

不确定冲击下纵向一体化与企业价值

任清云, 王 铮

东南大学经济与管理学院, 江苏 南京

收稿日期: 2023年5月21日; 录用日期: 2023年6月22日; 发布日期: 2023年6月29日

摘 要

利用新冠疫情的外生冲击, 基于2019年11月~2020年6月沪深300指数中上市公司股票平均收益率的数据, 本文考察了企业在面临不确定风险时, 纵向一体化能否保证企业价值的稳定。研究发现, 虽然企业纵向一体化水平与疫情窗口期的股票平均收益率显著负相关, 但是纵向一体化水平较高的企业在冲击影响减弱后其企业价值能够更为迅速的回归到正常水平。

关键词

纵向一体化, 企业价值, 双重差分

Vertical Integration and Corporate Value under the Uncertain Impact

Qingyun Ren, Zheng Wang

School of Economics and Management, Southeast University, Nanjing Jiangsu

Received: May 21st, 2023; accepted: Jun. 22nd, 2023; published: Jun. 29th, 2023

Abstract

Using exogenous shocks from COVID-19 and based on data on the average stock returns of listed companies in the CSI 300 index from November 2019 to June 2020, this paper examines whether vertical integration can ensure the stability of corporate value when firms are exposed to uncertainty risks. It is found that although the level of vertical integration of firms is significantly and negatively related to the average stock returns during the epidemic window, firms with higher levels of vertical integration can return their corporate value to normal levels more quickly after the impact of the shock has abated.

Keywords

Vertical Integration, Corporate Value, DID

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

2020年爆发的新冠疫情对全球经济产生了猛烈冲击。全球国际贸易、国际直接投资均下滑至近年来最低点,大量企业倒闭,导致各国失业率、贫困率直线上升,企业生存环境在各种限制措施下空前恶化。相较于全球疫情严峻的形式,中国政府通过一系列有效的政策逐渐将新冠肺炎确诊人数控制在了很低的水平,实现了有序的复工复产,据相关数据显示,2020年国内生产总值四个季度同比增长率分别为-6.8%、-1.6%、0.7%、2.3%。但是疫情的持续性与不确定性对国内经济的冲击依然不容小觑,在各地防疫政策不明确的情况下,各个企业的上下游合作商都有极大的可能面临突然中断生产经营的风险,这对企业自身也会带来极大的挑战。由此,在这种背景下,企业是否能够抵抗供应链断裂的风险,将企业价值维持在正常水平或者避免大幅度下降,成为市场各方极为关注的问题。

疫情发生前,基于比较优势理论,通常会选择将生产链中部分未涉及到核心技术的环节外包给其他公司,从而降低企业的生产成本。然而,新冠疫情的爆发使企业意识到,在面对不确定冲击时,分散的生产环节会对企业价值带来不可忽视的冲击。例如2020年4月,受新冠疫情的影响,美国泰森食品、JBS等公司均发表声明称将关闭多家大型肉类加工厂,导致肉类供应链出现断裂的风险,对上游养殖端与下游零售端均造成前所未有的损失。基于此,全球多家大型制造业企业在2020年决定自行建造工厂进行上下游产品生产,或是撤销国外工厂,选择本地厂商进行生产活动。由此,在不确定风险下,纵向一体化能否避免企业价值遭受较大波动是一个重要的命题。目前对于这一问题的相关实证研究较少,并且各个学者所给出的结论差异性较大。因此考察不确定风险下纵向一体化对企业价值的影响是有必要的。

2020年年初爆发的新冠疫情是一次典型的外生事件冲击,为检验不确定风险下纵向一体化对企业价值的影响提供了一个进行准自然实验的机会。本文采用双重差分法,选择国家卫生健康委员会将新冠肺炎纳入乙类传染病的时间点的月份即2020年1月作为冲击时间点,选取冲击发生前2个月和后5个月作为冲击窗口期。根据纵向一体化水平将企业分为控制组与实验组以研究在不同的纵向一体化水平下企业股票的平均收益率在受到冲击后的变化情况,将企业股票的平均收益率与趋势项交乘,对此交乘项系数进行重点的研究。研究发现,纵向一体化相对较高的企业在受到冲击后,股票平均收益率下降幅度更大,但其也拥有相对更快的恢复能力。

