

并购对价与融资方式决策研究丛书

管理者过度自信与企业并购行为研究

Research on Managerial Overconfidence and M&As

杨超 著

 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press



并购对价与融资方式决策研究丛书

管理者过度自信与企业并购行为研究

Research on Managerial Overconfidence and M&As

杨超 著

 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

大连

图书在版编目 (CIP) 数据

管理者过度自信与企业并购行为研究 / 杨超著. —大连 :
东北财经大学出版社, 2017.7

(并购对价与融资方式决策研究丛书)

ISBN 978-7-5654-2777-0

I. 管… II. 杨… III. 企业兼并-研究 IV. F271.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 116123 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连图腾彩色印刷有限公司印刷 东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 170mm×240mm 字数: 171 千字 印张: 11.75 插页: 1

2017 年 7 月第 1 版

2017 年 7 月第 1 次印刷

责任编辑: 李智慧 曲以欢

责任校对: 那 欣

封面设计: 张智波

版式设计: 钟福建

定价: 40.00 元

教学支持 售后服务 联系电话: (0411) 84710309

版权所有 侵权必究 举报电话: (0411) 84710523

如有印装质量问题, 请联系营销部: (0411) 84710711

本书系国家自然科学基金项目
(71172120) 的重要成果之一，感谢国家
自然科学基金委员会的资助！

人们并非是控制思维的超人，实际上，我们会犯错，并且可能会一直犯同样的错误，即我们的行为与非理性行为偏差有关，在生活和工作中，我们可能会认为直觉和偏好可靠，并通常认为这种自信是正当合理的。我们经常在自己出现失误的时候还信心满满，并且往往在人生最辉煌的时候，我们很难对自己的信念和需求产生怀疑，即越是在最需要质疑自己的时候越难以做到。Kahneman、Slovic 和 Tversky 在其著的《不确定下的判断：启发式与偏差》一书中对人的决策过程进行了描述：“当面对未来的不确定性事件时，人们的判断和决策往往受到心理因素的影响而产生认知偏差。”对于企业管理者而言，在进行企业的经营决策时，尤其是在企业并购决策的过程中，需要处理复杂的决策环境以及评估大量的不确定因素的概率和不确定数量的价值，此时，具有“英雄主义”色彩、其魅力表现包含“自信”的管理者会倾向于在决策中表现出过度自信的自我认知偏差。这种认知偏差会使管理者将企业的成功归因于自己的能力与学识，而忽略机遇和外部力量的作用，往往将失败归咎于外部因素。由于认知偏差导致其过度自信从而做出不当的管理与财务决策，管理者的非理性行为导致的这种次优决策是无法像代理问题那样可以通过设计激励机制而消除的。

近 20 年来，在全世界范围内的不同行

业中，并购行为在持续而频繁地进行着，而对于并购能否产生协同效应、是否为收购公司的股东创造价值这些问题，学者们大量的研究表明，大多数的并购活动并未使收购公司的股东财富增加，甚至是损害了收购公司股东的价值。既然大多数并购活动是失败的，为何并购行为却大量、频繁地发生？学者们从管理者选择并购的动机进行研究。目前关于管理者选择并购动机的研究主要有三个方面：第一种动机是并购活动能够创造 $1+1>2$ 的协同效应，使并购后的公司所创造的价值超过之前收购公司与目标公司各自创造的价值之和。第二种动机的产生是由于控制权与所有权的两权分离，代理人与委托人之间产生的代理冲突。代理人可能出于一己之私的理性考虑，为了追求个人的利益最大化而以牺牲公司股东的利益为代价。第三种动机是收购公司管理者的过度自信。学者们认为由于收购公司管理者的“自以为是”，他们常常会高估自己的管理与经营能力，高估并购所产生的协同效应，低估并购活动本身所存在的风险，从而对并购项目做出错误的估值，导致损害收购公司股东的价值。

本书在行为财务学理论的基本框架下，通过理论分析，以中国上市公司为研究对象，结合我国特殊的制度环境，用统一的过度自信衡量指标，将影响管理者过度自信程度的因素分别置于并购发生的选择、并购特征以及所引起的并购经济后果中进行实证检验，并试图理清管理者过度自信是如何影响并购行为以及并购所产生的经济后果。本书在以下三方面做出了创新性的探索：

第一，既有的关于并购决策的研究中，或只对管理者是否选择并购进行分析，将仅发生一次的并购与频繁发起并购的管理者的行为趋同，因此，为了能够充分体现频繁发起并购活动的管理者的行为的差异性，避免低估管理者过度自信并购的动因，本书在是否选择并购的基础上，对高频并购的发生也进行了一定程度的探索。

