

学校编码: 10384
学 号: 32120090153193

分类号 _____ 密级 _____
UDC _____

厦 门 大 学

博士学位论文

制度效率、CEO 并购决策偏好转换与并购绩效
——基于有限理性的动态分析框架

**Institutional Efficiency, CEO's Decision Preference
Reversals and M&A Performance: Based on Bounded
Rationality Dynamic Analysis Framework**

邱月盈

指导教师姓名: 屈 文 洲 教 授
专 业 名 称: 财 务 学
论文提交日期: 2 0 1 4 年 5 月
论文答辩时间: 2 0 1 4 年 月
学位授予日期: 2 0 1 4 年 月

答辩委员会主席: _____
评 阅 人: _____

2014年5月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日 _____

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于
年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

本文在 2008 年全球金融危机背景下，以有限理性假设为前提，首次从 CEO 行为演化适应性的角度出发，尝试将广义的公司治理效率（以下称制度效率）嵌入到现有心理学——行为并购理论的分析框架中，从而构建了一个动态的制度——行为并购理论的分析框架。该框架以我国 2001 至 2009 年间的上市公司的市场化并购活动为研究对象，利用演化博弈论的思想和方法，从 CEO 并购决策偏好转换的全新视角，系统分析了我国市场化并购制度变迁中，制度效率对上市公司并购绩效的影响机制和经济后果。从而为我国市场化并购制度改革影响上市公司的并购绩效提供了一个完整的行为财务解释。

在理论建模方面，本文首先从公司治理约束效率影响并购决策中 CEO 过度自信行为转换的角度，构建理论模型分析制度效率对并购绩效的影响。模型表明，内部公司治理约束存在一个最优的约束水平，且有效的公司治理约束，能够抑制过度自信 CEO 的并购动机，促进适度水平 CEO 过度自信行为转换为创新行为；CEO 并购经验学习行为也能够抑制过度自信 CEO 的并购动机，且有效的公司治理约束能够增强过度自信 CEO 的并购经验学习效果。

其次，本文从公司治理激励效率影响 CEO 并购跟风行为转换角度，构建理论模型分析制度效率对市场泡沫和并购绩效的影响。模型表明，在市场泡沫期，内部公司治理激励存在一个最优的激励水平，且无效的公司治理激励能够促进 CEO 并购跟风行为发生；在泡沫高点期，CEO 并购跟风行为转换发生影响了市场泡沫的破裂风险。

最后，本文从外部控制权市场和内部公司治理与 CEO 并购决策偏好共生演化角度，构建理论模型分析制度效率对并购绩效的影响机制。模型表明，内部公司治理激励和约束强度的比例存在一个最优范围，而过度的激励或者约束将会导致公司治理激励与约束不对称现象发生；公司治理激励与约束不对称能够诱发 CEO 过度自信行为和并购跟风行为、抑制 CEO 学习行为和创新行为，进而破坏并购绩效；而有效公司控制权市场可以降低公司治理激励与约束不对称的负面影响，促进 CEO 过度自信行为和并购跟风行为的转换发生，进而提高并购绩效。

在实证分析方面,本文首先检验了公司治理约束效率对并购绩效的影响机制及后果。结论表明,有效的公司治理约束和 CEO 并购经验学习行为,分别能够抑制过度自信 CEO 的并购动机,促进 CEO 过度自信行为转换,进而提高并购绩效;结论也表明,适度水平的 CEO 过度自信行为可以转换为创新行为,改善并购绩效;极端水平的 CEO 过度自信行为能够抑制创新行为,破坏并购绩效。

其次,本文检验了公司治理激励效率对市场泡沫和并购绩效影响。结论表明,在整个市场泡沫期,无效的公司治理激励能够促使 CEO 并购跟风行为和并购跟风行为转换发生,进而影响市场泡沫。具体而言,在市场泡沫膨胀期和破裂期,CEO 并购跟风行为能够加剧市场泡沫膨胀或破裂程度,在泡沫高点期,市场中的 CEO 并购跟风行为转换能够增加市场泡沫破裂风险,且市场泡沫破裂风险能够引发下一期的公司泡沫破裂风险,进而增加了股票整体泡沫的破裂风险;此外,本文还进一步检验了 CEO 并购跟风行为破坏公司并购绩效方式的影响因素。结论表明,在市场泡沫膨胀期和破裂期,CEO 并购跟风行为与其对大股东或机构投资者的迎合行为和羊群行为有关;在泡沫高点期,CEO 并购跟风转换与其基于行业薪酬声誉考虑下的市场择机行为有关。

