



CEO 自恋与并购非公开 环节行为决策的实验研究

于洪鉴¹, 陈艳^{2,3}, 陈邑早²

1 中国人民公安大学 公安政治工作与管理学院, 北京 100038

2 东北财经大学 会计学院, 辽宁 大连 116025

3 中国内部控制研究中心, 辽宁 大连 116025

摘要:除了内部积累外,企业寻求扩张的另一个途径是通过并购交易快速获得市场资源。并购交易是在多个动因和因素复合下产生的,无论是并购方还是被并购方都有各自的并购动因,尤其是,每一宗并购决策的制定过程中都毫无疑问地隐藏着CEO的个人目标和偏好。

从CEO自恋心理特质微观心理层面切入,基于自恋个体的动态自我调节理论,运用实验研究的方法,考察在制式讨价还价的环境下并购方CEO和被并购方CEO的自恋心理特质对协同收益率预估、并购执行力、并购溢价产生的影响;进一步,在实验后测环节中通过Likert 7点评分法考察并购方CEO在自恋特质的驱使下发起并购交易的倾向和对并购成功的态度。

研究表明,在并购非公开环节中,自恋程度的高低对于并购方CEO和被并购方CEO的并购执行力和谈判议价能力有显著影响,并购方CEO自恋程度越高,其并购执行力越强、谈判议价能力越强,由此在非公开环节谈判耗时越短,且并购方支付的并购溢价越低;被并购方CEO自恋程度越高,其对并购进程的阻力越大、谈判议价能力越强,由此非公开环节谈判耗时越长,且为被并购方争取到更高的并购对价。进一步,实验后测结果发现,并购方CEO自恋程度越高,其发起并购交易的动机越强;同时,与以支付较高的并购溢价作为条件来换取并购成功相比,高度自恋的并购方CEO更倾向于以较低的投标价格展现自己的谈判能力和优越感,而非追求并购的成功。

研究结果有助于揭开企业并购非公开环节双边博弈的黑箱,丰富自恋型领导的情景决策研究,拓展企业并购行为研究的理论范畴和影响范畴,同时,也为修正传统公司治理机制中微观心理基础的缺失带来新的启示。

关键词:CEO 自恋;并购非公开环节;并购执行力;并购溢价;并购倾向

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **doi:**10.3969/j.issn.1672-0334.2019.05.009

文章编号:1672-0334(2019)05-0102-11

引言

纵观企业并购行为研究的发展史,从古典经济学的投资理论到新制度经济学下的委托代理理论和信息不对称理论,不断地打破传统理论的假设束缚,

逐渐形成了对现实中企业并购行为更具解释力的研究结论。但上述理论都隐含地将企业高层管理者视为具有同质性的完全理性经济人,忽略了管理者异质性的问题。随着研究的深入,行为经济学提出的

收稿日期:2017-07-15 **修返日期:**2018-03-30

作者简介:于洪鉴,管理学博士,中国人民公安大学公安政治工作与管理学院博士后,研究方向为内部控制和财务会计等,代表性学术成果为“过度自信、预期后悔情绪与国有企业高管职务舞弊行为的实验研究”,发表在2015年第6期《中国海洋大学学报(社会科学版)》, E-mail: hongjian316@163.com

陈艳,管理学博士,东北财经大学会计学院教授、中国内部控制研究中心研究员,研究方向为内部控制、财务会计和管理会计等,代表性学术成果为“Guanxi and business ethics in confucian society today: an empirical case study in Taiwan”,发表在2009年第2期《Journal of Business Ethics》, E-mail: chenyan2001@126.com

