

管理者过度自信对上市公司并购投资的影响

唐 蓓

(山东大学 管理学院, 山东 济南 250100)

[摘要]公司并购的“成功悖论”引发人们对公司并购行为的重新审视。从行为经济学中的管理者非理性假设出发,实证检验管理者过度自信心理特征与公司并购投资行为之间关系的研究显示,出于自身利益的长远考虑以及公司并购普遍败绩的现实,我国上市公司的管理者对并购投资表现出较为谨慎的态度。但我国上市公司的并购投资-现金流敏感性与管理者的自信程度高度相关,说明并购投资行为实际上同时受到自由现金流以及管理者自信程度的双重影响。

[关键词]成功悖论;过度自信;并购投资;投资-现金流敏感性

[中图分类号]F235.99 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2010)05-0077-07

一、问题的提出

根据MM定理,如果两个公司合并后现金流并没有改变,那么通过购并的方式将两个公司重新组合既不会创造财富,也不会破坏财富^[1]。然而,经济学家们在对公司购并进行了大量的实证研究后,得出的基本结论是,被收购的公司的股东常常能够获得超额回报,而收购公司则很少获利。此外,合并后的公司的长远业绩也只是差强人意而已。国外就并购对股东财富影响的最近研究是由莫勒等进行的^[2]。莫勒等研究了1991年—2001年美国历史上最大规模的并购潮对股东财富的影响。他们发现,在1991年—1997年,并购为股东创造了240亿美元的财富,但在1998年—2001年,股东因为并购损失了2400亿美元。合并后的公司的价值下跌幅度超过7%,在这期间进行的4136次并购中,只有5次并购的协同效益为明显的正值。从国内来看,许多学者对上市公司并购绩效问题开展的实证研究表明,目前中国上市公司并购多属于浪费型的低效率收购。冯根福等选取主营业务收入等4个指标来综合

评价公司绩效,发现并购当年和并购后1年上市公司的业绩得到一定程度的提高,但随后年份绩效普遍下滑^[3];李善民、朱滔的研究证实,并购未能为收购公司股东创造价值^[4]。在公司并购后1年至3年内,无论是混合并购还是同行业并购,大多数收购公司的股东都遭受了显著的财富损失。

由此可见,现实中公司并购的浪潮一浪高于一浪,且与公司内部成长相比,并购仍是公司成长过程中优先选择的发展战略,但是从公司并购绩效的实证检验来看,公司并购未能为收购公司股东创造财富,甚至多数情况下毁损了股东财富^[5]。这种收购公司积极实施并购行为与大多数并购未能创造股东财富、甚至毁损股东财富之间的矛盾就构成了所谓的公司并购的“成功悖论”,也被称为“公司并购绩效之谜”或“收购公司股东损益之谜”^[6-8]。

二、理论述评

许多文献指出,由于代理冲突与信息不对称,MM定理成立的假设前提——“完善的外部融资市场”并不存在,企业在融资方面受到的约束导致了企

[收稿日期]2010-01-20

[基金项目]山东省社会科学规划研究项目(08DJGJ22)

[作者简介]唐蓓(1976—),女,山东威海人,山东大学管理学院会计系讲师,博士,从事财务会计及财务管理研究。

业投资行为的扭曲。从代理观点看来,管理者与股东的目标往往不一致,他们更多时候追求在企业中的控制权利及其所带来的各种利益^[9]。按照信息不对称观点的解释,管理者出于股东利益最大化的目标,需要从外部融资以支持有利的投资机会,但是由于逆向选择的存在,外部投资者对投资机会的评价一般比较低,因而企业通过外部融资所获得的资金不足以满足最优投资水平的需求^[10]。

上述两种理论均假定公司管理者和外部投资者是理性的,然而现实中的市场并非如此。众多行为经济学的研究表明:无论是外部投资者还是内部管理者均存在认知偏差。一方面,资本市场并非像经典理论所宣称的那样有效,非理性的投资者在对公司的基本价值进行判断时出现偏误,进而据此做出错误的投资决策;另一方面,非理性的管理者有可能会对投资项目的收益和风险以及资本成本做出不恰当的分析,从而产生非效率的投资行为。

