

# 《我国上市公司纵向并购 的战略动因与经营绩效分析》一书评介

郝颖 罗竹凤\*

公司并购重组是企业理论和公司财务实践的重要命题之一。关于公司并购的研究成果如雨后春笋般层出不穷,这些研究主要是基于公司并购动机探究公司并购绩效,实证研究和理论研究都较为充实。然而将并购细化至纵向一体化,并进一步考察公司并购绩效的实证研究却鲜有学者问津。如何把握近二十年来公司纵向一体化理论的研究前沿,怎样利用企业理论的研究框架和范式解释公司并购“协同效应悖论”一直困扰着公司财务的实务界和理论界。受到国家自然科学基金、中国博士后基金的资助,武汉大学经济与管理学院李青原教授近年来致力于公司并购“协同效应悖论”课题的研究,取得了较丰硕的成果。2011年9月由北京大学出版社出版的《我国上市公司纵向并购的战略动因与经营绩效分析》是李青原教授多年来持续探索该领域的最终研究成果。

面对星罗棋布的公司并购文献,作者在该书中将其梳理得有条不紊。该书充分整合产权理论、交易费用经济学理论以及公司并购协同效应理论,挖掘出公司纵向边界的几个重要影响因素,进而锚定了纵向并购绩效的主要潜在影响因素。在此基础上,作者构建了一个公司边界的综合性理论框架,有助于理解并认识公司纵向并购绩效与公司边界。同时,基于中国新兴兼转轨的市场经济背景,该书运用经验数据较全面地验证了公司纵向并购绩效,较好地解释了“公司并购悖论”。全书内容丰富且体系明晰,各部分研究内在逻辑严谨,有效突显出了其主旨命题。

概言之,全书从理论综述出发,围绕纵向一体化程度的测度、研究模型和计量方法等展开讨论,尤其是在并购绩效、并购悖论和资产专用性等问题的研究上具有一定的创新性,对公司并购悖论的解读提出一些新颖的观点,其主要特色、创新和学术贡献体现在以下方面:

## 一、系统厘清了二十年来国内外公司纵向一体化研究成果

该书对20世纪80年代以来,国内外学者对公司纵向并购战略动因和价值效应的研究成果进行了全面的梳理和总结。作为文献研究的逻辑主线,作者主要从交易费用经济学理论、产权理论、道德风险理论和制度因素四个角度对公司纵向一体化的理论与实证研究进行系统地整合与归纳,指出现有研究主要以单个企业、特定行业或者某种形式的合约安排为研究对象对公司纵向一体化战略动因展开探析。而这一研究现状正好为公司纵向一体化研究提供了研究契机。由于资产专用性、不确定性、可占用准租金增量等交易属性的定义和测度仍然未能达成一致,现有的实证设计均未明确地解释公司纵向一体化(并购)战略动因的各种竞争性假说,因此已有研究在交易属性和公司纵向一体化(并购)的因果关系上,依然认识模糊。同时,转型经济时期的法律和监管环境未能得到学者们足够的重视。基于此,该书围绕纵向一体化程度的测度、研究模型和计量方法等对公司纵向一体化展开理论与实证研究,无疑具有重要的理论与现实意义。

## 二、拓展并重构了公司纵向并购绩效与企业边界的理论分析框架

传统公司并购绩效的研究没有深入剖析并购成本的增量来源和运行机制,站在前人肩上,该书立足于成本与收益的视角,充分整合交易费用理论、代理理论等组织经济学理论及协同效应理论,构建了一个综合性的理论分析框架,为学术研究和并购实践提供了理解公司纵向并购绩效和公司边界的新视野。通过该书的

\* 郝颖,重庆大学经济与工商管理学院,邮政编码:400030,电子信箱:cquhaoying@163.com;罗竹凤,重庆大学经济与工商管理学院,邮政编码:400030。

理论推演,我们深刻认识到:资产专用性、代理成本与协同效应都是改变公司边界和决定企业纵向一体化绩效的重要影响因素,三者对公司边界和纵向并购绩效的作用大小还因组织结构和公司治理(包括治理结构和制度环境)而有所差异。此观点是在总结已有研究成果基础之上得出的,体现了研究范围的广泛性和综合性。在此基础上,该书的理论分析认为,公司纵向并购与横向或混合并购不同之处在于其协同效应主要着眼于公司因资产专用性进行纵向一体化引起的收益增量方面,代理成本则主要反映公司纵向并购引起的成本增量方面,对于两者的权衡会影响公司纵向并购绩效。