2. 理论分析与研究假设

2.1. 纵向一体化

纵向一体化又称纵向整合,是指企业在生产经营过程中由于业务量的不断增长,为了节约与上下游厂商之间交易成本,加强对供应商和分销商的控制,企业往往会选择沿着产业链向上游、下游进行衍生,是企业中一种常见的扩张方式。在亚当·斯密(1776)提出了“分工受市场范围限制”的理论之后,各界学者逐渐开始了对纵向一体化的相关研究,亚当·斯密将企业纵向一体化定义为某一个企业把技术不同的

生产、销售或者其他经济行为联合到一起的过程,也就是说从某种意义上讲企业自身加工产品出售也是一个纵向一体化的过程[1]。Potter (1980)在相关理论上对纵向一体化战略进行完善,他认为纵向一体化战略是企业向其生产资料上游的供应商或者下游的分销商不断延伸的过程[2]。Williamson (1991)认为纵向一体化是一种稳定状态的混合组织形态,是一种包含了多种组织关系的集合。国内也有众多学者对纵向一体化的内涵进行了讨论[3]。刘洋(2002)对纵向一体化相关理论进行了评述,并认为在产品的生产和分销过程中,一个厂商如果参与了其中两个以上的相继阶段,就称为纵向一体化[4]。周勤等(2002)提出企业的纵向整合是为了应对动态变化的外部环境,对企业的价值链和产业链上的战略性资源进行整理、协同、系统化、集成和融合,形成对企业战略性资源和能力的有效控制,不断培育企业核心竞争力,保持竞争优势的战略性行为[5]。在2008年又表明纵向一体化是将企业资源至于完全的所有权之下,投资自建、兼并、收购控股都是企业纵向一体化的实现模式,并且认为纵向一体化按在价值链和产业链上发生的方向,可分为前向一体化、后向一体化和生产一体化[6]。

目前,国内外对于纵向一体化的定义较为统一,但对于纵向一体化产生的动因各个理论学派均有不一致的观点。产业组织理论从企业的垄断动机、产业生命周期、不确定性等方面对纵向一体化的动因进行了分析。从企业的垄断动机来看,企业纵向一体化有助于企业形成竞争优势,提升市场势力,增强在市场中的话语权。同时,纵向一体化也有利于企业增加讨价还价的能力,并且提高该产业的进入壁垒;从产业生命周期理论来看,一个产业的纵向一体化程度会随着这个产业的生命周期变化而变化。随着产业增长,市场规模逐步增大,专业化企业会因为规模效应而比纵向一体化企业有更低的成本。而当产业处于下降阶段时,市场规模收缩,企业为了抵抗不确定风险,会重新选择进行纵向一体化;从不确定性角度来看,阿罗(1989)认为,由于下游企业不能获得充分的有关原材料的信息,使得其决策收到限制,因而下游企业更愿意实行后向一体化,合并上游企业,以便更好的预测原材料价格,降低企业生产成本。交易费用理论则从市场失灵的角度出发,提出交易费用的概念,以揭示企业的纵向一体化动因。Coase (1937)在《企业的性质》一文中提出了“交易成本”的概念,认为企业在市场上的交易过程中存在着由于获取与处理交易相关信息而产生的成本,维持交易正常进行而产生的谈判、监督等成本,消除不确定性、维护自身知识产权而产生的成本等。当劳动的专业化分工所带来的经济效益无法抵消各分工单位之间频繁交易产生的交易成本时,纵向一体化可以产生更高的经济效益[7]。Williamson (1979)进一步从资产专用性、不确定性和交易频率三个维度刻画交易成本。在1985年又提出交易费用经济学所涉及的诸多问题都可以被认为是评价不同组织结构对外界干扰的适应性问题[8]。国内也有众多学者运用不同的方法对纵向一体化的动因进行了探究,艾青(2004)通过构建不完备合同模型,强调了资产专用性对于推动企业纵向一体化水平提高的作用[9]。李昕欣等(2018)利用 Logistic 二元回归模型对艾青所提出的结论进行了验证,认为资产专用性与纵向一体化呈正相关关系[10]。徐斌(2010)通过建立博弈模型,得出信息不对称和需求不确定是促使企业纵向一体化的重要原因[11]。

