

# 公司治理评论

REVIEW OF CORPORATE GOVERNANCE

第9卷 第2辑 2017年12月 Vol.9 No.2 Dec. 2017

主 编：李维安

副主编：武立东

王世权

李建标

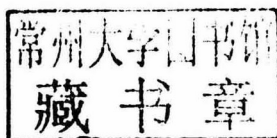
# 公司治理评论

REVIEW OF CORPORATE GOVERNANCE

2017年 第9卷 第2辑

主 编:李维安

副主编:武立东 王世权 李建标



## 图书在版编目 (CIP) 数据

公司治理评论. 第9卷. 第2辑 / 李维安主编. -- 北京: 经济日报出版社, 2019. 5

ISBN 978-7-5196-0532-2

I. ①公… II. ①李… III. ①公司-企业管理-文集  
IV. ①F276.6-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 080320 号

### 公司治理评论. 第9卷. 第2辑

---

主 编	李维安
责任编辑	陈礼瀚
责任校对	杨欣萌
出版发行	经济日报出版社
社 址	北京市西城区白纸坊东街 2 号 A 座综合楼 710
邮政编码	100054
电 话	010-63567684 (总编室) 010-63538621 63567692 (发行部)
网 址	www.edpbook.com.cn
E-mail	edpbook@sina.com
经 销	全国新华书店
印 刷	北京建宏印刷有限公司
开 本	710×1000 毫米 1/16
印 张	6.625
字 数	122 千字
版 次	2019 年 5 月第一版
印 次	2019 年 5 月第一次印刷
书 号	ISBN 978-7-5196-0532-2
定 价	28.00 元

---

版权所有 盗版必究 印装有误 负责调换

## 目 录

- 合法性缺失视角下目标企业CEO变更与国际并购绩效——基于中国上市公司的实证研究  
(张宁宁 杜晓君 张泓) .....(1)
- 金融中介机构声誉对创业板IPO定价效率的影响研究  
(李笑冲 李延喜 史金艳) .....(23)
- 国有企业反腐与公司治理完善——基于中央巡视组公告的事件研究  
(齐岳 孙博 廖科智) .....(37)
- 基于产业集群知识管理平台的产业集群研发团队组建治理研究  
(阚双 郭伏 李甲翔 齐浩天 金晓敏) .....(55)
- 境外机构投资者持股与城商行贷款行为研究  
(张耀伟 刘思琪 曾玲) .....(72)
- 组织间关系网络对创新能力的影响研究——考虑二元式学习的中介作用  
(辛冲 李蕊) .....(91)

CONTENTS

**Target Enterprise CEO Changes with International M&A Performance in the Perspective of Lacking Legitimacy:**

Empirical Research based on Chinese Listed Companies

(Zhang Ningning Du Xiaojun Zhang Hong) .....(1)

**Reputation of Financial Intermediations and IPO Pricing Efficiency of GEM Company**

(Li Xiaochong Li Yanxi Shi Jinyan) .....(23)

**State-owned Enterprises' Anti-corruption and Improvement of Corporate Governance :**

Based on the Event Research Announced by Central Inspection Team

(Qi Yue Sun Bo Liao Kezhi) .....(37)

**R&D Team-members Selecting Based on the O-K Industrial Cluster Knowledge Super-network**

(Kan Shuang Guo Fu Li Jiayang Qi Haotian Jin Xiaomin) .....(55)

**A Study on Foreign Institutional Investors' Shareholding and City Commercial Bank's Loan Behavior**

(Zhang Yaowei Liu Siqi Zeng Ling) .....(72)

**Research on the Impact of Inter-organizational Relationships Network on Innovation Capability:**

Consedering the Mediating Effect of Ambidextrous Learning

(Xin Chong Li Rui) .....(91)

# 合法性缺失视角下目标企业CEO变更与 国际并购绩效

——基于中国上市公司的实证研究<sup>①</sup>

张宁宁<sup>1</sup> 杜晓君<sup>2</sup> 张 泓<sup>2</sup>

(1 山东大学经济学院, 济南 250100; 2 东北大学工商管理学院, 沈阳 110169)

