

摘要

随着我国市场经济的不断发展,大量企业为了发展壮大而参与并购,但大部分并购活动不仅没有给双方带来协同效应,反而给企业经营带来阻碍,导致市场竞争力下降,招致并购财务风险,甚至让企业陷入财务困境中。因此,管理者要重视并购给企业带来的负面效应,采取措施预防,尽可能规避风险,特别是在我国的并购浪潮下,如何降低企业并购中的财务风险,实现并购双方共赢,已成为上市公司的急迫任务。

管理者作为企业决策的主体,会对并购财务风险产生怎样的影响呢?基于此,本文从行为金融学出发,探究管理层过度自信心理特征对并购财务风险的影响。另外,并购热度持续增加的同时信息不对称的问题也随之出现,为了缓解这一现象,对赌协议应运而生,但是对赌协议中所包含的业绩目标也有可能给企业带来并购财务风险,同时表现出过度自信特征的管理者也会影响对赌协议的签订情况,那么三者存在怎样的关系呢?对此,本文将三者纳入同一研究框架,研究管理者过度自信、对赌协议和并购财务风险三者的联系。首先详细梳理了文章中用到的各种理论和具体文献;其次,在已有研究基础之上提出了假设并构建了模型;然后以我国 2015-2021 年沪深 A 股发布并购活动的上市公司数据作为样本进行实证检验,通过描述性统计、相关性分析、回归分析对假设进行验证,最后做了稳健性测试确保结果的准确性,最终得出如下结论:(1)过度自信的管理者会给企业带来更大的并购财务风险;(2)管理者过度自信的情况下会更加偏向于签订对赌协议;(3)对赌协议的签订会增加企业的并购财务风险,即对赌协议在管理者过度自信与并购财务风险二者中发挥中介作用。通过对三者关系的分析和研究,为企业规范并购决策、充分发挥对赌协议的优势以及防范并购财务风险提供参考思路。

关键词: 管理者过度自信; 并购财务风险; 对赌协议

Abstract

With the continuous development of China's market economy, a large number of enterprises participate in mergers and acquisitions in order to develop and grow, but most of the mergers and acquisitions activities not only do not bring synergy to both parties, but also hinder the operation of enterprises, resulting in a decline in market competitiveness, incurring financial risks of mergers and acquisitions, and even making enterprises fall into financial difficulties. Therefore, managers should pay attention to the negative effects of mergers and acquisitions on enterprises, take measures to prevent, and avoid risks as much as possible, especially under the wave of mergers and acquisitions in China, how to reduce the financial risks in mergers and acquisitions and achieve a win-win situation for both parties has become an urgent task for listed companies.

As the main body of corporate decision-making, how will managers affect the financial risk of mergers and acquisitions? Based on this, this paper explores the impact of the psychological characteristics of management overconfidence on the pecuniary risk of M&A from the perspective of behavioral finance. In addition, the popularity of mergers and acquisitions continues to increase while the problem of information asymmetry also appears, in order to alleviate this phenomenon, VAM agreements came into being, but the performance targets contained in the VAM agreement may also bring financial risks to the company, and managers who show overconfidence characteristics will also affect the signing of VAM agreements, so what is the relationship between the three? In this paper, this paper incorporates the three into the same research framework to study the links between managers' Overconfidence, VAM agreements and M&A financial risks. Firstly, the various theories and specific literature used in the article are sorted out in detail; Secondly, on the basis of existing research, hypotheses are proposed and models are constructed. Then, the data of listed companies released by Shanghai and Shenzhen A-share M&A activities from 2015 to 2021 in China was used as a sample for empirical testing, and the hypotheses were verified through descriptive statistics, correlation analysis and regression analysis, and finally the robustness test was done to ensure the accuracy of the results, and finally the following conclusions were drawn: (1) overconfident managers will bring greater financial risks to M&A; (2) Managers are more inclined to sign VAM agreements when they are overconfident; (3) The signing of a VAM agreement will increase the financial risk of M&A of an enterprise, that is, the VAM agreement plays an intermediary role in the overconfidence of managers and the financial risk of M&A.

Through the analysis and research of the relationship between the three, it provides reference ideas for enterprises to standardize M&A decisions, give full play to the advantages of VAM agreements and prevent M&A financial risks.

