

海归董事降低了跨国并购溢价吗？

——基于沪深 A 股上市公司的经验证据

王爱群, 闫盼盼, 赵 东

(吉林大学 管理学院, 吉林 长春 130012)

[摘要]基于高阶梯队理论,以 2009—2017 年沪深 A 股上市公司跨国并购交易为样本,实证分析海归董事对跨国并购溢价的影响。研究表明:具有海外学习、工作经历的海归董事具有特有的信息优势和关系资源,在跨国并购定价过程中可以有效发挥咨询功能,显著降低了并购溢价;海归董事对跨国并购溢价的抑制效应在更大的国内市场竞争、国有企业、并购目标涉及资源与通信类等敏感性行业中更加显著。进一步分析发现,与海外学习背景相比,海归董事的海外工作背景能够对跨国并购溢价发挥更大的边际作用,并且只有外部海归董事才会对跨国并购溢价产生抑制作用。

[关键词]跨国并购溢价;海归董事;市场竞争;产权性质;敏感行业;公司规模

[中图分类号]F276 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2020)03-0040-11

一、引言

跨国并购不仅是我国进行产业结构调整、推动经济高质量发展的重要手段,还是企业获取战略性资源、加强规模经济和协同效应的必然选择。随着“走出去”与“一带一路”倡议的落实和推进,我国政府积极推动本土企业进行跨国并购,海外并购市场规模和交易数量持续增长。在跨国并购过程中,并购定价直接关系到交易的效率和效果,成为并购决策的核心内容。在跨国并购定价的实践中,由于国际化知识经验不足及制度环境约束,我国企业缺乏对价格的合理掌控以及讨价还价的博弈能力,从而使得“中国溢价”现象在国际并购市场中普遍存在。据统计,近十年来,中国企业跨国并购交易平均溢价率达到 28.82%,均胜电子收购 KSS 的溢价率达到 94%,创造了“中国溢价”的新高。虽然过高的并购溢价有助于提高并购成功的可能性,但也可能导致后续经营的资金紧张,甚至影响并购后的公司绩效。因此,如何提高并购决策效率和缓解“中国溢价”成为跨国并购的实践焦点与理论热点。

在现代公司治理结构中,董事会是企业权力结构的重要实体,董事会成员作为联结企业内外部的“桥梁”,不断向公司输入发展所需的各种资源,以保证公司战略目标的实现和经营决策的有效性^[1]。根据高阶梯队理论,董事的个人特质(阅历、价值观和个性等)对公司战略决策具有重大影响^[2]。董事能否高效地履行咨询功能、提高决策质量取决于其自身的特质和能力。我国各级政府在加速企业“走出去”的同时也陆续出台了一系列引智引才的优惠政策,使得大批具有海外经历的管理人才进入董事会,以优化董事会结构,提高决策质量。已有经验证据表明,海归董事的海外工作经验与学习经历可以促进公司创新,他们所积累的社会网络资源有助于企业拓展海外市场^[3-5]。然而,海归董事能否依靠相

[收稿日期]2019-09-27

[基金项目]国家社会科学基金青年项目(17CJY057);教育部人文社会科学研究基金项目(13YJA630085);吉林省社会科学基金项目(2018B76)

[作者简介]王爱群(1964—),女,吉林大安人,吉林大学管理学院教授,博士生导师,博士,主要研究方向为公司财务与金融管理、财务会计与管理;闫盼盼(1989—),女,河南鹿邑人,吉林大学管理学院博士生,主要研究方向为公司财务与资本市场,邮箱:643178903@qq.com;赵东(1987—),男,山东淄博人,吉林大学管理学院博士生,主要研究方向为公司财务与资本市场。

关海外经历和社会网络资源提高跨国并购定价效率,抑制“中国溢价”,目前尚未有文献对此进行研究。

此外,管理者决策行为通常高度依赖于企业的具体情境,不同决策情境会影响管理者的个人感知与认知偏差^[5-6]。随着经济全球化进程的加快和中国经济的转型升级,中国企业面临更激烈的国内市场竞争、更高的海外市场进入壁垒以及战略资源的短缺等问题,为此中国企业往往基于减少竞争、规避进入壁垒、获得更大的协同效应的考虑而发起海外并购^[7]。在不同的并购动机下,管理层在决策中发挥的作用也会有所差异,因此在研究海归董事对跨国并购溢价的影响机理过程中,有必要进一步考虑不同并购动机下的情境作用。综上所述,本文拟利用汤姆森全球并购数据库(SDC)2009—2017年披露的中国上市公司跨国并购溢价的经验数据探讨以下问题:(1)海归董事会对跨国并购溢价产生怎样的影响?(2)海归董事对跨国并购溢价的影响是否会因主并企业所处市场竞争环境及股权性质和目标企业的行业性质不同而有所差异?

本文可能的贡献主要在于以下两个方面:首先,本文为我国企业跨国并购定价决策影响因素的研究提供了新的理论视角。现有研究更多的是从制度环境、政治风险、国家文化、行业特征等方面考察了跨国并购溢价的存在性或差异性^[8-14],而本文拟深入探讨海归董事对降低跨国并购溢价的作用,能够丰富跨国并购溢价影响因素的相关文献。其次,本文横向拓展了海归董事如何发挥咨询功能的研究边界。随着企业不断加大海外管理人才的引进力度,学者们分别从企业创新、国际化战略、股价崩盘风险等角度分析了海归董事对企业战略决策、市场表现所产生的边际效应^[3,5,15],而本文拟从个体层面专门探索海归董事在跨国并购定价过程中所发挥的作用,从并购战略决策角度为高层梯队理论提供新的经验证据。

