

【企业管理】

信息优势对企业并购的影响

——基于社会网络的视角

李善民^{1,3}, 黄 灿¹, 史欣向²

(1. 中山大学管理学院, 广东 广州 510275;
 2. 广州大学工商管理学院, 广东 广州 510006;
 3. 中山大学并购重组研究中心, 广东 广州 510275)

[摘要] 基于社会网络视角研究公司财务行为是公司财务研究发展的新领域。企业嵌入在特定的社会网络中,其所处的网络位置可以带来信息优势。这种潜在资源有重要价值。本文使用创业板上市公司经由股东连接所形成的网络数据,利用社会网络分析方法,研究了社会网络带来的信息优势与企业并购行为之间的关系。研究结果表明,社会网络带来的信息优势转化为信息资源后,可降低并购过程中的事前不确定性和事后不确定性,对并购发起行为及并购绩效产生正面影响。但信息优势并不等价于已实现的信息资源。在并购决策中,信息优势的价值能否实现还取决于决策者自身搜索信息的意愿。进一步研究发现,作为企业并购决策的关键人物,过度自信的管理者会因为控制幻觉而主观上降低搜集信息的意愿,因而在并购过程中忽视信息优势的价值,从而给企业的并购决策带来隐性损失。本文从社会网络视角研究信息优势对企业并购的影响,对理解社会网络中的信息优势有重要参考价值。

[关键词] 社会网络; 网络位置; 信息优势; 管理者过度自信; 并购

[中图分类号]F275.5 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2015)11-0141-15

一、问题提出

著名社会学家 Granovetter^[1]指出,大多数的行为都紧密地镶嵌在社会网络之中。但传统经济学在研究经济行为时普遍存在“社会化不足”的缺陷,即未意识到所嵌入的社会网络会对经济行为有重要影响。根据社会网络理论,企业所处的网络位置越趋于中心,信息优势越明显,而这种潜在资源是有重要价值的^[2,3]。以2013年华谊兄弟跨界收购银汉科技为例,在谈及这次后来被证明是极为成功的收购时,王中军说,华谊兄弟的股东腾讯提供了很多技术性的意见。王中军也曾在其他场合表示,“交朋友是第一生产力”。这就是社会网络中的信息优势的价值实现。然而,现实中并不是所有同样有腾讯参股的公司都能像华谊兄弟一样有效地利用信息优势。那么,在并购过程中,社会网络

[收稿日期] 2015-09-02

[基金项目] 国家自然科学基金面上项目“我国上市公司并购重组中的内幕交易研究”(批准号71372149)。

[作者简介] 李善民(1963—),男,四川巴中人,中山大学管理学院教授,博士生导师,管理学博士,中山大学并购重组研究中心主任;黄灿(1985—),男,广东饶平人,中山大学管理学院博士研究生;史欣向(1981—),男,陕西西安人,广州大学工商管理学院讲师,管理学博士。通讯作者:黄灿,电子邮箱:van017@163.com。

带来的信息优势的价值是如何实现的呢?这个问题是本文的研究出发点。

基于社会网络视角研究公司财务行为是公司财务研究发展的新领域,目前较少研究从社会网络的视角研究信息优势对企业并购行为的影响^[4]。已有研究比较一致地认为,社会网络可带来的信息优势,有利于知识、观点或私人信息的传播,因而影响企业并购^[4-6]。但总体来说已有文献关注的只是在社会网络中的信息优势与企业并购的表层关系,但对信息优势价值实现的内在影响机理并没有深入探讨,也无法解释为什么华谊兄弟能比很多同样有腾讯参股的公司更能实现信息优势的价值,这也为本文留下了研究空间。

社会网络实际能带来的只是信息优势,而不是已经实现的信息资源。已有研究将两者默认为近似等价,把两者之间的传导机制过分简单化。事实上,信息优势只是一种潜在资源,有多大程度能转化为信息资源取决于信息搜索者的“求知欲”,其中隐含了搜集信息的成本收益权衡;假如管理者是理性的,则会考虑转化后的信息资源所能产生的收益,同时也会考虑时间、精力等信息搜集成本。但管理者并非完全理性,其“求知欲”可能会受到其心理特征的影响^[7]。已有研究多数将管理者视为同质的,忽视了其心理特征的影响。而“过度自信”就是管理者普遍存在的一种心理特征^[8]。假如存在“信息优势—信息资源”的这一转化过程,则过度自信的管理者可能会在信息优势的使用上存在认知偏差,因控制幻觉而降低“求知欲”,削弱信息优势的价值实现^[9,10]。

为检验上述理论,本文以2011—2014年创业板上市公司的并购事件为研究对象,检验社会网络视角下的信息优势对企业并购的影响。本文的思想实验是,虽然社会网络中的信息优势到信息资源的转化过程无法直接验证,但加入管理者过度自信的影响因素后则可间接验证:过度自信的管理者的“求知欲”会因认知偏差而降低,以致信息优势对企业并购的影响不明显,这就能间接证明现实中的确存在“信息优势—信息资源”的转化过程,而这一转化过程可能受到管理者认知偏差的影响,并非理性的选择。本文从社会网络视角研究信息优势与并购之间关系,并拓展了已有文献关于管理者过度自信影响的研究,有重要的理论和现实意义。

二、理论框架及研究假设

1. 社会网络中信息优势与企业并购关系的理论

一个完整的并购决策,包含三个关键要素:①信息优势——嵌入社会网络能为企业带来收益的潜在资源;②信息资源——取决于未来可得到的信息(从信息优势转化而来的信息),以及现阶段已有信息(例如决策者已具备的专业知识、经验、私人信息等);③并购决策——决策者根据当前已有信息资源,在头脑中形成主观的风险收益分布,作为并购决策的判断基础。因此,当企业嵌入在特定网络时,社会网络带来的信息优势对企业并购决策影响的内在传导机制中还需考虑实际所转化的信息资源,且“信息优势—信息资源—并购决策”的传导过程并不是一次性的工作。在决策过程中,决策者还会不断评价和修正信息优势的利用程度,这是一个循环往复的过程。

(1)从社会网络中的信息优势到信息资源的转化。企业所嵌入的网络既可是企业业务往来关系,也可追溯到企业中的个体关系,如股东、董事、高管甚至一般员工的同乡、朋友、亲戚、校友等关系,其中一种较为重要的关系就是通过股东连接而成的网络关系。中国上市公司的连锁股东现象非常普遍,构建了一个庞大的网络。以该网络为例,连锁股东可起到“桥”的作用,成为企业之间信息交换的通道^[11]。例如腾讯是华谊兄弟的股东,同时也是手游公司银汉科技的股东,则腾讯就可作为华谊兄弟和手游行业的“桥”,成为华谊兄弟了解陌生行业信息交换的通道,为华谊兄弟跨界收购其他手游公司(不仅仅是银汉科技)提供专业性的建议。在社会网络分析中,网络中心度指标是衡量