2.2. 企业价值

自亚当·斯密第一次提出商品的使用价值和交换价值以来,经济学中的价值概念不断扩展,随着公司经济的不断发展,企业价值逐渐成为各个学者、企业自身以及相关投资者关注的重点。企业价值的内涵极其丰富,从抽象角度来看,它可以是一家企业所拥有的价值内核,是使其能够在市场竞争中获得生存与发展的标杆;从具象角度来看,它可以是一个具体的指标,包括企业的股权价值、企业市值等,运用具体的数据来衡量一家企业在当下的市场条件所拥有的价值量大小。目前国内外对于如何评估企业价值存在多种观点。国内当下比较主流的评估企业价值的方法为 EVA 评估法,EVA,即价值增加值法与20世纪18年代由一家美国咨询公司首次提出,该理论关注机会成本的重要性,倡导把资本成本从净营

业利润中扣除, 认为企业的价值等于投资者对资本增值部分的预期程度。运用该方法, 国内学者从众多不同角度对企业价值进行评估, 包括行业角度, 郑鸣等(2006)运用 EVA 法对我国商业银行的价值创造能力进行评估, 并认为我国商业银行通过国企改革、优化资本结构和市场结构, 提升价值创造能力, 最终可以实现银行价值最大化[12]; 企业不同成长周期角度, 谢喻江(2017)通过案例分析, 提出 EVA 法在评估处于高成长期的企业价值时是可行的。除 EVA 法外, 现金流量法与实物期权法也是当前评估企业价值常用的手段[13]。但是由于上述方法所用到的数据大多来自于企业的财务报表, 这就导致数据的时效性不强, 多适用于评估企业长期价值。由此, 为了衡量突发冲击对企业价值的影响, 也有学者采用企业股票的平均收益率、累计超额收益率等数据来衡量企业价值。例如, 袁淳等(2020)采用企业股票的累计超额收益率来反映短时间内企业价值的变化[14]; 杨宜等(2021)御用企业股票的平均收益率作为被解释变量, 探究企业在受到突然冲击时, 市场对企业价值的一个度量[15]。

2.3. 理论假设

本文认为, 在新冠疫情造成的不确定冲击下, 纵向一体化可能会对企业产生两个方面的影响:

第一, 正向影响, 即在不确定风险下, 纵向一体化能够使企业价值保持稳定甚至提升企业价值。疫情的突然爆发, 使得市场各方无法预测其未来走势, 政府防控政策也随着疫情的严重程度的变化处在动态变化过程中, 这种不确定性使得企业面临的经营环境变得极为复杂。首先, 由于一家企业与其上下游交易方并不一定处于同一省市之中, 各个地方防疫政策的不同, 很容易造成产品运输环节受到限制, 部分地方的停工停产甚至会造成企业原材料的短缺以及需求的降低。这种供应链的断裂会对企业价值造成极为严重的冲击。如果企业的纵向一体化程度高, 企业可以及时的根据疫情防控政策的变化, 对其上下游产品的供应进行动态调整, 减小企业中断生产的可能性; 其次, 由于疫情增加了市场中的不确定性, 各方市场参与者在与交易对手签订契约时, 需要针对未来可能出现的各种情形以及交易双方对未来的不同预期进行大量事前的协商、谈判等事项, 这一过程会使得企业所面临的交易成本大幅度增加。而纵向一体化意味着供应链中众多环节被置于统一企业内部, 资源配置在企业内部直接完成, 从而使得企业的交易成本能维持在正常水平; 最后, 市场各方作为“理性的经济人”, 通常都会以自身利益出发来考虑问题, 因此在不确定性加剧时, 一家企业的上下游交易方可能会利用这种情况, 趁机提高原材料价格或者压低产品价格以获取超额利润, 这也会使得企业的交易成本增加, 纵向一体化则会帮助企业避免这种情况。

