

投资者如何将多重信息转化为确定的判断?*

——代表性信号与并购市场反应构型研究

张双鹏¹ 周 建^{2,3,4}



(1. 山东工商学院会计学院, 山东 烟台 264005;

2. 南开大学商学院, 天津 300071;

3. 南开大学中国公司治理研究院, 天津 300071;

4. 南开大学滨海学院, 天津 300071)

内容提要:有效市场假说假定投资者能够解开并购事件信息和结果的关系做出积极或消极的市场反应,然而他们如何解开并购宣告的多重信息与预期结果之间的关系仍然是未知的。本文基于启发式决策理论中代表性启发的理论演绎,使用并购绩效的动机—能力—机会模型构建启发式决策框架,结合模糊集定性比较方法FSQCA研究了投资者解读企业并购宣告的多重信息并做出反应的判断机制。研究结果表明,投资者从动机—能力—机会框架中代表性信号组合形成的整体构型出发,判断当前并购属于好的并购还是糟糕的并购。有三种整体构型引致投资者做出了当前并购属于“好的”判断,四种整体构型引致投资者做出了当前并购是“糟糕的”判断。并且,同一判断结果的信号组合构型可以明显不同,“好的”并购构型反面组合并不就是“糟糕”并购构型。本文补充了投资者解读并购宣告的多重信息并做出市场反应之间存在的一种启发式判断机制,为并购市场反应偏离理性预期偏差的解释提供了被忽略的答案。

关键词:启发式决策 代表性信号 构型 并购市场反应

中图分类号:F272 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2019)09—0075—17

一、问题提出

并购是企业增加和维持绩效的重要战略行为之一。有大量研究聚焦于探索企业如何能够取得更好的并购绩效(Haleblian等,2009^[1];Devers等,2013^[2])。在资本市场中,并购的市场绩效即市场反应究竟受哪些信号驱动,也因此受到特别关注。已有研究讨论了投资者会对各种各样的并购交易信号做出反应,包括并购支付方式(Hayward,2010)^[3],并购溢价(Schijven和Hitt,2012)^[4],以前的并购经验(Laamanen和Keil,2010^[5];Field和Mkrtychyan,2017^[6]),收购对象的相关与无关性(Singh,和Montgomery,1987)^[7]等。然而,这些看似理性的预期条件在并购市场反应的研究中提供了令人沮丧的证据:收购方的市场回报并未随上述信号明显波动,无所不在的并购经验、支付方式和相关性几乎都没有明显的调节作用(King等,2004)^[8]。投资者对并购宣告的反应相较于理性预

收稿日期:2019-03-06

* 基金项目:国家自然科学基金项目“差异化组织治理,董事会战略决策权配置与战略决策有效性”(71672088);山东省社会科学规划项目“经济新常态下企业创新战略的行为治理机制研究”(18DGLJ07)。

作者简介:张双鹏,男,讲师,管理学博士,研究方向是战略管理与公司治理,电子邮箱:shuangpeng1107@163.com;周建,男,教授,博士生导师,研究方向是战略管理与公司治理,电子邮箱:jzhou@nankai.edu.cn。通讯作者:张双鹏。

期的偏差对有效资本市场理论提出了挑战,如果投资者对于并购宣告的反应并不是遵循某一个信号的理性预期,那么他们是如何解读给定并购宣告的相关信息并据此做出积极或是消极反应的?

事实上,在面对给定事件需要对其未知结果做出预判时,例如,当前并购在多大程度上属于一个“好的”交易或是一个“糟糕的”交易,人们倾向于使用启发式决策,尤其是代表性启发(卡尼曼等,2013)^[9]。代表性启发意味着一种有限理性的行为决策模式,投资者将寻找预期结果最典型、最显著的特征信息,并将信息组合的集合与未知结果之间建立思维联系,从整体上判断给定事件的信息构建“看起来像不像”将要发生的预期结果。代表性启发取代了直接根据单个信号对预期结果的边际效应推理来指导交易的判断过程,这一方式依赖于投资者集中关注的代表性信号相互关联后的集合整体(Fiss,2011)^[10]。从而基于理性预期,将并购绩效的决定信号剖析成每一个独立因素单独解释投资者的市场判断,极有可能让研究“因为一棵树,而迷失了整片森林”。

因此在本文中,摒弃了孤立分析单个信号的理性预期推理并购绩效的模式。转而使用启发式决策的理论演绎,根据多重信号组合后的整体构型重新检验投资者对并购宣告的反应过程。为实现这一研究目标,本文运用并购绩效的行为理论模型“动机—能力—机会”(MAO)(Campbell等,2016^[11],Brueller等,2018^[12])来构建代表性启发框架,并使用模糊集定性比较分析(以下简称FSQCA)方法,支持投资者将多重信息归类为与结果相似的整体类型来引导市场反应的猜想。通过FSQCA检验出哪些构型成为投资者眼中“好的”并购交易判断基础,从而引致积极的市场反应,哪些成为“糟糕的”并购交易判断基础,从而引致了消极的市场反应,并且进一步比较了“好的”交易和“糟糕的”交易构型的等效性与非对称性特征。

本文的研究贡献主要在以下两个方面:第一,为投资者对并购宣告事件做出市场反应这一过程提供了有限理性的研究证据。在以往的并购研究中,基于有效市场的假设,认为投资者能够解开任何给定并购事件背后的条件和效果关系做出市场反应。本文的研究表明投资者在追踪那些对于并购绩效而言显著的信号,并将这些信号组合成一种整体的判断模型,而不是完全依赖于通过某一信息对于绩效的边际效应来判断并购整合的增值潜力。本文使用这种方式描述了投资者并购市场反应一个更为精确的行为决策过程。第二,补充了投资者在面对并购宣告同时出现的多重信息时,估计预期结果的一种判断机制。尽管在并购领域有大量研究解释了并购事件的市场反应,然而仍然不清楚对公司这一事件宣告时,投资者判断给定事件资产定价的内在机制。本文提供了一种面对上述情形,投资者估计“好的”并购与“糟糕”并购的代表性启发的判断模式。

二、理论框架

1. 投资者对并购事件的判断机制:启发式决策

在投资者资本市场反应的研究中,除了理性预期的假设(例如有效市场假说)之外,与之相对应的另一假设在于有限理性。有限理性并不意味着决策者缺少理性,而是决策者并非像完美的理性人一样做出决定,他们的理性程度受限于自身的能力和对可用信息的搜寻过程。有限理性常常适用于决策者面临不确定的、不可预测的情景做出决策时。对于资本市场的参与者而言,他们面临较高的市场波动环境,例如信息更新迅速、政策与制度变动、环境的稳定性弱、结果难以准确预测等(Bingham和Eisenhardt,2011)^[13],在很多时候需要迅速做出判断以捕捉市场中那些动态收益。

如何对未知结果做出判断,研究认为人们并不依赖于理性预期或是概率法则,而是使用启发式决策(卡尼曼等,2013)^[9]。从获得的经验法则出发,决策者简化了判断过程。然而需要指出的是,启发式决策并不表明决策者在错过和忽略信息与判断过程。研究表明,在资本市场中,有效率的决策者,与丢失信息相反,他们反而接受大量的信息(Eisenhardt,1989)^[14]。Bingham和Eisenhardt(2011)^[13]指出,相对于简单的启发式决策,在复杂环境中,资本市场中的参与者们发展出了一种

“专家启发式”决策,即通过对以前经验的学习,为判断提供一种指导性的整体结构,帮助他们识别关键信息并将之归类,找到与结果相符合的信息类型做出判断。

专家启发式决策的运用表明,投资者需要对未知结果做出判断时,他们从模糊而不确定的环境中搜寻并识别几种或多种关键的因素,然后整合成一个模式进行意义构建,在此基础上形成自己的判断(Pelli 和 Tillman,2008)^[15]。就并购战略而言,已有研究表明,企业管理层更倾向于整合多种信息,通过类型识别应对模糊情形下的并购评估(Rindova 等,2010)^[16]。从而启发式决策下,在个体由模糊认知到确定判断的过程中,由三个基本概念组成(Zadeh,1997)^[17],分别为识别代表性信息、将代表性信息组成一个整体以及寻找因果联系。运用这一模式,投资者在面对资本市场多重信息的模糊表达和难以预测的结果时,形成并购判断三个过程在于:聚焦于代表性信息、将它们整合成一个整体、根据整合的整体类型与期望结果的符合程度做出判断。这表明投资者的市场反应,在启发式判断下,实质上依赖于两种关键的思维简化机制:代表性信号、整合后的整体类型,在此基础上投资者简化了从多重、复杂信息中做出判断的决策过程。

