

# 文化差异、方言特征与企业并购

李 路<sup>1</sup>, 贺宇倩<sup>2</sup>, 汤晓燕<sup>1</sup>

(1. 上海外国语大学 国际金融贸易学院, 上海 200083; 2. 上海财经大学 会计学院, 上海 200433)

**摘要:** 作为地域文化的重要代表, 方言对公司治理发挥着特殊的作用。与现有文献不同, 文章以方言距离作为企业文化差异的代表, 并将具体的公司财务行为作为研究切入点, 以首次公告日在2000—2012年间中国上市公司并购非上市公司事件(非关联)为样本, 检验了收购方与目标方的方言差异对收购方股东财富的影响。实证研究发现: 收购方与目标方方言差异越小, 收购方所进行的并购绩效越好; 且当非正式制度发挥互补作用以及信息不对称程度相对严重时, 上述作用更为明显, 而普通话普及程度在一定程度上削弱了这种作用。鉴于文化与公司治理研究中内生性较为严重, 文章采用工具变量法、控制缺失变量和随机效应模型等方法以尽可能解决内生问题。本文着眼于研究方言对具体的公司财务行为的影响, 提供了从微观层面研究语言与公司经济行为的新思路。

**关键词:** 文化差异; 方言; 非正式制度; 并购事件

**中图分类号:** F275    **文献标识码:** A    **文章编号:** 1001-9952(2018)06-0140-13

**DOI:** 10.16538/j.cnki.jfe.2018.06.010

## 一、引 言

由国家规定的正式制度与社会认可的非正式制度是社会制度的重要组成部分, 其在经济生活中发挥着重要作用(La Porta 等, 1997, 1998 等; 诺斯, 2008)。然而, 现实中非正式制度与正式制度的发展并不同步, 一旦正式制度还未发展完善, 经济发展就会在很大程度上受到非正式制度的影响。具体到中国这样一个法律等正式制度并不十分完善的转型新兴经济体, 探讨非正式制度的构建与执行对理解经济行为更具有重要意义(Allen 等, 2005)。

在对经济产生显著影响的非正式制度中, 文化和文化限制对经济发展和社会进步的影响一再被强调。文化作为一个极其复杂的现象, 是在长期的历史发展过程中形成的, 具有相对的稳定性, 会对社会生活和人类行为产生重要影响(Hofstede, 2001; 杨宜音, 2006)。中国各个区域由于不同的地理环境、历史传承以及经济发展形成了差异巨大的文化特征, 这种多层次的文化差异必然影响着社会经济活动。由于文化构成的复杂性, 对中国各个区域文化总体差异的研究很难做到系统与全面(赵向阳, 2015)。

在上述约束条件下, 近年来一些文献开始使用方言作为文化的代理变量, 并以此从微观层面识别文化对公司以及个体决策的影响。中国本土并存着多种多样的地域文化, 由于地理和历史等原因, 不同区域的地方方言也成为了区域文化的重要载体。中国方言的多样性足以与整个欧洲语言相提并论(Ramsey, 1987), 即使普通话推广使得各地物理上的沟通渠道更为畅通, 但方

收稿日期: 2017-07-22

作者简介: 李 路(1982—), 男, 新疆乌鲁木齐人, 上海外国语大学国际金融贸易学院副教授、金融创新与发展研究中心执行主任;

贺宇倩(1993—)(通讯作者), 女, 浙江嘉善人, 上海财经大学会计学院博士研究生;

汤晓燕(1986—), 女, 浙江桐乡人, 上海外国语大学国际金融贸易学院讲师。

言所代表的地域文化烙印却仍旧重要,方言的重要性与使用的基本趋势也未发生改变(普通话普及情况调查项目组,2011;高翔和龙小宁,2016),这为在一个统一的制度背景下研究“语言与企业并购行为”提供了理想的研究场景(戴亦一等,2016)。

企业并购是公司财务活动中最引人注目的一项投资活动,并购双方间的文化差异将对并购的价值创造产生重要的影响(王艳和阚铎,2014)。作为文化的重要代表,方言蕴含着强烈的身份认同属性,其在某种程度上已成为一类重要的公司资本。依托“乡音”,各地形成了独特的内部金融资源、物质资源和人才资源交换市场(戴亦一等,2016),如何适应与利用这一现象将直接影响公司的投资活动。并购事件伴随着资源的配置与重组,其所涉及的参与主体众多且利益博弈非常激烈。并购过程中,方言背景作为一项资本,能为公司提供便利。具体地,相同或相近的方言背景能够成为并购双方天然的纽带,更易调动资源分配,促进交易协商及提高并购效果。

基于上述分析,本文以2000—2012年中国上市公司并购非上市公司的事件(非关联)为研究对象,利用《中国语言地图集》的方言分类方法,手工匹配并确定了收购方与目标方公司方言差异,实证分析了方言对公司并购绩效的影响。在控制地理因素与经济因素(交易特征、收购方与目标方公司特征等)后,研究发现:收购方与目标方方言差异越小,收购方所进行的并购绩效越好;且当非正式制度发挥互补作用及信息不对称相对突出时,这种作用更明显,而普通话普及程度会在一定程度上削弱这种作用。鉴于文化与公司治理研究中较为严重的内生性问题,本文采取工具变量法、控制缺失变量和随机效应模型等方法后,检验结果依然稳健。

本文的研究有如下边际贡献:第一,提供了具体衡量公司文化差异的新视角,即借助中国方言树图<sup>①</sup>作为企业文化的刻画标准。手工匹配了不同公司间的语言距离,以此作为公司文化差异的代表,这既有别于现有文献考察方言背景异同与方言多样性的研究(刘毓芸等,2015;程博和潘飞,2017),也丰富了企业文化衡量方法的相关研究(王艳和阚铎,2014);第二,区别于以往的研究,本文将方言与公司治理的讨论拓展到具体的公司财务决策中,以最为重要的财务行为——并购事件为研究视角,分析了方言究竟如何影响并购决策过程,为方言影响公司经济绩效提供了更为直接的微观证据(戴亦一等,2016);第三,本文的研究结果表明,企业语言环境可以降低商务沟通的成本、降低商务活动的交易费用及减少市场摩擦,从而提升交易效率;投资者亦能意识到这种效应的存在而改变自己的投资行为,这丰富了市场有效性的相关文献(Chang等,2015;占美松等,2017)。

