

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 西王食品并购加拿大 Kerr 公司协同效应研究

研究生姓名: 石叶凡

指导教师姓名、职称: 安占然 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

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

学位论文作者签名： 石叶 签字日期： 2023年5月31日

导师签名： 安占然 签字日期： 2023年5月31日

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意” / “不同意”）以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 石叶 签字日期： 2023年5月31日

导师签名： 安占然 签字日期： 2023年5月31日

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

Research on Synergistic effect of Western King Foods' acquisition of Kerr Corporation

Candidate : Shi Yefan

Supervisor : An Zhanran

摘要

随着全球经济一体化，21 世纪的市场竞争日益激烈。为了提高自身的竞争实力，许多食品企业试图通过并购的方式来扩大经济规模，创造经济效益。研究食品企业跨国并购后的短期协同效应和长期协同效应，对并购双方资源整合效果、资金利用率提高与否做出综合评价，可以直观地判断并购企业是否达到预期并购目的，为其制定未来发展规划奠定基础。本文以西王食品并购加拿大 Kerr 公司为例，研究西王食品并购动因和并购后的短期协同效应和长期协同效应效果，对其制定“中国健康食品第一品牌”的发展战略具有重大意义，同时分析并购后其长期协同效应下降的影响因素，为其他食品企业提升跨国并购协同效应提供借鉴。

首先，文章使用事件研究法评价西王食品并购后的短期协同效应，通过研究发现，西王食品累计超额收益率在窗口期内呈上升趋势，说明此次并购为股东带来了财富价值，短期协同效应得以实现。其次，使用财务指标法对长期协同效应进行评价，发现其经营协同效应不显著，财务协同效应不显著，管理协同效应显著；使用非财务指标法对长期协同效应进行评价，发现其技术协同效应不显著，品牌协同效应显著；使用熵值法对长期协同效应进行综合评价，发现其并购后长期协同效应整体下降。再次，文章对导致西王食品长期协同效应下降的内、外部因素进行分析，内部因素包括并购存在支付风险和企业研发投入不足，外部因素包括存在汇率风险以及并购后文化资源整合效果不佳。最后，对西王食品提升其跨国并购协同效应提出针对性建议，即合理选择支付方式、加大研发投入、合理规避外汇风险以及重视并购后文化资源的整合，并且对其他食品企业提出提升跨国并购协同效应的启示，即选择多元化的融资方式，重视并购后的整合工作，增强风险防控意识。

关键词：跨国并购 短期协同效应 长期协同效应 影响因素

Abstract

With the global economic integration, the market competition in the 21st century has become increasingly fierce. In order to improve their competitive strength, many food enterprises try to expand their economic scale and create economic benefits by means of M&A. Studying the short-term synergistic effects and long-term synergistic effects of cross-border M&A of food companies, and making a comprehensive evaluation of the effect of resource integration and the improvement of capital utilization of both sides of the M&A, can intuitively judge whether the M&A companies have achieved the expected M&A purposes and lay the foundation for their future development planning. This paper takes the acquisition of Kerr Canada by Xi Wang Food as an example, and studies the motivation of Xi Wang Food's M&A and the short-term and long-term synergistic effects after the M&A, which is of great significance to its development strategy of "China's No.1 health food brand". The article also analyzes the factors influencing the decline of long-term synergy effect after M&A, and provides reference for other food companies to improve the synergy effect of cross-border M&A.

First, the article uses the event study method to evaluate the short-term synergistic effect of Xi Wang Food's M&A. Through the study, it is found that Xi Wang Food's excess cumulative return tends to increase during the window period, indicating that the M&A brings wealth value to shareholders and the short-term synergistic effect is realized. Secondly, the long-term synergy effect was evaluated using the financial index method, and it was found that its operational synergy effect was insignificant, financial synergy effect was insignificant and management synergy effect was significant; the long-term synergy effect was evaluated using the non-financial index method, and it was found that its technology synergy effect

was insignificant and brand synergy effect was significant; the long-term synergy effect was comprehensively evaluated using the entropy value method, and it was found that its overall long-term synergy effect after the M&A. The long-term synergistic effect was found to decrease after the merger. The article analyzes the internal and external factors that lead to the decline of long-term synergy effect of Xi Wang Food, including the internal factors of payment risk and insufficient investment in R&D, and the external factors of exchange rate risk and poor integration of cultural resources after the merger. Finally, the article proposes targeted suggestions for Xi Wang Food to improve its cross-border M&A synergy effect, i.e., choosing payment methods reasonably, increasing R&D investment, avoiding foreign exchange risk reasonably, and paying attention to post-merger cultural resource integration, and suggests insights for other food companies to improve cross-border M&A synergy effect, i.e., choosing diversified financing methods, paying attention to post-merger integration, and enhancing risk prevention and control awareness.

Keywords: Cross-border merger and acquisition; Short-term synergistic effect; Long-term synergistic effect; Influencing factors

目 录

1 引言	1
1.1 研究背景、目的及意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究目的	2
1.1.3 研究意义	2
1.2 研究方法、研究内容与技术路线图	3
1.2.1 研究方法	3
1.2.2 研究内容	3
1.2.3 技术路线图	5
1.3 创新点与可能的不足	6
1.3.1 创新点	6
1.3.2 可能的不足	6
2 理论基础与文献综述	7
2.1 理论基础	7
2.1.1 效率理论	7
2.1.2 规模经济理论	7
2.1.3 市场势力理论	7
2.1.4 多元化经营理论	8
2.1.5 协同效应理论	8
2.2 国内外文献综述	8
2.2.1 跨国并购的概念	8
2.2.2 跨国并购动因研究	9
2.2.3 跨国并购协同效应的分类研究	10
2.2.4 跨国并购协同效应的评价方法	12
2.2.5 跨国并购协同效应影响因素研究	14
2.2.6 文献简评	15

3 西王食品并购加拿大 Kerr 公司情况介绍	17
3.1 并购双方简介.....	17
3.1.1 并购方西王食品简介.....	17
3.1.2 被并购方加拿大 Kerr 公司简介.....	17
3.2 并购背景.....	18
3.3 并购动因.....	19
3.3.1 扩大市场份额，实现规模经济.....	19
3.3.2 获取技术优势，提高竞争力.....	19
3.3.3 分散企业风险，实现多元化经营.....	20
3.4 并购过程.....	20
3.5 整合措施.....	21
3.5.1 人力资源整合.....	21
3.5.2 品牌资源整合.....	21
3.5.3 文化资源整合.....	22
3.5.4 制度的整合.....	22
4 西王食品并购加拿大 Kerr 公司的短期协同效应评价	24
4.1 基于事件研究法的短期协同效应评价.....	24
4.2 相关概念解释及模型构建.....	24
4.2.1 相关概念解释.....	24
4.2.2 模型构建.....	24
4.3 样本的选取及数据来源.....	25
4.3.1 事件发生日、窗口期、估计窗口期的选取.....	25
4.3.2 样本数据来源.....	25
4.4 实证分析.....	26
4.4.1 平稳性检验.....	26
4.4.2 回归分析.....	27
4.5 本章小结.....	32

5 西王食品并购加拿大 Kerr 公司的长期协同效应评价	33
5.1 西王食品长期协同效应评价体系构建.....	33
5.2 基于财务指标法的长期协同效应评价.....	35
5.2.1 经营协同效应.....	35
5.2.2 财务协同效应.....	38
5.2.3 管理协同效应.....	42
5.3 基于非财务指标法的长期协同效应评价.....	45
5.3.1 技术协同效应.....	45
5.3.2 品牌协同效应.....	48
5.4 基于熵值法的长期协同效应综合评价.....	51
5.4.1 基本原理.....	51
5.4.2 评价步骤.....	51
5.4.3 评价结果分析.....	57
5.5 本章小结.....	58
6 西王食品长期协同效应下降的影响因素分析	60
6.1 内部因素分析.....	60
6.1.1 存在支付风险.....	60
6.1.2 研发投入不足.....	60
6.2 外部因素分析.....	61
6.2.1 存在外汇风险.....	61
6.2.2 企业文化整合效果不佳.....	61
6.3 本章小结.....	61
7 本文结论、建议与启示	63
7.1 本文结论.....	63
7.2 提升西王食品并购加拿大 Kerr 公司协同效应的建议	64
7.2.1 合理选择支付方式.....	64
7.2.2 加大研发投入.....	64

7.2.3 合理规避外汇风险.....	65
7.2.4 提高企业文化整合能力.....	65
7.3 对其他食品企业提升跨国并购协同效应的启示.....	65
7.3.1 选择多样化的融资方式.....	65
7.3.2 注重并购后的整合工作.....	66
7.3.3 增强风险防控意识.....	66
参考文献	67
后 记	73

1 引言

1.1 研究背景、目的及意义

1.1.1 研究背景

2006 年以来,我国企业纷纷通过跨国并购的方式扩大市场份额,提高企业国际竞争力、获得协同效应、实现规模经济。2016 年,超过 900 多家企业进行跨国并购活动,交易数量较 2013 年增加两倍多,交易额更是超过 2000 亿美元,是 2013 年的四倍多^①。随着《健康中国(2019-2030)》等规划的出台,越来越多的传统企业开始把战略目标转向健康领域,通过跨国并购的方式获取目标企业的品牌和技术优势。

西王食品主要从事玉米油的生产与销售,凭借其产品质量和售后服务,在行业内具有较大影响力。近年来,随着国内玉米油市场竞争的加剧,西王食品的创收能力开始下降,发展遇到瓶颈,因此,不得不寻求海外市场的扩张。加拿大 Kerr 公司主要从事营养品和保健品的生产和销售,凭借其优质的营销团队及庞大的销售体系,在北美市场占据了一席之地。2016 年,西王食品在中国和加拿大两国总理的见证下,采用现金支付的方式完成了对加拿大 Kerr 公司的跨国并购。并购完成当年,西王食品的股价波动明显,经营业绩大幅度提升,实现了短期协同效应。但并购完成后,西王食品的部分指标又回到了并购之前的水平,说明其长期协同效应效果不佳。

通过评价西王食品并购协同效应的效果及找出影响企业并购长期协同下降的因素,有利于进一步提升西王食品的跨国并购水平。同时,对我国其他食品企业进行跨国并购给予启示,有利于提高食品企业的国际竞争力。

^① 根据普华永道《企业并购市场回顾与展望》相关数据整理。

1.1.2 研究目的

本文以食品企业西王食品并购加拿大 Kerr 公司为案例研究，具体研究目的分为以下三个方面：

1.找出西王食品此次并购的真实动因；

2.使用事件研究法对西王食品短期协同效应进行评价。从经营协同效应、管理协同效应、财务协同效应三个角度选取财务指标，从技术资产协同效应和品牌协同效应两个角度选取非财务指标进行长期协同效应评价，并结合熵值法对长期协同效应进行综合评价，进而判断西王食品此次并购活动的长期协同效应效果。

3.分析导致西王食品并购加拿大 Kerr 公司长期协同效应下降的内、外部因素，并为西王食品提升协同效应提出相应的建议，为其他食品企业提出相关启示。

1.1.3 研究意义

1.理论意义

国内外学者多是以大型上市国有企业为研究对象，且将研究重点放在 IT、医药、汽车等行业，对民营食品企业跨国并购案例的研究较少，而基于协同效应视角进行研究的则更少。因此，本文以食品企业的跨国并购为背景，评价西王食品跨国并购协同效应效果，可以对并购协同效应的研究内容进行补充。

2.现实意义

本文将西王食品并购加拿大 Kerr 公司作为案例研究对象，探究西王食品跨国并购的协同效应，评价此次并购是否带来短期和长期的协同效应，找出影响并购长期协同效应的主要因素，并总结经验。不仅有助于西王食品并购后的可持续发展，也为我国食品企业未来的跨国并购提供一定的借鉴，对其实现海外市场拓展、推进全球化战略、提升核心竞争力具有较强意义。

1.2 研究方法、研究内容与技术路线图

1.2.1 研究方法

1.文献研究法

本文对国内外跨国并购理论的研究成果进行梳理，通过学习跨国并购动因、协同效应分类、评价方法及影响因素，在此基础上，对西王食品并购案例进行分析，找出不足之处并进行修正。

2.案例分析法

本文以食品企业——山东西王食品股份有限公司为例，结合其收购和整合加拿大 Kerr 公司的案例，对其短期协同效应和长期协同效应进行评价，并根据其效果为西王食品和其他食品企业提供相关建议及启示。

3.比较分析法

第五章，通过建立长期协同效应评价指标体系，对西王食品并购前后十年的相关数据进行整理与归纳，从管理、经营、财务、技术、品牌五个方面对并购的长期协同效应进行对比分析。

4.事件研究法

通过查询并购方企业历年股价信息，对事件窗口期内公开市场股价的变动情况进行披露。运用 SPSS 统计软件进行回归分析。最后，通过观察窗口期内企业累计超额收益率的波动情况，对并购方企业并购的短期协同效应进行评价。

5.熵值法

采用熵值法对西王食品经营、管理、财务、技术、品牌协同效应中的相关财务指标和非财务指标进行权重赋值，计算出各指标在各时期的得分，并进一步计算出各维度的得分。然后根据熵值法计算的结果对西王食品的长期协同效应进行评价并得出分析结果。

1.2.2 研究内容

本文将从七个部分对西王食品并购加拿大 Kerr 公司协同效应进行研究。

第一部分，引言。主要是对本文的研究背景、研究目的与意义、研究方法、研究内容及存在的创新点与可能的不足进行论述。

第二部分，理论基础与文献综述。首先，简要介绍了企业跨国并购协同效应的理论基础。其次，回顾和梳理了国内外学者关于企业跨国并购的概念、动因、协同效应的分类、评价方法、影响因素等相关文献。

第三部分，西王食品并购加拿大 Kerr 公司的情况介绍。主要是从并购双方简介、并购动因、并购背景、并购过程和整合措施五个方面介绍该案例。

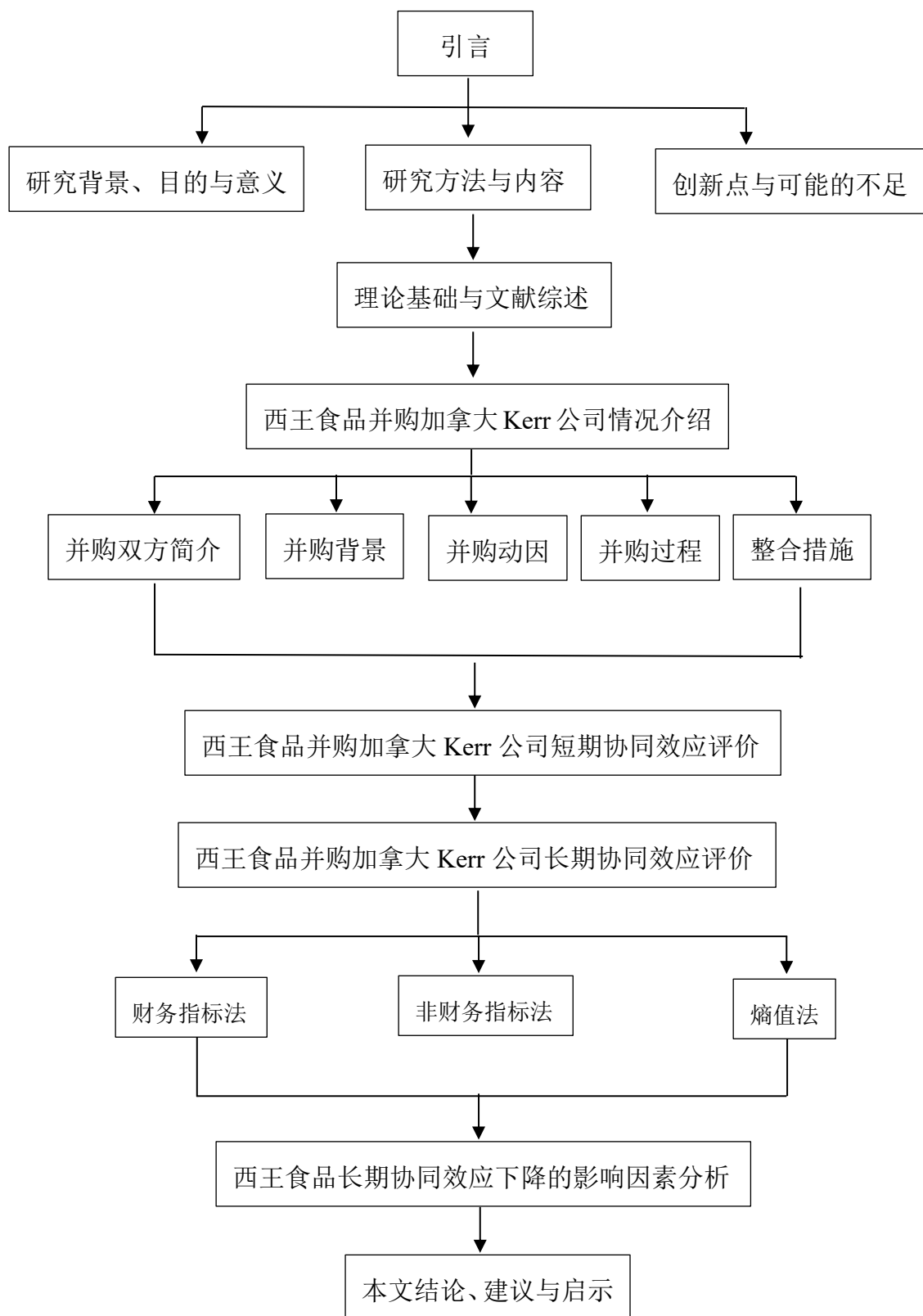
第四部分，西王食品并购加拿大 Kerr 公司的短期协同效应评价。采用事件研究法对西王食品并购的短期协同效应评价后发现，事件窗口期内股票累计超额收益率上升趋势显著，说明并购事件对股东财富产生了积极影响，短期协同效应实现。

第五部分，西王食品并购加拿大 Kerr 公司的长期协同效应分析。首先，构建并购长期协同效应评价指标体系；其次，从经营协同效应、管理协同效应、财务协同效应三个角度选取财务指标，从技术协同效应和品牌协同效应两个角度选取非财务指标对西王食品进行长期协同效应评价；最后，结合熵值法对西王食品长期协同效应进行综合评价。

第六部分，西王食品并购长期协同效应下降的影响因素分析。该部分主要从企业内部和企业外部两个角度对西王食品并购后长期协同效应下降的原因进行分析。

第七部分，本文结论、建议与启示。在对文章进行总结的基础上，结合西王食品并购加拿大 Kerr 公司的短期协同效应和长期协同效应评价结果，为西王食品提升并购协同效应提出建议，为食品企业提升跨国并购协同效应给予启示。