2. 并购事件多重信息的判断:代表性信号整合与构型

综上,投资者对于并购宣告的判断实质上是一种将代表性信息整合成为可判断状态类型,来看待与预期结果符合程度的过程(Campbell 等,2016^[11];Schijven 和 Hitt,2012^[4])。对投资者而言,尽管并购宣告的信息看起来较多,但是过多的信息以及与预期结果之间联系的多样性反而增添了他们判断的难度,并未缓解信息的不对称性。在资本市场中,研究过多的关注信号的供给方,企业如何披露更多的信息来缓解资本市场的信息不对称,但极少关注投资者作为接收方如何通过对信号的解释来降低信息不对称性(Schepker 等,2018)^[18]。这里,投资者如何看待和解释这些信息成为缓解不对称的关键。

面对多重信息,投资者作为接收方在将这些信息做“有意义的”归类加总,他们将信息转化成能够成为逻辑解释的,可以说得通的信号组合(Pelli 和 Tillman,2008^[15];Kahnema 和 Egan,2011^[19])。在投资者眼中,与预期绩效相符合的,会被他们考虑并纳入判断的决定信号取决于他们在这一领域的代表性,启发式决策的研究表明了信息越具有代表性和获得的便利性,越容易被决策者在判断中赋予更多的主观权重(卡尼曼等,2013)^[9]。根据战略管理中企业战略绩效的研究成果,本文使用三类关键信号构建投资者的启发式决策框架,分析投资者在面对资本市场并购宣告时的判断过程。这三类信号在并购研究中被广泛运用(Campbell 等,2016^[11];Schijven 和 Hitt,2012^[4];Brueller 等,2018^[12]),分别为:动机、能力、机会。因此,在面对资本市场上有关并购的大量信息时,投资者做出积极或消极反应的判断机制,实际由这三类关键信号及其组合形成的类型决定。

(1)动机。动机是组织行为的起点和决定行为绩效的重要组成部分。在并购事件中,投资者重视的动机首先在于收购方企业的绩效水平。根据行为理论的研究成果,较高的绩效水平下并购被视为管理层傲慢(Haleblian 等,2017)^[20],而较低的绩效水平意味着当前企业将并购视为扭转绩效差距的解决方式(Kim 等,2015^[21];文巧甜和郭蓉,2017^[22])。另一种投资者关注的动机信号为企业资本结构,即杠杆。企业的杠杆率意味着他们能够自由使用的资产资源情况,也意味着他们逼近破产的危机。这使企业管理层有强烈动机选择那些有更高概率为股东短时间内创造价值的并购项目(Harford,1999)^[23],从而在驱动管理层行为选择的过程中起到了关键作用(Jensen,1986)^[24]。资本结构在投资者看来还传递了企业额外的动机特征,一方面,较高的杠杆水平会表明当前并购的发生并不是出于管理层运用大量自由现金流进行的过度投资或是“经理帝国”的构建(Jensen,1986)^[24];另一方面,较高的杠杆也意味着企业的继续借款能力受限,有可能限制他们对于实施并购后继续整合的投资,从而削减整合后的增值潜力(Laamanen 和 Keil,2010)^[5]。这里将绩效水平

与杠杆作为动机的代表性信号。

(2)能力。实施并购的能力在并购绩效中被广泛使用,这一信号包含了技术、经验和可靠性(Connelly等,2018)^[25]。对于并购而言,专业技术包含在并购整合的经验之中。已有研究表明引致并购成功的能力会随着并购经验的积累而增多(Barkema和Schijven,2008)^[26],投资者对于并购经验所传递的能力信号非常敏感(Cuypers等,2017)^[27],经验不仅重要而且复杂,传递了专有知识。能力信号的另一个启发式信息在于可靠性,投资者常常通过识别企业高管团队的声誉特征来判断可靠性。已有研究表明收购方声誉特征(例如董事的繁忙性与专业性)对于提高并购绩效和成功率的影响(Field和Mkrtchyan,2017^[6];Nadolska和Barkema,2014^[28]),这说明在资本市场中投资者认为声誉更高的并购实施方传递了选择更合理、想法更可行的认知能力信号。因此在这里将以往的并购经验与团队声誉作为能力的代表性信号。

(3)机会。企业的并购机会,是特定情形在多大程度上能够达到期望结果的判断(Schijven和Hitt,2012)^[4],尤其是,当前的条件在多大程度上能够创造价值。这里,并购机会首先是交易情形的有利程度。在已有的并购研究中,影响并购交易成功的机会表现为交易双方的匹配程度。具体而言,有两种形式的匹配程度成为机会的代表性信号:战略匹配以及组织匹配(Campbell等,2016)^[11]。

第一种形式是战略匹配。战略匹配意味着当前并购战略创造了多少额外的价值(V),额外价值越多,当前并购的战略匹配性越好,越表明这是一个好机会。额外价值取决于收购形成的协同价值总额(S)减去支付溢价(P),即 $V = S - P$ 的估计(Schijven和Hitt,2012)^[4]。由于对于潜在协同价值(S)的评估相当困难(Barkema和Schijven,2008)^[29],从而支付溢价(P)成为简单而直接的战略匹配机会信号。对于资本市场投资者而言,一方面,溢价包含了公开信息,当前并购较低支付溢价意味着付出的成本更少,想要达到经济目标克服的障碍少,会被判断为机会的合适。另一方面,溢价也包含了战略匹配的管理层私人信息,即企业管理层认为收购对象与当前企业的战略发展匹配程度较高,实现协同效应的潜力较高,愿意支付较高的价格。并且在特定的情形下,高溢价也有可能意味着收购方管理层傲慢(Malmendier和Tate,2015)^[30],对于潜在机会的过高估计。另一个影响协同潜力的战略匹配信号在于并购支付方式。支付方式提供了管理层对于交易风险和回报的信号,透露了管理层对当前并购交易的信心(Heron和Lie,2002)^[31]。在国外早期资本市场的研究中,大多数现金支付的交易都收到了好的市场回报,原因在于免去了交易中的转换风险(Martin,1996)^[32]。最后一个影响协同潜力的战略匹配信号在于交易双方的规模。已有研究表明,组织规模影响收购双方整合时的文化、容忍程度和股东利益(Moeller等,2005)^[33]。简单看来,收购对象相对于收购方规模越大,整合遇到的困难越多,团队和组织人员之间的裂痕将会阻止收购整合,尽管收购看起来在财务上很有潜力。收购对象相对于收购方规模越小,这些困难越容易被视为细微的,可以被克服的麻烦。从而对于投资者而言,交易双方规模成为一个非常简单而直接的匹配信号(Chatterjee和Blocher,1992)^[34]。通常并购方作为A股上市公司规模都很大,而如果被收购方规模越大,那么遇到的整合困难和麻烦就越多,因此对于大规模的收购,市场通常并不看好,反之小规模的收购,意味着麻烦越少。

第二种形式是组织匹配。在这里,成功的机会意味着并购方和被并购方之间在多大程度上可以被连接起来。在研究中发现,当两个组织之间的相关性提高时,他们整合的机会和潜力也会增加,因此组织之间的相关性是理解整合后协同绩效的重要标识(Withers等,2018)^[35]。一个典型信号在于它们之间的关联,它代表了一个组织在战略上的计划性,并且能够减少并购中的敌意。研究发现,几乎所有较为成功的收购都存在“结婚前先约会”的关联性(Al-Laham等,2010)^[36]。这些研究表明了组织关联程度成为并购成功机会的一个代表性信号。另一个信号在于地理位置的接近程

度。地理位置相似意味着两个组织经营的自然环境和制度环境相似,从而在经营过程中双方的交易行为更为便利。相反,地理位置不接近意味着扩张面临更多的制度冲突和整合困难,需要付出的交易成本和整合成本大大增加。例如,最近的研究表明,在我国并购交易中,异地收购需要与当地政府风格相匹配才能取得更好的绩效(肖土盛等,2018)^[37],原因在于我国地域制度与政策的不均衡性。