Keywords: managers overconfidence; M&A financial risks; VAM Agreement

目录

摘要	I
Abstract	II
第一章 绪论	1
§ 1.1 研究背景	1
§ 1.2 研究意义	2
§ 1.2.1 理论意义	2
§ 1.2.2 实践意义	2
§ 1.3 研究内容及思路	3
§ 1.3.1 研究内容	3
§ 1.3.2 研究思路	3
§ 1.3.3 研究方法	5
§ 1.4 创新之处	5
第二章 理论基础与文献综述	6
§ 2.1 理论基础	6
§ 2.1.1 高阶梯队理论	6
§ 2.1.2 行为金融学理论	7
§ 2.1.3 激励理论	8
§ 2.1.4 信息不对称理论	8
§ 2.2 文献综述	9
§ 2.2.1 管理者过度自信	9
§ 2.2.2 对赌协议	10
§ 2.2.3 并购财务风险	12
§ 2.2.4 管理者过度自信与并购财务风险	12
§ 2.2.5 管理者过度自信与对赌协议	13
§ 2.2.6 对赌协议与并购财务风险	14
§ 2.2.7 文献述评	15
第三章 理论分析与研究假设	16
§ 3.1 管理者过度自信与并购财务风险的关系	16
§ 3.2 管理者过度自信与对赌协议的关系	17
§ 3.3 对赌协议与并购财务风险的关系	18
§ 3.4 管理者过度自信、对赌协议与并购财务风险的关系	18
第四章 研究设计	20
§ 4.1 样本选择及数据来源	20

§ 4.2 变量定义	20
§ 4.2.1 被解释变量	20
§ 4.2.2 解释变量	21
§ 4.2.3 中介变量	22
§ 4.2.4 控制变量	22
§ 4.3 模型设计	24
§ 4.3.1 管理者过度自信与并购财务风险的模型	24
§ 4.3.2 管理者过度自信与对赌协议的模型	24
§ 4.3.3 管理者过度自信、对赌协议与并购财务风险的模型	24
第五章 实证分析	25
§ 5.1 描述性统计分析	25
§ 5.2 相关性分析	25
§ 5.3 回归结果分析	26
§ 5.3.1 管理者过度自信与并购财务风险	26
§ 5.3.2 管理者过度自信与对赌协议	28
§ 5.3.3 管理者过度自信、对赌协议与并购财务风险	29
§ 5.4 机制检验	30
§ 5.5 稳健性检验	31
§ 5.5.1 倾向得分匹配法 (PSM)	31
§ 5.5.2 替换变量的衡量方式	32
第六章 研究结论与展望	36
§ 6.1 研究结论	36
§ 6.2 政策建议及未来展望	37
§ 6.2.1 政策建议	37
§ 6.2.2 未来展望	37
参考文献	39
致谢	45
作者在攻读硕士期间的主要研究成果	46

第一章 绪论

§ 1.1 研究背景

在复杂多变的市场环境中，并购能够提升企业在市场中的核心竞争力，推动其在行业内快速发展，因此大部分企业通过并购扩大自己的规模、提高市场份额、改善经营管理、增强技术优势和市场竞争力，从而大幅度地提高经济效益，这对于并购方和被并购方都有极其重要的意义。具体而言，从并购方的角度来看，并购方通过对公司进行收购，可以将并购的经营协同效应、财务协同效应和市场份额效应等方面的优势最大程度的发挥出来，进而提高公司的股价；从被并购方的角度来看，被并购企业通过并购交易能够缓解其资金不足的状况，转变传统的管理模式，摆脱经营困境，提高市场竞争能力。然而，伴随着并购活动的不断增多，目标企业往往无法达到预期的经营效益，风险隐患越来越多，给并购方企业带来众多并购财务风险却成为不争的事实。

尽管并购会给企业招致更大的财务风险，但从我国 2021 年交易数据来看，国内并购交易数量创下历史新高，达到 12790 宗，同比增加 21%，上市公司高管对上市公司的收购热情依然高涨，显然从传统的“理性经济人”假设很难对这种情况做出合理的说明，传统经济学的“理性经济人”假说指出个体受到自身利益驱使通常会理性决策，而行为金融学研究突破了人是完全理性的说法，该研究指出当做决定时人的想法和偏好会出现系统性偏差，特别会受到“过度自信”的影响。从并购方企业来看，所谓“过度自信”是指在公司中拥有决策权的人对自己的实力过于肯定，或者对自己所获得的消息不存在任何质疑，在并购事件中通常表现为高估自己的预测和判断能力，过高估计自己对企业的运作能力，大大低估了公司所面临的风险和失败的概率。因此对于并购方而言，管理者过度自信势必会影响到企业的战略选择，进而造成在并购中做出不理性的行为，在决策时高估目标企业的收益能力并低估其风险，最终给企业带来并购财务风险。

