

硕士研究生学位论文

学 生 类 别: 全日制专业硕士学位

中 文 题 目: 伊利海外并购新西兰 Westland 财务绩效研究

英 文 题 目: Research on the Financial Performance of Yili's
Overseas Merger and Acquisition of Westland,
New Zealand

二 〇 二 三 年 五 月

中文摘要

近年来，在“一带一路”倡议之下，中国各乳品企业不断加强国际间的合作和交流，中国各乳品企业更加坚定“引进来”和“走出去”的信心。一方面，乳制品行业的信息、技术、人才和市场都在进一步融合，中国乳制品企业在引进奶牛、器械的同时，也引进了优秀的人才和管理理念。另一方面，依托“一带一路”倡议，中国各乳制品企业积极迎合政策导向，依靠在“一带一路”沿线国家建设工厂的形式，强化了我国与“一带一路”沿线国家和地区的各项资源整合。

本文运用文献研究法与案例分析法研究伊利海外并购新西兰 Westland 财务绩效这一案例，通过对伊利并购新西兰 Westland 的并购动因、并购风险与并购绩效进行详尽的分析，为食品行业海外并购提供相关经验与建议。本文以协同效应理论、市场势力理论以及效率理论等理论为出发点，首先对伊利海外并购的新西兰 Westland 的动因进行分析；其次，分析伊利海外并购新西兰 Westland 存在各项风险；最后，关于伊利海外并购的新西兰 Westland 的财务绩效分析，从短期和长期出发，分别分析其并购绩效。首先，采用事件研究法，通过异常收益率和累计异常收益率的表现对伊利并购的短期业绩进行分析和评价，然后运用财务指标研究法和 EVA 研究法对伊利海外并购的新西兰 Westland 的中长期财务绩效进行研究。通过分析，本文的得出如下结论：伊利并购新西兰 Westland 的并购动因较为合理，符合伊利搭建全球“乳丝之路”的发展战略。新西兰 Westland 品牌在新西兰当地具有较高的知名度，是新西兰第二大的乳制品合作社，且伊利展开收购时新西兰 Westland 正处于巨额负债且原奶收购价低廉的困境，故伊利对并购标的与并购时机的选择较为恰当；伊利在此次并购尽职调查方面做的较为完善，对价估值较为合理，但支付方式的选择会降低伊利的营运与偿债能力。在并购绩效方面，该案例短期并购绩效较为显著；中期并购绩效因伊利公司受到新冠肺炎疫情的影响表现较差，但是与同期的乳品行业的其他企业相比，还是处于领先地位；对于长期绩效，想要实现绩效长期稳定增长的目标，伊利还必须充分整合通过并购获得的资源，以创造协同效应，实现健康可持续发展。综合分析伊利的绩效可知，此次并购已初步实现伊利预设的并购目标，对伊利海外发展具有较高的战略意义。本文得出如下启示：在开展并购交易时，企业应该科学合理地选择并购对象，企业应选择符合企业战略规划的目标企业；在确定要并购的目标企业后，应对其进行全面调查和了解，以确定适当的收购价格和支付方式，并将并购事件造成的财务压力降至最低。最后，公司应密切关注并购后的整合，使被并购方加入所产生的各项协同效应最大化。

关键词：海外并购；并购动因；并购风险；并购绩效

ABSTRACT

In recent years, under the "the Belt and Road" initiative, Chinese dairy enterprises have continuously strengthened international cooperation and exchanges, and Chinese dairy enterprises have more confidence in "bringing in" and "going out". On the one hand, the information, technology, talent, and market of the dairy industry are further integrating. While introducing cows and equipment, Chinese dairy enterprises have also introduced excellent talents and management concepts. On the other hand, relying on the "the Belt and Road" initiative, Chinese dairy enterprises actively cater to the policy orientation and rely on the form of building factories in countries along the "the Belt and Road" to strengthen the integration of resources between China and countries and regions along the "the Belt and Road", and enhance the international status and resource allocation capacity of China's dairy industry.

This article uses literature research and case analysis methods to study the financial performance of Yili's overseas acquisition of Westland, New Zealand. Through a detailed analysis of the motivations, risks, and performance of Yili's acquisition of Westland, New Zealand, it provides relevant experience and suggestions for overseas mergers and acquisitions in the food industry. Starting from synergy theory, market power theory, and efficiency theory, this article first analyzes the motivation of Yili's overseas acquisition of Westland, New Zealand; Secondly, analyze the risks of Yili's

overseas acquisition of Westland, New Zealand; Finally, with regard to the financial performance analysis of Westland, New Zealand, which was acquired by Yili Overseas, this paper analyzes its M&A performance from a short-term and long-term perspective. Firstly, the event study method is used to analyze and evaluate the short-term performance of Yili's acquisition through the performance of abnormal returns and cumulative abnormal returns. Then, the financial indicators research method and EVA research method are used to study the medium and long-term financial performance of Westland, New Zealand, which is an overseas acquisition of Yili. Through analysis, this article draws the following conclusions: The motivation for Yili's acquisition of Westland, New Zealand, is reasonable and consistent with Yili's development strategy of building a global "milk silk road". The brand Westland in New Zealand has a high reputation in New Zealand and is the second largest dairy cooperative in New Zealand. At the time of Yili's acquisition, Westland in New Zealand was in a dilemma of huge debt and low purchase price of raw milk. Therefore, Yili's selection of acquisition targets and timing is relatively appropriate; Yili has done a relatively complete due diligence on this merger and acquisition, with a reasonable valuation of the consideration. However, the choice of payment methods will reduce Yili's operational and debt paying ability. In terms of M&A performance, the short-term M&A performance of this case is relatively significant; Due to the impact of COVID-19 on Yili Company, its M&A performance in the medium

term was poor, but it was still in a leading position compared with other enterprises in the dairy industry in the same period; For long-term performance, in order to achieve the goal of long-term stable growth in performance, Yili must also fully integrate resources obtained through mergers and acquisitions to create synergies and achieve healthy and sustainable development. Based on a comprehensive analysis of Yili's performance, it can be seen that this acquisition has initially achieved Yili's preset acquisition goals, which is of high strategic significance for Yili's overseas development. This article draws the following inspiration: When conducting merger and acquisition transactions, enterprises should scientifically and reasonably select merger and acquisition targets, and enterprises should choose merger and acquisition targets that conform to their strategic planning; After determining the target enterprise to be merged, a comprehensive investigation and understanding should be conducted to determine the appropriate acquisition price and payment method, and to minimize the financial pressure caused by the merger event. Finally, companies should pay close attention to the integration after mergers and acquisitions to maximize the synergies generated by the participation of the acquiree.

Key Words: Overseas mergers and acquisitions; M&A motivation; M&A performance; M&A integration

目 录

第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景及意义.....	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 关于并购动因的研究.....	2
1.2.2 关于并购绩效的研究.....	3
1.2.3 文献综评.....	4
1.3 研究内容与研究思路框架.....	5
1.3.1 研究内容.....	5
1.3.2 研究思路框架.....	6
1.4 研究方法.....	6
1.4.1 案例研究法.....	6
1.4.2 实证研究法.....	6
1.5 可能的创新点.....	7
1.6 不足之处.....	7
第 2 章 概念及理论基础	8
2.1 相关概念.....	8
2.1.1 海外并购.....	8
2.1.2 并购绩效评价方法.....	8
2.2 理论基础.....	8
2.2.1 协同效应理论.....	8
2.2.2 市场势力理论.....	9
2.2.3 效率理论.....	10
第 3 章 案例介绍	12
3.1 案例背景.....	12

