

# 企业并购依赖的缘由和后果:基于知识基础理论和成长压力理论的研究\*

陈仕华 王雅茹

**摘要:**虽然实践中很多企业都存在并购依赖问题,但鲜有文献对此问题进行考察。一方面,根据知识基础理论,企业战略决策依赖于前期积累的知识,如果关于某种战略积累的知识越多,那么其对这种战略的依赖性越强(即战略决策的“知识依赖”);另一方面,根据成长压力理论,如果企业过去通过并购战略获得较快的成长速度,那么为了继续保持快速的成长速度,企业只能继续采用并购战略(即并购战略的“成长压力”)。为此,本文基于知识基础理论和成长压力理论研究企业并购依赖对后续并购决策行为的影响。文章基于2007~2018年沪深A股上市公司并购数据,实证研究发现:(1)企业过去对并购战略的依赖程度越强,企业当前继续选择并购战略的可能性越大;企业拥有的成功并购知识越多,企业面临的成长压力越大,企业并购战略依赖对并购战略选择的正向影响越强;(2)企业过去对并购战略的依赖程度对企业当前并购绩效没有显著影响;但是,如果企业拥有的成功并购知识越多,那么企业并购依赖对并购绩效可能会有正向影响;如果企业面临的成长压力越大,那么并购依赖对并购绩效可能会有负向影响。本文不仅在理论上为连续并购研究提供一个新的研究视角,而且也能为企业制定并购战略决策提供有益的实践启示。

**关键词:**知识基础理论 成长压力理论 并购依赖 并购战略选择 并购绩效

## 一、引言

与企业内生有机成长方式相比,并购成长方式可以帮助企业实现快速成长(Greve, 2008; Kim et al., 2011; 姜付秀等, 2009; 陈仕华等, 2015)。因此,现实中企业迫于资本市场、投资者关注等诸多方面的成长压力,为了能够在短期内实现快速成长,一般会频繁地采用并购成长方式,有时甚至在短期内连续进行多次并购(Penrose, 1995; Greve, 2008; Kim et al., 2011; Castellaneta and Conti, 2017; Chao, 2018)。正是鉴于连续并购现象在实践中如此普遍,因此其一直是学术界长期关注的前沿和热点议题(Doukas and Petmezas, 2007; Barkema and Schijven, 2008; Billett and Qian, 2008; Aktas et al., 2011, 2013; Henningsson, 2015; Castellaneta and Conti, 2017; Cuypers et al., 2017; Gong et al., 2019; 吴超鹏等, 2008)。然而,关于连续并购的现有研究倾向于将企业并购行为看作是独立于内生有机成长方式的事件,忽略了企业并购行为实际上是企业成长过程中关于内生有机成长方式和外生并购成长方式的相机抉择问题(Kim et al., 2011)。

有鉴于此,本文选择从企业并购依赖视角研究企业连续并购问题。企业并购依赖是指,企业在成长过程中对并购成长方式(相对于内生有机成长方式而言)的依赖程度。在我国上市公司成长过程中,很多公司表现出很强的并购依赖现象。根据Kim等(2011)提出的并购依赖测量方法(公司近3年的并购交易规模总额与总资产增长的比值),本文测算了2007~2018年我国A股上市公司的并购依赖程度数据,发现:年均16.61%的上市公司并购依赖程度超过25%,年均11.58%的上市公司并购依赖程度超过50%,年均6.45%的上市公司并购依赖程度超过75%,并且并购依赖程度的公司数占比以及均值从2007~2018年均呈现增加的趋势。那么,企业为何会对并购有如此高的依赖程度?如此高的并购依赖程度对企业发展到好不好?

关于企业并购依赖的现有研究(Kim et al., 2011)主要基于成长压力理论研究企业并购依赖对并购溢价的

\*本文得到国家自然科学基金“企业并购依赖:知识依赖还是成长压力?”(基金号:72072025)和“国有资本并购重组理论、机制与模式研究”(基金号:72132010)的资助。

影响,认为企业并购依赖程度越强,其在并购中支付的溢价水平越高。如果延续成长压力理论的推论,那么企业并购依赖应该会导致较差的绩效结果。这实际上无法解释实践中为何有些企业的并购依赖战略走向成功,而有些企业的并购依赖战略则走向失败<sup>①</sup>。实际上,关于企业连续并购的研究也给出了知识基础的理论解释(Nadolska and Barkema, 2014; Gong et al., 2019),认为企业并购中积累的成功知识越多,可能会导致企业获得较好的并购绩效。因此,本文认为,只有将知识基础理论和成长压力理论结合起来,才能对并购依赖问题给出一个相对较为合理的解答。

根据知识基础理论(Grant, 1996; March et al., 1991; Winter and Szulanski, 2001),企业内部积累的战略知识既是企业自身过去行为的产物,也是企业未来决策的基础。如果企业过去频繁采用某一特定战略,由于多次重复决策积累了这种战略指导的丰富知识(Nelson and Winter, 1982),那么企业在后续战略决策中会越来越倾向选择过去频繁采用的战略(Greve, 2003)。根据成长压力理论(Greve, 2003; Greve, 2008; Kim et al., 2011; 陈仕华等, 2015),企业面临的成长压力会影响企业的战略选择。如果企业过去频繁通过并购战略成长,由于企业在多次并购过程中获得较快的成长速度(这会为企业当前保持较快成长速度造成压力),那么企业会倾向继续通过并购战略保持快速成长。为此,本文基于知识基础理论和成长压力理论回答上述问题。

与现有研究相比,本文的创新主要体现在:第一,现有关于连续并购的研究倾向于将企业并购行为看作是独立于内生有机成长方式的事件,忽略了企业并购行为实际上是企业成长过程中关于内生有机成长方式和外生并购成长方式的相机抉择问题,本文从企业并购依赖视角研究连续并购问题,这进一步拓展了关于企业连续并购行为的现有认识。第二,虽然现有研究既有单独基于知识基础理论研究企业并购(Nadolska and Barkema, 2014),也有单独基于成长压力理论研究企业并购(Kim et al., 2011; 陈仕华等, 2015),但是还未见有文献同时将知识基础理论和成长压力理论结合起来研究企业并购问题。本文将两个理论结合起来研究企业并购依赖问题,这对关于企业并购问题的理论研究方面有一定的增量贡献。第三,本文研究发现,企业并购依赖对并购绩效的影响方向取决于哪种力量(知识依赖 VS. 成长压力)占优。如果企业拥有的成功并购知识越多,那么企业并购依赖对并购绩效可能会有正向影响;如果企业面临的成长压力越大,那么并购依赖对并购绩效可能会有负向影响。这些发现进一步拓展了关于企业并购依赖的现有认识(Kim et al., 2011)。

## 二、理论基础与研究假设

### (一)理论基础

#### 1. 企业知识基础理论

企业知识基础理论将知识界定为企业对经营管理活动规律的认知状态(Grant, 1996; Nickerson and Zenger, 2004; Nonaka and Takeuchi, 1995),认为企业知识既有源自于企业内部自身经验的积累(Dutton and Thomas, 1984),也有源自于企业外部知识的学习(Kogut and Zander, 1992)。企业知识基础理论认为,企业拥有的知识对企业战略决策具有重要影响(Winter and Szulanski, 2001),并且,相对于从企业外部学习获得的知识而言,基于企业自身经验积累的知识对战略决策的影响更大(Lieberman, 1987; Grant, 1996)。正如 Nelson 和 Winter (1982)研究表明,企业积累的知识既是企业自身过去行为的产物,同时还是企业未来决策的基础,它决定了企业下一步行为的方向。Kim 等(2011)研究也表明,如果企业过去频繁采用某种特定战略决策,则会在多次重复决策过程中积累大量相关知识,那么这些知识将会影响企业接下来的战略决策。企业知识基础理论进一步认为,正是由于企业战略决策的“知识依赖”特性(即企业战略决策会侧重于依赖企业自身经验积累的知识)(March et al., 1991; Nelson and Winter, 1982),导致企业决策者倾向于把更多的精力投在以往频繁使用的战略模式,降低了探索其他备选战略方案的可能性,最终使企业越来越依赖于之前的战略选择(Barkema and Schijven, 2008),从而使企业战略决策呈现出“战略依赖”特征(Greve, 2003; Kim et al., 2011; March et al., 1991)。

企业知识基础理论研究表明,企业自身积累的不同类型(成功 VS. 失败)知识对战略决策行为和绩效有不同影响(Zollo and Singh, 2004)。当企业从战略成功中获得更多知识时(比如经历成功次数较多),企业会倾向

于坚持之前的战略选择(Miller and Chen, 1994),而当企业从战略失败中获得更多知识时(比如经历失败次数较多),企业会倾向于对之前战略选择进行改变(March, 1981)。因此,企业若在以往频繁采用某一特定战略过程中积累的成功知识越多,那么企业对这一特定战略的依赖程度就会越强(Haleblian et al., 2006)。企业知识基础理论研究还表明,由于企业储备的知识不同导致企业战略绩效结果的不同,从而决定了企业之间竞争优势差异(Kogut and Zander, 1992)。相对于从战略失败中获得知识而言,从战略成功中获得的知识能让企业了解决策行为和结果之间的因果关系,并掌握成功实施特定战略决策所需的技巧和诀窍(Bruton et al., 1994)。因此,如果企业能够从某次战略成功中获得成功知识,那么企业实施的战略决策绩效就会较好(Haleblian and Finkelstein, 1999);如果企业从多次战略成功中获得的成功知识越多,那么企业从战略依赖中取得的绩效结果也会越理想(Haleblian et al., 2006)。

### 2. 企业成长压力理论

由于规模对企业非常重要(比如,获得规模经济优势和垄断市场势力等)(Haveman, 1993),因此与企业盈利能力指标一样,成长速度(测量企业规模扩张的速度)也是评价企业经营绩效的重要指标(Greve, 2008; Penrose, 1959)。比如,资本市场或投资者愿意为快速成长的企业支付较高的股票价格(Kim et al., 2011)。企业成长压力理论认为,由于成长速度作为企业经营绩效的重要评价指标,这让企业高管面临较大的成长压力(Greve, 2008; Kim et al., 2011)。当企业当前的成长状况良好时,企业高管面临的成长压力会较小。反之,当企业当前成长状况较差时,企业高管面临的成长压力就会比较大(Greve, 2008; March and Shapira, 1987)。那么,关于企业成长状况良好与否的判断,主要取决于社会比较(social comparison)和历史比较(historical comparison):社会比较是指企业与相似企业(比如同行业企业)相比,如果其成长速度较慢,意味着其面临较大的成长压力(Greve, 2008);历史比较是指企业与自身过去相比,如果自身过去成长速度较快,意味着其当前面临较大的成长压力(Greve, 2003; Kim et al., 2011)。

企业成长压力理论的相关研究表明,企业面临的成长压力会影响企业战略决策(Greve, 1998; Kim et al., 2011)。由于与自身内生长有机增长相比,企业通过外延式并购扩张方式更能获得快速成长。因此,当面临较大成长压力时,企业会更倾向于通过并购战略成长(Greve, 1998; Higgins and Rodriguez, 2006)。此外,当企业成长情况没有达到理想的水平,企业就可能还会采用高风险战略去促进成长。比如, Kim等(2011)研究发现,当企业面临的成长压力较大时,为了促进快速成长就会更可能采用高风险战略——在并购中为标的公司支付较高的并购溢价。企业成长压力理论的相关研究进一步表明,企业面临的成长压力还会影响企业战略决策的绩效。当面临较大成长压力时,企业为了快速成长可能会非理性地投入过高的成本、低估战略决策与执行过程中的风险和不确定性,以及高估战略方案的预期收益,从而导致战略决策绩效相对较差(Wiseman and Bromiley, 1996)。

### (二)企业并购依赖与并购战略选择

#### 1. 企业并购依赖的主效应:基于知识基础理论和成长压力理论的分析

根据知识基础理论,如果企业过去依赖于使用某种战略,那么会积累大量有关这种战略的知识(Dutton and Thomas, 1984)。根据这一理论逻辑,如果企业过去主要通过并购方式成长,那么企业会积累大量关于并购的知识。现有关于连续并购的研究(Aktas et al., 2009; Haleblian and Finkelstein, 1999)表明,如果企业之前经历过并购,就会积累关于如何选择并购标的、有效管理并购过程以及成功进行并购后整合的相关知识,并且随着企业经历并购次数的增加,企业积累的这些并购知识就会越丰富。知识基础理论进一步认为,由于企业通过自身经验积累的知识会对随后战略决策产生重要影响(也即企业战略决策的“知识依赖”特性)(March et al., 1991; Nelson and Winter, 1982),因此导致企业越来越倾向于选择之前采用过的战略(也即企业战略选择呈现出“战略依赖”的特征)(Greve, 2003; Kim et al., 2011; March et al., 1991)。比如, Miller和Chen(1994)关于企业竞争战略的研究表明,企业基于过去竞争战略经验而形成的知识,会在很大程度上影响企业对其他竞争行为的认知程度,从而导致企业倾向于利用现有知识来制定竞争战略。Xie等(2016)关于企业产品创新战略的