综上所述,该书所构建的理论研究框架不仅将制度背景和治理环境纳入了公司并购的分析框架,而且资产专用性的作用在新的分析框架中得以凸显。资产专用性、代理成本与协同效应等决策变量是决定纵向并购绩效的先天性影响因素,而组织结构和公司治理等决策变量则是影响纵向并购绩效的后天决定性因素。由于影响的综合性效应可正可负,不能简单静态地给出结论,关键是要结合考察公司并购时的背景条件和制度环境,采取动态的研究视角。该理论框架的提出,开创性地将资产专用性、治理环境和协同效应之间的内在联系作为全部分析的理论支点,体现出了该书研究视野的宽阔性和论证基础的坚实性。

### 三、科学检验了并购绩效与公司边界的理论推演结果

首先,该书廓清了公司纵向一体化的决定因素与生产效率之间的关系。通过运用2003年初世界银行与中国国家统计局合作的投资气氛调查项目提供的独特数据,结合地区的制度环境等,通过多维度来构造关键指标的替代变量,首次较系统地实证检验了影响企业纵向一体化的决定性因素。通过该书的实证研究结果,不难发现价格波动风险、政府对供应链上游行业的规制政策以及契约实施强度等都是影响我国企业纵向一体化决策的重要因素。这些结论意味着我们应该不断完善市场基础设施,降低市场交易成本,并提高专业化分工的效率。在技术路线和研究方法上,作者坚持理论与实际相结合、中外结合、学科结合、历史发展与现状分析及未来趋势相结合的方法导向,对公司并购的企业边界条件和演化路径进行了多纬度的深入分析,提升了该书研究内容与结论的科学性与深刻性。

其次,该书细致地刻画了资产专用性对公司纵向并购财富效应的作用机制。交易费用经济学理论认为,公司纵向并购主要是解决专用性资产投资不足及规避潜在要挟所引起的契约非效率问题,而正是这种非效率使得内部治理结构比市场签约更为有效。基于公司并购的动态视角,该书利用我国上市公司数据系统地检验了资产专用性,阐释了公司纵向一体化的动因。基于资产专用性的特征,该书不仅为解读公司并购绩效之谜提供了新的视角,而且将产权和制度因素对公司纵向一体化的影响纳入统一的分析框架,较为全面的反映了公司纵向一体化的深层次影响因素。与西方发达市场经济国家相比,我国转轨经济时期还存在着弱契约实施的显著特征。基于我国的特定背景,该书指出,纵向一体化能有效地防止潜在的敲竹杠行为,因此触发了专用性资产投资的事前激励机制。该书采用的这些比较研究和博弈论方法,使其论点和论述更具说服力和启发性。

### 四、“知行合一”的代表性案例剖析

该书对中国铝业递进式纵向并购兰州铝业、纵向并购后抛售焦作万方以及纵向并购争夺关铝股份进行了全方位的剖析和阐释。该书通过横向与纵向比较,对典型案例的深入剖析,进一步演绎了该书的纵向并购绩效与公司边界理论分析框架。其中,给人印象深刻的是:纵向并购双方之间,在并购发生前已经存在资产专用性联系,而收购方会选择与具有最高资产专用性联系的公司进行纵向一体化,而且这种联系随着并购日期的临近而不断增强。在资产专用性联系存在的前提下,纵向并购决策会受到来自并购双方、所处行业以及市场变动的影响,而这些影响因素正是通过两者之间的资产专用性联系发挥作用。该书案例研究的启示与贡献在于:通过公司并购宣告日财富效应的判别,发现了具有资产专用性的公司纵向并购行为将为并购双方创造财富的路径与模式。

我国正处于市场经济改革的深化期,经济和产业结构调整已是大势所趋,我国上市公司的并购行为更是风起云涌,并购市场尤为繁盛。该书的研究成果不仅对公司选择并购策略时具有指导意义,同时为监管者理解我国公司纵向一体化与并购绩效间的关系,并制定适宜的限制或者支持性政策提供有力的理论支撑。

综合而论,该书逻辑严谨,论证周密,见解深刻,精巧的理论框架辅之以翔实的数据分析,是公司并购研究领域的一部力作。

(责任编辑:彭爽)