

董事会过度自信与企业国际并购绩效*

刘柏, 梁超

(吉林大学商学院, 吉林 长春 130012)

内容提要:中国企业海外并购的规模逐年上升,但是,并购的长期业绩却出现了下滑的迹象。原有的财务金融视角已经无法完全解释经营业绩的下降,需要回归并购的决策主体进行研究。本文从管理者有限理性的角度出发,基于行为财务理论,分析了上市公司董事会过度自信对企业国际并购绩效的影响,并结合组织学习理论,分别从并购的文化差异和董事的海外经历两个角度,进一步探讨了国际并购中对管理者过度自信行为负向影响的调节作用。实证结果表明,董事会的过度自信对企业国际并购绩效具有显著的负向影响,但并购双方文化距离和董事会成员海外经历可以显著降低该作用。因此,并购目标的选择和公司治理结构的变化能够抑制董事会过度自信带来的决策偏误,这为完善董事会决策机制提供了证据。

关键词:董事会过度自信;文化距离;董事海外背景;国际并购绩效

中图分类号:F275.5 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2017)12—0073—16

一、引言

作为新兴经济体的代表,中国企业的国际并购不仅是拓展国际市场、实现海外扩张的重要方式,还是获取先进技术和管理经验等战略资源的重要手段。随着“走出去”战略的持续推进和“一带一路”倡议的提出,我国企业迎来了新一轮的国际并购热潮。据商务部发布的《中国对外直接投资统计公报》显示,我国2014年海外并购总额为569亿美元,与2010年相比增长近一倍。虽然并购规模逐年增长,但是很多企业却出现并购绩效下滑现象,已有学者分别从宏观到微观、从企业外部到企业内部进行了分析(阎大颖,2009;余鹏翼、王满四,2014)。这些研究多是基于企业视角考量客观因素对国际并购绩效的影响,却忽略了并购决策主体——管理者的核心作用。

两权分离是现代企业的一个显著特征,相较于所有者而言,管理者往往掌握企业更多的信息和资源。经典的财务理论认为,行为主体决策时根据风险收益原则进行理性判断,而行为金融学的相关研究已表明,管理者的经营决策中总是或多或少地表现出有限理性的特征,导致其无法完全遵守传统财务决策原则,使得经营决策偏离最优选择,损害企业价值。其中,过度自信被认为是管理者心理偏差中最为稳健的发现(Baker等,2006)。“过度自信”来源于认知心理学,是指人们会系统性地高估自己对事件判断的准确性的现象,过度自信的管理者通常赋予自己信息的权重大于事实上的权重,把成功归因于自己的能力,而把失败归于客观因素。在企业日常决策中,通常表现为管理者“高估收益,低估风险”的心理倾向。许多研究发现,管理者的过度自信程度要普遍高于一般大众(Landier,2009)。相关研究已经证实,相较于

收稿日期:2017-07-20

* **基金项目:**国家社会科学基金项目“人民币双边波动新常态下货币政策与汇率政策的冲突与协调研究”(15BJY156);教育部人文社会科学基金项目“金融业双向开放推动下中国外汇市场压力的聚集与释放及风险预警研究”(16YJA790023);吉林大学哲学社会科学青年学术领袖培育计划“人民币汇率市场化形成机制及制度模式研究”(2015FRLX16)。

作者简介:刘柏(1971-),男,吉林长春人,教授,博士生导师,研究方向是金融与财务决策,E-mail:Liubai@jlu.edu.cn;梁超(1985-),女,吉林长春人,博士研究生,研究方向是会计与财务,E-mail:liangchao@cust.edu.cn。

理性管理者,过度自信的管理者不仅更倾向于发起并购,还会通过支付过高并购溢价损害并购绩效(Mal-mendier & Tate,2008)。但受制于样本数量和相关数据的限制,这些研究多集中于国内并购,较少涉及国际并购绩效。

由于企业国际并购这种重大投资决策通常来自于董事会的判断,本文将管理者限定为董事会成员,探讨过度自信的董事会的行为偏差对国际并购绩效所造成的影响。以往文献大多关注的是管理者过度自信对企业经济决策造成的不良后果,而对该行为偏差的防范和纠正则鲜有涉及,本文在验证董事会过度自信对国际并购负向影响的基础上,根据组织学习理论和行为金融学理论,从并购企业内部和外部两个角度探讨了降低该不良影响的可能措施。研究发现,董事会成员的海外经验和并购过程所面临的情境会分别干扰董事会决策与国际并购之间的关系,即并购的文化距离和董事的海外经历直接影响到该关系的稳定性,对由过度自信造成的国际并购绩效下滑产生一定的抑制作用。因此,从研究的角度,并购目标选择和公司治理结构应该能够对管理者过度自信行为的偏差进行纠正。这样既可以解释中国企业的低效率国际并购,又可以为解决非理性并购热潮提供有益借鉴。

二、文献评述

1. 国际并购绩效的影响因素

国际并购是指主并企业通过直接向目标企业投资,或通过目标国所在地的子公司进行并购的形式,将处于另一国家市场或者另一个政府控制下的目标企业的股权或者资产收买下来。随着国际并购规模的持续扩大,学者们对海外并购的研究也逐渐深入。现有研究分别从并购动机(Deng,2009;Buckley等,2010)、并购对企业价值的影响(Dickerson & Tsakalotos,1997;Aybar & Ficici,2009)及影响成功并购的因素(Dikova等,2010;Erel等,2012)等方面进行了分析。企业开展国际并购的最终目的在于拓展海外市场,创建国际化营销网络,获取新的原料和技术,从而增强国际竞争力,因此,对于国际并购绩效的研究成为学术界关注的热点。

现有文献主要研究宏观层面、企业层面和交易层面对国际并购绩效的影响因素。宏观因素层面,Buckley等(2010)通过对1984—2001年中国FDI数据研究发现,政府支持、文化相通、地缘优势都对直接投资有积极影响;阎大颖(2009)也得出了类似的结论,认为选择文化距离越小的东道国,海外并购后的绩效也越好,同时,相对国家竞争优势及目标国家经济自由度也会促进海外并购绩效的提升;Morck等(2008)在对中国海外直接投资的研究中,认为政府的激励性政策和国有企业在海外并购中起到至关重要的作用;张建红、周朝鸿(2010)在对1982年1月到2009年3月中国企业1306起海外收购案例的研究发现,东道国的制度因素会对影响企业国际化战略实施的其它因素产生显著的调节作用,从而间接地影响企业国际并购效果。企业层面,Aybar & Ficici(2009)运用事件研究法对来自于58个新兴市场的433起并购样本进行研究后发现,目标公司的规模及所有制结构和主并方的多元化经营对股东价值具有正向影响,但高科技行业发起的并购及相关行业间的并购则会降低并购绩效;通过对发生并购及未发生并购公司盈利能力和销售情况的对比,Gugler等(2001)的研究认为,小企业间的合并可以通过提高市场影响力和经营效率达到规模经济效益;顾露露、Reed(2011)分别运用事件研究法和日历时间研究法对中国企业海外并购的长短期绩效进行考察,发现无论是短期市场反应,还是中长期回报,整体上都是为正的,同时,国有企业发起的并购绩效要显著高于非国有企业,成长型企业的并购绩效优于价值型公司。也有学者从交易层面对并购绩效进行了探讨,Ahameda & Glaister(2013)运用英国的国际并购案例研究发现,交易前评估不仅仅是对目标公司的财务评估,而是对拟收购公司的诸多细节调查,并购前主并公司对目标公司评估越充分,并购后的绩效越好,对目标公司员工和业务能力的考察均会对并购绩效产生影响;余鹏翼、王满四(2014)同时考察了影响跨国并购长短期

