

CEO校友关系会影响并购决策与并购效果吗

张 洽¹, 袁天荣²

(1. 西安科技大学 管理学院, 陕西 西安 710054; 2. 中南财经政法大学 会计学院, 湖北 武汉 430073)

摘要: 文章基于我国转型经济特殊环境和关系型社会制度背景,以2010–2017年主并方为A股上市公司为样本,实证研究了并购双方CEO校友关系对并购决策与并购效果的影响。研究发现,主并方与被并方CEO校友关系会导致错误的并购决策和较低的股东回报,显著降低了并购宣告日[-2,+2]时间窗主并公司股票累计异常收益率,提高了被并方CEO留任的可能性和主并方CEO薪酬;双方CEO存在校友关系的企业更容易发生并购,但这类并购发生资产剥离的概率更高,甚至剥离也很难改善绩效。研究结果有利于企业理性运用社会关系资源,降低并购中的代理问题,为规范并购决策的科学性与审慎性、提高并购绩效提供了理论支持与经验证据。

关键词: CEO; 校友关系; 并购决策; 并购效果

中图分类号: F272 **文献标识码:** A **文章编号:** 1009-0150(2020)03-0082-15

一、引言

在传统儒家处世哲学的影响和转型经济的特殊环境下,“关系”作为非正式经济手段在我国转轨经济中发挥了重要作用。在我国,私人关系嵌入社会结构,影响着人们的认知、价值观和行为(吴溪等,2015)。CEO之间的关系是企业间内部信息传递的社交网络通道(卢昌崇和陈仕华,2009;陈运森和谢德仁,2011),企业间的关系主要体现在企业间CEO由于丰富的社会关系资源而形成的私人关系,包括大学校友、俱乐部或慈善组织活动中的联系等。现有研究中,关于CEO关系对企业决策和绩效影响的研究更多地聚焦于CEO政治关系、老乡关系、同事关系和家族关系(赵子夜,2014),而较少关注CEO校友关系,更缺乏主并方与被并方CEO之间校友关系对并购决策与并购效果影响的文献。并购是企业的重要战略决策,决策制定得科学与否是决定并购效果的关键,而制定决策所需要的信息往往需要CEO通过各种关系来获取。那么CEO校友关系对并购决策与并购效果会有怎样的影响呢?

以企业为背景的研究表明校友关系可以影响决策程序和经济效益。校友关系是以学缘为基础的社会关系,具有一定的文化特殊性,因为每所大学都有自身独特的历史和文化沉淀。“天涯校友心,同系母校情”,对母校的感恩之情会转化为校友之间强大的凝聚力和向心力,因此,中国资本市场烙下了校友印记,大学圈子自成体系。例如,发审委委员半数以上来自金融学和会计学较强的20所院校(杜兴强等,2013;谢盛纹和李远艳,2017),我国金融界素有“北大圈”

收稿日期:2019-11-20

基金项目:国家社会科学基金一般项目“放权改革、控制权配置与企业并购中CEO腐败治理的理论与实证研究(17BGL060)”;西安科技大学博士启动金项目的配套资助(6310118042)。

作者简介:张 洽(1981—),女,内蒙古海拉尔人,西安科技大学管理学院副教授、硕士生导师(通讯作者);
袁天荣(1964—),女,湖北荆门人,中南财经政法大学会计学院教授、博士生导师。

“清华圈”“复旦圈”之称(申宇等, 2017)。根据费孝通的差序格局理论, 华人组织及社会机构中, 人际交往普遍遵循“利相关”“亲而信”的模式, 关系中心越近, 情义越深, 获取的信息质量就越高。“共同拥有一段人生”的母校情结成为现代社会重要的感情认同支点和连接点, 高等院校的校友会和便捷的移动互联, 使得校友关系成为重要的人脉资源和信息交流的主要渠道, 对于身处同一地区或同一行业的校友来说, 建立紧密关系更是非常便捷(吴伟荣和李晶晶, 2018)。因此, CEO校友关系必然有利于获取并购决策有用的高质量信息, 降低并购交易的信息不对称。然而, 为什么近期因CEO或控股股东校友关系而导致并购决策失误的案例频频发生? 如上海复旦复华股份有限公司因校友关系在并购中实施违规行为而股价下跌, 严重损害了股东利益。理论预期与实际结果之间的不一致使得我们有必要探寻主并方CEO与被并方CEO校友关系是否以及如何影响并购决策与并购效果。

现有文献主要集中在CEO、董事及高级管理人员之间校友关系对企业公司治理、企业决策以及企业绩效的影响(Bertrand和Scholar, 2003; Xuan, 2009)。关于CEO校友关系对并购绩效影响的研究主要通过比较并购宣告日前后股票异常收益率和并购后公司经营业绩的变化进行评价(Fracassi和Tate, 2012; Khanna等, 2015; Kim等, 2011)。这些研究主要集中在通过并购交易特征或公司特征来解释并购结果, 如支付方式(Fuller等, 2002)、现金水平、公司规模(Moeller等, 2005)和公司治理结构。有的研究虽然关注了董事与CEO之间校友关系对并购绩效的影响, 但较少探讨并购中双方CEO校友关系对被并方CEO留任、主并方CEO薪酬的影响, 更少探讨双方CEO校友关系对并购后期是否影响资产剥离及资产剥离是否成功, 本文将就此进行拓展研究。

本文所界定的校友关系是指主并方与被并方CEO以高等教育背景为基础形成的社会关系, 正如Cohen等(2008)所讨论的, 教育机构成为形成社会关系的有效基础, 校友组织、全国性会议和慈善捐赠项目为CEO之间的关系带来了便利, 本科或研究生阶段形成的社会关系在毕业后往往会得到较好的维系, 个体在接受高等教育的同时也可能会有其他共同的兴趣爱好, 这些也是形成社会关系的良好纽带。本文可能的贡献是: 第一, 增加了主并方与被并方CEO校友关系对并购决策和并购效果影响的文献, 补充了企业并购中代理问题的理论研究, 有助于丰富、拓展和深化我国现有并购理论的研究。第二, 窥探校友关系对经济决策影响的路径, 拓展了社会关系的研究范畴, 厘清了主并方与被并方CEO校友关系对并购效果的影响, 证实了虽然主并方与被并方CEO校友关系在降低信息不对称方面扮演了积极的角色(Nahapiet和Ghoshal, 1998; Haunschild和Beckman, 1998; Khanna等, 2015; 陈仕华和卢昌崇, 2013), 但却可能导致双方CEO因校友关系而合谋侵害股东利益的代理问题, 从而使得并购决策有利于CEO而不利于股东。第三, 系统分析了校友关系对并购决策与并购效果的影响, 有利于企业间社会关系资源的理性运用, 降低并购中代理问题, 为规范并购决策的科学性与审慎性、提高并购绩效提供了理论支持与经验证据。

二、文献回顾、理论分析与研究假说

(一) 理论分析与研究假说

1. CEO校友关系对并购绩效的影响。治理主体之间的校友关系具有一定的经济后果(吴伟荣和李晶晶, 2018), 部分学者认为校友关系降低了信息不对称, 有利于正确选择目标公司, 进而提高并购绩效。Di Giovanni(2005)认为风险投资者有效降低了主并方与被并方之间的信息不对称, 并集中研究了并购企业与行业相关的供应商—客户关系, 研究表明较密切的关系便于信息交流, 有利于并购双方更好地做出决策, 这是因为相互的友好关系可以降低收集信息成