陈邑早,东北财经大学会计学院博士研究生,研究方向为财务会计等, E-mail: 549294269@qq.com

有限理性假设更符合现实逻辑^[1]。除代理契约以外,企业并购决策受到各种认知和行为偏差的影响^[2],作为企业投资决策的制定者,CEO的心理特质和行为方式直接影响其做出的并购决策^[3]。尤其是在中国,由于受到儒家等传统文化潜移默化的影响^[4],加之政府放权改革逐步将经营决策权下放,CEO的权力与责任配置不对称,CEO的决策权得到进一步强化^[5],内部人控制异象使CEO的心理特质在决策过程中得到乘数效应的放大。从CEO的个人心理特质微观层面切入,将有助于揭开企业并购非公开环节双边博弈的黑箱。自恋是企业高管身上一项常见的心理特质^[6]。自恋的CEO往往与风险决策^[7]、适得其反的企业行为^[8]以及表现不佳的企业业绩^[9]相联系。本研究从CEO自恋角度切入,采用实验研究的方法,在制式讨价还价的实验环境下考察并购方CEO和被并购方CEO的自恋在并购非公开环节的行为选择,对CEO自恋是否影响企业并购策略的选择,以及并购方CEO和被并购方CEO的自恋心理特质对协同收益率预估、非公开环节的并购执行力、并购溢价产生哪些影响等问题进行探讨。

1 相关研究评述

ROLL^[10]首次关注CEO个人心理特质对企业并购决策的影响,认为并购之所以产生不可估量的溢价损失,是由于傲慢的CEO高估了并购带来的协同效应及自身对并购的把控能力,从而支付过高的并购对价。在ROLL^[10]自傲假说的基础上,BERKOVITCH et al.^[11]研究发现,大量并购决策都是由CEO等高层管理者的自傲引起,CEO越傲慢越倾向于支付高水平的并购对价,进而产生更高的并购溢价^[12]和市场负面评价^[13]。自傲和过度自信都属于核心自我价值高估框架下的认知心理^[14],于是进一步将研究视角延伸为CEO过度自信。

GÜNER et al.^[15]发现过度自信的CEO实施并购行为的概率更高,但是市场产生的负面评价也更大。在中国,学者们也同样认为过度自信会刺激CEO等高层管理者增加企业投资支出^[16],提高CEO等高层管理者的投资现金流量敏感性^[17]和并购倾向^[18],也更容易引发配置效率低下的过度投资行为^[19],降低企业绩效^[20]。同时,CEO权力进一步强化过度自信CEO的投资行为^[21],而两职分离能够纠正由于CEO过度自信而导致的非理性决策行为,有利于改善企业的经营绩效^[22]。随着过度自信与企业并购行为研究的深入,不断有学者对已有的大量研究成果进行回顾和反思,过度自信的相关研究过于依赖自傲假说,而心理学对自傲的概念界定并不深刻,这就代表着大量考察特定心理特征与可视影响效应之间关系的学术研究都没有明确地建立在心理学理论的基础之上^[23]。导致在管理学和金融学被广泛应用的过度自信并不存在确切概念,经常在不同的研究中被赋予不同的内涵,尤其是在财务领域中,关于过度自信的定义具有明显的情景烙印,难以存在较为统一

的定义。约64%的已有研究将过度自信定义为对自身实际能力、控制能力、成功机会的高估;约5%的已有研究将其定义为对自身的过高定位,即认为自己优于其他人;而剩余31%的已有研究将过度自信定义为对自己信念的过分确定,即对自身见解和观点的过分肯定^[24]。

已有关于自傲和过度自信的研究存在理论基础不牢靠、概念界定不一致的问题,促使我们借鉴已有心理学和管理学的研究,引出一个更基础和概念界定更一致的心理概念——自恋。自恋是一种与生俱来、根深蒂固、难以改变的个人特质^[25]。目前,理论界普遍将自恋定义为是一种极度以自我为中心^[26]、高度自我关注^[27]、持续追求他人关注和崇拜^[28]、具有强烈优越感和存在感^[29]、对权利和荣誉有着执着追求的人格特质^[30]。自恋包括认知机制和动机机制,同时包含个人对自己较高能力的信念和一种强烈的、持续的、被肯定的需求^[31]。换言之,自恋对行为人的认知、动机和人际关系产生多维度影响,其对行为人的决策行为有更为深刻的解释^[32]。关于CEO自恋与企业并购行为的研究,国外的相关研究成果较少,国内的相关研究更是寥寥无几。LIU^[33]从并购方的视角,对CEO自恋程度与企业并购动机和短期并购绩效之间的关系进行探讨,结果表明,CEO高程度的自恋水平对企业短期并购绩效有显著的负面影响;CHATTERJEE et al.^[34]的研究表明,CEO自恋程度与并购交易的规模和数量呈正相关关系,自恋的CEO行动大胆、博人眼球,可以给企业带来巨大的收益,但更容易招致巨大的损失,因此常常导致企业绩效出现极端的波动;文东华等^[35]使用1999年至2012年沪深两市上市公司数据同样实证了这一观点。已有研究主要着眼于考察并购方的CEO心理特质与企业并购倾向以及并购后的市场反应之间的相关关系,忽略了并购方与被并购方在非公开环节的博弈互动。为了解并购过程中非公开环节的黑箱之谜,本研究通过实验方法模拟并购非公开环节情景,考察并购方CEO和被并购方CEO的自恋心理特质对并购非公开环节的影响。