3.1.1 乳品行业发展现状.....	12
3.1.2 乳品行业并购.....	13
3.2 公司介绍.....	13
3.2.1 内蒙古伊利实业集团股份有限公司.....	13
3.2.2 新西兰 Westland 乳液	15
3.3 并购过程.....	16
3.4 海外并购动因分析.....	17
3.4.1 提高自身竞争力.....	17
3.4.2 打破土地限制.....	18
3.4.3 获得协同效应.....	18
3.4.4 迎合政策导向.....	19
3.5 海外并购风险分析.....	19
3.5.1 政治风险.....	19
3.5.2 估值风险.....	20
3.5.3 跨境经营管理风险.....	20
3.5.4 整合风险.....	20
第 4 章 并购绩效分析	22
4.1 事件研究法并购绩效评价.....	22
4.1.1 确定事件日.....	22
4.1.2 确定窗口期和估计期.....	22
4.1.3 计算预期收益率.....	22
4.1.4 计算异常收益率和累计收益率.....	24
4.2 财务指标法并购绩效评价.....	26
4.2.1 盈利能力分析.....	26
4.2.2 营运能力分析.....	29
4.2.3 偿债能力分析.....	31
4.2.4 成长能力分析.....	34
4.3 基于 EVA 指标的并购绩效分析	37
4.3.1 税后净营业利润 (NOPAT) 的调整和计算.....	37

4.3.2 资本总额 (TC) 的调整和计算	38
4.3.3 加权平均资本成本 (WACC) 的调整和计算	39
4.3.4 EVA 的计算	41
4.3.5 基于 EVA 的实证分析	41
第 5 章 结论与启示	46
5.1 结论.....	46
5.2 启示.....	46
5.2.1 对并购对象进行科学合理的选择.....	46
5.2.2 选择合理的收购对价和付款.....	47
5.2.3 重视并购后各项整合工作.....	48
参考文献.....	50
个人简介.....	52
致谢.....	53

第 1 章 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

2013 年 9 月和 10 月，由中国国家主席习近平分别提出建设“新丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”的合作倡议，即“一带一路”。一带一路旨在借用古代丝绸之路的历史符号，高举和平发展的旗帜，积极发展与沿线国家的经济合作伙伴关系，共同打造政治互信、经济融合、文化包容的利益共同体、命运共同体和责任共同体。“一带一路”国际合作高峰论坛，是中国为构建开放型世界经济、共建“一带一路”、助推中国改革开放再出发而搭建的重要国际合作平台。2019 年 4 月，第二届“一带一路”国际合作高峰论坛在北京举行。习近平主席在开幕式上宣布，中国将采取一系列重大改革开放举措，加强制度性、结构性安排，促进更高水平对外开放。

近年来，在“一带一路”倡议之下，中国各乳品企业不断加强国际间的合作和交流，中国各乳品企业更加坚定“引进来”和“走出去”的信心。一方面，各国企业在交流中不断融合发展，特别是在信息、技术、人才和市场领域。中国乳制品企业不仅引进了奶牛和设备，还引进了优秀的人才和管理理念。另一方面，依托“一带一路”倡议，中国各乳制品企业积极迎合政策导向，依靠在“一带一路”沿线国家建设工厂的形式，强化了我国与“一带一路”沿线国家和地区的各项资源整合，增强了我国乳制品行业的国际地位和资源配置能力，壮大中国乳制品行业是中国乳制品企业的重中之重。

伊利是我国乳品行业的龙头企业，它深刻了解“走出去”的重要性，通过“走出去”能够获得海外的优质资源，并通过整合促进双方的发展，从而实现产业链共赢。伊利积极发挥壮大民族乳液的带头作用，使中国乳品行业在全球的影响力进一步扩大。

1.1.2 研究意义

目前，国外相关研究者已经研究了一个相对完善的海外跨国并购理论知识体系，但对于如何将企业价值评估应用于我国企业海外并购中这一问题还没有达成一致，国内外研究者也没有就海外并购对财务绩效的影响得出一致的结论。此外，关于中国食品公司跨境并购绩效研究的文章相对较少。因此，本文在原有研究成果的基础上，采用事件研究法、财务指标法和 EVA 法多种不同的财务绩效评价方法来衡量伊利海外并购的财务绩效，从短期和长期两个维度分析并购绩效并对其进行综合评价，具有重要的理论意义和现实意义。

1.1.2.1 理论意义

在当前的经济环境下，通过海外并购能够获得优质的海外资源，但是现有的海外并购研究主要集中在互联网以及能源等行业，对食品行业的研究比较少。本文以伊利海外并购新西兰 Westland 乳液为研究内容，以海外并购理论为基础，最先分析伊利海外并购新西兰 Westland 乳液的动机和风险，然后通过事件研究法、财务指标法和 EVA 法三种方法对伊利海外并购的短期和长期绩效进行分析。在我国公司海外并购的具体案例分析中加入财务绩效评价方法，可以为我国各食品公司管理层进行海外并购提供思路，为我国企业通过海外并购获取正向财务绩效提供理论基础。

1.1.2.2 现实意义

在中国经济全球化战略的背景下，通过海外并购迅速并购合适的海外战略企业，不仅有助于中国更多企业迅速、成功地开拓海外核心市场，快速实现经济全球化战略发展目标，还可以帮助我国的企业快速获得国外的先进技术，提高我国公司的核心竞争力。同时，在“一带一路”倡议下，中国许多大型公司响应国家号召，也努力增加跨境并购交易，以利用政府制定的优惠政策。本文以伊利海外并购新西兰 Westland 乳液为例，通过研究伊利海外并购后的各项财务指标变化，在此基础上对我国食品行业提出海外并购的建议，从而提高中国食品行业海外并购的成功率。

1.2 文献综述

1.2.1 关于并购动因的研究

1.2.1.1 通过并购获得协同效应

温启胜(2022)采用财务绩效分析法对四维图新并购杰发科技并购进行动因及绩效分析，提出四维图新的主营业务为车联网和导航业务，而杰发科技在车载芯片方面在我国处于领先地位，四维图新选择并购杰发科技，是为了弥补其在芯片上的不足，从而扩大经营规模，实现经营协同效应^[1]。吕婧怡，郭晓顺（2016）采用财务指标分析法对乐视网并购花儿影视和乐视新媒体案例进行研究分析，通过对管理费用率和各项周转率指标的分析，提出乐视选择并购花儿影视和乐视新媒体是为了能在经营效率方面得到明显提升，进而获得管理协同效应^[2]。Markides，Williamson（2007）认为企业并购选择并购的原因是为了优化两个企业内部的资源配置，从而达到经营协同^[40]。曹翠珍，吴生瀛（2017）选取在我国 2013 年实施并购的 79 家企业为研究对象，通过因子分析法和回归分析，对企业通过并购能否产生财务协同效应进行实证分析，最终得出企业选择并购是能够在短期内获得财务协同效应^[3]。

1.2.1.2 通过并购增强市场势力

马涵蕾（2021）通过案例研究法对美的并购小天鹅案例进行分析，由于美的和小天鹅属于同一行业，此次并购属于横向并购。通过对并购活动中的财务问题和非财务

问题进行分析发现,美的采用横向并购方式,是为了减少同行业的竞争对手,同时,由于并购之前小天鹅在洗衣机领域市场占有率居于第二位,采取并购以及并购整合,美的能够扩大其市场势力^[4]。Peter Wanke (2017)通过 NDEA 模型,对南非银行的并购进行分析,最后提出南非大多数银行采取并购是想加大对市场的垄断程度^[41]。王雨超(2022)通过分析恒大汽车并购卡耐新能源案例,提出对于汽车行业,卡耐新能源已经拥有了成熟的产业链,对于汽车制造具有丰富的经验。而恒大汽车从零开始积累从而进入汽车行业需要过多的时间成本,并购卡耐新能源电池公司是为了能够迅速进入汽车行业并且占有一定的市场规模,进而增强其市场势力^[5]。Lee(2017)采用并购模型,对 1985-2007 年间发生的企业并购进行分析,最后提出发达国家为了增强其市场势力,通常选择发展中国家的企业进行并购^[42]。宁焯,邢春蕾,王晓静(2021)通过借鉴传统的引力模型,对 2002-2018 年期间我国对 49 个国外企业的并购数据进行分析,最后提出采取逆梯度海外并购是能够增强并购企业的市场势力^[6]。

