

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.20190911.001

# CEO的知青经历与企业并购溢价

## ——基于烙印理论的实证研究

曾春影<sup>1</sup>, 茅宁<sup>1</sup>, 易志高<sup>2</sup>

(1. 南京大学商学院, 江苏南京 210093; 2. 南京师范大学商学院, 江苏南京 210023)

**摘要:** 本文选择2006—2016年发生并购事件的上市公司作为样本, 研究CEO的知青经历对其所在企业并购溢价的影响, 研究发现: (1) 知青经历使得CEO有过度自信的倾向, 企业的并购溢价会更高; (2) CEO受教育水平会负向调节其知青经历对企业并购溢价的正相关关系; (3) 有知青经历的CEO所在企业的相对绩效水平越高, 所在企业的并购溢价更高; (4) 有知青经历的CEO所在企业的环境不确定性越强, 其所在企业的并购溢价更高。本研究从历史的视角探索CEO过度自信的可能来源和形成机制, 探索了在敏感时期经历知青运动的CEO在并购溢价支付的非理性决策过程, 这对于更好地理解CEO对其所在企业决策行为的影响具有重要的理论和实践意义。

**关键词:** 知青经历; 过度自信; 并购溢价; 敏感期; 烙印理论

**中图分类号:** F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2019)11-0003-12

### 一、引言

随着企业进行并购的频率和金额的不断提高, 学术界对并购溢价进行了较多研究。CEO作为企业的决策者, 其企业并购溢价决策中的作用也得到了学者的广泛关注, 并通过各种研究证实了CEO对并购溢价决策的影响。传统的研究视角如委托代理理论(Jensen和Meckling, 1976)认为, CEO具备完全理性的特征, 他们支付比较高的并购溢价是为了追逐自己的私利, 如提高自己的声誉或增加自己的权利。但是, 这一视角不能完全解释不同企业之间在并购溢价上存在的差异。自Hambrick和Mason在1984年提出高阶理论以来, 越来越多的学者开始关注CEO的有限理性特征, 认为CEO在进行决策时, 更多的受到现有的认知结构和价值观的影响。由于高管的认知结构和价值观具有隐蔽性而不可观测, 学者多用高管的人口统计学特征(如年

收稿日期: 2018-03-05

基金项目: 国家自然科学基金项目(71372031); 国家自然科学基金面上项目(71472091); 南京大学研究生跨学科科研创新基金项目(2017CW02)

作者简介: 曾春影(1989—), 女, 南京大学商学院博士研究生;  
茅宁(1955—), 男, 南京大学商学院教授;  
易志高(1976—), 男, 南京师范大学商学院副教授。

龄、性别、教育背景和宗教信仰等)刻画高管的认知结构和价值观,并研究这些人口统计学特征对企业并购溢价决策的影响。然而,使用性别、年龄、学历等这些显性的人口统计学特征刻画CEO的决策行为差异仍然过于笼统。为了更好地理解企业的并购溢价差异,仍需要挖掘CEO更深层次的特征。

Priem等(1999)研究认为,CEO的认知结构和心理因素是影响企业决策的本质特征。在CEO的诸多心理特征中,过度自信被认为是CEO心理偏差中最稳定的心理特质。过度自信是核心自我价值高估框架下的认知心理偏差。过度自信的CEO会高估自己的能力和对决策结果的掌控,并对被并购企业的收益有乐观的估计。因此,在并购时倾向于支付过高的溢价(Malmendier和Tate,2008)。现有研究虽然考察了CEO过度自信这种非理性因素对企业并购溢价的影响,但对CEO过度自信的形成机制以及CEO这种非理性因素在进行企业决策时会受到哪些情境因素影响的探索还相对较少。

源自生物学领域的烙印理论(imprinting theory)认为,个体在敏感期的经历会对其特质产生持续性影响,即使后续环境发生改变,该种影响依然存在。CEO作为企业最重要的决策者,在其成长和发展的敏感阶段的某一经历可能会对其心理特质产生重要、持续性的影响,而且这种影响必定会在企业决策中得以体现。持续了二十几年的知识青年上山下乡运动席卷了整个中华大地,对2000多万知识青年的人生产生深远影响。经历者们大多是在青年时期参加该运动,青年时期是个体成长和发展的敏感时期,在任何社会事件中,青年都是相对于社会中其他年龄的人更容易受到冲击和困扰的群体,在面临文化和身份认同困惑时相较于社会中其他年龄层的人反应更为强烈(李春丽,2012)。Krosnick等(1989)指出,青年时期是个体形成偏好最敏感的时期,在青年时期的重大社会事件都会对经历者隐性的心理特质产生持续性影响。参与上山下乡运动的知青们失去了接受继续教育的机会,青春年华在社会动荡中经历了种种磨难。恢复高考后,知青中的一部分群体通过参加高考获得了接受高等教育的机会,他们中的部分人经过自己的努力成为企业的CEO。从对未来极度迷茫的青年到成为社会金字塔顶端的佼佼者,他们可能会有将成功归功于自己的努力和拥有的知识技能,而将失败归结于是外界不可控因素的倾向,即存在自我归因偏差。心理学研究认为,自我归因偏差是导致个体过度自信的一个很重要的原因。

本文认为,在青年时期参加知青运动的CEO会有过度自信倾向,进而会在企业并购中支付更高的溢价。本文选取了我国A股上市非金融企业2006—2016年并购事件为研究对象,以“老三届”群体作为CEO知青经历的研究样本,研究发现:上市企业CEO的知青经历使得他们更加过度自信,在并购决策中支付更高的溢价。并购溢价决策过程会受到其他情景因素的影响。

