

基于平衡计分卡的企业并购绩效研究  
——以光大证券并购新鸿基金融为例

张 嵩,王晓梅

(沈阳建筑大学管理学院,辽宁 沈阳 110168)

**摘 要:**并购是企业快速提高竞争力的一种有效方式,在当前经济快速发展时期,多数企业选择并购,而并购成功的关键在于并购绩效情况。基于平衡计分卡理论分析了光大证券与新鸿基金融的并购绩效,选择了学习与成长、内部业务流程、客户、财务维度4个层面的管理指标,并从上市公司2014—2018年财务报告获取数据,通过4个层面的因果驱动关系分析了光大证券与新鸿基金融的并购绩效情况,得出了公司并购实现了并购初衷,但没有达成财务协同效应、内部业务流程的资源整合不完善的结论,对此提出了对策建议。

**关键词:**平衡计分卡;并购绩效;光大证券;新鸿基金融

**中图分类号:**F275.5;F832.5      **文献标志码:**A

在证券市场逐步开放和全球国际化的浪潮下,金融市场开始活跃并逐步融入我国市场经济,证券作为金融行业的核心产业,其发展状况以及盈利亏损情况对资本市场影响巨大。2015年起,受国内外市场环境的影响,我国证券行业发展并不景气,其收入持续下滑,净利润降低,呈现恶化趋势。金融界的券商们为缓解这种发展瓶颈、满足资本需求,要打造境内境外联动的服务模式。证券公司通过并购的方式能获得资本放大能力、弥补自身短缺资源,并通过资源整合,提高抗风险能力,加上国务院出台的相关政策与政府的大力支持,并购成为行业发展的必然趋势。

并购完成后,后续整合及其呈现的绩效情况,也是企业关注的重点。研究表明:有的企业并购业绩仅在当年明显提升,往后年度并购绩效无影响<sup>[1]</sup>,少数企业并购后未达到

预期效果,出现负影响<sup>[2]</sup>,不利于企业发展<sup>[3]</sup>。但大多数企业通过并购业绩得到提升<sup>[4]</sup>,企业价值提高<sup>[5]</sup>。并购绩效评价方法的选择多集中于并购动因分析法<sup>[6]</sup>、并购风险分析法<sup>[6]</sup>、EVA经济增加值分析法<sup>[7]</sup>、事件研究法<sup>[8]</sup>、因子分析法<sup>[9]</sup>等。近年来,很多学者采用平衡计分卡研究并购绩效,平衡计分卡不以单一的财务视角分析并购问题,而是从财务与非财务相结合的综合视角来分析问题,当前的研究主要结合传媒行业<sup>[10]</sup>、电力行业<sup>[2]</sup>、食品行业<sup>[11]</sup>等进行分析,但将证券行业并购案例与平衡计分卡结合进行的研究较少。因此,笔者从平衡计分卡入手进行研究。

## 一、光大证券并购新鸿基金融介绍

### 1. 光大证券金融控股有限公司

光大证券金融控股有限公司(以下简称

“光证金控”)是一家于香港注册成立的公司,为光大证券股份有限公司的全资子公司(以下简称“光大证券”)。主营业务有:证券经纪;证券投资咨询;与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问;证券承销与保荐;证券自营;为期货公司提供中间介绍;证券投资基金代销;融资融券;代销金融产品;股票期权做市;中国证监会批准的其他业务<sup>[12]</sup>。

## 2. 新鸿基金融集团有限公司

新鸿基金融集团是一家在英属维尔京群岛成立的公司,并为总公司新鸿基的直接全资子公司(以下简称“新鸿基金融”)。业务范围包括经纪业务(主要含股票及期货)、财富管理、保证金融资、资产管理、资本市场销售、资料研究及杠杆式外汇交易等业务<sup>[12]</sup>。

## 3. 事件概述

光大证券子公司光正金控与母公司新鸿基于2015年2月1日签订买卖协议,光证金控将依据相关条款及该协议条件以40.95亿港元的购买价向总公司新鸿基收购其持有的新鸿基金融集团有限公司的70%股份。本交易依据买卖协议条款交割后,新鸿基金融将成为光证金控的一家控股子公司及母公司光大证券的一家间接控股子公司。