1.2.3 技术路线图



1.3 创新点与可能的不足

1.3.1 创新点

就研究内容而言，目前从协同效应视角研究食品企业跨国并购的论文较少，并且现有文献中，尚未发现有针对西王食品并购加拿大 Kerr 公司短期协同效应和长期协同效应的分析，因此对西王食品并购协同效应进行研究，这可能是本文的一个创新点。

1.3.2 可能的不足

在长期协同效应评价中，非财务指标的种类比较多，由于相关数据资料的获取存在一定难度，因此本文仅选取了与西王食品长期协同效应有较大关联度的几个指标来反映企业并购后的长期协同效应效果，存在一定的局限性。

2 理论基础与文献综述

2.1 理论基础

2.1.1 效率理论

效率理论是指，企业可以通过兼并和收购提高经营效率，扩大规模经济。公司的效率理论也与管理协同作用有关，并被应用于并购中的管理协同作用。如果收购方的管理能力很高，则会造成浪费。而在并购交易中，多余的管理资源可以有效而快速地整合到管理能力较低的收购方。这可以提高整体管理效率，创造并购后的管理协同效应。本文的案例也符合这一理论。通过将办事处设在中国，加拿大 Kerr 公司将其优秀的管理资源转移到管理能力相对较弱的西王食品，从而提高了两家公司的整体管理效率。

2.1.2 规模经济理论

规模经济理论由亚当·斯密提出，他认为规模经济理论可以用来反映企业经济发展的程度。即特定时期增加某一产品的数量，则会降低该单位产品的生产成本。阿尔弗雷德·马歇尔将规模经济理论分为：内部规模经济和外部规模经济。前者主要指企业可以通过整合内部资源来提高生产效率；后者主要指企业可以通过吸收或兼并的方式，注入被并购企业的技术、品牌、知识产权等资产来降低生产成本，实现规模经济。但企业规模经济的实现收到多方面因素的影响，如品牌价值、管理能力和资产水平。某一方面的能力不足则会对公司的效率产生影响。因此，在并购过程中，公司应综合考虑多方面因素，谨慎做出决定。

2.1.3 市场势力理论

Comanor 提出了市场势力理论，指出企业要想提高竞争力、扩大市场份额就需要通过跨国并购的方式来实现。威廉姆森、惠廷顿和钱德勒等学者，对科曼诺（Comanor）的观点进行了探讨，并认为企业通过跨国并购也可以获取目标企业

的客户和技术资源, 扩展营销渠道, 增加市场份额, 分散风险、实现多元化经营, 提高企业在行业中的地位。以增强市场势力为目的的并购活动主要表现在以下 3 个方面: 一是企业市场需求下降。二是企业国际竞争力遭到冲击。三是想要获得在市场上的垄断地位。

2.1.4 多元化经营理论

经营多元化理论由安索夫提出, 他认为当企业面临破产风险时, 可以通过并购的方式纳入目标企业的优质资源, 丰富产品的多样性, 获得新的利润增长点, 实现业务多元化发展。此外, 并购双方企业具有明显优势以及并购方企业的业务多元化发展有利可图的, 是企业通过并购实现多元化经营的两个基本前提。

2.1.5 协同效应理论

协同效应理论由 H.Igor Ansoff 提出, 他认为企业并购的目的是获取专利技术、品牌价值等方面的协同效应。并购结束后, 如果企业的总价值大于并购前双方独立价值的总和, 则意味着并购活动获取了 “1+1>2” 的经济优势, 并购双方应达到了彼此理想状态。根据时间间隔的不同, 并购的协同效应可以分为短期协同效应和长期协同效应。多数国内外学者将并购后一年以内的协同效应定义为短期协同效应, 将并购后三至五年间的协同效应定义为长期协同效应。

2.2 国内外文献综述

2.2.1 跨国并购的概念

跨国并购包括兼并 (Merger) 和收购 (Acquisition) 两种方式。跨国兼并是指, 企业自身与外国企业合并后, 重新注册成一个新的企业, 或者合并成一个现有的企业; 跨国收购是指, 并购方企业直接收购被并购方企业的控股权。

国内外学者认为跨国并购具有以下三个特征: (1) 并购活动有两个主体: 并购方企业和被并购方企业; (2) 并购方企业和被并购方企业属于不同的国家

或地区，或母公司不在同一国家或地区；（3）并购后，并购方企业对被并购方企业具有一定的经营管理控制权。

2.2.2 跨国并购动因研究

通过梳理国内外跨国并购动因理论的相关文献后发现，我国企业跨国并购的主要动因为：获取专利和技术、追求协同效应、实现多元化经营

1. 获取专利和技术

Mathews（2006）和 Li（2007）均认为，获取被并购方企业先进的技术知识是并购方企业跨国并购的主要动因。Pooja Thakur-Wenz（2019）认为跨国并购（M&A）会促进企业非核心技术的创新，绿地投资会促进企业核心技术的创新。

臧成伟等（2020）认为，我国企业跨国并购的目标是获取专利和技术。此外，通过并购增强技术创新能力可以提高企业内部资源配置效率。李宏和郝云云（2017）对我国装备制造企业海外并购的动因进行研究，发现输出过剩产能、实现多元化经营、提高市场占有率是主要动因，获取先进技术、实现规模经济是核心动因。曹礼创（2018）研究发现，获得目标公司专利技术、满足自身战略发展要求、扩大市场份额、进行多元化融资是我国民营企业进行跨国并购的动机。魏涛（2017）认为，获取目标企业知识产权、专利技术、品牌价值及客户等无形资产资源对并购方企业提高创新能力、保持核心竞争力至关重要。蔡翔等（2021）认为跨国并购能够促进母公司技术创新，并认为高新技术企业的跨国并购对母公司的技术创新效果更为显著。

2. 追求协同效应

Stibale 和 Tarx（2011）认为欧洲企业进行跨国并购的目的是获取新的利润增长点，增加总营业收入，提高盈利能力，有利于企业进一步实现经营协同效应。Lee 和 Prékopa（2018）指出，企业进行海外并购的目的是获得企业协同效应和未来发展的动力。

殷爱贞等（2018）认为企业利润最大化是跨国并购的动因，并购后的整合是实现协同效应的关键。何璐伶（2018）认为，对企业协同效应进行评价可以衡量企业并购效果，主要表现在盈利能力和成长能力的提升。周英超和李东红（2019）

认为,中国企业在进行海外并购后要注重企业间的融合发展,进而有利于企业双方在长期合作共赢中获得协同效应。王超(2023)认为发挥并购协同效应能够促使并购后企业的文化融合,进而有利于企业在激烈的市场环境中不断发展。林镇江等(2020)认为,能否实现财务协同效应是衡量企业海外并购成功与否的关键因素之一。

3.实现多元化经营

Maksimovic等(2013)认为,国有企业和民营企业并购的动因都是为了实现多元化经营。但民营企业实现多元化经营的成本更高,主要原因是民营企业存在规模和实力上的劣势。Khasawneh(2013)发现,当企业遇到发展困境时,可以通过海外并购的方式来降低经营风险、提高盈利能力和发展能力,丰富产品多样性,实现多元化经营。

陈志斌等(2018)认为,企业在成熟阶段进行跨国并购的主要动因是:打破发展瓶颈、实现多元化经营、获取更多的行业优势。唐晓华和高鹏(2019)认为跨国并购是一种热潮,并指出中国制造企业进行海外并购的主要目标是打破贸易壁垒、获取核心技术、实现多元化经营、拓展国际市场。张耕和高鹏翔(2020)对多起上市公司并购案例进行研究发现,行业多元化战略和国际多元化战略的实施分别可以降低企业的特有风险和系统风险。因此,企业应将行业多元化战略和国际多元化战略纳入企业管理体系来增强企业的抗风险能力。刁莉等(2020)指出配置资金、分散风险、实现业务多元化、提高企业知名度、扩大市场份额是现阶段中资银行跨国并购的主要动因。

2.2.3 跨国并购协同效应的分类研究

Rumelt R.P.(1982)最初将跨国并购的协同效应分为两类,即经营协同效应和财务协同效应。Weston J.F.(2002)发现,跨国并购也可以帮助企业实现管理协同效应。因此,学术界将跨国并购协同效应分为三大类:经营协同效应、财务协同效应和管理协同效应。后续的研究中,各学者又增加了对无形资产协同效应的研究。基于此,本文对经营协同效应、管理协同效应、财务协同效应和无形资产协同效应四类进行了综述。

1.经营协同效应

经营协同效应是指并购方企业通过并购充分利用被并购方企业资源，从而改善了公司的经营，提高了公司的效益。进而实现资源互补、扩大利润空间、提高经营效率。主要表现在以下几个方面：降低生产成本、实现资源互补、扩大市场份额、增加营业总收入、获得规模经济。

赵阳（2004）认为，横向并购的经营协同效应可以帮助并购方企业实现规模经济；纵向并购的经营协同效应可以帮助并购方企业在行业间获得竞争优势，降低成本和费用。胡海青等（2016）主要对吉利收购沃尔沃后的盈利能力和成长能力进行分析，通过指标的变化程度来体现其是否实现经营协同效应。黎文飞等（2021）分析了中联重科跨国并购CIFA的长期协同效应表现。其中选取财务指标来分析企业的经营协同效应，包括并购前后5年的主营业务收入增长率、净利润增长率及财务、销售、管理费用率。

2.财务协同效应

财务协同效应是指企业并购行为对企业资产负债、节税效应、会计制度等方面产生的积极影响。财务协同效应的实现可以帮助企业降低融资成本、提高资金利用率。

赵阳（2004）对企业财务报表产生的经济效益进行分析，发现并购可以帮助企业合理避税，增加现金流入，并以合理的方式提升企业价值。张宝强（2012）认为跨国并购财务协同效应的实现可以优化企业的财务管理。李郑鹏等（2021）认为，跨国并购的财务协同效应表现为资金利用率的提高和财务风险的降低。胡海清（2016）主要从短期偿债能力和长期偿债能力两个方面研究企业的财务协同效应，并且更注重对财务风险影响因素的研究。

3.管理协同效应

管理协同效应是指通过整合双方优势管理资源，可以降低企业管理成本，提高管理效率，创造新的财富。

杨丽和胡海青（2016）研究发现，企业管理协同效应主要表现在运营能力和经营费用两方面。认为企业管理效率的提高、管理成本的降低，得益于并购管理协同效应的实现。胡海清（2016）研究发现。管理协同效应的实现可以帮助吉利

企业通过跨国并购降低管理成本、提高管理效率、更新管理理念，促进企业进一步发展。

4.无形资产协同效应

无形资产协同效应指并购方企业以并购的方式获取被并购方企业的核心技术、专利、研发人员、知识产权等无形资产，进而提高并购方企业的生产效率、创新能力和市场份额。西王食品并购的主要目的是获取加拿大 Kerr 公司的技术和品牌。因此，根据本研究案例的特点，文章主要从技术协同效应和品牌协同效应两个角度进行评价。

赵阳（2004）认为，通过并购可以形成技术协同效应，并且对并购溢价效应有着潜移默化的影响。吴航等（2020）认为，企业可以通过并购活动获取前沿的技术，同时有助于企业加强营销、管理等方面的学习。孙华鹏等（2014）认为，我国民营企业进行跨国并购的四个动因为：实现品牌国际化、获取专利技术及国际化经验、扩大市场份额。

2.2.4 跨国并购协同效应的评价方法

常见的企业跨国并购协同效应的评价方法有：事件研究法、财务指标法、熵值法、非财务指标法等。

1.事件研究法

事件研究法是一种统计方法，通过计算某一事件公布后股票的累计超额收益来表明证券市场中的投资者对于该事件公开后的反应情况。

Dolley J C（1933）最早提出了事件研究法，Famaetal（1969）以及 Ball & Brown（1968）在此基础上不断完善。Paulo（2013）运用事件研究法对巴西并购案进行研究，发现企业并购后没有产生预期的协同效应。Gennaro Berniley（2013）使用事件研究法对企业横向并购进行研究，发现并购后企业存在并购协同效应，横向并购有利于促进行业良性竞争。Zavitsanos D S.（2017）使用事件研究法对企业短期协同效应进行分析，发现窗口期内股票累计超额收益率呈下降趋势，说明此次并购并没有为股东创造价值，企业短期协同效应并未实现。王秀丽，刘子健（2014）对百度收购去哪儿网的短期协同效应进行评价时也运用了事件研究法。

李曜和宋贺（2017）采用事件研究法对我国企业跨国并购的效果进行评价，认为股价的波动可以很好地观察投资者的反应程度以及衡量企业并购的短期业绩。张春红（2015）采用事件研究法对 A 股市场企业重大并购重组事件进行实证分析发现，并购重组为股东带来短期和中期效益。

2.财务指标法

财务指标法是通过分析上市公司并购前后的财务指标变化，来评价企业并购的财务效果。常见的财务指标主要有：盈利能力、成长能力、偿债能力、发展能力、节税效应等

Jiang Kui 和 LinShu-cheng（2011）选取总资产净利率、净资产收益率、销售净利率等财务指标来构建并购协同效应的评价体系。Ravenscraft 和 Scherer（1987）研究美国企业的跨国并购案例，发现并购后企业的财务指标总体呈下降趋势。因此，企业预期的并购目标并没有实现。

关慧明等（2020）采用财务指标法对我国 16 家上市并购企业的盈利能力、发展能力、偿债能力和成长能力进行分析。胡妹敏等人（2017）运用财务指数法分析了优酷并购土豆的协同效应，以为互联网行业的并购提供宝贵经验。何璐伶（2018）同样运用财务指标法对案例公司的协同效应进行了研究，并提出相应对策及建议。李欠强等（2018）选取净资产收益率、总资产收益率、流动比率、速动比率、资产负债率等财务指标对我国 A 股上市公司并购前后五年的经营业绩进行实证分析。刘丽华和陶蕴彬（2018）采用财务指标法，从经营、管理、财务三个方面对 Y 企业并购协同效应进行分析，发现并购有利于医疗企业实现协同效应。

3.熵值法

熵值法是一种客观的加权算法，可以有效消除人为影响。熵值法的目的是通过计算相关指标的熵值来确定事件的随机性或分析指标的分散性。指标的熵值越高，分散性越低，对研究结论的影响越小。反之，一个指标的熵值越低，分散度越高，对调查结果的影响也就越大。霍增辉和陈洁怡（2020）运用熵值法得出企业并购前后的综合评价价值和分维度评价价值，通过对比分析考察并购是否对公司综合效益产生影响。

4.非财务指标法

非财务指标法是指以非货币的形式来体现企业并购后的经营状况，非财务指标对公司的发展至关重要，可以帮助公司揭示财务指标无法说明的事情，并且通过正确的运用促进公司的全面发展。

在研究美的并购库卡的整合时，认为企业财务指标具有主观性，其真实性不能完全保证。此外，财务数据都是企业的历史数据，仅采用财务数据来分析协同效应较为片面。正确的做法是以财务指标为参照，并与非财务指标相结合。腾梓源和胡勇（2019）在研究我国跨国企业并购活动时，将研究重点放在了技术创新上。我国企业正处于产业升级的关键时期，可以通过跨国并购快速交易和获取技术资源。

2.2.5 跨国并购协同效应影响因素研究

1.企业外部因素

就宏观因素而言，杨波和张佳琦（2016）通过对我国企业跨国并购的宏观经济因素进行研究，发现国内生产总值越高，人民币升值幅度就越大；利率水平越低、货币需求量越大，中国企业跨国并购交易就越活跃。贾宪军和胡海峰（2018）认为，国内生产总值增长率、货币供应量、人民币即期汇率和远期汇率均对企业海外并购有显著影响。

就文化差异而言，Hennart 和 Reddy（1997），Jeffrey（2012）等研究发现，并购双方企业文化差异越大，并购后企业文化资源的整合效果越差。朱治理等（2016）认为收购企业与被收购企业之间文化距离的拉大阻碍了收购企业之间的知识吸收和资源整合，影响了企业无形资产的协同效应。李梦琦（2021）认为，被并购方企业所在国家和地区的文化特色及政治形势将影响并购方企业的并购效果。王艳等（2020）认为，企业应选择方言多样化程度相似的地区进行并购重组，有利于并购双方企业建立信任并减少文化差异度。

就制度差异而言，洪祥骏等（2021）研究发现，“一带一路”倡议下，政治相关性越强的跨国并购更有助于企业实现协同效应。刘莹（2015）认为，企业能否通过跨国并购获取资产，一定程度上受到母国与东道国之间经济和制度差异的

影响。如果经济、制度差异较大，则企业并购协同效应就越难以实现。郑碧霞和施海柳（2020）以福州市 63 家生物和新医药企业为研究案例，发现影响企业并购决策的因素除了资源配置外，还有制度因素和风险因素。

2.企业内部因素

就企业性质而言，孙文莉等（2016）和王一棣等（2017）通过实证研究发现，小型企业和民营企业通过并购更容易获得协同效应，国有企业因受东道国的阻碍，并购成功率较低。

就企业并购经验而言，贾镜渝等（2015）和吴先明等（2016）均认为，企业并购规模越大，并购经验越丰富，就越容易在并购中获得协同效应。

就企业能力而言，季华和刘海波（2019）认为，并购协同效应实现与否与企业国际化程度有关。吴先明等（2014）和王维等（2019）指出，企业能否通过并购获取技术协同效应，取决于企业本身的研发能力和技术创新能力的强弱。

就企业管理层而言，黄锦涛等（2016）和肖明等（2017）认为，如果管理层能力较强，则会促进企业的并购绩效，如果“自大效应”在公司管理者身上体现得更明显，则会对并购企业的并购管理协同效应带来负面影响。

就企业并购方式而言，Travlos 和 Nickolaos（1987）认为，现金支付的效果优于股票支付的效果。葛结根（2015）认为，企业进行海外并购应采取多元化的融资方式。顾露露（2017）认为，自然资源型企业为了快速获取目标企业的资源，可以采取现金支付的方式完成海外并购。

2.2.6 文献简评

通过梳理现有的文献，发现国内外学者将大多数企业跨国并购的动机归结为以下三点：获取先进技术，提高企业竞争力；追求协同效应，实现多元化经营；扩大市场份额，实现规模经济。但是不同企业进行跨国并购的动机不同，因此企业应该根据自身情况进行具体的动因分析。

对于协同效应的分类，国内外学者在经营协同效应、财务协同效应、管理协同效应的基础上，又加入了对无形资产协同效应的研究。对于协同效应的影响因素，大多数学者主要从企业内部角度和企业外部两个角度来进行研究。