网络位置的核心指标(后文有详细度量方法),如果企业的网络位置越趋于中心,知识和信息的获取、传递渠道就越快和越丰富,信息优势也越明显^[12]。现有研究支持这一观点,例如 El-Khatib et al.^[6]认为 CEO 个人的网络位置越趋于中心则更容易获取有价值的信息;万良勇和胡璟^[4]认为董事网络中的位置越趋于中心,其掌握的信息资源越丰富。对于管理者来说,社会网络带来的信息优势实际上只是一种有价值的潜在资源。而信息优势并不等价于已经得到的信息资源,还需管理者主动搜索。信息优势决定了可得信息资源的上限,管理者的搜集信息的努力程度决定了可得信息资源的下限。原因在于,管理者可能已具备足够的专业知识、经验、私人信息等,而从信息优势转化为信息资源的过程会耗费管理者时间、精力、人情以及日常关系维护等成本,这就涉及对搜集信息的成本收益的权衡。以华谊兄弟收购银汉科技为例,华谊兄弟的股东腾讯能带来的只是信息优势,但信息优势的价值能否实现,取决于华谊兄弟管理者的搜集信息的意愿。而“交朋友是第一生产力”的理念,使华谊兄弟比其他企业更加重视信息优势,因此会更多地利用信息优势。

(2)信息资源对企业并购的影响。并购决策时的信息资源可降低并购过程中的不确定性。在并购过程中,管理者面临的不确定性可分为事前不确定性和事后不确定性:①事前不确定性是寻找和识别并购标的时所面临的不确定性,很大程度源于信息的不全面,主要可分为三个方面:并购对象选择的不确定性、并购对象估值的不确定性以及并购过程的不确定性。信息优势转化为信息资源后,则可降低这些事前不确定性:信息资源让管理者对并购机会先知先觉,节约信息搜集成本,发现和识别并购机会;信息资源为管理者提供潜在目标公司以及其所在行业发展前景的相关信息,有助于双方管理者和董事会对价格形成一致看法,降低谈判成本;面对并购过程中涉及复杂的谈判过程、交易方案设计、法律事务等问题,信息资源可为管理者带来谈判经验、法律咨询等相关知识。此外,在并购过程中,虽然专业咨询机构可提供专业帮助,但是企业信息资源不可完全依赖专业咨询机构,原因在于专业咨询机构可能会因代理问题损害并购发起方的利益。因此,信息优势所转化的信息资源会通过降低事前不确定性,减少并购决策的失败风险,有利于并购的发起。②事后不确定性,即并购整合过程中的不确定性,也必然受信息资源的影响。原因在于:事前不确定性的降低可提高并购发起方对并购标的准确选择,使并购整合赢在起跑线上;在后续整合中,在面对并购后的业务战略转型、组织文化冲突、人力资源管理等事后不确定性时,管理者可在现有信息资源中找到相关案例或经验教训予以借鉴,因此提升企业并购整合能力^[4,5,13]。

(3)并购决策中循环往复的过程。“信息优势—信息资源—并购决策”的传导过程并不是一次性的工作,当管理者认为现有信息资源仍无法让其做出决策时,管理者会重新评估和修正信息优势的利用程度,在循环往复的决策过程中不断地把信息优势转化为信息资源。这个过程表明,信息优势固然重要,但是转化为信息资源的过程同样重要。信息优势只是一种潜在资源,但假若不能有效利用,其价值也无法实现。相反,假如一个企业不具备信息优势,但其在决策过程中,高度重视信息优势的价值,也能把仅有的信息优势的价值发挥到极致。假如管理者是理性的,“信息优势—信息资源”的转化过程是其权衡成本收益后的理性选择的结果,故不能简单认为其在并购决策中没有利用信息优势就会带来损失。因此,信息优势对企业并购的影响并不是一个简单的过程。但在不考虑“信息优势—信息资源”过程中转化率差异的情况下,可认为信息优势让信息搜集者有更丰富的知识和信息的获取、传递渠道,因而搜集信息的成本较低,可获得更多的信息资源,降低了并购过程中的不确定性。这也是已有文献默认的研究出发点。根据上述分析,本文提出:

假设 1:社会网络带来的信息优势越明显,企业越容易发起并购。

假设 2:社会网络带来的信息优势越明显,企业并购绩效越好。

2. 基于管理者过度自信视角下的社会网络中信息优势与企业并购的关系

假如管理者是理性的,则在“信息优势—信息资源—并购决策”的传导过程中,信息优势利用程度是其权衡搜集信息的成本收益后的最优选择。但管理者并非完全理性,因此,该传导过程会受到管理者过度自信的心理特征的影响,进而影响信息优势的价值实现。自 Hambrick and Mason^[7]提出高阶理论以来,学者们的研究视角转向了关注管理者异质性特征对企业财务行为的影响,而管理者过度自信也成为研究关注的一个热点。“过度自信”源自于认知心理学范畴。现有研究将过度自信分为三种情况:过高估计;过高定位;过高精确^[14,15]。大多数文献表明,当管理者过度自信时,上述心理作用将会产生负面影响。近年来,从管理者过度自信的视角来对企业并购行为进行的研究逐渐增多,大多数研究表明,管理者过度自信会带来企业并购决策的低效率^[16-18]。但现有文献并没强调并购决策时的信息优势是如何转化为信息资源的。其关注的重点是,在给定客观信息资源情况下,过度自信管理者因认知偏差导致并购决策失误,从而产生显性损失。

但“信息优势—信息资源”的传导过程也很重要。考虑信息优势的有效利用程度,过度自信的管理者还可能因没有合理利用信息优势而降低并购决策的准确性,产生隐性损失。其理论依据可追溯到控制幻觉理论。Langer^[19]通过实验首次验证了控制幻觉的存在,并定义控制幻觉为个体对自身成功可能性的估计高于其客观可能性的一种不合理的期望。Skinner^[20]把控制幻觉定义为个体在不可控的情境中有较高的控制感。还有研究者将控制幻觉的含义拓展到部分不可控情境或非随机事件中,认为个体即使有一定的控制力,也依然会有控制幻觉^[21]。基于控制幻觉的相关文献可知,控制幻觉是使管理者主观认为可控制那些超越他们能力的事件,而这种心理又是引发管理者过度自信的重要原因^[9,10]。因此当管理者过度自信时,因其存在控制幻觉,在并购过程中高估收益、低估风险且相信自身的专业判断,故在权衡搜索信息的成本收益后,主观上觉得无须再搜集额外的信息。由此可见,过度自信的管理者因认识偏差会阻碍其有效利用信息优势。相反,当管理者不存在过度自信时,因其相对谨慎、保守和客观,可能会更为清晰全面地了解并购过程中的风险收益而尽力搜集信息,从而实现信息优势的价值。根据上述分析,本文提出:

假设 3:当管理者过度自信时,其认知偏差会使其忽视社会网络中的信息优势的价值,以致信息优势对企业发起并购的正向作用不明显。

假设 4:当管理者过度自信时,其认知偏差会使其忽视社会网络中的信息优势的价值,以致信息优势对并购绩效的正向作用不明显。

基于以上分析,本文构建了社会网络中的信息优势与企业并购的逻辑分析框架,如图 1 所示。

三、研究设计和研究思路

1. 数据来源和样本选择

本文以 2011—2014 年的创业板上市公司的并购事件为研究对象,利用企业通过股东连接而形成的网络,实证研究社会网络视角下的信息优势与企业并购的关系。并购数据源自 WIND 数据库,其他数据源自 CSMAR 数据库。在剔除有数据缺失的样本后,共获得 800 个有效数据以及 244 个成功收购的有效数据。为消除极端值影响,本文对主要连续变量进行了上下 1% 的 Winsorize 处理。此外,Petersen^[22]认为如果数据是时间跨度小而横截面观察点多的面板数据,使用常用的面板估计方法会低估标准误差,因此,本文进行了公司层面的聚类(Cluster)调整。本文在选择社会网络的衡量指标以及样本选择范围时有以下考虑:

(1) 在衡量指标上,以通过股东连接形成的网络作为衡量指标。企业的各种社会网络关系大多

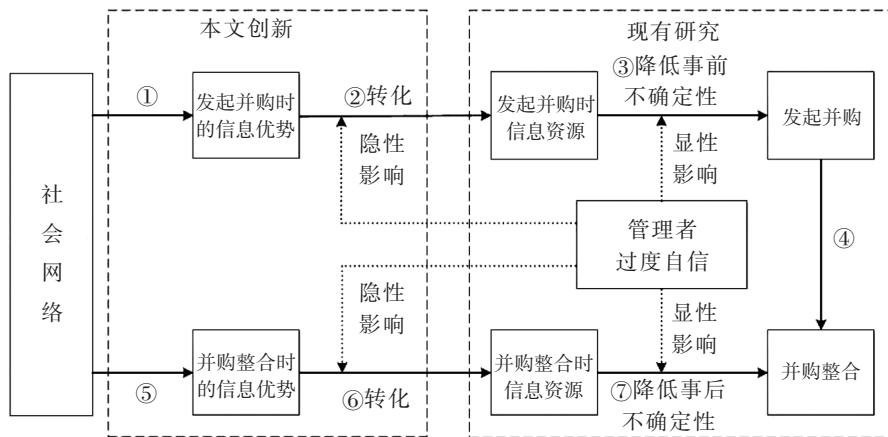


图1 社会网络中的信息优势与企业并购逻辑分析框架

资料来源：作者绘制。

难以清晰界定，数据难以获取且无法全面衡量^[5]。因此，用社会网络分析方法研究公司财务行为的文献并不多。已有文献多以董事网络为视角，但存在以下不足：①内部董事在外兼任职务较少，网络特征不明显；②独立董事和公司业绩没有显著正相关关系，影响效果成疑问^[23]。国外还有文献以CEO个人网络为视角，使用CEO个人在其他上市公司的雇佣经历来考察CEO个人的社会网络关系^[6]，但中国大多数上市公司的管理者并无太多其他上市公司的雇佣经历，网络特征不明显。因此，本文认为根据现有数据的可得性以及中国的实际情况，选择通过股东连接所形成的网络更具合理性。

(2)在样本范围选择上，本文选择创业板上市公司为研究对象。原因在于：①创业板上市公司的上市时间接近。过去的关系一旦建立，必然持续存在^[6]。中国创业板2009年创设，样本公司在上市时间上近似处于同一起跑线；②创业板的定位是以自主创新企业及其他成长性创业企业为服务对象，且基本上为民营企业，成分简单可视为准自然实验。根据上述分析，本文手工搜集和处理了创业板上市公司每年前十大股东的数据，利用UCINET6计算出衡量社会网络的相关指标。

2. 信息优势的衡量

网络位置的中心度指标刻画了单个企业在网络中所处的核心位置，可衡量社会网络带来的信息优势。El-Khatib et al.^[6]认为，衡量中心度的常见指标有程度中心度(degree)、中介中心度(betweenness)、特征向量中心度(eigenvector)以及接近中心度(closeness)。但接近中心度仅对完全相连图有效^[3,24,25]，而在本文的样本中，网络图不是完全相连的，故本文只采用前三个指标。参照相关文献，中心度测度指标的计算方法如下^[2,3,26]：

(1)程度中心度(degree)。程度中心度用来衡量谁是团体中的中心人物。当一个行动者与其他行动者有直接的关联，则该行动者就处于中心地位。其计算方法为： $degree_i = C_{AD}(i)/(n-1)$ ，其中 $C_{AD}(i)$ 为企业*i*连接到其他企业的个数，*n*为企业总数。

(2)中介中心度(betweenness)。中介中心度是一种“控制能力”指数。如果一个行动者处于许多交往网络的路径上，则可认为该行动者处于重要地位，并具有控制其他行动者之间的交往的能力。

其计算方法为： $betweenness_i = 2 \sum_j^n \sum_k^n b_{jk}(i)/(n^2 - 3n + 2)$ ，其中 $j \neq k \neq i$ 且 $j < k$ 。 $b_{jk}(i)$ 为企业*i*处于企业*j*和企业*k*之间的短程线(测地线)上的概率。

(3)特征向量中心度(*eigenvector*)。进行特征向量研究的目的是为了在网络总体结构基础上,找到最居于核心的行动者,并不关注比较“局部”的模式结构。假如 A 仅仅与一个联系很紧密的小网络群体成员距离很近,但与绝大多数成员的距离都比较远。而 B 在总体上看和其他成员的距离都不远不近。若使用程度中心度和中介中心度指标衡量,两者网络位置的中心度可能较为相似。但用特征向量中心度这一指标来衡量两者的网络位置的话,则 B 在网络位置上要比 A 更处于中心位置,因为 B 可能更容易地和网络中的其他成员建立联系。其计算方法为: $eigenvector_i = \sum_j b_{ij} E_j / \lambda$,该中心度可通过求解标准的“特征值—特征向量”问题方程获得: $BE = E\lambda$ 。其中 b_{ij} 是邻接矩阵,企业 i 与企业 j 如果有连接, b_{ij} 则为 1,否则为 0。 λ 是 B 的最大特征值, E_j 为企业 j 中心度的特征值。

