

公司治理、经验学习与企业连续并购^{*}

——基于我国上市公司并购决策的经验证据

郭冰,吕巍,周颖

(上海交通大学安泰经济与管理学院,上海 200052)

摘要:文章以2004—2008年我国上市公司的1480起并购事件为样本,运用事件历史分析方法研究了公司治理和经验学习对企业连续并购行为的影响。研究发现:(1)并购管理程序熟练程度和以往并购绩效反馈都会增加连续并购决策的发生概率;(2)国有股权、管理层持股比例的增加、CEO和董事长两职合一会促进企业连续并购的发生,而具有较高独立性的董事会则可能会降低企业并购的发生概率;(3)国有股权、管理层持股比例、董事会领导结构和董事会独立性会强化经验学习对并购决策的影响效果。

关键词:公司治理;经验学习;并购;事件历史分析

中图分类号:F272.3 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2011)10-0124-11

一、引言

近年来,全球并购规模和数量一直呈现不断上升的趋势,交易额屡创新高,对企业并购的研究因而成为学术界和企业界关注的焦点。已有文献研究表明,由于受到内部和外部等多重因素的影响,大部分企业并购都未获得理想的绩效(King等,2004);同时,我国企业的并购发展历史还不长,尚未形成一套真正适用于我国企业发展的企业并购理论。那么影响我国企业并购决策的关键性因素有哪些及如何有效引导和促进企业并购,是目前我国企业战略发展所要解决的首要问题,对该问题的研究具有重要的现实意义。

在并购研究领域,关于公司治理影响的相关文献主要集中于探讨其与并购绩效之间的直接关系(Wright等,2002;王晓初和俞伟峰,2007),而忽略了其对并购决策过程的作用。研究公司治理在并购决策过程中的影响有助于企业提高并购战略的决策效率和成功率,具有重要的现实意义。

近年来,部分学者将组织学习理论引入企业并购研究领域,并从管理程序

收稿日期:2011-04-29

作者简介:郭冰(1979—),男,山东济南人,上海交通大学安泰经济与管理学院博士研究生;
吕巍(1964—),男,上海人,上海交通大学安泰经济与管理学院教授,博士生导师;
周颖(1966—),女,吉林长春人,上海交通大学安泰经济与管理学院副教授,博士。

(Routine)和绩效反馈两方面研究经验学习对并购战略决策的影响(Haleblian等,2006)。考虑到经验学习是一个“经历—推断—积累”的动态迭代过程,在其发展过程中会受到有效监管和管理层支持的影响(Tainio等,2003)。那么企业通过学习以往并购知识逐步掌握并购技巧以提高并购的成功率,这个过程是否会受到公司治理机制的影响呢?鲜有学者将经验学习和公司治理结合在一起研究它们对企业并购决策的共同作用。

本文结合公司治理、组织行为和战略决策的相关理论,从并购管理程序熟练程度和以往并购绩效反馈两个角度检验了经验学习对并购决策的影响,并从股权集中度、实际控制人性质、管理层持股、董事会领导结构和董事会独立性等方面探讨了公司治理机制对并购决策的影响,同时检验了公司治理和经验学习对并购决策的交互影响,以期对现有研究进行有益的扩充。

二、理论分析与研究假设

(一)经验学习与企业连续并购

1. 对并购管理程序的熟练程度

组织学习理论认为经验学习是组织获得、理解、传播、拓展和运用其经验的过程(Huber,1991)。较丰富的并购经验可能使企业不断改进并购管理程序,并将改进后的并购知识运用于未来的战略决策,以提高并购成功率。Haleblian等(2006)研究美国银行业的并购行为发现,并购发生率与以往并购经验存在显著的正相关关系。Iyer和Miller(2008)同样发现企业的并购决策与以往的并购经验显著正相关。因此,并购经验可能会增加后续并购的可能性。据此,本文提出以下假设:

假设1:连续并购的发生概率与并购管理程序的熟练程度正相关。

2. 并购绩效反馈

并购所带来的规模经济、范围经济、市场权力增强以及其他协同效应(Hitt等,2001)最终将体现在企业收益增加和价值增值上,管理者根据并购后企业实际绩效与期望水平的差异判断并购决策是否获得成功。如果以往的行为取得了成功,理想的绩效反馈会让企业倾向于重复这种风险相对较小的行为,这样会带来组织行为的持续性,从而进一步强化已经学习到的知识和技能(Haleblian等,2006)。因此,以往并购的绩效反馈可能会对未来并购行为产生影响。据此,本文提出以下假设:

假设2:连续并购的发生概率与以往并购的绩效反馈正相关。

(二)公司治理与企业并购

本文主要从股权集中度、实际控制人股权性质、管理层持股、董事会领导结构和董事会独立性五个方面探讨公司治理机制对企业并购的影响。

1. 股权集中度

根据所有权和控制权分离的观点,控股股东具有剩余利润的索取权,因而具有很强的动机和能力行使监管权利。Denis等(1997)研究发现,大股东持股比例与企业多元化程度负相关,股权集中抑制了企业的过度多元化。孙永祥和黄祖辉(1999)研究发现,第一大股东所占公司股权比例与并购发生的次数负相关。此外,随着对企业股权持有量的增加,所有者的利益与企业未来发展越来越紧密,使其对企业战略决策的监管更谨慎(Denis等,1997),其愿意相信从事有经验的战略行为更能为企业带来价值增长,因此,股权集中度强化了经验学习对连续并购决策的影响。据此,本文提出以下假设:

假设 3a:连续并购的发生概率与股权集中度负相关。

假设 3b:股权集中度将强化经验学习对连续并购决策的影响。

2. 实际控制人股权性质

近年来,随着企业经营管理理念的进化和资本市场的发展,并购正逐步成为国有控股上市公司增强竞争实力和提升竞争优势的一种重要途径。一方面,国有控股上市公司得到政府的支持力度较大,更容易获得各种资源;另一方面,国有控股上市公司很可能是政府落实产业政策工具,需要通过一系列并购实现产业结构调整的目标。因此,实际控制人股权性质为国有的上市公司更容易采取连续并购行为。但是出于对未来职业生涯的考虑,国有控股企业的主要管理人员对投资的风险规避偏好更强,倾向于选择那些本企业已经积累了丰富的决策行为来实现战略目标,因而会强化对以往并购经验的学习,特别是那些取得良好绩效的经验。据此,本文提出以下假设:

假设 4a:连续并购的发生概率与实际控制人股权性质为国有正相关。

假设 4b:国有实际控制人将强化经验学习对连续并购决策的影响。

3. 管理层持股

已有研究认为,管理层持股可以提供有效监管(Dalton等,2003)。当持有本公司股份足够多时,管理人员具有足够的自我监管动力,促使其将企业资源投入到能够获取长期收益的项目中,从而可以有效缓解代理问题(Wright等,2002)。我们认为,管理层持股将自身利益与股东利益联系在一起,可以避免其利用手中的权力获取私利,降低从事可能带来价值损耗的并购交易的可能。同时,以往的经验特别是成功的并购经验会增加管理者的信心,而持股比率的提高会增强管理者对企业战略的决策权,其结果是经验学习的作用变得更加显著。据此,本文提出以下假设:

假设 5a:连续并购的发生概率与管理层持股比率正相关。

假设 5b:管理层持股将强化经验学习对连续并购决策的影响。

4. 董事会领导结构

职能人员理论(Stewardship Theory)认为在CEO和董事会的关系中,董事的首要角色是支持CEO的决策制定并提供合理的建议和忠告。董事和管

理人员的关系能够培育出信任,有助于 CEO 从董事那里获得更多、更好的建议,而不是花费大量时间和精力与董事会周旋(Westphal,1999)。因此,CEO 和董事长的职能合一消除了可能出现在 CEO 和董事长之间的权利分配冲突,从而有利于提高企业的创新能力、信息沟通效率和组织决策速度。丰富的并购经验可以加深企业对并购行为的理解、提高并购成功率,而两职合一形成的强有力的管理执行力更有利于并购管理程序的强化和改进。据此,本文提出以下假设:

假设 6a:连续并购的发生概率与 CEO 和董事长两职合一正相关。

假设 6b:CEO 和董事长两职合一将强化经验学习对连续并购决策的影响。

5. 董事会独立性

作为公司治理机制中的一种手段,董事会提供了重要的内部监管机制。相对于内部董事而言,独立董事具有三方面优势:第一,独立董事不需要对 CEO 负责,因而更具有客观性;第二,独立董事具有维护自身声誉和避免诉讼的动机,因而更具有自律性;第三,独立董事具有内部董事缺乏的获取外部信息的渠道(Daily 等,2003)。独立董事能够提供更多客观的见解,独立董事较多更有利于对战略决策的监管,有助于提高并购绩效从而更好地确保股东利益。独立董事自身具有丰富的专业知识或管理经验,能够提供并购相关管理的专业化咨询。因此,相对于缺乏并购经验的企业而言,独立董事更倾向于相信有较多并购经验的企业能够做出正确的并购决策。据此,本文提出以下假设:

假设 7a:连续并购的发生概率与独立董事比率负相关。

假设 7b:独立董事比率将强化经验学习对连续并购决策的影响。

三、样本、变量与研究方法

(一)研究样本

本文选择 2004 年 1 月至 2008 年 12 月在沪深两市 A 股市场上市公司公告的并购事件作为研究样本。同时,本文还考虑了如下因素:(1)将并购事件发生日定义为上市公司公告中首次披露日;(2)剔除期间上市公司上市以来的首次并购事件;(3)选取交易价格不低于 100 万元人民币的并购事件;(4)剔除并购方为金融和保险类上市公司的并购事件;(5)并购事件发生日前 300 个交易日和后 10 个交易日的股价数据完整。本文最终获得的有效样本包括 1 480 起连续并购事件,数据来自国泰安 CSMAR 数据库。

(二)变量定义和度量

1. 并购经验。本文从并购管理程序熟练程度和以往并购绩效反馈两个角度刻画并购经验。

(1)并购管理程序熟练程度。我们采用1997年1月至本次并购首次公告日的累计并购次数来刻画,记为MA。

(2)以往并购绩效反馈。并购事件的市场反应通常用累积超额收益率(CAR)来表示,其代表市场对并购将为企业带来价值提升的预期,而并购后企业的实际绩效则反映了企业对这种价值提升的实现能力。实际绩效与市场预期是否一致会影响投资者对企业的信心,也会影响企业管理者对未来战略决策的判断。本文将并购的绩效反馈定义为超额实际绩效与超额收益率的一致性(Fdbk)。首先,超额实际绩效(AP)是企业财务绩效与期望绩效的差异。本文以并购实际完成公告日当年和后一年加权平均净资产收益率(ROE)的均值作为实际绩效的度量,以同行业企业绩效的平均水平作为期望绩效。其次,以并购公告日前300个至前60个交易日作为估计窗口,采用上证综合指数和深证成分指数作为市场组合,根据市场调整模型进行估计,以 $[-5, +5]$ 作为事件窗口计算并购事件的CAR。最后,根据并购事件的CAR与AP的符号对Fdbk进行赋值,赋值规则为:若CAR为负、AP为正,则Fdbk为3;若CAR为正、AP为正,则Fdbk为2;若CAR为负、AP为负,则Fdbk为1;若CAR为正、AP为负,则Fdbk为0。由此我们可以得到企业*i*前*j*次并购的累积绩效反馈一致性比率 $Fdbk_{ij} = \sum_{k=1}^j Fdbk_k / (3 \times j)$ 。考虑到上市公司可能在同一年度内进行了多次并购,而本年度在本次并购前进行的并购其实际绩效尚未显现,所以累积绩效反馈一致性的计算期为1997年1月至本次并购上年末。

