

分类号 \_\_\_\_\_  
U D C \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_  
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 中国佳沃食品公司并购智利三文鱼公司的策略研究

研究生姓名: 李新邈

指导教师姓名、职称: 聂元贞 教授

学科、专业名称: 国际商务

研究方向: 企业国际化运营与发展

提交日期: 2023年5月31日

## 独创性声明

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

学位论文作者签名：李新翹 签字日期：2023年5月31日

导师签名：袁元斌 签字日期：2023年6月30日

## 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：李新翹 签字日期：2023年5月31日

导师签名：袁元斌 签字日期：2023年6月30日

**A strategic study of the acquisition of a Chilean  
salmon company by China's Jiawo Food  
Company**

**Candidate : Li Xinmiao**

**Supervisor: Nie Yuanzhen**

## 摘要

在经济全球化背景下，跨国并购成为企业“走出去”获取战略资源、抢占国际市场的有效路径，也是企业实现自身长远发展的必然选择。由于跨国并购往往交易规模庞大、交易程序复杂，需要合理选择并购策略以保障并购活动顺利进行并达到预期目标。在近年来的众多跨国并购案中，我国佳沃食品公司并购智利三文鱼公司因其并购策略选择欠妥、并购效果欠佳，成为一个值得商讨的跨国并购案例。因此，本文以此案例作为研究对象并分析其并购策略选择存在的缺陷，以期对其他企业跨国并购策略的选择提供借鉴。

论文在对国内外跨国并购策略相关文献回顾总结的基础上，系统梳理了我国佳沃食品公司跨国并购智利三文鱼公司的整个过程及其相关环节所采取的并购策略，并通过事件研究法、财务指标法、熵权评价法等分析方法对并购绩效进行了检验，以便对佳沃食品公司跨国并购策略选择的科学性与合理性做出判断，并对我国其他企业开展跨国并购活动提供并购策略方面的借鉴与启示。论文研究发现：在佳沃食品公司跨国并购智利三文鱼公司的交易过程中，在并购时机的选择上，佳沃食品公司重点考虑政策因素，采取了抢抓政策机遇期并购的时机选择策略；在并购对象的选择上，佳沃食品公司考虑贴合公司战略目标、公司目标产业的实力公司并购，采取了贴合目标优先的并购对象选择策略；在估值方式的选择上，佳沃食品公司重点考虑估值信息因素，采取了以基本信息的可获得性为依据的并购对象估值方式选择策略；在并购交易结构设计的选择上，佳沃食品公司重点考虑财务风险和分业经营因素，采取了差异化的并购交易结构设计选择策略；在融资方式的选择上，佳沃食品公司重点考虑到目标公司未来盈利能力以及母公司的经营状况，采取了单一化的并购融资方式选择策略；在并购后期的资源整合方式选择上，佳沃食品公司综合考虑产业资源、文化、销售渠道以及人力资源因素，采取了全方位的资源整合选择策略。佳沃食品公司虽然较为顺利地实现了跨国并购智利三文鱼公司的目标，但其并购效果并不理想，不仅在短期内造成了股东财富价值的损失，而且长期绩效也为负数，表明佳沃食品公司所采取的并购策略虽然有抢抓政策机遇期并购的时机选择策略、贴合目标优先的并购对象选择策略、差异化的并购交易结构设计选择策略和全方位的资源整合选择策略等值得推广应用的方面，但也有不尽合理之处，主要是单一化的并购融资方式选择策略和以基本信息的可获得性为依据的并购对象估值方式选择策略。为此，论文从并购时机、并购对象、并购估

值、交易结构设计、融资结构和并购后期整合方面为其他企业开展跨国并购的策略选择提出了正反两方面的启示。

**关键词：** 佳沃食品公司 跨国并购 并购策略

## Abstract

Against the backdrop of economic globalization, cross-border mergers and acquisitions have become an effective means for companies to secure strategic resources and conquer international markets, and also an inevitable choice for enterprises to achieve their long-term development. Due to the large transaction scale and complex transaction procedures of cross-border mergers and acquisitions, it is necessary to reasonably select merger strategies to ensure the smooth progress of mergers and acquisitions activities and achieve the expected goals. Among the numerous cross-border mergers and acquisitions in recent years, the acquisition of Australis Seafoods S.A. Company by China's Jiawo Food Company has become a case worth discussion due to its improper selection of merger strategies and poor merger results. Therefore, this article focuses on this case study and analyses the shortcomings in the selection of M&A strategies in order to provide recommendations to other companies on how to select cross-border M&A strategies.

Based on a review of relevant literature on cross-border M&A strategies at home and abroad, this paper systematically reviews the entire process of China's Jiawo Food Company's cross-border M&A of Australis Seafoods S.A. and the M&A strategies has adopted in relevant links. It also examines the performance of M&A through analysis methods such as event research, financial indicators, and entropy weight evaluation, In order to make a judgment on the scientificity and rationality of the cross-border M&A strategy selection of Jiawo Food Company, and provide reference and inspiration for other enterprises in China to carry out cross-border M&A activities. This paper draws the following conclusions: In the cross-border acquisition of Australis Seafoods S.A. by Jiawo Foods, in terms of the timing of merger and acquisition, Jiawo Food Company focused on considering policy factors and adopted the timing strategy of seizing policy opportunities for merger and acquisition; In terms of the selection of

acquisition targets, Jiawo Food Co., Ltd. focuses on connecting high-quality industries and enterprises, and adopts a strategy of selecting acquisition targets that fits the target first; In terms of the selection of valuation methods, Jiawo Food Company focuses on the factors of valuation information and adopts a strategy of selecting valuation methods for acquisition targets based on the availability of basic information; In the selection of merger and acquisition transaction structure design, Jiawo Food Co., Ltd. focuses on financial risks and business division factors, and adopts a differentiated merger and acquisition transaction structure design selection strategy; In terms of financing method selection, Jiawo Food Co., Ltd. mainly considers the future profitability of the target company and the operating status of the parent company, and adopts a simplified strategy of financing method selection for mergers and acquisitions; When deciding how to integrate resources in the later stages of a merger and acquisition, Jiawo Food Company has taken a comprehensive strategy of resource integration selection, taking into account industrial resources, culture, sales channels, and human resources factors. Although Jiawo Food Company has successfully achieved the goal of cross-border merger and acquisition of Chilean Salmon Company, its merger and acquisition effect is not ideal, not only causing a loss of shareholder wealth value in the short term, but also a negative long-term performance, indicating that the merger strategy adopted by Jiawo Food Company includes the timing strategy of seizing policy opportunities, the target priority strategy of merger and acquisition Differentiated M&A transaction structure design and selection strategies, as well as comprehensive resource integration and selection strategies, are worth promoting and applying, but there are also unreasonable aspects, mainly including a single M&A financing method selection strategy and a M&A target valuation method selection strategy based on the availability of basic information. For this reason, the paper provides positive and negative implications for other enterprises in terms of merger timing, merger targets, merger valuation, transaction structure design, financing

structure, and post merger integration in conducting cross-border mergers and acquisitions.

**Key words:** Jiawo Food Company ; Transnational merger ; Acquisition strategies

# 目录

<b>1 绪论</b> .....	<b>5</b>
1.1 选题背景 .....	5
1.2 研究目的与意义 .....	6
1.2.1 研究目的 .....	6
1.2.2 研究意义 .....	6
1.3 研究内容和技术路线图 .....	7
1.3.1 研究内容 .....	7
1.3.2 技术路线图 .....	8
1.4 研究方法 .....	9
1.5 论文创新点与可能存在的不足 .....	9
1.5.1 创新点 .....	9
1.5.2 可能存在的不足 .....	9
<b>2 理论基础与文献综述</b> .....	<b>10</b>
2.1 理论基础 .....	10
2.1.1 纵向并购理论 .....	10
2.1.2 并购策略构成理论 .....	10
2.1.3 企业并购效应理论 .....	11
2.2 文献综述 .....	12
2.2.1 跨国并购动因的研究 .....	12
2.2.2 跨国并购策略的研究 .....	13
2.2.3 跨国并购经济效果评价方法的研究 .....	14
2.2.4 跨国并购策略选择对经济效果影响的研究 .....	15
2.3 评价 .....	16
<b>3 佳沃食品公司并购智利三文鱼公司的案例介绍</b> .....	<b>18</b>
3.1 并购双方介绍 .....	18
3.1.1 并购方一佳沃食品公司 .....	18

3.1.2 被并购方—智利三文鱼公司 .....	20
3.2 并购背景及过程 .....	21
3.2.1 并购背景 .....	21
3.2.2 并购过程 .....	21
3.3 并购动因 .....	23
3.3.1 产生协同效应，持续提升盈利能力 .....	23
3.3.2 掌控三文鱼核心资源，增强竞争优势 .....	24
3.3.3 完善产业链，丰富产品线 .....	25
<b>4 佳沃食品公司并购智利三文鱼公司的策略分析 .....</b>	<b>26</b>
4.1 抢抓政策机遇期并购的时机选择策略 .....	26
4.1.1 选择中智 FTA 升级《议定书》签署时并购 .....	26
4.1.2 选择中智“一带一路”深入合作时并购 .....	26
4.2 贴合目标优先的并购对象选择策略 .....	27
4.2.1 选择贴合公司战略的目标产业 .....	27
4.2.2 选择贴合目标产业的目标公司 .....	27
4.3 以基本信息的可获得性为依据的并购估值方式的选择策略 .....	28
4.3.1 估值方法的选择 .....	28
4.3.2 选择合适的可比企业 .....	29
4.3.3 计算估值 .....	30
4.4 差异化的交易结构设计选择策略 .....	31
4.4.1 境内采用“全资子公司+PE”结构设计 .....	31
4.4.2 境外采用双层 SPV 架构 .....	32
4.5 单一化的并购融资方式选择策略 .....	33
4.5.1 联合丝路基金，设立智利控股公司 .....	33
4.5.2 向母公司佳沃集团借款，构成关联交易 .....	34
4.5.3 向控股股东定向增发 A 股股票 .....	34
4.5.4 境外银团贷款 .....	34
4.6 全方位的并购后期整合选择策略 .....	36
4.6.1 上游供应链整合 .....	36

4.6.2 销售渠道整合 .....	37
4.6.3 文化整合 .....	38
4.6.4 人力资源整合 .....	38
4.7 小结 .....	38
<b>5 佳沃食品公司并购策略的经济效果评价 .....</b>	<b>40</b>
5.1 基于事件研究法短期效果评价 .....	40
5.1.1 股价波动趋势分析 .....	40
5.1.2 选定事件发生日和窗口期 .....	41
5.1.3 计算预期正常收益率 .....	41
5.1.4 计算超额收益率 $AR_t$ 和超额累计收益率 $CAR_t$ .....	43
5.2 基于财务指标法的长期效果评价 .....	46
5.2.1 盈利能力分析 .....	46
5.2.2 偿债能力分析 .....	49
5.2.3 营运能力分析 .....	52
5.2.4 发展能力分析 .....	55
5.3 基于熵值法的经济效果综合得分 .....	58
5.3.1 构建并购经济效果评价体系 .....	58
5.3.2 计算熵权 .....	60
5.3.3 计算经济效果综合得分 .....	62
5.4 小结 .....	63
<b>6 结论与启示 .....</b>	<b>65</b>
6.1 结论 .....	65
6.1.1 案例总结 .....	65
6.1.2 佳沃食品公司并购策略中值得肯定的方面 .....	65
6.1.3 佳沃食品公司并购策略中存在不足的方面 .....	67
6.2 启示 .....	68
6.2.1 以政策导向为依据选择并购时机 .....	68
6.2.2 以符合公司战略目标为依据选择并购对象 .....	69
6.2.3 以隔离财务风险为依据选择并购交易架构 .....	69

6.2.4 以产业协同为依据开展全面整合 .....	70
6.2.5 重视估值方式的合理性 .....	70
6.2.6 重视融资结构的合理性 .....	70
<b>参考文献 .....</b>	<b>72</b>
<b>后记 .....</b>	<b>78</b>

# 1 绪论

## 1.1 选题背景

在经济全球化的驱动下，生产要素实现跨区域、国家自由流动，各国企业纷纷加入到国际化经营的队列中，以谋求形成资源比较优势，适应时代发展。而跨国并购是企业走出去获取优质资源、延伸产业链、占领国际市场以及实行国际化经营的有效路径。2016年后，中国政府出台政策约束不合理的跨境并购行为使得我国跨境并购交易量和交易额大幅下降。据 PwC 普华永道公布的《2020 年中国企业并购市场回顾与 2021 年前瞻》可知，2020 年交易数量为 403 起，交易金额为 420 亿美元，分别比 2016 年下降 56%、80%。但从历年跨境并购交易额占全行业对外直接投资的比重来看，跨境并购交易金额占比始终保持在 30% 以上。由此看来，我国企业跨境并购朝高质量、规范化发展，是我国企业参与全球经济的主要途径。

“一带一路”致力于建立和加强与亚、非、拉美、欧洲国家的合作伙伴关系，发掘区域内市场的潜力，促进消费和投资。在此背景下，国家制定了一系列助企、惠企政策，由此形成跨国并购新浪潮，成为助力企业海外并购的加速度。受全球金融危机影响，世界经济走势持续不景气，全球许多企业因消费需求不足而陷入困境。我国转变思路，提出以国内循环为主，国内国际双循环相互促进的新发展格局以求扩大内需市场，降低对世界经济的依赖，释放经济活力。国际循环一方面解决海外企业生产销售对接错位的问题，另一方面，中国企业可以通过海外合作，降低成本，整合全球优质资源供应国内市场，为掌握产品竞争优势，争夺国内外市场提前谋篇布局。因此，跨国并购是当下响应国家号召，企业谋求发展的绝佳时机。

伴随中国经济的迅猛发展，国民生活水平的大幅提升，人们对于食品的品质和安全也有了更高的要求，高品质产品市场方兴未艾。但受制于本土自然条件、技术、管理等原因发展缓慢，需要通过跨国并购等形式的对外直接投资来弥补自身存在的不足，实现行业发展，而并购策略的好坏直接影响企业并购的成功与否。我国食品行业企业跨国并购活动少，经验也相对匮乏，往往使并购预期效果大打折扣。为了提高企业跨国并购效率，对并购策略的研究就变得十分必要。

佳沃食品公司是联想集团旗下专门从事农产品生产与加工的现代农业公司，自 2012 年起，佳沃食品公司先后并购重组万福生科、国星股份等公司，实现农业产业由稻米加工向优质海鲜产品供应的转型升级。为了迎合国内不断增长的高端动物蛋白的消费需求，

把握国内消费大势，佳沃把产业发展的重点放在了上游核心稀缺资源的控制上，而三文鱼是高端动物蛋白海产品的典型代表。因此，佳沃食品公司于 2018 年末开始对智利三文鱼公司收购。

并购策略贯穿佳沃食品公司收购交易的全过程，虽然佳沃食品公司自身的资金实力不足，跨国经营和管理经验也相对匮乏，但还是在实施了一系列策略后，顺利完成了要约收购。然而，因为对目标企业估值过高、采用单一债务融资以及忽视外部风险控制，所以此次并购并没有达到理想效果。并购后，企业财务风险飙升，营运能力和偿债能力几乎丧失，债务压力巨大，企业经营一度陷入困顿状态。随着我国“双循环”新发展格局的构建，企业要进行国际化的经营，要统筹结合国内与国际两个市场、两种资源，这是企业应对经济全球化挑战、谋求长远发展的必然选择。因此，我国越来越多的农业企业会以跨国并购的方式走出国门。为促进我国农业企业海外并购达到理想效果，研究佳沃食品公司在此并购案例中所采取的策略及其存在的问题也有一定的借鉴意义。

## 1.2 研究目的与意义

### 1.2.1 研究目的

以佳沃食品公司并购智利三文鱼公司为例，回顾其并购交易过程，从并购时机、并购对象、并购估值、并购结构设计、融资以及整合等交易环节角度总结佳沃实施的并购策略。采用事件研究法、财务指标法和基于熵权的综合评价得分检验并购的经济绩效，并以此说明并购策略的实施效果，希望可以为今后我国农业企业在海外并购的策略选择上提供一些启示。

### 1.2.2 研究意义

#### 1、理论意义

并购策略是影响企业跨国并购成功的重要因素。西方国家之所以在大型并购交易方面拥有较高的成功率，原因就在于其重视并购交易的整体策略规划，公司并购的过程是科学的、规范的。而我国企业在估值、融资、整合等方面策略制定上还存在与企业实际情况不匹配的情况，合理性还有待提高。本文研究佳沃食品公司并购智利三文鱼公司的策略，所得出的结论一方面可以为完善跨国并购策略的理论体系和并购策略选择的理论依据提供参考，另一方面也可以为我国政府部门在制定企业跨境并购的相关扶持政策、帮助企业规避风险方面提供理论基础。

## 2、现实意义

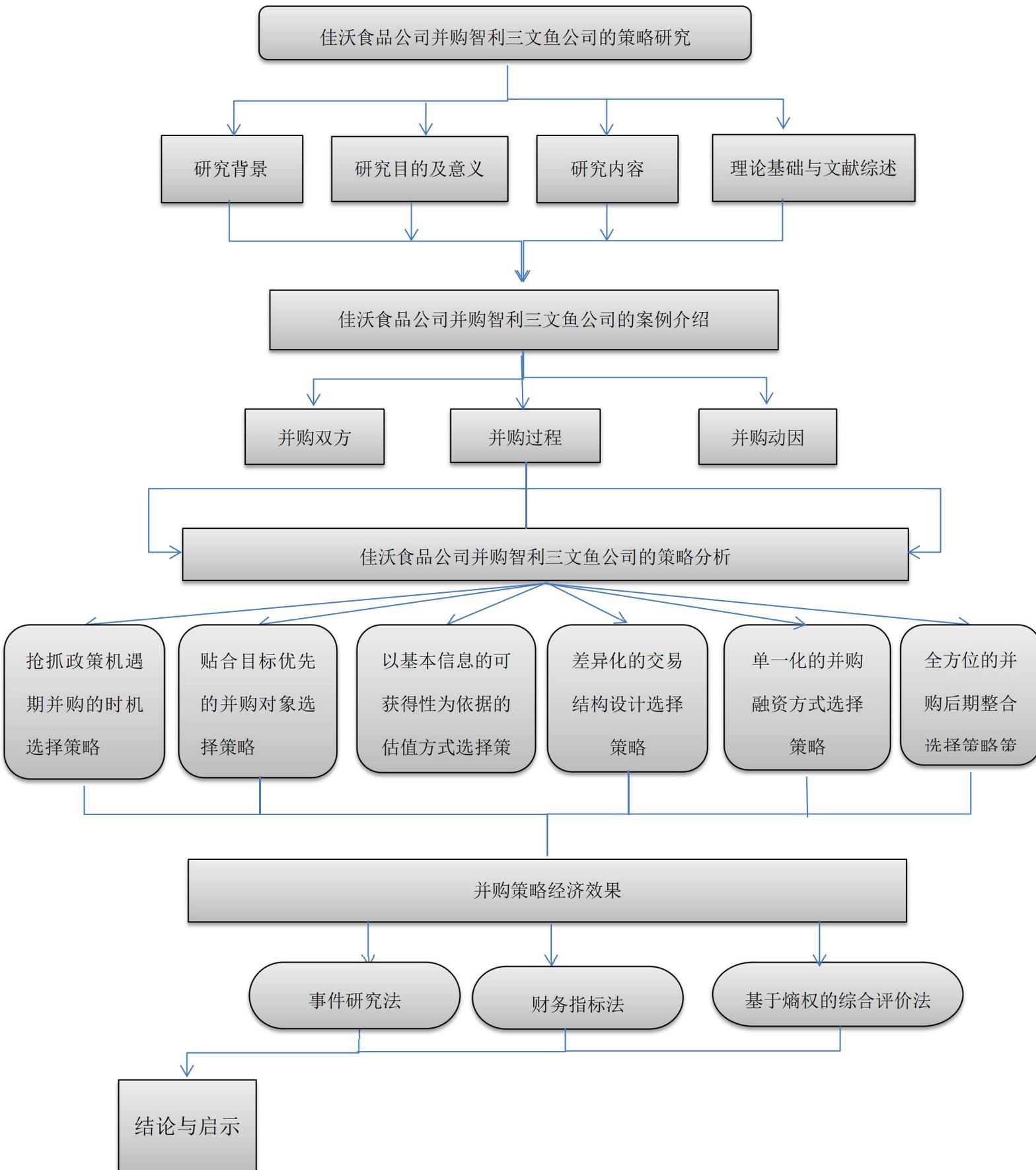
随着经济全球化的深入发展，企业通过跨国并购的方式开展国际化经营已成为融入世界经济发展潮流的通用路径。我国企业在进行海外并购时常常出现“以小并大”一幕，这种并购形式虽然可以帮助资产规模有限的企业出海，但同时也伴随着巨大的风险，造成并购流产。因此，制定完备科学的并购策略是企业规避风险，达成并购效果的关键因素。本文分析佳沃食品公司并购案例中采用的策略，不仅可以为有意愿实施并购但缺乏并购经验的企业在并购交易中选择合理的交易策略提供可参考的经验，而且还可以帮助中小企业在实施并购时规避风险，少走弯路，增加并购的成功概率。

## 1.3 研究内容和技术路线图

### 1.3.1 研究内容

论文内容由六部分组成。第一部分为引言，包括研究背景、研究目的、研究意义和技术路线图、创新点与可能存在的不足。第二部分为选题研究的理论基础与文献综述。第三部分为佳沃食品公司并购智利三文鱼公司的案例介绍，包括并购背景、并购双方介绍、并购交易过程简介以及并购动因分析。第四部分为佳沃食品公司并购智利三文鱼公司的策略分析，包括并购前对并购时机与标的公司的选择策略，并购中对并购标的的估值策略、并购结构的设计策略、融资策略，以及并购后对目标公司的整合策略。第五部分为佳沃食品公司并购智利三文鱼公司策略的经济效果评价，拟采用事件研究法测算短期股东财富效应，采用财务指标法分析长期策略实施效果，并基于熵权构建策略经济效果评价体系，计算并购效果综合得分，以对该并购案所采用的并购策略做出客观评价。第六部分为佳沃食品公司并购策略的总结和对其他企业开展跨国并购时策略选择的启示。

### 1.3.2 技术路线图



## 1.4 研究方法

(1) 文献研究法。首先通过查找、阅读大量有关跨国并购方面的文献，对跨国并购概念、类型、动因、策略、评估方法有一个系统地梳理和总结，为接下来分析佳沃食品公司并购案例夯实理论基础。

(2) 案例研究法。选择农业领域的佼佼者佳沃食品公司并购事件为研究案例，分析其并购动因，研究并购策略，评价并购经济效果，找出其策略存在的问题并对其进行优化。

(3) 事件研究法。从国泰安数据库、企业年报中收集到的数据定量分析，在分析其短期经济效果时运用事件研究法，采用市场模型  $RI_t = \lambda + \beta * RM_t + \epsilon_t$  回归得到企业股票收益率与深证指数股票收益率的回归关系，然后根据回归模型得出的  $\lambda$ 、 $\beta$  计算预期收益率。根据公式  $AR_t = RI_t - E(RI_t)$ ，测算超额收益，最后进行 T 检验和 F 检验。

(4) 财务指标法和熵权法。利用财务指标法分析并购策略对佳沃食品公司长期经济效果影响，并在此基础上运用熵权法构建策略综合评价体系，客观反映佳沃食品公司并购策略的总体经济效果。

## 1.5 论文创新点与可能存在的不足

### 1.5.1 创新点

本文的创新可能有以下几点，首先，我国农业领域跨国并购案例较少，选择我国农业领域领先企业佳沃食品公司的典型案例，研究此次的并购策略及存在问题对我国农业领域的其他企业“走出去”具有启示意义。其次，目前学者对于此案例的研究主要集中在风险控制和绩效评价方面，本文研究的并购策略丰富了此案例的研究角度。另外在研究方法上，除了选用事件研究法、财务指标分析法以外，还利用财务指标构建策略经济效果综合评价体系，运用熵权法计算综合得分，所得到绩效评价更客观、全面。

### 1.5.2 可能存在的不足

佳沃食品公司完成并购的时间是 2019 年，2020 年爆发新冠疫情，而本文只掌握了并购后三年的数据资料，在说明并购长期经济效果时，无法排除新冠造成影响。本文所收集到的关于佳沃食品公司并购的资料全部来自于企业公开发布的年报及相关新闻报道，基于信息获得的有限性，对于并购策略的分析深度有待加强。

