

# 何种程度的失败才是成功之母?\*

## ——并购失败程度对后续并购绩效的影响

陈仕华<sup>1</sup> 张章<sup>1</sup> 宋冰霜<sup>2</sup>

(1. 东北财经大学工商管理学院,辽宁 大连 116025;

2. 中国大连高级经理学院,辽宁 大连 116086)



**内容提要:**并购是企业获得快速成长的重要途径,但实践中半数以上甚至三分之二左右的并购交易都是以失败告终。本文基于失败学习理论和社会认知理论,以我国 A 股上市公司 2003—2017 年间有连续并购且首次并购失败的 590 家企业样本,研究并购失败程度对后续并购绩效的影响。研究发现:与首次并购失败程度较大的企业相比,首次并购失败程度较小的企业进行后续并购取得的并购绩效相对要好。进一步考察社会认知因素对失败并购经验的学习行为的调节效应发现,如果高管团队教育水平越高,或者企业受儒家文化影响越强,首次并购失败程度对后续并购绩效的负向影响越弱。上述研究结果表明,不同程度的并购失败经验会产生学习行为和效果的差异,进而对后续并购绩效产生不同影响,并且这种影响还会因管理者认知因素的不同而存在差异。本文将失败学习理论与社会认知理论结合起来考察企业连续并购中的学习行为,不仅对并购失败经验的研究提供了新的理论视角,也对实践中遴选高管团队成员提供有益的启示。

**关键词:**并购失败 失败学习理论 社会认知理论 并购绩效

**中图分类号:**F275 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2020)04—0020—17

## 一、引言

成长压力是所有企业面临的重要课题(Greve,2008)<sup>[1]</sup>。一方面,由于资本市场和投资者愿意为快速成长的企业支付较高的股票价格(Kim等,2011)<sup>[2]</sup>;另一方面,高管显性的薪酬收益(Finkelstein等,2009)<sup>[3]</sup>和隐性的在职消费(Jensen和Meckling,1976)<sup>[4]</sup>都与企业规模紧密相关。为了能让企业在短期内获得快速成长,企业会频繁地采用并购成长方式(Schweizer,2005)<sup>[5]</sup>,有时甚至在短期内连续进行多次并购(Cuyper等,2017)<sup>[6]</sup>。根据本文整理的2015—2017年中国A股上市公司并购数据显示,63.04%的公司每年至少发生1次并购交易,43.30%的公司每年至少发生2次并购交易,而29.16%的公司每年至少发生3次并购交易(详见表1)。正是由于连续并购现象如此普遍,其一直是学术界长期关注的热点议题。与孤立地关注单个并购的研究相比,关于连续并购研究的最大不同在于连续并购过程中积累的丰富并购经验(Aktas等,2011)<sup>[7]</sup>。因此,现有研究

收稿日期:2019-10-11

\*基金项目:国家自然科学基金项目“并购溢价决策中的锚定效应:内在锚效应、外在锚效应,还是二者兼而有之?”(71472030)。

作者简介:陈仕华,男,教授,博士生导师,管理学博士,研究领域是公司治理,电子邮箱:shihua9872@163.com;张章,女,博士研究生,研究领域是公司治理,电子邮箱:purebluestar@163.com;宋冰霜,女,管理学硕士,研究领域是公司治理,电子邮箱:songsb@cbead.cn。通讯作者:陈仕华。

主要关注连续并购中的并购经验对后续并购绩效的影响(Billett和Qian,2008)<sup>[8]</sup>。由于不同类型经验(成功经验或失败经验)的学习效果存在差异(March,1991)<sup>[9]</sup>,现有考察成功经验和失败经验对后续并购绩效影响的研究认为,由于成功并购经验强化了企业对现有路径的满意程度(组织学习理论),滋长了管理者的过度自信心理(过度自信理论),因此与失败经验相比,成功经验更可能对后续并购绩效有不利影响(Muehlfeld等,2012)<sup>[10]</sup>。

表1 2015—2017年中国上市公司并购情况统计

年份	2015年			2016年			2017年			合计		
	公司数量	公司总数	占比(%)	公司数量	公司总数	占比(%)	公司数量	公司总数	占比(%)	公司数量	公司总数	占比(%)
0	676	2326	29.06	936	2516	37.2	1204	2777	43.36	2816	7619	36.96
1	454	2326	19.52	527	2516	20.95	523	2777	18.83	1504	7619	19.74
2	366	2326	15.74	350	2516	13.91	361	2777	13.00	1077	7619	14.14
>=3	830	2326	35.68	703	2516	27.94	689	2777	24.81	2222	7619	29.16

注:本表统计范围是中国A股主板市场上市公司作为并购方的数据,且并购交易额不低于100万元

资料来源:根据国泰安《中国上市公司并购重组数据库》整理

鉴于实践中半数以上甚至三分之二左右的并购交易都是失败的(Papadakis和Thanos,2010)<sup>[11]</sup>,本文着重考察失败并购经验对后续并购绩效的影响。失败学习理论认为,行为人会根据失败程度对失败事件进行不同的归因:行为人倾向于将失败程度较大的事件进行外部归因,即归因于自身不可控的外部因素(例如,环境、运气等),将失败程度较小的事件进行内部归因,即归因于自身可控的内部因素(例如,努力)<sup>①</sup>(Khanna等,2016)<sup>[12]</sup>。与外部归因产生的消极情绪相比,内部归因产生的积极情绪有助于提升学习效果(Yamakawa等,2013)<sup>[13]</sup>。失败并购可以根据失败的程度分为程度较大的失败与程度较小的失败(Gong等,2019)<sup>[15]</sup>,因此,本文的研究问题是:何种程度(程度较小的失败VS.程度较大的失败)的并购失败会带来较好的后续并购绩效?由于失败学习的效果很大程度上取决于对失败事件的归因,而社会认知理论认为行为人的认知差异会影响其归因倾向(Bandura,2001)<sup>[16]</sup>。同时,现有研究表明教育水平(Camelo-Ordaz等,2005)<sup>[17]</sup>与文化环境(Mason和Morris,2010)<sup>[18]</sup>是影响行为人认知的重要因素。鉴于此,本文进一步考察高管认知因素在并购失败学习中的作用。具体而言,本文考察高管团队的受教育水平以及企业的儒家文化环境对并购失败程度与并购绩效关系的调节效应。

与现有研究相比,本文的创新与贡献主要体现在:其一,现有关于失败并购经验的研究主要从组织学习理论(Hayward,2002)<sup>[19]</sup>、威胁—刚性理论(Meschi和Métais,2015)<sup>[20]</sup>以及反馈学习理论(Gong等,2019)<sup>[15]</sup>考察失败并购经验的学习效应。本文基于失败学习理论中的归因偏差机制,考察不同程度的并购失败对后续并购绩效的影响,为现有关于失败并购经验的研究提供一个新的理论视角。其二,现有研究虽然已经关注到失败并购经验如何通过学习行为影响后续并购绩效,但是这些研究均未考察并购经验的学习主体——高管团队的认知因素在并购经验学习中的作用(Nadolska和Barkema,2014)<sup>[21]</sup>。本文将社会认知理论与失败学习理论结合起来,考察影响学习主

① 归因理论指出影响行为结果的原因除根据来源分为内部因素与外部因素外,还可以根据可控性分为可控因素与不可控因素(Yamakawa等,2013)<sup>[13]</sup>。其中可控因素是指行为人自身可以控制的因素,例如:努力;不可控因素是指行为人无法控制的因素,例如:任务难度、运气。影响行为结果的原因的来源与可控性之间存在交叉,即部分因素既是内部因素也是不可控因素,例如:能力、智商。学者研究认为,如果行为人对行为结果归因为不可控因素,则会引发与外部归因相似的诸如愤怒、沮丧等消极情绪与行为反应(Cardon,2011)<sup>[14]</sup>。因此本文认为外部归因是指行为人将行为结果归因为外部因素以及不可控的内部因素,内部归因是指行为人将行为结果归因为自身可控的内部因素。