研究表明,企业会倾向于依赖已有创新战略知识制定产品创新战略,因为依赖已有创新战略知识可以降低产品创新过程中的复杂性和不确定性。那么,在企业并购战略决策情景中,如果企业在过去多次并购中积累了大量并购知识,由于企业战略决策的“知识依赖”特征,这会影响企业当前的成长战略选择——相对于通过内生有机成长方式而言,企业会更倾向于选择并购成长方式。Amburgey和Miner(1992)关于企业并购“战略惯性”(Strategic Momentum)的研究也支持这一观点。他们研究发现,企业从过去并购战略中积累的知识,会导致企业当前继续保持并购的行为态势,从而形成继续选择并购战略的“战略惯性”。因此,根据知识基础理论,如果企业过去主要依赖并购战略方式成长,那么由于企业在多次并购过程中积累了丰富的并购知识,导致企业当前更可能选择并购战略成长方式。

企业成长方式主要有两种(Kim et al., 2011; Penrose, 1959; 陈仕华等, 2015),一种是内生的有机成长方式,是指企业通过对内部资源和能力的累积而实现的内涵式成长,比如企业依靠自身积累的资金,通过购置新设备、修建新工厂或设立新企业以实现规模增长;另一种则是外生的并购成长方式,是指企业通过兼并、收购其他企业资产以迅速扩大自身规模的外延式成长。与内生有机成长方式相比,通过并购成长方式获得的成长速度更快(Penrose, 1959; Varaiya, 1987),因此如果企业过去频繁依赖并购成长方式,那么企业势必获得较快的成长速度。根据企业成长压力理论,如果企业自身过去成长速度较快,意味着其当前面临较大的成长压力(Greve, 2003; Kim et al., 2011),而这会影响企业当前的成长战略选择(Greve, 1998; Kim et al., 2011)。由于与内生的有机增长方式相比,企业通过外延式并购扩张方式更能获得快速成长,因此,当面临较大成长压力时,企业会更倾向于选择通过并购战略方式成长(Greve, 1998; Higgins and Rodriguez, 2006)。因此,根据成长压力理论,如果企业过去主要依赖并购成长方式,这势必导致企业过去保持较快成长速度,而这会给企业当前成长状态带来较大压力。企业为了缓解过去的快速成长给当前成长状态造成的压力,会更可能选择并购战略成长方式。

基于以上两个理论的分析,本文提出以下研究假设。

假设1:如果企业在过去成长中对并购战略的依赖程度越强,那么企业当前通过并购战略方式成长的可能性越大。

## 2. 企业成功知识的调节效应:基于知识基础理论的分析

根据知识基础理论,企业自身积累的不同类型战略知识(成功VS.失败)会对企业战略决策行为产生不同影响(Menon and Pfeffer, 2003)。如果企业从过去战略中积累了较多的成功知识,那么企业会倾向于坚持之前的战略决策(Miller and Chen, 1994);而如果企业从过去战略中积累了较多的失败知识,那么企业会倾向于改变之前的战略决策(Jordan and Audia, 2012)。根据这一理论逻辑,如果企业在过去并购中积累了较多的成功并购知识,那么企业继续坚持并购战略的可能性较大,而如果企业在过去并购中积累了较多的失败并购知识,那么企业继续选择并购战略的可能性较小。现有研究(Henningsson, 2015; Argote and Miron-Spektor, 2011; Halebian et al., 2006; Hayward, 2002; Nadolska and Barkema, 2014)提供的证据也表明,企业从过去较好并购绩效中获取的成功知识,有助于企业掌握成功制定和执行并购战略的能力,增强企业对并购战略的信心,促进企业坚持选择并购战略;而企业从过去较差并购绩效中获得的失败知识,会向企业传递关于并购决策的错误信息,促使企业寻求其他替代性战略选择方案。知识基础理论还表明,如果企业过去频繁使用特定战略积累的成功战略知识越丰富,那么企业对这一战略的依赖程度就会越强(Birkinshaw et al., 2002)。比如,Joseph等(2016)关于企业产品战略的研究发现,当企业从过去成功的产品战略中获取了较多知识时,企业会倾向于坚持使用这一产品战略,并且这种产品在市场投放时间也会较长。具体到企业并购战略决策情景中,如果企业过去经历了多次成功并购,并积累了丰富的成功并购知识,那么这些成功知识将进一步增强企业当前继续选择并购战略的可能性。Trichterborn等(2016)的研究表明,企业从过去并购经验中获取的成功知识,会强化企业现有的并购战略惯例(routines),增强企业并购行为的持续性。因此,如果企业在过去并购战略中积累了丰富的成功并购知识,那么企业并购依赖程度对并购战略选择的正向影响越强。因此,本文提出以下研究假设。

假设2:如果企业获得的成功并购知识越多,那么企业并购依赖程度对并购战略选择的正向影响越强。

#### 3. 企业成长压力的调节效应:基于成长压力理论分析

正如前文所言,与内生的有机成长方式相比,企业通过外生的并购成长方式获得的成长速度较快(Penrose, 1959; Varaiya, 1987)。因此,如果企业频繁通过并购方式成长,也即对并购依赖程度较强,那么会给当前造成较大的成长压力,从而继续选择并购成长方式。不过,除了外生的并购成长方式,企业还依赖内生的有机成长方式(Kim et al., 2011; Penrose, 1959; 陈仕华等, 2015)。因此,尽管不同企业可能具有同等并购依赖程度,但是由于他们之间的内生有机成长速度存在差异,则会导致企业获得不同的成长速度,进而使他们面临不同程度的成长压力。本文认为,企业面临的成长压力不同,企业并购依赖程度对并购战略选择的正向影响程度也存在差异。其理由如下:假定企业并购依赖程度保持不变,如果企业过去的成长速度越快(即企业当前面临的成长压力越大),意味着企业通过内生有机增长方式获得快速成长的可能性越小,那么企业依赖通过并购战略方式成长的可能性越大;而如果企业过去的成长速度越慢(即企业当前面临的成长压力越小),则意味着企业通过内生有机增长方式获得快速成长的可能性越大,那么企业依赖通过并购战略方式成长的可能性较小。因此,本文提出以下研究假设。

假设3:如果企业成长压力越大(即企业过去成长速度越快),那么企业并购依赖程度对并购战略选择的正向影响越强。

#### 4. 企业成功知识和成长压力的交互效应:基于知识基础理论和成长压力理论的结合

根据知识基础理论,企业积累的并购知识是影响企业并购战略选择的内在因素,如果企业过去积累的成功并购知识越多,那么企业当前对并购战略的依赖程度会越强(Nadolska and Barkema, 2014);根据成长压力理论,企业面临的成长压力是影响企业并购战略选择的外在因素,如果企业面临的成长压力越大,那么企业对并购战略的依赖程度也会越强(Kim et al., 2011)。那么,更进一步的问题是:两个理论在预测企业并购依赖问题上是何关系呢?本文认为,企业知识基础理论主要是从内因角度解释并购依赖问题,而成长压力理论则主要是外因角度解释并购依赖问题,因此两个理论在解释并购依赖问题时可能存在互补关系。这种互补效应体现在:一方面,当企业在过去数次并购中积累了较多的成功并购知识时,企业随后会倾向于继续选择并购战略(Haleblian et al., 2006)。而如果企业同时面临较大的成长压力时,那么企业继续选择并购战略的可能性会进一步增大;另一方面,当企业面临较大的成长压力时,企业选择并购战略的可能性较大(Kim et al., 2011),而如果企业同时积累了较多的成功并购知识,那么企业选择并购战略的可能性会进一步增大。因此,如果企业拥有较多成功的并购知识,同时面临较大的成长压力(即企业过去的成长速度较快),企业并购依赖程度对选择并购战略正向影响会更强。因此,本文提出以下研究假设。

假设4:如果企业获得的成功并购知识越多,同时企业面临的成长压力越大(即企业过去成长速度越快),那么,企业并购依赖程度对并购战略选择的正向影响就会更强。

#### (三)企业并购依赖与并购绩效

##### 1. 企业并购依赖对并购绩效的影响:基于知识基础理论和成长压力理论的分析

根据知识基础理论,如果企业过去依赖使用某种战略积累了丰富的战略知识,由于知识会使企业形成特定战略能力(Zollo and Singh, 2004),那么企业继续依赖这一战略取得的绩效结果可能较好。根据这一理论逻辑,如果企业过去依赖并购战略积累了较多并购知识,由于知识能够让企业掌握成功实施并购战略所需的能力(Kim et al., 2011),那么企业当前继续实施并购战略取得的并购绩效可能较好。Zollo和Singh(2004)研究表明,企业基于过去并购活动积累的并购知识,可以使企业掌握选择恰当并购目标和准确评估并购交易协同效应。Trichterborn等(2016)研究也表明,企业取得的并购知识能够帮助企业更好地估计并购交易中的风险和不确定性,在并购交易阶段支付合适的并购价格,并在并购交易完成后较好地进行并购整合。因此,如果企业过去依赖并购战略成长,那么由于积累了丰富的并购知识,企业继续依赖并购战略取得的绩效结果可能较好。为此,本文提出以下假设。

假设5a:如果企业在过去成长中对并购战略的依赖程度较强,那么企业当前并购交易的并购绩效较好。

根据成长压力理论,如果企业过去依赖并购方式成长,那么企业过去会形成较快的成长速度,这将使企业面临较大成长压力(Greve, 2003)。为了缓解当前面临的成长压力,企业会继续依赖并购成长战略,并且在实施并购战略的过程中倾向于非理性地投入过高的成本、低估并购的风险和不确定性,以及高估并购战略的预期收益,从而取得较差的并购绩效(Wiseman and Bromiley, 1996)。Kim等(2011)的研究也发现,企业并购依赖会使企业在并购交易中支付较高的并购溢价,这意味着企业并购依赖对并购绩效存在负面影响。因此,如果企业过去依赖并购战略成长,那么由于面临的成长压力,企业继续依赖并购战略取得的绩效结果可能较差。基于以上分析,本文提出以下研究假设。

假设5b:如果企业在过去成长中对并购战略的依赖程度较强,那么企业当前并购交易的并购绩效较差。

## 2. 企业成功知识的调节效应:基于知识基础理论的分析

根据知识基础理论,相对于从特定战略失败中获得知识而言,企业从特定战略成功中获得的知识,会使企业当前采取这一战略取得相对较好的绩效结果(Winter and Szulanski, 2001)。根据这一逻辑,如果企业过去通过并购战略方式获取了成功并购知识,那么企业当前实施并购战略会取得相对较好的并购绩效;而如果企业过去通过并购战略方式获取了失败并购知识,那么企业当前实施并购战略会取得相对较差的并购绩效。比如,Zollo和Singh(2004)研究表明,企业基于过去并购活动获取的成功并购知识,可以使企业掌握选择恰当并购目标和准确评估并购目标价值的关键。Trichterborn等(2016)研究表明,企业取得的成功并购知识能够帮助企业更好地评估并购交易中的风险和不确定性,在并购交易阶段支付合适的并购价格,并在并购交易完成后较好地进行并购整合;而企业取得的失败并购知识则会使企业倾向于支付过高并购溢价,高估并购交易的协同效益,并低估并购后整合的困难。知识基础理论进一步表明,如果企业过去从多次特定战略成功中积累的成功知识越丰富,那么企业当前依赖这一战略取得的绩效结果也会越理想(Haleblian et al., 2006)。Gompers等(2009)通过对企业风险投资战略的研究发现,企业基于过去得到良好绩效反馈的投资战略获取的成功投资知识越多,企业未来运用这些知识制定风险投资战略取得的绩效反馈越好。在企业并购战略决策中,如果企业过去通过并购战略方式积累的成功知识越多,那么企业当前运用并购战略所取得的并购绩效越好。企业连续并购的相关研究(Aktas et al., 2009; Castellaneta and Conti, 2017; Henningsson, 2015)也表明,当过去频繁使用并购战略的企业,从并购经历中积累了较多成功并购知识时,企业成功实施并购战略决策的能力也越强。因此,如果企业从过去成功并购活动中积累了较多成功并购知识,那么企业过去对并购战略的依赖程度越高,企业当前实施并购战略取得的并购绩效越好。基于以上分析,本文提出如下研究假设。

假设6:如果企业拥有的成功并购知识越多,那么企业并购依赖程度对并购绩效的正向影响越强。

## 3. 企业成长压力的调节效应:基于成长压力理论分析

根据成长压力理论,如果企业过去的成长速度越快,企业面临的成长压力越大,那么企业为了实现快速成长,很可能在制定战略决策时非理性地投入过高的成本,低估战略决策和执行过程中的风险和不确定性,并高估战略方案的预期收益,从而取得相对较差的战略绩效(Wiseman and Bromiley, 1996)。如前所述,当企业过去通过并购方式成长时,企业的成长速度会相对较快,这会使企业当前面临较大的成长压力;而当企业过去通过内生有机方式成长时,企业的成长速度会相对较慢,企业当前面临的成长压力也会相对较小。那么,如果企业当前面临的成长压力较大,过去通过并购战略成长的企业,为了应对过去快速成长给企业当前成长状态造成的压力,会倾向于采用冒险性的并购战略行为(Greve, 2008)。比如, Kim等(2011)研究表明,当企业面临的成长压力较大时,依赖并购成长的企业会倾向于在并购交易中付出较高的成本,比如,为并购标的支付较高的并购溢价。姜付秀等(2009)研究表明,当企业在并购扩张中过度重视扩张的规模和速度时,企业会低估战略过程中的风险,从而使企业在未来很可能陷入财务困境。陈仕华等(2015)研究也表明,为了应对成长压力而迫切寻求快速成长的企业,会倾向于在并购交易中承担较高的并购风险,支付相对较高的并购交易成本,结果会导致企业在并购交易后期取得相对较差的并购绩效。因此,与企业面临较小成长压力(即企业过去成长