本,提高信息交换有效性(Cohen等,2008;Cai和Sevilir,2012;张兆国等,2018;申宇等,2017)。

但更多学者认为校友关系增加了代理问题。根据管理权力理论、自大假说和代理理论,权力越大的CEO越可能任命与自己有校友关系的董事,CEO关系网络越广的企业并购不良资产的可能性越大,关系网络削弱了董事会对CEO的监管(Fracassi和Tate,2012)。主并公司与被并公司高管间以校友和前同事为基础的社会关系越紧密,短期窗口的累计异常收益率越低(Ishii和Xuan,2014)。名牌大学CEO和董事的校友关系网络对并购决策具有重要影响,具有较强网络关系的CEO更可能实施市场反应为负的并购决策(Chikh和Filbien,2011)。与经理有校友关系的高管,其薪酬显著高于没有校友关系的高管薪酬(Andrade等,2001);Engelberg等(2013)进一步证实上市公司高管与CEO存在校友关系,获得的薪酬平均高出17000美元。高管与客户之间的校友关系也可能产生代理问题,研究发现审计师个体特征对审计质量影响的部分原因是审计师教育背景,尤其是与被审计单位CEO的校友关系,注册会计师与高管的校友关系促进了注册会计师与客户的合谋,降低了审计质量(吴伟荣和李晶晶,2018)。基金经理与公司高管存在校友关系时,对管理层限薪投反对票的可能性更低(Butler和Gurun,2012)。

企业是各种资源的集合体,CEO校友关系是企业的重要资源,对增强企业竞争优势至关重要(Peng和Luo,2000;张兆国等,2018)。CEO校友关系会降低并购交易中的信息不对称性,“同声相应,同类相比,乃天理也”,母校共同的教育经历和对母校共同的感恩之情,很容易将校友联系起来,校友间会有一种天然的认同感、亲近感和信任感,对校友的认同和肯定,也是对自己的认同和肯定。企业并购中,并购双方CEO校友关系能快速打破信息沟通障碍,形成有效交流的通道。但校友关系也犹如一把双刃剑,可能会造成错误决策。其主要原因如下:(1)根据社会认同理论,个体通过社会分类对自己所属的群体产生认同,并产生内群体偏好和外群体偏见(Tajfel和Henri,2004)。趋同原则表明人们更愿意接触并影响与自己相同的人群。基于相同教育经历产生的情感纽带,校友关系更容易产生身份的认同和信任(Lerner和Malmendier,2013)。而且由于中国传统社会独特的乡土文化,易呈现小群体的特点,身份和等级对产权的界定和交易的完成均具有至关重要的作用(马克斯·韦伯,1995)。上市公司CEO通常接受过高等教育,借助“校友会”或“高峰论坛”等组织构建紧密的校友关系网络和圈子,校友身份成为重要的社会资本和信用抵押,因此,校友间的防备心理更弱,彼此之间更为熟悉和信任。校友关系虽然可以提高信任感,但由于相互的过度信任反而在并购中减少了应有的科学分析与决策程序,从而导致并购决策可能是错误的。(2)在目标公司选择时,熟悉和信任偏见也意味着较高的机会成本,所选择的目标公司未必是最优决策。一些重要的实证研究表明人们总是喜欢选择熟悉的商品或接触熟悉的人,例如,即使海外投资报酬更高,投资者还是更倾向于在国内投资(Capron和Shen,2007;French和Poterba,1991),这种投资偏好主要基于公司距离、语言、熟悉的文化和可驾驭能力(Andrade等,2001)。很多人宁愿放弃更高的投资机会,将自己可自由支配的养老金购买本公司股票(Bradley等,1988;Palmer等,1986);或是即便有更好的选择,公司同样也倾向于在投资者熟悉的国家挂牌上市(Slusky和Caves,1991)。决策者通过熟悉的关系,以信任为基础所做的决策虽然使双方合作更加愉悦,但可能由于高估并购中的协同效应而使企业放弃了其他更好的并购机会。(3)校友关系对公司经营决策、业绩表现会产生影响,对CEO违法行为也可能产生重要影响(陆瑶和胡江燕,2014),因此,校友关系会促成CEO眼前私人利益最大化而非股东长远利益最大化的并购。根据社会信号理论,合谋行为的发生很大程度上取决于相互信息的获取和传递(张宏亮等,2019),其渠道有社会相似性(Nahapiet和Ghoshal等,1998)、社会距离(Haunschild和Beckman等,1998)和双方之间的熟悉程度(Morck和Yeung,2003)。在不完全契约

框架下, 参与人彼此不信任增加了交易结果的不确定性和发生机会主义行为的可能性, 契约签订和实施成本均较高, 当交易双方对对方的行为无法做出确定性判断时, 相互的信任和身份认同提高了行为人的乐观预期(罗荣华等, 2011)。因而, 主并方CEO与被并方CEO之间校友关系降低了合谋违规的协调成本(Khanna等, 2015), 从而使得合谋获取私人利益的交易很容易达成^①。基于校友关系建立起来的信任和关照促进了行为人的共谋(吴伟荣和李晶晶, 2018), 在并购过程中, 可能带来过高的收购溢价, 甚至财富转移行为(Schmidt, 2015)。(4)CEO校友关系也可能因盲从而形成有缺陷的决策, 进而对并购绩效产生负面影响。社会一致认同性和群体思维等社会心理学理论表明, 个体在群体中更倾向于服从社会标准, 即使当社会共识是明显错误的(Brown和Warner, 1985), 盲从更可能发生在态度、行为、思维相似的群体中, 因此, 盲从更容易以教育为背景而进行, 从而造成错误决策。这种决策的缺陷通常包括选择的有限性, 没有对所选项目进行再次检测, 放弃了请教外部专家进行分析的机会, 忽略了政策信息, 对所选方案劣势的考虑不足(Peng和Luo, 2000)。据此提出假设1:

H1: 其他条件不变, 并购双方CEO存在校友关系降低了主并方短期绩效。

2. CEO校友关系对被并方CEO留任的影响。董事会内部控制和外部控制权市场是约束和监督企业CEO的两种互补的手段, 当内部控制失效导致公司被收购时, 外部控制便发挥作用(Jensen和Ruback, 1983), 主并方通过替换业绩较差的被并方CEO或改变经营策略提升企业价值, 因此, 并购后主并方对被并方CEO和董事进行替换是很普遍的行为(Walsh和Ellwood, 1991)。根据控制权市场理论, 并购是对被并方管理团队的市场惩罚(Jensen和Ruback, 1983), 不称职的CEO留任被认为是最严重的代理问题(Jensen, 1993; Shleifer和Vishny, 1989)。Jason Schoetzer在《论前CEO留任董事会》中指出, 前CEO留任董事会对董事会决策和公司业绩均有显著的负面影响, 会阻碍股东价值最大化的实现。