最后,本文检验了外部控制权市场对并购绩效的影响。结论表明,内部公司治理激励与约束不对称可以降低并购绩效,有效的外部控制权市场能够降低内部公司治理激励与约束的不对称程度,进而提高并购绩效。在此基础上,本文进一步检验了控制权市场对并购绩效的影响机制,结论表明,内部公司治理的过度激励能够诱发 CEO 过度自信行为与跟风行为,内部公司治理的过度约束能够抑制 CEO 创新行为和经验学习行为,进而降低并购绩效;有效的控制权市场能够减少 CEO 过度自信行为和并购跟风行为对并购绩效的负面影响,并能够促进适度水平 CEO 过度自信行为转换为创新行为,适度水平跟风行为转换为学习行为,进而提高并购绩效;此外,本文还检验了股权分置和国有股权性质对控制权市场效率的影响,结论表明,股权分置改革提高了控制权市场效率,进而改善并购绩效;国有股权性质降低了控制权市场效率,进而损害并购绩效。

实证结果总体上支持了本文理论分析的结论,表明我国市场化并购制度变迁中的制度效率是影响上市公司 CEO 并购决策偏好转换的关键因素。这意味着,一方面,上市公司应该调整内部公司治理激励和约束水平的结构,防止公司治理激励与约束不对称诱发 CEO “行为偏差”破坏公司并购绩效;另一方面,市场

监管者应该深化市场化并购制度的改革，充分发挥外部控制权市场对上市公司 CEO “行为偏差” 的治理功能，防范 CEO “行为偏差” 对金融市场产生的“额外” 风险。本文研究的政策意义是在行为金融框架内，提供了一个考察制度效率的新视角和新方法，从而为如何治理 CEO “行为偏差” 或者 “诚实错误” 以及我国市场化并购制度改革方向提供了有益的参考和借鉴。

关键词：有限理性；制度效率；CEO 决策偏好转换；并购绩效

厦门大学博硕士论文摘要库

Abstract

Under the background of the global financial crisis in 2008, this paper, for the first time, with the hypothesis of bounded rationality, from the perspective of CEO adaptive behavior evolution, attempts to take general corporate governance efficiency (hereinafter referred to as institutional efficiency) into existing behavioral merger and acquisition (M&A) theory, so as to construct a new dynamic institution——behavioral M&A theory framework. Using the ideas of evolutionary game theory and method, based on the data of M&A in China (2001-2009), this framework, from a new perspective of CEO M&A decision preference transformation, systematically analyzes how institutional changes of market-oriented M&A influence M&A performance, and then provides a complete behavioral finance explanation for China's marketization reform affect the M&A performance of listed companies.

From the part of theoretical analysis, this paper provides three research points. Firstly, from the perspective of corporate governance constraints affecting CEO overconfidence behavior transformation, this paper builds a theoretical model to analyze the influence of the institutional efficiency on M&A performance. Our model predicts that (i) internal corporate governance constraints exist an optimal level, and effective corporate governance constraints can inhibit the overconfident CEO's M&A Motives, and promote moderate level CEO overconfidence behavior into innovation behavior, (ii) CEO's M&A experience learning behavior also can inhibit the overconfident CEO's M&A Motives, and effective corporate governance can strengthen CEO's M&A experience learning behavior.

Secondly, from the perspective of corporate governance incentive affecting CEO's M&A following behavior reversal, this paper builds a theoretical model to analyze the influence of institutional efficiency on market bubble and M&A performance. Our model predicts that (i) internal corporate governance incentives exist an optimal levels in a bubble market, and invalid corporate governance incentives can lead to CEO's M&A following behavior, (ii) in the period of the height of the market bubble, the reversal of CEO's M&A following can affect the fracture risk of market bubble.

Finally, from the angle of the external control market and CEO M&A decision preference symbiotic evolution, this paper builds a theoretical model to analyze the influence of institutional efficiency on M&A performance. Our model predicts that (i) the proportion of internal corporate governance intensity of incentive and constraint exist an optimal range. Excessive incentive and constraint can cause asymmetry of incentive and constraint of corporate governance, (ii) the asymmetry of incentive and constraint of corporate governance can destroy M&A performance by inducing CEO's irrational behaviors, (iii) effective market for corporate control can reduce the negative impact of asymmetric of corporate governance incentive and constraint, and promote the CEO overconfident behavior and M&A following behavior conversion occurs, then, M&A performance can be improved.