1.2.1.3 通过并购获得规模经济效应

谭春平,王焯(2008)从企业产出的角度出发,提出企业选择横向并购,是为了能够给并购企业带来规模经济效应。首先,在学习效应的作用下,企业在长期的经营活动中会不断积累技术经验和管理经验,进而不断提高公司的技术和管理水平,进而降低了成本。其次,在专业效应的作用下,通过横向并购,公司可以使得其生产规模增大,进而生产设备和劳动力增加,生产会得到专业化分工,提高生产效率^[7]。Hassen T(2018)采用实证分析法,对欧洲 60 家商业银行的并购情况进行分析,最后提出他们选择并购的动机是为了扩大规模,从而提高运营效率^[43]。尤家恬(2008)通过案例分析法,以上海汽车集团并购南京汽车集团为例,分析企业采用横向并购是为了获取规模经济效应。作者指出,通过横向并购,上汽一方面能够吸收南汽的优势,另一方面,通过并购,上汽能够进一步加强专业化分工,从而发挥规模经济效应^[8]。

1.2.2 关于并购绩效的研究

1.2.2.1 并购获得积极效应

ZhaoyunYang(2020)通过对实施并购的 133 起并购案例进行分析,提出并购能使营运收入增长和公司规模扩大,对企业的经济绩效有正向影响^[44]。陈汉文,杨晴贺,杨道广(2022)采用因子分析的方法对 2008-2018 年我国 A 股上市公司海外并购数据进行实证分析,提出通过加强内部控制能够使得并购取得正向的并购绩效^[9]。孙焯,侯力赫(2022)以注意力基础观与组织学习理论为基础,采用回归分析的方法,对在沪深 A 股上市的企业在 2004-2020 年之间发生的并购事件进行实证分析,发现不管是对同行业并购成功案例学习还是对失败经历进行学习都可以提升自身并购绩效^[10]。Chao(2018)采用事件研究法,通过对在欧洲上市的企业实施的 500 起并购案例进行分析,最后提出通过并购这 500 家企业的绩效得到了不同程度的提高^[45]。黄福广,

王贤龙, 田利辉等(2020)在一系列假设前提下,使用PSM匹配和Heckman两阶段的方法,对2007-2017年间我国A股上市企业对未上市公司实施的并购事件进行分析,最后提出风险资本可以减少交易成本进而对并购绩效产生积极效应^[11]。Bhagat(2011)等采用事件研究法,通过对在1991-2008年期间新兴市场国家发生的698起并购案例进行分析,提出并购之后市场对此事件反应积极,在并购之后的一段时间内,被并购方的绩效得到很大提升^[46]。张嘉桐(2021),通过对我国互联网综合服务的龙头企业-腾讯公司的并购活动进行分析,通过短期财务绩效分析和长期财务绩效分析相结合的方法进行分析,去除了指标间的相关关系,然后得到了更为科学的研究结论。研究结果显示:腾讯通过收购京东在增强其市场竞争力的同时改善其电商业务经营绩效^[12]。Bereskin,F(2018)等人通过对企业文化相似的企业之间实施的并购进行案例分析,发现企业文化越相似的企业在并购之后能够得到协同效应越明显^[47]。

1.2.2.2 并购获得消极效应

孙艺菀(2017)从政府对企业并购干预的视角考察并购动机对并购绩效的影响。提出我国的企业并购在一定程度上是地方政府主导型的被动行为,这种并购往往与企业的最初动机背离,从而制约了其进行资产并购、优化资源配置的广度和深度。由于行政主导型并购使上市公司背负了过多的社会责任,从而造成了经营绩效的显著、持续恶化^[13]。Dickerson(1997)采用实证研究法,对英国企业海外并购案例进行分析,最后提出海外并购在长期内会造成财务绩效下降^[48]。刘静欣(2020)基于“一带一路”背景,以管理经济学视角,通过分析在规模经济、协同效应和交易规模角度“一带一路”跨国并购绩效。最后得出中国企业进行跨国并购时,短期绩效与被并购企业所在国家地区的发达程度是呈现负相关的关系;短期绩效与并购规模大小是反向关系,并购规模与长期绩效是呈现倒U型的线性关系的结论^[44]。Diversh(2014)将1999-2007年间进行跨国并购的40家公司的资产净收益率和平均每股收益进行比较后发现,并购公司的收益能力与收并购之前相比,出现了小幅度降低^[49]。蒋志雄,王宇露(2022)从并购频率和并购规模两方面出发,采用因子分析法,对在中国A股上市的公司2006-2018年期间发生的并购事件进行筛选,对筛选后的2176家企业进行分析,发现对于想要获得技术而进行并购的企业来说,并购频率和并购规模在短期内对并购绩效会有消极影响^[15]。宋贺,段军山(2019)以代理冲突理论为基础,采用实证研究的方法,对在创业板上市的公司2010—2015年期间发生的560起并购事件进行分析,最后提出财务顾问对并购绩效会产生消极影响^[16]。

1.2.3 文献综评

综合以上文献,在对并购动因文献梳理后,可以发现并购动因已经形成了较为全面的理论体系。并购动因包括通过并购获得协同效应、增强市场势力、发挥规模经济效应等等。同时,各学者对并购动因的研究还结合具体案例来进行更细致的研究分析。

对于并购绩效，有的学者认为通过并购能够给企业带来正的经济效益，有的学者认为并购非但不会给企业带来正向效果，还会带来负面效果。并购绩效需要结合具体案例进行分析。

综合上述文献，本文将运用文献研究法与案例分析法，结合伊利公司与新西兰 Westland 液公司的具体情况，从并购动因出发，分析并购可能会带来的风险，通过事件研究法，财务指标法和 EVA 法对并购绩效进行分析，进一步丰富企业的并购理论。

1.3 研究内容与研究思路框架

1.3.1 研究内容

本文主要是对伊利海外并购新西兰 Westland 的财务绩效进行研究，文章内容为五章，每章内容如下：

第一章，绪论。首先阐述了伊利海外并购新西兰 Westland 所处的时代背景和选择此案例为研究对象的意义；然后，对海外并购相关的文献进行梳理，包括企业并购的动因以及并购绩效两方面；接着提出本文的主要研究内容和研究思路框架；最后提出本文的研究方法和可能的创新点。

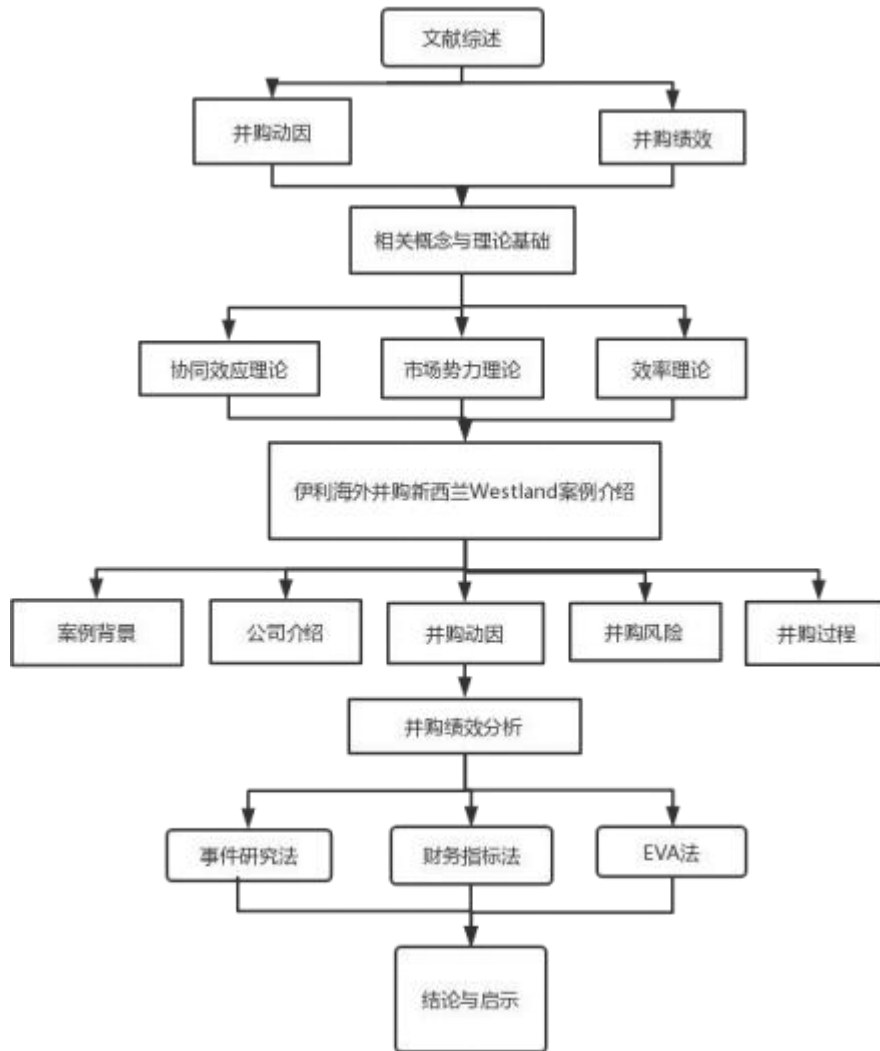
第二章，并购相关概念及理论基础。首先，介绍了海外并购概念以及并购绩效评价方法；其次，阐述了企业并购动因的相关理论，主要包括协同效应理论，市场势力理论以及效率理论。

