

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741



硕士学位论文
(专业学位)

论文题目 甘肃农垦并购庄园牧场的动因及效果研究

研究生姓名: 范薇

指导教师姓名、职称: 朱泽钢 教授 孙彦丛 注册会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 企业理财与税务筹划

提交日期: 2024年6月1日

独创性声明

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

学位论文作者签名： 范薇 签字日期： 2024.6.1

导师签名： 孙彦吃 签字日期： 2024.6.1

导师(校外)签名： 孙彦吃 签字日期： 2024.6.1

关于论文使用授权的说明

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

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

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

学位论文作者签名： 范薇 签字日期： 2024.6.1

导师签名： 孙彦吃 签字日期： 2024.6.1

导师(校外)签名： 孙彦吃 签字日期： 2024.6.1

**Study on the motivation and effect of the
merger and acquisition of manor pasture in
Gansu Province**

Candidate: Fan Wei

Supervisor: Zhu Zegang Sun Yancong

摘要

随着社会主义市场经济的快速发展,人口的不断增长,企业之间的竞争也愈加激烈,并购已成为推动一个企业长期发展、提升自身价值的重要发展方式之一。乳制品行业作为充分竞争的行业,目前整体处于高质量发展阶段,然而在发展过程中仍面临奶源供给不足、乳制品产量增长缓慢和产品质量难以保证等问题。因此,乳制品企业急需寻找合理方式来提升自身发展,而合理的并购能提高企业的核心竞争力,从而有效地解决这些问题。

本文以甘肃农垦并购庄园牧场的动因及效果进行研究,首先简要地介绍了甘肃农垦和庄园牧场两个企业的背景以及乳制品行业现状,并对并购的过程进行详细描述,从并购双方的角度深入分析此次并购的动因。其次,通过事件研究法、财务指标法以及非财务指标方面对甘肃农垦并购庄园牧场后的短期效果、协同效果、综合效果进行评价研究,在非财务指标方面的分析上根据并购动因和企业发展情况选择了企业品牌价值、创新能力、市场份额等指标来评价并购的综合效果。最后,根据以上的分析概括本文的研究结论,并总结并购活动带来的启示以及本文存在的不足之处。

通过对甘肃农垦并购庄园牧场的动因及效果研究发现,并购使得甘肃农垦加强了自身竞争优势,健全了全产业链发展,寻找到了新的增加利润的方式,很好地发挥了并购带来的协同效果,也会对乳制品行业中具有相同情形的其他企业提供一定的参考价值。

关键词: 企业并购 并购动因 庄园牧场 事件研究法 财务指标法

Abstract

With the rapid development of the socialist market economy, the continuous growth of the population, and the increasingly fierce competition between enterprises, mergers and acquisitions have become one of the important development methods to promote the long-term development of an enterprise and enhance its own value. As a fully competitive industry, the dairy industry is currently in the stage of high-quality development, but in the process of development, it still faces problems such as insufficient milk supply, slow growth of dairy production and difficulty in ensuring product quality. Therefore, dairy companies urgently need to find reasonable ways to improve their own development, and reasonable mergers and acquisitions can improve the core competitiveness of enterprises, so as to effectively solve these problems.

This paper studies the motivation and effect of Gansu Agricultural Reclamation's acquisition of Manor Ranch, firstly briefly introduces the background of Gansu Agricultural Reclamation and Manor Ranch and the current situation of the dairy industry, and describes the process of the merger and acquisition in detail, and deeply analyzes the motivation of the merger and acquisition from the perspective of both parties to the merger. Secondly, the short-term effect, synergistic effect and comprehensive effect of Gansu Agricultural Reclamation after the

acquisition of manor ranch were evaluated through the event research method, financial index method and non-financial indicators, and the comprehensive effect of mergers and acquisitions was evaluated according to the factors of mergers and acquisitions and the development of enterprises according to the factors of mergers and acquisitions and the development of enterprises. Finally, based on the above analysis, the research conclusions of this paper are summarized, and the enlightenment brought by M&A activities and the shortcomings of this paper are summarized.

Through the research on the motivation and effect of Gansu Agricultural Reclamation's acquisition of manor ranch, it is found that the merger and acquisition has strengthened Gansu Agricultural Reclamation's own competitive advantage, improved the development of the whole industrial chain, and found a new way to increase profits, which has played a good role in the synergistic effect brought by the merger and acquisition, and will also provide a certain reference value for other enterprises in the dairy industry with the same situation.

Keywords : Mergers and acquisitions ; Motivation of merger and acquisition; Manor Ranch; Event study; Financial index method

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景及研究意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	1
1.2 文献综述.....	2
1.2.1 国外文献综述.....	2
1.2.2 国内文献综述.....	4
1.2.3 国内外文献综合述评.....	6
1.3 研究内容与研究方法.....	6
1.3.1 研究内容.....	6
1.3.2 研究方法.....	7
2 相关概念界定及理论基础	8
2.1 并购与并购效果.....	8
2.1.1 并购的含义.....	8
2.1.2 并购效果.....	8
2.2 企业并购相关理论.....	9
2.2.1 协同效应理论.....	9
2.2.2 市场势力理论.....	10
2.2.3 优势互补理论.....	10
3 甘肃农垦并购庄园牧场案例介绍	11
3.1 并购双方企业简介.....	11
3.1.1 甘肃农垦简介.....	11
3.1.2 庄园牧场简介.....	11
3.2 乳制品行业发展现状.....	12
3.2.1 政策支持.....	12
3.2.2 市场规模.....	12

3.2.3 行业竞争	13
3.3 甘肃农垦并购庄园牧场的过程	13
4 甘肃农垦并购庄园牧场的动因分析	15
4.1 并购外部动因分析	15
4.1.1 国家加强政策支持	15
4.1.2 国家控制奶源建设	15
4.1.3 加强行业竞争力	16
4.2 并购内部动因分析	16
4.2.1 提升市场份额	16
4.2.2 获得优质资源	17
4.2.3 谋求协同效应	18
5 甘肃农垦并购庄园牧场的效果分析	19
5.1 事件研究法分析企业并购短期效果	19
5.1.1 相关模型及公式	19
5.1.2 确定案例事件日与窗口期	19
5.1.3 计算超额收益率和累计超额收益率	21
5.1.4 并购短期效果结论	23
5.2 财务指标法分析企业并购协同效果	23
5.2.1 经营协同效果分析	24
5.2.2 管理协同效果分析	28
5.2.3 财务协同效果分析	32
5.3 非财务指标综合评价企业并购效果	34
5.3.1 企业品牌价值	34
5.3.2 企业创新能力	35
5.3.3 企业市场份额	37
5.3.4 企业发展战略	37
6 甘肃农垦并购庄园牧场的研究结论与启示	38
6.1 研究结论	38

6.2 研究启示	39
6.2.1 并购前审慎决策	39
6.2.2 合理选择融资方式	39
6.2.3 积极响应政府政策	40
6.3 不足与展望	40
参考文献	42
致 谢	46

1 绪论

1.1 研究背景及研究意义

1.1.1 研究背景

随着社会生活层次的持续进步，消费者的餐饮体验也逐渐优化升级，以致于公众的饮食观念产生了转变。在饮食结构方面，公众对于谷物和肉类的的需求显著减少，开始更加关注食物的营养成分，然而对于能够促进健康的奶类产品的需求正在逐渐增长。奶类产品作为一种适合各个年龄阶段含有丰富营养物质的天然食物，深受公众喜爱，已经成为了公众生活必要的食品之一，在面对多种多样的产品市场环境，社会公众对乳制品的品质要求变得愈发的高。在 2022 年 4 月发布的《中国居民膳食指南》中更是提到了公众应该增加对奶及奶制品的食用克数的建议，因受到社会公众健康关注度、消费能力和结构的影响，居民人均乳制品消费量稳步增长，我国乳制品行业消费需求仍有较大增长潜力，预计乳制品行业的市场规模与发展空间将会有更大的提升。

目前，规模竞争已是企业发展的显著形势，并购却是成全此形势的方式之一，能够促使企业扩展规模、优化产业结构、有效控制销售渠道等能力，未有这些能力的中小企业将会无时无刻面临被其他对手挤出市场的风险。2014 年至今，证监会在并购重组方面的管理和监督较以前有所放松后，企业的并购重组到达了更加快速的时段，2020 年以来我国深市发布的并购重组交易金额超 8400 亿元，其中，产业并购类重组占据主流。并购作为国内企业进一步发展的经常性活动，是否会对企业产生一系列的良好效果，所以对并购的研究就很有必要。在乳制品企业并购的事件中，本文研究甘肃农垦集团有限责任公司（下文简称为甘肃农垦）并购兰州庄园牧场股份有限公司（下文简称为庄园牧场）的动因及效果，乳制品的生产制造对社会公众来说是非常关注的点，并购在整个行业和市场经济发展方面有着不可小觑的影响，能否达到预期的效果，以及企业整体综合水平的提升，不能简单地在交易金额上体现，而要从并购产生的相关效果和财务数据进行具体分析。通过对甘肃农垦并购庄园牧场的并购动因和效果进行分析，给行业其他企业的发展提供一些经验和启示。

1.1.2 研究意义

乳制品行业是竞争比较激烈的行业，现在处于高质量发展的态势，行业的集中程度在日益提高，并且由于社会公众生活质量的改善和日渐增强的健康饮食观念，乳制品市场占比将集中转向品牌名气较大、有强劲实力、规模效益显著的大型企业。乳制品企业已达到全产业链竞争的时期，预计这种趋势将更加明显，在此种情境下对乳制品企业并购活动展开分析意义非凡。

（1）理论意义

目前的研究关于我国农业企业并购乳制品行业的事件并不多，并没有大量的案例对相关并购理论进行支撑，也没有大量学者对农业企业并购乳制品企业的动因以及产生的效果进行分析。本文采用案例研究法，选取甘肃农垦并购庄园牧场的典型案例，以协同效应理论、市场势力理论、优势互补理论等作为研究的理论基础，深入剖析得出结论，进一步丰富乳制品行业并购活动实践效果的研究，希望能够为并购相关理论研究提供一定的借鉴价值。

（2）现实意义

甘肃农垦并购庄园牧场是甘肃第一起国有资产企业并购民营上市公司案例，具有典型性。从并购动因的角度出发，以多个方面多个层次具体地分析报告前后的效果变化情况，对并购为其带来的成功做法进行概括，为之后其他企业之间的并购给出一些经验参考。第一，此次并购是甘肃局部地区乳制品企业的并购，对于在供给方兴盛乳制品企业、提升区域性乳制品企业品牌具有一定的积极意义。第二，通过此案例分析甘肃农垦和庄园牧场并购事件前后产生的经营发展效果，能够对乳制品类生产企业增加并购的相关绩效，增强与国外乳制产品进行匹敌的实力，提高全方面竞争获得一些启示。

1.2 文献综述

1.2.1 国外文献综述

（1）企业并购动因的文献综述

在国外并购活动的开展已经进行了很长的时间，国内与之相比进行的相对较迟，国外学者在并购动因方面的研究已经有了具体的体现，不过企业产生并购的动因复杂且多变，只使用一种与之相关的经济理论是很难去表达清楚的。企业依托并购是为了获取自身缺乏的相关资源来提高竞争实力，进而去使得企业的经济收益达到最大化。企业会因为不同的地区、所处的不同历史阶段和不同的市场并购环境下，还有并购的目标企业的

不同表现情况，会呈现出各种各样的并购动因。

Shaver (2006) 认为企业开展并购的动机是为了获得协同效应，但也可能会对企业经营管理的风险有所增加，致使企业对相关机遇的掌握能力有所降低^[12]。Rozen (2018) 采用事件研究法对欧洲跨国并购案例的分析中，在对并购后的企业经营效果进行分析时也得出了一样的观点，认为两家企业在开展并购的时候，最开始的的动机主要就是为了可以获得并购产生的协同效应^[11]。但是也有其他学者持有不同的观点，Capron (1999)、Kim (2015) 进行研究后认为企业并购的主要动机是为了以并购的方式将双方的优势力量进行互相补充、能够抢占到更多的市场份额^[4]，以此来将企业的整体价值进行进一步的提高^[7]。Panagiotis Liargovas (2010) 等学者从并购的目标企业的市场价值层面进行分析时，在股票市场中，对企业市价的估计数，无论偏差是过于大还是过于小，都有可能导致并购活动的开展^[8]，尤其是在市场价值估计的数值过大，支付的方式是用股票来交易，亦或是在市场价值估计的数值过小，支付的方式是用现金来进行交易，开展并购事件的几率则更大。而 Bena、Kai (2014) 的研究分析表明，依托各种并购活动，以此来进行经营规模空间的扩展和提升在市场上的势力^[12]，从而达到互相补充和共同享有各种所需资源，将研发创新能力有所提高，以便于更好地面对市场的竞争。

(2) 企业并购效果评价的文献综述

国外学者们对企业并购之后在并购效果评价方面有着相对丰富的理论和论证研究。尽管国外学者们是从多方面的角度去展开并购效果的研究，但基本上这些研究都是从两个层次来分析的，那就是采用事件研究法去测度证券市场股票价格波动的情况和运用财务指标法去分析企业财务指标数字波动变化的情况。

Hu W、Shohfi T (2021) 等学者在运用事件研究法的基础上，对近十几年发生的几百篇和企业并购效果评价有关的研究进行总结和对比，得出的结论是企业相对成熟的市场上开展并购时，尽管开展并购给两家企业整体上带来了综合收益，但是主要偏向于给目标企业的股东带来额外的收益，并且在后期阶段的经营管理过程中，并购企业的综合收益会逐渐趋近于零^[5]。然而还有其他的学者得到了相反的结论，Cai Y、Sevilir M (2010) 等学者在对银行的并购事件进行研究时，发现在完成并购后银行的经营管理效果并未如理想中的那样有所改善^[3]。Rahman Z、Ali A、Jebrank (2018) 利用事件研究法，对巴基斯坦银行在 2002 年、2012 年开展并购前后的银行业股价变化进行研究时，得出的结论是并购活动的开展并没有给大多数公司带来积极正面的效果^[9]。Rashid、Naeem (2017) 认为以财务指标法计算分析对企业并购前后的效果变化情况进行比较更

合理，对相关的并购案例进行研究分析，在企业发生并购之后，企业的整体价值有了进一步的提升，并且资产的管理水平也有所改善^[10]。Arina Martynova（2011）等学者对多个国家的并购事件进行研究时也得到了相同的看法，并购不仅可以将企业的经营管理效率得到有效地提升^[1]，还能够进一步将财务绩效水平有所提高。但是 Ittner、Larcker&Taylor Randall（2003）对美国多家企业的财务报告在多个方面进行分析后，认为把非财务指标层面的内容包括在效果评价中才能更加将企业并购后的变化情况整体地呈现出来^[6]，非财务指标因素的加入很有必要。

