



基于价值链角度的企业并购

Corporate Mergers and Acquisitions: A Value Chain Perspective

李 勇 郭杰群

摘 要：并购是企业增强竞争力的一个有效途径。但传统的并购研究侧重于单一企业的并购效率。然而，全球化的协作意味着任何一家企业的成功都离不开其他企业的贡献。本文通过案例展示了传统食品饮料企业在数字经济时代，通过并购融合供应链的上下游，提升价值链中占比，增强竞争力的可能。

关键词：企业并购 价值链 微笑曲线

Abstract: Mergers and acquisitions, when applied appropriately, are effective ways for corporations to enhance competitiveness. Unfortunately, most research papers have been undertaken from an isolated perspective without considering the connections among multiple supply chains. This paper uses a traditional food and beverage corporate case to demonstrate that mergers and acquisitions can improve added value by integrating supply chains and in turn increasing a company's competitiveness and its share in the value chain.

Keywords: Mergers and Acquisitions, Value Chain, Smile Curve

引言

并购（M&A）是企业发展的重要策略，通过获得新客户、新技术、新规模效应、新运营效率，从而实现企业的竞争优势，增加企业价值。根据普华永道公司相关数据^①，在2021年，全球仅公开

李勇，清华大学五道口金融学院硕士研究生；郭杰群，麻省理工学院CTL宁波中心，宁波（中国）供应链创新学院，通讯作者。

① <https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends.html>.



的企业并购金额就达到5.1万亿美元。然而，研究也发现（Kenny，2020）企业并购的失败率高达70%—90%。因此，企业并购行为需要清晰的策略和有效的管理。

企业的发展是国家经济发展的基础。企业并购是推动一国产业扩张、延伸产业链、形成产业竞争力的途径之一。2021年，我国十四五规划中就明确提出了“加快发展现代产业体系，巩固壮大实体经济根基”。具体到特定行业，如2022年，农业农村部在印发的《“十四五”奶业提升方案》中专门提出了“引导产业链前伸后延，推进一二三产业融合”。

进入21世纪以来，特别是近十年，信息技术的应用得到了突飞猛进的普及。网络应用推广迅速，数据在全球范围内呈现出爆发式的增长。数字化转型不但已经成为企业发展的主要因素，成为中小企业弯道超越大型企业的有利工具，也给企业并购带来了新的视角。

企业在价值创造和价值传递活动中通过附加价值的差异化来体现其竞争力。虽然企业可以通过并购活动增强其产品竞争力，但从产品生产的全流程来看，最终产品的竞争力并不由一家企业所决定。1985年Michael Porter提出价值链理论，即消费

者所获得的最终产品是一系列企业的生产活动，或价值创造活动的集合体。任何单一企业生产活动，无论多么有效，如果没有集合体中其他企业的有效介入，那么仍然无法产生消费者所希望的产品。

为了更好地理解企业的并购行为，学界对此进行了大量研究。但金融学在并购的研究中更多的关注点侧重于市场影响、企业效益、博弈理论，较少地关注企业在供应链与价值链上的变化。但正如Michael Porter所揭示，21世纪的竞争不再是企业与企业之间的竞争，而是供应链与供应链之间的竞争。因此，本文从价值链的角度来探究企业并购具有一定的实践意义。

本文结构如下。第二部分综述了企业并购理论与价值链理论，并讨论了在数字经济环境下，企业发展面临的新机遇。第三部分结合案例进行展示。第四部分总结。

企业并购及价值链

企业间并购有多种类型。根据并购（或发起）企业与目标企业在供应链以及价值链中的关系^①，并购大致可分为：

（1）纵向并购，即并购发起企业对上游（供应商）或下游（采购方）的并购。对

^① 供应链与价值链是从不同角度对生产活动的描述。供应链是基于运营管理的概念，描述的是链接上游获得原材料，投入生产，并将最终产品交付给下游客户的系统，关注的是效率；价值链是商业经济概念，描述的是最终产品的所有生产节点中所贡献的附加值分配，关注的是利润。



上游并购又称为后向并购；它使得发起企业更加接近于原材料的生产，有利于发起企业减缓供应材料的冲击。对下游并购又称为前向并购，它使得发起企业更加接近于最终消费者，有利于发起企业获得市场信息。（2）横向并购，即并购发起企业对同产业的，且位于供应链同层级的生产或服务企业的并购。（3）混合并购，即并购发起企业对不相关行业的企业所进行的并购。也有学者对并购进行了更为细节的分类，如跨国并购。但这类细分更多的是基于地理位置，远离了供应链的视角。

