

# 并购市场时机、管理层过度自信与并购绩效

谢志华(博士生导师), 董昊明, 王慧美, 张耀元

**【摘要】** 本文以2009~2014年发生并购的上市公司为研究对象,对并购市场时机与并购绩效的关系以及管理层过度自信对该关系的影响进行了探究。研究发现:好的市场时机下进行的并购会导致并购绩效损毁,管理层过度自信对市场时机与并购绩效的关系具有“强化效应”,即在管理层过度自信时好的市场时机会导致更严重的并购绩效损毁。

**【关键词】** 市场时机; 管理层过度自信; 并购绩效; 强化效应

**【中图分类号】** F271      **【文献标识码】** A      **【文章编号】** 1004-0994(2017)09-0003-6

## 一、引言

并购,作为企业战略扩张的实现形式,一直是金融理论研究的核心问题。传统金融学派建立了多种理论对并购绩效及其影响因素进行解释,但相关研究忽视了资本市场的供给条件对企业并购行为的影响。有效市场理论认为市场参与者完全理性,会根据全面的信息做出理性的行为。但大量实证研究表明,广大市场参与者是有限理性且具有认知偏差的,市场参与者的这种特性导致企业市场价值的非理性波动以及资产定价偏差。而资产定价偏差就为企业并购创造了市场时机选择的可能性,因此对并购过程中市场时机的研究就显得尤为重要。

市场时机理论最早可以追溯到 Taggart(1977)对企业价值与证券发行活动之间联系的论述。随后, Mullin(1986)采用过去股票市场收益率来代表市场时机因素,而 Pagano、Panetta 和 Zingales(1998)则以 M/B(市账比)来反映市场时机效应。市场时机理论由 Baker 和 Wurgler(2002)正式提出,他们通过实证研究发现,上市公司管理层可能会针对因投资者的有限理性而导致的错误定价,进而采取股票发行融资与股票回购等操作手段。Shleifer、Vishny(2001)和 Rhodes-Kropf、Viswanathan(2004)等将市场时机效应从企业融资领域运用到企业投资领域,得出兼并浪潮的出现是市场对企业错误定价造成的结论。

但是,我国对市场时机理论的运用多在于企业股票发行领域(郭杰、张英博,2012)、再融资领域(唐蓓、潘爱玲,2011)以及投资领域(唐蓓,2010)。事实上,对公司的具体投资行为——企业并购,同样存在着市场时机选择的可能性。美国出现过三次兼并浪潮,每次兼并浪潮都是在资产定价偏差的基础上出现的,市场时机作为重要的时间节点导致兼并浪潮出现,但在兼并浪潮中的并购案例却大量失败。这不由得引发我们思考,随着我国上市公司兼并热情逐渐高涨,由市场时机导致的兼并浪潮理论是否适用于我国资本市场?

传统金融理论建立在完全理性人假设之上,认为公司管理层在企业投资过程中具备完全理性,其会以公司价值最大化为目标进行投资。然而随着行为金融理论的发展与深入,大量实证研究表明公司管理层存在一定程度的非理性行为。Roll(1986)研究了管理者的非理性行为,并提出了管理者“自大”假说。企业的并购决策大多是在管理层的主导下进行的,有实证研究表明,管理层过度自信会导致企业并购数量增多。基于过去取得的辉煌成就及成功经验,一家上市公司的管理层相比普通人更易存在过度自信。过度自信的管理者具有更强的冲动进行过度投资,同时也会对并购结果的估计过于乐观(Malmendier 和 Tat, 2005、2008、2015; 姜付秀、张敏