体认知能力的受教育水平和文化环境对失败并购经验学习过程中的调节效应,这也对现有关于失败并购经验学习的研究具有增量的理论贡献。其三,本文研究结论表明,后续并购绩效除了受到高管团队之前并购经验的影响,还受到高管团队认知水平的影响,这对遴选高管团队成员提供有益的实践启示。

## 二、理论基础与研究假设

### 1. 失败学习理论和社会认知理论

失败学习理论根据失败程度将失败分为程度较大的失败和程度较小的失败(Cannon 和 Edmondson,2005)<sup>[22]</sup>。程度较大的失败是指带来较为严重甚至灾难性后果的失败,而程度较小的失败是指实际结果与期望结果之间存在微小偏差的失败(Cannon 和 Edmondson,2005)<sup>[22]</sup>。失败学习理论是以归因理论为基础发展而来,该理论认为,在对失败经验进行学习的过程中,由于行为人对不同程度的失败进行不同类型归因,由此产生不同的学习态度,进而产生不同的学习效果(Yamakawa 等,2013)<sup>[13]</sup>。根据归因理论,行为人出于保护自尊或规避惩罚的动机,会导致其对事件结果的归因产生归因偏差(Cardon,2011)<sup>[14]</sup>:一般而言,行为人倾向于将好的结果归因于努力等个人可以控制的内在原因(即内部归因),而将不好的结果归因于任务困难程度等个人无法控制的外在原因(即外部归因)。行为人对事件结果归因的偏差会影响学习态度和学习效果(Yamakawa 等,2013)<sup>[13]</sup>。比如,如果行为人将事件结果进行内部归因,这会使其产生乐观、积极的学习态度,进而有助于行为人对经验进行客观分析,从而取得较好的学习效果(Cardon,2011)<sup>[14]</sup>。而如果行为人将事件结果进行外部归因,这会使其产生愤怒、沮丧等消极的学习态度,导致行为人放弃自我反思,取得的学习效果会相对较差(Cannon 和 Edmondson,2005)<sup>[22]</sup>。失败学习理论将归因理论应用于失败事件的情景,认为失败程度较大的事件会让行为人的自尊受到威胁或者会让行为人受到惩罚,行为人因此会对失败程度较大的事件进行外部归因(Weiner,1985)<sup>[23]</sup>,由此激发的消极情绪会阻碍行为人的学习行为,因而难以获得较好的学习效果;而失败程度较小的事件不会对行为人自尊造成严重威胁,也不会对行为人造成严重损失,行为人因此会对失败程度较小的事件进行内部归因,这会激发行为人积极的学习态度,进而获得较好的学习效果(Khanna 等,2016)<sup>[12]</sup>。

社会认知理论是在行为主义学派基础上发展而来。行为主义学派认为,个体行为主要是环境刺激的反应。社会认知理论则认为,行为主义学派忽视了行为主体的认知作用,因此应该在环境与行为的基础上引入行为主体的认知因素(Bandura,2001)<sup>[16]</sup>。社会认知理论认为,社会认知是个体适应环境的核心,个体行为并非仅是环境刺激的产物,行为主体的社会认知也是非常重要的决定因素(Lloyd,1998)<sup>[24]</sup>。认知是在个体的成长环境与经历(historical records)中形成的(Fiske 和 Taylor,1991)<sup>[25]</sup>,由于个人的成长环境和经历有所不同,因此个体间的认知也存在差异,这会导致不同个体对同一事件的看法存在差异。

失败学习理论认为,不同的失败程度会引发行为人对失败进行不同归因,进而导致学习效果的差异(Yamakawa 等,2013)<sup>[13]</sup>。这个思路与行为主义学派的观点类似,仅将学习行为和效果差异归因于失败程度所导致的归因差异,这实际上忽视了行为主体认知的作用。行为人的归因行为需要根据行为结果及相关信息对其原因进行推断,是行为主体对行为原因的认知(Weiner,1985)<sup>[23]</sup>。根据社会认知理论,行为人之间的认知差异会使不同行为人对同一行为结果具有不同的认识,进而做出不同归因。因此,行为人的认知因素也在失败经验学习中会有重要影响。现有研究表明教育水平(Camelo-Ordaz 等,2005)<sup>[17]</sup>与文化环境(Mason 和 Morris,2010)<sup>[18]</sup>是影响行为人认知的重要因素。

## 2. 并购失败程度对后续并购绩效影响

并购是企业扩展规模、获取资源或进入新市场的重要战略举措(Cuypers等,2017)<sup>[6]</sup>。现有研究表明,半数以上甚至三分之二左右的并购交易是以失败告终(Papadakis和Thanos,2010)<sup>[11]</sup>。失败并购根据损失程度可以分为失败程度较大的并购与失败程度较小的并购(Meschi和Métais,2015)<sup>[20]</sup>。失败程度较大的并购不仅使企业遭受较为严重的经济损失,更可能会影响企业的长期健康发展。高管团队作为并购战略的决策者,可能会因并购失败的严重后果受到董事会或股东大会的“惩罚”(例如,解雇或降薪等),因此高管团队会有强烈的动机去规避“惩罚”。根据失败学习理论,在对失败程度较大的并购进行分析时,高管团队会倾向于将并购失败的原因归因于行业环境、标的企业的意外状况等外部因素。这种外部归因抑制了高管团队对失败并购经验的学习动机,引发高管团队消极懈怠的学习态度,阻碍高管团队对失败经验学习效果,因此在后续并购中难以获得较好的并购绩效。

对于失败程度较小的并购而言,由于其实际结果与预期结果之间偏差较小,高管团队面对董事会或股东大会对其管理能力的质疑以及惩罚的可能性较小(Madsen和Desai,2010)<sup>[26]</sup>,因此高管团队规避“惩罚”的自利性动机较小。根据失败学习理论,这时高管团队能够对失败并购进行客观分析,寻找并购失败的真正原因,发生归因偏差的可能性较小(Hayward,2002)<sup>[19]</sup>。并购失败程度较小,也表明导致失败的原因只是个“小”问题,高管团队有能力对这些问题进行修正(Cannon和Edmondson,2005)<sup>[22]</sup>。在这种情况下,高管团队具有较强的学习动机与积极乐观的学习态度,因此可能产生较好的学习效果,在后续并购中获得更好的并购绩效。因此,本文提出如下研究假设:

H<sub>1</sub>:与并购失败程度较大的企业相比,并购失败程度较小的企业进行后续并购取得的并购绩效较好。

## 3. 社会认知因素的调节效应

社会认知理论认为,教育水平是影响行为主体认知的关键因素(Finkelstein等,2009)<sup>[3]</sup>。具体而言,与接受初等教育的个体相比,接受高等教育的个体拥有较为丰富的知识储备与较强的认知能力(Camelo-Ordaz等,2005)<sup>[17]</sup>。教育水平较高的个体能够更加全面、更加客观地分析问题,更可能发现决策过程中产生的错误,因此发生归因偏差的可能性较小;而受教育水平较低的个体认知能力可能较差,可能缺乏全面地收集与分析信息的能力,发生归因偏差的可能性较大(Gilovich等,2002)<sup>[27]</sup>。