综上,本文使用了九种显著的信号来构建投资者的启发式决策框架。对于投资者而言,这些信号是显著且可得的,在他们的主观判断中被赋予较高的权重。这些信号使用有意义的、可以解释的框架加总在一起。对于投资者而言,代表性启发的判断建立在那些程度上符合“好的”并购交易或者“糟糕的”并购交易的组合构型之上,他们代表了一个事件与预期事件相符程度的显著信号整体集合,从而投资者根据这些整体框架做出了“看起来更像哪一种结果”,这种程度相似的判断。因此,在本文中,并不着眼于九种单独信号与并购绩效之间的关系探索,而是通过启发式判断的理论演绎来发展一种对于并购市场反应新的解释,解答这里的科学问题:哪些关键信号整合的构型引致投资者判断当前并购是“好的”交易,引起了他们的积极反应,又有哪些构型引致投资者判断当前并购为“糟糕”的交易,引起了他们的消极反应? 本文通过寻找这些典型的构型来描述投资者对并购交易的启发式判断机制。上述理论演绎的过程如图 1 所示。

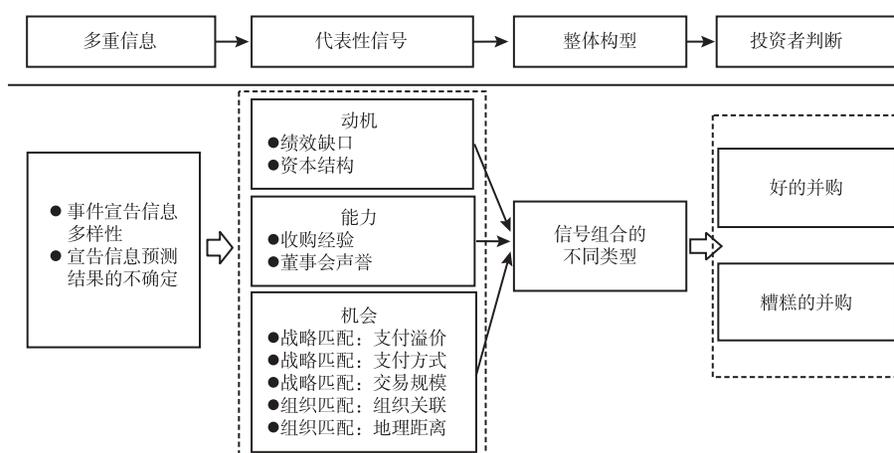


图 1 投资者对并购宣告的启发式判断过程

资料来源:本文绘制

三、研究方法设计

1. 数据与样本选取

本文的数据收集过程共由以下三个阶段组成。

第一,研究的初始数据来自国泰安 CSMAR 中国上市公司并购事件研究数据库。本文选取了 2010—2017 年大陆 A 股上市公司发生的并购重组事件,这些并购重组事件包含了资产收购、资产剥离、资产置换、吸收合并、债务重组、股份回购、要约收购和股权转让八种类型。参照国内并购的相关研究(陈仕华等,2015^[38];陈胜蓝和马慧,2017^[39])对样本进行了筛选:①选取资产收购、吸收合并、要约收购三种主要的收购形式作为并购事件;②选择并购交易地位为买方的并购事件;③剔除交易未成功的并购事件;④剔除并购事件信息未能准确披露的事件样本。最终得到 4828 个初始并购事件样本。

第二,根据并购事件的初始样本数据,本文计算了企业宣告收购发生前后 $[-2,2]$ 窗口内该企业的股票市场累计超额收益 CAR,并据此对样本进行了进一步筛选:①对同一企业在一日内宣

告多个并购事件的样本进行剔除,保证每个样本仅有一个事件观测窗口,即事件窗口的“清洁”性;②剔除事件窗口内股票市场收益未达到连续 5 天可观测的企业。最终经过 CAR 值核算后出现在收购事件窗口的并购事件样本为 399 个,约占到全部样本 8%。

第三,根据中国上市公司并购数据库,以及企业财务指标数据库,本文增加并核对了其他控制变量数据。在核对企业基本财务指标数据、基本信息数据和并购交易支付方式、标的价值、支付价格、关联程度、支付规模之后,将上述数据存在缺失的样本剔除,并将主要观测指标明显异常的 1% 与 99% 分位数以外样本剔除,这一方法在常见的回归方法中被经常使用。上述两个过程中有 111 个样本丢失,最终本文使用的并购交易事件样本为 288 个。样本分布如表 1 所示。

表 1 样本分布

年度	分布频数	行业	分布频数
2010	1	A	4
2011	5	B	6
2012	32	C	189
2013	41	D	4
2014	55	E	3
2015	103	F	12
2016	47	G	5
2017	5	H	2
地区	分布频数	I	34
东部	217	J	1
中部	40	K	9
西部	31	L	5
国有	民营与外资	M	4
48	240	R	9
合计	288	S	1

注:东部、中部、西部地区的划分来自全国“七五”计划的划分依据,根据上市公司注册所在省份进行归类。行业划分来自 2016 年证监会行业分类指引

资料来源:本文整理

2. 研究方法

在本文中,为实现投资者运用有限理性的启发式决策,将代表性信号整合为整体类型进行判断,对并购宣告事件做出市场反应的猜想,本文使用了 FSQCA 与事件研究法(Event Study)相结合的研究方式。本文认为这种方式可以在更精确地匹配投资者视角下,面对多重信息,组合代表性信号成为整体认知类型据此做出判断的行为决策过程。

正如 Fiss(2011)^[10]的研究观点所示,归类在人类的思维中几乎无处不在,它是人类在面对不确定的结果时,简化思维过程,形成判断依据的重要思维机制。而 FSQCA 方法的核心之一,就在同时考虑大量因素和多重变量的共同结果时,将模糊条件与多重信息转化为可供决策判断的归类构型,这一方法与本文基于启发式决策分析投资者判断企业并购整合潜力的研究过程充分匹配。这一方法在国内外社会科学领域的研究已经被成功运用,包括政治科学,公司治理,企业战略等(杜运周和贾良定,2017)^[40]。

FSQCA 分析不同于普通回归分析,这一方法允许:①同等结果下,不同解释方式的涌现,即“原因不同,结果相似”的殊途同归。②非对称的因果关系,同一核心要素与一些要素组成的构型导致“成功”,但与另一些要素组成的构型会导致“失败”的结果,即“原因相似,结果不同”。这两种分析类型能够更好匹配本文的研究目的:识别出发式决策视角下,投资者基于信号整合形成的不同类型做出的相同判断结果。能够克服传统回归只能识别一种核心变量带来的唯一“净影响”,以及在面对多种前因要素的共同作用时,多种交互效应的解释缺陷(Fiss, 2011)^[10]。FSQCA 通过简约解的设置,识别出核心要素,通过中间解设置,识别出多重因果的搭配所引致的相似结果(Brown, 2010)^[41]。结合事件研究法,能够使投资者的判断结果即市场反应建立在与并购事件直接相关的信号上,从而最大程度上移除了企业、行业和其他市场因素的影响,更有利于解释市场反应中投资者认知判断机制的作用而不是企业其他层面因素的影响。

综上所述,使用 FSQCA 与事件研究法的结合,能够让本文的研究充分契合启发式决策判断的过程和情景:投资者将复杂的信息组合归类,做出“并购在增加价值,还是在减少价值”这一明确的认知判断基础之上,决定了企业并购的市场反应即市场绩效。

3. 变量设置与校准

为实现模糊集定性分析,所有的变量首先需要校准。FSQCA 需要将初始变量转化成为 0.0 ~ 1.0 的 QCA 变量。建立在理论分析的基础上,将初始数据校准为三种隶属程度类型,包括完全隶属(fully in),例如:较高的并购市场绩效,完全不隶属(fully out)以及交叉点,即既非完全隶属也非完全不隶属的最大模糊交叉点。

在本文中,研究使用了 FSQCA 提供的直接校准程序对变量进行校准。这一程序需要研究者为每个变量设置三个阈值,FSQCA 会依据研究者提供的阈值将变量校准为模糊隶属变量。根据企业并购研究的相关文献,以及本文的样本特征,本文使用外部标准来确定各变量的阈值对变量进行校准。初始变量的衡量方式以及校准方式如下。