From the part of empirical analysis, this paper also provides three research points. Firstly, it examines how constraint efficiency of corporate governance affecting M&A performance. The results suggest that (i) the effective constraint mechanism of corporate governance can restrain overconfident CEO's M&A motivation, and increase M&A performance. In addition, CEO's learning behavior also can restrain overconfident CEO's M&A motivation, and increase M&A performance, (ii) effective constraints of internal corporate governance can promote the CEO's learning effect on the overconfident CEO's M&A motivation, (iii) moderate CEOs' overconfidence can increase innovational behavior and M&A performance; Extreme CEO's overconfidence can restrain innovational behavior and destroy M&A performance. Further studies find that external corporate control market can promote constrained effect and learning effect of CEO.

Secondly, this paper examines how the corporate governance incentives efficiency affects market bubble in the whole bubble period. The results show that (i) invalid corporate governance incentives can induce CEO's M&A following and the reversals of it, and then affect market bubble in the whole bubble period, (ii) CEO's M&A following exacerbates magnitude of market bubble inflation and burst in a period of bubble expansion and rupture, at the same time, the reversal of CEO's M&A following increases the burst risk of market bubble during the peak period, (iii) market bubble burst can lead to the burst risk of the next phase company bubble, and then produce the burst risk of overall stock bubble. In addition, this paper analyses the different ways that CEO's M&A following can destroy M&A performance. The results indicates that, in a period of bubble expansion and rupture, CEO's M&A

following is related to CEO's herding behavior and catering behavior, which are caused by big shareholders and institutional investors. While in the peak period, CEO's M&A following is related to CEO's market timing behavior based on industry salary reputation.

Finally, this paper examines how external corporate control market and internal corporate governance affect M&A performance respectively. The results indicate that (i) the asymmetry of incentive and constraint of internal corporate governance can destroy M&A performance by two reasons: one is excessive corporate governance incentive can increase the probability of CEO's overconfidence behavior and following behavior, the other is excessive corporate governance constraint can decrease the probability of CEO's learning behavior and innovation behavior, (ii) effective corporate control market can increase M&A performance by reducing the negative impact of excessive incentive or excessive constraint, and then promoting CEOs' behavior reversals from overconfidence to innovation, or from following to leaning, (iii) reform of the shareholder structure in listed companies may increase the efficiency of corporate control market and M&A performance. State ownership property can reduce the efficiency of corporate control market and M&A performance.

Overall, our empirical results are consistent with theoretical analysis in this paper. The empirical results suggest that institution efficiency is one of the major driving factors for CEO's M&A decision preference reversals. This implies that (i) listed companies should adjust internal corporate governance incentive and constraint structure, avoiding the asymmetry of incentive and constraint to destroy M&A performance, (ii) market regulators should deepen the reform of market-oriented M&A institution to make the best use of the governance functions of external corporate control market to the behavior of the listed company's CEO, preventing CEO "behavioural biases" have "extra" risk on financial markets. This paper, within the framework of behavioral finance, provides a useful advice and reference for how to govern the CEO of behavior bias and provides a direction of China's marketization reform of M&A market institution.

Keywords: Bounded Rationality; Institutional Efficiency; CEO Decision Preference Reversals; M&A Performance

目 录

第一章 引言	1
第一节 研究背景与问题的提出	1
第二节 研究目的和意义	5
第三节 研究内容、研究方法与技术路线	7
第四节 关键问题和创新之处	12
第二章 文献综述	16
第一节 行为并购理论分析框架	16
第二节 CEO 过度自信行为与并购绩效	22
第三节 CEO 跟风行为与并购绩效	26
第四节 公司治理、CEO 并购决策偏好选择与并购绩效	28
第五节 CEO 个人特质与并购绩效	30
第六节 国内研究	31
第三章 理论模型与研究假设	34
第一节 公司治理约束与 CEO 过度自信行为转换机制分析	34
第二节 公司治理激励与 CEO 并购跟风行为转换机制分析	39
第三节 控制权市场与 CEO 并购决策偏好转换与并购绩效	48
第四章 公司治理约束、CEO 过度自信行为转换与并购绩效	56
第一节 CEO 过度自信行为转换与并购绩效	56
第二节 研究设计	58
第三节 实证分析结果与稳健性检验	62
第四节 结论分析与展望	73
第五章 公司治理激励、CEO 并购跟风行为转换与并购绩效	75
第一节 CEO 并购跟风行为转换与并购绩效	75
第二节 研究设计	77
第三节 实证分析结果与稳健性检验	86
第四节 结论分析与展望	97