高管团队作为企业战略的决策者,他们因受教育水平差异而导致的认知差异会影响他们的战略决策(Finkelstein等,2009)<sup>[3]</sup>。由于受教育水平较高的高管团队具有较强的认知能力和接受新鲜事物的能力,因此更可能进行创新(Camelo-Ordaz等,2005)<sup>[17]</sup>。在失败并购经验的学习过程中,与受教育水平较低的高管团队相比,受教育水平较高的高管团队由于较强的认知能力而导致发生归因偏差的可能性较低(Gilovich等,2002)<sup>[27]</sup>。根据失败学习理论,对失败的正确归因是决定学习效果的重要因素(Yamakawa等,2013)<sup>[13]</sup>。与受教育水平较低的高管团队相比,受教育水平较高的高管团队具有较强的认知能力,能够对失败并购经验进行正确归因,从失败中识别出自身问题并且在未来进行改进。在这种情况下,并购失败程度对后续并购的负向影响就会减弱。因此,本文提出如下研究假设:

H<sub>2</sub>:高管团队的受教育水平越高,企业并购遭受的失败程度对后续并购绩效的负向影响越弱。

社会认知理论认为,个体所处的文化环境也是影响个体认知与归因的重要因素(Mason和Morris,2010)<sup>[18]</sup>。受文化环境的影响,个体更倾向于按照与文化价值观保持一致的方式对事物进行认知(Knowles等,2001)<sup>[28]</sup>。例如,Manon和Morris(2010)<sup>[18]</sup>研究发现,由于美国文化强调个体主义,日本文化注重集体主义,因此在对既可归因为个人也可归因为集体的社会事件进行归因时,

美国人倾向于归因于个人,日本人倾向于归因于集体。

儒家文化作为中国历史发展中具有深远影响的伦理哲学体系,对高管的认知方式和行为模式都有着重要影响(Du,2015)<sup>[29]</sup>。在归因问题上,儒家文化主张求诸己的内部归因,即个人应该多从自身寻找原因(即内部归因),不能一味寻求外部因素推卸责任(高志强,2016)<sup>[30]</sup>。《论语·卫灵公》中的“君子求诸己,小人求诸人”表达了儒家文化的归因主张,即具有君子品格的人会从自我的人格修养、努力程度和欲念动机等方面对行为结果进行反思与内部归因,但是缺乏君子品格的人则会从他人影响、社会环境或者机遇运气等方面进行外部归因。《论语·宪问》中“不怨天,不尤人”、《论语·卫灵公》中“躬自厚而薄责于人”同样表达了个体应该多从自身找原因的内部归因思想。

根据社会认知理论,个体的认知倾向于与文化环境保持一致(Mason和Morris,2010)<sup>[18]</sup>。那么,在受儒家文化影响较强的企业中,个体认知与归因倾向更可能与儒家思想保持一致,即高管团队更倾向于进行内部归因。对于失败并购经验的学习,与受儒家文化影响较弱的高管团队相比,受儒家文化影响较深的高管团队更可能从自身出发寻找导致失败的原因即进行内部归因。在这种情况下,并购失败程度对后续并购的负向影响就会减弱。因此,本文提出如下研究假设:

H<sub>3</sub>:企业受儒家文化的影响越强,企业并购遭受的失败程度对后续并购绩效的负向影响越弱。

### 三、研究设计

#### 1. 样本选择与数据来源

由于我国上市公司并购交易数据自2003年开始披露得较为完整,因此本文选取我国深沪A股上市公司2003—2017年间发生的并购交易事件作为初始研究样本。首先,本文从国泰安并购重组数据库(CSMAR)获得沪深A股上市公司2003—2017年并购交易的初始数据。然后,本文对初始样本按照如下标准进行筛选:(1)考虑到金融行业的特殊性,本文剔除了金融类企业发生的并购交易事件;(2)由于本文考察企业连续并购中的失败学习效应,因此本文剔除在样本期内仅发生一次并购交易的企业;(3)为了检验失败并购经验对后续并购绩效的影响,本文需要确定样本企业的第1次失败并购确实是该企业的首次并购。因此本文根据陈仕华和李维安(2016)<sup>[31]</sup>的研究,将样本考察期延伸至1998年,如果企业在2003年之前(1998年之后)发生过并购交易事件,则将该企业从样本中剔除<sup>①</sup>;(4)由于本文仅关注企业的首次并购与第二次并购,因此本文按照企业并购交易发生的时间对企业并购交易事件进行排序,剔除发生在第三次(包括第三次)以后的并购交易事件<sup>②</sup>;(5)由于本文主要检验企业首次并购的失败程度对后续并购绩效的影响,因此本文剔除首次并购交易成功的企业发生的并购交易事件,仅保留首次并购交易失败的企业所发生并购交易事件。经过上述处理过程,本文最终获得590家公司的1180起并购交易事件。本文其他变量如交易特征变量、公司特征变量、高管团队特征变量等信息来自国泰安研究服务中心CSMAR数据库。

#### 2. 变量定义与说明

(1)被解释变量:企业后续(第二次)<sup>③</sup>并购绩效(CAR)。根据已有研究(Hayward,2002<sup>[19]</sup>;陈

① 虽然这种处理方法也可能使最终样本中包括1998年之前有过并购经历的企业,但是由于前一次并购与2003—2017年间并购事件至少有5年的时间间隔,因此5年以前的并购事件对当前并购事件的影响可能会极为微弱。

② 如果考察企业第三次及之后的并购交易,则会难以区分第三次及之后的并购绩效受之前两次(或多次)并购的影响程度,无法有效检验并购的失败程度对后续并购绩效的影响。

③ 考虑到实证研究设计的可行性,本文中的“后续”并购均指“第二次”并购。

仕华等,2015<sup>[32]</sup>)的普遍做法,本文使用企业并购首次公告日前后若干个交易日公司股票价格的累计超额收益率(CAR)作为企业并购绩效的测量。现有研究认为,累计超额收益率(CAR)能够更为客观地测量企业并购绩效(Aktas等,2011<sup>[7]</sup>;Muehlfeld等,2012<sup>[10]</sup>)。而且与诸如购买并持有超常收益(BHAR)和总资产收益变化值(ΔROA)等长期并购绩效相比,累计超额收益率(CAR)的窗口期较短,因此能够在一定程度消除除并购交易之外其他可能影响企业并购收益的“噪声”(Cording等,2010)<sup>[33]</sup>。根据Brown和Warner(1985)<sup>[34]</sup>的市场模型:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t}$$

其中, $R_{i,t}$ 为*t*时期考虑现金红利再投资的股票*i*的日收益率, $R_{m,t}$ 为在*t*时期考虑现金红利再投资的市场*m*的日收益率。遵照学者的普遍做法(Hayward,2002)<sup>[19]</sup>,本文选定从并购宣告日前30天之前的250个交易日(大约1年的交易期)作为参数估计的区间,根据上述模型计算出并购宣告日前后30个交易日的预测值,并以实际值减去预测值计算并购宣告日前后30个交易日的异常收益。借鉴已有研究(Doukas和Petmezas,2006<sup>[35]</sup>;Hayward,2002<sup>[19]</sup>;吴超鹏等,2011<sup>[36]</sup>),本文选择并购宣告日前后2个交易日即[-2,2]作为窗口期,将窗口期内的累计超额收益作为企业并购绩效的度量。

(2)解释变量:企业首次并购的损失程度(Loss)。如果在窗口期内企业的累计超常收益率为负值,则定义为并购失败(Hayward,2002)<sup>[19]</sup>。本文以并购公告日前后2个交易日即[-2,2]作为窗口期,计算企业首次并购的累计超额收益率。由于本文选取首次并购失败的企业为样本,因此样本企业首次并购的累计超额收益率均为负值。关于企业首次并购损失程度,本文使用累计超额收益率的绝对值进行测量,该值越大,说明并购损失程度越大。

(3)调节变量。高管团队教育水平(Education)和企业受儒家文化影响的程度(Confucian)。对于高管团队教育水平(Education)的测量,本文根据已有研究(Camelo-Ordaz等,2005)<sup>[17]</sup>,首先按照学历将高管的受教育水平分为五类,其中,中专及中专以下学历设为1,大专学历设为2,本科学历设为3,硕士研究生学历设为4,博士研究生学历设为5,然后以全部高管团队成员学历的平均值作为高管受教育水平的测量。