## 二、制度背景、理论分析与研究假说

### (一)制度背景与文献回顾

国内外对于正式制度与经济关系的研究已经相当丰富(La Porta等,1998;陈冬华等,2008)。而在正式制度之外,许多学者也从非正式制度中的地域文化等角度研究公司治理问题(Haniffa和Cooke,2002;Bunkanwanicha等,2013)。不少学者以宗教为文化代理变量研究公司治理,Callen等(2011)采用跨国比较的方法研究了文化(特别是宗教)能否降低盈余管理水平,结果发现盈余管理与其所采用的宗教信仰衡量的四个指标均不相关。陈冬华等(2013)检验了中国上市公司所在地的宗教传统对其公司治理的影响,发现上市公司所在地宗教传统能够显著抑制上市公司的盈余管理。上述文献为本文从文化中选取重要代理变量进行研究提供了启发。

<sup>①</sup> 来自《中国语言地图集(第2版)》,其将汉语方言由粗略到细致分为:汉语—方言大区—方言区—方言片,且基本详细到了市以及县级行政区。这是中国社会科学院语言研究所和澳洲人文科学院组织方言研究人员在方言调查和资料整理分析的基础上,于1983年开始编制,1987年完成的中国各地区语言使用分布情况的地图集。语言分类方法同时也参考了许宝华与宫田一郎(1999)所编著的《中国汉语方言大词典》。

已有文献中,语言影响经济行为的渠道可以分为三个方面:作为民族归属代表、充当人力资本以及影响交易成本。首先,语言作为一种民族归属代表,会影响不同种族移民间的经济地位和收入差距(张卫国,2011)。其次,语言也具有资本属性(Grenier,1983),可以看作知识资本的积累(Grenier和Vaillancourt,1983)。而随着经济社会发展,新的研究开始着眼于语言作为经济交流的载体所能体现的作用,既能增加也能降低经济行为中的交易成本(McManus等,1983;Tainer,1988),这类文献集中于国家或公司等经济交流层面的分析。Hong和Stein(2007)发现,不同语言可能使人们对同一消息产生不同解释,在某种程度上增加了沟通成本。Chen(2013)发现不同语言对于时态使用截然不同,而这种不一致性将会导致人们养成不同储蓄和健康等对未来生活有影响的习惯。上述文献大多基于跨国样本,未涉及同一国家不同地区语言差异与经济之间的关系,本文正是基于中国特殊的多样化文化环境,研究同一个国家不同地区间语言差异对具体的公司财务行为的影响,这是本文对文献的增量贡献之一。

近年来,讨论中国语言差异与经济关系的文献逐渐增多。一部分文献以方言地区差异为视角观测地区间制度等因素的区别:阮建青和王凌(2017)实证分析了语言差异对中国区域间市场制度差异的影响,结果发现语言差异越大的区域其市场制度差异越大;林建浩和赵子乐(2017)利用方言数据测度文化差异,发现文化差异通过阻碍制度传播进而阻碍了技术从前沿地区向其他地区扩散。另有一部分文献考察了方言多样性对经济效率的影响:Chang等(2015)考察了中国方言多样性程度不同的地区投资者决策的多样化程度,发现地区方言多样性程度越高,其所在地投资者的决策观点越多样化,交易股票的积极性也越高;徐现祥等人(2015)根据《汉语方言大词典》中所出现的汉语方言构建方言多样性指数发现,方言多样性对经济增长具有显著的负面影响。除此之外,现有文献也进行了个体方言特征对经济生活的影响分析:戴亦一等(2016)分析了董事长和总经理的方言一致性对双方互动关系的影响机理,发现董事长和总经理的方言一致性能够显著降低代理成本;黄玖立和刘畅(2017)考察了方言对社会信任的影响,发现方言作为身分认同的标志能够影响社会信任的形成;程博和潘飞(2017)考察了语言多样性对分析师盈余预测质量的影响,发现语言多样性显著降低了分析师盈余预测质量,这种影响随着公司员工受教育水平的提高而有所减弱。上述文献表明,中国国内不同地区的方言差异的确与经济行为关联,然而方言究竟如何影响微观公司行为的研究并不多,本文则拓展与聚焦于对公司影响最大的财务行为——并购,分析方言在企业并购过程中的作用,这是本文研究对文献的增量贡献之二。

值得指出的是,由于文化与公司治理研究中内生性问题较为严重,在进行语言与经济关系研究时,也有较多文献对其中可能存在的内生性问题及其解决方法作了相应的研究。现有文献较多认为语言与经济变量间存在反向因果关系:徐现祥等(2015)在研究方言多样性与经济增长关系时,认为其所观察到的方言多样性与经济绩效负相关,也可能是经济发展减少了方言多样性的表现,而不是方言多样性阻碍了经济增长的表现。据此,其引入交通便利程度,并以此作为工具变量采用两阶段最小二乘法重新考察方言多样性对辖区经济发展的影响。戴亦一等(2016)在研究董事长与总经理方言一致性对代理成本影响时,发现董事长和总经理是否来自同方言地区有可能是内生变量,因为公司代理成本的高低有可能会影响董事长对总经理的选择。据此,其进行了双重差分检验以及引入董事长家乡所在地的地形起伏度为工具变量进行了检验。以上文献对于内生性问题的探讨与解决对本文有很大启发。

具体到并购研究领域,“并购是否创造价值”作为一个重要议题(张新,2003),其研究对象可分为收购方角度、目标方角度以及并购双方之间关系三类(陈仕华,2013)。从收购方、目标方视角出发的文献已有很多:吴超鹏等人(2008)发现,收购方管理者过度自信行为将导致连续并购绩效逐次下降,管理者学习行为将导致连续并购绩效逐次上升;唐建新与陈冬(2010)发现,目标公