1.2.2 国内文献综述

（1）企业并购动因的文献综述

与国外的许多国家相比，我国进行并购活动的时间相对比较迟，而且因为我国和国外的市场经济发展体制也有所不同，以致于我国学者对于企业并购动因的理论研究也与国外学者存在差异。虽然背景有差异，但是我国学者在并购活动方面的研究还是有很多成果，在一定的环境背景下，总结出了许多符合我国企业自身发展特点的理论。王克飞（2020）将高质量发展的动因分为两个层面，认为企业并购动因一方面是新古典综合派，主要包括并购实现企业扩大发展规模带来的效益、对平均成本的降低、市场的占比有所提高和对税额优惠的有效利用^[37]；另一方面是在新制度经济学下，包括追求潜在的效率、节省相关的交易费用、合理有效地应对市场的失效情况等。滕丽（2017）在对我国乳制品上市公司天润乳业并购天澳牧业的事件进行分析时也得到了一致的结论，认为企业进行并购是为了达到增加利润收入、获的并购带来的协同效应以及将企业的生产经营管理成本进一步降低的目的^[37]。赵选民、吉月明（2020）在对阿里巴巴并购饿了么的研究中，对并购动因的分析时又进行了其他的补充，他们觉得企业还会为了实现多元化的经营、降低进入新的市场的门槛、提高经营管理水平去开展并购活动^[51]，以此来获取更多的利益。张晗（2017）认为国有企业在国家相关政策的支持下，能够通过并购的方式以更快的速度成长为规模更大的集团公司，这也属于一种并购动机，研究后得出国有企业进行并购是出于自身发展规划去完善产业链和发挥协同效应作用的目的^[46]，此说法与上述学者的结论并无二致。白杨（2021）在对我国乳制品企业并购的财务风险及控制研究中也发现，依托并购的方式，企业能够将自身的发展规划、核心竞争力的提高和相关资源的补充进一步实现^[14]，以便于对市场的掌控力进行加强。曾浩（2016）将国内外关于并购动因的大量文献阅读过后，得出的看法是企业的并购动因是不断变化的^[16]，处于的时期

阶段不一致，也会有差异，现有的并购动因只用一种理论来概括说明是不现实的。

企业的并购动因不仅可从理论的角度入手，也可以行业或企业为着手点进行分析。譬如焦苗苗（2017）等学者在对百度并购案进行研究时，认为企业开展并购活动主要是以实现企业的战略转型规划为主要目标^[19]；彭晓洁、王安华（2015）等学者对蒙牛并购雅士利的事件进行具体分析时，发现企业进行并购一般会因为政府的相关政策推动下去进一步延伸自身的竞争优势，积极进行乳制品行业的兼并重组，以及为了实现企业长期战略规划等目的^[32]；张晚芳（2018）在对阿里巴巴并购 UC 的案例进行分析时，认为阿里巴巴开展并购的目的是出于对技术和市场的考虑^[49]。

（2）企业并购效果评价的文献综述

我国学者们在对并购效果评价的研究是从上个世纪末开始的，但是对于该研究的方法和国外学者并无差别，都是运用事件研究法、财务指标分析法等来展开分析。盛倩文（2016）等学者通过事件研究法对我国近几年互联网金融行业的并购事件进行分析得到，在较短的时间内互联网金融企业的并购效果的反映是较为明显积极的^[44]。科迪（2017）在分析红阳能源案例的并购效果时，得出的结论与前面学者也一致，他计算发现把企业并购前后得到的累计超额收益率进行比较后显著有上升^[22]，对企业产生了积极作用。而宋巳予（2019）等学者利用事件研究法对金新农并购武汉天种案例进行研究时发现，金新农并购的短时间市场效果不良好^[34]。何珊（2019）在研究电广传媒并购的案例时也发现开展并购活动并没有让电广传媒短期的市场效果有所改善^[21]，甚至超额收益率还呈现了下降的趋势。

财务指标分析法是在较长时间内利用公式计算相关财务指标的结果来衡量企业并购前后经营效果的变化情况，所以它得出的分析结果相对事件研究法来说要更加地合理、客观。牟晓萍、甄文明（2020）采用财务指标分析法下的相关财务指标对科迪乳业并购巨尔乳业进行计算分析，认为开展此次并购活动给企业在技术资源和增加市场占比方面带来了协同效应^[30]，以及在企业资金使用效率和市场竞争力方面都有一定程度地提高。李维嘉（2021）采用财务指标法对丰乐种业并购同路农业案例进行分析时也是一样的结论，认为开展并购会对企业的长期经营收益和在市场上的行业竞争有一定的帮助^[24]。白文（2018）等在对蒙牛并购雅士利的事件深入分析时，认为并购的发生致使并购企业财务效益方面进一步提高，从而增加企业的整体价值^[13]。然而以财务指标法来分析时并非所有的并购产生的财务效果都是正面的。宋巳予（2019）等学者对金新农并购武汉天种的财务效果研究时发现，盈利能力、发展能力、营运能力和长期偿债能力等均出

现不同程度的下降^[34]，中长期绩效情况也未能达到预期。李运熙、徐晓飞（2017）对荣之联并购车网的研究进行结果分析时，也发现并购并没有提高企业的财务情况和获得并购协同效果^[26]。

大多数研究以事件研究法和财务指标法来评价企业开展并购活动的效果情况，但是也存在着一定程度的缺陷，就是不能够将企业未来的发展情况进行体现，所以对非财务指标的相关层面进行综合分析能够具有良好的前瞻性与价值相关性，也可以将上述两个方法的短处进行补充。韩汶妤（2019）对相关方面进行分析后，认为可以在企业原始的财务指标中加入一些非财务指标要素^[20]，不仅能够更全面地分析财务报表数据，还能更加客观地将财务变化情况体现出来。程敏（2019）也认为从非财务指标的各个方面分析企业的经营效果会更准确、全面^[17]，也对企业预期发展有更好地评估，所以应从非财务指标的相关方面进行综合分析。

1.2.3 国内外文献综述评

通过对以上国外和国内文献的阅读和总结，可以看出国内和国外的学者们已经对开展并购的动因和并购前后的经营发展效果情况进行了具体、深入地研究。对并购动因的相关研究中，我国大多数学者将社会市场发展的特殊性与企业、行业进行结合来分析，尽管有的观点和国外的学者略微有些不同，但是大部分研究都指出企业会为了整体市场价值的提升和经营管理效益的增加去开展并购活动；对并购效果评价的研究中，国外和国内大多数学者在并购评价方法的选择上并无不同，都采用了事件研究法、财务指标法来分析。

在选择并购案例时，由于在乳制品行业并购案例的研究数量并不多，论文预期在以上国内和国外有关并购理论研究的支持下，对甘肃农垦并购庄园牧场的动因及效果进行分析，进而丰富乳制品行业企业并购的理论体系。

1.3 研究内容与研究方法

1.3.1 研究内容

本文主要分为六部分，内容如下：

第一章，绪论。描述论文研究的背景、意义，梳理目前国内外关于企业并购动因及

效果评价的相关文献，然后说明论文的研究内容、方法。

第二章，相关概念及理论基础。首先明确并购、并购的类型等相关概念，然后阐述本研究涉及的相关理论和并购效果评价的方法，为后文论述奠定理论基础。

第三章，甘肃农垦并购庄园牧场案例介绍。简要对并购双方的基本经营情况进行介绍，再对乳制品行业的发展现状进行概括，最后梳理其并购的过程。

第四章，甘肃农垦并购庄园牧场的动因分析。在行业发展和并购过程了解的基础上，从企业外部和内部两个角度去分析甘肃农垦并购庄园牧场的动因。

第五章，甘肃农垦并购庄园牧场的效果分析。利用理论分析选取合适的评价指标方法，运用事件研究法、财务指标法以及非财务指标从多个方面对甘肃农垦并购庄园牧场的效果进行分析。

第六章，甘肃农垦并购庄园牧场案例的结论与启示。总结本文的研究结论并分析该案例对同行业进行并购事项带来的启示，以及本文存在的不足与展望。

1.3.2 研究方法

(1) 文献研究法：借助相关数据库和网站资源，围绕本文的研究内容，浏览并整理国内外并购相关文献，依托协同效应理论、市场势力理论和优势互补理论深入分析并购的动因及效果评价。

(2) 案例分析法：通过对国内外学者在并购方面的相关研究和结论进行搜集、整理后，本文选择了在乳制品行业中具有优势的企业发生的并购案例，先了解并购发生的过程，再从两个企业的角度分析并购事件的动因，然后采用相关并购效果分析方法从多个方面对前后的效果情况进行阐述，总结同行业并购的一般经验。

(3) 事件研究法：是用来对市场上发生的某一重大事件产生的股价波动的情况所带来的短期经营效果进行评价，从而会不会产生超额收益率的一种分析方法。此方法以计算超额收益率来测度并购对企业产生的经营情况所受到的程度，使用的时有两个前提基础，即有效的股票市场和选择合理的事件期。

(4) 财务指标法：是计算并购前后相关会计指标的变化来测度企业并购效果的一种方法，其指标主要包括偿债能力、盈利能力、营运能力和发展能力指标。大量的学者运用此方法分析企业的财务相关数据，评析并购产生的财务效果，它具有客观、真实地反映并购相关企业业绩状况、相关数据易得、分析结果可信度高等优势。

2 相关概念界定及理论基础

2.1 并购与并购效果

2.1.1 并购的含义

并购具有兼并和收购两层意思，是通过两个或者多个单独的企业以合并的方式构成一家企业，现实生活中一贯以更具有实力的企业依托股权交易的方式整个或者部分享有另外一个企业股权来实现。其中发起交易的企业一般被称为并购企业，而标的企业则一般称为目标企业，其本质是并购企业获得目标企业的资本、股权、控制权等，使其直接或间接对目标企业发生支配性的影响，是并购企业充分发挥自身优势，如品牌、市场、资金、管理等，获得增加资本价值的过程。

2.1.2 并购效果

并购效果是指以并购的方式使得并购企业和目标企业共用和互相补充相关资源，以致于并购后两方整体的企业价值要优于各自独自经营时价值的效益，主要指通过企业并购行为所实现的一系列积极变化和效益。具体来说，并购效果体现在以下几个方面：

（1）控制权的转移

并购使得一家企业获得另一家企业的控制权，通常通过支付现金、证券或两者的组合来实现。这种控制权的转移允许并购方对目标企业的经营资源进行重新配置，从而实现经营规模扩大、市场占比增加、投资风险有所降低以及企业竞争力提高。

（2）投资见效快

通过并购企业可以迅速获得目标企业的现实经营资源，如资产、人力、技术和品牌等，并立即利用这些资源实现预期的经营效果。这种方式比内部发展更快，且避免了建设期可能出现的风险。

（3）易于进入新领域

并购是一种能够快速进入新行业领域的方式，可以克服行业壁垒，并购企业能够充分利用目标企业的资源，避免技术、管理和营销方面的限制，更容易地开展新业务和开拓新市场。

总的来说, 并购效果涉及控制权的转移、投资效率的提升以及进入新市场的便利性, 这些效果共同推动企业的发展和成长。

2.2 企业并购相关理论

2.2.1 协同效应理论

协同效应是指在不同的场景之下合作伴随着竞争, 企业是具有统一性、规范性的协作系统, 内部控制管理层依赖自有资源的合理高效运作获得企业在运营管理上的协同效果, 致使协同后企业的目标能够一致, 使得整体的经济效益比各自经营效益的总和要大。协同效应具体表现在以下三个方面:

管理协同效应指在并购企业的管理层有较强能力、立见效果的方式、多余精力的情形下, 将过剩的管理能力有效地利用到运营管理效率比较低的企业中, 与此同时对于加强企业所处的市场领域的管理能力也非常有好处。对于并购前来比较, 两个企业各自有各自的运营管理模式、各自有各自的费用支出管理方式, 并购后两者优化并成一套统一的管理形式可以明显地避免相关费用的支出浪费, 并且还会极大地促进企业各个生产管理流程化繁为简、提高运营管理的效率。

经营协同效应是指企业进行完成纵向并购事件, 把与自身企业具有相关联系的上下游目标企业进行吸收, 从而达到生产制造、物流运输到经营销售、买卖支付的全部过程中开源节流的效果。从成本管理来看, 由于产品量的增加, 单个产品负担的固定成本也会相应地降低, 促使企业固定成本的花费能够快速收回。此外, 纵向并购可以将整个上下游产业链条进行整合, 在原料的稳定性、产品营销压力 and 经济效益等方面都有着不可小觑的正向作用。

财务协同效应指的是以并购的方式能够使得企业进一步增加在财务方面的经济收益。可以体现在以下几个方面: 第一, 目标企业能够从并购企业处得到相关项目所需资金的帮助, 将资金投入能够产生相对较好收益的项目上, 对于这种投资所产生的经济收益转而又会给并购企业带来不可估量的资金, 以此形成良性的经济循环, 使并购企业内部现金流动更为顺畅。第二, 并购企业依托并购能够使得相关经营领域得到进一步拓展, 并且多元化的经营策略也可以帮助企业进行投资时带来更多的可供选择的方案, 企业可以择优地选取一种或者两种以上的投资项目, 从而促使企业的投资回报率进一步得到提高, 达到降低企业投资风险的目的。第三, 在并购完成后, 在进行评估企业整个的偿还

负债的能力时就不仅仅是企业本身，而是完成并购后的整个集团为后盾，从而能够使得原来偿债能力较低的一方的偿债能力水平得到提升，促使企业的社会形象得到改善，从而在资本市场上获得更多资金支持的机会。

2.2.2 市场势力理论

1967年市场势力理论被提出，其中的内容提到企业开展并购活动的原因通常是企业的管理者觉得依托并购的方式来将市场中竞争者的数量与竞争质量进行减少和降低，促使企业自身在市场中的产品、价格控制权和地位份量有所增加，以便于抢夺市场销售占比、提升企业长久性地赚取利润的能力，进一步拓宽发展规模和营销渠道平台，以此加强企业核心竞争力，完成发展战略规划。若是在相同的行业中实力强劲的竞争者以很大数量存在，则会导致在激烈的竞争态势下各个企业要想得到快速发展将会很难，利润获得水平将会持续在一个较低的范围。对于该理论的相关研究，不同学者持有不同的看法，一部分人认为企业通过并购的方式可以减轻激烈的竞争态势，提升市场力量从而获取更多的经济利润，助力企业长久地产业发展；然而另外一部分人的看法是完全不同，他们觉得并购这种方式有可能会造成企业不良竞争，更甚者会造成市场垄断，以致于不利于相关企业发展，还会造成社会资源利用率的降低。

2.2.3 优势互补理论

企业进行并购的目的之一是为了共同拥有和使用优质资源。优势互补理论亦认为并购事件的发生使得并购企业与目标企业之间能够互相补充优势力量，共同享有优质且缺少的资源，从而达到资源的高效利用和配置，进一步使得企业竞争力得到增强。另外，企业并购的动因若是为了互相补充优势力量则会使利润增加。不同行业和类型的企业能够在市场中立足都是因为拥有突出的竞争优势或者独特的资源，通过并购来获取目标企业优势力量，不仅可以缩短时间成本，而且还可以使并购企业与目标企业的资源共同享用，从而节省相关费用，最终会转变为企业整体能力的提高，进而出现新的利润点，加强市场力量。