速度较慢)的情况相比,如果企业面临的成长压力较大(即企业过去成长速度较快),那么过去通过并购战略成长的企业,继续实施并购战略取得的并购绩效将相对较差。基于以上分析,本文提出如下研究假设。

假设7:如果企业成长压力越大(即企业过去成长速度越快),那么企业并购依赖程度对并购绩效的负向影响越强。

#### 4. 企业成功知识和成长压力的交互效应:基于知识基础理论和成长压力理论的结合

根据知识基础理论,企业并购依赖会对并购绩效有正向影响,如果企业过去并购经历中积累的成功并购知识越多,那么企业并购依赖对并购绩效的正向影响越强;而根据成长压力理论,企业并购依赖会对并购绩效有负向影响,如果企业面临的成长压力越大,那么企业并购依赖对并购绩效的负向影响越强。那么,更进一步的问题是:两个理论在预测并购依赖对并购绩效的影响时是何关系呢?本文认为,由于知识基础理论强调由于并购知识的积累而导致并购依赖对并购绩效的积极影响,而成长压力理论强调由于成长压力导致并购依赖对并购绩效的消极影响,因此,两个理论在解释并购依赖对并购绩效的影响时可能存在替代关系。一方面,企业面临的成长压力越大,那么企业并购依赖对并购绩效的负向影响越强。但是,如果企业同时在过去并购经历中积累了较多的成功并购知识,那么其可能会削弱由于成长压力导致企业并购依赖对并购绩效的负向影响;另一方面,如果企业积累的成功并购知识越多,那么企业并购依赖对并购绩效的正向影响越强。但是,如果企业同时面临着较大的成长压力,那么其可能会削弱由于成功并购知识导致企业并购依赖对并购绩效的正向影响。基于以上分析,本文提出以下两个假设。

假设8a:如果企业获得的成功并购知识越多,那么企业成长压力对企业并购依赖程度与并购绩效之间关系的负向调节效应越弱。

假设8b:如果企业成长压力越大,那么企业成功并购知识对企业并购依赖程度与并购绩效之间关系的正向调节效应越弱。

本文的概念框架如图1所示。

### 三、研究设计

#### (一)研究样本与数据来源

考虑到股权分置改革对资本市场并购交易的影响(逯东等,2019),因此本文选择2007~2018年沪深A股主板上市公司(假设1至假设4)和并购交易事件(假设5至假设8)为研究对象。关于检验假设1至假设4的研究样本,本文从国泰安“治理结构”数据库的“治理综合信息”文件中,获得2007~2018年沪深A股主板上市公司样本(共计18098个观测值)。然后,参照现有文献(Greve and Zhang, 2017;陈仕华等,2015;吴超鹏等,2008)的普遍做法,剔除金融保险行业上市公司样本(共计475个观测值),剔除后共剩余17623个观测值。

关于检验假设5至假设8的研究样本,本文从国泰安“并购重组”数据库的“交易信息”文件中,获得2007年1月1日至

2018年12月31日之间全部上市公司的并购交易事件(共计98552个交易样本)。然后,参照现有研究(Greve and Zhang, 2017;陈胜蓝、马慧,2017;李善民等,2019;逯东等,2019;吴超鹏

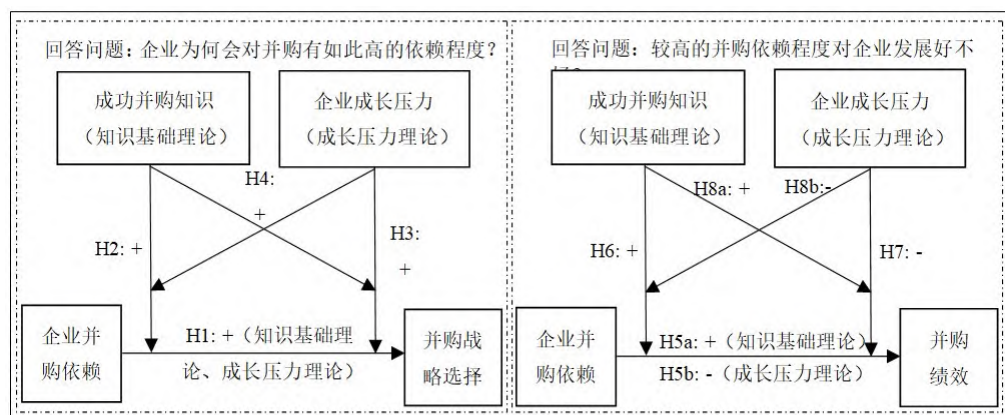


图1 概念框架图

等,2008)的普遍做法,对初始样本进行如下筛选:(1)保留上市公司为买方的并购交易样本,剔除其他类型并购交易的样本(剔除78261个交易样本,剩余20291个交易样本);(2)剔除非沪深A股主板上市公司的并购交易样本(共计7871个交易样本);(3)剔除金融保险行业上市公司的并购交易样本(共计137个交易样本);(4)剔除资产剥离、资产置换、债务重组等并购类型的并购交易样本(共计507个交易样本);(5)剔除ST类上市公司的并购交易样本(共计684个交易样本);(6)若上市公司在同一天宣告两笔或两笔以上并购交易,则将这些并购交易合并为一次并购交易(处理后共计剩余7735个交易样本);(7)剔除交易金额在100万元以下的并购交易样本(共计1140个交易样本)。经过上述筛选过程,共剩余6595个并购交易样本。

本文检验假设1至假设4使用的上市公司样本数据来源于国泰安(CSMAR)治理结构数据库,检验假设5至假设8使用的上市公司并购交易样本来源于国泰安(CSMAR)并购重组数据库。对于其他控制变量而言,其中并购交易特征变量(包括支付方式、财务顾问、关联交易等)数据来源于国泰安(CSMAR)并购重组数据库,公司治理特征变量(包括高管过度自信、高管持股比例、董事会规模、两职合一、独立董事比例、股权集中度、机构投资者持股、企业集团隶属等)数据来源于国泰安(CSMAR)上市公司人物特征数据库和治理结构数据库,公司特征变量(包括企业规模、企业年龄、企业性质、企业绩效、资产负债率、自由现金流、市值与账面价值比等)数据来源于国泰安(CSMAR)财务报表数据库、财务指标分析数据库和上市公司年报。市场化程度变量数据来源于王小鲁等(2019)《中国分省份市场化指数报告(2018)》,产业政策变量数据是根据“十一五”、“十二五”和“十三五”我国国民经济和社会发展的规划纲要进行编码。

## (二)被解释变量

**并购战略选择。**本文借鉴Nadolska和Barkema(2014)、姜付秀等(2009)、陈仕华等(2015)、逯东等(2019)、李善民等(2019)等文献的做法,采用以下两个变量测量企业并购战略选择:一是并购战略选择虚拟变量(*Acquisition\_01*),即公司在某个年份是否采用并购战略。具体测量为:公司在*t*年份是否采用了并购战略,如果是则取值为1,否则为0。二是并购战略选择的程度变量(*Acquisition\_02*),即企业某个年份实施并购战略的规模程度。具体测量为:公司在*t*年份进行并购战略支付的交易价格总和(经过对数化处理)。

**并购绩效。**并购绩效包括短期并购绩效和长期并购绩效。

**短期并购绩效**以累计超额收益率(*CAR*)来测量。本文参照现有研究(Billett and Qian, 2008; Doukas and Petmezas, 2007; Rahaleh and Wei, 2012; Greve and Zhang, 2017; 王艳、李善民, 2017; 李善民等, 2019)的普遍做法,通过市场模型法进行计算,模型中参数估计的区间选择为并购宣告前150个交易日至宣告前30个交易日,并以[-2, 2]窗口期来计算累积超额收益率。

**长期并购绩效**以购买并持有超常收益(*BHAR*)和总资产收益变化值( $\Delta ROA$ )变量进行测量。关于购买并持有超常收益(*BHAR*),本文借鉴李善民和朱滔(2006)、陈仕华等(2015)、王艳和李善民(2017)等的研究,将其测量为购买公司股票并一直持有到并购后两年(24个月),公司股票收益率超过市场组合或对应组合收益率的部分。本文计算并购公司*i*并购后[0, *t*]月*BHAR*的公式为:

$$BHAR_{it} = \prod (1 + R_{it}) - \prod (1 + R_{pt}) \quad (1)$$

其中, $R_{it}$ 为并购企业*i*在*t*月的收益率, $R_{pt}$ 表示对应组合的月收益率, $t=0 \sim 24$ , $t=0$ 表示并购当月, $t=1$ 表示并购后一个月,以此类推。本文参照李善民和朱滔(2006)的方法来计算 $R_{pt}$ :首先按企业*t*年6月份的流通市值规模,从小到大排序后均分为5组;然后按企业*t-1*年12月份的权益账面/市值比(每股权益/年末收盘价),将上述5组从小到大排序后,再次均分为5组,共计得到25组企业分组;然后,分别计算各个年份每一组企业的等权月收益率,即为 $R_{pt}$ ;最后,根据公式计算企业并购后24个月的购买并持有超常收益(*BHAR*)。

关于总资产收益率变化值( $\Delta ROA$ ),本文参照吴超鹏等(2008)、Cai和Sevilir(2012)、王艳和阚钰(2014)、陈胜蓝和马慧(2017)等学者的做法,以并购首次公告日前后两年的总资产收益率的变化量来进行测量。具体测算如下:首先,依据行业标准(制造业采用二级代码分类,其他按一级代码分类)对每一年的总资产收益率(*ROA*)进行标准化处理;然后,分别用并购完成之后两年(*t+1*年,*t+2*年)总资产收益率(*ROA*)均值减去并购前



两年( $t-2$ 年, $t-1$ 年)总资产收益率( $ROA$ )均值,即为总资产收益率变化值( $\Delta ROA$ )。

### (三)解释变量

并购依赖程度(*Dependence*)。本文借鉴Kim等(2011)的研究,以并购方企业前3年的并购总交易规模占资产增长的比重来衡量并购依赖程度。具体计算方法如下:首先计算出并购方 $t-4$ 年至 $t-1$ 年全部并购交易活动支付的价格之和( $\sum_{i=4}^{t-1} Size\_Acquisition_{it}$ ),然后除以企业 $t-4$ 年年末总资产( $Asset_{it-4}$ )与 $t-1$ 年年末总资产( $Asset_{it-1}$ )之差。具体计算公式为:

$$Dependence = \frac{\sum_{i=4}^{t-1} Size\_Acquisition_{it}}{Asset_{it-1} - Asset_{it-4}} \quad (2)$$

其中, $Size\_Acquisition_{it}$ 是并购方企业 $i$ 在第 $t$ 年的并购交易活动支付的金额, $\sum_{i=4}^{t-1} Size\_Acquisition_{it}$ 为并购方企业 $t-4$ 年至 $t-1$ 年全部并购交易活动支付的价格之和, $Asset_{it-4}$ 和 $Asset_{it-1}$ 分别为并购方企业 $i$ 在 $t-4$ 年年末和 $t-1$ 年年末的总资产。该值越大,说明并购方企业在过去3年的成长过程中对并购战略的依赖程度越强。

### (四)调节变量

成功并购知识(*Knowledge*)。由于企业战略知识难以直接测量,因此只能通过可观察行为中表现出来的知识运用能力进行推断(Calipha et al., 2018)。这就意味着,如果企业在过去的并购活动中取得了较好的绩效结果,那么企业在并购中会获得成功并购知识,并且随着企业成功并购次数增多,企业积累的成功并购知识也就越多(Haleblian et al., 2006)。因此,本文借鉴现有文献(Gong et al., 2019)的做法,以企业过去经历过的成功并购次数来测量企业积累的成功并购知识。同时,考虑到组织知识的遗忘特性使近期知识(较前期知识而言)对组织决策的影响较大(Meschi and Metais, 2013),因此,本文参照Kim和Finkelstein(2009)、Zhu和Chen(2015)的做法,在计算企业成功并购知识时,对前期取得的知识以获得成功知识的年份至考察时点前一年( $t-1$ 年)的时间长度(以年为计量单位)作为折算系数,然后对企业经历的全部成功并购知识进行加总。这个测量还涉及两个问题:第一,关于成功并购事件的界定,我们借鉴现有研究(Argote and Miron-Spektor, 2011; Gong et al., 2019; Haleblian et al., 2006; Haywad, 2002)采用的方法,如果企业 $i$ 在 $t$ 年某一并购事件的累积超额收益率( $CAR[-2, 2]$ )大于0(Gong et al., 2019),则表示企业 $i$ 该次并购事件成功。第二,从理论上讲,关于计算企业成功并购次数的起始时间应该是从企业成立之日算起,但是由于我们无法获取企业上市之前数据,以及我国上市公司并购数据是从1998年开始披露,因此本文统计了从1998年开始至考察时点前一年(即1998年至 $t-1$ 年)企业经历过的全体成功并购事件次数。当然,上市公司在1998年之前也可能发生过并购事件,但是考虑到从1998年至2007年已经至少间隔9年时间,9年之前并购交易获得的知识可能对当前的影响已经很小。综上所述,关于企业成功并购知识的计算公式如下:

$$Knowledge = \sum_{i=1998}^{t-1} \frac{Success\_Acquisition_i}{Years} \quad (3)$$