二、理论分析

(一) 海归董事与跨国并购溢价

并购定价作为企业并购战略决策的核心内容,本质上是并购双方在信息不完全对称状态下的动态博弈过程。由于境外制度、社会文化以及市场环境不同,外来者身份使得主并企业在东道国容易遭受不熟悉成本以及因认知合法性缺失而产生的关系成本和歧视成本^[16],这些外来者劣势导致我国企业在跨国并购过程中面临更大的不确定性与信息不对称,这不仅影响主并企业管理者对并购目标的甄选以及对目标企业价值与协同效应的评估,还降低了自身的议价能力。另外,在跨国并购过程中我国企业普遍存在的有限理性和“抄底”心理使其往往倾向于支付较高的并购溢价,以追求并购成功^[17]。因此,在实施跨国并购战略时,如何提高我国企业并购定价效率成为缓解“中国溢价”现象的关键。

董事是公司战略的决策者,其咨询功能的有效性直接影响公司战略决策的质量与效率^[4]。高阶梯队理论认为,管理者的学历背景、职业经历等个人特征会显著影响管理者的行为选择和价值认知^[2]。作为企业内外沟通的桥梁,董事在海外的成长、学习和工作经历不仅提高了自身的认知水平以及收集和分析复杂信息的能力,还拓展了境外关系网络,这对缓解企业跨国并购定价过程中的信息不对称与不确定性具有增量贡献。海归董事对跨国并购溢价的影响主要表现在三个方面:第一,海归董事深入了解海外政治经济社会(潜)规则^[18],对目标国的市场环境和商业惯例具有较为完备的信息渠道以及成熟的数据挖掘、处理与分析能力^[19],且在掌握海外市场和目标企业软信息的数量和深度方面也具有增量优势,可以显著降低主并企业跨国并购的信息不对称程度,提高对目标企业价值评估的准确性,从而有助于提高并购定价效率。第二,海归董事积累了较多的海外社会关系网络资源^[5],能够有效应对跨国并购过程中的安全审查、政治风险等合法性缺失问题,提升主并双方的信任程度与合作意愿^[20],降低跨国并购的歧视成本和关系成本,减少跨国并购的不确定性,从而降低并购溢价。第三,具有国际化战略思维和运作能力的海归董事不仅可以通过组织学习提高跨国并购决策效率,还可以抑制并购博弈定价阶

段本土董事所表现出来的过度自信或急于求成等有限理性^[21],通过优化定价谈判策略来降低并购溢价。

根据以上分析,本文预测在公司跨国并购过程中,海归董事可以提高跨国并购定价效率,缓解“中国溢价”现象,因此提出研究假设1。

假设1:在相同条件下,海归董事对跨国并购溢价具有显著的负向影响。

(二) 海归董事、市场竞争与跨国并购溢价

组织经济学与战略管理的相关理论认为,公司战略决策与其所面临的市场环境紧密相关。当前,我国经济产能过剩、内需拉动不足,同时受到汇率波动与国际税收的影响,我国企业普遍面临国内外市场竞争的双重压力。因此,实施多元化战略,抢占全球市场份额,寻求海外市场以获取外生的竞争优势,从而克服企业的负外部性和减少竞争,成为面临较大市场竞争的企业进行跨国并购的主要动因^[7]。在此动机下,主并企业管理者为了提高跨国并购完成率,出于急于求成或“抄底”心理,往往选择支付更多的对价,进而会产生更高的并购溢价。陈仕华等认为国企高管在面临较为严重的企业成长压力时,会不惜代价追求快速的外在并购进行扩张且支付的溢价较高^[22]。Kim等发现,企业的市场压力与并购溢价正相关^[23]。

海归董事的海外学习或工作经历使其可以适应不同国家的内外部环境条件,有助于促使企业快速实现管理的国际化转型,提高企业内部管理水平,提升企业管理维度的国际竞争力。在面临更大的市场竞争压力时,海归董事具有更强的容忍程度和风险管理能力^[24],会更加谨慎地做出并购决策,竭尽所能提高企业竞争力,抑制主并企业的急于求成或“抄底”心理,提高跨国并购定价效率。Zikic等研究发现,有海外工作经历的人在面对较大不确定性与压力时会更加积极主动,且具有更高的容忍度^[25]。另外,相较于本土董事,海归董事具有全球化视野,更熟悉国际市场环境,可以有效降低并购双方的信息不对称程度,有利于更好地理解 and 应对来自全球市场的刺激,帮助企业在激烈复杂的竞争中最大化地识别和利用跨国商业机会,从而有助于降低并购溢价。

根据以上分析,本文预期主并企业的市场竞争环境影响海归董事对跨国并购溢价的抑制效应,在面对较大的市场竞争时,海归董事可以利用其自身的能力和资源缓解主并企业的市场竞争压力,提升主并企业在跨国并购谈判中的竞争力,从而降低并购溢价,由此提出研究假设2。

假设2:在相同条件下,主并企业所处行业竞争程度越大,海归董事对跨国并购溢价的抑制作用越强。

(三) 海归董事、产权性质与跨国并购溢价

相较于民营企业,国有企业的跨国并购具有鲜明的经济与政治共生性,其特殊的“身份标签”在跨国并购过程中会遭受更大的“外来者劣势”,认知合法性问题产生的歧视成本和关系成本更大^[26-27],从而导致国有企业进入海外市场的壁垒更高。当跨国并购的进入壁垒较高时,提高收购价格便成为重要的谈判技巧,国有企业管理层出于自身职业生涯的考虑以及依靠享有的预算软约束优势,具有更强的动机和能力通过提高支付对价来实现并购目标。孙淑伟等研究发现,从政府干预和并购激励的角度来看,国有企业的跨国并购定价能力较弱,支付的溢价更高^[14]。因此,如何有效避开进入壁垒,迅速进入并实现并购目标成为国有企业跨国并购的主要动机。

国有企业董事会通过吸引具有海外背景的管理人才来避开进入壁垒,在更大程度上缓解跨国并购过程中的溢价现象。一方面,国有企业跨国并购面临更严重的政治风险或安全审查等合法性问题,海归董事对境外的市场规则、法律制度和社会文化的了解及其所拥有的社会网络资源对于降低歧视成本与关系成本将产生更大的边际效应,有助于突破国有企业跨国并购的进入壁垒。另一方面,海归董事在资本市场发展较为完善和成熟的国家或地区接受过海外优质的教育和先进的管理理念的熏陶,具有良好的专业技能与较强的投资者保护意识,并能够将这一价值取向渗透到所在公司管理的各个方面^[28]。面