对于并购企业受儒家文化影响的程度(Confucian)的测量,本文借鉴已有研究(Du,2015)<sup>[29]</sup>,根据并购企业注册地与儒家文化中心<sup>①</sup>的地理距离进行测量,具体测量方法如下:首先,通过国泰安数据库收集样本企业的注册地,然后使用谷歌地图收集上市公司注册地以及儒家文化中心以及儒家文化中心的经纬度,根据经纬度计算上市公司与每个儒家文化中心之间的距离,计算公式为:

$$dis_i = ARC \left[ \frac{\pi}{2} - \arctan \left( \frac{\cos \varphi}{\sqrt{1 - \cos 2\varphi}} \right) \right]$$

其中,ARC表示的是为每弧度的弧长, $\varphi$ 代表的是上市公司注册地与某个儒家文化中心经纬度之间的圆心角。本文计算了上市公司注册地与儒家文化中心距离的平均距离,最后根据平均距离计算企业儒家文化变量,计算公式为:

$$Confucian = \frac{max_{dis} - dis}{max_{dis} - min_{dis}}$$

其中,max\_dis和min\_dis分别为上市公司与儒家文化中心之间的最大距离和最小距离。

(4)控制变量。本文控制变量包括交易特征、企业特征、高管团队特征、年度和行业特征等。根据已有研究(Muehlfeld等,2012<sup>[10]</sup>;陈仕华等,2015<sup>[32]</sup>),本文控制了交易特征变量,包括:并购间

① 根据已有研究(Du,2015)<sup>[29]</sup>,国内现有7个儒家文化中心,分别位于山东曲阜、四川成都、河南洛阳、福建三明和龙岩、江苏东台、浙江东部、江西临川。

隔时间 (*Time*), 以企业首次并购与第二次并购之间间隔天数的自然对数值度量。支付方式 (*Method*), 指并购交易是否采用现金支付手段, 是为 1, 否则为 0。

根据已有研究 (Aktas 等, 2011<sup>[7]</sup>; Cuyppers 等, 2017<sup>[6]</sup>), 本文控制了企业特征变量, 包括: 企业规模 (*Firm size*), 即并购企业总资产的自然对数。企业绩效 (*ROA*), 即并购企业经行业调整的 *ROA*。企业杠杆水平 (*Leverage*), 即企业总负债与股东权益的比值。自由现金流 (*Cash*), 即企业经营性现金流占总资产的比重。企业性质 (*SOE*), 如果并购企业是国有企业则为 1, 否则为 0。企业股权集中度 (*Blockholder*), 即企业第一大股东的持股比例。

根据已有研究 (Nadolska 和 Barkema, 2014)<sup>[21]</sup>, 本文控制了高管团队特征变量, 包括: 高管团队规模 (*TMT size*), 即并购企业高管团队人数。两职兼任情况 (*Duality*), 如果总经理同时兼任董事长则为 1, 否则为 0。高管团队薪酬 (*TMT pay*), 通过高管团队全部成员薪酬之和占董事、监事、高管全部薪酬的比例进行度量。

最后, 本文还控制了年份虚拟变量 (*Year*) 和行业虚拟变量 (*Industry*)。其中, 行业划分标准为中国证监会《上市公司行业分类指引》(2001 年版) 制定的行业标准 (其中, 制造业采用二级行业代码)。

表 2 变量定义与说明

变量类型	变量名称		变量符号	变量定义
被解释变量	企业后续并购绩效		<i>CAR</i>	企业实施第二次并购时, 并购宣告日前 2 天至宣告日后 2 天内的异常收益率之和
解释变量	企业首次并购损失		<i>Loss</i>	企业实施首次并购时, 并购宣告日前 2 天至宣告日后 2 天内异常收益率之和的绝对值
调节变量	高管团队受教育水平		<i>Education</i>	高管团队成员学历的平均值
	企业受儒家文化影响的程度		<i>Confucian</i>	并购企业注册地与儒家文化中心之间的地理距离
控制变量	交易特征变量	并购间隔时间	<i>Time</i>	企业两次并购之间的间隔天数的自然对数
		支付方式	<i>Method</i>	并购交易是否采用现金支付手段, 是为 1, 否则为 0
	企业特征变量	企业规模	<i>Firm size</i>	企业总资产的自然对数
		企业绩效	<i>ROA</i>	企业经行业调整的 <i>ROA</i>
		企业杠杆水平	<i>Leverage</i>	企业总负债与股东权益的比值
		自由现金流	<i>Cash</i>	企业经营性现金流占总资产的比重
		企业性质	<i>SOE</i>	企业是否是国有企业, 是为 1, 否则为 0
	企业股权集中度	<i>Blockholder</i>	企业第一大股东的持股比例	
	高管团队特征变量	高管团队规模	<i>TMT size</i>	高管团队总人数
		两职兼任情况	<i>Duality</i>	CEO 是否兼任董事长, 是为 1, 否则为 0
高管团队薪酬		<i>TMT pay</i>	高管团队全部成员薪酬之和占董事、监事、高管全部薪酬的比例	
年份行业虚拟变量	年份	<i>Year</i>	年份虚拟变量	
	行业	<i>Industry</i>	行业虚拟变量	

资料来源: 本文整理

## 四、实证结果与分析

### 1. 描述性统计与相关性检验

表 3 为描述性统计与相关系数表。从表 3 可以看出, 解释变量 *CAR* 与被解释变量 *Loss* 之间相

关系数显著为负,这与本文假设预期的方向一致。除了 *TMT size* 变量和 *TMT pay* 变量的相关系数高达 -0.456(本文通过将两个变量单独和一并放入回归模型进行测试,发现这对实证结果没有实质影响),其他变量的相关系数均低于 0.4。本文还估算变量的方差膨胀因子,发现其最大值为 2.12,说明变量之间不存在严重的多重共线性问题。

表 3 描述性统计与相关系数表

变量	Mean	S. D.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1. <i>CAR</i>	0.015	0.005														
2. <i>Loss</i>	0.078	0.006	-0.182													
3. <i>Education</i>	-0.010	0.043	0.095	0.010												
4. <i>Confucian</i>	0.016	0.044	0.077	0.019	-0.012											
5. <i>Time</i>	0.918	0.012	0.192	-0.127	0.058	-0.105										
6. <i>Method</i>	5.743	0.052	-0.341	0.033	-0.058	-0.045	-0.157									
7. <i>Firm size</i>	21.65	0.051	-0.091	-0.042	0.114	-0.002	-0.006	0.071								
8. <i>ROA</i>	0.042	0.004	0.024	0.104	0.058	-0.067	-0.092	0.039	0.031							
9. <i>Leverage</i>	0.466	0.011	-0.003	-0.127	0.050	0.070	0.126	-0.077	0.140	-0.252						
10. <i>Cash</i>	0.049	0.004	-0.024	0.026	-0.032	0.004	0.003	0.044	0.012	0.371	0.048					
11. <i>SOE</i>	0.481	0.021	0.034	-0.104	0.204	0.132	0.064	-0.115	0.317	-0.080*	0.207	0.028				
12. <i>Blockholder</i>	0.381	0.007	-0.035	0.027	-0.002	0.020	-0.098	-0.035	0.290	0.130	-0.009	0.056	0.141			
13. <i>TMT size</i>	6.533	0.126	-0.067	-0.026	0.028	-0.034	0.000	0.056	0.357	0.006	0.078	-0.021	0.129	-0.015		
14. <i>Duality</i>	0.205	0.017	0.053	0.060	-0.063	0.001	-0.111	0.039	-0.172	0.039	-0.163	-0.090	-0.25	-0.062	-0.024	
15. <i>TMT pay</i>	0.408	0.006	-0.045	0.002	-0.012	-0.010	-0.064	-0.016	-0.253	0.006	-0.101	0.042	-0.123	-0.012	-0.456	0.210

