

行业竞争环境、资产专用性与纵向并购协同效应

——基于蒙牛并购现代牧业的事件分析

毛文娟(教授), 张丽贤

【摘要】近年来,纵向一体化经营成为企业扩大市场势力、提升竞争优势、提高核心竞争力的有效手段,而并购后的协同效应成为衡量并购项目成败的关键指标。针对蒙牛在2013年和2017年两次纵向并购现代牧业事件,采用案例研究的方法分析两次并购中行业竞争环境对现代牧业资产专用性水平的影响,运用事件研究法对并购双方的并购协同效应进行研究,并进一步对两次并购中影响纵向并购协同效应的因素进行比较分析。研究发现,行业竞争日益激烈会使目标企业关键性战略资产的专用性水平下降,进而使主并企业的纵向并购协同效应效果不佳,但目标企业资产专用性水平的高低并不会影响目标企业的纵向并购协同效应。

【关键词】纵向并购; 资产专用性; 行业竞争环境; 协同效应

【中图分类号】 F272.3 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 1004-0994(2019)05-0009-9

一、引言

纵向并购已成为众多企业整合资源、完善全产业链的重要手段。企业可通过纵向并购获取上下游企业的资源、技术、品牌等资产,实现一体化经营,扩大在行业中的市场势力。但并购成功与否的衡量标准之一是能否实现预期的“协同效应”。近年来发生的众多并购案中,主并企业与目标企业经过3年以上的磨合,真正实现协同的仅20%,失败率高达80%的原因可能是并购双方战略相左、文化迥异、管理模式差异等。为了提高并购成功率,学者们研究了并购过程中不同企业的并购模式、资本结构、公司治理、并购整合等不同因素对并购协同效应的影响,发现找到合适的并购目标企业并实现资源整合是实现协同效应最重要的一步。交易成本经济学理论指出,为了避免沉没成本的再投资,企业纵向并购的对象通

常会选择能共用专用性资产的企业,因此资产专用性理论也成为解释纵向并购动因及目标企业选择的重要理论。

Williamson^[1]指出,资产专用性是指在不牺牲其生产价值的前提下,某项资产能够被重新配置于其他替代用途或是被替代使用者重新调配使用的程度。已有学者关注同一行业内部的产品市场竞争与资产专用性之间的关系,指出由于专用性资产能够降低生产成本、提供差异化价值,产品市场竞争越激烈,企业越会增加对专用性资产的投资,提高资产专用性。那么,在不同的行业竞争环境下,资产专用性水平会发生怎样的变化值得进一步研究。

近年来,乳品行业掀起了并购重组的浪潮。自2013年以来,我国政府发布了《推动婴幼儿配方乳粉企业兼并重组工作方案》等一系列文件,推动了乳粉行业的并购重组,并指出争取到2018年年底,形

【基金项目】 教育部人文社会科学研究项目“战略性并购、质量安全与企业成长:基于中国婴幼儿奶粉行业的实证研究”(项目编号:15YJC790075); 天津市哲学社会科学规划重点课题“消费者食物教育与品牌价值共创:老字号食品企业品牌活化的路径研究”(项目编号:TJGL18-026)

成3~5家年销售收入超过50亿元的大型乳品企业集团,引导乳品企业兼并重组,提高产业集中度,促进产业链发展进程,实现“奶源基地——生产加工——市场销售”一体化经营。在此背景下,2014~2016年间乳品行业的并购重组事件达到43起之多。本文选取蒙牛在2013年和2017年两次并购奶源龙头企业现代牧业的事件为案例研究对象的原因在于,相同的并购双方,两次并购的过程及结果却并不相同,第二次并购的协同效应要差于第一次并购的协同效应,这一纵向时间序列事件为本文的研究提供了不可多得的现实场景。本文试图探究目标企业(现代牧业)在两次并购中行业竞争环境对其资产专用性水平的影响,以及资产专用水平对并购双方的协同效应的影响。

二、文献回顾

(一)资产专用性

资产专用性(Asset Specificity)是交易成本经济学理论的核心概念。Williamson^[1]指出,当某种资产在一种用途上的价值远远高于其在其他用途上的价值时,则该资产在这种用途上就具有专用性,也就是说,如果资产挪作他用就会贬值。若企业做出这种专用性投资,那么契约的不完全性会引发机会主义行为,进而这种投资产生的可占用租金会使机会主义行为发生的可能性增加,直至达到百分之百,“敲竹杠”问题便应运而生。纵向并购一体化便成为解决这一问题的有效手段。如果企业想要使纵向并购的成果最大化,则对资产专用性水平高低的考量不容忽视。

学者们对资产专用性的分类界定各有不同。如Williamson^[2]提出资产专用性可分为六类:地点专用性、人力资本专用性、物质资产专用性、特定用途资产专用性、品牌资产专用性与临时性资产专用性。也有些学者将专用性资产分为专利、商标、品牌、声誉、顾客数、企业文化和拥有企业专用技术或诀窍的工人等。随着行业竞争加剧,资产专用性研究领域的学者们不断向战略资产的角度拓展研究。例如,王春艳等^[3]指出,创始人的财产性资源、关系性资源和知识性资源等关键性资源的占有和获取会影响控制权的获取和维持。战略性资产理论认为,企业可以从外部寻求战略性资产以弥补企业资源能力与目标之间的战略短缺。苏敬勤、刘静^[4]在比较西方理论与我国企业对并购动机的认识的异同时发现,西方理论强调