对国有企业的高溢价并购,海归董事的投资者保护意识会潜移默化地转化为降低并购溢价的意愿和能力。此外,海归董事拥有的广阔社交网络与丰富社会资本不仅意味着其拥有更庞大的人脉资源,同时还是一种外在监督,这会促使海归董事自发地增进履职过程中的勤勉与审慎态度,以防影响自身声誉。因此,声誉机制的存在促使海归董事通过优化国有企业跨国并购激励来提高定价效率,进一步抑制“中国溢价”。

根据以上分析,本文预期海归董事对跨国并购溢价的抑制效应因规避并购进入壁垒动机的影响而存在产权性质截面差异,故提出研究假设3。

假设3:相较于民营企业,海归董事对跨国并购溢价的抑制效应在国有企业中更加显著。

(四) 海归董事、目标企业行业敏感性与跨国并购溢价

资源是协同效应发挥的基础,在经济新常态的环境中,获取更多的战略资源以发挥协同效应来支持经济转型发展是我国企业跨国并购的另一个主要动因。当目标企业属于能源或稀缺资源产品、军事产品、重要基础设施以及通讯等敏感性行业时,东道国审批部门常以国家安全为由加大审核力度,提高并购难度,使得主并企业在跨国并购过程中遭遇更严重的“外来者劣势”,从而导致我国企业支付更高的溢价^[14,29]。孙翔宇等的研究表明,当并购目标为敏感行业企业时,并购失败的可能性更大,中国企业更有动机提高并购溢价,以提高并购成功率^[30]。因此,如何获取并购目标企业及其所在国政府的信任与审批,进而降低并溢价,成为通过跨国并购来寻求更大协同效应的企业亟须关注和解决的问题。

海归董事作为并购双方沟通的“桥梁”,可以依赖自身的资源与能力有效降低并购溢价,以助力中国企业获取更大的协同效应。首先,海归董事拥有海外市场上大量的社会资源和社交网络,可以提高并购双方的沟通效率,缓解目标企业及其所在国政府对中国企业并购动机的顾虑和担忧,有助于主并企业应对并购审查;其次,海归董事的海外留学或工作经历形成其对目标企业所在国制度、文化、商业惯例、利益相关者的偏好和行为模式等的全面认知,可以为并企业带来更多增量信息,有效降低并购双方的不熟悉成本,进一步加强并购双方之间的信任程度和合作意愿^[20],有助于降低主并企业并购过程中所面临的不确定性,从而降低并溢价;最后,海归董事可以凭借其专业技能和对目标企业及其所在国的充分了解来提高主并企业在并购定价过程中的谈判效率,从而在更大程度上降低并溢价。Masulis等对美国上市公司中海外独立董事的研究发现,海外独立董事可以提供其来源国的市场信息和标的物信息,有助于公司进行谈判和决策^[31]。

根据以上分析,本文预期目标企业的行业敏感性特征会影响海归董事对跨国并购溢价的抑制效应,故提出研究假设4。

假设4:在相同条件下,当目标企业属于敏感性行业时,海归董事对跨国并购溢价的负向影响更大。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文以汤姆森全球并购数据库(SDC)2009—2017年披露的跨国并购溢价的中国上市公司为研究样本,并根据研究需要对样本进行如下处理:(1)剔除目标企业的母公司为中国公司的样本;(2)剔除开曼群岛等避税天堂国家的目标企业样本;(3)剔除变量数据缺失的样本。经筛选,本文最终得到153个观测值。海归董事数据通过翻阅公司年报中董事的简历并结合巨潮资讯、百度百科等网站披露的资料进行手工整理获得,其他财务数据来自国泰安(CSMAR)数据库。另外,考虑到极端值对研究结论可靠性的影响,本文对所有连续变量均在1%和99%的分位数水平上进行缩尾处理。

(二) 变量选择

1. 被解释变量:跨国并购溢价(*Pre4W*)。借鉴孙淑伟等的做法^[14],本文采用SDC提供的并购溢价计量方式,即 $Pre4W = (\text{支付对价} - \text{并购公告日前四周当天目标公司收盘价}) / \text{并购公告日前四周当天目}$

标公司的收盘价。

2. 解释变量:海归董事($P_Foreign$)。参考宋建波和文雯的研究^[3],本文选取曾经在中国大陆以外的国家或地区工作(不包括在中国大陆企业的海外分支机构或者中外合资企业的工作经历)或学习的董事人数在董事会中所占比例作为海归董事的衡量指标。

3. 控制变量:本文将公司规模、资产负债率、现金持有量、产权性质、市场竞争程度、敏感性行业、目标企业盈利能力、并购类型、并购比例及行业作为控制变量。

表1 报告了变量的具体定义。

表1 变量定义表

变量名称	变量符号	变量说明
跨国并购溢价	$Pre4W$	并购公告日前四周的溢价,(支付对价-并购公告日前四周当天目标公司收盘价)/并购公告日前四周当天目标公司的收盘价
海归董事	$P_Foreign$	公司董事会中具有海外背景董事所占比例
公司规模	$Size$	期初营业收入的自然对数
资产负债率	Lev	期初负债总额/期初资产总额
现金持有量	$CashHol$	期初现金及现金等价物/期初资产总额
产权性质	SOE	国有企业取值为1,否则为0
市场竞争程度	HHI	以主营业务收入计算的赫芬达尔指数
行业敏感性	$SenInd$	虚拟变量,如果并购目标属于敏感性行业取值为1,否则为0
并购类型	$Indmatch$	并购是否为同行业内并购。如果SDC数据显示并购双方的SIC前四位相同,则认为并购双方属于同行业,取值为1,否则为0
并购比例	$Percent$	收购股份占目标企业总股份的比例
目标企业盈利能力	$TargetRoe$	目标企业净利润与净资产的比值
行业	Ind	虚拟变量