3 甘肃农垦并购庄园牧场案例介绍

3.1 并购双方企业简介

3.1.1 甘肃农垦简介

甘肃农垦集团属于一家国有企业，在 1953 年被甘肃省人民政府所创办，已经经历了 60 多年的发展，它的经营管理体系曾多次被调整，例如农垦、军垦、省农垦局、省农垦总公司等。在 2002 年得到省政府的批准，整体改制为“甘肃省农垦集团有限责任公司”，2010 年正式转型为企业化经营实体，成为甘肃省唯一的省属国有农业企业集团，由省政府国资委进行监管。甘肃农垦现在有 200 多亿元的总资产，拥有国有土地 726.02 万亩，分布在甘肃省的 10 个市州、30 个县市区，在这些区域共有人口 9.57 万，亚盛集团、庄园牧场、莫高实业 3 家上市公司都由其控制股权，拥有省内 28 家二级子公司，254 家全级次公司，亚盛股份还荣登中国农业企业 500 强，居于 258 位。现如今甘肃农垦已经有 17 个农业产业化重点龙头企业，示范区包括 2 个国家级现代农业和 1 个国家级绿色农业示范区，以及创造的优秀商标有“莫高”、“黄羊河”、“条山”、“普安康”等，各项事业保持了健康持续的良好发展态势，建成的特色产业有食品加工、生物医药制造、葡萄酒生产、现代农业制种、畜牧业等，甘肃农垦现已成为甘肃省最大的现代农业企业集团。

3.1.2 庄园牧场简介

庄园牧场是一家民营股份制企业，在 2000 年 4 月成立，原身为兰州庄园乳业，是甘肃省内将培育养殖奶牛、产品技术的研发、乳制品产品的加工与销售融合为一体的专业化乳制品生产企业。庄园牧场在 2015 年 10 月在香港成功上市，并且于 2017 年 10 月在深圳证券交易所上市，股票简称为“庄园牧场”，因而顺利在资本市场上岸，成为国内第一家 A+H 股乳制品制造上市公司。庄园牧场主要经营管理的业务是生产乳制品和含乳饮料、加工液态奶、运营和销售奶制品，以及奶牛养殖等；在甘肃、青海、宁夏经营着 8 个现代化奶牛养殖牧场，产品主要有各种品类的液态乳制品，例如巴氏杀菌乳、调制乳、发酵乳、含乳饮料等，拥有“庄园牧场”、“圣湖”、“永道布”系列七大类产

品；经营范围广泛，除了乳制品生产，还有相关技术服务、农产品的收购、机械设备的售卖和服务等。

3.2 乳制品行业发展现状

乳制品的制造作为奶产业发展的枢纽，是奶产业当中的重要分支，它是奶业的中转点和顶端，它的上面连接着奶牛的养殖产业，下方连接着社会公众消费市场，行业发展现状对于企业开展并购进行分析具有重要意义。

3.2.1 政策支持

2023年1月，中央一号文件中在对粮食和重要农产品进行稳抓稳产保障供给部分中提到要加快速度对苜蓿等草产业的发展和对青贮饲料奋力发展的支持，这样做有利于促进奶源上游产业链发展；同年2月，在关于落实实施党中央国务院全面推进乡村振兴重点工作的意见中提出要“兴奶业”、“加强奶源基地建设”和“大力发展青贮玉米和苜蓿等优质饲草”，从而帮助奶业进一步提高质量和品质长久发展；同年的7月，奶业协会在奶业高质量发展核心指标体系和对乳制品消费扩容提质的指导意见中，强调创新引领务实推动奶业高质量发展。除此之外，在2022年4月，中国营养学会发布的膳食指南中亦是提倡社会公众每个人每天需要食用的奶及奶制品克数应该由300克增加至300至500克。

3.2.2 市场规模

近年来，我国乳制品产量持续增长，产品质量也在不断提高。中国乳制品整体市场零售规模从2018年的3906.80亿元，增长至2022年的4829.60亿元，行业整体增速23.62%，预计2023年将达到5046.90亿元，2026年零售规模有望超5900亿元。根据《乳制品行业深度报告》显示，2022年乳制品产业的产量达到了3176.7万吨，与上一年相比增加了4.2%，乳制品的品种也越来越多样化，不仅包含液态奶、酸奶，还有奶粉、奶酪等延伸产品；例如，液态奶的产量生产了2789.7万吨，与上一年相比提高了4.7%；干乳制品产品的总量为387万吨，较上一年相比增长了1.9%。我国平均每个人在乳制品上的花费支出量也表现出了每年向上涨的形势，但与世界的平均水平来看还是低的，目前我国平均每个人在乳制品上的花费支出量只是世界水平的1/3，奶业发达国家的1/7，

与发达国家进行比较，我国平均每个人在乳制品上的花费支出量依然有比较大的距离，我国平均每个人所饮用的奶量有巨大的上升空间，乳制品长期受国家政策支持，受消费者健康意识提升与消费升级的影响，公众人均乳制品消费量稳步增长，随着城乡居民收入水平提高和城镇化的推进，终端消费者的乳制品消费需求仍有较大增长潜力，我国乳制品行业增长也仍将有较大发展潜力。

3.2.3 行业竞争

目前我国乳制品市场竞争激烈，市场上存在众多品牌，其中不乏知名品牌，除了国内企业外，还有不少国际乳制品企业进入中国市场，进一步加剧了市场竞争，促使企业开展并购。2022年我国有一定规模以上的乳制品企业拥有622家，但龙头企业占据了大部分市场份额，形成了“两超多强”的竞争格局，主要有三种类别市场竞争主体共同存在：少量的几个具有全国性特征的龙头企业、多个具有区域性特征的企业耕植在一个省市或者多个省市和许多的具有地方性特征的企业局限在一个省份或者城市内部经营。根据《乳制品行业深度报告》显示，伊利、蒙牛双子星格局相当稳健，千亿元左右的营收规模远超其他乳企，泛全国化的光明仍处于稳步前行的阶段；其他地方性乳企，如新乳业营业收入破百亿，持续区域深耕，扩大核心市场范围。2023年乳制品行业整体市场份额，蒙牛和伊利合计超50%，光明、娃哈哈位列三、四，分别占10.1%、4.7%。龙头企业通过优质奶源、渠道力、品牌力、产品研发等优势，已经构建起强势护城河。在行业高端化进程中，龙头企业更具核心优势，一方面以品质驱动的高端化升级中奶源尤其重要，以伊利系和蒙牛系为例，自控规模化牧场占比在40%左右，加上租赁、托管等方式比例进一步上升，另外一方面，以品类创新推动的高端化升级中，龙头企业在研发能力和推广能力均具备较强优势。

在消费升级的大背景下，双寡头格局进一步加强，龙头集中度持续提升，我国乳制品行业产业链结构不断完善，从上游的饲料种植、牧场养殖，到中游的乳制品加工，再到下游的渠道销售和物流配送，逐渐形成了完整的产业链条，尤其是一部分规模较大的乳制品企业依托资产重组、兼收并购等方式拓宽了发展空间，进一步对产奶的源头和营销的渠道平台加大了控制力度，预计此种形势面的竞争将更加激烈。

3.3 甘肃农垦并购庄园牧场的过程

甘肃农垦以定向募集和间接受让的方式顺利地并购了庄园牧场,合计出资 76066.08 万元,分为两步进行:

第一步:2020年8月10日,庄园牧场非公开发行股票的申请由证监会委员会审核通过;2020年8月18日,证监会开出关于核准庄园牧场非公开发行股票批复的文件;2020年12月23日庄园牧场的公告中公示了按照相关方案和文件以全部申购的投资者的报价为依据,确定股票的上市时间为2020年12月25日,发行4300万股普通股,以每股8.78元的价格出售,总共筹集的金额为37754万元,最终的认购对象有4家,其中甘肃农垦通过子公司甘肃农垦资产经营有限公司出资33304万元购买了3793.17万股股份,并与发行人签订了认购协议,约占本次定增数量的88.21%,是庄园牧场总股本比例的16.23%。

第二步:2021年1月22日,甘肃农垦与控股人马红富、胡开盛签订了股权转让协议,甘肃农垦支付了42722.08万元获得了马红富和胡开盛两个人一共拥有的兰州庄园投资股份有限公司(以下简称“庄园投资”)100%的股权。马红富作为公司的实际控制人名下有庄园投资97.38%的股权,胡开盛名下有庄园投资2.62%的股权,庄园牧场的3089.47万股股份被庄园投资所拥有。在此次交易支付中庄园投资下的3200万股将由马红富和胡开盛转让给甘肃农垦,是庄园投资的全部股本,甘肃农垦将持有100%的股权,因庄园投资而间接地拥有庄园牧场3089.47万股股份,是庄园牧场总股本比例的13.22%。

2021年6月,甘肃农垦召开了并购事件的新闻发布会,股权转让交易完成后,马红富名下的庄园牧场共有4719.74万股股份,是庄园牧场总股本比例的20.20%。两次交易支付下甘肃农垦一共持有庄园牧场的股份为6882.64万股,是庄园牧场总股本比例的29.45%。

4 甘肃农垦并购庄园牧场的动因分析

4.1 并购外部动因分析

4.1.1 国家加强政策支持

我国颁布了与乳制品有关的相关政策，进一步积极为乳制品企业生产制造扩大经营管理范围和发展规模经济发挥助力推动作用。在 2018 年 6 月国务院在有关促进奶业振兴保障乳制品品质安全的意见中提到要把推进供给侧结构性改革作为主干线，以降成本、优结构、提质量、创品牌、增活力为着力点，大力推进奶业现代化，鼓励我国乳制品企业之间兼并重组，以及 2020 年末的乳制品质量安全提升的方案和 2021 年甘肃省寒旱农业特色优质产业三年倍增的行动计划中，对奶业的产品总值、加工产品的产品总值要达到成倍式的发展，以及奶业的生产基地、乳制品的深加工、乳制品的质量、在市场上的竞争力等制定了全部要达到国家中上水平的发展目标。由着我国逐渐整改乳制品加工业进入市场的严格限制标准和目前现存的乳制品加工企业，毋庸置疑会进一步提升乳制品行业的市场集中程度，加强乳制品高质量发展，提升行业形象，提振消费者信心。上述相关政策无论对甘肃农垦或者庄园牧场来看，未来的生产制造都起到了不同程度的约束作用，甘肃农垦若想要补齐乳制品的发展短板，依托并购的方式去达到自身资源的高效利用肯定是毫无疑问的选择，相关政策的严加控制在一定程度上推动了甘肃农垦并购庄园牧场的进度。

4.1.2 国家控制奶源建设

在 2022 年发布的“十四五”关于奶业竞争力提升的行动方案和有关实行奶业生产制造能力提升进一步推动整个县域项目的内容中，都提到了对奶业高品质发展的助力、优质的产奶源头场地建设的逐步稳固高和产奶源头供给及需求保障能力的增强的政策支持。甘肃农垦因为拥有处在河西走廊、北纬 38° 黄金产奶源头一带的优越地理位置，所以对提供牲畜所需的牧草和养殖培育奶牛方面拥有非常强大的优势，将乳业发展作为壮大草食畜牧产业的延伸链条，但这一链条处于奶业产业链的中上游，不具备自有奶源，对下游不具备议价能力，使其拥有的万亩牧草耕地种植规模效益无法得到全面释放，所

以非常迫切地需要将畜牧养殖产业各个环节全部的产业链条使之连接畅通。对于庄园牧场来说, 尽管已经形成了依托自有牧场用于生产奶业源头的关键原材料, 将液态奶产品生产制造、加工和营销合为一个整体, 但因为乳制品产业的上游奶牛养殖环节投入的成本非常大, 品质优良的饲草料耕种的自然条件受到限制, 受制于饲草料供应不稳定、生产成本上涨等影响无法保证优质奶源。上述因素使得庄园牧场的可持续发展受到挑战, 甘肃农垦对于全产业链经营模式的迫切要求, 更进一步加快了甘肃农垦并购庄园牧场的进程。

4.1.3 加强行业竞争力

尽管我国的乳制品企业面临着内部的变乱和外来的祸患, 但是依然有很多的发展机遇, 那便是社会公众进一步增加了对乳制产品的需求量, 在目前竞争非常激烈的市场形势下, 如何能够把握住机遇就显得非常重要, 那就是对乳制品企业进行整改, 进一步提高我国乳制品企业的竞争力。加强奶源基地建设目前已成为乳企发展的关键, 我国提供的生鲜乳产量短缺并且变得短缺的形势越来越发明显, 不只是庄园牧场一家公司, 我国其他大部分乳制品企业也在紧跟形势发展逐步加强奶源基地建设, 为了能够达到保障生鲜乳制产品的奶源供应。甘肃农垦作为一家现代农业种植企业, 在草场基地建设和奶牛养殖方面具有无可比拟的优势, 在优质奶源供应上会给予庄园牧场强大的支撑, 而身为一个省份区域性乳制品企业的庄园牧场, 品牌名气不够大, 除此之外还有伊利、蒙牛、光明等乳制品企业巨头挤压乳品市场份额, 而且还有国外品牌的冲击, 毋庸置疑缺乏足够的市场竞争力, 最为直接有效的手段是参与并购。甘肃农垦入主庄园牧场, 通过并购重组方式进一步提升其品牌价值, 实现乳制品产业链整体升级, 形成“强强联合”, 加强乳制品行业综合实力, 打造国产精品, 形成品牌形象优势。

4.2 并购内部动因分析

4.2.1 提升市场份额

企业开展并购的动因是为了以这种方式促使企业的市场份额有所增加, 以及能够有其他的利润增长点进行添加。增加市场份额的方式有很多种, 例如: 进一步延伸企业的产业链条、对新产品、新品种的不断研究和开发等, 企业对目标企业开展纵向并购, 以

此来拓宽企业生产发展空间，与此同时还可以减少竞争对手的数量。基于上述的阐述，甘肃农垦并购庄园牧场能够进一步扩充市场，延长主导产业的全产业链，使企业的竞争力增强，增加新的利润额，以此来达到提高企业的整个经营绩效的效果。

在 2021 年甘肃农垦并购了庄园牧场，完成了甘肃省第一例国资并购民营上市公司的项目。通过并购甘肃农垦专注于奶制品的下游市场的营销，以奶业产业链协同效应为起点，不断加快农场统一经营管理的速度，将企业自有和流转的耕地的种植模式进行完善，并且进一步扩大耕种面积和奶牛养殖。甘肃农垦在打造最大的高品质苜蓿草生产企业的同时，亦会为庄园牧场供应充足的饲草料，从而实现畜牧草种植、奶牛养殖、乳制品加工以及产品销售的整个全产业链的发展，这不仅仅能够助推企业种植产业的进一步优质发展，又可以促进企业在奶业繁荣发展和提高奶业抵抗风险的能力。在上述的动因促使下，甘肃农垦将会在政策、资本、产业、渠道方面和预期的市场消费方面，对甘肃乳制品行业能够加强实力、做大规模发挥良好的模范带头作用，在乳制品制造方面的市场份额有所提高，在工业制造业务的板块规模进行扩大，以便于获得更多的利润收益。以此来进一步实现甘肃乳业在乳业领域有所超越，帮助甘肃农垦更好地实现企业战略规划。