3. 管理者过度自信的衡量

过度自信作为一种心理现象,较难找到精确的衡量方法,这也许是 Roll^[16]提出管理者“自大假说”后很长一段时间缺乏实证研究对其验证的主要原因。目前衡量管理者过度自信的主要指标都存在一定的不足。①管理者持股情况。Malmendier and Tate^[17]提出,以管理者持有本公司股票或股票期权的情况作为管理者是否过度自信的指标。但中国上市公司管理者在任期内买卖本公司股票可能会受到限制且持有股票的原因非常复杂。②主流媒体对 CEO 的评价。中国没有专门的数据库对财经类报纸杂志进行统计且中国媒体报道主观性太强。③企业景气指数。该指数仅仅反映管理者对某一行业的总体感觉,并无针对单个企业进行统计^[27]。④企业盈利预测偏差。Lin et al.^[28]认为,当管理者预测的公司年度盈利水平超过实际公司年度盈利水平时,可将管理者视为过度自信。但在中国上市公司的盈利预测中,事实上绝大部分是“预告”,而不是“预测”^[29],故很难反映出管理者过度自信的特征。⑤CEO 实施并购的频率。Doukas and Petmezas^[18]定义 3 年内实施 5 次或以上的并购活动的管理者为过度自信的管理者,其原因是过度自信的管理者会对公司前景过分乐观,以致在短期内实施更多的并购^[30]。但是,用并购频率衡量管理者过度自信,在另一个角度看是在衡量连续并购次数,故无法忽视学习效应的影响^[31]。⑥高管相对薪酬。Hayward and Hambrick^[32]研究表明,CEO 的薪酬相对于其他管理者越高,其越容易过度自信。Brown and Sarma^[33]认为管理者薪酬越高,其控制力越强。虽然可用该指标来衡量管理者的控制力,理论根源可追溯到相对薪酬可给管理者带来正向反馈,其传达的信息就是对管理者的认可,而这种认可会增强管理者的控制幻觉,进而导致其过度自信^[34]。

综上,从数据的可获得性以及本文的理论基础考虑,本文选择了高管相对薪酬作为衡量管理者过度自信的指标。借鉴相关文献^[29,35],本文使用“薪酬最高的前三名高管薪酬之和/所有高管的薪酬之和”来表示高管薪酬的相对比值,并认为该指标可反映出最高管理者在整个管理团队中的重要性和控制力,因此可反映出管理者过度自信程度。本文将高管薪酬的相对比例按照中位数进行分组,该变量大于中位数时,归为过度自信组;其余归为非过度自信组。

4. 研究模型及变量定义

为检验假设 1 和假设 3,本文构建了模型(1):

$$\text{logit}(acq) = \alpha_0 + \alpha_1 network + \alpha_2 control + \varepsilon \quad (1)$$

在(1)式中,被解释变量 acq 为虚拟变量,衡量该企业是否在下一年发起并购,如果企业在下一年发起过并购,则取 1;未发起过并购则取值为 0。本文中采用 logit 模型。解释变量为网络中心度指标,代表社会网络中的信息优势。参照相关文献^[4,17,29,36],控制变量有资产负债率、经营性现金流量占比、收入增长率、资产收益率、股票年收益率、独立董事比例、两职兼任、董事会规模以及产权性质,并控制了行业和年度因素。本文预期,网络中心度(*network*)与并购发生概率呈正相关关系,且以是

否过度自信分组后,网络中心度(*network*)与并购发生概率的正相关关系在不同组别会有差异。

为检验假设2和假设4,本文构建了模型(2):

$$\text{Performance} = \beta_0 + \beta_1 \text{network} + \beta_2 \text{control} + \varepsilon \quad (2)$$

在(2)式中,被解释变量 *Performance* 为并购绩效。本文采取两种不同的指标来衡量并购绩效。第一种衡量并购绩效的指标为 ΔROE_{adj} , 代表并购会计绩效, 其中 *ROE*_{adj} 为进行了行业调整的 *ROE*^[13]。第二种衡量并购绩效的指标为 $\Delta tobinQ$, 代表并购市场绩效(并购首次公告日前后年末 *tobinQ* 的变化值)。解释变量为网络中心度指标, 代表社会网络中的信息优势。参照相关文献^[4, 27, 31, 36], 控制变量有资产负债率、经营性现金流量占比、收入增长率、独立董事比例、两职兼任以及董事会规模。按照通常做法, 控制了行业和年度因素。本文预期, 网络中心度(*network*)与企业并购绩效呈正相关关系, 且以是否过度自信分组后, 网络中心度(*network*)与企业并购绩效正相关关系在不同组别会有差异。模型各变量定义, 可见表1。

表1 变量定义和说明

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	并购概率	<i>acq</i>	在下一年内发起并购取1,未发生并购取0
	并购会计绩效	ΔROE_{adj}	并购首次公告日前后的经行业调整 <i>ROE</i> 的变化量
	并购市场绩效	$\Delta tobinQ$	并购首次公告日前后年末 <i>tobinQ</i> 的变化量
解释变量	程度中心度	<i>degree</i>	如前述
	中介中心度	<i>betweenness</i>	如前述
	特征向量中心度	<i>eigenvector</i>	如前述
控制变量	资产负债率	<i>lev</i>	总负债/总资产
	经营性现金流量占比	<i>OCF</i>	经营性现金流量/总资产
	收入增长率	<i>growth</i>	(当年收入-前一年收入)/前一年收入
	资产收益率	<i>ROA</i>	净利润/总资产
	股票年收益率	<i>yearyield</i>	企业股票年度收益率
	独立董事比例	<i>indep</i>	独立董事人数/董事人数
	两职兼任	<i>dual</i>	董事长与总经理兼任取1,否则取0
	董事会规模	<i>broad</i>	董事会人数
	产权性质	<i>property</i>	当公司为国有产权时取1,否则取0