其中, $Success\_Acquisition_i$ 为 $t$ 年企业成功并购事件次数, $Years$ 为企业实施并购的年份至考察时点前一年( $t-1$ 年)的时间长度(以年为计量单位)。

企业成长压力(*Growth*)。本文参照Greve(1998)、Kim等(2011)、陈仕华等(2015)的研究,通过并购方企业成长速度(*Growth*)来测量企业成长压力,并通过如下公式进行计算:

$$Growth = \sqrt[3]{\frac{Asset_{t-1}}{Asset_{t-4}}} - 1 \quad (4)$$

其中, $Asset_{t-1}$ 和 $Asset_{t-4}$ 为企业在 $t-1$ 年和 $t-4$ 年年末的总资产。该值越大,说明企业过去3年成长速度越快,企业当前面临的成长压力越大。

### (五)控制变量

关于以并购战略决策为被解释变量(假设1至假设4)的控制变量,我们借鉴现有研究(Haleblian et al., 2006; Greve and Zhang, 2017; Zhang and Greve, 2019; 陈仕华等, 2015; 李善民等, 2019)的做法,选择以下控制

变量:高管持股比例(*Stock*)、董事会规模(*Board*)、两职合一(*Dual*)、独立董事比例(*Independent*)、第一大股东持股比例(*Top1*)、高管过度自信(*Hubris*)、机构投资者持股(*Institution*)、企业集团隶属(*Group*);企业规模(*Size*)、企业年龄(*Age*)、企业性质(*State*)、企业绩效(*ROA*)、资产负债率(*Debt*)、自由现金流(*FCF*)、市值与账面价值比(*MB*)、市场化程度(*Market*)、产业政策(*Policy*);以及年份固定效应(*Year*)和行业固定效应(*Industry*)。

关于以并购绩效为被解释变量(假设5至假设8)的控制变量,我们参照现有研究(Cai and Sevilir, 2012; Halebian and Finkelstein, 1999; Kim et al., 2011; 李善民、朱滔, 2006; 吴超鹏等, 2008; 潘红波等, 2008; 潘红波、余明桂, 2011; 陈仕华等, 2013; 王艳、阚铎, 2014; 陈仕华等, 2015; 陈胜蓝、马慧, 2017; 逯东等, 2019; 李善民等, 2019)的做法,选择以下控制变量:支付方式(*Method*)、财务顾问(*Consultant*)、关联交易(*Connect*);高管持股比例(*Stock*)、董事会规模(*Board*)、两职合一(*Dual*)、独立董事比例(*Independent*)、第一大股东持股比例(*Top1*)、高管过度自信(*Hubris*)、机构投资者持股(*Institution*)、企业集团隶属(*Group*);企业规模(*Size*)、企业年龄(*Age*)、企业性质(*State*)、企业绩效(*ROA*)、资产负债率(*Debt*)、自由现金流(*FCF*)、市值与账面价值比(*MB*)、市场化程度(*Market*)、产业政策(*Policy*),以及年份固定效应(*Year*)和行业固定效应(*Industry*)。变量测量的详细内容参见《管理世界》网络发行版附录。

## 四、实证研究与结果分析

表1给出企业并购依赖与并购战略选择(假设1至假设4)的回归结果。根据两个并购战略选择指标(*Acquisition\_01*、*Acquisition\_02*)的数据属性,本文分别使用Logit模型(模型1-1至模型1-5)和Tobit模型(模型2-1至模型2-5)。其中,模型1-1和模型2-1为包括控制变量和调节变量的基准模型。模型1-2和模型2-2将企业并购依赖程度变量(*Dependence*)分别引入模型1-1和模型2-1。回归结果表明,并购依赖程度变量(*Dependence*)回归系数显著为正(模型1-2中回归系数为0.100,显著性水平小于1%;模型2-2中回归系数为1.252,显著性水平小于1%),说明企业过去对并购的依赖程度越强,企业当前选择并购战略的可能性越高,这与假设1的预测相一致。

模型1-3和模型2-3将并购依赖程度和成功并购知识的交乘项变量(*Dependence×Knowledge*)分别引入模型1-2和模型2-2。回归结果表明,该交乘项变量的回归系数均显著为正(模型1-3中回归系数为0.031,显著性水平小于5%;模型2-3中回归系数为0.347,显著性水平小于5%),说明如果企业掌握的成功并购知识越多,那么企业并购依赖程度对并购战略决策的正向影响越强,这与假设2的预测相一致。

模型1-4和模型2-4将并购依赖程度与成长压力的交乘项变量(*Dependence×Growth*)分别引入模型1-2和模型2-2。回归结果表明,该交乘项变量的回归系数均显著为正(模型1-4中回归系数为0.179,显著性水平小于1%;模型2-4中回归系数为2.087,显著性水平小于1%),说明如果企业面临的成长压力越大(即企业过去的成长速度越快),那么企业并购依赖程度对并购战略决策的正向影响越强,这与假设3的预测相一致。

模型1-5和模型2-5将并购依赖程度、成功并购知识和成长压力的交乘项变量(*Dependence×Knowledge×Growth*)(以及相关的低阶交乘项变量)引入模型1-2和模型2-2。回归结果表明,该交乘项变量的回归系数显著为正(模型1-5中回归系数为0.082,显著性水平小于1%;模型2-5中回归系数为0.814,显著性水平小于1%)说明如果企业拥有的成功并购知识越多,同时企业面临的成长压力越大(即企业过去成长速度越快),那么,企业并购依赖程度对并购战略选择的正向影响就会更强。这与假设4的预测相一致。

表2给出企业并购依赖与并购绩效(假设5至假设8)的回归结果。其中,模型3-1、模型4-1和模型5-1为包括控制变量和调节变量的基准模型。模型3-2、模型4-2和模型5-2将并购依赖程度变量(*Dependence*)分别引入模型3-1、模型4-1和模型5-1。回归结果表明,并购依赖程度变量(*Dependence*)的回归系数为负,但均未达到10%的显著性水平(模型3-2中回归系数为-0.001,显著性水平大于10%;模型4-2中回归系数为-0.010,显著性水平大于10%;模型5-2中回归系数为-0.015,显著性水平大于10%),说明企业并购依赖程度对并购绩效没有显著影响。根据知识基础理论,企业并购依赖应该对并购绩效有显著正向影响(假设5a),而根据成长

压力理论,企业并购依赖应该对并购绩效有显著负向影响(假设5b)。之所以企业并购依赖对并购绩效没有显著影响,可能是因为以上两个理论机制都发挥了作用,并最终导致他们发挥的效应相互抵消。实际上,随后的假设6和假设7均得到支持,也进一步印证了这一推断的合理性。

模型3-3、模型4-3和模型5-3将并购依赖程度与成功并购知识的交乘项变量( $Dependence \times Knowledge$ )分别引入模型3-2、模型4-2和模型5-2。回归结果表明,该交乘项变量的回归系数均显著为正(模型3-3中回归系数

为0.011,显著性水平小于5%;模型4-3中回归系数为0.034,显著性水平小于1%;模型5-3中回归系数为0.028,显著性水平小于1%),说明如果企业拥有的成功并购知识越多,那么企业并购依赖程度对并购绩效的正向影响越强。这与假设6的预测相一致。模型3-4、模型4-4和模型5-4将并购依赖程度与成长压力的交乘项变量( $Dependence \times Growth$ )分别引入模型3-2、模型4-2和模型5-2。回归结果表明,该交乘项变量的回归系数均为负(模型3-4中回归系数为-0.024,模型4-4中回归系数为-0.177,模型5-3中回归系数为-0.130);但在以短期并购绩效(CAR)为因变量的模型中,其未达到10%的显著性水平(模型3-4中显著性水平大于10%),在以长期并购绩效(BHAR和 $\Delta ROA$ )为因变量的模型中,达到了5%的显著性水平(模型4-4中显著性水平小于5%,模型5-4中显著性水平小于5%)。以上结果说明,如果企业成长压力越大,那么企业并购依赖程度对并购绩效的负向影响越强,不过这种负向影响主

表1 企业并购依赖与并购战略选择(假设1至假设4)的回归结果

模型	1-1	1-2	1-3	1-4	1-5	2-1	2-2	2-3	2-4	2-5
因变量	Acquisition_01					Acquisition_02				
Dependence (H1)		0.100*** (4.290)	0.068** (2.409)	0.169*** (5.723)	0.114*** (3.151)		1.252*** (4.140)	0.893** (2.429)	1.973*** (5.682)	1.424*** (3.237)
Knowledge	0.087*** (5.229)	0.086*** (5.172)	0.080*** (4.800)	0.084*** (5.062)	0.076*** (4.364)	1.109*** (5.278)	1.081*** (5.196)	1.007*** (4.799)	1.053*** (5.075)	0.960*** (4.475)
Growth	0.014 (1.352)	0.015 (1.380)	0.015 (1.368)	-0.003 (-0.252)	-0.007 (-0.594)	0.180 (1.379)	0.181 (1.391)	0.180 (1.382)	-0.021 (-0.154)	-0.074 (-0.490)
Dependence× Knowledge(H2)			0.031** (2.132)		0.042*** (2.712)			0.347*** (2.079)		0.356** (2.355)
Dependence× Growth(H3)				0.179*** (4.799)	0.095** (2.159)				2.087*** (4.961)	1.199** (2.266)
Knowledge× Growth					0.010 (1.125)					0.085 (1.404)
Dependence× Knowledge× Growth(H4)					0.082*** (2.853)					0.814*** (2.746)
Stock	1.215*** (2.958)	1.200*** (2.929)	1.187*** (2.893)	1.159*** (2.829)	1.145*** (2.782)	14.934*** (2.917)	14.678*** (2.881)	14.516*** (2.848)	14.145*** (2.789)	13.962*** (2.745)
Board	-0.024*** (-2.866)	-0.024*** (-2.830)	-0.024*** (-2.830)	-0.024*** (-2.819)	-0.024*** (-2.801)	-0.307*** (-2.792)	-0.302*** (-2.758)	-0.303*** (-2.764)	-0.300*** (-2.734)	-0.298*** (-2.722)
Dual	-0.061 (-0.981)	-0.059 (-0.952)	-0.060 (-0.966)	-0.057 (-0.928)	-0.059 (-0.955)	-0.850 (-1.063)	-0.836 (-1.053)	-0.853 (-1.073)	-0.819 (-1.034)	-0.848 (-1.071)
Independent	-0.117 (-0.362)	-0.095 (-0.295)	-0.090 (-0.278)	-0.109 (-0.339)	-0.090 (-0.280)	-1.628 (-0.393)	-1.390 (-0.337)	-1.327 (-0.322)	-1.577 (-0.383)	-1.346 (-0.327)
Top1	-0.179 (-0.992)	-0.191 (-1.062)	-0.189 (-1.052)	-0.214 (-1.200)	-0.225 (-1.258)	-2.357 (-1.012)	-2.518 (-1.088)	-2.509 (-1.084)	-2.850 (-1.239)	-2.908 (-1.264)
Hubris	-0.536*** (-2.696)	-0.532*** (-2.686)	-0.528*** (-2.668)	-0.556*** (-2.814)	-0.546*** (-2.765)	-5.936** (-2.302)	-5.907** (-2.303)	-5.846** (-2.281)	-6.189** (-2.422)	-6.047** (-2.367)
Institution	0.003 (1.558)	0.003 (1.563)	0.003 (1.625)	0.003 (1.538)	0.003 (1.488)	0.042* (1.656)	0.041* (1.646)	0.042* (1.689)	0.041 (1.627)	0.040 (1.599)
Group	0.084 (1.586)	0.083 (1.570)	0.082 (1.559)	0.084 (1.599)	0.082 (1.559)	1.053 (1.540)	1.029 (1.515)	1.023 (1.506)	1.051 (1.554)	1.020 (1.507)
Size	0.239*** (9.565)	0.238*** (9.558)	0.238*** (9.570)	0.240*** (9.665)	0.239*** (9.611)	3.400*** (10.741)	3.383*** (10.714)	3.387*** (10.729)	3.408*** (10.819)	3.394*** (10.783)
Age	0.004 (0.611)	0.004 (0.559)	0.004 (0.549)	0.003 (0.462)	0.003 (0.456)	0.049 (0.533)	0.045 (0.492)	0.044 (0.481)	0.037 (0.409)	0.036 (0.398)
State	-0.264*** (-4.182)	-0.261*** (-4.150)	-0.260*** (-4.138)	-0.259*** (-4.130)	-0.254*** (-4.047)	-3.405*** (-4.243)	-3.370*** (-4.217)	-3.358*** (-4.201)	-3.337*** (-4.192)	-3.291*** (-4.134)
ROA	0.434*** (3.092)	0.424*** (3.022)	0.425*** (3.034)	0.419*** (3.007)	0.421*** (3.016)	5.874*** (2.878)	5.752*** (2.823)	5.767*** (2.837)	5.659*** (2.799)	5.683*** (2.810)
Debt	-0.173* (-1.679)	-0.157 (-1.528)	-0.155 (-1.510)	-0.156 (-1.523)	-0.153 (-1.496)	-2.152 (-1.552)	-1.935 (-1.396)	-1.913 (-1.380)	-1.937 (-1.405)	-1.912 (-1.389)
FCF	0.207 (1.232)	0.208 (1.238)	0.211 (1.236)	0.207 (1.252)	0.202 (1.245)	2.970 (1.527)	2.951 (1.523)	2.984 (1.531)	2.952 (1.530)	2.907 (1.515)
MB	0.017 (1.331)	0.018 (1.412)	0.018 (1.417)	0.018 (1.402)	0.018 (1.398)	0.310** (2.001)	0.319** (2.069)	0.321** (2.079)	0.320** (2.070)	0.317** (2.043)
Market	0.002 (0.104)	0.003 (0.178)	0.003 (0.165)	0.004 (0.250)	0.004 (0.259)	0.012 (0.061)	0.026 (0.130)	0.024 (0.121)	0.041 (0.208)	0.041 (0.211)
Policy	0.002 (0.104)	0.003 (0.178)	0.003 (0.165)	0.004 (0.250)	0.004 (0.259)	0.986 (1.233)	1.005 (1.260)	1.016 (1.272)	0.975 (1.227)	0.969 (1.218)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
C	-5.256*** (-8.967)	-5.265*** (-9.011)	-5.276*** (-9.033)	-5.302*** (-9.072)	-5.284*** (-9.042)	-75.271*** (-10.052)	-75.158*** (-10.082)	-75.293*** (-10.105)	-75.419*** (-10.136)	-75.218*** (-10.119)
Pseudo/Adj. R <sup>2</sup>	0.031	0.032	0.032	0.033	0.034	0.012	0.012	0.012	0.013	0.013
F/Wald chi2	335.210	348.250	349.700	359.590	368.020	8.386	8.535	8.509	8.733	9.148
Obs	14664	14664	14664	14664	14664	14664	14664	14664	14664	14664