本文可能的研究贡献主要体现在以下两个方面:(1)丰富和深化了CEO经历对企业战略决策影响的相关研究。虽然已有研究对CEO人口统计学特征(如年龄、性别、任期和专业背景)对企业战略影响进行了广泛研究,并得到了丰富的研究成果,但是对CEO过往经历的相关研究尚未引起国内学者足够的重视。本研究探讨了CEO知青经历对企业并购溢价决策的影响,为研究CEO过往经历对企业其他战略决策的影响提供了借鉴。(2)解释了CEO过度自信的可能来源。现有文献中重点关注CEO过度自信的测量和其可能对企业决策带来的影响,缺少对CEO过度自信来源的分析。学界普遍认为,CEO过度自信可能是天生的,或者是在后天的工作实践中由一系列决策综合影响而成。本文从历史的视角探索CEO过度自信的可能形成机制。研究结果表明,过度自信还可能源于个体在成长和发展的敏感时期的某一重要经历,而这种经历未必和其工作相关。

## 二、理论分析与研究假说

### (一)自我归因、过度自信和烙印理论

#### 1. 自我归因与过度自信

过度自信是一种在企业管理者中普遍存在的非理性的心理现象,是指人们会高估自己拥有的能力和知识技能的倾向。心理学研究认为,自我归因偏差是过度自信产生的重要原因之一。自我归因偏差是指人们将成功归功于自己的能力、知识技能等自己可以掌控的因素,而将失败归结于外在的不可控的偶然因素的认知现象(Bradley, 1978)。现有研究认为,自我归因偏差有两方面的原因所致:认知和动机角度。从认知角度看,任何一个个体在感知外在环境复杂性方面是有差异的。从动机角度看,个体存在自我提升的动机(Zuckerman, 1979)和在他人面前维持良好形象的动机(Schlenker, 1980),这两个动机的存在使得个体更加容易将成功归功于自己,而将失败归咎于外在环境。

#### 2. 烙印理论的起源、发展和其在CEO层面的应用

烙印原本是生物学的概念,最早出现在动物行为研究领域。基于烙印理论的CEO研究主要关注CEO的某些重大经历对其自身、进而对企业决策产生的影响。经历和敏感期是基于烙印理论的研究中最基础的两个变量,经历界定了CEO生活中曾经发生的重要事件,敏感期则强调这些事件发生的时间是在CEO成长和发展的关键时期。烙印理论不仅突出个体受环境的影响过程,也强调对过往经历必须发生在敏感期内。烙印理论认为,过往经历会对CEO产生持续性影响。例如,CEO在敏感期的过往经历影响了CEO的认知结构、经验技能和其知识体系。个体的决策过程是以个体已经形成的知识体系、经验技能和认知结构为基础的,因此,源于CEO过往经历的知识体系、经验技能和认知结构会影响企业的决策。

### (二)CEO知青经历与企业并购溢价

根据烙印理论,发生在敏感期的经历对经历者的影响更加持续。在任何社会事件中,青年都是相对于社会中其他年龄的人更容易受到冲击和困扰的群体,Krosnick等(1989)研究指出,青年时期是个体形成偏好最敏感的时期,在青年时期的重大社会事件,如经济制度变革和政治体制变革、初次参加工作时的宏观经济状况等,都会对经历者的隐性心理特质产生持续性影响。

本文认为,发生在青年时期的上山下乡运动对经历者产生重大、持续性的影响。参与知青运动的学生接受启蒙教育阶段是中国社会风气极好的阶段,社会中倡导的向雷锋和向秀丽学习的活动使其具有理想主义色彩。但是,上山下乡运动使得当时正接受教育的学生中断学业,大部分人被送到农村,他们奋斗于社会的最底层,喘息于城乡、工农、脑体三大差别的下风口(崔武年和阎淮,1986),青春年华在社会动荡中经历了种种磨难。高考恢复后,知青中受基础教育较为完整的群体更有优势在高考中获得继续教育的机会,后又通过自己的努力就任上市企业的CEO,成为人中的佼佼者。经历过极度的迷茫和苦难,后又通过自己的努力获得成功的CEO在行为决策中更可能存在自我归因偏差,即取得成功时更易于归功于自身的知识和能力,决策失败时容易归咎于外部的不可控因素(Taylor, 1988)。

CEO作为企业的决策者,企业进行并购时支付的溢价必定会受CEO过度自信特质的影响。Varaiya(1987)研究认为,企业的并购溢价主要来自于三个方面:(1)预期并购收益的可实现性。如果并购方认为被并购企业在并购后可以带来比较高的预期收益,并购方会乐意支付比较高的并购溢价。预期收益包含目标企业价值被低估的部分和被并购后因协同效应而形成的协同收益。(2)目标企业价值的低估。由于存在信息不对称,市场对目标企业的价格认定不能完全

反映企业的价值。如果并购企业有足够的信息和理由认为目标企业的价值被低估,会支付更高的并购溢价。(3)控制权丧失的弥补。在并购过程中,目标企业可能会失去对企业的控制权,并购方为了弥补目标企业因并购而失去的控制权的价值,会支付一定的并购溢价。总之,并购溢价是企业为获取预期并购收益、低估价值的实现和控制权而愿意支付的交易成本,并购预期收益越大、企业价值被低估程度越大、控制权转移的私有收益越大,并购企业愿意支付的并购溢价便越高。