其并购交易的原因是新鸿基金融的总公司可凭借40.95亿港元的现金流来巩固公司的资本状况,也可为公司争取业务发展,进而跟上增长迅速的行业市场;而光大证券的五年发展战略为国际化战略,具体战略规划为公司要将境内境外业务统一管理,实现一体化业务,对公司的境内境外业务资源做出规划方案,实现合理布局,最终实现股东利益最大化。通过本次并购,光大证券可迅速扩大公司香港业务基础,赢得香港市场发展机遇;并利用新鸿基金融市场优势帮助拓展跨境业务边界、丰富产品种类,同时,根据新鸿基金融的收入来源以及公司的盈利能力,提高多渠道融资能力。

## 4. 研究意义

两个公司通过并购方式来达成共赢,在整合了人力、财力和物力之后,光大证券的并

购能否成功,还有待进一步研究。并购的初衷是否达到,并购是否产生了财务协同效应,即并购是否给公司的财务方面带来了协同效应,这些都与并购绩效有关,研究这些问题,可以提出符合光大证券自身情况的建议,为光大证券更好发展提供参考。

## 二、光大证券并购新鸿基金融绩效评价

笔者评价该案例并购绩效,依据的是平衡计分卡理论,平衡计分卡是由哈佛商学院教授罗伯特·卡普兰和美国复兴全球战略集团创始人兼总裁戴维·诺顿提出的一种管理会计工具<sup>[13]</sup>。平衡计分卡打破了单一使用后滞指标(已经发生了什么,如财务结果指标)评价企业发展状况的方法,引入了过程指标(描述现在正在发生什么,如产品一次合格率)和前置指标(预测未来会发生什么,如品牌影响力)。它从企业的财务、客户、内部业务流程和学习与成长4个方面来建立衡量体系。这4个方面相互联系、相互影响,其他3类指标的实现,最终保证了财务指标的实现<sup>[14]</sup>。

### 1. 基于平衡计分卡选择并购绩效评估指标

笔者通过分析并购案例,了解并购原因,基于平衡计分卡理论从学习与成长、内部业务流程、客户、财务维度4个层面,选择了评估分析并购绩效的指标,4个层面指标有因果驱动关系,如图1所示。

光大证券并购新鸿基金融的初衷是为了开拓境外市场、走国际化路线,根据此战略目标,光大证券需要实现提高境外业务收入与盈利水平的财务结果。而要实现这样的财务结果,需要提高公司市场份额,进而需要提高品牌影响力与客户满意度,即客户层面推动着财务层面。为提高品牌影响力与客户满意度,光大证券需要加强公司内部业务流程管理,通过创新客户服务平台、成本管理、加大研发投入等手段来达到客户层面的目标。而加强内部管理水平,可以通过加强员工管理来实现,需要提高员工技能、加强人才梯队建设、进行员工培训。可见,这4个层面的关系