资料来源:本文整理

## 2. 回归结果与分析

表 4 列示了关于前文假设的回归结果。其中,模型(1)为仅包含控制变量的基准模型回归结果。从中可以看出,并购时间间隔变量(*Time*)的回归系数显著为正(回归系数为 0.015,显著性水平小于 0.01),说明如果企业两次并购之间的时间间隔越长,企业从前一次并购失败中获得的学习效果越好,那么后续并购中获得的并购绩效也就越好,这与吴超鹏等(2008)<sup>[37]</sup>发现一致。并购支付方式变量(*Method*)的回归系数显著为负(回归系数为 -0.122,显著性水平小于 0.01),说明现金支付方式对并购绩效有负向影响,这与葛结根(2015)<sup>[38]</sup>的发现一致。高管团队规模变量(*TMT size*)的回归系数显著为负(回归系数为 -0.003,显著性水平小于 0.10),说明高管团队规模越大,企业并购绩效越不好。这是因为团队规模大、成员多,可能不利于群体从失败中获取良好的学习效



果,这与 Nadolska 和 Barkema(2014)<sup>[21]</sup>的发现一致。两职兼任情况变量(*Duality*)回归系数显著为正(回归系数为 0.029,显著性水平小于 0.05),说明总经理的权力越大,其从企业并购中获得的绩效越好,这与李维安和陈钢(2015)<sup>[39]</sup>的发现一致。高管团队薪酬变量(*TMT pay*)的回归系数显著为负(回归系数为 -0.095,显著性水平小于 0.05),说明高管团队薪酬对并购绩效有负向影响。这是因为薪酬较高的高管,可能因为高管薪酬可能未与企业业绩挂钩,因此致使企业进行并购交易的质量不高,从而获得较低的并购绩效,这与姜付秀等(2009)<sup>[40]</sup>、伍如昕和黄健柏(2010)<sup>[41]</sup>的研究结论一致。

表 4

回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Loss</i>		-0.115 *** (0.030)	-0.130 *** (0.029)	-0.135 *** (0.030)	-0.145 *** (0.029)
<i>Education</i>			-0.008 (0.005)		-0.007 (0.005)
<i>Loss × Education</i>			0.228 *** (0.031)		0.214 *** (0.030)
<i>Confucian</i>				-0.004 (0.006)	-0.001 (0.005)
<i>Loss × Confucian</i>				0.168 *** (0.040)	0.127 *** (0.039)
<i>Time</i>	0.015 *** (0.004)	0.013 *** (0.004)	0.009 ** (0.004)	0.013 *** (0.004)	0.010 ** (0.004)
<i>Method</i>	-0.122 *** (0.017)	-0.122 *** (0.017)	-0.119 *** (0.016)	-0.123 *** (0.016)	-0.119 *** (0.016)
<i>Firm size</i>	-0.004 (0.005)	-0.004 (0.005)	-0.006 (0.004)	-0.003 (0.004)	-0.005 (0.004)
<i>ROA</i>	0.081 (0.059)	0.091 (0.058)	0.075 (0.056)	0.092 (0.057)	0.078 (0.055)
<i>Leverage</i>	-0.019 (0.020)	-0.023 (0.020)	-0.020 (0.020)	-0.025 (0.019)	-0.022 (0.019)
<i>Cash</i>	-0.009 (0.052)	-0.014 (0.051)	0.003 (0.050)	-0.031 (0.051)	-0.011 (0.050)
<i>SOE</i>	0.010 (0.011)	0.006 (0.011)	0.004 (0.011)	0.004 (0.011)	0.001 (0.011)
<i>Blockholder</i>	-0.028 (0.032)	-0.026 (0.032)	-0.024 (0.031)	-0.040 (0.031)	-0.035 (0.031)
<i>TMT size</i>	-0.003 * (0.002)	-0.004 ** (0.002)	-0.003 * (0.002)	-0.003 ** (0.002)	-0.003 * (0.002)
<i>Duality</i>	0.029 ** (0.012)	0.030 ** (0.012)	0.028 ** (0.011)	0.026 ** (0.012)	0.025 ** (0.011)

续表 4

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>TMT pay</i>	-0.095** (0.040)	-0.101** (0.040)	-0.098** (0.038)	-0.097** (0.039)	-0.095** (0.038)
<i>C</i>	0.213** (0.101)	0.238** (0.099)	0.295*** (0.098)	0.208** (0.099)	0.259*** (0.098)
<i>Year/Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	543	543	527	542	526
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.193	0.215	0.297	0.248	0.319
调整 <i>R</i> <sup>2</sup>	0.134	0.156	0.239	0.188	0.260
<i>F</i>	3.262	3.632	5.124	4.139	5.396

注:括号中数字为双尾检验的标准误;\*、\*\*、\*\*\* 分别表示 0.10、0.05 和 0.01 的显著性水平

资料来源:本文整理

模型(2)~模型(4)是在基准模型基础上引入本文解释变量及调节变量。模型(2)将首次并购损失变量(*Loss*)引入基准模型。回归结果显示,并购损失变量(*Loss*)的回归系数显著为负(回归系数为-0.115,显著性水平小于0.01),说明与并购失败较大程度的企业相比,并购失败较小程度的企业进行后续并购取得的并购绩效较好,与假设 H<sub>1</sub> 的预测结果一致。并购损失变量(*Loss*)的回归系数为-0.115,说明如果企业首次并购失败程度增加一个单位,那么后续并购绩效会下降0.115 个单位。模型(3)在模型(2)的基础上引入了企业高管团队教育水平变量(*Education*)及其与解释变量的交乘项变量(*Loss × Education*)。回归结果显示,该交乘项变量(*Loss × Education*)的回归系数显著为正(回归系数为0.228,显著性水平小于0.01),说明企业高管团队的教育水平能够显著减弱企业首次并购损失与后续并购绩效之间的负向关系,即高管团队的教育水平越高,企业首次并购经历的损失程度对后续并购绩效的负向影响减弱。这与假设 H<sub>2</sub> 的预测相一致。模型(4)在模型(2)的基础上引入了企业受儒家文化影响的程度变量(*Confucian*)及其与解释变量的交乘项变量(*Loss × Confucian*)。回归结果显示,该交乘项变量(*Loss × Confucian*)的回归系数显著为正(回归系数为0.168,显著性水平小于0.01),说明企业受儒家文化影响的程度能够显著减弱企业首次并购损失与后续并购绩效之间的负向关系,即与受儒家文化影响较弱的企业相比,受儒家文化影响较强的企业首次并购遭受的损失程度对后续并购绩效的负向影响越弱。这与假设 H<sub>3</sub> 的预测相一致。模型(5)将两个调节变量一并放入模型,发现前文实证结果没有发生实质改变。

模型(2)的实证结果说明,与失败程度较大的情况相比,当并购失败程度较小时,其后续并购绩效越好,这符合前文失败学习理论的预期;模型(3)与模型(4)的结果说明,诸如高管团队教育水平和企业受儒家文化影响程度等社会认知因素对并购失败程度与后续并购绩效之间关系有显著调节影响,也即社会认知因素在并购失败经验的学习过程中发挥重要作用,因此,有必要同时结合失败学习理论和社会认知理论来研究并购失败程度对后续并购绩效的影响。

### 3. 稳健性检验

为了检验前文实证结果的稳健性,本文进行以下测试:

第一,关于并购绩效的测量,本文参照现有研究(Aktas 等,2011<sup>[7]</sup>;Papadakis 和 Thanos,2010<sup>[11]</sup>)的其他方法,选取并购公告日前后5天(即[-5,5])的窗口期计算累计超额收益,以此作为对企业并购绩效以及首次并购损失的测量(*Loss\_1*)。窗口期变更后,本文最终获得567家企业发生的1134起并购交易事件,经过测试发现,前文实证结果没有发生实质改变(回归结果如表5所示)。