主并方与被并方CEO校友关系对并购绩效影响的重要途径是并购决策对被并方CEO的照顾(Harford, 2003; Schmidt, 2015)。Larcker等(2013)发现被并方CEO留任会影响并购绩效; Fracassi和Tate(2012)发现当并购后双方CEO参与管理, 被并方股东获得了较低的收益, 在主并方与被并方有关系的并购中, 被并方CEO继任不是单纯股东价值最大化的动机(王宏利, 2005)。并购后需要更有能力的管理团队替换原有团队, 使并购后的整合阻力更小, 大股东战略实施更加一致。然而中国计划经济制造出了组织依赖文化, 员工依赖组织获得生活必需品(Walder, 1986), 即使现阶段经济转型期, 这种习惯仍然存在。控制权转移不仅是公司的重大变革, 也是管理者职业生涯的重要转折(王克敏和刘博, 2014), 因此, 被并方CEO在被替换之前会尽一切所能保留在企业的职位。“熟人好办事”“做熟不做生”是我国关系型社会中人们根深蒂固的观念(陈仕华和卢昌崇, 2013), 为降低离职风险, 被并方CEO会通过各种关系寻租甚至实施盈余管理活动, 与主并方CEO合谋来保证自己或自己团队的留任(王钰玮等, 2016)。据此提出假设2:

H2: 其他条件不变, 被并方CEO与主并方CEO存在校友关系, 则留任的概率更高。

3. CEO校友关系对主并方CEO薪酬的影响。Mayo在20世纪初提出的人际关系理论认为, 人们在现实生活中是以社会人而非单纯经济人的形式存在的, 人们的工作、学习和决策行为均受到人与人之间在交往中形成的社会关系的影响, 社会关系对经济运行的影响是全面而深刻的。权力寻租理论表明, 拥有企业控制权的CEO具有租金攫取的动力, CEO利用控制权能够在制定决策时谋求私有收益, 很多学者证实, CEO有为薪酬利益而推动并购的动机和能力, 而CEO校友关系更便于人情寻租或权力寻租。CEO之间诸如校友关系等非职业型社会关系助长了CEO

的违规行为(Chikh和Filbien, 2011),当并购双方CEO存在校友关系时,主并方CEO利用并购获取高额薪酬更加便利,寻租违规的协调成本更低。因为在不完全契约框架下,当交易双方对对方的行为无法做出确定性判断时,参与人彼此的不信任增加了交易结果的不确定性和发生机会主义行为的可能性,而契约签订和实施成本较高,此时信任和身份认同提高了行为人合作的可能性(Luo, 2011)。主并方与被并方CEO之间基于校友关系形成的身份认同,提高了彼此的信任感,降低了合谋违规的协调成本(Khanna等, 2015),从而使得合谋获取私人利益的交易很容易达成,寻租的可能性更大。相反,并购不熟悉的企业,CEO寻租的风险和成本较高(赵息和张西栓, 2013),为降低违规风险,通常要公事公办,CEO借并购之机提高薪酬的机会主义行为受阻。据此提出假设3:

H3:其他条件不变,与被并方CEO存在校友关系,主并方CEO在并购中能够获得更高薪酬。

4. CEO校友关系对主并方资产剥离影响。检验并购是否成功的一个简单做法是看主并方并购后是否对被并方实施了资产剥离以及资产剥离后的效果(Ishii和Xuan, 2014)。剥离是将企业非核心业务或盈利能力较低的业务分离出来,增加企业专业化程度和对核心业务的关注,并且能够带来更多的现金流量,从而提高企业核心竞争力。剥离与并购是一个问题的两个方面,对于主并方来说是并购,对于被并方往往就是剥离,主并方并购后为了企业的整体竞争力提升需要对企业进行重组或剥离,并购后剥离属于战略收缩的一种形式,也是资产重组的一种方式,是为了提高企业核心竞争力而进行的“减脂强身”活动,旨在追求 $2-1>1$ 甚至 $2-1>2$ 的经济效果。

与美国、日本甚至印度等国相比,我国企业多元化程度较高。在多元化浪潮中,由于管理者有限理性、过度自信和权力寻租行为,加之信息不对称的制约,很多企业实施了非相关、低效益的并购,或低估了多元化并购后整合的难度。一些企业盲目追求企业规模、构建管理帝国而过度地进行了并购,忽略了产业关联性、互补性和经济效益,使得并购价值损耗大于价值创造(Fracassi和Tate, 2012),有相当多实施了并购的企业做大了但没有做强,甚至因规模过大而效率低下、管理混乱甚至资金链断裂,这些企业最终不得不进行剥离、重组或破产。代理理论认为剥离往往是对企业前期过度多元化的修正,当企业绩效较好时,管理层很少主动进行资产或业务的剥离(陈健等, 2006)。这种代理问题在并购双方CEO存在校友关系的并购中可能更明显,因为校友关系降低了并购决策应有的审慎性,提高了并购决策中的非理性成分,导致并购绩效相对较差,最终需要通过剥离来提升企业核心竞争力和绩效,甚至很多企业剥离后也很难提高企业绩效。因此提出假设4:

H4a:其他条件不变,主并方与被并方CEO为校友关系,合并后发生资产剥离的概率更高。

H4b:其他条件不变,主并方与被并方CEO为校友关系,资产剥离后绩效下降的概率更高。

三、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

本文数据来源主要是国泰安(CSMAR)上市公司人物特征数据库、财务报表数据库、治理结构数据库和并购重组数据库,由于董监高校友关系及特征信息表从2010年开始披露,因此研究的起点为2010年。本文共收集了2010-2017年宣告并购且主并方为中国A股上市的样本5886个,剔除金融公司、数据缺失公司、ST公司、并购未完成、并购双方属同一企业集团等异常样本,对同一被并方的多次并购合并成1次处理,共得到有效样本4793个,其中主并方与被并方

CEO有校友关系的样本1060个,无关系样本3733个,并购后资产剥离的样本1343个,资产剥离后绩效下降的样本874个。CEO校友关系数据以国泰安数据库CEO简介为基础,手工查询整理了百度百科、CEO传记等相应资料而获得。为控制极端值影响,本文对所有连续变量均在1%和99%水平上进行了缩尾(Winsorize)处理。

(二) 变量定义

1. 并购双方CEO校友关系变量(Cnct)为主要解释变量。该变量为哑变量,当主并方与被并方CEO为校友关系,取值为1,否则为0。现有主流文献主要通过学缘、地缘、血缘、工作经历来度量关联关系(Ishii和Xuan, 2014),但地缘关系更多的是对故乡文化、语言和生活习惯的认同,且无法区分究竟同属一个省、市还是县、乡属于同乡关系,而且由于身份证上籍贯和出生地不一致会导致同乡关系的识别误差较大;血缘关系数据很难在公开的档案中收集;同事关系更多地体现为同业竞争,尤其是在商业活动中,竞争往往大于合作。对于企业并购这种重大投资决策,共同的教育背景、价值观念和专业素养对决策影响更大,所以本文主要用学缘关系来界定CEO关系。当两个个体在同一所大学获得学位(本科或研究生),则认为二者具有校友关系。对于每一个并购,做包括主并方与被并方的矩阵,矩阵的元素是来自主并方CEO和被并方CEO的一对个体,然后根据CEO的教育背景来分析是否具有关系。

2. 累计异常收益率(CAR)为被解释变量。参考Cai和Sevilir(2012)的研究,通过事件研究法计算并购宣告期间异常收益,在这段估算时间,公司每天的收益通过股票市场收益计量。参考Bradley等(1988)、Cai和Sevilir(2012)的研究,通过加权平均累计异常收益率计算并购短期绩效,为并购首次公告日前后两个交易日[-2,+2]即五日时间窗累计异常收益率。股票异常收益率的计算采用市场模型法,估计窗口为并购首次公告日前150个交易日至前30个交易日。