对于协同效应的评价方法,事件研究法常用于对并购企业短期协同效应进行评价,不够具体全面;财务指标法可以对企业并购长期协同效应进行评价,但仅通过观察企业并购前后财务数据变化,判断企业经营业绩,具有一定的局限性。此外,企业并购的目的不仅是获得财务效益,更希望获取目标企业的专利技术、品牌价值,以提高企业自身综合实力。因此,本文充分考虑了创新投入、创新产出、品牌价值、市场占有率四个非财务指标来反映企业技术协同效应和品牌协同效应效果,并结合熵值法对企业长期协同效应进行综合评价,使结果更加科学客观。

对于具体的研究内容,大多数学者多集中于对国有企业进行研究,对单个民营企业跨国并购动机和协同效应评价的研究较少。关于食品企业的跨外并购,尤其是对于西王食品跨国并购协同效应及影响因素的研究较少。

因此,本文首先采用事件研究法,对西王食品并购加拿大 Kerr 公司的短期协同效应进行评价。通过观察事件窗口期内股票累计超额收益率的情况,判断西王食品并购短期协同效应效果。其次,采用财务指标法从经营协同效应、管理协同效应、财务协同效应三个角度选取盈利能力、成长能力、财务、管理费用占比、节税效应、偿债能力、资产管理水平六项财务指标,采用非财务指标法从技术协同效应和品牌协同效应两个角度选取创新投入、创新产出、品牌价值、市场占有率三项非财务指标对西王食品并购加拿大 Kerr 公司进行长期协同效应评价,并结合熵值法对西王食品长期协同效应进行综合评价,可以清晰直观地了解到西王食品并购后的长期协同效应效果。最后本文在对西王食品长期协同效应下降的影响因素进行分析的基础上,对西王食品提升并购协同效应提出针对性建议,对食品企业提升海外并购协同效应给予启示。

3 西王食品并购加拿大 Kerr 公司情况介绍

3.1 并购双方简介

3.1.1 并购方西王食品简介

西王食品的全称是西王食品股份有限公司，于 1987 年 3 月 18 日成立，1996 年 11 月 26 日在深圳证券交易所上市。公司的控股股东是西王集团，最终控股股东是王勇，拥有 25.24% 的股份。经过多年的发展，西王食品已拥有先进的玉米油生产技术和设备，其产品在国内市场上受到消费者喜爱和信赖，其凭借其优质的产品服务和完善的销售体系，在国内玉米油市场占据一席之地。

西王食品的股权架构如图 3.1 所示：

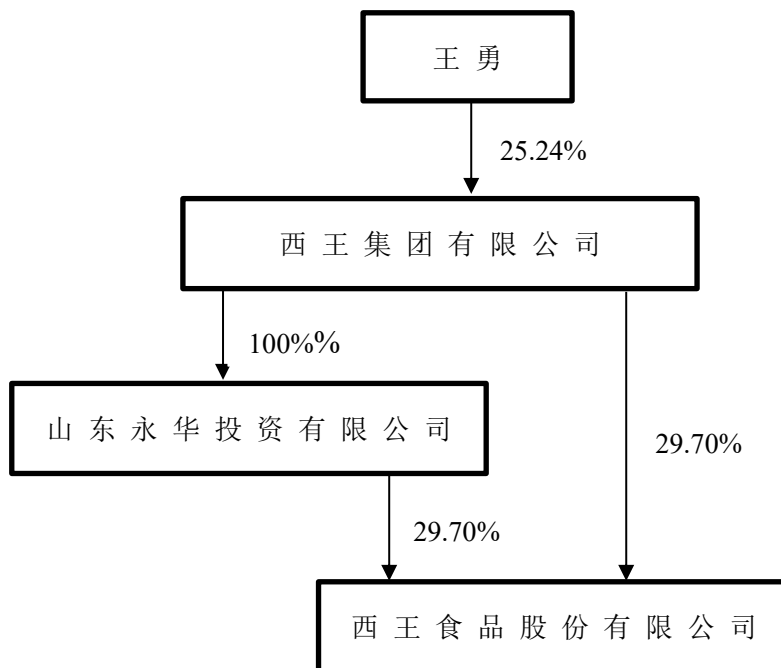


图 3.1 西王食品股权架构图

数据来源：根据西王食品 2021 年年报（<http://www.xiwangshipin.com/>）整理所得。

3.1.2 被并购方加拿大 Kerr 公司简介

Kerr Investment Holding Corp（简称 Kerr）于 1998 年 11 月 30 日注册，总部

位于加拿大安大略省，是一家主要从事运动营养和体重管理健康食品的开发与销售的健康食品企业。截至目前，该公司已运营 20 多年，并已成为北美市场的营养品巨头企业。在收购之前，加拿大 Kerr 公司的创始人 Paul Gardiner 通过 The Toronto oak Trust 拥有该企业 100% 的股份。

并购前加拿大 Kerr 公司的股权架构如图 3.2 所示：

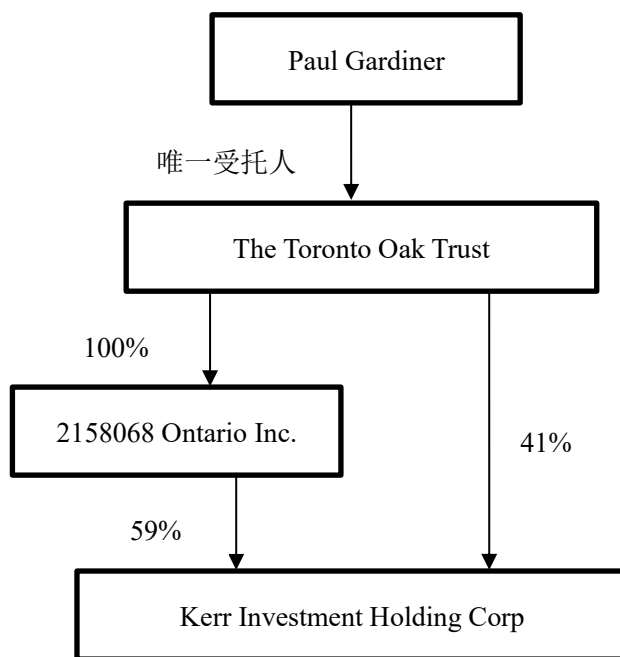


图 3.2 加拿大 Kerr 公司股权架构图

数据来源：根据西王食品 2021 年年报（<http://www.xiwangshipin.com/>）整理所得。

3.2 并购背景

经过多年的发展，西王食品已在玉米油市场上具有一定的影响力。但随着国内玉米油市场趋于饱和，许多企业纷纷开始转型升级，西王食品更是如此。从西王食品 2012 年至 2015 年的财务报表中可以看出，其营业收入总体呈下降趋势。2014 年更是出现了负增长的状态，说明西王食品遇到了发展瓶颈，存在经营风险。因此，不得不进行海外扩张，寻求新品类的拓展，进而实现销售额快速增长，提高企业利润。而对于加拿大 Kerr 公司而言，虽在北美市场占据了一定的市场份额，但至今仍未进入中国市场。因此，通过并购的方式进入中国，有助于其全球化战略布局的实现。此外，西王食品还将“塑造中国健康食品第一品牌”作为

战略发展目标，不仅希望在玉米油行业取得进一步发展，还希望可以进入保健品市场。因此，并购加拿大 Kerr 公司成为最佳选择。

随着“一带一路”倡议的提出，西王食品抓紧“十四五”发展机遇，积极参与对加拿大 Kerr 公司的竞购。此次竞购成功不仅有利于西王食品入驻保健品市场，而且有利于西王食品进入北美市场，进一步完善海外机构的战略布局，提升其国际化经营水平

3.3 并购动因

本文结合西王食品和加拿大 Kerr 公司的实际情况从市场、技术、多元化经营三个角度进行动因分析。

3.3.1 扩大市场份额，实现规模经济

多年来，西王食品致力于扩展国内市场，尚未开展国际业务。随着“一带一路”倡议以及“十四五”规划的发展，西王食品加紧国际化步伐，并希望通过并购的方式扩大国外市场份额，实现规模经济。本次交易目标公司 Kerr 在北美市场具有一定的知名度，经过多年的发展形成了专业的营销方法和广泛的销售渠道，培养了专业的销售团队，公司旗下产品不仅在美国和加拿大销售，而且还出口到欧洲、中东等地区。通过此次并购，西王食品可以借助 Kerr 公司的销售渠道，增加其在北美市场和印度市场的销售额，扩大出口量，提升国际市场份额，帮助西王食品实现全球战略布局。加拿大 Kerr 公司的健康食品业务也有助于扩大西王食品的产品生产规模，促进规模经济的实现。

3.3.2 获取技术优势，提高竞争力

在此次收购之前，西王食品是我国玉米油行业的龙头企业，占据了三分之一的玉米油市场份额，在玉米油行业占据了主导地位，足以看出西王食品的产品品质和客户的认可。近年来，随着金龙鱼、福临门等玉米油品牌的迅速崛起，西王食品的主导地位受到了威胁。在强大竞争对手的压力下，西王食品不得不加大寻

求技术优势，提高竞争力。多年来，加拿大 Kerr 公司一直专注于新产品的投入和研发，截至 2016 年，加拿大 Kerr 公司已生产出众多具备行业领先的科技产品，拥有 60 多项专利，并与知名大学和第三方研究机构建立合作关系。因此，西王食品通过此次并购可以获取加拿大 Kerr 公司的核心技术、专利和知识产权优势，进而提高企业品牌影响力。

3.3.3 分散企业风险，实现多元化经营

随着国内食用油市场的饱和，西王食品的整体经营业绩出现下滑，进入发展瓶颈期。由于西王食品的主营业务比较单一，一旦被抢占市场份额，那么企业将面临破产的风险。因此，西王食品不得不寻找新的利润增长点，分散企业经营风险。在“健康中国”战略和其他国家政策的推动下，西王食品看到了中国运动营养和体重管理保健食品市场的潜力。同时，通过对加拿大 Kerr 公司的考察，也看到了该公司在营养及健康食品市场中的实力。因此，西王食品抓住机遇，通过企业并购进入保健食品市场，有利于形成业务多元化，提高利润率，分散经营风险。

3.4 并购过程

西王食品的并购过程主要分为以下三个阶段：（1）并购前，西王食品明确建立“中国健康食品第一品牌”的战略目标后，积极对目标企业加拿大 Kerr 公司进行竞购。为提高企业实力，2016 年 5 月，将西王集团变更为西王食品股份有限公司，并于 5 月 27 日作出停牌决定。（2）并购中，2016 年 6 月 14 日，西王食品发布了并购加拿大 Kerr 公司 100%股权的公告。9 月 22 日，在中国和加拿大两国总理的见证下，西王与加拿大 Kerr 公司签署了 80%股权购买协议，此时仍处于停牌状态。（3）并购后，2016 年 10 月 11 日，西王食品复牌。2019 年 3 月 23 日完成了剩余 20%股权的交割。最终交易金额约为 7.30 亿美元，并购活动交易使用现金支付。

3.5 整合措施

西王食品在并购加拿大 Kerr 公司后，采取了一系列整合措施。但有很多整合措施资料难以获取，因此，本文仅选取其中几个方面进行简要叙述。

3.5.1 人力资源整合

人力资源整合，是指企业依据自身战略，采取相应措施对并购双方企业的人力资源队伍进行调整，建立统一的人才培养和管理制度，并引导企业个体目标向总目标靠近，提高企业绩效的过程。

西王食品并购加拿大 Kerr 公司后，积极进行人力资源整合，在多个地区建立了人力资源共享机制。双方企业的员工通过一系列组织培训，组建了核心人才团队。通过分享优秀员工先进事迹，提高了对双方企业的认同感。并购后，员工总数从 1576 人增加到 2197 人，增长率为 39.40%。生产工人总数从 552 人增加到 608 人，增长率为 10.14%。有利于提高企业的生产效率。技术人员总数从 117 人增加到 119 人，这些人才为西王食品提供了强大的技术支持。2016 年底，西王食品全面系统地整合企业人力资源，并运用管理信息系统加强了企业在人才管理和销售方面的优化，提高了企业的盈利能力。

3.5.2 品牌资源整合

品牌资源整合，是指并购方企业对被并购方企业的品牌资源进行整合，并为自身创造价值的过程。

西王食品并购加拿大 Kerr 公司后，将 Kerr 公司 Muscle Tech、Six Star 等品牌收入囊中，形成了包含葵花籽油、橄榄油亚麻籽油、Muscle Tech、Six Star 等品牌的多元化矩阵。此外，西王食品根据国内消费者的偏好以及国内保健品市场的特点，对 Muscle Tech、Six Star 两个品牌在产品包装、营销策略等方面进行本土化升级。加拿大 Kerr 公司更是依托西王食品已有的品牌门店，采取线上与线下相结合的方式迅速打开中国市场。2016 年，Muscle Tech、Six Star 在进入国内的首年就在抖音、小红书等平台上走红，并实现盈利。西王食品则是借助加拿大

Kerr 公司的品牌优势，打开了知名度，提高了国际市场份额。可见西王食品品牌资源的整合取得了一定效果。

3.5.3 文化资源整合

文化资源整合，是指将不同文化资源吸收、整合，进而实现一体化的过程。

西王食品与加拿大 Kerr 公司不仅存在地域文化差异，而且存在企业文化差异。由于处在不同地域，中国与加拿大两国在语言、饮食习惯、消费习惯、管理理念等方面存在较大差异。因此，并购前，西王食品就派相关人员对加拿大语言、文化进行了解和学习，减少文化冲突。并购后，西王食品将这些人员安排到加拿大 Kerr 公司董事会，为后期双方企业管理理念进行有效协调。

此外，西王食品在公司的发展过程中，始终以客户为焦点，在时代演变的基础上，不断完善原有的工作方式，不断提高企业文化素养。而加拿大 Kerr 公司在公司发展过程中追求健康、优质、创新。双方企业文化之间存在一定的差异。并购后，西王食品选择求同存异，在保留双方企业文化的基础上进行积极融合和发展，并通过召开劳动交流会、员工分享会的方式进行资源整合。但文化资源的整合是一个长期的过程，因此，西王食品文化资源整合的效果还需要进一步考察。

3.5.4 制度的整合

企业制度是指在一定的历史条件下形成的企业经济关系，主要是指为保证企业顺利经营和发展而制定的规章制度和行动指南，主要包括管理制度和激励制度。

1.管理制度整合措施

西王食品并购加拿大 Kerr 公司后，为应对整合风险，制定了相应的制度性整合措施。首先，西王食品为员工制定了统一的行为准则，为保证相关制度的顺利实施，西王食品定期对员工进行制度培训，对违反相关制度的行为进行问责和查处。其次，为进一步推进内部管理制度的全面性，加强双方资源的整合，西王食品运营管控部会同人事、行政、财务等部门，成立了综合督查小组，开展了一系列的人岗匹配的梳理工作。最后，西王食品本着“制度管人、流程管事、标准

做事”的管理理念,根据公司的发展需要,及时对制度和流程进行了优化和更新,及时解决了可能存在的整合风险,进一步促进了公司基础管理的提升。

2.激励制度整合措施

并购后,西王食品继续加强激励机制建设,凝聚团队力量,进一步激发全体员工创业的激情,增强内部活力,切实提高生产经营的核心竞争力。

在生产环节,西王食品优化了三级绩效考核指标,加大了考核和奖惩力度,充分运用“日监控、周总结、月考核”的管理模式来激励员工。同时,根据总体生产预算目标,对员工的指标达成、落实、执行情况进行监督,不断完善各岗位员工的考核台账,调动员工的积极性。

在销售环节上,西王食品制定并完善了新客户开发激励政策,以鼓励全体员工开发新客户。同时,西王食品积极实施销售团队持股计划,并在实施的过程中不定期进行内部审核,从制度上激励整个团队保持最佳的“作战”状态。接下来,西王食品将继续加强激励制度建设,凝聚团队力量,通过逐步推进激励制度的改革和优化,努力为公司的发展做出新的贡献。

4 西王食品并购加拿大 Kerr 公司的短期协同效应评价

4.1 基于事件研究法的短期协同效应评价

本文采用事件研究法对西王食品并购加拿大 Kerr 公司的短期协同效应进行评价。用超额收益率 (AR) 和累计超额收益率 (CAR) 衡量市场对这次并购事件的反应。如果累计超额收益率 (CAR) 大于 0, 则反映出市场对此次并购公告产生了积极反应, 也表明此次并购实现了短期协同效应。反之, 则表明此次并购未实现短期协同效应。

4.2 相关概念解释及模型构建

4.2.1 相关概念解释

1.事件恢复日: 并购方企业在停盘后宣布复盘的具体日期。

2.事件窗口期: 大多数学者一般选取[-10,10]、[-15,15]、[-20,20]、[-30,30]等作为事件窗口期来观察并购事件发生对企业股票价格产生的影响, 本文选择的事件窗口期为[-15,15]。

3.事件估计期: 选择事件窗口期前一段期间, 即非并购期间的正常收益率, 估计期选取的期间不同, 产生的结果不同。

4.超额收益率 (AR): 用来反映事件窗口期内并购方企业股价的波动情况。

5.累计超额收益率 (CAR): 对每一日的累计收益率进行加总求和。

4.2.2 模型构建

本节主要采用学术界使用最广泛的 CAPM 模型, 以事件估计期内西王食品日个股收益率和深证 A 股综合指数收益率为基础, 来计算西王食品的预期收益率。将西王食品估计期内的日个股收益率记为 R_t , 深证 A 股综合指数估计期内的收益率记为 R_{mt} , 定义资本资产定价模型为:

$$R_t = \alpha + \beta R_{mt} \quad (4.1)$$

其中， α 表示回归截距， β 表示回归斜率。

AR_t 表示西王食品第 t 日的超额收益率。通过计算西王食品的超额收益率 AR_t ，可以直观地反映此次并购对西王食品股票价值波动产生的影响。将西王食品第 t 日的实际收益率和深证 A 股综合指数收益率，代入公式 (4.1) 得到预期收益率，将预期收益率和实际收益率代入公式 (4.2)，得到西王食品的超额收益率。公式如下：

$$AR_t = R_{it} - R_t \quad (4.2)$$

超额收益率可以反映西王食品股价在并购事件中的波动程度。将超额收益率代入公式 (4.3) 中，得到累计超额收益率 CAR_t ，公式如下：

$$CAR_t = \sum AR_t \quad (4.3)$$

4.3 样本的选取及数据来源

4.3.1 事件发生日、窗口期、估计窗口期的选取

西王食品于 2016 年 6 月 14 日发布收购加拿大 Kerr 公司的公告，但由于此时仍处于停牌状态，因此本文选择 2016 年 10 月 11 日之后的第一个交易日作为事件发生日，以并购前后 15 个交易日（2016 年 5 月 6 日—2016 年 11 月 1 日）为事件窗口期，记为 $[-15,15]$ 。选择事件窗口期前 110 个交易日（2015 年 11 月 24 日—2016 年 5 月 5 日）作为估计期，即 $[-125,-16]$ 。