**【基金项目】** 国家社会科学基金重点项目(项目编号:14AJY005); 北京市教委创新团队项目(项目编号:IDHT20140503); 北京市属高校科研能力提升计划项目(项目编号:PXM2013\_014213\_000099)

等,2009)。Malmendier、Tat(2008)以及宋淑琴、代淑江(2015)等研究发现,管理者过度自信会对并购绩效造成负面影响。

以往对管理者过度自信与并购绩效的研究并未对作用路径进行探讨,导致相关研究逻辑不完整。管理者对并购绩效的影响并不是在黑箱中进行的,作为企业决策的主要制定者,管理者在并购市场时机的选择中起到了重要作用,管理层自信程度的强弱会影响企业并购决策的坚定程度与执行力度,因此在探讨市场时机对并购绩效的影响作用时很难忽略管理层过度自信的影响。同时,在研究管理层过度自信对并购市场时机与并购绩效关系影响的基础上,本文也对管理层过度自信对并购绩效的影响路径进行了探究。基于以上分析,本文针对以下两个问题进行探讨:①市场时机对并购绩效具有怎样的影响?②管理层过度自信如何影响市场时机与并购绩效的关系?

## 二、研究假设

### (一)市场时机与并购绩效关系的假设

Baker和Wurgler(2002)通过研究股票市场对企业资本结构的影响建立了市场时机理论。该理论最初主要用于研究公司股权融资偏好与资本结构的异化现象。一般采用M/B(市价/账面价值)来衡量市场时机好坏,当M/B值很高时,可以认为当前市场价值可能存在高估,此时是进行并购较好的市场时机;反之,则是较差的市场时机。企业并购过程中股份支付的存在导致市场时机对并购具有较大影响,当企业股票估值较高时,进行并购所支付的股份数量远远小于企业股票估值较低时所支付的股份数量,这会导致主并公司股权稀释较少而有利于每股收益的增加,进而提升管理层的业绩。基于提升自身业绩的动机,公司管理层会产生过度投资的强烈冲动。同时当企业估值较高时,上市企业与非上市企业之间巨大的估值差异会为管理层带来强烈的并购动机,此时主并公司管理层会认为绝大部分非上市企业都处于价值洼地从而激发他们的并购热情,相对便宜的价格会导致上市公司管理层忽视标的公司的实际经营情况及战略执行情况。此时管理层会更多地关注上市公司与标的公司之间的估值差异,认为当前是极好的并购时间节点,于是产生了过度并购的冲动。

管理层提升自身业绩的动机与公司价值差异并购动机,导致管理层做出的并购决策可能只注重并购价格而忽视基本的价值创造因素以及并购与企业战略的拟合度。根据以上分析我们发现,在较好的市

场时机下,管理者存在通过并购提高业绩的冲动以及购买便宜“产品”的冲动,在这样的冲动下管理层的关注焦点难以放在战略执行以及并购协同效应上。根据以上分析提出如下假设:

H1:好的市场时机与并购绩效存在显著负相关关系。

### (二)管理层过度自信对市场时机与并购绩效关系的“强化效应”假设

人的过度自信是有限理性假设的一个基本推论,过度自信是心理学中的一个专业表达,指人往往高估自己成功的概率,低估自己失败的概率,从而形成心理偏差(Wolosin et al., 1973)。中国是一个以儒家文化为主导的社会,对等级制度的重视导致我国企业管理层相比于西方国家而言具有更高的权威。较高的权威导致管理层在决策的过程中往往会遵从“意见领袖”的观点,为管理层过度自信心理的产生创造条件。

我国改革开放三十年来,经济得到了蓬勃发展。在这三十年的发展中我国企业得益于国家以经济建设为中心的制度红利,人口数量众多摊薄用工成本的人口红利,以及由于制度缺陷造成的制度套利,由此给我国企业管理层带来了极强的自信心,过度自信也自然成为我国企业管理层身上一个显著的标签。

过度自信的管理层偏好高风险,高风险意味着高的失败概率与丰厚的回报。管理层的过度自信通过对风险的偏好而强化市场时机与并购绩效的关系,同时过度自信的管理层在选择市场时机时会更加相信自身的经验与判断。由于管理者的过度自信与权威,会导致企业并购决策具有更强的坚定程度与执行力度,即便是与企业战略相悖、与企业实际不符的并购决策也会得到坚定贯彻。如果管理层选择正确,则可能会为企业带来良好的发展机会,进而促进企业快速发展。但是,如果管理层选择错误,则可能为企业带来更为严重的损失。因此,管理者过度自信会导致并购市场时机对并购绩效影响的强化,由此产生对市场时机与并购绩效关系的“强化效应”。基于以上分析提出如下假设:

H2:管理层过度自信会强化市场时机对并购绩效的影响。

## 三、实证研究设计

### (一)样本选择与来源

魏建(1999)对并购做出了如下定义:企业并购,是指企业为获得目标企业部分或全部控制权,运用自身所掌握的资源去购买目标企业的控制权,并因

此使目标企业法人地位消失或引起法人实体改变的行为。

本文选取2009~2014年发生并购行为的沪深A股上市公司为样本,采用魏建(1999)对并购的定义对以股权为标的的收购进行研究。其中,使用资产或股权作为支付方式获得其他公司股权的公司为主并公司,出让股权的公司为标的公司。行业分类参照《上市公司行业分类指引》进行划分。所有的并购事件均来自于CSMAR数据库中的“中国上市公司并购重组研究数据库”,相关财务数据及相关非财务数据来自于CSMAR数据库与iFind数据库。

本研究根据以下标准对并购样本进行筛选:①剔除交易失败的并购案例;②ST公司并购过程中为保壳会显示出有别于普通上市公司并购的特征,因此剔除ST公司所进行的并购;③由于金融保险行业的业务特征与经营模式与其他行业差异较大,予以剔除;④剔除数据缺失的并购案例;⑤为避免多次并购交易的交叉影响,剔除在并购发生两年内又进行并购的案例;⑥为保证所选取的样本均为并购能对企业生产经营产生显著影响的,剔除并购金额小于500万元的并购案例。根据以上标准进行筛选,最后得到591个数据样本,其中2009年20个,2010年14个,2011年54个,2012年124个,2013年158个,2014年221个。本文采用EXCEL 2007对数据进行筛选处理,并采用STATA 12.0对数据进行统计与分析。

## (二)变量的定义与计量

**1. 并购绩效(ROE)的衡量指标。**企业并购绩效的衡量一般有两种方法:事件研究法与会计指标研究法。事件研究法要求观察并购事件发生后股价对此事件的反应,因此通过计算超额累计收益作为并购绩效的衡量指标。考虑到我国并购制度不完善,散户数量多、投机情绪重,事件研究法的有效性值得商榷。而会计指标研究法含有较为丰富的盈余信息,并且从长期来看,会计指标能够较为真实地反映企业的经营状况。参考李善民、陈文婷(2010)对并购绩效替代指标的界定,本文采用ROE作为并购绩效的替代指标。其中分别使用 $ROE_0$ (并购当年ROE减并购前一年ROE)和 $ROE_1$ (并购后一年ROE减并购前一年ROE)两个变量衡量。

**2. 市场时机(MKT)的衡量指标。**公司在进行投资活动时通常会考虑市场时机因素。当前对市场时机的选择一般存在两种方法。一种是采用加权平均市值账面比来衡量市场时机(Baker、Wurgler, 2002),另一种是采用股票市场指数来衡量市场时机

(王正位等,2007、2011;江洪波,2007)。由于我国主板、中小板和创业板企业分别具有不同的企业特征与投资需求,股票市场指数会将企业特征与投资需求平均化,因此难以探究是否存在并购绩效差异以及影响因素差异。同时,股票大盘指数在2009~2014年间基本处于箱体运行,不利于解释相同时间段不同上市公司估值不同导致的并购热情差异。市值账面比既能反映企业在并购时估值的高低,也能有效排除企业规模所造成的影响。因此市值账面比能够更好地反映企业股票市场定价误差以及企业投资热情,本文选择市值账面比作为市场时机的衡量指标。

**3. 管理层过度自信(OC)的衡量指标。**管理者的过度自信是一种心理特征,但一直较难有一种完美的方式来进行计量。近些年对管理者过度自信的实证研究中,主要有以下六种管理者过度自信的衡量方式:①CEO的相对薪酬(Hayward、Hambrick, 1997);②CEO的持股状况(Malmendier、Tate, 2005;郝颖等,2005);③主流媒体对CEO的评价(Hayward、Hambrick, 1997;Brown、Sarma, 2006;Jin、Kothari, 2005;Hribar、Yang, 2010);④企业盈利预测偏差(Lin et al., 2005);⑤企业历史业绩(Hayward、Hambrick, 1997);⑥企业并购频率(Doukas、Petmezas, 2006)。