资料来源:作者整理。

四、数据分析和实证结果

1. 描述性统计

表2是主要变量的描述性统计。在网络中心度指标中, 程度中心度(*degree*)、中介中心度(*betweenness*)以及特征向量中心度(*eigenvector*)均值分别为2.3432、0.3748、3.5165, 其标准差分别为2.9275、0.6823、7.2271。从网络中心度指标的标准差可看出, 该指标存在较大差异, 说明各企业社会网络可带来的信息优势是有差异的。在全部样本中, 并购概率(*acq*)的平均值为0.4488, 表明平均而言, 一年内每100家公司中就有44.88家公司发起并购, 这体现了创业板的并购热潮。在依据是否过度自信分组后, 经t检验发现并购概率与并购绩效在两组中并无显著差异。这说明简单的描述

性统计无法直接观测出在并购过程中管理者过度自信的认知偏差带来的显性损失,因此更有必要深入研究该认知偏差可能带来的隐性损失。

2. 社会网络中的信息优势与企业并购(假设1、假设2)的检验

本文采用 logit 模型估计社会网络的信息优势与企业发起并购的回归结果。在面板二值选择模型的主要估计方法包括混合回归、随机效应回归估计与固定效应回归估计。经过豪斯曼检验与 LR 检验后,本文选择最优的 logit 混合回归(Pooled Logit),并在后文中的稳健性检验中使用随机效应模型重新进行估计^[37]。表 3 是以并购概率(*acq*)为因变量的回归结果。第 1 列为基础模型。在第 2 列结果中,程度中心度(*degree*)的回归系数为 0.1024,在 1% 的水平上显著。在第 3 列结果中,中介中心度(*betweenness*)的回归系数为 0.4209,在 1% 的水平上显著。在第 4 列结果中,特征向量中心度(*eigenvector*)的回归系数为 0.0349,在 1% 的水平上显著。实证结果表明社会网络带来的信息优势利于管理者寻找和发现并购机会,因此,企业也越容易发起并购,与假设 1 相符。

表 4 是以并购绩效为因变量的回归结果。面板数据的估计方法主要包括混合回归、固定效应回归模型和随机效应回归模型。经过豪斯曼检验和 LM 检验,本文选择最优的混合回归(Pooled Regression),并在后文中的稳健性检验中使用随机效应回归模型重新进行估计^[37]。本文分别采取会计绩效和市场绩效来衡量并购绩效。第 1 列到第 3 列是以 ΔROE_{adj} 来衡量并购会计绩效的回归结果。在第 1 列结果中,程度中心度(*degree*)的回归系数为 0.0015,在 10% 的水平上显著。在第 2 列结果中,中介中心度(*betweenness*)的回归系数为 0.0076,在 5% 的水平上显著。在第 3 列结果中,特征向量中心度(*eigenvector*)的回归系数未通过显著性检验。第 4 列到第 6 列是以 $\Delta tobinQ$ 来衡量并购市场绩效的回归结果。在第 4 列结果中,程度中心度(*degree*)的回归系数为 0.0530,在 1% 的水平上显著。在第 5 列结果中,中介中心度(*betweenness*)的回归系数为 0.1976,在 5% 的水平上显著。在第 6 列结果中,特征向量中心度(*eigenvector*)的回归系数也未通过显著性检验。在表 4 中特征向量中心度(*eigenvector*)的回归系数均不显著,这可能和特征向量中心度是关注整体上的网络位置有关,即意味着本企业与其他企业的连接不远不近时,管理者不一定会在并购整合过程中有效利用信息优势,其原因可能在于:当本企业与其他企业的联系不算太直接时,管理者搜索信息优势需要较多成本,其在权衡搜索信息的成本收益时,可能不一定愿意花费时间和精力去搜集信息。而上文在考察并购发起时,特征向量中心度(*eigenvector*)的回归系数显著为正,其原因可能在于相对于并购整合,发起并购作为一种对其他企业的投资,需按照公司章程的规定由董事会或者股东大会决议,因此,管理者可能更为在意,即使连接不远不近时,管理者也愿意花费足够的时间和精力去搜索信息。这也说明信息优势不等于实际得到的信息资源,还取决于信息搜集者的“求知欲”。总体上看,信息优势越明显,使得企业在并购整合时因选择优质标的而赢在起跑线,同时在后续整合中有效利用信息优势以顺利整合,企业并购绩效越好,与假设 2 相符。

3. 基于管理者过度自信视角下社会网络中信息优势与企业并购(假设3、假设4)的检验

表 5 为依据是否过度自信分组后的社会网络带来的信息优势与企业发起并购的回归结果。依据是否过度自信分组后,在过度自信组(第 1—3 列)的网络中心度指标均未通过显著性检验,与之对应的是,在非过度自信组(第 4—6 列),第 4 列的程度中心度(*degree*)的回归系数为 0.1571,在 1% 的水平上显著;第 5 列的中介中心度(*betweenness*)的回归系数为 0.5334,在 1% 的水平上显著;第 6 列的特征向量中心度(*eigenvector*)的回归系数为 0.0500,在 1% 的水平上显著。上述结果说明,依据是否过度自信分组后,当管理者过度自信时,存在的认知偏差以致其在权衡搜索信息的成本收益后,减少了对信息优势的利用程度,与假设 3 相符。

表2

主要变量的描述性统计

Panel A					
变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
<i>degree</i>	800	2.3432	2.9275	0	17.1123
<i>betweenness</i>	800	0.3748	0.6823	0	5.3828
<i>eigenvector</i>	800	3.5165	7.2271	0	35.0811

Panel B					
变量	(1)全样本	(2)过度自信组	(3)非过度自信组	(2)-(3)	
	均值	均值	均值	均值之差	t 检验
<i>acq</i>	0.4488	0.4688	0.4286	0.0402	1.1442
ΔROE_{adj}	-0.0035	-0.0080	0.0007	-0.0087	-1.7040
$\Delta tobinQ$	0.4380	0.4445	0.4320	0.0125	0.1107

资料来源：作者基于 Stata 软件估计。

表3

社会网络中的信息优势对企业发起并购的影响

变量	并购概率(<i>acq</i>)			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>degree</i>		0.1024*** (3.5678)		
<i>betweenness</i>			0.4209*** (3.3435)	
<i>eigenvector</i>				0.0349*** (2.7335)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业和年份	控制	控制	控制	控制
样本量	800	800	800	800
Pseudo R ²	0.1115	0.1214	0.1225	0.1186

注：***、** 和 * 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平，括号内为稳健 Z 值，结果经公司层面的 Cluster 修正，经豪斯曼检验与 LR 检验后，在混合回归、固定效应模型、随机效应模型中选取 logit 混合回归模型进行估计。