4.3.2 样本数据来源

2011 年 1 月 31 日西王食品在深圳证券交易所上市。因此，相关数据可以在其 2012 年至 2021 年的年报、wind 数据库及国泰安数据库中获取，并使用 Excel 软件和 Eviews7.2 统计分析软件对后期进行数据的处理。

4.4 实证分析

4.4.1 平稳性检验

平稳性（ADF）检验是判断序列单位根是否存在。如果单位根不存在，说明该时间序列为平稳序列。反之，则不是平稳序列。本节使用 Eviews7.2 对选取的时间序列进行平稳性检验。检验结果如表 4.1 所示。

表 4.1 估计期间西王食品日个股收益率的 ADF 检验结果

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller	Test statistic	-11.903	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.507	
	5% level	-2.889	
	10% level	-2.579	

数据来源：根据 Eviews7.2 分析结果整理所得。

如上表所示，估计期间西王食品日个股收益率显著性分别为 1%、5%、10%时，单位根检验的临界值分别为 -3.507、-2.889、-2.579，t 值为-11.903，小于三个临界值，且 P 值低于 0.05，说明被检测序列不存在“伪回归”问题，是平稳序列。接着，对深证 A 股深证综合指数收益率进行 ADF 检验。结果如表 4.2 所示。

表 4.2 估计期间深证综合指数日个股收益率的 ADF 检验结果

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller	Test statistic	-11.333	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.507	
	5% level	-2.889	
	10% level	-2.579	

数据来源：根据 Eviews7.2 分析结果整理所得。

如上表所示，估计期间深证综合指数日个股收益率显著性分别为 1%、5%、10%时，单位根检验的临界值分别为 -3.507、-2.889、-2.579，t 值为-11.333，小于三个临界值，且 P 值低于 0.05，说明被检测序列不存在“伪回归”问题，是平稳序列。

4.4.2 回归分析

使用 Eviews7.2 对（4.1）模型进行回归分析，分析结果如表 4.3 所示。

表 4.3 Eviews7.2 OLS 回归估计结果

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
X	1.172255	.0636902	6.735259	0.0000
C	.0012242	.0019975	-1.939731	0.0599

数据来源：根据 Eviews7.2 分析结果整理所得。

根据回归结果可以发现 R^2 为 0.6783，拟合优度较高，将结果代入回归方程可得：

$$R_t = 1.172255R_{mt} + 0.0012242 \quad (4.4)$$

将窗口期内股票实际收益率、深证综合指数收益率等数据代入公式（4.4），分别计算西王食品的预期收益率，收益率和累计超额收益率。

首先，通过回归方程，结合并购事件窗口期的深证综合指数收益率，代入公式（4.5）得到西王食品的预期收益，如表 4.4 所示。

表 4.4 并购事件期间西王食品的预期收益率和深证综合指数收益率

窗口期	预期收益率 (R_t)	深证综合指数收益率 (R_{mt})
2016-5-6	-0.0416	-0.0365
2016-5-9	-0.0409	-0.0359
2016-5-10	-0.0001	-0.0011
2016-5-11	-0.0061	-0.0062
2016-5-12	0.0005	-0.0006
2016-5-13	-0.0025	-0.0032
2016-5-16	0.0214	0.0172
2016-5-17	0.0009	-0.0010
2016-5-18	-0.0301	-0.0268
2016-5-19	0.0077	0.0055
2016-5-20	0.0137	0.0107
2016-5-23	0.0182	0.0145
2016-5-24	-0.0094	-0.0090
2016-5-25	-0.0016	-0.0024
2016-5-26	0.0069	0.0048
2016-10-12	0.0032	0.0017
2016-10-13	0.0024	0.0011
2016-10-14	-0.0003	-0.0013
2016-10-17	-0.0098	-0.0094
2016-10-18	0.0180	0.0143
2016-10-19	-0.0004	-0.0014
2016-10-20	0.0049	0.0032
2016-10-21	-0.0033	-0.0038
2016-10-24	0.0113	0.0086
2016-10-25	0.0055	0.0036
2016-10-26	-0.0035	-0.0040
2016-10-27	0.0005	-0.0006
2016-10-28	-0.0079	-0.0078
2016-10-31	0.0002	-0.0008
2016-11-1	0.0143	0.0111

数据来源：根据国泰安数据库 (<https://www.gtarsc.com/>) 数据整理所得。

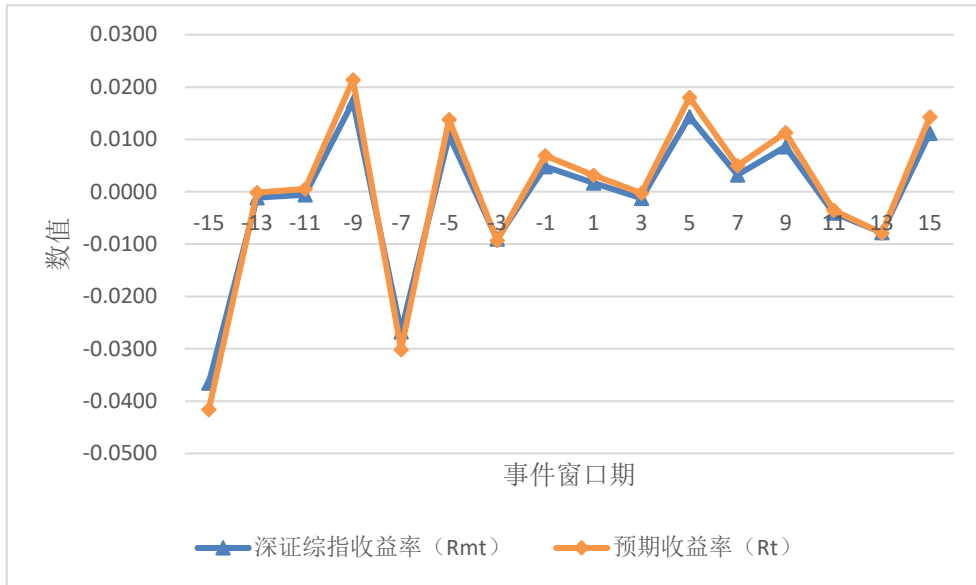


图 4.1 西王食品 Rmt 值和 Rt 值趋势图

数据来源：根据表 4.4 绘制。

从图 4.1 可以看出，在事件窗口期内，西王食品的预期收益率与深证综合指数收益率的变化趋势一致，并围绕深证综合指数收益率上下波动。其次，将西王食品的预期收益率代入公式 (4.2)，计算得出超额收益率 AR。将超额收益率 AR 代入公式 (4.3)，计算得出累计超额收益率 CAR。计算结果如表 4.5。

表 4.5 西王食品并购事件窗口期的超额收益率和累计超额收益率

日期	超额收益率 (AR)	累计超额收益率 (CAR)
2016-5-6	0.0053	0.0032
2016-5-9	0.0778	0.0832
2016-5-10	0.0959	0.1791
2016-5-11	0.0008	0.1799
2016-5-12	-0.0212	0.1587
2016-5-13	-0.0247	0.1341
2016-5-16	0.0080	0.1420
2016-5-17	0.0174	0.1594
2016-5-18	0.0129	0.1723
2016-5-19	0.0065	0.1788
2016-5-20	-0.0292	0.1496
2016-5-23	-0.0073	0.1423
2016-5-24	-0.0276	0.1147
2016-5-25	-0.0360	0.0786
2016-5-26	0.0171	0.0957
2016-11-12	0.0966	0.2851
2016-10-13	0.0977	0.3827
2016-10-14	0.1003	0.4830
2016-10-17	0.1099	0.5930
2016-10-18	-0.0211	0.5719
2016-10-19	0.0564	0.6283
2016-10-20	0.0134	0.6417
2016-10-21	0.0533	0.6950
2016-10-24	-0.0335	0.6615
2016-10-25	-0.0155	0.6460
2016-10-26	0.0031	0.6492
2016-10-27	0.0407	0.6899
2016-10-28	-0.0041	0.6857
2016-10-31	-0.0308	0.6549
2016-11-1	0.0505	0.7054

数据来源：根据国泰安数据库 (<https://www.gtarsc.com/>) 数据整理得出。

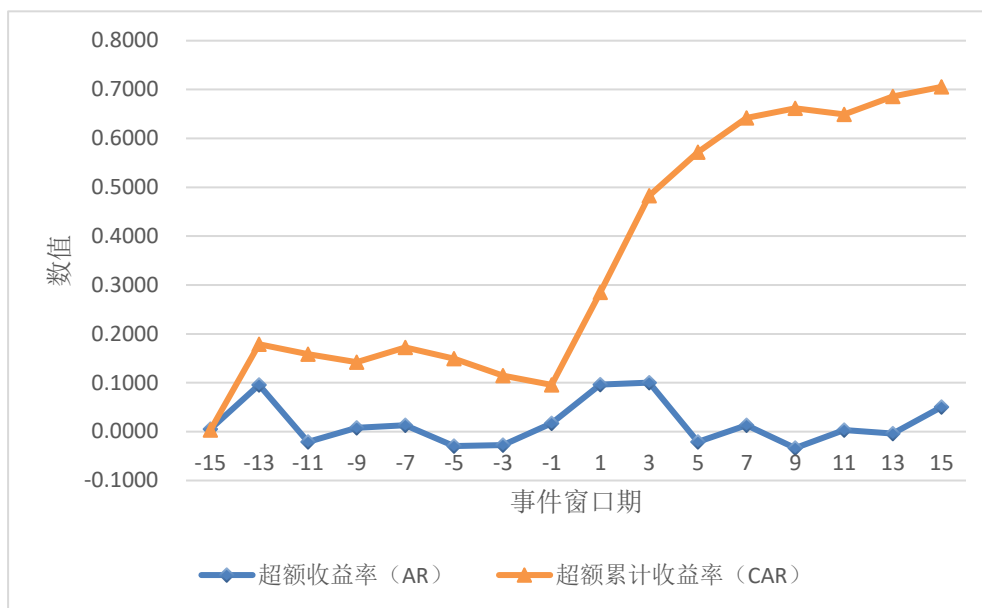


图 4.2 西王食品 AR 值和 CAR 值趋势图

数据来源：根据表 4.5 绘制。

从图 4.2 可以看出，在并购前的 15 日内，西王食品的超额收益率 AR 围绕 0 轴上下波动，累计超额收益率 CAR 一直在超额收益率 AR 的上方，处于平稳态势。但并购加拿大 Kerr 公司后，超额收益率 AR 在 3 天内迅速上升，但随后又恢复到并购之前的水平。累计超额收益率 CAR 在并购后的变化最为明显，[-1,15] 期间内累计超额收益率 CAR 呈上升趋势，并且在事件窗口期的最后一天达到了最高值，即 70%。即使在事件期的最后一天，累计超额收益率仍保持上升的趋势。从累计超额收益率 CAR 变化趋势可以看出，此次并购在短期内为股东带来了财富，为企业创造了价值。另外，也表明投资者对西王食品未来的发展前景也比较看好，因此，产生了短期协同效应。

为了使验证结果更加的准确，本节使用了 Stata 软件对累计超额收益率 CAR 进行了 T 检验，以确保累计超额收益率 CAR 在 1% 的水平上显著大于 0。结果如表 4.6。

表 4.6 西王食品累计超额收益率 CAR 的 T 检验结果

Sample Mean = 0.3648298		
Sample Std.Dev. = 0.2544978		
Method	Value	Probability
t-statistic	7.8520	0.0000

数据来源：根据 Eviews7.2 分析结果整理所得。

从表 4.6 可以看出，t 值为 7.8520 大于 0；p 值为 0，小于 0.01，因此，西王食品的累计超额收益率 CAR 在 1%的水平上显著大于 0，说明市场对西王食品此次并购活动具有正向反应。

4.5 本章小结

本章采用事件研究法对西王食品短期协同效应进行评价，首先构建资本资产定价模型；其次，对数据进行平稳性检验，得到的结论是被检测数据为平稳序列；最后，通过对数据的详细分析，可以看出，西王食品的股价在短期内有所上涨，股东财富价值有所增加。为了进一步提高验证结果的准确性，文章对西王食品在 30 个交易日窗口期内的累计超额收益率 CAR 进行了 T 检验，结果是 T 值显著大于 0，说明此次并购西王食品实现了短期协同效应。

5 西王食品并购加拿大 Kerr 公司的长期协同效应评价

5.1 西王食品长期协同效应评价体系构建

不同企业进行跨国并购长期协同效应研究时，采取的评价方法不同。因此，对于西王食品长期协同效应的评价应当结合食品企业特性。在评价食品企业长期的协同效应时，需要考虑以下两点问题：

1. 不仅要关注企业的财务指标，还要结合行业特征，关注企业的非财务指标。

2. 指标本身是一个静态的数值，所以在使用指标进行评价时，要重点关注跨国并购前后指标的变化，这样才能更直观、更准确地分析企业的并购协同效应。

基于以上两点，本章对西王食品长期协同效应的评价方法是先进行具体评价，再进行综合评价。在三种基本的协同效应，即经营协同效应、财务协同效应和管理协同效应的基础上，增加了基于非财务指标框架的技术协同效应和品牌协同效应，以期更全面地反映西王食品的长期协同效应效果。在评价过程中，首先，构建了长期协同效应指标评价体系。其次，采用比较分析法，对西王食品各指标在 2012 年至 2021 年这十年间的表现进行纵向分析。最后，运用熵值法，逐步计算各指标的权重和综合评价值，对西王食品的长期协同效应进行综合评价。西王食品长期协同效应指标体系如表 5.1 所示。

表 5.1 西王食品长期协同效应指标体系

一级指标	二级指标	三级指标	计算公式	属性
经营协同 效应	盈利能力	销售净利率 X_1	净利润/销售收入净额	正向
		总资产净利率 X_2	净利润/平均资产总额	正向
		净资产收益率 X_3	净利润/平均股东权益	正向
	成长能力	总资产增长率 X_4	总资产增长额/年初总资产总额	正向
		净利润增长率 X_5	净利润增长额/年初净利润总额	正向
		营业收入增长率 X_6	(本年主营业务收入-上年主 业务收入)/上年主营业务收入	正向
财务协同 效应	偿债能力	流动比率 X_7	流动资产/流动负债	正向
		速动比率 X_8	速动资产/流动负债	正向
		资产负债率 X_9	负债总额/资产总额	负向
	节税效应	实际所得税率 X_{10}	所得税/利润总额	负向
管理协同 效应	费用控制能 力	销售费用率 X_{11}	销售费用/营业收入	负向
		管理费用率 X_{12}	管理费用/营业收入	负向
	偿债能力	存货周转率 X_{13}	成本金额/平均存货	正向
		应收账款周转率 X_{14}	主营业务收入净额/平均应收账 款余额	正向
技术协同 效应	创新投入	总资产周转率 X_{15}	营业收入净额/平均资产总额	正向
		研发费用率 X_{16}	研发费用/营业收入	正向
	创新产出	创新占比 X_{17}	无形资产/总资产	正向
品牌协同 效应	市场占有率	国外市场份额占比 X_{18}	国外市场份额/营业收入	正向

5.2 基于财务指标法的长期协同效应评价

5.2.1 经营协同效应

1. 盈利能力

盈利能力衡量的是企业资产是否具有增值能力。本节选取了总资产收益率、净资产收益率和销售净利率三项财务指标来衡量西王食品的盈利能力。如表 5.2 所示。

表 5.2 西王食品 2012-2021 年盈利能力指标

年份	总资产净利率 (%)	净资产收益率 (%)	销售净利率 (%)
2012	10.07	14.13	5.77
2013	12.62	16.58	7.45
2014	7.13	9.92	6.28
2015	8.12	11.36	6.52
2016	2.55	6.78	3.81
2017	4.94	15.44	7.05
2018	5.92	19.01	9.10
2019	-10.46	-19.19	-16.82
2020	4.28	8.63	5.88
2021	2.91	4.94	3.53

数据来源：根据西王食品 2012-2021 年年度报告 (<http://www.xiwangshipin.com/>) 整理所得。

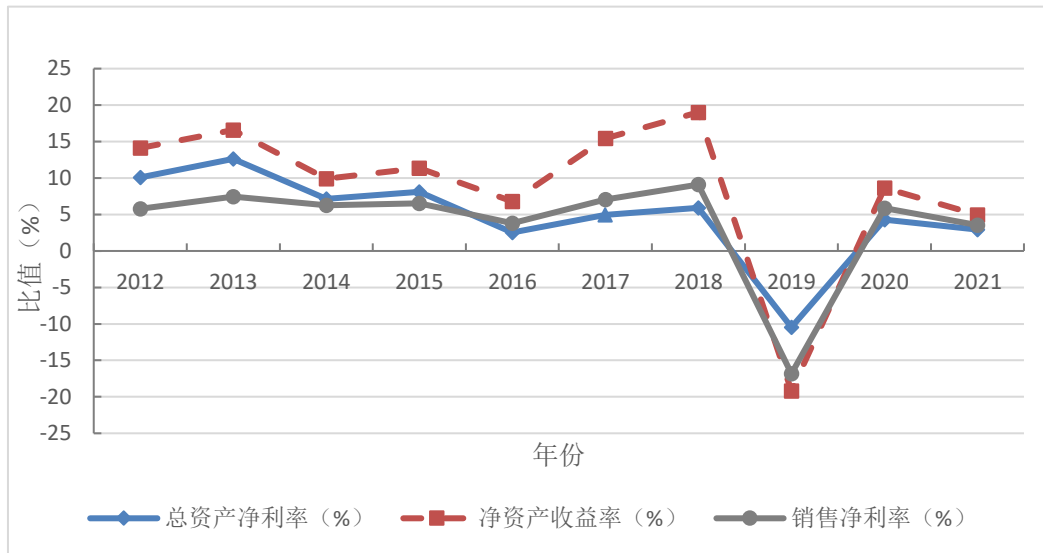


图 5.1 西王食品 2012-2021 年盈利能力变化趋势图

数据来源：根据表 5.2 绘制。

根据图 5.1 可知，西王食品的总资产收益率、净资产收益率和销售收益率三个财务指标在并购前后的变化趋势趋于一致。并购前，西王食品的盈利能力在 2013 年和 2015 年上升之外，其余年份均呈下降趋势，这说明西王食品在并购前出现了经营危机，主营业务的利润增长遇到了瓶颈。因此，企业需要寻找新的利润增长点，来提高企业的盈利能力。并购后，2016 年至 2018 年西王食品的盈利能力呈现整体上升趋势。其中净资产收益率增长最为显著，从 2016 年的 6.78% 上升至 2018 年的 19.01%。盈利能力提升的原因有以下两个方面：第一，加拿大 Kerr 公司的营养品利润较高，该项业务的加入为西王食品提供了助力；第二，西王食品一直致力于发展高端品牌，不断对企业的产品进行优化，并不断提高净利率较高的橄榄油、玉米油的比重。2019 年，由于零售市场业绩下滑和销售渠道调整，西王食品盈利能力明显下降。虽然在 2020 年有所反弹，但受疫情影响，2021 年又出现下降趋势。总体而言，并购后西王食品的盈利能力并没有实现长期增长，可能是由于西王食品内部各种因素以及整合过程的磨合期导致。