## 2 理论基础与文献综述

### 2.1 理论基础

#### 2.1.1 纵向并购理论

根据并购方与被并购方在所处产业链中的位置关系来看,跨国并购可分为横向与纵向两种。纵向并购是指在生产、加工、包装、销售等生产经营环节方面有密切联系的两家企业间的并购。在产品生产中,企业之间是投入产出关系,在产业链中,企业之间是上下游关系。纵向并购理论把并购行为与资源优化配置联系在一起,认为纵向并购可以解决企业的资源劣势困境。通过纵向并购,一方面企业可以实现纵向一体化,加强对关键生产资源的控制力,进而可以采取封锁策略掠夺市场内其他企业获得核心生产资源的权力,从而削弱其他企业的市场竞争力,提升本企业的产品议价能力;另一方面企业可以开拓新业务,延伸产业链条,完善产业结构,增强产业安全。除此之外,纵向并购还可以让外部市场交易内部化,通过企业内部规范化的管理手段,减少交易各个环节产生的费用,在一定程度上降低企业的生产成本。

纵向并购理论研究的核心问题是在交易费用理论背景下,企业资产对市场的依赖程度。企业资产对市场的依赖可分为资产自身依赖、资产选址依赖和人力资本依赖三种。科斯认为企业资产对产品市场的依赖程度越高,进行市场交易所需要的潜在费用越大,企业就越有进行纵向并购。

#### 2.1.2 并购策略构成理论

Phillipe 和 David (1991)提出并购策略构成理论,认为由于并购方与被并购方的战略互补性和组织差异性因双方公司实力而异,所以并购策略的构成也不尽相同,即并购策略的构成取决于并购双方对于这两方面的依赖程度。其中战略互补性主要是指并购双方企业在未来品牌定位、产品设计研发、市场营销等方面的关联性,组织差异性主要是指双方在人力资本、管理架构、文化价值等方面的差异大小,依据组织差异性大小和战略互补性的强弱,企业并购策略可划分为以下四种形式:

##### 1、控制型

并购双方的战略互补性强、组织差异性小时,采用控制型并购策略,并购特点表现为:作为被并购企业的核心控股公司参与日常经营管理,因此整合资产和财务是此类并购的重点。

## 2、保护型

并购双方的战略互补性弱，组织差异性小时，采用保护型并购策略，此时，组织管理比较弱的一方可以通过此类并购融合差异，吸取对方在人力资本、组织架构、文化价值等方面的经验办法，以期挖掘自身企业的发展潜力，保护公司健康发展。

## 3、共生型

如果并购双方的战略互补性高，组织差异性也大时，为了两个公司合作共赢，往往采用此种策略，在此情境下，并购方与被并购方表面看起来是独立的两个公司，从产业链上说是上下游关系，并购目的是获取关键资源、实现资源的有效配置，拥有国际竞争优势，抢占国际市场。

## 4、吸收型

如果并购双方战略互补性高，组织差异性小，此时采用吸收型策略，并购方可以对被并购方实现重组使其成为其组织架构中的一部分，此类并购在掌握诸如垄断资源、核心技术、优秀营销经验，延伸产业链的同时，可以共享人力资本，消除重复劳动，提高决策效率，提升协同效应，促进企业的进一步发展。

### 2.1.3 企业并购效应理论

企业并购效应理论注重研究并购行为对企业利润和社会福利的影响。在纵向并购效应理论方面，消除双重价格扭曲理论和市场圈定理论研究较为主流。

消除双重加价扭曲理论认为，对于处在同一产业链的上下游企业，下游企业对于产品的定价是以上游企业在以实现自身利润最大化的基础上考虑本身利润最大化后所做出的选择，其价格一定是高于边际成本的，这样经历了两次加价后所造成的价格扭曲会损害社会福利，而纵向并购使得企业同时兼具产业链的多个环节，从而形成纵向一体化生产，消除双重加价，将外部的交易转换为内部的交易，减少交易费用，增加产品产量，降低价格，使得行业利润增加。

市场圈定是一种限制行为，该行为隔绝了买卖双方之间的沟通渠道，如果是多买者对应一卖者，我们称为上游圈定，相反称为下游圈定。最初纵向市场圈定理论强调限定纵向一体化企业获得关键投入品接触渠道，从而拒绝其他买者加入，提高竞争对手的产品成本，逐渐延伸为企业竞争市场的一种战略。但随着研究深入，发现市场圈定对于纵向一体化企业的利润及社会福利产生的影响具有不确定性。Salinger 模型证明，市场圈定后，最终产品价格受两方面因素的影响。一方面，企业一体化后，并购企业对上游企业

资源的垄断会促使中间产品价格上升；另一方面，并购厂商最终生产产品数量的大幅增加会使得同业竞争者的产出减少，进而导致中间产品需求降低，中间产品价格的下降。由于中间产品价格的不确定性使得最终产品价格的升降也是未知，从而对纵向一体化企业的利润及社会福利产生不确定影响。

## 2.2 文献综述

### 2.2.1 跨国并购动因的研究

跨国并购动因是企业实施并购行为的目的，因为企业并购的行业、面临的市场以及选择的目标公司不同，跨国并购动因也差别较大。根据现有文献，将企业跨国并购的动因归纳为以下三个方面。

#### （1）获取国际战略资源

Artie 和 JavChatzkel（2012）认为中小企业跨国并购的内部动因主要有获取技术、管理经验、品牌影响、市场份额等无形资源。李晓红（2010）认为中国企业实施跨国并购的目的在于：规避贸易技术壁垒、获取战略资源、提高生产技术、争夺全球产品市场等方面。Dunning（1997）将跨国并购获取的战略资源分为4类：生产资源、市场资源、技术资源以及管理资源。Anand 和 Delios（2002）认为处于技术劣势的公司往往选择具有研发潜力和技术知识优势的企业进行跨国并购。孙华鹏、苏敬勒和催淼（2013）对典型案例进行分析，认为企业希望通过并购活动实现扩大品牌影响、拓宽产品市场、利用国外先进技术、掌握先进的公司国际化经营经验的目的。周雪峰、韩永飞（2020）指出技术是企业的第一竞争力，企业创新能力的高低决定了企业的技术水平大小，而企业可通过跨国并购不断增强创新能力，提高技术水平，获取竞争优势。向平、孔杰（2008）认为企业并购的内部动因主要有获得核心资源、领先技术和国际化供销网络。

#### （2）发挥协同效应

协同效应首先由 Ansoff（1965）提出，他指出并购活动能够使并购企业与被并购企业在资源、技术、管理、市场方面取长补短，实现企业资源、社会资源的再配置，完成企业生产技术的再更新，促进企业管理水平的再提升，推进企业产品市场的再扩大，降低生产成本，提高生产效率。这样，公司合并后的总体效益就会比公司单独时的效益更高，达到“1+1>2”的效果。Nielsen 和 Melicher（1973）提出现金流充足的企业通常选择亏损企业并购以此来实现财务协同。一方面可以增加亏损企业的内部流动资金，解决亏损企业因资金链紧张所造成的经营效率低、销售情况不佳的困境，提高亏损企业的营运

能力和偿债能力；另一方面对于并购企业来说，企业的总资产大幅增加使得企业的盈利能力上升，融资的渠道国际化使得可以合理利用融资利率降低融资费用，提升偿债能力。David Becher（2000）利用 558 家银行的样本数据进行合并估值，得出企业并购的目的在于扩大经营规模，实现经营正向协同。Denis 和 Kruse（2000）针对多起跨国并购案例进行研究分析得出：经营高效企业通过提升经营低效企业的管理水平、增加经营低效企业的营业利润来实现跨国并购协同效应。顾晓敏（2015）以雀巢并购徐福记为例，表明企业进行跨国并购是希望实现资源互补、发挥并购双方的优势，创造财务、经营管理、税务、资源等方面的协同效应，创造企业价值。

### （3）形成规模经济

Weston（1990）认为横向并购可以将同一产业内的采购公司、生产公司、销售公司联合在一起，从而扩大同类产品的生产规模，形成规模经济，从而降低成本，获得垄断优势，消除竞争。李珮璘、黄国群（2018）通过对美的、腾讯和万向三家公司的跨境并购案例进行实证分析，得出了一些公司通过跨境并购构建国际服务系统、实现产业转移，提升和重构价值链的结论。薛安伟（2020）认为，随着经济全球化进程的推进，企业并购的动机发生了改变，目前中国公司进行海外收购的目的主要是为了对外投资、建立全球供应链、优化产业结构。郑万吉（2020）认为，由于企业与企业之间的体制、法规等因素的不同，导致企业之间的交易费用很高，而通过企业之间的跨国收购能够有效地减少企业之间的交易费用。周绍妮、文海涛（2013）指出公司兼并动机并非恒定不变，而是与公司所处的不同发展阶段相适应。在公司创立之初，企业兼并行为以减少进入该产业的时间与资本费用为目的，以求迅速立足于该产业。在企业成长期，企业兼并的动机就是为了达到规模效益，从而减少企业的技术获得成本和运营费用。在企业拥有一定的行业基础时，公司的并购动力就会趋向于公司的战略需要。

## 2.2.2 跨国并购策略的研究

目前关于跨国并购策略的概念还没有明确清晰的界定，既有的文献中大多是根据跨国并购案例中所涉及的各个交易环节展开的。例如 Salter 和 Weinhold（1978）以并购环节为依据，将策略分为了对标的企业的搜寻和筛选、标的企业的确定、财务评估、谈判和交易以及管理等几个阶段。宋睿（2022）认为并购策略应该涵盖并购前的准备、并购中的估值和融资方式选择以及并购后的并购整合等方面。孙志超（2020）分将并购策略划分为并购标的和时机选择、交易结构、融资方式、中介机构、整合 5 部分。黄维干，

郑广明（2021）以伊利集团并购 Chomthana 公司为例，发现并购取得成功的策略为：企业战略主导，要正确选择跨国并购模式，紧跟政策走向，有针对性地选择市场和并购对象，同时要重视实现有效协同，完成并购后关于基础设施、运营、管理、人力资源等方面的全方位整合。除此之外，秦喜杰，赵良（2012）从中国企业的宏观角度出发，认为中国企业可以优先选择国外资源型企业并购，在选择目标企业时可遵循 6 原则：本身企业发展的战略需要、受自身经济实力和管理能力约束、做好尽职调查，避免信息不对称、把握并购时机、考虑并购成本和收益、制定目标企业选择标准。可以看出，不论是宏观还是微观角度，对于并购策略的把握主要集中在并购目标企业的选择、对目标企业的估值、交易结构的设计、融资以及并购后期的资源整合几方面，故本文也从以上几方面入手，分析佳沃食品公司并购智利三文鱼公司的并购策略。

### 2.2.3 跨国并购经济效果评价方法的研究

国内外关于并购经济效果评价的研究已经比较成熟，传统绩效评价方法有 2 种。

#### （1）事件研究法

运用事件研究法评价跨国并购事件发生对企业股票波动的影响，其评估以股票市场有关资料为基础。在企业并购事件发生前后一段时间内，通过股票市场上有关数据的变化，来确定企业股票的异常回报率。赵宇华（2012）以 2004-2010 年间上市公司的跨境并购案例为样本，运用事件研究法评测了上市公司的股权价值波动，发现跨境收购能够显著增加上市公司的股东财富。但事件研究法因事件窗口期的选择不同，所得到的研究结果也是不尽相同的，因此在运用此方法进行经济效果评价时可能有偏差。

#### （2）财务指标法

财务指标分析法，也叫会计指标法。它是以财务报告中的数据信息为基础，以盈利能力、现金流量指标等为度量标准，通过公司并购前后相比和与同行业比较，对公司的经营绩效的变动情况进行考虑。Gugler（2003）通过财务指标法分析发达国家的并购案例发现：跨国并购可以增加公司的销售收入并显著提高并购公司的绩效。云昕等（2015）以优酷视频并购土豆视频的案例为依据，采用主成分分析法对并购绩效展开分析，结果显示优酷的长期经济效果呈现平稳状态。Kaplan 和 Noton（1993）认为在财务指标的基础上增加非财务指标，以此得到并购经济效果评价会更加全面深入。除了这几种主要的评测方式之外，还有几种评测方式。在此基础上，引入了统计学中的若干经典统计方法，并将其创新地运用到了跨国并购研究中。李心丹（2003）利用 DEA 方法对我国的 103

个上市公司进行了实证研究，结果表明企业兼并与上市公司的经营业绩存在显著的正相关关系。王静（2015）运用因子分析方法对 2007 到 2012 年我国上市公司的并购案例进行了实证研究，结果表明水平并购不会对公司业绩产生显著影响，而垂直并购和混合并购则会显著提高公司业绩。曾玉琼（2018）利用平衡计分卡法建立苏宁电器收购红孩子的绩效评估体系，然后运用 AHP 方法确定了每一项指标的权重，最后利用模糊综合评判方法进行了综合评估，从而得到了定量分析后的并购绩效。除了这几种主要的评测方式之外，还有几种评测方式。在此基础上，引入了统计学中的若干经典统计方法，并将其创新地运用到了跨国并购研究中。

## 2.2.4 跨国并购策略选择对经济效果影响的研究

翟育明、王震（2020）把影响并购经济效果的因素分为三类，外部因素、内部因素、交易结构。其中外部因素主要有并购路径、并购行业、制度距离、实际距离，内部因素主要指并购经验、企业性质、技术势差，交易结构方面重点关注并购类型、融资方式以及支付方式。而本文整体按照并购交易环节角度总结策略对并购效果的影响。

企业开启境外并购的第一步是在合适的时间选择一个合适的目标公司，因此跨国并购时机及对象的选择策略对并购经济效果有重要影响。郭健全，韩亦秦（2021）研究发现“一带一路”倡议对中国私企的海外并购会产生积极影响。党梦雅，魏景斌（2018）通过对中国企业在东盟 11 年间的并购数据分析发现，“一带一路”倡议通过提供融资支持，减少了交易费用，降低了交易风险，增大了兼并成功率。赵德志,赵曼（2018）民营企业海外并购受限于融资规模，选择有政治关联的国家并购，可以在并购活动中获得政府在资金、税收、行业准入资格方面的支持，降低并购成本，节约企业资源，同时获得较为宽松的制度环境。翟玉明，王震（2020）将企业并购划分为上行并购和下行并购，上行并购因国家法律法规相对健全、制度较完善，并购效果比下行并购效果好。李诗，黄世忠,吴超鹏（2017）认为敏感性资产并购比其他产业并购失败率高，并且民营企业敏感性资产并购给股东价值带来的积极影响比国有企业显著。冯根福和吴林江（2010）分别就横向并购、纵向并购、混合并购的案例进行研究，得出横向并购效果优于纵向和混合并购的结论。

估值策略往往和影响企业并购绩效的内部因素相联系，但关于估值策略对并购绩效的影响各研究学者所得出的结论不尽相同。具体来说，李善民,曾昭灶等（2004）认为收购溢价对企业并购绩效具有明显的正面作用，说明并购公司对被并购企业信心。齐朝顺，

杜晓（2018）认为越高的信息不对称，并购企业支付的溢价越高。这导致企业并购成本进一步夸大，资金的流动周转存在问题，使得企业难以取得理想并购效果。蓝发钦,国文婷（2022）基于 2009-2018 年中国企业的并购数据，发现在短期和长期，并购溢价与标的公司盈利质量越匹配、并购企业的绩效越好。黄本多,干胜道（2009）对 2001-2003 年间 436 次并购事件进行实证分析发现，自由现金流量与并购溢价显著正相关，高自由现金流低成长性上市公司的并购绩效与所实施的高溢价并购策略呈显著的负相关关系。

在融资方式的选择方面，李杰（2007）结果表明，企业的财务压力与企业的经营业绩呈显著正相关。股权融资在企业并购中表现出比负债和现金更强的优势。张芳丽等（2018）探究企业长期并购绩效与融资策略的关系，发现在对企业长期并购效果的影响上，股权投资有促进作用，且对国有企业更明显，而债权融资有抑制作用，且对非国有企业更明显，另外，紧缩性的货币政策会加深股权融资对长期并购绩效的正向影响，宽松的货币政策则会缓解负债融资所带来负向影响。胡文伟,李湛（2019）运用因子分析法对 2011-2014 年 92 家科技公司并购案例分析得出，采用股权融资的企业表现最好，债权融资方式次之，留存收益方式最差。而杨凌日等（2015）基于实践研究法分析发现采用负债融资方式的公司绩效最好，远大于股权融资。张岭（2020）基于 52 个国家的面板数据实证分析发现研究表明，股本融资对风险的容忍程度较高，对创业者的风险偏好较高，对并购企业的技术绩效有显著积极影响。

并购整合涉及文化、人力资源、组织机构和业务流程等方面，不同方面的整合所采取模式不同。张三卿等（2015）利用结构方程发现，并购企业对被并购企业实施矩阵式的组织结构整合、兼容模式的文化整合以及内部一体化的业务流程整合都会显著提高企业跨国并购绩效，而保护式的人力资源整合则会降低绩效，但程度较弱。吴道友等（2019）找到了 4 种能产生高质量并购绩效的路径，该路径由并购情景与整合策略组合而成，具体包括内外欣喜+吸收策略、外忧内喜+共生策略、外喜内忧+持有策略以及外忧内患+保存策略四种。

## 2.3 评价

本章通过梳理跨国并购相关文献，对跨国并购的概念、并购动因、并购策略以及并购经济效果的评价方法评述总结如下：

由文献梳理可以发现：企业跨国并购的动因也因并购企业所处的行业不同而有所偏重。科技制造企业并购往往是为了获取国外先进技术、扩大市场份额，形成规模经济，

实现多元化经营；金融服务、农业企业并购则偏重于获取全球优质资源、降低交易成本、实现产业链一体化。

并购策略方面，既往文献研究可划分为两大层面，一是宏观层面，主要研究某一公司全球跨国并购的区位选择、跨国并购策略模式，二是微观层面，以具体公司并购案例说明企业并购过程中所采取的策略，可归纳为并购标的企业的选择、支付融资方式以及并购后的整合，并且大部分案例的策略研究集中在融资和溢价估值、财务风险防范等方面。但是总体来看，关于跨国并购策略的研究国内外都没有形成系统的体系，这也是今后可以努力的方向。

国内外对于并购绩效普遍认为可以分给短期绩效和长期绩效，所以评价并购经济效果方法也分为短期方法和长期方法。在对并购引起的企业短期股票波动进行研究时，采用事件研究方法更为恰当。研究企业长期绩效的方法比较多，常见的有财务指标法、非财务指标法、EVA 指标法、熵值法、AHP-模糊综合评价法、平衡计分卡分析法等等。这些方法从主观或客观、一维或多维角度分析企业长期绩效往往会得出不同的结论，这就要求学者在分析企业长期绩效时需要结合企业具体情况选择合适的方法，才能得出最贴合实际的答案。

在企业跨境并购的文献中，过去对跨国并购经济效果影响因素的讨论主要是在宏观层次上进行的，比如企业经验、企业规模、企业性质以及公司治理等。但从微观层面来看，系统考察并购策略对跨国并购经济效果影响的文献较少，未能建立起系统全面的微观分析框架。一方面，跨国并购策略的研究没有形成系统的体系，大部分文献探讨并购交易某个环节所采取的措施对并购绩效的影响。比如，探索溢价水平的高低对跨境并购经济效果的影响，或者探索交易支付方式对跨境并购经济效果的影响等。虽然可以体现一定关联关系，但却忽略的各个因素之间的协同效应对并购绩效的影响，所以比较片面，系统研究困难。另一方面，跨国并购策略概念比较抽象，现有文献仅能从定性的角度描述，对于用数据支撑的并购策略对绩效影响的实证研究方面还有待完善。

## 3 佳沃食品公司并购智利三文鱼公司的案例介绍

### 3.1 并购双方介绍

#### 3.1.1 并购方—佳沃食品公司

中国佳沃食品公司，全称为佳沃食品股份有限公司（简称佳沃食品公司），现如今是佳沃集团旗下优质蛋白领域的大消费企业。佳沃集团创立于 2012 年，是联想集团旗下的控股成员企业。佳沃集团旨在开拓农业领域，以高品质安全的食品和农产品供给，赢得消费市场，成为国内领先的现代农业和食品产业集团。佳沃食品公司的前身是万福生科（湖南）农业开发股份有限公司（简称万福生科），2017 年佳沃集团为开展其在食品领域的布局以 11.33 亿元收购万福生科公司，改名为佳沃农业开发股份有限公司，后因公司主营业务变更，又更名为佳沃食品公司。

佳沃食品公司拥有全产业链、全球化、全程可追溯的三全的竞争优势，致力于为消费者提供高营养蛋白食品，引领健康饮食，优享品质生活，助力国民营养的改善升级。公司的主要业务包括：海鲜和食品的加工、销售、国际贸易以及牛羊肉类产品的渠道经营，并通过旗下控股公司进行。其中国星股份负责海产品的加工销售、进出口贸易，浙江沃之鲜负责牛羊肉类食品的渠道销售与经营，产业化的经营模式使得佳沃食品公司在销售、加工等产业环节的附加值不断提升。公司的产品定位为富含优质动物蛋白的中高端海鲜产品，其主打产品有阿根廷红虾、北极甜虾、狭鳕鱼、格陵兰比目鱼、银鳕鱼等。公司产品业务重点服务于中国市场，同时兼顾日本及欧美市场，终端消费者对产品认可度良好。在渠道经营与销售方面，佳沃食品公司拥有多元化立体的渠道网络和线上线下相结合的复合型销售体系。一方面以签订采买协议的经销商模式、与主流电商平台及商超合作的零售模式、以加盟或连锁设立专卖店的直营模式展开国内经营，另一方面通过与日本、欧美国家的经销商、连锁超市建立销售合作伙伴关系，展开国外经营。2018 年，佳沃迎来首个经营“峰值”，全年营业收入为 19.27 亿元，同比增长 235.41%；全年利润为 2453 万元，同比增长 901.57%；公司资产总额达 12.14 亿元，同比增长 15.37%，优异的营业数据让佳沃食品公司看到了动物蛋白消费的巨大潜力，同时也为后续开展上游生产资源并购奠定基础。

从公司的发展历程来看，佳沃食品公司为完成佳沃集团在农业领域高端动物蛋白板块的产业布局所进行的一系列活动具有战略意义的。首先，以 1.15 亿人民币收购万福生

科的控股股东万福农业和万福粮油 100%的股份，然后变更股票名称为佳沃食品公司，完成借壳上市。其次，由于目前为大众所喜爱富含动物蛋白主要集中在海鱼、海虾及牛羊肉及其副产品上，所以佳沃食品公司分别以 1.75 亿现金收购 55%的青岛国星海产品股份有限公司的股份，出资 700 万元同好兄弟食品联合投资建立浙江沃之鲜公司，使其成为海鲜和牛羊肉类产品的加工和销售基地。然后，为进一步提升企业主营业务的管理效率，降低生产成本，同时为主营业务开展筹措资金，对非主营业务资产进行处置，转让控股股东所持的万福农业有限公司和万福粮油有限公司的全部股票，结清股东借款，使企业更好聚焦的主营业务，完成转型。佳沃食品公司控股运作结构图和基本信息表如图 3.1 和表 3.1 所示：

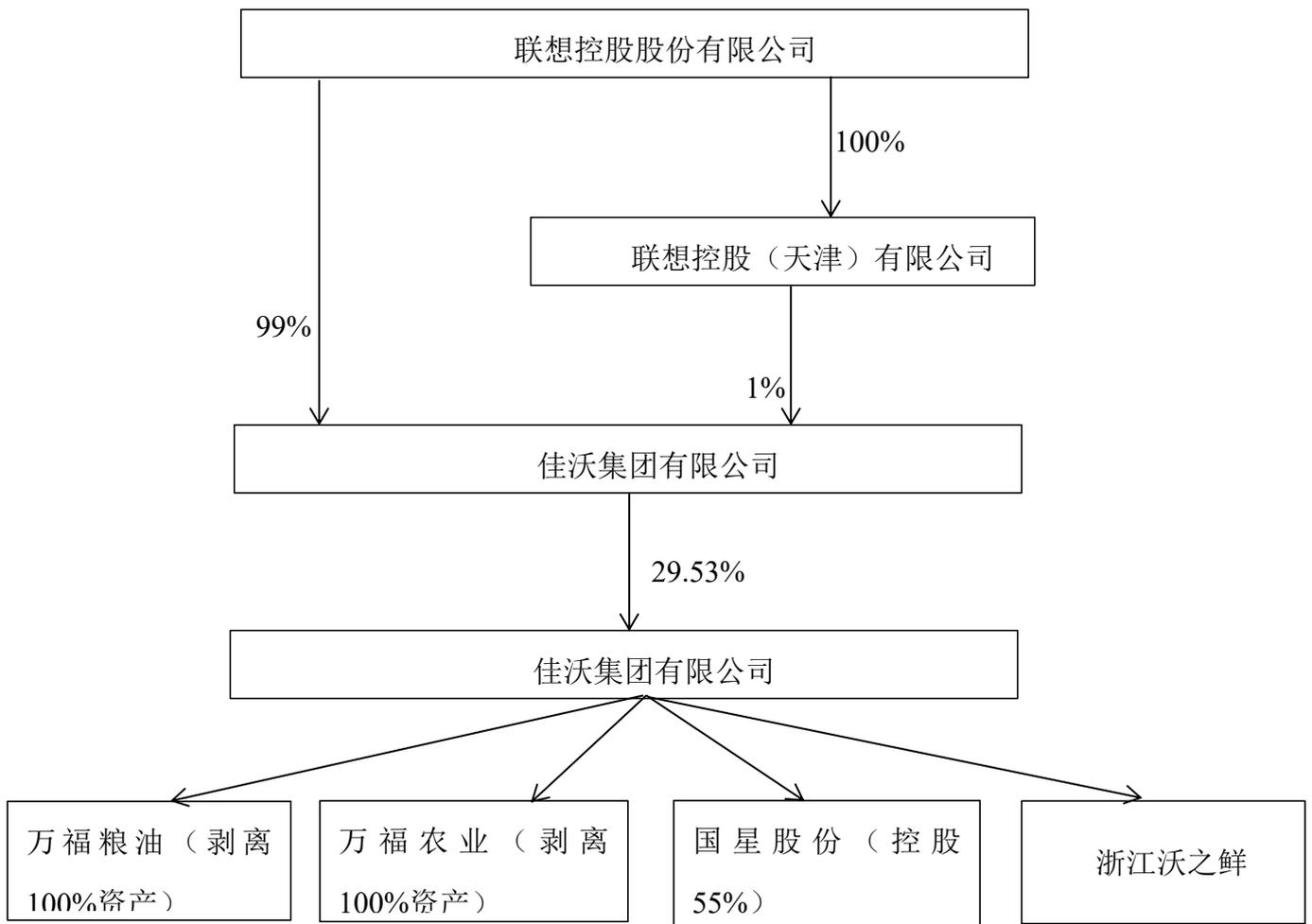


图 3.1 佳沃食品公司控股及运作结构

资料来源：由佳沃食品公司 2019 年度财务报告整理得到。

表 3.1 佳沃食品公司基本信息

公司名称		佳沃股份有限公司			
股票名称	佳沃食品	上市地点	深圳证券交易所 创业板 A 股	股票代码	300268
公司注册资本（万元）		17420.00			
所属行业		制造业->农副食品加工业			
主营业务		牛羊肉及其副产品的渠道运营；中高端海产品的生产、加工和贸易销售			
经营范围		牲畜饲养和屠宰；饲料生产和销售；水产养殖；渔业捕捞；食品生产和经营；货物或技术进出口。			