资料来源：作者基于 Stata 软件估计。

表4

社会网络中的信息优势对企业并购绩效的影响

变量	并购绩效(ΔROE_{adj})			并购绩效($\Delta tobinQ$)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>degree</i>	0.0015* (1.8328)			0.0530*** (2.7563)		
<i>betweenness</i>		0.0076** (2.2290)			0.1976** (2.4393)	
<i>eigenvector</i>			0.0000 (0.0475)			0.0079 (1.2160)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业和年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	244	244	244	233	233	233
R ²	0.2828	0.2860	0.2743	0.2104	0.2048	0.1899

注：***、** 和 * 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平，括号内为稳健 t 值，结果经公司层面的 Cluster 修正，经豪斯曼检验与 LM 检验后，在混合回归、固定效应模型、随机效应模型中选取混合回归模型进行估计。

资料来源：作者基于 Stata 软件估计。

表 5 基于管理者过度自信视角下社会网络中的信息优势对企业发起并购的影响

变量	并购概率(acq)					
	过度自信组			非过度自信组		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
degree	0.0647 (1.4444)			0.1571*** (3.7770)		
betweenness		0.3399 (1.6055)			0.5334*** (3.3733)	
eigenvector			0.0219 (1.1578)			0.0500*** (2.6879)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业和年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	390	390	390	395	395	395
Pseudo R ²	0.1237	0.1265	0.1229	0.1327	0.1288	0.1242

注:***、** 和 * 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平,括号内为稳健 Z 值,结果经公司层面的 Cluster 修正,经豪斯曼检验与 LR 检验后,在混合回归、固定效应模型、随机效应模型中选取 logit 混合回归模型进行估计。

资料来源:作者基于 Stata 软件估计。

表 6 为依据是否过度自信分组后的社会网络中的信息优势与企业并购会计绩效(ΔROE_{adj})的回归结果。依据是否过度自信分组后,在过度自信组(第 1—3 列)的网络中心度指标均未通过显著性检验,与之对应的是,在非过度自信组(第 4—6 列),第 4 列的程度中心度(degree)的回归系数为 0.0023,在 10% 的水平上显著;第 5 列的中介中心度(betweenness)的回归系数为 0.0106,在 5% 的水平上显著;第 6 列的特征向量中心度(eigenvector)依然未通过显著性检验。其原因可能如前文所述,即使是过度自信的管理者,也会权衡搜索信息的成本收益,以致可能也不愿意耗费过多的时间精力通过“桥”去搜索信息。总体上看,实证结果与假设 4 相符。

表 7 为依据是否过度自信分组后的社会网络中的信息优势与企业并购市场绩效($\Delta tobinQ$)的回归结果。依据是否过度自信分组后,在过度自信组(第 1—3 列)的网络中心度指标依然未通过显著性检验,而在非过度自信组(第 4—6 列),第 4 列的程度中心度(degree)的回归系数为 0.0485,在 10% 的水平上显著;第 5 列的中介中心度(betweenness)的回归系数为 0.2056,在 10% 的水平上显著;第 6 列的特征向量中心度(eigenvector)的回归系数未通过显著性检验,其可能的原因如前文所述。实证结果再次与假设 4 相符。

4. 稳健性检验

本文进行了如下的稳健性检验:①考虑到代表信息优势的网络中心度指标为本文的关键指标,为使不同年份的网络中心度指标具有可比性,本文对每年的网络中心度指标进行标准化处理^[6],重新进行了回归分析,研究结论不存在实质性的改变。②过度自信的管理者存在自我归因偏差,管理者上一期的过度自信程度也可能会对下一期的心理和决策行为产生影响。因此,本文采用管理者过度自信的滞后指标重新分组,对上述假设进行重新检验,研究结论不存在实质性的改变。③在混合回归、固定效应模型和随机效应模型的选择上,经检验本文选取了最优的混合回归模型。在研究发起并购与并购绩效的两组回归中,经豪斯曼检验,随机效应模型均优于固定效应模型,因此本文采用随机效应模型作为稳健性检验^[37]。在表 8 中,本文选取 logit 随机效应模型对假设 1 和假设 3 重新

表6 基于管理者过度自信视角下社会网络中信息优势对企业并购会计绩效(ΔROE_{adj})的影响

变量	并购绩效(ΔROE_{adj})					
	过度自信组			非过度自信组		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>degree</i>	0.0009 (0.5860)			0.0023* (1.9451)		
<i>betweenness</i>		0.0032 (0.6661)			0.0106** (2.0880)	
<i>eigenvector</i>			0.0002 (0.7452)			-0.0001 (-0.2147)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业和年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	117	117	117	127	127	127
R ²	0.3017	0.3012	0.3010	0.3173	0.3205	0.2958

注:***、** 和 * 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平,括号内为稳健 t 值,结果经公司层面的 Cluster 修正,经豪斯曼检验与 LM 检验后,在混合回归、固定效应模型、随机效应模型中选取混合回归模型进行估计。

资料来源:作者基于 Stata 软件估计。

表7 基于管理者过度自信视角下社会网络中信息优势对企业并购市场绩效($\Delta tobinQ$)的影响

变量	并购绩效($\Delta tobinQ$)					
	过度自信组			非过度自信组		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>degree</i>	0.0445 (1.2726)			0.0485* (1.7669)		
<i>betweenness</i>		0.1310 (1.0971)			0.2056* (1.7129)	
<i>eigenvector</i>			-0.0004 (-0.0493)			0.0129 (1.1434)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业和年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	112	112	112	121	121	121
R ²	0.1955	0.1904	0.1853	0.3059	0.3054	0.2874

注:***、** 和 * 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平,括号内为稳健 t 值,结果经公司层面的 Cluster 修正,经豪斯曼检验与 LM 检验后,在混合回归、固定效应模型、随机效应模型中选取混合回归模型进行估计。

资料来源:作者基于 Stata 软件估计。

进行检验,研究结论不存在实质性的改变。在表 9 中,本文选取随机效应模型对假设 2 和假设 4 重新进行检验,假设 2 依然得到证实。在表 9 的 Panel A 中,非过度自信组的效应并不显著,但程度中心度和中介中心度的系数依然为正且大于过度自信组。在表 9 的 Panel B 中,过度自信组的网络中心度指标依然未通过显著性检验,而在非过度自信组中,程度中心度的回归系数显著为正,中介中心度的回归系数为正且大于过度自信组,假设 4 部分得到证实。

表 8 社会网络中的信息优势对企业发起并购影响的稳健性检验

变量	并购概率(acq)								
	全样本			过度自信组			非过度自信组		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
<i>degree</i>	0.0595** (1.9639)			0.0209 (0.5252)			0.1279*** (2.6651)		
<i>betweenness</i>		0.3319*** (2.7096)			0.2303 (1.2823)			0.4325*** (2.5801)	
<i>eigenvector</i>			0.0230* (1.8430)			0.0140 (0.8458)			0.0412** (2.1735)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	801	801	801	402	402	402	399	399	399