第二, 负向影响, 即在不确定风险下, 纵向一体化会使得企业价值受损。首先, 纵向一体化程度高的企业的量级通常会比较大, 在危机事件突然爆发时, 会对企业从供应链的各个环节造成冲击, 一旦企业没有足够的经营能力, 现金流断裂, 可能会造成无法挽回的损失, 因而市场对企业价值的反映会产生剧烈的波动; 其次, 由于纵向一体化企业内部各个环节并不是独立的利益主体, 因而会产生“免费搭车者”问题, 即某一分部可能会依赖于其他部门来维持运转, 企业无法通过市场化手段来实行激励, 从而会使得企业付出大量的监督控制成本。在面临不确定冲击时, 企业内部的各个环节可能会利用这原因来作为借口, 从而使得企业的经营绩效受损。并且, 企业内部多个供应链环节的存在使得纵向一体化企业的具有较高的结构复杂度, 因而会存在更多的信息不对称问题, 即经理人会有更多谋取私利的机会。最后, Shleifer 等(1997)指出中国上市公司内部普遍存在股权结构高度集中且大股东控制权和现金流权严重偏离的情况, 大股东存在动机及能力摄取上市公司资源以谋求私利, 而纵向一体化企业结构的复杂和信息不对称性为大股东摄取资源提供了便利[16]。袁淳等(2022)也提出疫情冲击下, 大股东自身的现金流很可能处于短缺甚至断裂状态, 这意味着疫情期间大股东掏空公司的动机将会更强[14]。

基于以上分析, 本文提出如下两个竞争性假设:

H1a 在新冠疫情的冲击下, 公司纵向一体化程度与公司价值呈正相关关系。

H1b 在新冠疫情的冲击下, 公司纵向一体化程度与公司价值呈负相关关系。

3. 研究设计

3.1. 样本选取与数据来源

本文选取中国沪深 300 指数中上市公司为初始样本, 以 2020 年年初在中国爆发的新冠疫情为研究情景, 采用双重差分法, 检验企业纵向一体化水平对疫情引发的股票市场反应的影响, 以考察在疫情冲击下的企业价值随着纵向一体化水平的不同呈现怎样的差异。本文所需数据均来自 iFind 数据库, 对缺少重要数据的样本进行剔除后, 最终得到 254 个观测样本。为减轻潜在异常值的影响, 本文对所有连续变量在 1%和 99%水平进行缩尾处理。

3.2. 方法论

目前, 对于纵向一体化程度的测量主要有三种方法: 投入产出法、主辅分离法和增加值指数法。增加值指数法是最早对纵向一体化成俗进行测度的方法。Adelman (1955)用产业链上各个业务单元的增加值占总销售收入的比例来确定纵向一体化程度, 大师该方法会收到企业盈利能力的影响, 并且对企业所处的产业链位置的敏感性不足。基于此, Buzzell (1983)在对 PISM 项目的研究中提出了修正的价值增值法, 较好地回避了传统 VAS 方法受利润率影响的缺陷[17]。本文参考 Buzzell (1983) [17]、范子英和彭飞(2017) [18]对原始 VAS 的调整, 采用修正价值增值法度量企业纵向一体化程度。具体公式如下:

$$\begin{aligned} \text{修正VAS} &= \frac{\text{增加值} - \text{税后净利润} + \text{正常利润}}{\text{主营业务收入} - \text{税后净利润} + \text{正常利润}} \\ &= \frac{\text{增加值} - \text{税后净利润} + \text{净资产} * \text{平均净资产收益率}}{\text{主营业务收入} - \text{税后净利润} + \text{净资产} * \text{平均净资产收益率}} \end{aligned} \quad (1)$$

