

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.2018.10.009

## 企业并购战略的决策动因述评： 从理性预期到行为研究

张双鹏<sup>1</sup>，周 建<sup>2,3,4</sup>

(1. 山东工商学院 会计学院, 山东 烟台 264005; 2. 南开大学 商学院, 天津 300071;  
3. 南开大学 中国公司治理研究院, 天津 300071; 4. 南开大学 滨海学院, 天津 300270)

**摘 要：**企业为何追求并购战略是并购领域的重要议题。大量研究支持了基于企业价值增加的理性预期动因解释，但也面临并购结果与目标导向不相符的挑战。本文的目的在于梳理并购动因的实证研究，从决策形成的视角重新整合这些动因，并补充行为研究成果，从而发展并购决策动因的分析框架。在企业一般性决策框架的基础上，本文基于企业价值目标、管理层价值目标、董事会治理机制的理性预期动因，和有限理性条件下管理层特征以及决策框架塑造的行为动因，整合了并购决策形成动因的成果。研究展示了理性预期的目标导向动因在面对不确定的实际结果时逐步修正的趋势和行为动因的解释贡献。本文从并购决策形成的视角回顾和整合动因的组成，并寻找整合中的缺口和前景，为理解并购决策的形成和发展提供了一个更为广泛的框架。

**关键词：**并购决策；理性预期；行为动因

**中图分类号：**F270 **文献标识码：**A **文章编号：**1001-4950(2018)10-0107-15

### 一、引 言

过去的几十年中，全球并购投资的增长速度达到了前所未有的水平，企业并购因此成为战略管理领域重要的研究焦点(Haleblian等, 2009, 2017)。大量研究认为，实施并购是理性目标下的谨慎选择(Devers等, 2013)，是获取技术、资源、市场地位的途径，能够使企业获得现有条件下无法具备的发展能力，实现价值增加的协同效应。然而，另一些研究却发现，企业通过并购战略并未达到价值增加的目标(Barkema和Schijven, 2008)。这些争议的结果表明，并购在研究中并没有被充分地理解。

**收稿日期：**2017-10-02

**基金项目：**国家自然科学基金面上项目(71672088)；国家自然科学基金重点项目(71533002)；教育部人文社科重点研究基地重大项目(15JJD630002)

**作者简介：**张双鹏(1984—)，男，山东工商学院会计学院讲师，管理学博士；

周 建(1964—)，男，南开大学商学院、中国公司治理研究院、滨海学院教授，博士生导师。

对企业并购战略形成的解释始终是重要的研究问题。战略管理领域的研究表明,有多种原因驱动管理层实施并购战略,例如增强市场能力、通过规模经济提高效率、通过垂直和横向整合节约交易成本、获取有价值的资源等(Haleblian等,2009)。在上述原因中,似乎每一种原因都能够让管理层对选择并购战略充满信心,成为并购的首要动力,但结果常常是不一致的(Haleblian等,2009;Devers等,2013)。将并购的动因剖析成每一条信息去理解显然导致了一个潜在的问题:这些缺少整合的动因在独自解释并购战略形成时,是否让我们只见树木不见森林(Campbell等,2016)?

自Simon提出“管理就是决策”的理论观点之后,大量研究聚焦到决策领域,并购战略形成的研究,实质上成为了并购决策形成的研究。本文借鉴Fama和Jensen(1983)在代理理论中对于公司制企业一般决策程序的描述,将有关并购决策的动因建立在一般决策框架上进行重新整合。这一框架包括四个部分:股东价值目标,CEO价值目标,CEO主体,董事会主体。在理性预期视角下,并购是股东价值最大化或者私人收益最大化目标中创造价值的组成部分,因此是基于目标导向的理性选择行为(Devers等,2013)。

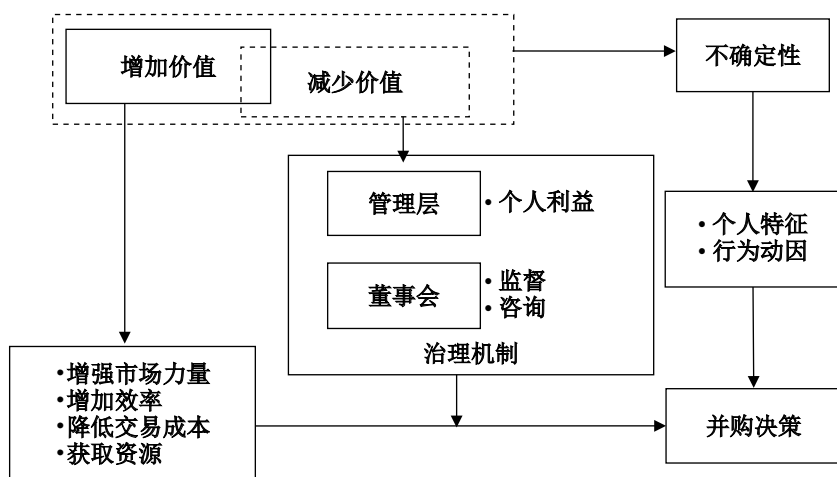
有关管理层决策的研究,逐渐从理性预期的目标选择导向转向更为全面的有限理性条件下的行为分析(Hoskisson等,2017),这一理论发展同样适用于并购决策。在有限理性条件下,决策并非起始于目标导向的最优选择逻辑,而是一种恰当性逻辑。它包括三个思考要素:我是什么样的人?我处在什么样的情况?像我这样的人现在应该怎么做?(Cyert和March,2015)面对并购价值增加与价值损毁同时存在、并购结果往往与目标导向不相符的状况,从决策者的真实行为动机出发被认为比理性预期理论更具有优势(Gamache等,2015)。

因此,本文遵循从理性预期的目标选择到有限理性条件下的行为动因的分析趋势,梳理并整合并购战略的决策形成动因研究。基于并购决策在实践与理论中的重要作用,尤其是从并购价值不确定的结果来看,关于并购战略决策动因的研究如何从理性预期理论开始,逐渐弥补和修正理性预期解释中遇到的问题,继而将行为决策视角的研究纳入其中,形成更具一般性的并购决策研究框架。重新审视这一演进轨迹显然是必要的,因为这逐渐切近决策框架的真实动机的研究,对并购决策形成的解释贡献显著增长(Gamache等,2015)。尽管环境制度以及企业特征也是形成并购决策的动因之一(Haleblian等,2009),但并不是从决策者角度建立的研究,因此在以下的研究中并没有将这两种动因纳入到决策形成的理论框架之中。

综上,本文将依据一般性决策框架的构成,将并购动因的研究进行梳理和整合。研究内容分为两个主要部分:第一部分为理性预期条件下以价值增加目标导向为动因的并购决策的形成,包括:(1)基于企业价值增加目标解释并购决策的形成,(2)基于管理层价值增加目标解释并购决策的形成,(3)基于董事会治理机制动因解释并购决策的形成。第二部分为基于并购的不确定结果,从有限理性的行为动因解释并购决策的形成,包括:(1)基于CEO个人特征动因解释管理层为何陷入并购决策,(2)基于不确定的并购价值结果所形成的决策约束框架和动机特征,企业行为理论如何解释并购决策的形成。在结论和展望部分,讨论有关并购决策动因的整体相关性和未来进展。在整合企业并购决策由理性预期框架迈入行为研究框架之后,本文将从企业组织层面的行为研究角度提供企业并购决策动因研究的方向和建议。图1展示了基于决策者视角的企业并购动因研究的基本框架。