(三) 模型构建

为了检验所提假设,借鉴Giannetti等、顾露露等的研究^[4,32],本文构建如下回归模型:

$$Pre4w = \alpha + \beta_1 P_Foreign + \beta_2 Size + \beta_3 Lev + \beta_4 CashHol + \beta_5 SOE + \beta_6 HHI + \beta_7 SenInd + \beta_8 Indmatch + \beta_9 Percent + \beta_{10} TargetRoe + Ind + \varepsilon \quad (1)$$

四、实证结果及分析

(一) 描述性统计分析

表2 报告了主要变量的描述性统计结果。

$P_Foreign$ 的均值为 27.842,最大值为 85.714,海归董事比例的平均值接近三分之一,说明在我国发生跨国并购的企业中,董事国际化已经成为普遍现象,个别公司海归董事占比高达 85.71%。 $Pre4W$ 的平均值为 26.112,标准差为 49.875,最大值为 256.250,说明中国企业跨国并购溢价程度较高,且企业之间的变异程度较大。 HHI 的平均值为 0.298,最大值为 0.677,说明我国不同行业的竞争程度存在较大差异。国有企业并购占比为 51.63%,涉及敏感行业的企业并购占比为 46.41%,说明近年来我国企业的跨国并购比较关注资源和通讯类等战略资产的获取。 SOE 与 $SenInd$ 的样本分布均匀,为后续截面分析提供了保证。在进行跨国并购时,属于同一行业并购的有 34 起,其均值为 0.222,说明我国企业出于多元化经营的动机在跨国并购中倾向于跨行业并购。相关变量的均值与中值趋于一致,基本服从正态分布,说明样本具有总体代表性。

表2 变量的描述性统计结果

变量	观测值	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
$Pre4W$	153	26.112	49.875	-63.670	21.280	256.250
$P_Foreign$	153	27.842	18.357	0.000	25.000	85.714
$Size$	153	23.044	1.974	19.350	22.852	28.550
Lev	153	0.534	0.169	0.083	0.552	0.855
$CashHol$	153	0.116	0.110	0.003	0.089	0.651
SOE	153	0.516	0.501	0.000	1.000	1.000
HHI	153	0.298	0.089	0.206	0.274	0.677
$TargetRoe$	153	-0.170	0.630	-3.127	-0.032	1.535
$Indmatch$	153	0.222	0.417	0.000	0.000	1.000
$Percent$	153	36.631	32.765	0.220	20.250	100.000
$SensInd$	153	0.464	0.500	0.000	0.000	1.000

(二) 相关性分析

表3报告了变量间的相关系数。*Pre4W*与*P_Foreign*的相关系数为-0.279,在1%水平上显著,说明海归董事比例与跨国并购溢价显著负相关,假设1得到初步支持。模型整体VIF均值小于2,且各变量的VIF均值均远小于10,变量间的相关系数均小于0.5,说明不存在严重的多重共线性问题。

表3 相关性分析结果

变量	<i>Pre4W</i>	<i>P_Foreign</i>	<i>Size</i>	<i>Lev</i>	<i>CashHol</i>	<i>SOE</i>	<i>HHI</i>	<i>Target Roe</i>	<i>Indmatch</i>	<i>Percent</i>	<i>SensInd</i>
<i>Pre4W</i>	1	-0.212***	-0.083	-0.054	0.026	-0.008	-0.073	0.104	-0.102	0.282***	0.114
<i>P_Foreign</i>	-0.279***	1	0.080	-0.040	-0.023	-0.084	0.097	0.113	0.030	-0.114	-0.080
<i>Size</i>	-0.080	0.099	1	0.306***	-0.022	0.426***	0.253***	0.062	0.230***	-0.025	0.253***
<i>Lev</i>	-0.097	-0.076	0.295***	1	-0.083	0.237***	-0.028	-0.018	0.015	-0.045	0.080
<i>CashHol</i>	0.214***	0.028	-0.121	-0.178**	1	-0.026	-0.052	-0.061	0.028	-0.083	-0.099
<i>SOE</i>	0.012	-0.082	0.427***	0.227***	-0.112	1	0.275***	0.037	0.297***	0.023	0.402***
<i>HHI</i>	-0.135*	0.095	0.375***	-0.012	-0.093	0.384***	1	-0.026	0.382***	0.083	0.396***
<i>Target Roe</i>	0.098	0.142*	0.004	0.064	-0.058	0.058	-0.025	1	0.205**	0.228***	-0.170**
<i>Indmatch</i>	-0.105	0.028	0.227***	0.027	-0.019	0.297***	0.426***	0.156*	1	-0.016	0.165**
<i>Percent</i>	0.149*	-0.062	0.085	0.020	-0.019	0.020	0.105	0.112	-0.054	1	0.025
<i>SensInd</i>	0.105	-0.077	0.280***	0.059	-0.162**	0.402***	0.431***	-0.091	0.165**	0.100	1

注:右上部分为 Spearman 相关系数,左下部分为 Pearson 相关系数;***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。下同。

(三) 单变量均值差异检验

本文按照海归董事比例*P_Foreign*的中位数将全样本划分为海归董事比例高和海归董事比例低两组,采用*T*检验的方法考察两组样本跨国并购溢价*Pre4W*是否存在显著差异。如表

表4 单变量均值差异检验

变量	海归董事比例低	海归董事比例高	差异	t 值
跨国并购溢价均值	33.27	18.06	15.21*	1.90

4所示,*Pre4W*在两组样本的均值差异为15.21,对应的*t*值为1.90,在10%的水平上显著,说明海归董事比例较高公司的跨国并购溢价显著更低,这进一步支持了本文的假设1。