资料来源：佳沃食品公司 2019 年度财务报告。

### 3.1.2 被并购方—智利三文鱼公司

Australis Seafoods S.A.公司（以下简称智利三文鱼公司）是智利一家专注于三文鱼产业的上市公司。该公司于 2003 年成立，注册资本 3 亿美元，后在圣地亚哥证券交易所完成上市。经过十多年的潜心钻研，公司成长为世界第六大三文鱼企业，各项关键经营指标在智利同行业中均处于领先水平。2017 年，该公司三文鱼年产量约为 6.3 万吨，占智利三文鱼行业年总产量的 9.2%，是智利优质三文鱼生产资源的掌控者。智利三文鱼公司主营智利南部巴塔哥尼亚古老水域的鲑鱼和鳟鱼的生产业务，获得了智利政府授权的生产许可证，在自然禀赋优异的智利 12 区拥有生产养殖权，同时公司拥有 4 个淡水育苗场、93 个海水生产基地和 3 处加工厂，最大生产能力为 1700 万尾，最大加工能力为 17 万吨。除此之外，公司还拥有世界先进的鱼类养殖技术，生产标准通过了四星 BAP 认证，ASC 认证和 GLOBAL GAP 认证。智利三文鱼公司拥有专业化的养殖团队、管理团队和销售团队，并与智利多家公司合作建立了形式多样的销售渠道，拥有广阔的渠道分销资源，形成了从三文鱼淡水育苗、海水养殖、收获加工到品牌销售、出口贸易的一体化的全产业链生产运营模式，构成产业链生态闭环，其产品远销俄罗斯、美国、巴西、日本及中国市场。

## 3.2 并购背景及过程

### 3.2.1 并购背景

在全球人口迅速增长、人均可支配收入提升、人民生活消费结构升级的大背景下，以海鲜及牛羊肉为代表的全球高品质动物蛋白市场不断扩大。海鲜及牛羊肉类产品因其含有丰富的蛋白质和铁、钙、铜、硫、碘、硒等微量元素而日益受到消费者追捧，再加上其肉质鲜嫩、美味可口，烹饪又简单，逐渐成为人们汲取营养的最佳选择。中国是人口大国，近 10 年来中国经济的飞速发展让中国人民有欲望、有能力享受品质生活，因而动物蛋白消费需求愈发旺盛，但与之相对应的供应端，中国乃至全球资源都处于紧张态势，中国海鲜资源不充足，海产品市场供不应求情况突出。

从产业格局角度来看，海鲜及牛羊肉类产品属于区域生产+全球消费，尤其是海鲜产品中的三文鱼，是一种被世界公认的营养价值极高的动物蛋白。正因为要保证其营养价值，所以对于三文鱼养殖、生产的地域条件、经营许可、技术标准等要求很高，这对三文鱼的供应造成严格限制，长期来看需求增长必定大于供应增长。因此，掌握上游养殖端的稀缺资源成为公司争夺产业竞争优势的核心关键。

佳沃食品公司对智利三文鱼公司的并购，不仅是为了进一步加强对上游稀有资源的掌控，更是为了达到“全球资源+中国市场”的战略目的，同时也是为了建立一个完整的、直接面向消费者的、专业从事中高端动物蛋白生产和销售的一体化平台。

### 3.2.2 并购过程

苍原投资有限责任公司（简称苍原投资）是丝路基金下属的全资子公司，而丝路基金是由外汇储备、中国投资有限责任公司等国有企业联合出资设立的中长期开发投资基金，属于投融资的国家队伍。苍原投资旨在支持国家“一带一路”建设，为相关合作国家的项目开展提供资金帮扶，加快中国与合作伙伴国家的贸易往来和互联互通。苍原投资的主要业务包括股权投资、投资资产管理、实业投资、创业投资等。

佳沃食品公司对智利三文鱼公司目前所从事的业务进行了初步分析，认为该业务符合公司的发展战略，并且与公司主营业务内外已经有的布局和资源互补，遂从 2018 年开始积极开拓途径，多方尝试与智利三文鱼公司建立联系，为了顺利达成并购交易，佳沃食品公司找国家队的投资公司苍原投资合作，联合以持股比例约 4:1 的方式联合并购，具体并购过程如表 3.2 和图 3.2 所示：

表 3.2 佳沃食品公司并购智利三文鱼公司过程一览表

时间	主要事件
2018年11月18日	佳沃食品公司控股股东与智利三文鱼公司的控股股东签署《承诺收购协议》拟收购智利三文鱼公司94.77%已发行的股票。
2019年2月28日	召开第三届第七次董事会会议，股东一致同意由佳沃食品公司全资子公司佳沃臻诚或其指定子公司向智利三文鱼公司全体股东发出购买95.26%股份的现金要约，并签订《股份购买协议》。
2019年3月4日	董事会议通过佳沃臻诚与苍原投资签署的《联合投资协议》，约定共同投资新设全资子公司智利收购公司向智利三文鱼公司全体股东发起收购。同时以关联交易的形式向母公司佳沃集团借款22人民币，用于智利三文鱼公司项目收购。
2019年3月5日	佳沃食品公司董事会决议通过非公开发行A股股票，筹集资金100,000.00万人民币用于智利三文鱼公司项目收购。
2019年4月24日	完成美国反垄断审查。
2019年5月6日	完成在北京商务局关于重大资产购买涉外事项备案及智利、巴西的反垄断审查。
2019年5月24日	完成俄罗斯反垄断审查，通过《境外投资项目备案通知书》。
2019年6月5日	董事会议通过智利收购公司向银团申请并购贷款的决议，并签署《并购贷款协议》。
2019年7月1日	智利收购公司通过智利中央证券存管处支付并购款项，完成股份交割，并完成对智利三文鱼公司董事改选工作。
2019年8月1日	智利收购公司成功完成对智利三文鱼公司99.838%股份过户，并购结束。

资料来源：由佳沃食品公司重大事项披露公告整理得到。

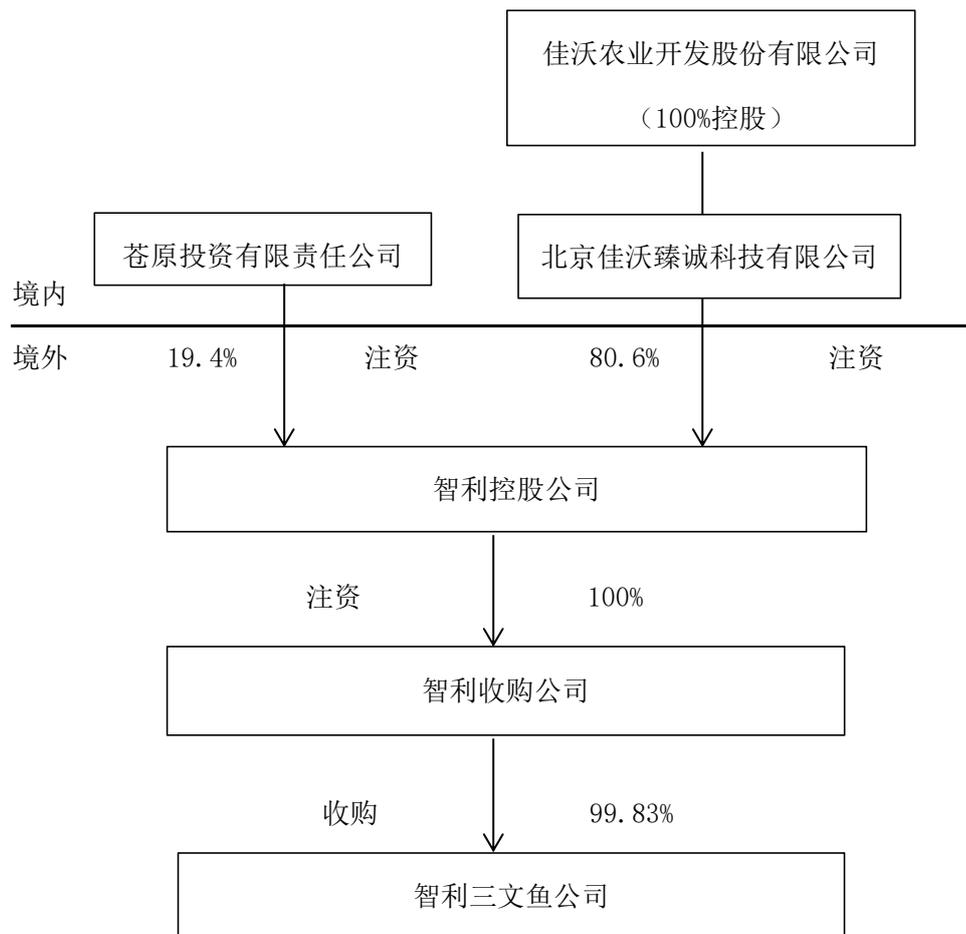


图 3.2 交易架构图

数据来源：佳沃食品公司 2019 年度财务报告。

### 3.3 并购动因

并购动因是企业实施并购行为的原因，体现企业通过并购想要达成的结果。佳沃食品公司并购智利三文鱼公司的动因包括：产生协同效应，持续提升盈利能力；掌握核心资源，增强竞争优势；完善产业链，丰富产品线。

#### 3.3.1 产生协同效应，持续提升盈利能力

佳沃食品公司收购青岛国星后，成为中国最大的狭鳕鱼加工出口销售商和最大的北极虾进口分销商。2018 年公司实现营业收入 19.2743 亿元，其中动物蛋白业务营业收入为 19.2718 亿元，占比达 99%，由此可以看出动物蛋白业务对佳沃食品公司提升盈利的重要性。完成此次并购后，公司将增加三文鱼这一在海产中最有价值的品种，在上市公司所经营的动物蛋白制品中，将会成为公司新的资源支撑点和利润增长点，实现资源协

同。

智利三文鱼公司是智利领先的专业从事海产品生产的优质企业，拥有严密的行政管理体系，其生产加工技术通过了 GMP、SSOP、HACCP 等生产标准规范，并采用 SAP 先进管理系统进行疾病预防、垃圾处置管理。佳沃食品公司选择此公司并购，一方面可以深入洞悉海外动物蛋白行业的法律环境、市场情况，另一方面可以整合此公司先进的养殖技术，借鉴成熟的行业监管经验，提升自身在海鲜产品养殖、管理、加工、储备等方面的能力，实现管理协同。

智利是加入“一带一路”合作倡议的国家，双方在经济、文化、政治等层面交织与互通，助力双方企业共赢发展。中智于 2005 年签订了《中智自由贸易协定》，紧接着 2018 年又签订《中智税收协定》，随后中国又对中智在税收协定的利益条款上给予了最优惠的待遇。据 2018 年《中国对外投资发展报告》数据显示：中智实现了 97%贸易产品零关税，其中海鲜产品进口 100%实现零关税，一系列的普惠措施必将中智两国的海产品贸易往来推上新台阶。佳沃食品公司抓住“一带一路”倡议合作的重大机遇，选择享受国家政策红利的智利三文鱼公司作为并购标的，不仅可以响应国家号召，规避贸易壁垒，更可以实现进口零关税，有效降低交易成本，实现税务协同。

随着消费者对海鲜产品认知度的不断增加，愈来愈多的消费者倾向于购买这些烹饪简单、营养丰富、健康安全的进口海鲜产品，我国进口海鲜需求持续增长的态势明确，进口海产市场发展空间大。通过本次跨国并购，公司将在资源、管理、税务方面与目标公司产生协同效应，有助于公司掌握优质资源、提升管理效率、降低经营费用，提升公司的收益和盈利水平，增加股东所获得的投资报酬。

### 3.3.2 掌控三文鱼核心资源，增强竞争优势

中国家庭收入的增长、城市化进程的加快以及膳食结构的改善驱动我国国民消费结构升级，营养健康又美味的三文鱼消费成为人们享受品质生活的代表。据 JOYVIO & KONTALI 发布的《三文鱼行业及市场洞察报告》显示，2019 年全球三文鱼市场消费中，中国以大约 12 万吨的消费量位居第三位，市场需求增速全球第一，2010-2019 年复合年均增长率为 12%，平均高于欧美、日本、巴西市场增速 4 个百分点，由此可以看出中国三文鱼市场需求增长迅速。受制于三文鱼自身生长的严格条件及养殖技术壁垒，中国养殖三文鱼的条件不成熟，三文鱼供给主要依赖进口，目前在产业链最具价值的上游端展开布局的国内企业屈指可数，因而掌握成长性好的稀缺三文鱼生物资源是行业企业长远

发展的重要因素。

佳沃食品公司通过并购智利三文鱼公司，夯实自身对上游优质海鲜稀缺资源的掌控能力，在资源抢夺中占领先机，并依靠智利三文鱼公司的强大实力，塑造产业品牌，提升品牌知名度，进一步提高企业在产业链上的话语权以及市场上的议价能力，增强产品竞争优势，为实现其全球资源+中国消费的战略目标打下坚实基础。

### 3.3.3 完善产业链，丰富产品线

佳沃食品公司旨在成为中高端动植物蛋白领域的全产业链供给与消费平台，要实现这一目标，仅靠国内的产业布局是远远不够的。首先，从经营的产品范围看，其主打产品北极甜虾类动物蛋白产品种类单一，可供消费者选择的产品少，产品附加值低。其次，从核心资源控制来看，佳沃食品公司对产业链上游优质稀缺的动物蛋白资源掌握能力弱，由此导致市场采购议价能力低，产品生产成本高居不下，加之国内海鲜市场通路杂乱、监管不严格、分销渠道标准化程度低，食品安全无保障等使得销售价格偏低，最终压缩了企业发展的利润空间，无法形成规模经济优势，成为公司谋取更长远发展的瓶颈。

自 2017 年起，政府为营造良好海产品营商环境，保证海鲜产品市场平稳、健康、有序发展，实施了一系列强有力措施打击走私、无照经营等问题，海鲜市场“劣币驱逐良币”乱象从根本上得到改善，经营标准化、规范化的公司迎来业务发展窗口期，为佳沃完善产业链一体化布局提供了良好的法治基础。

佳沃食品公司旨在成为中高端动植物蛋白领域的全产业链供给与消费平台，借助政府营造的良好海鲜市场环境，加快并购智利三文鱼公司的步伐。一方面弥补自身上游产业链空缺，掌握核心资源，稳定终端供应渠道，形成供应服务和成本优势；另一方面借助智利三文鱼公司的品牌知名度，加速对国内、国际销售渠道的整合与开拓，增强公司在全球动物蛋白行业的竞争优势，开展国际化经营。除此之外，还可以利用智利三文鱼公司现有战略资源，加快公司在产品种类、口味、场景食用等方面的研发，丰富产品线，打造平台型企业巨头。

## 4 佳沃食品公司并购智利三文鱼公司的策略分析

跨境并购策略是指一国企业利用一定渠道和支付手段，将另一国企业的全部或足以开展经营活动的部分资产以获得控股股份的形式购买下来，从而达到对其经营管理活动实现实际或完全控制目的的方式选择策略。跨国并购从交易环节来看，其所采用的并购策略主要包括并购时机的选择策略、并购对象的选择策略、并购估值方式的选择策略、并购交易结构设计的选择策略、并购融资方式的选择策略与并购后期整合的选择策略。

### 4.1 抢抓政策机遇期并购的时机选择策略

企业跨国并购的时机选择策略是指企业为实现跨国并购目标在并购活动启动时机上的选择策略。企业选择有利的并购时机，可以为交易达成营造良好的政治、经济环境，促使交易顺利进行。佳沃食品公司在并购时机的选择方面考虑关税优惠和政策红利，选择在中智 FTA 升级《议定书》签署和中智“一带一路”深入合作时并购，将公司并购时机策略融入国家战略格局，巧借东风，顺势出海。

#### 4.1.1 选择中智 FTA 升级《议定书》签署时并购

2006 年，智利成为拉丁美洲第一个同中国签署自由贸易协定的国家，这是中智两国开展互惠互利合作的开始。2017 年，中智两国在自贸协定的基础上签署了升级《议定书》进一步深化合作。两国约定中国同智利的 94% 以上的贸易商品免除进出口关税，此举大大提振了双方合作的热情与信心。据中国海关《调查报告》显示：2019 年中智双边贸易额为 410 亿美元，比 2017 年的 354 亿美元增长 15.8%，比 2005 年中智自由贸易协定实施前增长 4.8 倍，良好的贸易关系使中国成为智利最大的农产品、水果、矿产品、生鲜等商品的进口地和消费国。佳沃此时并购可享受进出口商品免税政策，从而减轻税收负担，降低进口成本。

#### 4.1.2 选择中智“一带一路”深入合作时并购

智利是“一带一路”合作倡议的重要伙伴，双方国家领导人态度契合、贸易立场一致，为双方经济贸易合作营造了良好的政治环境，给予了国内企业对外直接投资的勇气，坚定了企业对外直接投资的信心，同时也为企业并购后期的融资选择提供便利。三文鱼养殖加工业是助力智利 GDP 增长的核心产业。目前，佳沃并购智利三文鱼公司是两国渔业项目中合作体量最大的一笔，对双方渔业产业发展意义重大，两国领导人及相关部门高度重视并积极支持，因而可以享受倡议红利。

## 4.2 贴合目标优先的并购对象选择策略

并购对象包括目标产业和目标公司两部分，企业跨国并购的对象选择策略是指企业为实现跨国并购目标在并购产业和公司选择方面的所采取的谋略。选择合适的并购对象有利于加快交易达成的步伐并减轻后期公司整合的压力，更好发挥协同效应。佳沃食品公司在并购对象的选择方面考虑关联优质产业和企业，选择贴合公司战略的目标产业和目标公司。

### 4.2.1 选择贴合公司战略的目标产业

佳沃食品公司战略目标是立足于“全球资源+中国消费”，打造成为中国高端动物蛋白领域兼具全球化生产、一体化加工、全通路销售的平台。2017 投资国星股份是开启战略布局的第一步，通过这一步佳沃食品公司成为国内领先的北极甜虾和狭鳕鱼经销商。但这并不足以全权支撑战略目标的实现，佳沃聘请专业团队通过对海鲜市场行情的调查研究发现三文鱼产业是一个值得去开发的方向。从受消费者喜爱的动物蛋白产品来看，近年来，随着人们生活水平的提高和对高蛋白动物产品了解的深入，三文鱼不再是奢侈食品，而是走向大众视野。三文鱼优质肉质鲜美，食用方式简单，同时又富含高蛋白和钙、铁、锌、硒、铜、碘等多种微量元素使得其在海鲜市场上备受青睐，消费需求持续增长。从高端动物蛋白产品的供需结构上看，受限于自然禀赋，中国优质海鲜资源相对匮乏，长期处于供给端紧张状态，而需求则不断增长，资源稀缺性使上游资源端成为动物蛋白产业链中价值最高的环节，故加强对上游核心优质资源的掌控能力就变得十分重要。佳沃食品公司结合自身发展战略在综合考虑动物蛋白产品种类、国内市场供需结构后，选择三文鱼作为本次并购的目标产业。

### 4.2.2 选择贴合目标产业的目标公司

优质的三文鱼对于生长的环境有着极高的要求，无论是盐度，还是水质，亦或是温度，都要求苛刻。全世界的海洋中，也就挪威、日本、美国、智利等极少数的一些国家具备了适宜三文鱼生长的自然环境。在全球生产三文鱼的国家中，挪威、智利的三文鱼产量总占比为 78%，但受环境负载有限等因素的影响挪威、智利都对三文鱼养殖进行严格管控。特别是智利在 2016 年出台了新规，限制三文鱼养殖牌照发放及产量增长。佳沃食品公司为了掌握上游优质三文鱼产业，早在 2018 年就与智利三文鱼公司开始了交流与来往，双方曾在会议上互相表达赞美之词。

智利三文鱼公司是智利领先的三文鱼养殖企业，也是全球三文鱼 10 强企业，公司的竞争优势在于：第一，公司具有良好的发展前景。由《智利三文鱼公司 2017 年度发展报告》知，依据国际会计准则审计后的净利润为 7.340 万美元，营业收入为 3.9900 亿美元，体现出智利三文鱼公司具有良好盈利能力和发展潜力。第二，公司拥有多张三文鱼养殖牌照和许可权。据佳沃《重大资产购买报告书》显示，公司及其下属子公司共持有 92 项水产养殖特水经营权、3 项海上活动经营权、149 项环境许可，这些许可权保障了三文鱼的合法合规经营。第三，公司拥有高标准的质量监督体系。公司于 2017 年加入全球三文鱼计划，拥有奥本斯图“无抗生素”养殖中心，公司基于 HACCP 模型在繁育、育肥场水质、加工等环节进行质量控制，保证了三文鱼的品质安全。第四，公司拥有三文鱼生产加工方面的先进技术。在育种方面，智利三文鱼公司与世界知名育种公司合作，保证基因育种的质量；在捕捞方面，公司拥有以捕捞艇为存放工具的活体打捞技术；在生产加工方面，产品生产工艺的各个环节都要通过严格的品质管理程序，并通过微生物化验室进行分析，公司还建立了一支具有多年行业经验的技术团队，保障技术的更新升级。

综上，智利三文鱼公司在三文鱼养殖及经营方面拥有行业显著优势，符合佳沃食品公司开发三文鱼产业的目标公司的选择。

### 4.3 以基本信息的可获得性为依据的并购估值方式的选择策略

并购估值方式的选择策略是指企业对目标公司进行价值估值时关于估值方式选择的一些技巧和方法。选择恰当的估值方式不仅有利于确定一个公平合理的交易对价，减轻融资压力，推动并购交易顺利达成，而且有助于企业降低商誉减值风险，提升企业可持续经营的能力。佳沃食品公司在并购估值方式的选择方面考虑估值信息的可获得性，聘请专业中介机构，以市场法进行估值。

#### 4.3.1 估值方法的选择

为了确保本次交易的顺利进行，佳沃食品公司已将本次交易的资产评估单位改为“天健兴业”北京资产评估有限公司，并对其进行了相应的评估。本公司具有为公开发行的公司进行估值的丰富的工作经验，并有能力完成此项工作。北京天健公司在进行估值方法选择时，对智利三文鱼公司及其所处的行业所能获取的资料进行了整理和分析发现：第一，与智利三文鱼公司开展类似业务的上市公司比较多，而且上市公司的相关财务数据、市场信息公开披露，可以从公司官网或证券交易市场官网获得。第二，三文鱼行公开的并购案例有限，对于影响企业溢价或者折价估值的某些特定条件从公开渠道获知困

难。第三，智利三文鱼公司是智利上市公司，市场监管和商业保密限制条款比较多，根据现有资料对智利三文鱼公司做出详细、准确财务预测数据困难。在综合考量现有资料和估值方法的匹配性后，北京天健公司决定采用市场法作为目标公司资产评估的估值方法，选用企业价值倍数（EV）和市净率（PB）倍数为价值比率。