## 二、基于价值增加的理性预期视角下并购决策形成的研究

在理性预期视角下,管理层追求并购决策可以被归结为两种目标导向的动因:企业价值增加,或者管理层个人利益增加(Devers等,2013)。这种目标导向的动因符合代理理论的股东价



资料来源:作者整理所得。

图1 基于决策者视角的企业并购动因研究框架

值最大化假设,以及代理人和委托人的利益冲突假设。企业价值或个人收益的目标导向动因成为解释并购决策形成的重要内容。

#### (一)企业价值增加的目标导向动因

大量研究认为,CEO进行并购的原因在于,他们从以往的并购中找到了大量并购能够增加企业价值的证据[尽管有很多时候不是(Sanders和Hambrick,2007)],这些证据支持了价值最大化目标导向下选择并购的理由。

1. 增强市场力量。市场力量被认为是企业试图从顾客那里占有更多的价值。有关企业并购的研究在扩展市场垄断力量的假说,也即:在市场中拥有较少数量的企业,会增加企业层面价格的力量,减少行业内的竞争,以此获取垄断利润(Colling等,2009)。相对于小企业而言,大企业拥有更多的市场力量 and 影响力(Boone等,2004)。如果追求市场力量带来价格上涨的目标成立,那么竞争对手的股价对于并购的反映应该是积极的。Prager(1992)对反垄断法之前的铁路行业的企业进行了研究,结果发现,竞争对手的股价在宣布并购事件的一周内出现了大幅度上升。类似的研究还有对于20世纪80年代美国航空飞行公司的研究分析,在控制了分组与时间效应之后,均发现了被合并后的企业航线服务价格上升确实受到了合并的影响(Kim和Singal,1993),这被认为是支持了追求市场力量的并购动机假说。

2. 增加效率。研究认为,企业进行收购的原因在于大规模的企业更容易实现资源的充分利用,通过范围经济和规模经济达到协同效应。并购能够实现成本的协调和降低,充当了价值创造中成本削减那一边的作用。在效率追求动机假说下,Banerjee和Eckard(1998)认为,在美国资本市场中,由于经历了第一次并购浪潮,市场提高了并购方的生产水平。一些依赖于长期资产的行业资产使用效率在合并后得到提高,公共服务行业在合并后效率也得到了改进(Banker等,2003),即使报告了溢价并购,非相关多元化的并购在早期仍然改进了效率(McGuckin和Nguyen,1995),这些证据支持了并购追求效率的假说。

3. 降低交易成本。企业横向和纵向整合的一个原因被认为是降低交易成本。表现之一在于并购能够帮助企业降低进入壁垒。由于产品差异化在市场中的广泛存在,消费者对于其熟悉的品牌拥有的忠诚度会给新进入公司带来障碍。面对市场进入壁垒,新进入者会发现收购市场中已有公司以迅速进入,要比以挑战者身份进入市场显得更有效率,也因此大多数研究支持了行



业的市场进入壁垒越高,新进入者越会采用并购战略进入该市场以降低克服进入壁垒的成本(Meyer等,2009),这些用以支持跨国并购的理论得到了很好的验证。

另一表现在于追求新产品开发成本的降低与进入市场速度的加快,从而起到节省交易成本的作用。研究认为,企业通过自身力量在内部开发新产品并将其推向市场需要耗费大量的公司资源,而并购成为节省资源推出新产品的一条捷径(Karim,2006)。与企业自行开发相比,收购得到的新产品带来的回报更具有可预测性,并且也可以更快地进入市场,企业可以在并购之前就对新产品市场前景进行评估。由于具备与企业自行开发相比较的以上优势,企业管理层经常将并购看作降低开发成本和风险的举措(Wan和Yiu,2009)。企业通过市场已有的企业来推出新产品相对容易,而依靠自身原有的力量开发不熟悉的新产品相对困难,因此并购成为在此时节约交易成本的一种选择。

4. 获取资源。企业资源是实现发展的基础。最新研究表明,核心资源更有利于初创期企业的增长,而多样性的资源能够帮助企业实现更高水平的增长(Nason和Wiklund,2018)。因此,通过并购,企业减少了发展过程中资源的限制,以及对外部资源或者联盟伙伴的依赖性(Wang和Zajac,2007),有利于企业的快速增长。一些学者认为,横向并购是一种促进资源重置和能力转移的有效途径,由于资源的互补性或相似性,或者获取了优势的资源,实施并购从资源基础观(RBV)的角度看来能够达到价值增加的目标。基于这种观点的研究显示,并购方实现并购后,其股票的超额收益与并购方和标的公司资源互补的程度显著相关(King等,2008)。与之类似,Karim(2006)研究发现,并购企业比那些非并购企业在资源重置方面展示了极大的差异性。具体而言,并购企业在资源配置方面不但拓宽了现有领域的资源,而且在新的领域中拓展资源,在资源的配置方式上显得更有深度。明显的现象是,并购方扩展他们的资源,容纳更多的实体进入新的行业,这表明管理者在利用并购进行发展和创新。Uhlenbruck等(2006)沿用上述研究的思路,基于资源基础观和学习理论,在对互联网行业进行分析时发现,那些线下公司常常通过并购获取稀有资源,进而会导致收购方出现较高的回报效益。Puranam和Srikanth(2007)认为,并购企业对于目标公司创新资源导向起到了杠杆推动的作用,不论是将这些资源整合到并购企业,还是将被收购方作为一个独立的单位,提升创新能力。以上这些研究均与以前被证实的观点基本一致,并购所涉及的资源能够影响企业未来的产品市场绩效。

## (二)管理层利益增加的目标导向动因

尽管大多数研究认为管理层实施并购的动因在于增加企业价值,但事实上基于上述动因形成的并购结果常常导致无关、甚至负向的并购市场绩效(King等,2008)。因此,如何解释这些结果与理性预期视角下的动因的不一致成为一个重要的研究问题。一些学者基于代理理论下经理人与委托人的利益冲突假设回顾认为,管理层进行并购的目标导向在于私人收益的增加,而不管并购是否成功地创造股东价值(Haleblian等,2009)。管理层私人收益增加的目标驱动并购决策包括了三个方面:经理人薪酬,分散收益风险,增加权力和社会地位。

1. 经理人薪酬。已有研究认为,增加高管薪酬的直接手段在于扩大企业的规模(Tosi等,2000),而并购战略的实施能够使企业在面临困境时首先实现规模的快速增长。大量的财务和管理学者证实了高层团队的薪酬与他们的贪婪行为(例如追求规模的并购)之间的联系。研究表明,在行业内薪酬较高的CEO常常会表现出较多的并购行为,而且,并购方的CEO所持有的股票期权往往与并购活动正相关(Deutsch等,2007)。代理理论认为,薪酬契约应该起到减少管理者机会主义行为的作用,并将管理者和股东的利益一致化。然而大量的研究表明,来自于管理者内心自利动机的驱使,管理者追求薪酬上升的行为在快速增加。这一结论基本与以下关于薪酬和并购关系的研究一致:并购方的CEO在经过并购之后薪酬会大幅度提升,不管是通过并