大量的实验心理学研究发现,经济活动中的所谓“经济人”并不总是理性的。行为经济学的基本理论之一就是认为经济人的认知偏差是一种常态,而不是偶发事件。在这一理论前提下,认知偏差就会在具体的大脑决策中体现出来。在公司的重大决策当中,管理者脑子发热是常见的现象,最典型的莫过于“过度自信”,如 Langer 和 Weinstein 的实证研究发现,公司的高管人员通常会比普通员工对自己的能力做出更高的评价^[11-12]; Cooper、Woo 和 Dunkelberg 则指出,企业家常常高估其投资项目成功的可能性^[13]。同样,在进行并购决策时,并购公司的管理者不仅对自己的能力充分肯定,也会对并购对象盈利的概率做出乐观的预测,即高估并购行为的潜在价值,而对可能带来的破坏性风险估计不足,因为他们相信自己的能力必定高于目标公司目前的管理者。正是由于这一现象的存在使得取得败绩的公司并购被看作是一种过度投资行为,即非效率投资的一种表现。

另外,Heaton 以管理者过度自信作为研究前提,提出即使不考虑信息不对称或委托代理冲突,管理者的自信程度也可以在特定的投资机会下改变企业现金流的成本与收益,影响企业的投资行为^[14]。一方面,过度自信影响管理者的融资决策进而影响投资决策。过度自信的管理者认为市场低估本公司证券的价值,从外部进行股权融资的成本较高,因此不

愿对外筹资,而将内源性融资作为公司主要的筹资手段。当公司面临良好的投资机会需要筹集大量资金时,如果公司内部现金流短缺就可能使公司放弃净现值大于零的投资项目,从而造成投资不足。另一方面,过度自信的管理者会过高地估计投资项目的盈利情况或过高地评价公司的投资机会。如果这时公司拥有大量的流动资金^①,不需要从资本市场筹集资金或者只有很小一部分资金需要从外部筹集时,公司管理者就会实施一些他们认为净现值大于零但实际为负的项目,导致投资过度,降低公司价值。也就是说,过度自信的管理者的投资行为对现金流具有很强的敏感性。

基于以上观点,本文从管理者过度自信对并购投资行为的影响出发,首先对管理者过度自信的心理特征进行指标量化;其次通过实证检验我国上市公司并购投资规模与管理者信心指数以及现金流的关系,并进行分组检验;最后得出相关结论。

本文的研究意义在于:从理论意义来说,第一,放弃了传统研究中关于公司管理者完全理性的假设,研究管理者的非理性心理特征与公司并购行为之间的关系,是对并购理论的丰富和发展。第二,通过将行为经济学的研究范畴扩展到经济活动中的重要领域——公司并购,再一次印证了行为经济学的生命力所在,同时也丰富了行为经济学的理论基础,有助于其形成完整的学科框架。从实践意义上看,在我国证券市场发展不够成熟、国有企业深化改革正在继续、委托-代理问题普遍存在的情况下,管理者的非理性行为很可能与市场的非理性相结合,导致股市泡沫的加剧和公司的非理性扩张并购。因此,从行为经济学的角度对公司并购的“成功悖论”重新进行审视,对于我国的监管主体和市场行为主体而言都将具有重要的意义。

三、研究设计

(一) 过度自信的量化

要准确地衡量管理者的过度自信水平需要建立评价过度自信的指标体系。到目前为止,研究者提出了以下几种方法来衡量管理者的过度自信:Mal-mendier 和 Tate 提出以行权期内管理者持有本公司的股票或股票期权数量在行权期内是否净增长作为衡量管理者是否过度自信的指标^[15]。Oliver 则以

①自由现金流代理成本假说认为,经理利益并不总是与股东利益一致,他们之间存在代理问题,经理的目标为最大化私人利益,最直接的谋求私利的方式是建造“企业帝国”,因此,自由现金流多的企业更容易出现过度投资。

消费者情绪指数来衡量管理者的过度自信程度^[16]。该指数是由美国密西根大学通过对美国消费者进行定期电话访问来调查公众对当前及预期的经济状况的个人感受而编制的。余明桂、夏新平、邹振松根据国家统计局公布的企业景气指数来度量管理者过度自信程度^[17]。当景气指数大于临界值 100 点时,企业家对未来发展乐观,当小于 100 时则表示悲观。另外,王震等以上市公司年度业绩预告变化与否来度量管理者的自信程度^[18]。如果样本公司在观察期内至少有一次实际盈利水平低于预测盈利水平,则将该公司的管理者定义为过度自信。郝颖、刘星和林朝南采用任期内高管人员持股数量变化作为过度自信衡量指标^[19],即将三年考察期内持股数量不变的管理者认为是适度自信;将三年内持股数量增加且增加原因不是红股和业绩股的管理者判定为过度自信。