虽然并购的类型有多种，但其目的都是为了增强发起企业的核心竞争力。学术研究已经形成了不同的流派；它们既不同，又相互弥补，为企业的并购实践提供理论基础。如协调理论^①，非有效性市场理论^②，多元化理论^③，代理人理论^④，市场控制力理论^⑤，以及其他理论。

与西方国家相比，我国企业在并购上除了具有上述特征外，政府特殊性政策支

持也成为企业并购的动因之一。政策支持性并购代表了企业对政府政策的响应、贯彻和落实。这种情况下来自于政策性支持的驱动力要大于企业在没有这些政策下自身的主动利益动机。

虽然并购理论有多种，但都是从微观、单一企业行为的角度来进行分析；在实践中，企业无论多么强大，也必然受制于其上下游关联方的行为。因此在考虑公司的市场竞争力时，需兼顾其上下游关联方，而不能仅停滞于本企业的单一生产行为。

Michael Porter（1985）开创性的价值链理论提供了判断企业市场行为的一般性战略框架。企业生产是在原材料基础上通过附加值的创造为客户带来价值，因此，企业要增强其市场地位，需要在强化其在最终产品的附加值占比，这或者通过直接提升自身技术研发、运营效率；或通过企业并购，整合目标企业的优势而增加竞争力（李春发等，2020）。合并后企业的整

① 即并购后企业的价值大于两家企业价值之和（Fubini，2017）。这一成果是通过协调两家企业的资源，使得合并后的企业具有较低的生产成本或资金成本。其中，生产成本的降低或来自于规模效应或宽度效应；资金成本的降低或来自于税务上的节省或内部资金的流转。

② 即市场不能反映目标企业的市场价值，导致目标企业估值低于公允价值（Ross，2008）。发起企业通过低价收购目标企业，并在目标企业估值回归合理区域后而获取超额收益。

③ 这主要是针对混合并购而言，即企业并购其他相关性较弱的企业，通过多样性的商业活动来减少企业营收的波动，降低企业风险（Francis et al.，2008；Shim，2011）。

④ 即职业经理人因为不是企业的控制人而出现股东与职业经理人之间潜在的利益冲突，但职业经理人可以通过并购目标企业，增加所在企业的价值、巩固自身职位的稳定（Dawson et al.，2017）。

⑤ 即并购后的企业因为市场份额的增加而更具市场话语权（Hankir et al.，2011）。



体附加增值必须要大于合并前两家企业附加增值之和，否则不是一个合理的并购行为。

1992年，宏基集团创办人施振荣在制定企业发展策略时提出了微笑曲线理论，即在产品价值创造中，越接近曲线两端的节点所创造的附加价值越高，而曲线下沉的中间地带所创造的附加价值最低。微笑理论也在实践中被证实（World Bank, 2017）。

以苹果公司为例，苹果公司本身没有生产组装工厂，所有产品的组装被外包；但苹果公司在产品的设计、技术研发上投入大量资金。苹果手机的主要利润也被苹果公司所获得，而外包生产工厂，如富士康等，仅获有微薄利润。苹果公司的利润率得益于其处于苹果手机生产价值链微笑曲线的两端。传统的研究常关注苹果公司与其他公司的利润对比（Ye et al. 2015），但很少关注苹果公司在并购上的作为。实际上，苹果公司的利润率在很大程度上得益于其不断的并购行为。苹果首席执行官Tim Cook曾在2019年5月说到^①，苹果平均每2到3周就会收购一家公司；仅在2019年上半年，苹果公司就收购了20多家公司。即便在新冠肺炎疫情暴发期间，苹果仍然收购了多家人工智能技术

公司，如爱尔兰的Voysis，芬兰的Curious AI等，并在并购后进行资源整合。并购行为不仅仅发生在高科技公司，传统产品的生产与服务公司，即便是世界性的品牌，其发展也同样离不开并购。可口可乐在发展中不断试图了解客户的新需求。仅近年来，就先后花费数百亿美元收购了美国、澳大利亚、英国、法国等饮料公司，其中包括2018年以60亿美元收购了Costa。而可口可乐的竞争对手，百事可乐的并购力度更是巨大。