有效利用企业的管理能力、经验和品牌资产等无形资源,而我国企业更关注对外部知识产权、管理经验、品牌和销售渠道等战略性资产的获取与整合。战略性资产更具专用性和复杂性,企业获得这种类型的资产,能够显著提高其竞争优势。

(二)行业竞争环境与资产专用性水平

行业竞争环境分析是针对某一行业市场竞争状况及其影响因素的分析。波特用五种竞争力模型来分析行业竞争格局以及企业如何利用这五种力量对竞争格局施加影响,即潜在进入者的威胁、替代品的威胁、供应商的议价能力、买方的议价能力、现有产业内部的企业间竞争。波特五力模型是企业了解自身行业地位、制定竞争战略的基石,可以指引企业沿着有利于增强竞争优势并对行业竞争施加影响的方向发展。

行业竞争环境瞬息万变,致使企业越来越重视内外部环境的变化,其中关键性战略资产是不容忽视的一种资源。资源基础观理论指出,异质性或专用性的资产是企业所拥有的有价值的资源,也是公司保持核心能力的内在源泉。随着行业内各方力量的不断角逐、企业的知识积累和技术进步,企业拥有的关键性战略资产可能会被模仿、被替换,也可能被进行技术改造而挪作他用,导致资产的不可替代性和专用性水平有所降低。行业竞争环境对资产专用性的影响,提示企业要保持对关键性战略资产的敏感度,关注行业竞争动态,保持和提升自身所拥有的关键性战略资产的专用性水平,以保持企业的竞争优势及市场地位。

(三)资产专用性与纵向并购协同效应

目前学者们对纵向并购经济成果的研究主要集中于经济绩效和协同效应两方面。实施并购后,并购双方都将实施资源整合、管理模式重整等系列举措,以期实现并购双方的协同,提高并购成效。纵向并购是解决资产专用性投资带来的“敲竹杠”问题的重要手段,因此资产专用性理论也成为阐释纵向并购动因最切实的理论。李青原^[5]在检验我国上市公司纵向并购的财富效应时发现,在纵向并购中并购交易双方的资产专用性水平越高,收购方公司财富效应越大。田志龙、刘昌华^[6]以我国中小板制造业上市公司2010~2014年的数据为样本,研究发现资产专用性能显著促进企业绩效,且产品竞争优势在两者的关系中发挥了中介作用。

交易成本经济学理论指出,企业实施纵向并购、

组建产业链,能有效节约一体化经营过程中交易的治理成本,同时能弥补上下游企业之间专用性资产投资不足的问题,进而实现纵向并购双方的有效协同^[7,8]。在纵向并购中,企业资产专用性越强,对产业链条中上下游企业的并购吸引力越强,而行业佼佼者会脱颖而出,成为并购中的主导者^[9]。主并企业在并购实施后有效整合资源,能降低短缺资源的购置成本,促进产业链发展进程,同时提高企业生产效率,降低研发投资支出,进而提高企业的协同效应。但就目标企业而言,在被并购后,可能会向市场传递企业经营业绩欠佳的信号,需要重新整顿资源,适应主导方的管理模式,因此并购活动短期内可能不会给企业带来很好的协同效应。

三、理论分析框架

综合波特五力模型、交易成本经济学理论及协同效应理论,本文构建如图1所示的理论分析框架。利用波特五力模型分析行业竞争环境的变化如何影响目标企业资产专用性水平,但随着战略性并购的盛行,行业竞争对关键性战略资产的关注和影响更具战略价值。同时,基于交易成本经济学理论,研究目标企业资产专用性水平高低对主并双方企业纵向并购协同效应的影响。

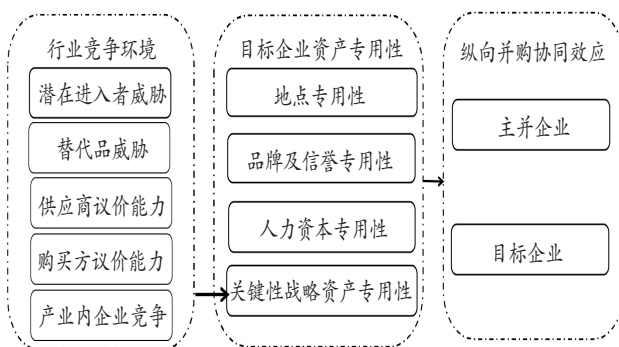


图1 行业竞争环境、资产专用性及纵向并购协同效应理论分析框架

四、研究设计与案例选择

(一)研究方法及数据来源

本文结合蒙牛收购现代牧业的案例,采用单案例研究的方法,分析理论命题。主要有三个方面的原因:第一,案例研究适合回答“为何”以及“如何”的问题,而本文主要关注核心概念间的因果关系及作用机理,适合采用案例研究。第二,行业竞争环境及资产专用性水平均较难具体衡量,结合案例分析,详实