在我国,上市公司高管所持有的本公司股票不能自由流通,高管继续买入公司股票的主要动因是期待获得更多的分红,其前提是对公司的前景非常乐观,同时也需要承担特定的风险,因此高管增持股票可以看作过度自信的一种表现。另外,股票全流通之后高管持股是大势所趋,持股高管的行为将是监管重点。采用高管持股变化判断与度量过度自信水平具有较高的引导意义,可以为更好的监管提供针对性意见。鉴于以上原因,本文将参考郝颖对管理者过度自信水平的度量方法并加以改进,根据上市公司董事长和总经理持股数量的变化来判断管理者是否过度自信。

(二) 样本选择

近几年来,我国上市公司的并购行为表现出明显有别于以往的特征,尤其是 2005 年股权分置改革实施以后,全流通格局的逐步显现使得企业并购在范围、模式、动机、支付方式、融资渠道等方面都发生了深刻的变化。以此为分界点分别选取改革前后各两年的公司并购样本进行研究,其结果更具有现实意义。另外,为了保证研究质量和研究结果的可比性,样本选取必须保证一定的时间跨度。鉴于以上原因,本文选用 2003 年—2007 年发生并购的沪、深两市上市公司为样本,剔除在考察期内发生多次并购的公司以及并购前双方具有重大关联关系的公司;另外发行 B 股和 H 股的上市公司以及金融类上市公司也不包括在内。

所有样本的财务数据以及市场交易数据都采用年末数据。在具体的计算中还排除了账面杠杆大于 1 或小于 0 的公司,因为从账面值来看,前者表示公

司已经出现资不抵债的情况,后者则可能是数据异常。样本数据均是各公司发生并购当年及前一年的各基本指标的统计,共选取 887 个公司样本。

(三) 研究假设

在我国上市公司既定的股权结构下,代理问题愈发凸显,公司控制权高度集中于高管人员手中,股东对管理者的非效率投资行为缺乏有效的制衡机制。即使并购行为可能会使得公司价值遭受毁损,但为了控制更多的上市公司资源,建立自己的产业帝国,尤其是还有可能获得控制权私有收益时,管理者就会产生强烈的并购动机,扩大并购规模。因此笔者提出第一个假设:

假设 1:管理者的自信程度与并购公司的投资水平正相关。

根据管理者非理性对投资决策影响的理论分析可知,当企业外部融资成本较高、同时又面临良好的投资机会时,投资对现金流量是非常敏感的。另外,如果企业拥有大量的可用资金,管理者会对未来的投资收益过分自信,出于提高个人声誉、做大公司规模的愿望,公司的投资也可能较多,这种情况下公司投资也会表现出对现金流的敏感性。从我国的实际情况来看,上市公司大多为国有企业,在公司所有者缺位和中小股东“搭便车”的情况下,国有企业“内部人控制”问题是比较严重的。在这样的背景下,公司高管过度自信的倾向表现得尤为明显,当公司有充裕的现金流时会过分热衷投资;而当现金流不足时又会因不愿选择外部融资而造成投资不足。基于以上分析,笔者提出第二个假设:

假设 2:管理者的自信程度与并购公司的投资—现金流敏感性正相关。

(四) 变量定义

1. 被解释变量:并购投资支出

本文以并购投资(包括股权并购和资产并购)来替代通常用以衡量企业投资支出的固定资产投资,并对总资产进行标准化以消除企业规模对投资的影响,采用股权并购金额或资产并购金额来表征并购投资水平,以考察高管过度自信对公司并购投资支出的影响。

2. 解释变量

(1) 过度自信变量。如果并购公司的高管在观测期内持股数量发生增加,并且不是被动增持股份,则表示管理者过度自信。本变量为虚拟变量,若存在过度自信为 1,否则为 0。