4.2.2 获得优质资源

在食品制造板块来说，乳制品制造企业树立良好的品牌口碑是非常重要的，如果一家企业的产品口碑遭到损害便会使其在市场上无法站住脚，企业则以并购的方式实现两者优质资源的相互补充，企业的品牌口碑得以提升，并且商业信用也会累积，以此将社会公众对乳制品的消费信心进一步提高。乳制品企业依托开展并购被一家口碑良好的企业并购实现品牌价值的提高，进而通过参与并购共同享用营销的渠道和平台，不仅能够降低生产制造产品的相关经营管理支出的成本，而且也会大大节省在相关产业项目上的投入成本，减轻因需要拓展市场或营销渠道的费用。

甘肃农垦并购庄园牧场，一方面，甘肃农垦集团作为甘肃省农业主导企业，农牧主业规模优势明显，土地资源丰富，同时还经营工业业务以及商服业务，业务多元化程度较高，资源控制力很好，在提供牲畜的饲草和养殖培育奶牛的产量上拥有不可匹敌的优势。在 2020 年上半年来看，甘肃农垦在甘肃西北部等地就建设了 21 家用机械进行大规模生产的农场和 80 万亩用来种植饲草的耕地，在培育奶牛上拥有优越的地理位置和自然气候条件。甘肃农垦的子公司天牧乳业有万头奶牛培育项目，位于甘肃省的金昌市金

川区，从2016年进入投产运营以来，所生产和供应的生鲜乳的品质一直处于国际一流水平。另一方面，庄园牧场主动愿意被甘肃农垦并购，甘肃农垦是一家现代农业企业集团，具有三家主板上市公司的特征，其在市场上的声望可以给庄园牧场的品牌口碑持续产生积极的影响，建立更强的客户忠诚度，进一步通过品牌价值，从而吸引更多的投资者。庄园牧场还因受到乳制品产业链上游的奶牛培育环节有较大的投入成本，耕种牲畜喂养的优质饲草料的自然条件限制，受制于饲草料供应不稳定、生产成本上涨等的影响。因此此次并购活动的开展，甘肃农垦具备了甘肃省饲草料耕种区域最大的特征，也具备了奶牛培育养殖和液态奶生产加工的能力，因而成为了全产业链企业，庄园牧场也解决了乳制品生产产业链上游所存在的一系列问题，获得甘肃农垦在提供牲畜的饲草和养殖培育奶牛的产量上拥有的不可匹敌的优势，从而降低了乳制品制造上游的供应成本，充分为优质奶源提供保障。

4.2.3 谋求协同效应

在经营方面，拓展市场范围。从地理位置看，甘肃农垦所属企业分布在省内10个市州、30个县，并购庄园牧场可以将营销范围进一步向省外扩大；庄园牧场主要的销售范围在甘肃、青海、陕西三个省份，但省内所覆盖的市州范围较少，可以为庄园牧场乳制品的销售范围在省内进一步扩大；庄园牧场属于一家乳制品生产制造专业化程度较高的企业，已经具备了全产业链经营模式，主要是将自身拥有的牧场生产的奶源作为液态奶产品的原材料进行加工与销售，可以为甘肃农垦延伸乳业发展作为壮大草食畜牧产业这一链条提供很好的产业链经验，可以有效地节约投资成本，扩展其在乳业发展的市场范围。

在财务方面，甘肃农垦把庄园牧场并购后进一步扩大了甘肃农垦的经营规模范围，以致于甘肃农垦的自由资金的流入渠道也会相应地变得多元化，企业内部现金的流动性更加顺畅。从庄园牧场来看，可以充分高效地利用甘肃农垦的闲置资金用来对优质回报的相关产业项目进行投入；从甘肃农垦来看，会因为优质的相关产业项目的投资从而获得大量的经济收益，形成良好的资金循环。除此之外，庄园牧场在并购活动未发生之前，自身拥有的现金流是非常缺乏的，经营业务产生的现金流入净额是一直处于下降状态，这也可以看出庄园牧场通过甘肃农垦的并购活动，改善了自身的经营业绩。甘肃农垦具有长远的目光，能够将闲置资金投入到了良好的产业项目中，以取得更高的投资回报，形成良好的资金循环，从而助推甘肃农垦和庄园牧场进一步实现良好的财务协同效应。

5 甘肃农垦并购庄园牧场的效果分析

5.1 事件研究法分析企业并购短期效果

运用事件研究法对庄园牧场被并购的短期市场效果进行分析。第一，研究开展并购活动庄园牧场的股市价格会不会受到影响。第二，依托构建市场模型，来计算庄园牧场在事件期和估计期的正常收益率、超额收益率，用计算结果分析并购的短期经营效果。

5.1.1 相关模型及公式

基于事件研究法来体现庄园牧场被并购产生的短期效果，在事件期对股价变动进行研究，再用超额收益率和累计超额收益率计算出的结果用来衡量股票市场受并购活动所受的影响和股票价格波动的情况。模型相关公式如下：

$$R_{it} = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1} \quad (1)$$

$$R_{mt} = (P_{mt} - P_{mt-1}) / P_{mt-1} \quad (2)$$

$$R_t = \alpha + \beta \times R_{mt} \quad (3)$$

$$AR_t = R_t - E(R_t) \quad (4)$$

$$CAR_t = \sum AR_t \quad (5)$$

其中， R_{it} 为不考虑股票红利的个股实际收益率， P_t 为个股的收盘价； R_{mt} 为市场收益率， P_{mt} 为深圳成指的收盘指数； R_t 为预期收益率， α 为截距， β 为庄园牧场股票的系统性风险； AR_t 为超额收益率， CAR_t 为累计超额收益率； t 为事件发生时的交易时间。庄园牧场是在深圳证券交易所上市的企业，为了个股收益率与市场收益率之间的相关性，本文选取深证成指来算出收益率作为此方法中的市场收益率。

5.1.2 确定案例事件日与窗口期

通过阅读了很多学者的与并购短期效果相关的研究，他们一般会把并购事件发布公告的日期作为事件发生日，以此来对该日期前后对此次事件分析的窗口期确定下来。在该并购案例中，庄园牧场于 2021 年 1 月 25 日对外公告甘肃农垦拟并购庄园牧场持有者庄园投资 100% 的股权，所以本文选择此日期为事件发生日。在对事件窗口期的选择上，因为事件窗口期的长短选择会对计算出的结果进行分析是会受到影响的，选择时段越

长,影响结果的因素可能就变得越多。因此,该并购案例选择的事件日时期长度是把前后10个交易日作为事件窗口期,即本次案例中的事件窗口期为2021年1月11日至2021年2月8日,即为(-10,10),选取[-110,-10]为估计期(2020年8月13日-2021年1月10日)。按照式(1)和式(2),通过计算得到下面的结果:

表 5.1 庄园牧场估计期内个股收益率 (R_{it}) 与市场收益率 (R_{mt})

日期	Rmt	Rit	日期	Rmt	Rit	日期	Rmt	Rit
2020/8/14	1.49%	-0.92%	2020/9/30	0.05%	0.67%	2020/11/24	-0.38%	-0.71%
2020/8/17	1.88%	1.93%	2020/10/9	2.96%	2.58%	2020/11/25	-1.77%	-3.33%
2020/8/18	0.19%	3.30%	2020/10/12	3.15%	1.87%	2020/11/26	-0.41%	0.00%
2020/8/19	-2.09%	-2.48%	2020/10/13	0.66%	0.09%	2020/11/27	0.67%	0.56%
2020/8/20	-1.19%	-1.06%	2020/10/14	-0.78%	-1.46%	2020/11/30	-0.15%	-0.74%
2020/8/21	1.18%	3.97%	2020/10/15	-0.48%	-0.09%	2020/12/1	1.90%	0.65%
2020/8/24	1.40%	2.31%	2020/10/16	-0.68%	2.04%	2020/12/2	0.22%	0.37%
2020/8/25	0.02%	-1.48%	2020/10/19	-0.82%	-2.09%	2020/12/3	0.07%	0.55%
2020/8/26	-1.76%	-3.79%	2020/10/20	1.36%	2.42%	2020/12/4	0.40%	1.65%
2020/8/27	0.79%	0.66%	2020/10/21	-1.00%	4.27%	2020/12/7	-0.38%	1.45%
2020/8/28	2.34%	4.32%	2020/10/22	-0.53%	-1.83%	2020/12/8	0.00%	-0.53%
2020/8/31	-0.67%	1.95%	2020/10/23	-2.00%	-2.48%	2020/12/9	-1.84%	-0.36%
2020/9/1	0.66%	-0.77%	2020/10/26	0.48%	-2.82%	2020/12/10	0.11%	2.70%
2020/9/2	0.27%	1.39%	2020/10/27	0.59%	0.56%	2020/12/11	-1.28%	-2.10%
2020/9/3	-0.83%	1.91%	2020/10/28	0.89%	-0.37%	2020/12/14	1.01%	4.29%
2020/9/4	-0.84%	-5.09%	2020/10/29	0.98%	3.64%	2020/12/15	0.52%	0.00%
2020/9/7	-2.73%	-4.81%	2020/10/30	-2.09%	-3.52%	2020/12/16	-0.09%	2.14%
2020/9/8	0.07%	-0.50%	2020/11/2	1.39%	-0.47%	2020/12/17	1.01%	-1.76%
2020/9/9	-3.25%	-2.58%	2020/11/3	1.19%	1.31%	2020/12/18	-0.26%	1.20%
2020/9/10	-0.92%	-3.67%	2020/11/4	0.59%	0.09%	2020/12/21	2.03%	-1.10%
2020/9/11	1.57%	0.71%	2020/11/5	1.72%	0.74%	2020/12/22	-1.79%	-1.79%
2020/9/14	0.61%	1.06%	2020/11/6	-0.40%	-1.56%	2020/12/23	0.96%	0.70%
2020/9/15	0.93%	-1.74%	2020/11/9	2.19%	2.15%	2020/12/24	-0.71%	-10.01%
2020/9/16	-1.01%	-1.60%	2020/11/10	-1.05%	1.46%	2020/12/25	0.73%	-9.49%
2020/9/17	0.03%	1.44%	2020/11/11	-1.95%	-0.81%	2020/12/28	0.19%	-0.85%
2020/9/18	1.77%	1.07%	2020/11/12	0.52%	3.00%	2020/12/29	-0.53%	0.21%
2020/9/21	-0.72%	-1.41%	2020/11/13	-0.27%	-0.88%	2020/12/30	1.66%	-1.49%
2020/9/22	-0.96%	-3.48%	2020/11/16	0.70%	-0.89%	2020/12/31	1.89%	0.22%
2020/9/23	0.67%	0.18%	2020/11/17	-0.85%	0.81%	2021/1/4	2.47%	2.92%
2020/9/24	-2.24%	-2.21%	2020/11/18	-0.54%	-1.69%	2021/1/5	2.16%	7.87%
2020/9/25	-0.02%	-0.47%	2020/11/19	0.87%	1.09%	2021/1/6	0.26%	10.02%
2020/9/28	-0.42%	-1.80%	2020/11/20	0.54%	0.18%	2021/1/7	1.11%	9.99%
2020/9/29	1.10%	0.10%	2020/11/23	0.74%	0.09%	2021/1/8	-0.24%	1.85%

数据来源:巨潮资讯网数据整理得出

利用 EXCEL 对表 5.1 表中的数据进行线性回归：

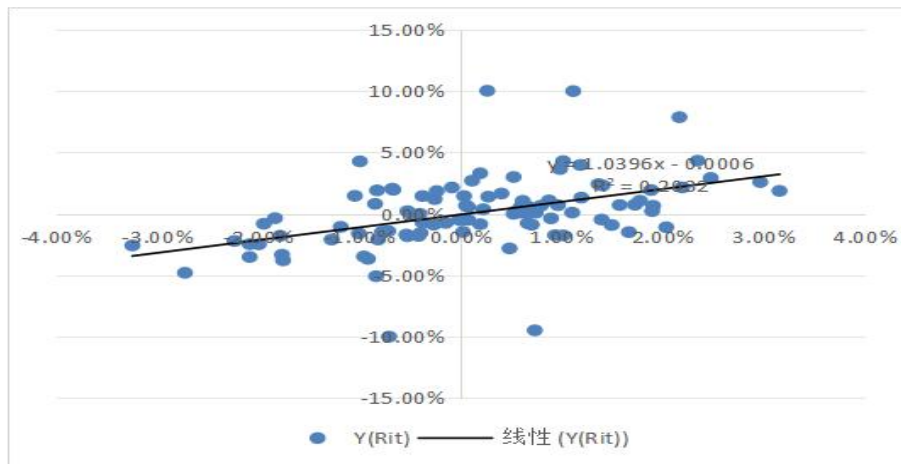


图 5.1 庄园牧场回归分析散点拟合图

根据 Excel 的散点图得出，在庄园牧场股权转让案例中， $R_t=1.0396 \times R_{mt}-0.0006$ 为估计期内数据得到的回归分析方程。从方程中能够看到，庄园牧场的预期收益率与市场收益率体现出了正相关的关系，即在 R_{mt} 增加时， R_t 伴随着也会增加；反之也是同样的结果，因而在估计期内的个股收益率与市场收益率是大体上一样的波动趋势。

5.1.3 计算超额收益率和累计超额收益率

用得到的回归方程算出事件期内的预期收益率，再将个股实际收益率减去预期收益率的结果作为超额收益率 (AR_t)，即为式 (4)。

利用事件期内的超额收益率相加得到累计超额收益率 (CAR_t)，即通过式 (5) 计算出的结果为下表 5.2 所示：

表 5.2 庄园牧场超额收益率与累计超额收益率

日期	实际收益率	市场收益率	预期收益率	超额收益率	累计超额收益率
2021/1/11	-10.02%	-1.33%	-1.98%	-8.04%	-8.04%
2021/1/12	-10.00%	2.28%	2.31%	-12.31%	-20.35%
2021/1/13	-5.95%	-0.61%	-0.69%	-5.25%	-25.60%
2021/1/14	-6.42%	-1.92%	-2.06%	-4.37%	-29.97%

续表 5.2 庄园牧场超额收益率与累计收益率

日期	实际收益率	市场收益率	预期收益率	超额收益率	累计超额收益率
2021/1/15	2.44%	-0.25%	-0.32%	2.76%	-27.22%
2021/1/18	10.05%	1.58%	1.58%	8.47%	-18.74%
2021/1/19	-0.20%	-1.74%	-1.87%	1.67%	-17.07%
2021/1/20	-1.97%	1.46%	1.46%	-3.43%	-20.50%
2021/1/21	1.20%	1.95%	1.97%	-0.76%	-21.26%
2021/1/22	0.10%	0.70%	0.67%	-0.57%	-21.83%
2021/1/25	3.07%	0.52%	0.48%	2.59%	-19.24%
2021/1/26	-2.12%	-2.28%	-2.43%	0.31%	-18.92%
2021/1/27	-3.24%	0.40%	0.36%	-3.60%	-22.52%
2021/1/28	3.55%	-3.25%	-3.44%	6.99%	-15.53%
2021/1/29	-2.84%	-0.61%	-0.69%	-2.15%	-17.68%
2021/2/1	-4.24%	1.36%	1.35%	-5.59%	-23.27%
2021/2/2	1.58%	2.07%	2.09%	-0.51%	-23.78%
2021/2/3	-2.80%	-0.67%	-0.76%	-2.04%	-25.82%
2021/2/4	-2.24%	-0.84%	-0.93%	-1.31%	-27.13%
2021/2/5	-0.87%	-0.65%	-0.74%	-0.14%	-27.27%
2021/2/8	1.54%	1.75%	1.76%	-0.22%	-27.49%