定位概念,可使研究更具可行性。第三,虽然是单案例,但是蒙牛两次收购现代牧业可被认为是嵌套在单案例中的多层次案例研究。

本文主要数据来源于巨潮资讯网、东方财富网等财经网站上的公司公告及相关报道。其中,通过网站公告搜集案例发生时间、案例发生前后的财务数据、企业具体资产特点等信息,通过相关媒体报道可以发现行业竞争环境动态、并购事件进程、主要人物态度倾向等。

(二)案例选择

蒙牛为乳品加工企业的巨头,现代牧业为众多下游企业有意向合作的奶源对象。蒙牛收购现代牧业以获取奶源打造全产业链,这是比较典型的纵向并购事件,是产业链中的下游企业并购上游企业。而蒙牛两次并购现代牧业,对并购双方产生的影响却并非完全相同。两次并购中,并购双方主体相同,但其所处的行业竞争环境的变化,在一定程度上导致目标企业的资产专用性水平发生了变化,从而直接影响到两次并购的协同效应。因此,本文选择此次事件作为研究对象,进而探讨两次并购活动影响协同效应的内在机理。

五、案例介绍

(一)公司概况

内蒙古蒙牛乳业(02319.HK)始建于1999年8月,2004年在香港上市,主要产品是牛奶、酸奶和乳制品,是该行业中的领先企业之一,拥有液态奶、酸奶、冰淇淋、奶品、奶酪五大系列400多个品项,产品覆盖全国并远销欧美。2009年中粮成为蒙牛大股东后,蒙牛先后收购了君乐宝、现代牧业、雅士利等乳品公司,开启了全产业链布局的并购历程。

现代牧业(01117.HK)成立于2005年9月,2010年在香港上市,是全球第一家以奶牛养殖资源上市的公司,专门从事奶牛养殖和牛奶生产,2011年登上《环球时报》,成为“全球最受关注中国绿色企业”。该公司是我国最大的奶牛养殖企业,开创了国内首家“牧草种植——奶牛养殖——产品加工”一体化的生态发展模式,形成了规模化、现代化、标准化、集约化的奶牛养殖格局。

(二)并购历程

1. 并购渊源。2005年原蒙牛副总裁邓九强为解决蒙牛的奶源问题与其好友高丽娜(现任现代牧业总裁)共同合作建立了现代牧业,其成立之初的大多

数股东都是蒙牛集团中层以上管理人员,同时蒙牛也一直是其最大的客户,双方渊源深厚。2008~2010年间,现代牧业对蒙牛的销售额占其销售总额的比例分别为98%、99.6%及97.6%,形同蒙牛的全资原料基地,但这些原奶供应仅为蒙牛原料来源的5%左右,可见现代牧业过渡依赖于蒙牛的采购市场。2012年现代牧业推出常温奶产品,向下游发展,寄希望于打造全产业链布局。

2. 并购过程。2013年5月蒙牛首次并购现代牧业,且分两个阶段完成,合计代价为1.75亿港元。并购告捷,蒙牛对现代牧业的持股比例由1.078%增至27.99%,成为现代牧业单一最大及主要股东。并购完成后,2013~2014年间,现代牧业净利润出现了历史新高。2014~2016年间,受国外进口奶的影响,国内乳制品消费低迷,现代牧业的营业额大幅减少。直至2016年6月,现代牧业亏损额高达5.6566亿元,而蒙牛乳业2016年上半年的净利润也较2015年同期下滑19.5%。

2017年1月,蒙牛再次并购现代牧业股权,以每股1.94港元的价格向Success Dairy II收购现代牧业的股权,持股比例增至39.9%。由于此时蒙牛持股比例高于30%,触发强制收购要约,因此,蒙牛以每股1.94港元的价格向现代牧业的所有股东提出要约收

购。2017年3月,蒙牛成功完成此次纵向收购,最终现代牧业成为蒙牛的全资子公司。蒙牛收购现代牧业的过程如表1所示。

表 1 蒙牛收购现代牧业的过程

时间	收购过程	持股比例变化
2013年5月8日	向两家私募基金——KKR Asian Fund 附属公司 Advanced Dairy 及 CDH China Fund 的间接全资附属公司 Crystal Dairy 分别购入现代牧业 20.44%、6.48%的股份	由 1.078% 增至 27.99%
2017年1月5日	宣告向 Success Dairy II 以每股 1.94 港元的价格,收购现代牧业 16.7% 的股权,触发强制收购要约	由 27.99% 增至 39.9%
2017年3月21日	宣布要约收购结束	由 39.9% 增至 61.3%

六、案例分析

(一) 行业竞争环境与目标企业资产专用性

在两次被并购事件中,不同的行业竞争环境变化给不同的专用性资产造成的影响不尽相同,须详细分析公司资产的专用性水平是如何变化的。故本文采用 Williamson^[2] 等学者对专用性资产的分类,并结合具体情况从四个方面解析两次并购前现代牧业的资产专用性水平,如表2所示。