司所在地的投资者保护程度越高,收购方公司获得的并购收益越大。从并购双方角度出发的文献则主要从双方行业关联、地理距离和企业特征三大方面考察(陈仕华,2013)。李善民与周小春(2007)通过研究并购双方行业特征,发现行业相关并购要比行业无关并购能获得更好的并购绩效。唐建新与陈冬(2010)从并购双方企业特征出发,发现与并购方存在协同效应的目标公司更可能获得较好的并购绩效。Portes 和 Rey(2005)提出并购更可能发生两家距离较近的公司之间,这是由于“本地偏好”现象的存在。这一结论与本文的研究有相似之处,然而距离影响并购与方言影响并购研究也有以下几点不同:1.与方言不同,地理距离天然形成,其本身并不具备经济属性。进一步说,地理距离与经济发展缺乏交互联系,地理距离可能在一定程度上影响经济发展,而经济发展对于地理距离的形成并无任何影响。本文认为,研究缺乏与经济交互联系的地理因素与并购间的关系是有一定局限性的;2.方言是由一个地区的历史沿革、地理环境特点等因素综合发展而成的,对于方言与并购的研究在一定程度上包含了地理距离这一因素,而已有的地理距离与并购文献间接支持了本文的研究;3.从上文分析可知,方言能够在很大程度上发挥文化代理变量作用,相同方言的背后也蕴含着文化归属感与认同感,这与地理条件所形成的地理归属感不完全相同,本文将在控制地理因素的基础上考察方言对并购的影响。

## (二)理论分析与研究假说

中国各方言区的划分与行政区划并不完全重合,其形成主要依赖长期以来的社会历史演化、地理环境约束以及语言自身因素等的积淀,因此往往存在一个行政区内存有不同的方言,不同行政区拥有共同方言的现象。从这个角度而言,方言区的划分较之其他任何一种区域划分方式更能够体现一个区域的文化特色,方言是文化的重要代表(李秦,2014)。

本文的理论分析即建立在上述制度背景和现实基础之上,地域文化多样性下的方言多样性进一步证实了语言在中国是一项重要的非正式制度,深刻影响着中国社会、经济和生活等各个方面,也影响公司并购。对此,本文进行了如下检验:

1. 方言差异改变并购绩效的检验。方言是公司的一项独特资本,是人力资本的一种形式(Grenier, 1983; Breton, 1964, 1998 等)。Pendakur 和 Pendakur(1998)认为,语言作为一种资本会产生经济效益。拥有相同或相近语言背景更具有信息与资源优势(杨中芳和彭泗清,1999; Portes 等,2001),能使个人或公司在进行跨地区经济活动时更具竞争优势。与此同时,方言是身分认同的重要维度(Pendakur 和 Pendakur, 2002),会影响人际交往中的心理距离,进而影响信任与沟通,减少企业互动中的不确定性。方言的身分是文化心理的一种载体,文化认同的核心便是方言认同,而这种认同感会在企业进行经济决策时产生重要影响(张海钟和姜永志,2010)。这一作用已体现在国内劳动力跨方言流动的研究中(徐现祥等,2015)。以此类推,在进行企业并购尤其是异地并购时,方言作为身分认同的重要标志,能够在地域概念之外,拉近双方的心理距离,使得收购方在并购决策中更加认同与自己所讲方言相近的城市。这一影响在某种程度上类似于“老乡”关系作为区域文化代表对公司治理的影响,然而值得注意的是,方言同时是文化、地理和历史发展的产物,不同于“老乡”关系以籍贯地相同与否为简单的划分依据,方言区的划分同时考虑了地理区域(公司所在地以及高管籍贯地)与跨地区“文化亲缘性”(考虑虽为异地而文化联系紧密的情况),包含并且弥补了此前简单地域划分所存在的缺陷,在区域文化代表影响公司治理的研究中形成了一条更为合理的路径。据此,本文提出研究假说 1:收购方与目标方方言差异越小,并购绩效越好。

2. 非正式制度是否发挥互补作用的检验。正式制度与非正式制度间存在互补作用,当正式制度起主导作用或未发展完善时,经济发展就会在很大程度上受非正式制度的影响(韦伯,1958; 诺斯,2008)。国有企业在并购中更多地受政府行政干预等正式制度性因素的影响(潘红波和余

明桂, 2008), 而收购方所处地市场化程度较高时, 商业交易更加依赖于正式制度, 方言等非正式制度在经济活动中发挥的作用较弱。因此, 本文提出研究假说 2a: 收购方是民营企业时, 方言差异对并购绩效影响更明显; 研究假说 2b: 收购方所处地市场化程度较弱时, 方言差异对并购绩效影响更明显。

3. 方言差异在信息不对称问题中的检验。并购双方之间的信息不对称不仅可能会提高并购交易的成本, 而且可能会导致并购方支付较高的并购溢价(陈仕华等, 2013)。当信息不对称问题出现时, 并购公司为降低其过度支付成本, 会在搜寻目标公司和评估其价值的过程中尽可能多地利用私有资源, 以此克服信息摩擦(韩洁等, 2014)。相对有政治关联企业来说, 收购方 CEO 无政治关联, 企业获取信息和资源的渠道会较少, 在企业并购中能够取得的资源相对有限, 更多地需要通过文化认同等途径做出并购选择(江若尘等, 2013)。而当并购属于高技术产业并购类型或者收购方与目标方属于同一行业时, 一方面, 这类并购更依赖于行业间的链条以及技术知识相关性(温成玉和刘志新, 2011); 另一方面, 行业的熟悉与共通更利于减轻信息不对称问题。相反, 非高技术产业并购以及收购方与目标方来自不同行业时, 收购方进行并购时的不确定性更强, 信息不对称问题也相对严重, 方言更可能充当重要的润滑剂作用。如果收购方已经完成股权分置改革, 上市公司流通股和非流通股之间的流通制度差异得到了消除, 资本市场的市场化改革得到了进一步加深。方言作为地域文化的重要代理变量, 是各地独特的内部金融资源、物质资源和人才资源交换市场得以建立的根据(戴亦一等, 2016)。当企业完成股权分置改革后, 其能够利用方言作为市场化资源配置方式的空间更大。因此, 本文提出研究假说 3a: 收购方 CEO 无政治关联时, 方言差异对并购绩效影响更明显; 研究假说 3b: 并购不属于高技术产业并购而且收购方与目标方属于不同行业时, 方言差异对并购绩效影响更明显; 研究假说 3c: 收购方已完成股权分置改革时, 方言差异对并购绩效影响更明显。