首先利用市场模型估计系数 α 和 β 。 $R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$,其中, R_{it} 为股票*i*在*t*期的日收益率; R_{mt} 为市场*m*在第*t*期的日收益率,本文用上证综合指数和深圳综合指数的平均数计算。再根据 α 和 β 计算事件窗口期的预期收益率 $E[R_{it}]$,用实际收益率减预期收益率得到窗口期异常收益率 $\varepsilon_{it} = R_{it} - E[R_{it}]$ 。然后对异常收益的日数据 ε_{it} 在事件窗口进行汇总,计算*t*时刻平均异常收益 $AR_t = \frac{1}{N} \sum_1^N \varepsilon_{it}$ 。最后计算事件窗口期的累计异常收益率 $CAR = \frac{1}{N} \sum_{t_1}^{t_2} AR_t$ 。

由于并购对当年CEO留任、CEO薪酬及资产剥离产生影响的可能性较小,并且从降低内生性角度考虑,本文涉及的被解释变量均为滞后1期。参考主流文献,本文主要控制了企业规模、盈利水平、托宾Q指数、杠杆水平、现金流量状况(Cai和Sevilir, 2012; Ishii和Xuan, 2014)和交易规模(Kim等, 2011; 张治和袁天荣, 2013)以及高管持股比例、CEO任期、董事会规模(Fuller等, 2002, 国有股比例(权小锋等, 2010),交易是否采用股票支付、交易是否为相关行业、时间固定效应和行业固定效应(Ishii和Xuan, 2014)。由于我国上市公司明显集中在长三角地区、珠三角地区和环京地区,这些地区不但名校云集,而且更容易吸引毕业生,校友集聚的地区可能更容易发生校友之间的交易,据此本文还控制了地区效应。各变量定义如表1所示。

(三) 模型设计

为了验证假设1、假设2、假设3和假设4,我们设计了以下模型:

$$CAR = \lambda_0 + \lambda_1 Cnct_{it} + \beta_1 LnSize + \beta_2 Q_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 LnCash_{it} + \beta_5 LnDealsize_{it} + \beta_6 Mshare_{it} + \beta_7 Center_{it} + \beta_8 CEOtenure_{it} + \beta_9 Boardsize_{it} + \beta_{10} Soe_{it} + \beta_{11} Stockdeal_{it} + \beta_{12} Relate + \sum Indus + \sum Zone + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

表1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	被并方CEO留任	<i>CEOreten</i>	根据高管职务及姓名进行比对,当被并方CEO名字出现在合并后的主并方,取值为1,否则为0
	主并方CEO薪酬对数	<i>LnCEOcomp</i>	并购次年主并方CEO全部薪酬的自然对数
	并购后是否发生资产剥离	<i>Divest</i>	由并购次年主并公司是否对前期并购企业进行资产剥离来衡量,当发生资产剥离,取值为1,否则为0
	资产剥离后绩效是否下降	<i>Divestfail</i>	当 $ROA^{t+1} < ROA^t$,即资产剥离第二年总资产报酬率低于剥离前一年,取值为1,否则为0
控制变量	总资产对数	<i>LnSize</i>	主并方账面总资产的自然对数
	盈利水平	<i>ROA</i>	主并方息税折旧摊销前利润除以账面总资产
	托宾Q指数	<i>Q</i>	主并方资产的市场价值/账面价值
	杠杆水平	<i>Lev</i>	主并方总负债/总资产
	现金流量状况	<i>LnCash</i>	主并方自由现金净流量的自然对数
	交易规模对数	<i>LnDealsize</i>	并购交易总价值的自然对数
	高管持股比例	<i>Mshare</i>	高管持股数量占全部股份数量比例
	股权集中度	<i>Center</i>	第一大股东持股比例除以第二至第十大股东持股比例之和
	CEO任期	<i>CEOtenure</i>	CEO担任该职位年限
	董事会规模	<i>Boardsize</i>	董事会中董事(含董事长)的人数
	国有股比例	<i>Soe</i>	国有股份占全部股份比例
	交易是否采用股票支付	<i>Stockdeal</i>	当并购采用股票支付取值为1,否则为0
	并购交易是否为相关行业	<i>Relate</i>	当主并方与被并方为同行业,取值为1,否则为0
	时间效应	<i>Year</i>	
地区效应	<i>Zone</i>	当CEO毕业院校为长三角地区、珠三角地区或环京地区时,取值为1,否则为0。	
	行业效应	<i>Indus</i>	

$$CEOreten_{it+1} = \lambda_0 + \lambda_1 Cnct_{it} + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 LnSize_{it} + \beta_3 Q_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 LnCash_{it} + \beta_6 LnDealsize_{it} + \beta_7 Relate_{it} + \beta_8 Mshare_{it} + \beta_9 Center_{it} + \beta_{10} CEOtenure_{it} + \beta_{11} Boardsize_{it} + \beta_{12} Soe_{it} + \beta_{13} Stockdeal_{it} + \sum Indus + \sum Zone + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$LnCEOcomp_{it+1} = \lambda_0 + \lambda_1 Cnct_{it} + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 LnSize_{it} + \beta_3 Q_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 LnCash_{it} + \beta_6 LnDealsize_{it} + \beta_7 Relate_{it} + \beta_8 Mshare_{it} + \beta_9 Center_{it} + \beta_{10} CEOtenure_{it} + \beta_{11} Boardsize_{it} + \beta_{12} Soe_{it} + \beta_{13} Stockdeal_{it} + \sum Indus + \sum Zone + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$Divest_{it+1} = \lambda_0 + \lambda_1 Cnct_{it} + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 LnSize_{it} + \beta_3 Q_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 LnCash_{it} + \beta_6 LnDealsize_{it} + \beta_7 Relate_{it} + \beta_8 Mshare_{it} + \beta_9 Center_{it} + \beta_{10} CEOtenure_{it} + \beta_{11} Boardsize_{it} + \beta_{12} Soe_{it} + \beta_{13} Stockdeal_{it} + \sum Indus + \sum Zone + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$Divestfail_{it+1} = \lambda_0 + \lambda_1 Cnct_{it} + \beta_1 LnSize_{it} + \beta_2 Q_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 LnCash_{it} + \beta_5 LnDealsize_{it} + \beta_6 Relate_{it} + \beta_7 Mshare_{it} + \beta_8 Center_{it} + \beta_9 CEOtenure_{it} + \beta_{10} Boardsize_{it} + \beta_{11} Soe_{it} + \beta_{12} Stockdeal_{it} + \sum Indus + \sum Zone + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

表2为样本的描述性统计。总体来看,CEO为校友关系的并购总资产报酬率显著低于无关系并购,CEO平均留任的水平高于无关系的并购,而并购后资产剥离的概率更高,剥离并且失败的概率也更高,有关系的并购股权集中度和高管持股比例均低于无关系的并购和样本均值。