第三章，案例介绍。首先对伊利海外并购新西兰 Westland 所处的行业背景进行分析，在此基础上，对并购方伊利和被并购方新西兰 Westland 两个公司进行介绍；然后从对整个并购过程进行阐述，并从伊利的角度出发，对伊利为何选择新西兰 Westland 乳液为并购目标进行分析，主要包括以下四个原因：获得优质奶源，打破土地限制，获得协同效应以及；最后提出伊利此次并购可能产生的风险，主要包括政治风险、估值风险、跨境经营风险和整合风险四方面。

第四章，财务绩效分析。本章详细地研究了伊利海外并购新西兰 Westland 的财务绩效，通过事件研究法，财务指标研究法和 EVA 研究法三种方法对伊利海外并购进行绩效评价，从短期和长期综合评价伊利海外并购新西兰 Westland 的绩效。

第五章，结论与启示。首先，对伊利海外并购新西兰 Westland 的财务绩效研究进行总结。然后，提出此次并购对我国食品企业进行海外并购的启示。

1.3.2 研究思路框架



1.4 研究方法

在研究伊利海外并购新西兰 Westland 乳液绩效的过程中，本文主要使用了案例研究法和实证研究法。

1.4.1 案例研究法

本文以伊利海外并购新西兰 Westland 乳液为并购案例，结合两家企业所处行业与经营现状，运用并购动因、并购风险与并购绩效等相关理论，对此案例的并购绩效给予评价。

1.4.2 实证研究法

本文运用事件研究法、财务指标法和 EVA 法对伊利并购新西兰 Westland 乳液的

短期绩效和长期绩效进行实证分析，用数据来说明此次并购对伊利的绩效造成的影响。

1.5 可能的创新点

本文通过综合应用多种绩效评价方法从多角度综合分析伊利并购前后的绩效变化，还增加了与行业同水平地位公司的比较，具有一定的创新性。

1.6 不足之处

本文在撰写的过程中，获取的仅仅是伊利公开的一些数据，难以取得伊利日常经营的内部财务指标，因此，分析的过程中存在一定的局限性。

第 2 章 概念及理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 海外并购

海外并购是海外兼和海外收购的统称，这意味着一个国家的公司（也称为并购公司）采用某些方法和支付方式购买另一个国家公司（也称被并购公司）的所有资产或者能够有效或完全控制另一国家公司的运营和管理的股份，以实现某一目标。

2.1.2 并购绩效评价方法

2.1.2.1 事件研究法

想要分析某一件事的发生或者某一信息的公布是否会对投资者的行为产生影响，进而导致股票价格或交易量的变化时，可以采用事件研究法进行分析。当采用事件研究法进行分析时，首先要根据研究目的选择相应的特定事件，通过研究事件发生前后样本股票异常收益率和累计异常收益率的变化，分析特定事件对股票波动的影响。由此可知，事件研究法的作用是测算投资者对特定事件的发生或信息公布的反应程度。事件研究法有两个假设条件。第一，市场是有效的，在此假设前提下，股票价格已经反映了所有已知的公共信息。第二，投资者是理性的，在此假设前提下，投资者对特定事件所作出的反应也是理性的。所以，可以从样本的实际收益率中扣除不发生该特定事件时应该获得的预期收益率，就得到了异常收益率，将异常收益率相加就得到了累计异常收益率。根据这两个指标，就可以评估投资者对特定事件发生或信息公布的异常反应程度。

2.1.2.2 财务指标法

财务指标法是通过各项财务指标对某一公司的偿债能力、营运能力、盈利能力和成长能力等方面进行分析，进而对该公司的财务状况和经营成果进行评价。

2.1.2.3 经济增加值法

经济增加值法（本文简称 EVA 法）是在经济增值理念的基础上建立的财务管理体系，通过计算公司每年创造的经济增加值对公司财务绩效进行评价。经济增加值就是税后净营业利润和资本投入总成本之间的差额。在 EVA 值的基础上构建 EVA 评价体系，对公司的财务绩效进行分析。

2.2 理论基础

2.2.1 协同效应理论

协同效应理论主张公司通过并购能够获得各种协同效应，也就是“1+1>2”。协同

效应理论对我国的企业并购实践有着重要意义，它为我国企业并购提供了理论依据。协同效应理论包含两个方面：一方面，通过并购，并购双方能够获得财务协同效应；另一方面，通过并购，并购双方可以获得管理协同效应。

2.2.1.1 财务协同效应理论

财务协同效应理论认为当企业实施并购时，可以选择与本身财务结构不同的企业作为并购目标，这样就可以发挥并购的财务协同效应，降低公司破产的可能性。在横向并购中，采取并购的公司与被并购的公司之间存在着一种互补关系，由于这两个企业的财务结构并不是完全关联，因此，这种互补关系可以通过对企业内部资源和能力的调节来实现。所以，当某一企业的出现现金流不稳定或者债务结构不合理时，可以选择能够与其形成互补的企业进行并购，从而在财务协同效应的作用下，提升资金的使用效率，改善自身不合理的债务结构。

2.2.1.2 管理协同效应理论

管理协同理论主张，当某一企业实施并购时，可以选择与其自身管理能力不同的企业作为并购对象，管理能力的过剩的企业可以对管理能力相对不足的企业提供管理资源，使得管理能力相对不足的一方提高自身的管理水平，进而提高并购后的收益，获得管理协同效应。

管理协同效应理论本身暗含两个前提条件：其一，管理资源能够可分，当并购方或者被并购方中有一方具有剩余管理权时，为了追求规模经济，只有通过并购才能取得管理协同效应；其二，管理能力相对不足的一方在外部管理资源介入后其管理能力能够不断完善。企业主要生产要素之一就是管理能力，管理能力的成长与壮大离不开企业自身组织资本的发展。组织资本是具有企业个性化色彩的，它在企业文化中孕育与发展，属于企业的信息资产。并购双方的管理能力之所以有差异，就是因为他们的公司文化和企业特色不同。管理能力相对不足的企业无法在劳动力市场中直接获取管理能力与组织资源，只能通过并购的方式转移这些专属资源。

管理协同效应理论认为经营类似业务的公司之间最有可能进行兼并与收购，因此横向并购的理论基础就是管理协同效应。在横向并购中，并购企业与被并购企业之间存在着管理能力差异，这种差异可以通过对企业内部资源和能力的转移来实现。同行业企业更容易发现低于行业平均水平或者没有充分发挥经营潜力的企业，进而通过并购发挥管理协调效应使其提高经济效益。

2.2.2 市场势力理论

市场势力理论主张，企业选择并购的最主要目的是扩大市场势力。扩大市场势力可以从两方面实现，一方面，通过并购减少同行业的竞争者，取得垄断地位；另一方面，通过并购提高自身的竞争优势。

2.2.2.1 通过并购方式降低同行业竞争，强化企业的垄断控制能力。

该观点认为企业采取并购是为了增强自身的垄断地位，提高市场占有率，从而获得长期获利机会。在经济全球化和信息技术飞速发展的背景下，企业并购成为一种来提升自己的竞争优势重要的手段。在此基础上进行并购，可提高行业集中度，完善行业结构。