**摘要:**目前关于CEO变更对企业经营绩效的影响结果学者们并未达成一致结论。基于此,在主并企业与东道国目标企业之间存在信息不对称的背景下,从合法性缺失视角出发,分析目标企业CEO变更对跨国企业国际并购绩效的影响,探索东道国制度质量、主并企业文化强度的调节作用,构建目标企业CEO变更与跨国企业国际并购绩效的概念模型。以2008—2012期间发生CEO变更的中国上市公司并购案为研究样本,利用逐步线性回归的方法进行实证研究。研究结果表明,目标企业CEO变更与跨国企业国际并购绩效之间是负相关关系,主并企业的文化强度则会加强两者之间的负相关关系。

**关键词:**CEO变更;国际并购绩效;信息不对称;合法性缺失;文化强度

## 一、引言

国际并购是企业迅速获得市场资源和实现海外扩张的重要方式。近年来以中国为代表的新兴经济体的国际并购规模和数量不断增长,然而,由于国家间在语言、文化、商业实践方面的巨大差异使得成功完成国际并购整合并非易事。事实上,中国企业跨国并购的总体成功率并不高,很多企业并购后并未实现预期绩效目标,反而出现绩效下滑现象(Petersen & Pedersen, 2002)。据麦肯锡一项最新研究数据显示,过去20年间,中国有67%的跨国并购失败,仅2008年一年中国企业跨国并购的直接经济损失已超过2000亿

<sup>①</sup> 基金项目:国家社会科学基金重点项目(15AGL006)。

作者简介:张宁宁,山东大学经济学博士研究生;杜晓君,东北大学工商管理学院教授,博士研究生导师;张泓,东北大学工商管理学院硕士研究生。

元。对于中国企业海外并购失败的主要原因体现在并购后人力资源的配置问题上,特别是并购后首席执行官(Chief Executive Officer, 以下缩写为CEO)的配置问题。回顾已有关于CEO变更对企业并购绩效的研究,已有研究主要基于交易成本理论、组织学习理论、战略管理理论等研究理论与视角,尚比较缺乏从CEO变更角度分析并购绩效的研究。

已有有关国际并购绩效的研究,大多从并购绩效的影响因素展开研究,但是从企业在并购整合过程中目标企业CEO变更对并购绩效的研究却很少。回顾国内外有关企业CEO变更对企业绩效影响的研究发现,已有研究主要集中在以下理论或视角:一是,交易成本理论,由于国家间存在语言、制度、文化和法律等方面的差异,CEO的变更无疑会加大并购后的风险、投资成本与障碍,对国际并购绩效产生巨大影响。CEO变更会降低组织内部各成员间的非正式信息交流与反馈,降低员工间协调合作的自觉性、工作积极性及组织对外部环境变化的反应能力(Demsetz & Lehn, 1985)。但交易成本理论的学者认为并购后的正式控制有利于企业绩效,可以减少由于信息不对称和机会主义的存在而导致的交易成本的损耗;二是,组织学习理论,该理论领域的学者认为并购后更换高管有利于制定合适的政策、规范和流程,使得知识、信息和技能在组织上下层级之间顺畅流动,进而促进知识的获取和学习效应的增加(Kim & Finkelstein, 2009)。但也有学者对此提出质疑,由于政府、供应商和消费者等利益相关者社会关系网络的存在,目标企业CEO变更会导致这种关系网络的破裂,不利于组织间相互学习,使得被并企业里仍然留下来的管理人员产生对新旧交替、领导风格、企业战略变更等的质疑与不信任,降低企业的管理效率(Krug & Hegarty, 2001);三是,战略管理理论,相关学者从战略观层面认为变更CEO能够使得被收购企业与主并企业在战略上保持一致,降低机会主义风险(Walsh & Ellwood, 1991)。陈健等(2006)通过实证分析上市公司控制权变化后CEO变更和企业绩效之间的关系,发现并购后CEO变更的上市公司绩效明显好于并购后CEO未变更的上市公司绩效。而已有有关并购企业产品组合战略的研究发现,并购后高层管理团队的变更,尤其是CEO的变更,容易使企业流失大量重要价值的人才以及社会资源。并购后CEO的变更会降低企业绩效(Shimizu et al., 2004)。