表 5 并购绩效替代性测量指标的稳健性测试结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Loss_1</i>	-0.062 *** (0.018)	-0.110 *** (0.019)	-0.065 *** (0.018)	-0.110 *** (0.018)
<i>Education</i>		-0.008 (0.007)		-0.007 (0.007)
<i>Loss_1 × Education</i>		0.198 *** (0.030)		0.191 *** (0.030)
<i>Confucian</i>			0.013 (0.008)	0.015 * (0.008)
<i>Loss_1 × Confucian</i>			0.120 ** (0.053)	0.089 * (0.052)
<i>C</i>	0.172 (0.153)	0.244 (0.150)	0.117 (0.154)	0.187 (0.151)
控制变量	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	544	530	543	529
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.212	0.276	0.239	0.298
调整 <i>R</i> <sup>2</sup>	0.153	0.216	0.179	0.237
<i>F</i>	3.576	4.651	3.946	4.912

注:括号中数字为双尾检验的标准误;\*、\*\*、\*\*\*分别表示0.10、0.05和0.01的显著性水平;控制变量的回归结果留存备索  
资料来源:本文整理

第二,考虑到本文使用的累计异常收益率作为并购绩效测量,可能会受到投资者行为的影响,而并购溢价水平则完全是由高管团队直接做出决策的结果(陈仕华和李维安,2016<sup>[31]</sup>;Gong等,2018<sup>[15]</sup>),因此本文使用并购溢价(*premium*)<sup>①</sup>作为并购绩效的代理指标进行稳健性测试。具体测试结果如表6所示。从中可以看出,以并购溢价为被解释变量的稳健性测试结果与前文保持一致。

表 6 以并购溢价为被解释变量的稳健性测试结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Loss</i>	1.680 *** (0.400)	1.725 *** (0.400)	1.712 *** (0.396)	1.750 *** (0.397)
<i>Education</i>		0.0480 (0.073)		0.0530 (0.073)
<i>Loss × Education</i>		-0.621 * (0.331)		-0.553 * (0.330)

① 根据已有研究(陈仕华和李维安,2016)<sup>[31]</sup>,本文关于并购溢价的测量如下:并购溢价(*premium*)=(交易总价-交易标的的净资产)/交易标的的净资产。

续表 6

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Confucian</i>			0.118* (0.071)	0.120* (0.071)
<i>Loss × Confucian</i>			-1.050** (0.422)	-0.968** (0.425)
<i>C</i>	0.844 (1.400)	0.211 (1.490)	0.485 (1.395)	-0.086 (1.486)
控制变量	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	263	259	263	259
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.232	0.222	0.254	0.242
调整 <i>R</i> <sup>2</sup>	0.117	0.0960	0.135	0.111
<i>F</i>	2.021	1.759	2.133	1.850

注：括号中数字为双尾检验的标准误；\*、\*\*、\*\*\* 分别表示 0.10、0.05 和 0.01 的显著性水平；控制变量的回归结果留存备案  
资料来源：本文整理

第三,关于并购失败的测量,本文还参照 Gong 等(2019)<sup>[15]</sup>、Meschi 和 Métais(2015)<sup>[20]</sup> 的做法,根据企业并购绩效的均值与标准差对目标企业并购失败程度进行划分。本文将企业并购绩效与当年全部样本企业并购绩效的平均值进行比较,如果企业并购绩效与平均绩效的差小于一个标准差则定义为小失败,如果企业并购绩效与平均绩效的差大于一个标准差则定义为大失败。本文通过设置虚拟变量来代表企业首次并购是否为失败程度较大 (*Major failure*),如果企业首次并购为大失败则取值为 1,否则为 0。本文以此作为企业首次并购失败程度的替代指标,对前文实证结果进行稳健性测试,发现前文实证结果仍然没有发生改变(回归结果如表 7 所示)。

表 7 并购失败程度替代测量指标的稳健性测试结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Major failure</i>	-0.052*** (0.016)	-0.052*** (0.016)	-0.049*** (0.015)	-0.050*** (0.015)
<i>Education</i>		0.005 (0.005)		0.005 (0.005)
<i>Major failure × Education</i>		0.068*** (0.019)		0.067*** (0.018)
<i>Confucian</i>			0.004 (0.005)	0.005 (0.005)
<i>Major failure × Confucian</i>			0.058*** (0.016)	0.056*** (0.016)

续表 7

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>C</i>	0.210** (0.100)	0.224** (0.101)	0.165* (0.099)	0.173* (0.101)
控制变量	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	543	527	542	526
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.211	0.234	0.237	0.261
调整 <i>R</i> <sup>2</sup>	0.151	0.171	0.177	0.197
<i>F</i>	3.538	3.706	3.900	4.065

注:括号中数字为双尾检验的标准误;\*、\*\*、\*\*\*分别表示0.10、0.05和0.01的显著性水平;控制变量的回归结果留存备索资料来源:本文整理

第四,由于本文研究样本仅选取首次并购遭受失败的企业,因此可能会存在样本自选择问题。为此,本文使用 Heckman 两阶段回归方法解决这一问题(Heckman, 1979)<sup>[42]</sup>。根据现有研究(Bettinazzi 和 Zollo, 2017)<sup>[43]</sup>的做法,本文选择企业年龄(用 *Age* 代表,使用企业年龄的自然对数进行测量)作为工具变量。Bettinazzi 和 Zollo(2017)<sup>[43]</sup>认为,与成立时间较短的企业相比,成立时间较长的企业具有较为成熟的组织惯例与文化,企业发生并购并遭受失败的可能性较低。但企业年龄对以超常累计收益率为计量的企业并购绩效的影响很小,因此选择企业年龄作为工具变量具有一定的合理性。本文第一阶段回归估计了企业首次并购遭受失败的概率,计算出逆米尔斯率并引入第二阶段回归。表 8 列示了 Heckman 两阶段回归结果,其中模型(1)为第一阶段回归,该模型的被解释变量为企业首次并购是否失败(*Failure*),解释变量为工具变量企业年龄(*Age*),结果显示工具变量的回归系数在 5% 水平上显著,说明该变量为有效的工具变量。模型(2)~模型(5)为引入逆米尔斯率的第二阶段回归结果,这些结果仍然与前文实证结果保持一致。

表 8 Heckman 两阶段方法的稳健性测试结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Age</i>	-0.172** (0.08)				
<i>Loss</i>		-0.115*** (0.030)	-0.130*** (0.029)	-0.136*** (0.030)	-0.145*** (0.029)
<i>Education</i>			-0.008 (0.005)		-0.007 (0.005)
<i>Loss</i> × <i>Education</i>			0.228*** (0.031)		0.214*** (0.030)
<i>Confucian</i>				-0.004 (0.006)	-0.001 (0.005)

续表 8

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Loss × Confucian</i>				0.168 *** (0.040)	0.128 *** (0.039)
<i>Inverse mills</i>		0.001 (0.027)	-0.006 (0.027)	-0.006 (0.027)	-0.012 (0.027)
<i>C</i>	0.213 ** (0.101)	0.238 ** (0.101)	0.298 *** (0.099)	0.211 ** (0.100)	0.266 *** (0.099)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	1104	543	527	542	526
<i>R</i> <sup>2</sup>		0.215	0.297	0.248	0.320
调整 <i>R</i> <sup>2</sup>		0.154	0.237	0.187	0.259
<i>F</i>		3.532	4.990	4.032	5.266

注:括号中数字为双尾检验的标准误;\*、\*\*、\*\*\* 分别表示 0.10、0.05 和 0.01 的显著性水平;控制变量的回归结果留存备案  
资料来源:本文整理