考虑到我国当前资本市场状况以及数据的可获取性,本文决定采用管理层的相对薪酬(Haward和Hambrick, 2007)来衡量管理层过度自信。管理层在企业中所领取薪酬的高低很大程度上反映了其在企业中的重要程度以及地位的高低。薪酬越高,管理层地位越高,就越容易出现过度自信的心理偏差。因此本文选取“收入最高的三名管理层薪酬/管理层总收入”作为管理层过度自信的替代变量(姜付秀、张敏等,2009)。

**4. 控制变量。**为研究市场时机以及管理层过度自信对并购绩效的影响,本文参考了Fama和French(2002)、姜付秀等(2009)的研究成果,设计了以下控制变量:最终控制人(OT),在不同最终控制人控制下的企业管理层的任命方式以及薪酬体制存在差异,国有企业管理层任命更多依靠行政安排,非国有企业多采用市场化方式任命管理层,因此需控制最终控制人性别;股权集中度(H),选择前五名股东持股比例的平方和进行衡量;企业规模(LNSIZE),本文采用并购进行前一年末公司总资产的对数作为企业规模替代变量;资产负债率(LEV),以并购前一年主并公司的资产负债率来衡量企业资本结构;并购类型

表 1

主要变量定义

变量	变量名称	变量符号	变量说明
被解释变量	并购绩效	ROE <sub>0</sub>	并购当年ROE-并购前一年ROE;其中ROE为净利润/股东权益平均余额
		ROE <sub>1</sub>	并购后一年ROE-并购前一年ROE;其中ROE为净利润/股东权益平均余额
解释变量	市场时机	MKT	并购发生时主并企业的市账比(M/B);其中M/B=市价/账面价值
	管理层过度自信	OC	并购前(并购前一年)并购方管理层薪资前三名占管理层总薪资比例
控制变量	企业规模	LNSIZE	取企业上一年末总资产的自然对数(并购前一年)
	资产负债率	LEV	并购前一年末企业负债总额/资产总额
	并购类型	MT	虚拟变量:关联并购为1,非关联并购为0
	最终控制人	OT	虚拟变量:国有控股企业为1,非国有控股企业为0
	股权集中度	H	前五大股东持股比例平方和的对数,即赫芬达尔指数(Herfindahl Index)

(MT),以并购过程中是否为同行业并购进行划分。以上控制变量选取及具体含义见表1。

### (三)模型的构建

本文为检验市场时机对并购绩效的影响作用建立模型一,为检验管理者过度自信对市场时机与并购绩效关系的强化效应建立模型二和模型三。

模型一如下:

$$ROE_0 = \alpha_0 + \alpha_1 MKT + \alpha_2 LNSIZE + \alpha_3 LEV + \alpha_4 MT + \alpha_5 OT + \alpha_6 H + \alpha_7 CONTROLS + \varepsilon_i$$

$$ROE_1 = \alpha_0 + \alpha_1 MKT + \alpha_2 LNSIZE + \alpha_3 LEV + \alpha_4 MT + \alpha_5 OT + \alpha_6 H + \alpha_7 CONTROLS + \varepsilon_i$$

模型二如下:

$$ROE_0 = \alpha_0 + \alpha_1 MKT + \alpha_2 OC + \alpha_3 LNSIZE + \alpha_4 LEV + \alpha_5 MT + \alpha_6 OT + \alpha_7 H + \alpha_8 CONTROLS + \varepsilon_i$$

$$ROE_1 = \alpha_0 + \alpha_1 MKT + \alpha_2 OC + \alpha_3 LNSIZE + \alpha_4 LEV + \alpha_5 MT + \alpha_6 OT + \alpha_7 H + \alpha_8 CONTROLS + \varepsilon_i$$