通过回顾CEO变更与国际并购绩效已有文献发现,尽管学者们已关注到CEO变更对企业绩效的影响,并主要从交易成本理论、组织学习理论、战略管理理论等理论与视角进行了探讨,但就影响结果来说,学者们却并未达成一致意见。且已有研究鲜有从合法性缺失这一视角来考虑CEO变更对国际并购绩效的影响,所以本文试图从合法性缺失这一视角出发,来探讨目标企业CEO变更与跨国企业并购绩效之间的关系,并研究东道国制度质量与主并方企业文化强度对这一关系的调节作用,一方面这对已有研究具有较好的理论补充,丰富了国际并购绩效研究因素的分析视角;另一方面已有研究即使关注到

并购活动中CEO变更对企业经营的影响,也大多以国内并购为研究对象,而且多停留于理论分析阶段,缺乏有力的数据证明,本文从合法性缺失这一视角进行实证研究,提高了CEO变更对国际并购绩效的解释力。

## 二、文献回顾与研究假设

### (一)目标企业CEO变更

跨国企业进入海外市场,因“外来人”的刻板印象而面临着规制合法性、规范合法性和认知合法性的缺失(Johanson & Vahlne, 2009)。这些不同层面的合法性缺失,会阻碍主并企业在东道国获取市场资源,并降低信任度,进而对企业的国际并购绩效造成影响。而并购整合阶段,居于公司科层结构顶端的高层管理人员CEO的变更无疑会加重主并企业在东道国面临的合法性缺失程度(Bigley & Wiersema, 2002),从而不利于绩效提升。已有学者实证研究检验CEO变更和跨国企业绩效的关系,发现并购后CEO变更会降低跨国企业绩效(Shimizu et al., 2004)。CEO作为企业战略决策和信号显示的核心,其改变会对绩效产生影响。具体而言,主要体现在:

一方面,规制、规范合法性的缺失不利于跨国企业获取市场资源和机会,而变更后的CEO会因“外来人”的刻板印象而面临获取市场资源和机会更加困难的情境。资源要素对企业的并购绩效起着显著作用,战略观认为,合法性是一种有助于企业获取其他资源的重要资源,是影响企业绩效的关键因素(Zimmerman & Zeitz, 2002)。在并购整合过程中,由于法律体系完善程度和意识形态等的不同,变更后的CEO在制定或执行战略决策过程中,由于对东道国当地的法律、政策等不熟悉而面临着规制合法性的缺失;在国际并购中,变更后的CEO更多的是代表母国跨国企业的战略意图和意识,对于规范这种隐蔽的行为规范或价值观,成长于母国环境的跨国企业难以清晰明确地感知和理解东道国的社会规范(Pogrebnyakov & Maitland, 2011),因此,CEO的变更同时也会面临着规范合法性的缺失问题。规制、规范合法性的缺失,降低了企业在东道国获取市场资源的能力,不利于绩效提升。

另一方面,认知合法性的缺失会降低跨国企业的可信度,变更后的CEO由于与东道国利益相关者之间存在信息不对称,从而面临认知合法性的缺失。并购整合阶段,变更后的CEO在战略决策过程中,不仅需要专业知识、技能和较高的预见能力,还需要适当的信息(周建和李小青, 2012)。但变更后的CEO往往面临对东道国当地的文化、风俗、经营环境、市场环境等并不了解的情境,彼此间的信息不对称使得变更后的CEO缺少原CEO

在东道国关系网络的嵌入性而遭受“外来人”的刻板印象,从而遭受内外部利益相关者的不信任、排斥甚至歧视,最终导致认知合法性的缺失。合法性是利益相关者对组织行为的一种评价与感知(Bitektine, 2011),合法性的缺失容易使组织被公众认为是非理性与不值得信任的,不利于获取市场资源和机会,进而影响绩效提升。作为企业战略决策的高层管理者,CEO在制定企业可执行的战略决策时,由于面临着信息不对称以及企业决策参与者拥有不同的价值观和利益等问题,往往会引发组织的压制和利益相关者的质疑与不信任,从而带来合法性危机(李雪灵等, 2011),导致合法性缺失进而降低绩效。

