

高校独董、管理者过度自信与企业并购绩效

——来自我国民营上市公司的经验证据

何任^{1,2,3}(博士), 甘入文¹

【摘要】以2010~2013年我国民营上市公司为样本,对高校独董、管理者过度自信影响企业并购绩效的机理进行实证研究,结果发现:表现为过度自信的管理者所发起的并购通常会给企业带来绩效的损失;企业聘请高校独董与并购绩效呈显著的正相关关系;高校独董对管理者过度自信所导致的企业并购绩效毁损具有治理效应。进一步研究表明,地理区位的临近性会影响高校独董的治理作用,当高校独董任职的高校与上市公司位于同一省时,高校独董能够显著改善因管理者过度自信给企业并购造成的不利影响,当上市公司全部聘请异地高校独董时,高校独董的治理效果有所弱化。

【关键词】高校独董; 管理者过度自信; 并购绩效; 任职所在地; 公司治理

【中图分类号】F275

【文献标识码】A

【文章编号】1004-0994(2019)01-0040-9

一、引言

并购是企业实现迅速扩张的重要方式之一。近年来,我国并购市场交易整体趋于活跃,随着政策法规的不断完善,并购重组流程删繁就简,并购交易效率大大提升,上市公司的并购热情持续走高。然而在不断蔓延的并购浪潮背后,国内以往学者的研究表明,我国上市公司作为收购公司实现的并购交易并没有给企业带来理想的业绩,股东财富往往蒙受损失^[1,2]。因此,人们不禁要问,为什么仍然有越来越多的公司管理者乐此不疲地进行并购活动?对此,传统的金融学理论无法给出充分的解释,随着行为金融理论的快速发展,众多学者开始关注高管人员的心理认知偏差对管理活动的影响,其中对企业决策的影响最为重要的便是他们的过度自信。Roll^[3]提出“自大假说”,将管理者过度自信的心理引入到并购行为与并购绩效的研究中,认为过度自信的管理者往往会高估并购收益,过分乐观地估计并购能带来协同效应。此后,国内外学者围绕这一问题展开了

深入讨论,研究结论普遍认为,管理者的过度自信是导致企业频繁并购并给企业带来绩效损失的重要原因^[4,5]。

既然国内外学者的研究都表明过度自信的管理者实施的并购有损公司价值,那么应该采用何种机制抑制或消除管理者过度自信以及由此给公司带来的不利影响呢?有部分学者从董事会治理层面提出了解决方案,但结论并不一致。Kolasinski、Li^[6]研究发现,董事会的独立性越强,就越有可能避免因管理者过度自信而引发并购决策失误。雷辉、吴婵^[7]研究指出,两职分离能缓解管理者过度自信的并购行为,董事会的独立性并未产生监督效果,并不能有效改善过度自信管理者的并购行为。朱磊、于伟洋^[8]的研究表明,增加独立董事人数和壮大董事会规模也对管理者过度自信心引发的并购投资没有显著影响。分析产生这种不一致的原因,一方面可能是由于我国的独立董事制度起步较晚,独立董事比例相对较低,在发挥监督作用时话语权不够;另一方面,在这类研究中,受国内相关政策的影响,独立董事比

【基金项目】中央高校基本科研业务费专项资金项目(项目编号:3132018168)

例这一变量在不同公司之间呈现出较大的同质性,这使得研究结论往往表明独立董事与企业业绩不相关^[9]。

公司聘请独立董事的目的是实现股东财富最大化,学术界和业界早已认识到独立董事的两个主要职能:监督高层管理人员和提供咨询。然而,现有研究的重点往往集中在独立董事能否对管理层进行有效的监督,而有关独立董事如何在企业并购等重大决策中发挥战略咨询的作用并未给予足够的重视。同时,研究中常常被忽略的一个重要现实是,在独立董事比例相同的企业,其内部独立董事个体背景特征具有差异性,这无疑也限制了相关研究向更深层次拓展。

近年来,随着一系列政策的出台,高校教师逐渐成为独立董事的热门人选之一。作为董事会中的一个重要群体,高校独董因为具备优良的知识背景和传道授业解惑的职业素养,更加有可能成为公司重大决策中充当智囊团的中坚力量,其在公司治理中的作用近些年逐渐引起学者的重视。

国内的经验研究发现,高校独董在企业创新绩效、研发投资中发挥了显著的咨询作用^[10-12]。根据资源依赖理论,为了实现生存和发展,企业需要从外界获取大量的资源。尤其是到了非常时期,如公司兼并、重组、破产等,股东更信赖独立董事,愿意倾听他们的声音。相较于国企,民营企业不具有同政府之间的天然关系,在成长过程中会面临多种政策和资源方面的约束,更迫切地需要借助外力以争取发展机会,因而在独立董事选聘中会更看重独立董事所掌握的社会资源,而不仅仅是独立董事的监督功能,因此聘请高校独董的动机更加强烈。高校独董多是来自各领域的专家,充分掌握了学科知识和国际前沿理论,其能否真正提升公司并购绩效?同时,这种优势是否可以对管理者在并购过程中的非理性偏差起到纠正作用?高校独董在发挥价值的时候又有可能受到哪些因素的影响?这些都是本文要解决的问题。