数据来源：巨潮资讯网数据整理得出



图 5.2 庄园牧场事件期内 AR、CAR 折线图

5.1.4 并购短期效果结论

如图 5.2 所示,从超额收益率来看,庄园牧场在公告日前具有上下波动的趋势,在公告日前两天趋于平稳上升态势,而公告日后超额收益率猛然下降到-3.60%,但随后又立马回升至 6.99%,说明市场对庄园牧场股权转让交易持乐观的态度,市场反应非常强烈。在并购事件发生之后,庄园牧场的超额收益率有一个快速增长的阶段,总体表现要好于并购之前的水平。从累计超额收益率来看,虽一直处于负数状态,但有着明显上升趋势。公告前累计超额收益率持续振荡且有大幅上升趋势,公告日后猛然下跌至-22.52%,随后开始有振荡上升的趋势,且总体趋于平稳,并购交易逐步地被市场所认同,亦对庄园牧场的企业价值提升有帮助,这也会让资本市场上对乳制品感兴趣的其他投资者的态度进而有所转变。因此得出的结论是甘肃农垦集团并购庄园牧场的短期效果还是具有积极影响的。

5.2 财务指标法分析企业并购协同效果

运用事件研究法所量化的结果是因并购短期内市场产生的波动变化,而对企业有没有持续地造成正面积的结果,还要将中长期内发生的效果变化进行深入地研究,所以对相关财务指标的分析是非常必要的。

表 5.3 甘肃农垦基础财务数据表

单位:万元

指标	2018	2019	2020	2021	2022
营业收入	512,545.61	606,192.28	661,549.06	727,770.17	804,006.21
营业成本	391,284.77	471,407.57	550,165.52	599,217.16	657,348.84
利润总额	4,417.07	8,207.14	-6,126.02	10,678.07	12,228.32
总资产	1,885,507.16	1,959,810.75	2,008,917.99	2,285,531.15	2,367,436.75
总负债	1,031,506.87	1,104,999.03	1,245,699.53	1,392,867.91	1,505,658.90
所有者权益	854,000.28	854,811.72	763,218.46	892,663.24	861,777.85
所得税	2,951.77	2,146.89	2,426.15	2,392.71	3,102.10
净利润	1,465.31	6,060.24	-64,352.16	8,285.37	9,126.21

数据来源:甘肃农垦年度报告整理得出

表 5.4 庄园牧场基础财务数据表

单位：万元

指标	2018	2019	2020	2021	2022
营业收入	65,773.21	81,355.45	73,982.07	102,143.15	104,987.70
营业成本	60,931.10	75,656.03	71,561.90	97,185.67	101,478.64
利润总额	6,518.48	6,497.87	1,236.06	5,512.75	6,819.82
总资产	204,810.90	249,272.70	308,055.80	281,037.98	268,951.49
总负债	86,370.23	126,731.98	148,872.44	116,968.68	132,942.39
所有者权益	118,440.67	122,540.72	159,183.36	164,069.31	136,009.10
所得税	165.16	1,365.75	190.71	159.45	724.96
净利润	6,353.32	5,132.12	1,045.35	5,353.31	6,094.87

数据来源：庄园牧场年度报告整理得出

5.2.1 经营协同效果分析

经营协同效果是因并购的完成，两方企业在经济上互相补充等，使得并购企业进一步增加了在生产活动中所创造的收益，侧重于盈利和发展能力方面的促进。本文选择了以下指标来计算分析，以此看并购结束后甘肃农垦和庄园牧场有没有产生此种效果。

表 5.5 经营协同效果相关财务指标

项目	财务指标	计算公式
盈利能力	净资产收益率	净利润/所有者权益合计平均值
	总资产收益率	息税前利润/总资产平均余额
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
发展能力	总资产增长率	(期末总资产-期初总资产)/期初总资产
	营业收入增长率	(期末营业收入-期初营业收入)/期初营业收入
	净利润增长率	(期末净利润-期初净利润)/期初净利润

(1) 盈利能力分析

盈利能力从表面看就是企业赚取利润的能力，对相关指标进行分析来看企业是否提升了经营管理效益。净资产收益率是企业利用自有资金效率的情况，计算的数值越大，

代表经营效益越好，债权人也会更加有信心。总资产收益率是用来测度企业能够使用所拥有的资产会带来多少利润程度大小的能力，计算的数值越高，说明企业能够创造的收益越多，对资产的有效利用的程度越高。营业毛利率则是对于一元营业收入中含有多少毛利额的体现，用来衡量企业运营效率的重要指标，可反映企业在生产经营上的状况，营业毛利率越高，则表示企业的经营状况和财务状况较好。如果一个企业的营业毛利率能够保持良好的增长状态，则说明企业获利能力就越强。

表 5.6 盈利能力指标对比

项目	2018	2019	2020	2021	2022
净资产收益率	0.17	0.71	-7.92	1.00	0.01
总资产收益率	2.03	2.29	-1.17	2.13	1.96
营业毛利率	23.66	22.23	16.84	17.66	18.24

数据来源：甘肃农垦年度报告整理得出

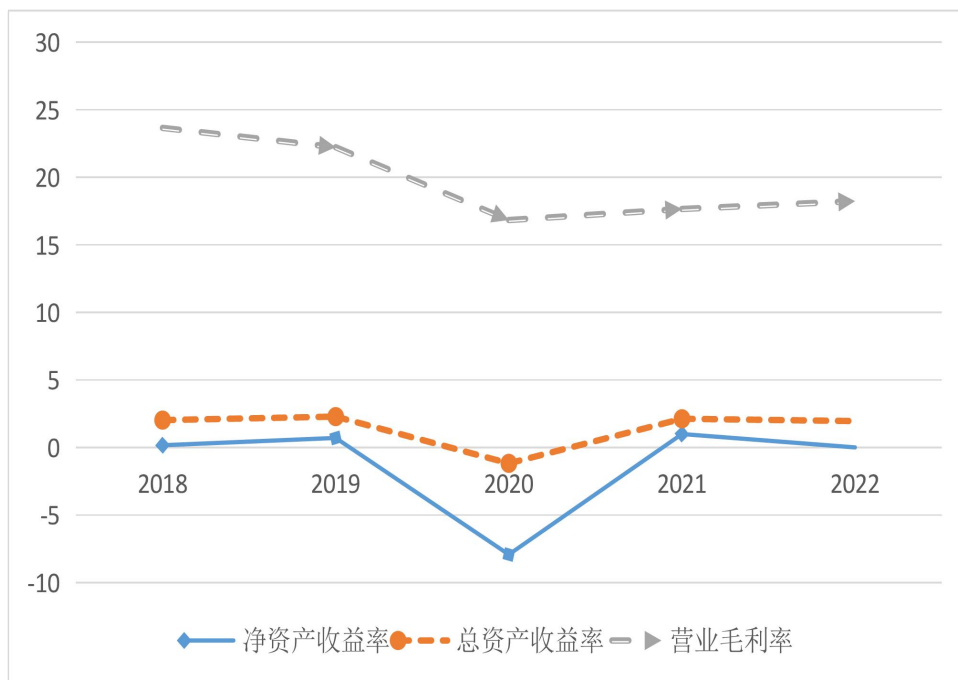


图 5.3 甘肃农垦盈利能力指标变化趋势

在图 5.3 可以看出在 2018 年到 2022 年，甘肃农垦的三个盈利能力指标的变化趋势一样，即先下降后上升的形势。2021 年完成并购后营业收入与上年来比有一定增长，净资产收益率和总资产收益率与上一年相比都有大幅度上升，由负值变为正值，此种现象

是因为甘肃农垦投资庄园牧场项目带来的收益增加，总利润增加；2021年至2022年营业总收入稳步增长，营业毛利率持续提升，主营业务经营良好加之非经常性损失较少，当年利润指标回正，盈利能力明显改善；工业板块收入随庄园牧场并购明显提升，毛利率亦受益于庄园牧场并购以及滴管设备升级持续提升。

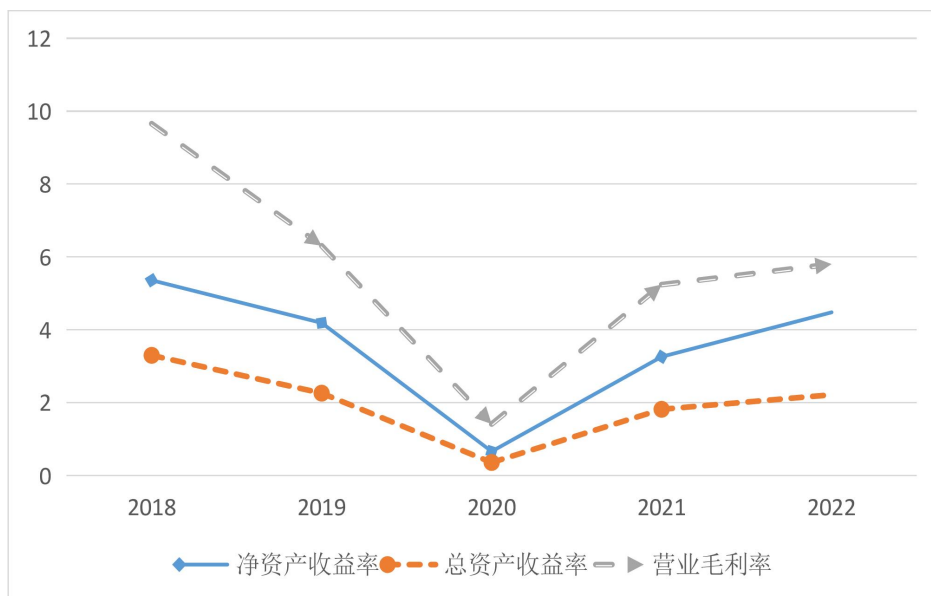


图5.4 庄园牧场盈利能力指标变化趋势

从图 5.4 中，在 2018 年至 2022 年，庄园牧场的净资产收益率、总资产收益率以及营业毛利率的变化趋势与甘肃农垦相同，并且在 2020 年跌至最低值。这是因为 2018 年至 2020 年企业作价 2.49 亿元完成了对东方乳业 82% 的股权收购，在合并报表中东方乳业的加入，以致于营业收入与上一年比较增加了很大幅度，但随之相伴的则是营业成本和期间费用也在增加，除此之外为了进一步夯实区域性局部市场的优势，庄园牧场不断地增加对研发和渠道宣传的费用，从而导致了庄园牧场的销售支出的费用要多于销售所得，从而净利润有很大程度地减少。而在 2021 年被甘肃农垦完成并购，凭借甘肃农垦的品牌影响力，庄园牧场净利润由亏转盈，经营业绩开始有所上升，图中的三个指标有了明显地上升，说明此次并购一定程度上把庄园牧场的盈利能力提高了。

(2) 发展能力分析

发展能力是指企业经营范围的扩大和增强综合实力的潜能，亦为成长能力。经营协同效果的分析，不单单要看并购后的盈利情况，还应进一步关注企业长期成长的能力。在此将选择与之相关的总资产增长率、营业收入增长率和净利润增长率来分析，这 3 个

指标计算出的数值越大，则说明企业在发展的速度、市场上的未来发展的能力越强。

表 5.7 发展能力指标对比

项目	2018	2019	2020	2021	2022
营业收入增长率	13.14	18.27	9.13	10.01	10.48
总资产增长率	5.76	3.94	3.15	13.77	3.58
净利润增长率	-113.10	313.58	-1161.87	-112.88	10.15

数据来源：甘肃农垦年度报告整理得出

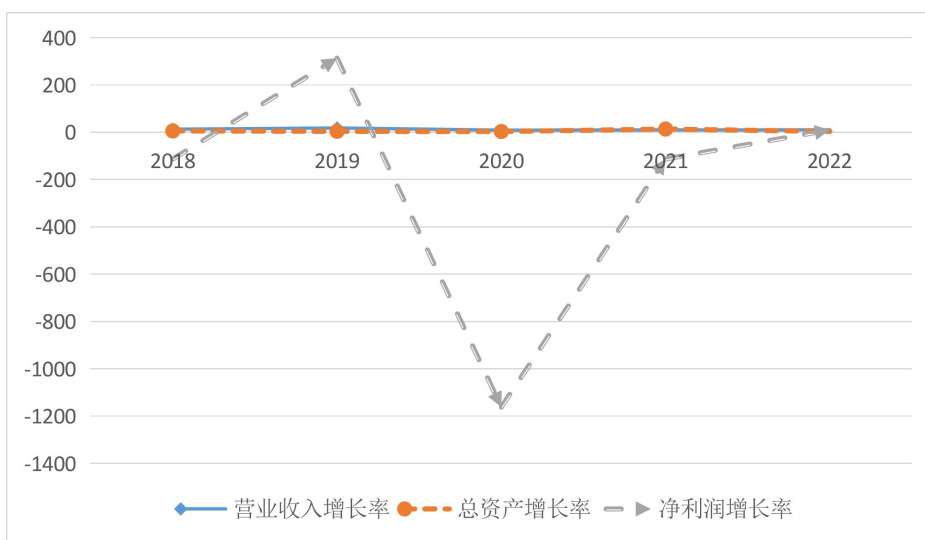


图 5.5 甘肃农垦发展能力指标变化趋势

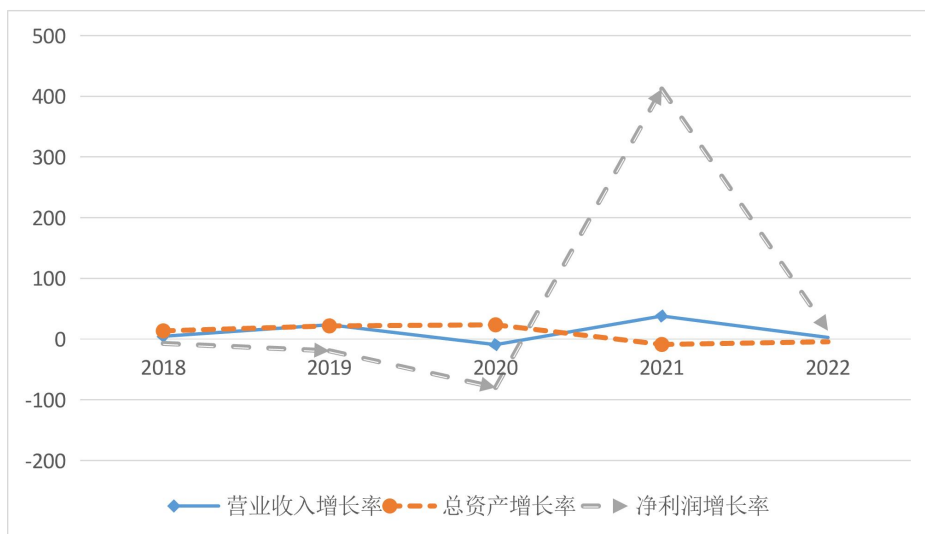


图 5.6 庄园牧场发展能力指标变化趋势

根据对各项指标的计算可看出,甘肃农垦在净利润增长率方面 2018 年至 2022 年呈现较大起伏态势,在 2021 年并购当年出现大幅度地上升,到 2022 年回归正值,这是因为宏观经济因素经济不景气导致减缩了利润空间。并购后由于政策支持和政府补助等营业外收入亦对利润形成一定补充,甘肃农垦延伸产业链,拓展新的利润增长点,利润总额和净利润回正,增加的数额较大。在图 5.5 中,营业收入增长率从 2018 年到 2022 年变动不大,只有 2020 年下降幅度较大,2021 年至 2022 年有所回升,甘肃农垦的总资产数额在 2018 年到 2020 年间有所减少,总资产增长率持续在 3 左右,而在 2021 年达到将近 14,这是由于甘肃农垦并购了庄园牧场,经营及合并范围扩大令总资产及权益规模均有增加,表明企业发展能力升高,甘肃农垦应当处理好资产规模与收益增长之间的矛盾。