进入21世纪以来，信息技术革命的加速，互联网的普及，以及企业对社会责任理念的重视导致企业之间的竞争加剧，资源和环境的刚性约束越来越高。从数字生产力、价值链视角来考虑企业发展是创新的重要思考因素。因此，培育发展新动能必须要反思实体经济在数字时代中的融合，推动企业数字化转型，充分利用数字技术。对于成熟企业，数字化转型的首要目的是完成企业价值体系的优化和重构，表现在当生产方式发生了转变的同时，组织的业务体系和价值模式也应该发生转变。对于初创企业，数字化技术的运用成为超越成熟企业的有力工具。吴昌龙等（2021）展示了成立于2009年的快时尚企业SheIn，在12年的发展中，通过对数字化

^① <https://www.cnn.com/2019/05/06/apple-buys-a-company-every-few-weeks-says-ceo-tim-cook.html>.



技术的深入应用，在价值链中地位迅速攀升，市值超越Zara的案例。

案例

本节以公司R并购公司X为案例对基于价值链的并购行为进行分析。公司R是从事乳制品加工、工业烘焙、并拥有连锁门店的企业。公司在2006年实施ERP，2007年通过ISO9000，ISO14000，ISO22000国际认证^①。为确保原奶供应稳定，公司R采用“公司+协会+农户”的养殖模式，目前控制奶牛7万余头；在2019年入选农业产业化国家重点龙头企业名单。

在2015年前，公司R的全部业务来自于西部区域市场。该区域生态环境的承载力有限，人口增长缓慢；且地域广阔，人口相对稀疏，跨城镇运输距离远、费用高。在另一方面，该区域又是

乳品的生产加工大省，全区域范围内有大量的生鲜乳供应，乳品生产商较多，且中低端奶制品的市场竞争激烈。因此，作为一家食品饮料企业，仅关注当地，则发展空间有限。根据公司R历史数据，2010年公司营收为3.1亿元人民币，2014年为3.2亿，期间复合年化增长率（CAGR）仅为0.88%。

如果公司R要扩大自身业务范围到内地，那么需要考虑产品长途运输的保鲜及运输成本。从西部到内地常见的运输方式为航空、铁路、公路。航空成本高；铁路资源紧缺且需多次搬运；公路时间长，能耗大，区间不确定性大。因此，通过自身业务拓展，公司尚未进入内地市场，就已经输在了起跑线上。如果企业在内地自建业务，又面临自身资金规模压力，与总部长距离配套、反馈时效弱的问题，对内地

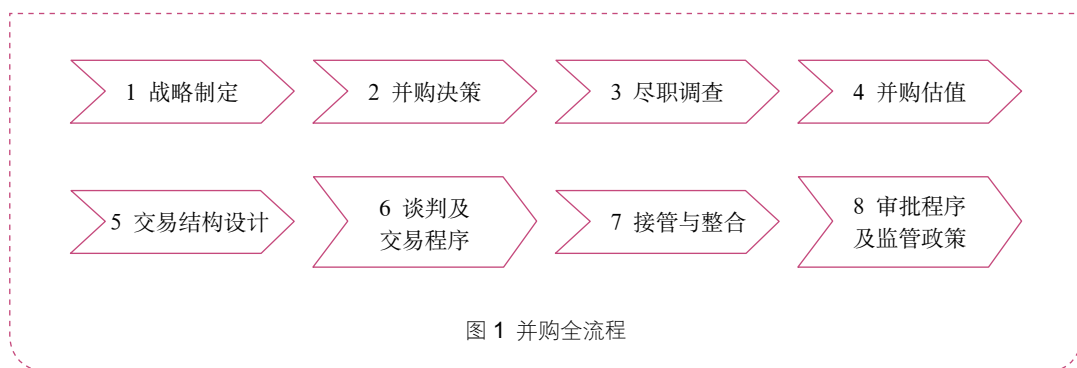


图 1 并购全流程

① ISO9000是国际标准化组织（ISO）设立的品质体系标准；ISO14000是环境管理系列标准；ISO22000是食品安全管理体系标准。



市场的熟悉度以及内地饮料市场竞争激烈的问题，因此，并购成为公司R开发内地市场的有效选择。

随着支付宝、微信等应用在21世纪第二个十年中逐步普及，消费者市场迎来了变革。这不但反映在支付方式和信息传播方式的改变，更重要的是市场消费行为和营销行为的变化。2014年起，公司R开始在华东地区寻找符合自身产业扩张、可助力自身价值链重构愿景的目标企业。公司希望一方面能使得乳制品加工业务进一步接近最终消费者，减少因对市场需求不透明而造成的加工生产订单的波动，整合价值链中的上下游企业的优势；另一方面探索并利用互联网时代中全渠道交易的优势，发挥数字经济的作用。2014年底，公司R完成对下游零售商——N市的烘焙连锁企业X食品公司的全部股权的收购。并购全流程如图