(1)结果变量。投资者市场反应 *CAR*。投资者对并购的市场反应在研究中常常使用事件研究法,计算首次并购宣告日前后股票市场的超额累计收益(*CAR*)。正如 Halebian 等(2009)^[11]的研究所指出,并购宣告的市场超额累计收益仍然是战略管理与财务管理领域对于并购绩效最主要的衡量方式。市场反应体现了投资者对于某一事件的未知结果和不确定结果的判断,是投资者对于市场新消息反应的表现。根据已有国内外并购的相关研究(姚益龙等,2014^[42];陈胜蓝和马慧,2017^[39]),本文选取了并购前后[-2,2]的期间作为超额累计收益的计算窗口,并以首次并购公告日前 150 个交易日到前 30 个交易日作为估计窗口。

国外已有研究表明,大多数的并购宣告市场绩效反应常常是中性,或者轻微负向的(Campbell 等,2016)^[11]。在本文的研究中,初始样本(样本数为 399 时)累计市场收益的平均值约为 -0.009。因此,本文设置最大模糊点为“0”,作为并购市场绩效既不完全隶属于高绩效,也不完全隶属于低绩效的阈值。并且,由于本文的研究目的在于识别出“好的交易”以及“糟糕的交易”,根据 FSQCA 的相关研究(Campbell 等,2016)^[11],本文定义并购市场累计超额收益 *CAR* 值的 90% 分位数为“好的”交易的阈值,在本文的初始样本中数值为 0.07,将其设置为“完全隶属”的阈值。定义并购绩效变量 25% 分位数为“糟糕”交易的阈值,在初始样本中数值为 -0.04,将其设置为“完全不隶属”的阈值。正如前文所述,FSQCA 允许因果关系的非对称性,即引致成功的组合构型的反向组合并不一定就是引致失败的组合构型。因此,本文还将分析投资者眼中“糟糕的交易”的组合构型,为此本文将并购市场绩效同时做反向校准,即在校准转化“糟糕的”交易和“好的”交易时,将原有完全隶属、完全不隶属的阈值设置为 -0.04 和 0.07。

(2)动机变量。并购企业社会绩效期望差距 *ROAGap*。本文参考了并购动机的 FSQCA 研究文

献(Campbell等,2016)^[11],使用企业绩效与行业平均绩效水平的差距来衡量并购的动机,这一衡量方式在企业行为理论的动机研究中也常常使用(Mishina等,2010)^[43],这里使用距离并购发生年度最近一年的绩效,与该年度该企业所在行业的平均ROA差值,得到经行业调整的ROA,乘以-1代表企业ROA与行业平均ROA的差距。绩效差距使用外部校准法,取值样本75%的分位数0.024,作为完全隶属于、代表高动机、即差距大,25%分位数-0.026,作为完全不隶属于、代表低动机、即差距小。最大模糊点设置为0,即企业绩效等于行业均值。

收购方杠杆*Leverage*。根据国内企业并购绩效研究成果,负债水平是影响并购绩效的重要企业特征之一(李善民和周小春,2007)^[44]。本文使用收购方资本结构:负债与所有者权益的比率来衡量杠杆率。对杠杆的校正仍然依据样本分布的四分位数设置三个门槛值,将样本75%分位数1.237设置为完全隶属,25%分位数0.328设置为完全不隶属,50%分位数0.662设置为最大模糊点。

(3)能力变量。收购方经验*Experience*。收购方经验在本文中使用了自CSMAR国泰安收录企业并购数据以来,截止到该企业当前并购事件发生前一年度成功实施的所有并购事件(只包含资产收购、吸收合并、要约收购)计数之和。根据国泰安CSMAR的统计数据,时间取自1995年,直至样本统计时间前一年2016年。根据样本统计的分布,本文设置了6次为完全隶属于的门槛值(样本75%分位数),1次为完全不隶属于的门槛值(样本25%分位数),2次为最大模糊点(样本均值)。

收购方董事会声誉*Busyboard*。已有大量研究发现了投资者判断并购绩效时,繁忙董事会形成的声誉成为能力的重要代表性信号(Field和Mkrtchyan,2017^[6];McDonald等,2008^[45])。借鉴已有的研究,本文统计了董事会成员的兼职背景得分,包括海外背景、政治背景、学术背景、金融背景(是则取值为1,否则为0)以及其他公司兼任董事背景(统计在其他公司兼任董事的数量),使用董事会成员兼职得分的平均分来衡量董事会繁忙程度。根据样本的分布,设置75%分位数2.57为完全隶属,25%分位数1.1为完全不隶属,50%分位数1.651为最大模糊点。

(4)机会变量:战略匹配程度。并购溢价*Premium*。已有研究中,常常使用收购方的支付股价减去标的方每股净资产的差额比例衡量支付溢价(陈仕华等,2015)^[38]。由于大陆A股并购标的方存在大量非上市公司,数据披露中资产和股份信息存在大量缺失,难以使用这一方式衡量溢价,本文使用并购交易支付价值超过并购标的价值的比例作为并购溢价程度。同样根据样本的分布设置75%分位数0.004为完全隶属,即高溢价,25%分位数-0.012为完全不隶属,低溢价,50%分位数-0.002为最大模糊点。

支付方式*PayMethod*。根据已有文献的研究(陈仕华等,2015)^[38],主要以现金在全部支付中的比例作为主要衡量方法。因此,借鉴Campbell等(2016)^[11]对于支付方式的衡量,以现金占支付价值的比例作文本赋分,全部以现金支付赋值为2,现金与其他支付方式混合为1,不含现金支付方式赋值为0。这一变量的校准以上述三种支付方式的区别作为门槛值进行校准,全部现金支付设置为完全隶属,全部非现金支付设置为完全不隶属,现金与其他方式混合设置为最大模糊点。

并购规模*PaySize*。本文使用收购资产占并购方资产的比例作为并购交易规模的衡量方式。在CSMAR国泰安并购交易数据库中,这一标准常常以50%为界限分为重大交易和非重大交易,因此这一变量依据重大与非重大的比例设置校准的门槛值,0.5以上为以完全隶属,0为完全不隶属,0.25为最大模糊点。

(5)机会变量:组织匹配程度。收购方与被收购方关联程度*Association*。根据已有的研究,组织熟悉程度能够减少并购方的敌意,增加并购的成功概率。与国外上市公司并购交易对象相区别,中国资本市场交易中存在大量的关联方并购(唐清泉和韩宏稳,2018)^[46],这一特征增加了组织双方

的熟悉程度。因此,本文区分了收购方与被收购方是否存在关联作为组织熟悉程度,如果收购交易双方为关联方,赋值为 1,否则赋值为 0。在变量校准中仍然以这一区别作校准方式,完全隶属于设置为 1,完全不隶属设置为 0。

地理位置接近程度 *Geographic*。根据已有的并购研究成果,地理位置的接近程度使用了三个定性变量的文本赋值(Schijven 和 Hitt,2012)^[4]。如果收购方与被收购方公司注册所在地为同一省份,则赋值为 2,如果注册所在地为同一区域(依照我国东部,中部,西部的区域划分标准),赋值为 1,如果双方注册所在地位于不同省份与不同区域,赋值为 0。这一变量的校准方面,根据样本分布,同一省份且同一区域设置完全隶属于门槛值为 2,完全不隶属门槛值设置为 0,最大模糊点门槛值设置为 1。

4. 分析

在对所有变量进行校准之后,本文使用 FSQCA3.0 对前因变量与结果变量进行初始分析。如表 2 所示,所有的前因变量中,一致性代表了一个子集隶属于另一个子集的程度,即前因变量对结果变量的充分性,覆盖率代表了结果变量包含前因变量的隶属案例比例。表 2 的结果显示,所有前因变量单独并不成为结果变量的充分条件,一致率均在 0.7 以下,并且结果变量大约覆盖了 40% 以上的前因案例。从而构建合适的构型识别出引致结果变量的条件是必要的。

表 2 前因变量的必要性和充分性检验

变量	一致性	覆盖率
<i>ROAGap</i>	0.581	0.478
<i>Leverage</i>	0.525	0.498
<i>Experience</i>	0.552	0.499
<i>BusyBoard</i>	0.572	0.525
<i>Premium</i>	0.531	0.482
<i>PayMethod</i>	0.571	0.520
<i>PaySize</i>	0.389	0.429
<i>Association</i>	0.670	0.423
<i>Geographic</i>	0.359	0.530