2. 公司治理结构

(1)股权集中度。本文选择第一大股东持股比例(Top1)和第2到第10大股东持股集中度(Cstr2-10)两个指标来刻画,其中Top1采用并购发生前一年年末第一大股东持股量占当年年末总股本的比率,Cstr2-10定义为并购发生前一年年末第2到第10大股东持股比率的平方和。

(2)实际控制人性质。实际控制人性质定义为并购发生前一年年末上市公司实际控制人股权性质是否为国有(Govn),国有为1,其他为0。

(3)管理层持股比率。本文采用并购发生前一年年末上市公司董事长、董事、监事和总经理等高管人员持股量占当年年末总股本的比例(Mos)。

(4)董事会领导结构。本文采用CEO是否兼任董事长的虚拟变量来定义董事会领导结构(CEODir),两职合一时为1,两职分离时为0。

(5)董事会独立性。对于董事会独立性,本文采用并购发生前一年年末独立董事人数占董事会成员的比例(Outdir)。

3. 控制变量

除上述各类变量以外,本文还考虑了已有研究中采用的一些控制变量,包括企业规模、资源充裕度、交易特征和行业并购特征等,具体定义见表1。

表 1 控制变量定义和度量

变量名称	变量符号	变量度量
企业规模	LnSize	并购前一年年末并购方的总资产对数值
潜在资源充裕度	PS	并购前一年年末并购方净资产与总负债比率
可用资源充裕度	AS	并购前一年年末并购方流动资产与流动负债比率
账面市值比	B/M	并购前一年年末并购方净资产与总市值比率
总资产收益率	ROA	并购前一年年末并购方总资产收益率
资产负债率	Lev	并购前一年年末并购方总负债与总资产比率
是否关联并购	Affili	并购双方是关联企业为 1, 否则为 0
交易价格与规模比	P/A	并购交易价格与并购方前一年年末总资产比率
行业并购密度	Dens	并购前一年并购方所在行业并购总数
并购发生的年度	Year	并购发生年度虚拟变量

(三)研究方法

事件历史分析(Event History Analysis)是研究社会现象动态过程的一类统计方法,该方法通过事件变化和相应的事件发生时间序列描述事件发生和发展的进程,刻画影响因素与事件发生之间因果关系在时间维度上的映射,适合于管理科学领域对企业决策过程的研究。对于并购而言,事件历史研究能够有效刻画企业连续并购决策过程,有助于探寻影响企业连续并购决策的关键因素。在描述企业连续并购决策的事件历史研究模型中,因变量是企业做出连续并购决策的可能性,即并购事件发生的风险函数 $h(t)$,其含义是观测样本在 t 到 $t+\Delta t$ 这一非常小的区间内事件发生的概率。考虑到其他事件历史分析模型都假定风险函数服从相应的分布形式,而 Cox 比例风险模型则不需要这种严格的假设,同时本文样本的风险函数也不符合确定的分布形式,因此本文选择 Cox 比例风险模型进行建模。我们根据 Cox 比例风险模型将风险函数假设为一个基准风险和一个多变量函数的乘积,具体模型如下:

$$\begin{aligned} h_i(t) = & h_0(t) \exp \{ \beta_1 MA_{it} + \beta_2 Top1_{it} + \beta_3 Top1_{it} \times MA_{it} + \beta_4 Cstr2-10_{it} \\ & + \beta_5 Cstr2-10_{it} \times MA_{it} + \beta_6 Mos_{it} + \beta_7 Mos_{it} \times MA_{it} + \beta_8 Govn_{it} \\ & + \beta_9 Govn_{it} \times MA_{it} + \beta_{10} CEOdir + \beta_{11} CEOdir_{it} \times MA_{it} \\ & + \beta_{12} Outdir_{it} + \beta_{13} Outdir_{it} \times MA_{it} + \sum_{k=1}^9 \gamma_k Control_{it}^k + \sum_{j=2004}^{2008} \delta_j Year_{it}^j \\ & + \epsilon_{it} \} \end{aligned} \tag{1}$$