2 理论分析和实验假设

整个并购的过程从交易开始到交易完成共11个步骤^[36],包括非公开环节和公开环节,见图1。并购的非公开环节,是指从交易开始,到交易事项对外公告结束;并购过程的公开环节,是指从交易事项对外公告开始,至并购交易完成为止。实际上,整个并购过程是并购方和被并购方在监管环境和法律约束下,为实现各自的目标而达成对各自最为有利的条件和价格所形成的博弈,这就导致不同的并购交易在并购模式上有着明显的差异。从模式上说,中国企业的并购可分为协议收购、反向收购、拍卖竞标等,随着债转股、“PE+上市公司”等模式的异军突起,中国企业的并购模式呈现出多样化特征。然而,无论在哪一种模式下,交易双方都以在并购中秉持

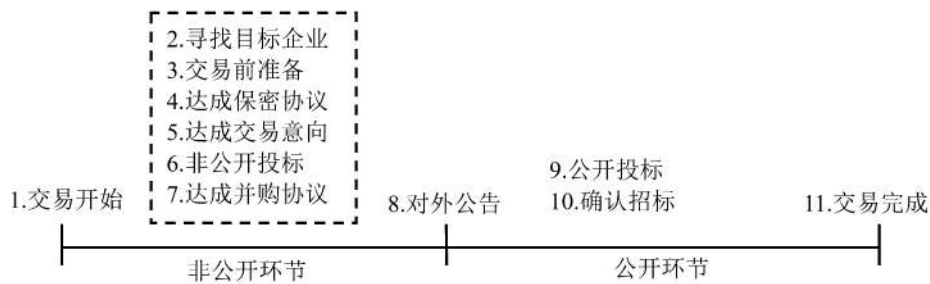


图1 并购过程

Figure 1 Process of M&A

本方的目标与达成协议一致为最终目标。从整个并购过程看,协议的达成主要在非公开环节。可以将非公开环节看作是并购过程的一个黑箱,除了交易双方,第三方无法从这一环节中获取到任何有价值的信息。

本研究旨在考察在并购非公开环节,不同自恋程度下的并购方CEO和被并购方CEO的行为决策。①并购方CEO和被并购方CEO的自恋在并购非公开环节对并购执行力的影响,即双方的自恋水平对非公开环节谈判耗时的影响(从并购流程开始到收购协议对外公告为止)。②并购方CEO和被并购方CEO的自恋程度对并购溢价的影响。

(1)并购执行力。JEMISON et al.^[37]考察影响并购执行力的决定性因素,他们提出一个完整的并购过程模型,从两个利益相关方之间的互动开始到对被并购方完成整合为止。模型的第一部分清楚地描述了从交易开始到对外公告这一期间影响交易过程速度的因素,该模型预期并购方的CEO过度自信程度越高,并购执行力越强,完成交易过程的速度越快。不过,同样没有关于被并购方CEO相关状况的预测。另外,影响并购过程中非公开环节并购执行力的其他因素还包括不确定性环境下的决策能力、被并购方抵制、董事会特征、监管经验以及前期的并购经验。将JEMISON et al.^[37]的模型与自恋的相关研究联系起来,本研究预测自恋的动机性会驱使并购方CEO尽快推动交易的完成,他们将较短的非公开环节的谈判耗时归因为自身的能力所致,并购速度越快,他们会获得越多的业内关注和赞赏。此外,自恋特质中的权威核心维度会促使高度自恋的并购方CEO通过操控被并购方CEO加速完成并购过程。根据自我调节模型,高度自恋的被并购方CEO会通过一系列的手段促成自我认知与丧失企业主导权之间的协调,这就使被并购方CEO在行为决策时表现出显著的自我增强效应和自我服务偏差。由于自恋的被并购方CEO认为交易的完成也即意味着他们独立性的失去和自我形象的损害,所以对并购方产生抵制行为,从而导致交易过程减慢,增加非公开环节的谈判时长。基于以上分析,本研究提出假设。