1所示。X食品公司成立于20世纪90年代初，拥有员工近千余人，具有投资了1.5亿元、面积25 000多平方米的现代化的工厂、全套的国外先进生产线以及制作工艺，并综合生产、销售、配送集一体，经营范围遍布N市及周边地区。

对公司X的收购一方面使得公司R的产品快速延伸到市场庞大的华东地区，拓宽了品牌的受众消费者，带来了稳定的订单；同时，促进了公司为适应市场变化的供应链革新，对公司的整体业务形成了有利的提升。在数字技术利用方面，公司开拓全渠道交易。在数字端，公司积极推动淘宝、天猫超市、京东自营、直播等方式；在线下端，推动经销商、直营/加盟门店。在两种模式的联合下，其公司X品牌门店的单店收入从4 000多元，提升至8 000多元，牛奶销量从2014年的170万元增加到2021年的955

表 1 公司 R、蒙牛、伊利收入数据对比

公司		2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013
R	收入 (亿元)	11.5	8.76	6.71	6.00	5.80	5.60	5.18	3.21	3.88
	增长率 (%)	31.37	30.54	11.73	3.55	3.54	8.05	61.20	-17.08	
	复合增长率 (%)	12.84								
伊利	收入 (亿元)	968.9	902.2	795.5	680.6	606.1	603.6	544.4	477.8	419.9
	增长率 (%)	7.39	13.41	16.88	12.29	0.41	10.87	13.94	13.79	
	复合增长率 (%)	9.74								
蒙牛	收入 (亿元)	881.4	760.4	790.3	689.8	601.6	537.8	490.3	500.5	433.6
	增长率 (%)	15.92	-3.79	14.57	14.66	11.86	9.69	-2.04	15.43	
	复合增长率 (%)	8.20								

数据来源：各公司财务报表。

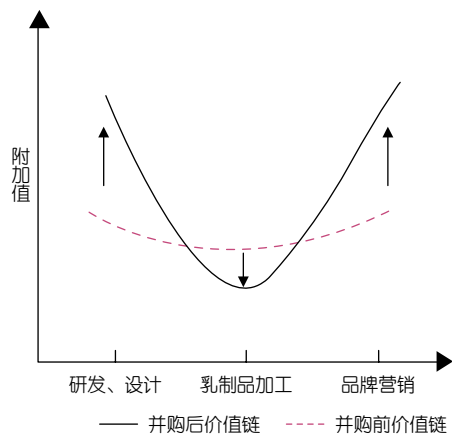


图2 企业R并购前后的价值链微笑曲线

益于数字技术的使用，通过对用户数据的获取、清洗，整理出对消费者需求的深入理解。同时，R依赖X的稳定订单，加强了企业生产的有序规划及技术研发，并在优化过程中逐步形成生产规模化效益，企业逐步从附加值低、竞争激烈、投资费用大、收益周期长、利润率低的生产加工环节，转向有形资产低、无形资产高、收益大、投资回收期短的新阶段。从这个转型过程来说，企业需要将有限的资源更多重新配置，加大技术研发和品牌建设。

万元。公司R2021年全年收入预计为11.5亿元，较2020年增长31.4%（表1），优于蒙牛（15.9%），伊利（7.4%）；2014年至2021年期间收入复合年化增长率达到了20%，优于蒙牛（8.40%）和伊利（10.6%）。

从上述案例中，可以看到公司R作为一家食品制造企业在西部市场的发展已经面临空间的限制，饱和的市场竞争和需求波动导致收入增长率、利润增长率下降，在这种情形下，公司R选择了纵向一体化并购以及协调理论来指导并购实践。具体来说，在并购了华东N市的零售连锁店X之后，R将西部地区的优质原料提供给X，确保X的来料供应稳定，并加大消费产品开发，逐步树立强化企业X及R的品牌效应（图2）。X在产品研发上得