4. 普通话普及程度对方言差异影响的检验。不可否认, 方言作为一种语言, 具有语言沟通的功能, 因此方言距离在某种程度上有可能不是降低了认同, 而是阻碍了语言沟通, 进而影响了企业并购。普通话的推广为本文检验这一可能提供了一个自然实验。因此, 本文提出研究假说 4: 普通话普及程度越低, 方言差异对并购绩效影响越显著。

### 三、研究设计

#### (一)数据来源

本文样本严格按照文献中对并购的定义筛选, 并选择非关联并购使得样本所受影响因素更为清晰。选取并购首次公告日在 2000—2012 年期间中国上市公司并购非上市公司的事件为研究对象, 选取的上市公司和非上市公司是严格非关联的(非上市公司是上市公司控股、参股或母公司的样本都不在其中)。此外, 借鉴 Lehn 和 Zhao(2006)及 Masulis 和 Wang(2007)的研究, 按以下步骤对并购事件进行筛选: (1)要求收购方在首次公告日前持有目标方的股份少于 50%, 且并购完成后持有目标方的股份大于 50%; (2)要求并购交易成功或已完成; (3)上市公司与非上市公司非关联; (4)剔除本文所需上市公司财务信息、公司治理信息、股价信息、高管个人特征信息以及并购基本信息缺失的样本; (5)剔除金融行业样本。经过上述样本筛选程序后, 本文最终包含 543 起并购事件。此外, 为减轻异常值的影响, 对所有连续变量在 1% 和 99% 的水平上进行了 Winsorize 处理。

本文所用并购数据主要来源于 WIND 数据库, 并经 CSMAR 数据库和锐思数据库核对补充, 上市公司财务、股价等数据主要来源于 CSMAR 数据库, 市场化进程指数则取自于樊纲等(2011)的调查报告。方言分类方法来源于中国社科院组织编纂的《中国语言地图集》, 结合收购方与目标方公司所在地, 手工匹配得出各公司所在地的方言数据。

## (二)主要变量定义

1. 方言差异系数(*LD*)。本文对中国方言的分类主要参照中国社科院组织编纂的《中国语言地图集》(2012),其根据古入声字的演变与古浊声母字的演变,对中国各地方言进行了分类,将汉语方言由粗略到细致分为:汉语—方言大区—方言区—方言片,且基本详细到了市以及县级行政区。在此基础上,本文首先对方言差异系数的赋值进行了区间划分,规则如下:属于同一方言片的方言距离为0;属于同一方言区而不同方言片的方言距离区间为1~3;属于不同方言大区时,方言距离区间为3~5。在此基础上,本文结合各方言的发音特点、发展历史和地理区域三个特点,将各个区间中的方言差异系数落实为0、1、2、3、4、5六档,方言差异越大,系数越大;方言差异越小,系数越小。

2. 收购方股东财富(*CAR*)。考虑到上市并购前后基本面可能发生较大变化,且外部经济环境亦影响公司绩效,本文重点关注并购事件带来的短期市场反应。具体,借鉴 Lehn 和 Zhao (2006)的研究,我们用并购首次公告日前后五个交易日的累积超额收益率来衡量并购绩效,即  $CAR[-2, +2]$ 。这里,超额收益率经 *CAPM* 模型调整得到,估计窗口为  $[-240, -41]$ 。

3. 其他控制变量。收购方与目标方地理距离(*Distance*)等于收购方与目标方所在市(含直辖市、普通地级市、副省级市、县级市)地理直线距离加1后的自然对数;CEO 政治关联(*Political*)为并购首次公告日时正在任职的公司高管具有政府部门任职的经历,有则取值为1,否则为0;并购交易规模(*Deal\_size*)等于并购涉及交易金额占收购方首次公告日前11个交易日股票市值的比例;若并购的交易方式涉及股票支付,则股票支付(*PaymentStock*)取值为1,否则为0;若并购涉及收购方和目标方不属于同一行业,多元化并购(*Diversity*)取值为1,否则为0;若并购涉及收购方和目标方均属高技术产业(高技术产业的界定参照《高技术产业统计分类目录》),高技术产业并购(*HighTech*)取值为1,否则为0;公司规模(*Size*)等于并购首次公告日前一年的公司总资产的自然对数;资产负债率(*Leverage*)等于并购首次公告日前一年公司总负债除以总资产;托宾 *Q* 值(*Tobin's Q*)等于并购首次公告日前一年公司总资产的市场价值与账面价值的比值;账面市值比(*B/M*)等于并购首次公告日前一年公司的账面价值除以并购首次公告日前11个交易日的股票总市值;若公司的最终控制人属于国有则最终控制人性质(*SOEs*)取值为1,否则为0;若上市公司在并购首次公告时已完成股权分置改革,则股权分置改革(*Reform*)取值为1,否则为0;收购方市场化进程指数(*Marketization*)来源于樊纲等(2011)编制的市场化指数报告;国内生产总值(*GDP*)等于收购方所在地国内生产总值的自然对数。

表1报告了本文主要变量的描述性统计结果。从中可以发现,并购市场反应  $CAR[-2, +2]$  的均值和中位数分别为0.011和0.004,这与 Masulis 等(2007)所发现的自由市场中上市公司兼并与收购非上市公司时收购方由于流动性而带来显著为正的 market 反应的结论相同。方言差异系数 *LD* 的均值和标准差分别为1.605和1.747,不同的并购事件中双方公司所使用的方言差别程度也存在较大差异;从CEO政治关联上来看,公司高管中约49%具有政治关联,说明本文使用的并购样本中CEO存在较强的政治关联。从并购交易特征来看,我国上市公司在并购交易中未采用股票方式支付的较多,且多元化并购和高技术产业并购发生的频率不高。而从收购方的公司特征来看,各财务指标基本符合正态分布。