这一理论得以确立，必须有一个先决条件，即通过并购活动的开展，企业间的共谋比较容易发生。共谋在企业内部和外部均可存在，但由于合作不稳定和现实反垄断法及其他外在因素的限制，要达成有效的共谋是十分困难的，这大大减弱了这种理论的有效性。

2.2.2.2 企业以并购的方式来提升竞争优势

一般来说，某一公司可以通过自身的不断发展来提升自己的竞争优势。如果某企业想从外获得竞争优势，可以通过并购的方式取得。企业并购作为一种经济现象和组织行为，它不仅能够提高自身竞争力，而且也能通过整合资源来提升并购双方的整体竞争能力。并购是两个企业相互选择的过程，随着并购的完成，并购方对自身资源进行整合进而产生新的竞争力。并购方选择目标企业，恰恰是瞄准了其需要目标企业所具有的具体优势。例如，公司的商誉或者品牌就形成了公司特有的竞争优势。企业并购也可以说是一种产权交易行为。并购行为与固定资产投资相比，有一个显著差异，即前者包括无形资产的购买（商誉、品牌等）。在企业进行并购前，往往需要对目标企业的商誉或品牌价值有一个比较全面的了解。在实际情况下，许多并购活动都是出于获取被并购企业商誉或者品牌的需要。

2.2.3 效率理论

效率理论主张并购能够给公司带来规模优势、范围优势和组织优势，进而促进企业经营绩效的提高。改善经营绩效的原因包括诸多方面，比如规模经济，分散化经营等等，均能对企业经营效率起到一定的促进作用。

2.2.3.1 谋求规模经济

有限资源怎样进行最优配置是微观经济学研究的核心命题。企业是否具有最优的资源配置方式取决于企业是否有一个与其技术水平相适应的最佳生产规模。在这种生产规模条件下，企业可以获得最大利润。给定一个生产函数、投入与产出市场价格时，企业是按照利润最大化原则来制定生产决策；当投入大于产出时，企业选择增加投资或减少投入来维持生产。当产出的边际收益等于投入的边际成本时，企业实现了最佳生产规模。根据规模经济假说，企业还没有到达最优生产规模时，可采取并购的方式进行扩张，提升公司的盈利水平。

规模经济在西方经济学家对企业并购动因进行阐释中出现得较早。在我国，随着改革开放以来企业兼并浪潮的兴起，越来越多的企业选择了以市场为导向、通过资本

运营实现扩张的方式来谋求发展，从而形成了横向并购。谋求规模经济效应，减少产品与服务平均费用，在横向并购中具有重要推动作用。

2.2.3.2 分散化经营假说

分散化经营使企业具有了范围经济的优越性。所谓范围经济，即企业兼营多门生意，某一种业务的发展，同时对另外一种业务经营效率的提升也有促进作用。

分散化经营能够减少企业的劳动力成本，与此同时，还能使管理者与员工在工作中获得安全感，并有机会得到晋升，并且在其他条件不变的情况下，分散化经营带来的风险更小。分散化经营对那些在控制方面具有收益，但又没有进行分散化投资的股东而言，非常值得借。一个不实行分散经营的股东，会对投资提出更高风险价格，且投入较少；分散经营能够使公司获得更多的控制权并减少代理问题，从而有利于提高公司绩效。分散化经营能够确保公司业务活动顺利展开的同时高效地转型；分散化经营能够为企业提供更多的灵活性和多样性，从而减少管理的复杂性和不确定性，增加了组织效率。分散化经营，有利于维护企业声誉资本，增强企业负债能力，减少现金流波动。

分散经营假说认为，通过并购，企业能够快速达到分散化经营的目的，规避破产风险，保存组织的价值。同时这一假设强调并购时机选择。本文认为，分散经营时混合并购的理论基础。

第 3 章 案例介绍

3.1 案例背景

3.1.1 乳品行业发展现状

随着我国经济的不断发展，最终消费支出占 GDP 的比重也不断上升，消费对经济带动作用显著增强，给整个乳品行业的发展提供了很好的商机。与此同时，随着国民生活水平的提高，消费者也更加关注对食品安全问题。2018 年，国务院办公厅印发《关于推进奶业振兴保障乳品质量安全的意见》，从政策上指导企业对奶源进行调整和主动布局，减少养殖成本，推动国内奶业的健康发展；与此同时，消费者对乳制品需求不断提升，乳品消费结构逐步升级，优质鲜奶需求量增大，国内外优质奶源价格不断上升。同时国家乡村振兴战略正式启动，政府相继推出了一系列的政策，促进乡村振兴战略的落地实施。上述政策举措，在振兴乡村经济发展的同时，给国内乳品消费带来新的发展机遇。总体来看，在国民健康意识不断提高提高和食品市场快速发展的背景下，我国乳制品行业的规模在不断扩大。

由《中国统计年鉴》可知，我国乳制品行业在 2005 到 2015 年期间不断进行海外扩张，乳制品的品类在这 10 年间也在不断丰富；我国乳品行业在 2015 年到 2020 年期间不断向健康方向发展，乳制品人均消费量也在这期间不断增长。随着人民生活水平的日益提高，消费需求也日趋多样化，消费者对于婴幼儿奶粉产品的需求也越来越高，乳制品中的高端奶粉成为各家乳品企业竞争的焦点，也给高端奶源市场的开拓带来了契机。在这种大背景下，高端奶源市场成为众多乳企争夺的目标。当前国内多为中高端品牌，尤其是近年来，高端奶源在国内的分布情况逐步完善，未来我国乳品企业将逐步扩大产能规模，抢占国际市场。

当前国内乳业供需不平衡、对外依存度增加。万德数据库与中航证券金融研究所在一份分析中表示，在“三聚氰胺”的冲击下，很多年来，乳品危机一直没有能够彻底消除，加之环境恶化、草场退化严重、奶源质量降低诸多问题，自 2008 年以来，进口乳品量不断增加。在随后的几年中，我国奶粉进口量增长了将近 1 倍，且在 2014 年达到最高点 90 万吨，超过当年总进口量的一半。我国奶粉的进口量第一次超过出口量是在 2016 年，其中最依赖进口的类型是婴幼儿奶粉，2020 年我国婴幼儿奶粉的进口依存度突破十分之七，表明中国消费者对国内婴幼儿奶粉产品信心较少。国内乳业也面临着巨大压力，在全球化进程不断发展中，国外乳制品企业也相继入驻我国，甚至不惜重金只为占领了中国市场，为我国乳制品企业提供了很多的机会与挑战。同时，我国乳制品行业整体竞争日趋激烈。很多国内大的乳制品企业都主动“走出去”，

追求质优价廉原材料，以便让消费者称心如意、安心消费。

3.1.2 乳品行业并购

我国乳品行业发展起点早，在 2000 年左右就已经小有规模且不断壮大。但是与制造业相比，我国乳品企业海外并购开始的时间较晚。在 2010 年我国乳品企业才第一次成功完成海外并购，即光明乳业海外并购新西兰 SynlaitMilk 公司。在 2011 年，澳优也完成了海外并购海普诺凯的计划，成功获得其一半以上的股权。从这之后，我国乳品行业积极开展海外并购，不断向海外扩张，力争在国际上取得竞争优势。

近年来，我国各种扶持政策的公布使得我国民营企业更加积极地向外扩张，乳品企业更是如此，我国乳品企业的海外并购规模持续加大，并购案例也越来越多，乳品企业能够参考并学习的经验也越来越多，但是由于乳品企业海外并购起步时间晚，国外企业仍对我国乳品企业的并购持消极态度。与此同时，由于各国的文化、政治环境不同，海外并购在实施和整合过程中存在较多风险，造成我国海外并购失败率极高。就比如光明乳业，从 2010 年起，光明乳业就积极开展海外并购，截止到 2015 年，其就开展了十次海外并购，但是十次中有四次就失败了，失败率逼近 40%。因此，如何提高我国乳制品企业跨国并购的成功率成为一个亟待解决的问题。这其中有很多因素值得深思，如并购目的是否正确，并购战略选择不当以及并购整合不力等等。通过分析近几年海外并购失败的案例，发现大多数在并购实施的初期就出现了失败事件，从而导致整个并购的失败。