其中, 净资产 = 资产总计 - 负债总计 + 少数股东权益, 平均净资产收益率为历年来的净资产收益率平均值。增加值运用黄丹(2011)的计算方法, 具体公式如下:

$$\begin{aligned} \text{增加值} &= \text{主营业务收入} - [(\text{企业购买商品、接受劳务的现金支出} \\ &\quad + \text{期初预付款} - \text{期末预付款} + \text{期末应付款} - \text{期初应付款} \\ &\quad + \text{期末应付票据} - \text{期初应付票据}) / (1 + \text{采购商品的增值税率}) \\ &\quad + \text{期初存货} - \text{期末存货}] \end{aligned} \quad (2)$$

参考杨宜等(2021), 本文选择国家卫健委将新冠疫情纳入乙类传染病的月份即 2020 年 1 月为初始时间。本文选取期限为 2019 年 11 月~2020 年 6 月, 共 8 个月的数据, 与选取时间期限相对应的, 每家上市公司选取了 8 个月的股票平均收益率作为被解释变量。运用股票平均收益率的动态数据, 相较用损失程度(股价下跌幅度)和下跌期时间(股价下跌至最低点的时间)以及是否恢复的虚拟变量的截面数据, 更细致地刻画新冠疫情冲的动态过程对企业价值的影响。

3.3. 变量定义与模型构建

本次新冠疫情的爆发为检验企业纵向一体化对企业价值的影响提供了一个实施准自然实验的机会, 满足实施准自然实验的条件。第一, 外生性。对企业而言, 新冠疫情是一次外生冲击事件, 其独立于企业的治理水平、经营范围及财务状况等, 因而能够较为有效的检验企业韧性的特征; 第二, 不可预见性。新冠疫情的突然爆发意味着企业无法对发展战略、供应链管理等实际经营层面的特征进行预先调整应对,

并且由于在疫情发生初期, 企业无法判断疫情最终冲击程度, 因而实际经营特征在很大程度上会保持不变, 这使得我们可以利用疫情爆发这一场景较为干净地考察在不确定冲击下纵向一体化对企业生存韧性的影响; 第三, 影响范围广。此次疫情波及国内所有省市和各个行业, 疫情的广泛影响使得本文研究样本可以分布在全国不同地区和不同行业, 从而保证研究结论的普适性。

基于上述分析, 文章采用 DID (双重差分法) 来研究不确定冲击下企业纵向一体化对企业价值的影响。双重差分模型是一种利用实验组和控制组的数据来估计某种政策的实验效果的准实验设计。根据设定, 本文采取传统 DID 模型, 在模型中 *time* 为时间固定效应, 冲击发生前, 即 2020 年 1 月前取 0; 冲击发生后, 即 2020 年 1 月后取 1。标准的 DID 模型通常设定受到政策影响的样本为实验组, 未受到政策影响的样本为控制组, 通过考察实验组与控制组之间的差别来衡量政策效应。但新冠疫情对所有企业都会产生一定冲击, 因此本文参考钱雪松和方胜(2017)文章中的一刀切 DID 的方法, 该篇文章的研究目的是考察《物权法》出台如何影响企业负债融资, 而《物权法》这种法律政策文件的实施, 会对所有企业均产生影响, 因而按照《物权法》出台前两年企业的固定资产占比均值, 将样本分为最高 1/3、中间 1/3 和最低 1/3 三组, 并将固定资产占比最高的 1/3 界定为对照组, 而将固定资产占比最低的 1/3 界定为处理组。参照此种方法, 本文按照疫情发生之前企业的纵向一体化水平对样本进行分组, 将样本分为最高 1/2 和最低 1/2 三组, 并将一体化指数最高的 1/2 指定为实验组, 纵向一体化指数最低的 1/2 指定为控制组。

据此, 本文将方程设定为:

$$arr_{i,t} = \alpha + \beta * time + \gamma * post + \delta * time * post + \theta * control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$arr_{i,t}$ 表示股票平均收益率, *time* 反映冲击发生的时间点, 在不考虑交互项的情况下, β 反映新冠疫情对于股票平均收益率的影响。*post* 为分组变量, 反映不同企业的纵向一体化水平, 在不考虑交互项的情况下, γ 反映企业纵向一体化水平对股票平均收益率的影响。 δ 则反映在纵向一体化的作用下, 新冠疫情对股票平均收益率的影响变化, 反映了企业纵向一体化水平对企业价值的影响, 是本文研究的核心系数。 $control_{i,t}$ 代表控制变量。各变量详细描述可见表 1。