基于此,本文以管理者有限理性为前提,结合我国的市场环境,从高校独董治理的角度出发,分析民营企业的董事会治理结构对高管过度自信与并购绩效关系产生的影响,为企业完善监管与激励机制、督促企业高管减少决策过程中的盲目自信、提高管理者理性决策水平、完善独立董事制度等提供理论支持。

二、理论分析与研究假设

(一)管理者过度自信与并购绩效

根据行为金融学理论,管理者的投资决策受到个人心理特征的影响。过度自信的管理者,其典型的心理特征表现为对投资前景判断过于乐观、对投资成功的可能性估计过高、对投资损失过分厌恶等,影响着公司的并购决策。Roll^[3]提出了管理者“自大假说”(hubris),认为收购公司高管会因为过度自信而高估目标公司的基础价值和收购活动所带来的协同效应,以至于发生支付高于现有市场价格的并购活动,频繁实施并购,最终产生不理想的并购绩效。此后国内外学者对此进行了广泛的研究, March^[13]指出,过度自信使得管理者可能产生控制幻觉,表现为过分低估投资亏损的可能,而对获利过分高估,热衷于扩张企业规模。Brown、Sarma^[14]的研究发现,高管的过度自信与并购活动具有显著正相关关系,进一步支持了 March 的观点。Malmendier 等^[4]研究认为由于过度自信的管理者高估并购潜在价值、低估并购风险,导致并购市场溢价过高和并购失败等并购异象频频发生。在国内,史永东、朱广印^[5]研究管理者过度自信与企业并购行为之间的关系,发现过度自信的管理者发起并购的概率比非过度自信的管理者高出 20%,并指出管理者过度自信是促使企业发起并购的重要动力与原因。李善民、陈文婷^[15]同样得出管理者过度自信与并购决策正相关的结论,其进一步检验发现,由过度自信管理者发起的并购给企业带来了绩效的损失。

综上,过度自信给管理者所带来的心理偏差,一方面常常使得其对自身管理能力与创造财富的能力评价过高,从而推动净现值为负的并购活动发生,导致绩效不理想的并购;另一方面也使管理者对收购公司与目标公司在运营、治理、销售、技术等层面实现协同效应过分乐观,导致对目标公司的市场价值评估有误,高估并购成功的可能性,倾向于对目标公司过度支付,最终实现的并购交易损害收购公司绩效。基于此,本文提出如下假设:

H1: 管理者过度自信对企业并购绩效产生负向影响。

(二)高校独董与并购绩效

有部分研究表明,独立董事具有丰富的知识和较强的外部性,对企业并购活动的辅助作用显著。Byrd、Hickman^[16]发现,相较于独立董事占比较低的

企业,那些拥有50%以上独立董事的收购公司并购后取得的收益更高。Masulis等^[17]在研究跨境并购的过程中发现,因为外国董事可以提供宝贵的建议,拥有外国董事的公司表现优于没有外国董事的公司。Francis等^[18]对S&P 1500公司的实证研究结果表明,学术背景的独立董事与企业并购绩效、专利水平、股价信息水平均呈显著的正相关关系,学术型独立董事提升了公司治理水平。刘春等^[19]研究发现,与目标公司在同一城市的异地独董本地关系网络,在我国民营企业异地并购过程中发挥了咨询作用,帮助收购公司突破异地障碍,提高了并购效率。

从理论上来说,相较于其他独立董事,高校独董在帮助企业提升业绩、改善并购效率方面可以发挥独特的作用。首先,高校教师背景的独立董事通常表现为某个领域的专家,例如财务、法律或科学技术等领域,他们对相应领域所了解和掌握的最前沿的知识,能够给企业带来有价值的信息。其次,本文在搜集高校独董样本的过程中发现,公司聘请的高校独董大多数具有博士学位、教授或副教授职称,长久以来较严格的学术科研训练提高了他们在面对决策时的严谨度,较高的声誉增加了他们的风险敏感度,使他们能更好地行使咨询和监督职能。最后,高校背景的独立董事通常拥有较广泛的社会网络关系,其所带来的各种社会资源为公司扩建社会网络提供了一定的基础。此前一些研究还表明,社会网络关系广泛的独立董事可以从所嵌入的社会网络中汲取知识和信息等资源,提供给所任职的公司,在企业面对重大经营决策时给予支持^[20,21]。