第二，深入地对并购价值创造产生影响的并购特征（包括对价方式、并购溢价）进行研究。由于任何的并购交易都离不开支付，收购公司只有通过支付才能完成目标公司控制权的转移；同时，对于目标公司而言，只有当并购价值大于其内在价值与需要的溢价程度时才愿意出让控制权，而由于信息不对称，收购公司管理者可能会由于高估并购所产生的收

益、低估潜在的风险而支付过高溢价。基于以上原因，本书在研究的设计中，特将并购特征的对价方式与并购溢价分别与管理者过度自信进行了分析，更深入地了解过度自信管理者对并购特征的影响。

第三，本书结合我国特殊的制度环境，将影响管理者过度自信程度的因素分别置于并购发生的选择、并购特征以及并购绩效中进行实证检验，并试图理清管理者过度自信是如何影响并购的选择、并购的特征以及并购产生的经济后果。

本书为经济学分析现实世界的资本市场提供了一种全新的视角和进行实证检验的基本框架，旨在使人们意识到自己的非理性行为。明确在企业并购的行为中，何时人们的决策会出错，为何有时目标难以达成，为何有时良好的初衷会导致不如愿的结果，以此反思中国企业的管理者如何改善其在公司决策中的非理性行为偏差——过度自信，从而提升发现和理解非理性行为的能力，进行正确判断，从而有效地干预行为偏差，减少错误的判断和决策并降低其经常造成的损失。中国企业的管理之路需要经过更长时间的探索，期望本书的研究角度与研究方法能够成为一个良好的借鉴范本，使人们学会从行为经济学的角度看待公司决策问题，使中国企业的管理者从他人的经验中受到启迪。

刘淑莲

2017年1月

最近，我在网上书店搜索与“并购”相关的书籍，在几秒钟内找到了超过1 350部参考书，实际上，市面上有更多关于并购的书籍，而我编写本书的初衷是因为这些书籍中较少有从公司管理者的非理性行为特征角度对公司的并购行为问题进行探讨，既往图书多从传统经济学的理性“经济人”的代理理论出发，对并购项目的发生进行研究。

一般而言，作为企业的管理者，或者说高层经理人，甚至是领导者，需要具有鲜明而突出的个人能力，换言之，管理者需要将自身的智慧、知识、技能、经验和优良的工作行为带入公司的日常经营管理活动中。因此，管理者的性格特征能够决定企业的资源配置，能够有效地影响企业的经营管理，从而使企业打上具有和决策者一样性格特征的烙印。企业如何从管理者的个人领导风格与智慧上去选择适合的发展策略则是企业制胜与永续经营的关键。

在被躁动的市场气氛、不可阻挡的冲动以及极端的、未知的、不可能的事件主宰着的并购活动中，如果管理者性情乐观，那么他会倾向于夸大自己对并购事件的预测能力，管理者往往会认为自己是赌博转盘中的幸运儿，会对自己的判断过度自信，高估自己成功的概率，因此他们通常会对并购中的风险估计产生偏差，即使他们的并购决策并不谨慎，但过度自信的管理者会认为自己是谨慎的，他们会保持

着这种过度自信的积极乐观的心态,广泛搜集与并购相关的信息,鼓舞下属的士气,进而增加并购为企业创造价值的机会。然而,过度自信这种非理性行为却是一把双刃剑,过度自信会使管理者们在并购决策中受益,但同时也会伴随着潜在的高风险。因为,过度自信的管理者也会倾向于在并购中做出次优决策,或是做出的决策导致收购公司价值受到损害,最终产生昂贵的决策成本,而由于管理者的非理性行为导致的这种次优决策是无法像代理问题那样可以通过设计激励机制而消除的。因此,我们不禁疑虑:在实际的商业社会中,有着良好初衷的管理者是否能为公司的并购带来完美的结局?我国在过去的10多个年头中,上市公司的管理者沉浸在并购的热情中,但最终并购为收购公司带来了多少收获?基于上述分析,本书对我国2004—2012年上市公司的并购事件进行研究,期望能够通过分析管理者的认知偏差——过度自信对并购行为的影响,深入理解管理者并购行为的动机,进而分析过度自信管理者发起的并购活动所产生的经济后果。