注:模型1-1至模型1-5括号内为经过公司层面聚类(cluster)修正后的z值,模型2-1至模型2-5括号内为经过公司层面聚类(cluster)修正后的t值,\*、\*\*、\*\*\*分别表示10%、5%和1%的显著性水平。



要体现在长期并购绩效方面,在短期并购绩效方面没有得到体现。因此,假设7的预测得到部分支持。

模型3-5、模型4-5和模型5-5将并购依赖程度、成功并购知识和成长压力的交乘项变量( $Dependence \times Knowledge \times Growth$ )(以及相关的低阶交乘项变量)引入模型3-2、模型4-2和模型5-2。回归结果表明,该交乘

表2 企业并购依赖与并购绩效(假设5至假设8)的回归结果

模型	3-1	3-2	3-3	3-4	3-5	4-1	4-2	4-3	4-4	4-5	5-1	5-2	5-3	5-4	5-5
因变量	短期并购绩效					长期并购绩效									
	CAR					BHAR					$\Delta ROA$				
<i>Dependence(H5a/5b)</i>		-0.001 (-0.055)	-0.015 (-1.229)	-0.006 (-0.590)	-0.021 (-1.627)		-0.010 (-0.339)	-0.052 (-1.237)	-0.047 (-1.152)	-0.122 (-1.634)		-0.015 (-0.589)	-0.046 (-1.341)	-0.043 (-1.354)	-0.091 (-1.628)
<i>Knowledge</i>	0.007* (1.834)	0.007* (1.809)	0.004 (0.854)	0.008* (1.876)	0.003 (0.714)	0.003 (0.269)	0.003 (0.301)	-0.008 (-0.763)	0.005 (0.498)	-0.014 (-1.308)	0.004 (0.510)	0.004 (0.558)	-0.004 (-0.592)	0.006 (0.801)	-0.009 (-1.373)
<i>Growth</i>	-0.012 (-1.273)	-0.012 (-1.270)	-0.012 (-1.253)	-0.007 (-0.669)	-0.025*** (-2.869)	-0.138*** (-4.541)	-0.138*** (-4.552)	-0.137*** (-4.463)	-0.107*** (-4.572)	-0.119*** (-3.967)	-0.119*** (-4.844)	-0.118*** (-4.861)	-0.118*** (-4.736)	-0.094*** (-4.782)	-0.123*** (-6.791)
<i>Dependence× Knowledge(H6)</i>			0.011** (2.273)		0.014*** (2.864)			0.034*** (2.607)		0.055*** (2.823)			0.028*** (2.589)		0.043*** (2.684)
<i>Dependence× Growth(H7)</i>				-0.024 (-1.622)	-0.013 (-0.649)				-0.177** (-2.499)	-0.209* (-1.760)				-0.130** (-2.553)	-0.138* (-1.650)
<i>Knowledge×Growth</i>					0.012*** (3.144)					0.010 (1.221)					0.018*** (2.761)
<i>Dependence×Knowledge× Growth(H8a/8b)</i>					-0.018 (-1.503)					-0.008 (-0.147)					-0.019 (-0.440)
<i>Method</i>	-0.084*** (-5.097)	-0.084*** (-5.112)	-0.085*** (-5.107)	-0.084*** (-5.122)	-0.082*** (-5.007)	-0.054 (-1.034)	-0.053 (-1.027)	-0.055 (-1.060)	-0.049 (-0.928)	-0.049 (-0.944)	-0.036 (-1.364)	-0.036 (-1.333)	-0.035 (-1.320)	-0.037 (-1.359)	-0.034 (-1.267)
<i>Consultant</i>	0.042** (2.145)	0.042** (2.157)	0.041** (2.057)	0.044** (2.318)	0.046** (2.398)	-0.098* (-1.914)	-0.098* (-1.914)	-0.100* (-1.955)	-0.085 (-1.621)	-0.083 (-1.596)	0.045 (1.347)	0.046 (1.354)	0.047 (1.411)	0.052 (1.523)	0.060* (1.773)
<i>Connect</i>	-0.011 (-1.301)	-0.011 (-1.302)	-0.011 (-1.264)	-0.011 (-1.262)	-0.011 (-1.262)	0.001 (0.023)	0.001 (0.022)	0.001 (0.024)	0.004 (0.145)	0.004 (0.161)	0.040** (2.488)	0.040** (2.491)	0.039** (2.496)	0.043*** (2.644)	0.042*** (2.634)
<i>Stock</i>	-0.049 (-1.057)	-0.049 (-1.056)	-0.057 (-1.234)	-0.042 (-0.964)	-0.076** (-2.064)	0.310 (1.579)	0.310 (1.577)	0.296 (1.517)	0.321 (1.640)	0.280 (1.447)	-0.086 (-0.716)	-0.084 (-0.693)	-0.099 (-0.831)	-0.066 (-0.592)	-0.139 (-1.548)
<i>Board</i>	-0.003* (-1.680)	-0.003* (-1.680)	-0.003* (-1.714)	-0.003* (-1.722)	-0.003* (-1.673)	0.006 (1.015)	0.006 (1.008)	0.005 (0.931)	0.006 (0.980)	0.005 (0.840)	0.004 (1.126)	0.004 (1.128)	0.004 (1.038)	0.004 (1.143)	0.003 (0.975)
<i>Dual</i>	0.010 (0.863)	0.010 (0.866)	0.009 (0.717)	0.011 (0.884)	0.010 (0.827)	-0.062 (-1.533)	-0.062 (-1.534)	-0.068* (-1.649)	-0.067* (-1.652)	-0.076* (-1.846)	0.001 (0.056)	0.002 (0.076)	-0.002 (-0.059)	-0.003 (-0.119)	-0.008 (-0.279)
<i>Independent</i>	-0.051 (-0.715)	-0.051 (-0.716)	-0.054 (-0.767)	-0.050 (-0.703)	-0.042 (-0.611)	-0.456* (-1.931)	-0.457* (-1.940)	-0.457* (-1.941)	-0.448* (-1.935)	-0.430* (-1.887)	0.099 (0.830)	0.097 (0.820)	0.091 (0.775)	0.106 (0.894)	0.122 (1.072)
<i>Top1</i>	0.039 (1.193)	0.040 (1.199)	0.040 (1.223)	0.044 (1.339)	0.057* (1.787)	0.163 (1.481)	0.167 (1.497)	0.168 (1.508)	0.196* (1.794)	0.215** (2.055)	0.055 (0.850)	0.061 (0.922)	0.062 (0.944)	0.080 (1.213)	0.106* (1.708)
<i>Hubris</i>	-0.030 (-0.821)	-0.030 (-0.818)	-0.025 (-0.706)	-0.029 (-0.785)	-0.027 (-0.746)	-0.110 (-0.994)	-0.109 (-0.980)	-0.099 (-0.891)	-0.085 (-0.765)	-0.064 (-0.577)	0.070 (0.887)	0.074 (0.929)	0.084 (1.062)	0.094 (1.172)	0.111 (1.380)
<i>Institution</i>	-0.030 (-1.428)	-0.030 (-1.431)	-0.030 (-1.440)	-0.029 (-1.422)	-0.030 (-1.478)	-0.007*** (-2.737)	-0.007*** (-2.749)	-0.007*** (-2.815)	-0.007*** (-2.656)	-0.007*** (-2.786)	0.042* (1.952)	0.041* (1.950)	0.042* (1.994)	0.041* (1.761)	0.044* (1.807)
<i>Group</i>	-0.007 (-0.622)	-0.007 (-0.619)	-0.007 (-0.699)	-0.006 (-0.608)	-0.007 (-0.699)	0.005 (0.160)	0.005 (0.170)	0.004 (0.135)	0.003 (0.108)	-0.001 (-0.043)	-0.004 (-0.203)	-0.004 (-0.184)	-0.004 (-0.195)	-0.006 (-0.320)	-0.012 (-0.620)
<i>Size</i>	-0.001 (-0.195)	-0.001 (-0.197)	-0.001 (-0.142)	-0.001 (-0.292)	-0.001 (-0.280)	0.046*** (3.175)	0.046*** (3.211)	0.048*** (3.304)	0.042*** (3.027)	0.043*** (3.145)	0.003 (0.354)	0.003 (0.342)	0.004 (0.433)	0.000 (0.013)	0.001 (0.064)
<i>Age</i>	0.004*** (3.317)	0.004*** (3.318)	0.003*** (3.170)	0.004*** (3.432)	0.003*** (3.057)	0.001 (0.294)	0.001 (0.304)	0.001 (0.289)	0.002 (0.433)	0.002 (0.383)	-0.001 (-0.622)	-0.001 (-0.601)	-0.002 (-0.667)	-0.001 (-0.427)	-0.002 (-0.686)
<i>State</i>	0.010 (0.872)	0.010 (0.871)	0.010 (0.888)	0.010 (0.906)	0.010 (0.891)	-0.084*** (-2.742)	-0.084*** (-2.747)	-0.083*** (-2.727)	-0.082*** (-2.654)	-0.078*** (-2.569)	-0.000 (-0.011)	-0.000 (-0.004)	0.001 (0.040)	0.001 (0.063)	0.004 (0.204)
<i>ROA</i>	0.047 (0.878)	0.047 (0.878)	0.048 (0.902)	0.053 (0.977)	0.063 (1.115)	0.749*** (2.911)	0.750*** (2.913)	0.737*** (2.867)	0.825*** (3.170)	0.829*** (3.191)	0.490** (2.547)	0.489** (2.542)	0.486** (2.537)	0.524*** (2.673)	0.538*** (2.754)
<i>Debt</i>	0.000 (0.012)	0.000 (0.010)	0.004 (0.116)	-0.001 (-0.046)	0.002 (0.052)	0.192** (2.123)	0.190** (2.096)	0.196** (2.155)	0.186** (2.045)	0.193** (2.119)	0.320*** (4.218)	0.317*** (4.145)	0.322*** (4.268)	0.310*** (4.016)	0.315*** (4.192)
<i>FCF</i>	-0.103** (-2.092)	-0.102** (-2.097)	-0.099** (-2.040)	-0.105** (-2.155)	-0.106** (-2.221)	-0.114 (-0.858)	-0.112 (-0.847)	-0.090 (-0.684)	-0.138 (-1.020)	-0.109 (-0.829)	-0.189** (-2.374)	-0.187** (-2.338)	-0.165** (-2.057)	-0.211** (-2.618)	-0.185** (-2.363)
<i>MB</i>	0.005 (1.222)	0.005 (1.221)	0.005 (1.255)	0.005 (1.226)	0.005 (1.357)	-0.017 (-1.220)	-0.017 (-1.215)	-0.017 (-1.186)	-0.019 (-1.315)	-0.019 (-1.295)	0.036*** (3.921)	0.037*** (3.932)	0.037*** (3.975)	0.036*** (3.809)	0.036*** (3.820)
<i>Market</i>	-0.001 (-0.083)	-0.001 (-0.085)	-0.001 (-0.053)	-0.001 (-0.146)	0.001 (0.111)	0.001 (0.063)	0.000 (0.048)	0.001 (0.070)	-0.000 (-0.003)	0.001 (0.059)	-0.002 (-0.409)	-0.003 (-0.445)	-0.002 (-0.374)	-0.003 (-0.456)	-0.001 (-0.254)
<i>Policy</i>	-0.016 (-1.080)	-0.016 (-1.078)	-0.015 (-1.041)	-0.015 (-1.045)	-0.014 (-0.959)	-0.124*** (-3.147)	-0.124*** (-3.148)	-0.125*** (-3.181)	-0.120*** (-3.085)	-0.118*** (-3.101)	-0.061** (-2.232)	-0.061** (-2.241)	-0.062** (-2.278)	-0.055** (-2.071)	-0.052** (-2.008)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>C</i>	0.137 (1.183)	0.138 (1.183)	0.132 (1.146)	0.145 (1.264)	0.121 (1.065)	-1.194*** (-3.423)	-1.190*** (-3.447)	-1.214*** (-3.532)	-1.126*** (-3.326)	-1.167*** (-3.501)	-0.585*** (-2.405)	-0.583*** (-2.404)	-0.600*** (-2.472)	-0.538*** (-2.294)	-0.581*** (-2.501)
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0.097	0.096	0.101	0.099	0.117	0.101	0.101	0.105	0.115	0.125	0.075	0.075	0.081	0.094	0.111
<i>F</i>	6.852	6.812	7.002	6.674	7.011	6.631	6.699	6.782	6.613	6.404	4.481	4.423	4.230	4.529	5.582
<i>Obs</i>	4096	4096	4096	4096	4096	5623	5623	5623	5623	5623	5655	5655	5655	5655	5655