购绩效的股权支付还是奖金,或者其他形式的薪酬支付(Harford和Li,2007),也不论这些并购是否增加了企业价值(Grinstein和Hribar,2004)。这表明,对于企业CEO来说,并购提高薪酬对于他们而言是更有吸引力的行为。事实上有关高管薪酬与并购之间的关系基本支持这一结论,管理层的相对薪酬较低成为其随后进行大量并购行为的一个诱因(Fong等,2010),当目标企业的管理层薪酬在行业中处于较低的水平时,可能会激发其追求并购行为以获得更高的薪酬(Seo等,2015)

2. 分散收益风险。研究者认为,无关并购产生多元化的一个动因在于管理层希望通过多种业务分散他们的收益风险(Pablo等,1996)。并购使得企业的规模扩大、复杂性增加,因此,董事会监督和评估经理人出现了更多的困难,这些多元化的业务也分散了他们被解雇的风险(Seth等,2002)。

3. 增加权力和社会地位。经营规模较大企业的CEO们常常拥有更多的自主权和权力,这能够增加他们的壕堑效应(entrench),构建个人“经理帝国”,以及减少他们被解雇的风险。并购增加了企业的规模,同时增加了管理层的自由裁量权和组织内部的交易权力,从而提高了CEO获得潜在收益的可能(Hambrick等,2005)。权力较高的CEO更容易实施并购行为,这些观点在近年来逐渐被证实。Chikh和Filbien(2011)研究了法国2000—2005年发布过并购公告的企业,发现即使有时候市场对于并购公告的反应并不好,有些企业仍然会继续实施并购而不是及时终止。这一现象与CEO的权力类型密切相关,如果CEO是教育背景较好以及在社会地位链接中心,那么即使市场对于并购公告做出了负面的反应,CEO仍然会不顾市场和投资的回应继续实施并购。另一些研究认为,通过并购增加组织规模的原因在于经理人对更高社会地位的追求(Tosi等,2000),这为他们提供了更多的获取社会财富的路径。

### (三)理性预期视角下董事会对并购决策形成的影响

董事会为确保CEO战略方向与股东价值增加相一致负责,因此,股东希望董事会能够在CEO提议并购决策时质疑这些方案增加价值的潜力。并且,董事会的职责不仅是管理层和CEO的监督者,还是建议者与咨询者。董事或外部董事被认为是特殊知识的拥有者以及专家,他们在这方面被认为是最好的咨询者。外部董事可能会主动提交并购目标书而不是仅仅否定或接受来自管理层的议案。并且与管理层共同分担战略决策的制定责任(Hillman等,2009)。董事会能否做出更高水平的群体决策被认为取决于董事会中有多少关键性的知识资源,及其发挥的作用,董事会所具备的这些属性和能力被认为会明显提高并购决策的质量(McDonald等,2008)。从而在理性预期视角下,不论是股东价值还是CEO个人收益的目标导向,董事会作为公司治理机制对并购决策的形成都有重要影响。

1. 董事会监督对并购决策形成的影响。在代理理论有关董事会决策的分析框架中,董事会有效性在决策中的重要表现是决策控制的有效性(Fama和Jensen,1983)。基于代理理论,董事会形成并购决策存在影响的原因在于并购战略与CEO个人利益追求的目标和过度热情紧密相关,并购战略以及并购决策的一个重要动机被认为是CEO的个人目标,而董事会的职能之一在于控制管理层个人利益行为。尽管如此,董事会(以独立董事为标志)对于并购决策结果的影响却是混合而不确定的,有些结果显示了正向关系,另一些则显示了负向关系(Paul,2007)。

在将代理理论运用于并购决策的研究中,仍然有大量的支持者表明他们在并购中找到了独立性以及独立董事通过决策控制影响决策结果的证据。这些结果大多数支持独立性更强的董事会,例如繁忙董事对并购决策有利。Field等(2013)发现,繁忙的董事会比不繁忙的董事会陷入价值损毁的并购比率更高,在以美国1996—2008年1099家获得创业投资支持的IPO上市公司为样本研究之后,研究结果显示繁忙董事陷入价值损毁并购的比例高于非繁忙董事会样

本5.2个百分点,统计显著。这些证据表明,尽管繁忙董事是更好的咨询者,但当董事会的决策控制较弱时,并购决策往往会向价值损毁的结果发展。Benson等(2015)分别研究了并购决策中并购方和被并购方的繁忙董事以及繁忙董事兼CEO与随后的并购行为,结果显示,对于收购方而言,繁忙的董事兼CEO与较低的并购溢价明显相关,更为繁忙的董事会成员在并购交易中表现得更敬业。

虽然有些证据表明,董事会监督职能的代表,即独立董事和外部董事,以及声誉更高的外部董事对于并购结果有提升作用,但仍然缺乏强有力的证据证明董事会独立性与外部董事的监督作用一定对并购决策有积极的影响。Paul(2007)在研究中就发现,独立性更强的董事会几乎很少与价值增加的并购行为相联系,相反,却与价值损毁的并购关联性很强,市场对于独立性很强的董事会并购后的反应往往并不积极。

董事会影响决策控制的一个重要表现在于能够限制CEO行为。CEO决策行为的积极程度与CEO的自由权力范围紧密相关。研究发现,除了独立董事之外,董事长对于CEO的决策控制行为具有明显的作用,当前任CEO继续担任董事长对现任CEO进行监督时,在并购决策中表现出的行为结果是,保留前任CEO为董事长的企业平均并购决策数量明显低于离职的样本(Quigley和Hambrick,2012)。此外,Shi等(2017)发现,CEO在经历了其所在公司独立董事的死亡之后,明显抑制了其随后建立经理帝国的行为,也即减少了随后的并购决策行为,特别是减少了那些大规模的并购行为。Wang等(2015)发现,当董事会拥有更多行业内的专家型董事,企业多元化并购往往会收到更好的市场回报。该研究认为,行业内的专家型独立董事是更好的监督者,他们在多元化的并购中往往更能缓解信息不对称带来的估值偏高和并购溢价问题,而多元化并购是管理层追求个人利益的一个表现。这些研究为董事会能够控制并影响CEO并购决策提供了一定证据。

2. 董事会咨询对并购决策形成的影响。以代理理论为核心的研究强调外部董事在决策控制中对经理层决策偏差的抑制作用,但是在大量研究无法证明独立性更高的董事会具有更好的并购决策结果之后,资源依赖理论为董事会在决策中的作用提供了额外的解释。外部董事不仅在决策中扮演监督者的作用,还在扮演咨询者、建议者的作用,董事会成员通过为企业提供咨询、建议、资源影响企业的决策行为结果(McDonald等,2008)。资源依赖理论认为,董事所具备的专家知识和经验有助于企业获得好的行为结果(Hillman等,2009)。