并购支付价值是决定并购交易成败的关键因素,CEO在进行并购决策时会综合权衡并购后的预期收益和风险。过度自信的CEO会高估自己拥有的知识技能并低估失败的风险,并购中更加倾向于支付更高的并购溢价。具体而言,CEO的过度自信对并购溢价的影响具体体现在以下几个方面:第一,过度自信的CEO认为自己有超过一般人的管理能力,可以实现并购双方和管理、财务和运营方面的协同效应,进而会支付更高的并购溢价(Roll,1986)。第二,过度自信的CEO相信自身掌握更加充分的信息,而市场低估了目标企业的价值(Bernardo和Welch,2001)。此外,过度自信的CEO认为自身有足够的知识技能和经验,可以更精准的挖掘目标企业的价值(Liu,2017)。因此,过度自信的CEO容易高估被并购企业的价值,从而会更加愿意支付更高的并购溢价。第三,过度自信的CEO容易低估并购中存在的风险,即使他们意识到并购中可能存在的风险,他们也相信自己有足够的应对能力,导致企业支付更高的并购溢价。基于此,本文提出第一个有待验证的假设:

H1:在其他条件一定的情况下,有知青经历的CEO所在企业支付的并购溢价较高。

### (三)CEO受教育水平、CEO知青经历与企业并购溢价

Bhandari和Deaves(2006)指出,过度自信的人在决策中可能会存在两种情况:一是决策者本身具备一定的知识技能,但是会高估自己的知识水平;二是决策者本身可能根本不具有充分的知识或者能力,但是却主观认为自己有足够的知识能力。两类过度自信决策者的共性在于对自己知识能力的评估与自己实际拥有的知识能力的不一致。Kruger和Dunning(1999)研究中要求实验者对自己能力进行评价,结果显示,真实能力越低的人对自己能力的评价与其真实能力的差距越大,越容易呈现过度自信的倾向。研究进一步指出,提高个体对自己真实水平的认知能力(元认知能力)可以有效地弱化个体由于自己感知到自己过高的能力与实际能力差异导致的过度自信倾向。

对于有知青经历的CEO来说,受上山下乡运动影响而被迫中断的受教育机会对其之后行为决策态度产生重要影响。由于存在自我归因偏差,有知青经历的CEO会存在高估自己拥有的专业知识和能力的过度自信的倾向。这种由决策者自我评估知识能力与真实知识能力的不一致导致的自我偏差有可能通过后期的教育得到一定的弥补和修正。经历过上山下乡运动的CEO在后期教育过程中接受科学的训练,尤其是那些接受过高学历教育的CEO,他们在学习过程中会接受更为专业的知识学习和实践训练,可以有效地提高个体的元认知能力,从而弱化CEO知青经历中形成的过度自信的特质对企业高并购溢价的影响。基于此,本文提出第二个有待验证的假设:

H2:CEO受教育水平负向调节其知青经历与其所在企业并购溢价的关系,即有知青经历的CEO受教育水平越高,其较高的并购溢价倾向会被削弱。

### (四)企业相对绩效水平、CEO知青经历与企业并购溢价

尽管过度自信的CEO认为自己有足够的知识技能评估未来不确定决策的结果,并且自己对未来有足够的掌控,但是事实证明,过度自信的CEO做决策之前预测的结果可能未必会出现。已有相当一部分文献证明,过度自信的CEO与企业一些失败的决策结果显著相关,如过度

自信可能会导致过高的交易量和过低的投资回报率、过度投资和较差的并购绩效、更多的新产品研发的失败和战略联盟的失败。以上研究结果表明,相对于其他CEO,过度自信的CEO的决策结果未必会更加成功,而且这种不成功的结果会以负面的信息反馈给CEO。部分学者研究了这种负面信息的反馈是否会弱化CEO决策中的过度自信倾向。研究发现,过度自信的CEO对于成功的信息反馈与失败的信息反馈的解读存在严重偏差(Meyer, 2014)。具体而言,过度自信的CEO会更加愿意接受那些可以满足他们内心对于预期的积极的、成功的结果的信息,从而在已经有偏差的决策中投入更多资源。而对于那些负面的、与自己预期不一致的结果反馈的信息,CEO会将其认为是外部不受控制的环境因素导致(Huning和Thomson, 2014)。有些过度自信的CEO会认为这些失败的结果都是暂时的,自己拥有足够的可以扭转近期的、暂时的失败结果(Gilovich, 1983)。综合以上研究结论,过度自信的CEO会高估成功的信息而忽略那些失败的信息反馈,或者是为失败找到其他理由。其结果是,在已经次优的决策中投入更多的资源,或者是下次依然会在过度自信的指引下非理性决策。

以上分析说明,过度自信的CEO的决策是一个动态性的过程,每一个决策都会受到其之前决策结果的影响,所以过度自信的CEO的并购溢价决策必定受到企业相对业绩水平的影响。具体而言,如果过度自信的CEO所在企业的绩效相对于同行业其他企业的绩效更好,过度自信的CEO对自己拥有优于他人的知识、技能和应对风险的认知会被强化,在并购中支付更高的溢价。基于此,本文提出第三个有待验证的假设:

H3: CEO所在企业的相对绩效水平正向调节其知青经历与其所在企业并购溢价的关系,有知青经历的CEO所在企业的相对绩效水平越高,企业的并购溢价越高。

#### (五)环境不确定性、CEO知青经历与企业并购溢价

环境不确定性是指企业所处的环境因素不断地发生改变,这些因素包括企业的供应商、客户、竞争对手、政府政策或者是其他利益相关者的反应等。而且这些变化大多是随机的,很难被预测到。本文借鉴Duncan(1972)的研究,将环境不确定性分为环境复杂性和动态性两个维度,进一步分析环境不确定性对CEO知青经历与企业并购溢价二者关系的影响。