#### 4.3.2 选择合适的可比企业

市场法估值的核心是选择合适的可比企业。佳沃食品公司选择可比公司的过程如下：

##### 1. 选择合适的资本市场

明确资本市场就确定了可比公司的筛选范围，对选择合适的可比公司至关重要。智利三文鱼公司深耕三文鱼行业，旗下拥有 3 家子公司，专门从事三文鱼的养殖、加工业务，同时兼顾与美国、中国、日本、巴西等国家的海产贸易，世界市场销售特征明显。因此佳沃食品公司在智利三文鱼公司进行了营业规模、业务范围、市场占比、成长潜力等资本指标的了解后，把全球市场作为可比公司的筛选范围。

##### 2. 选择合适的可比公司

在确定资本市场之后，首先选择和被估值公司同属于三文鱼行业、同属于纵向跨国并购类型、交易时间接近、受相同政治经济等因素影响的公司作为准可比公司。然后选取准可比公司的关键经营指标和财务指标展开详细的分析，其中经营指标包括经营范围、产品市场、业务结构、公司在产业中所处的经营阶段；财务指标包括总资产、总负债、所有者权益、营业收入、营业利润和净利润。最后通过对这些准可比公司的信息比较，选取 10 家作为具有可比性的可比公司。10 家公司的具体信息如表 4.1。

表 4.1 可比公司财务数据分析

金额单位：百万美元

公司名称	国家	总资产	总负债	所有者权益	营业收入	营业利润	净利润
AQUCHILE SA	智利	1203.589	757.443	446.146	763.386	124.667	83.135
ALMOCAM CI	智利	335.137	156.861	178.276	314.853	59.934	4.268
INVERMAR CI	智利	273.734	62.667	40.672	218.673	43.520	27.621
MHG NO	挪威	5779.591	3051.230	2728.361	4459.391	768.072	720.081
SALM NO	挪威	1758.807	785.715	973.092	1366.955	408.586	336.222

表 4.1 续表

LSG NO	挪威	3411.903	1354.767	2057.136	2364.390	487.271	247.765
AUSS NO	挪威	4623.926	1939.338	2684.588	2712.795	484.633	237.915
BAKKA NO	法罗群岛	901.829	266.116	635.713	532.713	182.697	152.471
GSF NO	挪威	930.457	476.352	454.123	879.271	145.234	100.417
NRS NO	挪威	505.615	229.957	275.658	585.825	62.497	60.611
NTS NO	挪威	723.988	409.285	314.703	172.570	56.308	33.138
SAN NZ	新西兰	536.856	150.859	385.997	360.056	46.814	30.699

数据来源：由《2019年佳沃食品公司并购项目涉及智利三文鱼公司股东全部权益价值估值报告》整理所得。

### 4.3.3 计算估值

#### 1、确定公司价值溢价

佳沃食品公司据彭博数据库的查询结果知，全球范围内上市公司的控股股权收购案中，以现金支付且交易金额大于100万美元的交易有165笔，溢价率中值为29%，平均值为39%，考虑到交易对价的竞争优势，佳沃食品公司决定选用29%溢价率作为本次收购的企业价值溢价。

#### 2、计算企业价值估值

佳沃食品公司选择2018年9月30日作为估值基准日，以企业价值倍数、市净率计算的公司价值估值如表4.2。综上企业价值估值区间为8.59亿美元—11.07亿美元。

表 4.2 股东权益价值估值

金额单位：百万美元

企业价值倍数估值	
EBITDA	76.13
EV/EBITDA	10.30x
经营性资产价值	784.12

表 4.2 续表

减：有息负债	123.02
权益初步价值	661.10
加：控股权溢价	191.72
控股前溢价率	29%
货币资金	666.80
股东全部权益价值	859.48
市净率估值	
净资产	268.01
PB	3.20x
权益价值	858.34
控股权溢价率	29%
加：控股权溢价	248.92
股东全部权益价值	1107.26

数据来源：由《佳沃食品公司关于智利三文鱼公司股东权益价值估值报告》整理所得。

#### 4.4 差异化的交易结构设计选择策略

交易结构设计选择策略是指企业为实现跨国并购目标在并购交易框架设计上的选择谋略。设计合理的跨国并购交易结构，不仅可以帮助企业隔绝目标企业存在的隐藏风险，规避波及母公司的不必要的损失，保障母公司资产的安全，更能拓宽筹资渠道，解决融资难的问题。佳沃食品公司在交易结构设计的选择方面考虑财务风险因素，实行内外差异化策略，境内采用“全资子公司+PE”结构，境外采用双层 SPV 架构。

##### 4.4.1 境内采用“全资子公司+PE”结构设计

PE 是 Private Equity 的简称，表示私募股权投资，本次并购中的 PE 机构为苍原投资。佳沃食品公司海外并购经验不足，为了更好地完成并购，佳沃食品公司找到苍原投资机构作为联合投资方并签署《联合投资协议》合作展开并购。具体设计为：首先，由佳沃

食品公司旗下全资子公司——北京佳沃臻诚科技有限公司出资不超过 31500 万美元，苍原投资出资不超过 7500 万美元，通过收购或新设的方式获得智利控股公司的全部股份。其次，苍原投资认购智利控股公司票面价值为 12500 万美元的可转换债券，转换期限设为 60 个月，苍原投资认购智利控股公司票面价值为 12500 万美元的可转换债券，转换期限设为 60 个月。苍原投资拥有 60 个月的转换权利，可以在此期间内将其所持智利控股公司的可转债转为股票并且可在二级市场流通。股权结构如下表 4.3 所示：

表 4.3 智利收购公司股权结构表

股东名称	出资方式	认缴金额（万美元）	认缴比例
佳沃食品公司	现金出资	74162	80.6%
苍原投资	现金+可转债	17850	19.4%
合计	现金出资+可转债	92013	100%

数据来源：佳沃食品公司 2019 年度财务报告。

#### 4.4.2 境外采用双层 SPV 架构

SPV（全称为 Special purpose vehicle）指特殊目的工具，是仅为特定目的专门设立的法律意义上的公司实体。设立 SPV 公司是并购交易中常见做法，它不承担公司的经营业务，存在的意义往往是帮助规避或隔离并购存在的潜在风险。

佳沃食品公司在本次并购中设立了两层 SPV 结构用来保障并购的顺利进行。具体来说：第一层由佳沃臻诚公司与苍原投资联合注资以在智利设立智利控股公司（SPV1），占股分别为 80.6%、19.4%。第二层由智利控股公司通过银团并购贷款设立持股 100% 的全资子公司——智利收购公司（SPV2），最后由智利收购公司作为此次收购的要约人收购智利三文鱼公司 95.26% 的股份，基础对价为 9.20 亿美元，由佳沃臻诚和苍原投资间接持有。

佳沃食品公司采用双层 SPV 交易结构的主要目的在于：第一，风险隔离。对目标公司的背景调查或者公司负债情况存在信息不对称，此时收购目标公司就存在较大的债务风险，SPV2 在此项并购交易中是一个不承担任何实质性业务，仅进行收购的空壳公司，相当于在母子公司之间设立了隔离层，用 SPV2 收购就规避了有目标公司潜在负债所带来的母公司的债务危机，分担风险。第二，多元融资，减缓资金压力。据佳沃《重大资

产购买报告书(草案)》显示,2018年智利三文鱼公司净资产是佳沃的3.6倍,收购比自身规模大3倍多的公司,佳沃的资金压力非常大,佳沃并购利用SPV1可以联合苍原投资、银团,搭建资金通道,扩大流动资金,并通过对SPV1的主导控制,掌握资金在并购过程中的使用。第三,股权灵活转让。因佳沃食品公司和苍原投资间接持股,所以在并购完成后,若目标公司经营不善或后期公司业务变更等未知事项出现时,可以将SPV1的资产灵活转让,不会波及母公司。

#### 4.5 单一化的并购融资方式选择策略

并购融资方式选择策略是指企业为达成跨国并购目标在筹集并购所必需的启动资金时所采取的一些计策或方法。融资对于并购交易达成至关重要,企业选择科学的融资策略有助于盘活内部闲置资源,使其在并购交易中发挥应有价值,同时帮助企业改善现有资金紧张状况,提高并购效率。佳沃食品公司在并购融资方式的选择方面考虑目标公司未来的盈利能力及母公司的经营状况,选择联合投资机构、控股股东借款、定向增发新股和境外银团贷款的方式进行融资。

##### 4.5.1 联合丝路基金,设立智利控股公司

苍原投资有限责任公司是国家外汇管理局全权控股的子公司,有国家作为第一梯队参与融资,不仅可享受低利息、低税费红利,更使得后续融资主体对参与并购融资充满信心。2019年3月佳沃臻诚与苍原投资签署《联合投资协议》,约定共同出资设立智利控股公司,注册资本为39000万美元,其中佳沃臻诚缴付3.15亿美元,持股80.6%,苍原投资缴付0.75亿美元,持股19.4%。同时约定,智利控股发行可转债,苍原投资认购金额为1.25亿美元,转换期为60个月的可转债。综上,佳沃食品公司拿到国家梯队投资公司融资2亿美元。注册资金来源结构如图4.1所示:

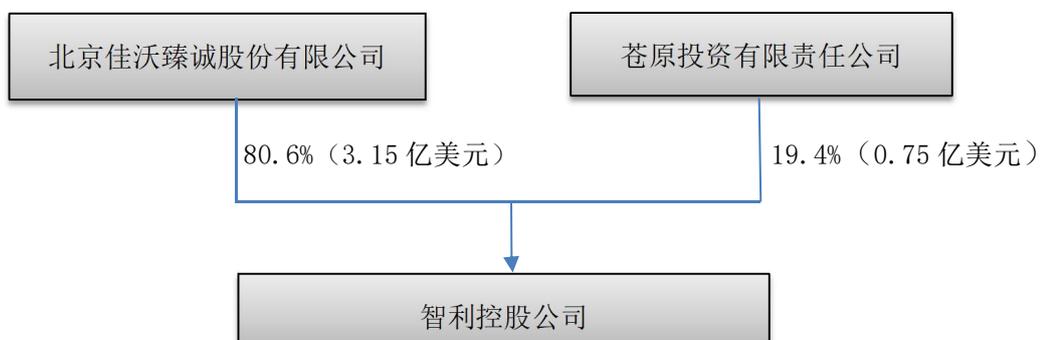


图 4.1 智利控股注册资本结构图

数据来源:佳沃食品公司2019年度财务报告。

#### 4.5.2 向母公司佳沃集团借款，构成关联交易

佳沃集团是我国水果、生鲜领域的龙头企业，背靠联想集团，资金实力雄厚，而佳沃食品公司并购智利三文鱼公司是其布局全球海鲜产业、整合优质生物资源的重要一步，佳沃集团乐意为其子公司提供资金等全方位的支持，再者佳沃食品公司向母公司借款的利率更优惠，也在一定程度上降低后续的债务风险。根据控股股东佳沃集团在第三届董事会议上作出的承诺，佳沃食品公司能够获得不少于 22 亿元的借款，用以对外投资、并购，借款期限为 36 个月，按年利率 4.75% 计算。按照当时 6.69 人民币兑换 1 美元的汇率计算，佳沃食品公司获得融资 3.2885 亿美元。

#### 4.5.3 向控股股东定向增发 A 股股票

为了进一步扩大融资，佳沃食品公司与母公司签署《股份认购协议》约定，佳沃食品公司向其非公开发行不超过 2680 万股的股票，总价值 10 亿元，折合 1.49 亿美元。此举会使得佳沃集团的持股比例上升，实际控制权不发生变化，控股股东仍为佳沃集团，实际控制人为联想控股。此次发行有效缓解了佳沃并购的现金流压力，优化公司资金状况。持股比例如图 4.2 所示：

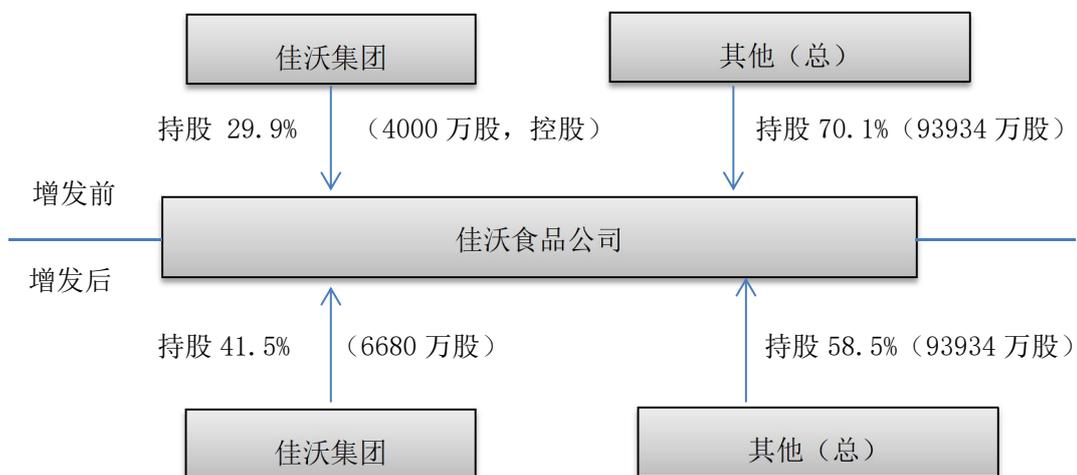


图 4.2 佳沃食品公司持股比例

数据来源：佳沃食品公司 2019 年度财务报告。

#### 4.5.4 境外银团贷款

为了进一步分散融资风险，佳沃食品公司经股东大会同意，决定由境外智利收购公司向符合法律法规等监管要求、跨国并购经验丰富的大型银行申请小于 4.5 亿美元的并

购贷款，以增加企业现有流动资金，顺利完成 9.2 亿美元的并购现金交付。2019 年 3 月 5 日，公司拿到银团贷款承诺函，同月 29 日，智利收购公司与以中国银行澳门分行为核心的银团签署《并购贷款协议》，申请不多于 4.5 亿美元或者等价值港币的并购贷款，由智利收购公司、目标公司的股权及经营资产进行质押担保，佳沃集团承担连带担保责任。6 月 6 日，控股股东佳沃集团在中国银行北京海淀支行完成 29% 的股份质押。至此，银团贷款融资结束，得到现金融资 4.5 亿美元。

从投资公司融资 2 亿美元、母公司借款融资 3.28 亿美元、定向增发股票融资 1.49 亿美元、到银团贷款融资 4.5 亿美元，佳沃食品公司为此次并购共融资约 11.27 美元，足以支付总交易金额和由此产生的交易费用，为后续并购顺利进行打下坚实基础。除此之外，为防止公司因完成重大资产重组后债务压力飙升、整合成本过高而导致的资金周转困难，保障公司后续的日常运营，又申请追加了 12 亿元的综合授信额度，用来偿还各种贷款及利息。佳沃整体融资结构图如图 4.3 所示：

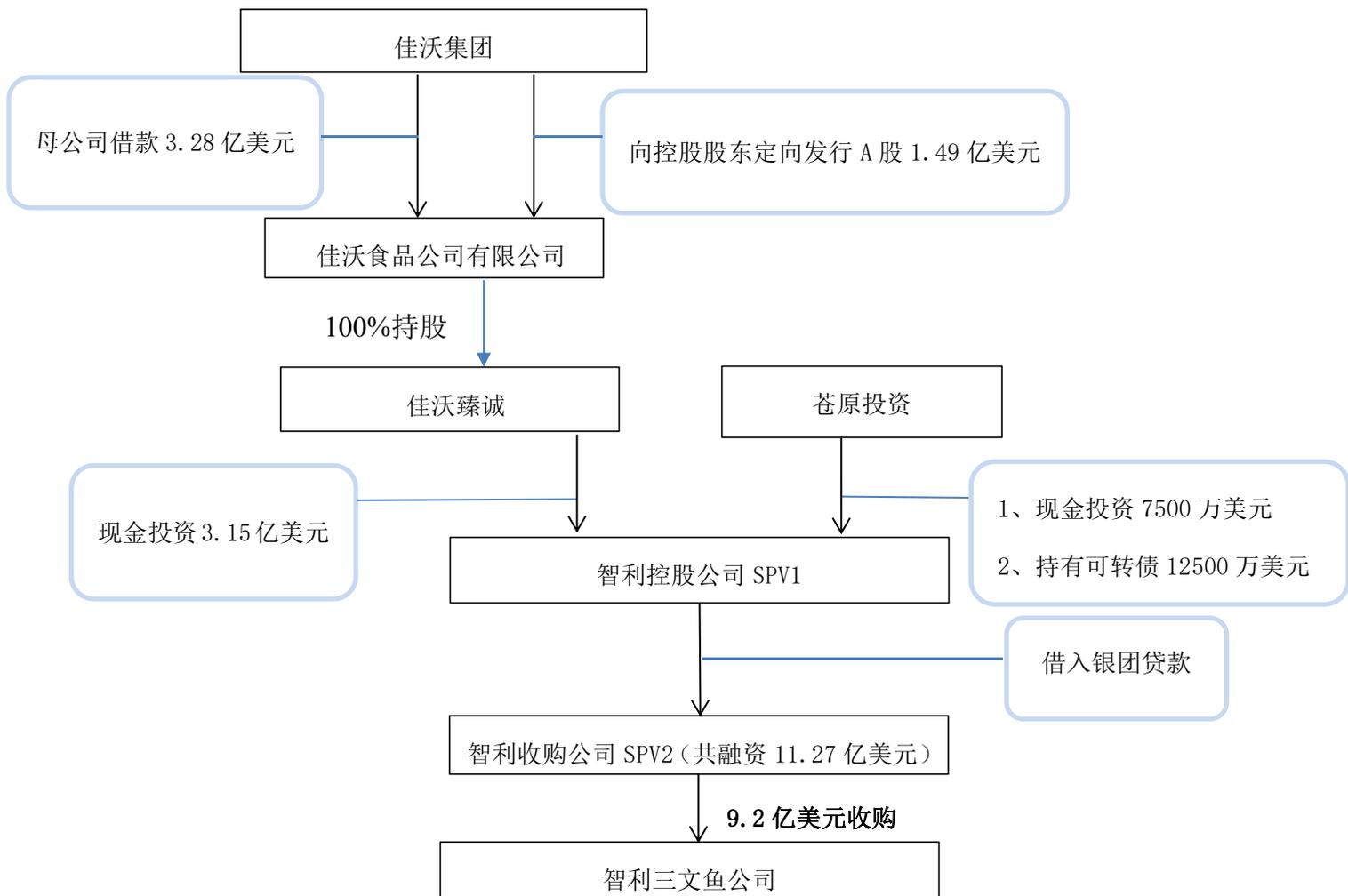


图 4.3 佳沃整体融资结构图

数据来源：由佳沃食品公司 2019 年度财务报告和 CSMAR 数据库联合整理所得。

## 4.6 全方位的并购后期整合选择策略

并购后期整合选择策略是指企业完成要约收购后，为了尽快提升公司整体的营运效率和盈利能力以及实现与子公司的协同效应，在对目标公司开展整合时所采取的一些计策和方法。整合是跨国并购交易的最后一步，同时也是最为重要、最具有挑战性的一步。通过整合，两个不同的运营体系变成一个系统的、有机的运营体系，并购企业通过资源、技术、资金、管理经验等竞争因素之间的取长补短，发挥“1+1>2”的协同效应，形成产业优势，提升行业议价能力和话语权。佳沃食品公司在并购后期的整合选择方面综合考虑产业资源、文化、销售渠道以及人力资源因素，选择从上游供应链整合、销售渠道整合、文化整合和人力资源整合四大方面全方位开展整合。

### 4.6.1 上游供应链整合

#### 1、降低供需信息不对称

首先，佳沃食品公司在并购中期就组织专业人员建立一支具备国际化经营的能力的管理队伍，专门负责对三文鱼全球供需市场相关数据的搜集和调研，并对年度三文鱼市场消费趋势做出预测，及时、准确把握市场需求。同时，在目标公司也组建一支三文鱼养殖监测队伍，负责监控三文鱼从淡水育苗到海水养殖再到收获加工全过程，对潜在的自然灾害风险、生物病害风险、食品加工安全风险采取合理措施，保障三文鱼的生长状况、卫生状况以及养殖质量，并根据养殖情况对可获得的产量预测。最后，利用电子信息技术，建立三文鱼供需信息沟通系统，实现双方信息的互联互通，降低由信息不对称导致供需过剩而产生交易成本。同时，佳沃食品公司还与多家海运物流公司签署承运协议，保障运输畅通。

#### 2、优化三文鱼养殖模式

首先，佳沃食品公司提供资金支持与 Aquagen 育种公司合作，提升三文鱼生长效率，利用综合饲养系统等现代化技术优化三文鱼生长的多种变量，确保养殖质量的稳定。其次，目标公司与多家拥有捕捞配额的公司建立合作关系，享受独家采购权。最后，采用以捕捞艇为存放工具的活体打捞方式，并利用目标公司的区域优势，在境外建立专业加工厂网络。例如新建 Fitz Roy 工厂服务于十一区三文鱼的增值产品加工、包装，新建十二区的 Dumestre 工厂拥有暂养池，可实现规模化智能加工。强大的加工能力在提高生产效率的同时，也确保了三文鱼从捕捞、运输到制作加时的新鲜品质，为佳沃食品公司满足中国市场消费需求、及时履约奠定坚实基础。

### 3、加工技术整合

目标公司加入了代表三文鱼加工生产最高社会标准的全球三文鱼计划（简称 GSI），在三文鱼加工环节拥有诸如 HACCP 之类的高效质量控制制度，公司执行通过 BRC、IFS 等食品安全管理认证的 SSOP（良好作业规范）、GMP（卫生标准操作程序），获得欧美国国家认可。通过并购，佳沃食品公司旗下位于成都、青岛的加工厂可复制使用其专业技术规范，增强三文鱼加工的操作规范性、卫生安全性，从而增加消费者对其产品的信任，培养品牌忠诚度，更好地开展业务。

## 4.6.2 销售渠道整合

### 1、国际销售渠道整合

智利三文鱼公司是智利知名的集三文鱼养殖、加工、销售于一体的综合型企业，其销售范围覆盖全球三文鱼消费的绝大多数区域，畅销欧盟、美国、俄罗斯、韩国、日本等发达国家。此次整合，佳沃食品公司借助智利三文鱼公司的现有渠道打开国际市场，与这些地区的主要消费客户建立合作关系，搭建覆盖欧美、俄罗斯、日本大消费市场的广泛而稳定的销售网络，利用目标公司的品牌影响踊跃参加各国举办的博览会、贸易促进会，以期挖掘潜在销售机会，开拓国际销售新渠道。为进一步巩固国际优质三文鱼供应商代表的地位，公司决定打造全球品牌“Southring”，重塑国际产品定位，同时推出服务于家庭消费的零售品牌品“Mama Bear”，开发家庭零售终端消费渠道，丰富公司面向全球消费市场的产品组合。

### 2、国内销售渠道整合

智利三文鱼公司拥有业内领先的研发团队，对创新研发新产品，满足中国不同层次、不同年龄消费者的个性化需求有重要作用。通过并购，佳沃食品公司充分利用目标公司的研发资源，积极开发高附加值产品，创新推出 3R 预制菜系列产品，丰富了除整鱼烹饪之外的其他消费形式。具体包括：推出针对儿童消费群体的食品品牌“馋熊同学”，主打以海鲜蛋白为原料制作而成的适合儿童和老年人的零食辅食类产品；推出针对高端礼赠市场的食品品牌“南极颂”，主打半成品三文鱼；推出面向普通家庭消费的“佳沃鲜生”，主打预先切好、开袋即食的冰鲜三文鱼产品。

在销售渠道方面，打造“线上+线下”复合型销售网络。在线下方面，公司通过开设专卖店、品牌加盟店或与大型商超、餐饮饭店、新零售平台合作的方式，铺开线下销售通路。在线上方面，佳沃食品公司入驻京东、天猫、拼多多等大型电商平台，开设线

上店铺；与微信合作，开发“佳沃鲜生活”、“佳沃南极颂”微信小程序；与抖音等短视频平台合作，开发直播带货新型电商模式，丰富线上销售渠道。

### 4.6.3 文化整合

智利三文鱼公司的企业文化理念具有智利特色，与中国企业经营理念有所不同。所以，佳沃企业所采取的总体策略是：在保持不变的基础上，寻求双方认可的共同点。并购之后，以尊重标的公司的文化为基础，在企业外部，仍保持与当地居民、政府、社会、组织的良好关系；在企业内部，向标的公司派遣投后管理小组，通过走访调查、办研讨会、文化交流等方式，与目标公司工作人员进行深入交流沟通，并本着彼此尊重、互相信赖的原则建立人性化、科学高效的工作机制，达成文化共识，创建积极、和谐的工作氛围，促进文化交融，实现企业平稳发展。