以上结论在企业并购决策中运用并得到了很多研究的支持。Kroll等(2008)研究认为,在企业并购决策中,董事会是咨询者与建议者,尤其是当董事会拥有更多有经验的董事之后,他们不仅能够为监督提供更好的行为方案,还能够为高管在并购中提供更好的咨询和建议。McDonald等(2008)从并购解决复杂问题的学习视角解释了为什么外部董事对于并购决策会产生积极的影响,认为外部董事具备专有知识,这些知识在解决复杂问题时能够充分克服信息过量难题,外部董事的经验使他们更擅长进行类比运用,从而快速做出决策方案。因此,当企业拥有这样的外部董事之后,并购决策会出现较高的市场绩效。Faleye等(2011)认为,最好的董事成员是兼任其他企业CEO的人员,由于具备运营企业的经验,因此咨询作用最明显。研究发现,兼任CEO的繁忙董事与并购决策的正向回报明显相关。Masulis和Mobbs(2011)认为,当企业内部董事同时兼任企业以外的董事会职位时,往往具有更好的并购决策市场绩效。

事实上,在将董事会成员作为好的咨询者和建议者时,相关研究强调经验反馈对于并购决策的帮助。Muehlfeld等(2012)认为,组织从过去的并购经历中学到了经验,这些经验影响了企业随后的并购决策。利用董事会咨询作用驱动并购决策的重要表现在于连锁董事或者繁忙董事的作用。董事作为资源连接的主体,是企业战略实施的重要前兆,企业在并购之前,往往通过



这些董事的任命作为获取信息的重要路径(Zhang, 2016), 连锁董事在收购形成中具备经验获取和信息获取的作用。Ishii和Xuan(2014)的研究表明, 如果并购方和标的公司的董事会成员存在社会关联, 双方之间的社会连带充当了董事会成员和CEO职位的保护机制, 在并购后双方大多保留了原来的职位。这一结果表明, 在并购方和被并购方之间的董事会社会连带关系导致了低效率的并购决策发生, 并且, 并未起到抑制经理层私人收益的治理作用。

### 三、有限理性条件下行为动因驱动并购决策形成的研究

并购决策价值增加与价值减少同时存在的混合结果表明, 并购决策是一种风险承担行为。现代企业的公司治理注重管理层与股东的利益一致设计, 也使管理层个人价值偏离股东价值的程度逐渐减小。因此, 在已知这一决策会出现价值减少的结果时, 理性预期的目标导向动因解释能力下降, 需要重新解释管理层为何以及如何陷入这一战略决策中。正如Simon在提出有限理性时所描述的那样, 大多数时候人们并不是做最优目标导向的选择决策, 而是在做解决紧急问题下的可行性决策。因此, 对于并购决策动机的发掘需要进入决策者的约束条件和决策框架中, 从决策者和决策形成的情景以及行为过程中继续寻找规律。

从决策者所面临的约束条件和现实情况出发, 研究决策形成的规律被认为是有限理性的视角。有限理性并不是缺乏理性, 而是决策者在做出判断之前, 受限于自身特点和能力, 以及所搜寻到的和加工的信息反馈, 决策形成并不遵循最优目标导向的选择, 而是一种恰当性逻辑, 这一逻辑包含了三个要素: 我是什么样的人? 我处在什么样的情况? 像我这样的人现在需要做什么? 在解释管理层为何以及如何陷入一种风险性决策中时, 个人特征以及决策者面临决策框架形成的行为反应成为代替最优目标导向的驱动因素。Cyert和March(1963)认为, 相对于决策框架塑造的动机特征和行为反应, 个体特征(即高阶理论的内容)仅仅解释了陷入风险性决策中很小的一部分动因。因此, 在有限理性条件下, 按照其可解释的程度由少至多, 并购决策的驱动被概括为两种基本的行为动因: 高管团队的个人特质, 以及决策者框架塑造的行为反应。

#### (一) 高管团队特质作为对并购决策形成的动因

高阶团队理论的观点认为, 人口统计学特征反映了高管对于信息筛选的特质和能力, 因此塑造着高管的认知行为、心理和表达动机, 从而影响了高管的决策行为(Hambrick和Mason, 1984)。因此, 基于高阶团队理论的实证研究强调人口统计学特征能够对企业并购产生显著影响。

在对高管的背景特征进行研究时, 由于对并购过程中的调查谈判大量建立在财务信息的基础之上, 因此拥有财务知识背景的高管, 可能导致企业更低价格水平的并购行为(Jensen和Zajac, 2004)。此外, 最新的研究发现, 更年轻的CEO更容易追求并购, Yim(2013)发现, CEO在其职业生涯早期更愿意追求并购行为, 如果CEO的年龄上升20岁, 则其对应的并购行为相比其他样本下降了30%。

高管团队的能力属性被认为会影响并购决策, 这些属性特征包括经验、年龄、性别等人口统计学特征。Nadolska和Barkema(2014)的研究发现, 拥有更多的并购经验, 企业随后的并购次数会增加, 并且当高管团队的异质性被衡量之后, 异质性导致了对于并购经验更为充分的信息解构, 从而提高了并购频率的成功性, 但是降低了并购的频数。此外, 在能力属性中一直被忽略的性别属性, 也在决策中表现出了明显的影响力。Huang和Kisgen(2013)的研究认为, 男性比女性更容易过度自信, 从而表现出承担更多的并购决策行为, 在实施并购之后, 由男性高管发起的并购获得的市场回报大约低于女性2个百分点。Chen等(2016)发现, 当高管团队中具有一名以及一名以上的女性董事时, 从性别上改变了同质性, 从而由于不同的社会身份认同增加了团队的交流形式, 这使得女性比例增加的团队降低了并购决策的频率, 会出现更少的并购次数和

更小的并购规模。

在高阶理论的观点中,CEO为创造企业价值的行为负责,CEO进行并购的一个原因在于他们对所进行的并购行为能够创造价值有足够的信心(Sanders和Hambrick,2007)。因此,管理层的过度自信和傲慢是形成并购决策的动机之一。金融和财务领域的学者首先假设了CEO的傲慢能够成为并购行为的动机。沿着这一假设,管理学领域的一些学者通过实证证实了CEO的傲慢会增加并购的溢价支付,并且因此降低并购的绩效(Hayward和Hambrick,1997)。与之相近,Malmendier和Tate(2008)认为,CEO的过度自信会使他们高估自己整合并购方资源形成收益的能力,因此会向目标公司支付更高的并购价格,由此形成了并购中的价值损毁结果。Cho等(2016)发现,更为杰出的CEO在面对绩效波动低于行业平均水平时,出于自己的声望和显著声誉,往往倾向于支付更高的并购溢价,并且,CEO的声誉和名望越高,溢价程度越高。Ferris等(2013)发现,CEO过度自信与企业发生的国际化并购数量有显著的正向关系,并且过度自信的CEO会高估他们将通过并购为企业带来的价值,与非相关并购的联系明显。CEO过度自信用来解释企业并购行为的发生时收到了越来越多的证据支持。

在有限理性的基础上,研究认为个体统计学特征对于决策的影响已经不能满足解释管理层如何陷入风险性决策之中(Gamache等,2015)，“个体特征—动机—行为”的一致性分析更接近决策行为的动机特征,更能直接解释并购决策形成的特点。而动机特征,不仅由个人特征塑造,更多地形成于决策者面临的决策框架。