1. 环境复杂性的调节效应。Des(1984)认为,环境复杂性反映了企业经营环境的竞争强度和异质性水平,包括企业生产过程中投入要素的数量、新产品出现的速度和竞争对手的进入和退出频繁程度、供应链、客户关系及政府干预经济的程度等。当企业面临的环境复杂性较低时,CEO可以相对准确的预测客户的需求、竞争对手的策略和关键技术的变革,此时决策过程较少的反映CEO非理性心理因素的影响。对应地,当企业所处的环境复杂性较强时,复杂的环境和激烈的竞争会对CEO造成很大的压力。这种压力一方面来自于企业受限于市场的有限性,难以取得增长;另一方面来自于CEO担心企业的业绩很难达到投资者的预期。Kim等(2011)研究发现,当企业面临较大压力时,过度自信的CEO相信自己有优于他人的知识技能和管理能力,会实现并购的协同收益,从而支付更高的并购溢价。

2. 环境动态性的调节效应。环境动态性反映的是企业所处环境因素的变化程度和变化的可预测性。当CEO所在企业所处的环境动态性较强时,企业在竞争、资源和技术方面都会面临着迅速和不连续的变化,一方面,CEO决策时间被缩短,决策过程更加依赖自己的判断和经验,CEO在敏感时期的知青经历形成的过度自信被强化。另一方面,CEO决策结果的反馈速度加快,同时信息的变动性大、涉及面广、模糊性增强。Hillary等(2006)指出,不只是决策结果信息成功与否的反馈会对CEO的过度自信产生动态性影响,决策结果反馈的频率和速度也会对其过度自信有动态性的影响。具体而言,决策结果信息反馈越频繁,反馈信息的数量会越多。过度自信的CEO选择接受那些与自己预期一致的信息,即那些决策结果较为成功的信息的机会越

多,即其在敏感时期的知青经历形成的过度自信倾向会得到强化。基于此,本文提出第四个有待验证的假设:

H4:CEO所在企业的环境不确定性正向调节CEO知青经历与其所在企业并购溢价的关系,即CEO所在企业的环境不确定性越强,有知青经历的CEO所在企业的并购溢价越高。

### 三、数据来源与变量定义

#### (一)数据来源

本文选取中国沪深两市A股上市企业为研究样本,样本区间选择2006—2016年。根据研究需要,本文对样本数据进行了如下处理:以国泰安数据库中获得的并购交易事件作为初始数据,并补充上海证券交易所和深圳证券交易所网站公告的数据;剔除未披露交易价格和交易标的的交易事件;剔除上市企业财务数据披露不完整的并购交易;剔除ST类企业的并购交易,消除可能的非正常交易对并购价格带来的特殊影响;剔除国有法人股的无偿划拨交易;剔除企业间的关联并购交易。为了保证企业CEO的数据完整性,本文从《上市企业财务数据报告全文汇编》获得沪深两市2006—2016年所有A股上市企业名单中CEO的成员名单,对于遗漏的数据,从国泰安数据库和网络中进行补充。为了控制内生性,并购企业中如资产规模等数据采用滞后一年的数据。

#### (二)主要变量的定义和度量

1. 老三届CEO(*old3*)。根据烙印理论,在敏感时期的经历对经历者的影响才具有持续性,即使是同样经历过知青运动,在不同时期同样的经历对经历者的影响也可能会不同。本文的研究选取知青中的“老三届”群体作为研究对象,他们是中国知青的典型代表。“老三届”专指1966年、1967年、1968年三届初中、高中在校生,按正常受教育年份推算大多出生在1946至1953年之间。“老三届”离校后基本都当了知青,具有极大的普遍性。到1969年初,“老三届”已经基本全部离校,“老三届”中家在农村的全部回乡,家在城市的大多插队或者去了生产建设兵团,更少部分去工矿企业或者是当兵。对于“老三届”来说,上山下乡时期基本都是他们的青年时期,知青运动对他们的影响更加显著持久。本文定义出生在1946—1953年的CEO为具有知青经历的“老三届”CEO。

2. 并购溢价(*premium*)。本文借鉴国内学者唐宗明和蒋位(2002)的测量方法,并购溢价(*premium*)的计算公式为:并购溢价=(交易总价-交易标的的净资产)/交易标的的净资产。

3. 调节变量。(1)受教育水平(*edu*)。本文借鉴陈守明等(2011)的研究中对CEO受教育水平的测量方法,相关数据从国泰安数据库和CEO简历中数据手工整理获得。CEO的受教育水平分别赋值1、2、3、4和5,分别表示CEO的最高学历为中专及中专以下、大专、本科、硕士、博士学位。(2)CEO所在企业相对绩效水平(*rele\_roa*)。行业间的异质性会导致不同行业的资产报酬率有很大差异。本文Albuquerque(2009)的思想,构造企业的相对绩效水平。选择与研究企业同年份、同行业的上市企业作为参照系,用企业同一年份的资产报酬率ROA除以同一年度该企业所在行业的上市企业平均资产报酬率衡量企业的相对绩效水平。其中行业按照2012版证监会行业分类代码字母加两位数字进行划分。同时,考虑到CEO换届对企业绩效的影响,本文在实证过程中删除了当年有CEO换届的企业样本。(3)环境不确定性(*rev\_sdv*)。常见的环境不确定性的测量方法包括开发量表(Oke等,2012)和计算企业营业收入的变异系数(Ghosh和Olsen,2009)两类。考虑到调查问卷中可能会存在一些不足和本文中其他数据的获取方式,本研究采取并购企业过去五年的营业收入的变异系数(营业收入标准差/营业收入平均值)作为并购企业环境不确定性的测量指标。