绩效的因素,他们发现,主并公司的特质和公司治理,并购目标的选择,以及并购交易的执行等方面均会对并购绩效造成影响。

关于影响国际并购的各因素,国内外学者已经取得了基本一致的看法:文化、制度距离,行业所有制结构等方面的差异越大,越会增加并购后的整合难度,进而降低并购绩效。同时,并购双方的规模,所处行业及交易环节均会对并购绩效产生影响。综观过往研究,学者们更加关注的都是客观因素对国际并购绩效的影响,而忽略了决策主体的核心作用。

2. 过度自信和并购

用于解释决策主体对并购绩效影响的传统理论是委托代理理论。由于所有者将经营权让渡给了管理者,管理者往往比企业所有者掌握更多的资源,从而会为满足一己私利进行盲目扩张,从事非效率并购(Bates,2005)。与传统理论相比,行为金融学最大的不同在于,其认为在管理者与股东利益一致的情况下也会出现投资偏误,主要原因在于管理者存在一定的心理偏差。在放松“完全理性人”假设的基础上,行为金融学已经向人们揭示了之前传统理论未能发现的经济规律。其中,过度自信被认为是一项最稳健的发现。

过度自信是心理学领域的专业概念,是指人们高估自身能力的一种心理状态(Gervais等,2011)。具有过度自信心理倾向的人往往会把成功归因于个人的能力,而把失败归咎于客观因素。它是人们一种普遍性的心理特征,广泛存在于普通人生活和管理者工作的各个方面(Svenson,1981;Cooper等,1988)。产生过度自信的原因主要有以下几个方面:①难度效应。人们在无法预知趋势时按照已知情况判断,问题越复杂越容易产生过度自信心理偏差。②控制幻觉。人们会高估对事件的控制程度,低估机运或不可控制因素的作用。③利益相关性。Weinstein(1980)认为,人们对与自身利益高度相关的事情更容易表现出过度自信。④反馈机制。Burks等(2010)认为,当被试者拥有积极的社会反馈时,会大大增加其过度自信程度。管理者要在复杂的经营环境下进行决策判断,符合难度效应。同时,他们的人力资本往往与公司业绩紧密相关,因而在制定公司战略或投资决策中,也会表现出过度自信。另外,管理者收到的社会反馈比普通员工更为积极,因此,管理者往往比普通大众更容易产生过度自信心理(Billett & Qian,2008),从而在经营决策中,表现为“高估收益,低估风险”的心理特征(Malmendier & Tate,2008)。

开创性地将过度自信引入到企业经营决策的是Roll(1986),他认为,在企业并购过程中,管理者的“狂妄自大”一方面会导致并购收益和协同效应的高估,从而增加并购次数;另一方面,管理者的过度自信也会导致主并方支付过高的并购对价,从而给主并公司带来损害。鉴于过度自信是一种主观心理状态,缺乏客观的度量指标,因此,对过度自信理论一直缺乏实证检验。直到Malmendier & Tate(2005)以福布斯500家企业的面板数据作为研究样本,运用管理者持有的所在公司股票和期权的组合作为过度自信的代理变量,用来解释投资扭曲现象,验证了当企业现金流短缺时会投资不足,而现金流充足时则刚好相反,会进行过度投资。随后,Malmendier & Tate(2008)又用CEO对本公司的投资及媒体评价作为过度自信的衡量标准,发现过度自信的管理者会高估目标公司价值,从而实施有损于主并公司价值的并购,从实证方面进一步证实了Roll的“狂妄自大”假说。Malmendier & Tate(2008)还发现,过度自信的管理者发起并购的机会要显著高于非过度自信管理者,尤其当并购为多元化或者内部资金充裕时更是如此,但市场反应却要比非过度自信管理者低78个基点。

国内学者也得出了类似的结论,史永东、朱广印(2010)以948家发生并购的公司为研究样本,以高管相对薪酬作为过度自信的衡量方式,发现相对于理性管理者而言,过度自信的管理者会更频繁地发起并购;吴超鹏等(2008)的研究发现,管理者的学习行为可以降低过度自信对连续并购绩效下滑的影响;叶玲、王亚星(2013)以盈利预测是否超过实际水平作为过度自信代理指标,发现过度自信的管理者并购投资总额更高,

且与理性的管理者相比,虽然过度自信管理者进行的内部投资对企业绩效降低的差异不显著,但在并购投资降低企业绩效方面差异显著,说明相较于内部投资,过度自信管理者通过并购投资对企业绩效的影响要更明显。

综合过度自信和并购理论的研究成果,中外学者们已经对过度自信损害主并公司价值取得了较为一致的认识,但受数据和样本的限制,过度自信对国际并购绩效的大样本研究还较为少见,现有研究多集中于定性分析或案例研究,从而在一定程度上影响了结论的普遍性和说服力。相较于国内并购,国际并购在项目选择,交易执行,并购后整合等层面都更为复杂,具有更强的难度效应,理论上管理者在国际并购的决策和执行过程将呈现出更强的过度自信心理,因此,管理者过度自信对国际并购绩效将产生怎样的影响,需要通过数据进行实证检验。

三、理论基础与研究假设

1. 过度自信和国际并购绩效

国际并购绩效的相关研究成果表明,制度距离、文化距离、地理距离都会加大并购后的整合难度,并购双方资质和并购交易的执行方式也会对绩效产生影响。但这些研究均是以“理性人”假设为前提的。行为金融学的研究成果表明,管理者往往是“非完全理性”的,他们在经营决策时会呈现出“过度自信”的心理倾向。

过度自信管理者在进行经济决策时最突出的表现就是高估收益、低估风险,即便在没有代理成本的前提下,也有可能判断净现值为负的项目具有投资价值,从而面临比理性管理者更为广阔的项目选择域,在具有充足现金流时,发起非效率并购。Malmendier & Tate(2008)的研究认为,由于过度自信的管理者会判断所在公司的盈利能力高于其真实水平,认为其权益证券的价格被市场低估,所以,在并购时更加倾向于使用内部资金,因此,只有在公司内部具有充足现金流时才会从事非效率并购。Malmendier & Tate(2008)的研究结论是基于相对完善的资本市场得出的,在相对成熟的市场环境和完善的法律制度下,外部融资的成本往往高于内部资金,而我国的资本市场与发达国家差距较大,由于没有硬性派息要求,股权融资成本较低,上市公司具有强烈的外部融资的冲动。鉴于更低的融资约束,我国上市公司过度自信的管理者,可能会更容易从事非效率并购,在国际并购目标选择时出现失误。

正是因为高估了投资项目未来的现金流才低估相应风险,如果在并购过程中还存在其他竞标者,或者目标公司具有较强的议价能力时,过度自信管理者往往会比理性管理者在并购时支付更高的对价,而过高的并购溢价,无疑会损害主并方利益。