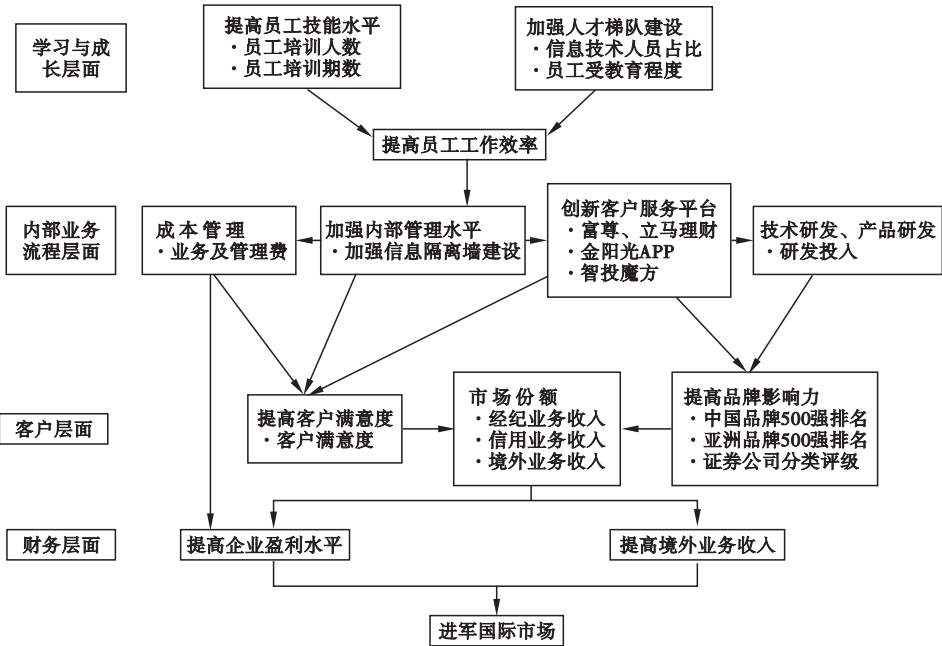


图 1 光大证券平衡计分卡

为从下而上的推动关系。因此,笔者从学习与成长层面→内部业务流程层面→客户层面→财务层面的逻辑进行并购绩效分析。

2. 学习与成长层面

选取 4 个指标衡量光大证券学习与成长

层面绩效,分别是员工受教育程度、员工培训人数、员工培训期数和信息技术人员占比情况(见表 1)。

(1)员工能力提升

由表1可知,此次并购后,光大证券员工

表 1 学习与成长层面指标变化情况

年度	不同受教育程度员工人数/人				员工培训人数/人	员工培训期数/期	信息技术人员占比/%
	博士及以上	硕士	本科	其他			
2014	46	1 011	3 469	1 946	5 000	85	1.73
2015	57	1 232	3 821	2 054	—	—	1.88
2016	72	1 637	4 173	2 050	7 346	321	1.84
2017	82	2 058	4 706	2 243	5 260	353	2.46
2018	76	2 247	4 660	2 021	8 378	333	2.78

注:数据来源于《东方财富网光大证券企业年报》。

高等教育及研究生以上学历人数逐年增加,而员工培训人数与员工培训期数除了未披露的 2015 年,从其他年份可以看出,光大证券依据公司战略和业务发展需要制定和实施年度培训计划,加强员工的技能,同时也对企业文化、内部业务发展、企业整个价值链的优化有所帮助。员工培训期数一项中,自 2016 年员工培训期数大幅剧增,近 3 年维持稳定,都在 300 期以上。可见,光大证券越来越重视人才引进与优秀人才培养,不断提升员工学习能力。

(2)信息技术人员增加

在大智移云的背景下,互联网成为与客

户沟通和服务客户的主要手段,金融业务也已经进入大数据时代。通过金融科技手段分析客户、了解客户并建立新的客户服务模式,为客户提供及时、精准的多样化、差异化和个性化服务越来越被证券公司重视。公司加大投入力度,并在员工招聘需求中增加信息技术人员数量,因此其占比逐年增加。

(3)学习与成长层面对内部业务流程层面的影响

学习与成长层面 4 个指标的增长,使得光大证券并购后其员工技能水平、人才梯队建设两个要素得到提高和加强,进而推动学

习与成长的关键目标实现,提高员工工作效率,也就能够驱动内部流程效率,提升内部管理水平。

3. 内部业务流程

选取业务及管理费用、加强信息隔离墙建设措施、创新服务平台、研发投入指标来衡量光大证券内部业务流程层面绩效。

(1) 业务及管理费用

从成本角度衡量光大证券内部业务流程是因为并购整合后,企业的运作效率提高、资源配置效果提升、产品的经营渠道拓宽等都需要一定的资金保障,进而推动内部运转。因此,笔者选用业务及管理费用来评价光大证券的内部业务流程,业务及管理费用具体数据 2014—2018 年依次为 30.92 亿元、58.56 亿元、48 亿元、52.34 亿元、51.24 亿元,其数据来源为《东方财富网光大证券企

业年报》。

2015 年,光大证券由于通过并购扩大业务规模,进行资源整合,当年的成本剧增,与 2014 年相比,2016—2018 年成本费用剧增,但近 3 年维持稳定,业务及管理费用维持在 50 亿元左右。并购后成本增加体现了光大证券加大了内部营运流程管理,但成本增加会影响财务指标中的利润。

(2) 加强信息隔离墙建设措施

信息隔离墙制度是证券公司为了控制内幕信息以及未公开信息的不当使用而采取的管理办法,光大证券采用信息技术和人工控制结合的方式进行内部流程监控,防止内幕交易(见表 2)。2014—2018 年,光大证券不断升级完善信息隔离墙系统,提高信息隔离墙管理效率和准确性,有助于加强公司内部管理。