4. 控制变量。本文控制变量包括交易特征、目标企业特征年度和行业固定效应等变量,具体如下:(1)年龄(*age*)和性别(*gender*),本文样本中如果CEO为男性,标为1,否则标为0。(2)两职合一(*isduality*),如果董事长和总经理两职合一,标为1,否则标为0。(3)股权集中度(*top10*),使用企业前十大股东的持股比例衡量。(4)是否国有(*state*),如果企业为国有控股企业,则变量标为1,否则标为0。(5)自由现金流(*cashflowrev*),用企业的现金流与企业总资产的比值衡量企业的自由现金流。(6)企业杠杆率(*lev*),使用企业债务占资产的比例衡量企业的杠杆率。(7)企业成长性(*incrate\_b*),使用企业当年营业收入相对上一年营业收入的增长率衡量。(8)企业资产(*lnasset*),使用企业资产的对数衡量企业的资产。(9)财务顾问(*ifconsultant*),并购企业在交易中聘用财务顾问,变量标为1,否则标为0。(10)是否取得控制权(*ifcontrol*),如果并购交易中并购方取得了目标企业的控制权,变量标为1,否则标为0。(11)跨境并购(*ifforeign*),目标企业为其他国家和地区的并购交易,变量标为1,否则标为0。(12)行业一致性(*nondiversify*),如果并购双方在相同行业,变量标为1,否则标为0。此外,为了控制年度和行业对企业并购溢价的影响,在回归模型中加入了年度哑变量和行业哑变量。为了避免内生性,企业自由现金流、企业资产和企业的杠杆率采用滞后一年数据。

#### 四、实证检验结果分析

##### (一)多元回归结果

1. CEO知青经历与企业并购溢价支付。假设1预测CEO知青经历与企业并购溢价是正相关关系。表1的(1)和(2)栏显示,CEO知青经历的系数均显著为正,说明CEO知青经历会增加企业并购时支付的溢价,假设1得到了支持。

表 1 实证回归结果分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	知青经历与企业 并购溢价		CEO受教育水平 调节作用		企业相对绩效 调节作用		环境不确定性 调节作用	
<i>old3</i>	1.205*** (4.002)	0.678** (2.624)	7.105*** (3.990)	1.277 (0.527)	1.805*** (4.000)	0.590 (0.291)	3.905*** (3.812)	5.615 (0.761)
<i>degree</i>			0.434 (1.643)	-0.001 (-0.005)				
<i>old3×degree</i>			-1.405*** (-3.978)	-0.108** (-2.243)				
<i>rele_roa</i>					0.000 (0.542)	-0.036 (-0.218)		
<i>old3×rele_roa</i>					1.404*** (3.346)	2.877*** (2.767)		
<i>lnrev_sdv</i>							7.603 (1.069)	0.719 (1.229)
<i>old3×lnrev_sdv</i>							7.785** (2.469)	0.509*** (3.994)
<i>age</i>		-0.039 (-0.963)		-0.058 (-1.154)		-0.040 (-0.911)		-0.140*** (-4.533)
<i>gender</i>		1.614** (2.457)		1.727** (2.394)		1.606** (2.527)		3.079*** (3.005)
<i>isduality</i>		0.942*** (2.317)		0.740** (2.393)		0.666*** (2.591)		3.137** (2.588)
<i>top10</i>		-0.041** (-2.358)		-0.042** (-2.230)		-0.040** (-2.457)		-0.035*** (-3.683)

表1 (续)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	知青经历与企业 并购溢价		CEO受教育水平 调节作用		企业相对绩效 调节作用		环境不确定性 调节作用	
<i>state</i>		0.329*		0.371*		0.329*		-0.254
		(1.756)		(1.664)		(1.748)		(-1.096)
<i>cashflow_rev</i>		0.002		-0.007		0.001		-0.105
		(0.044)		(-0.128)		(0.028)		(-0.991)
<i>debratio</i>		-0.833		-1.474		-0.912		6.280***
		(-0.354)		(-0.593)		(-0.358)		(4.818)
<i>growth</i>		0.019		0.024		0.019		0.063
		(0.844)		(0.952)		(0.837)		(1.428)
<i>lnasset</i>		-0.299		-0.023		-0.284		-1.734**
		(-0.998)		(-0.082)		(-0.994)		(-2.347)
<i>ifconsultant</i>		-0.664		-0.890		-0.675		-1.455***
		(-1.144)		(-1.417)		(-1.145)		(-3.812)
<i>ifcontrol</i>		-0.732		-0.781		-0.740		1.157**
		(-1.339)		(-1.399)		(-1.292)		(2.126)
<i>ifforeign</i>		6.568		7.412		6.554		30.521***
		(1.566)		(1.591)		(1.567)		(2.784)
<i>nondiversify</i>		-2.404		-2.511***		-2.394		-2.153***
		(-1.433)		(-12.861)		(-1.391)		(-11.920)
<i>_cons</i>	1.205***	10.547	7.105***	6.117	1.805***	10.337	3.905***	46.136**
	(4.002)	(1.409)	(3.990)	(1.019)	(4.000)	(1.474)	(3.812)	(2.075)
<i>N</i>	1472	696	317	309	1476	736	748	378
<i>adj. R<sup>2</sup></i>	0.102	0.279	0.178	0.289	0.184	0.314	0.113	0.276