(四) 回归结果与分析

1. 海归董事与跨国并购溢价的检验结果

表5中列(1)报告了海归董事对跨国并购溢价影响的回归结果。海归董事比例(*P_Foreign*)的系数为-0.884,在1%水平上显著为负,说明海归董事每提高1个百分点,跨国并购溢价程度平均降低0.884个百分点,海归董事与跨国并购溢价负相关,海归董事可以提高跨国并购定价效率,降低并购溢价,假设1得到支持。海归董事拥有在不同国家或地区的生活、学习和工作经历,具有较强的认知能力、先进的管理经验和丰富的海外关系资源,可以最大化识别和利用跨国并购机会,降低并购双方的信息不对称程度和不确定性,而且内外优势资源互补效应的发挥能够有效抑制主并企业的有限理性与“抄底”心理,这些独特的资源与能力有力地促进了跨国并购战略的实施,并购溢价的降低在情理之中。在控制变量方面,*CashHol*的系数显著为正,说明主并企业的现金持有量越多,跨国并购溢价越高。*HHI*的系数显著为负,说明主并企业所处行业竞争程度越大,跨国并购溢价越高。*SenInd*的系数显著为负,说明当目标企业属于敏感性行业时,主并企业支付的溢价更高。*Percent*的系数显著为正,说明跨国并购交易中并购方收购目标公司的股权比例越大,并购溢价越高。*Target Roe*的系数显著为正,说明目标企业的盈利能力越好,越有可能付出更高的对价。

2. 市场竞争程度的截面差异分析

为检验假设2,本文将样本分为市场竞争程度高(*HHI*小于中位数)和市场竞争程度低(*HHI*大于或等于中位数)两组,检验海归董事对跨国并购溢价的削弱作用是否存在市场竞争的截面差异。如表5中列(2)和列(3)所示,在市场竞争程度高的样本组,*P_Foreign*的系数为-1.586,且在1%的水平上显著;在市场竞争程度低的样本组,*P_Foreign*的系数为-0.320,且在10%的水平上显著。进一步地,由组

间系数差异检验(*Suest*)结果($Chi2(1) = 9.69, Prob > chi2 = 0.002$)可知, $P_Foreign$ 的系数在市场竞争程度更高的样本中显著更大,假设2得以验证。造成这一现象的原因不难理解,在面临更大的市场竞争压力时,海归董事具有更强的容忍程度和风险管理能力,会更加谨慎地做出并购决策,竭尽所能提高企业竞争力,抑制主并企业的急于求成或“抄底”心理,从而提高跨国并购定价效率,降低并购溢价。

3. 股权性质的
截面差异分析

本文按照企业实际控制人性质把全样本划分为国有企业、民营企业两组,考察产权性质是否影响海归董事对跨国并购溢价的抑制效应。由表5中列(4)和列(5)的结果可知,在国有企业样本中, $P_Foreign$ 的系数为-1.200,且在5%水平上显著;在民营企业样本中, $P_Foreign$ 的系数为-0.308,但不显著。由组间系数差异检验(*Suest*)结果($Chi2(1) = 3.32, Prob > chi2 = 0.069$)可知, $P_Foreign$ 的系数在国有企业中显著更大,说明相对于民营企业,

海归董事对国有企业跨国并购溢价的抑制作用更加明显,假设3通过检验。这一结论说明海归董事既是显性海外信息的转移载体,又是隐性决策文化和治理理念的传播使者,从而有利于打破国有企业跨国并购的壁垒,能够对降低并购溢价做出增量贡献。

4. 目标企业行业敏感性截面差异分析

借鉴孙淑伟等的研究^[14],本文按照目标企业是否属于资源类和通讯类行业,将全样本划分为敏感行业、非敏感行业两组,探讨海归董事与跨国并购溢价之间的负向关系是否存在行业敏感性差异。如表5中列(6)和列(7)所示,在敏感行业样本中, $P_Foreign$ 的系数为-1.111,且在10%的水平上显著;在非敏感行业样本中, $P_Foreign$ 的系数为-0.501,但不显著。组间系数差异检验(*Suest*)结果($Chi2(1) = 2.52, Prob > chi2 = 0.097$)显示, $P_Foreign$ 的系数在敏感性行业中显著更大,目标企业的行业特征影响海归董事与跨国并购溢价之间的负向关系,当目标企业属于敏感性行业时,海归董事对跨国并购溢价的削弱作用更显著。以上经验证据联合支持了假设4,说明海归董事作为连接并购双方的纽带,可以充分利用自身的资源与能力,加强并购双方之间的信任程度和合作意愿,降低并购双方之间的信息不对称程度与不确定性,助力主并企业应对目标企业及其所在国政府的并购审查,从而有利于缓解并购溢价,使得主并企业获得更大的协同效应。

表5 海归董事对跨国并购溢价的影响及不同截面分析结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	全样本	市场竞争程度高	市场竞争程度低	国有企业	民营企业	敏感行业	非敏感行业
$P_Foreign$	-0.884 *** (-3.24)	-1.586 *** (-3.40)	-0.320 * (-1.83)	-1.200 ** (-2.24)	-0.308 (-1.02)	-1.111 * (-1.70)	-0.501 (-1.48)
$Size$	0.793 (0.40)	-1.464 (-0.36)	1.770 (0.92)	1.846 (0.53)	-10.187 (-1.45)	1.021 (0.32)	-3.287 (-0.72)
Lev	-25.801 (-1.04)	-98.187 * (-1.67)	-34.917 (-1.46)	-15.712 (-0.37)	52.104 (0.97)	29.500 (0.61)	-46.293 (-1.08)
SOE	-4.240 (-0.54)	5.728 (0.39)	-5.195 (-0.49)			-7.873 (-0.27)	-14.731 (-1.44)
$CashHol$	138.477 ** (2.61)	165.663 ** (2.51)	100.877 ** (2.22)	144.828 ** (2.12)	156.241 * (1.78)	132.542 (1.05)	131.731 ** (2.45)
HHI	-397.215 * (-1.91)	-91.448 (-0.22)	78.079 (0.62)	-446.091 (-1.29)	245.106 (0.74)	-294.660 (-0.91)	-11.976 (-0.03)
$SensInd$	18.264 * (1.83)	16.031 (0.90)	12.911 (1.38)	43.321 ** (2.21)	-16.420 (-1.10)		
$Indmatch$	-8.926 (-0.90)	10.895 (0.58)	-16.344 * (-1.93)	-5.490 (-0.44)	-31.036 (-1.64)	7.729 (0.41)	-17.355 (-1.22)
$Percent$	0.259 ** (2.05)	0.275 (1.45)	0.294 *** (2.96)	0.218 (0.90)	0.042 (0.24)	0.447 * (2.01)	-0.022 (-0.11)
$Target Roe$	12.110 ** (2.61)	23.715 *** (3.15)	14.377 ** (2.33)	10.646 (1.61)	7.537 (0.93)	1.496 (0.17)	7.705 (1.10)
$Constant$	100.665 * (1.80)	140.175 (1.30)	-61.605 (-1.06)	71.278 (0.81)	180.327 (1.12)	93.126 (1.02)	115.796 (1.02)
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	153	90	63	79	74	71	82
$AdjR-Square$	0.21	0.30	0.42	0.13	0.33	0.12	0.24
$Suest(\chi^2)$		9.69 *** (0.002)		3.32 * (0.069)		2.52 * (0.097)	