表 2 两次并购前现代牧业资产专用性水平对比

资产专用性	2012年年底	2016年年底	对比
地点专用性	牧场:22个畜牧场,遍布全国,地理位置优越,均处于邻近下游乳品加工厂及饲料供应来源的地区 优质土地:牧场周边配有10万亩优质土地,用于配套种植奶牛粗饲料	牧场:得天独厚的地理优势,26个畜牧场,邻近多个下游乳品加工厂及饲料供应来源 优质土地:牧场周边配有优质土地	畜牧场数量有所增加,地点专用性水平总体无太大变化
品牌与信誉专用性	荣誉:获多项荣誉,并于2011年登上《环球时报》,成为“全球最受关注中国绿色企业” 品牌:推出自有品牌常温奶产品,产品以“纯、真、新、鲜”获得广泛好评	荣誉:我国最大的奶牛养殖企业,国内最早开展规模化养殖的探路者,奶产品品质达到国际一流水平 品牌:“纯、真、新、鲜”高品质及“牧草种植——奶牛养殖——乳品加工”一体化顶层设计创新模式	进行模式创新,产品品质提高,品牌与信誉专用性水平总体有所提高
人力资本专用性	邓九强:现代牧业创始人,万头牧场领军人物,对牧场养殖有其独特的见解与认识 高丽娜:现代牧业联合创始人,在畜牧场管理方面有丰富的经验 韩春林:运营总经理,曾任蒙牛、伊利内部高管,有丰富的管理经验 团队:拥有专业的管理团队及高标准的作业团队	高丽娜:现代牧业联合创始人,在畜牧场管理方面有丰富的经验 韩春林:运营总经理,曾任蒙牛、伊利内部高管,有丰富的管理经验 团队:拥有专业的管理团队及高标准的作业团队	创始人邓九强辞任董事职位,人力资本专用性水平有所下降
实物资源(关键性战略资产)专用性	奶牛:176264头 优质奶源:原料奶是质量最高且最安全的牛奶之一	奶牛:229200头 优质奶源:所产的原料奶主要供应给蒙牛的特仑苏及其他高端牛奶的加工生产	行业竞争环境发生变化,现代牧业2016年的原奶专用性水平较2012年有所下降

蒙牛在2013年及2017年对现代牧业进行了两次并购,纵观现代牧业在这两次并购前的总体资产专用性水平,2016年较2012年有下降的趋势。其中,地点专用性水平无较大变化,品牌与信誉专用性水平略有上升趋势。这是因为通常一个企业的地点在短期内不会出现重大的变化,而其品牌与信誉是由若干年的文化积淀孕育而生的,若企业在短期内无重大违法违规事件,则其品牌与信誉专用性水平将

不会出现明显下降。在新经济条件下,人力资本专用性越来越受到企业及市场的关注,2013年现代牧业创始人邓九强辞任,其所拥有的创始人基于个人声誉、管理模式、利益相关等契约的专用性资产水平有所下降。

根据波特五力模型,对两次并购事件中行业竞争环境对关键性战略资产专用性水平的影响进行对比分析,如表3所示。

表3 两次并购中行业竞争环境对关键性战略资产专用性水平的影响

行业竞争环境	第一次并购	第二次并购	对比及影响
潜在进入者的威胁	奶源行业进入壁垒高	技术进步,奶源的不可复制性降低,进入壁垒弱化	潜在进入者威胁加剧,关键性战略资产原奶的专用性水平降低
替代品的威胁	2013年食品药品监管总局强调不得使用牛、羊乳以外的原料乳生产婴幼儿配方乳粉,现代牧业的原奶资产替代品威胁较低	进口复原乳大量涌入市场,替代品威胁加剧	替代品威胁加剧,原奶资产面临被替代的危险,其专用性水平降低
买方(乳品加工企业)的议价能力	原奶供不应求,奶荒现象严重,现代牧业掌握议价权	原奶供应过剩,乳品加工企业可以并购海外的奶源基地,奶源变得丰富,加强了乳品加工企业对国内原奶供应方的议价实力,议价权掌握在乳品加工企业手中	第二次并购中,现代牧业失去了原奶供应的议价权,因此其原奶资产的专用性水平降低
产业内企业竞争	散户奶农迅速退出,规模化养殖程度不高,现代牧业拥有绝对竞争优势	国内外奶源基地的规模化发展,进口低价原奶、进口液体奶大量涌入市场,现代牧业原奶竞争优势受损	原奶市场的竞争加剧,第二次并购较第一次并购时原奶资产的专用性水平有所降低

注:因现代牧业为乳品行业的上游环节,并未有较明显的供应商,因此供应商的议价能力无法详细分析。

乳品行业有“得奶源者得天下”之说,原奶资源对乳品加工企业来说可谓是关键性战略资产。在蒙牛对现代牧业的两次并购中,行业竞争环境的加剧使得原奶这一关键性战略资产的专用性水平不断下降。