2

本书共分为八章。第1章,主要交代本书的选题背景及研究意义、研究目标和内容、技术路线和研究方法以及创新之处。第2章,通过对已有的基于传统理性假设的企业并购行为的文献回顾,提出管理者非理性能够帮助解释并购的“异象”以及所忽略的“人”的因素,从而提出基于管理者非理性假设的企业并购行为。第3章,立足于我国上市公司特有的制度背景以及我国上市公司管理者的行为特征,对上市公司并购的交易特征等进行分析,从而剖析我国上市公司并购行为的主要特征。第4章,深入研究企业的并购决策、企业的交易特征以及并购后公司绩效,以明确管理者过度自信如何对公司并购行为产生影响以及其影响程度,为后续的实证研究打下理论基础。第5章,探究管理者过度自信是否能够驱动公司并购行为的发生以及对并购频率的影响。第6章,主要从管理者过度自信对并购特征影响的角度(并购的对价方式与并购溢价程度)来分别研究管理者过度自信与其相关性,从而更好地理解管理者过度自信对并购特征的影响。第7章,通过对管理者过度自信与并购绩效的探讨,更好地认识市场对过度自信管理者施行的并购的反应。第8章,根据理论分析和实证检验的结果总结归纳本书的主要研究结论。

前 言

本书通过实证研究的结论，结合我国的现实情况，从公司层面提出建议，希望能够有助于探索人们的过度自信心理产生的缘由，从而帮助管理者在进行决策时有意识地控制非理性冲动所带来的负面效应，改善决策质量，做出更优决策，从而帮助公司更好地经营管理，实现公司价值的增加。

希望将本人对该研究的热爱通过本书的实证分析以飨读者。

作者

2017年2月

第1章 绪 论/1

- 1.1 选题背景及研究意义/1
- 1.2 相关概念的界定/7
- 1.3 研究目标和研究内容/14
- 1.4 技术路线和研究方法/16
- 1.5 本书的主要创新/19

第2章 文献回顾与述评/20

- 2.1 基于理性假设的并购行为/20
- 2.2 基于非理性假设的并购行为/23
- 2.3 文献评述/43

第3章 制度背景分析/45

- 3.1 上市公司并购的环境/45
- 3.2 上市公司并购的交易特征/46
- 3.3 收购公司的企业特征/54
- 3.4 收购公司管理者过度自信的行为特征/56
- 3.5 本章小结/57

第4章 管理者过度自信对并购行为影响的理论分析/58

- 4.1 前景理论/59
- 4.2 高层阶梯理论/62
- 4.3 自我归因偏差理论/64
- 4.4 控制幻觉理论/65
- 4.5 本章小结/66

第5章 管理者过度自信与并购决策的实证分析/68

- 5.1 管理者过度自信与并购选择/68

5.2 管理者过度自信与并购频率/85

5.3 本章小结/100

第6章 管理者过度自信与并购特征的实证分析/102

6.1 管理者过度自信与并购对价方式/102

6.2 管理者过度自信与并购溢价/120

6.3 本章小结/137

第7章 管理者过度自信与并购绩效的实证分析/139

7.1 并购绩效的理论分析与研究假设/139

7.2 并购绩效的样本选择与数据来源/140

7.3 并购绩效的变量定义与模型构建/141

7.4 并购绩效的实证检验与结果分析/148

7.5 本章小结/156

第8章 研究结论与政策建议/157

8.1 研究结论/157

8.2 政策建议/158

主要参考文献/162

索 引/173

后 记/174

第 1 章

绪 论

1.1 选题背景及研究意义

1.1.1 选题背景

企业在发展过程中遭遇瓶颈的重要原因之一是创新能力的匮乏，而并购是企业对技术、市场、人才以及其他资源整合的创新过程，使企业能够获取新的市场竞争力，迅速开拓经营领域。因此并购是企业发展壮大的必然途径，也是企业适应经济发展的自我调整。著名的经济学家、诺贝尔经济学奖获得者 Stigler 曾说，世界上著名的大企业没有哪家不是在某种程度上以某种方式，通过并购等资本运营手段而发展起来的，同时也没有哪家是完全通过内部积累发展起来的。

自 2001 年中国加入 WTO 以来，中国上市企业并购市场的平均交易规模由 2004 年的 1.558 亿美元增至 2012 年的 2.764 亿美元，累计增幅达 77.41%。根据清科研究中心 2011 年度的数据显示，仅 2011 年中国并购市场上发生的交易次数多达 1 157 次，并购交易总额达到 669.18 亿美元。在这 11 年间中国企业沉浸在并购的热潮中。