#### (二)决策框架塑造的行为反应作为并购决策形成的动因

不同于高阶梯队理论下的研究,认为特定的人格特征是塑造动机特征从而形成决策的观点,行为决策理论认为行为动因来源于决策者面临的决策框架。以风险承担的动机特征为例,当处于既定损失时,个体形成冒险动机特征;而当处在既定收益时,个体表现为损失厌恶动机特征(Kahneman和Tversky,1979)。企业行为理论认为,只要组织处在低于预期目标的位置,就会形成风险承担的动机,而一旦超过预期,就会变得安于现状(Cyert和March,1963)。也正因为如此,企业行为理论的研究重新受到重视,在解释企业面对绩效和环境变动的反馈情况如何做出风险承担决策方面具有独特的优势。在企业层面解释行为动因类似于前景理论,前景理论中引发决策形成的核心机制——损失厌恶——被认为等同于企业行为理论中低于期望绩效的反馈参照。由于企业行为理论面向组织层面的特性,基于组织层面不确定结果反馈的行为动因研究成为以下梳理的主要内容。

1. 企业行为理论的决策形成机制。企业行为理论为组织决策搜寻与改变的起点提供理论解释。企业决策是问题导向的搜寻行为(problematic search),企业通过期望差距发现问题,引起搜寻决策行为,通过解决一系列问题完成决策,是反馈—反应的行为决策模式。在企业行为理论的视角下,组织通过绩效反馈发现问题,形成启发决策并采取行动。其中,绩效与企业期望水平的相对差距被认为是绩效反馈的核心机制,在期望水平和实际绩效之间的差距被称为成绩差距(attainment discrepancy),一个负的成绩差距(绩效低于期望水平)会致使企业进行问题搜寻,以期弥补这一差距。作为对比,绩效高于期望水平的企业改变决策的可能性小,这种期望差距决定了企业决策者的风险承担动机。在企业行为理论中,问题搜寻的绩效反馈和比较机制,是决策产生的基石(Gavetti等,2012),该理论被运用于并购决策的研究之中。

2. 企业行为理论视角下的并购决策动因研究。企业行为理论认为,在历史绩效低于期望的情况下,由于企业的目标并没有被填满,将使管理者开启问题搜寻的方案,从而会将并购决策当作潜在的决策问题的方案。Iyer和Miller(2008)针对美国1980—2000年制造业并购样本的分析发现,当企业的绩效低于期望水平时,企业后续的并购行为显著增加,当绩效高于期望水平



时,并购行为增加的趋势开始显著下降,而这种关系会受到松弛资源的限制,例如财务危机和资源的缺乏会抑制并购行为的发生,这种观点基本得到了一致的认可。但是有学者却发现,Haleblian等(2006)的研究与这一观点并不相符。基于美国1988—2001年银行业的并购样本分析,他们发现同样是基于绩效反馈的作用,企业以前的并购绩效反馈,近期发生并购的绩效以及这两种因素的交互作用都与企业并购行为显著正相关,据此他们认为,研究结论为“企业是惯例的集合”提供了一定的理论支持。以上两种均基于企业行为理论绩效反馈的逻辑线索,得出了有区别的研究结论。因此,后续研究认为,绩效反馈引起的搜寻方向可能与绩效的不同表现方式相关。

后续研究将这种绩效反馈扩展到增长反馈领域。Kim等(2011)基于美国1994—2005年的数据研究发现,当企业经历了一个非常低的内部增长后,后续并购行为将显著增加,同时,如果企业以前的绩效增长过多依赖于并购带来的增长,那么后续并购行为也会更多。不但如此,在企业经历了失望性的低增长之后,企业后续的并购行为中,所支付的并购溢价也会大大增加。并且,在沿用了企业行为理论中的学习过程之后,研究进一步发现,企业以往的并购经验能够缓解这一趋势,而且相对比管理者个人的并购经验而言,外部咨询者即董事会成员的并购经验更能帮助企业减缓这趋势。同时,Greve(2011)认为,由于企业不同的风险规避和内部严格性与刚性,尽管绩效低于期望水平会增加并购与风险承担的可能性,但是这在大企业中的趋势会减缓,在小企业中的趋势会增加,因为大企业拥有更好的位置刚性,因此风险规避的倾向相对于小企业而言较弱。Kim等(2015)在已有的期望水平的基础之上进一步区分两种期望类型,历史绩效期望水平和社会绩效期望水平,证实了企业的并购行为会依赖于历史绩效差距和社会绩效差距,绩效差距影响企业随后的并购行为发生的概率。在企业经历的并购绩效高于期望时,这种关系会更强,以及在并购绩效的波动增强时会明显变强。

当面临正向的信息反馈时,管理层被塑造形成的“红皇后效应”和赌场盈利动机特征同样塑造了并购决策形成的动因。例如,Kumar等(2015)发现,在经历资本市场较高的收益反馈后,管理层在下一期实施并购战略的概率和次数明显增多。原因在于风险中立的个体决策者在经历收益之后,随后的决策中可能会转变为风险寻求的动机特征。高收益和高声誉的企业,更容易形成不相关并购以及明显高于其他企业的收购次数,原因在于维持自身声誉的“红皇后”特征的动机(Haleblian等,2017)。

在绩效反馈与并购决策形成的原因之中,并购可能为企业带来价值增加的重组空间。这一结果建立在非充分计算的基础上,并购决策只是绩效反馈下面临差距问题时解决这一问题能够搜寻到的可行解。行为动因分析一般认为,负向差距更容易塑造问题搜寻下的风险承担动机,但事实上正向差距也容易引起风险承担。这表明,问题搜寻的动机和决策形成的认知判断有可能被混淆了(Posen等,2018)。

#### 四、结论与展望

##### (一)结论与讨论

尽管在已有的并购决策研究中,学者们发现了众多能够引起并购决策的动机,但仍然不清楚哪些动机是主要的、哪些是次要的,以及这些因素是否会同时发生或交织在一起发生。并且,在引起并购决策的动因方面,最基本的问题仍然需要进一步探究:并购是由利润动机引起的,还是由管理者自利引起的,或者是其他原因引起的?实证研究受制于设计条件,有些动机可能会在研究中被弃置或被孤立。然而,在企业并购决策研究动因的领域,显然需要对已经发现的诸多动因进行更深层次的理解。