第一次并购前,现代牧业的资产专用性水平是较高的。一方面,潜在进入者及替代品威胁较低,现代牧业所产的原料奶主要供应于蒙牛的特仑苏及其他高端牛奶产品的加工生产,高质量的原奶在市场中具有不可替代性,同时奶源环节进入壁垒高,使得原奶成为现代牧业的专有资源。另一方面,2012~2013年间乳品行业的饲料价格不断上涨,政府对原料奶的质量管控更加严格,不少奶农选择卖掉奶牛,放弃从事养殖工作。随着散户奶农的迅速退出,新建的规模化养殖速度赶不上奶农退出速度,导致全国奶牛数量减少,造成国内奶荒现象。乳品行业中原奶供不应求的现象直接导致现代牧业的原奶议价能力提高,也提高了其在市场中的竞争优势。并购前,现代牧业销售给蒙牛的原料奶价格

由每公斤3.8元升至4.4元,这也说明现代牧业原奶资产的专用性水平在当时的市场上是很高的。此时现代牧业因拥有原奶专用性资产,成为众多下游乳品加工企业争相合作的对象,与此同时,蒙牛也受到原奶供应不稳定的严重干扰,而对现代牧业的并购能有效掌控原奶来源,有助于其实现产业链一体化。

第二次并购前,现代牧业的原奶资源专用性水平有所降低。首先,潜在企业进入,替代品威胁加剧。众多企业学习养殖经验技术,组建隶属于自身的奶源基地,同时2016年乳品消费市场低迷,进口复原乳大量涌入国内市场,我国原奶价格不断下滑。其次,现代牧业的议价能力显著降低。规模较大的乳品加工企业向海外进军,收购国外奶源基地,对国内原奶的收购需求量在一定程度上有所减少,原奶过剩现象凸显无疑,这使得国内原奶供应方的议价实力不断下降。最后,在数年内,国内外的乳品加工企业迅速构建起自己的奶源基地,尤其是进口低价原奶的出现,导致现代牧业的原奶竞争优势受损严重。同时,在2014~2016年以供应原奶为主要

业务的现代牧业也出现了巨大亏损,就整个市场来说,其原奶专用性水平呈下降趋势。此外,考虑到乳制品行业的行业特性,物质资产在企业总资产中所占比重较大,运用长期资产法度量的物质资产专用性水平也显示2016年现代牧业的长期资产专用性水平较2012年要低,即现代牧业物质资产的专用性水平在第二次并购前比第一次并购前要低。

由以上分析可知,因行业竞争环境日益激烈,现代牧业在2017年第二次被并购前的资产专用性水平较2013年第一次并购前的资产专用性水平更低,这与关键性战略资产原奶的专用性水平的高低密切相关。

(二)纵向并购的协同效应

本文采用事件研究法来分析蒙牛在两次并购现代牧业事件中的市场反应,并以此衡量纵向并购的协同效应。利用市场调整法来计算预期正常收益率,股票j的预期正常收益率为:

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \varepsilon_{jt}$$

$$R_{jt} = (P_{jt} - P_{jt-1}) / P_{jt-1}$$

$$R_{mt} = (I_t - I_{t-1}) / I_{t-1}$$

其中: R_{jt} 为清洁期内样本公司股票j的日收益率; R_{mt} 为第t日市场收益率; α_j 为回归模型的常数项或截距; ε_{jt} 代表随机误差项; β_j 为股票j的系统风险; P_{jt} 是考虑了公司分红送配股因素经过复权处理后的t日收盘价; I_t 选用的是第t日的恒生指数。 β_j 分别为选取事件窗口前[-100, -11]的90个日收益率进行市场模型回归求得。

异常收益率(AR_{jt})等于股票j第t日的实际报酬率减去股票的预期正常收益率,即:

$$AR_{jt} = R_{jt} - (\alpha_j + \beta_j R_{mt})$$

累计异常收益率(CAR)为:

$$CAR = \sum AR_t$$

1. 主并企业蒙牛在两次并购中的CAR分析。

2013年5月8日,蒙牛第一次宣告并购现代牧业,在整个事件期内,蒙牛的CAR呈现上升的趋势,在并购发生之前,蒙牛的CAR曾两次跌至负值,但在并购过后的三个事件期内迅速上升,并且随着事件期的延长,CAR逐渐递增,说明这次并购显著增强了主并企业蒙牛的并购协同性。2017年1月5日,蒙牛第二次宣告并购现代牧业,在并购前,蒙牛的CAR虽为负值,但无重大波动,而在并购过后,蒙牛的CAR逐渐下降,并随着时间的推移,下降幅度增大,这次交易没有增加蒙牛的并购协同效应,反而有损