2. 成长能力

企业的成长能力可以衡量企业的发展趋势和发展速度。本节主要通过总资产增长率、净利润增长率和营业收入增长率三个财务指标来衡量西王食品的成长能力。具体数据及变化情况如表 5.3 所示。

表 5.3 西王食品 2012-2021 年成长能力指标

年份	总资产增长率 (%)	净利润增长率 (%)	营业收入增长率 (%)
2012	1.51	25.39	34.77
2013	0.38	26.48	-2.14
2014	29.47	-35.07	-22.95
2015	-6.30	24.50	19.97
2016	378.41	-7.84	50.43
2017	-7.55	176.42	66.46
2018	33.38	34.38	4.04
2019	-20.81	-280.99	-2.02
2020	-5.11	-135.28	0.92
2021	-0.13	-33.93	9.95

数据来源：根据西王食品 2012-2021 年年度报告 (<http://www.xiwangshipin.com/>) 整理所得。

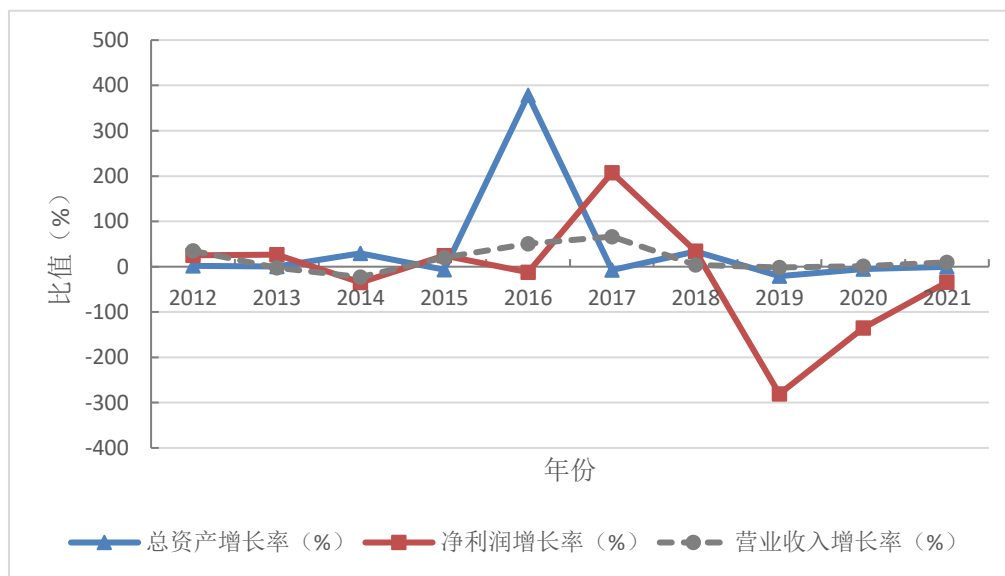


图 5.2 西王食品 2012-2021 年成长能力变化趋势

数据来源：根据表 5.3 绘制。

根据图 5.2 可知，西王食品的营业收入增长率在 2012 年至 2014 年期间呈下降趋势并于 2014 年下降至最低点，考虑是由于出现散装食用油，导致西王食品的产品销售量下降。2015 年回升，得益于市场禁止销售散装食用油，因此消费者

西王食品小包装食用油的需求量增加。2017 年，西王食品的营业收入迅速增加，较 2015 年增长了近 48.49%，说明西王食品在并购发生后的短期内取得了一定的效益，增加了营业收入。但 2018 年至 2021 年期间，西王食品的营业收入增长率又呈下降趋势，并且总体低于并购前的水平，说明西王食品在并购加拿大 Kerr 公司后，需要进行整合并采取相关营销措施来提高西王食品的长期营业收入增长率。

西王食品的总资产增长率在并购前呈下降趋势。2016 年西王食品通过并购注入加拿大 Kerr 公司的资产，使得营业规模迅速扩大，总资产增长率显著提高。2017 年至 2021 年西王食品的总资产增长率又恢复到并购前水平，说明未实现长期总资产增长。

并购前西王食品的净利润增长率与营业收入增长率变化趋势一致，2014 年由于西王食品小包装食用油销售量减少导致净利润降低。并购后，西王食品获得了新的利润增长点，其净利润增长率在 2017 年实现了激增。但 2017 年至 2019 年期间，西王食品净利润增长率开始急速下降，并出现负增长，尽管 2019 年西王食品净利润增长率开始有所回升但由于疫情影响，企业销售量大幅度下降，导致企业净利润增长率仍处于负增长状态。

通过本节数据的对比分析，西王食品在并购后 3 年内盈利能力和成长能力迅速提升，但 2017 年至 2021 年期间其各项指标均呈下降趋势且总体低于并购之前的平均水平。因此，从长期来看，西王食品的经营协同效应不显著。

5.2.2 财务协同效应

并购的财务协同效应主要衡量并购为企业带来的财务利益。本节选取与公司有关的偿债能力及节税效应两个财务指标来分析企业的财务协同效应。

1. 偿债能力

企业的偿债能力主要通过流动比率、速动比率和资产负债率等指标来衡量。西王食品偿债能力指标的具体数据及变化情况如表 5.4 所示。

表 5.4 西王食品 2012-2021 年偿债能力指标分析

年份	流动比率（次）	速动比率（次）	资产负债率（%）
2012	1.83	1.24	28.14
2013	2.49	1.89	19.36
2014	1.82	1.38	34.43
2015	2.50	1.73	21.96
2016	0.94	0.63	51.71
2017	0.80	0.34	64.06
2018	1.39	1.19	51.10
2019	1.45	1.17	49.62
2020	1.60	1.29	44.42
2021	1.62	1.14	42.21

数据来源：根据西王食品 2012-2021 年年度报告 (<http://www.xiwangshipin.com/>) 整理所得。

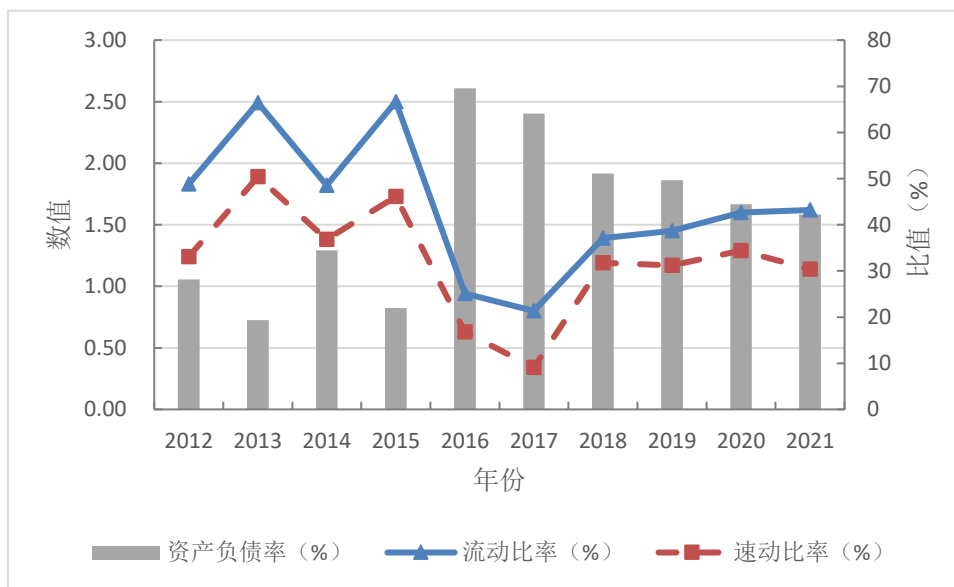


图 5.3 西王食品 2012-2021 年偿债能力分析图

数据来源：根据表 5.4 绘制。

西王食品的流动比率和速动比率在 2012 年至 2015 年呈波动起伏状态，并购当年（2016 年）的流动比率下降至 0.94%，速动比率下降至 0.63%，原因在于此次并购采用现金支付，带来债务压力。2017 年的流动比率和速动比率较 2016 年

仍有所下降，原因在于西王食品偿还国外银团贷款时存在汇率风险。2018年至2021年西王食品通过非公开发行股票募集资金对流动资金进行补充，因此流动比率和速动比率呈逐年上升趋势，但总体仍低于并购之前的水平。

2012-2015年西王食品的资产负债率处于50%以下水平，表明企业长期偿债能力较强。2016年西王食品的资产负债率达到了69.54%，长期偿债能力下降。并购完成后，西王食品积极调整资产负债结构，整合资源，长期偿债能力得到明显改善，但与并购前相比仍存在债务风险。

2. 节税效应

节税效应主要是指收购目标公司后，可以利用目标公司的亏损来抵消或减少所得税费用，从而减少财务支出，获得税收方面的财务效益，如表5.5所示。

表 5.5 西王食品 2012-2021 年节税效应分析

年份	所得税费用（亿元）	利润总额（亿元）	实际所得税（%）
2012	0.13	1.57	8.28
2013	0.15	1.96	7.65
2014	0.15	1.33	11.28
2015	0.20	1.66	12.05
2016	0.55	2.14	25.70
2017	0.81	44.77	1.80
2018	1.24	6.57	18.87
2019	-1.63	-11.26	14.48
2020	0.75	4.15	18.07
2021	0.48	2.73	17.58

数据来源：根据西王食品 2012-2021 年年度报告 (<http://www.xiwangshipin.com/>) 整理所得。

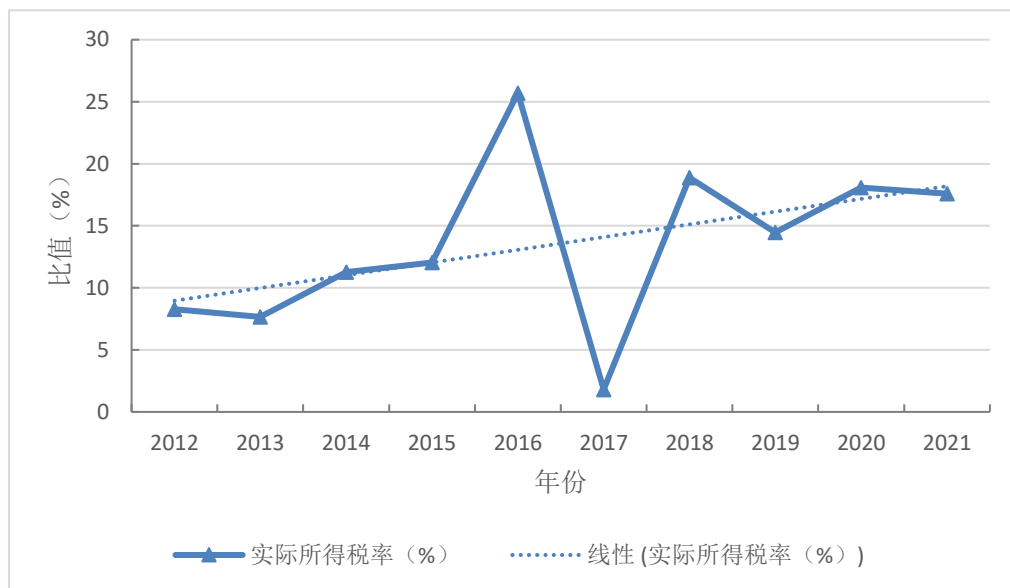


图 5.4 西王食品 2012-2021 年实际所得税率

数据来源：根据表 5.5 绘制。

根据图 5.4 可知，并购前，西王食品的实际所得税率虽处于上升趋势，但保持在 15% 以内，这是因为西王食品在并购之前享受到了一定的税收优惠。2016 年并购完成时，出现了明显的上升趋势，这主要是由于收购加拿大 Kerr 公司新增了部分税赋。2017 年，实际所得税率出现大幅度下降，这是因为西王食品获得加拿大 Kerr 公司高利润产品，使得当年利润总额迅速增加，导致所得税费用占比下降。随后，西王食品所得税率逐年上升。尽管 2019 年西王食品企业的实际所得税率降至 14.47%，但仍高于并购前的水平。并购事件发生后，西王食品实际所得税总体呈上升趋势，说明西王食品并购后企业节税效果不明显，此次并购并没有给企业带来税收方面的财务效益。

通过本节数据的对比分析，并购后，西王食品的流动比率和速动比率较并购之前均有明显的上升，资产负债率有明显的下降，但都高于并购之前的水平，说明西王食品在并购后仍存在较大的债务压力，处于负债经营状态。并且此次并购也没有给西王食品带来节税效应。因此，西王食品并购加拿大 Kerr 公司的财务协同效应不显著。

5.2.3 管理协同效应

1. 费用控制能力

费用控制能力是指企业在日常管理中对公司各项费用的管理控制能力,进而完成企业的既定目标。本节将管理费用率、销售费用率作为反映西王食品费用是否得到有效控制的指标,通过对这两项财务指标的分析,可以判断并购后西王食品的费用控制能力是否得到提升,具体情况如表 5.6 所示。

表 5.6 西王食品 2012-2021 年费用管理水平指标

年份	管理费用率 (%)	销售费用率 (%)
2012	4.90	9.69
2013	4.76	10.95
2014	5.18	13.91
2015	4.77	15.12
2016	6.41	14.43
2017	5.00	17.29
2018	3.15	17.45
2019	3.42	16.93
2020	3.34	11.68
2021	3.69	12.25

数据来源:根据西王食品 2012-2021 年年度报告 (<http://www.xiwangshipin.com/>) 整理所得。

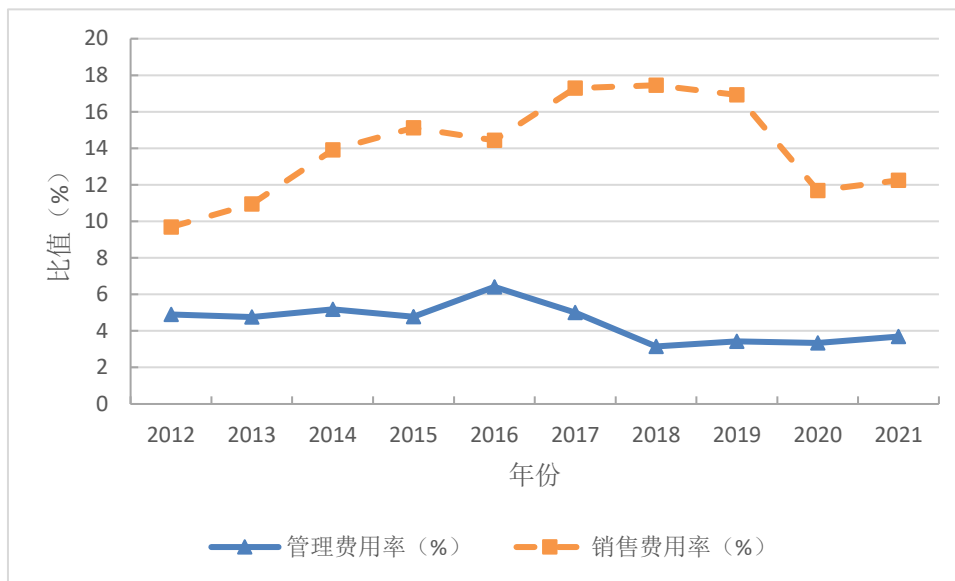


图 5.5 西王食品 2012-2021 年费用管理水平变化趋势图

数据来源：根据表 5.6 绘制。

由图 5.5 可知，西王食品的管理费用率在并购之前处于平稳状态。2016 年，西王食品的管理费用率从并购前 2015 年的 4.77% 上升至 6.41%，主要是因为西王食品在并购过程中向加拿大 Kerr 公司高管支付大量激励性奖金和中介费用，使得管理费用增加。并购完成之后，西王食品积极整合管理资源，优化企业内部结构，管理费用率开始下降，说明西王食品对企业管理成本控制得当，提高了企业内部运营管理能力。

并购前，西王食品的销售费用率呈上升的趋势，并购当年（2016 年）略有下降，2017 年又继续上升至 17.45%。主要原因是并购后西王食品大力推广食用油产品，并与天猫、淘宝、京东等线上销售渠道洽谈合作，导致了销售费用的大幅增加。2019 年后，西王食品销售费用率经过一年整合期后呈下降趋势，说明西王食品对于营销渠道的建设逐渐完善，销售渠道得到有效利用，费用方面进一步得到控制。

2. 资产管理水平

资产管理水平衡量的是企业对资产运行的管理能力，用于反映企业资产利用和流通的效率，是衡量并购整合效率的重要指标。如果资产的使用效率较高，流通速度更快，那么即使企业投资少，也可以获得较高的收益。本节将采用存货周

转率、应收账款周转率、总资产周转率三个指标来分析西王食品并购前后资产管理的能力。如表 5.7 所示。

表 5.7 西王食品 2012-2021 年资产管理水平指标分析

年份	存货周转率 (%)	应收账款周转率 (%)	总资产周转率 (%)
2012	7.54	24.84	1.75
2013	8.99	18.92	1.69
2014	6.09	15.32	1.13
2015	5.77	18.62	1.25
2016	5.05	9.96	0.67
2017	4.53	11.74	0.70
2018	4.91	13.92	0.65
2019	6.08	14.35	0.62
2020	6.65	19.39	0.73
2021	6.19	25.20	0.82