### 五、结论与启示

本文以我国 A 股上市公司 2003—2017 年间首次并购失败的 590 家企业发生的并购交易为研究样本,基于失败学习理论检验企业首次并购失败对后续并购绩效的影响,实证结果发现,与首次并购较大程度失败的企业相比,首次并购较小程度失败的企业进行后续并购取得的并购绩效相对较好。这意味着,企业经历较小程度的并购失败更能有助于企业的学习效果,进而在后续并购中取得较好的并购绩效。文章进一步结合社会认知理论检验高管团队受教育水平和企业受儒家文化影响程度的调节效应,实证结果发现,如果高管团队受教育水平较高,或者企业的儒家文化影响较强,那么,首次并购失败程度与后续并购绩效的负向影响越弱。这意味着,企业在不同并购失败程度的学习中,社会认知因素从中发挥了重要的调节效应。本研究具有以下理论和实践启示:

第一,现有关于连续并购的文献已经关注到成功并购经验与失败并购经验,并基于组织学习理论、过度自信理论研究发现,与成功经验相比,失败经验更能够促进后续并购绩效的提高(Cuyper 等,2017)<sup>[6]</sup>。但是现有研究显示,企业并购失败率居高不下(Papadakis 和 Thanos,2010)<sup>[11]</sup>。那么,不同程度并购失败的学习效应相同吗?现有文献却鲜有研究(Gong 等,2019)<sup>[15]</sup>。与现有研究不同,本文基于失败学习理论研究不同程度并购失败对后续并购绩效的影响,发现不同程度并购失败对并购绩效有不同影响,这对连续并购的绩效影响有重要的研究启示。

第二,现有关于失败学习理论的研究主要集中于创业管理领域,这些研究通过质性研究方法考察创业者面对不同程度的创业失败的学习行为及其对后续创业行为与创业绩效的影响(Yamakawa 等,2013)<sup>[13]</sup>。失败学习理论阐释了不同程度的失败如何通过影响学习者的归因倾向进而带来学习效果的差异(Khanna 等,2016)<sup>[12]</sup>。并购作为企业中重要的战略事件,并且绩效结果呈现较大差异,这为失败学习理论提供了良好的适用情境(Gong 等,2019)<sup>[15]</sup>。本文将失败学习理论引入企业连续并购领域,这为失败学习理论提供了新的研究领域。

第三,失败学习理论强调不同失败程度引发的归因差异(Cannon 和 Edmondson,2005)<sup>[22]</sup>,该理论仅强调行为结果的差异,但忽视了学习主体的认知差异。社会认知理论研究表明,学习主体的认知因素会影响其归因倾向(Bandura,2001)<sup>[16]</sup>,因此学习主体的不同认知会对失败学习效应产生不同影响。本文在失败学习理论上进一步引入社会认知理论,发现学习主体的认知因素对失败经验学习的重要影响,这进一步深化了失败学习理论的归因机制。

最后,本研究的实践启示在于,当公司遴选高管团队成员时,一方面要注重高管成员过去的成功或失败经验,尽管各种类型的经验都会对高管团队决策有价值,但那些具有失败程度较小的经验可能对企业尤为重要;另一方面还要注重高管成员的认知因素,这在高管团队成员学习过程中也发挥重要作用。限于变量测量的可行性考虑,本文根据社会认知理论文献只考察了教育水平和儒家文化两个因素。如果未来能够通过问卷调查方法探究高管团队成员其他方面认知因素的作用,可能会得出更有价值的研究发现。

## 参考文献

- [1] Greve, H. R. A Behavioral Theory of Firm Growth: Sequential Attention to Size and Performance Goals [J]. *Academy of Management Journal*, 2008, 51, (3): 476 - 494.
- [2] Kim, J., Halebian, J., and S. Finkelstein. When Firms Are Desperate to Grow via Acquisition: The Effect of Growth Patterns and Acquisition Experience on Acquisition Premiums [J]. *Administrative Science Quarterly*, 2011, 56, (1): 26 - 60.
- [3] Finkelstein, S., Hambrick, D., and A. A. Cannella. *Strategic Leadership* [M]. Oxford University, 2009.
- [4] Jensen, M., and W. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure [J]. *Journal of Financial Economic*, 1976, 3, (4): 305 - 360.
- [5] Schweizer, L. Organizational Integration of Acquired Biotechnology Companies into Pharmaceutical Companies: The Need for a Hybrid Approach [J]. *Academy of Management Journal*, 2005, 48, (6): 1051 - 1074.
- [6] Cuypers, I. R., Cuypers, Y., and X. Martin. When the Target May Know Better: Effects of Experience and Information Asymmetries on Value from Mergers and Acquisitions [J]. *Strategic Management Journal*, 2017, 38, (3): 609 - 625.
- [7] Aktas, N., Bodt, E., and R. Roll. Serial Acquirer Bidding: An Empirical Test of the Learning Hypothesis [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17, (1): 18 - 32.
- [8] Billett M. T., and Qian Yiming. Are Overconfident CEOs Born or Made? Evidence of Self-Attribution Bias from Frequent Acquirers [J]. *Management Science*, 2008, 54, (6): 1037 - 1051.
- [9] March J. G. Exploration and Exploitation in Organizational Learning [J]. *Organization Science*, 1991, 2, (1): 71 - 87.
- [10] Muehlfeld, K., Padma, R. S., and V. W. Arjen. A Contextual Theory of Organizational Learning from Failures and Successes: A Study of Acquisition Completion in the Global Newspaper Industry, 1981 - 2008 [J]. *Strategic Management Journal*, 2012, 33, (8): 938 - 964.
- [11] Papadakis, V. M., and I. Thanos. Measuring the Performance of Acquisitions: An Empirical Investigation Using Multiple Criteria [J]. *British Journal of Management*, 2010, 21, (4): 859 - 873.
- [12] Khanna, R., Guler, I., and A. Nerkar. Fail Often, Fail Big, and Fail Fast? Learning from Small Failures and R&D Performance in the Pharmaceutical Industry [J]. *Academy of Management Journal*, 2016, 59, (8): 436 - 459.
- [13] Yamakawa, Y., Peng, M. W., and D. L. Deeds. Rising from the Ashes: Cognitive Determinants of Venture Growth After Entrepreneurial Failure [J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2013, 39, (2): 209 - 236.
- [14] Cardon, M. S., Stevens, C. E., and D. R. Potter. Misfortunes or Mistakes Cultural Sense-making of Entrepreneurial Failure [J]. *Journal of Business Venturing*, 2011, 26, (1): 79 - 92.
- [15] Gong Yan, Yu Zhang, and Jun Xia. Do Firms Learn More from Small of Big Successes and Failures? A Test of the Outcome-Based Feedback Learning Perspective [J]. *Journal of Management*, 2019, 45, (3): 1034 - 1056.
- [16] Bandura, A. Social Cognitive Theory: An Agentic Perspective [J]. *Annual Review of Psychology*, 2001, 52, (1): 1 - 26.
- [17] Camelo-Ordaz, C., Hernandez-Lzra, A. B., and R. Valle-Cabrera. The Relationship between Top Management Teams and Innovative Capacity in Companies [J]. *Journal of Management Development*, 2005, 24, (8): 683 - 705.
- [18] Mason, M. F., and M. W. Morris. Culture, Attribution and Automaticity: A Social Cognitive Neuroscience View [J]. *Social*

Cognitive & Affective Neuroscience, 2010, 6, (5) :292 – 306.

[19] Hayward, M. L. When Do Firms Learn from Their Acquisition Experience? Evidence from 1990 to 1995 [J]. Strategic Management Journal, 2002, 23, (1) :21 – 39.