### 4.6.4 人力资源整合

佳沃食品公司重视人才，为实现此次并购的人力资源整合，制定了以下措施：第一，保持目标公司劳务任免的独立性。此次并购后，目标公司仍拥有独立雇佣企业员工的权利，原来的劳务雇佣合同也保持有效，企业管理层和基层员工基本不变动，同时公司原有制度维持不变。第二，增加合理的员工培养激励计划。在保留原有激励制度的基础上，对管理层人员，增加与年度绩效紧密相关的奖励机制，丰富晋升渠道，同时对工作表现好、工作能力强的员工实施后备干部培养计划，调动工作积极性。第三，派驻董事。佳沃食品公司通过派驻董事参与目标公司的日常经营和重大决策，派驻董事在董事会占比超 50%，另外聘请两位智利国籍的专家作为独立董事，同时为了保持公司董事会结构稳定性，原有的议事标准、规则保持不变。第四，派驻财务人员。佳沃食品公司派驻国内财务人员负责财务报表及资金数据管理对接的工作，统一财务管理规范，加强管控，并定期由 CFO 或内审机构向佳沃食品公司汇报。

## 4.7 小结

本章从交易环节的角度对佳沃食品公司并购中所实施的并购策略进行了梳理，在并购时机的选择上，佳沃食品公司重点考虑政策因素，采取了抢抓政策机遇期并购的时机选择策略，具体包括把握住《FTA 升级议定书》签署和中智“一带一路”合作深入的历史机遇；在并购对象的选择上，佳沃食品公司重点考虑关联优质产业与企业，采取了贴合目标优先的并购对象选择策略，具体包括选择贴合公司发展战略的目标产业和目标公

司；在估值方式的选择上，佳沃食品公司重点考虑估值信息因素，采取了以基本信息的可获得性为依据的并购对象估值方式选择策略，具体包括选择市场法估值、选择可比公司和计算估值；在并购交易结构设计的选择上，佳沃食品公司重点考虑财务风险因素，采取了差异化的并购交易结构设计选择策略，具体包括参考国内流行的“上市公司+PE”结构，创新性制定“全资子公司+PE”结构，国外采用双层 SPV 结构；在融资方式的选择上，佳沃食品公司重点考虑到目标公司未来盈利能力以及母公司的经营状况，采取了单一化的并购融资方式选择策略，具体包括投资机构联合投资、控股股东借款、定向增发新股、境外银团贷款；在并购后期的资源整合方式选择上，佳沃食品公司综合考虑产业资源、文化、销售渠道以及人力资源因素，采取了全方位的资源整合选择策略，具体包括上游供应链整合、销售渠道整合、文化整合、人力资源整合。

## 5 佳沃食品公司并购策略的经济效果评价

佳沃食品公司实施的一系列并购策略对其并购经济效果至关重要，反过来并购经济效果也是其并购策略是否科学合理的重要体现。因此，本章将使用事件研究法、财务指标分析法、熵值法三种常用并购绩效分析方法来评价佳沃并购策略的真实经济效果，并对其科学性做出剖析。

### 5.1 基于事件研究法短期效果评价

事件研究法又被称为 CAR 检验法，是常用的计算企业短期并购绩效的方法。它的原理是：通过计算某个事件发生前后的一段时期内企业股价波动的差异大小，以及检验股价变动是否带了惠及全体股东的超额收益率（AR）和累计超额报酬率（CAR），以此来判断事件发生与股价波动之间的关系。具体来说，若经估值区间计算得出的 CAR 大于 0，说明社会各界的股票投资者认为此次事件会对公司的发展产生积极影响，公司未来发展潜力巨大；反之，则说明投资者对此次事件发生对公司产生的影响持消极态度。所以，通过研究佳沃食品公司并购实施前后的股价变化，及产生的 AR 和 CAR 与 0 之间的关系，分析并购策略对其经济效果产生的影响。

#### 5.1.1 股价波动趋势分析

佳沃食品公司自 2018 年 11 月 18 日宣布收购智利三文鱼公司以来，受到了社会各界的广泛关注，投资者对佳沃此次并购持有积极态度，投资热情高涨，股市开盘价格持续走高。从整个并购时间线来看，股价波动可分为三个阶段，2018 年 11 月 18 日前为第一阶段，此阶段佳沃食品公司积极与智利三文鱼公司展开交流，竭力促成并购事宜，此时股价处于正常波动，平均开盘价为 10.25 元/股。2018 年 11 月 18 日至 2019 年 7 月 1 日为第二阶段，随着《股份购买协议》的签订及各国反垄断审查的完成，不断刺激股价上升，最高为 17.99 元/股，平均比第一阶段高 4.9 元/股。2019 年 7 月 1 日后为第三阶段，此阶段已完成股份购买及财产交割，交易接近尾声，股价趋于平缓，平均 13.25 元/股，比第一阶段每股平均高出 3 元。股价波动趋势见图 5.1:



图 5.1 佳沃食品公司股价波动趋势图

数据来源：由通达信数据终端数据库整理而成。

### 5.1.2 选定事件发生日和窗口期

在选定事件日时，一般会选取公司在证券交易所复牌上市后的第一个交易日，但证监会并未要求佳沃食品公司就此交易在股市停牌，所以选择交易日并不可取。查阅佳沃食品公司所披露的公告发现，佳沃食品公司在 2019 年 3 月 5 日第三届董事会议上通过了子公司现金要约收购智利三文鱼公司的决议，并发布了多项关于此项交易的关联公告，包括《重大资产购买报告》、《收购报告书》、《发行 A 股报告书》以及拟与丝路基金合作签署《联合投资协议》等，至此筹划事项工作基本完成。因此本文决定选用 2019 年 3 月 5 日为事件日。

窗口期选择没有统一标准，原则上是要尽可能涵盖事件产生的全部影响。佳沃此次并购总时间长达 10 个月，且没有发现佳沃食品公司在并购事件日前后有影响企业股价波动的新闻。为了考量此事件对佳沃食品公司股价影响的全面性，本文选用 40 天作为窗口期，表示为 $[-20,20]$ ，定义事件日为 2019 年 3 月 5 日，用  $t_0$  表示， $t-1$  表示紧挨事件日的前第一个交易日， $t+1$  表示紧挨事件日的下一个交易日， $t-2$ 、 $t+2$  依次类推。

### 5.1.3 计算预期正常收益率

事件研究法中常用的计算预期正常收益率的方法有均值调整法、市场模型法和市场调整法三种。鉴于股价数据的可获得性和实际操作性，同时排除股市大盘对收益率的影响，选择市场模型法最为合适。具体实施步骤为：首先，假设市场收益率和个股收益率

之间存在线性相关关系。其次，在股市与个股股票数据中选择合适的样本区间利用 OLS 法估计市场和个股收益率之间的线性回归系数。最后，利用此系数估计窗口期内的预期个股收益率。本文拟选用紧挨前 20 个交易日窗口期的 100 个样本进行回归，样本区间表示为[-120,-20]，同时因佳沃食品公司在深交所上市，故选择深证成指（股票代码：399001）作为计算市场收益率的样本数据。公式表示为：

$$RI_t = \lambda + \beta * RM_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$RI_t = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}} \quad (2)$$

$$RM_t = \frac{M_t - M_{t-1}}{M_{t-1}} \quad (3)$$

字母所代表的含义如下所示：

**RI<sub>t</sub>**：佳沃食品公司个股在第 t 天的收益率。

**RM<sub>t</sub>**：深证成指在第 t 天的市场收益率。

**I<sub>t</sub>、I<sub>t-1</sub>**：佳沃个股在第 t 天、t-1 天的收盘价。

**M<sub>t</sub>、M<sub>t-1</sub>**：深证成指在第 t 天、t-1 天的收盘价。

用 Excel 和 Eviews 对[-120,-20]区间内的 100 个样本数据进行 OLS 回归。结果如下所示：在 95%的水平下，RM 的回归系数为 1.0339，对应的 P-value=0.0000<0.01、Prob（F-statistic）=0.0000<0.01，通过 T 检验和 F 检验，RI 与 RM 显著线性相关，由此得到的计算预期正常收益率的公式为  $E(RI_t) = 1.0039RM_t + 0.0011 + \varepsilon_t$ 。如图 5.2 和表 5.1 所示：

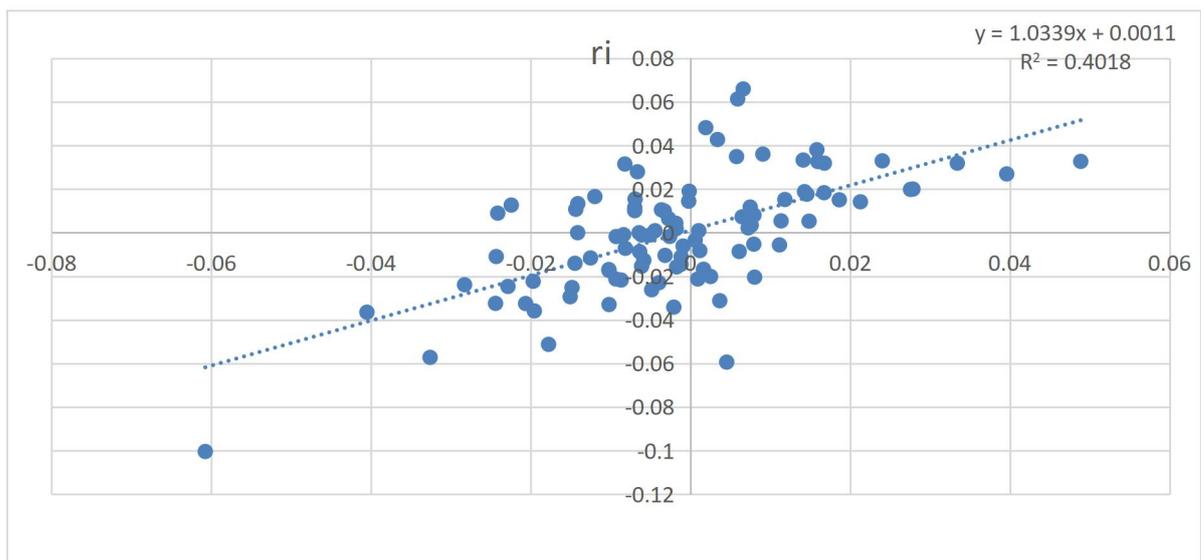


图 5.2 佳沃食品公司个股收益率线性回归图

数据来源：通达信数据终端经 Excel 计算而得。

表 5.1 回归数据检验表

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob
C	0.001054	0.002070	0.509063	0.6119
RM	1.033863	0.128762	8.029259	0.0000
R-squared	0.401754	Mean dependent var		-0.000511
Adjusted R-squared	0.395522	S.D. dependent var		0.026240
S.E. of regression	0.020401	Akaike info criterion		-4.926220
Log like lihood	0.039957	Schwarz criterion		-4.873466
F-statistic	243.3848	Hannan-Quinn criter.		-4.904882
Prob(F-statistic)	64.46900	Durbin-Watson stat		1.956038
	0.000000			

数据来源：通达信数据终端经 Eviews 计算而得。

#### 5.1.4 计算超额收益率 $AR_t$ 和超额累计收益率 $CAR_t$

$$AR_t = R_{It} - E(R_{It}) \quad (4)$$

$$CAR_t = \sum_{t=-20}^{20} AR_t \quad (5)$$

由公式（4）与（5）计算得到的超额累计收益率如表 5.2 所示，在并购最开始前，企业的超额收益率显著下滑，由正变负，这是因为佳沃在 2017 年刚刚完成青岛国星股份的并购，在短时间内又开始重大资产重组，市场投资者对于佳沃食品公司能否顺利完成持怀疑态度。在  $t-4$ — $t8$  期间内，超额收益率呈上下波动，但总体呈上升趋势，说明社会投资者对此次并购的反应是积极的。原因在于：首先，社会听闻佳沃公司有并购计划，并购对象所涉及的产业为三文鱼产业，目标公司是智利一家专业从事三文养殖加工的公司，而三文鱼在我国消费需求持续上升，有着良好的发展前景，由此社会投资者认为佳沃食品公司此次并购可以为公司的长远发展奠定基础。其次，社会投资者看到佳沃并购时机选择在中智“一带一路”合作和《关税升级议定书》签署时，贴合国家发展的战略，可以享受相关政策红利和进出口贸易税收减免优惠，有国家政策的扶持，有利于并购交易的顺利达成。除此之外，社会投资者由佳沃食品公司在其官网发布的《重大资产收购报告书》可知，为保证此次海外并购交易的安全性，佳沃食品公司联合苍原投资设

计了双层 SPV，实现了风险隔离，保证了母公司的资产安全。因此，在并购前期社会对佳沃并购抱有积极态度。从累计超额收益率的走势来看，整体呈下降趋势，截止到 t20 日，累计超额收益率为-0.125，显著小于零。究其原因是在回归理性的社会投资者对佳沃食品公司并购智利三文鱼公司有了更深入的了解，佳沃此次并购是纯现金要约收购，为短时间内筹措大量资金，佳沃在融资方面主要采用了债务融资，大规模的借款和高额利息费用加剧企业的财务负担，可能会影响企业的经营管理。因而，社会投资者认为佳沃食品公司在并购后期的财务情况可能会不容乐观，使得累计超额收益率不断下降。综上，佳沃食品公司此次并购并没有增加股东的财富价值，反而造成一定的损失。这说明企业为并购所实施的策略对并购效果产生了消极影响。佳沃食品公司超额累计收益率表和累计超额收益率图如表 5.2 和图 5.3 所示：

表 5.2 佳沃食品公司超额累计收益率表

单位：%

日期	时间	个股报酬率 RI <sub>t</sub>	深证成指报 酬率 RM <sub>t</sub>	预期报酬率 E(RI <sub>t</sub> )	超额报酬率 AR <sub>t</sub>	累计超额报酬率 CR <sub>t</sub>
t-20	2019/01/29	0.0666	0.0029	0.0041	0.0625	0.0625
t-19	2019/01/30	-0.0191	-0.0008	0.0003	-0.0194	0.0431
t-18	2019/01/31	-0.0584	-0.0050	-0.0041	-0.0543	-0.0112
t-17	2019/02/01	-0.0572	-0.0107	-0.0100	-0.0473	-0.0585
t-16	2019/02/11	0.0185	0.0012	0.0023	0.0162	-0.0422
t-15	2019/02/12	0.0323	0.0274	0.0294	0.0029	-0.0393
t-14	2019/02/13	0.0233	0.0306	0.0327	-0.0095	-0.0488
t-13	2019/02/14	-0.0024	0.0115	0.0130	-0.0153	-0.0641
t-12	2019/02/15	0.0432	0.0201	0.0219	0.0213	-0.0428
t-11	2019/02/18	-0.0083	0.0060	0.0073	-0.0156	-0.0584
t-10	2019/02/19	0.0015	-0.0115	-0.0108	0.0123	-0.0461
t-9	2019/02/20	0.0212	0.0395	0.0420	-0.0208	-0.0669
t-8	2019/02/21	-0.0089	-0.0007	0.0004	-0.0093	-0.0761
t-7	2019/02/22	0.0015	0.0039	0.0051	-0.0036	-0.0797
t-6	2019/02/25	-0.0187	-0.0026	-0.0016	-0.0171	-0.0969
t-5	2019/02/26	0.0107	0.0236	0.0255	-0.0148	-0.1117
t-4	2019/02/27	0.0279	0.0559	0.0589	-0.0310	-0.1427
t-3	2019/02/28	0.0022	-0.0050	-0.0041	0.0063	-0.1364
t-2	2019/03/01	0.0593	-0.0092	-0.0084	0.0677	-0.0687
t-1	2019/03/04	-0.0111	0.0029	0.0041	-0.0152	-0.0839
t-0	2019/03/05	0.0203	0.0150	0.0166	0.0036	-0.0803

表 5.2 续表

日期	时间	个股报酬率 RI <sub>t</sub>	深证成指报 酬率 RM <sub>t</sub>	预期报酬率 E(RI <sub>t</sub> )	超额报酬率 AR <sub>t</sub>	累计超额报酬 率 CR <sub>t</sub>
t1	2019/03/06	-0.0048	0.0236	0.0255	-0.0303	-0.1106
t2	2019/03/07	0.0551	0.0225	0.0244	0.0307	-0.0799
t3	2019/03/08	0.0026	0.0109	0.0124	-0.0098	-0.0897
t4	2019/03/11	0.0286	-0.0023	-0.0013	0.0299	-0.0598
t5	2019/03/12	-0.0234	-0.0325	-0.0325	0.0091	-0.0507
t6	2019/03/13	0.0266	0.0364	0.0387	-0.0122	-0.0629
t7	2019/03/14	-0.0044	0.0141	0.0157	-0.0201	-0.0830
t8	2019/03/15	-0.0184	-0.0253	-0.0251	0.0067	-0.0763
t9	2019/03/18	-0.0575	-0.0182	-0.0177	-0.0398	-0.1161
t10	2019/03/19	0.0178	0.0141	0.0157	0.0022	-0.1139
t11	2019/03/20	0.0141	0.0307	0.0328	-0.0187	-0.1326
t12	2019/03/21	-0.0133	-0.0004	0.0007	-0.0140	-0.1466
t13	2019/03/22	0.0148	-0.0040	-0.0030	0.0178	-0.1288
t14	2019/03/25	-0.0060	0.0071	0.0084	-0.0144	-0.1431
t15	2019/03/26	-0.0113	0.0010	0.0021	-0.0134	-0.1565
t16	2019/03/27	-0.0155	-0.0180	-0.0175	0.0020	-0.1546
t17	2019/03/28	-0.0281	-0.0195	-0.0190	-0.0091	-0.1637
t18	2019/03/29	0.0761	0.0101	0.0116	0.0645	-0.0991
t19	2019/04/01	0.0072	-0.0065	-0.0057	0.0129	-0.0862
t20	2019/04/02	0.0013	0.0377	0.0401	-0.0388	-0.1251

数据来源：由通达信数据终端计算所得。

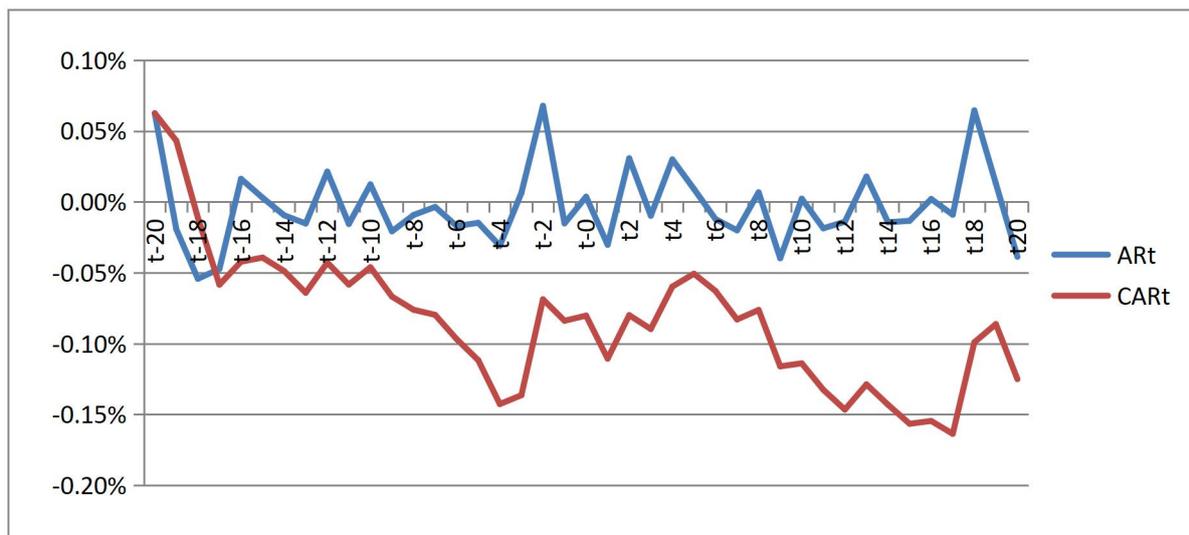


图 5.3 累计超额收益率走势图

数据来源：由表 5.2 所得。

## 5.2 基于财务指标法的长期效果评价

本节主要利用财务指标法在中长期的时间维度上分析佳沃食品公司定期发布的年度报告中的财务数据，通过构建多个维度的财务指标，来分析此次并购的经济效果。本文选取的数据范围是2017年12月31日到2022年9月30日，数据主体是佳沃食品公司及行业整体，首先通过对并购交易前后的核心财务指标的横向比较，说明并购策略是否对并购效果产生了积极影响，然后通过与同年度各个核心指标行业均值进行纵向比较，说明并购对公司发展及竞争力的作用情况。

### 5.2.1 盈利能力分析

盈利能力用来衡量企业获取经营利润的情况，本文以总资产收益率、净资产收益率、营业毛利率、营业利润率这四个指标来体现。佳沃食品公司并购前后盈利能力及行业均值变化如表5.3、5.4所示：

表 5.3 佳沃食品公司盈利能力财务指标

时间 指标	并购前		并购中		并购后	
	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年9月30日
总资产收益率	0.015	0.033	-0.013	-0.079	-0.029	0.011
净资产收益率	0.046	0.104	-0.207	-0.619	-0.314	0.101
营业毛利率	0.140	0.113	0.098	-0.062	0.061	0.173
营业利润率	0.035	0.024	-0.062	-0.236	-0.096	0.029

数据来源：由CSMAR数据库整理而成。

表 5.4 农副食品加工业盈利能力指标均值

时间 指标	并购前		并购中		并购后	
	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年9月30日
总资产收益率	0.040	0.018	0.045	0.065	0.015	0.026

表 5.4 续表

时间 指标	并购前		并购中		并购后	
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月 30 日
净资产收益率	0.088	-0.598	0.069	0.088	-0.085	0.012
营业毛利率	0.202	0.191	0.195	0.181	0.149	0.140
营业利润率	0.054	-0.012	-0.052	-0.086	0.019	0.040

数据来源：由 CSMAR 数据库整理而成。

通过观察表 5.3 数据可知，佳沃食品公司在并购开始前各项指标都处于正向水平，其中平均净资产收益率为 7.5%，小于标准值 14%，表明佳沃食品公司盈利能力欠佳。并购当年，佳沃食品公司的各项盈利指标更是首次降为负值。具体来看：虽然佳沃利用智利三文鱼公司的资源，在国内和国际市场开展三文鱼的加工和销售业务，使得营业收入同比增加 77.84%，但同时也增加了 79.55% 的营业成本，导致公司营业毛利润下降。除此之外，并购过程中还产生了完成资产重组所支付的中介管理费 1461 万元、融资财务费 2327 万元，使得并购期间企业的净利润变成了负值，最终公司的总资产收益率、净资产收益率、营业利润率均被拉低到负值。

并购完成后，各项盈利指标呈现先下降后上升的趋势，2020 年为区间最低值。2020 年，国内外相继爆发新冠肺炎，给世界海鲜产业带来了巨大的挑战。一方面，为了应对疫情防控，国家推出的空运、陆运管制措施，造成运力降低、运费增加，这让公司的管理费用同比增长了 6%，销售费用同比增长了 25%，财务费用同比增长了 67%；另一方面，2020 年佳沃食品公司加大了对目标公司的投资建设，但受疫情影响，加工厂大都处于闲置状态，无法产生价值，使得公司的营业成本同比上升 55%。虽然佳沃食品公司 2020 年三文鱼产量突破 10 万吨，营业收入同比增加 32%，但营业成本和各项费用支出的飙升使得 2020 年佳沃食品公司的营业毛利率、营业利润率、总资产收益率、净资产收益率均为区间最低，分别为 -0.079、-0.619、-0.079 和 -0.619。

2020 年之后，疫情防控常态化，经济发展趋于稳定，三文鱼市场需求上升，佳沃食品公司把握行业复苏机遇，从国内国际两条路径加强对智利三文鱼公司的销售渠道整合，实现公司的营业收入同比提升 1.6%。同时，佳沃食品公司从降低供需信息不对称、优化

三文鱼养殖模式、更新技术等方面加强对上游供应链的整合，并且注重文化整合和人力资源整合，不断精简业务流程、优化运营能力，提升运营效率，使得公司的营业成本下降 10.1%、销售费用上升 0.82%、管理费用下降 4.34%，最终带来营业毛利润、营业利润率、总资产收益率和净资产收益率的上升。截止到 2022 年 9 月 31 日，佳沃食品公司营业毛利率超过并购前 23%，净资产收益率超并购前 119%。

对比表 5.3 和表 5.4 的财务指标数据可知，并购前，佳沃食品公司整体盈利能力略高于行业均值，表明其具有一定的行业竞争优势。在并购年度，行业净资产收益率均值约是佳沃的 4 倍，表明其行业竞争优势显著减弱，由此可知佳沃食品公司为此次并购付出了昂贵的代价。在并购后期，受新冠疫情打击，企业盈利能力与行业整体水平差距继续拉大，直到 2021 年情况开始有所好转。