(2) 自由现金流量。指已经扣除各种必要的支出^①、并可以为企业所自由支配的现金流量。

(3) 过度自信与现金流交叉变量。用来检验管理者的投资 - 现金流敏感性。

3. 控制变量

包括资本结构、公司规模、盈利能力以及成长性^②。

(五) 变量描述

表 1 变量定义

字符	变量名	变量定义
MA/A	并购投资支出	股权(资产)并购金额/总资产
Conf	过度自信变量	虚拟变量,过度自信为1,否则为0
FCF	自由现金流	(净利润 + 折旧 - 普通股股利)/总资产
Conf × FCF	交叉变量	投资 - 现金流敏感性
D/A	资本结构	总负债/总资产
Grow	成长性	主营业务收入增长率
ROE	盈利能力	净资产收益率
Size	公司规模	总资产对数

(六) 模型构建

从已有的研究来看,影响企业并购投资的因素

主要包括盈利能力、自由现金流、成长性等,本文引入这些变量作为控制变量,构建回归模型如下:

$$(MA/A)_i = \beta_0 + \beta_1 (Conf)_i + \beta_2 (FCF)_i + \beta_3 (Conf \times FCF)_i + \beta_4 (Grow)_i + \beta_5 (ROE)_i + \beta_6 (Size) + \beta_7 (D/A)_i + \varepsilon$$

四、实证分析

(一) 描述性统计

本文分年度按高管持股的类别对上市公司并购投资率的均值进行统计性描述(见表2)。高管持股样本分为三种类型:未持股样本、持股不增样本、增持样本。从三类公司近5年的发展形势来看,持股增加及持股不增的上市公司的并购投资率近似呈正态分布,而未持股公司的投资率表现为相反的变化(见下页图1)。但令人意外的是,每一年增持股票的公司均比持股不增类公司的并购投资率要小,说明高管人员过度自信的公司反而不如非过度自信公司的并购投资倾向更强烈,这与我们的理论假设正好相反,也与先前诸多的同类研究不符,具体情况有待进一步实证检验。

表 2 上市公司并购投资率的描述性统计

年度	公司分类	最小值	最大值	均值	标准差
2003	持股增加的上市公司	0.00091	0.02941	0.0196503	0.01623507
	持股不增的上市公司	0.00132	0.04625	0.0190091	0.01682304
	未持股的上市公司	0.00025	0.67124	0.0558093	0.09094071
2004	持股增加的上市公司	0.00434	0.04773	0.0168953	0.01746666
	持股不增的上市公司	0.00321	0.07287	0.0215755	0.02956363
	未持股的上市公司	0.00029	0.91322	0.0443404	0.09002397
2005	持股增加的上市公司	0.00147	0.18613	0.0472164	0.06399851
	持股不增的上市公司	0.02923	0.07817	0.0537006	0.03460786
	未持股的上市公司	0.00028	0.24513	0.0352156	0.04551339
2006	持股增加的上市公司	0.00148	0.21494	0.0495249	0.05645982
	持股不增的上市公司	0.00469	0.43817	0.0870443	0.14982653
	未持股的上市公司	0.00103	0.29208	0.0407008	0.05452091
2007	持股增加的上市公司	0.00133	0.09177	0.0293634	0.02716672
	持股不增的上市公司	0.00012	0.36758	0.0483817	0.07611850
	未持股的上市公司	0.00012	0.52116	0.0525633	0.08100713

①各种必要的支出包括企业正常生产经营所需要的运营资本和资本支出,但不包括向公司权利要求者支付的现金。

②通常用作反映投资机会的托宾 Q 比例同样也反映了投资者的错误估价程度,为防止混淆,本文采用主营业务收入增长率作为衡量公司成长性的指标。

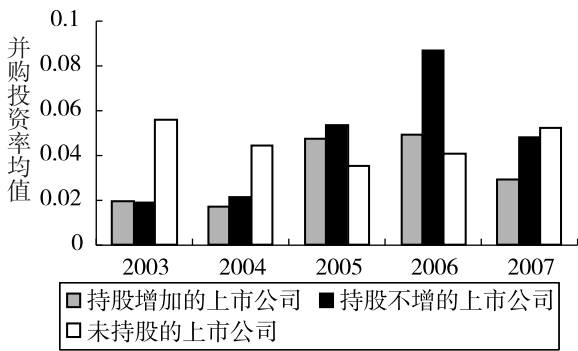


图1 持股状况与并购投资率均值关系

表3 模型各变量描述性统计表

变量名	最小值	最大值	均值	标准差
MA/A	0.00012	0.43817	0.0445517	0.067233
FCF	-0.77265	0.41693	0.0285347	0.183424
Conf · FCF	-0.77265	0.32543	0.0092765	0.143241
ROE	0.00143	0.48760	0.1066368	0.099023
Grow	-0.40613	6.16589	0.3315499	0.729893
Size	19.08861	23.23013	21.2569460	0.857729
D/A	0.008143	0.99381	0.482965	0.172648

