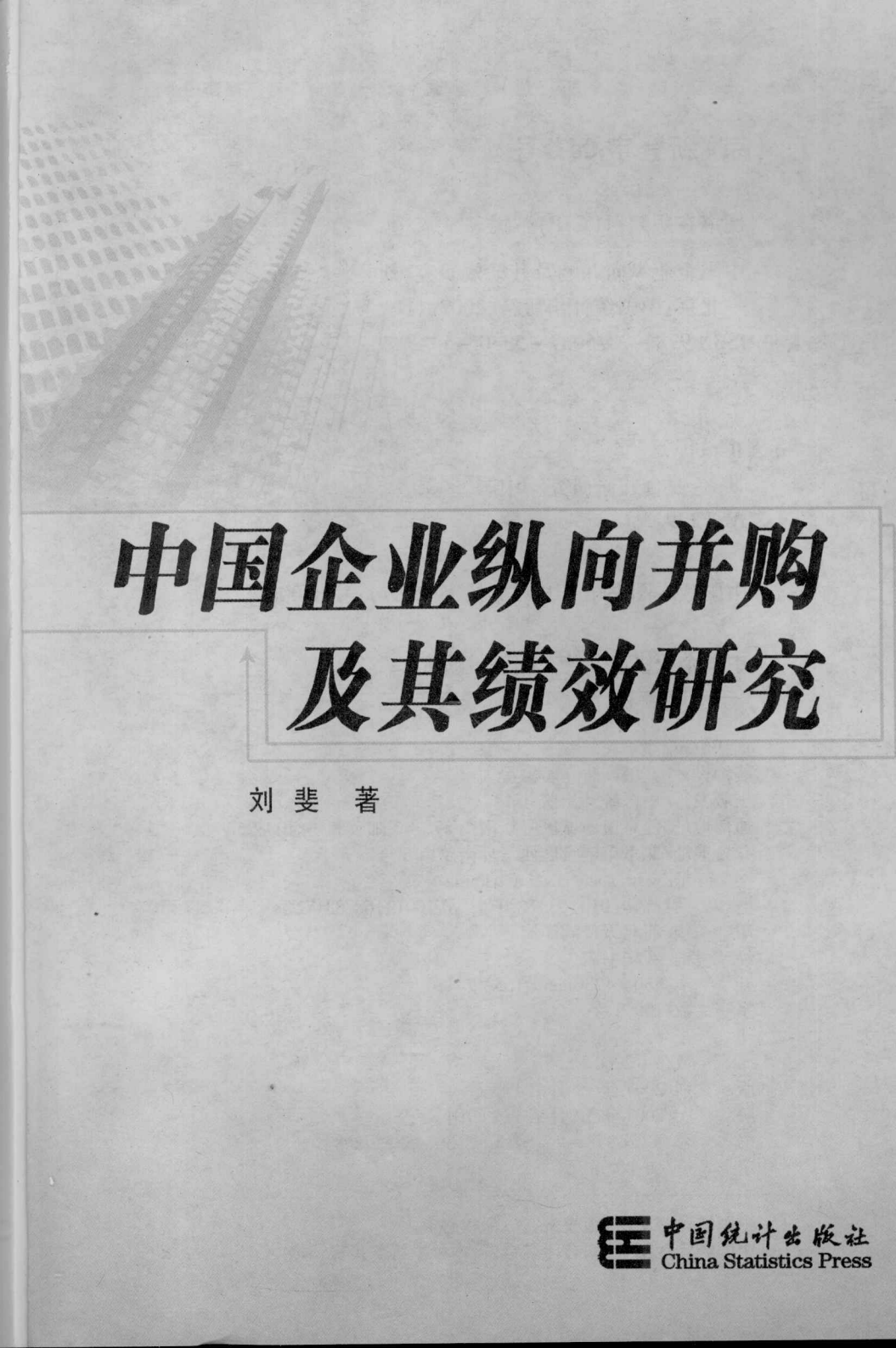




# 中国企业纵向并购 及其绩效研究

刘 斐 著

 中国统计出版社  
China Statistics Press



# 中国企业纵向并购 及其绩效研究

刘 斐 著

 中国统计出版社  
China Statistics Press

(京)新登字 041 号

图书在版编目(CIP)数据

中国企业纵向并购及其绩效研究/刘斐著.

