

上市公司为什么会连续并购:生来不同吗?

孙 焱,侯力赫

(吉林大学 商学与管理学院,吉林 长春 130012)

摘 要: 基于组织印记理论和资源基础理论,文章探究成立时期的环境印记对上市公司连续并购行为的影响。通过对2003—2020年间A股上市公司并购数据进行回归,研究发现:上市公司间的并购选择生来不同,后续连续并购行为会受到“出身环境”的影响,成立时期环境越景气,其后续越可能成为连续并购公司,且并购强度越高、并购节奏也越快;公司的资源禀赋会缓解环境印记对连续并购的影响,充足的先天禀赋会降低公司对成立环境的依赖进而抑制环境印记的形成;充裕的后天资源会覆盖公司成立时期印记进而抑制环境印记的延续。文章为连续并购行为提供了组织印记视角的解释,并区分先天禀赋和后天资源,从不同时期分析资源禀赋如何影响组织印记的形成和延续,同时也为企业理解连续并购、如何更好地促进并购行为提供了参考。

关键词: 连续并购;组织印记;资源禀赋;先天禀赋;后天资源

中图分类号: F270 **文献标志码:** A **文章编号:** 1000-2154(2022)09-0030-12

DOI: 10.14134/j.cnki.cn33-1336/f.2022.09.003

Why Do Firms Make Serial M&As: Are They Born Different?

SUN Ye, HOU Lihe

(School of Business and Management, Jilin University, Changchun 130012, China)

Abstract: Based on organization imprinting and resource-based theory, this paper explores whether environmental imprinting during founding period influences the serial mergers and acquisitions (M&As) of firms, whether the influence is continuous and what factors may weaken the influence. Using the A-shared listed firms who make M&As deals during 2003 to 2020, through regressing the sample, this paper finds that the environmental imprinting is a positive driver to serial M&As, and the firms are born different. Meanwhile the intensity and rhythm of the serial acquirers also get higher when their founding environment is boomer. What's more, the effect can be moderated by the resource endowment a firm have ex ante and ex post. If the firms start up with more abundant endowment in the past or they accumulate more resource at present, they may get less influence from the past imprinting when make serial M&As decisions. The article provides an explanation from the perspective of organizational imprinting for serial M&As, distinguishes between ex ante endowment and ex post resource, analyzes how resource endowment affects the formation and continuation of organizational imprinting from different periods, and also provides a reference for firms to understand serial M&As and how to better promote M&As.

Key words: serial M&As; organizational imprinting; resource endowment; ex ante endowment; ex post resource

收稿日期: 2021-12-31

基金项目: 国家自然科学基金面上项目“非线性状态空间混频数据模型在中国第三产业结构演变研究中的应用”(71573104);吉林省科技厅软科学项目“吉林省经济改革与发展的趋势性特征研究”(20190601090FG);吉林大学廉政智库创新团队项目“国有企业监事会信息甄别机制对腐败预防与治理影响的研究”(2017LZZK008);吉林大学青年学术领袖培育计划项目“非线性状态空间混频数据模型在第三产业结构演进与升级研究中的应用”(2019FRLX10)

作者简介: 孙焱,女,教授,博士生导师,管理学博士,主要从事公司财务决策研究;侯力赫,女,博士研究生,主要从事连续并购研究。

一、引言

自 Fuller 等(2002)提出连续并购以来,学者们逐渐认识到,并购不仅仅是公司的单次行为,同一公司的并购行为呈现出持续性、计划性特征^[1]。作为公司外部成长的重要方式,并购为资源优化配置、企业提质增效以及产业转型升级提供了不竭的动力,越来越多的企业选择通过连续并购实现战略增长。截至2020年年末,实施过并购的上市公司有79%选择了继续进行并购。^①

上市公司为什么会连续并购?学者从不同视角给出了解释。从微观层面,Doukas 和 Petmezas(2007)以及 Billett 和 Qian(2008)基于管理者过度自信角度,认为以往并购成功会加剧管理者对于其成功实施并购行为的自信程度,所以管理者会选择继续并购^[2-3];Aktas 等(2011)和 Jaffe 等(2013)则基于学习视角,认为以往并购经验能够带来并购实施和整合流程的改善、提升效率,因此企业更倾向于继续并购以获得成长^[4-5];从宏观层面,行业冲击^[6]、估值浪潮^[7]、机会选择集合的增加^[8]以及模仿或者制度同构压力^[9]也会驱动连续并购行为。多数研究基于当前的情境,但也有学者从历史的视角进行分析。Macias 等(2016)就指出,连续并购的公司是天生的^[10]。他们使用并购的数量、频率和时间区间等特征对并购公司进行了聚类分析,并将可能引起连续并购行为的因素进行了汇总和回归,结果表明公司特质决定了其后续连续并购行为^[10]。国内学者王砚羽等(2014)的研究发现,组织的政治基因会影响组织的并购战略选择,指出除去当下企业的特征要素,研究企业的历史印记也很重要,历史印记会持续地、长期地影响企业决策行为^[11]。由此可见,连续并购行为并不仅仅是当下的选择,也是组织印记给予的历史的选择的结果,因此有必要更深入地理解组织印记,及其如何影响并购行为。

组织印记是指,企业在敏感阶段形成的可以适应其所处外在环境的特点,即使组织所处的外在环境后续发生改变,这些特点依然可以保持对组织的影响^[12]。车培荣等(2020)基于组织印记视角,研究了组织成立时期的环境烙印对创新战略选择的影响,发现成立于经济衰退时期的企业更倾向于使用保守的利用式创新^[13]。相对应地,并购是至关重要的外部成长方式,其周期较长、风险较大,组织在进行并购战略选择时是否也会受到成立之初敏感环境的影响呢?这为本文的研究提供了视角。

本文拟回答以下问题:首先,上市公司为什么会连续并购,是生来不同吗?组织成立时期环境会影响上市公司的连续并购决策吗?其次,对于连续并购的企业,环境印记又是否会影响组织的并购节奏与并购强度?最后,什么因素会影响组织印记的持续性?先天禀赋和后天资源是否会影响环境印记的形成与延续?