$$\begin{aligned} h_i(t) = & h_0(t) \exp \{ \beta_1 Fdbk_{it} + \beta_2 Top1_{it} + \beta_3 Top1_{it} \times Fdbk_{it} + \beta_4 Cstr2-10_{it} \\ & + \beta_5 Cstr2-10_{it} \times Fdbk_{it} + \beta_6 Mos_{it} + \beta_7 Mos_{it} \times Fdbk_{it} \\ & + \beta_8 Govn_{it} + \beta_9 Govn_{it} \times Fdbk_{it} + \beta_{10} CEOdir \\ & + \beta_{11} CEOdir_{it} \times Fdbk_{it} + \beta_{12} Outdir_{it} + \beta_{13} Outdir_{it} \times Fdbk_{it} \\ & + \sum_{k=1}^9 \gamma_k Control_{it}^k + \sum_{j=2004}^{2008} \delta_j Year_{it}^j + \epsilon_{it} \} \end{aligned} \tag{2}$$

其中, β 、 γ 和 δ 为各变量的估计系数, 其为正表明相应的变量具有增加事件发生概率的效果, 反之亦然; Control 表示除年度虚拟变量以外的其他控制变量, i 表示上市公司, t 表示时间, $h_0(t)$ 为基准风险函数。数据处理和模型估计采用 Stata10.0 统计分析软件。

四、实证结果

表 2 给出了本文主要变量的描述性统计结果。从中可以发现, 在研究期间样本上市公司的累积并购次数均值为 4.24; 绩效反馈一致性比率均值为 0.52, 说明总体来看仅有一半上市公司并购的实际绩效达到了市场预期; 第一大股东持股比率均值为 37.24%, 第 2 到第 10 大股东持股集中度均值为 0.02; 约 12% 的上市公司董事长兼任总经理; 独立董事在董事会中所占比率均值为 0.35; 管理层持股比例的差异很大, 最小值为 0, 而最大值为 27.49%, 均值为 0.37%。本文还计算了各变量之间的 Pearson 相关系数(限于篇幅未列示), 结果显示各变量之间的相关性并不强。

表 2 变量描述性统计

	均值	中值	标准差	最小值	最大值
MA	4.24	3.00	4.13	1.00	35.00
Fdbk	0.52	0.60	0.33	0.00	1.00
Top1	37.24	34.87	16.38	7.02	83.83
Cstr2-10	0.02	0.01	0.03	0.00	0.18
Govn	0.14	0.00	0.34	0.00	1.00
CEODir	0.12	0.00	0.33	0.00	1.00
Outdir	0.35	0.33	0.05	0.07	0.60
Mos	0.37	0.01	2.38	0.00	27.49

表 3 给出了并购决策发生率的事件历史分析模型估计结果。下面重点分析组织学习和公司治理机制对企业并购决策的影响。

1. 组织学习对并购决策的影响

模型 1—模型 3 的估计结果显示, 反映并购管理程序熟练程度的 MA 的系数为正且在 1% 的水平上显著。模型 4—模型 6 中累积绩效反馈一致性比率(Fdbk)的系数为正且在 1% 的水平上显著。因此, 假设 1 和假设 2 都得到了证实。

2. 公司治理机制对并购决策的影响

Rediker 和 Seth(1995)指出由于替代效应和互补效应可能在不同情况下存在, 公司治理机制的综合运用效果要优于单独采用一种方式, 因此本文模型同时考虑了公司治理的五个方面。模型估计结果显示, 第一大股东持股比例(Top1)的系数在统计上不显著, 而第 2 到第 10 大股东持股集中度(Cstr2-10)的系数在 1% 的显著性水平上显著为正; 实际控制人股权性质为国有的上市