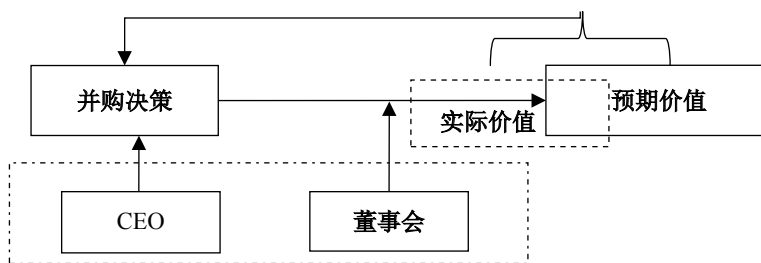
1. 并购决策的理性预期动因,以价值最大化的最优解选择为特征,需要被不确定条件下的以满意解为特征的行为动因所替代。理性预期的目标导向在解释并购战略形成时遇到挑战,弥补目标导向与实际结果的不一致,逐渐由目标导向下的决策者个人收益以及控制机制的影响,需要回归到有限理性的行为动因这一决策起始。并购并不总是在增加企业价值,并购决策可能与企业价值增加无关,公司治理的利益一致设计规避了个人收益与股东价值不一致的冲突。这说明在解释并购决策形成时,以理性预期视角下最优目标导向为基础的价值判断和选择动因解释并购决策形成存在一定的局限性。除了管理者自利行为,以及治理机制不完善产生的价值减少原因之外,另一潜在的原因在于,决策主体面对给定的价值反馈信息和条件,形成了自己的决策框架和反应行为。这使得并购决策产生的动因由最优目标导向的选择驱动,转向应对决策框架内能够解决紧急问题(例如解决期望差距的缺口)时的搜寻驱动。

最优目标的导向仅仅作理想参照时,并购决策行为起始于现有信息反馈形成的搜寻动机,而不是最优目标导向的选择判断。因此,基于并购价值的不确定角度,有限理性下的行为动因在解释反馈信息内管理层如何做出决策判断时表现出了优势。由于受限于反馈信息,不存在充分计算的最优解,并购决策的形成就有可能是满足了有限理性与可接受原则,由搜寻动因形成的满意解行为。由于计算最优方案的成本限制,决策者会使用满足目标可接受水平的决策方案,也即满意原则的行为规律(Gavetti等,2012),从而并未达到价值最优的选择。

2. 研究需要进入企业决策者的决策框架内,分析并购价值不确定条件下塑造企业管理层做出并购判断的行为动因。不管是股东价值最大化的动因,还是管理者个人利益最大化的动因,这些目标导向的选择动因,并不能解释决策者是如何整合所反馈的信息,形成自身所需要的并购判断这一“黑箱”。有限理性的决策条件并不意味着决策者是缺少理性,而是决策形成受限于已有的反馈信息和约束条件,形成管理层自身决策框架内的并购决策判断,这一过程并非基于目标导向形成决策判断选择。因此,从框架内能够搜寻到的条件出发,需要进入决策者框架内,注重条件与动机这些约束条件的结合(周建等,2016)。在并购价值不确定的反馈信息下,决策者是如何将已有的价值反馈信息,整合成并购战略的决策判断,这一框架内的行为动因仍然需要进一步研究(Campbell等,2016)。

综上,整合并购决策形成的动因研究既需要从价值不确定反馈重新出发,又需要将决策者的决策框架勾勒得更加清晰,以便分析行为动因如何形成最终的决策判断。尽管价值增加的目标导向仍然是并购决策形成的原因,但是在已有的并购决策完成之后,所形成的价值结果,不论是增加了价值还是减少了价值,这些未能达到预期目标的信息反馈会作为新一轮的价值信息进入管理层和董事会。与理性预期视角下最优目标导向的选择所驱动的决策不同,包含价值不确定的信息塑造了管理层的期望,成为可以对比的参照点。从而对于效用的感知不是通过最优目标导向,而是与参照点比较产生的心理价值落差,以及由此形成的行为动因(例如期望差距和问题搜寻动机)。

因此,包含价值不确定的反馈信息成为董事会和CEO及管理层在做出并购决策判断时的框架构成部分。董事会—CEO在这些框架内的反应和心理过程,以及风险态度,这些行为过程组成了有限理性的约束条件和行为动因,将决定企业并购决策的形成规律或者决策机制。以最优目标选择为导向,但决策形成却以满意和行为动因为起始,在满意和可接受原则的约束下,企业管理层据此做出了解决紧急问题的反应,而不是最优目标的选择。企业通过这一过程实现了次优向最优的渐进过程,这一缓慢的进化过程更符合企业行为理论的反馈——判断——决策的行为过程。如图2所示。



资料来源:作者整理。

图2 企业并购决策形成的动态过程

## (二)研究机会与展望

建立在包含前期价值增加和价值损毁的反馈信息的基础上,企业行为理论对于解释不确定条件下并购决策的形成具有优势。并购价值增加和价值减少同时存在的现象也引起了另一个重要的问题,哪些前置因素在引起并购决策向着股东价值增加的方向进行,而哪些会引起并购决策向着价值减少的方向进行?这一问题需要鼓励更多的研究进入董事会和CEO以及绩效对于并购决策形成的作用中来(Haleblian等,2009),分析企业组织层面的决策机制和框架构成。

因此,对于企业行为理论而言,从并购决策的研究整合结果来看,企业行为理论在描述并购决策产生的行为动因时仍显得不足。尽管绩效反馈的动态演化过程提供了决策信息和行为分析的基础,但已有有关绩效低于期望引发问题搜寻的研究被认为仍然存在两个明显需要进一步解释的研究内容,来补充不确定性条件下并购决策是如何由企业层面的决策者完成的。

1. CEO认知判断在并购决策形成中的作用。绩效低于期望引发问题搜寻,仅作为动机出现,并没有勾勒出管理层决策的形成和选择方向,这一过程可能忽视了高管层基于绩效反馈的信息整合所形成的认知和判断(Posen等,2018)。期望差距引起企业的问题搜寻的行为推理虽然得到了很多支持,但是,期望差距会引起问题搜寻的决策方案被认为并非完整的路径,因为即使存在了引起搜寻的可能性,决策的方向和结果也很模糊(Kuusela等,2017),并且在不同类型绩效反馈时存在明显差异(Kim等,2015)。面对绩效反馈的信息,CEO是如何形成并购决策的判断的,最新研究认为,来自于不同信号整合形成的整体模式认知,例如动机、机会和能力的整体匹配(Campbell等,2016)。因此,管理层对于价值信息反馈的反应和形成认知判断的过程以及模式,在进一步揭开行为动因和搜寻动机如何塑造出决策形成时更有价值。

2. 董事会机制引导作为行为动因在并购决策的作用。如果将问题搜寻引起的决策过程与董事会决策程序结合为一个完整的过程,那么问题搜寻引发的决策仅仅被归属于董事会决策程序中的提议决策过程。董事会对于企业战略行为尤其是在特定条件下的不确定性决策有重要的引导作用(周建等,2017)。在企业行为理论看来,决策被认为产生于相互冲突的联盟之中,因此,仍然需要深入到并购决策的过程中,探讨两种不同的企业决策主体整合信息以及形成并购判断的认知规律。CEO提议阶段仅仅是打开了问题搜寻的一角,结合董事会决策程序打开问题搜寻之后的过程,将能够结合公司治理与代理理论中有关董事会的成果,进一步探讨董事会在解决问题搜寻决策方面的作用。

综上所述,在企业行为理论有关并购战略决策的研究中,对于并购决策的解释尽管能够在当前情境下补充企业并购决策动因的研究,但企业行为理论中问题搜寻作为引发企业行为的重要机制并未能顺延到董事会—CEO的决策过程中来,董事会与高管如何在决策中回应绩效反馈的问题搜寻程序,并整合信息形成并购决策判断,是企业行为理论需要进一步解释并购决策形成的方向。