综上,高校独董有良好的个人素质、较高的学术水平和广泛的社会资源,既是有效的监察员也是有价值的顾问,所以我们认为高校独董占比较高的收购公司能做出更好的并购决策。基于此,本文提出如下假设:

H2: 聘请高校独董能有效提高企业并购绩效。

(三) 高校独董、管理者过度自信与并购绩效

独立董事制度源于现代企业所有权与经营权日益分离,为保证经营者不偏离所有者目标,需要一股外部力量改善管理层决策权力的结构,达到监督、制衡的作用。尽管传统治理机制设计的最初目的并非应对管理层非理性决策偏差,但是,一个良好的公司治理环境有助于提高群体决策水平,使不同意见相互牵制和妥协,这在一定程度上有助于修正管理层对于自身能力和公司实力的认知,能够防范过度自

信产生的不良后果^[22]。以往的研究表明,董事的经验和专业知识是董事会资本的重要组成部分,有利于董事会监督和咨询功能的提高^[23]。不同于其他背景的独立董事,具有学术背景的独立董事拥有良好的个人素质和较高的知识储备,对公司治理应当能够发挥较为显著的作用^[11]。

一方面,来自高校的独立董事大多具有博士学位,是各自领域内的专家,积累了大量的行业经验,具有较强的独立思考、批判思维、深入探究的能力,专业的优势使得高校独董在其所擅长的领域具有较高的地位和发言权,更能够找出企业的问题。加之高校独董与民营企业一般没有直接的关联,道德风险较低,使得其在指出管理层决策偏差时顾忌较少,敢于对管理层的不当行为提出质疑和纠正,当他们发现管理者存在非理性的并购行为时,会充分行使监督权力。

另一方面,根据资源依赖理论,企业在经营和发展的过程中需要大量的外部资源,其中一项就是必要的咨询。外部聘请的咨询专家往往对企业的了解不够深入,导致咨询的有效性偏低,因此,聘请高水平的独立董事成为民营企业获取有效咨询的重要手段^[24]。高校独董由于熟知企业情况,往往能因地制宜地为企业出谋划策,并且在有关行业情况与整体经济环境的把握上,高校独董拥有的外部信息和思维视角能与内部管理层形成互补,起到积极的咨询作用。而高校教师这一身份所赋予其独特的自身声望,使得企业面对重大决策时管理者更加愿意重视、尊重和采纳他们提出的建议,有利于使过度自信的非理性偏差得到及时纠正。

因此,我们认为董事会中具备高素质特征的高校独董可以更加顺畅地履行监督或咨询职责,提高董事会决策的科学性,减少因管理者过度自信导致的行为偏差。基于此,本文提出如下假设:

H3: 高校独董对管理者过度自信导致的非效率并购具有治理效果。

(四) 高校独董任职所在地、管理者过度自信与并购绩效

目前已有大量经验证据表明,地理距离远近会直接影响独立董事治理效果。周泽将、刘中燕^[9]的研究发现,本地任职的独立董事有助于改善企业的投资效率。罗进辉等^[25]的研究表明,独立董事的地理距离与公司的双重代理成本有显著关系,任职距离太近或者太远都不利于监督作用的发挥。周泽将

等^[26]研究指出,独立董事本地任职能够显著地抑制公司的应计盈余管理水平。

本文认为,高校独董本地任职将从以下四个途径对收购公司管理者的并购行为产生影响:①社会网络。本地任职使得高校独董与企业基本上处于同一地缘社会网络中,从企业员工、供应商和本地媒体等渠道能更方便地获知内部消息,有需要时也能及时带领科研团队参与企业实践调研,更容易形成本地知识优势。②监督功能。高校独董多数是名师,其主要精力还是会放在教学和科研上,当与任职的公司相距太远时,会减少对公司的关注度,增加参加董事会的监督成本,影响监督动机和决策效率。如果任职高校与上市公司地处同一省,地理距离的临近会增加其对公司重要决策的敏感性,同时由于在监督过程中花费的时间和精力更少,也会提高其履职过程的勤勉度^[27]。③咨询功能。除监督功能外,企业聘请高校独董看重的还有他们所拥有的社会地位和专业背景。当管理层需要利用高校独董所掌握的资源为企业决策提供建议和帮助时,任教高校与上市公司同地会使得沟通更加方便,此时咨询作用得到更好的发挥。④声誉影响。市场理论认为,独立董事会努力避免有损自己声誉的行为。在我国高校独董更是如此,他们为了保持自己良好的声誉,不屑于接受企业的贿赂甚至威胁,因此更容易保持其独立性和监督性。异地独立董事不易在距离较远、地区分隔的所在地建立声誉^[28],换言之,距离较远的独立董事没有很好地履行职责也不会对其已有的本地声誉造成很大的影响。对于高校独董而言,异地任职会使声誉机制的激励作用和约束力减弱,进而削弱其监督动机。