资料来源:本文整理

FSQCA 在变量校准完成之后的首要的分析在于创建真值表。将由本文设置的 9 个前因条件形成数据矩阵。真值表包括 9 个前因变量构建的所有逻辑构型,共计 2^9 个前因条件可能的逻辑组合,每个样本将会分配到这些构型中。其次,根据真值表,研究需要设定给定构型解的最小案例频数和给定构型解的最小一致性门槛值。当样本数量足够多(100 以上时),给定构型解的案例频数和一致性门槛值设置水平较高。根据已有研究,本文将给定构型解的一致性门槛值设置为 0.86。

最后,FSQCA 将通过布尔代数最小化因果条件的数目,依据真值表对结果给出三种形式的解,分别为:复杂解、中间解、简约解。其中,中间解(Intermediate Solution)作为研究常用的解,从复杂解中移除了与案例知识相矛盾的前因条件。作为对比,综合应用简单和困难反事实分析,将得到简约解(Parsimonious Solution)。依据已有研究,同时报告的简约解与中间解能够识别出在前因条件的组合构型中,哪些条件对于构型而言是核心条件,哪些是外围条件。其中,核心条件是在简约解和中间解都出现的部分,而外围条件是指在简约解中缺失的条件。本研究将 FSQCA 给出的构型解条件组成作了整理,见以下研究结果部分。

四、研究结果

1. 相关性结果

本文首先对未校准变量进行了相关性系数检验分析,在相关性系数分析表中,全部变量之间的相关系数均在 0.5 以下,变量之间不存在多重共线性问题^①。然而,相关性系数结果显示,条件和结果变量之间的相关关系并不明确,并且,假如它们是非均等的,哪些是核心条件仍然未知,因此需要进一步分析最终的构型结果。

2. 构型结果

表 3 展示了本文研究的构型结果。根据 Ragin (2009)^[47] 对于构型结果的描述,●表示该构型中需要出现的核心条件,⊗表示构型中不出现核心条件,对应“逻辑非”,空白表示可存在,也可以不存在,即“don't care”。•表示构型中的外围条件,即辅助条件。研究结果显示,根据投资者的反应,9 种前因条件整合成为三类明显的高并购绩效构型作为判断基础,以及四类明显的低并购绩效构型作为判断基础,如表 3 所示。

表 3 投资者积极反应与消极反应的并购交易构型

构型	信号	好的交易:积极反应			糟糕的交易:消极反应			
		1	2a	2b	3a	3b	4a	4b
动机								
<i>ROAGap</i>	M		●	●	●	●	⊗	⊗
<i>Leverage</i>	M		●	●			●	●
能力								
<i>Experience</i>	A	●	●	●	⊗	⊗	•	•
<i>BusyBoard</i>	A	●	●	●				•
机会:战略匹配								
<i>Premium</i>	O	⊗	•		●	●	⊗	⊗
<i>PayMethod</i>	O	⊗	•		•			•
<i>PaySize</i>	O	⊗	⊗	⊗		•	●	●
机会:组织匹配								
<i>Association</i>	O	•		•		•	•	
<i>Geographic</i>	O			•				
Consistency		0.972	0.929	0.953	0.795	0.799	0.880	0.876
Raw coverage		0.015	0.023	0.009	0.134	0.081	0.051	0.055
Unique coverage		0.012	0.014	0.008	0.082	0.034	0.024	0.023
Overall consistency		0.949			0.807			
Overall coverage		0.120			0.236			

注:●表示核心条件出现,⊗表示核心条件缺席,•表示外围条件出现;给定解频数门槛为 1,一致性门槛 0.86;M 表示动机,A 代表能力,O 代表机会

资料来源:本文整理

^① 限于篇幅,这里未报告相关性系数表格,备索。

表 3 展示了本文研究结果分的两个组成部分,投资者积极反应的并购交易构型,即投资者眼中“好的”并购交易构型,以及投资者消极反应的并购交易构型,即投资者眼中“糟糕的”并购交易构型。根据研究结果,有三种构型会成功地引致投资者做出“好的”并购交易的判断,从而引发积极的反应即较高的并购市场绩效,另外有四种类型并不会引致投资者做出“好的”并购交易的判断,即并购市场绩效较低。表 3 的结果显示了两个特点:(1)不同的前因条件组合成的构型会引致同一个结果,即等效性。(2)同一个前因条件的反面不一定导致反向结果,并且同一前因条件搭配其他条件也会导致反向结果,即前因条件的非对称性,研究结果显示“好的”并购交易和“糟糕的”并购交易的前因条件并非镜子的正反面。

FSQCA 的构型结果为每种构型给出了覆盖率和一致性程度。一致性代表了当前构型路径在多大程度上隶属于结果的一个子集,而覆盖率代表了当前结果被所有给定路径解释了多少。在表 3 的结果中,每个构型方案的一致性程度都达到了可以接受的水平(在 0.75 以上),但是每个方案的覆盖率并不相同,覆盖率类似于每条解决方案相对于结果的权重。Raw coverage 代表了原始覆盖率,表示了每个解对于结果的解释程度有多少。Unique coverage 代表了单独覆盖率,表示了每个解不被其他解覆盖的部分单独解释结果的程度。需要指出的是,实证结果中的覆盖率并不等同于理论中的重要性,尽管给定路径的覆盖率不高,但并不能表明它的理论重要性较弱。

在表 3 所展示的投资者眼中“好的”并购交易结果中,包含了 3 种构型。在 3 种构型结果中,其中有两种构型共享了核心条件,为此本文将这两种构型分别以 a、b 作为标签,其余类型则分别命名。从而投资者眼中好的并购交易在表 3 中标注为 1、2a、2b 三种类型。构型 1,包括了两个能力维度(经验和董事会声誉)作为核心条件全部出现,以及战略匹配的交易基础三个维度(高溢价,现金支付和大规模交易)全部不出现(代表了高谨慎程度),并且搭配关联方作为辅助条件。构型 2a,动机的两个维度(绩效缺口和高杠杆)以及能力的两个维度(并购经验和董事会声誉)作为核心条件全部出现,大规模交易缺失,搭配现金支付和高溢价作为辅助条件。构型 2b,动机的两个维度以及能力的两个维度作为核心条件全部出现,大规模交易缺失,搭配组织熟悉程度的两个维度(组织关联和)全部出现作为辅助条件。投资者眼中“好的并购交易”,尽管有所区别,但总体上共享了一些前因条件,体现了“幸福的家庭是相似的”这一特点。

在表 3 所展示的投资者眼中“糟糕的”并购交易结果中,包含了 4 种构型。在 4 种构型结果中,分别有两种与其他两种共享了核心条件,本文将其中一组共享条件的两种构型分别命名为 3a、3b,另一组共享条件的两种构型命名为 4a、4b。从而投资者眼中“糟糕的”并购交易在表 3 中标注为 3a、3b、4a、4b 四种类型。构型 3a,包括了绩效期望缺口出现、高支付溢价出现,和并购能力缺失作为核心条件,搭配现金支付作为辅助条件。构型 3b 与构型 3a 共享了核心条件,社会绩效期望缺口出现、高支付溢价出现和并购能力缺失,搭配大规模交易出现作为辅助条件。构型 4a,低绩效缺口与高杠杆全部出现,大规模交易出现,高支付溢价不出现作为核心条件,搭配交易经验高,交易双方存在关联作为辅助条件出现。构型 4b,低绩效缺口与高杠杆全部出现,大规模交易出现,高支付溢价不出现作为核心条件,搭配能力维度交易惯例和董事会声誉,以及现金支付作为外围条件。与“好的”并购交易构型相比较而言,“糟糕的”交易构型分布并不那么相似,体现了“不幸的家庭各有各的不幸”的特点。

3. 讨论

(1)投资者眼中“好的”并购交易的典型。表 3 的研究结果展示了在资本市场上,并购可以被投资者较好接受的构型。这些结果体现了在启发式决策视角下,投资者对并购能够增加价值的判断构成:有协同潜力并有充分能力保证的并购看起来更像是创造价值的并购。