---

## 主要参考文献

- [1]周建, 罗肖依, 张双鹏. 独立董事个体有效监督的形成机理——面向董事会监督有效性的理论构建[J]. 中国工业经济, 2016, (5): 109-126.
- [2]周建、罗肖依、张双鹏. 公司内部治理能阻止财务多元化战略吗? [J]. 南开管理评论, 2017, (1): 4-15.
- [3]Banerjee A, Eckard E W. Are mega-mergers anticompetitive? Evidence from the first great merger wave[J]. The Rand Journal of Economics, 1998, 29(4): 803-827.
- [4]Banker R D, Chang H, Cunningham R. The public accounting industry production function[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2003, 35(2): 255-281.
- [5]Barkema H G, Schijven M. How do firms learn to make acquisitions? A review of past research and an agenda for the future[J]. *Journal of Management*, 2008, 34(3): 594-634.
- [6]Benson B W, et al. Do busy directors and CEOs shirk their responsibilities? Evidence from mergers and acquisitions[J]. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2015, 55: 1-19.
- [7]Boone C, Carroll G R, van Witteloostuijn A. Size, differentiation and the performance of Dutch daily newspapers[J]. *Industrial and Corporate Change*, 2004, 13(1): 117-148.
- [8]Campbell J T, Sirmon D G, Schijven M. Fuzzy logic and the market: A configurational approach to investor perceptions of acquisition announcements[J]. *Academy of Management Journal*, 2016, 59(1): 163-187.
- [9]Chen G L, Crossland C, Huang S. Female board representation and corporate acquisition intensity[J]. *Strategic Management Journal*, 2016, 37(2): 303-313.
- [10]Chikh S, Filbini J Y. Acquisitions and CEO power: Evidence from French networks[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17(5): 1221-1236.
- [11]Cho S Y, Arthurs J D, Townsend D M, et al. Performance deviations and acquisition premiums: The impact of CEO celebrity on managerial risk-taking[J]. *Strategic Management Journal*, 2016, 37(13): 2677-2694.
- [12]Collins J D, Holcomb T R, Certo S T, et al. Learning by doing: Cross-border mergers and acquisitions[J]. *Journal of business research*, 2009, 62(12): 1329-1334.
- [13]Deutsch Y, Keil T, Laamanen T. Decision making in acquisitions: The effect of outside directors, compensation on acquisition patterns[J]. *Journal of Management*, 2007, 33(1): 30-56.
- [14]Devers C E, McNamara G, Halebian J, et al. Do they walk the talk? Gauging acquiring CEO and director confidence in the value creation potential of announced acquisitions[J]. *Academy of Management Journal*, 2013, 56(6): 1679-1702.
- [15]Faleye O, Hoitash R, Hoitash U. The costs of intense board monitoring[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 101(1): 160-181.
- [16]Fama E F, Jensen M C. Separation of ownership and control[J]. *The journal of law and Economics*, 1983, 26(2): 301-325.
- [17]Ferris S P, Jayaraman N, Sabherwal S. CEO overconfidence and international merger and acquisition activity[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2013, 48(1): 137-164.
- [18]Field L, Lowry M, Mkrtchyan A. Are busy boards detrimental?[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 109(1): 63-82.
- [19]Fong E A, Misangyi V F, Tosi H L Jr. The effect of CEO pay deviations on CEO withdrawal, firm size, and firm profits[J]. *Strategic Management Journal*, 2010, 31(6): 629-651.
- [20]Gamache D J, et al. Motivated to acquire? The impact of CEO regulatory focus on firm acquisitions[J]. *Academy of Management Journal*, 2015, 58(4): 1261-1282.
- [21]Gavetti G, et al. The behavioral theory of the firm: Assessment and prospects[J]. *Academy of Management Annals*, 2012, 6(1): 1-40.
- [22]Greve H R. Positional rigidity: Low performance and resource acquisition in large and small firms[J]. *Strategic Management Journal*, 2011, 32(1): 103-114.
- [23]Grinstein Y, Hribar P. CEO compensation and incentives: Evidence from M&A bonuses[J]. *Journal of financial economics*, 2004, 73(1): 119-143.
- [24]Haleblian J, et al. Taking stock of what we know about mergers and acquisitions: A review and research agenda[J]. *Journal of*

- Management*, 2009, 35(3): 469-502.
- [25]Haleblian J, Kim J Y, Rajagopalan N. The influence of acquisition experience and performance on acquisition behavior: Evidence from the US commercial banking industry[J]. *Academy of Management Journal*, 2006, 49(2): 357-370.
- [26]Hambrick D C, Finkelstein S, Mooney A C. Executive job demands: New insights for explaining strategic decisions and leader behaviors[J]. *Academy of management review*, 2005, 30(3): 472-491.
- [27]Hambrick D C, Mason P A. Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers[J]. *Academy of management review*, 1984, 9(2): 193-206.
- [28]Harford J, Li K. Decoupling CEO wealth and firm performance: The case of acquiring CEOs[J]. *The Journal of Finance*, 2007, 62(2): 917-949.
- [29]Hayward M L A, Hambrick D C. Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris[J]. *Administrative Science Quarterly*, 1997, 42(1): 103-127.
- [30]Hillman A J, Withers M C, Collins B J. Resource dependence theory: A review[J]. *Journal of management*, 2009, 35(6): 1404-1427.
- [31]Hoskisson P E, et al. Managerial risk taking: A multitheoretical review and future research agenda[J]. *Journal of Management*, 2017, 43(1): 137-169.
- [32]Huang J K, Kisgen D J. Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives?[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 108(3): 822-839.
- [33]Ishii J, Xuan Y H. Acquirer-target social ties and merger outcomes[J]. *Journal of Financial Economics*, 2014, 112(3): 344-363.
- [34]Iyer D N, Miller K D. Performance feedback, slack, and the timing of acquisitions[J]. *Academy of Management Journal*, 2008, 51(4): 808-822.
- [35]Jensen M, Zajac E J. Corporate elites and corporate strategy: How demographic preferences and structural position shape the scope of the firm[J]. *Strategic Management Journal*, 2004, 25(6): 507-524.
- [36]Kahneman D, Tversky A. Prospect theory: An analysis of decision under risk[J]. *Econometrica*, 1979, 47(2): 263-292.
- [37]Karim S. Modularity in organizational structure: The reconfiguration of internally developed and acquired business units[J]. *Strategic Management Journal*, 2006, 27(9): 799-823.
- [38]Kim E H, Singal V. Mergers and market power: Evidence from the airline industry[J]. *The American Economic Review*, 1993, 83(3): 549-569.
- [39]Kim E H, Finkelstein S, Haleblian J. All aspirations are not created equal: The differential effects of historical and social aspirations on acquisition behavior[J]. *Academy of Management Journal*, 2015, 58(5): 1361-1388.
- [40]Kim J Y, Haleblian J, Finkelstein S. When firms are desperate to grow via acquisition: The effect of growth patterns and acquisition experience on acquisition premiums[J]. *Administrative science quarterly*, 2011, 56(1): 26-60.
- [41]King D R, Slotegraaf R J, Kesner I. Performance implications of firm resource interactions in the acquisition of R&D-intensive firms[J]. *Organization science*, 2008, 19(2): 327-340.
- [42]Kroll M, Walters B A, Wright P. Board vigilance, director experience, and corporate outcomes[J]. *Strategic Management Journal*, 2008, 29(4): 363-382.
- [43]Kumar M V, Dixit J, Francis B. The impact of prior stock market reactions on risk taking in acquisitions[J]. *Strategic Management Journal*, 2015, 36(13): 2111-2121.
- [44]Kuusela P, Keil T, Maula M. Driven by aspirations, but in what direction? Performance shortfalls, slack resources, and resource? Consuming vs. resource? Freeing organizational change[J]. *Strategic Management Journal*, 2017, 38(5): 1101-1120.
- [45]Malmendier U, Tate G. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction[J]. *Journal of financial Economics*, 2008, 89(1): 20-43.
- [46]Masulis R W, Mobbs S. Are all inside directors the same? Evidence from the external directorship market[J]. *The Journal of*

Finance, 2011, 66(3): 823-872.