Table 1. Explanation and computation of variables

表 1. 变量含义与计算方法

变量符号	变量名称	变量描述
$arr_{i,t}$	股票平均收益率	企业个体每月的平均股票收益率
$adjvas$	修正的 vas 指数	企业纵向一体化水平
<i>time</i>	时间趋势变量	冲击发生前, 即 2020 年 1 月前, 取 0; 冲击发生后, 即 2020 年 1 月后取 1
<i>post</i>	分组变量	$adjvas$ 大于其平均值为实验组, 取 1; $adjvas$ 小于其平均值为控制组, 取 0
$time*post$	个体变量交互项	表示分组变量与冲击发生时点的交乘项
<i>people</i>	企业员工人数	企业当年度的员工数量取对数
<i>stock</i>	企业固定资产	企业当年度固定资产数量取对数

4. 实证分析

4.1. 描述性统计

表 2 报告了文中主要变量的描述性统计。由表可见, $arr_{i,t}$ 的均值为 -0.0036, 标准差为 2.46, 这意味着在新冠疫情冲击发生后, 企业在时间窗口期内的整体股票平均收益率为负, 说明疫情在短期内对资本

市场造成了负面影响, 但是由最大值(12.05)与最小值(-8.50)之间的差异可以看出疫情冲击的市场反应在不同公司间存在较大差异。*adjvas* 的均值为 0.47, 标准差为 0.06。

Table 2. Descriptive statistics

表 2. 描述性统计

变量符号	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
<i>arr_{it}</i>	2032	-0.0036	2.46	-8.50	12.05
<i>adjvas</i>	2032	0.47	0.06	0.33	0.94
<i>people</i>	2032	10.57	1.26	3.61	13.07
<i>stock</i>	2032	23.98	1.49	20.11	27.28

4.2. 主要回归结果

表 3 报告了企业纵向一体化水平对疫情冲击下公司价值的影响。其中 3 列均以股票平均收益率作为被解释变量, 第(1)列没有加入其他控制变量, 并且未控制固定效应; 第(2)列加入了其他控制变量; 第(3)列即加入了其他控制变量也对固定效应进行了控制。结果显示, 未加入控制变量和控制固定效应的系数在 5%的水平下显著为负(对应 t 值为-2.07), 加入控制变量和对固定效应进行控制后的系数在 1%的水平下显著为负(对应 t 值为-3.33)。总体而言, 纵向一体化水平较高的企业, 在疫情发生的初期, 其企业价值可能会遭受到更大的冲击, 验证了假设 H1b。

Table 3. DID regression results

表 3. DID 回归结果

因变量: <i>arr</i>	(1)	(2)	(3)
<i>time*post</i>	-0.36** (-2.07)	-0.46*** (-2.62)	-0.88*** (-3.33)
控制变量	否	是	是
固定效应	否	否	是
<i>N</i>	2032	2032	2032
Adj.R ²	0.0042	0.026	0.021

本文结论与袁淳等(2022)文章中结果出现明显不同, 袁淳等(2022)认为在疫情带来的不确定冲击下纵向一体化水平对公司价值具有正面影响的特点。产生此差异的原因主要由以下几点:

1) 变量选取范围不一致。本文样本来源于沪深 300 指数中上市公司, 相较于沪深 A 股所有上市公司样本, 沪深 300 指数中公司是按照特定方法选出的经营状况良好、无违法违规事件、财务报告无重大问题、证券价格无明显异常波动或市场操纵的公司。因此, 入选公司股价的变动更能够反映不确定冲击对公司价值所带来的直接影响;