根据构型 1 的特征,本文将其命名为“专家型谨慎扩张”。在这一构型中,并购的能力成为并

购交易主要驱动,表现为既有较多的并购交易经验,又有充分的董事会声誉作为担保,同时整合的交易基础较好,表现避免了高溢价和现金方式,规模不大,交易双方存在关联,熟悉程度有保障。在企业并购的动因中,高管团队能力是“好的”并购对象能够被识别并实施的基础,已有大量研究表明了并购是管理者能力在企业当前边界的外延(Devers等,2013)^[2],管理者实施并购原因在于他们认为自己能够通过并购为企业创造价值,其中重要的在于他们认为自己具备能够识别“好的”并购对象这一能力。然而困难在于,投资者并不清楚,成功实施并购的具体能力是什么,因此他们使用了启发式决策,即能力的代表性信号:经验、团队声誉。与此同时,高溢价是破坏协同效应的重要因素(Haleblian等,2009)^[1],因此在投资者眼中,交易越谨慎,协同效应的交易基础越好,并购之后增加价值的潜在空间越大。能力驱动,协同效应的交易基础好这一构型的条件组合体现了投资者眼中能够创造价值的并购交易的信号内容:既有价值创造的交易基础,又具备较强的并购选择和实施能力。

根据构型2a的特征,本文将其命名为“专家型信心风险转换”。在这一构型中,能力驱动仍然存在,表现为并购交易经验和董事会声誉均出现,但协同效应来自企业层面的动机,即绩效缺口和高杠杆。这一特征体现了企业行为理论对于并购形成的解释:即来自社会同行企业绩效会使当前企业形成自己的绩效期望,一旦实际绩效低于期望水平,就会使企业意识到差距和损失,做出弥补这一缺口的行为(Kim等,2015)^[21]。存在的缺口成为协同效应增值的潜在空间,通过收购使投资者形成了扭转缺口的预期。而溢价支付与现金支付体现了企业对于交易潜在升值空间的信心。在投资者眼中,有并购能力做保证,具备增值空间的交易,只要不是大规模,都可以扭转当前的绩效缺口,这一信号体现了投资者对于协同效应交易基础、能力和动机的联合判断。

根据构型2b的特征,本文将其命名为“专家型熟悉式扩张”。这一构型区别于构型2a,除了动机能力具备之外,在交易基础中并不出现协同增加的潜力表现,而是转向为交易组织匹配维度中,关联方和近距离的扩张。在企业并购中,扩张被认为是直接增加规模经济和范围经济的表现,从形式上能够完成“1+1”。然而事实上,影响并购交易后企业实际绩效的重要因素在于并购扩张的整合成本(Brueller等,2018)^[12],组织匹配程度体现了投资者对并购后整合成本高与低的判断。有研究表明,在我国企业地域与地域之间的制度区别较大,例如市场化程度、政府治理水平、法制化进程等,从而地域越相近的并购,制度越相似,组织整合的成本越小。因此,关联方和近距离并购整合成本更低,这两个维度同时出现时,更容易引导投资者做出“好的”并购交易判断。

(2)投资者眼中“糟糕”并购交易的典型。表3的构型结果同时总结了投资者眼中“糟糕”的并购交易构成。它们几乎共享了一些共同的条件,例如,绩效缺口高同时又是高支付溢价,并购经验极少;高杠杆同时又是大规模交易,伴随现金支付或者关联扩张。

表3的构型3a根据其特征,本文将其命名为“新手风险性交易”。在投资者看来,尽管溢价与现金支付同时出现,表现出协同整合的潜力以及交易的信心,但是企业并没有以往的经验,绩效水平也并不是安全的。这种对比很容易使投资者做出“过度购买”的判断,认为企业并购交易是不可靠的。

构型3b与3a相似,区别在于缺少现金支付,但并购对象与收购方组织规模相当。本文将其命名为“新手风险性对等合并”。在投资者眼中,缺少并购经验的企业,在以高溢价收购与自身规模相当的并购对象时,更像是压力下的赌博行为,其收购后的绩效并不理想(陈仕华等,2015^[38]; Haleblian等,2017^[20])。两个规模相当的组织实施并购后如何整合,在投资者看来是对企业管理层巨大的挑战,搭配高溢价,无经验以及不安全的绩效为这一类型的交易亮起了红旗。

构型4a,杠杆驱动、大规模、低溢价交易作为核心条件,辅助条件为关联方并购,本文将其命名为“傲慢的专业型对等合并”。尽管这类企业拥有较好的绩效,然而杠杆较高,对并购方并无支付

溢价但交易规模很大,表明并购方企业通过并购将高杠杆风险转换成为大规模整合的风险,这意味着过度扩张的潜在风险(Haleblian 等,2017)^[20]。这一类型的辅助条件中与构型 4b 的区别在于拥有较多的经验,从而依靠高杠杆进行大规模收购具有惯例,投资者对于这一类型的过度扩张并不看好。

构型 4b,与构型 4a 共享核心条件,区别在于使用了现金支付,以及出现有声誉的董事会。本文将命名为“傲慢的专家型现金对等合并”。与构型 4a 相类似,构型 4b 的条件构成共享了大规模、杠杆驱动和低溢价的条件,收购方的整合潜力没有通过溢价体现,高杠杆和大规模的对比会使投资者做出财务不安全的判断,而此时使用了大规模的现金,尽管表现出交易的信心,但这一构型中组织与组织之间的熟悉程度缺失,从而增加了整合面临的挑战。投资者对这种构型仍然不看好。

(3)总结。建立在“动机—能力—机会”的 MAO 模型基础上,本文对投资者如何在并购的众多消息中使用启发式决策做出“好的”并购交易与“糟糕的”并购交易判断提供了解释。研究结果显示了众多有关并购交易的信息,被分类成为几类信号的“账户之中”,通过组合形成了一种又一种整体的判断,这些判断结果对应的组合整体如表 4 所示。

表 4 投资者并购市场反应的对应构型

市场反应	构型组成	支持证据
好的并购构型		内在驱动(创造/损毁价值)
专家型谨慎扩张 (构型 1)	较多的经验、高董事会声誉,低溢价、非现金支付、小规模交易	能力外延(增加价值)
专家型信心风险转换 (构型 2a)	较多的经验、高董事会声誉、绩效缺口、较高的杠杆、小规模、现金支付与溢价	夺取控制权(增加价值)
专家型熟悉式扩张 (构型 2b)	较多的经验、高董事会声誉、绩效缺口、较高的杠杆、相关方与近距离收购	增加市场力量 (规模经济与范围经济)
糟糕的并购构型		
新手风险性交易 (构型 3a)	低绩效高溢价,无经验的现金交易	糟糕的选择 (经验缺乏的非谨慎交易)
新手风险性对等合并 (构型 3b)	低绩效高溢价,无经验的大规模关联交易	糟糕的选择 (经验缺乏并且整合困难)
傲慢的专业型对等合并 (构型 4a)	高绩效,高杠杆,低溢价,有经验的大规模交易	可能存在过度扩张 (收购关联方的过度扩张)
傲慢的专家型现金对等合并 (构型 4b)	高绩效,高杠杆,低溢价,经验与声誉均具备,大规模现金交易	可能存在管理层过度自信 (财务约束与过度扩张均存在)

资料来源:根据研究结果整理

4. 稳健性检验

本文对研究进行了两种方式的稳健性检验,以此来探讨 FSQCA 得到构型结果的稳健性。(1)在本文样本对于并购宣告日期的研究中,事件窗口选取了[-2,2]的窗口时期,然而国内并购的一些研究也通常将并购的窗口期确定在[-1,1]时期(肖土盛等,2018)^[37],为此,在稳健性检验中,与已有研究一致,对当前样本继续选取了[-1,1]窗口期作为并购宣告的市场反应累计超额收益 CAR 的计算区间,这一窗口期间的并购宣告 CAR 值并无显著变化。在缩小市场反应的事件窗口期