第六章 控制权市场、CEO 并购决策偏好转换与并购绩效	99
第一节 CEO 并购决策偏好转换与并购绩效	99
第二节 研究设计	101
第三节 实证分析结果与稳健性检验	110
第四节 结论分析与展望	124
第七章 结论、启示和展望	136
第一节 研究结论	136
第二节 政策建议与参考	139
第三节 研究不足与展望	142
参考文献	145
致 谢	155

Table of Contents

Chapter1 Introduction	1
1.1 Research Background and Presentation of the Issues	1
1.2 Research Purpose and Implication	5
1.3 Research Content, Research Method and Technical Roadmap	7
1.4 Key Problems and Innovations of Research	13
Chapter 2 Literature Review.....	17
2.1 Analysis Frame work of Behavior M&A Theory	17
2.2 CEO's Overconfidence Behavior and M&A Performance	23
2.3 CEO's Following Behavior and M&A Performance	27
2.4 Corporate Governance, CEO's M&A Decision Preference Selection and M&A Performance	29
2.5 CEO's Personal Characteristics and M&A Performance	31
2.6 Domestic Research.....	32
Chapter 3 Theoretical Model and Research Hypothesis	36
3.1 Reversal Mechanism Analysis of Corporate Governance Constraints and CEO's Overconfidence Behavior	36
3.2 Reversal Mechanism Analysis of Corporate Governance Incentive and CEO's M&A Following Behavior	41
3.3 Corporate Control Markets, CEO's M&A Decision Preference Reversal and M&A Performance.....	50
Chapter 4 Corporate Governance Constraints, CEO's Overconfidence Behavior Reversal and M&A Performance.....	57
4.1 CEO's Overconfidence Behavior Reversal and M&A Performance	57
4.2 Research Design.....	59
4.3 Empirical Results and Robustness.....	63
4.4 Conclusion Analysis and Prospect	74
Chapter 5 Corporate Governance Incentive, CEO's M&A Following Behavior Reversal and M&A Performance	76
5.1 CEO's M&A Following Behavior Reversal and M&A Performance	76

5.2	Research Design.....	78
5.3	Empirical Results and Robustness.....	87
5.4	Conclusion Analysis and Prospect	98
Chapter 6 Corporate Control Markets, CEO's M&A Decision		
	Preference Reversal and M&A Performance	100
6.1	CEO's M&A Decision Preference Reversal and M&A Performance	100
6.2	Research Design.....	102
6.3	Empirical Results and Robustness.....	110
6.4	Conclusion Analysis and Prospect	125
Chapter 7 Major Conclusions, Policy Recommendations and		
	Prospect of Research	137
7.1	Major Research Conclusions	137
7.2	Policy Recommendations	140
7.3	Limitations of Research and Directions for Future Research.....	143
	Reference.....	145
	Postscript.....	155

第一章 引言

第一节 研究背景与问题的提出

我国的上市公司的并购脱胎于国有企业产权改革这一特定事件。在 2001 年以前，在政府控制上市公司和市场稀缺资源分配的转轨经济制度背景下，我国上市公司的市场化并购活动并不多见。如图 1.1 所示，自 2001 年开始，证券监管部门出台的系列法律法规成为引发上市公司市场化并购动机的一条主线。在 2005 年的股权分置改革背景下，我国证券监管部门通过修订《上市公司收购管理办法》（2006 版），正式确立了我国上市公司的市场化并购重组监管的法律框架，进而突破了阻碍我国控制权市场发挥价格治理功能的制度瓶颈（马骁，2009）。此后，中国上市公司的并购活动数量大幅攀升，尤其在 2007 年开始爆发金融危机以后，全球的并购市场出现疲软，而中国的上市公司并购活动却出现了逆市上扬的并购异象。令人担忧的是，我国上市公司的市场化并购活动是否为股东创造了财富？影响我国上市公司市场化并购动机和并购绩效的关键因素是什么？上市公司市场化并购活动对资本市场产生了哪些影响？如何系统评价我国市场化并购制度改革的效果？截止到目前，还鲜有学者针对这些问题展开系统研究。