注:括号内为经过公司层面聚类(cluster)修正后的t值,\*、\*\*和\*\*\*分别表示10%、5%和1%的显著性水平。

项变量的回归系数不显著(模型3-5中回归系数为-0.018,显著性水平大于10%;模型4-5中回归系数为-0.008,显著性水平大于10%;模型5-5中回归系数为-0.019,显著性水平大于10%)。如果假设8a得到支持,那么三重交乘项变量的回归系数应该显著为正;而如果假设8b得到支持,那么三重交乘项变量的回归系数应该显著为负。之所以三重交乘项变量的回归系数不显著,其原因可能与假设5类似,即可能是因为以上两个机制都发挥了作用,并最终导致他们发挥的效应相互抵消。

为了检验前文研究结果的稳健性,本文进行如下测试<sup>②</sup>。

第一,考虑到企业并购依赖程度具有一定的行业特征(Kim et al., 2011),本文参照Kim等(2011)的方法,采用按年度行业均值调整后的并购依赖数据作为企业并购依赖程度的测量指标,测试前文实证结果的稳健性。测试结果表明,使用企业并购依赖程度的替代性测量指标,前文实证结果仍然成立。

第二,关于短期并购绩效,本文借鉴现有研究的做法(Aktas et al., 2011; Cuypers et al., 2017),分别选择[-5, 5]、[-10, 10]的窗口期来计算短期超额收益率。关于长期并购绩效,本文借鉴李善民和朱滔(2006)、陈仕华等(2015)等学者的做法,以购买公司股票并一直持有到并购后3年(36个月),公司股票收益率超过市场组合或对应组合收益率的部分来计算企业购买并持有超常收益,并以企业并购前后3年总资产收益率的变化值来替代测量长期并购绩效。基于以上替代性指标的测试结果表明,在改变了并购绩效测量的时间窗后,前文实证结果仍然成立。

第三,考虑到企业并购依赖对企业并购行为的影响,可能会受到某些未观测到的企业特征因素影响,因此,本文参照现有研究的做法(Aktas et al., 2013; Cai and Sevilir, 2012; 李善民等, 2019),通过控制企业固定效应方法测试前文实证结果的稳健性。测试结果表明,在控制了企业固定效应后,前文研究结论仍然成立。

第四,考虑到企业并购行为会受到多种因素影响,为了排除其他因素干扰,估计企业并购依赖对并购行为的真实影响,本文通过倾向得分匹配法(PSM)进行稳健性测试。首先,参照以往文献做法(Rosenbaum and Rubin, 1983),本文按企业是否依赖并购战略成长(以企业并购依赖程度是否大于企业所在行业并购依赖程度的均值为标准)进行分组(Aktas et al., 2013; Chao, 2018),将企业并购依赖程度大于企业所在行业并购依赖程度均值的企业作为处理组(Treatment Group),将企业并购依赖程度小于或等于企业所在行业并购依赖程度均值的企业作为对照组(Comparison Group),设置企业并购依赖虚拟变量(*Dependence\_p*),将处理组取值为1,对照组取值为0,然后通过倾向得分匹配法(PSM)进行样本匹配。本文以企业并购依赖虚拟变量(*Dependence\_p*)为被解释变量,以高管持股比例(*Stock*)、董事会规模(*Board*)、两职合一(*Dual*)、独立董事比例(*Independent*)、机构投资者持股(*Institution*)、企业规模(*Size*)、企业年龄(*Age*)、企业性质(*State*)、企业绩效(*ROA*)、资产负债率(*Debt*)、账面价值比(*MB*)、市场化程度(*Market*)和产业政策(*Policy*)等协变量为解释变量,通过Logistic回归模型估计企业并购依赖倾向得分;然后,运用估计倾向得分值并借助最近邻匹配法(Nearest Neighbor Matching),从对照组中找到与处理组个体倾向得分差异最小的样本进行匹配(按1:1进行匹配)。在进行样本匹配后,本文首先对匹配样本是否满足平行趋势假设进行检验,然后再使用配对后的样本进行回归。关于匹配样本平行趋势假设的检验结果表明,匹配后所有协变量的偏差均有所减少且小于10%,t检验结果表明处理组与对照组几乎不存在显著差异;模型R<sup>2</sup>从0.026减小到0.001;标准化偏差从匹配前的9.2减小到匹配后的1.5。本文基于匹配后的样本进行稳健性测试,发现前文实证结果未发生实质改变。

第五,考虑到企业并购绩效样本可能存在样本选择偏差问题,即由于最终使用的样本只有能够观测到并购绩效的样本,而无法观测到的部分样本可能导致估计结果有偏(Certo et al., 2016),因此本文利用Heckman两阶段模型进行稳健性检验。第一阶段,本文采用以下Probit回归模型,并利用回归结果计算逆米尔斯比率(IMR)*Lambda*:

$$\Pr(\text{Acquisition Performance} = 1) = \alpha + \beta_1 \text{Otherevent} + \beta_2 \text{Delisting} + \beta_3 \text{Control} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \varepsilon \quad (5)$$

其中,  $\Pr(\text{Acquisition Performance} = 1)$  为观测到企业并购绩效的概率, *Acquisition Performance* 为企业并购绩效虚拟变量,如果企业并购绩效可以被观测到,则并购绩效虚拟变量取值为1,否则取值为0。参照 Certo 等

(2016)的研究,在 Heckman 两阶段检验的第一阶段,需要设置预测样本中是否出现观测结果的外生变量,即“排除性约束”(exclusion restriction)变量。本文选取如下排除性约束变量:*Otherevent* 为企业其他重大事件变量,若上市公司在本文研究的并购绩效事件窗口期内(李善民等,2019)存在导致公司股票长期停牌的重大事件(如监管处罚、重大法律纠纷、重大人事变动、股权变动等)则取值为1,否则取值为0;*Delisting* 为企业退市变量,若企业在并购完成后的观测期内发生股票退市则取值为1,否则取值为0。本文选取这两个变量作为排除性约束变量的原因在于,当上市公司因其他重大事件而导致股票长期停牌或者在并购绩效样本观测期内发生退市时,由于市场股价数据缺失,将导致企业并购绩效数据无法观测,但这并不会影响企业的并购绩效水平。*Control* 为控制变量, $\Sigma Year$  为年份固定效应, $\Sigma Industry$  为行业固定效应。第二阶段,将第一阶段得到的  $\lambda$  代入企业并购依赖与并购绩效的回归模型中进行回归测试(Bushway et al., 2007),发现前文实证结果未发生实质改变。

## 五、研究结论与启示

本文基于知识基础理论和成长压力理论,使用2007~2018年沪深A股上市公司并购数据,考察企业并购依赖问题,研究结果表明:企业过去对并购战略的依赖程度越强,企业当前继续选择并购战略的可能性越大;企业拥有的成功并购知识越多,面临的成长压力越大,企业并购战略依赖对并购战略选择的正向影响越强。企业过去对并购战略的依赖程度对企业当前并购绩效没有显著影响;但是,如果企业拥有的成功并购知识越多,那么企业并购依赖对并购绩效可能会有正向影响;如果企业面临的成长压力越大,那么并购依赖对并购绩效可能会有负向影响。上述研究结果的理论与实践启示主要体现在以下几个方面。

一是,虽然关于连续并购的现有研究从高管谋取私利、过度自信等动机(Castellaneta and Conti, 2017; Doukas and Petmezas, 2007; Billett and Qian, 2008; 吴超鹏等, 2008)考察企业连续并购的原因,或者考察了企业连续并购对后续并购决策和并购绩效的影响(Aktas et al., 2013; Halebian et al., 2006; Rahahleh and Wei, 2012; Trichterborn et al., 2016),但这些研究都倾向于将企业并购行为作为一种独立于内生有机成长方式的事件。具体而言,这些研究将并购看成是是否采用并购的战略决策问题,或者之前的并购战略决策是否影响后续并购战略决策问题。而实际上企业连续并购中的任何一次并购行为都是企业成长决策中的内生性决策问题,也即,在企业成长过程中关于内生有机成长方式和外生并购成长方式的相机抉择问题(Kim et al., 2011)。因此,本文选择从企业并购依赖角度考察企业连续并购问题,正是抓住了连续并购中的内生性决策问题,这对关于企业连续并购的现有研究有一定的增量贡献。

二是,本文将知识基础理论和成长压力理论结合起来研究企业并购依赖问题,这拓展了知识基础理论(Grant, 1996; March et al., 1991; Winter and Szulanski, 2001; Nadolska and Barkema, 2014)和成长压力理论(Greve, 2003; Greve, 2008; Kim et al., 2011; 陈仕华等, 2015)各自的理论边界。一方面,关于企业为何会存在并购依赖问题,知识基础理论和成长压力理论之间存在着互补关系。比如,根据知识基础理论,如果企业过去积累的成功并购知识越多,那么企业当前对并购战略的依赖程度会越强;根据成长压力理论,如果企业面临的成长压力越大,那么企业对并购战略的依赖程度也会越强。企业知识基础理论主要是从内因角度解释并购依赖问题,而成长压力理论则主要是外因角度解释并购依赖问题,因此两个理论在解释并购依赖存在原因问题时存在着互补关系。另一方面,关于企业并购依赖的影响后果问题,知识基础理论和成长压力理论之间存在着替代关系。比如,根据知识基础理论,如果企业过去并购经历中积累的成功并购知识越多,那么企业并购依赖对并购绩效的正向影响越强;而根据成长压力理论,如果企业面临的成长压力越大,那么企业并购依赖对并购绩效的负向影响越强。由于知识基础理论强调由并购知识的积累而导致并购依赖对并购绩效的积极影响,而成长压力理论强调由于成长压力导致并购依赖对并购绩效的消极影响,因此,两个理论在解释并购依赖影响后果时也可能存在替代关系。那么,知识基础理论和成长压力理论到底是互补关系还是替代关系,这需要未来做进一步研究。

三是,本文研究结果表明,企业并购依赖的缘由和后果均是受到知识依赖和成长压力共同作用的结果。一方面,企业之所以存在并购依赖问题,这既受到知识依赖因素的影响,也受到成长压力因素的影响。另一方



面,关于企业并购依赖到底好不好问题,其答案则需要视情景而定。如果是知识依赖的力量占优,那么企业支付的并购溢价会相对较低,取得的并购绩效也会相对较好;而如果是成长压力的力量占优,那么企业支付的并购溢价会相对较高,取得的并购绩效也会相对较差。这实际上也解释了为何现实中有些并购依赖程度很强的企业取得了巨大成功,而有些并购依赖程度很强的企业则惨败收场。这就意味着,只有充分积累前期经历的战略知识,避免战略发展中由外部压力带来非理性行为,才可能会有助于企业立于不败之地。

(作者单位:陈仕华,东北财经大学工商管理学院;王雅茹,东北财经大学会计学院)

### 注释

①实践中虽然有很多企业存在较强的并购依赖现象,但并购价值创造的结果却存在很大差别。比如,阳光城集团(000671)在2014年至2016年期间共完成60余起并购事件,将资产规模增加3倍,其中八成资产来于并购交易。通过频繁的并购交易,阳光城集团的盈利质量稳步提升,销售收入、净利润等指标均居行业前列。与阳光城集团不同,华源集团为盲目并购扩张付出高昂代价。在1995年至1998年间,华源集团通过频繁进行大规模并购,从一家仅有1.5亿元资本的企业扩张成为总资产110亿元的大型企业,1999年以后华源集团更是频繁发起大规模并购,截至2005年企业规模已高达572亿元。但“大跃进”式的并购扩张导致华源集团因债务危机而走上被迫重组之路。