间之后,将市场宣告的窗口期内累计超额收益作为结果,FSQCA的模糊构型组合结果仍然为当前构型。(2)根据Campbell等(2016)^[11]的研究,在变量校准过程中,本文对变量校准的模糊隶属门槛值进行了修正。将ROAGap这一变量完全隶属于门槛值由原来的75%分位数校正为90%分位数,完全不隶属门槛值为25%分位数。将Leverage这一变量完全隶属于的门槛值由原来的75%调整为80%,将完全不隶属的门槛值由25%调整为20%,以及Experience的校正值将完全隶属于由75%分位数调整为90%分位数,完全不隶属由25%分位数调整为20%分位数。在重新校准当前变量之后,使用FSQCA的研究构型结果保持不变,在真值表频数与一致性设定与以前一致之后,研究结果仍然显示“好的”并购与“糟糕”的并购为当前构型结果。

五、研究结论与启示

1. 研究结论

本文的研究目的在于构建出投资者如何根据企业宣告的并购信息中各种相互独立的、重要的信息,做出当前企业并购是“好的”并购交易还是“糟糕的”并购交易判断的机制。在放宽有效资本假说中完全理性投资者这一假设条件后,本文使用代表性启发的理论演绎和FSQCA研究方法研究了投资者并购市场反应中有限理性的判断机制。

本文的研究结论发现:第一,投资者从各种独立的信息中寻找代表性信号组合构型作为整体做出判断。有限理性下,启发式决策形成的判断机制并不依赖于单条信息与并购绩效之间的因果关系,而是在于一些信息整合起来构成的类型。通过使用代表性信号以及归类后的整体构型,投资者简化了对并购宣告中复杂的信息和模糊因果关系的判断过程,完成对并购事件在多大程度上属于“好的并购”或是“糟糕并购”评估。第二,研究结果识别了同时面对并购宣告的多重信息时,投资者能够做出积极市场反应的三种信号组合构型:专家型谨慎扩张、专家型信心风险转换、专家型熟悉式扩张,以及消极反应的四种信号构型:新手风险性交易、新手风险性对等合并、傲慢的专业型对等合并、傲慢的专家型现金对等合并。本文的研究结果从总体上支持了投资者对并购市场反应的代表性启发这种判断模式,为理解投资者如何对并购宣告事件作出反应提供了更具体的有限理性判断规律。

2. 研究启示

本文从有限理性的视角提供了企业并购信息披露管理的政策启示。

(1)企业管理层需要注重信息披露中信息组合的含义,而不是单一信息的含义。根据本文的研究,面对未知结果预测时,代表性启发的存在将使投资者倾向于寻找代表性信号的组合和集合而不是单个信号的边际效应。因此管理层需要额外注意哪些信息的组合能够让投资者对于并购宣告有一个较好的反应,而不是某一个单独因素过度的解释。

(2)企业管理层应该在并购宣告中充分传递有关并购能力保证的信号。在本文的研究结果中,“好的”并购交易共享了能力的两个维度,分别是经验和董事会声誉,这表明投资者使用并购方能力信号作为“当前并购是一个好的选择”这一表述的启发式信号来代替对于并购质量识别的判断。

(3)企业管理层应该努力避免收购宣告中出现引致糟糕判断的信号组合,如本文研究所展示的四种构型。企业应该尽量避免向市场传递实施的并购是无经验并购,高溢价低绩效的风险性收购,以及无保证的现金收购。这些搭配容易让投资者将给定并购归入“糟糕”的类型中,企业所释放的并购信息归入这些构型的集合越明显,越容易引发投资者消极反应。

(4)企业应当尽可能传递并购扩张中的整合成本被最大程度降低这一类型的信号。我国资本市场上投资者对于对等并购的反应并不积极,如果管理层实施了对等并购,应该匹配释放更

多企业能力保证和整合潜力的信号,以缓解投资者对于对等并购和异地并购巨大整合成本的担忧。

3. 研究局限

尽管本文为投资者面对并购市场的宣告使用启发式判断的过程做了详细的探索,然而这些研究仅仅处于有限理性视角下分析投资者市场反应的起步阶段,仍然存在研究局限。本文所提供的“好的”并购交易和“糟糕的”并购交易构型受限于 MAO 的战略理论框架,以及方法和样本,无法做到将所有好绩效和糟糕绩效的构型都涵盖。在未来的研究中,这一框架还可以纳入另外一些更为显著的信息,以及得到更多涵盖交易绩效的解决构型,进而比较不同类型并购市场构型之间的区别。

参考文献

- [1] Halebian J, Devers C E, Mcnamara G, et al. Taking Stock of What we Know About Mergers and Acquisitions: A Review and Research Agenda[J]. *Journal of Management*, 2009, 35, (3): 469 – 502.
- [2] Devers C E, Mcnamara G, Halebian J, et al. Do they Walk the Talk? Gauging Acquiring CEO and Director Confidence in the Value Creation Potential of Announced Acquisitions[J]. *Academy of Management Journal*, 2013, 56, (6): 1679 – 1702.
- [3] Hayward M L A. Professional Influence: The Effects of Investment Banks on Clients' Acquisition Financing and Performance[J]. *Strategic Management Journal*, 2010, 24, (9): 783 – 801.
- [4] Schijven M, Hitt M A. The Vicarious Wisdom of Crowds: Toward a Behavioral Perspective On Investor Reactions to Acquisition Announcements. [J]. *Strategic Management Journal*, 2012, 33, (11): 1247 – 1268.
- [5] Laamanen T, Keil T. Performance of Serial Acquirers: Toward an Acquisition Program Perspective [J]. *Strategic Management Journal*, 2010, 29, (6): 663 – 672.
- [6] Field L C, Mkrtychyan A. The Effect of Director Experience On Acquisition Performance[J]. *Journal of Financial Economics*, 2017, 123, (3): 488 – 511.
- [7] Singh H, Montgomery C A. Corporate Acquisition Strategies and Economic Performance[J]. *Strategic Management Journal*, 1987, 8, (4): 377 – 386.
- [8] King D R, Dalton D R, Daily C M, et al. Meta-Analyses of Post-Acquisition Performance: Indications of Unidentified Moderators [J]. *Strategic Management Journal*, 2004, 25, (2): 187 – 200.
- [9] 卡尼曼等编, 方文. 不确定状况下的判断: 启发式和偏差 [M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2013.
- [10] Fiss P C. Building Better Causal Theories: A Fuzzy Set Approach to Typologies in Organization Research [J]. *Academy of Management Journal*, 2011, 54, (2): 393 – 420.
- [11] Campbell J T, Sirmon D G, Schijven M. Fuzzy Logic and the Market: A Configurational Approach to Investor Perceptions of Acquisition Announcements [J]. *Academy of Management Journal*, 2016, 59, (1): 163 – 187.
- [12] Brueller N N, Carmeli A, Markman G D. Linking Merger and Acquisition Strategies to Postmerger Integration: A Configurational Perspective of Human Resource Management [J]. *Journal of Management*, 2018, 44, (5): 1793 – 1818.
- [13] Bingham C B, Eisenhardt K M. Rational Heuristics: The “Simple Rules” that Strategists Learn From Process Experience [J]. *Strategic Management Journal*, 2011, 32, (13): 1437 – 1464.
- [14] Eisenhardt K M. Making Fast Strategic Decisions in High – Velocity Environments [J]. *Academy of Management Journal*, 1989, 32, (3): 543 – 576.
- [15] Pelli D G, Tillman K A. The Uncrowded Window of Object Recognition. [J]. *Nature Neuroscience*, 2008, 11, (10): 1129 – 1135.
- [16] Rindova V, Ferrier W J, Wiltbank R. Value From Gestalt: How Sequences of Competitive Actions Create Advantage for Firms in Nascent Markets [J]. *Strategic Management Journal*, 2010, 31, (13): 1474 – 1497.
- [17] Zadeh L A. Toward a Theory of Fuzzy Information Granulation and its Centrality in Human Reasoning and Fuzzy Logic [J]. *Fuzzy Sets & Systems*, 1997, 90, (90): 111 – 127.
- [18] Schepker D J, Oh W, Patel P C. Interpreting Equivocal Signals: Market Reaction to Specific-Purpose Poison Pill Adoption [J]. *Journal of Management*, 2018, 44, (5): 1953 – 1979.
- [19] Kahneman D, Egan P. Thinking, Fast and Slow [M]. Farrar, Straus and Giroux New York, 2011.
- [20] Halebian J J, Pfarrer M D, Kiley J T. High-Reputation Firms and their Differential Acquisition Behaviors [J]. *Strategic*

Management Journal,2017,38,(11):2237-2254.