- [47]McDonald M L, Westphal J D, Graebner M E. What do they know? The effects of outside director acquisition experience on firm acquisition performance[J]. *Strategic Management Journal*, 2008, 29(11): 1155-1177.
- [48]McGuckin R H, Nguyen S V. On productivity and plant ownership change: New evidence from the longitudinal research database[J]. *The RAND Journal of Economics*, 1995, 26(2): 257-276.
- [49]Meyer K E, Wright M, Pruthi S. Managing knowledge in foreign entry strategies: A resource-based analysis[J]. *Strategic management journal*, 2009, 30(5): 557-574.
- [50]Muehlfeld K, Rao Sahib P, Van Witteloostuijn A. A contextual theory of organizational learning from failures and successes: A study of acquisition completion in the global newspaper industry, 1981-2008[J]. *Strategic Management Journal*, 2012, 33(8): 938-964.
- [51]Nadolska A, Barkema H G. Good learners: How top management teams affect the success and frequency of acquisitions[J]. *Strategic Management Journal*, 2014, 35(10): 1483-1507.
- [52]Nason R S, Wiklund J. An assessment of resource-based theorizing on firm growth and suggestions for the future[J]. *Journal of Management*, 2018, 44(1): 32-60.
- [53]Pablo A L, Sitkin S B, Jemison D B. Acquisition decision-making processes: The central role of risk[J]. *Journal of Management*, 1996, 22(5): 723-746.
- [54]Paul D L. Board composition and corrective action: Evidence from corporate responses to bad acquisition bids[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2007, 42(3): 759-783.
- [55]Posen H E, Keil T, Kim S, et al. Renewing research on problemistic search—A review and research agenda[J]. *Academy of Management Annals*, 2018, 12(1): 208-251.
- [56]Prager R A. The effects of horizontal mergers on competition: The case of the Northern Securities Company[J]. *The RAND Journal of Economics*, 1992, 23(1): 123-133.
- [57]Puranam P, Srikanth K. What they know vs. what they do: How acquirers leverage technology acquisitions[J]. *Strategic Management Journal*, 2007, 28(8): 805-825.
- [58]Quigley T J, Hambrick D C. When the former CEO stays on as board chair: Effects on successor discretion, strategic change, and performance[J]. *Strategic Management Journal*, 2012, 33(7): 834-859.
- [59]Sanders W G, Hambrick D C. Swinging for the fences: The effects of CEO stock options on company risk taking and performance[J]. *Academy of Management Journal*, 2007, 50(5): 1055-1078.
- [60]Seo J, et al. The role of CEO relative standing in acquisition behavior and CEO pay[J]. *Strategic Management Journal*, 2015, 36(12): 1877-1894.
- [61]Seth A, Song K P, Pettit R R. Value creation and destruction in cross-border acquisitions: an empirical analysis of foreign acquisitions of US firms[J]. *Strategic management journal*, 2002, 23(10): 921-940.
- [62]Shi W, Hoskisson P E, Zhang Y A. Independent director death and CEO acquisitiveness: Build an empire or pursue a quiet life?[J]. *Strategic Management Journal*, 2017, 38(3): 780-792.
- [63]Tosi H L, Werner S, Katz J P, et al. How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies[J]. *Journal of Management*, 2000, 26(2): 301-339.
- [64]Uhlenbruck K, Hitt M A, Semadeni M. Market value effects of acquisitions involving Internet firms: A resource-based analysis[J]. *Strategic Management Journal*, 2006, 27(10): 899-913.
- [65]Wan W P, Yiu D W. From crisis to opportunity: Environmental jolt, corporate acquisitions, and firm performance[J]. *Strategic Management Journal*, 2009, 30(7): 791-801.
- [66]Wang C, Xie F, Zhu M. Industry expertise of independent directors and board monitoring[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2015, 50(5): 929-962.
- [67]Wang L H, Zajac E J. Alliance or acquisition? A dyadic perspective on interfirm resource combinations[J]. *Strategic management journal*, 2007, 28(13): 1291-1317.



# A Literature Review on the Decision-Making Motivation of the M&A Strategy: From Rational Expectations to Behavior Research

Zhang Shuangpeng<sup>1</sup>, Zhou Jian<sup>2,3,4</sup>

(1. School of Accounting, Shandong Technology and Business University, Yantai 264005, China; 2. Business School, Nankai University, Tianjin 300071, China; 3. China Academy of Corporate Governance, Nankai University, Tianjin 300071, China; 4. Binhai College, Nankai University, Tianjin 300270, China)

**Summary:** The question about why firms pursue the M&A strategy is a critical subject in the field of M&A. Various researches support value enhancement as the rational expectation motivation, although these researches often face the result of value restructuring. Thus, the purpose of this paper is to review the empirical research on M&A motivation factors, integrate these factors from decision-making, supplement the behavior research under uncertain conditions, and develop the framework of M&A motivation factors. Based on the general decision-making frame, this paper integrates the M&A decision-making motivation on the basis of firm value targets, management value targets, rational expectation motivations of board governance mechanisms, management characteristics under bounded rationality, and behavior motivations of shaping decision frames. The result shows the trend of gradual revisions and the explanation contribution of behavior motivations made by the target direction motivation of rational expectations in the face of uncertain actual results. Based on the review and integration of M&A drive factors from decision-making, and by searching gaps from the integration, our study builds a more general formation to understand the theory development on M&A decision-making.

Following the decision-making process, we review and integrate the researches on M&A, the result shows two trends. First, the formation of M&A decisions receives lots of support in the use of rational expectations of target-directed, including the synergy effect, increasing the market monopoly power, lowering transaction costs, gaining resources, etc. Recent researches focus on negative earnings explanation after M&A, such as managers' pursuit of personal interests and board of director governance effects on M&A. Second, the explanation of M&A decisions is in the micro process from external target elements and individual elements to effective decision elements. Recent researches focusing on the executives are not satisfied that who are more likely to make M&A decisions. Instead, they focus on the decision-making framework which leads them to make judgment to form M&A decisions while facing information. The result of integration shows the incremental contribution stem from behavior motivations based on boundary rational and heuristic decisions, while refocusing on decision-making origin in the existing research framework.

**Key words:** M&A decision-making; rational expectation; behavior motivations

(责任编辑: 雨 橙)