实际上,并购后主并双方之间的信息不对称是妨碍并购整合顺利进行以及并购绩效较差的重要因素之一(Hansen, 1987; Faccio & Masulis, 2005),而被并企业CEO的变更无疑会使双方间信息不对称程度更为严重,面临更为严重地合法性缺失,不利于绩效提升甚至降低绩效。作为企业战略决策主体的CEO,其企业战略决策行为需要积极寻求组织内外部利益相关者的认同,形成合法性机制(Oliver, 1997),从而规避绩效的降低。因此,目标企业CEO变更会造成合法性缺失,进而降低国际并购绩效。综上分析,提出以下假设:

假设1:目标企业CEO变更与跨国企业国际并购绩效呈负相关关系。

## (二)东道国制度质量、主并企业文化强度的调节效应

### 1. 东道国制度质量

制度质量是指一国制度水平的高低,良好的制度能够提高政府工作效率,优化资源配置,节约交易时间和交易成本(谢孟军, 2013)。东道国的制度质量越高,意味着该国政治稳定性越高,市场经济体制越完善,法律法规越健全,信息透明度越强。本文将东道国制度质量分为政治制度质量和经济制度质量,且制度质量作为衡量东道国制度环境的指标。制度质量对目标企业CEO变更与绩效之间关系的影响主要体现在以下两个方面:

一方面,政治制度质量是指一个国家的政治治理水平。良好的治理水平可以提高办事效率,为企业发展提供稳定的政治环境。政治制度质量越完善,法律系统越有效、公平、透明,由于信息不对称而产生的机会主义、腐败、寻租等现象就会减少,交易成本及经济负担也会降低(潘镇等, 2008)。已有研究认为只有一个国家建立可靠、有效的信息披露,才能减少跨国公司在东道国面临的信息不对称,才能赢得东道国利益相关者的认同和支持,进而获得合法性增加绩效。完善的制度质量可以使变更后的CEO在制定战略决策时更加有效地遵守东道国当地的法律、规章制度,从而做出合理有效的战略决策,使利

益相关者的利益得到保障并得到信任与认可,从而积极主动地赢得规制、规范合法性,使绩效得到提升。

另一方面,经济制度质量表示一个国家的市场经营环境。经济制度质量越高,代表东道国的市场机制越完善、企业间的信任度越高、社会关系网络越健全(祁春凌和邹超,2013)。东道国利益相关者由于对目标企业变更后的CEO拥有较少的信息,会采用“外来人”的刻板式判断,这会使得目标企业CEO将遭受不信任、不公平甚至歧视待遇,造成认知合法性缺失,不利于绩效提升。但在完善的市场交易机制下,新任CEO可以依托健全的制度快速建立信任机制和嵌入完善的社会网络中,从而获得利益相关者的认同、支持与信任,获得合法性。因此,制度质量可以弱化由于CEO变更而产生的合法性缺失甚至绩效降低的问题。

由于东道国对目标企业变更后的CEO了解的信息很少,容易产生怀疑与不信任,造成合法性缺失,不利于并购绩效提升。而良好的东道国制度质量可以使新上任的目标企业CEO迅速适应东道国环境,赢得利益相关者的认可与支持,获得合法性,促进并购绩效。综上分析,提出以下假设:

假设2:东道国制度质量越高,越能弱化目标企业CEO变更与跨国企业国际并购绩效之间的负相关关系。

## 2. 主并企业文化强度

企业文化是企业组织共同价值观念的集合(Kreps,1990)。本文将文化强度作为企业文化的量化指标(王艳和阚铄,2014),文化强度越强则表明组织对其自身价值观念认同度越高。主并企业文化强度越强,其并购整合越困难,会显著降低其长期并购绩效(王艳和阚铄,2014),而CEO作为主并企业文化的载体,CEO的变更会显著影响并购绩效,主要原因有:

其一,文化差异的存在。文化差异导致并购方经营模式和理念难以与东道国当地社会固有的习俗观念相融合,从而影响并购后的整合进而导致并购绩效欠佳。而CEO的变更会更加加剧这种由于文化差异所带来的矛盾与摩擦,导致交易成本增加甚至合法性缺失,降低绩效。变更后CEO的企业行为代表的是主并企业的战略意图和目的,而在存在文化差异的背景下主并企业文化强度越强其企业行为越难获得目标企业内外部利益相关者的认可与支持,在并购整合阶段更难获得合法性,不利于绩效提升。此外,在文化差异这一特殊背景下,主并企业对于自身企业文化过高认同与自满情绪(Meyerson & Martin,1987;Weber & Drori,2011),可能使得变更后的CEO对并购后产生的战略变革和环境变化适应过慢,甚至做出错误的战略决策,很难赢得利益相关者的认可与支持,导致合法性缺失进而降低绩效。