并购的初衷是通过收购目标公司，使收购公司获得并购后的协同效

应，为企业创造价值，然而，实际商业社会中的并购活动是否使企业获得了预期的协同效应？收购公司是否成为并购的赢家？

美国《商业周刊》关于并购的经济后果的研究发现，发生并购的企业中75%是完全失败的。麦肯锡咨询公司曾以1986年的财务资料为分析依据，对1972—1983年期间《财富》500强和《金融时报》250强企业进行的116项收购案例进行统计分析，结果显示：23%的企业通过并购创造了价值，61%的企业以失败告终，16%的企业成败未定；并且企业收购的规模越大，成功的概率反而越小。Agrawal（2000）的研究提出“并购后绩效之谜”，随后，我国诸位学者也提出中国上市公司同样存在“收购公司股东绩效之谜”（张新，2003；郝颖、刘星和林朝南，2005；巫和懋、张晓明，2009等），也就是说，公司的并购活动并没有为收购公司股东创造短期财富抑或提升长期绩效，并购行为的大多收益归于目标公司股东，而收购方股东的收益为零或是负值（Tichy，2001；张新，2003；李善民、朱滔，2005；吴超鹏、吴世农和郑方镛，2008；李善民、陈文婷，2010；谢玲红、刘善存和邱苑华，2012；翟爱梅、张晓娇，2012；叶玲、王亚星，2013）。那么，作为企业并购的参与和决策者，管理者为什么还要成为并购的拥趸？管理者们实施并购战略的动机是什么？并购的发生又会为企业带来怎样的结局呢？

学者们一直在探索着企业并购行为的动因，由于观察视角的不同，其中也衍生出具有创新性的不同理论解释。学者们主要基于两种不同的视角进行分析，即理性“经济人”的道德风险行为与非理性人的过度自信认知偏差。

并购行为可看作是由于经营权与所有权的两权分离所产生的管理者与股东间的一种代理问题，管理者可能为了一己私利而去进行会损害公司股东价值的并购项目。Jensen（1986）提出自由现金流理论，他认为并购源于股东与管理者之间的自由现金流量代理成本，管理者存在构建企业帝国的动机。Harford（1999）认为现金持有量较大的公司更容易投资低效率的甚至可能会减损收购公司股东价值的并购项目。Shleifer和Vishny（1989）提出的堑壕理论认为，管理者选择的并购项目可能只是为了稳固自己的职位，因而仅投资于那些适合自身能力而非为公司创造价值的并购

项目,并且在并购过程中会倾向支付过高的并购溢价从而造成公司股东价值减损。

理性“经济人”的理论分析了管理者选择并购的动因以及并购导致收购公司股东财富遭受减损的经济后果,但是对于经济社会中所存在的大多数的心怀为股东创造最大化价值的良好初衷、怀揣发展壮大公司美好梦想的管理者所发起的并购最终却会损害收购公司股东财富的缘由仍然无法给予解答。近年来,行为经济学家从管理者的认知偏差-过度自信的全新角度为以上困惑进行了较为完善的诠释。Roll (1986)首次运用行为经济学的“自大假说”,用管理者的非理性行为来解释失败的并购的发生动因,并将并购的“接管竞赛”与“赢者诅咒”相联系来进行研究。随后, Hayward和Hambrick (1997)实证检验表明,管理者的过度自信确实导致收购公司在并购支付过程中的过高溢价,并且股东财富所受到的损失与管理者过度自信水平正相关。Shefrin (2006)指出,即使市场对并购的反应消极,过度自信和过度乐观的管理者仍会继续发起并购事件。Malmendier和Tate (2008)认为,管理者的过度自信确实会影响企业的并购行为,他们过高地估计自身能力而导致在并购中支付了较高的溢价,由此导致公司价值的巨大减损。Malmendier和Tate (2011)的研究中同样提出,由于过度自信认知偏差的存在,管理者会过高估计其所做出的投资决策在未来所产生的平均收益水平。全球的并购活动如火如荼地进行着,管理者乐此不疲地加入一波又一波的并购浪潮中,他们怀着良好地初衷,在躁动的市场气氛、不可阻挡的冲动以及恶意竞价的刺激下走上并购这条实现成长但是需要承担高成本与高风险之路,管理者善意的初衷是否会给公司的并购带来完美的结局?在我国过去的10多个年头中,上市公司的管理者沉浸在并购的热情中,但最终并购为收购公司带来了多少收获?正如钱颖一 (2010)所言,过去的十年是中国企业发展的黄金10年,更是中国企业家成熟的10年,但是我们也遇到了前所未有的诸多困惑,此时,从历史中学习是一个重要的方法。本书基于我国2004—2012年上市公司的并购事件进行研究,以期能够通过与管理者的过度自信认知偏差对并购行为影响的研究深入理解管理者并购行为的动机,进而分析过度自信管理者发起的并购活动所产生的经济后果:(1)本书在既往学者的研究基础上,结合