注:括号内为t统计量,并经过White异方差修正。下同。

(五) 稳健性检验
1. 替换解释变量
海归董事的代理指标

考虑到海归董事的衡量指标偏误可能会影响研究结论,本文进一步采用董事会中是否有海归董事($D_Foreign$)和董事会中海归董事的人数($N_Foreign$)作为解释变量,检验海归董事对跨国并购溢价的影响。如表6和表7所示,当公司董事会中有海归董事、海归董事人数越多时,跨国并购溢价越低;海归董事对跨国并购溢价的抑制效应在市场竞争程度、产权性质与行业敏感性方面依然具有显著的截面差异。这说明本文的研究结论并不会受到核心解释变量衡量指标选择的影响,相关实证结果是稳健的。

2. 替换被解释变量
跨国并购溢价的代理指标

根据汤森路透数据库(SDC)提供的数据,本文分别使用并购公告前一周的溢价($Pre1W$)、并购公告前一天的溢价($Pre1D$)作为被解释变量,重新检验海归董事与跨国并购溢价之间的关系,结果见表8和表9。可以发现,在考虑跨国并购溢价的衡量指标选择问题后,本文的研究结论并未发生改变,实证结果依然稳健。

(六) 进一步分析

第一,相对于具有海外学习背景的海归董事,具有海外工作经历的海归董事对企业海外的运作模式、管理技能和经验要更加熟悉,可以给企业带来更直接的国际经验,并且能够将其运用到所任职公司的管理实践中,在企业决策中拥有更大的话语权,能更好地发挥咨询作用^[3-4]。因此,本文认为相对于

表6 使用董事会中是否有海归董事($D_Foreign$)作为解释变量的回归结果

变量	(1) 全样本	(2) 市场竞争程度高	(3) 市场竞争程度低	(4) 国有企业	(5) 民营企业	(6) 敏感行业	(7) 非敏感行业
$D_Foreign$	-71.397** (-2.53)	-89.009*** (-2.93)	-13.031 (-0.85)	-89.405** (-2.43)	-11.993 (-0.44)	-97.478** (-2.08)	-17.316 (-0.82)
Constant	123.369** (2.06)	105.602 (1.07)	-50.690 (-0.67)	140.601 (1.61)	192.027 (1.17)	122.195 (1.25)	174.737 (1.61)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	153	90	63	79	74	71	82
AdjR-Square	0.25	0.22	0.45	0.27	0.33	0.26	0.22
Suest(χ^2)		6.79*** (0.009)		2.64** (0.029)		3.08* (0.079)	

注:控制变量回归结果未列示,备索。下同。

表7 使用海归董事人数($N_Foreign$)作为解释变量的回归结果

变量	(1) 全样本	(2) 市场竞争程度高	(3) 市场竞争程度低	(4) 国有企业	(5) 民营企业	(6) 敏感行业	(7) 非敏感行业
$N_Foreign$	-6.369*** (-3.04)	-10.993** (-2.64)	-3.402** (-2.25)	-11.221** (-2.44)	-2.021 (-1.00)	-9.854* (-1.67)	-2.609 (-1.14)
Constant	87.440 (1.59)	103.613 (0.93)	-50.143 (-0.88)	71.945 (0.91)	180.425 (1.10)	96.384 (1.04)	126.618 (1.05)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	153	90	63	79	74	71	82
AdjR-Square	0.19	0.22	0.45	0.15	0.33	0.08	0.21
Suest(χ^2)		4.41** (0.038)		5.56** (0.018)		3.01* (0.089)	

表8 使用并购公告前一周溢价($Pre1W$)作为被解释变量的回归结果

变量	(1) 全样本	(2) 市场竞争程度高	(3) 市场竞争程度低	(4) 国有企业	(5) 民营企业	(6) 敏感行业	(7) 非敏感行业
$P_Foreign$	-0.540*** (-2.74)	-1.076*** (-3.07)	-0.088 (-0.40)	-0.775** (-2.15)	0.011 (0.05)	-0.763* (-1.79)	-0.356 (-1.27)
Constant	-0.288 (-0.01)	-37.451 (-0.38)	-70.079 (-0.90)	-19.337 (-0.27)	179.951 (1.49)	62.736 (0.62)	20.805 (0.20)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	153	90	63	79	74	71	82
AdjR-Square	0.16	0.19	0.24	0.09	0.22	0.12	0.06
Suest(χ^2)		8.66*** (0.003)		5.10** (0.240)		2.96* (0.089)	

具有海外学习背景的海归董事,具有海外工作背景的海归董事对跨国并购溢价产生的边际效应更大。如表10中列(1)所示,海外学习背景董事比例($P_Foreign\ Study$)、海外工作背景董事比例($P_Foreign\ Work$)的标准化系数分别为-0.571、-0.787,至