国内外学者关于管理者过度自信对国内并购绩效的负向影响已基本取得了一致的认识,但国际并购不同于国内并购,其目的在于通过扩张的手段实现占领海外市场的任务,一些国际并购效果不佳或并购失败的案例均表明,对国际并购整合风险和成本估计的不足,是中方收购企业在加速国际化发展时面临的主要问题,而过度自信管理者最为典型的非理性表现之一就是“低估相关风险”。由于国际并购在交易环节、国外人文、法律、社会等环境及人员方面差异的存在,使得国际并购比国内并购具有更强的复杂性,因而也更加符合前文所述的产生过度自信的“难度效应”,正是由于这些不确定因素的存在,管理者在国际并购过程中就更加容易产生“控制幻觉”,会在潜意识里夸大自身对结果的掌控能力,从而低估人文、法律和社会环境等不可控因素对并购后整合过程的影响。管理者对这些环节不确定性的控制幻觉,会导致对并购后协同效应的高估,从而影响并购后长期绩效的实现。正是由于更强的“难度效应”和“控制幻觉”,管理者在进行国际并购时,可能会表现比从事国内并购或其他投资更强的过度自信倾向,从而对并购项目遴选、交易定价及协同效应等方面造成影响。因此,本文提出如下假设:

H₁: 董事会的过度自信对企业国际并购绩效产生显著的负向影响。

2. 文化距离的调节作用

根据组织学习的相关观点,企业具有遵循原有运作模式的特点,目标公司可能会本能地排斥具有巨大差异的主并方的企业文化,进而影响并购后的资源整合和价值创造。以往的研究也从实证角度证明了文化距离会客观上影响着企业自身在东道国经营的适应能力。阎大颖(2009)以2000—2007年在沪深两地和中国香港上市的非金融类企业发起的海外并购交易为样本,发现选择文化距离越小的东道国,海外并购后的绩效也越好;Datta & Puia(1995)在对美国跨国并购案例进行研究时也证明了文化距离对股东财富具有显著负向影响。但毋庸置疑的是,即使文化距离会影响国际并购后的资源整合及协同效应的发挥,作为投资母国的发展中国家,仍旧希望可以从具有巨大文化差异的东道国汲取先进的技术和管理经验。本文的研究样本中,就有近三分之一的并购样本投资于文化距离大于1的国家和地区。实际上,冼国明、杨锐(1998)认为,发展中国家对发达国家的逆向投资为学习型投资,主要是为了应对发达国家先进技术和管理方面的竞争压力,采取的由被动接受到主动学习的过程,从而增强企业的长期竞争力;顾露露、Reed(2011)在对1994年1月到2009年12月31日的中国企业海外并购事件的研究样本中,发现大约71%已完成的中国企业海外并购事件和64%的并购交易金额流向发达国家和地区,属于上行并购,也间接地说明了这一问题;吴彬、黄韬(1997)在两阶段模型中认为,发展中国家FDI第一个阶段是试探、熟悉或学习东道国的技术、管理及国际惯例,从而在一个更为先进的市场上获得有关信息,积累经验;吴先明、苏志文(2014)认为,中国企业的发展已经进入了一个崭新阶段,通过并购发达国家的目标企业获取技术、资源和品牌,弥补企业在技术水平和管理体系的缺陷,获取有益经验,提高国际竞争力;林季红、刘莹(2013)也从学习先进文化的角度对文化差异和国际并购绩效的关系进行了解释,他们认为,虽然巨大的文化差异会为并购整合带来一定难度,但主并方也可以从中学习先进的管理理念和技术水平,从而可能在长期提高国际并购的绩效。事实上,已经有很多企业通过国际并购实现了本土企业到国际化企业的跨越。例如,2008年6月,中联重科联合其他出资人,以2.71亿欧元成功收购全球混凝土机械行业排行第三的意大利CIFA,并购后的CIFA无论在技术、产品质量、市场占有率等方面都为中联重科带来了协同效应,使公司的混凝土装备制造得到了质的提升,目前中联重科已经一跃成为该行业的全球老大。中国化工集团通过在过去十年内顺利完成了八次国际并购,这些并购项目极大地增强了其影响力和控制力,通过发挥协同效应和文化融合的促进,中国化工集团已经成为全球化工行业翘楚。也就是说,随着全球经济一体化的深入,文化差异带来的并购整合难度正在逐渐降低,而对发展中国家而言,对先进文化的吸收和学习,则在越来越深刻地影响着国际并购长期绩效的提高。

而相关的行为财务观点认为,过度自信的管理者还往往具有较强的开拓性、创新性、学习动机和风险承受能力,这些管理特质在国际并购后整合和协同效应的发挥上都是至关重要的。Hirshleifer & Low(2012)发现,过度自信的经理人更乐于增加创新投入,获得更多的专利及专利授权,在同等研发投入基础上获得更大的创新成就。此外,Gervais等(2011)认为,相较于理性管理者,过度自信的经理人更愿意努力学习新的计划,搜集更多信息,从而提高投资的成功率和公司绩效。根据高层梯队理论,高级管理者的个人背景及认知结构,会影响到企业的战略决策和整个管理团队的运作,并最终影响企业行为,因而相对于理性董事会,过度自信的董事会能够在一定程度上提高企业的学习及创新能力,在并购过程中,快速地实现与先进文化的对接及核心技术的追赶,从而增强企业的国际竞争力,提高并购绩效。因此,当并购双方具有较大文化差异时,过度自信的管理者往往更容易带领所在企业扫清组织学习中的障碍,降低组织学习成本,提升企业整体学习能力,从而借助国际并购达到优势资源整合,提高并购绩效。Morosini等(1998)的研究也证实,当主并公司具有较强的学习能力时,可以通过收购文化差异较大的目标公司,学

习先进的管理经验,适应具有比较优势的文化和制度,从而提高企业价值,而管理者过度自信的特质,则恰好可以在一定程度上提高企业的学习和创新能力。因此,当并购企业和目标企业具有较大文化差异时,过度自信管理者可能会带领企业通过对东道国先进技术和管理经验的学习,实现本企业与高位文化的对接,从而在一定程度上抵消过度自信带来的负向效果。同时,由于管理者个人和所在企业的学习过程并不是一蹴而就的,因而对于先进文化和技术的学习效果更可能体现在企业的长期绩效方面。因此,本文提出如下假设:

H₂:并购双方文化差异越大,董事会的过度自信对企业国际并购绩效的负向影响越弱。

3. 海外经历的调节作用

本文所指的海外经历是指位于中国大陆的主并公司的董事在中国大陆与中国港、澳、台之外地区的求学和工作经历。吕兆德、徐晓薇(2016)认为董事背景多元化能够抑制董事长过度自信。组织学习相关理论认为,企业的国际经验会影响国际并购后对组织内部资源的整合效果,丰富的海外经验往往意味着对东道国制度法规、经营惯例、社会意识的充分了解,从而可以促进主并公司自身优势的发挥和对东道国目标资源的整合,并最终影响并购后绩效。Bloom & Reenen(2006)的研究发现,由于对海外组织运作模式的了解,具有海外背景的人员通常拥有更先进的管理实践经验,从而提升企业绩效和生产力;Giannetti等(2015)认为,由于这些海外人才通常具有更广泛的海外联系,进而有助于国际资本市场筹资及国际并购。