图 5.4 佳沃食品公司净资产收益率与行业均值水平对比图



数据来源：整合表 1 和表 2 所得。

从净资产收益率与行业均值的对比来看，由图 5.4 可知，并购之前，佳沃食品公司的回报率显著高于业内水平，最大差距为 0.7，说明企业的盈利能力良好。2019 年并购交易使得各项成本剧增，回报率骤降，此时与业内差距为-0.27。2020 年疫情加大了企业的营业成本支出，借款融资所产生的财务费用使得公司营业总成本进一步攀高，最终佳沃食品公司的净资产收益率与行业均值差距拉到最大，为-0.707。而后，佳沃食品公司积极加强对智利三文鱼公司的资源整合，从企业文化入手，不断实现销售渠道、供应链、人力资源的协同，净资产收益率自 2020 年有明显上升，与行业平均水平的差距不断缩小，

2022 年实现反超。

综上，在实施并购时，佳沃食品公司盈利能力显著下降，在并购之后，佳沃食品公司积极实行资源整合，使得营业毛利率较并购前增加 23%，总资产收益率较并购前减少 26%，净资产收益率较并购前增加 119%，营业利润率较并购前减少 17%，总体盈利能力较并购前增加 33%。因此，从中长期看，佳沃食品公司此次并购显著提升了公司的盈利能力。

## 5.2.2 偿债能力分析

偿债能力根据企业所持有的流动负债、长期负债分为短期偿债能力和长期偿债能力两部分。其中选用流动比率、速动比率、营运资金与借款比来研究佳沃食品公司的短期偿债能力，长期偿债能力则选用资产负债率来反映，如表 5.5 所示：

表 5.5 佳沃食品公司偿债能力财务指标表

年份	流动比率	速动比率	营运资金与借款比	资产负债率
2017 年	1.090	0.412	0.235	0.667
2018 年	1.387	0.675	0.623	0.678
2019 年	0.878	0.273	-0.119	0.938
2020 年	0.842	0.257	-0.161	0.873
2021 年	0.633	0.163	-0.597	0.907
2022 年 9 月 30 日	0.642	0.156	-0.812	0.891

数据来源：CSMAR 数据库整理得到。

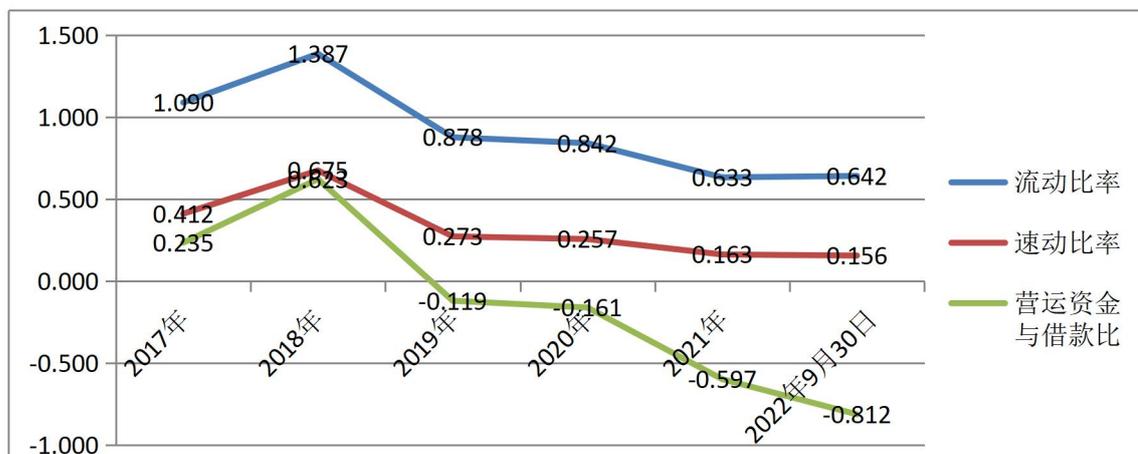


图 5.5 佳沃食品公司历年流动、速动比率及营运资金与借款比示意图

数据来源：由表 5.5 整理得到。

根据财务经验，我们通常认为，当公司的流动比率、营运资金与借款比稳定在 2 左右，速动比率稳定在 1 左右时说明该公司在短期内有充足的偿债能力，由表 5.5 和图 5.5 可知佳沃食品公司在并购前流动比率都高于 1，且有上升趋势，说明企业有足够的能力将资产变现按时偿还短期债务。但 2019 年并购完成后，流动速率降为 0.878，此后持续降低，可能的原因是，佳沃在制定并购融资策略时，采用了较高比例的债务融资。单一化的债务融资上虽然可以帮助公司在短期内获得大量的流动资金，但同时也会给公司带来高额的应付账款和应付利息，从而使得公司在并购后流动资产增速小于流动负债的增速。由佳沃食品公司《2019 年度财务报告》知，佳沃食品公司在完成并购后，流动资产和流动负债都显著增加。流动资产中货币资金同比增长 277%，交易性金融资产同比增长 100%，应收账款同比增长 65%，其他应收款同比增长 548%，将这些流动资产项目加权平均所得到的流动资产同比增长率为 248%。流动负债中短期借款同比上升 74%，应付账款同比上升 797%，预收款项同比上升 536%，应交税费同比下降 14.5%，其他应付款中应付利息同比上升 754%，将这些流动负债项目加权平均所得到的流动负债同比上升 429%。虽然佳沃食品公司抢抓政策机遇期，把握住中智《FTA 升级议定书》签署时的并购时机，使得应交税费下降 14.5%，但是高负债式的融资大大抵消了这一积极影响，最终使得流动比率较并购前显著降低。

由图 5.5 还可观察到，佳沃食品公司营运资金与借款的比在并购前呈上升趋势，而并购后则变为负值，且呈下降趋势。在并购前，佳沃食品公司按市场价格处置了万福农业 100%的股权，增加了公司的营运现金流，从而使得营运资金与借款的比上升；在并购期，佳沃食品公司一方面加快对智利三文鱼公司的并购使得销售费用、管理费用、财务费用飙升，超出公司现有的营运资金，另一方面在并购融资时采用 80%的借款融资使得公司的借款数额也急剧上升，最终造成营运资金与借款比为负值；在并购后，全球新冠疫情暴发，企业的三文鱼经营业务进展受阻，疫情使得原材料价格上涨，从而导致流动资产不断下降，最终使得营运资金与借款比呈现负增长。

由表 5.5 和图 5.6 可知，佳沃食品公司并购前后的速动比率一直保持低于行业均值，且在并购后与行业均值的差距越来越大，最大差距为 2021 年的 1.8。造成 2021 年差距最大的原因在于：一方面剔除存货流动资产中交易性金融资产和其他流动资产的下降使得流动资产减少，同比下降 2.6%，另一方面疫情作用下，各国加强进出口贸易管制使得流动负债中应交税费同比增加 39%，此外债务融资仍需要每年按时偿还借款和利息，使得

公司在三文鱼消费市场低迷的状态下，流动负债持续攀升，同比增长 29.3%，剔除存货后的流动资产的下落和流动负债的攀升最终造成 2021 年佳沃食品公司的速动比率降为最低值，同时与行业均值的差距也达到最大。

总体来看，佳沃此次并购并没有对短期偿债能力产生积极影响，高比例的债务融资使得公司流动资产增加的同时，也产生了大量的流动负债，使得佳沃食品公司的短期偿债能力进一步弱化。

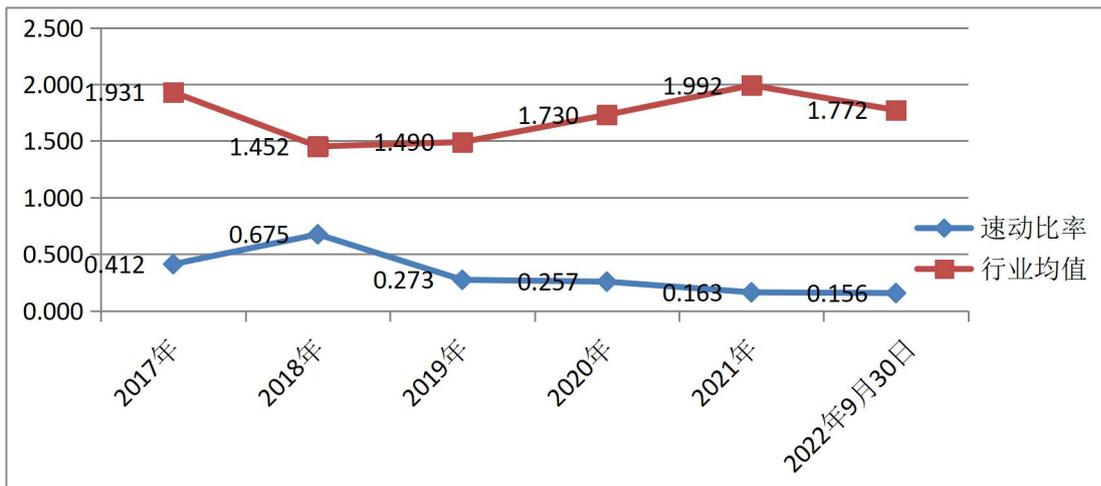


图 5.6 佳沃食品公司速动比率与行业比率均值比较

数据来源：CSMAR 数据库整理而成

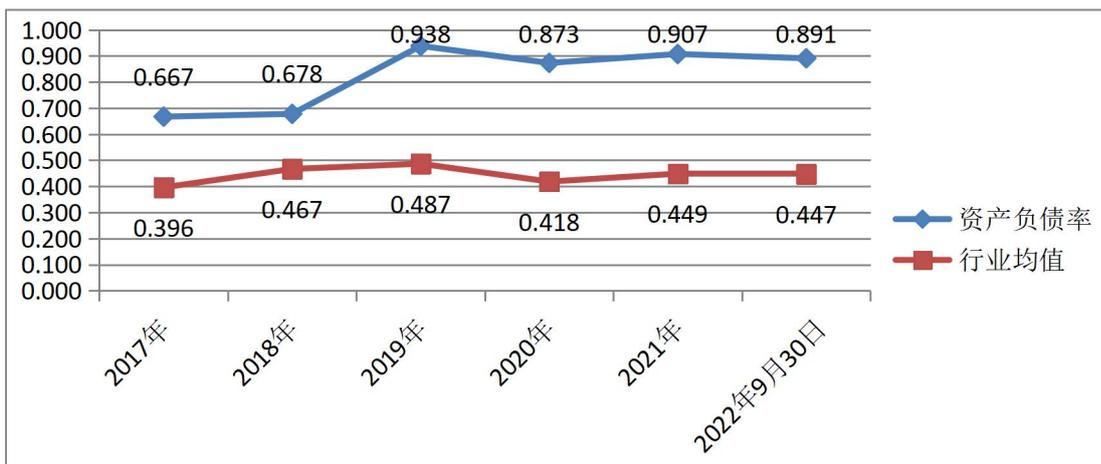


图 5.7 佳沃食品公司历年资产负债率与行业均值水平对比

数据来源：由 CAMAR 数据库整理得到。

由图 5.7 可知，2019 年佳沃完成并购后，资产负债率上升，此后稳定在 0.89 左右。

由佳沃食品公司《2019 年度报告》知，除了流动资产增加以外，佳沃完成并购后，非流动资产、非流动负债也显著增加，具体表现为：房屋和生产运营设备等固定资产同比增长 1628.8%，水产养殖特许经营等无形资产同比增长 32069.79%，在建工程同比增长 1740.08%，商誉同比增长 3125.76%，长期借款同比增长 430085%。综上，公司并购后总资产的增长率小于总负债的增长率，从而导致 2019 年资产负债率的上升。

由表 5.5 和图 5.7 可知，与速动比率一样，佳沃食品公司的资产负债率在并购前后也显著低于行业均值。但仔细观察发现，2017 年-2018 年佳沃食品公司的资产负债率与行业均值的差距呈缩小趋势，2018 年达到最小，为 0.8 左右。从 2019 年并购当年开始，与行业均值的差距又逐渐扩大，最大为-1.2。这表明本身长期偿债能力较弱的佳沃食品公司，虽然为并购海外优质产业积极谋划，努力将债务风险降低至可控范围内，但溢价估值导致的巨大并购对价和债务融资产生的长期借款，增加了公司的负债压力，使得公司的资产负债率进一步上升，与行业差距进一步扩大。

综上，佳沃食品公司并购智利三文鱼公司，虽然使得总资产大规模增加，但融资借款产生的非流动负债也大大增加，最终使得总负债的增长率大于总资产的增长率，造成佳沃食品公司的资产负债率上升，削弱了公司的长期偿债能力。

### 5.2.3 营运能力分析

营运能力是由公司所有可利用的要素包括人力资本、生产资本、财务管理经验、信息技术资源等，通过恰当的配置和组合，不断催生驱动企业平稳运行能量的一种能力，它所体现的是公司全部资产的运作效率。结合佳沃食品公司情况，本文决定选取总资产周转率、存货周转率以及应收账款周转率三个指标来考察佳沃食品公司的营运情况，如表 5.6 和图 5.8 所示：

表 5.6 佳沃食品公司营运能力财务指标表

年份	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
2017 年	1.074	2.957	0.546
2018 年	3.341	10.462	1.587
2019 年	1.128	2.109	0.294

表 5.6 续表

年份	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
2020 年	2.021	2.867	0.411
2021 年	1.744	2.348	0.407
2022 年 9 月 30 日	1.022	1.434	0.305

数据来源：根据 CSMAR 数据库整理而得。

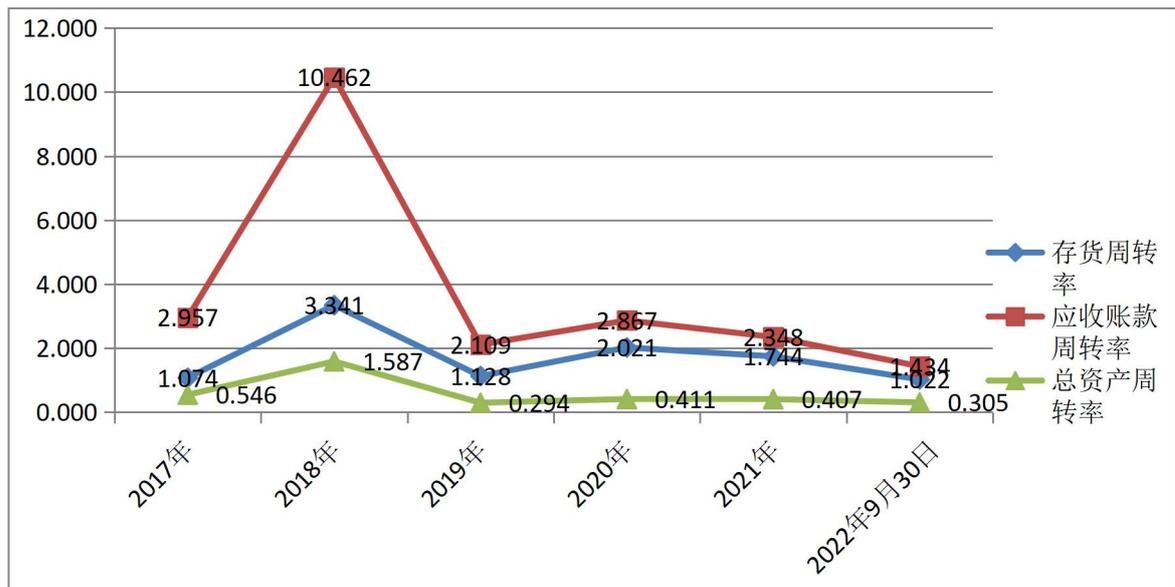


图 5.8 佳沃 2014 年-2019 年 9 月营运能力财务指标

数据来源：由表 5.6 整理得到。

由表 5.6 和图 5.8 整体看可知，2019 年佳沃食品公司营运能力的三项指标均明显下降。通过分析佳沃食品公司的年度财务报告知，公司完成重大资产重组后，由于新增三文鱼的销售业务，使得营业收入和营业成本分别同比增长 77.72%和 80.88%，同时通过合并智利三文鱼公司的资产，佳沃食品公司的总资产同比上涨 858.36%。其中，增加智利三文鱼公司的生物资产使得母公司的存货同比上涨 436.01%，享受政策退税以及营业范围合并带来的应收账款同比上涨 614.14%。由于营业收入和营业成本的增长幅度比存货、总资产和应收账款的增长幅度显著小，所以 2019 年各营运指标都显著下降，这说明在并购完成后的短时间内企业的营运能力下降。2019 年并购完成后，佳沃食品公司积极开展内部整合，同时加大了对海外子公司的资产配置与资源整合，发挥协同效应，不断提高公司营运效率，所以 2020 年三项指标上升至并购前水平。从图中观察到 2020 后，

总资产周转率和应收账款周转率均呈下降趋势，原因可能在于：一方面疫情影响下三文鱼的投苗和收获进度受到严重影响，导致企业的营业收入增长缓慢；另一方面佳沃食品公司为加快对智利三文鱼公司的全方位整合，在智利 12 区继续投建加工厂，造成总资产的上升，最终使得总资产周转率和应收账款周转率的下降。以下是佳沃食品公司营运指标与行业平均水平的对比图，以期更好体现佳沃食品公司并购前后营运情况的变化。

表 5.7 农副食品加工业营运能力指标均值

年份	存货周转率	应付账款周转率	总资产周转率
2017 年	6.825	15.396	1.038
2018 年	7.140	14.843	1.149
2019 年	7.507	16.763	1.179
2020 年	7.532	19.461	1.132
2021 年	6.912	17.691	1.113
2022 年 9 月 30 日	4.747	16.377	0.774

数据来源：CAMAR 数据库整理所得。

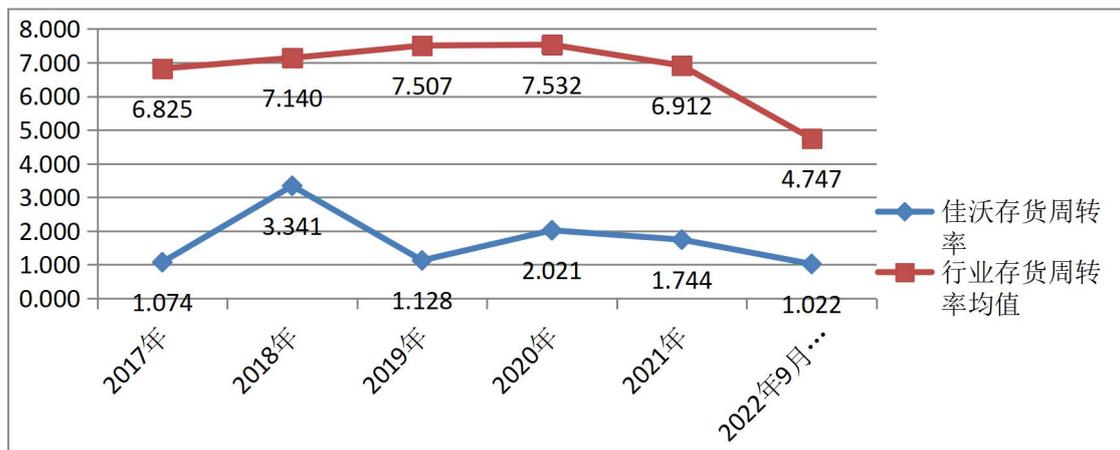


图 5.9 佳沃历年存货周转率与行业对比图

数据来源：由表 5.6 和表 5.7 整理得到。

由表 5.7 和图 5.9 可知，行业均值始终远大于佳沃食品公司的存货周转率，说明佳沃食品公司的营运效率一直处于行业低水平状态，存货周转速度慢，企业的变现能力与行业水平相比较差。由图 5.9 可知，佳沃食品公司的存货周转率在 2018 年与行业均值差距最小。由佳沃食品公司《2018 年度报告》知，2018 年佳沃海产品销售业绩良好，营业收

入和成本分别增长 235.41%和 35%，存货上涨 11%，因为营业成本增长速度显著大于存货增长速度，所以佳沃的存货周转率上升。2019 年并购后，由于存货大规模上升使得与行业差距又随之拉大。2020 年后，佳沃食品公司积极加强对智利三文鱼公司的资源整合，扩宽国际与国内销售渠道，提升营运水平，使得企业的存货周转率逐步恢复到并购前状态，与行业均值的差距也逐步缩小。

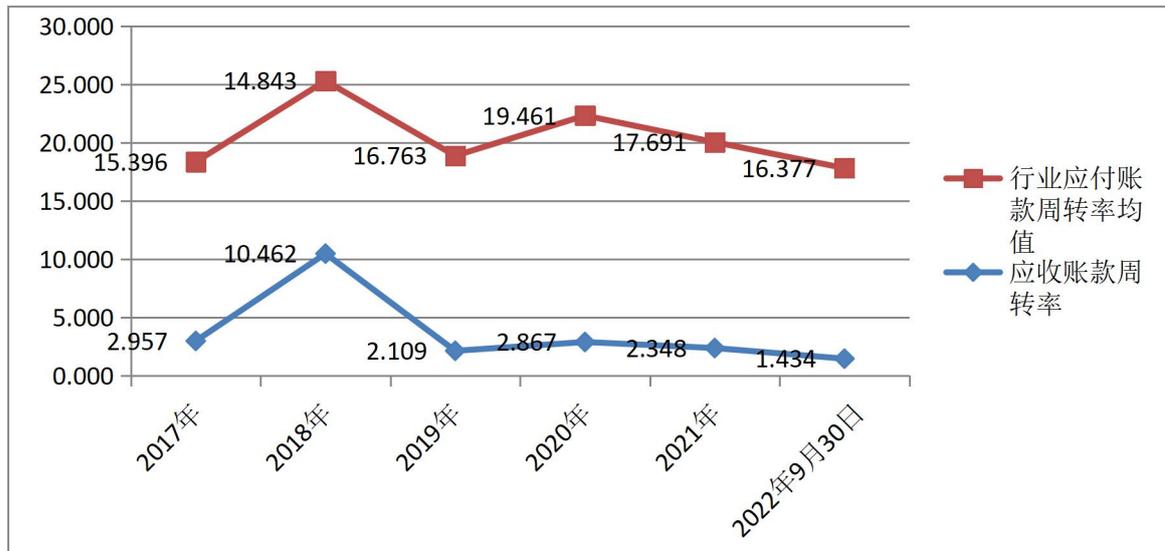


图 5.10 佳沃历年应付账款周转率与行业对比图

数据来源：由表 5.6 和表 5.7 整理所得。

应付账款周转率反映企业无偿利用上游企业资金的能力。由图 5.10 发现，并购前行业应付账款周转率均值与佳沃指标值的差距在 10 左右，并购期达到 15，后期为 16 左右，差距进一步扩大，这表明并购总体上降低了公司的管理水平，造成公司的资金周转速度变慢以及短期偿债能力的下降。

综上，佳沃食品公司的并购策略造成企业的存货周转率、总资产周转率和应收账款周转率较并购前分别下降 5%、79%和 101%，公司的营运能力降低。

#### 5.2.4 发展能力分析

企业发展能力也称企业价值增长潜力，是企业凭借经营活动积累的经验和本，后期持续扩大生产、形成规模、增长实力的一种能力。本文选取总资产、净资产增长率、净利润以及营业利润，四个增长率指标来考察佳沃食品公司的发展潜力。

表 5.8 佳沃食品公司成长财务指标表

年份	净利润增长率	营业收入增长率	总资产增长率
2017 年	1.73	82.70	3.42
2018 年	1.54	2.35	0.15
2019 年	-4.65	0.78	8.58
2020 年	-4.83	0.32	-0.05
2021 年	0.62	0.02	0.03
2022 年 9 月 30 日	2.27	0.18	0.15

数据来源：CAMA 数据库整理得到。

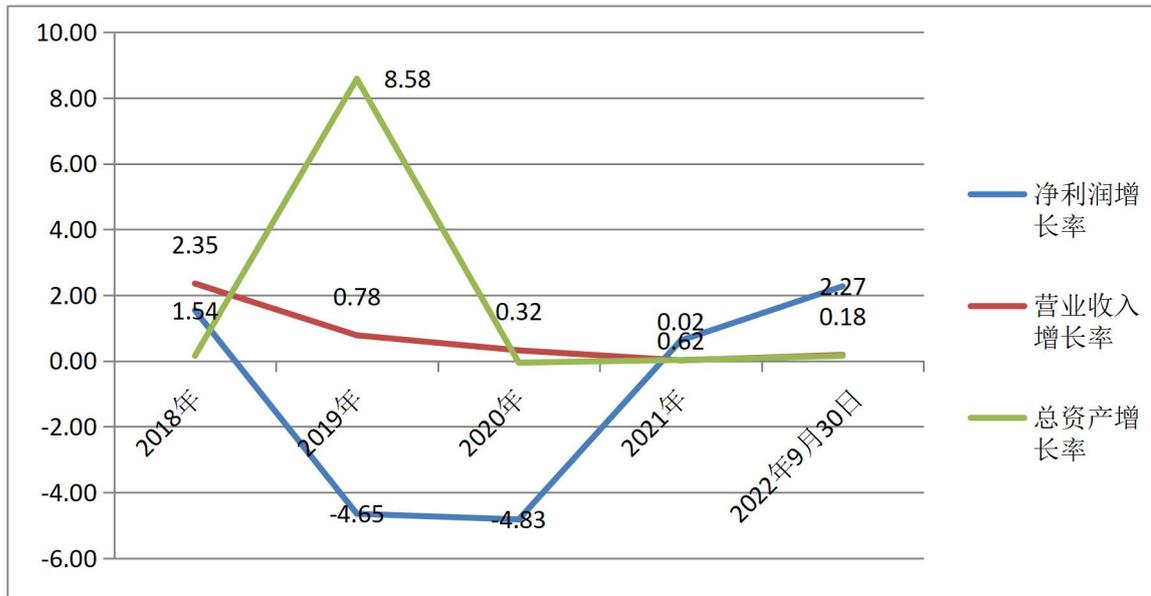


图 5.11 佳沃食品公司历年营运财务指标

数据来源：由表 5.8 整理得到。

由于 2017 年佳沃食品公司营业收入增长率异常，且查阅官方资料，佳沃食品公司对此并未作出原因解释，考虑作图的直观性，决定删除 2017 年数据，数据样本范围为 2018 年-2022 年 9 月 30 日。