2) 衡量公司价值指标不一致。袁淳等(2022)采用累计超额收益率来作为衡量企业价值的指标。累计超额收益率反映事件本身对投资者和市场带来的反映。如果超额收益率为正, 代表投资者认为事件本身会增强对企业未来的预期; 反之, 则会减少对企业未来的预期。而投资者对某一事件作出反应通常需要一定的事件, 因而会存在一个滞后的效应。

4.3. 平行趋势检验

平行趋势假设为进行双重差分法必须要满足的一个条件。平行趋势假设指的是实验组和对照组在没

有干预的情况下, 结果的趋势是一样的。即在不干预的情况下, 前后两个时间点实验组与对照组的差值一致。

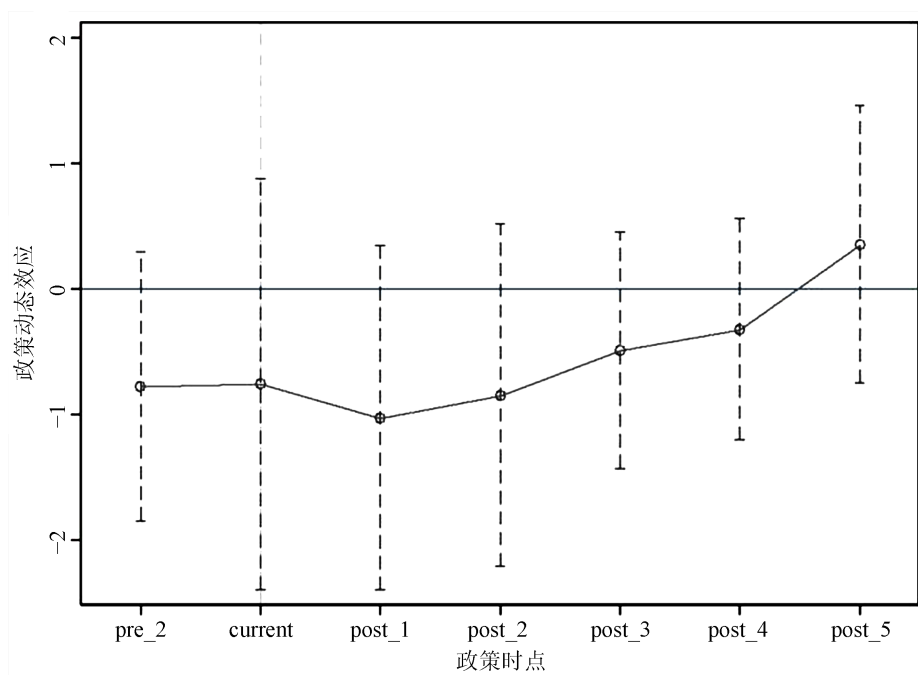


Figure 1. The parallel trend assumption

图 1. 平行趋势检验

由图 1 可看出, 交互项的系数在冲击发生前并不显著异于 0 (95%的置信区间包含了 0 值), 说明冲击发生前处理组和控制组质检不存在显著差异, 满足平行趋势假设。在冲击发生后一年, 系数有一个明显下降的趋势, 说明冲击发生一个月内产生了负效应。但随着疫情的控制, 这一负效应逐渐消失。

5. 结论与建议

利用新冠疫情爆发这一外生时间冲击, 本文利用 254 个企业的样本数据, 考察了当不确定性提高时, 纵向一体化是否能够维持企业价值的稳定。具体地, 采用双重差分法, 分析企业纵向一体化水平对疫情窗口期内股票平均收益率的影响。研究发现, 企业纵向一体化水平对疫情窗口期内平均股票收益率存在负面影响, 这可能是因为纵向一体化水平较高的企业通常体量会比较大, 在面临不确定冲击时, 市场和投资者可能会因为担心企业因为现金流等周转问题, 降低对企业的预期, 并且由于股票平均收益率是一个及时性较强的指标, 企业价值的变动能够较为迅速的反映出来。但是, 在冲击的影响减弱后, 纵向一体化能够让企业价值较为迅速地回到正常水平, 因为当冲击窗口期过后, 纵向一体化程度较高的企业能够较为迅速地协调生产中各个环节, 使得生产能够在短时间内回到正常水平, 无需承受再次与其他上游或下游交易对象进行协商所产生的一系列交易成本。