表2 主要变量描述性统计表

	全样本					CEO有关系组		CEO无关系组	
	最小值	最大值	中位数	均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差
<i>Cnct</i>	0	1	0	0.391	0.457	1	0	0	0
<i>CAR</i> [-2, 2]	-0.258	0.335	-0.026	-0.029	0.083	-0.031	0.049	-0.015	0.056
<i>CEOreten</i>	0	1	1	0.647	1.386	0.786	1.230	0.597	1.337
<i>CEOcomp</i>	0	2.861	8	20.313	39.621	24.497	23.622	19.59	26.732
<i>Divest</i>	0	1	1	0.465	2.397	0.517	2.537	0.396	2.457
<i>Divestfail</i>	0	1	0	0.365	2.513	0.441	2.524	0.291	2.632
<i>ROA</i>	-0.094	0.178	0.059	0.066	0.086	0.060	0.071	0.069	0.079
<i>Size</i>	98 142	169 867	124 051	124 996	9 438	129 670	9 565	123 054	8 769
<i>Q</i>	-7.674	8.951	1.237	3.887	48.732	4.104	56.643	3.453	42.134
<i>Lev</i>	5.904	92.762	38.463	39.795	19.569	44.657	15.465	37.715	16.151
<i>Cash</i>	-23 711	316 110	81 607	6 980	64 209	7 696	58 316	6 289	53 420
<i>Dealsize</i>	0	885 080	81 407	21 808	28 608	510 487	1 124	479 624	998
<i>Mshare</i>	0	0.286	0.045	0.039	2.462	0.025	1.764	0.049	1.586
<i>Center</i>	1.040	185.691	1.426	1.538	8.236	1.263	9.342	1.742	5.813
<i>CEOtenure</i>	0	21.793	3.011	3.895	3.261	4.335	2.987	3.159	3.442
<i>Boardsize</i>	0	21	9	8.675	1.831	8.334	1.976	8.823	1.822
<i>Soe</i>	0	0.976	0.071	0.227	0.254	0.286	0.271	0.191	0.233
<i>Stockdeal</i>	0	1	1	0.733	1.965	1	1.397	1	1.77
<i>Relate</i>	0	1	0	0.412	2.134	0.564	1.791	0.393	1.631
样本数	4 793	4 793	4 793	4 793	4 793	1 060	1 060	3 733	3 733

注: *CEOcomp*、*Size*、*Cash*、*Dealsize*的单位均为万元。

(二) 相关分析

表3为主要变量的相关系数矩阵。表3显示, CEO校友关系变量与目标公司CEO留任、并购五日时间窗累计异常收益率、目标公司CEO留任和并购是否剥离等变量的相关系数均在1%的水平上显著, 初步支持了我们的假设。进一步对自变量的多重共线性进行了检验, 各主要变量的方差膨胀因子均低于5, 说明自变量间不存在多重共线性问题。

表3 主要变量spearman相关系数矩阵

	<i>Cnct</i>	<i>CAR</i> [-2, 2]	<i>CEOreten</i>	<i>Divest</i>	<i>LnSize</i>	<i>Q</i>	<i>lev</i>	<i>LnCash</i>	<i>LnDealsize</i>	<i>Mshare</i>	<i>Center</i>	<i>Soe</i>
<i>Cnct</i>	1											
<i>CAR</i> [-2, 2]	-0.097***	1										
<i>CEOreten</i>	0.043***	0.053***	1									
<i>Divest</i>	0.054***	0.035***	0.813***	1								
<i>LnSize</i>	0.112***	0.107***	-0.017***	-0.021***	1							
<i>Q</i>	-0.046***	-0.007**	0.015***	0.012***	-0.018**	1						
<i>lev</i>	0.052***	0.046***	0.021***	0.023***	0.014***	-0.018***	1					
<i>LnCash</i>	0.103***	0.033***	-0.003	0.015***	0.068***	0.016***	0.003	1				
<i>LnDealsize</i>	-0.057***	-0.015***	0.004	0.006	0.106***	0.072***	0.004	0.067***	1			
<i>Mshare</i>	-0.015***	0.841***	-0.038***	-0.027***	0.055***	0.011***	0.018***	0.003	-0.014***	1		
<i>Center</i>	0.008**	-0.024***	0.117***	0.114***	0.019***	-0.008***	-0.013***	0.187***	-0.04***	0.057***	1	
<i>Soe</i>	0.0064**	0.0042***	0.005	0.108***	0.034***	-0.028***	-0.022***	0.019***	0.067***	0.0112***	0.041***	1

注: N=4793, *表示 $p < 0.1$, **表示 $p < 0.05$, ***表示 $p < 0.01$ 。

(三) 单变量测试

本部分对主要变量进行两样本T检验和秩检验。表4展示了有校友关系组和无校友关系组并购首次公告期间五日时间窗(-2, +2)的累计异常收益率,以及被并方CEO留任、主并方CEO薪酬两样本T检验的结果。检验的差异在1%的水平上显著,表明主并方与被并方CEO校友关系虽造成主并方股票价值损失,但有利于被并方CEO留任和主并方CEO薪酬增加。

表4 主要变量两样本T检验

	有关系组		无关系组		差异	
	均值	中位数	均值	中位数	T值(均值)	z值(中位数)
CAR [-2,+2]	-3.05%	-2.89%	-1.53%	-1.67%	3.582***	3.125***
CEOrenten	0.786	1	0.597	0	3.766***	8.478***
CEOcomp	244 967.82	273 658.27	195 886.38	246 787.25	3.015***	2.772***
样本数	1 060	1 060	3 733	3 733		

注:**和***分别表示T值显著性水平为5%和1%,下同。

(四) 多元回归分析

1. 并购双方CEO校友关系对并购决策与并购效果影响分析。首先,检验并购双方CEO校友关系对主并方短期并购绩效、被并方CEO留任和主并方CEO薪酬的影响,对模型(1)、(2)、(3)的回归结果见表5的第(1)-(6)列。第(1)、(3)、(5)列只包含主要解释变量,第(2)、(4)、(6)列分别增加了控制变量。第(1)、(2)列系数为负且显著,说明校友关系使并购减少了7.60%的股东回报。第(3)、(4)列回归系数为正且显著,说明校友关系使被并方CEO留任的概率增加23.99% $(\exp(0.215)-1)$ 。第(5)、(6)列的回归系数为正且显著,说明校友关系使主并方CEO薪酬增加了26.62% $(\exp(0.236)-1)$ 。其次,衡量并购是否成功最直接、最有效的方法是追踪这起并购,并观察并购后期是否剥离(Larcker等, 2013; Bradley等, 1988),尤其是这些剥离的并购在事后被看成是失败的(Kim等, 2011)。对于并购中的样本,我们手工分离出并购后剥离的样本。既然校友关系会导致主并方与被并方合并,而有关系的并购对企业价值有负面影响,那么我们预期这种并购发生后企业的绩效较差,并购后资产剥离的可能性更高。

模型(4)的回归分析如表5的第(7)-(10)列。第(7)、(8)列的被解释变量为并购后是否发生资产剥离哑变量,当并购后发生资产剥离取值为1,否则为0。为了结果的稳健性,第(9)、(10)列的被解释变量替换为并购后剥离且绩效下降哑变量,由于剥离后绩效下降哑变量的计算是通过ROA进行,为了减少内生性问题,第(9)、(10)列的回归去掉了控制变量ROA。实证结果表明,校友关系使并购后期资产剥离概率增加了31.26% $[\exp(0.272)-1]$;发生资产剥离且绩效下降的概率增加了12.19% $[\exp(0.115)-1]$ 。虽然以会计业绩衡量并购绩效噪音较大,无法单独分离出并购的影响,尤其是当涉及报表重述、会计估计、跨期摊提和企业合并等问题(Morck和Yeung, 2003),但一定程度上还是可以解释并购的成功与否。