根据图 5.6 可以看出,庄园牧场的净利润增长率波动幅度比较大。在 2018 年至 2020 年庄园牧场的净利润增长率为负值,而到了 2021 年其净利润增长率大幅度增加,到了 2022 年净利润的增长趋势有所变慢,从而可以得出庄园牧场被并购后净利润方面带来了一定的积极效果。还有就是在 2018 年至 2022 年期间,庄园牧场的营业收入增长率处于平稳波动状态,而在 2021 年被纳入甘肃农垦合并财务报表之后,庄园牧场的营业收入增长率大幅上涨。对于总资产增长率而言,其在 2020 年的增长速度是最快的,到了 2021 年呈现出下降的趋势,这主要是因为 2021 年庄园牧场再未进行任何的投资和并购项目,进而总资产的规模也渐渐趋于稳定。

结合上述对相关财务指标的分析可以看出,在 2021 年甘肃农垦对庄园牧场完成了并购之后,其盈利能力和发展能力得到了明显的提升,所以此次并购事件也确实给庄园牧场带来了良好的经营协同效果。

5.2.2 管理协同效果分析

管理协同效果从名称上来看就是完成并购后,两方企业在运营管理组织中的效率有所提高,即为管理组织所支出的费用有所减少和管理组织的效率有明显地改善。选择的相关财务指标是期间费用和资产管理能力两个层次的指标,通过计算结果来了解并购前后管理效率的变动情况。

表 5.8 管理协同效果相关财务指标

项目	财务指标	计算公式
期间费用	管理费用率	管理费用/营业收入
	销售费用率	销售费用/营业收入
资产管理能力	总资产周转率率（次）	营业收入/平均总资产
	应收账款周转率（次）	营业收入/应收账款平均余额
	存货周转率（次）	营业成本/存货平均余额

(1) 期间费用相关财务指标分析

期间费用率是将企业与之有关年度的费用支出的变化情况进行表示，本文将管理费用率和销售费用率来进行计算分析，若企业在发展稳定的基础上，期间费用率计算出的数值越小，则表示并购所达到的管理协同效果就越好。

表 5.9 期间费用指标对比

项目	2018	2019	2020	2021	2022
管理费用率	10.11	9.01	9.72	9.97	10.03
销售费用率	5.56	5.96	3.57	2.00	2.07

数据来源：甘肃农垦年度报告整理得出

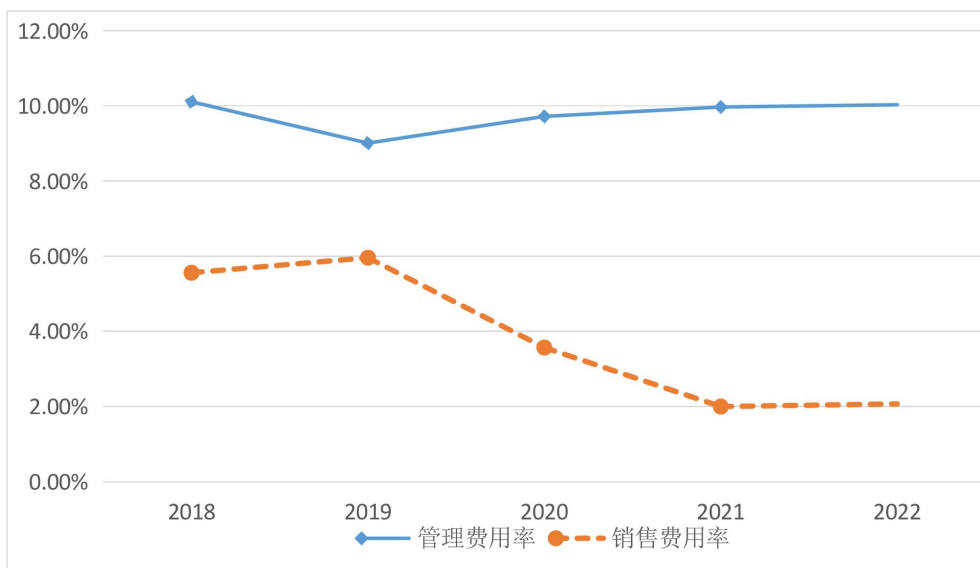


图 5.7 甘肃农垦期间费用率变化趋势

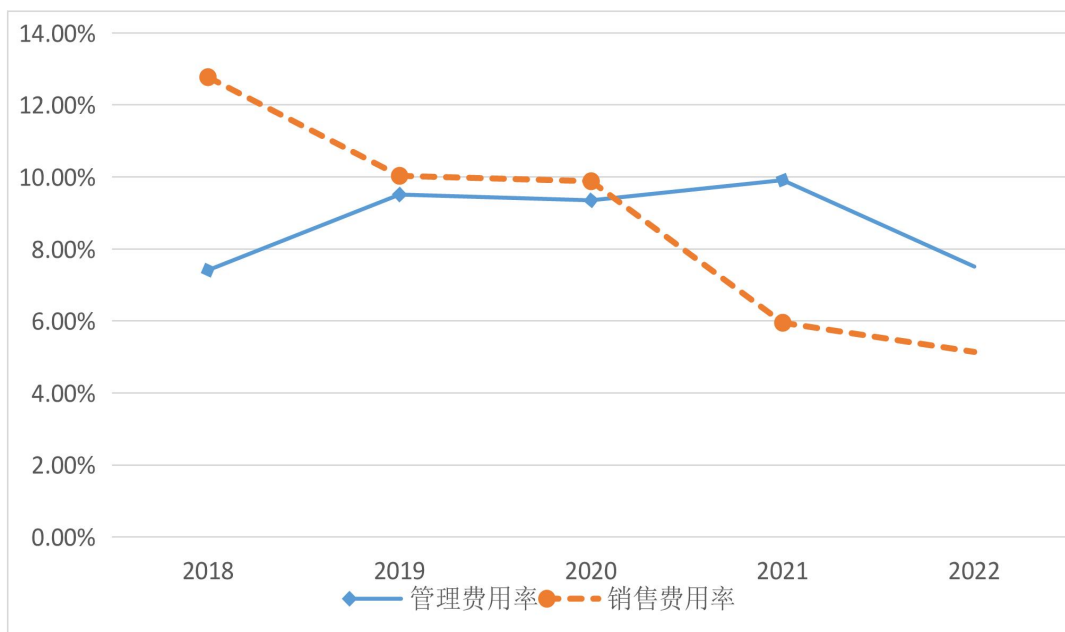


图 5.8 庄园牧场期间费用率变化趋势

根据表 5.9 和图 5.7 可以看出，甘肃农垦的销售费用率在 2018 年至 2022 年一直呈现下降的趋势，在 2020 年并购开始后同比降幅较大，下降 1.5 左右，主要是广告费支出减少所致；管理费用同比增长，主要因为业务规模的扩大，研发投入及雇佣员工所花费的成本增加，所以造成了管理费用的增加，但又因为营业收入增长的速度较快，使得期间费用率的数值有所减小，对成本支出的管理和掌控水平有所提高。如图 5.8 可以看到，庄园牧场的销售费用率在 2018 年至 2022 年一直处于下降的趋势，在 2020 年被甘肃农垦开始并购后销售费用率下降趋势非常明显，从而会对庄园牧场相关的产品广告宣传所负担的成本有所减少，进而节省了销售费用。在对企业的经营管理上，管理费用率处于平稳波动趋势，庄园牧场借用了甘肃农垦的管理经验模式，进一步提升了管理水平。

(2) 资产管理能力分析

资产管理能力是指企业合理利用所拥有的资产去获得收益和资金流入的能力。选择的相关财务指标有：应收账款周转率用来体现企业应收账款转化为现金的快慢，计算得出的数值越高，说明应收账款用于周转的使用效率越好；存货周转率则是体现企业存货管理水平能力的高与低，计算的结果越高，说明存货管理的水平越好；总资产周转率用来衡量企业所有资产的运用能力和管理水平的高低，数值越大，则利用资产的水平越高。

表 5.10 资产管理能力指标对比

项目	2018	2019	2020	2021	2022
应收账款周转率	2.77	2.74	2.88	3.16	3.5
存货周转率	1.97	2.01	2.07	2.07	2.16
总资产周转率	0.2794	0.3171	0.3343	0.3398	0.3456

数据来源：甘肃农垦年度报告整理得出

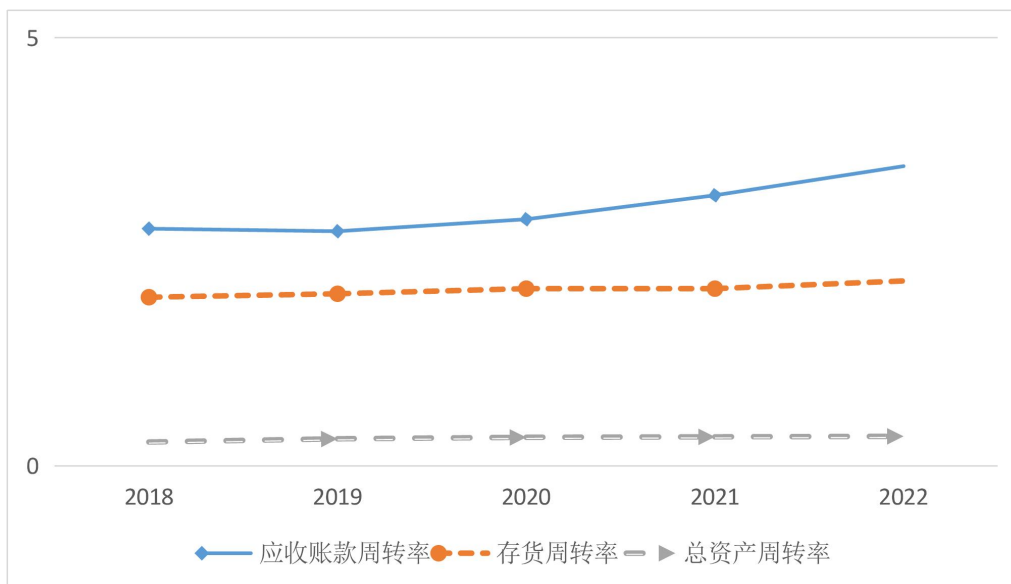


图 5.9 甘肃农垦资产管理能力指标变化趋势

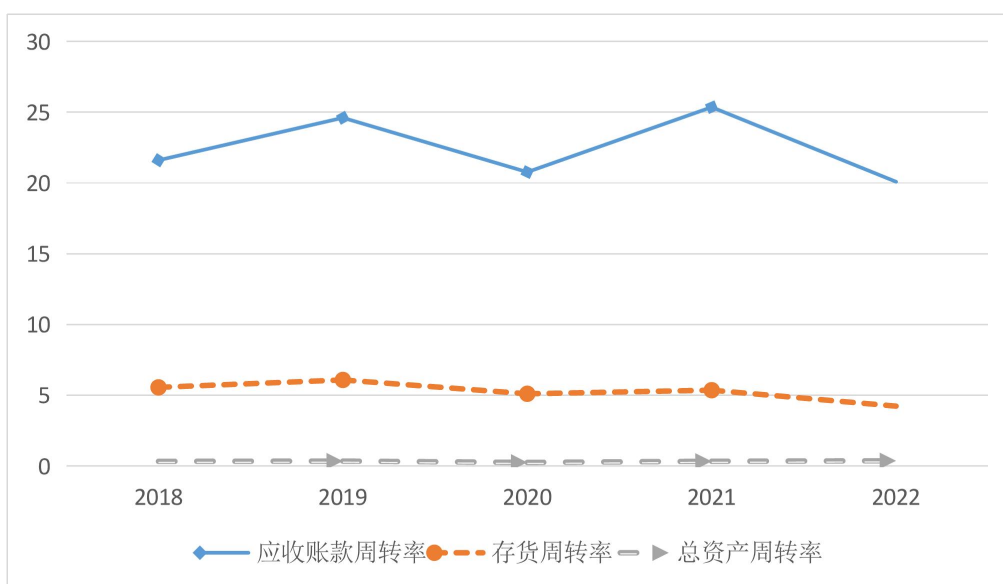


图 5.10 庄园牧场资产管理能力指标变化趋势

根据表 5.10 和图 5.9 得出,2018 年至 2022 年甘肃农垦的三个相关指标都处于平稳上升的情况,总资产保持增长态势,资产结构相对均衡,以货币资金、存货和应收款项为主的流动资产占比近 50%。2022 年总资产周转率同比上升较大,其原因是在 2021 年并购庄园牧场导致无形资产出现大幅度增加,在并购后大量投资在建项目,并购整合导致流动资产和资产总额增加。应收账款周转率在 2021 年到 2022 年增长幅度较大,这是因为企业不断加强应收账款回款管理,应收账款周转率有所提高,营运效率有所提升。2021 年完成并购以来因农产品收储增加而保持较大规模,并购前后存货周转率出现了上升的状态,则说明存货的流动速度的加大使企业应对变化的能力有所提高。

从图 5.10 来,庄园牧场的总资产周转率和存货周转率的波动情况不是很剧烈,然而在 2018 年和 2019 年是具有上升的情况,以及庄园牧场的应收账款周转率有很明显的波动变化,2021 年被并购后,该数值增加了很大的幅度。因此,在完成并购以后,庄园牧场的资产管理能力与之前相比来说有所提升,能够有效地提升企业长久发展的信心。