其二,面临文化冲突。企业文化强度较高,企业对自身组织价值观念的高度认同会造成与目标公司并购整合困难,甚至产生文化上的冲突,不利于并购的协同效应(Datta & Puia, 1995),进而影响绩效。这是因为文化强度较大的主并企业更倾向于向目标企业施加其自身意志,贯彻其主张,往往会导致文化上的强制融合,从而引发目标公司的抵触情绪,甚至引发文化冲突,这会加剧CEO变更所导致的企业内部成员的不认同感,导致企业内部合法性缺失。此外,文化强度较高也就意味着企业具有较为健全的管理模式和管理方法(Kavanagh & Ashkanasy, 2006),而管理模式的差别可能会导致文化冲突。变更后的CEO在战略、业务上与母公司保持一致,往往采用母公司的管理模式和管理方法,这会使得目标企业利益相关者由于不熟悉而产生不适应与不信任行为,使主并企业难以获得合法性。

跨国公司在并购整合过程中,企业文化的整合实际上就是企业信仰、价值观和认知的统一整合。而主并企业与目标企业文化强度的不同,势必会存在文化差异甚至产生文化冲突,不利于合法性的获取,从而影响绩效。综上分析,提出以下假设:

**假设3:主并企业文化强能够增强目标企业CEO变更与跨国企业并购绩效之间的负相关关系。**

### (三)概念模型

根据研究假设,构建目标企业CEO变更与国际并购绩效之间的概念模型,见图1。目标企业CEO变更对企业并购绩效的影响主要是从合法性缺失这一视角进行研究,东道国制度质量与主并企业文化强度作为目标企业CEO变更与企业并购绩效关系的情境变量。此外,已有研究认为企业规模、企业年龄、地理距离和股权比例皆会影响并购绩效(王谦等, 2012),因此将其作为控制变量引入模型,避免这些因素对目标企业CEO变更与并购绩效关系的影响。

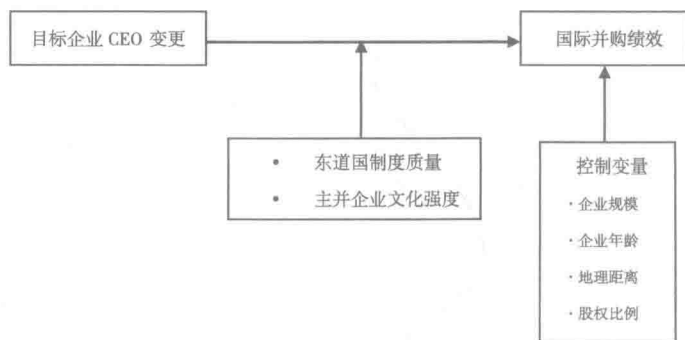


图1 目标企业CEO变更对跨国企业国际并购绩效影响的理论模型

### 三、模型构建

#### (一)数据来源及样本选取

鉴于中国海外并购活动在2008年后开始逐渐频繁,故将本文样本的初始年份限定为2008年,根据中国企业年报数据获取的时间性,将样本截止年限设定为2012年,本文衡量绩效的时间窗为两年。最终取在2008年至2012年发生跨国并购事件并且取得目标企业控制权的中国非金融企业为样本。为保证并购事件的真实性及信息披露的充分性,本文重点参考上海证券交易所官网(<http://www.sse.com.cn>)、深圳证券交易所官网(<http://www.szse.cn>)、巨潮资讯网(<http://www.cninfo.com.cn/>)、投资潮(<http://www.invest-tide.cn/>)、并购企业官网、新浪财经(<http://finance.sina.com.cn/>)、BUSINESS TIMES (<http://www.digitimes.com.cn/>)等披露的相关公告或新闻,对本文选取的样本事件进行确认。

在核实并购事件信息的真实性后,为更准确反映相关研究变量间的关系,本文对从Zephyr数据库及Wind资讯中导出的2008—2012年中国跨国并购企业的初始样本进行筛选,具体筛选标准如表1所示,共收集到40起中国上市公司跨国并购事件作为研究样本,样本见表2。