[21] Kim J, Finkelstein S, Halebian J. All Aspirations are Not Created Equal: The Differential Effects of Historical and Social Aspirations On Acquisition Behavior[J]. Academy of Management Journal,2015,58,(5):1361-1388.

[22] 文巧甜,郭蓉. 资源约束框架下业绩反馈与战略调整方向研究——基于中国上市公司的数据分析[J]. 北京:经济管理,2017,(3):92-110.

[23] Harford J. Corporate Cash Reserves and Acquisitions[J]. The Journal of Finance,1999,54,(6):1969-1997.

[24] Jensen M C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers[J]. American Economic Review,1986,76,(2):323-329.

[25] Connelly B L, Crook T R, Combs J G, et al. Competence-And Integrity-Based Trust in Interorganizational Relationships: Which Matters More? [J]. Journal of Management,2018,44,(3):919-945.

[26] Barkema H G, Schijven M. How Do Firms Learn to Make Acquisitions? A Review of Past Research and an Agenda for the Future [J]. Journal of Management,2008,34,(3):594-634.

[27] Cuypers I R, Cuypers Y, Martin X. 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.

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

[29] Barkema H G, Schijven M. Toward Unlocking the Full Potential of Acquisitions: The Role of Organizational Restructuring[J]. Academy of Management Journal,2008,51,(4):696-722.

[30] Malmendier U, Tate G. Behavioral CEOs; The Role of Managerial Overconfidence[J]. Journal of Economic Perspectives,2015,29,(4):37-60.

[31] Heron R, Lie E. Operating Performance and The Method of Payment in Takeovers[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis,2002,37,(1):137-155.

[32] Martin K J. The Method of Payment in Corporate Acquisitions, Investment Opportunities, and Management Ownership[J]. The Journal of Finance,1996,51,(4):1227-1246.

[33] Moeller S B, Schlingemann F P, Stulz R M. Wealth Destruction on A Massive Scale? A Study of Acquiring - Firm Returns In The Recent Merger Wave[J]. The Journal of Finance,2005,60,(2):757-782.

[34] Chatterjee S, Blocher J D. Measurement of Firm Diversification: Is It Robust? [J]. Academy of Management Journal,1992,35,(4):874-888.

[35] Withers M C, Ireland R D, Miller D, et al. Competitive Landscape Shifts: The Influence of Strategic Entrepreneurship On Shifts in Market Commonality[J]. Academy of Management Review,2018,(3):17-37.

[36] Al-Laham A, Schweizer L, Amburgey T L. Dating Before Marriage? Analyzing the Influence of Pre-Acquisition Experience and Target Familiarity On Acquisition Success in the "M&a as R&D" Type of Acquisition[J]. Scandinavian Journal of Management,2010,26,(1):25-37.

[37] 肖土盛,李丹,袁淳. 企业风格与政府环境匹配:基于异地并购的证据[J]. 北京:管理世界,2018,(3):124-138.

[38] 陈仕华,卢昌崇,姜广省等. 国企高管政治晋升对企业并购行为的影响[J]. 北京:管理世界,2015,(9):125-136.

[39] 陈胜蓝,马慧. 卖空压力与公司并购——来自卖空管制放松的准自然实验证据[J]. 北京:管理世界,2017,(7):142-156.

[40] 杜运周,贾良定. 组态视角与定性比较分析(Qca):管理学研究的一条新道路[J]. 北京:管理世界,2017,(6):155-167.

[41] Brown D K. Redesigning Social Inquiry: Fuzzy Sets and Beyond by Charles C. Ragin[J]. Social Forces,2010,88,(4):1936-1938.

[42] 姚益龙,刘巨松,刘冬妍. 要素市场发展差异,产权性质与异地并购绩效[J]. 天津:南开管理评论,2014,(5):102-111.

[43] Mishina Y, Dykes B J, Block E S, et al. Why "Good" Firms Do Bad Things: The Effects of High Aspirations, High Expectations, and Prominence On the Incidence of Corporate Illegality[J]. Academy of Management Journal,2010,53,(4):701-722.

[44] 李善民,周小春. 公司特征,行业特征和并购战略类型的实证研究[J]. 北京:管理世界,2007,(3):130-137.

[45] McDonald M L, Westphal J D, Graebner M E. What Do they Know? The Effects of Outside Director Acquisition Experience On Firm Acquisition Performance[J]. Strategic Management Journal,2008,29,(11):1155-1177.

[46] 唐清泉,韩宏稳. 关联并购与公司价值:会计稳健性的治理作用[J]. 天津:南开管理评论,2018,(3):25-36.

[47] Ragin C C. Redesigning Social Inquiry: Fuzzy Sets and Beyond[M]. University of Chicago Press,2009.

How Investor Interpret Equivocal Signals to Certainty Judgment? Research on Typical Signals and Acquisition Market Respond Configuration

ZHANG Shuang-peng¹, ZHOU Jian^{2,3,4}

(1. Shandong Technology and Business University School of Accounting, Yantai, Shandong, 264005, China;

2. Business School of Nankai University, Tianjin, 300071, China;

3. China Academy of Corporate Governance NKU, Tianjin, 300071, China;

4. Nankai University Binhai College, Tianjin, 300071, China)

Abstract: Efficient market theory assumes that investors can unpacking relationship between conditional and effect of M&A announcement events, and make positive or negative market reactions to them. For instance, investors will react positively or negatively to acquisition information such as payment method, premium, and experience. Based on rational expectations, these researches assume investors can make judgment for expected results of given information.

However, given the M&A announcement in capital market, investors often faced multiple information, the relationship between information and the results are not obvious, research find little support for single information lead to significant positive or negative respond. We still unknown how they unpacking these relationship between multiple information and expect result. The rational judgment as the most important mechanism here in research still not clear.

In this paper, we discussed this judgment mechanism when investors facing multiple M&A announcement information, how they interpret these information and make response to them. In our theoretical analysis, according to representative heuristic deduction in behavioral decision theory, we showed when people facing large amount of information and need to determine to what extent the given event result will be a good result or a bad one, they tend to combine the representative information as a whole model, and judge whether a given event looks like a good result or a bad one, these judge base on the similarity of the whole model they combined and the expected result.

We used FSQCA's fuzzy set qualitative comparison method and building the motivation - capability - opportunity framework as the heuristic decision frame. Through FSQCA's fuzzy set analysis method, investors integrate information into types and judge whether it looks like the expected result or not was supported.

Our results show that investor's judge whether the current M&A is a good deal or a bad one based on the overall configuration consisted by representative signals. They seek representative signal, and combination them as the configuration from various independent information to make judgment as a whole. Under bounded rationality, the judgment mechanism formed by heuristic decision making does not depend on the causal relationship between single information and acquisition performance, but on the types of configuration integrated together. Through the representative signals and the overall configuration after combination, investors simplify the judgment process when facing complex information and fuzzy causal relationship in acquisition announcements, and complete the evaluation to what extent the given acquisition events is a "good deal" or a bad one

Among the typical signals in the motivation-competence-opportunity framework, three configurations led investors to make "good" judgments about the current M&A, investors can respond positively to the market when facing multiple information of merger and acquisition announcement at the same time; expert-type cautious expansion, expert-type confidence risk conversion, expert-type familiar expansion. And four configurations led investors to make "bad" judgments; novice risky deal, novice risky merger of equals, hubristic professional merger of equals, and hubristic expert cash merger of equals. Furthermore, the same judgment result' configuration can be significantly different, and the opposite of good deals conditions were not completely bad deals. We supplements a heuristic judgment mechanism between multiple M&A information announcement and investors reactions, give an additional expression for M&A market returns bias from efficient market.

The findings of this paper suggest the following measure for corporate acquisitions. First, management needs to pay attention to the of information combination meaning in acquisition announcement, rather than the meaning of single information. Second, corporate management must avoid combinations of signals in acquisition announcements that lead to poor judgment, such as the result in our result. Third, corporate management should fully convey the signal of the guarantee of M&A capability in the acquisition announcement. And lastly, the companies should try their best to convey the signal that the integration cost in acquisition was minimized.

Key Words: heuristic decision; typical signals; configurations; acquisition market respond

JEL Classification: D22, M14, O44

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2019.09.005

(责任编辑:张任之)