自然因素的不同，比如地理位置不同，气候不同等，导致中国相对欧美国家而言，天然优质牧场资源匮乏；同时，与发达乳品国家相比，我国乳品企业的生产技术相对落后，这些原因致使我国乳品企业的上游奶源供应不足。近年来由于国家政策，我国的奶源牧场面积逐年减少，而进口牛奶数量不断增加，导致国产奶供不应求的情况更加严重。所以，为了实现乳品行业稳定持续发展，我国乳品企业就需要通过海外并购来获取奶源。近年来，世界范围内各种乳制品的价格持续高涨，对于我国乳品企业来说，只能积极开展海外扩张，进而成功地把国外奶源转化为我国乳企奶源的稳定供应者，同时给我国乳企生产链上下游拓展提供更加强力的保障。

3.2 公司介绍

3.2.1 内蒙古伊利实业集团股份有限公司

内蒙古伊利实业集团股份有限公司（本文简称伊利）成立于 1993 年 6 月 4 日，并在 1996 年 3 月 12 日在上海证券交易所挂牌成立。1956-1992 年间属伊利萌芽时期，伊利从原来的小规模养牛合作小组发展为专业的奶牛工厂和奶牛食品加工厂；1993-1996 年间属伊利成长时期，伊利不断扩大自身规模，营业收入和净利润大幅度上升；1997-2009 年间属伊利壮大时期，伊利布局遍布中国，营业收入超出两百亿元；

2010 到现在，属于伊利腾飞期，伊跻身全球乳业五强，营收突破千亿关口。

伊利的股权结构比较稳定，截止到 2022 年，伊利的前 3 位股东分别是香港中央结算有限公司、呼和浩特投资有限责任公司和潘刚，其中香港中央结算有限公司持股 18.14%、和浩特投资有限责任公司持股 8.42%、潘刚持股 4.48%。董事长潘刚先生自持股以来，坚定的长期持股，一直没有减持公司股票，表明了对企业长期发展的坚定信心。现将伊利股权结构图介绍如下：

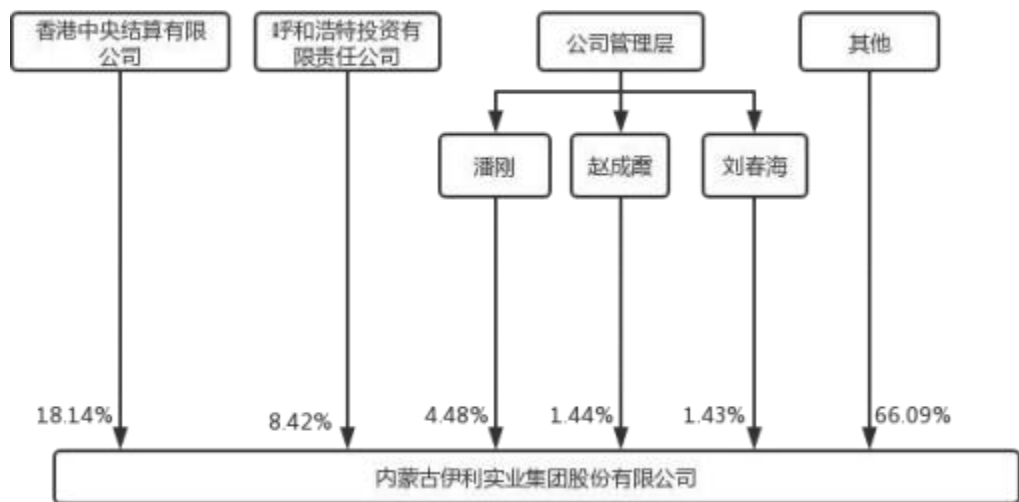


图 3-1 伊利股权结构情况

数据来源：伊利年报整理所得

伊利的主营业务是对各种乳制品和健康饮品加工，制造和销售。伊利公司主要产品包括液体乳，冷饮系列、奶粉和奶制品。2021 年伊利液体乳业务营业收入 849.11 亿元，比上年增长 11.54%，伊利奶粉和奶制品业务营业收入 162.09 亿元，比上年增长 25.80%，伊利冷饮业务营业收入 71.61 亿元，比上年增长 16.28%，业务规模 20 余年来一直位居首位。伊利全年营业总收入达到 1,105.95 亿元，同比增长 14.15%，净利润为 87.32 亿元，同比增长 23.00%。总体上看，伊利的总体表现稳坐中国乳业榜首，亚洲乳业第一，全球乳业五强之一。

液体乳系列业务组成了公司业绩的基本盘口，奶粉与冷饮业务的齐头并进。2003-2021 年间，公司的液体乳系列产品的营收规模都在不断提升，由 39.79 亿元提升至 849.11 亿元，年均复合增速达 18.53%。2018 年液体乳系列产品收入占比最高达到 83.16%，随着公司不断拓展产品矩阵，2018 年以后，液体乳系列产品所占比例逐渐下降到 2021 年的 77.09%，但是，它仍然是企业收入的重要动力，形成公司业绩的基本盘，是企业实现收入过千亿元大关的重要一环。与此同时，奶粉和奶制品的业务收入也从 2016 年的 54.56 亿元迅速上升到 2021 年的 162.09 亿元，年复合增速 24.33%，

收入占比从 2016 年的 9.05% 上升到 2021 年的 14.72%，预计这将是推动企业长期增长的第二条业绩增长曲线。冷饮业务由于开展得较早，前期收入比例较高，在 2003 年的占比为 19.64%，近年来，冷饮业务的收入比重相对稳定，已成为辅助液体乳业务和奶粉类业务发展的第三大板块。

历经多年的发展，伊利在液态奶，奶粉，酸奶，冷饮等领域进行了全方位的布局、各品种矩阵充实而完美。其中液态乳系被列为公司的主营业务（主要有常温牛奶，常温酸奶，低温鲜奶和低温酸奶 4 个类别），2022 年度液态乳系占公司收入的 68.56%。同时公司继续专注于有机乳品的发展、乳基营养品和奶酪零食、天然矿泉水和其他高速增长业务的开发，产品创新已成为企业业务不断发展壮大的内生动力。目前伊利全产品种类如下表所示：

表 3-1 伊利全产品情况表

液态奶		奶粉	酸奶		冷饮	奶酪	包装水
纯牛奶	安慕希	金领冠	畅轻	QQ 星	巧乐兹	儿童奶酪棒	伊利活泉
金典	味可滋	QQ 星	每益添	大果粒	甄稀		
优酸乳	畅意 100%	欣活	芯趣多	原味酸奶	冰工厂		
QQ 星	核桃乳	牛奶片	0 蔗糖	红枣酸奶	妙趣		
舒化	臻浓牛奶	奶茶粉	褐色炭烧	黄桃果粒	伊利牧场		
植选	谷粒多		宫酪	草莓果粒	伊利火炬		
学生奶					须尽欢		

数据来源：万德数据库

3.2.2 新西兰 Westland 乳液

新西兰 WestlandCo-OperativeDairyCompanyLimited（本文简称新西兰 Westland 乳液）成立于 1937 年，是新西兰第二家大型乳制品合作社，它的原奶供应量大约相当于新西兰原奶供应量的百分之四，估计为 85 万吨，奶源供应质量高，稳定性强。

新西兰 Westland 乳液合作社成立已 82 年，主要从事各类乳制品终端产品和乳制品配料产品的生产和销售，产品包括婴幼儿营养配方系列产品、运动营养品，乳蛋白，奶粉，纯牛奶，稀奶油、黄油还有乳铁、牛初乳等，年产乳制品 12 万吨以上，其中 90% 以上的产品远销世界各地。新西兰 Westland 乳液旗下包括威士兰投资有限公司、威士兰乳业（上海）有限公司，在中国市场拥有牧恩、威士宝和易极优等乳制品品牌，产品出口到全球 40 多个国家。以下是新西兰 Westland 乳液的主要分公司以及其主营业务：