本文的研究或在以下方面得到了创新:首先,本文为组织印记方向的研究提供了连续并购视角的内容。目前国内对于组织印记的研究还处于发展阶段^[14],以往的研究验证了环境印记对于新创企业成长^[15]、国有企业福利^[16]以及创新战略^[13]的影响,但是并没有研究其对连续并购决策的影响,本文分析了组织成立时期的环境印记如何影响企业连续并购的选择,丰富了当前组织印记的实证研究;其次,本文拓展了连续并购动机解释的理论,以往多是从当前的管理者特质、组织特征与能力以及组织所处环境特征等不同的视角进行深入研究,本文从历史的视角分析连续并购动机,拓展了并购动机研究的时间线,同时从更长的时间线寻找影响环境印记与连续并购行为的因素,引入先天禀赋和后天资源的调节作用,丰富了连续并购的研究,提供了新的解释视角;最后,本文的研究结果可以用来解释不同公司对并购决策选择的差异,这为如何理解并购、促进并购及企业实施并购提供了新的思路。

二、理论分析与研究假设

(一) 环境印记与连续并购

印记最早起源于生物学,禽类会跟随其孵化后看到的第一个移动物体而移动,Lorenz(1937)将这种现

^①数据来自 CSMAR 数据库,通过整理获得发生并购公司2914家,其中有611家进行单次并购,2303家发生两次以上并购。

象定义为印记,即动物早期生活的某些特定敏感时刻所形成的烙印,会持续地、长久地影响后续生活^[17]。Stinchcombe(1965)首次将印记的概念引入组织研究领域,用以描述组织如何接收创立时期环境的因素,以及这些因素如何持续地影响组织活动^[18]。Marquis和Tilcsik(2013)对组织印记进行了概念界定:“组织印记是指企业在敏感阶段形成的可以适应其所处的外在环境的特点,即使组织所处的外在环境后续发生改变,这些特点依然可以保持对组织的影响”^[12]。Marquis和Tilcsik强调三部分:(1)印记产生于短暂的敏感过渡时期,在这个时期组织会对外部环境高度敏感;(2)印记是组织在经历敏感时期反映其环境要素的痕迹的过程;(3)尽管后续环境发生了变化,但是印记依然会存在。

印记的第一个要素是发生在特定的敏感过渡时期,许多学者将组织的成立时期作为关键敏感时期,因为初创时期企业处于空白状态,更容易受到外部的影响^[19]。Stinchcombe(1965)也指出“一个时期形成的组织通常与另一个时期形成的组织具有不同的社会结构”^[18]。因此组织成立时期是能够形成组织印记的敏感时期。

印记的第二个要素,敏感时期的环境会对组织产生重大的影响,环境的异质性会带给企业不同的选择,以试图适应环境、降低不确定性和合法性压力^[20]。企业在成立初期,为了适应环境会形成特定敏感时期的资源配置与整合方式,潜移默化地影响组织后续行动。在经济、技术、法律和社会网络等诸多环境中,对企业影响至关重要的当属宏观经济环境,经济环境的景气程度会影响组织的资源分配、投融资活动以及未来发展规划。资源基础理论认为,企业是资源的集合,资源是企业赖以生存的关键,也是形成长期竞争优势的来源^[21]。企业发展所必需的资源来自内部资源积累和外部资源获取,经济景气状况也会从这两个角度影响企业活动^[13]。从内部资源积累角度,经济景气时期,市场扩张、消费者购买兴致蓬勃,这会刺激企业的生产、提高企业的营业收入,促进内部资源的积累;而从外部资源获取角度,经济的繁荣稳定、政策的鼓励与扶持,也会提升融资环境的稳定性,为企业融资提供保障,这为初创时期的企业提供了更多尝试的可能与便利,资源充裕的印记促使其更自由地进行战略选择,更为进取。而在经济不景气时期,紧缩的市场、锐减的消费者购买力对企业经营带来了考验,生产停滞会导致内部资源积累有限;紧缩的货币政策、更为严格的信贷市场管制也为企业外部融资增加了难度,因此成立于这一时期的企业更倾向于采取保守的、耗时较短且风险较小的战略。

印记的第三个要素为敏感时期环境的影响是长期且持续的,尽管后续环境发生了变化,企业仍会保持敏感时期的决策逻辑。对于并购而言,并购是组织最为重要的外部成长方式,其为企业带来收益的同时也具有耗时长、信息不对称、风险大以及后续整合困难等问题。因此,成立于经济不景气时期的公司,有着保守的投资习惯,能够承受的风险等级较低,为了降低不确定性,会更加慎重地对待并购决策。而成立于经济景气时期的公司风险承担能力更高,在资源配置过程中也会更为积极进取,更倾向于把握并购时机,因此其更可能选择连续并购方式,且会具有更高的并购强度以及更快的并购节奏。据此,提出以下假设:

H1:环境印记对上市公司连续并购行为存在显著正向影响,相比于成立于经济萧条时期的公司,成立于景气时期的公司更可能成为连续并购公司,且并购强度更高、并购节奏更快。

(二) 环境印记的形成与延续

尽管印记的影响是持续的,但是Marquis和Tilcsik(2013)也指出,印记并不是一成不变的,在某些条件下印记会消失,比如外部环境的变化,或是组织内部特质的变化^[12]。印记是组织适应某些特定敏感时间节点后所形成的一种叠加,新的组织特质和实践在旧的基础上叠加,旧有的痕迹可能会逐渐沉淀、消除。