表4 主要变量相关系数表

	MA/A	Conf	Conf. FCF	FCF	Grow	D/A	Size	ROE
MA/A	1	-0.032	0.041 *	0.185 **	-0.035 *	0.097 **	0.097 **	0.325 **
Conf		1	0.734 **	0.034 *	-0.098 **	0.008	0.156 **	0.041 *
Conf. FCF			1	0.277 **	-0.052 **	-0.016	0.136 **	0.104 **
CF				1	0.116 **	-0.066 **	0.108 **	0.345 **
Grow					1	-0.235 **	-0.347 **	0.128 **
D/A						1	0.265 **	-0.097 **
Size							1	0.364 **
ROE								1

注：*表示在5%水平上显著；**表示在1%水平上显著

还需要通过多元回归分析才能得出。负债比率和两个解释变量无显著的相关关系,这似乎告诉我们,在我国自信的高管人员并不一定会大举借债,实际上这非常符合我国上市公司不同于西方国家的偏好股权融资的现状。从表4中我们还可以发现,除过度自信变量与其交叉项变量的相关系数高于0.4以外,其他各个自变量的相关系数都显著小于0.4。可见,自变量之间并不存在显著的相关关系。

(三) 模型回归结果

从回归结果可知,过度自信变量在10%水平上显著异于零,并与并购投资率之间呈现负相关关系,说明高管人员越是过度自信,反而更是谨慎投资。这与假设1不相符,同郝颖等的研究结论更是截然相反,但是就结果本身而言,恰恰可以与笔者所做的另一项实证检验相互印证(我国上市公司管理者过度自信与并购决策不显著正相关)。本文的回归结果则进一步

从表3中可以看出,我国上市公司的并购投资率的最大值为0.43817,最小值为0.00012,相差较大,说明我国的并购市场发展不均衡。资产负债率的均值是48.3%,远远低于大多数发达国家上市公司的负债水平,也比一些发展中国家的负债水平要低,这与我国上市公司过度依赖股权融资的现状是相符合的。净资产收益率的均值为0.107,很明显有些偏低。

(二) 相关性分析

从表4可知,因变量并购投资率和现金流、主营业务收入增长率、资产负债率、企业规模、净资产收益率等自变量都具有显著的相关关系。所有的控制变量相关系数除主营业务收入增长率与并购投资率的相关系数在5%的水平上显著外,其他控制变量和并购投资率的相关系数都在1%的水平上显著。成长性与并购投资率的负相关关系表明投资额度的增长并不一定代表公司具有良好的投资机会,这也许是高管人员因为过度自信而盲目投资造成的虚假表象。当然,这仅仅是单变量的分析结果,确切的结论

表明,我国上市公司的管理者虽然存在过度自信的现象,但是对并购这项关系重大的投资行为,其表现得还是比较谨慎的。究其原因,笔者认为虽然我国上市公司的高管人员持有公司股票的比例普遍较低,但是就高管按照持股比率参与公司分红而言,比重还是相当可观的,能够为高管带来丰厚的收益。这在某种程度上把高管和公司的利益紧紧地捆绑在一起,所以尽管管理者对自己的能力是充满自信的,但鉴于职业声誉和自身利益的长远考虑,在并购这类重大投资决策问题上管理者不得不谨慎对待。因此,我国的上市公司对于并购活动并未表现出与管理者自信程度相吻合的行为偏好。

导致这一现象的另一个原因可能是,由于“并购悖论”的存在,从长期来看我国上市公司并购后普遍业绩表现欠佳,所以对并购后业绩滑坡的顾虑也是管理者对并购投资表现出较为谨慎的原因之一。

表5 高管过度自信对投资决策行为影响的回归结果

	样本总体		高成长性公司		低成长性公司	
	系数	T值	系数	T值	系数	T值
Conf	-0.182*	-1.723	-0.0146	-1.47	-0.295**	-2.11
Conf·FCF	0.134***	2.696	0.2285***	3.97	0.096	1.23
FCF	0.0132	0.267	0.014**	2.34	-0.023***	-3.05
Grow	-0.0429	-0.347	0.0054	0.03	-0.086	-0.12
D/A	0.078**	2.166	0.8443***	3.98	0.074	0.19
Size	0.115***	2.67	0.1506***	2.86	0.113	1.51
ROE	0.081**	2.393	0.3764***	3.04	0.146	0.76
R2	0.07**		0.035**		0.08**	