注:\*\*\*、\*\*、\*分别代表1%、5%和10%的显著性水平,括号中数字为双尾检验T值,以下同。

2. CEO受教育水平对CEO知青经历与企业并购溢价关系的影响。假设2预测CEO受教育水平会负向调节其知青经历与企业并购溢价之间的正相关关系。表1的(3)和(4)栏是在控制并购企业特征、并购交易特征以及CEO个人特征基础上加入CEO受教育水平(*degree*)与CEO知青经历交乘项后的回归结果,CEO知青经历与受教育水平的交乘项系数显著为负,说明CEO知青经历对并购溢价的正向关系受到CEO受教育水平的显著负向影响,假设2得到支持。

3. 企业相对绩效水平对CEO知青经历与企业并购溢价关系的影响。假设3预测CEO所在企业的相对绩效会调节CEO的知青经历与并购溢价的支付的正相关关系,表1的(5)和(6)栏为考虑CEO所处的企业在同行业中相对绩效水平的实证回归结果,若样本企业的相对绩效水平越高,则认为CEO所在企业过往的决策结果更加成功,为了排除企业排名本身就比较靠前和CEO换届对企业业绩影响的因素,本文剔除掉那些CEO的任期不足一年和有CEO换届的样本。在模型中加入企业相对绩效水平与CEO的知青经历的交乘项,实证结果表明,交乘项的系数显著为正,假设3得到支持。

4. 环境不确定性对CEO知青经历与企业并购溢价关系的影响。假设4预测CEO执掌企业所处的环境会影响CEO知青经历与企业并购溢价的正相关关系。表1的(7)和(8)栏为考虑CEO所在企业所处环境不确定性后的回归结果,即在模型中加入环境不确定性(*rev\_sdv*)与CEO知青经历的交乘项。结果表明,交乘项的系数显著为正,假设4得到支持。

## (二)进一步分析

本研究认为,过度自信是CEO受其知青经历影响最大的特质。为了进一步对文中假设部分

进行验证,本部分重点考察CEO知青经历对其过度自信的影响。

过度自信作为个体隐性的、难以被直接观察到的心理特质,其测量问题一直是国内外学者广泛关注的话题。通过现有文献回顾,本文总结了现有研究中选择用来间接反映个体过度自信程度的指标:(1)持有股票和期权行权:Malmendier和Tate(2005)在其研究中用CEO推迟行使期权、持有期权至期满或者是增持其所在企业的股票行为作为CEO过度自信的代理指标。(2)CEO的薪酬:Hayward和Hambrick(1997)用CEO相对于企业内其他高管的薪酬差距测量CEO过度自信程度,薪酬差距越大,说明CEO过度自信程度越高。(3)CEO所在企业的并购频率:Doukas和Petmezas(2007)认为,如果企业CEO在样本期内发起了超过5次的并购,则认为CEO过度自信。(4)媒体评价:Hayward和Hambrick(1997)认为,主流媒体中对CEO的评价可以衡量CEO的过度自信程度。(5)宏观指数:Oliver(2005)认为,消费者情绪指数和市场情绪指数可以间接反映CEO的过度自信程度,余明桂等(2006)以我国国家统计局公布的企业景气指数来测量CEO的过度自信程度。(6)盈利预测偏差:Lin等(2005)用CEO盈利预测与实际盈利情况的差距衡量CEO的过度自信程度。

本文认为,CEO的盈利预测与真实盈利的差距和CEO的持股情况最接近于过度自信的内涵。CEO过度自信直接体现在其高估自身的知识技能和对未来不确定性结果的乐观预测,认为企业未来会有良好的经营业绩,进而会做出高于实际盈利水平的预测,增持或者继续持有所在企业的股票。所以,本文用以下三个指标测量CEO的过度自信,并探究其与CEO在敏感时期知青经历的关系。

1. CEO盈利预测与企业实际盈利的差别。此种方法认为,涵盖以下三种情况时,CEO过度自信(*overconfidence*)标为1,其他不在此范围内的企业,CEO的过度自信标为0。(1)企业对净利润的预告与实际业绩进行对比,如果年内预告的净利润水平高于企业实际净利润,则认为该企业的CEO过度自信(*overconfidence*=1)。如果在研究年份内存在多次业绩预告,选择业绩报告结束前最后一次预告。企业如果同时公告了定性和定量的业绩报告,则选择定量的报告作为判断标准。(2)如果企业只公告了定性报告(包括不确定、续亏、转亏、扭亏、续盈、大降、略降、略增和大增9种),本文定义预测为非亏损报告(扭亏、续盈、略增、大增)、但是实际净利润小于0;预测为增长性报告(略增、大增)、但实际利润增长率低于50%;预测为略降、但实际净利润下降超过50%的三种情况为过度自信(*overconfidence*=1)。(3)如果企业只有“不确定”定性报告的报告期,根据上海证券交易所和深圳证券交易所的相关规定,如果企业净利润小于零或者是净利润与上年相比下降了50%以上,且不符合豁免条件,则定义企业CEO为过度自信(*overconfidence*=1)。