[20] Meschi, P. -X. , and E. Métais. Too Big to Learn: The Effects of Major Acquisition Failures on Subsequent Acquisition Divestment [J]. British Journal of Management, 2015, (26) :408 – 423.

[21] Nadolska, A. , and H. G. Barkema. Good Learners: How Top Management Teams Affect the Success and Frequency of Acquisitions [J]. Strategic Management Journal, 2014, 35, (10) :1483 – 1507.

[22] Cannon, M. D. , and A. C. Edmondson. Failing to Learning to Fail (intelligently): How Great Organizations Put Failure to Work to Innovate and Improve [J]. Long Range Planning, 2005, 38, (3) : 299 – 319.

[23] Weiner, B. An Attributional Theory of Achievement Motivation and Emotion [J]. Psychology Review, 1985, 92, (3) :548 – 573.

[24] Lloyd, W. S. Social Cognitive Theories of Personality [A]. In: Barone D. F. , Hersen M. , Van Hasselt V. B. (eds) Advanced Personality [C]. The Plenum Series in Social/Clinical Psychology, Springer, Boston, MA, 1998.

[25] Fiske, S. T. , and S. E. Taylor. McGraw-Hill Series in Social Psychology [A]. Social Cognition (2nd Version) [C]. New York, NY, England: McGraw-Hill Book Company, 1991.

[26] Madsen, P. M. , and V. Desai. Failing to Learn? The Effect of Failure and Success on Organizational Learning in the Global Orbital Launch Vehicle Industry [J]. Academy of Management Journal, 2010, 53, (3) :451 – 476.

[27] Gilovich, T. , Justin, K. , and H. M. Victoria. The Spotlight Effect Revisited: Overestimating the Manifest Variability of Our Actions and Appearance [J]. Journal of Experimental Social Psychology, 2002, 38, (1) :93 – 99.

[28] Knowles, E. , Morris, M. W. , Hong, Y. , and C. Chiu. Culture and the Process of Person Perception: Evidence for Automaticity among East Asians in Correcting for Situational Influences on Behavior [J]. Personality and Social Psychology Bulletin, 2001, (27) :1344 – 1356.

[29] Du Xingqiang. Does Confucianism Reduce Minority Shareholder Expropriation? Evidence from China [J]. Journal of Business Ethics, 2015, (132) :661 – 716.

[30] 高志强.《论语》中的归因思想探析 [J]. 南昌:心理学探新, 2016, (1) :3 – 7.

[31] 陈仕华, 李维安. 并购溢价决策中的锚定效应研究 [J]. 北京:经济研究, 2016, (6) :114 – 127.

[32] 陈仕华, 卢昌崇, 姜广省, 王雅茹. 国企高管政治晋升对企业并购行为的影响——基于企业成长压力理论的实证研究 [J]. 北京:管理世界, 2015, (9) :125 – 136.

[33] Cording, M. , Christmann, P. , and C. Weigelt. Measuring Theoretically Complex Constructs: The Case of Acquisition Performance [J]. Strategic Organization, 2010, (8) :11 – 41.

[34] Brown, S. J. , and J. B. Warner. Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies [J]. Journal of Financial Economics, 1985, 21, (1) :3 – 40.

[35] Doukas, J. A. , and D. Petmezas. Acquisitions, Overconfident Managers and Self-attribution Bias [J]. European Financial Management, 2006, 13, (3) :531 – 577.

[36] 吴超鹏, 叶小杰, 吴世农. 并购败绩后撤换 CEO 吗? ——我国上市公司内外部治理机制有效性检验 [J]. 北京:经济管理, 2011, (5) : 46 – 55.

[37] 吴超鹏, 吴世农, 郑方镛. 管理者行为与连续并购绩效的理论与实证研究 [J]. 北京:管理世界, 2008, (7) :126 – 188.

[38] 葛结根. 并购支付方式与并购绩效的实证研究——以沪深上市公司为收购目标的经验证据 [J]. 北京:会计研究, 2015, (9) :74 – 81.

[39] 李维安, 陈钢. 会计稳健性、信息不对称与并购绩效——来自沪深 A 股上市公司的经验证据 [J]. 北京:经济管理, 2015, (2) :96 – 106.

[40] 姜付秀, 张敏, 陆正飞, 陈才东. 管理者过度自信、企业扩张与财务困境 [J]. 北京:经济研究, 2009, (1) :131 – 143.

[41] 伍如昕, 黄健柏. 管理者认知偏差只能带来消极影响吗? ——对管理者过度自信现有研究范式的述评 [J]. 北京:经济管理, 2010, (9) :172 – 179.

[42] Heckman, J. J. Sample Selection Bias as a Specification Error [J]. Econometric, 1979, 47, (1) : 153 – 161.

[43] Bettinazzi, E. L. M. , and M. Zollo. Stakeholder Orientation and Acquisition Performance [J]. Strategic Management Journal, 2017, 38, (2) :2465 – 2485.



# What Kind of Failure is the Mother of Success? Evidence from the Impact of M&A Failure on Subsequent M&A Performance

CHEN Shi-hua<sup>1</sup>, ZHANG Zhang<sup>1</sup>, SONG Bing-shuang<sup>2</sup>

(1. Dongbei University of Finance & Economics, Dalian, Liaoning, 116025, China;

2. China Business Executives Academy, Dalian, Liaoning, 116086, China)

**Abstract:** In order to achieve rapid growth in a short period of time, enterprises will conduct frequent mergers and acquisitions (M&A) even in a short period of time. However, it is worth noting that more than half or even two-thirds of M&A events are failed in practice. The research on the failure experience of M&A is particularly important, but the existing research on this issue is insufficient. This paper focuses on the influence of M&A experience with different degrees of failure on subsequent M&A performance.

Theory of failure learning believe that failure can be divided into major failure and minor failure according to the degree of loss. The actor attributes the failure to different causes according to the degree of the failure; the actor tends to attribute the major failure to uncontrollable external factors (e.g., environment, luck, etc.), and the minor failure to controllable internal factors (e.g., efforts). Compared with the negative emotions generated by external attribution, the positive emotions generated by internal attribution help to improve the learning effect. In addition, social cognitive theory suggests that cognitive differences of actors will affect attributional tendencies, so learners' cognitive differences also play an important role in failure learning.

This paper examines the impact of the failure degree of M&A experiences on subsequent M&A performance based on failure learning theory and social cognition theory. Based on the samples of 590 Chinese A-share listed firms that suffered failure in their first M&A from 2003 to 2017, the study finds that compared with those firms that suffered larger degree of failure in M&A, those firms that suffered smaller degree of failure in M&A achieved relatively better performance in subsequent M&A. This paper further finds that the higher the education level of the top management team (TMT) is, or the stronger the influence of Confucian culture is, the stronger the correlation between the loss degree of M&A failure and the subsequent M&A performance is.

Existing researches on the experience of failed M&A are mainly conducted from the perspective of organizational learning theory, threat-rigidity theory and feedback-based learning theory. This paper focuses on the impact of failed M&A on subsequent M&A based on failure learning theory. The study expands the theoretical research on M&A experience theoretically. Secondly, existing studies have not yet examined the role of cognitive factors of TMT in M&A experience learning. Therefore, this paper combines social cognitive theory with failure learning theory to examine the role of educational level and cultural environment that affect TMT's cognitive ability in the process of learning experience of failed M&A. It makes up for the theoretical gap of the existing research and deepens the research on the learning of failed M&A experience. Thirdly, the conclusion of this paper indicates that the performance of subsequent M&A is influenced not only by the previous M&A experience of TMT, but also by the cognitive level of the executives, which provides beneficial practical enlightenment for the selection of TMT members.

**Key Words:** failure of M&A; failure learning theory; social cognition theory; M&A performance

**JEL Classification:** D22, G34, G41, M10

**DOI:** 10.19616/j.cnki.bmj.2020.04.002

(责任编辑: 闫 梅)