模型三如下:

$$ROE_0 = \alpha_0 + \alpha_1 MKT + \alpha_2 OC + \alpha_3 MKT \times OC + \alpha_4 LNSIZE + \alpha_5 LEV + \alpha_6 MT + \alpha_7 OT + \alpha_8 H + \alpha_9 CONTROLS + \varepsilon_i$$

$$ROE_1 = \alpha_0 + \alpha_1 MKT + \alpha_2 OC + \alpha_3 MKT \times OC + \alpha_4 LNSIZE + \alpha_5 LEV + \alpha_6 MT + \alpha_7 OT + \alpha_8 H + \alpha_9 CONTROLS + \varepsilon_i$$

## 四、实证分析

### (一)描述性统计

对变量进行描述性统计,结果如表2所示。

从并购样本数据来看,经过筛选后2009~2014年各年的并购样本分别为20家、14家、54家、124家、158家、221家。并购案例自2010年以来逐年上升,主要是由于资本市场监管部门由实质性监管向

表 2 变量的描述性统计

年度	变量	M/B	OC	LNSIZE	LEV	MT	OT	H
2009年 (20)	均值	6.398	0.548	21.768	0.542	0.722	0.450	0.048
	方差	3.929	0.181	1.824	0.189	0.461	0.510	0.078
	最小值	1.200	0.278	19.916	0.145	0.000	0.000	0.000
	最大值	16.007	1.000	28.003	0.815	1.000	1.000	0.234
2010年 (14)	均值	4.184	0.424	21.710	0.452	0.300	0.571	0.070
	方差	2.331	0.089	1.246	0.215	0.483	0.514	0.093
	最小值	1.684	0.312	20.129	0.140	0.000	0.000	0.000
	最大值	8.631	0.613	24.911	0.817	1.000	1.000	0.295
2011年 (54)	均值	3.683	0.503	21.577	0.423	0.529	0.278	0.042
	方差	3.573	0.165	1.368	0.246	0.504	0.452	0.070
	最小值	0.640	0.253	18.008	0.047	0.000	0.000	0.000
	最大值	22.923	1.000	25.518	1.108	1.000	1.000	0.344
2012年 (124)	均值	3.166	0.467	21.510	0.432	0.442	0.323	0.067
	方差	2.617	0.151	1.482	0.235	0.499	0.469	0.101
	最小值	0.640	0.175	16.117	0.047	0.000	0.000	0.000
	最大值	18.639	1.000	26.974	1.108	1.000	1.000	0.451
2013年 (158)	均值	3.907	0.462	21.692	0.408	0.426	0.278	0.082
	方差	3.420	0.112	1.219	0.207	0.496	0.450	0.113
	最小值	0.640	0.244	16.161	0.047	0.000	0.000	0.000
	最大值	22.923	0.862	26.207	0.984	1.000	1.000	0.572
2014年 (221)	均值	4.403	0.432	21.757	0.412	0.442	0.262	0.068
	方差	3.306	0.113	1.223	0.211	0.498	0.441	0.100
	最小值	0.640	0.166	18.611	0.047	0.000	0.000	0.000
	最大值	22.923	0.786	28.004	1.108	1.000	1.000	0.571

强制信息披露监管的转变,以及对企业投融资行政审批的取消。我们可以看到,并购企业2009~2014年的M/B均值处于3.166至6.398之间,说明不同年度之间市账比具有较大差异;方差处于2.331至3.929之间,说明同一年度之间不同企业市账比具有较大波动。由此可见,不同公司在不同年度具有特异

性的市场时机,此指标评价效果优于大盘指数。同一年度发生并购的不同公司M/B具有较大差异,说明企业发生并购时面对不同的市场时机,会产生不同的并购绩效。管理层过度自信程度(OC)均值在2009年为0.548,为这几年来最高;随着监管层对信息披露监管趋严,管理层过度自信程度有所下降,至2014年达到0.432。这说明管理层过度自信有下降趋势。主并公司资产负债率从2009年的0.542下降到2014年的0.412,说明发生并购的公司债务风险逐年

降低,2009年并购类型(MT)均值为0.722,为这几年来中最大,且逐年下降并稳定在0.4~0.5之间。这说明随着市场逐渐成熟以及监管层监管日趋严格,更加市场化的非关联并购数量逐渐上升。从发生并购的公司控股股东性质(OT)可以看出,自2011年开始上市公司并购市场主要是由非国有企业主导,体现出更多市场化特征。