根据资源基础理论,企业是资源的集合,不同时期差异的经济景气度,影响了资源积累和获取的难易程度,进而导致了企业不同的思维逻辑和连续并购行为选择,而自身的资源禀赋也会影响企业的战略规划与经营目标的制定,使得组织对外部环境的依赖程度产生差异,因此不同企业资源禀赋的差异也会影响组织印记的形成和持续。这种组织间的资源禀赋的差异可能从印记发生的当期(即先天)就影响印记的形成,也可能从决策发生的当期(即后天)影响印记的延续。

先天禀赋的影响。Sterk等(2021)指出,公司创始时的先天禀赋能够解释公司后续的增长,即许多年轻的公司倒闭而幸存的公司迅速发展在很大程度上是由先天的异质性驱动的,即使在公司成立的20年后先

天禀赋仍可以解释公司40%的增长^[22]。成立时期不同的禀赋特质决定了其与外部环境之间的依赖关系强弱,当组织在成立时期就拥有资源优势时,其更为丰裕的资本储备可以提高组织应对环境不确定性时的容忍度、提升抵御风险的能力,而不受外部环境的影响,因此,当先天禀赋较强时,其受组织印记的影响就会减弱,从而抑制组织印记的形成。组织印记是不断叠加的,成立时期丰裕资源带来的优势也会成为未来优势的源泉,弱化成立时期环境的影响^[23]。据此,提出以下假设:

H2:公司的先天禀赋会调节环境印记与连续并购行为间关系,成立时期的资源越丰裕,环境印记对后续连续并购行为的影响越小。

后天资源的影响。随着企业知识的不断积累,企业不断演化发展,其资源获取和处理的能力也得到了提升,公司规模越大,其储备的有形资源和无形资源也就越多、越丰富,抵御风险的能力更高、对不确定性容忍程度也得到提升,丰裕的资源环境逐渐替代、覆盖匮乏环境的印记,带来公司发展战略定位的改变,企业能够更为充分、从容地进行行为决策,而环境印记不再延续。据此,提出以下假设:

H3:公司的后天资源会调节环境印记与连续并购行为间关系,当前发展时期的资源越丰裕,环境印记对后续连续并购行为的影响越小。

三、研究设计

(一) 研究样本

本文选取2003—2020年间A股上市公司的并购数据,并购数据和公司特征相关数据来自CSMAR数据库,宏观环境特征数据来自中经网。具体筛选如下:(1)剔除ST的样本;(2)剔除属于金融、房地产行业的样本;(3)剔除并购公告后宣告终止,即并购交易失败的样本;(4)剔除重组的数据,即仅保留资产收购、吸收合并和要约收购的样本;(5)剔除交易地位不是买方的样本;(6)剔除交易金额小于100万元的样本;(7)对于一年内发生多笔交易的样本仅保留一笔;(8)剔除总资产为异常值的样本,剔除其他公司特征变量缺失的样本。最终获得2191家公司的6657笔并购交易数据。另外,为避免奇异值,对所有连续型变量进行1%和99%的缩尾。

(二) 研究变量设计

1. 被解释变量。本文使用三个维度衡量连续并购的倾向。

第一,是否发生连续并购(SA)。参考Billett和Qian(2008)使用三年内是否发生两次及以上并购作为衡量^[3]。具体地,计算并购公告当年至前两年发生并购次数,若并购次数大于等于2,则取值为1,否则取值为0。

第二,连续并购强度(SAI)。参考庄明明等(2021)使用三年内并购累积次数加1取对数进行衡量^[24]。具体地,计算并购公告当年至前两年发生并购的次数,加1取对数。

第三,连续并购节奏(SAR)。参考Shi和Prescott(2012)使用一段时间内并购时间间隔的均值作为并购节奏的衡量^[25]。具体地,计算并购公告当年至前两年并购间隔总和比上并购发生次数。

2. 解释变量。环境印记(ENV)使用中国人民银行发布的企业景气指数衡量,该指数通过直接抽样调查的方式能够迅速、可靠地了解 and 预测宏观经济运行情况^[26]。该指数起始于1993年,也能够更好覆盖本文样本成立时间的区间。具体地,根据当年发布的季度指数的均值计算得到年度景气指数,匹配上市公司的成立年份,该指数越大表明公司成立当年经济越景气,指数越小则表示当年经济形势越萧条。

3. 调节变量。本文从先天(成立时期)和后天(当前发展时期)两个角度衡量组织拥有的资源禀赋。

第一,先天禀赋(PAST),使用成立时期的公司规模(即注册资本)进行衡量,若公司创立时期的注册资本大于行业均值,则表明公司先天禀赋较强,赋值为1,否则为0。

第二,后天资源(PRESENT),使用当前发展时期的公司规模(即资产总值)进行衡量,若当前发展时期的资产总值大于行业均值,则表明公司后天资源较强,赋值为1,否则为0。