另外，为了避免并购双方的信息不对称，证监会提出了“对赌协议”这一概念。对赌协议具体是指，在上市公司进行重大资产重组或发行股份购买资产时，上市公司与承诺方就交易标的未来一定期限内的实际业绩目标进行约定，其优势在于缓解并购双方信息不对称的风险，但是对赌协议运用不当，业绩目标过高，同样会导致目标企业无法完成约定的业绩目标，甚至触发该公司管理层短视行为，这同样会给并购方带来更大的风险隐患。

因此，本文站在并购方的立场，探讨管理者过度自信对并购财务风险的影响，同时探究在并购中签订对赌协议是如何在两者中发挥中介机制的作用。

§ 1.2 研究意义

§ 1.2.1 理论意义

第一，国内外学者对于并购活动的相关研究大都是基于理性人假设进行分析，认为管理者是理性的，但是更多的研究显示人并非理性，人们普遍存在过度自信，尤其是企业管理者更容易出现过度自信的心理。传统的经济学难以解释企业发生并购财务风险越来越大的情况下并购的数量却越来越多的这种异象，因此，非理性经济人的说法应运而生，这也为更好的研究企业并购财务风险发生的成因提供了新的视角。

第二，有学者提出企业管理者过度自信会带来并购财务风险，但较少有研究能具体解释其中的作用机制，本文旨在研究企业过度自信的管理者在并购中如何通过对赌协议最终导致并购财务风险的发生，探究了对赌协议在两者关系间的作用关系，为并购方的财务风险分析提供一些思路。

§ 1.2.2 实践意义

第一，在经济世界中，没有完全理性的人，因此，在人们的日常生活中，过度自信的心理特点普遍存在，同时由于公司的高层管理者的社会地位、经济状况等因素，使得他们相对于普通人来说，存在更加严重的过度自信的倾向，所以，公司的高层管理者中，过度自信的心理特点十分常见，这对企业金融行为有重大的影响，也会影响到企业的并购财务风险。因此，本文从并购方非理性管理者的角度进行研究，有助于让并购方意识到关注管理者心理特征的重要性，在配置管理团队时充分了解不同管理人员的心理特性，并利用他们心理的差异来有效抑制过度自信水平，尽可能让每个管理者在团队内发挥自己的最大优势，以此提升高管团队的治理效能，进而达到控制和减少并购过程中财务风险的目的。

第二，本文研究了管理者过度自信、对赌协议与并购财务风险三者之间的关系，揭示了管理者过度自信和对赌协议是影响并购财务风险的重要原因，有助于从非理性的心理和对赌协议两个层面分析影响并购财务风险的因素，对日后并购方减少并购财务风险提供了具体思路，有一定的实践价值。

§ 1.3 研究内容及思路

§ 1.3.1 研究内容

本文研究了并购方企业管理者过度自信、对赌协议和并购财务风险之间的关系，主要分为六个部分，主要内容如下：

第一章为绪论。在这一章中，利用之前的知识学习以及相关资料的查阅，对本论文的研究背景以及意义进行叙述，确定了研究内容和研究方法，在对整篇文章结构有了大体规划后介绍了文章的整体框架，提出本文可能的创新点。

第二章为理论基础和文献综述。首先阐述了本文所依据的相关理论，具体有高阶梯队理论、行为金融学理论、激励理论和信息不对称理论，其次介绍了管理者过度自信、对赌协议、并购财务风险的内涵、成因等，最后对管理者过度自信、对赌协议和并购财务风险的相关文献和研究现状进行了整理。

第三章为理论分析与研究假设。基于前文对相关理论和国内外文献和梳理，将管理者过度自信带来的并购财务风险以及结合对赌协议在其中发挥的机制作用提出了研究假设。

第四章为研究设计。本文的样本来自 2015-2021 年沪深 A 股发生并购的上市公司，并介绍了数据来源、处理方法和实证所运用的工具，同时对相关变量进行解释和定义，最后建立了研究模型。