少在10%的水平上显著,但后者的绝对值更大,上述理论预期得以证实。

第二,根据公司治理的制度安排,董事会成员可以分为内部董事与外部董事,内部董事仅指在公司任职的执行董事,而外部董事则包括非执行董事和独立董事。相对于执行董事,非执行董事和独立董事一般身兼多家公司职务,积累了更多的经验、知识及社会关系网络,可以最大化地将海外经历获得的资源与自身优势相结合,为公司提供更高质量的管理咨询与信息服务。张双鹏和周建指出,外部董事被认为是特殊知识的拥有者和专家,企业在并购之前往往通过这些董事的任命来获取相关信息^[33]。McDonald等也认为,外部董事具备专有知识与经验,他们更擅长进行类比运用,能够充分克服并购过程中的难题,从而做出高质量的决策方案^[34]。因此,本文预期与海归执行董事相比,海归非执行董事和海归独立董事对跨国并购溢价的影响更显著。表10中列(2)显示,海归执行董事($P_Foreign\ Exe$)的标准化系数为-0.143,但不显著,而海归非执行董事($P_Foreign\ NonExe$)、海归独立董事($P_Foreign\ Inde$)的标准化系数分别为-0.728、-1.331,且至少在5%的水平上统计显著,说明外部海归董事所占比例越大,跨国并购溢价越低,而且具有海外背景的海归独立董事在跨国并购定价过程中所发挥的边际效用更明显。

五、结论性评述

本文基于高阶梯队理论,以2009—2017年沪深A股上市公司跨国并购交易为样本,实证分析了海归董事对跨国并购溢价的影响。研究结果表明:拥有海外学习、工作经历的海归董事具有特有的信息优势和关系资源,在跨国并购定价过程中可以有效发挥咨询作用,显著降低了并购溢价;海归董事对跨国并购溢价的抑制效应在更大的国内市场竞争、国有企业、并购目标涉及资源与通信类等敏感性行业中更加显著。进一步分析发现,与海外学习背景相比,海归董事的海外工作背景能够对跨国并购溢价发挥更大的边际作用,并且只有外部海归董

表9 使用并购公告前一天溢价($Pre1D$)作为被解释变量的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	全样本	市场竞争程度高	市场竞争程度低	国有企业	民营企业	敏感行业	非敏感行业
$P_Foreign$	-0.438 ** (-2.40)	-0.900 *** (-3.09)	-0.016 (-0.08)	-0.508 * (-1.86)	0.039 (0.16)	-0.887 ** (-2.73)	-0.429 (-1.57)
Constant	-3.462 (-0.06)	2.889 (0.03)	-57.136 (-0.80)	8.135 (0.08)	171.332 (1.38)	155.958 (0.81)	22.170 (0.23)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	152	89	63	78	74	70	82
AdjR-Square	0.15	0.18	0.33	0.15	0.23	0.13	0.13
Suest(χ^2)		9.33 *** (0.002)		3.46 * (0.063)		3.32 * (0.080)	

表10 进一步分析的回归结果

变量	(1)全样本	(2)全样本
$P_Foreign\ Study$	-0.571 * (-1.69)	
$P_Foreign\ Work$	-0.787 *** (-2.68)	
$P_Foreign\ Exe$		-0.143 (-0.37)
$P_Foreign\ NonExe$		-0.728 ** (-2.10)
$P_Foreign\ Inde$		-1.331 *** (-3.41)
Size	1.907 (0.91)	1.128 (0.56)
Lev	-34.009 (-1.38)	-30.070 (-1.20)
SOE	-1.492 (-0.19)	-0.232 (-0.03)
CashHol	152.783 *** (2.73)	143.932 *** (2.71)
HHI	-403.806 * (-1.95)	-372.719 * (-1.74)
SenInd	21.030 ** (2.03)	16.999 * (1.76)
Indmatch	-4.297 (-0.43)	-10.342 (-1.03)
Percent	0.337 *** (2.63)	0.213 * (1.66)
Target Roe	11.033 ** (2.49)	11.411 ** (2.49)
Constant	67.269 (1.17)	99.156 * (1.70)
Ind	控制	控制
N	153	153
Adj. R-Square	0.22	0.22

注:表格内的回归系数均为标准化系数。

事才会对跨国并购溢价产生抑制作用。

本文的研究结论为进一步评估国际化管理人才人力资本的溢出效应提供了新证据,对于完善政府高层次人才引进政策及企业高管选聘策略具有一定的实践指导意义。第一,跨国并购亟须具有国际化视野的管理团队作为智库支撑,我国企业需要主动拓展人力资源管理的新思路,积极吸纳熟悉境外社会文化、制度背景以及法律法规的海外人才进入并购团队,提高跨国并购定价谈判能力与决策水平。第二,为适应“走出去”战略的要求,我国政府应该实施更加开放的人才政策,大力吸引海外高层次人才回国就业创业,并为海外人才在出入境管理、税收保险、生活安置等方面提供必要的便利条件,以此打破人才流动的壁垒。第三,建立健全海外高层次人才信息库以及人才需求发布平台,实现海外成熟型人才的精准对接与近距离沟通。

当然,基于数据的可得性,本文仅仅就企业海归董事的比例、学习背景及工作背景对跨国并购溢价的影响进行了分析,没有深入分析海归董事海外经历的来源地、海外所学专业、海外获得学位类型及海外具体工作类型等特征对跨国并购溢价的影响,这是未来进一步研究的方向。

参考文献:

- [1]李维安,刘振杰,顾亮.董事会异质性、断裂带与跨国并购[J].管理科学,2014(4):1-11.
- [2]Hambrick D C, Mason P A. Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers[J]. *Academy of Management Review*, 1984, 9(2): 193-206.
- [3]宋建波,文雯.董事的海外背景能促进企业创新吗?[J].中国软科学,2016(11):109-120.
- [4]Giannetti M, Liao G, Yu X. The brain gain of corporate boards: Evidence from China[J]. *The Journal of Finance*, 2015, 70(4): 1629-1682.
- [5]周泽将,刘中燕,伞子瑶.海归背景董事能否促进企业国际化?[J].经济管理,2017(7):104-119.
- [6]吴小节,曾华,汪秀琼.多层次情境嵌入视角下的委托代理理论研究现状及发展[J].管理学报,2017(6):936-946.
- [7]Rui H, Yip G S. Foreign acquisitions by Chinese firms: A strategic intent perspective[J]. *Journal of World Business*, 2008, 43(2): 213-226.
- [8>Weitzel U, Berns S. Cross-border takeovers, corruption and related aspects of governance[J]. *Journal of International Business Studies*, 2006, 37(6): 786-806.
- [9]Zhang J, Zhu C, Ebbers H. Completion of Chinese overseas acquisitions: Institutional perspectives and evidence[J]. *International Business Review*, 2011, 20(2): 226-238.
- [10]Wan K M, Wong K F. Economic impact of political barriers to cross-border acquisitions: An empirical study of CNOOC's unsuccessful takeover of unocal[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2009, 15(4): 447-468.
- [11]温日光.风险观念、并购溢价与并购完成率[J].金融研究,2015(8):191-206.
- [12]江珊,魏炜,张金鑫.文化距离和制度距离对我国企业跨国并购溢价的影响研究[J].投资研究,2016(7):121-131.
- [13]Laamanen T. On the role of acquisition premium in acquisition research[J]. *Strategic Management Journal*, 2007, 28(13): 1359-1369.
- [14]孙淑伟,何贤杰,赵瑞光,等.中国企业海外并购溢价研究[J].南开管理评论,2017(3):77-89.
- [15]王德宏,文雯,宋建波.董事海外背景能否降低股价崩盘风险?——来自中国A股上市公司的经验证据[J].金融评论,2018(3):52-69+123-124.
- [16]Denk N, Kaufmann L, Roesch J F. Liabilities of foreignness revisited: A review of contemporary studies and recommendations for future research[J]. *Journal of International Management*, 2012, 18(4): 322-334.
- [17]薛琰如,张海亮,邹平.所有制差异、套利动机与对外直接投资区位决策——基于矿产资源型国有企业的分析[J].经济评论,2016,(2):137-150.
- [18]Sambharya R B. Foreign experience of top management teams and international diversification strategies of US multinational companies[J]. *Strategic Management Journal*, 1996, 19(7): 739-746.
- [19]Burt R S. *Structural holes: The social structure of competition*[M]. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1992.

- [20] Niccolò P, Alan M, Paula B. Top management team internationalization and firm-level internationalization: The moderating effects of home-region institutional diversity and firm global focus[J]. *Journal of International Management*, 2018, 24(3): 239-256.
- [21] 潘爱玲, 刘文楷, 王雪. 管理者过度自信、债务容量与并购溢价[J]. *南开管理评论*, 2018(3): 35-45.
- [22] 陈仕华, 卢昌崇, 姜广省, 等. 国企高管政治晋升对企业并购行为的影响——基于企业成长压力理论的实证研究[J]. *管理世界*, 2015(9): 125-136.
- [23] Kim J, Halebian J, Finkelstien S. When firms are desperate to grow via acquisition[J]. *Administrative Science Quarterly*, 2011, 56(1): 26-60.
- [24] Bouquet C, Birkinshaw J. How global strategies emerge: An attention perspective[J]. *Global Strategy Journal*, 2011, 1(3-4): 243-262.
- [25] Zikic J, Bonache J, Cerdin J L. Crossing national boundaries: A typology of qualified immigrants' career orientations[J]. *Journal of Organizational Behavior*, 2010, 31(5): 667-686.
- [26] Cui L, Jiang F. State ownership effect on firms FDI ownership decisions under institutional pressure: A study of Chinese outward-investing firms[J]. *Journal of International Business Studies*, 2012, 43(3): 264-284.
- [27] Li J, Yue D R. Identity, community and audience: How wholly owned foreign subsidiaries gain legitimacy in China[J]. *Academy of Management Journal*, 2007, 50(1): 179-190.
- [28] Alli K L, Chan K C, Subrahmanyam V, et al. Multinational board diversity and firm value[J]. *International Journal of the Academic Business World*, 2010, 4(2): 1-9.
- [29] 张建红, 卫新江, 海柯·艾伯斯. 决定中国企业海外收购成败的因素分析[J]. *管理世界*, 2010(3): 97-107.
- [30] 孙翔宇, 孙谦, 胡双凯. 中国企业海外并购溢价的影响因素[J]. *国际贸易问题*, 2019(6): 145-159.
- [31] Masulis R W, Wang C, Xie F. Globalizing the boardroom—the effects of foreign directors on corporate governance and firm performance[J]. *Journal of Accounting Economics*, 2012, 53(3): 527-554.
- [32] 顾露露, Robert R. 中国企业海外并购失败了吗? [J]. *经济研究*, 2011(7): 116-129
- [33] 张双鹏, 周建. 企业并购战略的决策动因述评: 从理性预期到行为研究[J]. *外国经济与管理*, 2018(10): 107-121.
- [34] Mcdonald M L, Westphal J D, Graebner M E. What do they know? The effects of outside director acquisition experience on firm acquisition performance[J]. *Strategic Management Journal*, 2008, 29(11): 1155-1177.

[责任编辑: 王丽爱]

Do Directors with Overseas Background Lower the Premium of Cross-border M&A? Empirical Evidence from A-share Listed Companies in Shanghai and Shenzhen

WANG Aiqun, YAN Panpan, ZHAO Dong

(School of Management, Jilin University, Changchun 130012, China)

Abstract: Based on the theory of high echelon, this paper makes an empirical analysis on the influence of overseas returned directors on the cross-border M&A premium, with the cross-border M&A transactions of A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2009 to 2017 as samples. The results show that overseas returned directors with overseas study and work experience have unique information advantages and relationship resources, and can effectively play a consulting role in the pricing process of cross-border M&A, significantly reducing the M&A premium. The inhibiting effect of overseas returned directors on cross-border M&A premium is more significant when dealing with greater domestic market competition, state-owned enterprises, and M&A targets involving sensitive industries such as resources and communications. Further analysis shows that working background of overseas returned directors can play a greater marginal role in the cross-border M&A premium compared with their overseas study background, and only these external ones can exert a restraining effect on the cross-border M&A premium.

Key Words: cross-border M&A premium; directors with overseas background; market competition; nature of property rights; sensitive industries; company size