

理性动机下的并购风险研究

刘文煌

(厦门大学管理学院 厦门 361005)

【摘要】 现有文献通常以代理问题、管理者自大假说、自由现金流假说、政府干预等理论来解释“并购绩效悖论”，认为是上述动机导致企业不理性地实施低效率的并购。然而即使在理性动机下并购仍然存在风险，本文从规模经济理论、交易成本理论以及范围经济理论出发，分别探讨理性动机下横向、纵向以及多元化并购的风险，以期为并购决策者提供理论依据。

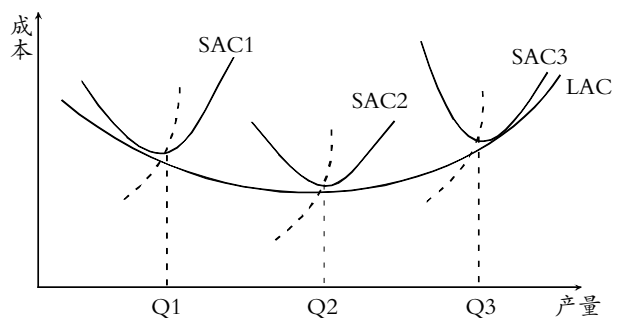
【关键词】 并购风险 规模经济 范围经济 交易成本

学术界对并购绩效的研究从未间断过，却没有得出一致的结论，但大多认为收购方会取得负的并购绩效。既然并购中收购公司的绩效可能是负的，那为什么还会出现这些负绩效的并购行为呢？学者们提出了多种并购动机理论来解释上述并购绩效悖论，包括代理理论(Jensen和Meckling, 1976)、自大理论(Roll, 1986)、市场势力理论(Eckbo, 1983; Mullin, 1995)、体制因素下的价值转移与再分配(张新, 2003)等。这些理论都是从非理性的角度解释主并购企业选择进行负绩效并购的行为动机。

即使不存在代理问题或政府干预，并购中收购方是否仍存在负绩效的风险？其决定因素是什么？笔者认为横向、纵向以及多元化并购在动机上存在根本差异，因此它们的绩效影响因素也不尽相同。本文分别从规模经济、交易成本以及范围经济理论出发，解析理性动机下横向、纵向以及多元化并购存在的固有风险。

一、横向并购的“X非效率”风险

1. 规模扩张与规模经济理论。自西方国家第一次并购浪潮开始，理论界就开始探讨一个问题，即企业为何要扩张规模？古典经济学认为这是为了追求规模经济。古典经济学家关于规模经济的论述专指单一生产单位(企业、工厂或车间)的单纯生产经济意义的规模。企业规模经济被理解为在一个正则拟凹的齐次生产函数中，若各生产要素投入的产出弹性之和大于1，则该生产函数具有规模收益递增之特性，即具有规模经济的潜能。右图表明了三种工厂规模供选择的典型情况，产量为Q2的中等规模工厂的最低平均成本是最小的，而当产量小于Q2时(如Q1)，则产出水平不足，短期平均成本在短期边际成本之上，说明增加产量仍然会带来成本下降，显示出规模不经济；当产量大于Q2时(如Q3)，则产生水平过高，短期边际成本大于短期平均成本，产量增加只会使平均成本越来越高，也显示出规模不经济。因此，工厂存在一个最小有效规模(EMS)。



规模经济和规模不经济情况下的长期成本曲线

注：长期平均成本曲线LAC是短期成本曲线(SAC1、SAC2和SAC3)的包络线。在规模经济和规模不经济情况下，短期成本曲线的最低点并不在长期平均成本曲线上。

哈佛·莱本斯的“X非效率”理论是对企业规模与规模经济关系的经典解释。他认为，大企业面临内部组织层级多、机构庞大、关系复杂等问题，从而导致企业内部资源配置效率降低，这就是“X非效率”。X非效率所导致的大企业病，正是企业发展规模经济的内在制约。由此可见，企业存在一个适度规模，当规模小于适度规模时，企业的成本无法降到最低；而当规模超过适度规模时，存在“X非效率”。正是由于对适度规模的追求，规模不足的企业通过横向并购来扩大规模，而存在“X非效率”的企业则可能出售工厂或子公司来缩减规模。

2. 规模经济度量与横向并购风险。前文述及，如果企业能够把握规模的界限，则横向并购的风险就可以大大降低。然而问题就在于理论界提出的“最佳有效规模”，在现实中往往由于情况过于复杂或度量难度大而无法被考量。

学术界不乏对规模经济度量方法的研究，包括成本法、工程法、综合评价法和生存法等。①成本法是利用大量的历史数据资料进行归纳分析，获取长期成本曲线，确定最佳生产规模，这种方法的准确性取决于样本数据容量和质量，现实中往往较难满足。②工程法是利用技术费用定额，按工艺流程的要素消耗确定成本费用曲线，而后确定经济规模，此种方法的关

键在于对定额的把握。③综合评价法是通过构建能综合反映评价对象规模经济效益的指标体系来衡量。④生存法,以企业生存时间为指标,基于优胜劣汰假设筛选出效率较高的企业,此规模即为最佳经济规模。

尽管存在多种规模经济度量方法,但在现实中均存在较大的操作难度和一定的偏差。因此企业在并购决策中往往并不会去测算适度规模,只有当超规模的横向并购行为发生后,效益下滑,企业才会意识到问题所在。