表1 主要变量的描述性统计

	变量	均值	标准差	25%分位点	中位数	75%分位点
方言差异系数	<i>LD</i>	1.605	1.747	0	1	3
并购市场反应	$CAR[-2, +2]$	0.011	0.068	-0.028	0.004	0.035
地理距离	<i>Distance</i>	2.038	1.352	0.000	2.630	3.120

续表 1 主要变量的描述性统计

	变量	均值	标准差	25% 分位点	中位数	75% 分位点
CEO 政治关联	<i>Political</i>	0.496	0.500	0.000	0.000	1.000
交易特征	<i>Deal_size</i>	0.070	0.320	0.004	0.012	0.034
	<i>PaymentStock</i>	0.020	0.141	0.000	0.000	0.000
	<i>Diversity</i>	0.418	0.494	0.000	0.000	1.000
	<i>HighTech</i>	0.291	0.455	0.000	0.000	1.000
收购方公司特征	<i>Size</i>	21.53	1.271	20.66	21.37	22.22
	<i>Leverage</i>	0.507	0.818	0.316	0.502	0.622
	<i>Tobin's Q</i>	2.902	5.962	1.401	2.098	3.323
	<i>B/M</i>	0.691	0.257	0.496	0.696	0.890
收购方制度环境特征	<i>SOEs</i>	0.440	0.497	0.000	0.000	1.000
	<i>Reform</i>	0.757	0.429	1.000	1.000	1.000
区域特征	<i>Marketization</i>	6.759	1.349	5.700	7.040	8.320
	<i>GDP</i>	4.139	0.402	3.886	4.177	4.430

(三) 检验模型

为考察上市公司并购股东财富与方言差异间的关系,我们构建如下 OLS 模型进行检验:

$$CAR = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot LD + \alpha_2 \cdot Distance + \alpha_3 \cdot \sum Political + \alpha_4 \cdot \sum DealCharacteristics + \alpha_5 \cdot \sum BidderCharacteristics + \alpha_6 \cdot \sum InstitutionalCharacteristics + \varepsilon \quad (1)$$

在上述回归模型中,我们控制了公司地理距离 (*Distance*)、高管政治关联 (*Manager Political Connection*)、交易特征 (*Deal Characteristics*)、收购方特征 (*Bidder Characteristics*)、制度环境特征 (*Institutional Characteristics*) 等因素。此外,我们还在模型中控制了行业和年度固定效应。根据前文分析,我们预期模型中系数  $\alpha_1$  显著小于 0。

四、实证结果与分析

(一) 基本回归分析

1. 方言差异改变并购绩效的检验。表 2 报告了全样本回归结果。结果显示,方言差异对收购方股东财富影响的回归系数为-0.009,在 1% 的水平上显著为负,这表明方言差异系数越大,股东财富越小,这验证了本文提出的研究假说 1,即收购方与目标方方言差异越小,收购方所进行的并购绩效越好。从经济显著性来看,由于  $CAR[-2, +2]$  的均值是 1.1%,  $LD$  的取值是从 0 到 5,这意味着  $LD$  每变动一个单位  $CAR[-2, +2]$  会下降 0.9%,而方言差异最大为 5 个单位时,  $CAR[-2, +2]$  会下降 4.5%,这对于仅有 5 个交易日的收购方股东财富而言具有一定的显著性经济

表 2 方言差异与并购绩效主要回归结果

因变量: $CAR[-2, +2]$	全样本
<i>LD</i>	-0.009*** (0.002)
<i>Political</i>	-0.005 (0.427)
<i>Deal_Size</i>	0.032 (0.107)
<i>PaymentStock</i>	0.098*** (0.004)
<i>Diversity</i>	-0.005 (0.460)
<i>HighTech</i>	-0.003 (0.646)
<i>Size</i>	-0.001 (0.628)
<i>Leverage</i>	-0.012*** (0.001)
<i>Tobin's Q</i>	-0.001* (0.064)
<i>B/M</i>	0.012 (0.464)
<i>SOEs</i>	0.005 (0.484)
<i>Reform</i>	0.026 (0.228)
<i>Distance</i>	0.005 (0.174)
<i>Marketization</i>	0.002 (0.617)
<i>GDP</i>	-0.023 (0.158)
<i>Cut_cons</i>	0.116 (0.166)
<i>Industry</i>	YES
<i>Year</i>	YES
<i>N</i>	543
<i>R-Squared</i>	0.128

注: () 内为建立在 White (1980) 异方差调整以及 Petersen (2009) 的 *Acquirer* 的  $p$  统计量, \*\*\*、\*\* 和 \* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上统计显著。下同。

影响。根据 Masulis 等(2007)基于美国上市公司并购的研究发现,上市公司收购非上市公司时  $CAR[-2, +2]$  的均值是 0.76%, 而影响收购方股东财富的公司治理因素( $GIM$  反收购指数)的虚拟变量从 0 到 1 会使得  $CAR[-2, +2]$  下降 0.54%。由此可见,中国方言对收购方股东财富影响的重要性类似于美国上市公司的反收购条款,具有一定的经济意义。

2. 非正式制度是否发挥互补作用的检验。表 3 报告了按照最终控制人性性质和市场化程度的分样本检验。第 1、2 列结果显示,当收购方为民营企业时方言差异对收购方股东财富有显著影响,且在 1% 水平上显著为负。相对于民营企业,国有企业在并购中更多地受政府行政干预等正式制度性因素的影响(潘红波和余明桂,2008)。表 3 第 3、4 列结果显示,只有在收购方公司市场化程度较低时方言差异才影响收购方股东财富,且在 5% 水平上显著。我国区域经济发展不平衡,方言背景对经济活动的影响可能存在差异(徐现祥等,2015)。在经济发达地区,商业交易更加依赖于正式制度,方言在经济活动中发挥的作用较弱。以上实证结果验证了研究假说 2b。

表 3 最终控制人性性质和市场化程度回归结果

因变量: $CAR[-2, +2]$	(1)收购方国有样本	(2)收购方民营样本	(3)收购方市场化程度高	(4)收购方市场化程度低
<i>LD</i>	-0.006(0.273)	-0.013(0.000)***	-0.007(0.124)	-0.010(0.014)**
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	239	304	224	319
<i>R-Squared</i>	0.152	0.182	0.234	0.127