第五章为实证分析。该部分采用了描述性统计，相关性分析以及 Logistic 回归分析等方法，对研究假设展开实证研究，为后续的结论提供了数据支撑，并在此基础上进行了稳健性测试，使本文的结论更加具有意义。

第六章为结论及展望。对实证分析的结果进行了总结和归纳，并在结果的基础上，给并购方从管理者非理性心理角度规避并购财务风险方面提出一些建议。

§ 1.3.2 研究思路

本文将论文的具体行文思路、内容和方法汇总成技术路线，如下图 1-1 所示：

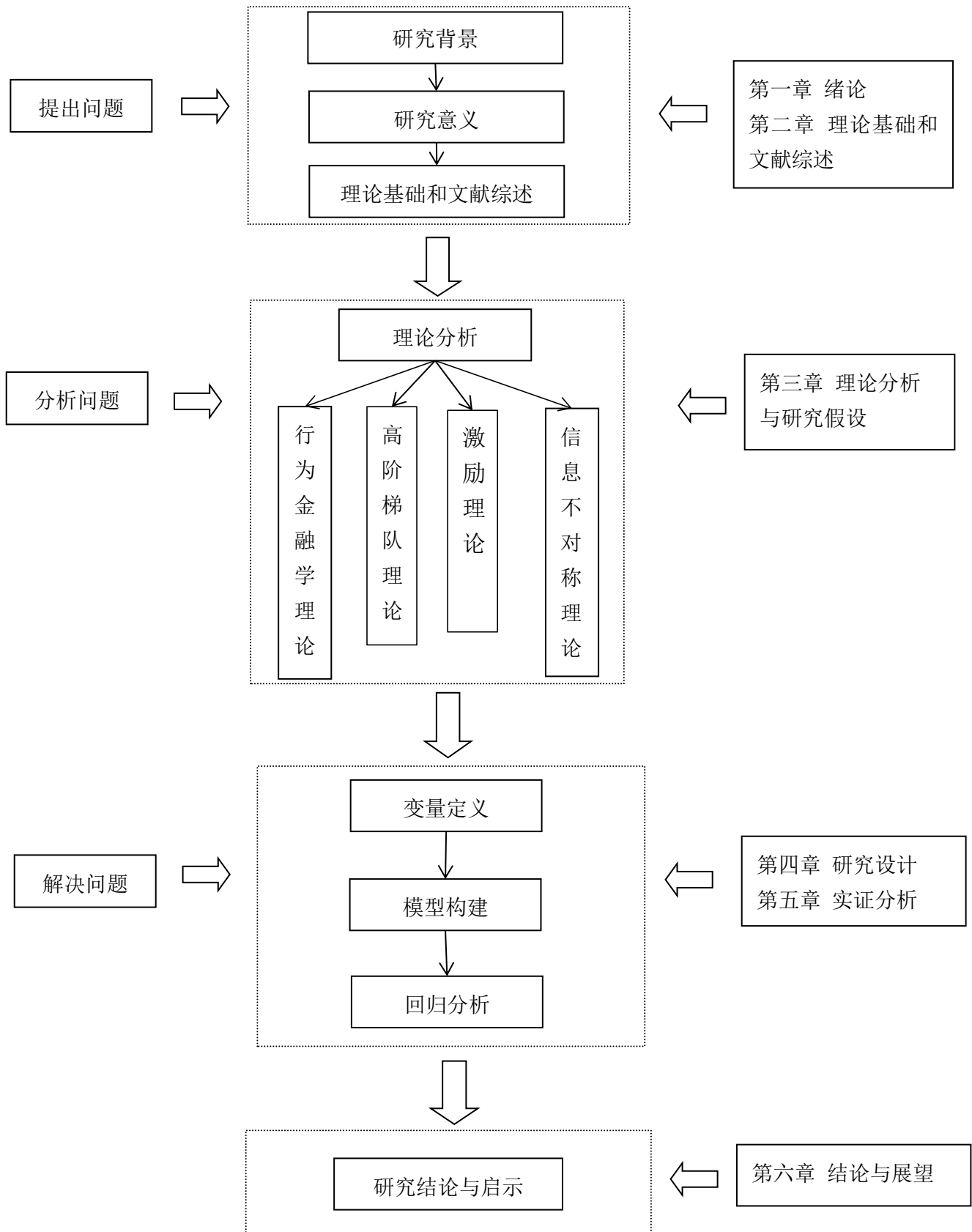


图 1-1 技术路线图

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/848046100140006115>