—北京:中国统计出版社,2007.11

ISBN 978-7-5037-5330-5

I. 中…

II. 刘…

III. 企业合并—研究—中国

IV. F279.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 184006 号

中国企业纵向并购及其绩效研究

作 者/刘 斐

责任编辑/梁 超

装帧设计/艺编广告·黄 晨

出版发行/中国统计出版社

通信地址/北京市西城区月坛南街 57 号 邮政编码/100826

办公地址/北京市丰台区西三环南路甲 6 号

网 址/[www.stats.gov.cn/tjshujia](http://www.stats.gov.cn/tjshujia)

电 话/邮购(010)63376907 书店(010)68783172

印 刷/河北天普润印刷厂

经 销/新华书店

开 本/880×1230mm 1/32

字 数/100 千字

印 张/6.5

印 数/1-2000 册

版 别/2007 年 12 月第 1 版

版 次/2007 年 12 月第 1 次印刷

书 号/ISBN 978-7-5037-5330-5/F·2583

定 价/16.00 元

中国统计版图书,版权所有。侵权必究。

中国统计版图书,如有印装错误,本社发行部负责调换。

## 前 言

纵向并购作为企业进行外延式扩张的一种方式,早在1937年科斯时代就已经受到人们的重视。一方面,节约交易费用,资产的专用性,范围经济等,一系列经典假说从理论上说明了企业纵向并购的动因,对福特、标准石油等至今仍影响全球经济的寡头垄断企业的纵向并购行为提供了有力的解释;另一方面,纵向并购产生的绩效影响一直是国外学者争论的焦点,芝加哥学派关于“企业纵向并购行为的动机是为了提高绩效,节约交易成本”的论述,与哈佛学派关于“在一定条件下纵向并购具有延伸垄断势力的杠杆作用”,以及后芝加哥学派关于“纵向并购垄断动机”的解释形成了鲜明的对比,这些研究成果进而也影响了政府对纵向并购的政策导向。

随着中国市场经济的发展和资本市场不断的发育和完善,纵向并购越来越多地出现在中国企业的并购行为中,并在石油、电信、计算机、汽车制造、公用事业、医药等产业内部盛行。企业的自发行为,客观上要求我们在西方学者对纵向并购理论研究的基础上,结合中国的实际情况研究深层次的问题:促使中国企业实施纵向并购行为的背景和动因是什么,纵向并购的产业特征是什么,纵向并购产生了什么样的绩效,等等。这些问题不但企业关心,政府也相当关注。因此,从这个角度看,本书的研究具有现实的意义。本书希望通过该题目的研究,客观地认识和

评价纵向并购对企业的作用,从而为政府扶持企业发展提供一定的政策参考价值。

西方学者关于纵向并购理论和实证方法的研究成果,为本书研究中国企业的纵向并购行为提供了支持。本书通过回顾西方国家企业纵向并购的历史,总结纵向并购发生需要的客观条件,通过论述中国企业纵向并购的现状,总结出中国企业纵向并购产生的背景、经济原因及产业特点:中国的产能约束产业,由于自身的物理特性和对资源的依赖,始终具有向上游进行纵向并购,达到稳定和控制资源供给,节约交易费用,进而控制产业链价值的动机;在新一轮的国有企业和中央企业改革过程中,产能约束产业的国有企业凭借自身的资本和规模优势,不断地抢占上游资源,成为纵向并购的主力;中国国有性质的产能约束产业,依靠对资源的控制,很容易产生行政性垄断。中国弹性约束产业中处于成熟期的行业,经过成长期资本和技术的积累,一方面具备了纵向并购的条件,另一方面又迫于成熟期的生产过剩,竞争激烈等原因,不得不通过纵向并购降低成本,控制销售渠道,抢占市场份额,进行产业链整合,提升企业整体价值。