4. 控制变量。参照以往文献,本文控制可能会影响连续并购发生的相关变量,具体测度如表1所示。

表1 变量定义表

	构念	变量名称	符号	定义
被解释变量	连续并购	是否连续并购	SA	三年内发生两次以上并购则为1,否则为0
		连续并购强度	SAI	三年内发生并购次数加1取自然对数
		连续并购节奏	SAR	三年内并购时间间隔均值
解释变量	环境印记	企业成立时期宏观环境	ENV	成立当年的企业景气指数
调节变量	资源禀赋	先天禀赋	PAST	成立当年注册资本是否大于行业均值
		后天资源	PRESENT	当前资产规模是否大于行业均值
控制变量	公司特征	公司规模	SIZE	期末总资产的自然对数
		资产负债率	LEV	期末总负债与总资产之比
		市账率	MB	市场价值与账面权益之比
	经营特征	自由现金流	FCF	自由现金流与总资产之比
		总资产收益率	ROA	净利润与总资产之比
		速动比例	SD	速动资产与总资产之比
	股权特征	股权性质	SOE	若为国有企业则值为1,否则为0
		前三大股东持股和	TOP3	前三大股东持股比例之和
	公司治理	董事会规模	BOARD	董事会人数的自然对数值
		两职合一	DUAL	若董事长和总经理为同一人为1,否则为0
并购能力	是否具有并购经验	E	若获得过并购经验则值为1,否则为0	
固定效应	虚拟变量	年度	YEAR	年度虚拟变量
		行业	IND	行业虚拟变量(按照2012年行业划分标准)

(三) 研究模型

为检验本文提出的假设,本文构建以下两个计量模型,使用 OLS 回归分析,构建模型(1):

$$SA_{i,t} = \alpha + \beta ENV_{i,t} + \lambda CONTROLS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

计量模型(1)用以检验假设1,其中 $SA_{i,t}$ 是被解释变量是否发生连续并购,按照相同的模型被解释变量依次替换为连续并购强度 $SAI_{i,t}$ 和连续并购节奏 $SAR_{i,t}$ 进行回归, β 是解释变量环境印记的回归系数, $CONTROLS_{i,t}$ 为表1列出的可能会影响被解释变量的控制变量。另外,本文还控制了年度和行业的固定效应,以及公司层面的 cluster 标准误。

$$SA_{i,t} = \alpha + \beta_1 ENV_{i,t} + \beta_2 ENV_{i,t} \times PAST_{i,t} + \beta_3 PAST_{i,t} + \lambda CONTROLS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

计量模型(2)在模型(1)的基础上加入了资源禀赋差异的调节变量,其中 $PAST_{i,t}$ 代表先天禀赋,加入该变量分别对是否发生连续并购 $SA_{i,t}$ 、连续并购强度 $SAI_{i,t}$ 和连续并购节奏 $SAR_{i,t}$ 进行回归,检验假设2;然后将 $PAST_{i,t}$ 替换为 $PRESENT_{i,t}$ 依次代入回归,以检验后天资源的调节作用,即假设3。

四、实证结果分析

(一) 描述性分析

表2展示了变量的描述性统计结果。如表2所示,是否连续并购样本均值为0.576,这表明所有样本中连续并购公司的样本更多,占比57.6%;三年内发生并购次数的均值为1.65,最大值为3次,^①即连续三年每年均发生并购;并购节奏的均值为701,表明并购公司平均每1.92年发生一次并购。而解释变量企业成立时期

^①表2中展示的并购强度(SAI)是按照并购次数加1取对数所得结果,在文字表述中还还原至并购次数以便更清晰地理解。

的宏观环境均值为53.63%,根据中国人民银行给出的定义,大于50%则表明经济景气,小于50%则表明经济不景气,^①多数并购企业创立于并购景气时期,这也与本文假设一致,即景气时期创立的企业后续更可能进行并购,最小值为44.3%,最大值为71.67%,极差为27.37%,成立环境间差异较大,可见有必要针对成立环境差异进行分析。另外,表2的最后一列展示了对各被解释变量回归的膨胀因子(VIF)取值,其中各被解释变量(SA、SAI和SAR)的数值代表各回归的VIF均值,解释变量及其他变量则列出了在三组回归中VIF值最高的一组,由表中数据可知,各回归结果的VIF值均远小于10,基本排除多重共线性的影响。

表3则进一步分析了公司并购倾向与环境印记的组间差异。Panel A展示了不同成立环境下的公司并购倾向差异,根据中国人民银行的定义,按照企业景气指数是否大于50%将样本划分为成立于景气时期分組和成立于萧条时期分組。如表3所示,相比于成立于萧条时期的公司,成立于景气时期的公司的连续并购比例更高(0.580 > 0.560)、并购强度更大(0.980 > 0.960)以及并购间隔更小(641.6 < 818.1),且这三个变量的差异分别在10%、5%和1%水平上显著,初步证实了本文的研究假设。Panel B展示了连续并购公司与非连续并购公司间成立环境的差异,连续并购公司成立环境均值在1%水平上显著大于非连续并购公司(53.83% > 53.36%),也侧面证明了本文的假设。

表2 变量描述性统计表

变量	均值	标准差	最小值	中值	最大值	VIF值
SA	0.576	0.494	0	1	1	1.37
SAI	0.974	0.260	0.693	1.099	1.386	1.37
SAR	701.0	814.8	0	361	7799	1.37
ENV	53.63	7.182	44.30	53.15	71.67	1.09
SIZE	22.160	1.174	20.050	21.990	25.840	1.65
LEV	0.447	0.191	0.0600	0.450	0.863	2.30
MB	2.496	1.686	0.875	1.959	9.890	1.41
FCF	-0.026	0.096	-0.302	-0.020	0.229	1.05
ROA	0.043	0.049	-0.146	0.038	0.192	1.34
SD	1.571	1.663	0.201	1.063	11.050	1.79
SOE	0.400	0.490	0	0	1	1.33
TOP3	48.880	15.04	2.672	48.650	97.790	1.11
BOARD	2.280	0.245	1.609	2.197	3.219	1.11
DUAL	0.247	0.431	0	0	1	1.11
E	0.844	0.363	0	1	1	1.10