其并购成效。蒙牛在两次并购中CAR的变化具体如图2所示。

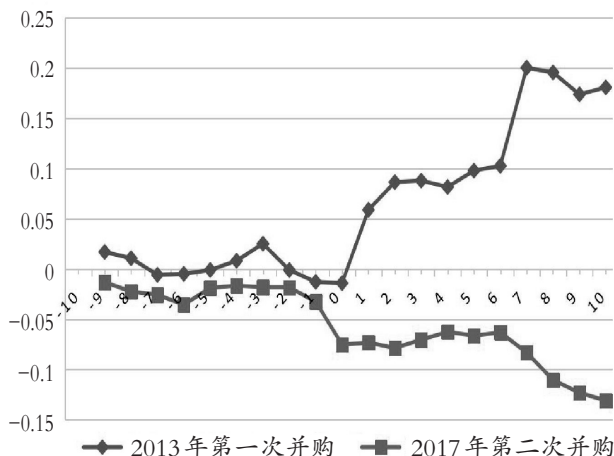


图2 主并企业蒙牛在两次并购中CAR的变化

结合上文对两次并购中现代牧业资产专用性水平的探讨可知,在其他条件一定的情况下,目标企业的资产专用性水平越高,主并企业的股东更容易获得正向的累计异常收益率,也即并购协同越好。这也有效地验证了交易成本经济学的相关理论,即在纵向并购中,资产专用性水平与主并企业的并购协同效应正相关。

2. 目标企业现代牧业在两次并购中的CAR分析。

第一次并购中,现代牧业在并购前后[-3, 3]的事件期内,CAR呈现下降趋势,并购过后,CAR开始由正值变为负值,整体呈现下降状态。第二次并购中,现代牧业在被并购前3日CAR便呈现负值,且有下降趋势,被并购后,随着时间的推移,CAR逐渐递减,具体如图3所示。

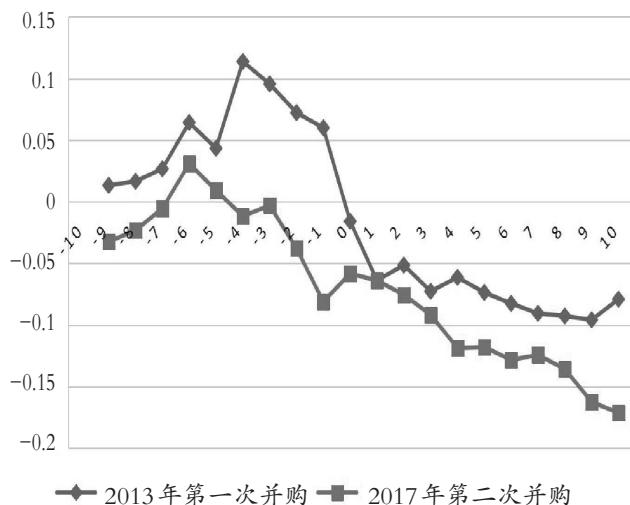


图3 目标企业现代牧业在两次并购中CAR的变化

可见,两次并购过后现代牧业的并购协同效应均不乐观,说明现代牧业的资产专用性水平变化并没有显著影响其并购协同效应。这是因为目标企业被并购后给市场传递出企业经营不善的信息,这一不良信号给企业造成的负面影响掩盖了资产专用性水平变化对企业并购协同效应的影响,这也说明企业资产专用性水平的变化对其并购协同效应的影响

比较小,不足以与企业被收购这一负面信息带来的影响相匹敌。

(三)资产专用性与纵向并购协同效应之间的关系

为了进一步证明资产专用性与纵向并购协同效应之间的关系,将两次并购中影响纵向并购协同效应的因素进行比较,具体如下表4所示。

表4 两次并购中影响纵向并购协同效应因素的比较

		第一次并购		第二次并购		比较	
目标企业资产专用性水平	现代牧业	高		低		显著不同	
股权结构	蒙牛	中粮集团:28.05% Commonwealth Bank of Australia:9.10% Morgan Stanley:5.15%		中粮集团:31.45% Commonwealth Bank of Australia:11.94% JP Morgan Chase & Co:6.89%		两次并购中,蒙牛股权结构均较为集中	
	现代牧业	Advanced Dairy Company Limited:24.01% Yinmu Holdings Co Ltd.:15.41% Xinmu Holdings Co Ltd.:14.81%		蒙牛:25.41% Xinmu Holdings Co Ltd.:12.65% Yinmu Holdings Co Ltd.:8.42% Success Dairy II Limited:9.00%		两次并购中,现代牧业股权结构均较为集中	
影响纵向并购协同效应的因素	董事会结构	并购前	并购后	并购前	并购后		
		蒙牛	执行董事:孙伊萍、杨文俊、白瑛、吴景水、丁圣 非执行董事:宁高宁、于旭波、牛根生、马建平、方风雷、马王军、Tim Orting Jørgensen、Finn S. Hansen、柳丁 独立董事:焦树阁、Julian Juul Wolhardt、刘福春、张晓亚、谢韬、阎焱	执行董事:孙伊萍、白瑛、吴景水 非执行董事:宁高宁、于旭波、牛根生、马建平、Finn S. Hansen、柳丁、Christian Neu 独立董事:焦树阁、Julian Juul Wolhardt、刘福春、张晓亚、阎焱、胡国强	执行董事:卢敏放、白瑛、吴文婷 非执行董事:马建平、牛根生、Tim Orting Jørgensen、Filip Kegels 独立董事:焦树阁、Julian Juul Wolhardt、张晓亚、邱家赐	执行董事:卢敏放、白瑛、吴文婷 非执行董事:马建平、牛根生、Tim Orting Jørgensen、Filip Kegels 独立董事:焦树阁、Julian Juul Wolhardt、张晓亚、邱家赐	两次并购及并购前后董事会结构无重大变化
		现代牧业	执行董事:高丽娜、韩春林 非执行董事:Julian Juul Wolhardt(蒙牛独董)、徐志坚、雷永胜 独立董事:李胜利、郭连恒、李港卫	执行董事:高丽娜、韩春林、孙玉刚 非执行董事:于旭波(蒙牛非执行董事)、Julian Juul Wolhardt(蒙牛独董)、徐志坚、丁圣(蒙牛副总裁) 独立董事:李胜利、李港卫、刘福春(蒙牛独董)、康冀	执行董事:高丽娜、韩春林 非执行董事:于旭波(蒙牛非执行董事)、Julian Juul Wolhardt(蒙牛独董)、徐志坚、张平(蒙牛CEO)、孙玉刚 独立董事:李胜利、李港卫、邹飞、康冀	执行董事:高丽娜、韩春林 非执行董事:卢敏放(蒙牛执行董事)、Julian Juul Wolhardt(蒙牛独董)、温永平(蒙牛副总裁) 独立董事:李胜利、李港卫、康冀	在并购后,蒙牛均派遣人员任现代牧业的董事,进行事务监管,但仍保留其核心领导力量
整合策略	保留现代牧业的领导团队及管理战略,保持其独立性		保留现代牧业的领导团队及管理战略,保持其独立性		无重大变化		
支付方式	现金支付		现金支付		相同		
纵向并购协同效应	主并企业纵向并购协同效应较好,目标企业纵向并购协同效应不佳		主并企业纵向并购协同效应不佳,目标企业纵向并购协同效应不佳				