综上所述,当高校独董所在学校与任职公司同地时,其能获取的信息更多,监督成本明显下降;同时,出于声誉的考虑,其更有可能对公司高管发挥监督或咨询作用,因此,可以合理预期,管理层的决策效率将会得到提高。基于此,本文提出如下假设:

H4: 高校独董所在学校与上市公司同地对于过度自信管理者的非效率并购治理效果更好。

三、研究设计

(一)样本与数据来源

本文选取并购完成日在2010~2013年间沪深两市A股民营上市公司作为收购公司的并购事件为初始样本。由于并购绩效需要考察并购前一年、并购当

年以及并购后三年的企业绩效情况,所以实际取得数据的时间跨度为2009~2016年,按照如下标准对样本进行剔除筛选:①交易失败的并购案例;②ST公司所进行的并购;③金融保险业公司;④数据不完整的并购样本;⑤交易金额小于500万元的样本;⑥并购交易属于关联交易的样本。经过以上的处理,最后获得样本1003个。本文的高管背景数据来自CSMAR数据库中的高管董事特征数据库,部分数据不全的通过手工整理年报中的信息来补充。本文手工整理了各家公司2010~2013年每年具有高校教师背景的独立董事总数,并检查高校独董所在学校与上市公司地点的一致性(见表1)。本文所需的财务和并购数据来自CSMAR数据库和RESSET数据库,数据处理利用Stata 13.1软件完成。

表1 2010~2013年我国民营上市公司
高校独董统计

年份	样本量	含高校独董样本数及占比	任职高校与公司同省样本数及占比	任职高校与公司不同省样本数及占比
2010	162	118 (72.84%)	93 (78.81%)	25 (21.19%)
2011	238	173 (72.69%)	119 (68.79%)	54 (31.21%)
2012	280	218 (77.86%)	150 (68.81%)	68 (31.19%)
2013	323	272 (84.21%)	192 (70.59%)	80 (29.41%)
总计	1003	781 (77.87%)	554 (70.93%)	227 (29.07%)

表1中的数据显示,在1003个样本中,具有一个及以上高校独董的样本有781个,占比77.87%,即研究样本中超过75%的上市公司选择聘请高校教师担任公司的独立董事。在含高校独董的样本中,任职高校与任职上市公司在同一省的有554个,占比70.93%,非同省的有227个,占比29.07%,可见,大部分的上市公司倾向于选择任职于与公司地址一致的高校的教师担任独立董事。在统计过程中还发现,北京和上海一带的企业比较倾向于聘请本地高校的教师担任独立董事,珠三角地区上市公司聘请非同地高校独董的特征比较明显。

(二)变量定义

1. 被解释变量。本文的被解释变量为并购绩效,目前广泛采用的衡量方法主要有事件研究法和会计指标研究法。我国资本市场与国外相比发展时间不长,股价变动易受到国家政策、投资者投机情

绪、他人操纵等因素的影响,采用事件研究法来研究我国企业并购绩效其适用性存在一定限制。因此,本文选择会计指标法来衡量并购绩效,参考国内学者的做法,选择净资产收益率(ROE)作为并购绩效的替代指标。

2. 解释变量。

(1)管理者过度自信。管理者过度自信作为一种心理特征,在公司金融领域如何准确地度量,一直以来都比较困难,且现阶段并没有一个公认的指标体系。目前,国内外实证研究中常用的管理者过度自信的衡量方式包括:主流媒体对CEO表现的评价、企业盈利预测偏差、CEO持股情况、CEO实施并购的频率、CEO相对报酬等。综合考虑我国资本市场的状况以及数据的可获取性,本文以管理者相对薪酬来衡量管理者过度自信。

(2)高校独董。本文将民营上市公司的独立董事中目前正在高校(包括大学和学院)或学术研究机构(包括科学院、研究院和研究所)工作或者已经退休的教师或研究员(包括教授、副教授和其他),统称为具有高校背景的独立董事,简称“高校独董”。采用高校独董人数占公司独董总人数的比值来衡量这一解释变量。

3. 控制变量。在控制变量的选择上,本文借鉴国内外学者的做法,选取企业规模、资本结构、两职合一、发展速度、股权集中度作为控制变量。

各变量的定义与说明如表2所示。

(三)模型构建

为检验管理者过度自信对并购绩效的影响,建立模型一:

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 OC + \beta_2 LNSIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 DUAL + \beta_5 GROUTH + \beta_6 SHARE + \beta_7 INDUSTRY + \beta_8 YEAR + \varepsilon_i$$

为检验高校独董与并购绩效的关系,建立模型二:

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 PROF + \beta_2 LNSIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 DUAL + \beta_5 GROUTH + \beta_6 SHARE + \beta_7 INDUSTRY + \beta_8 YEAR + \varepsilon_i$$

为检验高校独董对管理者过度自信和并购绩效的治理效应,建立模型三:

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 OC + \beta_2 PROF + \beta_3 OC \times PROF + \beta_4 LNSIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 DUAL + \beta_7 GROUTH + \beta_8 SHARE + \beta_9 INDUSTRY + \beta_{10} YEAR + \varepsilon_i$$

另外,本文将通过对样本进行分组来检验H4。

表2 变量定义及说明

变量名称	变量代码	变量说明
并购绩效	ROE ₀	并购当年ROE与并购前一年ROE的差值;ROE为净利润/股东权益平均余额
	ROE ₁	并购后的三年ROE分别与并购前一年ROE差值的平均值;ROE为净利润/股东权益平均余额
管理者过度自信	OC	按“薪酬最高的前三名高管薪酬之和/所有高管薪酬之和”的中位数进行分组;该变量大于行业中位数则取1,反之取0
高校独董	PROF	高校独董人数占公司独立董事总数的比例
企业规模	LNSIZE	并购前一年末收购公司总收入的自然对数
资本结构	LEV	并购前一年末企业负债总额/资产总额
两职合一	DUAL	董事长或总经理是否两职合一,若是取值为1,否则为0
发展速度	GROUTH	营业收入增长率
股权集中度	SHARE	第一大股东持股比例
行业虚拟变量	INDUSTRY	依据证监会《上市公司行业分类指引》,若属于此行业,则取值为1,否则为0
年度虚拟变量	YEAR	并购交易发生时间属于该年份,则取值为1,否则为0

四、实证结果分析

(一)描述性统计

表3报告了变量的描述性统计结果。由表3可知,ROE₀和ROE₁的平均值分别为-0.0228和-0.0385,均小于0,表明在研究期间,从整体上来看,我国民营企业并购并没有实现理想的业绩改善作用。管理者过度自信(OC)的均值为0.4541,说明在那些进行并购的民营上市公司中,大约有45.41%的高管具有过度自信的特征。在发生并购的公司中,高校独董人数占公司独立董事总数的比例均值为50.67%,说明大约有一半的独立董事具有高校背景身份;两职合一(DUAL)的均值为0.3432,表明并购样本中大约有34.32%的公司存在董事长与总经理两职合一的情况;资产负债率(LEV)均值为0.3667,说明收购公司对自身债务风险的把控意识普遍较强;企业发展速度(GROUTH)的均值为0.1823,即样本企业整体

具有较好的盈利能力,最大值达到了11.99,最小值仅为-0.8769,反映了部分企业盈利能力差异明显;股权集中度(SHARE)的均值为0.3515,最大值为0.8649,表明“一股独大”的现象较为突出。

表3 变量描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
ROE ₀	1003	-0.0228	0.0992	-1.4130	0.6534
ROE ₁	1003	-0.0385	0.1548	-2.0348	2.7277
OC	1003	0.4541	0.4981	0	1
PROF	1003	0.5067	0.3211	0	1
DUAL	1003	0.3432	0.4749	0	1
LNSIZE	1003	21.4496	1.0054	15.5972	26.4143
LEV	1003	0.3667	0.2251	0.0075	0.9204
GROUTH	1003	0.1823	0.4889	-0.8769	11.99
SHARE	1003	0.3515	0.1513	0.0220	0.8649

(二)相关性分析

表4列示了有关变量的相关性检验结果。由表4可知,几个主要变量之间存在显著的相关关系,并购绩效ROE₀、ROE₁与管理者过度自信OC之间的相关系数分别为-0.1036、-0.1088,均在1%的水平上显著,初步表明管理者过度自信会给公司并购绩效带来不利影响。并购绩效ROE₀、ROE₁与高校独董PROF之间的相关系数分别为0.1536、0.1649,均在1%的水平上显著,也初步显示高校独董的任职对上市公司并购绩效具有改善作用。相关性检验初步验证H1、H2是成立的。管理者过度自信与高校独董之间的相关系数为-0.0383,且不显著,有关高校独董与管理者过度自信对于并购绩效的共同作用的具体情况还需要进一步检验。另外,所有变量之间的相关系数基本不高于0.5,说明变量之间不存在严重的多重共线性,变量的选择是合理的。