表3 公司并购倾向与环境印记的组间差异

Panel A					
变量	成立于萧条时期分組		成立于景气时期分組		两样本差异
	样本量	均值	样本量	均值	均值差异
SA	2240	0.56	4417	0.58	-0.02*
SAI	2240	0.96	4417	0.98	-0.01**
SAR	2240	818.1	4417	641.6	176.43***
Panel B					
变量	连续并购公司		非连续并购公司		两样本差异
	样本量	均值	样本量	均值	均值差异
ENV	3836	53.83	2821	53.36	0.47***

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平显著,下同

^①根据中国人民银行发布的《2021年第二季度企业家问卷调查报告》中的编制说明,指数在50%以上,反映该项指标处于向好或扩张状态;低于50%,反映该项指标处于变差或收缩状态。

(二) 回归结果分析

为进一步验证假设1,本文对模型(1)进行了回归分析。表4分别展示了对是否发生连续并购、连续并购强度以及连续并购节奏的回归结果。第(1)列中,解释变量的回归系数为0.002,且在1%水平上显著,这表明企业成立时期的环境越景气,后续成为连续并购公司的可能性就越大;第(2)列中,回归也为正向,且在1%水平上显著,即企业成立时期景气程度每增加一个单位,后续连续并购强度会增加0.001;第(3)列为对连续并购节奏的回归结果,成立时期的景气程度与连续并购时间间隔之间呈负相关关系,即成立时期宏观环境越景气,其连续并购的时间间隔越短,即连续并购节奏越快。这三列的回归结果均与假设1提出的方向一致,且十分显著,假设1得以验证,即环境印记会影响后续连续并购行为,成立时期的经济环境会对企业形成烙印,成立时期景气程度越高的企业越倾向于成为连续并购公司,且并购强度越大、并购节奏越快。

表5展示了资源禀赋对环境印记与连续并购行为间关系的影响。第(1)一(3)列展示了先天禀赋的影响,分别将先天禀赋调节项纳入对是否为连续并购公司、连续并购强度以及连续并购节奏的回归结果显示,调节项系数与解释变量环境印记间系数相反,且分别在5%、10%和5%水平上显著,这支持了假设2,先天禀赋会对环境印记产生影响,成立时期的资源越丰裕,后续连续并购行为受环境印记的影响就越小。第(4)一(6)列则展示了后天资源的调节效果,如表5所示,后天资源也为抑制型调节作用,其中对是否为连续并购的调节作用在5%水平上显著、对连续并购节奏的调节作用在10%水平上显著,而对连续并购强度无调节作用,基本与假设3一致,尽管环境印记会对连续并购行为产生影响,但是当前发展时期具有资源优势时,历史的印记的影响也会逐渐消散。

图1为资源禀赋对环境印记与连续并购行为影响的调节作用效果图。图1.1至图1.3为先天禀赋的调节作用,图1.4至图1.5为后天资源的调节作用,由于后天资源对环境印记与连续并购强度间不存在调节作用,故未绘制该图。由图1也可以看出相比于先天禀赋较差分组,先天禀赋较好分组在进行连续并购决策时受到组织成立时期环境印记的影响更小,斜率更为平缓。同样地,后天资源较好分组受到环境印记的影响也更小。图示结果也验证了本文的假设。

表4 环境印记对连续并购行为的影响

变量	(1)	(2)	(3)
	SA	SAI	SAR
<i>INTERCEPT</i>	-0.580*** (-3.360)	0.313*** (2.791)	936.673*** (2.804)
<i>ENV</i>	0.002*** (3.240)	0.001*** (2.782)	-6.284*** (-4.227)
<i>SIZE</i>	0.026*** (4.032)	0.022*** (5.528)	-47.652*** (-3.523)
<i>LEV</i>	0.008 (0.161)	0.000 (0.004)	149.092 (1.622)
<i>MB</i>	0.001 (0.321)	0.001 (0.578)	8.120 (0.876)
<i>FCF</i>	-0.389*** (-7.043)	-0.211*** (-7.135)	712.689*** (6.731)
<i>ROA</i>	0.354*** (2.738)	0.177** (2.473)	-378.794 (-1.568)
<i>SD</i>	0.003 (0.757)	-0.000 (-0.027)	2.371 (0.316)
<i>SOE</i>	-0.127*** (-8.779)	-0.074*** (-8.803)	325.497*** (10.653)
<i>TOP3</i>	0.001*** (3.787)	0.001** (2.320)	-3.230*** (-4.173)
<i>BOARD</i>	-0.006 (-0.264)	-0.012 (-0.867)	3.530 (0.082)
<i>DUAL</i>	0.014 (1.149)	0.011 (1.486)	-36.962* (-1.659)
<i>E</i>	0.708*** (85.442)	0.339*** (68.262)	753.032*** (48.134)
<i>CONTROLS</i>	YES	YES	YES
<i>YEAR&IND</i>	YES	YES	YES
<i>N</i>	6657	6657	6657
<i>ADJ. R²</i>	0.289	0.263	0.211

表5 资源禀赋对环境印记与连续并购行为间的影响

变量	先天禀赋			后天资源		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>INTERCEPT</i>	-0.704*** (-3.871)	0.249** (2.109)	1292.967*** (3.706)	-0.724*** (-3.447)	0.256* (1.955)	922.633** (2.175)
<i>ENV</i>	0.004*** (4.256)	0.002*** (3.272)	-9.313*** (-5.159)	0.003*** (3.993)	0.002*** (2.79)	-7.930*** (-4.566)
<i>PAST × ENV</i>	-0.004** (-2.447)	-0.002* (-1.725)	6.991** (2.446)			
<i>PAST</i>	0.184** (2.338)	0.081 (1.631)	-337.418** (-2.139)			
<i>PRESENT × ENV</i>				-0.003** (-2.004)	-0.001 (-0.600)	5.196* (1.778)
<i>PRESENT</i>				0.156* (1.842)	0.025 (0.484)	-294.025* (-1.837)
<i>CONTROLS</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>YEAR&IND</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	6657	6657	6657	6657	6657	6657
<i>ADJ. R²</i>	0.289	0.264	0.212	0.289	0.263	0.211