在对中国企业的纵向并购行为进行分析之后,本书又分别采用会计事件分析方法和事件分析方法,从财务绩效和市场反应两个角度对中国上市公司纵向并购绩效进行了实证分析,得到如下实证结果:中国上市公司在实施纵向并购后的当年和第一年,企业绩效虽然是下降的,但这种影响逐渐减小,并且在并购后第二年企业绩效开始有一个较大幅度的提升,从长远看有一个业绩提升的趋势,因此,从财务业绩的角度看,企业纵向并购事件将会在一定程度上有利于企业财务绩效的改善和提高;中国市场对纵向并购事件分别存在超前和滞后的短期利好反应,短期内,纵向并购事件

带来了正的超常收益率,存在市场效应,但从较长期来看,纵向并购事件不存在正的市场效应。

通过以上的规范和实证研究,本书认为企业的纵向并购行为是一把“双刃剑”,它在推动企业实现规模经济、提高绩效的同时,也存在着自发的和不可避免的垄断趋势,因此,国家在对企业纵向并购行为进行政策调控和监管时,一方面要创造良好的政策和经济环境支持这种并购行为,另一方面也要采取一定的法律、政策手段进行适当的监管。

刘斐

2007年4月

## Abstract

---

As a way to expand enterprise-border, vertical mergers and acquisitions (M&A) have already attracted a lot of attention in Coase Times of 1937. On the one hand, a series of classic hypotheses, such as saving transaction costs, exclusive of assets and economy of scope, indicate the motivation of vertical mergers and acquisitions and also provide a powerful explanation of some oligopolies' vertical merger such as Ford, Standard Oil etc, which still influence the global economy. On the other hand, efficiency of vertical mergers and acquisitions has been the controversy focus of foreign scholars for many years. The opinion of Chicago School is contrary to Harvard School and post-Chicago School. The Chicago School thinks that the motivation of Vertical M&A is to improve efficiency and save transaction costs. The Harvard School thinks that under certain conditions, vertical M&A extend monopoly power with the leverage. The post-Chicago School thinks that Vertical M&A have monopoly motivation. And all these results were further affected by the government's policy orientation to vertical merger.

With China's market economy and capital market's development, vertical M&A has been a usual way when Chinese enterprises conducting mergers and acquisitions, and particularly popularized in petroleum, telecommunication, computer, automobile manufacturing and public utilities etc. The Enterprises spontaneous behavior objectively requires us to study deep-seated problems together with the reality on



the basis of western scholars' theoretical study on vertical merger. The problems concerned includes what are the reasons and background of Chinese enterprises promoted the implementation of vertical mergers and acquisitions; what is the characteristics of the industry with many vertical M&A; who about the efficiency resulted from the vertical mergers Etc. All the above questions attracted much attention of both enterprises and government policies. Therefore, from this angle, this study is of practical significance. The study aims at objectively understanding and evaluating the role of vertical M&A, providing a valuable reference to the government's policy making.

Western scholars' theory and empirical methods of vertical M&A provide support to the study of Chinese enterprises' vertical M&A. By reviewing the history of western countries vertical M&A, this article summed up the objective needs of vertical merger occurred. By discussing the current situation of China's enterprises' Vertical M&A, the author summed up the background, industry characteristics and economic reasons of Chinese enterprises vertical M&A. Because of its physical characteristics and its dependence on resources, China's capacity-constraint industries always have the motivation of upper longitudinal Merger for stabilizing and controlling the resources supply, for reducing the transaction cost, and then controlling the industry value chain. In the new round of reform of state-owned enterprises and the central enterprises, with their own capital and scale advantages, state-owned enterprises in capacity-constraint Industries continued to seize upstream resources, and became the main vertical merger. Relying on the resources control, it is easy for state-owned enterprises in capacity-constraint Industries to be monopolies. After a long period of accumulation of capital and technology, maturing industry in China elastic-constraint industries has vertical merger conditions, and at the same



time, as the maturing overproduction, fierce competition and other reasons, these industries had to implement vertical M&A, reduce costs, control sales channels, capture the market for industrial chain integration and add the overall value.