5.2.3 财务协同效果分析

良好的财务协同效果的实现也是并购活动开展的要害之一,这重在说明依托并购增加企业的经济收益。选取的财务指标是偿债能力的内容部分,分析并购的财务协同效果。

表 5.11 财务协同效果相关财务指标

项目	财务指标	计算公式
偿债能力	流动比率	流动资产/流动负债
	速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
	资产负债率	负债总额/资产总额

在选取的上述指标中,流动比率是测度企业的短期偿债能力,计算的数值越大,表示该能力就越高,对债权人来说就越有信心。但流动比率的数值并不是越大越好,通常为 2 来说合适。速动比率是企业用于在较为紧张的情况下偿还流动负债的能力,通常控制在 1 来说合适。而资产负债率是测度企业的长期偿债能力,计算的数值越大,表示企业负担的负债越多,该能力就越弱。

表 5.12 偿债能力指标对比

项目	2018	2019	2020	2021	2022
流动比率	1.26	1.63	1.60	1.29	0.88
速动比率	0.97	1.17	1.14	0.87	0.61
资产负债率	54.71	56.38	62.01	60.94	63.60

数据来源：甘肃农垦年度报告整理得出

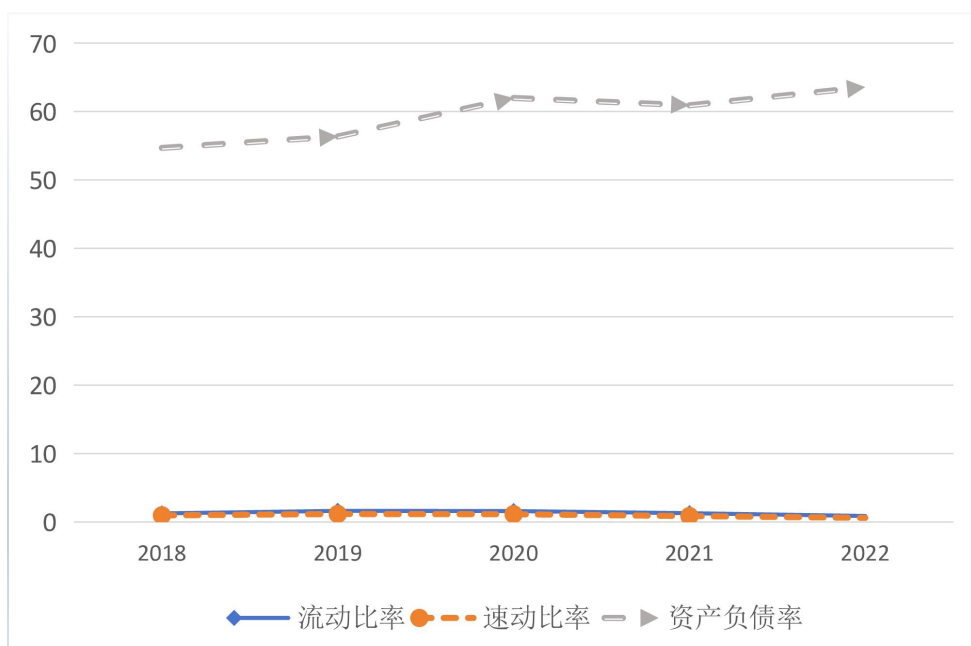


图 5.11 甘肃农垦偿债能力指标变化趋势

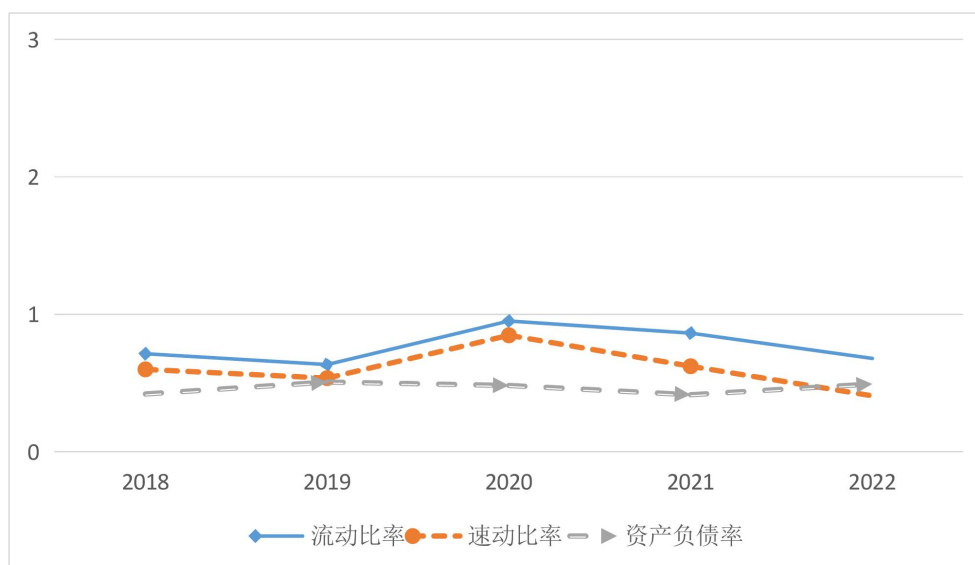


图 5.12 庄园牧场偿债能力指标变化趋势

根据表 5.12 和图 5.11 所示,2021 年完成并购后甘肃农垦的流动比率和速动比率处于持续下降趋势,说明短期偿债能力有所提升,对于债务本息的保障能力有所增强。甘肃农垦一直以来受生产规模扩大及资金需求增加影响,企业持续增加银行借款,总负债及总债务均有所上升;债务期限结构方面,2022 年以来企业新增短期借款并偿还到期股票和私募债,使得短期债务占比持续提升,但货币等价物对短期债务的覆盖水平有所弱化,需对短期偿债能力保持关注。甘肃农垦 2018 至 2022 年的长期偿债水平分析中,其资产负债率水平一直在 50%-70%之间,则承担负债经营的风险是较大的,在 2021 年并购后该数值有小幅度的增加,但 2021 年减少了借款的范围,该数值有减小的迹象;到了 2022 年随着生产规模的扩大及进一步在建拟建项目的投资以致于资金需求增长较大,随之融资的规模有所上升,该数值增大。

从图 5.12 中可以看出,2018 至 2020 年庄园牧场的流动比率和速动比率整个趋势都是表现出了先下降后上升的状态,尽管并购后流动和速动比率的数值仍在减小,但减小的趋势在放缓,则表明并购使得庄园牧场提高了短期偿债的水平。资产负债率在并购前后变化的情况不明显,则庄园牧场在并购后的长期偿债能力并未降低。因此从总体来说,此次并购庄园牧场还是获得了较为良好的财务协同效果。

5.3 非财务指标综合评价企业并购效果

前文已运用事件研究法和财务指标分析法对并购与之相关的两个企业进行了效果分析,但并不能将甘肃农垦并购庄园牧场的相关效果情况完全体现出来,所以本文在上述两种方法之外从企业整体综合分析并购对甘肃农垦和庄园牧场产生的效果。分析时从并购的动因为基础,从企业品牌价值、创新能力、市场份额和企业发展战略方面来分析并购效果。

5.3.1 企业品牌价值

品牌是企业拥有具有经济价值的无形资产,品牌名气和声誉越好,就能够带给企业更多的收益。一个优秀品牌的建立,对市场行情的评估和长时间地观察动态是必不可少的。甘肃农垦作为农业产业化国家重点龙头企业,具有先进企业的荣誉称号,以及子公司黄洋河、条山集团所拥有的生态农场在 2022 年被评为国家级别;建成运行“甘味”品牌中心,初步形成了“甘味”+“甘肃农垦”+资企业品牌协同发展、互为支撑的品牌

建设体系，“甘味”品牌在 2021 年我国农业领域的影响力指数排在第一位。而庄园牧场从 2000 年建成到现在，获得了甘肃省用户满意产品、中老年人最喜爱的乳品、以及乡镇企业创名牌重点企业的称号，其产品也获得了“兰州名品”、“甘肃名牌”等称号，还被评为农业产业化国家重点龙头企业，也被列为生产学生饮用奶的企业，“庄园浓缩奶”作为的王牌产品也被列入甘肃省最具影响力产品品牌。

甘肃农垦可以借助庄园牧场在乳制品行业的品牌形象，打开农业领域企业乳制品制造板块的品牌影响力，使其增强消费者对于其市场的认可度；而庄园牧场在被甘肃农垦并购之前，其在乳制品市场的品牌效应是比较明显的，但是由于饲草料供应以及销售区域较窄等原因，导致庄园牧场每年净利润逐渐减少，也被伊利、蒙牛等龙头企业挤压市场，此次并购正好为庄园牧场提升品牌影响力创造了条件，使得庄园牧场跻身第七届中国企业百强榜中最受消费者信赖食品，有效的提高了庄园牧场的品牌价值。

5.3.2 企业创新能力

创新研发能力是一个企业的核心力量，也是能够使企业长久地持续发展的衡量指标之一，企业若持续在技术创新的道路上发展，虽然不会再短时间内有很好的市场效果，但在长期发展中会有获得足够抵抗市场竞争者的实力。从相反的角度来看，若不注重研发创新，原地踏步，则会导致未来的发展形势非常不利。甘肃农垦始终把产品的创新研发放在首位，尽管在市场行情消极的情况下，也注重研发和丰富农业种植、商服及工业制造板块的产品种类，在此种做法下，甘肃农垦作为农业主导企业的位置一直不曾动摇。完成对庄园牧场并购后，甘肃农垦也一如既往，庄园牧场也被激励，不断对产品的品质进行提高，提升原奶质量和营养指标，为向消费者供应安全可靠产品，进一步优化产品结构，以消费需求为导向开发新产品并改进现有产品，升级产品线以提升消费者对品牌的忠诚度。

表 5.13 甘肃农垦 2019-2022 年研发支出占比

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
研发支出（万元）	1653.66	3675.13	4274.21	6116.42
营业收入（万元）	606192.28	661549.05	727770.12	804006.21
占营业收入的比例（%）	0.27	0.56	0.59	0.76

数据来源：甘肃农垦年度报告整理得出

表 5.14 庄园牧场 2019-2022 年研发人员结构

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
研发人员（人）	35	15	16	16
员工总人数（万元）	921	1271	1403	1290
占员工总人数的比例（%）	3.8	1.18	1.14	1.24

数据来源：庄园牧场年度报告整理得出

表 5.15 庄园牧场 2019-2022 年研发支出占比

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
研发支出（万元）	946.20	910.31	924.70	2374.22
营业收入（万元）	81355.45	73982.07	102143.15	104987.70
占营业收入的比例（%）	1.16	1.23	0.91	2.26

数据来源：庄园牧场年度报告整理得出

从表 5.13 中可以发现，并购庄园牧场后，甘肃农垦的研发支出占营业收入的比例在逐年增加，在 2021 年完成对庄园牧场的并购后，其占比增加幅度明显，围绕产业链部署创新链，2 户企业成功申报省级“专精特新”企业，省级高新技术企业达到 11 户，集团技术联盟创新、产学研机构达到 11 户，促进各类研发成果转化应用，将科技创新“第一动力”作为高质量发展的最强音。从表 5.14 中看到，庄园牧场在并购后对研发人员队伍的建设是非常看重的，2022 年研发人员数量占员工总人数的比例略有上升；在 2022 年研发上所花费的成本占营业收入的比重上升较大，金额增加较为明显，原因在于企业调整了研发团队人员结构，引进研发人才，加大牧场在新技术、新工艺的实施以及成本控制、提高牛只产奶量方面的研发投入，在完成并购后，营业收入的增长幅度比较大，2021 年末企业与之有关的培育万头奶牛的产业项目达到了预期可以使用的状态，推出“0+酸奶”系列产品取得良好市场反响，后续还推出软儿梨、醪糟、甜胚子、百合等酸奶新品，以及相关的液体奶改扩建项目选入了省内的首批数字化车间。由此我们可以看出，甘肃农垦和庄园牧场一直把研发创新当做企业持续发展的力量源泉，投入了大量的劳动资源和资金资源，为的就是预期可以把产品的品质和市场竞争力进一步的提升。

5.3.3 企业市场份额

市场份额即企业销售产品的金额在市场上所占的比重，比重越大，产品的影响力则越强，因而企业就会获得越来越多的经济效益。甘肃农垦并购庄园牧场使得在农业种植行业拓展了业务板块，因庄园牧场的行业发展趋势，进而增加了企业发展的市场份额，市场范围不仅在甘肃境内，还包括庄园牧场所在的青海省、宁夏等。而庄园牧场在完成并购前，其主要市场都集中在一、二线城市，并购后庄园牧场以甘肃农垦为助力，进一步将企业的品牌资源进行整合，在销售市场上的占比随之有所增加，庄园牧场的行业市场占有率呈现出上升的趋势，尽管比例是小于1%的，主要原因则是国内食品行业的集中程度相对较低，以致于单个企业的实际市场占比非常的少。所以开展此次并购不仅使庄园牧场品牌影响力的程度有了一定的提高，还逐步增大了市场占比。

5.3.4 企业发展战略

甘肃农垦涉及的主要业务涵盖农产品种植及畜牧养殖，此外还经营食品加工、水泥制造、生物医药、葡萄酒制造、现代制种等工业业务以及房地产建筑、传媒出版、信息科技、科学研究等商服业务，具有完备的内控制度体系和完善的资金管理模式，在产业发展方面坚持做到“一链一策、建链提质、延链增效”，聚焦主责主业、拓展市场空间，形成产融结合、结构合理、协同发展的现代化经济体系，具有较强的企业运营管理能力，而庄园牧场比较擅长于乳制品领域的管理。开展并购前，双方业务的营销渠道是大有不同的，前者主要是头部企业、主导产业、服务组织等带动型的农业产业化经营模式，后者则分为直销、分销和经销的销售模式。在完成并购以后，甘肃农垦和庄园牧场实现资源互补，加强产业链协同，甘肃农垦为了扩大畜牧产业和实施绿色循环发展战略将乳制品产业作为发展契机和抓手，带来了新的发展机遇，也使得庄园牧场的发展战略也变得更加完善，为庄园牧场的发展注入强劲动能，带来更多市场红利。在新的发展战略指引下，庄园牧场一直奉行“奉献精良品质、造就时代品牌”的发展理念，满足不同消费群体需求，还因并购的缘故，庄园牧场将会不断地借助资本市场的力量，建设奶牛产业园项目，为了预期可以达到良好的协同效果，乳制品产业将会做到蒸蒸日上。

6 甘肃农垦并购庄园牧场研究结论与启示

6.1 研究结论

本文以相关理论和案例相结合的方式对甘肃农垦并购庄园牧场进行具体分析，把两家企业详细的发展情况作为基点来对发生并购的动因展开分析，然后把重心放在并购所产生的相关效果上来综合评价对两家企业所带来的正面影响。整体来看，甘肃农垦并购庄园牧场是一次较为成功的并购案。本文的研究结论如下：