公司连续并购发生率更高；并购决策的发生概率与管理层持股比率显著正相关；当 CEO 和董事长两职合一时并购决策发生率的平均水平较 CEO 和董事长两职分离时要高；随着董事会中独立董事人数的增加，并购决策的发生率呈现显著的下降趋势。

表 3 并购决策发生率的事件历史分析模型估计结果

变量	模型 1	模型 2	模型 3	变量	模型 4	模型 5	模型 6
MA	0.099 ***	0.099 ***	0.111 ***	Fdbk	0.432 ***	0.458 ***	0.522 ***
Top1		-0.001	-0.001	Top1		-0.002	-0.002
Top1×MA			0.003	Top1×Fdbk			0.017
Cstr2-10		3.893 ***	3.852 ***	Cstr2-10		3.276 ***	3.097 ***
Cstr2-10×MA			0.006	Cstr2-10×Fdbk			-0.020
Govn		0.037 *	0.039 *	Govn		0.032 *	0.041 *
Govn×MA			0.023	Govn×Fdbk			0.036 *
Mos		0.052 ***	0.037 ***	Mos		0.041 ***	0.021 *
Mos×MA			0.002	Mos×Fdbk			0.161 ***
CEODir		0.190 **	0.265 ***	CEODir		0.187 **	0.177 **
CEODir×MA			0.086 ***	CEODir×Fdbk			0.072 ***
Outdir		-1.173 **	-1.488 *	Outdir		-1.647 ***	-1.882 ***
Outdir×MA			0.081 **	Outdir×Fdbk			0.062 *
LnSize	0.038 *	0.052 ***	0.069 ***	LnSize	0.106 ***	0.122 ***	0.115 ***
AS	0.111 **	0.130 *	0.089 *	AS	0.012	0.018	0.023
PS	-0.001 **	-0.001 **	-0.001	PS	-0.001	0.001	0.000
ROA	0.003	0.002	0.002	ROA	0.001	0.001	0.000
B/M	0.118	0.105	0.101	B/M	-0.015	-0.054	-0.074
Lev	0.004 *	0.005 **	0.005 **	Lev	0.003 *	0.004 **	0.005 **
P/A	-0.090	-0.071	-0.051	P/A	-0.122	-0.100	-0.078
Affili	-0.095 *	-0.100	-0.062	Affili	-0.082	-0.093 *	-0.077
Dens	-0.002 ***	-0.002 **	-0.002 *	Dens	-0.001 *	-0.001 *	-0.001 *
Log likelihood	-2618.05	-2575.35	-2293.54	Log likelihood	-2472.31	-2421.72	-2411.35
LR chi2	306.67	348.74	375.49	LR chi2	78.13	119.14	139.87
Prob>chi2	0.00	0.00	0.00	Prob>chi2	0.00	0.00	0.00

注：*、** 和 *** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平上显著。

3. 公司治理与经验学习对并购决策的交互影响

为了检验公司治理与经验学习的交互效应，模型中引入了并购管理程序熟练程度(MA)和累积绩效反馈一致性比率(Fdbk)分别与公司治理各变量的交叉项。对于交叉项，我们用中心化的变量乘积来表示，这样有助于解决多重共线性问题(Aiken 和 West,1991)。表 3 的结果显示，股权集中度与经验学习的交互影响在统计上不显著，假设 3b 未得到支持；而实际控制人股权性质和管理层持股比率与经验学习的交互作用仅反映在与并购绩效反馈的交叉项上，假设 4b 和假设 5b 都仅得到部分支持；当 CEO 和董事长两职合一时经验学习对并购决策的影响更大，作用更有效，假设 6b 得到了支持；交叉项 Outdir×MA 和 Outdir×Fdbk 的系数都显著为正，表明独立董事比率强化了经验学习对并购决策的影响，假设 7b 也得到了证实。

