有客户资源,向原有政府机构以及大中型事业单位提供其需要的电子影像,向运用电子影像处理业务的各行业企业询问是否需要文件管理解决方案,以及视音频解决方案,形成客户与企业的双赢局面。现今的形势更是文件全生命周期管理一体化趋势,当客户资源合理进行整合之后,立思辰可以推出无纸化办公等多项服务,不但能将服务网络的布局进行优化和互补,而且更向文件全生命周期管理一体化台阶跨出了一大步。

2. *通过考核等体系的同步,引导双方人力资源合理整合。*并购双方都是高新科技企业,并且文化背景相似,都希望通过整合形成强强联合,把文件全生命周期管理事业做强做大。因此,在这个共识之上,整合人力资源差异也解决了思想差异这个问题。

在此基础上,为了保持高管人员的稳定性,在并购方式的选择上,立思辰的出发点是通过换股并购“捆绑”对方高层管理人员,防止人才流失。在与被并购方高层管理人员签订的协议中,明确约定:友网科技董事长张敏应与立思辰签订不短于8年的聘用合同;经理层陈勇等核心团队其他成员应与友网科技签订符合立思辰规定条件的不短于6年期限的聘用合同,这些措施对增强企业内部人员的稳定性起到了很好的作用。

3. *通过多个领域的合作研发,促进研发体系的整合。*立思辰重点发展的研发项目有三个,分别是:文件生命周期协同管理系统项目、嵌入式文件信息安全管理系统项目和高效音视频会议综合控制系统项目。在文件管理、远程沟通以及文件信息安全等领域,这三个项目可以帮助公司实现多项核心技术突破,带动收入和利润获得大幅增长,并延伸开发效益新的增长点,从而大大提高公司的核心竞争力和可持续发展能力。

友网科技所擅长的领域是电子影像处理,也就是文件全生命周期管理的输入环节,比如将纸质文件扫描形成电子文档,从而更好地保存、管理和传输。单是这一项技术就能应用于立思辰三个重点研发项目中的文件生命周期协同管理系统项目,并可以与立思辰研发体系进行融合。当然,立思辰与友网科技研发体系的整合并不局限于这三个重点项目,当友网科技的研发力量加入立思辰研发团队后,在重点投入三个项目的同时,公司将可以立项更多有发展前途的项目,为公司未来的发展提供前瞻性的技术储备。因此,在此基础上,立思辰决定成立立思辰研究院,将立思辰与友网科技的研发团队都纳入同一个研发体系,更好地促进两个团队之间的交流,使高新技术及新思想在彼此之间快速、无缝传播,双方齐心协力促进整体的融合和技术的发展。

四、立思辰换股并购友网科技的财务效应分析

立思辰因友网科技符合其经营和发展策略对其进行了换股并购,那么,立思辰换股并购友网科技会产生什么样的财务效应呢?又会对企业未来的业绩带来怎么样的变化呢?下面,本文就盈利能力、经营效率、风险承受能力以及持续发展能力这几个方面对立思辰换股并购友网科技的财务效应做出以下分析:

(一)毛利率稳中有升带动盈利能力增强

本文选取销售毛利率、营业利润率以及净利润收益率来衡量盈利能力。立思辰是一家高科技企业,企业并不主要靠资产来增加财富,因此分析过程主要以销售毛利率为重点,以营业利润率以及净资产收益率为辅。立思辰2009~2014年盈利能力指标数据见下页表1。

表1列示了立思辰2009~2014年的盈利能力指标数据,从中可以看出,立思辰销售毛利率稳中有升,营业利润率在2009~2011年呈上升趋势,在2012年有所波动,2013年又有所上升,在2014年已经处于稳定状态,而净资产收益率2009~2014年一直处于波动状态,即2012年下降,2013~2014年再缓步上升,但总体来说这三个指标均为正数,说明立思辰盈利能力还是有所进步的。

表 1　　2009～2014年盈利能力指标

	盈利能力指标		
	销售毛利率(%)	营业利润率(%)	净资产收益率(%)
2009年	28.37	14.46	13.39
2010年	34.25	14.93	9.79
2011年	38.74	15.98	11.49
2012年	35.25	6.25	6.36
2013年	40.83	11.91	7.71
2014年	41.92	12.15	9.35

数据来源:根据2009～2014年立思辰年度财务报告数据整理得出。

2012年的波动主要是由于市场需求降低造成的。而在2012年7月友网科技正式并入立思辰后,公司与友网科技的整合工作有序推进,在技术研发、客户资源和管理平台上实现了资源共享,产生了协同效应。在并购整合之后,整合效果在2012年以及2013年有了明显体现,特别是2013年,毛利率达到了40.83%,并在2014年稳定在了41.92%。由此可以看出,友网科技带动了立思辰销售毛利率的增长,从而带动了立思辰盈利能力的上升。