表 2 加强信息隔离墙建设采取的措施

年份	具体措施
2014	制定《全国中小企业股份转让系统做市业务信息隔离墙实施细则》及《信息隔离墙监测工作指引》;搜集整理近 2 年证券经营机构被采取监管措施情况,形成包含内幕交易违规案例的合规手册等材料
2015	根据中国证券协会最新要求对公司信息隔离墙管理制度进行全面修订,建立《光大证券股份有限公司信息隔离墙管理办法》;对参与信息隔离墙管理的知悉敏感信息的关键岗位人员进行电话录音、上网行为监控并定期抽查,查找合规隐患
2016	对信息隔离墙管理办法及业务层面管理制度等 10 余项制度进行修订;启动隔离墙系统升级工作,新系统增加项目信息报送及跟踪、监控等功能;对加强防范内幕交易、防范利益冲突等方面的合规进行宣导和培训
2017	持续开展信息隔离墙系统升级工作,重建信息隔离墙系统;在内容限制、数据合规性及监控强化等方面进行优化,全面实现信息化,提升管理效率;对加强防范内幕交易、防范利益冲突等方面的合规进行宣导和培训
2018	搭建一套完整的信息隔离墙系统,实现信息报送系统化、清单编制及推送自动化、预警手段多样化等多种功能,极大提高了信息隔离墙管理的效率及准确性;对加强防范内幕交易、防范利益冲突等方面的合规进行宣导和培训

注:数据来源于《东方财富网光大证券企业社会责任报告》。

(3) 创新平台与服务平台

随着互联网的普及,2014 年光大证券开始重视并开展互联网金融业务,并购后,每年

不断优化升级系统。随着大数据、人工智能的发展,光大证券推出综合服务平台,并继续完善原有的金阳光 APP(见表 3)。

表 3 综合服务平台概况

年份	创新平台与服务平台概况
2014	重视并开展互联网金融业务,建设互联网金融平台,为客户提供交易、产品、资讯等互联网金融服务
2015	推出互联网综合服务平台“富尊”、交易平台“金阳光”以及“立马理财”等业务平台
2016	优化升级互联网金融业务;“立马理财”获得互联网理财安全平台前 10 的好名次
2017	“立马理财”平台交易金额 142.56 亿元,较 2016 年同期增长 53%;平台累计用户总数达 352.27 万人,较年初增长 155%;为更好地服务客户,推出“智投魔方”综合金融服务平台,为客户提供个性化服务,产品上线用户使用规模快速上升,2017 年末达到 40 万
2018	对智投魔方优化升级,上线新产品,例如:增值服务类产品上线组合类产品 30 个、资讯类产品 13 个、工具类产品 1 个,逾 2 万人签约服务,引入多种支付模式,如支付宝、微信等;对“金阳光 APP”功能和内容进行优化

注:数据来源于《东方财富网光大证券企业社会责任报告》。



#### (4)研发投入

光大证券的研发投入 2017 年合计 7 016.79 万元,2018 年合计 35 284.46 万元,仅一年光大证券对研发的投入额增加了近 5 倍;2017—2018 年研发投入占营业收入的 0.71%、4.58%,所占比重大幅度增加。可见,光大证券为了向客户提供更好的产品与服务,加大了研发力度。

### (5) 内部业务流程层面对客户层面的影响

光大证券创新服务平台的推出导致了研发费用增加,同时,光大证券新产品与创新的客户服务平台会驱动客户层面的品牌影响力这一指标提高。而除了日常业务产生的成本费用,加强信息隔离墙与创新服务平台建设都属于公司内部运营,也会产生一定成本费用,这两个指标也会驱动成本管理这一要素成本的管理、创新完善的客户平台以及优化的内部流程会驱动客户层面中客户满意度这一指标的提高。

#### 4. 客户层面

选取客户满意度、品牌影响和主要业务收入 3 个指标衡量光大证券客户层面绩效。

### (1) 客户满意度

在光大证券的社会责任报告中,只在2017年和2018年披露了客户满意度,分别为98.78%、99.2%。虽然只是近两年的数据,但可以看出光大证券客户满意度将近100%,且2018年比2017年更好。

## (2) 品牌影响力

光大证券品牌影响力逐渐扩大,在亚洲市场取得了良好的名次(见表4)。2014年,光大证券获得最佳品牌券商奖;2015—2018年

表4 品牌影响力排名及评级情况

年份	中国品牌 500 强	亚洲品牌 500 强	证券公司 分类评级
2015	获奖	获奖	A
2016	98 位	257 位	A
2017	96 位	249 位	A
2018	93 位	241 位	A

注:数据来源于《东方财富网光大证券企业社会责任报告》。

连续 4 年在证券公司分类评级中获 A 类评级;连续 4 年获评“亚洲品牌 500 强”和“中国品牌 500 强”,且名次逐年上升;2018 年,获评“全球最佳雇主榜单 500 强”。