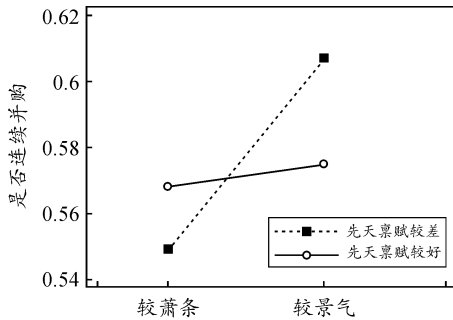


图1.1 先天禀赋调节效果图

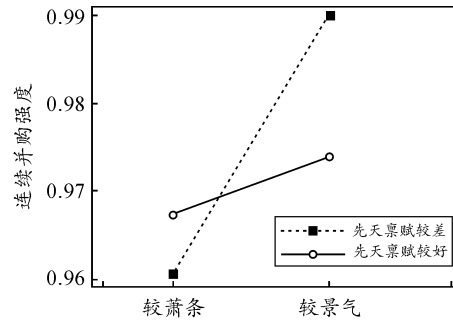


图1.2 先天禀赋调节效果图

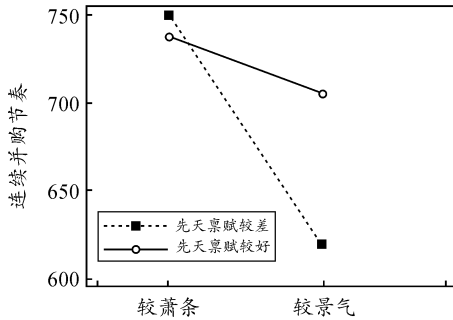


图1.3 先天禀赋调节效果图

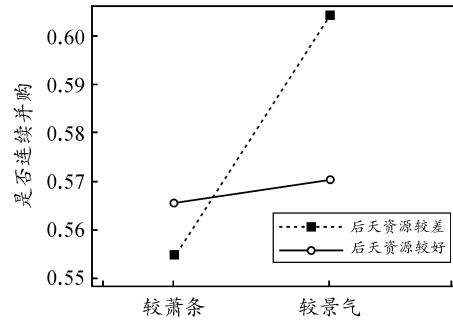


图1.4 后天资源调节效果图

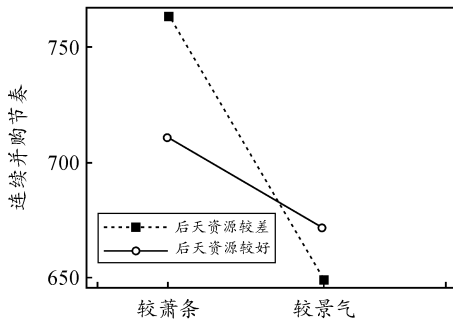


图1.5 后天资源调节效果图

图1 资源禀赋对环境印记与连续并购间关系的调节效果图

(三) 稳健性分析

为确保本文结论稳健,进行如下稳健性检验。

首先,替换解释变量。在主回归中,本文使用了成立当年的企业景气指数数值即连续型变量进行衡量,在稳健性中将其替换为哑变量进行回归。根据中国人民银行的界定,根据成立当年企业景气指数是否大于50%进行分组,若大于则赋值为1,否则赋值为0,设置解释变量 *BOOM*,代表成立时期宏观环境是否景气。结果如表6所示。Panel A 对新形成的解释变量进行了描述性统计,由表中数据可知,样本中有66.4%的并购公司成立于经济景气时期。Panel B 则展示了替换变量后对主假设的回归结果,如表6所示,结果方向不变,仍显著。

表6 替换解释变量回归

Panel A					
变量	均值	标准差	最小值	中值	最大值
<i>BOOM</i>	0.664	0.473	0	1	1
Panel B					
变量	(1)	(2)	(3)		
	<i>SA</i>	<i>SAI</i>	<i>SAR</i>		
<i>INTERCEPT</i>	-0.477 *** (-2.809)	0.372 *** (3.362)	678.832 ** (2.095)		
<i>BOOM</i>	0.033 *** (2.766)	0.015 ** (2.114)	-98.907 *** (-3.970)		
<i>CONTROLS</i>	YES	YES	YES		
<i>YEAR&IND</i>	YES	YES	YES		
<i>N</i>	6657	6657	6657		
<i>ADJ. R²</i>	0.289	0.263	0.211		

表7 控制地区固定效应

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>SA</i>	<i>SAI</i>	<i>SAR</i>
<i>INTERCEPT</i>	-0.589 *** (-3.472)	0.292 *** (2.78)	879.179 *** (2.636)
<i>ENV</i>	0.003 *** (3.593)	0.002 *** (3.215)	-7.102 *** (-4.714)
<i>CONTROLS</i>	YES	YES	YES
<i>YEAR&IND</i>	YES	YES	YES
<i>AREA</i>	YES	YES	YES
<i>N</i>	6656	6656	6656
<i>ADJ. R²</i>	0.289	0.265	0.215

其次,加入其他控制变量。考虑到我国地区发展不平衡,公司成立所处的地区不同可能也会带来差异,参考柳光强和孔高文(2018)纳入省份固定效应^[27],表7展示了加入公司注册省份的固定效应的回归结果,回归结果仍稳健。