(二)营运指标表现一般但下降趋势缓和

营运能力是用来衡量资金运用的效率,表现为企业运用资金创造营业收入的能力。营运能力的衡量指标一般包括应收账款周转率、存货周转率以及总资产周转率。立思辰2009～2014年营运能力指标如表2所示:

表 2　　2009～2014年营运能力指标

	营运能力指标		
	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
2009年	6.72	4.21	0.73
2010年	3.99	4.88	0.58
2011年	2.86	4.09	0.61
2012年	2.19	3.72	0.52
2013年	1.96	3.71	0.54
2014年	2.13	3.41	0.54

数据来源:根据2009～2014年立思辰年度财务报告数据整理得出。

表2列示了立思辰2009～2014年的营运能力指标,从中可以看出,应收账款周转率从2009～2013年都处于下降趋势,2014年有所上升,且从2011年开始应收账款周转率的下降趋势有所缓和。存货周转率保持平稳,从2010年开始略微下降。总资产周转率在2009～2012年有所波动,2012～2014年保持平稳,并缓步上升。

从这三个指标总体看来,立思辰在并购友网科技之后,营运能力虽然没有马上上升,但是下降的趋势却得到了缓和。而在2011年、2012年宏观经济环境发生较大变化之时,中国经济增长放缓使得整体市场需求都在下降,客户的回款速度放慢,行业同类企业都处于低迷状态,立思辰在并购友网科技之后,运营指标表现得虽然一般,但依然处于行业较好的水平,因此并购友网科技给立思辰运营指标带来的影响是积极的。

(三)偿债压力得到缓解其风险承受能力提高

偿债能力反映了企业承受风险的能力。偿债能力分为短期偿债能力和长期偿债能力。立思辰短期偿债能力和长期偿债能力分析指标数据如表3所示:

表 3　　2009～2014年偿债能力指标

	短期偿债能力指标			长期偿债能力指标	
	流动比率	速动比率	现金比率	资产负债率(%)	产权比率
2009年	6.02	5.51	4.76	15.32	0.18
2010年	3.47	3.13	2.01	22.76	0.3
2011年	2.98	2.55	1.31	24.15	0.33
2012年	2.69	2.33	0.97	22.37	0.3
2013年	1.93	1.61	0.37	29	0.43
2014年	2.48	2.06	0.76	28.90	0.42

数据来源:根据2009～2014年立思辰年度财务报告数据整理得出。

短期偿债能力指的是企业用流动资产偿还流动负债的能力,一般用流动比率、速动比率以及现金比率来衡量。从表3可以看出,立思辰这三个指标都在2009～2013年呈下降趋势,并都在2014年不同程度地回升。为便于说明问题,我们可以将立思辰并购友网科技前后进行对比,通过对比可以看出,在并购之后立思辰三个比率的下降趋势都有所缓和,说明友网科技的并入减轻了立思辰原有的偿债压力,立思辰的风险承受能力在提高。

长期偿债能力是用来衡量企业偿还一年期和一年期以上长期负债的保障程度,一般以资产负债率以及产权比率来衡量。立思辰资产负债率处于比较稳定的状态,上市后一直稳步上升,2009年为15.32%,到2013年和2014年逐渐稳定在29%左右。资产负债率虽然在升高,但是总体来说还是处于低位,说明对债权人的保障程度比较高。产权比率呈现上升趋势,并在2014年趋于稳定状态。立思辰长期偿债能力负债较资产虽然在增加,但总的来看还是处于正常范围。再看并购前后的对比,资产负债率与产权比率都在并购之后有一个下降的阶段,说明立思辰与友网科技的并表在一定程度上缓和了立思辰的偿债压力,提高了企业的风险承受能力。

(四)企业总体实力增强其持续发展能力向好

企业的成长能力关乎其后续发展,如果其成长能力强,则说明企业有着良好的可持续发展能力。本文根据研究需要,选取立思辰2009～2014年主营业务收入增长率以及净利润增长率来衡量其成长能力。考察期间,立思辰成长能力分析指标数据如表4所示。

表 4　　2009～2014年成长能力指标

	发展能力指标		
	主营业务收入增长率(%)	营业利润增长率(%)	净利润增长率(%)
2009年	25.56	33.20	30.60
2010年	33.35	37.69	45.25
2011年	20.36	28.86	17.01
2012年	−3.39	−62.20	−36.12
2013年	18.22	125.19	39.93
2014年	37.11	39.80	55.17