### (3) 主要业务收入

观察 2014—2018 年主要业务收入情况,能够分析光大证券业务在细分市场中收入的波动情况(见表 5)。

表5 主要业务收入金额 亿元

年份	经纪业务收入	信用业务收入	境外业务收入
2014	28.92	10.55	2.11
2015	76.37	17.49	5.23
2016	30.94	15.36	7.88
2017	24.93	19.17	9.36
2018	19.48	16.65	9.82

注:数据来源于《东方财富网光大证券企业年报》。

①经纪业务收入。经纪业务主要是零售网点取得的收入,2015年,其经纪业务收入因并购达到最高值76.37亿元,自2016年,在货币政策收紧及宏观经济去杠杆的大背景下,行业经营业绩同比大幅回落,2016年起,光大证券经纪业务收入逐年下降。

②信用业务收入。信用业务收入聚焦在核心客户身上,2017年,光大证券信用业务收入达到最高值19.17亿元,2015年并购后,2015、2016、2018年收入上下波动,波动幅度不是很大,即使受2016年大背景影响,因内部业务流程层面的创新客户服务平台极大优化了客户体验,保留了客户源,使得并购后光大证券信用业务取得的收入较为稳定。

③境外业务收入。境外业务收入逐年增加,且 2015 年以后金额明显增加,说明光大证券通过并购充分发挥内地与香港业务优势,扩大资源整合,向海外市场进军,这也表明光大证券在逐步达成战略目标。

#### (4) 客户层面对财务层面的影响

客户层面的提高使得提高客户满意度这一指标能够实现,客户能够帮助宣传品牌,扩大品牌影响力。2014—2018年,光大证券品牌排名逐年提升,品牌影响力的提升有助于光大证券市场影响力的提升,能够帮助其进入国际市场;境外业务收入的提高会使境外市场份额扩大,进而会驱动财务层面的境外业务收入指

标提高。而经纪业务收入的降低以及内部业务流程成本管理会影响光大证券的盈利水平。

5. 财务层面

在 2015 年全行业收入利润同比大幅下降的背景下,加上 2018 年受累于子公司光大资本专项风险事件的影响,光大证券公司 2018 年度各项财务指标较 2017 年出现大幅下滑。若不考虑这两个因素,选取流动比率、营业总收入增长率、净利润增长率 3 个结果指标来衡量财务层面绩效,其财务层面指标如表 6 所示。

表 6 财务层面指标 /%			
年度	流动比率	营业总收入增长率	净利润增长率
2014	1.52	64.23	904.83
2015	2.72	151.02	269.70
2016	2.38	-44.70	-60.60
2017	1.93	7.35	0.11
2018	3.03	-21.61	-96.57

注:数据来源于《东方财富网光大证券企业年报》。

(1) 流动比率

流动比率越高,企业资产变现能力越强,短期偿债能力也越强。从光大证券的流动比率可以看出,2015 年、2018 年比较突出,达到高点。与 2014 年、2016 年、2017 年相比,2015 年的流动比率值为最高值,且比 2014 年有较大幅度提升,其原因是光大证券收购新鸿基金融后,持有的货币资金增加,还未进行资金运转处理或所用的资金较少。而 2018 年比率较高是存在使用受限制的货币资金,即光大资本因诉讼导致的银行账户冻结资金。若不考虑 2018 年的特殊事件,并购后的光大证券短期偿债能力逐年加强。

(2) 营业总收入增长率和净利润增长率

营业收入增长率、净利润增长率大于零,表明光大证券当年营业收入、净利润有所增长。指标值越高,表明企业营业收入、净利润的增长速度越快。由表 6 可知,光大证券的营业收入增长率、净利润增长率走下坡路,表明其盈利水平下降。利用平衡计分卡诊断可知:客户层面的经纪业务收入降低以及内部业务流程成本管理增加是导致光大证券财务指标下降的主要原因。

三、研究结论及相关建议

1. 结 论

(1) 光大证券并购新鸿基金融达到并购初衷

光大证券借助新鸿基金融的香港及海外市场,扩大了市场份额,境外收入逐年增加,亚洲品牌影响力排名也逐年提高。

(2) 财务协同效应没有很好发挥

2015 年,光大证券对新鸿基金融的并购使其年收入、资产等各方面大幅度提高,而 2015 年起受行业背景不景气以及 2018 年受子公司风险事件影响,其收入、资产等各方面大幅度降低。但从整体来看,近 5 年,光大证券的盈利能力及企业发展能力逐年变弱,2015 年的并购并没有充分发挥财务协同效应,其财务方面没有达到预期效果,光大证券的盈利水平没有提高,也会影响潜在投资者决策。