当前学者们对并购成效影响因素的研究多集中在企业特征、并购整合及并购支付方式等方面。在企业特征方面,股权结构、董事会结构等治理结构的特征及资产特征会对并购绩效及协同效应产生显著的影响^[10]。股权越集中于第一大股东,并购中掏空动机越强,越容易对并购协同效应产生负面影响。董事会中独立董事所占比例越高,企业管理层的投机行为能够被有效抑制,并购绩效越好。目标企业资产专用性水平越高,主并企业对其进行并购整合后价值的提升越高。实施并购整合是影响并购绩效的重要因素,并购后的资源整合、技术整合、管理模式整合都将对并购效果产生重大影响^[10,11]。目前学者们对于并购支付方式的选择对并购绩效影响的观点并不统一。部分学者认为现金交易能向市场传递出目标企业价值被低估的信号,能产生较好的短期并购绩效,但也有学者认为使用股票支付的方式能产生显著的累计超额收益,且留有现金资源可保持投资的灵活性。

就本案例而言,对比两次并购中双方的企业特征、整合策略和并购支付方式发现,两次并购中股权结构、董事会结构、整合策略、并购支付方式均无较大波动,而目标企业资产专用性水平在两次并购中呈现高、低两种水平,因此这一因素成为影响并购协同效应的关键。具体分析如下:

1. 从主并企业来看。第一次并购中,现代牧业的原奶、地点优势、人力资源优势等在乳品行业上游环节成为蒙牛不可替代的专用性资产,尤其是奶源资产形成了企业自身独特的竞争优势,这种竞争优势也是蒙牛并购现代牧业的动因。而蒙牛拥有强大的销售渠道、品牌优势及营销攻势,在乳品加工和销售方面实力非凡,其对奶源的管控能够有效弥补其资源劣势,完善其产业链,因此并购之后,蒙牛短期内取得了较好的协同效应。第二次并购中,市场已从奶荒现象转变为了原奶过剩现象,而现代牧业的创始人邓九强也辞任了,现代牧业的资产专用性水平有所下降,蒙牛的累计异常收益率也与第一次并购后完全不同,呈现下降趋势。综合来说,目标企业的资产专用性水平与并购后主并企业的协同效应呈现正相关关系。

2. 从目标企业来看。现代牧业的累计异常收益率在两次并购中均呈下降趋势,即两次并购中现代牧业的协同效应均不乐观,这是因为目标企业被并购后向市场传递出企业经营不善的不良信号,因此

其在短期内不会产生较好的协同效应。同时,这也说明目标企业的资产专用性水平并不会显著影响并购后目标企业的协同效应。

七、结论、贡献与启示

(一)结论

本文以蒙牛两次纵向并购现代牧业为案例,分析目标企业资产专用性水平与并购双方并购协同效应之间的关系,同时分析了行业市场环境变化对资产专用性水平的影响。结果显示:行业竞争环境日益激烈会降低企业的资产专用性水平,导致企业资产的可替代性与可调配性增强,而整体专用性水平降低;同时,目标企业的资产专用性水平越高,主并企业的纵向并购协同效应越好,资产的不可替代性水平越高,其经济价值越高,在纵向并购中,越能有效填补其资源空白,促进产业链进程,进而形成更好的协同效应。这也说明主并企业在选择纵向并购目标时,应多关注资产专用性水平较高的企业,并购有价值的资产,以提高并购成效。但目标企业的资产专用性水平并不会显著影响其自身的并购协同效应,被并购后,其协同效应可能不佳。这是因为企业并购给市场传递出目标企业业绩不佳的讯号,直接影响了并购后的协同效应,这时目标企业就应该积极与主并企业整合,借助主并企业的竞争优势,提升自身的竞争力。