②为了节省文章篇幅,稳健性测试结果未在文章中汇报,留存备案。

### 参考文献

- (1)陈胜蓝、马慧:《卖空压力与公司并购》,《管理世界》,2017年第7期。
- (2)陈仕华、姜广省、卢昌崇:《董事联结、目标公司选择与并购绩效》,《管理世界》,2013年第12期。
- (3)陈仕华、卢昌崇、姜广省、王雅茹:《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》,《管理世界》,2015年第9期。
- (4)李善民、朱滔:《多元化并购能给股东创造价值吗?——兼论影响多元化并购长期绩效的因素》,《管理世界》,2006年第3期。
- (5)李善民、杨继彬、钟君煜:《风险投资具有咨询功能吗?——异地风投在异地并购中的功能研究》,《管理世界》,2019年第12期。
- (6)逮东、黄丹、杨丹:《国有企业非实际控制人的董事会权力与并购效率》,《管理世界》,2019年第6期。
- (7)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》,《经济研究》,2009年第1期。
- (8)潘红波、夏新平、余明桂:《政府干预、政治关联与地方国有企业并购》,《经济研究》,2008年第4期。
- (9)潘红波、余明桂:《支持之手、掠夺之手与异地并购》,《经济研究》,2011年第9期。
- (10)王艳、李善民:《社会信任是否会提升企业并购绩效?》,《管理世界》,2017年第12期。
- (11)王艳、阚铎:《企业文化与并购绩效》,《管理世界》,2014年第11期。
- (12)吴超鹏、吴世农、郑方镛:《管理者行为与连续并购绩效的理论及实证研究》,《管理世界》,2008年第7期。
- (13)祝继高、韩非池、陆正飞:《产业政策、银行关联与企业债务融资》,《金融研究》,2015年第3期。
- (14) Aktas, N., Bodt, E. D. and Roll, R., 2009, “Learning, Hubris and Corporate Serial Acquisitions”, *Journal of Corporate Finance*, Vol.15(5), pp.523~626.
- (15) Aktas, N., Bodt, E. D. and Roll, R., 2011, “Serial Acquirer Bidding: An Empirical Test of The Learning Hypothesis”, *Journal of Financial Economics*, Vol.17(1), pp.241~255.
- (16) Aktas, N., Bodt, E. D. and Roll, R., 2013, “Learning from Repetitive Acquisitions: Evidence from the Time between Deals”, *Journal of Financial Economics*, Vol.108(1), pp.99~117.
- (17) Amburgey, T. L. and Miner, A. S., 1992, “Strategic Momentum: The Effects of Repetitive, Positional, and Contextual Momentum on Merger Activity”, *Strategic Management Journal*, Vol.13(5), pp.335~348.
- (18) Argote, L. and Miron-Spektor, E., 2011, “Organizational Learning: From Experience to Knowledge”, *Organization Science*, Vol.22(5), pp.1123~1137.
- (19) Audia, P. G. and Greve, H. R., 2006, “Less Likely to Fail: Low Performance, Firm Size, and Factory Expansion in the Shipbuilding Industry”, *Management Science*, Vol.52(1), pp.83~94.
- (20) Barkema, H. and Schijven, M., 2008, “How Do Firms Learn to Make Acquisitions? A Review of Past Research and an Agenda for the Future”, *Journal of Management*, Vol.34(3), pp.594~634.
- (21) Billett, M. T. and Qian, Y., 2008, “Are Overconfident CEOs Born or Made? Evidence of Self-Attribution Bias from Frequent Acquirers”, *Management Science*, Vol.54(6), pp.1037~1051.
- (22) Birkinshaw, J., Nobel, R. and Ridderstråle, J., 2002, “Knowledge as a Contingency Variable: Do the Characteristics of Knowledge Predict Organization Structure?”, *Organization Science*, Vol.13(3), pp.274~289.
- (23) Bruton, G., Oviatt, B. and White, M., 1994, “Performance of Acquisitions of Distressed Firms”, *Academy of Management Journal*, Vol.37(4), pp.972~989.
- (24) Bushway, S., Johnson, B. D. and Slocum, L. A., 2007, “Is the Magic Still There? The Use of the Heckman Two-step Correction for Selection Bias in Criminology”, *Journal of Quantitative Criminology*, Vol.23, pp.151~178.
- (25) Calipha, R., Brock, D. M., Rosenfeld, A. and Dvir, D., 2018, “Acquired, Transferred and Integrated Knowledge: a Study of M&A Knowledge Performance”, *Journal of Strategy and Management*, Vol.11(3), pp.282~305.
- (26) Capron L. and Shen, J. C., 2007, “Acquisitions of Private vs. Public Firms: Private Information, Target Selection and Acquirer Returns”, *Strategic Management Journal*, Vol.28(9), pp.891~911.
- (27) Cai, Y. and Sevilir, M., 2012, “Board Connections and M&A Transaction”, *Journal of Financial Economics*, Vol.103(2), pp.327~349.

- (28)Castellaneta, F. and Conti, R., 2017, "How Does Acquisition Experience Create Value? Evidence from a Regulatory Change Affecting the Information Environment", *European Management Journal*, Vol.35(1), pp.60~68.
- (29)Certo, S. T., Busenbark, J. R., Woo, H. S. and Semadeni, M., 2016, "Sample Selection Bias and Heckman Models in Strategic Management Research", *Strategic Management Journal*, Vol.37(1), pp.2639~2657.
- (30)Chao, Y. C., 2018, "Organizational Learning and Acquirer Performance: How Do Serial Acquirers Learn from Acquisition Experience?", *Asia Pacific Management Review*, Vol.23(3), pp.161~168.
- (31)Cuypers, I. R. P., Cuypers Y. and Martin X., 2017, "When the Target May Know Better: Effects of Experience and Information Asymmetries on Value from Mergers and Acquisitions", *Strategic Management Journal*, Vol.38(3), pp.609~625.
- (32)Doukas, J. A. and Petmezas, D., 2007, "Acquisitions, Overconfident Managers and Self-attribution Bias", *European Financial Management*, Vol.13(3), pp.531~577.
- (33)Dutton, J. M. and Thomas, A., 1984, "Treating Progress Functions as a Managerial Opportunity", *Academy of Management Review*, Vol.9(2), pp.235~247.
- (34)Fuller, K., Netter, J. and Stegemoller, M., 2002, "What do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms that Make Many Acquisitions", *The Journal of Finance*, Vol.57(4), pp.1763~1793.
- (35)Goranova, M., Dharwadkar, R. and Brandes, P., 2010, "Owners on Both Sides of the Deal: Mergers and Acquisitions and Overlapping Institutional Ownership", *Strategic Management Journal*, Vol.31(10), pp.1114~1135.
- (36)Grant, R. M., 1996, "Toward a Knowledge-Based Theory of the Firm", *Strategic Management Journal*, Vol.17(2), pp.109~122.
- (37)Greve, H. R., 1998, "Performance, Aspirations, and Risky Organizational Change", *Administrative Science Quarterly*, Vol.43(1), pp.58~86.
- (38)Greve, H. R., 2003, *Organizational Learning from Performance Feedback*, New York: Cambridge University Press.
- (39)Greve, H. R., 2008, "A Behavioral Theory of Firm Growth: Sequential Attention to Size and Performance Goals", *Academy of Management Journal*, Vol.51(1), pp.476~494.
- (40)Greve, H. R. and Zhang, C. M., 2017, "Institutional Logics and Power Sources: Merger and Acquisition Decisions", *Academy of Management Journal*, Vol.60(2), pp.671~694.
- (41)Gompers, P., Kovner, A. and Lerner, J., 2009, "Specialization and Success: Evidence from Venture Capital", *Journal of Economics and Management Strategy*, Vol.18(3), pp.817~844.
- (42)Gong, Y., Zhang, Y. and Xia, J., 2019, "Do Firms Learn More from Small or Big Successes and Failures? A Test of the Outcome-Based Feedback Learning Perspective", *Journal of Management*, Vol.45(3), pp.1034~1056.
- (43)Haleblian, J. and Finkelstein, S., 1999, "The Influence of Organizational Acquisition Experience on Acquisition Performance: A Behavioral Learning Perspective", *Administrative Science Quarterly*, Vol.44(1), pp.29~56.
- (44)Haleblian, J., Kim, J. and Rajagopalan, N., 2006, "The Influence of Acquisition Experience and Performance on Acquisition Behavior: Evidence from the U.S. Commercial Banking Industry", *Academy of Management Journal*, Vol.49(2), pp.357~370.
- (45)Haveman, H. A., 1993, "Follow the Leader: Mimetic Isomorphism and Entry into New Markets", *Administrative Science Quarterly*, Vol.38(4), pp.593~627.
- (46)Hayward, M. L. A., 2002, "When Do Firms Learn from Their Acquisition Experience? Evidence From 1990~1995", *Strategic Management Journal*, Vol.23(1), pp.21~39.
- (47)Henningsson, S., 2015, "Learning to Acquire: How Serial Acquirers Build Organizational Knowledge for Information Systems Integration", *European Journal of Information Systems*, Vol.24(2), pp.121~144.
- (48)Higgins, M. J. and Rodriguez, D., 2006, "The Outsourcing of R&D Through Acquisition in the Pharmaceutical Industry", *Journal of Financial Economics*, Vol.80(2), pp.351~383.
- (49)Jordan, A. H. and Audia, P. G., 2012, "Self-Enhancement and Learning from Performance Feedback", *Academy of Management Review*, Vol.37(2), pp.211~231.
- (50)Joseph, J., Klingebiel, R. and Wilson, A. J., 2016, "Organizational Structure and Performance Feedback: Centralization, Aspirations and Termination Decisions", *Organization Science*, Vol.27(5), pp.1065~1083.
- (51)Kim, J. Y. and Finkelstein, S., 2009, "The Effects of Strategic and Market Complementarity on Acquisition Performance: Evidence from the U.S. Commercial Banking Industry, 1989~2001", *Strategic Management Journal*, Vol.30(6), pp.617~646.
- (52)Kim, J., Haleblian, J. and Finkelstein, S., 2011, "When Firms are Desperate to Grow via Acquisition", *Administrative Science Quarterly*, Vol.56(1), pp.26~60.
- (53)Kogut, B. and Zander, U., 1992, "Knowledge of the Firm, Combinative Capabilities, and the Replication of Technology", *Organization Science*, Vol.3(3), pp.383~397.
- (54)Lieberman, M. B., 1987, "The Learning Curve, Diffusion, and Competitive Strategy", *Strategic Management Journal*, Vol.8(5), pp.441~452.
- (55)Lin, C. and Su, D., 2008, "Industrial Diversification, Partial Privatization and Firm Valuation: Evidence from Publicly Listed Firms in China", *Journal of Corporate Finance*, Vol.14(4), pp.405~417.
- (56)Malmendier, U. and Tate, G., 2008, "Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction", *Journal of Financial and Economics*, Vol.89(1), pp.20~43.
- (57)March, J. G., 1981, "Footnotes to Organizational Change", *Administrative Science Quarterly*, Vol.26(4), pp.563~577.
- (58)March, J. G. and Shapira, Z., 1987, "Managerial Perspectives on Risk and Risk-taking", *Management Science*, Vol.33, pp.1404~1418.
- (59)March, J. G., Sproull, L. S. and Tamuz, M., 1991, "Learning from Samples of One and Fewer", *Organization Science*, Vol.2(1),

pp.1~13.

(60) Meschi, P. X. and Metais, E., 2013, "Do Firms Forget about Their Past Acquisitions? Evidence from French Acquisitions in the United States(1988-2006)", *Journal of International Management*, Vol.39(2), pp.469-495.

(61) Menon, T. and Pfeffer, J., 2003, "Valuing Internal vs. External Knowledge: Explaining the Preference for Outsiders", *Management Science*, Vol.49(4), pp.497-513.

(62) Miller, D. and Chen, M. J., 1994, "Sources and Consequences of Competitive Inertia: A study of the U.S. Airline Industry", *Administrative Science Quarterly*, Vol.39(1), pp.1-23.

(63) Nadolska, A. and Barkema, H. G., 2014, "Good Learners: How Top Management Teams Affect the Success and Frequency of Acquisitions", *Strategic Management Journal*, Vol.35(10), pp.1483-1507.

(64) Nelson, R. R. and Winter, S. G., 1982, *An Evolutionary Theory of Economic Change*, Cambridge: Harvard University Press.

(65) Njah, M. and Jarboui, A., 2013, "Institutional Investors, Corporate Governance, and Earnings Management Around Merger: Evidence from French Absorbing Firms", *Journal of Economics Finance and Administrative Science*, Vol.18, pp.89-96.

(66) Nickerson, J. and Zenger, T., 2004, "A Knowledge-Based Theory of the Firm—The Problem Solving Perspective", *Organization Science*, Vol.15(6), pp.617-632.

(67) Nonaka, I. and Takeuchi, H., 1995, *The knowledge Creating Company*, New York: Oxford University Press.

(68) Penrose, E. T., 1959, *The Theory of the Growth of the Firm*, New York: Wiley.

(69) Penrose, E. T., 1995, *The Preface for "The Theory of the Growth of the Firm: Third Edition"*, Oxford: Oxford University Press.

(70) Rahaleh, N. and Wei, P., 2012, "The Performance of Frequent Acquirers: Evidence from Emerging Markets", *Global Finance Journal*, Vol.23(1), pp.16-33.

(71) Rosenbaum, P. R. and Rubin, D. B., 1983, "The Central Role of the Propensity Score in Observational Studies for Causal Effects", *Biometrika*, Vol.70(1), pp.41-55.

(72) Shen, J. C. and Reuer, J. J., 2005, "Adverse Selection in Acquisitions of Small Manufacturing Firms: A Comparison of Private and Public Targets", *Small Business Economics*, Vol.24(4), pp.393-407.

(73) Trichterborn, A., Knyphausen-Aufseß D. Z. and Schweizer, L., 2016, "How to Improve Acquisition Performance: The Role of a Dedicated M&A Function, M&A Learning Process, and M&A Capability", *Strategic Management Journal*, Vol.37(4), pp.763-773.