表 3-2 新西兰 Westland 乳液的主要分公司以及其主营业务

序号	公司名称	主营业务
1	Westland Milk Products Investments Limited	投资控股。
2	EasiYo Products Limited	经营 EasiYo 品牌产品，销售及配送。
3	EasiYo Products Limited	在英国等欧洲国家经营 EasiYo 产品包装与配送，其中包括各类酸奶。
4	EasiYo Products Limited	以分公司形式经营澳大利亚 EasiYo 品牌产品。
5	威士兰乳业(上海)有限公司	预包装食品（含冷冻冷藏、不含熟食卤味）、奶制品（含婴幼儿配方乳粉）、机器设备、批发日用杂货等、网上零售及进出口等、佣金代理商（拍卖除外）；其他相关配套服务

数据来源：万德数据库

新西兰总面积是 26.8 万平方公里，截止到 2022 年 6 月，其总人口为 512 万人，人口密度为每平方千米 19.10 人。其农业发展主要集中在北部和南部地区，中部和东部沿海地区则是奶业比较发达的区域。新西兰耕地面积近 11.30 万平方公里，占国土面积 42.18%，其中 1.8 万平方公里作为奶农场，奶农场约占农业用地的 15.92%。新西兰 Westland 乳液位于新西兰，拥有丰富的土地资源。

受到新西兰第一乳业恒天然奶制品恶劣事件的不利影响，加上新西兰 Westland 乳原奶的廉价收购，以及股东分红较少等因素，新西兰 Westland 乳液净销售额自 2012 年以来开始出现了明显下降，从 2012 年末的 5624 万元降至 2015 年末的 423 万元，丢失了无数重要顾客的信任；净利润也大幅度下降，从 2012 年的 793 万元下降到 2015 年的 -840 元，净利润从正到负，下滑幅度在两倍以上，一直持续到 2016 年，公司净利润刚刚恢复至 675 万元，但新西兰 Westland 乳液正式披露的财务数据表明，截止 2018 年 7 月 31 日止，受全球奶价走低的影响，新西兰 Westland 乳液业务收入 69259 万新元，净利润为 56 万新，估计全年盈利水平不到 700 万元，很多奶农很难还清债务，企业总体上面临着严峻经营风险。

3.3 并购过程

伊利在 2019 年 3 月 7 日召开了第九届董事会临时会议，根据有 11 票同意、0 票反对、0 票弃权的结果，会议通过了《公司关于全资子公司香港金港商贸控股有限公司收购新西兰 WestlandCo-OperativeDairyCompanyLimited 股权的请示》。

2019年3月19日，伊利宣布，通过其全资子公司香港金港商贸控股有限公司（本文简称金港控股）收购新西兰 Westlad 乳业 100%的股权。2019年3月18日，伊利全资子公司金港控股签订了附带条件的《计划实施协议》。根据协议，新西兰 Westland 乳业现有股东在《计划实施协议》实施日将新西兰 Westland 乳业全部股份以每股 3.41 新西兰元的固定价格转让给金港控股，金港控股不晚于《计划实施协议》施行前 1 个工作日，将每股 3.41 新西兰元资金存入受托人经营的信托账户，受托人应当在《计划实施协议》施行之日向标的公司股东支付对价。

交易对价是买卖双方根据一般商业条款为基础，经过公平协商决定的。伊利邀请摩根士丹利亚洲有限公司担任此次交易财务顾问，帮助对标的公司实施财务分析。标的公司主要经营乳制品和饮料产品的生产销售及进出口贸易等。通过受让方和专业顾问基于标的公司、尽职调查结果和财务分析等，构建贴现现金流财务模型，计算标的公司内在价值，并参照从事同一种或者相关经营活动的能够相互比较的上市公司财务表现、比率和评估，并参照在全球范围购买同一业务或有关业务的可以相比较的公司的交易倍数，尤其注意可能参加此次投标的其他购买者过去所付出的可比较交易倍数，并以此为参考。以标的公司 2018 年 7 月 31 日已审计财务数据为基础，标的企业的每股净资产值大约为 3.19 新西兰元。鉴于此次交易对企业获取新西兰大约原奶供应量具有战略价值、它的高附加值产品和企业在中国市场上可能产生的协同效应，并将此作为竞标项目，因此认定标的公司企业价值 5.88 亿新西兰元，所以交易对价为每 1 股 3.41 新西兰元。

2019年8月1日，伊利完成股权交割。交割日这一天，金港控股将所有交割款支付给标的公司的股东，交易对价为每 1 股 3.41 新西兰元，股票对价总额为 2.4377 亿新西兰元（相当于 11.2439 亿人民币），本次并购已完全落实，金港控股对标的公司拥有 100%股份。

3.4 海外并购动因分析

3.4.1 提高自身竞争力

对乳制品行业来说，奶源就是其生命的源泉，更有人说“得到奶源，就得到了世界”。但是，由于土地资源和自然气候的限制，我国优质奶源占奶源总量的比例仅有三成，这严重限制了我国乳品企业的国际化发展。因此，如何获得优质奶源的稳定供给，已经成为了当前我国乳品行业发展面临的一个重大问题。在世界范围内，有两个公认“黄金奶源带”，即为南纬 40-50°左右的温带草原和北纬 40-50°左右的温带草原。而新西兰就位于南半球的“黄金奶源带”上，土地肥沃，空气清新，其奶源因此更加珍贵。新西兰 Westland 乳业位于新西兰，是新西兰第二大乳业合作社，每年生产原奶约为 85 万吨，生产乳制品 12 万吨。伊利通过海外并购新西兰 Westland

乳液，能够获得稳定优质的奶源供给。

2019年，我国奶源供不应求，导致原奶的购买价格持续上升。与此同时，国际环境也动荡不安，中美贸易摩擦、汇率变动和进出口政策变动等对国内经济造成严重的冲击，我国乳品企业进出口贸易和行业增长的不确定性增加。为应对这些风险和挑战，国内乳业巨头纷纷进行并购重组，希望借此来实现快速扩张和提升竞争实力。通过并购新西兰 Westland 乳液，伊利可以减少价格波动不确定性，减少生产成本，从而顺利提升自身竞争力。

3.4.2 打破土地限制

2016年，国土资源部印发《全国土地利用总体规划纲要（2006-2020年）调整方案》（简称“《调整方案》”），指出到2020年，我国耕地保有量达18.65亿亩多，基本农田保护面积15.46亿亩，建设用地总量控制在61079万亩以内。其中，乳制品企业用地将被严格控制。《调整方案》规定，坚持耕地保护制度最严，节约用地最严。其中，严格控制建设用地总量，提高集约利用水平是重要内容之一。近几年来，全国耕地净减的势头得到了有效的控制，但是耕地面积已处于预警红线附近，2016年全国耕地面积已达到20.27亿亩，由此可以看出，中国乳业用地已趋向饱和。随着国家乳品行业政策的逐步落实与实施，乳品企业的生产规模不断扩大，乳制品产量也随之增加，这给乳业带来了机遇，同时也使得乳业用地更加紧张。由于《调整方案》要求对全国耕地保有量、基本农田保护面积、建设用地总规模及其他指标进行调整，优化土地利用的结构与布局。所以，国内土地资源等因素制约，使得中国乳制品行业发展遇到瓶颈。而新西兰位于大洋洲，幅员面积26.8万平方公里，截止到2022年6月，其总人口为512万人，人口密度为每平方千米19.10人。新西兰耕地面积近11.30万平方公里，占国土面积42.18%，其中1.8万平方公里作为奶农场，奶农场约占农业用地的15.92%。新西兰 Westland 乳液位于新西兰，拥有丰富的土地资源。同时，新西兰 Westland 乳液本身就具有大量的奶牛农场，伊利通过并购新西兰 Westland 乳液，能够打破土地资源的约束。

3.4.3 获得协同效应

伊利在我国乳品行业中位居前列，在中国拥有很高的知名度，同时，新西兰 Westland 乳液是新西兰第二大乳液合作社，在当地也享有较高的声誉。伊利和新西兰 Westland 乳液在产多方面有不同的竞争优势，通过并购能够让并购双方得到进步，从多方面发挥并购协同效应。