(二)贡献

本文的主要贡献在于:首先,现有关于资产专用性与并购的文献多倾向于研究资产专用性与并购绩效之间的关系,但企业绩效并不能全面衡量并购成效,本文深入探讨了资产专用性水平对纵向并购协同效应的影响,丰富了交易成本理论,拓展了现有文献对协同效应的静态横向研究。其次,企业的内部资源与外部环境是相辅相成的整体,现有文献对环境的考察侧重于产品市场竞争这一单一方面,本文加入行业竞争环境这一宏观概念,纵向讨论了行业竞争环境的变化对企业资产专用性水平的影响,从一个全新的视角展开了企业外部治理机制对其内部资产的作用机理。最后,在各行业加速产业链进程、各企业争当行业领头羊的背景下,本文为主并企业在纵向并购中选择何种目标企业、在何种时机下实施并购等并购决策提供了重要参考依据,同时为目标企业在被并购后做出何种对策来提高自身的竞争力提出了建议。

(三) 启示

行业竞争环境是企业生存与发展的基石。行业环境的完善和发展能为企业的成长创造更好的发展空间。首先,政府必须发挥其领头作用,制定相关的法律法规净化市场环境,细化行业监管机构的职责,不断健全与发展市场契约设施,促进国有企业改制,增加中小企业的发展机会,为企业构建良好的经营环境。其次,企业应承担不可替代的中流砥柱作用,严格遵守行业规则,关注市场变动走向,履行企业的社会责任,增加资本积累,不断创新发展。最后,消费者是整个市场中不可或缺的一环,消费者应积极发挥其监管作用,规范个人购买行为,监督企业投机取巧操作,提高市场效率。

目前国内乳企品牌众多,行业集中度较低,乳品行业的质量安全问题备受关注,国家出台了一系列政策法规鼓励乳企间的并购重组,提高乳企的集中度。在此背景下,众多乳企开始打造企业的全产业链一体化进程,以期对原奶供应、乳品加工、产品销售各个环节进行严格把控,避免乳品质量安全问题。乳品企业并购过后对专用性资产的整合产生的协同效应将在一定程度上影响其产业链进程的实现。目标企业资产专用性水平越高,主并企业的并购协同效应就越好,这对大规模乳品企业在进行纵向并购实现一体化的过程中选择并购时机以及目标企业具有一定的指导意义。

在政府引导下,不仅是乳品行业,其他行业产业链整合也成为潮流,企业间的纵向并购成为企业竞争成长的常态,而纵向并购协同效应也成为企业关注的焦点。总体而言,提高协同效应可通过选择合适的目标企业以及进行并购后的有效整合来实现。资产是企业的价值源泉,选择合适的目标企业归根到底是选择合适的资产对象。在纵向并购中,主并企业应选择与其竞争战略相协调的资产,选择与其自身资产互补的资产,从而开拓市场空间,提升企业价值。并购整合是并购双方资源重新配置的过程,纵向一体化的协同整合是对价值链的共享和磨合,专用性资产作为价值链中的重要资源是整合的关键,整

合过程中应注意吸收的专用性资产成本与收益的协调,实现双方资产的相容性,形成消除冲突机制,确保资产的有效整合,进而实现并购协同效应。

主要参考文献:

- [1] Williamson O. E.. Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications [M]. New York: Free Press, 1975: 7~50.
- [2] Williamson O. E.. The Mechanism of Governance [M]. Oxford: Oxford University Press, 1996: 1~100.
- [3] 王春艳,林润辉,袁庆宏,李娅,李飞. 企业控制权的获取和维持——基于创始人视角的多案例研究[J]. 中国工业经济, 2016(7): 144~160.
- [4] 苏敬勤,刘静. 中国企业并购潮动机研究——基于西方理论与中国企业的对比[J]. 南开管理评论, 2013(4): 57~63.
- [5] 李青原. 资产专用性与公司纵向并购财富效应: 来自我国上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2011(6): 116~127.
- [6] 田志龙,刘昌华. 资产专用性、产品竞争优势与企业绩效: 技术创新的调节作用[J]. 预测, 2016(6): 1~8.
- [7] 陈宏伟. 隐性契约、专用性投资与资本结构[J]. 中国工业经济, 2004(8): 105~111.
- [8] 李青原,王永海. 资产专用性、资产一体化与公司并购绩效的实证研究[J]. 经济评论, 2007(2): 90~95.
- [9] 于成永,刘利红. 资产专用性、会计稳健性与短期并购绩效[J]. 会计之友, 2017(8): 87~93.
- [10] 赵俊凯,刘青,郑茗心. 企业并购协同效应与因素的研究[J]. 生产力研究, 2016(1): 134~137.
- [11] 王宛秋,张永安. 基于解释结构模型的企业技术并购协同效应影响因素分析[J]. 科学学与科学技术管理, 2009(4): 104~109.

作者单位: 天津科技大学经济与管理学院, 天津 300222