中国商业经济现实,用统一的管理者过度自信衡量指标对管理者的并购决策与“频繁并购”的偏好进行区分研究,并基于心理学、行为财务学原理以及中国上市公司并购市场的现实情况,构建相对合理的管理者过度自信衡量指标。本书在对过度自信管理者是否选择并购的研究基础上,用统一的过度自信衡量指标对其进行的“频繁并购”行为进行探讨,以此充分体现频繁发起并购活动的管理者并购行为的特异性。运用相对合理的管理者过度自信衡量指标对高频并购的发生进行一定程度的探索,深入了解管理者过度自信对并购行为的影响程度。本书的研究发现,使用的过度自信衡量指标对过度自信管理者的频繁并购行为的解释具有一定程度的合理性和可行性。因而,本书从频繁发起并购的角度对过度自信管理者并购的动因提供了有益的补充与参考。(2) 本书借鉴 Moeller 等(2004)的研究观点,同时对可能影响并购价值创造的并购特征(并购对价方式、并购溢价),从管理者过度自信的认知偏差角度进行分析。由于任何的并购交易都离不开支付,收购公司只有通过支付对价方式才能完成目标公司控制权的转移;同时,对于目标公司而言,只有当并购价值大于其内在价值与需要的溢价程度时才愿意出让控制权,而由于信息不对称,收购公司管理者可能会由于高估并购所产生的收益、低估潜在的风险而支付过高溢价。基于以上原因,本书在中国上市公司的并购行为框架下,剖析可能存在过度自信的管理者对并购的对价方式、企业资本的利用效率、并购支付的溢价程度等的决策选择,为行为财务学理论研究框架的构建做出了有益的尝试,拓展并购行为的研究路径,为将来的行为财务学研究提供可借鉴的清晰思路。(3) 本书验证了行为财务学理论,从管理者过度自信的角度,对处于新兴与转轨资本市场中的中国上市公司的并购行为提供有益的研究证据。本书结合我国特殊的制度环境,用统一的过度自信衡量指标,将影响管理者过度自信程度的因素分别置于并购发生的选择、并购特征以及所引起并购绩效中进行实证检验,并试图理清管理者过度自信是如何影响并购行为以及并购所产生的经济后果。本书丰富了行为财务学的研究内容,同时也为经济转轨时期的中国上市公司的财务决策提供了新的研究思路与分析方法。

1.1.2 研究意义

“水能载舟，亦能覆舟”，并购亦如此。如何使管理者善用并购为企业创造价值，即帮助管理者在其实施的并购活动中实现预先设想的协同效应是值得我们深思与研究的问题。本研究以过度自信的管理者对上市公司并购活动的影响为切入点，通过构建影响管理者过度自信水平的个人特质、外因环境等因素与公司并购行为间关系的模型，深入地剖析与更好地理解管理者的过度自信对公司并购行为的影响。本书具有如下研究意义：

1) 理论意义

(1) 本书借鉴公司行为财务学的研究模式，从管理者非理性的视角，通过理论与实证检验探寻了管理者过度自信与公司并购行为选择、并购特征间的关系，并同时分析其对并购经济后果的影响，运用更贴近经济现实的理论假设，采用计量经济学和统计学等学科的研究方法，对以上的研究内容进行综合分析，从而增强研究结论的可靠性。从行为经济学的角度试对传统的并购理论难以解释的“异象”进行分析，从而丰富了公司财务理论的研究内容。

(2) 本书通过对管理者过度自信与公司并购行为的研究，将研究的切入点从传统的管理者“理性人”假设拓展到更符合经济现实的“非理性人”所存在的过度自信认知偏差，这种分析角度既符合公司财务学的发展需要，也能够为公司的行为财务理论研究提供新的经验证据；为中国上市公司的并购行为研究提供不同的研究思路；为管理者非理性行为中的其他行为方式（如自我归因、锚定效应、禀赋效应等）的研究奠定理论与经验基础；为我国上市公司的其他非理性投资行为（如多元化投资、恶性增资、投资不足等）、公司资本结构选择以及公司治理效率等相关研究提供理论依据。

(3) 行为财务学的研究源于西方的学术界，既有大量的研究成果几乎都是针对相对成熟的西方资本市场中所存在的各种异象进行分析而来的，那么西方学者得出的这些理论是否对中国资本市场的经济行为具有解释力？我国的资本市场中由于大部分的上市公司是由国有企业改制而来的，