2. CEO持股情况。本文结合企业的绩效情况与CEO的持股变化情况判定CEO的过度自信程度。具体而言,如果企业当年每股收益低于上一年,但是企业CEO增持或者继续持有该企业的股票(排除分红股和业绩股),则认为研究年份内该企业的CEO为过度自信(*overconfidence*=1)。

3. CEO的薪酬与企业其他高管的薪酬差距。本文用CEO的薪酬与企业内排名第二和排名第三的高管薪酬的均值做差衡量CEO的过度自信程度,该数值越大,则认为企业CEO的过度自信程度越高。

为了增强本文结论的稳健性,本文使用以上三种方法衡量CEO过度自信程度与CEO在敏感时期的知青经历和其他变量进行回归,回归结果显示无论是用盈利预测指标、CEO的持股变动指标还是CEO与其他高管的薪酬差距衡量的CEO过度自信,在敏感时期经历过知青运动的CEO均有过度自信倾向,回归结果如表2所示。

表2 CEO的知青经历与过度自信验证结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>overconfidence</i> 用盈利预测指标衡量		<i>overconfidence</i> 用持股变动情况衡量		<i>overconfidence</i> 用薪酬差距衡量	
<i>old3</i>	2.181*** (3.784)	2.742*** (3.395)	0.580** (1.968)	0.567* (1.814)	1.080*** (3.837)	1.938*** (10.646)
<i>age</i>		-0.028 (-0.827)		0.025** (2.502)		0.020*** (3.021)
<i>gender</i>		-3.117*** (-5.640)		-0.373 (-1.619)		0.163 (0.474)
<i>cashflowrev</i>		-0.034*** (-3.416)		0.000 (0.218)		0.001 (0.635)
<i>lev</i>		-0.030* (-1.917)		0.008** (1.967)		0.000 (0.054)
<i>roa</i>		-0.096*** (-3.902)		-0.031*** (-3.379)		0.014 (1.602)
<i>_cons</i>	-7.823*** (-4.065)	2.121 (1.407)	0.319 (0.781)	-1.103 (-0.809)	11.595*** (44.925)	8.522*** (5.196)
<i>N</i>	2625	1161	4481	2373	521	408
<i>R<sup>2</sup>或Pseudo R<sup>2</sup></i>	0.138	0.266	0.079	0.126	0.336	0.400

### (三)稳健性分析与内生性检验

1. 稳健性分析。本文增加了如下稳健性分析过程,以增强本文结果的稳健性:(1)在回归过程中加入了年度虚拟变量和行业虚拟变量,以排除一些由随机因素导致的伪回归结果。(2)本文确定CEO的知青经历的依据是CEO的出生年份,因此可能存在这样一种情况,即与在敏感时期经历知青运动的CEO出生于相近年代的人会有一些普遍特征,这些特征使得企业的并购溢价较高。为了降低这种有可能是年龄相近因素导致的结果,本文将识别CEO知青经历的时间分别进行等距向前向后滚动5年。样本中现在识别老三届CEO的出生年份是1946—1953年,基于此,本文将出生年份分别定为1938—1945年和1954—1961年,探究出生年代近似的CEO其所在企业是否同样具有较高并购溢价的特点。回归结果表明,向前滚动的实证结果受到现有在位CEO的年龄限制被忽略,而向后滚动时间区间内出生的CEO与对企业并购溢价关系不显著。据此,确实是CEO在敏感时期的知青经历影响了企业的并购溢价。囿于篇幅限制,本文未汇报回归结果。

2. 内生性检验。老三届CEO使得其所在企业支付更高的并购溢价,也有可能是企业的高并购溢价行为吸引了有知青经历的CEO,即企业的高并购溢价决策与老三届CEO之间存在内生性。本文采用倾向得分匹配法(PSM)进行配对处理,来检验这一内生性是否存在。我们主要考虑了在本文模型中可以控制的而且可能会对企业选聘CEO有影响的变量与有知青经历的CEO所在企业类似的样本组,本文在匹配的基础上对模型进行重新回归,回归结果显示,在敏感时期经历知青运动的CEO(*old3*)的系数依然为正,说明本文结论未受到CEO自选择问题的影响。CEO在敏感时期的知青经历显著正向影响企业的并购溢价。

此外,本文为了进一步说明是CEO在敏感时期的知青经历影响了企业高并购溢价,而不是企业选择或者影响了CEO的并购溢价决策,本文接下来探究在敏感时期有知青经历的CEO换届对于企业并购溢价的影响。回归结果显示,CEO换届系数在5%水平上显著为正,说明相对于未在敏感时期经历知青运动的CEO上任,老三届CEO上任会显著增加企业的并购溢价。囿于篇幅限制,本文未汇报匹配结果和内生性检验的回归结果。

## 五、研究结论与讨论

### (一)研究结论

本研究将企业的战略决策延伸到历史研究领域,通过收集和整理2006年1月1日至2016年12月31日期间中国上市企业的并购事件,研究CEO在敏感时期的知青经历对企业并购溢价的影响。研究表明,在敏感期经历过知青运动的CEO更加倾向于支付高的并购溢价。进一步,本文探讨了CEO受教育水平、企业相对绩效水平和环境不确定性对CEO敏感时期的知青经历与企业并购溢价关系的调节作用,发现:第一,接受过高水平教育的CEO在学习过程中接受了更多的科学训练,其过度自信倾向得到了修正,对知青经历和企业并购溢价之间的关系产生显著的负向调节作用。第二,企业的相对绩效水平越高,过往的成功使得CEO更加坚信自己具有比他人更高的技能和对未来更大掌控程度,从而在并购中倾向于支付更高的溢价。第三,企业所处的环境不确定性越强,CEO受到的压力越大,而且其接收到的信息频率越高、速度越快、信息的模糊性越强,这会使得CEO更加愿意接受那些与自己的预期一致的信息,强化自己的过度自信,从而在并购中支付更高的溢价。