After the analysis on the vertical M&A in China, the author also used financial analysis methods and event-study methodology to analysis the efficiency of vertical M&A, and concluded as the following results. Although the performance of China's enterprises was not so good in the first year after implementing vertical M&A, this adverse impact decreased in the following years and there was a significant increase in performance in the second year. Generally speaking, the efficiency of Chinese enterprises was improved in the long run. Thus, if we look from the angle of financial performance, vertical M&A is beneficial to the financial performance improvement to some extent. China's Market has a short-term positive leading and lagging reaction. In short-term, it may bring abnormal Return, which shows a market effect. However, in a long-term, it will not bring such a good return and market effect, and this result is counter to the initial assumption.

According to the above empirical study, the author argues that the vertical M&A is a "double-edged sword", it promotes enterprises to achieve economies of scale and improve its efficiency, while it can also lead to monopolistic tendencies. Therefore, on the one hand, the government should create a good economic environment and policies to support this merger when conducting vertical M&A policy and regulation, and on the other hand, the relevant laws, regulations and policies should be make or revised for proper supervision.

# 目 录

## 第一章 导 论/1

### 第一节 问题的提出/2

#### 1 研究的意义/2

#### 2 基本概念/3

### 第二节 本书的结构框架及主要观点/4

#### 1 本书的结构框架/5

#### 2 本书的主要观点/7

### 第三节 本书的研究方法及创新之处/8

#### 1 本书的研究方法/8

#### 2 本书的研究创新之处/9

#### 3 本书进一步研究的空间/10

## 第二章 企业纵向并购理论研究/11

### 第一节 企业纵向并购的界定及类型/12

#### 1 纵向并购的界定/12

#### 2 纵向并购的特点/13

### 第二节 企业纵向并购理论的研究成果/14

#### 1 传统经济学对纵向并购的理论研究/14

|     |                            |
|-----|----------------------------|
| 2   | 新制度经济学对纵向并购的理论研究/16        |
| 3   | 产业组织理论对纵向并购的分析/24          |
| 4   | 纵向并购的其他理论研究/25             |
| 第三节 | 企业纵向并购的微观绩效实证研究成果/29       |
| 1   | 并购绩效的理论假说/29               |
| 2   | 纵向并购事件对企业绩效影响的实证成果/34      |
| 3   | 实证结果的总结/38                 |
| 第三章 | 国内外企业纵向并购的演进/39            |
| 第一节 | 纵向并购在国外的发展/40              |
| 1   | 第二次并购高潮时期美、英等国纵向并购发生的背景/42 |
| 2   | 第二次并购高潮中纵向并购的特点及其社会影响/43   |
| 3   | 第二次并购高潮后国际社会纵向并购的发展情况/46   |
| 第二节 | 中国企业纵向并购的发展历程/54           |
| 1   | 中国企业并购的三个阶段/54             |
| 2   | 目前阶段企业纵向并购的背景/56           |
| 3   | 中国企业纵向并购的特点/62             |
| 第四章 | 中国企业纵向并购的产业特征分析/67         |
| 第一节 | 企业纵向并购的产业划分/68             |
| 第二节 | 中国产能约束产业纵向并购的动因、特点及作用机理/69 |
| 1   | 产能约束产业纵向并购的动因及特点/69        |
| 2   | 中国产能约束产业纵向并购的动机和特点/78      |
| 3   | 产能约束产业纵向并购的作用原理/80         |
| 4   | 中国石油产业纵向并购的路径分析/84         |
| 5   | 中国铝业的纵向并购路径/95             |