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的显著水平下,系数不等于0;回归方程具有线性统计关系。

从表5中可以看出,过度自信变量与现金流所组成的交叉项变量在1%的水平上通过了显著性检验,说明过度自信的管理者一旦发现公司有充裕的现金流就会增加并购投资支出。这和假设2是相符合的,即管理者过度自信对并购投资的影响需建立在对现金流敏感的基础上才更容易发生。管理者之所以更喜欢动用现金流而不愿通过发行股票筹集资金,是为了避免稀释公司现有的股权。同时,过度自信的管理者对未来的收益具有良好的预期,他们不愿意与新股东分享公司未来的收益。现金流变量不显著则进一步证明了单纯现金流的增加并不必然导致公司并购投资的增长,只有在管理者过度自信的公司里拥有更多自由支配的现金流,才会有更高的投资增长水平。资产负债率和净资产收益率变量都在5%的水平上显著正相关,说明负债以及公司现有收益增长都能导致更多的投资增长:在管理者过度自信的公司里,他们通过举债从而有更多的资金能自由支配和投资,同时负债还能产生杠杆收益;净资产收益率可以看作是过去项目投资成功的综合反映,这样使得公司具有可持续发展的后续资本支持。

另外,基于公司成长性的不同,笔者将总样本按照主营业务收入增长率的高低顺序排序,并按中位数分为两组:高成长性公司样本和低成长性公司样本。笔者对这两组公司样本分别进行了回归,回归结果如表4所示。

从高成长性公司样本检验结果来看,过度自信变量和并购投资之间呈现负相关关系,但没有通过显著性检验。过度自信变量与现金流形成的交叉项变量在1%的水平上显著正相关。另外现金流变量在5%的水平上显著正相关,说明在高成长性公司里,过度自信的管理者并不一定进行扩张性的并购,只有在拥有充裕现金流的情况下才会增加投资,这再一次印证了过度自信的管理者对现金流的异常敏

感性。资产负债率、企业规模和净资产收益率变量都在1%水平上显著正相关,进一步说明了提高负债比率、扩大企业规模和提高公司业绩都能增加并购投资规模。

从低成长性公司样本检验结果来看,过度自信变量和并购投资之间的负相关关系在5%的水平上通过了显著性检验,即相对于高成长性公司而言,低成长性公司的管理者的自信程度对并购投资增长的边际影响要小。这说明在低成长性公司里管理者尽管对自己的能力是很自信的,但通过对前景的预测和现实情况的分析,其也很难表现出明显的并购投资倾向。同时我们还发现资产负债率、企业规模和净资产收益率变量均未通过显著性检验。也就是说,在低成长性的公司里,即使是过度自信的管理者,考虑到过高的债务负担,一般也很少大举借债融资,再加之企业的经营业绩也不佳,所以这些对并购投资增长也无显著影响。现金流变量在1%的水平上显著负相关,说明即使有比较充裕的现金流,成长性较差的公司也不愿意增加投资甚至减少投资,这是符合常理的。

五、研究结论、启示及未来展望

本文的研究显示,出于自身利益的长远考虑,我国上市公司的管理者对于并购投资表现出的是一种较为谨慎的态度。这说明在我国公司高管人员持股可以起到抑制过度自信对并购投资负面影响的作用,在一定程度上可以缓解代理人问题和过度投资问题。同时,实证结果又说明我国上市公司管理者的投资-现金流敏感性与自信程度高度相关,即过度自信的管理者一旦发现公司有充裕的现金流,就会表现出增加并购投资的倾向。这说明自由现金流的成本或收益与管理者自信程度以及投资机会有关,管理者的自信程度越高,他们通过外部市场融资的可能性就越小;投资机会越好,由于缺少资金而放弃投资给股东带来的损失就越大。由此带给我们的启示是:对于拥有良好投资机会和管理者自信的公司来说,保留足够的流动资金对公司是有利的;而当管理者很自信但投资机会不佳的时候,保留大量的自由现金流可能导致公司由于投资这些项目而发生亏损,因此“吐出”现金流更为符合股东利益。