(四) 替代性解释

除成立时期外部环境外,企业创始人的原始决策和行为习惯也是组织印记形成的重要来源,为检验环境印记影响的稳健性,需考虑其他可能产生影响的印记。

由于以往研究多是通过问卷和访谈的形式获取创始人信息,客观数据较难获取,所以本文从侧面考察创始人的影响。创始人任职时间越长,组织受到创始人的影响也会越大,因此本文考察在距离成立时间最近的能够获得更多数据的时点——公司上市时创始人留任管理层情况,来侧面考察创始人行为决策的影响。具

体地,本文使用 CSMAR 中关于公司上市时的管理层人员信息,通过在管理人员简历中匹配“创始”“创办”等关键词筛选出该管理人员是否为创始人的信息,进而构造该公司上市时是否有创始人留任 (*CSRLR*) 和留任创始人占管理层总人数比例 (*LRB*) 变量。若创始人在公司上市时依然留任、留任创始人占管理层总人数比例越高,那么这些公司受到创始人原始决策和行为习惯的影响也会越大。表8展示了控制创始人变量进行回归的结果,结果表明,即使控制创始人差异变量,成立时期的环境印记对连续并购行为的影响仍是稳健的。

表8 创始人印记的影响

变量	(1)	(2)	(3)
	SA	SAI	SAR
<i>INTERCEPT</i>	-0.553 *** (-3.189)	0.322 *** (2.849)	926.422 *** (2.749)
<i>ENV</i>	0.002 *** (3.305)	0.001 *** (2.905)	-6.270 *** (-4.224)
<i>CSRLR</i>	0.022 (0.904)	0.015 (1.021)	-76.882 * (-1.870)
<i>LRB</i>	-0.051 (-0.253)	-0.093 (-0.774)	122.321 (0.391)
<i>CONTROLS</i>	YES	YES	YES
<i>YEAR&IND</i>	YES	YES	YES
<i>N</i>	6553	6553	6553
<i>ADJ. R²</i>	0.292	0.266	0.211

(五) 内生性检验

成立时期规模较大的企业在当前发展时期规模较大的可能性比较高,因此先天禀赋可能会影响后天资源的积累过程,先天禀赋和后天资源变量间可能存在内生性。因此,为在考察后天积累资源的过程中尽可能排除先天禀赋带来的影响,本文使用高管的背景作为替代变量,一方面,企业的资源既源自有形的诸如固有资产等资源,也源自企业内管理人员自身携带的隐形的资源,高管不同的学术经历和职业经历为其积累了丰富的社会资源,这必然导致高管所在企业间所能够获得资源的差异,因此高管的背景可以作为企业资源的测度;另一方面,高管背景来自高管自身发展过程的积累,而与公司成立发展无关,因此可以作为区分于先天禀赋的资源存在。具体地,本文使用高管背景的丰富度来衡量后天资源的丰裕程度,使用高管是否拥有金融背景、是否拥有海外背景、是否拥有学术背景和是否拥有政治背景四个指标,通过对四个指标进行加总,将样本划分为后天资源较好组(即拥有上述4种背景)、后天资源适中组(即拥有上述背景中的1至3种)和后天资源较差组(即没有上述背景),然后通过比较后天资源较差组和后天资源较好组的组间系数差异,判断环境印记对连续并购的影响。如表9所示,相比于后天资源较好组,后天资源较差组和适中组的连续并购行为会显著受到环境印记的影响,与主回归中结果一致。

表9 内生性检验

变量	(1)	(2)	(3)
	后天资源较差组	后天资源适中组	后天资源较好组
PANEL A 对是否连续并购的回归			
<i>INTERCEPT</i>	-1.228 *** (-3.369)	-0.523 ** (-2.550)	-0.554 (-0.420)
<i>ENV</i>	0.004 ** (2.227)	0.002 *** (2.615)	-0.006 (-0.977)
<i>N</i>	1630	3898	161
<i>ADJ. R²</i>	0.241	0.315	0.205

(续表9)

PANEL B 对连续并购强度的回归			
<i>INTERCEPT</i>	0.094 (0.467)	0.257** (2.122)	-1.035 (-1.346)
<i>ENV</i>	0.002** (2.182)	0.001** (2.204)	-0.003 (-0.830)
<i>N</i>	1630	3898	161
<i>ADJ. R</i> ²	0.227	0.282	0.248
PANEL C 对连续并购节奏的回归			
<i>INTERCEPT</i>	2174.620*** (2.827)	965.762** (2.409)	-576.998 (-0.285)
<i>ENV</i>	-10.449*** (-3.101)	-5.643*** (-3.213)	13.923 (1.432)
<i>N</i>	1630	3898	161
<i>ADJ. R</i> ²	0.214	0.211	0.152
<i>CONTROLS</i>	YES	YES	YES
<i>YEAR&IND</i>	YES	YES	YES

五、结论与启示

本文基于2003—2020年间A股上市公司并购数据,探究并购公司的成立环境印记是否会影响后续并购选择。通过对数据的实证回归,研究发现,上市公司间的并购选择生来不同,成立于环境景气时期的公司更可能成为连续并购公司,且并购强度更高、并购节奏更快。但是“出身环境”差距并不是不可改变的,公司的资源禀赋会缓解环境印记的影响,先天禀赋较强、后天资源更好的公司受环境印记的影响更弱。

本文研究具有一定的启示。首先,对于并购公司而言,一方面,连续并购选择并不仅仅取决于当前,还可能受历史印记的影响,这种影响往往是潜意识的,正如威廉·福克纳所说“过去的永远不会消逝,甚至还没有过去”,上市公司应当对环境印记给予关注,在决策时既要考虑当前的因素,也不可忽视历史的印记,重视历史烙印的影响;另一方面,尽管并购公司的“出身环境”差距已经形成,通过后续资源的补充仍可以弥补以往历史印记的影响,因此应当注重对于自身资源的积累与培养,在决策时要为企业留存充裕的资源以便更好地选择。其次,对于初创企业而言,成立时期的选择以及成立时期拥有的原始资本并不仅仅影响企业初创时期,其影响是长期且持久的,因此应当妥善选择成立的时期、注意原始资本的积累,为后续的成长和发展奠定基础。最后,对于政府和政策制定者而言,在促进并购重组的过程中也要理解企业并购选择的异质性,从更为长久的时间区间理解并购;鉴于先天禀赋可以弱化历史印记影响,在制定政策时也应对于初创企业的筹资活动给予更多的扶持和优惠,帮助企业夯实创业的基础。