具有海外背景的管理人员,在管理实践、产品开发、市场营销及业务拓展等方面的优势,通常使其具有更为先进的管理经验、国际视野及对国外文化的深入了解。Russo & Schoemaker(1992)指出,这些有益的经验可以在一定程度上降低过度自信的作用,即在一定程度上缓解过度自信管理者在经营决策和并购整合方面的非理性偏差。与本地投资相比,国际并购增加了特有的交易前考察风险与交易后交互风险(阎大颖,2009),交易前考察风险通常是指对目标企业经营管理及自身能力评估不当造成的失误,交易后交互风险是指由于并购后的管理风险和文化风险等导致的无法实现协同效应。由于过度自信管理者具有“低估相关风险”的特征,从而导致对目标公司的错误选择、支付过高并购溢价及协同效应的高估,而董事会成员的国际经验,则恰好可以弥补过度自信管理者对相关风险评估的不足,降低其从事国际并购过程中出现的行为偏差。另外,过度自信相关理论认为,来自于复杂任务的“难度效应”会增加管理者的过度自信心理,而董事会成员的海外经历,对海外资本市场及组织运作模式的了解,则会在一定程度上降低国际并购带来“难度效应”,从而纠正董事会在国际并购决策及并购后整合过程出现的过度自信偏差,促进资本运营风险的克服和并购绩效的提高。吴超鹏等(2008)对连续并购的研究也发现,随着对以往经验的学习及对并购业务的了解的增加,可以有效纠正过度自信对并购绩效的负向影响。因此,本文提出如下假设:

H₃:董事会成员具有海外经历的人员比例越高,董事会的过度自信对企业国际并购绩效的负向影响越弱。

四、研究设计

1. 样本选取

本文研究对象为A股非金融类上市公司所进行的国际并购,并购样本取自国泰安上市公司并购重组数据库。衡量并购长期绩效的时间窗口为三年,即宣告并购前一年年末至宣告并购后一年年末,鉴于数据的可获得性,本文选取2006—2014年间发起的并购案例。样本筛选遵循以下原则:①上市公司处于并购交易的买方地位;②目标公司为非中国大陆企业;③并购类型包括收购目标公司资产、股份与合并三类;④交易

事件已完成;⑤为提高研究窗口期间的清洁性,剔除窗口期内发生重大重组事项的样本;⑥剔除目标公司注册地位于开曼群岛和百慕大群岛等避税天堂,主要经营活动在中国大陆的并购样本。剔除数据异常及缺失值后,共收集到233起有效国际并购案例,其中,2010年以前发生的并购案66起,2010年26起,2011年23起,2012年48起,2013年44起,2014年26起。除并购双方文化距离来自于Hofstede center官方网站外,其余数据均取自国泰安数据库。

2. 变量定义

(1)被解释变量。本文的被解释变量是企业国际并购绩效。常用的衡量国际并购绩效的方法有两种:短期的市场绩效和长期的经营绩效。前者关注的是国际并购给股东带来的财富效应,通常采用的是建立在股票价格基础上的事件研究法,计算并购前后的主并方股票的异常收益率,当异常收益率为正时,说明国际并购创造了股东财富;反之,对股东利益有损害。这种方法侧重于股票市场对并购绩效的预期。由于市场存在信息不对称等问题,股东财富往往不能够准确反映国际并购的真实绩效。基于此,一些学者采用会计指标法衡量企业并购的长期经营绩效。作为新兴经济体的代表,中国企业进行海外并购的主要目的在于获取提高全球竞争力的战略资源,以短期指标为绩效衡量标准的弊端在于完全未将国家发展战略如国家安全、技术升级以及企业中长期发展战略等非显性绩效指标考虑进去,公司层面的盈利性是企业长远发展的保障,而股东的中长期利益是海外并购投资决策中应该考虑的重要因素(顾露露、Reed,2011)。同时,过度自信管理者“高估收益,低估风险”及“更强的学习及创新能力”等特质,更可能对企业的长期并购绩效带来影响,因此,考虑到中国资本市场的弱式有效性及解释变量发挥作用的滞后效应,本文采用会计指标法衡量国际并购经营绩效,即宣告并购前一年至后一年总资产营业利润率的变化,衡量并购行为对企业长期绩效的影响。

(2)解释变量。作为一种主观心理偏差,过度自信难以直接测量。在以往的心理学研究中,往往都采用实验法或问卷调查法对其进行度量,但通过这些方法获得企业管理者过度自信的情况,显然是不实际的。目前,国内外研究者们提出的关于过度自信的替代变量,主要有以下几种:①管理人员相对薪酬。这种方法最初由Hayward & Hambrick(1997)采用,他们认为,管理者的相对薪酬越高,说明其在企业中的影响力越强,会更容易产生控制幻觉,从而使管理者具有过度自信心理偏差,鉴于数据的可获得性,我国学者通常采用薪酬最高的前三位高管的薪酬占全部高管的薪酬的比例来进行衡量,将高于整体中位数的样本视为过度自信。一方面,高管薪酬往往受到企业盈利情况和企业绩效的多种因素的影响;另一方面,该方法使用的是前三位高管薪酬在行业内相对情况,因此,是否能否代表企业管理层整体的过度自信情况也值得商榷。②主流媒体评价。Malmendier & Tate(2008)采用主流商业周刊对首席执行官的描述作为过度自信的替代变量,当其更多地被描述成“自信”“乐观”等字眼时,视为过度自信的管理者。这种过度自信的衡量方法,会受到媒体偏好的影响,同时也影响数据的持续获得。③业绩预告偏差。它是以上市公司对未来年度盈利情况的预测和实际水平的差异作为管理者过度自信的标志(叶玲、王亚星,2013),但是,目前我国上市公司并不做强制性的盈利预测披露。采用这种衡量方法会影响数据的完整性,而且盈利实现情况会受到不可控的国家宏观经济形势和企业所在行业等情况影响。④企业景气指数。余明桂等(2006)采用国家统计局发布的企业景气指数作为依据,将取值高于100的企业作为过度自信的判断标准,但企业景气指数是按照行业进行发布的,用其作为管理者过度自信的代理变量,很难表现管理者对自身管理能力的认识及不同管理者过度自信程度的差异。⑤管理者持有所在公司的期权或股票投资组合。这种衡量方法的中心思想是管理者的风险分散化管理,由于管理者已将个人的人力资源风险完全暴露于所在公司,如果再将个人资产投资于所经营公司的股票或期权,一旦经营失败,不仅无法获得现金报酬,还将影响个人持有的股票或期权的价值,因此,为充分分散风险,管理者有理由在政策允许

时减持股票或出售期权,通过购买其他公司股票或期权进行个人资本的保值增值,除非管理者认为自己有能力使所在公司获得超出其他公司或市场平均水平的报酬。鉴于此,Malmendier & Tate(2005)判断管理者推迟行使股票期权、持有期权直到期满前一年或者增持本公司股票为管理者过度自信,该方法为我国检验管理者过度自信提供了有益借鉴。但由于我国期权激励实施时间较晚,涉及公司较少,无法采用期权进行衡量。本文借鉴 Malmendier & Tate(2005)的方法,当剔除业绩股、红股等分红方式,管理者在年内持股自愿增加时视为过度自信。虽然在样本期间(2006—2014年)相关法律对管理人员卖出所在公司股票方面存在不同规定,但在增持股票方面,相关法律规定管理人员可以在短期交易机会或窗口期外购买本公司股票,因此,可以利用管理者在沪深两市上对所在公司股票的自愿增持作为衡量过度自信的指标。由于中国大部分公司采用集体决策,董事会作为企业的最高决策机构,通常对海外并购等重大投资具有决定权,因此,本文将董事会作为过度自信研究主体,当剔除分红和业绩股等非主动增持外,董事会集体自愿持股增加时,过度自信取1,否则取0。