观察图 5.11 和表 5.8 可知，在总资产收益率方面，2019 数值最大为 8.58，是并购前的 80 倍，这得益于并购智利三文鱼公司所获得资产，包括三文鱼养殖加工厂、产业设备、水产养殖经营权和三文鱼生物资产存货。2020 年总资产增长率为负值，由佳沃食品公司

《2020年度财务报告》知，总资产的减少主要系于两方面的原因：第一，人民币对美元的汇率上升造成的商誉减值 5.9%；第二，疫情影响下，公司重视应收管理，加快资金回笼，使得应收账款降低 20.19%。2020年后，佳沃食品公司加快了对智利三文鱼公司的整合，不断提升核心品类的链控制能力、智能化生产加工能力和多元化全渠道销售能力，使得公司应收账款增长 8%、在建工程增及固定资产增长 89%，最终总资产增长率同比上升。

在营业收入增长率方面，2019年，佳沃食品公司通过并购智利三文鱼公司，进一步提升了公司对三文鱼资源的掌控能力，营业收入有较大幅度增长，同比增长 77.84%，但由于整合时间短，整合过程也复杂，佳沃食品公司对智利三文鱼公司运营管理还有待提高，所以营业收入增长率较前年有明显下降。2020年后，受制于三文鱼市场的不景气，公司营业收入增长率持续下降。

在净利润增长率方面，虽然 2019年公司实现营业收入 34 亿元，但佳沃食品公司跨国并购经验不足，自有资金也非常有限，为顺利推进并购，聘请专业中介机构参与估值，用银行借款、控股股东借款的债务融资方式蓄积流动资金，导致在报告期内产生了较大金额的一次性中介费、印花税、借款利息等并购费用支出。同时，为积极开展三文鱼业务也使得佳沃食品公司的营业成本较上年增长 80.88%，金额达 31 亿元，最终使得佳沃食品公司的净利润为-2.15 亿元，同比下降 465%。2020年，疫情影响下公司三文鱼业务利润继续下滑至-7.1 亿元。2021年后，佳沃食品公司对智利三文鱼公司整合发挥作用，公司持续开发增值产品，推进品类扩张，积极拓展销售渠道，提升管理运营效率，公司的盈利能力逐步恢复，营业收入达 46 亿元，同比上升 1.6%，净利润较去年减亏 4.24 亿元，上升至-2.89 亿元，净利润增长率由负变正，不断上升。

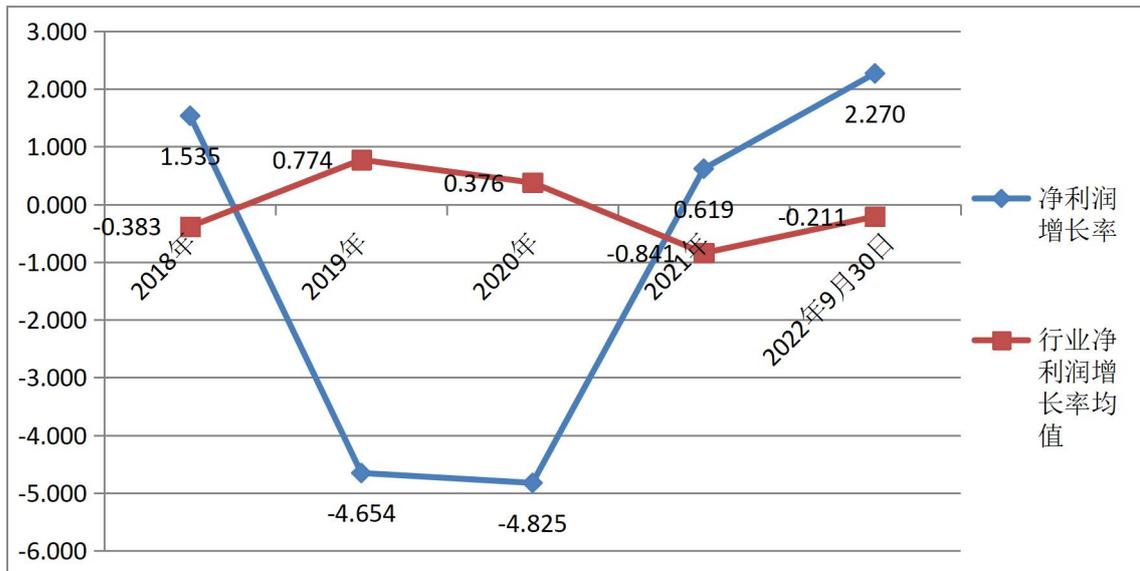


图 5.12 净利润增长率与行业平均值比较

数据来源：由表 5.8 和 CASMAR 数据联合整理得到。

由图 5.12 可知，并购前佳沃食品公司的净利润增长率高高于业内均值，表明公司的经营效益高于行业内的平均水平。2019 年出现反转，由于营业成本和财务、销售、管理费用的剧增，使得佳沃食品公司净利润的增长速度远远低于行业平均水平，差值为-12。2019 年后，佳沃食品公司开展对智利三文鱼公司的资源整合，使得与行业平均水平的差距持续减小，2021 年实现反超，此后正向差距不断扩大。

综上，佳沃食品公司所实施的并购策略使得企业的净利润增长率上升，总资产增长率基本保持不变，营业收入增长率显著下降，最终造成发展能力的下降。

### 5.3 基于熵值法的经济效果综合得分

熵值法是判断某个指标的离散程度对整个综合评价影响的办法，通过计算信息熵，可得到综合评价中各个指标的权重，从而客观分析指标的谜底，在分析综合评价时，经常使用。

#### 5.3.1 构建并购经济效果评价体系

为了从多个维度分析沃股份此次并购经济效果，本文决定采用熵值法确定权重，在上述的财务指标的基础上构建综合效果评价体系。首先，此次并购给企业所带来的影响可分为财务、经营、管理三大方面，因此一级指标有三个，分别是财务协同、管理协同和经营协同。其次，财务协同体现偿债能力的强弱，管理协同体现费用控制和营运能力，

经营协同体现盈利能力和发展能力，以上作为二级指标。为了保证权重的真实性，本文增加了额外指标，例如费用控制中增加了管理费用率、财务费用率等，将具体的财务指标作为三级指标，具体指标构建如表 5.9 所示：

表 5.9 并购经济效果综合评价体系指标表

一级指标	二级指标	三级指标	代称
财务协同	短期偿债能力	速动比率	c1
		流动比率	c2
	长期偿债能力	资产负债率	c3
		产权比率	c4
管理协同	费用控制	销售费用率	c5
		管理费用率	c6
		成本费用利润率	c7
		财务费用率	c8
	营运能力	总资产周转率	c9
		流动资产周转率	c10
		存货周转率	c11
		应收账款周转率	c12
经营协同	盈利能力	营业利润率	c13
		净资产收益率	c14
		总资产净利率	c15
	发展能力	净资产收益率增长率	c16
		营业收入增长率	c17
		净利率增长率	c18
		总资产增长率	c19
	可持续增长率	c20	

数据来源：由笔者根据佳沃食品公司年度财务报告整理所得。

### 5.3.2 计算熵权

#### 1、熵权计算方法

第一步：构造指标评价矩阵。本文选取佳沃食品公司 2017 年-2022 年 9 月的 20 个财务指标数据作为样本，构造 6 行 20 列的数据矩阵。

$$Z_X = \begin{bmatrix} X_{11} & \cdots & X_{120} \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ X_{61} & \cdots & X_{620} \end{bmatrix}$$

第二步：样本标准化处理。根据对并购效果影响的正负将每一个样本数据分别进行正标准化和负向标准化处理。同时为了避免是数据分母为 0 造成的赋权失效，对标准化后的数据进行 1 个单位平移处理。

$$\text{正向标准化: } X'_{ij} = \frac{x_{ij} - \min(\sum x_j)}{\max(\sum x_j) - \min(\sum x_j)}$$

$$\text{负向标准化: } X'_{ij} = \frac{\max(\sum x_j) - x_{ij}}{\max(\sum x_j) - \min(\sum x_j)}$$

$$\text{平移: } R_{ij} = X_{ij} + 1 \quad (i = 1, \dots, n, j = 1, \dots, m)$$

第三步：计算第 i 年第 j 项财务指标值占总财务数据指标值的比重。

$$p_{ij} = \frac{X'_{ij}}{\sum_{i=1}^n X'_{ij}}, i = 1, \dots, n, j = 1, \dots, m$$

第四步：计算每个财务指标 j 的熵值。

$$k = \frac{1}{\ln(n)} > 0, E_j \geq 0$$

$$E_j = -k \sum_{i=1}^n p_{ij} \ln(p_{ij})$$

第五步：计算财务指标 j 的差异系数。

$$d_j = 1 - E_j$$

第六步：计算财务指标 j 的熵权值。

$$\omega_j = \frac{d_j}{\sum_j d_j}$$

#### 2、熵权计算结果

本文采用 statat16.0 及 Excel 表格对佳沃财务数据计算熵权，数据样本和熵权重如表 5.10、5.11 所示：

表 5.10 2017 年-2022 年 9 月佳沃财务数据样本

一级指标	二级指标	二级指标	变量	2017	2018	2019	2020	2021	2022/09
财务协同	短期偿债能力	短期偿债能力	X1	0.41	0.68	0.27	0.26	0.16	0.16
			X2	1.09	1.39	0.88	0.84	0.63	0.64
		长期偿债能力	X3	0.67	0.68	0.94	0.87	0.91	0.89
			X4	2.00	2.10	15.21	6.88	9.78	8.16
管理协同	长期偿债能力	费用控制	X5	0.05	0.04	0.04	0.04	0.04	0.15
			X6	0.05	0.03	0.04	0.03	0.03	0.03
			X7	0.04	0.03	-0.06	-0.20	-0.08	0.03
			X8	0.01	0.02	0.07	0.09	0.06	0.07
		营运能力	X9	0.89	1.70	0.53	0.40	0.41	0.31
			X10	1.45	2.22	1.38	1.22	1.36	0.93
			X11	2.14	3.52	1.90	1.88	1.78	1.02
			X12	10.09	10.08	9.60	11.31	12.42	6.53
经营协同	费用控制	盈利能力	X13	0.03	0.02	-0.06	-0.24	-0.10	0.03
			X14	0.06	0.11	-0.27	-0.82	-0.27	0.12
			X15	0.02	0.04	-0.02	-0.08	-0.03	0.01
		发展能力	X16	0.64	1.27	-2.99	-1.99	0.49	-2.46
			X17	82.70	2.35	0.78	0.32	0.02	0.18
			X18	1.73	1.54	-4.65	-4.83	0.62	2.27
			X19	3.42	0.15	8.58	-0.05	0.03	0.16
			X20	0.05	0.12	-0.17	-0.38	-0.24	0.11

数据来源：佳沃食品公司 2017 至 2022 年度财务报告。

表 5.11 财务指标熵权结构图

一级指标	熵权	二级指标	熵权	三级指标	熵权
财务协同	0.21	短期偿债能力	0.12	速动比率	0.07
				流动比率	0.06
		长期偿债能力	0.08	资产负债率	0.06
				产权比率	0.03
管理协同	0.32	费用控制	0.15	销售费用率	0.02
				管理费用率	0.02
				成本费用利润率	0.07
				财务费用率	0.04
		营运能力	0.17	总资产周转率	0.07
				流动资产周转率	0.04
				存货周转率	0.03
				应收账款周转率	0.02
经营协同	0.48	盈利能力	0.08	营业利润率	0.02
				净资产收益率	0.02
				总资产净利率	0.03
		发展能力	0.40	净资产收益率增长率	0.04
				营业收入增长率	0.17
				净利率增长率	0.04
				总资产增长率	0.11
				可持续增长率	0.03

数据来源：根据表 5.10 数据用 Excle 计算所得。

### 5.3.3 计算经济效果综合得分

综合得分是基于各经济指标权重与经过正态标准化的样本数据相乘，计算各分级得分，层层累加，最终得到年度总得分，结果如下表 5.12 所示：

$$\text{综合得分公式: } s_j = \sum_j \omega_j x_{ij}'$$

表 5.12 佳沃食品公司经济效果综合得分表

		2017	2018	2019	2020	2021	2022/9
财务协同	短期偿债能力	0.07	0.12	0.03	0.03	0.00	0.00
	长期偿债能力	0.08	0.08	0.00	0.03	0.02	0.02
	总分	0.15	0.21	0.03	0.06	0.02	0.03
管理协同	费用控制	0.06	0.08	0.07	0.11	0.09	0.03
	营运能力	0.08	0.16	0.05	0.04	0.05	0.00
	总分	0.13	0.24	0.12	0.15	0.15	0.03
经营协同	盈利能力	0.07	0.07	0.04	0.00	0.04	0.07
	发展能力	0.32	0.12	0.13	0.01	0.08	0.08
	总分	0.39	0.20	0.17	0.01	0.12	0.15
最终得分		0.68	0.64	0.32	0.22	0.28	0.21
综合评价得分排名		1	2	3	5	4	6

数据来源：由表 5.11 加权计算所得。

观察表 5.12 可知，佳沃食品公司并购前的综合得分稳定在 0.6 左右，2019 年并购交易实施，使得公司在营运、管理和财务都受到极大挑战，综合得分骤降为 0.3，是原来的一半。此后，虽然佳沃食品公司加大了对目标公司的资源整合，不断提升经营效率，但在全球疫情肆虐的大背景下，一方面目标公司的盈利受到影响，没有达到并购前的预估水平；另一方面营业成本以及按期支付的借款和利息也加剧了企业财务负担，使得企业综合得分不断下降。综上，此次并购不但没有为佳沃带来积极影响，反而造成股东财富损失和企业价值蒸发，公司背负高额的债务压力，有濒临破产退市的风险。

## 5.4 小结

本章主要利用事件研究、财务指标分析，以及基于熵权的财务、管理和经营协同的综合评价得分三种研究方法分别从短期与长期、单项与综合的角度分析了佳沃食品公司跨国并购的策略效果。具体来说，在股东财富累积方面，对包含 40 个时间样本的窗口期计算超额收益和累积超额收益率发现：事件发生日前后的超额收益率均为负，在事件发生日，产生了正向的超额股东报酬。整体来看，累积超额收益率为负值，股东股权报酬减少，说明市场内的投资者对佳沃食品公司并购的前景发展并不看好，社会期望值低。在并购的长期效果方面，选用企业并购前两年和后三年（2017-2022 年 9 月 30 日）的财务数据信息，从盈利能力、偿债能力、营运能力、发展能力四个角度研究发现：并购完

成后，企业的盈利能力有明显提升，企业的营运能力、偿债能力、发展能力都显著下降。在综合得分评价方面，基于上述长期财务数据和能力分析角度，构建多维指标评价体系，将企业的长期并购效果划分为三大维度即财务协同、管理协同和营运协同，利用熵值法将数据标准化处理，确定客观熵权，转化为单位 1 制的综合得分。得分结果表明，佳沃食品公司并购后得分较差，排在时间样本范围的末 3 位，且 2022 年表现最差，说明此次并购对佳沃造成了消极影响，公司全体股东利益、企业价值受损。

佳沃食品公司此次并购的效果与所实施的并购策略是密切相关的。具体来看，抢抓政策机遇期的并购时机选择策略使得佳沃食品公司把握住了“一带一路”倡议和《FTA 升级议定书》签署的历史机遇，进而使公司在并购时有一个稳定的政治经济环境，并购后期享受政府退税，在一定程度上增加了企业的总资产；以信息的可获得性为基础的估值方式选择策略使得佳沃食品公司选择市场法进行溢价估值，进而产生了过高的商誉，加之疫情影响企业盈利，最终造成商誉减值，企业的总资产减少；单一化的融资方式选择策略虽然使得佳沃食品公司在短期内获得了大量的现金流，促使并购的顺利完成，但同时也增加了公司的长期借款和应付利息，使得公司的流动比率、速动比率、资产负债率显著下降，偿债能力几乎丧失；差异化的并购交易结构设计选择策略使得佳沃食品公司可以在境内境外按需布局，推动交易顺利进行，而且“双层 SPV”结构保障了佳沃食品公司的资产独立性，也为向境外进行银团贷款提供便利；全方位的资源整合选择策略使得佳沃食品公司能够在短时间内完成对目标公司的资源整合，提升了企业的盈利能力和营运效率，增强了企业抵御外部风险的实力。从整合方面具体来看，供应链整合使得佳沃食品公司得以降低三文鱼市场供需信息的不对称性、优化三文鱼养殖模式、实现技术更新，最终使得公司的存货周转率、净利润增长率不断上升。销售渠道整合则使公司的总资产收益率、营业毛利率、净资产收益率、营业利润率显著高于并购前，公司的盈利能力上升。而人力资源整合和文化整合，则提高了企业的运营管理效率，促使企业的总资产周转率的上升。由于佳沃在制定策略时忽视外部风险控制，并没有制定相应的风险化解方案，使得疫情带来的一系列消极影响抵消掉整合的积极影响，最终造成营运能力的下降。综上，佳沃食品公司的并购策略并没有使并购达到理想效果，策略实施不如人意。

## 6 结论与启示

上文通过检验短期内股东财富的增减、长期内财务指标的变化和基于熵权的综合评价好坏，分析出佳沃食品公司并购策略所产生的并购效果并不理想。这说明，佳沃食品公司此次并购在策略选择上虽然有值得推广应用的经验和优点，但也有需要总结改进的不足。此外，通过对佳沃食品公司并购案例分析，希望可以为我国农业领域的相关企业在进行海外并购的策略选择上提供相关启示，以期帮助企业规避风险，提升海外并购的效率和成功率，实现企业长远发展。

### 6.1 结论

#### 6.1.1 案例总结

首先，本文通过梳理佳沃食品公司并购智利三文鱼公司的整个案例过程，总结出佳沃食品公司此次并购动因是产生协同效应，持续提升盈利能力；掌控核心资源，增强竞争优势；完善产业链，丰富产品线。其次，从交易环节出发分析出佳沃食品公司所实施的策略有抢抓政策机遇期并购的时机选择策略，贴合目标优先的并购对象选择策略，以基本信息的可获得性为依据的并购对象估值方式选择策略，差异化的并购交易结构设计选择策略，单一化的并购融资方式选择策略和全方位的资源整合选择策略。然后，运用事件研究法、财务指标分析法、基于熵权的绩效综合评价分别对佳沃食品公司短期、长期的经济效果进行测算，研究发现此次并购短期内造成股份财富价值减少，长期内造成企业的盈利能力升高，营运能力、偿债能力、发展能力显著下降，以基于熵权的综合绩效评价得分为负值。由佳沃食品公司的长短期的经济效果看，尽管佳沃食品公司顺利达成跨国并购的智利三文鱼公司的交易，但其并购效果并不理想。这表明佳沃食品公司在并购策略的选择上既有值得肯定的方面，也有不科学不合理的方面。

#### 6.1.2 佳沃食品公司并购策略中值得肯定的方面

在并购时机的选择上，佳沃食品公司重点考虑政策优势，采取了抢抓政策机遇期的并购时机选择策略。佳沃瞄准国内“大消费”趋势，研判国际贸易政策导向，把握中智关税减免的有利时期和“一带一路”倡议的历史机遇，把自身的业务发展融入到国家的战略布局中乘势出海。这样做不仅降低了并购交易中的政治经济风险，为并购交易营造了良好的并购环境，而且加快了与此次海外并购相关的国内商务部门、外汇主管部门的登记备案手续的办理以及境外相关国家反垄断审查的通过，为并购交易的顺利进行奠定

基础。除此之外，中智 FTA 和“一带一路”倡议所带来的政策红利还可以降低并购后公司开展进出口商品贸易和国际化经营所产生的费用支出，在一定程度上缓解公司的财务压力，保障公司的资金周转。

在并购对象的选择上，佳沃食品公司重点考虑关联优质产业和企业，采取了贴合目标优先的并购对象选择策略，选择贴合公司战略目标的产业和优质企业。首先，佳沃食品公司选择贴合公司战略目标的三文鱼产业丰富了其在高端动物蛋白领域中的海鲜产品，促进了生产、加工和销售一体化全产业链条的构建，提升了公司的盈利能力，调动了公司开展并购活动的主动性和积极性。其次选择贴合目标产业的优质公司，一方面对于佳沃食品公司来说，并购三文鱼行业的领先公司提升了公司对于上游优质资源的掌控力，增大了行业内部的竞争优势；另一方面对于被并购方智利三文鱼公司来说，通过并购活动打开了庞大的中国市场，进一步提升了公司品牌占有率。综上，选择贴合公司战略目标的产业和企业，激发了并购双方的产业认同感，增强了并购双方的情感信任，减少了并谈交易磋商时的矛盾和冲突，推动并购交易的顺利达成。

在并购交易结构设计的选择上，佳沃食品公司重点考虑财务风险因素，采用境内、境外差异化的交易结构设计策略设计三层隔离风险的屏障。首先在境内，采用全资子公司和 PE 投资机构的形式实现母公司佳沃食品公司与子公司佳沃臻诚的风险隔离。其次在境外，先由佳沃臻诚与 PE 苍原投资联合设立 SPV1 智利控股有限公司，实现母公司佳沃臻诚和苍原投资与子公司智利控股有限公司的风险隔离，然后智利控股有限公司以控股 100% 的形式投资设立 SPV2 智利收购有限公司，实现母公司智利控股公司与子公司智利收购公司的风险隔离。通过三层风险隔离，佳沃食品公司不仅隔绝了智利三文鱼公司存在的隐藏财务风险，规避波及母公司的不必要的财务损失，保障母公司的资产安全，而且由于佳沃食品公司对于智利三文鱼公司是间接持股，所以佳沃食品公司对所持有的股份可以在其需要时灵活转让，减少资产剥离等复杂程序。另外，设立 SPV 帮助佳沃食品公司拓宽了筹资渠道，申请的境外银团贷款在总融资中占比 30%，在一定程度上解决了并购交易的融资困难，促使并购交易安全顺利推进。

在并购后期的资源整合方式选择上，佳沃食品公司综合考虑产业资源、文化、销售渠道以及人力资源因素，采取了全方位的资源整合选择策略。从财务指标的角度分析，首先通过供应链整合，佳沃食品公司得以降低三文鱼市场供需信息的不对称性、优化三文鱼养殖模式、实现技术更新，最终使得公司的存货周转率、净利润增长率不断上升。

销售渠道整合则使公司的营业毛利率、营业利润率、总资产收益率、净资产收益率显著高于并购前，公司的盈利能力上升。而人力资源整合和文化整合，则提高了企业的运营管理效率，促使企业的总资产周转率的上升。佳沃食品公司全方位的整合策略使得其在疫情冲击导致三文鱼市场低迷的背景下，仍然保持较好盈利能力，营运能力也逐渐恢复至并购前水平。

### 6.1.3 佳沃食品公司并购策略中存在不足的方面

在估值方式的策略选择上，佳沃食品公司以基本信息的可获得性来选择估值方式是远远不够的。一方面，由于并购双方所使用的会计准则不同，因而难以获得智利三文鱼公司按照中国会计准则编制的详细财务报告，导致对目标公司的基本信息掌握可能不准确。另一方面，由于目标公司所在的国家智利对三文鱼养殖规定众多，导致一些涉及商业机密但对于估算企业价值很重要的信息难以通过公开渠道获得。在本案例中，佳沃食品公司基于可获得的基本信息选择市场法进行高估值，而市场法并不能预测智利三文鱼公司未来的盈利能力，因而无法对目标公司整体进行全面评估，得出的估值结果在科学性、合理性方面有所欠缺。另外，高估值不仅使得佳沃食品公司后期的融资压力飙升，影响后期融资方式的选择，同时也增加了佳沃食品公司因经营不善而计提商誉减值的风险。由佳沃食品公司《2021 年度报告》显示，受疫情和通货膨胀影响，导致佳沃食品公司营业收入下降成本费用飙升，最终使得佳沃食品公司计提商誉减值 16402.10 万元。