表1 样本数据筛选标准

序号	标准	说明
1	并购股权大于50%,或并购股权小于50%但并购后主并企业成为目标企业第一大股东。	本文主体中CEO变更的前提条件为主并企业取得目标企业实际控制权,如此才能干预目标企业CEO的任命。
2	剔除2008—2012年间ST、*ST等特别处理的企业。	被冠上ST、*ST帽子的上市公司可能采取非正常方式增加企业收入,如资产置换、固定资产清理等,导致公司绩效非正常波动,对研究结论造成干扰。
3	主并企业为中国上市公司,且目标企业CEO变更信息可得。	为方便数据收集,选择上市公司作为研究样本;目标企业CEO变更是本研究的重点,数据的可得性是实证研究的重要前提。
4	剔除那些以企业集团出面收购却没有具体到其旗下某一上市公司的并购事件。	旗下拥有多家上市公司的企业集团出面收购的事件,无法判断并购会对哪一上市公司产生影响,而从集团总体绩效来看,干扰因素太多,无法准确量化并购事件的影响。
5	同一企业在2008—2012年间发生多起跨国并购事件的,选取并购金额最大的一起事件作为样本。	为了保证所选样本并购事件间的差异性,避免同一企业的多个样本干扰研究结果;通常认为金额最大的并购事件对企业绩效的影响最大。

续表

序号	标准	说明
6	剔除财务信息披露不完整的样本企业。	本文选择用会计指标法衡量企业绩效,财务数据的完整性是保证绩效综合得分有效的关键。
7	剔除目标企业所在国为维京群岛、开曼群岛、百慕大群岛等避税天堂。	出于避税或上市目的,很多企业选择在这些地方进行注册或借壳上市,因此本文认为对这些地区的跨国并购可能是同一投资主体内部资本运作的结果。

表2 中国上市公司跨国并购事件

主并企业证券简称	目标企业	东道国	时间
华能国际	大士能源	新加坡	2008
鞍钢股份	VIGANO	意大利	2008
中联重科	CIFA	意大利	2008
中化国际	GMG	新加坡	2008
金风科技	VENSYS	德国	2008
中海油服	Awilco Offshore ASA	挪威	2008
哈投股份	东方林业	俄罗斯	2008
中鼎股份	AB公司	美国	2008
新海股份	Unilight	荷兰	2008
中色股份	TZN	澳大利亚	2009
兖州煤业	Felix	澳大利亚	2009
苏宁云商	LAOX	日本	2009
飞亚达A	Montres Chouriet SA	瑞士	2009
光明乳业	Synlait Milk	新西兰	2010
大橡塑	麦克罗	加拿大	2010
柳工	锐斯塔	波兰	2010
振华重工	F&G	美国	2010
重庆机电	PTG	英国	2010
上海电气	秋山印刷机制造株式会社	日本	2010
中金岭南	全球星矿业公司	加拿大	2010
海印股份	KALAMAZON 矿业	加拿大	2010
天宝股份	HOKUDAI 株式会社	日本	2010
万华化学	BorsodChem 公司	匈牙利	2011
卧龙电气	ATB公司	奥地利	2011
中信重工	GANDARA 公司	西班牙	2011
宁波华翔	Sellner	德国	2011
时代新材	Delkor	澳大利亚	2011

续表

主并企业证券简称	目标企业	东道国	时间
四维图新	Mapscap	荷兰	2011
福瑞股份	Echosens	法国	2011
潍柴动力	凯傲	德国	2012
山东如意	库比	澳大利亚	2012
三一重工	普茨迈斯特	德国	2012
山东黄金	福克斯	澳大利亚	2012
金螳螂	HBA International	美国	2012
中润资源	瓦图科拉金矿	英国	2012
中集集团	Pteris	新加坡	2012
中瑞思创	MW Security	瑞典	2012
盐湖股份	海镁特	澳大利亚	2012
华意压缩	Cubigel公司	西班牙	2012
徐工机械	施维英	德国	2012