## (二)相关性分析

对变量进行相关性检验,结果如表3所示。

表3 变量的相关性检验

	ROE <sub>0</sub>	ROE <sub>1</sub>	M/B	OC	LEV	LNSIZE	OT	MT	H
ROE <sub>0</sub>	1								
ROE <sub>1</sub>	0.4791*	1							
M/B	-0.3061*	-0.2413*	1						
OC	-0.1378*	-0.1678*	0.2083*	1					
LEV	-0.1256*	-0.1273*	0.0107	0.0451	1				
LNSIZE	0.1273*	0.0987*	-0.4388*	-0.2674*	0.4005*	1			
OT	-0.0226*	0.0125	-0.0937*	-0.1058*	0.3261*	0.4026*	1		
MT	-0.0909*	-0.0411*	0.0353	0.0935*	0.3076*	0.1453*	0.3529*	1	
H	-0.0869*	0.00990	-0.0532	-0.0447	0.1996*	0.3056*	0.3151*	0.1278*	1

注:\*代表双尾t检验值在10%的水平上显著。

由表3可以看到,并购绩效的变动与市场时机、管理者过度自信程度具有显著负相关关系,并且与所选取控制变量也存在显著关系。同时可以看到,自变量与控制变量之间相关性不强,基本低于0.4,因此可以判断不存在显著共线性问题,适合采用多元回归对其进行分析。

## (三)回归分析

1. 市场时机与并购绩效关系分析。根据上文对样本数据的筛选以及模型构建,对上文中的模型一进行多元回归分析,回归结果见表4。

从表4对模型一的回归检验中可以看出,市场时机(M/B)与ROE<sub>0</sub>和ROE<sub>1</sub>均在1%的显著性水平上负相关,说明企业在较好的市场时机下做出的并购反而会产较差的并购绩效,且在越好的市场时机下进行的并购会产生越差的并购绩效。同时R<sup>2</sup>均大于0.1,说明整体模型对并购绩效具有一定程度解释力。通过对模型一的回归结果进行分析,使得H1得到检验。

2. 管理者过度自信对市场时机与并购绩效关系的强化效应分析。对模型二和模型三进行多元回归分析,回归结果见表5。

由表5中模型二的回归结果可知,M/B与

表4 并购绩效对市场时机和管理者过度自信的回归结果

变量	模型一	
	ROE <sub>0</sub>	ROE <sub>1</sub>
M/B	-0.0162*** (0.00317)	-0.0544*** (0.0137)
LEV	-0.168*** (0.0515)	-0.957*** (0.223)
LNSIZE	0.0202** (0.00980)	0.0915** (0.0424)
OT	-0.000542 (0.0218)	0.0392 (0.0942)
MT	-0.0184* (0.0192)	-0.00633* (0.0828)
H	-0.201** (0.0887)	-0.0462 (0.383)
Constant	-0.292 (0.208)	-1.415 (0.901)
Observations	591	591
R-squared	0.129	0.104

注:每个变量所对应数字为其回归所得系数;括号中数字代表该项变量的方差;\*、\*\*、\*\*\*分别表示双尾t检验值在10%、5%和1%的水平上显著,下同。

表5 管理者过度自信对市场时机与并购绩效关系强化作用回归结果

变量	模型二		模型三	
	ROE <sub>0</sub>	ROE <sub>1</sub>	ROE <sub>0</sub>	ROE <sub>1</sub>
M/B	-0.0160*** (0.00321)	-0.0519*** (0.0138)	0.0430*** (0.00837)	0.420*** (0.0301)
OC	-0.0747* (0.0717)	-0.746** (0.308)	0.414*** (0.0938)	3.166*** (0.338)
M/B×OC			-0.110*** (0.0146)	-0.883*** (0.0526)
LEV	-0.162*** (0.0520)	-0.891*** (0.223)	-0.0958* (0.0499)	-0.363** (0.180)
LNSIZE	0.0187* (0.00993)	0.0763* (0.0427)	0.00883 (0.00948)	-0.00237 (0.0341)
OT	-0.00149 (0.0220)	0.0227 (0.0944)	0.00695* (0.0208)	0.0903* (0.0749)
MT	-0.0166* (0.0193)	0.00943* (0.0832)	-0.0112 (0.0183)	0.0524 (0.0659)
H	-0.199** (0.0890)	-0.00952 (0.383)	-0.186** (0.0842)	0.0996 (0.303)
Constant	-0.229 (0.217)	-0.791 (0.935)	-0.296 (0.206)	-1.327* (0.741)
Observations	591	591	591	591
R-squared	0.132	0.117	0.226	0.447