数据来源:根据2009～2014年立思辰年度财务报告数据整理得出。

从表4可以看出,立思辰成长能力的三个指标均有所波动,在2009～2011年主营业务收入三项指标均为正数,表明立思辰的主营业务收入、营业利润及净利润一直在上升,而2011年开始放缓,2012年出现了负增长。

值得深思的是,在2012 年度,立思辰文件全生命周期(安全)管理业务实现营业收入2.55 亿元,较上一年度增长了39.73%。而立思辰2012年实际三项指标均为负数,其文件业务收入的增长主要源于友网科技的并表。

那么,立思辰2012年主营业务收入下降的原因是什么呢?分析起来,原因主要有两个方面:一是因为后金融危机时代,全球经济复苏乏力,受此影响,我国经济增速放缓,立思辰所处行业大环境恶化,需求降低,客户延迟了相关采购计划,因此在开展文件全生命周期管理服务方面遇到了一些困难,销售量有所降低。二是因为立思辰对视音频解决方案的重视有所降低,它也是因为行业需求的降低,才导致视音频解决方案的营业额也有所降低。总体来看,友网科技的并入带动了立思辰文件解决方案的发展,使得营业额大幅攀升,这对立思辰的成长能力是有促进作用的。

2012年度立思辰营业收入类别如表5所示:

表 5　　2012年度立思辰营业收入分行业情况

项　目	2012年	2011年	同比变动
文件解决方案	255 401 708.70	182 780 662.66	39.73%
视音频解决方案	217 053 641.79	305 400 312.72	−28.93%
文件设备销售	50 141 601.21	52 751 282.94	−4.85%
合　计	522 597 023.70	540 932 258.32	−3.39%

立思辰与友网科技两家公司不仅在文件解决方案方面尽力融合,而且在安全与税务领域,两家公司也展开全面融合,实现产品、技术与客户全方位共享、互通有无。两家公司的整合在2013年取得了良好的效果。从2013年开始,立思辰的主营业务收入增长率、营业利润增长率以及净利润增长率都开始攀升,说明立思辰在并购友网科技之后,成长能力有了进一步的提高。

五、立思辰换股并购友网科技的启示及建议

本文立足我国经济结构调整、产业转型升级的宏观经济背景,对立思辰换股并购友网科技案例的成果和价值进行了深入分析,并结合各行业正在进行的产业结构调整,总结创业板上市公司定向增发换股并购、调整产业结构、实现价值链扩展的经验,得出如下启示:

1. 结合创业板公司实际情况合理选择并购方式。目前,相关部门出台政策,明确鼓励上市公司进行并购重组,做大做强。创业板上市公司在选择并购方式之时,应做深度的调研和考察。换股并购的优点在于降低财务压力、稳定被并购方高层管理以及延迟交税方面,且目标公司的股东仍保留其所有者权益。而换股并购的缺点主要是稀释了股权,每股盈利能力也会受被并购方影响。而对于不同行业的企业来说,对利弊的考量并不相同,因此,应结合创业板公司实际情况来选择并购方式。

2. 关注创业板公司内生性成长与并购性成长共同发展。创业板公司相对于主板上市公司来说,多为中小企业,具有较高的成长性。业务创新、开拓市场是创业板公司发展的重中之重,公司在发展到一定阶段时,受客观环境变化的影响,在提升速度上势必会放缓。在这一阶段,建议创业板公司在关注内生性成长的同时,可以在谨慎考虑企业需求的前提下,积极寻找匹配公司发展计划的企业进行并购,实现内生性成长和并购性成长共同发展,以获得业务快速地增长,为公司的发展积蓄力量。

3. 注重并购后双方人力资源文化体系等的整合。在选择适合公司实际情况的并购方式之后,即便完成了并购,整个工作也并没有完成,只有并购之后双方资源整合取得实效,才是检验并购取得成功的标志。并购之后,在销售及服务网络整合、人力资源整合以及研发体系的整合方面,都应该有具体措施出台。企业并购的初衷应该是将双方资源融为一体,共同发挥协同作用,因此实施了并购,并不能认为就大功告成,应将其当作是公司的一次重生,主并企业与被并企业双方都应主动参与其中,这样,才能在发挥协同作用的基础上谋求一个美好的未来。

主要参考文献

张洽.关于我国企业并购财务绩效的因子分析[J].财会月刊,2013(14).

崔凡秀.企业并购协同效应研究——基于优酷并购土豆的案例[J].财会通讯,2013(29).

刘良坤.企业并购财务绩效及风险分析——以吉利并购沃尔沃为例[J].财会通讯,2012(12).

王竞达,瞿卫菁.创业板公司并购价值评估问题研究——基于我国2010、2011年创业板公司并购数据分析[J].会计研究,2012(10).

王婷.基于DEA的煤炭上市公司并购绩效研究——以山西省为例[J].财会通讯,2013(5).