本文的研究有如下启示。首先, 企业自身要不断完善治理水平, 纵向一体化水平较高的企业本身拥有较为完善的供应链, 虽然冲击在短期内可能会对企业价值有一定的影响, 但是企业只要能够合理的管控内部交易成本, 给予市场和投资者良性的反馈, 就能够促进企业充分发挥其在不确定性适应和交易成本规避方面的优势; 其次, 在当前国际形势高度不确定的环境下, 我国应该不断完善国内产业链, 促进国内大循环, 避免因国外疫情再次严重对我国企业造成的冲击。

参考文献

- [1] (英) A.斯密. 国民财富的性质和原因的研究[M]. 上海: 商务印书馆, 1972.
- [2] Porter, M. (1980) *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. Free Press, New York, 37-38.
- [3] Williamson, O.E. (1991) *Comparative Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives*. *Administrative Science Quarterly*, **36**, 269-296. <https://doi.org/10.2307/2393356>
- [4] 刘洋. 纵向一体化理论述评[J]. 华南理工大学学报(社会科学版), 2002, 4(1): 41-45. <https://doi.org/10.19366/j.cnki.1009-055x.2002.01.009>
- [5] 周勤. 纵向一体化测度理论评介[J]. 经济学动态, 2002(1): 79-83.
- [6] 吴利华, 周勤, 杨家兵. 钢铁行业上市公司纵向整合与企业绩效关系实证研究——中国钢铁行业集中度下降的一个分析视角[J]. 中国工业经济, 2008(5): 57-66. <https://doi.org/10.19581/j.cnki.ciejjournal.2008.05.006>
- [7] Coase, R.H. (1937) *The Nature of the Firm*. *Economica*, **4**, 386-405. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x>
- [8] Williamson, O.E. (1979) *Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations*. *The Journal of Law and Economics*, **22**, 233-261. <https://doi.org/10.1086/466942>
- [9] 艾青. 纵向一体化动因理论以及对投资决策的影响研究[J]. 管理世界, 2004(10): 136-137. <https://doi.org/10.19744/j.cnki.11-1235/f.2004.10.018>
- [10] 李昕欣, 李果, 陈晨. 资产专用性、纵向一体化与企业绩效——基于经验数据分析[J]. 会计之友, 2018(4): 131-137.
- [11] 徐斌. 纵向一体化选择的动因: 理论与模型[J]. 经济问题探索, 2010(1): 60-63.
- [12] 郑鸣, 林潘颖. 我国商业银行价值创造能力研究——基于 EVA 的实证研究[J]. 厦门大学学报(哲学社会科学版), 2006(5): 113-121.
- [13] 谢喻江. 基于 EVA 的成产期高新技术企业价值评估[J]. 财会通讯, 2017(5): 7-11. <https://doi.org/10.16144/j.cnki.issn1002-8072.2017.05.002>
- [14] 袁淳, 耿春晓, 孙健, 崔怀谷. 不确定性冲击下纵向一体化与企业价值——来自新冠疫情的自然实验证据[J]. 经济学(季刊), 2022, 22(2): 633-652. <https://doi.org/10.13821/j.cnki.ceq.2022.02.14>
- [15] 杨宜, 李建伟, 张彦, 孙莉. 新冠肺炎疫情冲击下中国民营企业韧性的实证研究——基于融资约束的视角[J]. 北京联合大学学报(人文社会科学版), 2021, 19(4): 64-75. <https://doi.org/10.16255/j.cnki.11-5117c.2021.0053>
- [16] Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1997) *A Survey of Corporate Governance*. *The Journal of Finance*, **52**, 737-783. <https://doi.org/10.2307/2329497>
- [17] Buzzell, R.D. (1983) *Is Vertical Integration Profitable*. *Harvard Business Review*.
- [18] 范子英, 彭飞. “营改增”的减税效应和分工效应: 基于产业互联的视角[J]. 经济研究, 2017, 52(2): 82-95.