在融资方式的策略选择上，佳沃食品公司仅考虑到目标公司未来盈利能力以及母公司的经营状况，就采用了单一化的并购融资方式选择策略。由于未结合自身的资产负债状况，导致负债式融资占比大，融资结构不合理。一般来说，如果一个公司的资产负债率在 55%-65%的区间内，说明公司的经营稳健合理，而超过 70%时，就预警这个公司的偿债能力低。据 2019 年佳沃发布的《重大资产购买》报告显示，在并购前，佳沃食品公司的资产负债率已经达到 70.93%，偿债能力已不容乐观，在此条件下，佳沃仍大比例采用借款筹资的方式，无疑是在进行一场攸关企业生死的豪赌，以下是佳沃借贷资金一览表。如表 6.1:

表 6.1 佳沃借贷资金一览表

借贷资金来源	资金总额（亿美元）	年利率	期限（月）	利息/年（万美元）
苍原投资公司可转债	1.25	现金：2% 递延：3%	转换期≤60	375
母公司佳沃集团借款	3.28	4.7%且小于或等于中国人民银行同期贷款基准利率	36	2253
境外银团贷款	4.5	4.45%	60	1562
总计	9.03	——	——	4190

数据来源：由佳沃食品公司 2019 年度财务报告所得。

如表 6.1 所示，佳沃食品公司完成并购不仅要偿还本金，每年还要定期支付总计约为 3 亿元（4190 万美元折合人民币约 3 亿元）的债务利息，巨大的债务和成本使得佳沃食品公司在 2019 年并购初，资产负债率就上涨至 93.8%，财务风险非常大，随时面临退市破产的风险。如果目标公司经营业绩如之前表现良好，佳沃可以勉强实现收支相抵。但由后期年度报告所知，尽管并购后营业收入不断增加，但长期疫情影响下，三文鱼市场价格剧烈波动和饲养成本和运输成本的上涨终究使得原本就需要每年支付高额借款和利息的佳沃公司雪上加霜，资产负债率一直保持在 85%左右，高居不下。据佳沃 2022 年 1 月 30 日发布的《2022 年度业绩预告》表明，如果 2022 年度审计后的净资产为负值，公司将被强制实施退出股票市场交易。由此可见，过多的债务融资加剧了企业偿债能力的下降，使得佳沃处境艰难。

## 6.2 启示

佳沃食品公司是我国农副食品行业的领先企业，其在并购过程中所实施的并购策略对农副食品行业内的其他企业在制定海外并购策略时也有一定的启示。

### 6.2.1 以政策导向为依据选择并购时机

并购往往因其过程的复杂性而产生多种外部交易风险，例如交易审批风险、交易被终止、暂停或取消的风险、贸易壁垒风险和不符合东道国制度法规风险等。这些外部风

险不仅会增加企业的相关费用支出，提高交易成本，而且也会拖长交易时间，阻碍交易达甚至终止交易。佳沃食品公司在本次并购中重点考虑政策优势，积极抢抓政策机遇期，有效规避外部风险，促使并购交易顺利完成。因此，企业在并购时机的策略选择上也要以政策导向为依据，顺势出海。首先，企业要了解中国政治经济发展的战略规划，关注我国新发展格局的构建，把握“一带一路”计划带来的与亚、非、欧、拉美等沿线国家开展投资和消费合作的难得机遇。其次，企业要详细了解在我国相关经济战略规划布局背景下，本国政府针对企业出海制定的优惠政策和举措，以便初步筛选合适的时机。最后，公司还应关注目标国家的政治、经济、法律环境变化，选择最恰当的时机展开并购。

### 6.2.2 以符合公司战略目标为依据选择并购对象

我国农业企业制定战略规划的目的就是紧跟经济全球化发展趋势，顺应时代发展潮流，实现公司的可持续发展。达成这一目的要求公司在进行海外并购时要以符合公司战略目标为依据选择并购对象。企业在选择并购对象时要分两步走，首先，公司要把自身从事的业务情况、经营产品的市场情况和公司所处的行业发展阶段与公司的战略目标相结合，挖掘有并购潜力的产业行业。公司应在确定并购目标产业的基础上，客观分析企业自身的财务情况、经营情况、行业内部的竞争优势以及实施跨国并购的可能性，在目标产业领域的众多公司中选择最合适的一个作为目标公司。尤其在分析实施并购的可能性时，公司可能因获取目标公司信息的渠道狭窄、信息搜集能力的不足导致选择不是最优，所以公司可聘请国外专业的背调机构参与选择，同时公司管理层人员应时刻保持清醒头脑，不能被目标公司所做盈利业绩承诺影响目标公司的选择。

### 6.2.3 以隔离财务风险为依据选择并购交易架构

并购交易架构是保障并购交易顺利进行的框架安排，贯穿于并购的整个过程。财务风险主要出现于并购后期阶段，由于估值和融资不合理、整合效果差或者目标公司后期盈利水平低等导致母公司在并购完成后面临巨大的财务风险。因此企业在选择并购交易架构时要以隔离财务风险为依据，保障公司的资金安全。企业在制定交易架构时，可以借鉴佳沃食品公司的经验设计三层架构，包括上一层投资层、中一层控制层和下一层实体运营层。中间控股层可以引入 SPV 这种特殊目的公司担任，这种做法的好处在于，SPV 公司不经营具体业务，一方面在上层公司想要分业经营时，不需要进行对 SPV 公司的资产剥离，只需转让所持股权即可。另一方面如果实体企业发生债务纠纷或破产清算，SPV 的存在也使得财务压力不会波及上层投资层公司。

#### 6.2.4 以产业协同为依据开展全面整合

整合是并购的最后一步，同时也是实现理想并购效果的最关键的一步。在本案例中，正是因为佳沃食品公司重视对目标公司的后期整合，才使得公司在疫情影响下仍保持强劲的营业收入增长。因此，企业要结合并购动因，从财务管理、客户管理、企业文化、销售渠道、业务拓展、人力资源等方面入手，加强对并购后期的有效整合。首先，公司在并购前应做好对目标公司的尽职调查，充分了解目标公司的文化、组织架构、人员管理、激励制度以及公司业务等情况。然后，结合并购动因，有针对性地先对公司日常经营产生重大影响的项目展开整合，由浅入深，循序渐进。再者，跨国并购整合对公司的运营管理能力提出了高要求，因此公司应抽调企业内部有丰富并购经验的工作人员与目标公司的精兵强将组建一支具有国际化经营能力的管理队伍，顺利将目标公司纳入企业的整体业务体系中。最后，要注重人员的发展。在建立并购双方都认同的企业文化的基础上，制定符合员工利益和公司发展的管理机制，营造良好的工作氛围，公开员工晋升渠道和奖励措施，激发工作人员的创新活力，不断提高工作效率。

#### 6.2.5 重视估值方式的合理性

在对目标公司进行估值时，受估值材料的繁琐性、估值数据的复杂性和估值人员的专业性等因素的影响，企业往往采取聘请中介公司代为估值，在不派遣公司内部人员参与监督估值过程的情况下，中介公司可能因为重要信息遗漏或者选择的估值方法不合适，而使得目标企业价值高估或低估。高估会增加商誉减值风险，低估则不利于并购达成，失去竞标优势。因此，选择合理的估值方式对企业并购至关重要。企业应重视对并购对象的估值，可以在聘请专业机构估值的同时，派遣公司内部人员参与监督，和中介机构讨论采用多种估值方法综合比较后，审慎估值。

#### 6.2.6 重视融资结构的合理性

股权融资是企业通过发行可转换债券、股权质押、公开或定向发行股票等获取融资的方式。债权融资则是企业通过银行信贷、企业债券、股东借款、租赁融资等获取融资的方式。融资结构是企业对外融资中股权和债权的占比情况，融资结构通过影响企业的财务状况，进而影响并购效果。如果股权融资占比大，容易造成股权稀释，降低股东实际控制力；如果债务融资所占的比重大，容易导致公司的财务风险增大，降低公司偿债能力。故企业在进行跨国并购对外融资时，应在综合考量并购交易类型、自身的资产负

债情况以及经过科学预估目标公司的经营和盈利情况后作出谨慎选择，尤其对于像佳沃食品公司这种在并购前就资产负债率非常高的公司，更应在慎重考虑企业后期是否有足够的力量承担由高额借款和利息带来的财务压力，而不是依靠着母公司佳沃集团的资金实力铤而走险、放手一搏。企业应尽可能使自己的融资结构多元化，融资占比贴合自身实际情况，最大限度降低融资风险。

## 参考文献

- [1]Anand J,Delios A. Absolute and relative resources as determinants of international acquisitions[J]. Strategic Management Journal,2002,23(2):119-134.
- [2]Black F, Scholes M. The Pricing of Options and Corporate Liabilities[J]. Journal of Political Economy,1973(3).
- [3]Constantinos C. Markides,Peter J. Williamson. Corporate Diversification and Organizational Structure: A Resource-Based View[J]. The Academy of Management Journal,1996,(2).
- [4]Dunning.Economic Policy Uncertainty and Corporate Mergers and Acquisitions[J]. Journal of Economic Science Research,1993,3(4).
- [5]David A.,Becher The valuation effects of bank mergers[J]. Journal of Corporate Finance,000,6(2):189-214.
- [6]Dunning JH.Trade.location of economic activity and the multinational Enterprise empirical tests[J]. Journal of International Business Studies,1980,11(1):9-31
- [7]Fischer Sophie,Rodwell John,Pickering Mark. A Configurational Approach to Mergers and Acquisitions[J]. Sustainability,2021,13(3).
- [8]Fama Eugene F. ,Fisher Lawrence,Jensen Michael C. ,Roll Richard. The Adjustment of Stock Prices to New Information[J]. International Economic Review,1969(1).
- [9]Haspeslagh and Jemison. Loan price in mergers and acquisitions[J]. Journal of Corporate Finance,1991,67.
- [10]Jensen Michael C.,Ruback Richard S.. The market for corporate control: The scientific evidence[J]. Journal of Financial Economics,1983(4).
- [11]Karampatsas N,Petmezas D,Travlos N G .Credit Ratings and the Choice of Payment Method in Mergers and Acquisitions[J]. Journal of Corporate Finance,2013,(2):474-493.
- [12]Kolstad I,A Wiig. “What determines Chinese outward FDI?” [J]. Journal of World Business, 2012,47(01):26-34.
- [13]Mamoru Nagano.Similarities and differences among cross-border M&A and green field FDI determinants:Evidence from Asia and Oceania[J]. Emerging Markets Review,201

3,(16):100-118.

[14]Marks M L,Mirvis P H. *Joining Forces:Making One plus One Equal Three in Mergers, Acquisitions and Aliances*[M]. Jossey-Bass Publishers:San Francisco,1998.

[15]Nada Kobeissi,Xian Sun,Haizhi Wang. Managerial labor-market discipline and the characteristics of merger and acquisition transactions[J]. *Journal of Business Research*,2009,(7).

[16]Otchere,George Owusu-Antwi.Sana Mohsni.WhyarestockexchangeIPOssounderprcedand yetoutperforminthelongrun?[J]. *Journal of International Financial Markets,Institutions&Money*,2013,(2):76-98.

[17]Portes,Rey H.The Determinants of Cross Border Equity Flows[J]. *Journal of International Economics*,2005(2):269-296

[18]Richard Portes,Hélène Rey. The determinants of cross-border equity flows [J]. *Journal of International Economics*,2004(2).

[19]Singh. International Merger & Acquisitions[J]. *Journal of Business & Financial Affairs*,1984,9(3).

[20]Vladimir Vladimirov. Financing bidders in takeover contests[J]. *Journal of Financial Economics*,2015(3).

[21]Yuyang Zhang,Konari Uchida,Liping Dong. External financing and earnings management: Evidence from international data[J]. 2020,(64):101-105.

[22]黄维干,郑广明. 中国食品企业跨国并购策略研究——以伊利并购泰国 Chomthana 公司为例[J]. *对外经贸*,2021(10):22-25.

[23]周雪峰,韩永飞. 技术寻求型跨国并购与企业创新:研究综述及展望[J]. *财会月刊*,2020(23),106-115.

[24]孙华鹏、苏敬勤、崔淼. 中国民营企业跨国并购的四轮驱动模型, *科研管理*,2014. 35(10). 94-100

[25]向平,孔杰. 中国企业跨国并购式海外市场进入模式现状分析与风险管理[J]. 2008(02):57-63.

[26]周雪峰,韩永飞. 技术寻求型跨国并购与企业创新:研究综述及展望[J]. *财会月刊*,2020(23),106-115.

- [27]顾晓敏,孙爱丽. 并购重组与价值创造:目标公司的协同效应分析[J]. 财会月刊, 2015(34):10-17.
- [28]李珮璘,黄国群. 跨国并购促进我国产业升级的典型案例分析、效应与对策研究[J]. 经济问题探索, 2018(10):171-178
- [29]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+97.
- [30]郑万吉. 企业跨国多元化并购动因:理论与实证评述[J]. 新经济, 2020(09):30-33
- [31]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):97-105+137
- [32]俞萍萍,赵永亮. 东道国制度质量对中国企业跨国并购区位选择的影响[J]. 国际经贸探索 2015(10):96-112
- [33]高翔,李凌. 中国企业海外并购区位选择影响因素研究[J]. 国际商务研究 2019(3):39-48
- [34]郭健全,袁园. 东道国制度因素对中国企业跨国并购区位选择影响研究[J]. 重庆工商大学学报(社会科学版)2015(5):29-35
- [35]胡文伟,李湛. 不同融资方式下的科技企业并购绩效比较研究——基于因子分析与Wilcoxon符号秩检验的实证分析[J]. 上海经济研究, 2019(11):94-107.
- [36]刘静欣. 中国企业跨国并购绩效研究[J]. 合作经济与科技, 2021(05):132-133.
- [37]吴道友,夏雨. “一带一路”背景下浙商企业跨国并购协同整合策略研究——以万丰航空产业系列跨国并购为例[J]. 经营与管理, 2020(10):30-33.
- [38]魏闪闪,杨超,尹涵我国企业跨国并购的动因和策略选择[J]. 中国集体经济, 2019(35):11-12
- [39]刘焰. 生命周期、并购模式与并购绩效的关系——基于收购公司的视角[J]. 华南师范大学学报(社会科学版), 2014, (4):100-107+182..
- [40]潘昶靛. 基于企业生命周期视角的并购决策研究[J]. 会计之友, 2013(20):73-77.
- [41]焦子宸. 基于熵权 TOPSIS 法的山西省现代服务业综合评价研究[J]. 经济师, 2023(02):125-126+131.
- [42]何伟军,彭青玲,袁亮. 中国企业海外并购动因、风险及绩效研究——基于韦尔股份收购豪威科技的案例[J]. 财会通讯, 2022(02):93-100.

- [43]贺珊,杨超.企业并购类型及绩效研究[J].中国集体经济,2020,(5):72-73.
- [44]何德旭,曾敏,吴育辉,刘蕴霆.股票错误定价、市值管理与上市公司并购行为[J].中国工业经济,2022(10):118-136.
- [45]郑小平,朱瑞笛.基于改进平衡计分卡的美的并购库卡绩效研究[J].会计之友,2021(17):51-57.
- [46]许世珍.软件信息行业并购评估研究——以D公司并购H公司的收益法评估为例[J].
- [47]中小企业管理与科技(中旬刊),2020,(3):118-119..
- [48]陈蕾,古梦迪.蒙特卡罗模拟在周期性公司收益法估值预测中应用研究[J].财会通讯,2013,(18):112-114+129.
- [49]徐众,季颖.实物期权定价模型在企业并购估值中的应用[J].市场研究,2020,(3):61-63.
- [50]尤小雁.其他权益工具投资估值的难点[J].财会通讯,2019,(32):78-82.
- [51]黄中文.跨国并购的交易结构模式剖析[J].商业研究,2004,(18):17-21.
- [52]颜永平.PE系并购基金模式浅析[J].现代商业,2015(03):189-190.
- [53]黄人杰.私募股权基金支持中国企业海外并购模式的发展与实践[C]//.第十届中国软科学学术年会论文集,2015:41-49.
- [54]胡子南.中资企业在德收购的交易结构和融资安排[J].中国经贸导刊(中),2019(05):4-7
- [55]张弛,余鹏翼.并购类型会影响中国企业技术并购绩效吗——对横向、纵向和混合并购的比较研究[J].科技进步与对策,2017,(7):76-81.
- [56]张雅荃.企业并购中融资方式和资金支付方式的比较分析[J].中国总会计师,2020(5):110-111.
- [57]方程.上市公司跨境并购融资方式的研究[J].纳税,2019,(26):194.
- [58]王宛秋,王雪晴,刘晓燕,龚慧敏,唐中君.基于TOE框架的企业跨界技术并购绩效的提升策略研究——一项模糊集的定性比较分析[J].南开管理评论,2022,25(02):136-148.
- [59]兰洁,林爱杰.双循环背景下东道国国家风险对我国企业海外并购绩效的影响[J].重庆大学学报(社会科学版),2021,27(03):228-244..
- [60]蓝发钦,赵建武,王凡平,陈后兴.控制权结构、估值水平与并购支付方式选择——来

- 自我国上市公司的经验证据[J]. 江淮论坛, 2018, (01):11-18.
- [61]张芳丽,李玥,刘芳. 货币政策、融资方式与并购绩效——基于后危机时代背景[J]. 经济问题, 2018(07):104-110.
- [62]毕婷. 企业并购融资风险及控制路径[J]. 全国流通经济, 2022(28):79-82.
- [63]陈舒婷. 上市公司并购重组支付方式综述[J]. 商讯, 2020, (8):144+146.
- [64]杜健,郑秋霞,郭斌. 坚持独立或寻求依赖?“蛇吞象”式跨国并购的整合策略研究[J]. 南开管理评论, 2020, 23(06):16-26.
- [65]吴航,陈劲. 跨国并购整合中的协同与创新:整合动机与整合度的匹配[J]. 科技进步与对策, 2020, 37(23):1-8.
- [66]薛云建,周开拓. “蛇吞象”跨国并购后的整合战略分析[J]. 企业研究, 2013(15):48-50
- [67]杜瑞丽. 企业并购的战略整合模式选择及管理研究[J]. 中外企业家, 2016(06):41-42.
- [68]杨紫嫣. 跨国并购融资方式选择的风险分析——以闻泰科技并购安世半导体为例[J]. 湖北经济学院学报(人文社会科学版), 2022, 19(05):36-40.
- [69]刘建. 企业重组中的财务整合要点及策略[J]. 企业改革与管理, 2020, (1):164-165.
- [70]夏光华. 中国企业跨境并购中的战略整合策略[J]. 产业经济评论, 2016, (6):87-104.
- [71]徐尧. 企业并购后人力资源整合问题研究[J]. 商讯, 2019, (20):192-193.
- [72]于快,徐大展. 企业跨国并购财务整合问题研究[J]. 商业经济, 2020, (6):85-86
- [73]李善民,刘永新. 并购整合对并购公司绩效的影响——基于中国液化气行业的研究[J]. 南开管理评论, 2010, 13(04):154-160.
- [74]李杰. 融资压力与企业并购绩效——并购融资方式视角的分析[J]. 华东经济管理, 2007(06):108-113.
- [75]程金凤. 不同融资方式下海外并购管理绩效分析[J]. 财会通讯, 2019(23):42-45.
- [76]余鹏翼,王满四. 国内上市公司跨国并购绩效影响因素的实证研究[J]. 会计研究, 2014(03):64-70+96. *Economic Science Research*, 1993, 3(4).
- [77]贾镜渝,刘雨晨. “一带一路”高质量发展背景下中国企业海外并购融资的现状、问题及对策[J]. 对外经贸实务, 2022(03):83-87.
- [78]云昕,辛玲,刘莹,乔晗. 优酷土豆并购案例分析——基于事件分析法和会计指标分析

法[J]. 管理评论, 2015, 27(09):231-240.

[79] 刘海生, 倪鑫. 上市公司商誉减值风险成因及防范研究——以宝鼎科技为例[J]. 会计之友, 2021(08):58-63.

[80] 翟育明, 王震, 王春华. 企业跨国并购交易完成的影响因素及模式研究[J]. 上海对外经贸大学学报, 2020, 27(06):105-112.

[81] 王文佳, 魏龙. 特定优势组合与中国企业跨国并购动因——来自中国上市企业的经验证据[J]. 国际商务(对外经济贸易大学学报), 2022(04):122-138.

[82] 张继德, 相里媛, 薛荣斌, 李化冰. 并购时机选择影响因素评价体系研究——以嘉能可并购为例[J]. 山东财经大学学报, 2021, 33(04):77-88.

[83] 倪中新, 花静云, 武凯文. 我国企业的“走出去”战略成功吗?——中国企业跨国并购绩效的测度及其影响因素的实证研究[J]. 国际贸易问题, 2014(08):156-166.

[84] 李善民, 曾昭灶, 王彩萍, 朱滔, 陈玉罡. 上市公司并购绩效及其影响因素研究[J]. 世界经济, 2004(09):60-67.

[85] 齐朝顺, 杜晓君. 政治关联对中国企业国际并购绩效影响研究[J]. 当代财经, 2018(01):68-77.

[86] 蓝发钦, 国文婷. 企业并购中的匹配效应——并购溢价和标的公司盈利质量对并购绩效的影响研究[J]. 经济理论与经济管理, 2022, 42(05):50-64.

[87] 黄本多, 干胜道. 自由现金流量、并购溢价与我国上市公司并购绩效的实证研究[J]. 华东经济管理, 2009, 23(04):139-143.

[88] 杨波, 万筱雯, 胡梦媛. 中国资源类企业海外并购区位选择研究——基于东道国制度质量视角[J]. 资源科学, 2020, 42(09):1788-1800.

## 后记

经过历时一年的构思、写作、打磨，我终于在阳春三月完成了这篇硕士论文，这也意味着我在兰州财经大学三年的求学生涯即将画上句号。时光如白驹过隙，转瞬即逝，留下的则是我在兰财大生活和学习的美好记忆。回首过去，既有挫折坎坷，也有欢声笑语，而我坚定走过的每一步都是为了迎来这个美好结局。一路走来，我不仅学习并掌握了国际商务方面的专业知识，而且还学会了许多为人处世的道理，更明白了作为新时代青年人肩负的党和国家所赋予的时代责任。我要感谢培养我的学校塑我成才，感谢教育我的老师授我知识和真理，感谢关爱我的同学、朋友给予我帮助。

首先，我要感谢我的母校兰州财经大学，感谢它在研究生复试时给予我机会，让我得以实现继续求学的愿望；感谢它教育设施等硬实力和科研师资等软实力雄厚，使得我可以有条件地学习专业知识，深钻学术课题，参加国际商务专业领域的项目比赛，不断提升知识水平和实践能力。感谢它为我们这些莘莘学子考虑，营造良好的生活环境，冬天火力十足的宿舍暖气、价格低廉的洗浴、味道鲜美的兰州牛肉面.....不仅减轻了我们的生活负担，也让我们住得安心，吃得放心，学得开心。

其次，我要感谢我的研究生导师聂元贞教授，聂教授不仅满腹经纶、博学多闻，更是拥有一丝不苟、严谨细致的优良品质。记得与聂老师的初次见面，一位和蔼可亲的学者，面带笑容地对我们说，“来到兰州还适应吗”，“学习上生活上有什么需要帮助吗？”温暖的话语让我忘却了远离家乡所带来的担忧和不安。在我写作论文的一年时间内，聂老师更是全程参与指导。论文选题时，老师给我们分享许多贸易前沿和经济热点，帮助我们寻找论文主体灵感，使得我们的选题新颖，紧跟发展热点。论文中期写作时，聂老师指导我们制定写作计划，细化论文研究目标，帮助我们合理规划，确保论文保质保量地完成，对于论文中遇到的一些难题，聂老师不管工作多忙都会耐心地通过见面、电话、视频的方式帮助我们去解决。在我们心情低落、写作遇到瓶颈期时，聂老师总是鼓励我们要坚持，相信自己能够很好地完成。在论文定稿阶段，聂老师又化作严师，秉持客观、严谨、负责的态度，对我们提交的论文进行纠错，细化到连一个小小的标点符号都不放过。正是有了聂老师的指导参与，我的论文才可以顺利完成。当然，我还要谢谢国贸学院每一位教授我知识的老师，感谢他们的无私奉献，让我的知识水平和操作实践都有进步和提升，感谢他们对我论文提出的针对性建议，我会虚心接受并改正。

再则，我要感谢我的同学和朋友们。感谢他们在论文写作时和我一起并肩作战，攻坚克难，为了学习某个检验方法从早到晚坐在电脑面前不断地研究、探讨，最终取得圆

满结果。

最后我要感谢我的母亲，感谢您对我的支持和鼓励，在家境不富裕的条件下支持我求学。有了您的理解、包容，我才得以拥有一往无前的勇气，顺利完成学业。

行笔至此，我学生时代圆满落幕，我相信在青春时代提交了一份满意的答卷。接下来我将进入下一个人生阶段，希望自己能够不忘初心、牢记责任、踔厉奋发、勇毅前行，以斗争的姿态去迎接未来的机遇和挑战。

2023年2月28日