(3)调节变量。①文化距离。本文采用 Hofstede(1980)指数衡量文化差异。该指数从权利距离、个人主义、男性主义、不确定性规避、长远规划和宽容度六个维度对各国文化进行量化描述,当某项指标最为明显时取100,最低取0。此外,本文借鉴 Kougut & Singh(1988)的方法计算并购双方的文化距离:

$$CD_j = \sum_{i=1}^6 \{(I_{ij} - I_{ic})^2 / V_i\} / 6 \quad (1)$$

其中, CD_j 表示中国与 j 国总的文化距离; I_{ij} 为第 j 个国家在第 i 个维度的 Hofstede 分数; V_i 为所有样本国家第 i 个维度分数的方差; c 代表中国大陆。分值越高,表示该国与中国大陆的文化差异越大。

②海外经历。该指标为董事会中具有海外求学或任职经历人员的比例,该比例越高,表示公司治理层的国际经验越丰富,从而可能在一定程度上纠正非理性认知的行为偏差。

(4)控制变量。本文在借鉴前人研究的基础上,并结合本研究需要,在多元回归中引入包含交易特征和主并公司特征等的六个控制变量。本文各变量的相关定义及度量如表1所示。

变量类别	变量名称	变量符号	变量度量
被解释变量	长期绩效	<i>OP</i>	(营业利润/总资产)的变化
解释变量	过度自信	<i>OC</i>	年度内董事会资源持股的变化,增加取1,否则取0
调节变量	文化距离	<i>CD</i>	采用 Hofstede 指数公式衡量文化差异
	海外经历	<i>OS</i>	董事会海外求学或就职人数/董事会总人数
控制变量	并购交易相对规模	<i>RS</i>	并购交易金额/主并公司上期末资产
	上年度自由现金流	<i>Cash</i>	上年末自由现金流量,总资产平减
	买后股比	<i>Stake</i>	并购后对目标公司的持股比例
	大股东持比	<i>PS</i>	公告前一年度第一大股东持股比例
	年度	<i>Year</i>	以2006年为基础年度,设置八个哑变量
	行业	<i>Industry</i>	以证监会2012年行业分类标准设置15个哑变量

资料来源:本文整理

五、实证检验

1. 描述性统计

本文各变量的描述性统计如表2所示,统计样本的长期并购绩效最小值为-25.6%,最大值为18.3%,平均绩效为-2.56%,说明从长期来看,国际并购绩效为负;过度自信指标均值0.245,说明发起国际并购的管理者中,大约四分之一具有过度自信倾向;并购双方文化距离最大值为4.539,均值为1.075,说明我国上

市公司在发起国际并购时,与东道国文化差异较大;董事会中,具有海外背景的人数整体较少,海外比例的均值仅为 8.8%;并购相对规模标准差为 0.215,差异较大;上年度自由现金流最大值 5.04,均值为 0.141,说明发起国际并购的上市公司普遍具有充裕现金流。

表 2 描述性统计结果

变量	最小值	最大值	平均数	标准差	样本量
OP	-0.256	0.183	-0.026	0.061	233
OC	0.000	1.000	0.245	0.431	233
CD	0.256	4.539	1.075	1.251	233
OS	0.000	0.556	0.088	0.116	233
RS	0.000	2.498	0.069	0.215	233
Cash	-8.293	5.040	0.141	1.857	233
Stake	0.000	1.000	0.454	0.418	233
PS	0.064	0.894	0.364	0.161	233

资料来源:本文整理

2. 数据分类分析

为进一步考察国际并购中董事会过度自信、董事海外经历特征和并购文化差异的分布情况,本文将总样本按照不同维度进行分类分析。具体分类方法如下:首先,研究样本中约有一半的公司没有海外背景董事,所以,为了衡量海外经历对被解释变量的影响,将海外占比高于样本五分之一分位数的变量取 1,否则取 0。分别表示高海外经历的董事会和低海外经历的董事会。其次,按照并购双方文化距离中位数进行第二个维度划分,将总样本划分为高差异并购和低差异并购子样本,分类结果如表 3 所示。进行国际并购的 233 个样本中,有 57 个过度自信样本,占比为 24.5%;当拥有较高占比的海外背景董事时,董事会过度自信的比例更高;从文化差异的分类看,中国上市公司所从事的国际并购,多集中于文化距离相近的国家和地区(占比为 64.4%),这可能是由于相似的文化背景,更有利于并购后的资源整合。但分类数据表明,相较于理性管理者,过度自信的管理者更倾向于从事低文化差异的并购。

表 3 分类数据分析

分类	总样本		过度自信		非过度自信	
	数量	占比(%)	数量	占比(%)	数量	占比(%)
总体	233	100	57	24.5	176	75.5
其中:高海外占比	47	20.2	16	34.0	31	66.0
低海外占比	186	79.8	41	22.0	145	78.0
其中:高差异并购	83	35.6	18	21.7	65	78.3
低差异并购	150	64.4	39	26.0	111	74.0

资料来源:本文整理

3. 变量间的相关分析

表 4 中列示的是研究变量间的相关系数,各变量间相关系数最高值为 0.244,且各变量的 VIF 值均小于 2.5,说明变量间不存在严重的多重共线性。因变量和解释变量间的系数为 -0.093,说明过度自信和并购绩效之间为负向关系,但系数并不显著,二者间的关系需要通过回归分析进一步检验。

表 4 变量的相关系数

变量	OP	OC	OS	CD	RS	Stake	Cash	PS
OP	1.000							
OC	-0.093	1.000						
OS	-0.113 *	0.112 *	1.000					
CD	-0.044	-0.044	0.031	1.000				
RS	-0.244 ***	-0.013	-0.077	0.180 ***	1.000			
Stake	-0.156 **	-0.020	-0.079	-0.135 **	0.065	1.000		
Cash	0.048	-0.139 **	-0.058	-0.016	0.051	0.095	1.000	
PS	-0.072	-0.205 ***	-0.102	-0.077	-0.027	-0.061	0.101	1.000

注: *、**、*** 分别代表 10%、5% 和 1% 的显著性水平
资料来源: 本文整理

4. 回归检验及分析

为检验样本的内生性, 本文借鉴 Huang 等(2011)的研究, 采用“支付给职工以及为职工支付的现金”作为工具变量进行豪斯曼检验。检验结果说明, 研究样本中不存在严重内生性问题。为验证各变量间作用的程度, 本文建立相关研究模型, 运用多元回归分析进行进一步检验。

首先, 将长期并购绩效作为因变量, 以并购交易相对规模、现金流、买后股比及大股东持比等作为控制变量, 作为基准模型 0; 其次, 将过度自信作为解释变量引入研究模型, 记为模型 1; 再次, 为验证文化距离对过度自信和国际并购绩效间的调节作用, 将文化距离及过度自信和文化距离的交互项引入模型 1, 记为模型 2; 最后, 将海外经历及过度自信和海外经历交互项引入模型 1, 来检验海外经历对自变量和因变量间作用的调整, 记为模型 3。采用 SPSS 22.0 进行数据回归处理, 回归结果如表 5 所示。

表 5 回归检验结果

变量	模型 0		模型 1		模型 2		模型 3	
	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值
OC			-0.129 *	-1.907	-0.235 ***	-2.800	-0.205 ***	-2.667
CD					-0.045	-0.589		
OC × CD					0.195 **	2.153		
OS							-0.241 ***	-2.984
OC × OS							0.224 **	2.523
RS	-0.243 ***	-3.852	-0.245 ***	-3.907	-0.251 ***	-3.899	-0.256 ***	-4.152
Cash	0.109	1.585	0.094	1.369	0.105	1.536	0.119 *	1.739
Stake	-0.138 **	-2.144	-0.137 **	-2.131	-0.126 *	-1.933	-0.163 **	-2.566
PS	-0.087	-1.269	-0.106	-1.538	-0.088	-1.251	-0.139 **	-2.027
Year					控制变量			
Industry					控制变量			
Adj-R ²	0.140		0.150		0.161		0.181	
N	233							