(3) 资源的有效整合不是很理想

通过平衡计分卡 4 个层面的分析,光大证券资产运营效果较差,成本并没有减少,而成本费用是推动企业提高经营管理水平的重要杠杆,因此光大证券经营状况下降。

2. 建 议

(1) 强化财务协同效应

通过并购可以帮助企业实现协同效应,形成资源互补,降低市场开拓费用,但光大证券没有充分发挥财务协同效应。经分析,光大证券业务收入低,导致其财务方面指标并没有提升。因此,光大证券以及新鸿基金融各个营业部应制定规划方案,维持核心客户关系,挖掘新客户,提高业务收入。

(2) 注意全方位整合,促进内部业务流程优化

光大证券除了借助新鸿基金融市场优势外,还需要继续加强双方人员、文化、制度等整合,确定统一的战略方向,及时调整人员结构,不定期与员工沟通,了解其工作难题与生活需求。同时,对内部业务流程进行优化,降低内部运营成本费用,利用大数据优化升级

信息系统,提高资源的利用率,加强管理。

参考文献:

[1] 周绍妮,文海涛. 基于产业演进、并购动机的并购绩效评价体系研究[J]. 会计研究,2013(10):75-82.

[2] 许桓凤. 基于平衡计分卡的电力公司绩效评价研究[D]. 呼和浩特:内蒙古农业大学,2017.

[3] 陈春梅. 基于平衡计分卡评价企业的并购绩效:以蒙牛并购雅士利为例[J]. 中国商论,2018(21):179-180.

[4] 吴宇帆. 上市证券公司并购动因与绩效研究[D]. 广州:广东财经大学,2016.

[5] 陈格格. 我国证券公司并购动因及绩效研究[D]. 上海:东华大学,2017.

[6] 卓晓敏. 中信证券并购里昂证券案例分析[D]. 广州:暨南大学,2016.

[7] 蔡瑾. 山西证券并购格林期货动因及绩效分

析[D]. 深圳:深圳大学,2017.

[8] 黄少盈. 我国券商企业并购绩效研究[D]. 北京:北京工商大学,2016.

[9] 侯俊华. 证券行业并购绩效评价分析及其启示:以方正证券并购民族证券为例[J]. 老区建设,2018(8):20-23.

[10] 余理怡. 基于平衡计分卡的华录百纳并购蓝色火焰绩效分析[D]. 南昌:江西师范大学,2018.

[11] 程炜. 基于平衡计分卡视角下企业并购的绩效评价[D]. 南昌:华东交通大学,2017.

[12] 麻一顺. 光大证券收购新鸿基金融动因及绩效分析[D]. 天津:天津科技大学,2018.

[13] 卡普兰,诺顿 D,诺顿 K. 平衡计分卡:化战略为行动[M]. 刘俊勇,孙薇,译. 广州:广东经济出版社,2013.

[14] 卡普兰,诺顿. 战略地图:化无形资产为有形成果[M]. 刘俊勇,孙薇,译. 广州:广东经济出版社,2005.

Research on M & A Performance from the Perspective of  
Balanced Scorecard: Taking Everbright Securities’  
Acquisition of Sun Hung Kai Finance as an Example

ZHANG Song, WANG Xiaomei

(School of Management, Shenyang Jianzhu University, Shenyang 110168, China)

**Abstract:** Merger and acquisition is an effective way for enterprises to quickly improve their competitive strength. In the current period of rapid economic development, most enterprises choose merger and acquisition, and the key to the success of merger and acquisition lies in the performance of merger and acquisition. Based on the Balanced Scorecard theory, this paper analyzes the M & A performance of Everbright Securities and Sun Hung Kai finance, and selects four management indicators: learning and growth, internal business process, customer and financial dimensions. Data in the five-year financial reports of listed companies from 2014 to 2018 are obtained and the performance of M & A between Everbright Securities and Sun Hung Kai Finance is also analyzed based on the causal driving relationship at four levels. This paper points out that the original intention of M & A has been realized, but the financial synergy effect has not been achieved. The resource integration of internal business process is not perfect, and countermeasures and suggestions are also put forward.

**Key words:** balanced scorecard; M&A performance; Everbright securities; Sun Hung Kai finance  
(责任编辑:郝 雪 英文审校:林 昊)