2. 并购双方CEO校友关系对并购发生与完成的影响分析。既然主并方与被并方校友关系影响被并方CEO留任和主并方CEO薪酬,并导致企业并购短期绩效较低,日后资产剥离及资产剥离失败的概率更高,那么主并方与被并方CEO校友关系是否会影响并购的发生与完成,这些影响可以推测CEO的并购动机。我们对并购发生与完成情况进行配对样本检验。如表6所示,配对的四组样本并购双方CEO存在校友关系的均值分别为17.66%、14.32%、10.96%和7.23%,且与第一组(检验组)的差异均在1%的水平上显著。这表明主并方与被并方有校友关系的两家企业更可能发生并购,一旦并购被宣告,有校友关系的并购更容易完成。这与基于关系的机会主义

表5 主并方与被并方校友关系对并购决策与并购效果的影响

解释变量	预期符号	被解释变量									
		模型(1) 主并方CAR[-2, 2]		模型(2) CEOreten		模型(3) LnCEOcomp		模型(4) Divest		模型(5) Divestfail	
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
<i>Cnct</i>	-	-0.125*** (0.000 3)	-0.076** (0.040 0)	0.385*** (0.001 2)	0.215* (0.080 6)	0.392*** (0.000 0)	0.236*** (0.004 5)	0.388*** (0.004 4)	0.272*** (0.007 5)	0.185*** (0.003 6)	0.115*** (0.006 6)
<i>ROA</i>					0.038** (0.033)		0.254** (0.021 0)		-0.033** (0.012 5)		
<i>LnSize</i>	+		0.285*** (0.002 82)		0.075* (0.057 1)		0.358*** (0.004 8)		0.005** (0.012 1)		-0.003*** (0.002 4)
<i>Q</i>	+		0.573*** (0.003 1)		0.022*** (0.001 0)		0.043 (0.505 8)		-0.057 (0.284 4)		-0.075** (0.034 3)
<i>Lev</i>	-		-0.387*** (0.001 4)		-0.018** (0.014 5)		-0.496 (0.688 2)		0.136 (0.278 4)		0.028** (0.019 3)
<i>LnCash</i>	+		0.023*** (0.004 5)		0.032 4* (0.088)		2.135* (0.050 9)		-0.036** (0.031 6)		-0.046** (0.015 3)
<i>LnDealsize</i>	+		0.255** (0.026 3)		0.108*** (0.005 3)		0.362* (0.058 5)		0.049*** (0.001 9)		0.026** (0.013 5)
<i>Mshare</i>	+		0.213* (0.049 9)		0.175** (0.049 6)		-0.037 7** (0.047 1)		-0.025*** (0.003 7)		-0.043** (0.025 4)
<i>Center</i>	+		0.024 9* (0.075 1)		-0.124** (0.031 5)		-0.433* (0.051 5)		-0.78* (0.088)		-0.53** (0.018)
<i>CEOtenure</i>	+		0.418*** (0.001 9)		0.289*** (0.002 1)		0.342*** (0.004 3)		0.227*** (0.002 8)		0.428*** (0.005 1)
<i>Boardsize</i>	?		-0.342 (0.41)		-0.295*** (0.003 7)		-0.049*** (0.006 4)		0.024** (0.035)		0.037** (0.047)
<i>Soe</i>	-		-0.246*** (0.006 6)		0.065** (0.035 8)		0.585 (0.249)		0.389* (0.079 6)		0.453** (0.038 6)
<i>Stockdeal</i>	+		0.000 7*** (0.003 8)		0.139** (0.047 4)		0.157 (0.116 8)		0.475*** (0.009)		0.324** (0.029)
<i>Relate</i>	+		0.905*** (0.008 7)						-0.178** (0.015 4)		-0.015** (0.022 2)
常数项		0.630*** (0.001 8)	0.445*** (0.001 2)	0.175*** (0.005 3)	0.103*** (0.006 8)	0.673*** (0.000 0)	0.376*** (0.009 6)	0.584*** (0.000 0)	0.475*** (0.009 8)	0.396*** (0.000 0)	0.305*** (0.009 2)
行业			控制		控制		控制		控制		控制
地区			控制		控制		控制		控制		控制
年份			控制		控制		控制		控制		控制
样本数		4 793	4 793	4 793	4 793	4 793	4 793	1 343	1 343	874	874
Adj R ² /Pseudo R ²		0.21	0.25	0.051	0.064	0.20	0.27	0.052	0.063	0.056	0.067

并购的观点相符,也可以解释CEO校友关系可以通过增加信息流动而降低信息不对称性的假设。然而,这个假设与并购宣告后代表并购绩效的股票短期市场反应不一致,以校友关系为基础的并购并没有提高短期并购绩效,而是导致企业价值下降。这说明校友关系可能导致有违企业价值最大化、市场反应较差的并购。

表6 并购双方CEO校友关系对并购发生与完成影响单变量分析

CEO校友关系	均值(%)	T检验
全部样本主并方与被并方	22.24	
样本主并方与随机被并方	17.66	5.13***
随机主并方与样本被并方	14.32	11.07***
随机主并方与随机被并方	10.96	9.38***
并购未完成组主并方与被并方	7.23	16.75***

(五) 稳健性测试

为了检验假设1结果的稳健性,将被解释变量替换成并购260^①日时间窗,因为并购宣告后通常主并方短期累计异常收益率上升,将期限延长,更能说明校友关系对并购短期绩效的影响。其结果如表7的第(1)、(2)列所示,CEO校友关系变量系数为负且显著,说明CEO校友关系与短期并购绩效负相关。

表7 并购双方CEO校友关系对并购绩效、被并方董事长留任和主并方CEO津贴的影响

解释变量	预期符号	被解释变量					
		模型(1)主并方CAR[-129, 130]		模型(2)Dszreten		模型(3)LnCEOjt	
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Cnct</i>	-	-0.294*** (0.002 8)	-0.256** (0.024 6)	0.658*** (0.009 1)	0.332** (0.048 2)	0.797*** (0.000)	0.546*** (0.004 8)
<i>ROA</i>					0.229** (0.043 4)		0.284** (0.039 1)
<i>LnSize</i>	+		0.275** (0.021 8)		0.025*** (0.002 8)		0.034*** (0.006 1)
<i>Q</i>	+		0.562* (0.078 9)		0.035*** (0.007 1)		0.023 (0.263 5)
<i>Lev</i>	-		-0.256*** (0.001 1)		-0.007 5*** (0.006 3)		-0.015 (0.193 6)
<i>LnCash</i>	+		0.021*** (0.004 4)		0.064** (0.038)		0.293 (0.311 4)
<i>LnDealsize</i>	+		0.568** (0.027 2)		0.049*** (0.007 3)		0.025*** (0.004 6)
<i>Mshare</i>	+		0.148 (0.113)		0.177** (0.028 3)		-0.026 7*** (0.007 5)
<i>Center</i>	+		0.025 9* (0.081 4)		-0.169** (0.020 3)		-0.216*** (0.003 1)
<i>CEOtenure</i>	+		0.037*** (0.005 1)		0.014** (0.029)		0.019*** (0.007 3)
<i>Boardsize</i>	-		-0.018 7 (0.373)		-0.193** (0.025)		-0.026*** (0.005 4)
<i>Soe</i>	-		-0.268*** (0.007 1)		0.048** (0.024 7)		-0.028 (0.424 8)
<i>Stockdeal</i>	+		0.039 6* (0.076 4)		0.165** (0.022 5)		0.039** (0.048 7)
<i>Relate</i>	+		0.581*** (0.006 9)				
常数项		0.255*** (0.008 5)	0.195*** (0.006 8)	0.983*** (0.000 0)	0.564*** (0.002 5)	0.397*** (0.000 0)	0.883*** (0.002 9)
行业			控制		控制		控制
地区			控制		控制		控制
年份			控制		控制		控制
样本数		4793	4793	4793	4793	4793	4793
<i>Adj R²</i>		0.20	0.25	0.123	0.225	0.21	0.25