表4 变量的相关性检验

变量	ROE ₀	ROE ₁	OC	PROF	DUAL	SIZE	LEV	GROUTH	SHARE
ROE ₀	1								
ROE ₁	0.6044***	1							
OC	-0.1036***	-0.1088***	1						
PROF	0.1536***	0.1649***	-0.0383	1					
DUAL	-0.0340***	-0.0615	0.2249***	-0.0710**	1				
SIZE	0.0560**	0.0508	-0.1086***	-0.0193	-0.1718***	1			
LEV	-0.4012*	-0.0425	0.1147***	-0.0528*	-0.2067***	-0.5766***	1		
GROUTH	-0.2244**	-0.0167	0.0303	-0.0400	0.0205	-0.1020***	0.1109***	1	
SHARE	0.0260	0.0021	-0.1362***	0.0076	-0.0501	-0.1443***	-0.0422	-0.0662*	1

注:***、**、*分别代表在1%、5%、10%的水平上显著。

(三)回归结果分析

1. 管理者过度自信与并购绩效的关系。表5中模型一的回归结果显示,OC与ROE₀、ROE₁均在1%的水平上显著负相关,表明由于企业高管过度自信实施的并购会使得企业绩效受损,而且高管过度自信程度越大,企业绩效受损程度也越大,H1得到验证。控制变量中,两职合一(DUAL)和资产负债率(LEV)与并购当年的绩效变化显著负相关,说明两职合一与财务风险的加大会对企业并购造成不利影响。公司规模(LNSIZE)与并购绩效显著正相关,可能的原因在于,规模较大的公司有更多的资源和更强的实力,更加便于实现并购后的资源整合和管理上的协同,进而实现并购所期望的规模效应。另外,发展速度(GROUTH)与并购绩效正相关,说明企业成长潜力同样是影响并购绩效的重要因素。

2. 高校独董与并购绩效的关系。从表5中模型二的回归结果可以看到,PROF与ROE₀和ROE₁在1%的水平上显著正相关,其他控制变量的符号与模型一的结果基本一致,说明高校独董能够给并购绩效带来正向的影响。总的来说,无论是企业在实施并购的过程中还是在并购完成后的整合阶段,高校独董既能够扮演监督者又可以充当智囊团,显著提升了企业的并购效率,H2得到验证。

3. 高校独董对管理者过度自信与并购绩效的治理效果。表5中模型三的回归检验中进一步引入了高校独董和管理者过度自信的交乘变量(OC×PROF),回归结果显示,该变量与ROE₀、ROE₁的回归系数分别在1%和5%的水平上显著为正,但其与模型一的回归结果中管理者过度自信符号相反。说明高校独董在企业并购过程中发挥了对管理者的监督和咨询作用,明显降低了管理层过度自信所驱

表 5

回归结果

变量	模型一		模型二		模型三	
	ROE ₀	ROE ₁	ROE ₀	ROE ₁	ROE ₀	ROE ₁
OC	-0.0196*** (-2.63)	-0.0358*** (-3.45)			-0.0449*** (-3.58)	-0.0675*** (-3.86)
PROF			0.0520*** (4.49)	0.0839*** (5.19)	0.0270* (1.82)	0.517** (2.51)
OC×PROF					0.0600*** (2.60)	0.0759** (2.36)
DUAL	-0.0291*** (-3.70)	-0.0131 (-1.19)	-0.0303*** (-3.95)	-0.0159 (-1.49)	-0.0263*** (-3.37)	-0.0085 (-0.78)
LNSIZE	0.0102** (2.31)	0.0185*** (2.97)	0.0116*** (2.62)	0.0207*** (3.36)	0.0110** (2.50)	0.0196*** (3.19)
LEV	-0.0736*** (-3.48)	-0.0841*** (-2.84)	-0.0659*** (-3.13)	-0.0707** (-2.41)	-0.0707*** (-3.38)	-0.0790*** (-2.71)
GROUTH	0.0155** (2.17)	-0.0004 (-0.04)	0.0132* (1.85)	-0.0034 (-0.35)	0.0133* (1.88)	-0.0029 (-0.30)
SHARE	-0.0064 (-0.27)	0.0091 (0.27)	-0.0127 (-0.54)	-0.0027 (-0.08)	-0.0007 (-0.03)	0.0166 (0.5)
CONSTANT	-0.1841*** (-1.97)	-0.4380*** (-3.36)	-0.2388*** (-2.58)	-0.5315*** (-4.12)	-0.2144*** (-2.32)	-0.4872*** (-3.78)
INDUSTRY	YES	YES	YES	YES	YES	YES
YEAR	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	1003	1003	1003	1003	1003	1003
R-squared	0.0574	0.0818	0.0699	0.0956	0.0823	0.1108

注:每个变量所对应数字为其回归所得系数;括号中的数字代表回归的t值;*、**、***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著(双尾)。下同。