数据来源：根据西王食品 2012- 2021 年年度报告 (<http://www.xiwangshipin.com/>) 整理所得。

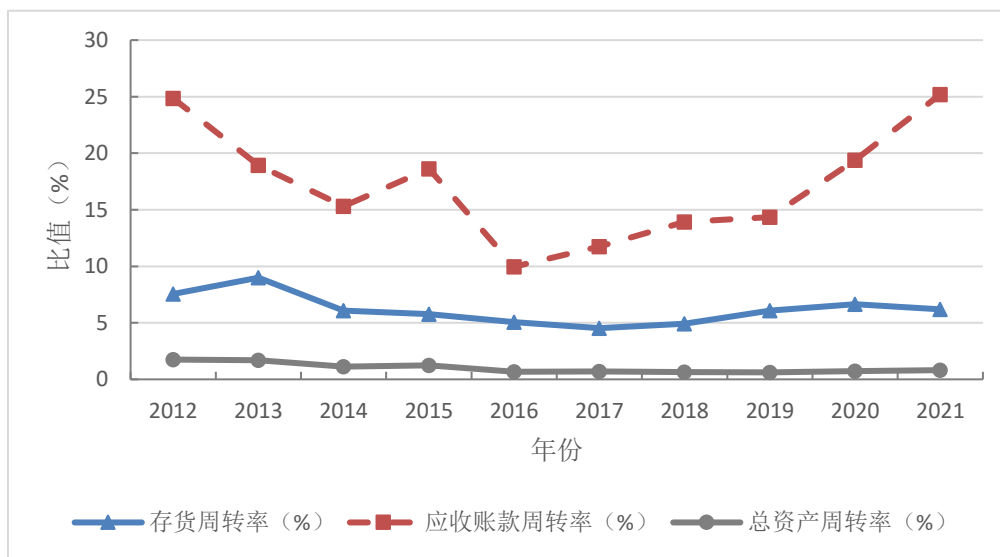


图 5.6 西王食品 2012-2021 年资产管理水平变化趋势图

数据来源：根据表 5.7 绘制。

根据图 5.6 可知，并购前，除 2013 年西王食品存货周转率略有上升之外，其余年份均呈下降趋势。并购后，2016 年至 2017 年由于并入了加拿大 Kerr 公司

的存货，导致西王食品的存货周转率持续下降。但 2018 年至 2021 年期间西王食品的存货周转率呈逐年上升趋势，说明从长期来看，此次并购有利于缓解西王食品存货流动性较差的状况。

西王食品应收账款周转率在 2012 年至 2015 年期间总体呈下降趋势。2016 年下降至 9.96%，主要是由于并购加拿大 Kerr 公司时采用了银行贷款导致应收账款周转率急剧下降。并购后西王食品的应收账款周转率逐年递增，并恢复到并购之前的水平显示出西王食品并购之后应收账款周转率较高，资金回笼能力增强。

西王食品的总资产周转率在并购当年出现了急剧下降，并购后总资产周转率基本保持在 0.6% 的水平上，低于并购前的整体水平。但 2020 年至 2021 年间西王食品总资产周转率呈逐年上升趋势，说明从长期来看此次并购有利于缓解西王食品总资产周转率较差的状况。

根据本节分析可得，西王食品在完成对加拿大 Kerr 公司的并购后，管理和销售费用率总体呈下降趋势，应收账款周转率、总资产周转率和存货周转率缓慢回升，说明西王食品并购后积极整合内部流程，优化资产结构，提高企业内部管理效率，因此，其管理协同效应实现显著。

5.3 基于非财务指标法的长期协同效应评价

5.3.1 技术协同效应

1. 创新投入

本节通过研发投入占总营业收入的比重来体现西王食品对技术创新的重视程度，占比越高，表明企业的创新投入效果越好。如表 5.8 所示

表 5.8 西王食品 2012-2021 年创新投入情况

年份	研发费用 (亿元)	营业收入 (亿元)	研发费用率 (%)
2012	0.84	24.80	3.38
2013	0.77	24.27	3.16
2014	0.60	18.70	3.21
2015	0.68	22.44	3.03
2016	0.82	33.75	2.43
2017	0.83	56.18	1.47
2018	0.90	58.45	1.54
2019	0.95	57.27	1.66
2020	1.03	57.80	1.78
2021	1.05	63.55	1.66

数据来源：根据西王食品 2012-2021 年年度报告 (<http://www.xiwangshipin.com/>) 整理所得.

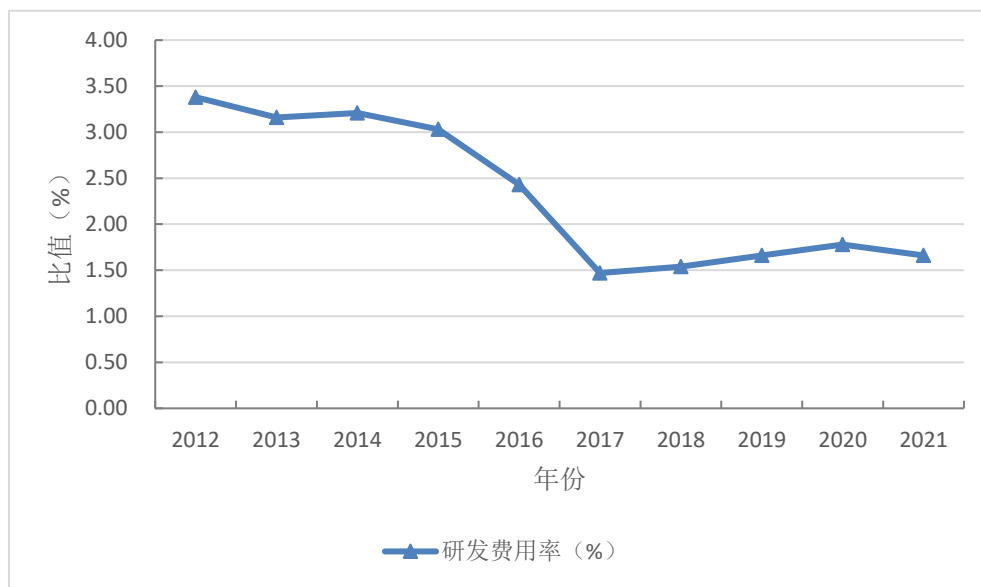


图 5.7 西王食品 2012-2021 年创新投入

数据来源：根据表 5.8 绘制.

如图 5.7 所示并购前，西王食品的研发费用率呈下降趋势，表明西王食品对企业的重视程度不足。并购后，2017 年西王食品的研发费用率降至最低点，表明虽然西王食品获取了加拿大 Kerr 公司的先进技术，但仍对企业提高创新能力的

重视程度不足，忽视了对企业的研发投入。2017年至2020年期间，西王食品的研发费用率呈逐年上升趋势，说明西王食品并购后积极整合资源、提高了对研发投入的重视程度，并积极获取技术竞争优势，但仍没有达到并购之前的水平。2021年下降，主要原因在于，西王食品营业收入增长迅速导致研发投入占比下降，说明企业的研发投入应与总营业收入增加相匹配。总体而言，西王食品对技术创新的重视程度不够。

2.创新产出

如图 5.8 所示，并购之前西王食品的创新占比呈下降趋势，原因在于企业研发投入不足。并购当年（2016 年）西王食品的创新占比直线上升，得益于并购后，西王食品将加拿大 Kerr 公司的无形资产纳入，使得企业整体创新产出增加。2018 年西王食品的创新产出下降，主要原因在于 2018 年企业总资产增加显著，使得无形资产占总资产比重下降，这也说明西王食品应更加注重对加拿大 Kerr 公司技术、专利、知识产权的有效利用。2018 年至 2021 年，西王食品的创新产出出现回升，说明西王食品对加拿大 Kerr 公司无形资产的利用重视程度得到提升。总体而言，并购后西王食品的创新产出较并购前有明显提升。

表 5.9 西王食品 2012-2021 年创新产出情况

年份	无形资产（亿元）	总资产（亿元）	创新占比（%）
2012	1.03	14.31	7.19
2013	1.01	14.36	7.01
2014	0.99	18.60	5.35
2015	0.97	17.42	5.58
2016	34.84	83.36	41.80
2017	32.71	77.07	42.44
2018	34.32	102.80	33.39
2019	33.40	81.40	41.03
2020	31.22	77.24	40.42
2021	30.40	77.14	39.41

数据来源：根据西王食品 2012-2021 年年度报告（<http://www.xiwangshipin.com/>）整理所得。

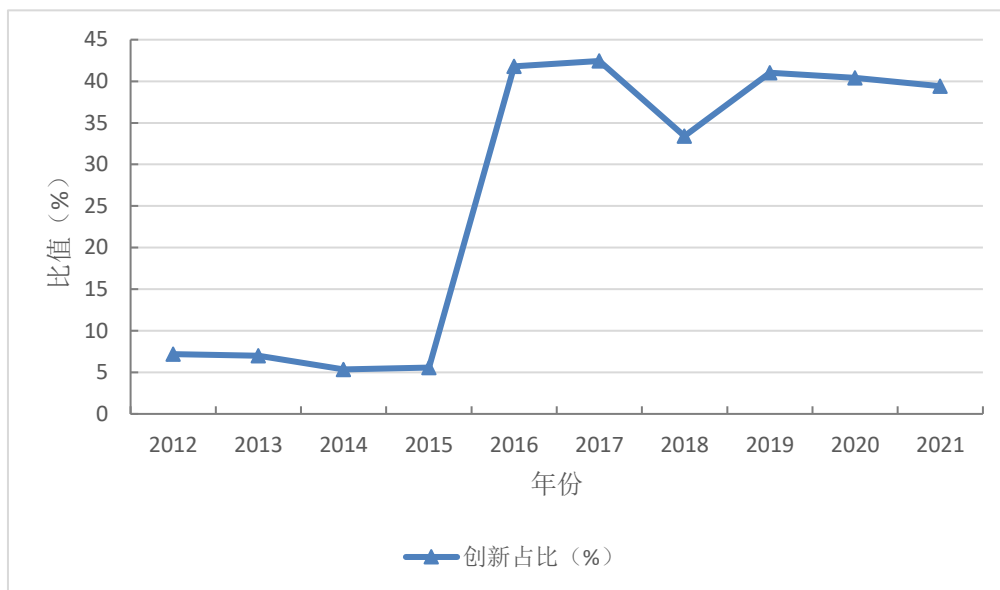


图 5.8 西王食品 2012-2021 年创新产出

数据来源：根据表 5.9 绘制。

通过本节数据的对比分析，发现西王食品投入的研发费用率较并购之前总体呈下降趋势，说明企业应提高技术创新能力。在创新产出方面，西王食品通过并购，获得了加拿大 Kerr 公司技术、专利、知识产权等优质资产，提高了创新占比。但总体而言，西王食品技术协同效应实现不显著。

5.3.2 品牌协同效应

1. 品牌价值

对于企业而言，品牌建设对其扩大市场份额有很大的影响，对其长期可持续发展至关重要。对于消费者而言，品牌代表着企业在行业中的竞争力和影响力。然而企业本身要想获得品牌优势绝非易事，在此过程中必然会消耗大量人力、物力和财力，如果整合效果不佳则会影响企业经营业绩。因此越来越多的企业通过跨国并购的方式来获得品牌优势、扩大国际市场和国内市场占有率、通过资源整合形成品牌协同效应。本节主要通过分析西王食品并购加拿大 Kerr 公司后获得的荣誉和市场占有率来评价其品牌认可度。如表 5.10 所示

表 5.10 西王食品荣誉榜

年份	所获荣誉
2016	“入选 2016 十大食用油品牌排行榜”、荣获“消费者喜爱的食品品牌”称号”
2017	荣获“全国产品和服务质量诚信示范企业、消费者喜爱的品牌之星”称号、“获得优质产品金奖和健康油脂营养奖”
2018	荣获“品牌升级奖、科技创新奖”、认定为“全国粮油优秀科技创新型企业”
2019	先后认定为 2018 年度高新技术企业和国家知识产权优势企业、获得优质产品金奖和食用油十佳品牌奖、
2020	以 70 亿元品牌价值入选中国品牌节年会 500 强
2021	先后被评为“食品质量品牌 5A 级企业”、“高新技术企业”

数据来源：根据西王食品公开资料整理所得。

根据表 5.10，西王食品并购后，在产品、技术和品牌等方面都获得了赞誉。随着对加拿大 Kerr 公司品牌的整合，西王食品的竞争力得到提高，品牌的影响力也逐渐凸显。2016 年，西王食品被列入中国十大粮油品牌排行榜，2017 年被评为“全国产品和服务质量诚信示范企业”，2018 年被评为“全国粮油行业优秀科技创新企业”，说明市场对其产品有一定的认可。2021 年西王食品连续五届被认定为高新技术产业，说明西王食品的核心竞争力不断增强，品牌价值不断提升。

2.市场占有率

市场占有率可以对企业的竞争力进行衡量，本节主要通过西王食品国外市场份额占营业总收入的比重来考察企业在国际市场的竞争力。如表 5.11 所示。

表 5.11 西王食品 2012-2021 年市场占有率

年份	国外市场份额（亿元）	营业收入（亿元）	市场占有率（%）
2015	0.00	22.44	0.00
2016	5.29	33.75	15.66
2017	27.67	56.18	49.25
2018	26.92	58.45	46.05
2019	25.36	57.27	44.28
2020	19.60	57.80	33.91
2021	20.55	63.55	32.34

数据来源：根据西王食品 2012-2021 年年度报告（<http://www.xiwangshipin.com/>）整理所得。

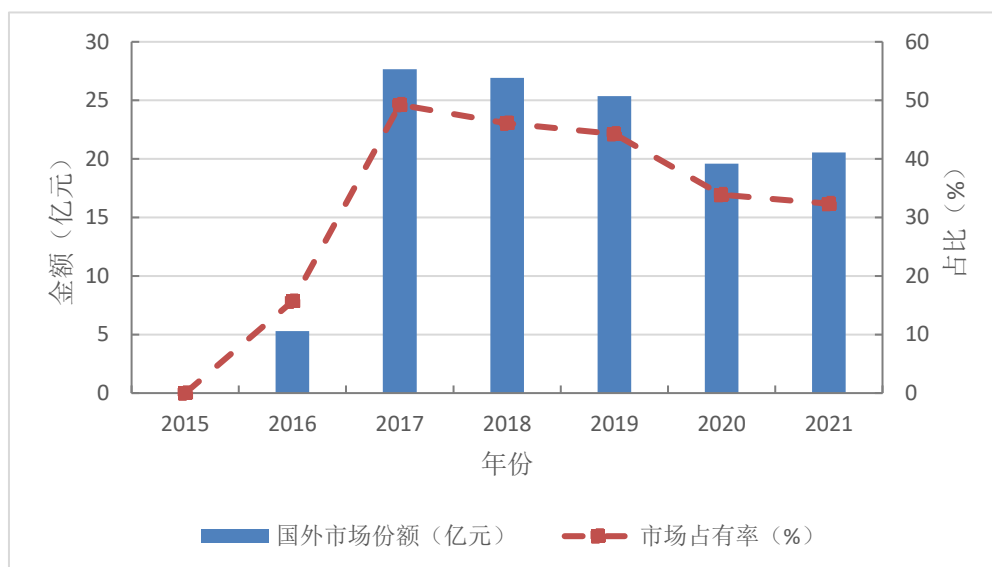


图 5.9 西王食品 2012-2021 年市场占有率

数据来源：根据表 5.11 绘制。

根据图 5.9 可知，西王食品 2015 年的市场占有率为 0，表明并购之前西王食品未开拓国际市场业务。2016 年西王食品充分利用加拿大 Kerr 公司的品牌优势及资源，通过改善自身品牌的销售状况，市场占有率显著提升。2017 年西王食品的市场占有率接近 50%，较 2016 年相比提高了近 33 个百分点，说明西王食品并购后借助加拿大 Kerr 公司营销渠道顺利打开了国际市场、扩大了国外市场份额、提高了品牌知名度。2017 年至 2021 年期间呈现下降趋势，但相较于并购之前西王食品市场占有率有所增加，说明西王食品此次并购实现了品牌协同效应。

但仍需要继续加强对双方企业的品牌资源整合，扩大品牌国际影响力。

通过本节数据的对比分析，并购后，西王食品获得了产品、技术、品牌等层面的竞争优势。通过对加拿大 Kerr 公司品牌资源的整合，增加了西王食品的国外市场份额，提高了国际市场影响力，因此实现了一定的品牌协同效应。

5.4 基于熵值法的长期协同效应综合评价

5.4.1 基本原理

熵值法的原理是根据文中选取指标值的差异程度来确定权重系数。朱喜安，魏国栋（2015）^②认为，熵值法的运用可以避免数据分析过程中人为因素的干扰，客观地反映各项指标在综合评价过程中的重要性。在上文对并购长期协同效应的评价中，有的指标反映良好，有的指标反映并购的负面影响。因此，本节采用熵值法对这些指标赋予权重，综合评价西王食品此次并购的长期协同效应效果。

5.4.2 评价步骤

1. 确立熵值法相关的指标体系。
2. 对企业原始数据进行标准化处理，以解决指标不同质问题。

$$\text{正向指标: } X'_{ij} = \frac{X_{ij} - \min(X_j)}{\max(X_j) - \min(X_j)} \quad (5.1)$$

$$\text{负向指标: } X'_{ij} = \frac{\max(X_j) - X_{ij}}{\max(X_j) - \min(X_j)} \quad (5.2)$$

其中， $\max(X_j)$ 表示第 j 项指标下各评价样本的最小值； $\min(X_j)$ 表示第 j 项指标下各评价样本的最大值。

3. 计算第 j 项指标下第 i 年的指标值占该指标的比重，即贡献度。

$$P_{ij} = \frac{X'_{ij}}{\sum_{i=1}^n X'_{ij}} \quad (5.3)$$

4. 计算第 j 项指标的熵值：

$$e_j = -k * \sum_{i=1}^n p_{ij} \ln(P_{ij}) \quad (5.4)$$

^② 朱喜安,魏国栋.熵值法中无量纲化方法优良标准的探讨[J].统计与决策,2015,02.