4. 稳健性检验

为了保证研究结论的稳健性,我们对绩效反馈一致性采取了不同的度量方法:一方面,分别采用全面摊薄净资产收益率(ROE)、总资产收益(ROA)和Tobin Q值作为并购实际绩效;另一方面,分别选择 $[-1, +1]$ 、 $[-3, +3]$ 和 $[-10, +10]$ 作为并购事件窗口计算反映市场预期的CAR。我们最终得到了与上面较一致的结论。

五、研究结论与启示

本文运用事件历史分析方法研究了公司治理和经验学习及其交互作用对企业连续并购行为的影响,研究发现:(1)经验学习促进了企业对并购能力的掌握,不仅并购管理程序的熟练程度与并购发生率显著正相关,而且以往并购的绩效反馈对并购发生率也具有正向影响。(2)公司治理机制会显著影响企业并购决策。虽然股权集中度对并购发生率的影响不明显,但随着管理层持股比例的增加,并购发生率显著上升。同时,CEO和董事长两职合一与并购发生概率正相关。此外,董事会独立性越强,企业并购发生概率越低。(3)公司治理机制强化了经验学习的效果,加深了以往并购累积经验的数量和质量对并购决策的影响。(4)企业规模对并购决策具有正向影响,较大规模的企业因技术和资金优势而更倾向于探索长远的战略发展方式。

近年来,随着我国产业结构调整深入,政府出台了一系列相关政策推进企业并购,以促进行业整合和产业升级。本文的研究结论对于把握我国企业并购行为的内在规律具有一些有益的启示:第一,并购是企业发展过程中的一种战略机遇,经验学习有助于企业掌握相应的并购管理知识,以准确把握这种机遇。相对于西方发达国家较完善的资本市场而言,我国企业在资本市场中进行并购活动的历史相对较短,而且由于并购过程的复杂性,大多数企业在并购中除了不知道需要做什么以外,似乎更不知道该如何去做(King等,2004)。经验学习反映了企业为适应内外部环境变化积极总结和积累经验的生存方式,因此企业要在不断摸索和学习中有选择地吸收以往并购知识。一方面,要及时分析过去失败的并购案例,从中得到启示;另一方面,要总结以往成功的案例经验,强化成功的并购管理程序,这对增强我国企业并购能力尤为重要。第二,采用恰当的公司治理机制有助于企业做出正确的战略决策。(1)鼓励管理层持股,使管理人员具有足够的自我监管动力,从而促使其将企业资源投入到能够获取长期收益的项目中。(2)适当增加独立董事的比率,这不仅能够扩展企业管理的知识结构,提供有益的专业咨询,而且能够有效监管企业决策,保护中小投资者利益。第三,强化管理者和董事对经验学习的认知有利于增强组织学习能力和提高管理效率。Senge(1990)在“第五次修炼”中指出,在学习型组织中,管理者的角色是规划者、指导者和责任执行者,必须能够创造可供分享思想和见解,勇于质疑和挑战通行的思维模式,他们有责任构建组织

内的学习环境,使每一位员工都能发挥学习和创造主动性,提高整个企业的学习能力。而董事对经验学习的影响主要表现在以下两方面:一方面,在现代企业管理中,董事越来越不直接参与企业的日常运营而更倾向于使组织保持高度的标准化及其管理的流程化和规范化,这自然而然需要企业在经营管理中通过经验学习建立操作流程、系统规范和运营管理制度等管理程序;另一方面,董事在行使职责过程中会审核管理者的经营计划,而对决策背后假设的质疑会改变管理者的思维模式,这种改变会引起组织人员知识学习的进化,其结果不仅会影响随后的决策制定,还会提高企业的经验学习能力。

* 感谢南加州大学马歇尔商学院 Thomas Cummings 教授对本文提出的宝贵建议和审稿人的建设性意见,当然文责自负。

参考文献:

- [1]孙永祥,黄祖辉.上市公司的股权结构与绩效[J]. 经济研究,1999,(12): 23—30.
- [2]王晓初,俞伟峰.企业收购绩效与公司治理——内地和香港上市的中国企业实证分析[J]. 会计研究,2007,(8):51—59.
- [3]Aiken L S, West S G. Multiple regression: Testing and interpreting interactions[M]. Newbury Park, CA: Sage Publications, 1991.
- [4]Daily C M, Dalton D R, Cannella A A. Corporate governance: Decades of dialogue and data[J]. Academy of Management Review, 2003, 28(3): 371—382.
- [5]Dalton D R, Daily C M, Trevis Certo S, et al. Meta-analysis of financial performance and equity: Fusion or confusion? [J]. Academy of Management Journal, 2003, 46(1): 13—26.
- [6]Denis D J, Denis D K, Sarin A. Agency problems, equity ownership, and corporate diversification[J]. Journal of Finance, 1997, 52: 135—160.
- [7]Haleblian J, Kim J, Rajagopalan N. The influence of acquisition experience and performance on acquisition behavior: Evidence from the U.S. commercial banking industry[J]. Academy of Management Journal, 2006, 49: 357—370.
- [8]Hitt M A, Harrison J S, Ireland R D. Mergers and acquisitions: A guide to creating value for stakeholders[M]. New York: Oxford University Press, 2001.
- [9]Huber G P. Organizational learning: The contributing processes and the literatures[J]. Organization Science, 1991, 2(1): 88—115.
- [10]Iyer D N, Miller K D. Performance feedback, slack, and the timing of acquisitions[J]. Academy of Management Journal, 2008, 51: 808—822.
- [11]King D R, Dalton D R, Daily C M, et al. Meta-analyses of post-acquisition performance: Indications of unidentified moderators[J]. Strategic Management Journal, 2004, 25: 187—200.
- [12]Rediker K J, Seth A. Boards of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms[J]. Strategic Management Journal, 1995, 16: 85—99.
- [13]Senge P M. The fifth discipline: The art and practice of the learning organization[M].

New York: Doubleday/Currency, 1990.

- [14] Tainio R, Lilja K, Santalainen T J. The role of boards in facilitating or limiting learning in organizations[A]. Dierkes M, Antal A B, Child J, et al. Handbook of Organizational Learning and Knowledge[C]. New York: Oxford University Press, 2003.
- [15] Westphal J D. Collaboration in the boardroom: Behavioral and performance consequences of CEO-board social ties[J]. Academy of Management Journal, 1999, 42(1): 7—24.
- [16] Wright P, Kroll M, Lado A, et al. The structure of ownership and corporate acquisition strategies[J]. Strategic Management Journal, 2002, 23: 41—53.

Corporate Governance, Experiential Learning and Corporate Serial M&A: Evidence from M&A Decisions of Listed Companies in China

GUO Bing, LV Wei, ZHOU Ying

*(Antai College of Economics & Management,
Shanghai Jiao Tong University, Shanghai 200052, China)*

Abstract: This paper examines the effects of corporate governance and experiential learning on corporate serial M&A by the event history analysis of a sample of 1 480 M&A events of listed companies in China from 2004 to 2008. The results are shown as follows: firstly, the proficiency on M&A management procedures and performance feedback of previous M&A lead to the increase in the occurrence probability of serial M&A decisions; secondly, state-owned shares, the rise in management shareholding ratio and the “two in one” status of chairman and CEO have positive effects on the occurrence probability of serial M&A decisions, but board independence may have a negative effect on the occurrence probability of serial M&A decisions; thirdly, state-owned shares, management shareholding ratio, board leadership structure and board independence can strengthen the effects of experiential learning on M&A decisions.

Key words: corporate governance; experiential learning; mergers and acquisitions; event history analysis

(责任编辑 康健)