动的非效率并购行为的概率,提升了并购绩效,保护了股东财富。模型三的回归结果支持了H3。

4. 高校独董任职所在地是否同城对治理效果的影响分析。为了验证H4,将拥有高校独董的并购样本按照任职的高校是否与上市公司位于同一省分为两组,分别进行回归,表6列示了对两个子样本分别进行多元回归分析的结果。实证结果表明,在高校独董任职的高校与上市公司同省的样本中,过度自信与高校独董的交乘项的回归系数在1%的水平上显著为正;在高校独董任职的高校与上市公司不同省的样本中,过度自信与高校独董的交乘项的回归系数尽管仍然为正,但分别为不显著和在5%的水平上显著。这意味着对于并购过程中的管理者过度自信,任职高校与上市公司同省的高校独董发挥的治理效果更好。

(四) 稳健性检验

为确保上述实证结果的稳健性,本文将ROA作为并购绩效的替代指标进行回归分析。同时,借鉴章细贞、何琳^[29]对管理者过度自信的度量方法,即:

若收购公司一年内发起多次并购(两次及两次以上),则认为样本公司管理者为过度自信,并将高校独董人数占公司独立董事总数的比例用高校独董人数替换,最终回归结果与原结论相符,本文假设依然成立。限于篇幅,稳健性检验结果未列出。

五、研究结论与政策建议

(一) 研究结论

本文选取2010~2013年我国沪深A股民营上市公司并购事件为样本,考察了高校独董、管理者过度自信对企业并购绩效的影响,并进一步按高校独董所在高校与所任职公司是否在同一省进行分组,研究高校独董任职所在地是否同城对于并购中管理者过度自信的治理作用。通过实证分析发现:①由于管理者容易表现出过度自信的心理特征,其对于自我能力的认知和并购预期过分乐观,往往会做出非效率的并购决策,给公司绩效带来损失。②高校独董基于其拥有的专业知识和广泛的资源,能够给民营企业的并购活动带来正向影响。③高校独董的存在可

表 6 分组回归结果

变量	高校独董任职高校 与公司同省		高校独董任职 高校与公司非同省	
	ROE ₀	ROE ₁	ROE ₀	ROE ₁
OC	-0.0356*** (-3.04)	-0.0813*** (-4.58)	-0.0618*** (-2.66)	-0.1062*** (-2.99)
PROF	0.0399*** (3.46)	0.0549*** (3.13)	0.0593** (2.21)	0.0715* (1.74)
OC×PROF	0.0521*** (2.73)	0.1052*** (3.63)	0.0651 (1.55)	0.1405** (2.18)
DUAL	-0.0128** (-2.44)	-0.0025 (-0.31)	-0.0119* (-1.68)	-0.0085 (-0.55)
LNSIZE	0.0054* (1.67)	0.0061 (1.24)	-0.0008 (-0.18)	0.0116* (1.60)
LEV	-0.0038 (-0.27)	-0.0029 (-0.14)	-0.0002 (-0.01)	-0.0176*** (-2.86)
GROUTH	0.0204** (2.37)	-0.0295** (-2.26)	0.0538*** (3.05)	0.0310 (1.14)
SHARE	-0.0029 (-0.18)	-0.0096 (-0.38)	-0.0028 (-0.10)	0.0595 (0.34)
CONSTANT	-0.1413** (-2.08)	-0.2521** (-2.45)	-0.0139 (-0.14)	-0.2852 (-1.90)
INDUSTRY	YES	YES	YES	YES
YEAR	YES	YES	YES	YES
Observations	554	554	227	227
R-squared	0.1567	0.2154	0.2006	0.1585

在一定程度上避免因管理者过度自信而发生的非效率并购问题。一方面,独立董事的重要作用是刚正不阿地监督管理层的行为,“为人师表”“身正为范”是教师固守的行为准则,具有高校教师身份的独立董事能对管理层实施的并购决策进行更有效的监督。另一方面,千百年来中国文化对于教师这一身份往往赋予了“传道、授业、解惑”的职业期许,高校独董拥有的丰富的专业知识和特长在并购过程中可以对管理者的非理性行为给予及时的纠正和建议。④高校独董的本地任职提升了其对并购过程中管理者过度自信的治理效果,聘用异地高校独董的民营上市公司治理效果不佳。

(二)政策建议

基于以上研究结论,本文提出以下三点建议:

①由于过度自信的管理者在做出并购决策时,通常认为自己是在实现企业价值最大化,因此传统的激励机制对他们非理性行为的纠正作用可能不太理想,我们应该认识到这种矛盾发生的症结在于“心理偏差”。为有效预防管理者由于认知偏差而给企业利益带来负面影响,必要时企业可以为管理者提供针

对性的心理评估和心理疏导。②国内外研究结果和上市公司的独立董事聘任实践均表明,高校独董是非常有价值的独立董事群体,尤其是对于我国民营企业而言,高校独董在公司治理中发挥的作用更加应当予以重视,尽可能多地聘请高校教师作为企业的独立董事,充分释放高校独董的潜能,提升企业的经营业绩。③企业在选聘高校独董的过程中,除关注其学历、职称等传统因素外,还应对高校独董的任职地点加以考虑,适当地向本地任职教师倾斜,以优化高校独董对于企业并购效率及其他财务行为的治理效果。