## (二) 变量及数据处理

### 1. 因变量

已有研究对企业并购绩效的评价,通常以上市公司股价变动幅度或并购前后企业某一方面财务数据变化情况作为绩效评价的标准,却没有综合考虑并购对企业的整体影响,尤其是对企业获利能力、成长能力、营运能力及偿债能力的综合影响。Seyleret al. (1998)表示企业绩效应该属于多维建构,不同的测量因素所导致的测量结果也会存在较大差异。本文在参考相关文献的基础上,考虑到中国证券市场有效性还有待检验,最终采用较为客观且数据较易获得的会计指标法对本文样本的国际并购绩效进行分析,具体指标参照表3所示。

表3 绩效评价指标说明

指标名称	计算公式	企业能力
总资产报酬率	(利润总额+利息支出)/平均资产总额	获利能力
净资产收益率	税后利润/所有者权益	获利能力
流动比率	流动资产总额/流动负债总额	偿债能力
速动比率	(流动资产总额-存货)/流动负债总额	偿债能力
资产负债率	资产总额/负债总额	偿债能力
总资产周转率	营业收入净额/平均资产总额	运营能力
总资产增长率	(年末资产总额-年初资产总额)/年初资产总额	成长能力

绩效评价指标确定后,为更好地表达原始变量间的相关关系,本文采用因子分析法对样本企业并购前后的经营指标进行处理和分析。借助于SPSS19.0 统计分析软件,对整理后各年度的数据依次进行多项检验和计算:(1)Zscore法对数据进行标准化;(2)KMO及Bartlett球形度检验对因子分析可行性分析进行描述(详见表4);(3)因子总体方差解释表用于描述因子总体的解释程度及各因子的方差贡献率大小;(4)旋转后因子载荷矩阵用于衡量各因子对指标的解释力度;(5)成分得分系数矩阵用于计算各因子的得分以及综合得分。由于样本企业并购前后四年的分析方法和步骤是一样的,故此处以样本企业并购当年为例进行分析。

表4 各年度因子分析可行性分析结果

并购年限		并购前一年	并购当年	并购后一年	并购后两年
取样足够度的KMO检测		0.521	0.542	0.597	0.604
Bartlett的球形度检验	近似卡方	337.433	308.645	274.797	283.86
	df	21	21	21	21
	Sig	0.000	0.000	0.000	0.000

由表4可知,KMO检测均大于0.500,且Bartlett的球形度检验的Sig值均为0.000,小于0.005。因此,可得出检验结果是显著的,即这四年的指标体系均适合做因子分析。

表5为样本企业跨国并购当年因子总体方差解释及各因子方差贡献率,表6为对样本企业跨国并购前后四年的相关指标数据的因子分析处理后,所得到的公共因子方差贡献率。表7为样本企业跨国并购当年成分得分系数矩阵。

表5 样本企业跨国并购当年公共因子总体方差解释

成分	初始特征值			总体方差解释		
	合计	方差的%	累计%	合计	方差的%	累计%
1	2.906	41.512	41.512	2.636	37.655	37.655
2	2.126	30.375	71.887	1.973	28.185	65.840
3	0.931	13.302	85.189	1.354	19.349	85.189
4	0.624	8.909	94.098			
5	0.337	4.812	98.910			
6	0.074	1.061	99.971			
7	0.002	0.029	100.000			

提取方法:主成分分析。

表6 样本企业跨国并购前后四年公共因子的方差贡献率

因子方差贡献率(%)	并购前一年	并购当年	并购后一年	并购后两年
因子1	36.620	37.655	37.581	38.891
因子2	30.478	28.185	27.209	34.940
因子3	16.907	19.349	18.263	14.528
累计贡献率	84.006	85.189	83.053	88.360

由表6可知,公共因子累计方差贡献率均超过80%,说明本文提取的公共因子可以较完整的表达原始指标的数值。

表7 样本企业跨国并购当年成分得分系数矩阵

	成分		
	1	2	3
总资产报酬率	0.086	0.418	0.076
净资产收益率	0.040	0.281	0.293
流动比率	0.377	-0.067	0.127
速动比率	0.380	-0.068	0.138
资产负债率	-0.302	-0.196	0.257
总资产周转率	-0.068	0.517	-0.377
总资产增长率	0.029	-0.179	0.749

提取方法:主成分旋转阀:具有Kaiser标准化的正交旋转法。

公共因子得分计算公式为: $F_i = \sum_{j=1}^7 b_{ij} x_j$   $i=1,2,3; j=1,2,3...7$

(注: $F_i$ 为第*i*个公共因子的得分, $b_{ij}$ 是第*i*个公共因子对*j*个分析指标的因子得分系数, $x_j$ 为第*j*个分析指标标准化后的数值。)