从产品类型来看，伊利的主要产品是液态奶、酸奶与有机牛奶等等，伊利在婴幼儿奶粉生产经营上较为落后，然而新西兰 Westland 乳液的主要产品是奶粉和黄油，其旗下的威士宝品牌主营奶粉和奶制品原辅材料，牧恩主要经营黄油的生产加工。伊利通过并购新西兰 Westland 乳液，能够获得获得新西兰 Westland 乳液旗下的奶粉

喝黄油产业。同时，伊利还可以把自己旗下的酸奶、有机奶系列在新西兰进行生产和销售，扩大新西兰市场。从研发创新来看，新西兰 Westland 乳液在奶粉领域已经形成了成熟的生产链。通过海外并购，新西兰 Westland 乳液可以为伊利提供研发创新体系，伊利加大研发创新资金的投入，在此基础上，可以实现技术水平的提升。从生产运营来看，新西兰 Westland 乳液为伊利提供稳定的奶源供给，伊利凭借其市场品牌效应，可以在原有基础上大幅度提升生产数量。从管理方式来看，新西兰 Westland 乳液在牛奶生产中采用了更加精细化的管理，由于伊利和新西兰 Westland 乳液同属于乳品行业，通过并购，伊利可以得到管理能力的转移，从而提高生产效率。

伊利通过海外并购新西兰 Westland 乳液实现了品质、技术、资源和市场的全方位融合，能够提升公司竞争力。

3.4.4 迎合政策导向

2013 年，我国提出了“一带一路”计划，截止到 2022 年，已有 150 多个国家和国际组织同我国签署了“一带一路”共建合作协议。为了响应国家“走出去”的号召，作为乳企老大的伊利，也随之提出了“全球织网”计划，目的在于织就一条影响全球乳液的“乳业丝路”。新西兰是我国“一带一路”倡议的重要合作伙伴国，也是伊利“乳业丝路”的起始点。伊利通过海外并购新西兰 Westland 乳液，迎合我国政策导向，可以直接获取新西兰的市场份额，同时由于新西兰 Westland 乳液在当地有较高的知名度，伊利通过并购可以获取当地消费者的满意与信赖，为扩大新西兰市场份额奠定基础。

同时，伊利此次并购顺应了 2019 年政府发布的《国产婴幼儿奶粉提升行动方案》政策，响应“走出去”战略。伊利通过海外并购新西兰 Westland 乳液，能够获得优质的奶源供给，从而不断提升自身的奶粉质量，能够加强在高端奶粉领域的市场占有率。再者，通过在海外建设工厂能够获得国家的补贴，可以降低生产经营成本。由于新西兰 Westland 乳液的奶粉和黄油等产品大量出口至 40 多个国家，为伊利的国际化扩张提供有力条件。

3.5 海外并购风险分析

3.5.1 政治风险

政治风险是伊利在对新西兰 Westland 乳液实施并购中应着重考虑的。从国际经验来看，跨国并购的政治性风险主要表现为东道国政府对外资进入的管制以及国内相关法律法规不完善所导致的政策壁垒。在全球范围内，跨国并购行为都受到了各种程度的某些法律干预，新西兰对跨国并购已经确立了一套完善而成熟的审查程序，对涉及国家经济命脉等重点产业的并购进行了更严格的审核。我国乳品由于自然因素和国家政策的限制，奶源供给远远小于需求。而新西兰属于奶源出口大国，各种乳制品的出口量几乎占其年平均出口量的三分之一，因此任何政策和法规的变化，都会给企业

带来潜在损失，妨碍伊利未来在海外的布局，因此，这种海外并购中所存在的政治风险是不容忽视的。

3.5.2 估值风险

乳品企业在发展过程中很容易受到经济环境的影响，充裕的现金流在企业日常运营中起着十分重要的保证作用，因此，伊利处在海外并购的筹备阶段时，有必要对被并购目标企业的价值作出准确评估，报价太高的话，伊利要承受很大财务压力，不能确保并购之后的正常运营，若报价太低，新西兰的 Westland 乳业和当地政府不会接受伊利的并购。同时，目前国内关于乳业并购估值方面研究较少，伊利可参考的经验较少。加上中国和新西兰在地理位置上相离较远，两家公司的信息传递具有一定的限制，伊利不能完全掌握新西兰 Westland 乳业的全部信息，也不能完全了解自己的竞争对手的信息。在商誉减值确认过程中，由于会计处理方法不一致造成商誉减值问题较为突出，所以，伊利除了要评估新西兰 Westland 乳业的市場价值外，还需要注意商誉问题。总体来说，这次并购存在一定的估值风险。

3.5.3 跨境经营管理风险

首先，由于中国和新西兰的地理位置相距较远，伊利并购新西兰 Westland 乳业后，不仅伊利的品牌效应不能得到很好的渗透，伊利的先进生产技术也不能在短期内被应用，加上中间运输管理费用较高，这就导致伊利的出口投入费用与预期收益不匹配。其次，新西兰奶源虽然品质上乘，但是由于新西兰在 2017 年的各项政策的颁布使得出口受到严重限制，伊利并购新西兰 Westland 乳业后，可能无法按照预期扩张其海外布局。再次，伊利通过并购新西兰 Westland 乳业进入新西兰市场后，由于本地消费者更倾向于支持本土企业的消费倾向，使得伊利可能会面临产品滞销的困境。最后，新西兰 Westland 乳业本身财务状况并不稳定。据调查，新西兰 Westland 乳业在 2012 年的净利润为 791 万元，但是受到新西兰恒天然奶制品丑闻的影响，其净利润在 2017 年跌至负值，并且新西兰 Westland 乳业的财务状况还有进一步恶化的风险。

对伊利而言，能否通过并购新西兰 Westland 乳业使自己在国际市场上占有一席之地、是否能改变东道国本土消费者对于新产品的感知与需求以及能否改善新西兰 Westland 乳业的财务状况，这是伊利在跨境经营中所要面临的问题。综合来看，伊利选择并购的新西兰 Westland 乳业的出口制度是苛刻的，同时其品类稳定性中等，这对这次跨国并购造成了一定的风险。

3.5.4 整合风险

尽管伊利和新西兰的 Westland 乳业均属于奶制品行业，但是两个企业的主营业务不同、竞争能力不同，文化差异也不同，这些给伊利跨国并购带来了业务整合风险和员工整合风险等问题。

从主营业务来看，伊利的主营业务是普通牛奶，酸奶以及有机奶，对于婴幼儿奶粉市场的经验不足；新西兰的 Westland 乳液旗下的威士宝品牌以奶粉及奶制品原辅材料为主要产品，牧恩品牌对黄油制作与加工有很深造诣，两者在主营业务上存在很大差别。同时，新西兰的 Westland 乳液无论是机器设备还是科技研发方面都是比较先进的，对人员管理上也比较灵活。

文化整合工作开展得如何，是关系到并购能否成功的最重要的因素。从文化环境的不同来看，伊利和新西兰 Westland 乳液两个企业的价值观，员工薪酬制度，奖惩措施等、领导者风格等均不相同。不同文化背景下的企业对文化的理解和运用存在较大差异。新西兰 Westland 乳液工作人员的作风是按部就班，张弛有度的，企业在运行中不追求高增长率。这种情况下，公司对新成员的绩效考核也不太关注。但是我国的人才市场竞争十分激烈，工作压力无处不在，每一个员工对考核期的绩效要求是一定的，导致很多人认为工作压力大，无法实现自我价值，从而产生离职倾向。这样的工作风格很难和新西兰 Westland 乳液企业中自然成长起来的员工状态共存。假如收购后，保留原新西兰 Westland 乳液管理团队，会跟伊利现在的经营战略、员工工作方式有很大区别，影响伊利奶粉事业部及海外事业部拓展速度；如果将其合并，又无法适应新公司发展模式下的管理流程变化。若替换新西兰 Westland 乳液的管理团队，也许会对海外员工造成冲击，进而导致员工不满。因此，在人员调整时应该考虑如何将不同类型的员工进行有效沟通并协调好他们之间关系。此外，国家不同导致自然环境饮食观念不同等等，还需继续整合，伊利一旦在这些矛盾的处理不当，便面临着员工整合的风险。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/416033033220010032>