ROE<sub>0</sub>和ROE<sub>1</sub>均在1%的水平上显著负相关,从而进一步印证了市场时机与并购绩效负相关的假设。管理层过度自信(OC)与ROE<sub>0</sub>在10%的水平上显著负相关,与ROE<sub>1</sub>在5%的水平上显著负相关,这与宋淑琴、代淑江(2015)的研究结论相一致。

模型三的回归结果显示,在市场时机变量与管理者过度自信程度交叉项存在的情况下,交叉变量在1%的水平上与ROE<sub>0</sub>和ROE<sub>1</sub>均存在显著负相关关系,且该交叉项与模型二的回归结果中市场时机(M/B)具有相同符号。在模型三的回归结果中我们发现,管理者过度自信(OC)与ROE<sub>0</sub>和ROE<sub>1</sub>均在1%的水平上显著正相关。这说明随着管理者自信程度的提高,市场时机对并购绩效的负向影响越来越大。由此证实了管理层过度自信对市场时机与并购绩效之间的关系具有“强化效应”,从而完成了对H2的检验。

#### (四)稳健性检验

为保证实证结论的稳健性,在原检验结论的基础上,进一步采用ROA作为并购绩效的替代指标进行回归分析,本文假设依然成立。同时采用托宾Q值作为市场时机的替代变量进行回归分析,本文假

设依然成立。

#### 五、结论

本文采用2009~2014年所发生的并购案例为样本,研究市场时机、管理层过度自信对并购绩效的影响以及管理层的过度自信对市场时机与并购绩效关系的“强化作用”。研究结果表明:①市场时机越好(M/B值越高),企业并购绩效越差;②管理层过度自信,会强化市场时机对企业并购绩效的负向影响,即管理层过度自信对市场时机与并购绩效关系具有“强化效应”。

本文以企业并购事件为研究标的,研究了市场时机对并购绩效的影响,在此研究基础上进一步探讨了管理者过度自信在市场时机对并购绩效影响中的重要作用。本文首次对管理层过度自信对市场时机与并购绩效关系的“强化作用”进行了探索,不仅丰富了行为金融学的内涵,同时也为资本市场上企业并购时机选择提供了证据及指导,进而为公司管理层在并购活动中的实践提供了新的理论依据。

#### 主要参考文献:

- 郭杰,张英博.企业择时还是政府择时?——中国特定制度背景下IPO市场时机选择对资本结构的影响[J].金融研究,2012(7).
- 唐蓓,潘爱玲.市场时机对中国上市公司并购融资行为的影响[J].山东大学学报:哲学社会科学版,2011(4).
- 唐蓓.市场时机对上市公司并购投资行为的影响[J].山西财经大学学报,2010(6).
- Malmendier U., Tate G.. Behavioral CEOs: The Role of Managerial Overconfidence [J]. Journal of Economic Perspectives, 2015(4).
- 姜付秀,张敏,陆正飞等.管理者过度自信、企业扩张与财务困境[J].经济研究,2009(1).
- 宋淑琴,代淑江.管理者过度自信、并购类型与并购绩效[J].宏观经济研究,2015(5).
- 魏建.企业并购:本质及效率分析[J].财经研究,1999(7).
- 李善民,陈文婷.企业并购决策中管理者过度自信的实证研究[J].中山大学学报:社会科学版,2010(5).
- 王正位,朱武祥,赵冬青.发行管制条件下的股权再融资市场时机行为及其对资本结构的影响[J].南开管理评论,2007(6).
- 作者单位:北京工商大学商学院,北京100048