### 第三节 弹性约束产业的纵向并购分析/98

- 1 弹性约束产业生命周期的阶段性特征与纵向并购/98
- 2 中国弹性约束产业中成熟期行业纵向并购倾向及效果/102
- 3 弹性约束产业成熟期行业纵向并购的作用机理/108
- 4 中国手机产业上、下游产业链的纵向并购/112

## 第五章 中国上市公司纵向并购绩效实证研究/117

### 第一节 中国上市公司纵向并购财务绩效实证分析/118

- 1 财务绩效实证假设/118
- 2 财务绩效实证研究方法的阐述/118
- 3 会计事件法的相关变量确定和检验步骤/119
- 4 中国上市公司纵向并购的财务实证结果及分析/121
- 5 与其他研究学者财务绩效实证分析的对比/124

### 第二节 中国上市公司纵向并购市场效应实证分析/127

- 1 纵向并购的市场效应实证假设/127
- 2 市场效应实证的研究方法/128
- 3 事件研究分析法的相关变量确定和检验步骤/129
- 4 中国上市公司纵向并购市场效应实证/132

### 第三节 中国上市公司纵向并购产业绩效实证分析/134

- 1 中国上市公司纵向并购产业绩效实证假设/134
- 2 纵向并购主要发生在产能约束产业和弹性约束产业中处于成熟期的上、下游行业中/135
- 3 产能约束产业和处于成熟期的弹性约束产业纵向并购的财务绩效实证/137
- 4 成熟期弹性约束产业异地纵向并购绩效/139
- 5 与其他研究学者实证的比较/144

## 第六章 结论及政策建议/147

### 第一节 结论/148

第二节 研究启示一:支持纵向并购,建立良好的经济和市场环境/149

- 1 明晰纵向并购的主体/149
- 2 完善资本市场/150
- 3 完善纵向并购的融资渠道/151
- 4 大力发展中介市场/151
- 5 建立从中央到地方政府的支持体系/152

第三节 研究启示二:建立纵向并购的监管体系/152

- 1 美国司法及相关法律法规对纵向并购的管制/153
- 2 美国其他关于纵向并购的监管和豁免条款/157
- 3 中国纵向并购的监管立法情况及建议/159

后 记/162

参考文献/163

附录 A 1998-2002 年中国上市公司纵向并购事件列表/171

附录 B 并购样本主要财务数据/177

## 第一章

# 第一章

## 导论

# 导论

纵向并购作为企业并购的一种重要模式,强调产业链条内的整合,效率是该并购模式追求的首要目标。因此,从产业链的角度研究纵向并购的动机、产生的背景、作用机理及其绩效将有比较现实的意义。本章主要对本书选题的意义、研究方法、思路、主要的论点以及创新之处进行阐述。

## 第一节 问题的提出

### 1 研究的意义

近年来,企业并购的一种模式——纵向并购越来越多地出现在企业并购的行为中,并在石油、电信、计算机、汽车制造、公用事业、医药等产业内部盛行。

纵向并购作为企业边界延伸的一种模式,早在 1937 年科斯时代就已经受到人们的重视。节约交易费用、资产专用性等经典理论论述,已经将纵向并购达到的一体化优势论证的惟妙惟肖,他们及以后学者的深入研究,为西方国家在 20 世纪初第二次并购高潮中出现以纵向并购为主的企业行为现象提供了基础理论依据,并诞生了像福特、标准石油等,至今仍影响全球经济的寡头垄断企业。同时,对纵向并购的社会福利影响也一直是国外学者争论的焦点,从而造成政府对纵向并购监管政策的不断变更:芝加哥学派关于“企业纵向并购行为的动机是为了提高效率、节约交易成本”的论述,为企业纵向并购争取到了比较宽松的政策和监管环境,但哈佛学派关于“在一定条件下,纵向并购具有延伸垄断势力的杠杆作用,”以及后芝加哥学派关于纵向并购垄断动机的解释又给政府对纵向并购的监管敲了警钟,使政府对纵向并购行为变得严格起来。国外对纵向并购的理论、行为研究及政策取向,为我们研究中国企业的纵向并购行为提供了可参考的依据。