注: *、**、*** 分别代表 10%、5% 和 1% 的显著性水平
资料来源: 本文整理

回归结果显示, 在只包含控制变量的基准模型中, 模型解释力度为 0.140, 其中, 并购交易相对规模的系数显著为负, 说明并购交易中, 主并方支付的对价占公司资产规模越大时, 并购后绩效越差; 并购后持有目

标公司股份越高,可能会受到东道国更多的管制,从而影响并购绩效;主并公司上一年度自由现金流对并购绩效有正向影响,但并不显著。

将解释变量过度自信引入后,模型1的解释力度由基准模型的0.140提高至0.150,说明董事会的过度自信对国际并购绩效具有一定的解释力。同时,过度自信系数在显著性为0.058的水平下显著为负,系数值为-0.129,说明董事会的过度自信会显著降低企业国际并购的长期绩效,假设H₁得到验证。

继续将文化距离及过度自信和文化距离交互项引入后,模型2的解释力度由模型1的0.150增加至0.161,说明考虑到海外距离的调节作用后,并购绩效影响模型的解释力进一步增强。与模型1相比,过度自信系数的绝对值和显著性都有所提高,表示在考虑到并购双方的文化差异后,过度自信对并购绩效的负向影响进一步增强。但是,过度自信和文化距离交互项系数在0.032的水平下显著为正,说明并购双方的文化差异会降低过度自信对并购绩效的负向作用,但从二者的系数值分析,文化距离可以在一定程度上纠正过度自信的消极影响,但无法完全抵消。至此,假设H₂得到验证。模型2的回归结果显示,文化距离因素本身对并购绩效具有负向影响,但该影响并不显著,这与前人的研究存在一定差异,可能的原因是,随着全球经济一体化的深入,各国间文化差异逐渐被弥合,同时,随着管理层海外经历的增加,也可能会进一步弱化文化距离对并购双方整合的影响。

模型3的回归结果显示,引入海外经历及海外经历和过度自信的交互项后,模型的解释力度提高至0.181,国际并购影响因素模型的解释力得到显著提高。数据表明,董事会的过度自信及海外经历比例均会显著降低国际并购绩效,但二者交互项系数显著为正,说明海外经历可以降低过度自信对投资的负向影响,假设H₃得到验证。

5. 稳健性检验

为考察回归结果可靠性,本文采用了更换被解释变量的衡量方式、剔除经济危机以前年度以及增加控制变量等方法进行稳健性检验,三种方法检验后回归结果与主假设基本一致,说明实证结果具有一定的稳健性。

(1)更换被解释变量的衡量方式。检验结果如表6所示。主检验中采用宣告并购前一年至后一年总资产营业利润率的变化衡量国际并购的长期绩效,采用并购前后资产收益率对并购绩效进行衡量后,模型的解释效力进一步提升,主要变量的显著性未发生明显改变。

表6 稳健性检验结果1

变量	模型0		模型1		模型2		模型4	
	系数	T值	系数	T值	系数	T值	系数	T值
OC			-0.017**	-2.08	-0.028***	-2.82	-0.024***	-2.66
CD					-0.002	-0.66		
OC × CD					0.012*	1.95		
OS							-0.033***	-3.25
OC × OS							0.041**	2.31
RS	-0.058***	-3.95	-0.059***	-4.01	-0.060***	-3.95	-0.062***	-4.29
Cash	0.003	1.44	0.002	1.21	0.003	1.35	0.003	1.53
Stake	-0.018**	-2.29	-0.018**	-2.28	-0.017**	-2.12	-0.021***	-2.77
PS	-0.030	-1.39	-0.037*	-1.69	-0.032	-1.45	-0.048**	-2.21
Year					控制变量			
Industry					控制变量			
Adj-R ²	0.155		0.168		0.177		0.202	
N	233							

注: *、**、*** 分别代表 10%、5% 和 1% 的显著性水平

资料来源:本文整理

(2) 将经济危机以前年度发生的并购案例剔除, 通过对 2010—2014 年的样本重新回归, 表 7 显示主要变量的符号和显著性未发生明显变化。

表 7 稳健性检验结果 2

变量	模型 0		模型 1		模型 2		模型 4	
	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值
<i>OC</i>			-0.139**	-2.077	-0.234***	-2.822	-0.201***	-2.653
<i>CD</i>					-0.050	-0.659		
<i>OC × CD</i>					0.175*	1.948		
<i>OS</i>							-0.259***	-3.246
<i>OC × OS</i>							0.202**	2.303
<i>RS</i>	-0.247***	-3.967	-0.250***	-4.032	-0.253***	-3.964	-0.261***	-4.304
<i>Cash</i>	0.098	1.443	0.082	1.211	0.092	1.357	0.103	1.532
<i>Stake</i>	-0.146**	-2.289	-0.144**	-2.278	-0.136**	-2.117	-0.174***	-2.771
<i>PS</i>	-0.096	-1.406	-0.116*	-1.701	-0.101	-1.456	-0.150**	-2.209
<i>Year</i>					控制变量			
<i>Industry</i>					控制变量			
<i>Adj-R²</i>	0.156		0.169		0.176		0.202	
<i>N</i>	167							

注: *、**、*** 分别代表 10%、5% 和 1% 的显著性水平

资料来源: 本文整理

(3) 增加控制变量。为保证实证结果的可靠性, 本文进一步控制了管理者层面、企业层面的相关因素, 同时引入对外投资引力模型的并购双方市场规模和地理距离等变量, 控制宏观因素对并购绩效带来的影响。引入两个管理者特征变量, 其中, *Age* 为董事会成员平均年龄, *Term* 为董事会成员平均任期; 增加三个企业特征变量, *Lev* 为主并方宣告并购当期资产负债率, *Size* 为主并企业资产规模, *State* 表示企业实际控制人性质, 当购买方为国有企业时取 1, 否则取 0; 投资引力模型的主要变量有三个, 分别是并购双方的市场规模, 本文参照 Di Mauro (2000) 的研究, 采用年度 GDP 表示并购双方市场规模, 其中, *CGDP* 表示并购年度中国 GDP, *HGDP* 表示东道国 GDP, *Distan* 是中国和东道国首都的地理距离, GDP 及距离数据取自世界银行指标数据库。回归中对主并公司资产规模、并购双方 GDP 及距离进行对数处理。回归结果如表 8 所示。由于增加了控制变量, 模型解释效力较主检验有显著提高, 主要解释变量符号未发生改变。

表 8 稳健性检验结果 3

变量	模型 0		模型 1		模型 2		模型 4	
	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值
<i>OC</i>			-0.019*	-1.74	-0.039***	-2.92	-0.031***	-2.65
<i>CD</i>					-0.007	-0.67		
<i>OC × CD</i>					0.022**	2.49		
<i>OS</i>							-0.044***	-3.07
<i>OC × OS</i>							0.070***	2.85