本文的研究也具有一定局限。本文探讨了组织成立时期环境印记对连续并购的影响,但组织印记的来源可能是多维度和多时空的,正如杨繁等(2020)所指出的,当前研究多集中于单一印记的影响^[28],因此,在后续研究中可以考察多重印记的混合作用及不同印记间的优先性,从而延展现有的组织印记理论。

参考文献:

- [1] FULLER K, NETTER J, STEGEMOLLER M. What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions[J]. The Journal of Finance, 2002, 57(4): 1763-1793.
- [2] DOUKAS J A, PETMEZAS D. Acquisitions, overconfident managers and self-attribution bias[J]. European Financial Management, 2007, 13(3): 531-577.
- [3] BILLETT M T, QIAN Y. Are overconfident CEOs born or made? Evidence of self-attribution bias from frequent acquirers[J]. Management Science, 2008, 54(6): 1037-1051.

- [4] AKTAS N, DE BODT E, ROLL R. Serial acquirer bidding: an empirical test of the learning hypothesis[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17(1): 18-32.
- [5] JAFFE J, PEDERSEN D, VOETMANN T. Skill differences in corporate acquisitions[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2013, 23(12): 166-181.
- [6] ANDRADE G, STAFFORD E. Investigating the economic role of mergers[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2004, 10(1): 1-36.
- [7] RHODES-KROPF M, VISWANATHAN S. Market valuation and merger waves[J]. *The Journal of Finance*, 2004, 59(6): 2685-2718.
- [8] KLASA S, STEGEMOLLER M. Takeover activity as a response to time-varying changes in investment opportunity sets: evidence from takeover sequences[J]. *Financial Management*, 2007, 36(2): 1-25.
- [9] 万良勇, 梁婵娟, 饶静. 上市公司并购决策的行业同群效应研究[J]. *南开管理评论*, 2016(3): 40-50.
- [10] MACIAS A J, RAU P R, STOURAITIS A. Can serial acquirers be profiled? [R]. Cambridge: University of Cambridge, 2016.
- [11] 王砚羽, 谢伟, 乔元波, 等. 隐形的手: 政治基因对企业并购控制倾向的影响——基于中国上市公司数据的实证分析[J]. *管理世界*, 2014(8): 102-114, 133.
- [12] MARQUIS C, TILCSIK A. Imprinting: toward a multilevel theory[J]. *Academy of Management Annals*, 2013, 7(1): 195-245.
- [13] 车培荣, 齐志伟, 王砚羽. 环境的烙印: 企业成立时的环境对创新战略的影响[J]. *科学学研究*, 2020(9): 1677-1685.
- [14] 王砚羽, 谢伟. 历史的延续: 组织印记研究述评与展望[J]. *外国经济与管理*, 2016(12): 91-102.
- [15] 梁强, 邹立凯, 宋丽红, 等. 组织印记、生态位与新创企业成长——基于组织生态学视角的质性研究[J]. *管理世界*, 2017(6): 141-154.
- [16] 韩亦, 郑恩营. 组织印记与中国国有企业的福利实践[J]. *社会学研究*, 2018(3): 51-73, 243.
- [17] LORENZ K. On the formation of the concept of instinct[J]. *Natural Sciences*, 1937, 25(19): 289-300.
- [18] STINCHCOMBE A L. Social structure and organizations[M]//MARCH J G. *Handbook of Organizations*. Chicago: Rand McNally, 1965: 142-193.
- [19] JOHNSON V. What is organizational imprinting? Cultural entrepreneurship in the founding of the Paris Opera[J]. *American Journal of Sociology*, 2007, 113(1): 97-127.
- [20] DIMAGGIO P J, POWELL W W. The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields[J]. *American Sociological Review*, 1983, 48(2): 147-160.
- [21] 张璐, 王岩, 苏敬勤, 等. 资源基础理论: 发展脉络、知识框架与展望[J/OL]. *南开管理评论*, (2021-09-29) [2022-6-23]. <https://kns.cnki.net/kcms/detail/12.1288.f.20210928.0209.002.html>.
- [22] STERK V, SEDLÁČEK P, PUGSLEY B. The nature of firm growth[J]. *American Economic Review*, 2021, 111(2): 547-579.
- [23] 李贲, 吴利华. 资源依赖还是创新制胜? ——基于组织“烙印”作用的新企业生存研究[J]. *外国经济与管理*, 2018(2): 35-50.
- [24] 庄明明, 李善民, 梁权熙. 连续并购对股价崩盘风险的影响研究[J]. *管理学报*, 2021(7): 1086-1094.
- [25] SHI W, PRESCOTT J E. Rhythm and entrainment of acquisition and alliance initiatives and firm performance: a temporal perspective[J]. *Organization Studies*, 2012, 33(10): 1281-1310.
- [26] 陈磊. 企业景气状况与宏观经济运行[J]. *管理世界*, 2004(3): 14-24.
- [27] 柳光强, 孔高文. 高管海外经历是否提升了薪酬差距[J]. *管理世界*, 2018(8): 130-142.
- [28] 杨繁, 葛建华, 朱棣. 历史印记与创业研究述评与展望[J]. *管理学报*, 2020(5): 781-790.



(责任编辑 束顺民)