(74) Varaiya, N. P., 1987, "Determinants of Premiums in Acquisition Transactions", *Managerial and Decision Economics*, Vol.8(3), pp.175-184.

(75) Winter, S. G. and Szulanski, G., 2001, "Replication as Strategy", *Organization Science*, Vol.12(6), pp.730-743.

(76) Wiseman, R. M. and Bromiley, P., 1996, "Toward a Model of Risk in Declining Organizations: An Empirical Examination of Risk, Performance and Decline", *Organization Science*, Vol.7(5), pp.524-543.

(77) Xie, X., Fang, L., Zeng, S. and Huo, J., 2016, "How Does Knowledge Inertia Affect Firms Product Innovation?", *Journal of Business Research*, Vol.69(5), pp.1615-1620.

(78) Zhang, C. M. and Greve, H. R., 2019, "Dominant Coalitions Directing Acquisitions: Different Decision Makers, Different Decisions", *Academy of Management Journal*, Vol.62(1), pp.44-65.

(79) Zhu, D. H. and Chen, G., 2015, "CEO Narcissism and the Impact of Prior Board Experience on Corporate Strategy", *Administrative Science Quarterly*, Vol.60(1), pp.31-65.

(80) Zollo, M. and Singh, H., 2004, "Deliberate Learning in Corporate Acquisitions: Post-acquisition Strategies and Integration Capability in U.S. Bank Mergers", *Strategic Management Journal*, Vol.25(13), pp.1233-1256.

## The Antecedents and Consequences of Firms' M&A Dependence: A Study Based on Knowledge-based Theory and Growth-pressure Theory

Chen Shihua<sup>a</sup> and Wang Yaru<sup>b</sup>

(a. School of Business Administration, Dongbei University of Finance and Economics;

b. School of Accounting, Dongbei University of Finance and Economics)

**Abstract:** Although many firms may face problems of firms M&A dependence in practice, few studies have tried to explore those issues. On the one hand, the knowledge-based theory posits that the firms' strategic decision depends on the knowledge accumulated from the past strategies; the more knowledge a firm accumulates about a strategy, the more dependent a firm becomes on that strategy (i.e., the knowledge dependence of strategic decision). On the other hand, the growth-pressure theory postulates that if a firm achieved superior growth through M&A in the past to maintain its rapid growth, it can only continue to adopt M&A strategy (i.e., the growth pressure of M&A strategy). Therefore, this study examines the influence of M&A dependence on subsequent M&A based on both knowledge-based and growth-pressure theories. Using a sample of A-share listed firms in China from 2007 to 2018, this study finds that: (1) the stronger a firm's dependence on M&A strategy in the past, the more likely it will adopt M&A strategy in future. The more M&A knowledge a firm has, the greater growth pressure it faces, and the stronger positive effect of dependence on M&A strategy choice. (2) The past dependence on M&A strategy has no significant impact on the current M&A performance, however, if a firm has more successful M&A knowledge, the M&A dependence has a positive effect on M&A performance. If the growth pressure is higher, the dependence on M&A may have a negative effect on M&A performance. This paper not only provides a new research perspective for serial M&A research in theory, but also provides beneficial guidelines for firms to make M&A strategic decisions in practice.

**Keywords:** knowledge-based theory; firm growth pressure theory; M&A dependence; M&A strategy choice; M&A performance



# The Antecedents and Consequences of Firms' M&A Dependence: A Study Based on Knowledge-based Theory and Growth-pressure Theory

Chen Shihua<sup>a</sup> and Wang Yaru<sup>b</sup>

(a. School of Business Administration, Dongbei University of Finance and Economics;

b. School of Accounting, Dongbei University of Finance and Economics)

**Summary:** Because serial M&A is very common in practice, it has remained an important topic of academic research for a long time. However, the existing studies on serial M&A tend to regard M&A behavior as an event independent of endogenous organic growth, ignoring that M&A behavior is actually a discretionary choice between endogenous organic growth and exogenous M&A growth in the process of firm growth. For this reason, this study chooses to examine the issue of serial M&A from the perspective of M&A dependence.

M&A dependence refers to the degree of dependence on M&A growth (relative to endogenous organic growth) in the growth process of firms. Existing research on M&A dependence focused mainly on the influence of M&A dependence on M&A premiums based on the theory of growth pressure, and indicated that the stronger the degree of M&A dependence, the higher the premiums paid in M&A. If the inference of growth pressure theory continues, M&A dependence should lead to poor performance. In fact, it cannot fully explain why some firms rely on M&A to achieve success, while others rely on the M&A can achieve failure. Research on serial M&A gives a theoretical explanation of knowledge-based, believing that the more successful knowledge accumulated in M&A, the higher M&A performance a firm may obtain. Therefore, this study argues that integrating the knowledge-based theory and growth pressure theory can provide a relatively reasonable solution to the problem of M&A dependence.

According to the knowledge-based theory, strategic knowledge accumulated inside the firm is not only the product of the firm's past behavior, but also the basis of its future decision. If a firm has frequently adopted a particular strategy in the past, and accumulated vast strategic knowledge of this strategy due to repeated decisions, it will increasingly tend to choose strategies which frequently adopted in the past in subsequent strategic decisions. According to the growth pressure theory, the growth pressure will affect a firm's strategic choices. If a firm frequently grew in the past through M&A, it will tend to continue to grow through M&A because the particular firm obtains a rapid growth through its strategy of multiple M&A (which will put pressure on the firm to maintain the fast growth rate at present). Therefore, this paper answers the above questions based on both knowledge-based and growth pressure theories.

Using the M&A data of A-share listed Chinese firms from 2007 to 2018, this empirical study finds that: (1) The stronger a firm's dependence on M&A strategy is in the past, the more likely it will continue to choose M&A strategy in future. The more successful M&A knowledge a firm has, the higher the growth pressure faced by the firm and the stronger the positive influence of dependence on M&A strategy choice. (2) The past dependence on M&A strategy has no significant impact on the current M&A performance, however, if a firm has more successful M&A knowledge, the M&A dependence may have a positive effect on M&A performance. If the growth pressure is higher, the dependence on M&A may have a negative effect on M&A performance.

Although existing studies have examined M&A independently based on knowledge-based theory and growth pressure theory, there is no literature that combines both knowledge-based theory and growth pressure theory to examine a firm's M&A behaviors at the same time. In this study, the two theories are combined to investigate the M&A dependence, which makes incremental contributions to the theoretical research on M&A.

**Keywords:** knowledge-based theory; firm growth pressure theory; M&A dependence; M&A strategy choice; M&A performance

**JEL Classification:** G34, G41, M41

# 《企业并购依赖的缘由和后果:基于知识基础理论和成长压力理论的研究》附录

附表 变量定义与说明

变量名称	符号	变量定义	文献来源	检验假设
被解释变量				
并购战略选择	Acquisition_01	并购方企业是否采用并购战略。若企业在t年进行并购活动则取值为1,否则取值为0。	Nadolska and Barkema, 2014; 姜付秀等, 2009; 陈仕华等, 2015; 逯东等, 2019; 李善民等, 2019	假设1 至假设4
	Acquisition_02	并购方企业在t年为并购战略支付交易价格总和(经过对数值处理)。	陈仕华等, 2015	假设1 至假设4
短期并购绩效	CAR	并购方企业在并购事件宣告之前第2个交易日到宣告日之后第2个交易日的累计异常收益率。	Billett and Qian, 2008; Doukas and Petmezas, 2007; Fuller et al., 2002; Rahahleh and Wei, 2012; Greve and Zhang, 2017; Gong et al., 2019; 王艳和李善民, 2017; 李善民等, 2019	假设5 至假设8
长期并购绩效	BHAR	并购方企业从并购首次公告当月开始到并购后24个月购买并持有的超常收益。	Gregory, 1997; 李善民和朱滔, 2006; 陈仕华等, 2015	假设5 至假设8
	ΔROA	并购首次公告日前后2年的总资产收益率的变化值。	Cai and Sevilir, 2012; Chao, 2018	假设5 至假设8
解释变量				
并购依赖程度	Dependence	并购方企业前三年并购交易规模总额与总资产增长的比值。	Kim et al., 2011	假设1 至假设8
调节变量				
成功并购知识	Knowledge	通过如下公式进行计算: $Knowledge = \frac{\sum_{t=1998}^{t-1} Success\ Acquisition}{Years}$ 。其中, Success Acquisition 为t年企业成功并购次数, Years为企业取得成功并购知识的年数。	Argote and Miron-Spektor, 2011; Halebian et al., 2006; Nadolska and Barkema, 2014; Kim and Finkelstein, 2009; Zhu and Chen, 2015	假设1 至假设8
成长速度	Growth	通过如下公式进行计算: $Growth = \sqrt[3]{\frac{Asset_{t-1}}{Asset_{t-4}}} - 1$ 。其中, Asset <sub>t-1</sub> 和Asset <sub>t-4</sub> 为企业在t-1年和t-4年年末的总资产。该值越大,说明企业过去3年的成长速度越快,企业当前面临的成长压力越大。	Audia and Greve, 2006; Greve, 1998; Kim et al., 2011; 陈仕华等, 2015	假设1 至假设8
控制变量				
支付方式	Method	若并购交易采取现金支付方式则取值为1,否则取值为0。	陈仕华等, 2013	假设5 至假设8
财务顾问	Consultant	若并购企业在并购过程中聘请了并购顾问则取值为1,否则取值为0。	陈仕华等, 2015; 逯东等, 2019	假设5 至假设8
关联交易	Connect	若并购双方存在关联关系则取值为1,否则取值为0。	潘红波和余明桂, 2011	假设5 至假设8
高管持股比例	Stock	并购方企业高管持股比例。	姜付秀等, 2009; 逯东等, 2019	假设1 至假设8
董事会规模	Board	并购方企业董事会成员数量。	Capron and Shen, 2007; 李善民等, 2019	假设1 至假设8
两职合一	Dual	并购企业总经理兼任董事长时取值为1,否则为0。	Capron and Shen, 2007	假设1 至假设8
独立董事比例	Independent	并购方企业独立董事人数与董事会成员人数之比。	吴超鹏等, 2008; 陈胜蓝和马慧, 2017	假设1 至假设8
第一大股东持股	Top1	并购方企业第一大股东持股比例。	Shen and Reuer, 2005; 吴超鹏等, 2008; 王艳和阚铎, 2014	假设1 至假设8
高管过度自信	Hubris	并购方企业薪酬最高的前三名高管薪酬总额与全部高管总薪酬比值。	Malmendier and Tate, 2008; 陈仕华等, 2013	假设1 至假设8
机构投资者持股	Institution	并购方企业机构投资者持股比例。	Goranova et al., 2010; Njah and Jarbou, 2013	假设1 至假设8
企业集团隶属	Group	并购方企业隶属于企业集团时取值为1,否则取值为0。	姜付秀等, 2009; 陈仕华等, 2015	假设1 至假设8
企业规模	Size	并购方企业总资产的自然对数值。	Zhang and Greve, 2019; 李善民和朱滔, 2006; 姜付秀等, 2009; 陈胜蓝和马慧, 2017; 逯东等, 2019; 李善民等, 2019	假设1 至假设8
企业年龄	Age	并购方企业年龄。	Greve and Zhang, 2017; 李善民等, 2019	假设1 至假设8
企业性质	State	并购方企业实际控制人性质。若并购方企业为国有控股时取值为1,否则取值为0。	Zhang and Greve, 2019; 王艳和阚铎, 2014	假设1 至假设8
企业绩效	ROA	并购方企业总资产收益率。	Halebian and Finkelstein, 1999; Halebian et al., 2006; 陈胜蓝和马慧, 2017	假设1 至假设8
资产负债率	Debt	并购方企业总负债与总资产比值。	Lin and Su, 2008; Zhang and Greve, 2019; 姜付秀等, 2009	假设1 至假设8
自由现金流	FCF	并购方企业自由现金流与总资产比值。	Greve and Zhang, 2017; Halebian and Finkelstein, 1999; Zhang and Greve, 2019; 陈仕华等, 2013	假设1 至假设8
市值与账面价值比	MB	并购方企业总市值与总资产之比。	Greve and Zhang, 2017; 吴超鹏等, 2008; 潘红波等, 2008; 王艳和阚铎, 2014	假设1 至假设8
市场化程度	Market	并购方企业所处地区的市场化指数。	潘红波和余明桂, 2011	假设1 至假设8

产业政策	<i>Policy</i>	如果并购方企业属于产业政策重点支持和明确鼓励发展的行业,则取值为1,否则取值为0。	祝继高等,2015	假设1 至假设8
年份虚拟变量	<i>Year</i>	控制年份固定效应。2007~2018年12个年份,引入11个年份虚拟变量。	Zhang and Greve,2019; Greve and Zhang,2017; 姜付秀等,2009; 陈仕华等,2015; 王艳和李善民,2017	假设1 至假设8
行业虚拟变量	<i>Industry</i>	控制行业固定效应。行业分类标准采用《上市公司行业分类指引》(2001年版)。共计21个行业,引入20个虚拟变量。	Zhang and Greve,2019; Greve and Zhang,2017; 姜付秀等,2009; 陈仕华等,2015; 王艳和李善民,2017	假设1 至假设8