二、纵向并购的“不确定性”风险

1. 交易成本理论与纵向并购。传统经济学通过单一产品厂商的生产模型解释了生产企业的规模经济规律;新制度经济学派提出的交易成本理论可以为纵向并购提供理论解释。Coase(1937)认为,当在企业内部组织一项交易的成本小于将这项交易拿到公开市场上进行的成本时,这项交易就应该在企业内部进行,反之则应当放在企业外部进行。在此之后许多学者充实和发展了Coase所提出的交易成本概念。Williamson(1971)从契约不完备性与事后的机会主义讨价还价行为出发,比较了市场契约与并购契约的差异。

之后,学者们开始关注市场契约问题中存在机会主义行为背后的决定因素。Crawford和Alchian(1978)阐述了交易成本经济学的两个重要的概念——关系专用性投资与契约不完全性,认为机会主义行为源于关系专用性投资和契约不完全性。Williamson(1985)基于专用性投资的概念定义了资产专用性,并认为资产专用性是影响交易成本的重要因素。为了降低交易成本,通过对在生产工序上存在关联或在销售上有密切关系的企业实施并购,可将市场交易转化为企业内部关系。

2. “不确定性”的成本风险。交易成本主要来自于资产专用性所造成的机会主义行为。机会主义行为往往难以预测,存在人的行为不确定性;而资产专用性本身会随着时间和环境的变化而变化,尤其是在当今日新月异的信息化时代。假设交易双方的信任度很高,出现机会主义行为的概率就要低很多,即便存在专用性很强的投资,市场交易的成本仍然要比内部交易成本来得低,纵向并购也就没有必要发生;反之,交易双方信任度低,则纵向并购可能带来成本节约。交易双方的信任度在此起了重要的作用。然而,信任度会在未来长期合同履行过程中随时发生变化,这种不确定性的程度影响着决策者。如果他选择了纵向并购,那么就选择了不信任对方,必须为此付出额外的成本,也就是内部交易成本高于不出现机会主义行为情况下的市场化交易成本的部分。

另外,资产专用性程度如果降低,例如交易双方都可以找到可替代的资产以及资产用途,使得其价值并不低于本身的用途,那么原本为解决资产专用性造成的机会主义行为而实施的纵向并购就失去了本来的意义,为此而付出的额外成本也可视为浪费。

因此,无论是从机会主义行为还是从资产专用性的角度来看,未来的“不确定性”始终是纵向并购的主要风险。

三、多元化并购的“成长周期”风险

1. 范围经济理论与多元化并购。当不存在垄断时,专业化大规模生产往往导致产业内过度竞争,此时,企业扩大规模所面临的最大约束是市场需求不足。激烈的市场竞争对企业形成强大的外部压力,迫使企业千方百计地寻求新产品和开发新市场,多元化并购是这类企业采取的重要手段。

范围经济是与多元化经营密切相关的概念。当两个或多个产品生产线联合在一个企业中生产比把它们独立分散在只生产一种产品的不同企业中更节约时,就存在范围经济。范围经济存在的主要原因,在于具有不完全可分性的生产要素能够产生功能的多重性、经济价值的多重性、组装性能的多重性,以及厂商的无形资产在扩大的品种范围上的重复使用性。Samuels和Smith(1968)认为,追求范围经济是企业多元化并购产生的重要动因。

2. 成长周期与盲目多元化风险。由前文的分析可知,如果企业在某个产品领域已经实现规模经济,成为领先者,则可能面临增长乏力的困境,企业就会为了寻求新的增长点而进行多元化并购。已经实现规模经济的产品领域可以认为处于“成熟期”,如果该产品不仅增长乏力,而且市场份额开始下降,则可认为处于“衰退期”。处于上述两种状态的产品领域,规模扩张已经不能带来收益,只能拓展新的产品领域。鉴于此,我们认为这种情况下,多元化并购是有效率的。

然而,现实中大量的企业进行多元化并购时违背了该原则。体现为企业的主营业务仍处于“成长期”,却将资源投入到其他的业务领域。实际上,“成长期”的业务仍可以投入资源来挖掘规模经济带来的效益。相反如果遍地开花,则使得资源过于分散,既无法取得规模经济,又无法达到范围经济。因此,对于产品成长周期的判断会极大影响多元化并购的绩效。

四、总结

本文分析了在理性动机下,横向并购、纵向并购以及多元化并购的风险。认为横向并购存在“X非效率”的风险,企业的决策者应当重视对适度规模的考量;纵向并购存在“不确定性”风险,对交易双方信任关系以及资产专用性未来变化的估计是决策的关键;多元化并购存在“成长周期”风险,决策者应当在充分挖掘现有主营业务的规模经济效益之余,投入资源进行多元化并购,避免“遍地开花”。

【注】本文为教育部人文社会科学重点研究基地重大项目“企业集团风险管控的会计内部报告研究”(项目批准号:11JJD790006)的阶段性成果。

主要参考文献

1. 谷书堂,杨蕙馨.关于规模经济的涵义及估计.东岳论丛,1999;3
2. 杨国亮.论范围经济、集聚经济与规模经济的相容性.当代财经,2005;11
3. 张仁华.范围经济与纵向一体化.管理工程学报,1997;12