主要参考文献:

- [1] 张新. 并购重组是否创造价值?——中国证券市场的理论与实证研究[J]. 经济研究, 2003(6): 20~29.
- [2] 陈收, 罗永恒, 舒彤. 企业收购兼并的长期超额收益研究与实证[J]. 数量经济技术经济研究, 2004(1): 110~115.
- [3] Roll R.. The hubris hypothesis of corporate acquisitions[J]. Journal of Business, 1986(59): 197~216.
- [4] Malmendier U., Tate G.. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction[J]. Journal of Financial Economics, 2008(1): 20~43.
- [5] 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]. 金融评论, 2010(2): 73~82.
- [6] Kolasinski A. C., Li X.. Can strong boards and trading their own firm's stock help CEOs make better decisions? Evidence from acquisitions by overconfident CEOs [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2010(4): 1173~1206.
- [7] 雷辉, 吴婵. 董事会治理、管理者过度自信与企业并购决策[J]. 北京理工大学学报, 2010(4): 43~47.
- [8] 朱磊, 于伟洋. 董事会治理、CEO 过度自信与我国企业并购决策[J]. 山东财经大学学报, 2015(1): 107~115.
- [9] 周泽将, 刘中燕. 独立董事本地任职提升了企业投资效率吗——基于中国资本市场 A 股上市公司 2007-2013 年的经验证据[J]. 山西财经大学学报, 2016(6): 64~74.
- [10] 胡元木. 技术独立董事可以提高 R&D 产出效率吗?——来自中国证券市场的研究[J]. 南开管理

- 评论,2012(2):136~142.
- [11] 沈艺峰,王夫乐,陈维. “学院派”的力量:来自具有学术背景独立董事的经验证据[J]. 经济管理,2016(5):176~186.
- [12] 袁春生,李琛毅. 高校教师背景的独立董事对企业创新绩效影响研究[J]. 财会通讯,2018(9):79~82.
- [13] March J. G.. Managerial perspectives on risk and risk taking[J]. Management Science, 1987(11):1404~1418.
- [14] Brown R., Sarma N.. CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions [J]. Journal of Economics and Business, 2007(5):358~379.
- [15] 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):192~201.
- [16] Byrd J. W., Hickman K. A.. Do outside directors monitor managers—Evidence from tender offer bids[J]. Journal of Financial Economics, 1992(2):195~221.
- [17] Masulis R. W., Wang C., Xie F.. Globalizing the boardroom—The effects of foreign directors on corporate governance and firm performance[J]. Journal of Accounting and Economics, 2012(3):527~554.
- [18] Francis B., Hasan I., Wu Q.. Professors in the boardroom and their impact on corporate governance and firm performance[J]. Financial Management, 2015(3):547~581.
- [19] 刘春,李善民,孙亮. 独立董事具有咨询功能吗?——异地独董在异地并购中功能的经验研究[J]. 管理世界,2015(3):124~136.
- [20] Kang E., Tan B.. Accounting choices and director interlocks: A social network approach to the voluntary expensing of stock option grants [J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2008(9):1079~1102.
- [21] 万勇良,胡璟. 网络位置、独立董事治理与企业并购——来自中国上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论,2014(2):64~73.
- [22] 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]. 经济管理,2016(4):60~71.
- [23] Hillman A. J., Dalzie T.. Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives [J]. Academy of Management Review, 2003(3):383~396.
- [24] 李莉,吕晨,于嘉懿. 高校独董与民营上市公司绩效——“行监坐守”与“将伯之助”[J]. 管理评论,2018(1):98~117.
- [25] 罗进辉,黄泽悦,朱军. 独立董事地理距离对公司代理成本的影响[J]. 中国工业经济,2017(8):100~119.
- [26] 周泽将,马静,耿玥. 任职地点影响了独立董事治理功能的发挥吗?[J]. 会计与经济研究,2017(9):38~51.
- [27] 董红晔. 财务背景独立董事的地理邻近性与股价崩盘风险[J]. 山西财经大学学报,2016(3):113~124.
- [28] Knyazeva A., Knyazeva D., Masulis R. W.. The supply of corporate directors and board independence [J]. Review of Financial Studies, 2013(6):1561~1605.
- [29] 章细贞,何琳. 公司治理、管理者过度自信与企业并购绩效相关性研究[J]. 西安财经学院学报,2014(3):17~22.
- 作者单位:**1.上海大学管理学院,上海200444; 2.大连海事大学航运经济与管理学院,大连116026; 3.复旦大学经济学院,上海200433