注:括号中为P值,*、**和***分别表示P值显著性水平为10%、5%和1%。

为了检验假设2结果的稳健性,用董事长是否留任作为被解释变量(Dszreten),因为企业的决定权更多地掌握在董事长手上,回归结果如表7的第(3)、(4)列所示,校友关系变量的系数为正且显著,说明并购双方董事长有校友关系与目标公司董事长留任正相关。

为了检验假设3结果的稳健性,用CEO当年津贴的对数(LnCEOjt)作为被解释变量进行回

①1个自然年度的交易日:52周×5=260个交易日。

归, 回归结果如表7的第(5)、(6)列所示, 校友关系变量系数为正且显著, 说明假设3结果稳健。

此外, 将解释变量滞后一期重新对模型进行检验, 通常年龄小于4岁更易于形成校友交集, 因此将校友关系定义为主并方CEO与被并方CEO年龄差异小于4岁且在同一所学校接受过高等教育, 得出了相似的结果, 限于篇幅, 上述检验结果未一一列示。综上, 本文的结果是稳健的。

五、结论与启示

本文对2010–2017年我国主并方为A股上市的4 793个并购样本进行检验, 主要结论为: 第一, 并购双方CEO校友关系对并购决策与短期并购效果具有重要影响, 降低了主并方五日时间窗的累计异常收益率, 提高了被并方CEO留任的概率和主并方CEO薪酬。相对于主并方与被并方CEO不存在校友关系的并购, 校友关系使并购降低了7.60%的股东回报, 并方CEO留任的概率提高了23.99%, 主并方CEO薪酬提高了26.62%。以校友关系为基础而非能力为基础的被并方CEO留任可能是企业合并后价值下降的重要原因, 这些结果也可以进一步推测CEO的并购动机。第二, 并购双方CEO校友关系对并购的发生与完成具有重要影响。校友关系使两家企业更易于宣布并完成并购, 但这些并购实施后因绩效问题而发生剥离的可能性更大, 甚至剥离也很难扭转战略的失误。这是因为并购双方CEO存在校友关系, 可能怠于放弃有违企业价值最大化目标且市场反应较差的并购。第三, 并购双方CEO校友关系对并购后资产剥离及其效果具有重要影响。校友关系使并购后期资产剥离概率增加31.26%, 发生资产剥离且绩效下降的概率增加12.19%。

并购属于公司的重大战略决策, 决策过程难免牵涉CEO的社会关系。当主并方与被并方CEO为校友关系时, 虽然有利于降低交易的信息不对称性, 但并购效果却不尽如人意, 而被并方CEO留任、主并方CEO薪酬等私有收益却显著提高。这些结果在控制了公司特征和并购特征等相关变量后, 仍然显著; 并购更可能发生在CEO具有校友关系的两家公司, 然而这些并购最终更可能由于绩效原因而发生剥离。主并方与被并方CEO的校友关系导致股东价值下降的主要原因是基于校友关系所做的决策不一定是最优决策, 可能人为地缩小了目标公司最优选择的范围, 忽略了其他潜在更合适的目标公司, 高估并购的协同效应并降低了并购的审慎性标准, 从而带来了并购决策上的失误, 这些并购往往存在绩效下降、日后整合难度较大、剥离甚至剥离也很难提升绩效等隐患, 然而这些错误并购决策在股票市场反应中得到了检验。因此, 在企业并购中, 虽然CEO校友关系有利于获取更多有用的决策信息, 降低信息不对称, 但也可能增加主并方与被并方CEO合谋来获取私人利益而实施有违企业价值最大化并购的代理问题, 即被并方CEO谋求自己或自己的团队留任, 主并方CEO谋求高额的薪酬。因此, 应规范并购的审慎性程序和标准, 谨防CEO滥用校友关系以权谋私。

主要参考文献:

- [1] 陈健, 席酉民, 贾隽. 并购后高管变更的绩效影响: 基于中国上市公司的实证分析[J]. 南开管理评论, 2006, (1).
- [2] 陈仕华, 卢昌崇. 企业间高管联结与并购溢价决策——基于组织间模仿理论的实证研究[J]. 管理世界, 2013, (5).
- [3] 陈运森, 谢德仁. 网络位置、独立董事治理与投资效率[J]. 管理世界, 2011, (7).
- [4] [德] 马克斯·韦伯著, 王容芬译. 儒教与道教[M]. 北京: 商务印书馆, 1995.
- [5] 杜志强, 赖少娟, 杜颖洁. “发审委”联系、潜规则与IPO市场的资源配置效率[J]. 金融研究, 2013, (3).
- [6] 黄福广, 贾西猛. 校友关系、信任与风险投资交易[J]. 经济管理, 2018, (7).