### (二)研究启示

本文的研究结论有助于理解上市企业并购溢价决策行为产生的机理,也为企业并购实践提供了管理启示。(1)CEO在敏感时期的经历会影响企业的并购溢价,这一研究结论对企业选聘高管具有一定的借鉴意义及决策参考价值。企业在选聘高管的过程中,需要进一步了解其在敏感时期的重大经历,最大限度的发挥高管的优势。(2)企业应逐步完善公司治理,鼓励更多的利益相关者参与企业治理,加强对CEO决策的事前评估、事中控制与事后监督,防止由CEO过度自信导致的非理性并购溢价。(3)企业在进行CEO薪酬机制设计时,一方面要充分考虑外在环境因素的不可控性,缓解CEO面临的压力;另一方面,企业可以通过强大的信息系统建设和有效的沟通机制,加强相关信息的收集和分析,以帮助CEO进行有效决策。

## 主要参考文献

- [1]陈守明,简涛,王朝霞. CEO任期与R&D强度:年龄和教育层次的影响[J]. 科学学与科学技术管理,2011, (6): 159-165.
- [2]程令国,张晔. 早年的饥荒经历影响了人们的储蓄行为吗?——对我国居民高储蓄率的一个新解释[J]. 经济研究,2011, (8): 119-132.
- [3]沈维涛,幸晓雨. CEO早期生活经历与企业投资行为——基于CEO早期经历三年困难时期的研究[J]. 经济管理,2014, (12): 72-82.
- [4]余明桂,夏新平,邹振松. 管理者过度自信与企业激进负债行为[J]. 管理世界,2006, (8): 104-112, 125.
- [5]Bernardo A E, Welch I. On the evolution of overconfidence and entrepreneurs[J]. Journal of Economics & Management Strategy, 2001, 10(3): 301-330.
- [6]Ghosh D, Olsen L. Environmental uncertainty and managers' use of discretionary accruals[J]. Accounting, Organizations and Society, 2009, 34(2): 188-205.
- [7]Huning T M, Thomson N F. The impact of performance attributions on escalation of commitment[J]. Journal of Organizational Culture, Communications and Conflict, 2014, 18(1): 115-122.
- [8]Kim J Y, Halebian 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.
- [9]Malmendier U, Tate G. CEO overconfidence and corporate investment[J]. The Journal of Finance, 2005, 60(6): 2661-2700.
- [10]Malmendier U, Tate G. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 89(1): 20-43.
- [11]Malmendier U, Tate G, Yan J. Overconfidence and early - life experiences: The effect of managerial traits on corporate

- financial policies[J]. *The Journal of Finance*, 2011, 66(5): 1687-1733.
- [12]Marquis C, Tilcsik A. Imprinting: Toward a multilevel theory[J]. *The Academy of Management Annals*, 2013, 7(1): 195-245.
- [13]Meyer W G. The effect of optimism bias on the decision to terminate failing projects[J]. *Project Management Journal*, 2014, 45(4): 7-20.
- [14]Oke A, Walumbwa F O, Myers A. Innovation strategy, human resource policy, and firms' revenue growth: The roles of environmental uncertainty and innovation performance[J]. *Decision Sciences*, 2012, 43(2): 273-302.
- [15]Weitzel U, Berns S. Cross-border takeovers, corruption, and related aspects of governance[J]. *Journal of International Business Studies*, 2006, 37(6): 786-806.

## CEOs' Educated Youth Experience and Corporate Mergers and Acquisitions Premium: An Empirical Study Based on the Branding Theory

Zeng Chunying<sup>1</sup>, Mao Ning<sup>1</sup>, Yi Zhigao<sup>2</sup>

(1. *Business School, Nanjing University, Nanjing 210093, China*;  
2. *Business School, Nanjing Normal University, Nanjing 210023, China*)

**Summary:** This study extends the strategic decision of the company to the historical research field. By collecting and sorting out the mergers and acquisitions events of Chinese listed companies from January 1, 2006 to December 31, 2016, the impact of CEOs' educated youth experience on corporate mergers and acquisitions premium is studied. The results of this study show that the CEO who has experienced the Educated Youth Movement during the sensitive period is more inclined to pay a high mergers and acquisitions premium. Further, this paper explores the role of CEO education level, the company's relative performance level and environmental uncertainty in the relationship between CEOs' educated youth experience during the sensitive period and the corporate mergers and acquisitions premium. It is found that: First, the scientific training that a highly educated CEO receives in the learning process can correct his overconfidence tendency, and has a significantly negative adjustment effect on the relationship between the educated youth experience and the corporate mergers and acquisitions premium. Second, the higher the relative performance level of the company, the past success makes the CEO more convinced that he has higher skills than others and greater control over the future, which tends to pay a higher premium in mergers and acquisitions. Third, the stronger the environmental uncertainty of the company, and the higher the frequency, the faster the speed and the stronger the fuzziness of the information the CEO receives, the CEO is more willing to accept the information that is consistent with his expectations, strengthen his overconfidence, and pay a higher premium in mergers and acquisitions.

**Key words:** educated youth experience; overconfidence; merger and acquisition premium; sensitive period; imprinting theory

(责任编辑:王 孜)