本文采用上市公司高管持股数量的变化来反映管理者的自信程度具有一定的局限性。在我国,很多公司上市时间不足五年,再加上我国上市公司股权激励计划始于1999年,很多高管持股数量并未公布,相

应数据的不完备使得实证检验存在一定的误差。由此引发出一个问题:采用什么样的代理变量来衡量管理者的自信程度更为科学合理? 公司管理者的心理特征难以刻画,而且在具体操作上较难通过实验进行研究检测。因此,建立一套具有现实可操作性、尤其是适应中国企业实际情况的管理者自信程度指标体系,将会给相关领域的研究带来突破性的进展。

[参考文献]

- [1] Modigliani F, Miller M H. The cost of capital corporation finance and the theory of investment: a comment[J]. American Economic Review, 1958, 58: 261 - 297.
- [2] 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, 2004, 24: 11 - 13.
- [3] 冯根福, 吴林江. 我国上市公司并购绩效的实证研究[J]. 经济研究, 2001(1): 54 - 61.
- [4] 李善民, 朱滔. 中国上市公司并购的长期绩效[J]. 中山大学学报, 2005(5): 80 - 86.
- [5] Singh H, Montgomery C A. Corporate acquisition strategies and economic performance [J]. Strategic Management Journal, 1987(8): 377 - 387.
- [6] Cording M, Christmann P, Bourgeois L J. A focus on resources in M&A success: a literature review and research agenda to resolve two paradoxes [R]. Working Paper, University of Virginia, 2002(2): 12 - 20.
- [7] Agrawal A, Jaffe J F, Mandelker G N. The post-merger performance of acquiring firms: a re-examination of an anomaly [J]. Journal of Finance, 1992, 47: 1505 - 1521.
- [8] 张宗新, 季雷. 公司购并利益相关者的利益均衡吗? ——基于公司购并动因的风险溢价套利分析 [J]. 经济研究,

2003(5): 30 - 36.

- [9] Jensen M C, Meekling W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976(3): 305 - 360.
- [10] Myers S C, Majluf N S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have [J]. Journal of Financial Economics, 1984(13): 187 - 221.
- [11] Langer E J. The illusion of control [J]. Journal of Personality and Social Psychology, 1975, 32: 311 - 328.
- [12] Weinstein N. Unrealistic optimism about future life events [J]. Journal of Personality and Social Psychology, 1980, 39: 806 - 820.
- [13] Cooper A C, Woo C Y, Dunkelberg W C. Entrepreneurs perceived chances for success [J]. Journal of Business Venturing, 1988(3): 97 - 108.
- [14] Heaton J B. Managerial optimism and corporate [J]. Financial Management, 2002(6): 33 - 45.
- [15] Malmendier U, Tate G. CEO overconfidence and corporate investment [J]. Journal of Finance, 2005, 60: 2661 - 2700.
- [16] Oliver B R. The impact of management confidence on capital structure [R]. Working Paper, Australian National University, 2005(5): 57 - 90.
- [17] 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(11): 104 - 112.
- [18] 王霞, 张敏, 于富生. 管理者过度自信与企业投资行为异化——来自我国证券市场的经验证据 [J]. 南开管理评论, 2008(11): 104 - 112.
- [19] 郝颖, 刘星, 林朝南. 我国上市公司高管人员过度投资决策的实证研究 [J]. 中国管理科学, 2005(5): 142 - 147.

[责任编辑: 高婷]

The Effect of Managers Overconfidence of Listed Companies on Merger and Acquisition Investment

TANG Bei

(School of Management, Shandong University, Jinan 250100, China)

Abstract: Merger and acquisition “success paradox” make people re-examine the action of the company’s mergers and acquisitions. This paper, from the supposition of non-rational manager in behavioral economics, makes an empirical examination of the relationship between managers overconfidence and corporate merger and acquisition investment behavior. Studies have shown that: Consider the long-term self-interest of mergers and the reality of general failure of acquisitions, managers of China’s listed companies for the merger and acquisition investment showed a cautious attitude of a higher degree. But the merger and acquisition investment of listed companies-cash flow sensitivity is highly relevant to the degree of managers’ confidence, indicating that merger and acquisition investment suffered the double impact of free cash flow as well as the degree of managers’ confidence.

Key Words: success paradox; overconfidence; merger and acquisition investment; sensitivity of investment-cash flow