注:国有与民营分样本的  $LD$  系数的卡方统计量  $p$  值为 0.029。市场化程度分样本的  $LD$  系数的卡方统计量  $p$  值为 0.018。

3. 方言差异在信息不对称问题中的检验。表 4 报告了按 CEO 政治关联和收购方是否完成股权分置改革的分样本回归结果。前两列结果显示,当收购方 CEO 无政治关联时方言差异对收购方股东财富有显著负影响。这可能是由于相对有政治关联企业来说,当收购方 CEO 无政治关联,企业获取信息和资源的渠道较少,在企业并购中能够取得相对有限的资源,更多地需要通过文化认同等途径做出并购选择(江若尘等,2013)。表 4 后两列发现只有在收购方公司已完成股权分置改革时方言差异才影响收购方股东财富,且在 1% 水平上显著为负。股权分置改革消除了上市公司流通股和非流通股之间的流通制度差异,资本市场的市场化改革得到了进一步加深。企业在进行并购活动时,方言作为地域文化的重要代理变量,是各地独特的内部金融资源、物质资源和人才资源交换市场得以建立的根据(戴亦一等,2016)。当企业完成股权分置改革后,其能够利用方言作为市场化资源配置方式的空间更大。以上实证结果验证了研究假说 3c。

表 4 CEO 政治关联和股权分置改革回归结果

因变量: $CAR[-2, +2]$	收购方 CEO 有政治关联(1)	收购方 CEO 无政治关联(2)	收购方公司已完成股权分置改革(3)	收购方公司未完成股权分置改革(4)
<i>LD</i>	-0.005(0.120)	-0.011**(0.017)	-0.009***(0.005)	-0.007(0.234)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	269	274	411	132
<i>R-Squared</i>	0.225	0.152	0.155	0.194

注:收购方 CEO 政治关联分样本的  $LD$  系数的卡方统计量  $p$  值为 0.007。股权分置改革分样本的  $LD$  系数的卡方统计量  $p$  值为 0.047。

表 5 报告了两公司并购事件是否为多元化并购以及是否为高技术产业并购的分样本检验结果。检验发现只有多元化且非高技术产业并购时方言差异才影响收购方股东财富,且在



1%水平上显著为负。如果并购属于高技术产业并购类型或者收购方与目标方属于同一行业时,一方面,这类并购更依赖于行业间的链条以及技术知识相关性(温成玉和刘志新,2011);另一方面,行业的熟悉与共通更利于减轻信息不对称问题。相反,非高技术产业并购以及收购方与目标方来自不同行业时,此时收购方进行并购时的不确定性更强,信息不对称问题也相对严重,此时方言更可能充当重要的润滑剂作用。实证结果验证了研究假说3b。

表5 多元化与高技术产业并购回归结果

因变量: CAR[-2,+2]	多元化高技术产业并购(1)	多元化非高技术产业并购(2)	非多元化高技术产业并购(3)	非多元化非高技术产业并购(4)
LD	-0.018(0.173)	-0.017*** (0.002)	-0.001(0.774)	0.001(0.835)
Controls	YES	YES	YES	YES
Year	YES	YES	YES	YES
N	40	187	118	198
R-Squared	0.730	0.209	0.357	0.253

注:多元化高技术产业与多元化非高技术产业分样本的LD系数的卡方统计量p值为0.035;多元化非高技术产业与非多元化高技术产业分样本的LD系数的卡方统计量p值为0.041;非多元化高技术产业与非多元化非高技术产业分样本的LD系数的卡方统计量p值为0.021。

4. 普通话普及程度对方言差异影响的检验。表6报告了普通话普及程度的分样本检验,发现只有在收购方所在地普通话普及程度低时方言差异才影响收购方股东财富,且在5%水平上显著。普通话普及水平可能在一定程度上消除了方言差异在并购中的影响。但方言所带来的身分认同和人力资本作用仍旧在大范围内发挥着作用。实证结果验证了研究假说4。

表6 普通话普及程度回归结果

因变量: CAR[-2,+2]	收购方所在地普通话普及程度高(1)	收购方所在地普通话普及程度低(2)
LD	-0.007(0.167)	-0.008** (0.037)
Controls	YES	YES
Industry	YES	YES
Year	YES	YES
N	218	325
R-Squared	0.213	0.137

注:普通话普及程度分样本的LD系数的卡方统计量p值为0.032。

(二)内生性问题

在文化与公司治理的研究中,内生性问题

尤为突出。鉴于方言的变化往往是连续且缓慢的,很难找到外生性的事件冲击,这使得准自然实验较难使用。同样地,公司在样本期间也极少发生变更注册地与办公地的情况,也很难运用双重差分模型(DID)进行检验。考虑到以上情况,本文借鉴刘毓芸等(2015)和戴亦一等(2016)的研究,尝试用工具变量法解决部分内生性问题,具体是将收购方公司所在地的地形起伏度作为工具变量。一方面,由于方言区域的划分与地理因素密不可分,其中地形作为一项地理重要因素,其复杂程度将直接影响区域方言的多样性;地形越复杂,山川河流越多,区域的独立性与人口的分割情况都会更为显著,长此以往,该地区的方言多样性将十分可观(刘毓芸等,2015)。换句话说,即使地理面积相同,其中各地的方言相似度也会随当地地形复杂程度而不尽相同,从而地形起伏度将直接影响本文的方言距离变量LD。另一方面,由于地形起伏度是一项自然地理条件,是客观存在的,与并购绩效并不直接相关。因此,地形起伏度是一个较为合适的工具变量。

本文参考了封志明等(2007,2014)的地形起伏度数据,将其设为变量RDLS加入模型进行2SLS回归。从表7第一阶段的回归结果可以看出,地形起伏度与方言距离LD显著正相关,符合本文的预期,地理阻隔越明显方言距离越大。而在第二阶段回归中,主要变量的符号与先前的结论一致,表明方言距离的增大确实降低了并购绩效。总体结果表明,在用工具变量法解决部分内生性问题之后本文的结论依然稳健。