其中，如果 $k > 0$ ， \ln 取自然对数，则 > 0 。（5.4）式中，常数 k 与样本数 m 有关，一般令 $k = 1/\ln(m)$ ，因此 $0 \leq k \leq 1$ 。

5. 计算该方法的第 j 项指标的差异系数对于第 j 项指标的大小差别。

6. 计算信息效用值

$$g_j = 1 - e_j \quad (5.5)$$

7. 计算综合评价指数

$$S = \sum_{j=1}^m w_j * p_{ij} \quad (5.6)$$

式中 S 表示协同效应综合评价值， m 为指标个数，为第 j 项指标的权重。因此， S 的数值越大，表明样本效果越好。

采用熵值法确定各指标权重值，计算出西王食品 2012 年至 2021 年间的综合得分来评价西王食品并购长期协同效应效果。为了确保数据的可对比性和准确性，选取了与上文相同的财务指标和非财务指标。具体数据如表 5.12 所示。

表 5.12 西王食品长期协同效应三级指标原始值

指标	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
X ₁	5.77	7.45	6.28	6.52	3.81	7.05	9.10	-16.82	5.88	3.53
X ₂	10.07	12.62	7.13	8.12	2.55	4.94	5.92	-10.46	4.28	2.91
X ₃	14.13	16.58	9.92	11.36	6.78	15.44	19.01	-19.19	8.63	4.94
X ₄	1.51	0.38	29.47	-6.30	378.41	-7.55	33.38	-20.81	-5.11	-0.13
X ₅	25.39	26.48	-35.07	24.50	-12.02	207.68	34.38	-280.99	-135.28	-33.93
X ₆	34.77	-2.14	-22.95	19.97	50.43	66.46	4.04	-2.02	0.92	9.95
X ₇	1.83	2.49	1.82	2.50	0.94	0.80	1.39	1.45	1.60	1.62
X ₈	1.24	1.89	1.38	1.73	0.63	0.34	1.19	1.17	1.29	1.14
X ₉	28.41	19.36	34.43	21.96	51.71	64.06	51.10	49.62	44.42	42.21
X ₁₀	8.28	7.65	11.28	12.05	25.70	1.80	18.87	14.48	18.07	17.58
X ₁₁	9.69	10.95	13.91	15.12	14.43	17.29	17.45	16.93	11.68	12.25
X ₁₂	4.9	4.76	5.18	4.77	6.41	5.00	3.15	3.42	3.34	3.69
X ₁₃	7.54	8.99	6.09	5.77	5.05	4.53	4.91	6.08	6.65	6.19
X ₁₄	24.84	18.92	15.32	18.62	9.96	11.74	13.92	14.35	19.39	25.20
X ₁₅	1.75	1.69	1.13	1.25	0.67	0.70	0.65	0.62	0.73	0.82
X ₁₆	3.38	3.16	3.21	3.03	2.43	1.47	1.54	1.66	1.78	1.66
X ₁₇	7.19	7.01	5.35	5.58	41.80	42.44	33.39	41.03	40.42	39.41
X ₁₈	0.00	0.00	0.00	0.00	15.66	49.25	46.05	44.28	33.91	32.34

数据来源：根据西王食品 2012-2021 年年度报告 (<http://www.xiwangshipin.com/>) 整理所得。

根据上文公式 (5.1) 和 (5.2)，对西王食品长期协同效应三级原始指标值进行标准化处理，处理后数值如表 5.13 所示。

表 5.13 标准化后的西王食品长期协同效应三级指标值

指标	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
X ₁	0.87	0.94	0.89	0.90	0.80	0.92	1.00	0.00	0.88	0.79
X ₂	0.89	1.00	0.76	0.81	0.56	0.67	0.71	0.00	0.64	0.58
X ₃	0.87	0.94	0.76	0.80	0.68	0.91	1.00	0.00	0.73	0.63
X ₄	0.06	0.05	0.13	0.04	1.00	0.03	0.14	0.00	0.04	0.05
X ₅	0.63	0.63	0.50	0.63	0.55	1.00	0.65	0.00	0.30	0.51
X ₆	0.65	0.23	0.00	0.48	0.82	1.00	0.30	0.23	0.27	0.37
X ₇	0.61	0.99	0.600	1.00	0.08	0.00	0.33	0.38	0.47	0.48
X ₈	0.58	1.00	0.67	0.90	0.19	0.00	0.55	0.54	0.61	0.52
X ₉	0.82	1.00	0.70	0.95	0.00	0.11	0.37	0.40	0.50	0.54
X ₁₀	0.73	0.76	0.60	0.57	0.00	1.00	0.29	0.47	0.32	0.34
X ₁₁	1.00	0.84	0.46	0.30	0.39	0.02	0.00	0.07	0.74	0.67
X ₁₂	0.46	0.51	0.38	0.50	0.00	0.43	1.00	0.92	0.94	0.83
X ₁₃	0.67	1.00	0.35	0.28	0.12	0.00	0.09	0.35	0.48	0.37
X ₁₄	0.98	0.59	0.35	0.57	0.00	0.12	0.26	0.29	0.62	1.00
X ₁₅	1.00	0.95	0.45	0.56	0.04	0.07	0.03	0.00	0.10	0.18
X ₁₆	1.00	0.89	0.91	0.82	0.50	0.00	0.04	0.10	0.16	0.10
X ₁₇	0.05	0.04	0.00	0.00	0.98	1.00	0.76	0.96	0.95	0.92
X ₁₈	0.00	0.00	0.00	0.00	0.32	1.00	0.94	0.90	0.69	0.66

数据来源：根据 Excel 计算整理所得。

根据公式 (5.3)，计算第 i 项指标在所有指标和中所占的比例 P ，如表 5.14 所示。

表 5.14 西王食品长期协同效应三级指标 P 值统计表

指标	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
X ₁	0.11	0.12	0.11	0.11	0.10	0.11	0.13	0.00	0.11	0.10
X ₂	0.13	0.15	0.12	0.12	0.09	0.10	0.11	0.00	0.10	0.09
X ₃	0.12	0.13	0.10	0.11	0.10	0.12	0.14	0.00	0.10	0.09
X ₄	0.04	0.03	0.08	0.02	0.65	0.02	0.09	0.00	0.03	0.03
X ₅	0.12	0.12	0.09	0.12	0.10	0.19	0.12	0.00	0.06	0.09
X ₆	0.15	0.05	0.00	0.11	0.19	0.23	0.07	0.05	0.06	0.08
X ₇	0.12	0.20	0.12	0.20	0.02	0.00	0.07	0.08	0.09	0.10
X ₈	0.10	0.18	0.12	0.16	0.03	0.00	0.10	0.10	0.11	0.09
X ₉	0.15	0.19	0.12	0.18	0.00	0.02	0.07	0.07	0.09	0.10
X ₁₀	0.14	0.15	0.12	0.11	0.00	0.20	0.06	0.09	0.06	0.07
X ₁₁	0.22	0.19	0.10	0.07	0.09	0.00	0.00	0.02	0.17	0.15
X ₁₂	0.08	0.08	0.06	0.08	0.00	0.07	0.17	0.15	0.16	0.14
X ₁₃	0.18	0.27	0.09	0.08	0.03	0.00	0.02	0.09	0.13	0.10
X ₁₄	0.20	0.12	0.07	0.12	0.00	0.02	0.05	0.06	0.13	0.21
X ₁₅	0.30	0.28	0.13	0.17	0.01	0.02	0.01	0.00	0.03	0.05
X ₁₆	0.22	0.20	0.20	0.18	0.11	0.00	0.01	0.02	0.04	0.02
X ₁₇	0.01	0.01	0.00	0.00	0.17	0.18	0.13	0.17	0.17	0.16
X ₁₈	0.00	0.00	0.00	0.00	0.07	0.22	0.21	0.20	0.15	0.15

数据来源：根据 Excel 计算整理所得。

根据上表计算出西王食品长期协同效应三级指标熵值、差异性系数和指标权重，如 5.15 所示。

表 5.15 西王食品长期协同效应三级指标熵值、差异系数和权重汇总表

指标	熵值	差异系数	权重
X ₁	0.95	0.05	0.02
X ₂	0.95	0.05	0.02
X ₃	0.95	0.05	0.02
X ₄	0.57	0.43	0.17
X ₅	0.94	0.06	0.03
X ₆	0.89	0.11	0.04
X ₇	0.89	0.12	0.04
X ₈	0.92	0.08	0.03
X ₉	0.90	0.10	0.04
X ₁₀	0.92	0.08	0.03
X ₁₁	0.84	0.16	0.06
X ₁₂	0.93	0.07	0.03
X ₁₃	0.87	0.13	0.05
X ₁₄	0.89	0.11	0.05
X ₁₅	0.75	0.25	0.10
X ₁₆	0.81	0.19	0.08
X ₁₇	0.81	0.19	0.08
X ₁₈	0.76	0.24	0.10

数据来源：根据 Excel 计算整理所得。

根据公式（5.6），计算西王食品 2012-2021 年的综合评价指数，如表 5.16 所示。

表 5.16 2012-2021 年西王食品协同效应综合得分

维度	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
综合得分	0.13	0.13	0.09	0.09	0.17	0.07	0.08	0.06	0.09	0.09

数据来源：根据 Excel 计算整理所得。

5.4.3 评价结果分析

从图 5.10 可知，西王食品在并购前的 2012 年至 2015 年期间综合得分分别为 0.13、0.13、0.09、0.09，总体呈现下降趋势，主要是由于国内经营环境逐渐恶化，且面临同行业的竞争压力，企业出现产能过剩、库存积压、经营业绩不善的情况。2016 年实施并购后，企业经营状况改善，综合得分开始回升，并达到近十年的峰值 0.17。2017 年开始大幅度下滑，这是因为并购采用现金支付方式，并购后企业面临大额负债压力。此外，西王食品未对加拿大 Kerr 公司进行全面的资源整合，导致企业经营不善。2019 年再次下降，主要原因是 2019 年末新冠疫情暴发导致全国停工停产，对西王食品的业务造成了较大影响，其协同效应大大削弱，但疫情慢慢得到稳定控制后，国内经济恢复正常，西王食品的协同效应得分回升。但并购后西王食品的综合得分仍低于并购前的水平，说明西王食品的并购活动并未获得长期协同效应。

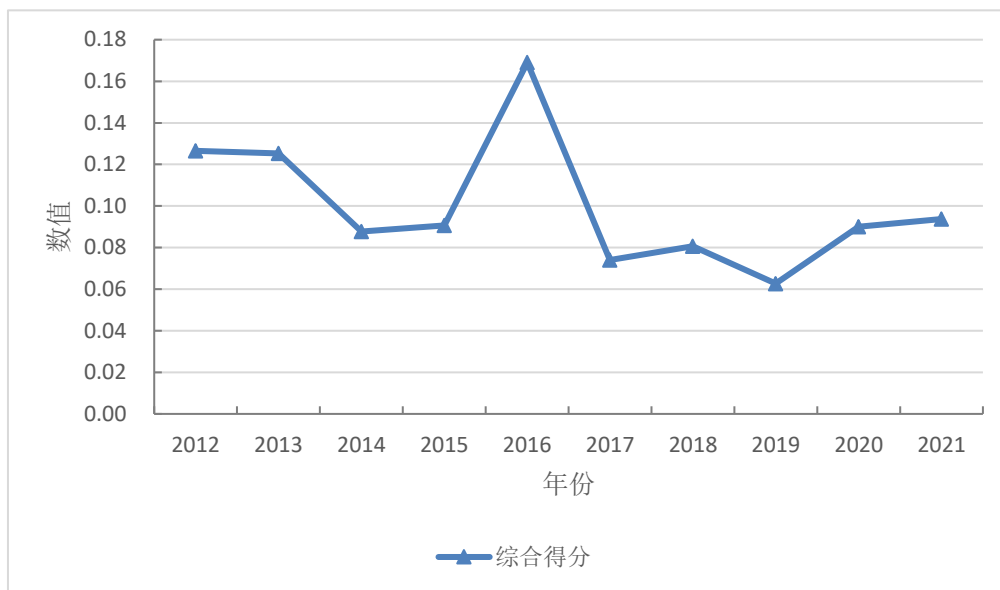


图 5.10 2012-2021 年西王食品协同效应综合得分趋势图

数据来源：根据表 5.16 绘制。

5.5 本章小结

本章选取经营协同效应、管理协同效应、财务协同效应、技术协同效应、品牌协同效应五个角度对西王食品并购加拿大 Kerr 公司进行长期协同效应评价。在经营协同效应方面，西王食品总资产净利率、净资产净利率和销售净利率的变化趋势相同，并购后，短期内呈上升趋势，长期内呈下降趋势，可见西王食品并购后并未实现长期获利。总资产增长率、净利润增长率和营业收入增长率在并购后也呈下降趋势，说明西王食品资产规模降低，成长能力下降，因此经营协同效应实现不显著。在财务协同效应方面，西王食品资产负债率、流动比率、速动比率在并购后均显著增长，但低于并购之前的水平，说明西王食品处于负债经营状态。实际所得税在并购当年达到最高值，2016 年之后仍呈上升趋势，说明西王食品并未实现节税效应，可见西王食品财务协同效应不显著。在管理协同效应方面，管理费用率和销售费用率在企业并购后呈下降趋势，说明企业管理成本控制得当，费用控制能力提升。存货周转率、应收账款周转率、总资产周转率并购后逐渐恢复到并购之前的水平，说明西王食品资产管理水平控制得当，实现了管理协同效应。

西王食品无形资产占总营业收入的比重增加,说明此次并购为西王食品带来的技术、专利、知识水平等无形资产。但并购后对研发投入重视不足,导致技术协同效应不显著。西王食品并购加拿大 Kerr 公司后,国际市场的客户对企业的关注度增加,因此国际市场占有率增加,实现了品牌协同效应。

结合熵值法对企业经营协同效应、财务协同效应、管理协同效应、技术协同效应、品牌协同效应进行综合评价后发现西王食品并未实现长期协同效应,说明企业在长期经营过程中存在不足,应引起重视。

6 西王食品长期协同效应下降的影响因素分析

从第四章、第五章可知，市场对西王食品此次并购的预期较好，实现了短期的协同效应，但长期协同效应表现不佳。接下来文章将着重从内部、外部两个方面综合分析西王食品并购后长期协同效应不升反降的原因。

6.1 内部因素分析

6.1.1 存在支付风险

并购的支付方式有三种，分别为现金支付、股权支付和证券交易支付。企业在进行跨国并购时，多采用现金支付。主要原因在于股权支付较为繁琐，耗费时间长，容易错过并购黄金期。证券交易支付在市场中容易受到波动，无法避免主观因素的影响。但相较于现金支付而言，股权支付和证券交易支付可以减轻企业的资金压力，对并购后企业资源整合有很强的支撑作用。

在西王食品并购加拿大 Kerr 公司的案例中，为展现企业融资实力、抓住并购机会、缩短并购耗时、提高并购速度，西王食品采用现金支付方式来完成此次并购。因此，西王食品并购后在短期内赢得了市场的认可，这也是其累计超额收益率在事件窗口期内持续上升的重要原因。但是现金支付给西王食品带来了长期债务压力，不但影响并购双方企业的资源整合效果，同时也对西王食品的日常经营活动带来偿债压力，不利于西王食品并购后的快速发展，这可能是西王食品并购后财务协同效应不显著的原因。

6.1.2 研发投入不足

随着人们对健康食品的追求，全球食品技术创新已从单一环节创新转向全产业链创新，从传统食品加工技术的创新转向未来全定制食品的合成创新。但目前，我国食品行业仍面临着较大的发展瓶颈，主要原因是企业的研发投入水平较低。在对西王食品收购的技术协同效应评价中可以发现，2015 年西王食品的研发费用约为 68 万元，2016 年为 82 万元，虽然西王食品的研发投入较并购前有所增

加，但增幅不大。此外，食品行业缺乏科研和自主创新等方面的投入。因此，西王食品取得的技术协同效应并不显著

6.2 外部因素分析

6.2.1 存在外汇风险

通过案例分析可以看出，为减轻并购压力，西王食品积极调整融资结构，扩展融资方式、丰富融资渠道，如向市场增发股票、进行股权质押、向世界银行和财团进行贷款等，确保了并购资金的充足。但与此同时，加拿大Kerr公司在世界各地销售商品，货款均以美元结算。对于西王食品而言，加拿大Kerr公司已成为公司间接控制的子公司，西王食品使用的人民币与Kerr公司使用的美元存在一定的兑换风险。此外，此次并购以美元支付，2016年以来人民币对美元汇率呈现单边下跌趋势，这都直接影响了西王食品并购后财务协同效应的实现。

6.2.2 企业文化整合效果不佳

不同地域和国家的文化特点不同，所以外资企业要想深入了解该地区的文化特点，需要花费大量的时间。并购后，西王食品求同存异，保持双方原有企业文化的同时促进双方业务的融合发展。但是，中国和加拿大的社会观念不同，客户对财富管理的习惯也不同，所以双方企业在管理理念和商业模式方面存在较大差异，并且文化资源整合存在一定的磨合期，因此，企业经营协同效应下降。并购后，西王食品应采取借鉴、学习的方式，发现自身存在的不足并积极解决，进而实现并购双方企业文化资源的融合发展。

6.3 本章小结

本章对西王食品并购长期协同效应下降的因素进行分析，从企业内部和外部两个角度找到了几点重要因素。在内部因素分析中，采用全额现金支付的方式、使用大量银团贷款是导致其财务协同效应不显著的关键因素；企业技术创新重视

程度不足，研发投入较低，导致技术协同效应不显著；在外部因素分析中，美元支付给西王食品带来了汇率风险，这也是导致其从财务协同效应下降的主要原因之一；其次，由于并购双方企业处在不同国家和地区，存在文化差异，虽然并购之后西王食品积极对其文化资源进行了整合，但是需要一定的磨合期，所以其经营协同下降。

今后，食品企业在进行跨国并购时应充分考虑内部、外部两方面因素，并购前，积极做好市场调研；并购中，采取多样化的融资方式；并购后积极整合资源，进而实现企业长期协同效应。

7 本文结论、建议与启示

在第六章中，重点分析了西王食品并购长期协同效应下降的影响因素。接下来本章在总结前文的基础上，对西王食品提升并购协同效应提出针对性建议，对我国其他食品企业提升跨国并购协同效应给予启示。

7.1 本文结论

本文基于相关理论和研究成果对西王食品并购加拿大 Kerr 公司这一案例进行分析，得出如下结论：

首先，在并购动因方面，西王食品希望扩大全球市场份额，加快国际化进程，实现规模经济；希望通过并购获取加拿大 Kerr 公司技术优势，摆脱发展瓶颈，提高自身品牌竞争力；希望进入保健品市场领域，实现双主营业务多元化发展，进而提高企业利润增长点、分散企业风险。

其次，在短期协同效应的评价上，西王食品并购后获得了正向的市场反应，累计超额收益率持续上升，在短期内增加了西王食品的股东财富，说明投资者对此次并购持积极态度，实现了短期协同效应。

再次，在长期协同效应的评价上，运用财务指标法得出西王食品并购后经营协同效应不显著、财务协同效应不显著，管理协同效应显著；运用非财务指标法得出西王食品并购后技术协同效应不显著，品牌协同效应显著；运用熵值法对西王食品长期协同效应进行综合评价后发现，并购后其综合评价指数总体呈下降趋势，说明西王食品未实现长期协同效应。

最后，将导致西王食品并购长期协同效应下降的原因从企业内部和外部两个角度进行分析。内部原因为：（1）本次并购采用全额现金支付导致企业并购后偿债能力下降，影响财务协同效应的实现（2）并购后西王食品并未加大研发投入，导致企业创新能力下降，影响技术协同效应的实现；（3）由于人民币兑美元存在外汇风险，进而影响企业的成长能力，这也是导致西王食品财务协同效应下降的原因；（4）并购后，西王食品虽然对加拿大 Kerr 公司进行了文化资源整合，但双方企业管理层的管理方式和理财理念仍存在较大差异，并且在短时间难