变量	模型0		模型1		模型2		模型4	
	系数	T值	系数	T值	系数	T值	系数	T值
RS	-0.075***	-3.63	-0.077***	-3.74	-0.075***	-3.59	-0.083***	-4.14
Cash	0.003	1.38	0.003	1.33	0.004	1.58	0.004	1.60
Stake	-0.020*	-1.97	-0.019*	-1.91	-0.017*	-1.69	-0.024**	-2.38
PS	-0.005	-0.16	-0.014	-0.44	0.002	0.05	-0.029	-0.94
Age	0.000	0.02	-0.000	-0.15	-0.000	-0.08	0.001	0.46
Term	-0.000	-0.36	-0.000	-0.31	-0.000	-0.31	-0.000	-0.68
Lev	0.022	0.81	0.021	0.75	0.001	0.02	0.020	0.73
Size	-0.013***	-3.37	-0.013***	-3.38	-0.013***	-3.39	-0.012***	-3.23
State	0.030**	2.20	0.029**	2.14	0.025*	1.84	0.025*	1.87
CGDP	-0.041*	-1.86	-0.042*	-1.94	-0.060**	-2.60	-0.046**	-2.17
HGDP	0.007	1.33	0.006	1.06	0.006	1.15	0.005	1.01
Distan	-0.010	-1.03	-0.009	-0.97	-0.006	-0.36	-0.008	-0.81
Year					控制变量			
Industry					控制变量			
Adj-R ²	0.192		0.202		0.211		0.244	
N					198			

注：*、**、*** 分别代表 10%、5% 和 1% 的显著性水平
资料来源：本文整理

六、结论

本文通过 2006—2014 年间我国 A 股非金融类上市公司发起的 233 起国际并购样本，检验了董事会过度自信对国际并购绩效的影响，在验证了过度自信对长期并购绩效显著负向影响的基础上，进一步地从并购双方文化距离和董事会海外经历两个角度探讨了对该负向影响的调节作用。实证结果得出了如下的结论和启示：首先，董事会过度自信的公司发起的国际并购，其长期绩效显著低于非过度自信董事会的公司。在实施国际并购过程中，应充分重视管理者过度自信心理倾向的负面影响，其认知偏差的特征不仅会通过并购交易环节，还会在并购后整合过程降低企业并购的长期绩效。其次，并购双方文化距离能够显著减弱过度自信对并购绩效的负向影响。过度自信管理者比非过度自信管理者具有更强的开拓性和学习性，使得他们更易于从文化差异大的东道国学习有价值的组织惯例和行为规范，从而在长期内提高并购绩效。这意味着过度自信产生的决策偏差可以通过改变并购情境获得纠偏。再次，董事会的海外经历能够调节过度自信对并购绩效的负向影响。海外背景人员的比例越高，企业在国际并购中受到过度自信的负向影响越小。海外背景可以使董事会成员具有更广阔的国际视野和丰富的国际经验，从而降低信息不充分导致的过度自信影响。这意味着改变董事会的治理结构能够遏制决策偏差造成的经济损失。

本文具有一定的理论和现实意义：首先，从行为财务的角度出发，结合管理者心理特质、目标公司选择及公司治理等要素，探究了管理者非理性因素对非效率国际并购的影响。这突破了原有财务角度解释并购绩效的范畴，补充了情境和人员特质变化的影响，丰富了行为财务的理论和实践内容，为上市公司董事会的决策机制提供了新鲜证据。其次，在一定程度上弥补了关于中国企业国际并购研究的空白。受样本数量的限制，已有关于国际并购绩效的研究多为小样本或案例研究，所得结论具有一定局限性，本文通过对 2006—

2014 年间我国 A 股非金融类上市公司发起的 233 起国际并购的实证检验,验证了管理者过度自信对国际并购长期绩效的负向影响。最后,目前关于过度自信心理偏差的研究中,大多着眼于过度自信对企业财务决策带来的不良影响,关于如何降低该负向作用,现有研究鲜有涉及。本文结合企业国际并购的背景,从目标企业遴选和公司治理两个角度给出降低管理者过度自信影响的方法,对提高国际并购绩效的管理水平有着积极的意义。

参考文献:

- [1] Ahammada M F, Glaister K W. The Pre-Acquisition Evaluation of Target Firms and Cross Border Acquisition Performance [J]. *International Business Review*, 2013, 22, (5): 894 - 904.
- [2] Aybar B, Ficici A. Cross-border Acquisitions and Firm Value: An Analysis of Emerging-market Multinationals [J]. *Journal of International Business Studies*, 2009, 40, (8): 1317 - 1338.
- [3] Baker M, Ruback R S, Wurgler J. Behavioral Corporate Finance: A Survey [M]. *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, 2006, 1, (4): 1 - 60.
- [4] Bates T W. Asset Sales, Investment Opportunities, and the Use of Proceeds [J]. *The Journal of Finance*, 2005, 60, (1): 105 - 135.
- [5] Billett M, Qian Y. Are Overconfident CEOs Born or Made? Evidence of Self-Attribution Bias from Frequent Acquirers [J]. *Management Science*, 2008, 54, (6): 1037 - 1051.
- [6] Bloom N, Reenen J V. Measuring and Explaining Management Practices Across Firms and Countries [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2006, 122, (1): 1351 - 1408.
- [7] Buckley P J, Clegg L J, Cross A, et al. The Determinants of Chinese Outward Foreign Direct Investment [M]. *Foreign Direct Investment, China and the World Economy*. Palgrave Macmillan UK, 2010.
- [8] Burks S V, Carpenter J P, Goette L, et al. Overconfidence is a Social Signaling Bias [R]. *Iza Discussion Papers*, 2010.
- [9] Cooper, A. C., Dunkelberg, W. C., Woo, C. Y. Entrepreneurs Perceived Chances for Success [J]. *Journal of Business Venturing*, 1988, 3, (2): 97 - 108.
- [10] Datta D K., Puia G. Cross-Border Acquisitions: An Examination of the Influence of Relatedness and Cultural Fit on Shareholder Value Creation in U. S. Acquiring Firms [J]. *Mir Management International Reviews*, 1995, 35, (4): 337 - 359.
- [11] Deng P. Why do Chinese Firms Tend to Acquire Strategic Assets in International Expansion? [J]. *Journal of World Business*, 2009, 44, (1): 74 - 84.
- [12] Dickerson A P, Tsakalotos E. The Impact of Acquisitions on Company Performance: Evidence from a Large Panel of UK Firms [J]. *Oxford Economic Papers*, 1997, 49, (3): 344 - 361.
- [13] Dikova D, Sahib P R, Witteloostuijn A V. Cross-border Acquisition Abandonment and Completion: The Effect of Institutional Differences and Organizational Learning in the International Business Service Industry, 1981—2001 [J]. *Journal of International Business Studies*, 2010, 41, (2): 223 - 245.
- [14] Di Mauro, F. The Impact of Economic Integration on FDI and Exports: A Gravity Approach [J]. *CEPS Working Document*, 2000.
- [15] Erel I, Liao R C, Weisbach M S. Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions [J]. *Journal of Finance*, 2012, 67 (3): 1045 - 1082.
- [16] Gervais S, Heaton J B, Odean T. Overconfidence, Compensation Contracts, and Capital Budgeting [J]. *Journal of Finance*, 2011, 66, (5): 1735 - 1777.
- [17] Giannetti M, Liao G, Yu X. The Brain Gain of Corporate Boards: Evidence from China [J]. *Journal of Finance*, 2015, 70, (4): 1629 - 1682.
- [18] Gugler K, Mueller D C, Yurtoglu B B. The Effects of Mergers: An International Comparison [J]. *International Journal of In-*

dustrial Organization, 2001, 21, (5): 625 - 653.