中国企业经过改革开放后 20 多年的超常规发展,目前已经进入到激烈竞争阶段,许多企业不但开始改变单纯依靠自我积累、自我发展的传统路径,尝试通过横向并购扩大企业规模,而且逐步认识到通过纵向并购打造产业链一体化的重要性,开始从注重市场



规模的垄断转移到企业绩效的提高。从 1998 年开始,中国上市公司纵向并购的行为不断上升,到 2006 年已经达到上百起,成为并购行为中不可忽视的一种模式。中国企业为什么在近几年一些产业中出现纵向并购高潮,纵向并购高潮出现的市场和政策背景是什么,纵向并购为什么在这些产业中盛行,它的经济学机理是什么,并购行为的绩效又如何……这些都是企业在制定自身并购战略过程中需要考虑和借鉴的问题,因此,从企业的角度说研究企业纵向并购具有现实的意义。

针对计划经济体制下形成的企业数目众多、生产能力低下的不合理格局,中国急需通过纵向并购进行产业内企业的整合,以提高企业价值,提升国际竞争力。但纵向并购效应具有双面性,如何权衡纵向并购的绩效与垄断间的矛盾,最大限度地发挥社会主义市场经济优越性成为国家政策调控的关键。鉴于中国目前企业纵向并购的特点和现实的竞争环境,研究如何制定纵向并购的监管政策,对产业进行政策调控,也具有现实的政策理论意义。

因此,本书将从国外纵向并购的理论研究入手,在对国外纵向并购进行回顾的基础上,详细分析中国企业纵向并购在某些产业出现高潮的背景和历史条件;进一步从产业的角度分析产能约束产业和弹性约束产业纵向并购的各自特点和作用机理,并运用大量的纵向并购案例充实理论分析;纵向并购行为的绩效则通过对近五年中国上市公司纵向并购案例数据,采用财务分析法和事件法进行实证。最后根据自己的整体分析,提出相应的政策建议。

## 2 基本概念

纵向一体化(Vertical Integration):在《产业组织手册》(卷一)第四章,Perry 给出了纵向一体化的定义。他认为,只要满足以下情况中的一种,即可认为达到了纵向一体化:(1)上游生产过程的全部生产产出都可以用作“下游”企业的中间投入,它可以是全部

投入,也可以是部分投入;(2)“下游”生产过程的某种中间投入全部来自于上游生产过程,它可以是上游的全部产出,也可以是部分产出。

纵向外部性(Vertical Externality):零售商所做出的决策对制造商利润的影响,以及制造商的行为对零售商利润的影响,或者下游企业的决策对上游企业的影响,以及上游企业的决策对下游企业的影响。

交易成本(Transaction Cost):交易成本可以定义为所有权利交换的成本。按照爱伦·斯密德的定义,交易成本可以分为契约成本、信息成本和控制成本,其中契约成本为一方与另一方间断地或一气呵成地达成协议的成本,如律师费、中间人费用以及谈判时间等。信息成本是为了获取有关近期和远期的产品价格和质量信息的成本,例如数据的费用、监督、控制和保险等,信息成本主要取决于产品的同质性、生产的空间分布以及生产技术的复杂性。控制成本主要指监督违约行为并对之制裁的费用、维护交易秩序的费用等。

资产专用性(Capital Specification):因资产被转作它用所带来的损失,测量资产专用性的一个重要指标就是耐久性资产投资。与那些非耐久性资产相比,生产过程中的耐久性资产的作用越重要,企业的资产专用性程度也就可能越高。

## 第二节 本书的结构框架及主要观点

本书围绕中国企业纵向并购产生的背景、并购的动机以及纵向并购的产业特征、作用机理,着重从理论上阐明在目前经济条件下纵向并购对企业价值提高的正面影响,通过实证进一步支持自己的观点,并提出相应的政策建议。