注:***、** 和 * 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平,括号内为 Z 值。经豪斯曼检验,随机效应模型优于固定效应模型,故选择 logit 随机效应模型做稳健性检验。

资料来源:作者基于 Stata 软件估计。

表 9 社会网络中的信息优势对企业并购绩效影响的稳健性检验

变量	并购绩效(ΔROE_{adj})								
	全样本			过度自信组			非过度自信组		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
<i>degree</i>	0.0016* (1.7483)			0.0015 (0.8799)			0.0018 (1.5714)		
<i>betweenness</i>		0.0072* (1.7594)			0.0051 (0.7036)			0.0079 (1.6236)	
<i>eigenvector</i>			-0.0000 (-0.0961)			0.0001 (0.0975)			-0.0002 (-0.3020)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	256	256	256	124	124	124	132	132	132
R ²	0.2229	0.2192	0.2613	0.1515	0.1415	0.1800	0.2824	0.2879	0.3249

Panel B

变量	并购绩效($\Delta tobinQ$)								
	全样本			过度自信组			非过度自信组		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
<i>degree</i>	0.0466** (2.2749)			0.0364 (0.9630)			0.0414* (1.7296)		
<i>betweenness</i>		0.1821** (2.0374)			0.1445 (0.8778)			0.1589 (1.5446)	
<i>eigenvector</i>			0.0078 (0.9106)			-0.0012 (-0.0918)			0.0140 (1.1773)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	233	233	233	112	112	112	121	121	121
R ²	0.1868	0.1711	0.1994	0.1980	0.2083	0.2067	0.3715	0.3131	0.4335

注:***、** 和 * 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平,括号内为 Z 值。经豪斯曼检验,随机效应模型优于固定效应模型,故选择随机效应模型做稳健性检验。

资料来源:作者基于 Stata 软件估计。

五、结论与政策建议

根据社会网络理论,企业的并购决策行为是镶嵌在社会网络中的。大量实践经验表明,社会网络中的信息优势具有重要的价值,也是现实社会所关注的焦点。然而遗憾的是,现有研究只是关注社会网络中的信息优势与企业并购的表层关系,并没有深入探究信息优势与企业并购的内在影响机制。本文在现有研究的基础上,提出了“信息优势—信息资源—并购决策”的内在影响机制。为验证该理论框架的合理性,本文以2011—2014年的创业板上市公司的并购事件为研究对象,使用社会网络分析方法中的程度中心度、中介中心度以及特征向量中心度这三种常用指标衡量社会网络中的信息优势,实证研究了信息优势对企业并购的影响。鉴于中间传导环节的“信息资源”较难直接衡量,本文巧妙地加入管理者过度自信的影响对“信息优势—信息资源—并购决策”的内在影响机制进行间接验证,实证结果支持本文提出的理论分析框架。研究结论如下:①社会网络中信息优势会降低并购过程中的事前不确定性和事后不确定性,因而对企业的并购发起行为及并购绩效产生正面的影响。具体来说,降低并购过程中的事前不确定性可提升并购标的选择的准确性,并且使后续的并购整合赢在起跑线上。而降低并购过程中的事后不确定性,可以改善企业在后续整合过程中的整合效果,提高并购绩效。②社会网络中的信息优势对企业并购的影响并不是一个简单的过程,其内在影响机理可表述为“信息优势—信息资源—并购决策”的循环往复的过程。其中“信息优势—信息资源”的转化过程取决于管理者的“求知欲”,是管理者对搜集信息的成本收益的权衡。这也解释了为什么华谊兄弟可以比其他同样有腾讯参股的公司更能有效利用信息优势。③“信息优势—信息资源”的转化过程还会受到管理者过度自信的认知偏差的影响,并不一定是其权衡搜集信息的成本收益后的理性选择。与以往文献重点关注管理者过度自信造成的显性损失不同,本文基于信息优势利用程度的这一视角,发现过度自信的管理者可能会因其认知偏差而导致搜集信息的意愿不足,因而在“信息优势—信息资源”的转化过程中忽视信息优势的价值,对企业并购决策产生隐性损失。

基于上述研究结论,本文提出以下建议:①上市公司尤其是具有并购重组意向的上市公司,要鼓励公司股东以多种形式参与其他公司,或者吸引有“关系”的股东加入,加强与其他公司的非正式互动,构建一张“高密度”的企业网络,形成信息优势,进而提高并购重组决策的正确性。以“三马入股华谊兄弟”为例(其中“三马”分别为马云、马化腾、马明哲),华谊兄弟吸引了有“关系”的股东加入,使其未来经营发展具有更大的发展潜力。②上市公司在并购决策时,应成立决策委员会,邀请企业网络中关联企业的股东或高管,发挥“旁观者清”的功能,将信息优势转化为实际的信息资源。以2013年华谊兄弟跨界收购银汉科技为例,王中军不止一次提及股东腾讯所给予的专业性的帮助。事后证明这次收购是极为成功的:据被其收购的银汉科技公布的数据显示,2014年银汉科技全年收入17亿元,相比2013年增长112.5%,占国内手游市场6.2%的份额。③上市公司在并购决策中评估目标公司价值时,除了关注目标公司发展潜力、盈利情况等显性指标外,还应关注其完成并购后能从目标公司的原管理团队以及原有股东的社会网络中获得的潜在资源。例如腾讯收购Foxmail后,还因收编Foxmail的创始人张小龙而获益(例如创建QQmail和微信两款代表性产品)。④抑制上市公司决策层在并购重组过程中可能出现的过度自信问题。控制幻觉是引发上市公司决策层过度自信的重要原因。上市公司股东及债权人除了关注传统的委托代理冲突,还应加强监控和干预,提高委托人的决策参与程度,抑制上市公司决策层的控制幻觉,充分重视社会网络中的信息优势,从源头上减少“过度自信”的认知偏差所带来的隐性损失,提高并购决策的正确性。

[参考文献]