根据乳制品行业现状和并购过程得出并购动因，并购动因分为外部和内部两方面。甘肃农垦并购庄园牧场的外部环境包括外部政策支持和行业竞争环境：国家加强质量安全监管对企业制造产生了约束力，国家严格控制奶源建设和乳制品行业龙头企业的挤压沉重打击了庄园牧场，助推了甘肃农垦开展此次并购。甘肃农垦并购的内部动因是：第一，提升市场份额；第二，获得优质资源，包括乳制品生产供应链、乳制品销售渠道等；第三，谋求协同效应，包括经营协同、财务协同。

在并购效果中，2021年初甘肃农垦对庄园牧场完成并购后，从财务效果看，甘肃农垦扩大了自身乳制品市场，将市场竞争的短处进行规避，寻找到了新的增加利润的方式。在盈利能力方面，甘肃农垦的营业收入增加了76,236.04万元，利润总额上升了16,804.09万元，净资产收益率和总资产收益率也恢复正值，营业毛利率也呈现持续上升态势，甘肃农垦的盈利能力进一步提升；在发展能力方面，营业收入增长率在并购的当年和下一年均有一定程度的进步，2021年和2022年分别增长了0.88、0.47，净利润增长率从2021年的-112.88回正为10.15，有较大增幅，所以此能力有所升高；在管理和偿债能力层面，管理协同效果良好，期间费用中销售费用率数值从3到2有所减少，应收账款周转率上升了0.34，营运效率提升；但在并购结束后企业长期偿债能力有所降低，资产负债率上升了2.66，且一直处于50%-70%，对于资金链的周转带来了负担。从非财务综合效果来看，甘肃农垦有非常清晰的战略布局规划，通过并购使其获得了庄园牧场乳制品制造的优质资源，以及在品牌价值和市场份额上获得了提高，建成了“甘味”品牌中心，并且注重企业创新，申报“专精特新”企业、产学研机构等，提升了甘肃农垦工业板块制造业的业绩水平。

总体来说，甘肃农垦并购庄园牧场的过程是比较顺利的，开展此次并购对甘肃农垦、庄园牧场的各个方面都达到了不同维度的利好影响，说明此次并购的成功性是毋庸置疑

的，也会对乳制品行业的其他企业提供一定的借鉴意义。

6.2 研究启示

6.2.1 并购前审慎决策

就目前来看，我国乳制品行业依然存在着各种问题，所以开展并购或者对行业进行整改也会是乳制品企业寻求发展契机的必然选择，但在一家企业在进行并购之前，目标企业的选择是否与自身发展相匹配对并购的成功与否是非常重要的条件，做决定之前需要小心谨慎。第一，准确判断行业环境。并购企业要对乳制品行业的宏观局势进行准确地把握，还要将政府政策考虑在内，因为并购所产生的情况变化与宏观社会背景是分不开的。第二，根据经营情况看准并购时机。并购要将自身经营情况和并购所花费的成本、并购后的布局规划和市场位置等因素全部结合起来。最后，明确并购目的。并购企业要将进行并购的阶段与自身整体情况进行适配分析，选择合适的并购方式，把并购目的梳理清楚，是多元化发展或是生产规模空间的扩充，亦或是研发技术的共享还是市场份额的占据等。因此，甘肃农垦在选择庄园牧场进行并购是在多方面的考量下所做的决策，庄园牧场不仅与其的发展战略规划相吻合，还有就是庄园牧场的经营模式、养殖模式、销售模式等能够助力甘肃农垦进一步开拓乳制品消费市场，补足了种植和养殖产业链短板，促进甘肃农垦加快工业板块中乳制品制造奶牛养殖全产业链方向转型的速度。

6.2.2 合理选择融资方式

每个企业都有自己的资产组成结构，这又决定了选择多种多样的融资方式，方式的组合选择又对融资成本起了决定性作用，所以企业并购时会尽可能选择花费比较低的方式去寻求融资，以不种融资方式的组合去减轻企业所承担的风险。将企业内部和外部获取资金的方法进行组合，以此对财务方面所面临的风险进行降低，还可以以较快的速度让企业获得投资者的资金帮扶，此种做法的原因是内部融资面临的风险性较小，通常企业在筹措资金的时候会先从内部入手，但内部获取资金会有无法满足相关需求的缺点，这就意味着要从企业外部筹措资金，外部融资来说获得资金的速度相对较快，会及时解决企业并购资金需求的问题。在本文研究的案例中，庄园牧场根据其自身发展情况，采取的是定向增发股票和间接受让股权相结合的方式，考虑资产负债比率，合理地调整融

资结构，能够将财务风险性进行预估和掌控，以便能够更好地吸引投资者和降低财务风险；甘肃农垦共计向庄园牧场支付 7.6 亿元资金完成并购，由于甘肃农垦完全采用现金支付方式，所以一定程度上在资金流通的顺畅性上会超过负荷，但这种支付方式很大程度上解决了庄园牧场资金短缺的现实问题。因此，我国乳制品企业在筹集资金的方式上要科学、合理，能够更好的吸引投资者，实现资金的筹集。

6.2.3 积极响应政府政策

在目前整个社会快速发展的大环境中，任何人、任何企业、任何组织机构无论开展什么活动都要遵从相关制度的要求和约束，然而如果有相关政策的助力和支持，则会进行地更加顺利。在供给端的大力改革之下，我国农业领域的发展也进入到了尤为重要的时间段，甘肃农垦紧随相关政策和文件精神要求，充分利用资本市场，并购乳制品专业化企业庄园牧场也是适应了变化。在 2021 年、2023 年许多政策的颁布以及相关的文件精神，提到了很多助推农业和乳制品行业企业如何高质量发展的建议，为了政策的落地实施，政府也会积极响应推出相关条例去扶持企业提升综合能力。在市场竞争激烈的环境下，企业在专注自身发展的同时还要积极响应政府政策，这样才能在开展并购活动时做到事半功倍，又因奶业是国家重点关注和扶植的产业，与此同时还能增强综合实力。

6.3 不足与展望

本文对甘肃农垦并购庄园牧场的案例展开研究，采用了几种效果评价方法对并购给两家企业多方面产生的影响进行分析，但是因为个人的学术能力水平不足，在研究的过程中还有一些不足之处。一方面，本文选取的案例是作为我国甘肃省首例国资并购民营上市公司案例，具有典型性，并购发生在农业企业与乳制品企业间，在大量文献的查找阅读后，并未找到许多类似案例的并购，所以可以借鉴的文献相对来说比较少。另一方面，选择的并购案例发生于 2021 年，有些数据的获取存在一定的困难，所以本文只对并购发生之后两年内的相关情况进行了研究，未能够得到全面的分析结果。

本文从甘肃农垦并购庄园牧场的动因以及效果研究来看，在该并购事件中庄园牧场在多个方面都达到了预期想要的良好效果，而甘肃农垦若要持续不断深耕在乳制品行业领域的战略空间规划，就必须还要不断将大量的劳动力资源和资金资源投入进去，还要

时刻关注产品品质问题。并购庄园牧场，使得甘肃农垦的销售渠道范围更加宽阔，今后甘肃农垦的业务范围空间会更加广阔，这对企业的行业地位有很大的助推力，但是如果只从上述的所有分析内容上，并不能够系统全面地对此次并购的成与败进行评价。从行业发展的长远情况来看，国内对于乳制品企业并购的参考文章并不是很多，本文对该并购案例的研究希望可以为相关的理论提供支撑作用，也希望对乳制品行业的其他企业提供一定的参考价值。

参考文献

- [1]Arina Martynova and Sjoerd Oosting Luc Renneboog.The Performance of the European Market for Corporate Control:Evidence from the Fifth Takeover Wave[J].European Financial Management,2011,(17): 208-259.
- [2]Bena J,Li K.Corporate innovations and Mergers and Acquisitions[J].The journal of Finance,2014(05):1923-1960.
- [3]Cai Y,Sevilir M.Board connections and M&A transactions[J].Journal of Financial Economics,2010,103(2):327-349.
- [4]Cpron L.&J,Hulland.Redeployment of Brands.Sales Forces and General Marketing Expertise Following Horizontal Acquisitions:A Resource-Based View[J].Journal of marketing,1999,63(3):41-54.
- [5]Hu W, Shohfi T,Wang R. What's really in a deal? Evidence from textual analysis of M&A conference calls[J].Review of Financial Economics, 2021,20 (2):605-627.
- [6]Ittner, Larcker & Taylor Randall.A conceptual model for evaluation of synergies in mergers and acquisitions:A critical review of the literature[J].Journal of Business Management, 2003,3(5):27-38.
- [7]Kim J.Synergy effect of M&A Heterogeneity and Alliance Homogeneity on stock market[C].International Institute of Social and Economic Sciences,2015.
- [8]Panagiotis Liargovas,Spyridon Repousis.The Impact of Mergers and Acquisitions on the Performance of the Greek Banking Sector: An Event Study Approach[J].International Journal of Economics and Finance,2010,3(2):56-58.
- [9]Rahman Z,Ali A,Jebran K.The effects of mergers and acquisitions on stock price behavior in bankingsector of Pakistan[J].The Journal of Finance and Data Science,2018,4(1):44-54.
- [10]Rashid A,Naeem N.Effects of Mergers on Corporate Performance:An Empirical Evaluation using OLS and the Empirical Bayesian Methods[J].Borsa Istanbul Review, 2016,20(3):36-38.
- [11]Rozen-Bakher,Ziva.Comparison of merger and acquisition (M&A) success in horizontal, vertical and conglomerate M&As:industry sector services sector[J].The Service Industries

- VS Journal,2018,38(7-8): 492-518.
- [12]Shaver J M.A paradox of synergy:contagion and capacity effects in mergers and acquisitions[J].Academy of Management Review,2006,31(4):962-976.
- [13]白文,王佳.蒙牛并购雅士利财务协同效应分析[J].学术与探讨,2018(15):107.
- [14]白杨.乳制品企业并购财务风险及控制[J].合作经济与科技,2021(12):156-157.
- [15]蔡东夏.新形势下互联网企业并购动因及问题分析——以滴滴并购优步中国为例[J].现代商贸工业,2017,(2):43-44.
- [16]曾浩.企业并购动因文献综述[J].现代经济信息,2016(6):134-136.
- [17]程敏.探讨改进财务分析指标体系缺陷的举措[J].管理观察,2019(11):154-155.
- [18]冯姜奇,周芷伊.浅析互联网时代企业并购的动因及效应——以阿里巴巴并购饿了么为例[J].企业经营,2019,(30):183-184.
- [19]付薇,焦苗苗.企业并购动因分析——以百度收购PPS案为例[J].河北企业,2017,(04):90-91.
- [20]韩汶好.试论财务报表的分析与优化措施[J].财会学习,2019,(13):70-72.
- [21]何珊.传统企业互联网并购转型绩效研究——以电广传媒为例[J].财会通讯,2019,(08):61-62.
- [22]科迪.红阳能源并购沈阳焦煤股份有限公司的动因及绩效研究[D].辽宁:沈阳工业大学,2017.
- [23]李敏.跨国并购协同效应初探——基于光明乳业并购新西兰新莱特乳业的案例[J].财会通讯,2012,(17):39-40.
- [24]李维嘉.涉农上市公司并购风险及绩效分析——以丰乐种业并购同路农业为例[J].信合金融,2021,(24):185-187.
- [25]李奕柯.企业并购动因及效应分析[J].经营管理,2021,(22):67-69.
- [26]李运熙,徐晓飞.基于荣之联并购车网互联案例的公司跨行业并购绩效研究[J].知识经济,2017,(06):83-84.
- [27]刘磊.关于我国企业并购动因的分析[J].哈尔滨商业大学学报,2004,(01):84-97.
- [28]刘莉,温丹丹.股权激励与长期并购绩效的实证研究——基于制造业A股上市公司数据[J].云南财经大学学报,2014,(6):127-132.
- [29]苗明慧,叶淑珺.星星科技连续并购动因与绩效研究[J].现代商贸工业,2018,(19):65-66.
- [30]牟晓萍,甄文明.基于EVA的科迪乳业并购绩效分析[J].运营指南,2020,(12):81-83.

- [31]裴珊珊.中国涉农上市公司并购动因分析[J].商业经济,2014,(03):73-74.
- [32]彭晓洁,王安华,李仕瑾.从蒙牛并购雅士利看控股合并动因及其会计处理方法[J].西部金融,2015,(9):75-78.
- [33]阮飞.我国互联网企业并购的动因、效应及策略研究[J].经济问题探索,2011,(07):69-71.
- [34]宋巳予,邢慧茹.农业上市公司产业链并购绩效研究——以金新农并购武汉天种为例[J].经济问题探索,2011,(07):69-71.
- [35]宋罗越,张征华.消费升级背景下零售类上市公司并购绩效研究——以苏宁易购并购家乐福中国为例[J].商业会计,2020(21):31-36+80.
- [36]唐兵,田留文,曹锦周.企业并购如何创造价值——基于东航和上航并购重组案例研究[J].现代商贸工业,2019,(32):1-3.
- [37]滕丽.我国乳制品上市公司并购动因分析——基于天润乳业并购行为[J].商业经济,2017,(11):102-104.
- [38]王克飞.高质量发展背景下企业并购动因及绩效研究[J].中国农业会计,2020,344(03):76-78.
- [39]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.
- [40]王玉喜.企业并购的财务绩效分析方法评价[J].山西财经大学学报,2020,(42):26-28.
- [41]吴华明.企业并购动因研究的进路、问题及展望[J].当代经济管理,2012,(03):28-29.
- [42]谢荣.互联网企业并购动因与财务效应分析[J].商业经济,2019,(08):78-79.
- [43]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,(4):121-134
- [44]张本照,盛倩文.互联网金融企业的并购绩效考析[J].财会月刊,2016,(29):46-51.
- [45]张丹,胡海青,陈迪.资源型企业海外并购绩效评价研究[J].管理现代化,2017,37(03):83-87.
- [46]张晗.国有企业并购的动因及风险防范——国家电网并购许继集团的案例研究[J].经营管理者,2017,(8):56.
- [47]张晶,张永安.并购交易特点与并购绩效——基于后股权分置时代中国上市公司的经验数据[J].企业经济,2011,(6):20-23.
- [48]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.

- [49]张晚芳.阿里巴巴合并UC动因分析[J].商场现代化,2018,(18):111-112.
- [50]张翼,乔元波,何小锋.我国上市公司并购绩效的经验与实证分析[J].财经问题研究,2015,(1):60-66.
- [51]赵选民,吉月明.互联网企业并购动因及其协同效应分析——以阿里巴巴并购饿了么为例[J].财会研究.2020(05):54-58.
- [52]周静.企业并购动因及并购绩效影响因素分析[J].经营管理研究,2022,(19):76-78.

致 谢

转眼之间，研究生三年的学习生活就要结束了。在整个过程中，我受益匪浅，学到了很多，在写这篇毕业论文时，感慨颇多。第一，最应该感谢的就是我的导师，在论文写作过程始终秉持严谨、耐心的态度，才使我一直保持对学术的热情。第二，是一直在我背后默默付出的父母，他们从不言苦，对我的学业给予很大的支持。第三，是我的舍友也是研究生生涯中的朋友冯子婷同学，学习中帮助我修改论文格式，生活中也是默契的伙伴。正是这些人的帮助才让我的研究生学业得以顺利完成。