以改变，因此导致了企业经营协同效应下降。

综上所述，在此次并购中，西王食品虽然实现了短期协同效应，但长期协同效应并未实现，这说明西王食品在该次并购中存在很多潜在风险，应当引起管理者的注意。

7.2 提升西王食品并购加拿大 Kerr 公司协同效应的建议

7.2.1 合理选择支付方式

食品企业大多以全额现金支付的方式完成对目标企业的跨国并购，但并购完成后容易出现资金不足的情况。西王食品并购加拿大 Kerr 公司时采用现金支付，导致企业偿债能力下降、节税效应下降。选择股权支付和证券交易支付不仅可以达到合理避税的效果，还可以使并购双方降低经营成本，提高公司资金利用率和经营业绩。因此，在未来的并购中，西王食品应该根据自身和目标企业的实际情况，选择合理的支付方式。将现金支付、股权支付、证券交易支付交替使用，进一步提高并购效益和竞争力。

7.2.2 加大研发投入

长期以来，西王食品一直致力于通过并购获取核心技术，但国外企业一般不会轻易出售，因此通过并购很难获得核心技术，并且外国政府对一系列技术贸易的出口有非常严格的限制。西王食品通过并购仅获得加拿大 Kerr 公司部分核心技术，获取的利润仍然有限，而要想获得足够高的利润，西王食品必须加大研发资金的投入，掌握核心技术。要想成为食品行业的龙头企业，保持可持续发展，就需要匹配自身技术水平，提高自身研发能力。

因此，当企业的技术发展遇到瓶颈时，通过并购来获取技术是一条有利捷径，但提高自身的研发能力是获取核心技术的最佳选择。因此，西王食品应加大技术研发投入，注重科技创新。不仅可以使企业掌握核心技术，不受制于人，而且可以提高品牌在国内外消费者中的认可度，在国内市场和国外市场上获得一席之地。

7.2.3 合理规避外汇风险

通过对加拿大 Kerr 公司的并购，西王食品增强了竞争优势，提高了企业经营绩效，但也给自身带来了巨大的资金财务压力。从案例过程中可以看出，西王食品为了顺利完成并购，采取了多种融资手段，最终使用美元完成了交易支付。但人民币兑换美元的过程中必然存在外币折算风险，间接地增加了西王食品并购的交易成本。

因此，西王食品应提高融资能力，优化企业资金管理结构，降低融资带来的汇率风险。同时，可以灵活运用相关金融工具，如远期、期货、证券等，降低汇率变动带来的汇兑风险。

7.2.4 提高企业文化整合能力

对于提升企业文化整合能力，西王食品和加拿大 Kerr 公司可以通过举办联谊会、交流会等方式了解彼此的特色文化，并努力将彼此的特色文化融入日常工作中，培养并购双方企业员工的归属感；其次，通过举办工作交流会，双方企业员工在遇到困难时都可以及时反馈信息、听取建议，进而改进工作方式，避免隔阂产生。最后，西王食品可以安排国内员工到 Kerr 公司工作和交流，同时增加 Kerr 公司员工到西王食品公司工作和交流的人数，减少文化差异带来的冲突。

7.3 对其他食品企业提升跨国并购协同效应的启示

7.3.1 选择多样化的融资方式

企业应当根据自身的资金状况、筹资能力及股权结构，选择合适且多样化的融资方式来完成跨国并购活动。在并购活动开展前，企业可以通过内部融资、债务融资、证券权益融资的方式来扩充资金。在并购活动过程中，可以对自有资金和可筹集资金的优缺点进行综合评价，选择最合理的融资方式。企业在跨国并购的过程中采用多种融资方式，将自有资金、股权资金、债权资金全面充分的整合，不仅可以减少并购支付过程中所需的时间，还可以体现企业筹资实力，顺利完成

并购。

7.3.2 注重并购后的整合工作

企业应重视并购后文化、品牌、人力资源等方面的整合，有利于企业实现双方优势互补、发挥协同效应，获取核心技术、实现并购目标，扩大经济规模、实现新利润增长，进而合理有效配置企业资源，取得良好并购经营业绩。

一方面要注重财务整合，首先，合理评估企业双方的资产质量，出售或剥离亏损或不盈利的资产；其次，应时刻关注企业的成长能力、偿债能力、盈利能力、资金管理能力和节税效应是否保持稳定；最后，通过整合双方的财务目标和财务管理制度进一步改善企业财务资产状况。另一方面，根据企业双方经营战略目标，整合技术、品牌、人力资源等无形资产。通过员工素质培训，提高全体员工技术的专业度。通过获取目标企业的品牌优势，扩大国际市场份额。通过变动组织架构，对企业员工进行合理分配，引导其个体目标向组织目标靠近

7.3.3 增强风险防控意识

对于食品企业来说，防范和控制经营风险的意识是必不可少的。

食品企业在进行跨国并购时，应增强风险防控意识。首先，食品企业具有资金投入多、产量大的特点。在海外并购中，会面临融资不成功或发展资金不足的情况，影响后续企业的经营协同效应和财务协同效应。因此，企业应选择多种融资方式，合理配置相关资金，加强资产管理，降低债务风险。

其次，食品企业在跨国并购时应注重汇率风险防范。跨国并购交易成本、生产成本、营业收入均会因汇率波动而增加或减少，进而对企业的经营利润产生影响。因此，企业应制定相关外汇制度，合理发展外汇套期保值业务。在保证资金安全性和灵活性的情况下，选择多种金融工具，降低财务风险。

参考文献

- [1] Ansoff H Igor. Corporate Strategy[M].New York: Mc Graw Hill,1965.
- [2] András Prékopa, Jinwook Lee. Risk Tomography[J].European Journal of Operational Research,2018,265(1).
- [3] Comanor W S. Vertical Mergers,Market Powers,the Antitrust Laws[J].The American Economic Review,1967,57(02):254-265.
- [4] Dolley J C. Open Market Buying as a Stimulant for the Bond Market[J].Journal of Political Economy,1933,41(4):513-529.
- [5] Gubbi S R, Chittor R. Do International Acquisitions by Emerging-Economy Firms Create Shareholder Value?The Case of Indian Firms[J].Journal of International Business Studies,2010,41(03):397-418.
- [6] Gennaro Berniley,Strategic Effects of Horizontal Merger Synergies onRivals[J].Customers and suppliers,2013 (15):12-14.
- [7] Hennart & Park. Greenfield vs Acquisition:The Strategy of Japanese Investors in the United States[J].Management Science,1993,39(02):1054-1070.
- [8] Hennart, J.F. Reddy, S. The choice between mergers/acquisitions and joint ventures: the case of Japanese investors in the United States[J].Strategic Management,1997,(18):1-12.
- [9] Jeffrey, J. Inter-organizational Network Merger Syndrome and its Implications for Acquiring Companies[J].Michigan:Banker College, 2012:198-207.
- [10]Khasawneh, AJ. Pairwise X efficiency Combination of Merging Banks[J].Finance Accounting,2013,41(03):1-28.
- [11]Li PP. Toward an Integrated Theory of Multinational Evolution The Evidence of Chinese Multinational Enterprises as Latecomers[J].Journal of International Management,2007,13(03):296-318.
- [12]Maksimovic V, Phillips G, Yang L. Private and Public Merger Waves[J].Journal of Finance,2013,68(5):2177-2217.
- [13]Mathews J.A Dragon Multinationals: New players in 21st Century Globalizati

- on[J].Asia Pacific Journal of Management,2006,23(01):5-27.
- [14]Modigliani F, Miller M. American Economic Association: The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment[J].The American Economic Review,1958,48(03):261-297.
- [15]Panzar J C,Willing R D. Economies of Scale in Muti-output Production[J]. Quarterly Journal of Economics,1977,91(03):481-493.
- [16]Paulo Rotela Junior, Edson de Oliveira Pamplona,Aneirson Francisco da Silva.Mergers and Acquisitions: An Efficiency Evaluation[J].Applied Mathematics,2013,04,11.
- [17]Pooja Thakur-Wernz, John Cantwell, Shantala Samant. Impact of international entry choices on the nature and type of innovation: Evidence from emerging economy firms from the Indian bio-pharmaceutical industry[J].International Business Review,2019,28(6).
- [18]Jiang Kui, Lin Shu-cheng,"An Empirical Study on Listed Companies Merger Synergies",Procedia Engineering,2011,Vo1.24 ,pp.726-730.
- [19]Tim Mooney Hyeongsop Shim," Does Financial Synergy Provide a Rationale for Conglomerate Mergers?", Asia Pac J Financ Stud, 2015, Vo1.44 (4).
- [20]Rumelt R P. Diversification Strategy and Profitability[J].Strategic Management Journal,1982(04):359-369.
- [21]Ravenscraft D R, Scherer F M.Mergers,Selloffs,Economic Efficiency[C]. Washington D C: Brookings Institution Press,1987,12-15.
- [22]Stiebale, Joel, and Michaela Trax. The Effects of Cross-border M&As on The Acquirers' domestic Performance: Firm-level Evidence[J].Canadian Journal of Economics,2011(44): 957-990.
- [23]Stefan Zagelmeyer, Rudolf, R. Sinkovics, Noemi, Sinkovics, Verena, Kussta tscher. Exploring the link between management communication and emotion in mergers and acquisitions [J].Canadian Journal Of Administrative Sciences-revue,2018,35(1):93~106.

- [24] Travlos, Nickolaos G. Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns[J]. Journal of Finance, 1987, 42(04): 943-963.
- [25] Weston J. F. Mergers, Restructuring Corporate Control[M]. Prentice Hall International(UK), 1990.
- [26] Zavitsanos D S. Valuation of mergers and acquisitions: the case study of Greek listed company[J]. International Journal of Decision Sciences Risk&Management, 2017, 7(1/2): 26.
- [27] 曹礼创. 中国民营企业跨国并购动因研究[J]. 经济问题探索, 2018(22): 147.
- [28] 陈志斌, 汪官镇, 朱迪. 高管风险偏好、企业生命周期与公司并购[J]. 财务研究, 2018(06): 44-55.
- [29] 蔡翔, 吴俊, 徐正丽. 跨国并购是否促进了母公司技术创新: 基于“一带一路”倡议的准自然实验[J]. 湖南科技大学学报(社会科学版), 2021, 24(01): 67-74.
- [30] 葛结根. 并购支付方式与并购绩效的实证研究——以沪深上市公司为收购目标的经验证据[J]. 会计研究, 2015(09): 74-80+97.
- [31] 顾露露, 雷悦, 蔡良. 中国企业海外并购绩效的制度环境解释——基于倾向配比评分的全现金支付方式分析[J]. 国际贸易问题, 2017(12): 36-46.
- [32] 关慧明, 刘力钢. 中国企业海外并购绩效评价——基于 A 股上市公司的海外并购案例[J]. 河南社会科学, 2020, 28(07): 44-52.
- [33] 胡海青. 基于协同效应的海外并购绩效研究——以吉利汽车并购沃尔沃为例[J]. 管理案例研究与评论, 2016(6): 532~549.
- [34] 黄锦涛. 中国对外并购的绩效研究——基于制造业上市企业的微观分析[J]. 国际经贸探索, 2016, 32(02): 63-80.
- [35] 胡妹敏, 程颖. 会计指标研究法的企业并购协同效应——优酷土豆合并案例分析[J]. 财务与审计, 2017(9): 66-67.
- [36] 何璐伶. 企业并购协同效应的财务分析——基于汉威电子的案例研究[J]. 财会通讯, 2018(04): 3-8.
- [37] 霍增辉, 陈洁怡, 潘子阳. 基于熵值法的并购协同效应分析——以昆仑万维收购闲徕互娱为例[J]. 经济研究导刊, 2020(2): 3.
- [38] 贾宪军, 胡海峰. 宏观经济因素对中国企业海外并购意愿影响的实证分析[J]. 经

- 济与管理评论,2018,34(06):73-85.
- [39] 贾镜渝,李文.距离、战略动机与中国企业跨国并购成败——基于制度和跳板理论[J].南开管理评论,2016,19(06):122-132.
- [40] 贾镜渝,李文,郭斌.经验是如何影响中国企业跨国并购成败的——基于地理距离与政府角色的视角[J].国际贸易问题,2015(10):87-97.
- [41] 季华,刘海波.跨国并购溢价度、公司国际化程度与并购绩效[J].宏观经济研究,2019(06):58-72.
- [42] 李宏,郝云云.装备制造业海外并购核心驱动因素的理论及实证分析[J].现代财经:天津财经学院学报,2017(09):77-88.
- [43] 林镇江,林榕娟,张瑞琛,陈晓艺.海尔智家并购 GEA 财务协同效应实现路径分析[J].财务与会计,2020(16):25-28.
- [44] 黎文飞,李郑鹏.PE 在跨国并购中的作用:以中联重科并购 CIFA 为例[J].财会月刊,2021(05):40-49.
- [45] 李欠强,刘际陆.中国企业跨国并购对经营绩效的影响研究——基于 PSM 方法[J].会计之友,2018(20):70-75.
- [46] 李梦琦.中国企业海外并购的影响因素[J].山西财经大学学报,2021,43(S1):21-27.
- [47] 刘莹.中国企业海外并购绩效研究[M].北京:经济科学出版社,2015.
- [48] 刘丽华,陶蕴彬.医疗器械行业企业并购的协同效应分析——以 Y 企业并购 S 集团为例[J].财务与会计,2018(10):51-53.
- [49] 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[J].科研管理,2014,35(10):94-100.
- [50] 孙文莉,谢丹,李莉文.宏观风险对中国企业海外并购成功率的影响研究[J].经济学动态,2016(11):79-89.
- [51] 唐晓华,高鹏.全球价值链视角下中国制造业企业海外并购的动因与趋势分析[J].经济问题探索,2019(03):92-98.
- [52] 滕梓源,胡勇.跨国并购促进技术创新的绩效、影响因素及策略[J].国际贸易,2019(02):11-17.

- [53]魏涛.中国企业海外并购的动因、机理与策略——基于无形资源跨国整合视角[J].求索,2017(11):109-115.
- [54]王秀丽,刘子健.互联网企业战略并购与财务协同效应研究——基于百度并购去哪儿网的案例分析[J].北京工商大学学报(社会科学版),2014,29(06):47-54.
- [55]吴先明,杨兴锐.跨国并购与企业价值:资产寻求视角[J].经济管理,2014,36(01):45-55.
- [56]吴先明,纪玉惠.决定中国企业海外并购绩效的影响因素分析[J].科学决策,2016(10):1-19.
- [57]王长征,张华清.战略并购的动因价值创造与价值分配[J].投资研究,2017,02:16-20.
- [58]王一棣,田高良,韩洁.关联并购的并购绩效研究——基于现金流视角[J].经济问题,2017(05):110-116.
- [59]王维,李宏扬.新一代信息技术企业技术资源、研发投入与并购创新绩效[J].管理学报,2019,16(03):389-396.
- [60]吴航,陈劲.跨国并购动机与整合过程中的制度复杂性战略响应[J].科学学研究,2020,38(09):1570-1578.
- [61]王超.发挥企业并购协同效应的几点建议[J].财务与会计,2023(01):67.
- [62]王艳,何竺虔,汪寿阳.民营企业并购的协同效应可以实现吗?[J].会计研究,2020(07):64-77.
- [63]刁莉,赵伊凡,宋思琪.我国中资银行海外并购的动因,策略与政策研究[J].中国软科学,2020(1).
- [64]肖明,李海涛.管理层能力对企业并购的影响研究[J].管理世界,2017(06):184-185.
- [65]殷爱贞,马晓丽,于澎.基于并购动机的并购绩效评价——以东方航空并购上海航空为例[J].财会月刊,2018(11):107-114.
- [66]杨波,张佳琦.中国企业海外并购决定因素的实证[J].统计与决策,2016(16):173-177.
- [67]张春红.上市企业并购重组与股价波动因素分析——以A股市场企业重大并

- 购重组事件为例[J].中国注册会计师,2015,(06):57-61.
- [68]臧成伟,蒋殿春.“主场优势”与国有企业海外并购倾向[J].世界经济,2020(06):52-76.
- [69]张耕,高鹏翔.行业多元化,国际多元化与公司风险——基于中国上市公司并购数据的研究[J].南开管理评论,2020(01):169-179.
- [70]赵阳.浅谈企业并购与协同效应理论[J].理论导刊,2004(09):40-42.
- [71]张宝强.企业集团财务协同效应的绩效评价[J].会计之友,2013(01):29-30.
- [72]朱治理,温军,李晋.海外并购、文化距离与技术创新[J].当代经济学,2016,38(02):79-86+127.
- [73]朱方伟,宋昊阳,王鹏,赵萌萌.国有集团母子公司管控模式的选择:多关键因素识别与组合影响[J].南开管理评论,2018,21(1):75-87.
- [74]朱喜安,魏国栋.熵值法中无量纲化方法优良标准的探讨[J].统计与决策,2015,02.
- [75]郑碧霞,施海柳.考虑协同效应的企业并购决策方法研究——以福州市63家生物与新医药企业为例[J].东南学术,2020(02):207-216.
- [76]周英超,李东红.在合作共赢中实现跨国并购整合——以潍柴并购凯傲集团为例[J].国际经济合作,2019(04):108-114.
- [77]周芮帆,洪祥骏.双循环背景下“一带一路”沿线国家投资的协同效应[J].财经科学,2021(07):107-119.

后 记

转眼间，我的硕士生涯已经接近尾声。在读研的三年过程中，我不仅掌握了很多知识，而且遇到了很多给予过我帮助的老师 and 同学，在这里向他们表达谢意。

首先，感谢我的导师安老师。从论文选题到论文写作，整个过程，安老师都对我进行耐心指导，并督促我不断学习与进步，在生活中更是给予我关怀和照顾。安老师渊博的学识、严谨的教学态度以及对学生无微不至的关爱给我留下了深刻印象，同时安老师也教会我做事要严谨、注重细节，这些都是我今后工作和生活中取之不尽、用之不竭的宝贵财富。在此，我要向导师表示由衷地感谢！

其次，感谢朱老师。朱老师亲切和善，时常在百忙之中关注我们的学习和生活，同时也时常向我们分享优秀文章，扩大我们的知识储备量，提升我们的写作水平。在朱安师门的三年是我最充实的三年，从学术研讨到学术沙龙，每一次都能碰撞出思想的火花，让我学到了很多知识。

感谢国际经济与贸易学院的所有老师，是他们的专业授课让我掌握了理论知识，具备了专业技能。感谢我的师兄师姐们，在我遇到问题时，及时对我答疑解惑，并为我提供思路。感谢在兰财遇到的所有同学和朋友，都是我一生的财富。

最后，感谢我的父母。在漫漫求学之路上，无不体现他们对我的悉心照顾与呵护。不论在学习上还是在生活中，他们都是给予我最大的支持和鼓励的人，总是在我遇到困难时，给足我勇气，使我坚定，不再迷茫。