总结

并购是企业增强竞争力的一个有效途径。传统的并购研究侧重于单一企业的并购效率，然而，全球化的协作意味着企业的供应链越来越深入和复杂，一家企业的成功离不开其他企业的贡献。全球市值最大的企业，苹果公司也不例外，其成功有富士康等众多合作方的贡献。进入21世纪以来，信息技术得到飞速发展，数字经济逐步普及为企业拓展其商业模式带来了机会。本文通过公司R在数字化转型中的实践，展示了传统食品饮料企业在数字经济时代，通过并购，提升纵向一体化，延伸价值链占比，提升附加增值，增强竞争力的案例。传统制造企业的价值主要来自于加工生产；但加工生产竞争大、附加值

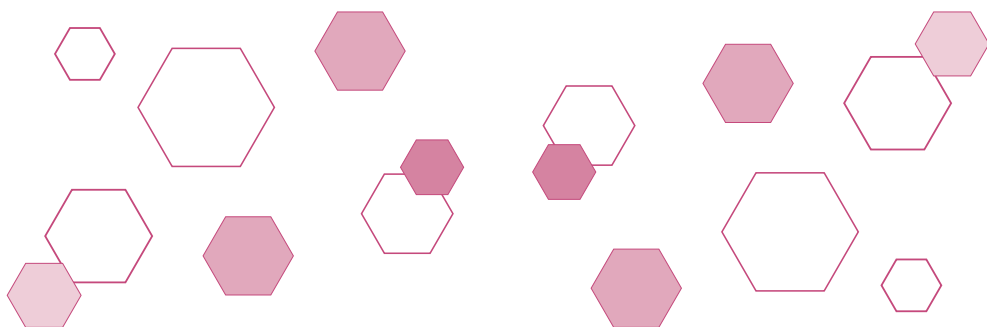


低。在数字技术支持下，企业更容易接近最终消费者，通过数据分析来推动有针对性的研发，推出新产品，满足多变和多元的市场需求，并逐步实现品牌优势。

当然，实际的并购工作更加复杂，

环节众多，如文化融合、流程管理整理、人事调整等。但最为重要的仍然是如何结合并购企业与目标企业的资源，达到资源的重新配置和价值链上的迁移。^[N]

学术编辑：韦燕春



参考文献：

- [1]李春发, 李冬冬, 周驰. 数字经济驱动制造业转型升级的作用机理——基于产业链视角的分析[J]. 商业研究, 2020.
- [2]吴昌龙, 郭杰群. 数字化时代下贸易企业供应链竞争力的构建[J]. 供应链管理, 2021.
- [3]Dawson A, Paeglis I, Basu N, Founder as Steward or Agent? A Study of Founder Ownership and Firm Value[J]. Entrepreneurship Theory and Practice, 42 (6) , 2017.
- [4]Francis B B, Hasan I, Sun X. Financial Market Integration and the Value of Global Diversification: Evidence for US Acquirers in Cross-border Mergers and Acquisitions[J]. Journal of Banking & Finance, Vol 32(8), 2008.
- [5]Fubini D G, Garvin D A, Knoop C I. Merging American Airlines and US Airways[M]. Harvard Business School Case 417-054, 2017.
- [6]Hankir Y, Rauch C, Umber M. Bank M&A: A Market Power Story? Journal of Banking & Finance, Vol 35(9), 2011.
- [7]Kenny G. Don't Make This Common M&A Mistake[J]. Harvard Business Review, March 2020.
- [8]Porter M E. Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance[M]. Free Press, New York, 1985.
- [9]Shih S. Me-Too is Not My Style: Challenge Difficulties, Breakthrough Bottlenecks, Create Values[M]. Taipei: The Acer Foundation, 1996.
- [10]Shim J. Mergers & Acquisitions, Diversification and Performance in the U.S. Property-Liability Insurance Industry[J]. Journal Financial Services Research, 39, 2011.
- [11]Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Jeffery Jaffe. Corporate Finance (8th ed)[M]. United States: McGraw-Hill Companies, 2008.
- [12]World Bank, Measuring and Analyzing the Impact of GVCs on Economic Development[R]. Global Value Chain Development Report, 2017.
- [13]Ye, Ming, Meng, B., Wei, S., Measuring Smile Curves in Global Value Chains[R]. IDE Discussion Paper No.530, 2015.