(三)稳健性检验<sup>①</sup>

## 1. 内生性问题。

(1)固定/随机效应模型。由于固定效应模型或随机效应模型可以考虑到样本随时间序列变化的差异,而不是横截面之间的差异,且可以控制不随时间变化的所有因素,能在一定程度上解决内生性问题。故本文选取一家上市公司在样本期间发生多次并购的子样本,经豪斯曼检验后使用了随机效应模型,结论依然成立,从经济显著性来看, $CAR[-2, +2]$ 的均值是0.84%, $LD$ 每变动一个单位 $CAR[-2, +2]$ 会下降1%,经济意义显著。以上结果说明,同一家收购方在并购不同语言差异的目标方时,语言差异的确会影响并购绩效。

(2)控制缺失变量。方言距离很可能与其他因素相关,使得本文所观察到的并不是方言距离与并购绩效的因果关系,而是一种相关关系。为了更干净地识别方言距离本身的影响,本文引入两个方面的控制变量:一是产权保护程度,制度与契约的建立能够在一定程度上消除方言作为文化代理变量对经济行为发挥的作用。若地方产权保护制度越健全,非正式制度所能发挥的作用将受到局限,经济活动的绩效与效率也将更优。本文具体使用了世界银行(2006)<sup>②</sup>的中国城市产权保护程度数据。二是迁入偏好度,在全国范围内,人口流动选择有时会基于对特定城市的偏好与心理距离而产生,人口流入与流出的比率在某种程度上能够成为衡量城市开放与被接纳程度的重要指标,这也将一定程度上影响不同城市间的方言距离与所发生的经济活动。本文使用了第六次人口普查中用以考察人口流向问题的迁入偏好度数据(张丽,2012)。控制产权保护程度和迁入偏好度之后,所有回归结果并无明显变化,本文结论依然稳健。

## 2. 变量的稳健性测试。

(1)剔除方言难以确认的样本。方言分类方法主要参照《中国语言地图集》,然而该地图集对于部分少数民族聚居地方言分类并不清晰,部分地区出现各类方言重叠的情况。针对这些地区的数据,为防止主观判断的干扰,剔除了无法准确判断方言归属的样本。结果显示,样本减少后,由于剔除了不确定项,主要变量回归系数的显著性有所上升,这一结果支持了本文的结论。

(2)改变方言差异的衡量。前文中提到语言分类方法可能存在主观性的问题。因此,本文对方言差异系数进行处理,小于3赋值为0,大于2赋值为1,运用该0-1变量重新对主要变量进行回归。结果显示,主要变量回归结果仍旧显著。

(3)改变公司高级管理层的代表。私有产权制度下的上市公司,CEO是高级管理层的代表,基于委托代理问题的实证研究都将CEO定义为代理人。但在我国的相关法规中,并没有提到CEO这个术语,而是称谓公司的高级管理人员为总经理或董事长。在我国上市公司实践中,是董事长还是总经理对公司的经营决策起更为关键的作用尚无定论(宋德舜,2006)。因此,我们也分别定义公司董事长和总经理作为高级管理层的代表,然后重新对本文的研究假说进行检验。回归结果显示,本文的主要结论未发生实质性变化。

表 7 工具变量法回归结果

因变量: $LD/CAR[-2, +2]$	第一阶段(1)	第二阶段(2)
<i>RDLS</i>	0.424*** (0.000)	
<i>LD</i>		-0.038** (0.018)
<i>Controls</i>	YES	YES
<i>Industry</i>	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES
<i>N</i>	543	543
<i>R-Squared</i>	0.570	0.071

<sup>①</sup> 由于篇幅限制,未列示稳健性检验结果,如有需要可来函索要。

<sup>②</sup> 数据来自世界银行报告(China Governance, Investment Climate, and Harmonious Society: Competitiveness Enhancement for 120 Cities in China. Document of the World Bank, 2006.)。

(4)改变收购方股东财富的衡量。具体,我们采用了以下几种方法衡量收购方股东财富:①采用其它窗口期计算CAR,如[-1,+1]、[-3,+3]、[-5,+5]等;②采用市场收益率调整法计算超额收益率;③采用流通市场加权收益率作为市场收益率指标;④采用Post\_BHAR衡量并购后的市场表现;⑤采用经行业中值调整过的Post\_ROA和Post\_ROE作为会计指标。我们发现,无论采用何种方法重新衡量并购的市场反应,得到的结果都基本类似。

## 五、研究结论与不足

本文以2000—2012年中国上市公司并购非上市公司的事件(非关联)为样本,研究了收购方与目标方地域方言差异对公司并购事件的影响,实证研究发现:收购方与目标方方言差异越小,收购方所进行的并购绩效越好,当非正式制度发挥互补作用以及信息不对称情况相对突出时,这种作用更明显,而普通话普及程度会在一定程度上削弱这种作用。与以往研究不同,本文以中国方言的具体分类方法作为企业文化的刻画标准,以此逐层定义公司间文化差异系数。同时,本文将方言与公司治理的讨论拓展到了具体的公司财务行为,以最为重要的并购事件为研究视角,为方言影响公司经济绩效提供了微观证据。本文的研究说明,方言作为地域文化的重要代表,在发挥人力资本和身分认同等作用过程中会对企业具体的财务活动产生影响。这类影响的作用范围可能也会在企业其他经济决策中得到体现,从侧面印证了非正式制度在经济发展中会发挥重要作用的机制。

本文也存在一定的局限。一是中国国内对方言区域划分仍旧存在争议,本文所采用的分类方法主要参照中国社科院组织编纂的《中国语言地图集》。分类方法较为权威,基本保证了方言区域划分的准确性,但却不能保证部分存有争议地区方言划分的准确性。二是虽然本文尝试用几种方法处理内生性问题,但只能部分解决,并没有彻底解决内生性问题,这依赖于未来方言政策有外生性的改变或新的研究方法。三是除本文谈及的语言作为文化代理变量的作用,语言对于大脑的思维模式可能有更加重要的影响。这些研究局限与方向留待未来进一步解决与探索。