- [1]Granovetter, M. Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness [J]. American Journal of Sociology, 1985,91(3):481–510.
- [2]刘军. 社会网络分析导论[M]. 北京:社会科学文献出版社, 2004.
- [3]罗家德. 社会网分析讲义[M]. 北京:社会科学文献出版社, 2010.
- [4]万良勇,胡璟. 网络位置、独立董事治理与公司并购——来自中国上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2014, (2):64–73.
- [5]陈运森,谢德仁. 网络位置、独立董事治理与投资效率[J]. 管理世界, 2011,(7):113–127.
- [6]El -Khatib,R., K. Fogel, and T. Jandik. CEO Network Centrality and Merger Performance [J]. Journal of Financial Economics, 2015,116(2):349–382.
- [7]Hambrick, D. C.,and P. A. Mason. Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers [J]. The Academy of Management Review, 1984,9(2):193–206.
- [8]Goel,A. M.,and V. A. Thakor. Overconfidence, CEO Selection, and Corporate Governance [J]. The Journal of Finance, 2008,63(6):2737–2784.
- [9]周杰,薛有志. 治理主体干预对公司多元化战略的影响路径——基于管理者过度自信的间接效应检验[J]. 南开管理评论, 2011,(1):65–74.
- [10]陈雪玲,徐富明,刘腾飞,蒋多,张军伟. 控制幻觉的研究方法、形成机制和影响因素[J]. 心理科学进展, 2010, (5):800–809.
- [11]Granovetter, M. The Strength of Weak Ties[J]. American Journal of Sociology, 1973,78(6):1360–1380.
- [12]Freeman, C. L. Centrality in Social Networks Conceptual Clarification[J]. Social Networks, 1979,(3): 215–239.
- [13]陈仕华,姜广省,卢昌崇. 董事联结、目标公司选择与并购绩效——基于并购双方之间信息不对称的研究视角[J]. 管理世界, 2013,(12):117–132.
- [14]Moore,D.,and P. Healy. The Trouble with Overconfidence[J]. Psychological Review, 2008,115(2):502–517.
- [15]Merkle,C.,and M. Weber. True Overconfidence: The Inability of Rational Information Processing to Account for Apparent Overconfidence[J]. Organizational Behavior and Human Decision Processes, 2011,116(2):262–271.
- [16]Roll,R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers[J]. The Journal of Business, 1986,59(2):197–216.
- [17]Malmendier,U.,and G. Tate. Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction [J]. Journal of Finance Economics, 2008,89(1):20–43.
- [18]Doukas,J. A.,and D. Petmezas. Acquisitions, Overconfident Managers and Self-attribution Bias [J]. European Financial Management, 2007,13(3):531–577.
- [19]Langer, E. The Illusion of Control[J]. Journal of Personality and Social Psychology, 1975,32(2):311–328.
- [20]Skinner, E. A. A Guide to Constructs of Control [J]. Journal of Personality and Social Psychology, 1996,71 (3):549–570.
- [21]Thompson, S. C., A. Nierman, M. M. Schlehofer, E. Carter, J. M. Bovin, L. Wurzman, P. Tauber, S. Trifskin, P. Marks, J. Sumner, A. Jackson, and A. Vonasch. How Do We Judge Personal Control? Unconfounding Contingency and Reinforcement in Control Judgment [J]. Basic & Applied Social Psychology, 2007,(29):75–84.
- [22]Petersen,A. M. Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches [J]. Review of Financial Studies, 2009,22(1):435–480.
- [23]萧维嘉,王正位,段芸. 大股东存在下的独立董事对业绩的影响——基于内生视角的审视[J]. 南开管理评论, 2009,(2):90–97.
- [24]钱锡红,徐万里,杨永福. 企业网络位置、间接联系与创新绩效[J]. 中国工业经济, 2010,(2):78–88.
- [25]钱锡红,杨永福,徐万里. 企业网络位置、吸收能力与创新绩效——一个交互效应模型[J]. 管理世界, 2010,(5):

118–129.

- [26]谢德仁,陈运森.董事网络:定义、特征和计量[J].会计研究,2012,(3):44–51.
- [27]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.
- [28]Lin, Y., S. Hu, and M. Chen. Managerial Optimism and Corporate Investment: Some Empirical Evidence from Taiwan[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2005, 13(5):523–546.
- [29]姜付秀,张敏,陆正飞,陈才东.管理者过度自信、企业扩张与财务困境[J].经济研究,2009,(1):131–143.
- [30]Heaton, J. B. Managerial Optimism and Corporate Finance[J]. Financial Management, 2002, 31(2):33–46.
- [31]吴超鹏,吴世农,郑方镳.管理者行为与连续并购绩效的理论与实证研究[J].管理世界,2008,(7):126–133.
- [32]Hayward, M., and D. C. Hambrick. Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris[J]. Administrative Science Quarterly, 1997, 42(1):103–127.
- [33]Brown, R., and N. Sarma. CEO Overconfidence, CEO Dominance and Corporate Acquisitions [J]. Journal of Economics and Business, 2007, 59(5):358–379.
- [34]文芳,汤四新.薪酬激励与管理者过度自信——基于薪酬行为观的研究[J].财经研究,2012,(9):48–58.
- [35]李善民,陈文婷.企业并购决策中管理者过度自信的实证研究[J].中山大学学报(社会科学版),2010,(5):192–201.
- [36]Uysal, V. B. Deviation from the Target Capital Structure and Acquisition Choices [J]. Journal of Financial Economics, 2011, 102(3):602–620.
- [37]陈强.高级计量经济学及Stata应用[M].北京:高等教育出版社,2004.

Impact of Information Advantage on M&A—Perspective from Social Network

LI Shan-min^{1,3}, HUANG Can¹, SHI Xin-xiang²

- (1. Sun Yat-sen Business School, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China;
- 2. School of Business, Guangzhou University, Guangzhou 510006, China;
- 3. Institution of Merger, Acquisition and Restructuring, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China)

Abstract: Researching the corporate financial behavior based on the network view is a new field of corporate finance. Every company is embedded in a certain social network, and the network position which the company is located in can bring information advantage to the company. This potential resource has an important value. Based on the data about social network of listed companies in growth enterprise market which is formed with the shareholders links, we use the social network analysis method to study the relationships between M&A and information advantage. The results suggest that after transforming the information advantage from social network into information resource, it will reduce ex ante uncertainty and ex post uncertainty, and have positive impacts on the likelihood of engaging in M&A and M&A performance respectively. But information advantage is not actual information resource. In the process of M&A decision, whether the value of information advantage can be realized will depend on the decision maker's desire to search for the information. Furthermore, as important roles in M&A decision, overconfident managers may lose desire to search for the information because of illusion of control, and consequently may neglect the value of information advantage in M&A process and cause the hidden losses in M&A decision. In the perspective from social network, we study the relationships between M&A and information advantage, which has important implications for understanding the information advantage.

Key Words: social network; network position; information advantage; managerial overconfidence; merger and acquisition

JEL Classification: G34 D22 D85

[责任编辑:鲁舟]