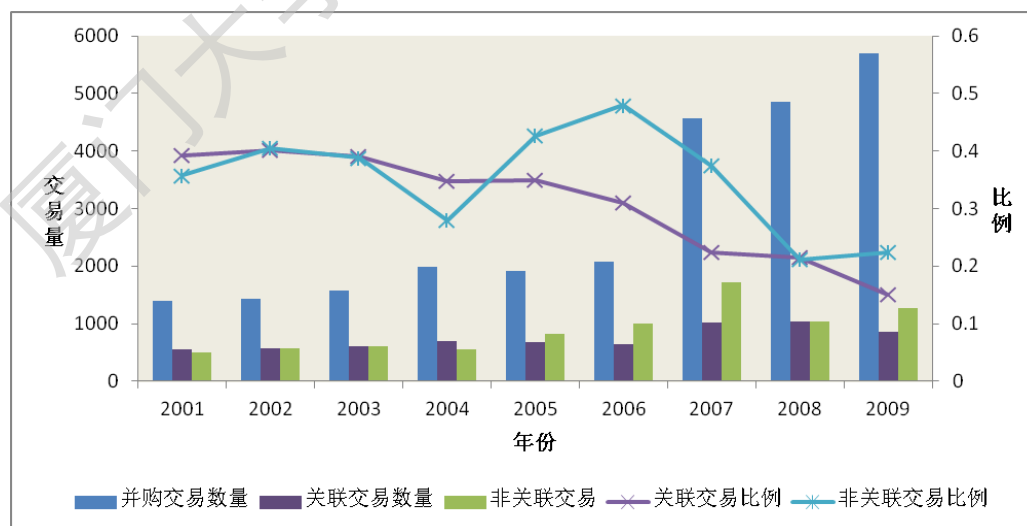


图 1.1 中国 A 股上市公司的并购交易量

（数据来源 CSMAR 并购数据库）

现有研究表明，无论是成熟市场，还是新兴市场的并购活动，其长期并购绩

效均为负的 (Andrade et al., 2001; Moeller et al., 2005; Bruner, 2002; 李善民等, 2002, 2004, 2006, 冯根福和吴林江, 2001; 张新, 2003)。为解开这个“并购绩效之谜”, 半个世纪以来, 西方财务学者对其展开了持续的研究, 进而形成了并购研究领域的“丛林”。但截止到目前, 尚未有哪一个并购理论能够完全揭开公司长期并购绩效为负的“并购绩效之谜”。

随着行为经济学的兴起, 从 CEO 行为和个人特质角度, 解释自 90 年代以来, 市场股价被高估时期的“并购绩效之谜”成为目前行为并购理论的主要研究内容。然而, 现有基于西方成熟市场制度背景下的行为并购理论或者实证结论, 能否全面解释我国上市公司 CEO 并购动因和并购绩效还值得商榷。原因在于, 我国上市公司的市场化并购制度改革与上市公司并购行为具有明显的阶段性演化特征。

与成熟市场不同, 我国资本市场还处于新兴加转轨的初期阶段, 受体制、机制和环境的影响, 上市公司市场化并购制度改革具有“摸着石头过河”、“事变则法移”的阶段性演化特征。在我国市场化并购制度改革的框架中, 马骁 (2009) 认为《上市公司收购管理办法》的逻辑性最强, 复杂性最高, 最能体现市场化并购的监管的思路。为此, 本文根据 2002 版、2006 版《上市公司收购管理办法》颁布的时间, 将中国证监会监管时代下的市场化并购制度历程分为以下三个阶段:

(一) 初级阶段 (2002 年以前)

2002 年以前, 上市公司并购活动多与获取再融资渠道、恢复再融资资格有关, 真正意义上的市场化并购活动较为少见。此外, 证监会对上市公司的并购活动的监管, 实质上是处于一个无法可依、监管不足的状态。由于大量的市场非流通股的存在, 决定了上市公司的并购方式主要是以协议转让为主。在并购协议转让的方式下, 上市公司并购交易的信息披露透明度不高, 并且内幕交易、股价操纵和收购人掏空上市公司的现象十分严重。总体上, 这一阶段的上市公司并购活动极不规范, 例如格林科尔收购科龙电器、鸿仪投资收购国光瓷业都于近年爆发了重大财务丑闻, 严重损害了投资者利益。

(二) 规范阶段 (2002—2005 年)

为发挥市场的资源配置功能, 解决并购监管的无法可依和监管不足导致并购交易中出现的上市公司欺诈行为, 证监会于 2002 年颁布了《上市公司收购管理

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库