### 参考文献:

- [1]陈冬华,胡晓莉,梁上坤,等.宗教传统与公司治理[J].经济研究,2013,(9):71-84.
- [2]陈仕华.董事联接、目标公司选择与并购绩效[J].管理世界,2013,(12):117-188.
- [3]戴亦一,肖金利,潘越.“乡音”能否降低公司代理成本?[J].经济研究,2016,(12):147-186.
- [4]樊纲,王小鲁.中国市场化指数:各省区市场化相对进程2011年度报告[M].北京:经济科学出版社,2011.
- [5]封志明,唐焰,杨艳昭.中国地形起伏度及其与人口分布的相关性[J].地理学报,2007,(10):1073-1082.
- [6]封志明,杨艳昭,游珍.基于分县尺度的中国人口分布适宜度研究[J].地理学报,2014,(6):723-737.
- [7]李秦,孟岭生.方言、普通话与中国劳动力区域流动[J].经济学报,2014,(4):68-84.
- [8]李善民,周小春.公司特征、行业特征和并购战略类型的实证研究[J].管理世界,2007,(3):130-137.
- [9]刘毓芸,徐现祥,肖泽凯.劳动力跨方言流动的倒U型模式[J].经济研究,2015,(10):134-162.
- [10]普通话普及情况调查项目组.普通话普及情况调查分析[J].语言文字应用,2011,(3):2-10.
- [11]唐建新,陈冬.地区投资者保护、企业性质与异地并购协同效应[J].管理世界,2010,(8):102-116.
- [12]许宝华,宫田一郎.汉语方言大词典[M].上海:中华书局,1999.
- [13]徐现祥,刘毓芸,肖泽凯.方言与经济增长[J].经济学报,2015,(2):1-32.
- [14]张卫国.作为人力资本、公共产品和制度的语言:语言经济学的一个基本分析框架[J].经济研究,2008,(2):144-154.

- [15]赵向阳,李海,孙川. 中国区域文化地图:“大一统”抑或“多元化”[J]. 管理世界,2015,(2): 101–119.
- [16]中国社会科学院语言研究所,中国社会科学院民族学与人类学研究所,香港城市大学语言资讯科学研究中心. 中国语言地图集[M]. 北京:商务印书馆,2012.
- [17]Chang Y-C, Hong H G, Tiedens L, et al. Does diversity lead to diverse opinions? Evidence from language and stock market[R]. Working Paper, 2015.
- [18]Chen M K. The effect of language on economic behavior: Evidence from savings rates, health behaviors, and retirement assets[J]. American Economic Review, 2013, 103(2): 690–731.
- [19]Lehn K, Zhao M. CEO turnover after acquisitions: Are bad bidders fired? [J]. Journal of Finance, 2006, 61(4): 1759–1811.
- [20]Masulis R W, Wang C, Xie F. Corporate governance and acquirer returns[J]. Journal of Finance, 2007, 62(4): 1851–1889.
- [21]Portes R, Rey H. The determinants of cross border equity flows[J]. Journal of International Economics, 2005, 65(2): 269–296.
- [22]Ramsey S R. The languages of China[M]. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1987.
- [23]Wang C, Xie F, Zhu M. Industry expertise of independent directors and board monitoring[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2013, 50(5): 929–962.

## Cultural Differences, Dialect Feature and M&As

Li Lu<sup>1</sup>, He Yuqian<sup>2</sup>, Tang Xiaoyan<sup>1</sup>

(1. School of Finance and Economics, Shanghai International Studies University, Shanghai 200083, China;  
2. School of Accountancy, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

**Summary:** With a vast territory and a long history, China has a unique and diverse regional culture. Due to geographical, historical and political reasons, local dialects in different regions have become important carriers of Chinese regional culture. In other words, the unique linguistic environment, as an important part of regional culture and an informal system, exerts a profound influence on corporate governance.

M&A events, involving a large number of participants and fierce competition of interests, represent the allocation and reorganization of resources. In the process of M&As, dialect background is a kind of corporate capital to facilitate its own action. Specifically, the same or similar dialect background is somehow a natural link between the acquirer and the target company, making it easier to mobilize resources, facilitate transactions and enhance post-M&A performance.

Using the dialect data from *Language Atlas of China* and manually matching the linguistic differences between the acquirers and the target companies, we identify acquisitions made by listed companies between 2000 and 2012. After controlling the geographic factors and various economic factors (transaction characteristic, characteristics of the acquirers and the target companies, etc.), we find that the greater the dialect distance is, the less the shareholder value is. Further analysis shows that this correlation exists when the informal institutions play a complementary role or information asymmetry is serious, however, this correlation is weaker to some extent with the popularization of Putonghua. In view of the inherent problem of endogeneity in the study of culture and corporate governance, this paper takes some measures such as tool variable method, control

missing variable and random effect model. Our studies provide the evidence that through specific corporate financial behavior, dialects have a significant effect on economic issues like corporate governance.

Different from previous researches, this paper explores a new perspective on how to measure corporate cultural differences. We use the structure of Chinese dialects as our definition of corporate culture and match the linguistic distance between different companies manually. At the same time, this paper expands the discussion of dialects in corporate governance through digging into a specific corporate financial behavior. It also provides the micro evidence that dialects affect corporate economic performance. The research in this paper shows that the dialect, as an important representative of regional culture, exerts its influence on a company's specific financial activities when playing its role of human capital and culture identity. The scope of such impacts may also be reflected in other economic decisions of enterprises, confirming the influence mechanism that informal institutions play an important role in economic development.

This paper also has some limitations. Firstly, there are some controversies over the dialectal classification in China. The classification method adopted in this paper is mainly based on the *Chinese Language Atlas* compiled by the Chinese Academy of Social Sciences. Its classification method is more authoritative, which can ensure the accuracy of dialect regional division. However, the dialect division in some disputed areas may still cause some controversies. Secondly, although this paper attempts to solve the endogenous problem in several ways, the problem still remains. Maybe one day it could be solved by the exogenous changes in future dialect policies or new research methods. Thirdly, the language mentioned in this paper plays the role of a cultural proxy variable, besides, its impact on thinking mode may have a more important position in future studies.

**Key words:** cultural difference; dialect; informal institution; mergers and acquisitions

(责任编辑 石头)