- [7] 卢昌崇,陈仕华. 断裂联结重构:连锁董事及其组织功能[J]. 管理世界,2009,(5).
- [8] 罗荣华,兰伟,杨云红. 基金的主动性管理提升了业绩吗? [J]. 金融研究,2011,(10):127-139.
- [9] 陆瑶,胡江燕. CEO与董事间的“老乡”关系对我国上市公司风险水平的影响[J]. 管理世界,2014,(3).
- [10] 权小锋,吴世农,文芳. 管理层权力、私有收益与薪酬操纵[J]. 经济研究,2010,(11).
- [11] 申宇,赵玲,吴风云. 创新的母校印记:基于校友圈与专利申请的证据[J]. 中国工业经济,2017,(8).
- [12] 王宏利. 企业并购绩效研究方法的分类探讨[J]. 当代经济科学,2005,(1).
- [13] 王克敏,刘博. 公司控制权转移与盈余管理研究[J]. 管理世界,2014,(7).
- [14] 王钰玮,唐建新,孔墨奇. 公司并购、盈余管理与高管薪酬变动[J]. 会计研究,2016,(5).
- [15] 吴伟荣,李晶晶. 校友关系影响审计质量研究——基于权利中心度和关系亲密度的证据[J]. 中国软科学,2018,(8).
- [16] 吴溪,王春飞,陆正飞. 独立董事与审计师出自同门是“祸”还是“福”? ——独立性与竞争—合作关系之公司治理效应研究[J]. 管理世界,2015,(9).
- [17] 张宏亮,王瑶,王靖宇. 外部审计师与独立董事之间的社会关系是否影响审计质量[J]. 审计研究,2019,(4).
- [18] 张洽,袁天荣. CEO权力、私有收益与并购动因——基于我国上市公司的实证研究[J]. 财经研究,2013,(4).
- [19] 赵子夜. “无过”和“有功”:独立董事意见中的文字信号[J]. 管理世界,2014,(5).
- [20] Andrade G, Mitchell M L, Stafford E. New evidence and perspectives on mergers[J]. *Journal of Economic Perspectives*, 2001, 15(2): 103-120.
- [21] Bertrand M, Schoar A. Managing with style: The effect of managers on firm policies[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2003, 118(4): 1169-1208.
- [22] Bradley M, Desai A, Kim E. Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms[J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 21(1): 3-40.
- [23] Brown S J, Warner J B. Using daily stock returns: The case of event studies[J]. *Journal of Financial Economics*, 1985, 14(1): 3-31.
- [24] Butler A W, Gurun U G. Educational networks, mutual fund voting patterns, and CEO compensation[J]. *The Review of Financial Studies*, 2012, 25(8): 2533-2562.
- [25] Cai Y, Sevilir M. Board connections and M&A transactions[J]. *Journal of Financial Economics*, 2012, 103(2): 327-349.
- [26] Capron L, Shen J C. Acquisitions of Private vs. Public firms: Private information, target selection, and acquirer returns[J]. *Strategic Management Journal*, 2007, 28(9): 891-911.
- [27] Chikh S, Filbien J Y. Acquisitions and CEO power: Evidence from French networks[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17(5): 1221-1236.
- [28] Cohen L, Frazzini A, Malloy C. The small world of investing: Board connections and mutual fund returns[J]. *Journal of Political Economy*, 2008, 116(5): 951-979.
- [29] Di Giovanni J. What drives capital flows? The case of cross-border M&A activity and financial deepening[J]. *Journal of International Economics*, 2005, 65(1): 127-149.
- [30] Engelberg J, Gao P J, Parsons C A. The price of a CEO's rolodex[J]. *The Review of Financial Studies*, 2013, 26(1): 79-114.
- [31] Fich E M, Rice E M, Tran A L. Contractual revisions in compensation: Evidence from merger bonuses to target CEOs[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2016, 61(2-3): 338-368.
- [32] Fracassi C, Tate G. External networking and internal firm governance[J]. *Journal of Finance*, 2012, 67(1): 153-194.
- [33] French K R, Poterba J M. Investor diversification and international equity markets[J]. *American Economic Review*, 1991, 81(2): 222-226.
- [34] Fuller K, Netter J, Stegemoller M. What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions[J]. *The Journal of Finance*, 2002, 57(4): 1763-1793.

- [35] Guan Y Y, Su L X, Wu D H, Yang Z F. Do school ties between auditors and client executives influence audit outcomes?[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2016, 61(2): 506–525.
- [36] Harford J. Takeover bids and target directors' incentives: The impact of a bid on directors' wealth and board seats[J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 69(1): 51–83.
- [37] Haunschild P R, Beckman C M. When do interlocks matter?: Alternate sources of information and interlock influence[J]. *Administrative Science Quarterly*, 1998, 43(4): 815–844.
- [38] Ishii Joy, Xuan Y H. Acquirer-target social ties and merger outcomes[J]. *Journal of Financial Economics*, 2014, 112(3): 344–363.
- [39] Jensen M C, Ruback R S. The market for corporate control: The scientific evidence[J]. *Journal of Financial Economics*, 1983, 11(1–4): 5–50.
- [40] Khanna V S, Kim E H, Lu Y. CEO connectedness and corporate fraud[J]. *The Journal of Finance*, 2015, 70(3): 1203–1252.
- [41] Kim J Y, Haleblan J, Finkelstein S. When firms are desperate to grow via acquisition: The effect of growth patterns and acquisition experience on acquisition premiums[J]. *Administrative Science Quarterly*, 2011, 56(1): 26–60.
- [42] Larecker D F, So E C, Wang C C Y. Boardroom centrality and firm performance[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2013, 55(2–3): 225–250.
- [43] Lerner J, Malmendier U. With a little help from my(random)friends: Success and failure in post-business school entrepreneurship[J]. *The Review of Financial Studies*, 2013, 26(10): 2411–2452.
- [44] 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.
- [45] Palmer D, Friedland R, Singh J V. The ties that bind: Organizational and class bases of stability in a corporate interlock network[J]. *American Sociological Review*, 1986, 51(6): 781–796.
- [46] Peng M W, Luo Y D. Managerial ties and firm performance in a transition economy: The nature of a micro-macro link[J]. *The Academy of Management Journal*, 2000, 43(3): 486–501.
- [47] Schmidt B. Costs and benefits of friendly boards during mergers and acquisitions[J]. *Journal of Financial Economics*, 2015, 117(2): 424–447.
- [48] Tajfel, Henri. The social identity theory of intergroup behavior[J]. *Political Psychology : Key readings*, 2004, 13(3): 276–293.
- [49] Xuan Y H. Empire-building or bridge-building? Evidence from new CEOs' internal capital allocation decisions[J]. *The Review of Financial Studies*, 2009, 22(12): 4919–4948.

Will CEO Alumni Relationship Affect M&A Decisions and Effects? An Empirical Study Based on A-share Listed Companies in China

Zhang Qia¹, Yuan Tianrong²

(1. School of Management, Xi'an University of Science and Technology, Shanxi Xi'an 710054, China;

2. School of Accounting, Zhongnan University of Economics and Law, Hubei Wuhan 430073, China)

Summary: Based on the special environment of China's transition economy and the background of "relational" social system, taking 2010–2017 China's A-share listed companies which are the merging party as a sample, this paper empirically studies the influence of CEO

alumni relationship between M&A parties on M&A performance, CEO retention, CEO compensation, and whether M&A is divestiture. Alumni relationship defined in this paper refers to the social relationship between CEOs of M&A parties based on higher education. It is found that although alumni relationship can quickly break the barriers of information communication and reduce information asymmetry, decisions based on alumni relationship rather than rigorous analysis may lack due prudential standards in the selection process of the target company due to familiarity bias and trust bias. The alumni relationship between the CEO of the merging party and the CEO of the merged party will lead to wrong M&A decisions and lower shareholder returns, significantly reducing the merger announcement date $[-2, +2]$ time window of the merging company's stock cumulative abnormal return rate, but increasing the possibility of being retained by the merged CEO and the remuneration of the CEO of the merging company; enterprises with alumni relationship between the CEOs of both sides are more likely to have M&A, but the probability of asset divestiture is higher in such M&A, and even divestiture is difficult to improve performance.

The possible contributions of this paper are as follows: Firstly, it adds the literature about the influence of the relationship between the CEO alumni of the merging party and the merged party on the decisions and effects of M&A, complements the theoretical research on the agency problem in enterprise M&A, and helps to enrich, expand and deepen the research on the existing M&A theory in China. Secondly, it explores the path of the influence of alumni relationship on economic decisions, expands the research scope of social relationship, clarifies the influence of CEO alumni relationship between the merging party and the merged party on M&A effects, and confirms that although the CEO alumni relationship between the merging party and the merged party plays a positive role in reducing information asymmetry, it may lead to the agency problem that the CEOs of both sides conspire to infringe the interests of shareholders due to the alumni relationship, which makes the merger decision beneficial to the CEOs and unfavorable to shareholders. Finally, it systematically analyzes the influence of alumni relationship on M&A decisions and effects, which is conducive to the rational use of social relationship resources among enterprises and reducing the agency problem in M&A, and provides theoretical support and verified evidence for standardizing the scientificity and prudence of M&A decisions and improving M&A performance.

Key words: CEO; alumni relationship; M&A decisions; M&A effects

(责任编辑: 王西民)