[19] Hayward, M., Hambrick, D. Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris [J]. Administrative Science Quarterly, 1997, 42, (1): 103 - 127.

[20] Hirshleifer D, Low A S H T. Are Overconfident CEOs Better Innovators? [J]. Journal of Finance, 2012, 67, (4): 1457 - 1498.

[21] Hofstede G. Culture's Consequences: International Differences in Work-related Values [M]. Newbury Park, CA: Sage, 1980.

[22] Huang W, Jiang F, Liu Z, Zhang M. Agency Cost, Top Executives' Overconfidence, and Investment-cash Flow Sensitivity——Evidence from Listed Companies in China [J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2011, 19, (3): 261 - 277.

[23] Kogut B, Singh H. The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode [J]. Journal of International Business Studies, 1988, 19, (3): 411 - 432.

[24] Landier A. Financial Contracting with Optimistic Entrepreneurs: Theory and Evidence [J]. Review of Financial Studies, 2009, 22, (1): 117 - 150.

[25] Malmendier U, Tate G. CEO Overconfidence and Corporate Investment [J]. Journal of Finance, 2005, 60, (6): 2261 - 2700.

[26] Malmendier U, Tate G. Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction [J]. Journal of Financial Economics, 2008, 89, (1): 20 - 43.

[27] Morck R, Yeung B, Zhao M. Perspectives on China's Outward Foreign Direct Investment [J]. Journal of International Business Studies, 2008, 39, (3): 337 - 350.

[28] Morosini P, Shane S, Singh H. National Cultural Distance and Cross-Border Acquisition Performance [J]. Journal of International Business Studies, 1998, 29, (1): 137 - 158.

[29] Roll R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers [J]. Journal of Business, 1986, (59): 197 - 216.

[30] Russo, J. E., Schoemaker P J H. Managing Over-confidence [J]. Sloan Management Review, 1992, 33, (2): 7 - 17.

[31] Svenson O. Are We all Less Risky and More Skillful than Our Fellow Drivers? [J]. Acta Psychologica, 1981, 47, (2): 143 - 148.

[32] Weinstein N D. Unrealistic Optimism about Future Life Events [J]. Journal of Personality & Social Psychology, 1980, 39, (5): 806 - 820.

[33] 顾露露, Robert Reed. 中国企业海外并购失败了吗? [J]. 北京: 经济研究, 2011, (7).

[34] 林季红, 刘莹. 中国企业海外并购绩效研究——以并购整合为视角 [J]. 厦门大学学报 (哲学社会科学版), 2013, (6).

[35] 吕兆德, 徐晓薇. 董事背景多元化抑制董事长过度自信吗? ——基于企业过度投资的角度 [J]. 北京: 经济管理, 2016, (4).

[36] 史永东, 朱广印. 管理者过度自信与企业并购行为的实证研究 [J]. 北京: 金融评论, 2010, (2).

[37] 吴彬, 黄韬. 二阶段理论: 外商直接投资新的分析模型 [J]. 北京: 经济研究, 1997, (7).

[38] 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).

[39] 吴先明, 苏志文. 将跨国并购作为技术追赶的杠杆: 动态能力视角 [J]. 北京: 管理世界, 2014, (4).

[40] 冼国明, 杨锐. 技术积累、策略竞争与发展中国家对外直接投资 [J]. 北京: 经济研究, 1998, (11).

[41] 阎大颖. 国际经验、文化距离与中国企业海外并购的经营绩效 [J]. 武汉: 经济评论, 2009, (1).

[42] 叶玲, 王亚星. 管理者过度自信、企业投资与企业绩效——基于我国 A 股上市公司的实证检验 [J]. 太原: 山西财经大学学报, 2013, (1).

[43] 余明桂, 夏新平, 邹振松. 管理者过度自信与企业激进负债行为 [J]. 北京: 管理世界, 2006, (8).

[44] 余鹏翼, 王满四. 国内上市公司跨国并购绩效影响因素的实证研究 [J]. 北京: 会计研究, 2014, (3).

[45] 张建红, 周朝鸿. 中国企业走出去的制度障碍研究——以海外收购为例 [J]. 北京: 经济研究, 2010, (6).

The Board's Overconfidence and the International M&A Performance

LIU Bai, LIANG Chao

(Business School, Jilin University, Changchun, Jilin, 130012, China)

Abstract: With the scale expansion of Chinese enterprises' international M&A, the long-term performance of M&A has shown declining signs. Since the traditional financial perspective has been unable to fully explain the decline in operating results, we need to return to decision-making subject to research. Classical financial theory holds that the behavioral subject is rational and judged according to the principle of risk-return in decision-making. The research of behavioral finance has shown that manager is always more or less bounded rational, leading to the inability to fully comply with traditional financial decision-making principles and making business decisions deviate from optimal choice, thereby undermining corporate value. Overconfidence is considered to be the most robust finding of the manager's psychological bias, which displays the feature of "overestimating the benefits, underestimating the risk". Unlike managers with empire-building preferences, who consciously disregard shareholders' interests, overconfident CEOs believe they are maximizing value. Scholars have already demonstrate overconfident managers may overpay for target companies and undertake value-destroying mergers for they overestimating their ability to generate returns. However, as the higher uncertainty and complexity in international mergers and acquisitions, the role of overconfidence in international M&A has not being fully uncovered.

Based on the theory of organizational learning and behavioral finance, this paper focuses on the impact of the board of director's overconfidence on the long-term performance in international mergers and acquisitions, so as to further studies how to reduce the adverse effects of overconfidence. The paper argues that overconfident managers are likely to make lower-quality international M&A due to the overestimation of future returns from acquisitions. However, compared to the rational managers, overconfident managers are more willing to study new plans, and they are more likely to learn advanced knowledge in the M&A which have a long culture distance and improve the M&A performance. Besides, the overseas experience of the directors may also correct the cognitive deviation from overconfidence in the international M&A for their standing of overseas operation. To test these theoretical propositions, the paper uses the data of listed companies in Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges in China which have successfully implemented international mergers and acquisitions from the year 2006 to 2014, and use the board of directors' voluntary holding of the stock as the proxy of managers' overconfidence. The empirical results show that the board's overconfidence has a significantly negative impact on the international M&A performance. A further research shows that the cultural distance between the two sides and the overseas experience of the board members can significantly reduce the negative effect. The result of the research demonstrate that the manager's psychological bias have a significant impact on the international M&A performance which supplement the study of overconfidence in the field of international mergers and acquisitions. Overconfidence provides an alternative interpretation of agency problems in firms and of the origin of private benefits. Thus, standard incentive contracts and traditional corporate governance are unlikely to correct their sub-optimal decisions. Furthermore, the results also shed light on M&A practices and organizational design. The results show that the choice of M&A target and the change of corporate governance structure can reduce the decision-making bias caused by the overconfidence of the board, which provides evidence for perfecting the decision-making mechanism of the board of directors.

This research explores the impact of managers' irrational factors and improves international M&A performance from the perspectives of psychological characteristics, the choice of target companies and corporate governance, which breaks through the scope of original financial point of view to explain the performance of mergers and acquisitions, complementing the changes of situation and the personnel characteristics. The findings also enrich the behavior of financial theory and practice content.

Key Words: the board's overconfidence; cultural distance; overseas background of directors; international M&A performance

JEL Classification: G34, F21

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2017.12.005

(责任编辑: 霄 雪)