利用SPSS19.0软件,我们可以在因子分析过程中在因子得分项中勾选“保存为变量”,直接导出关于因子FAC\_1,FAC\_2,FAC\_3的值。再根据方差赋权法,可以得到样本企业的综合绩效得分,公式为: $P_i = W_1 F_{i1} + W_2 F_{i2} + W_3 F_{i3}$   $i=1,2,3...40$ (注: $W_1, W_2, W_3$   $W_1, W_2, W_3$ 分别为因子1,因子2,因子3的权重。)

以并购当年为例,则 $P_i = (37.655/85.189)F_{i1} + (28.185/85.189)F_{i2} + (19.349/85.189)F_{i3}$ ,其中*i*=1,2,3...40

从而我们可以得到四组描述样本企业并购前后四年的综合绩效得分的数据,设 $\Delta CP$ (Comprehensive Performance)为并购前后样本企业绩效的变化值,定义:

$$\Delta CP_i = \Delta P_i = (P_{\text{后两年}} + P_{\text{后一年}})/2 - (P_{\text{当年}} + P_{\text{前一年}})/2 \quad i=1,2,3...40$$

## 2. 自变量

本文自变量为目标企业CEO的变更(CEO Turnover)。借鉴 Lehn & Zhao (2006) 等学者的相关论述, 本文将其定义为: 若目标企业在被并购后的1年内其CEO被非自愿变更, 则该变量值取1, 否则取0。其中CEO非自愿变更是指: 由于公司控制权转移而导致的CEO被非自愿地变更(吴超鹏等, 2012)。

关于样本中目标企业CEO在并购活动发生后是否发生变更的信息, 主要通过以下途径获取: ①上市公司关于企业跨国并购活动的投资公告及进展情况; ②通过国际网络查阅目标企业官方网站; ③主并企业官方网站相关公告、并购当年年报信息的披露; ④LinkedIn 领英国际职业社交网站; ⑤新浪财经、凤凰网、投资潮等权威财经类网站的信息披露、人物访谈等。

## 3. 调节变量

### (1) 东道国制度质量 QI (Quality of Institution)

东道国制度质量的测量, 主要参考潘镇等<sup>[9]</sup>的观点, 即以世界经济论坛每年发布的《全球竞争力报告》中有关制度因素为指标进行测量。《全球竞争力报告》的竞争力排名是以全球竞争力指数(GCI)为基础的, 这一指数包括制度、基础设施和宏观经济稳定性等12个竞争力因素。

从世界经济论坛主页(<http://chinese.weforum.org/>)下载了2008—2012年的《全球竞争力报告》(The Global Competitiveness Report), 以报告中有关制度的指标得分为参考, 具体以Basic Requirements分指标项下的Institution的排名和得分为参考, 得到样本企业并购当年东道国制度指标的得分并将其作为测量东道国制度质量的指标。

### (2) 主并企业文化强度 CS (Cultural Strength)

文化强度的测量, 根据王艳和阚铎(2014)的观点, 从3个层面对企业文化强度进行测量: 一是组织制度层面, 具体为在企业正式制度中对企业文化进行客观的陈述, 如“企业使命”“企业愿景”等(Harrison et al., 1994; 汤谷良和夏怡斐, 2009); 二是内部构建层面, 通过员工培训、企业活动等形式向其企业成员输入核心文化和行为规范, 促使企业组织的行为具有一致性和持久性; 三是社会关系层面, 企业通过产品、服务来输出自身的企业形象, 同时以树立品牌文化的形式传递给外部环境中的利益相关者。

明确已有研究对企业文化的三个标准后, 通过查阅样本企业官网的相关介绍、新闻动态以及企业领导专访、活动视频等公开资料, 从组织制度、内部构建和社会关系3个层面刻画企业文化强度的大小: 一是是否在企业官网、上市公告中对企业使命、愿景、战略规划等作清晰的陈述, 有则取“1”, 否则为“0”; 二是是否有对员工进行企业文化方面的培训活动, 向员工灌输企业核心价值观, 有则取“1”, 否则为“0”; 三是是否在媒体上对企业