H_{1a} 并购方的CEO自恋程度越高,非公开环节谈判耗时越短;

H_{1b} 被并购方的CEO自恋程度越高,非公开环节谈判耗时越长。

(2)并购溢价。并购溢价的影响因素以及CEO心理特征的影响得到研究者的普遍关注。ROLL^[10]预测,自傲的并购方CEO会对被并购方出价过高,而该假设在后续的实证检验中得到验证,CEO自傲与并购溢价正相关。如果将自傲与自恋进行类比,似乎大量的已有研究暗示着高度自恋的并购方CEO更倾向于对被并购方出价过高,从而导致高溢价的出现,降低并购的效率和效果。然而,自恋的优越感核心维度意味着这种预测并不准确。自恋者最突出的特征之一就是他们是人际剥削者,对于自恋程度高的并购方CEO来说,优越感核心维度使其对自身的定位更高,更乐于对交易对手实施剥削。这意味着一个高度自恋的并购方CEO会对被并购方CEO实施“剥削”,换言之,高度自恋的并购方CEO可能试图让一个自恋程度较低的被并购方CEO接受较低的投标价格,以展现自己的谈判能力和优越感。基于自恋的权力欲核心维度,本研究预期,如果一个高度自恋的CEO所在的企业被并购,完成并购交易并不会像控制此次交易的并购方CEO一样对自我形象起一种积极的强化作用;相反,失去原有的权力将对他的自我形象造成严重打击,从而促使高度自恋的被并购方CEO在自我调节模型下表现出“攻击性”情感。高度自恋的CEO有充分理由通过获取尽可能高的并购溢价作为失去对原有企业控制权的补偿,并通过高的并购溢价来维持自我形象,因此,高度自恋的被并购方CEO将导致更高的并购溢价。因此,本研究提出假设。

H_{2a} 并购方的CEO自恋程度越高,并购溢价水平越低;

H_{2b} 被并购方的CEO自恋程度越高,并购溢价水平越高。

3 实验设计

3.1 实验变量

(1)基础变量。非对称信息条件下,A企业为并购方,B企业为被并购方,A企业的真实价值为 m ,B企业的真实价值为 v ,该信息为B企业的内部信息,只有B企业的CEO知晓,A企业的CEO可根据实验主

持者给出的参考信息对B企业的真实价值进行估计。B企业的长期潜在价值为 w ,此为A企业预期并购交易完成后B企业为A企业带来的协同效应。 β 为预期协同收益率, $\beta > 0$,预期协同收益率为A企业的内部信息,只有A企业的CEO知晓,也就是说,B企业的长期潜在价值 $w = \beta v_0$ 。B企业的CEO通过A企业的报价修正对协同收益率的估计值 β^* 。

(2)决策变量。决策变量包括A企业的CEO提出的报价 P_A ,B企业的CEO提出的要价 P_B ,双方达成的成交价 P^* 。按照出价顺序,首先由A企业提出报价 P_A ,若B企业的CEO不接受该报价,则其根据A企业的CEO所出的报价调整其对协同收益率的估计值 β^* ,并据此向A企业提出要价 P_B 。

(3)时间价值变量。A企业的CEO和B企业的CEO每出一次价为一个轮次,实验中的时间变量 t 为A企业的CEO与B企业的CEO的出价轮次之和,双方出价轮次总数最高为10次,即 $t \leq 10$ 。为了模拟并购非公开环节谈判过程中产生的机会成本,本研究在实验中设置时间附加收益曲线,见图2。

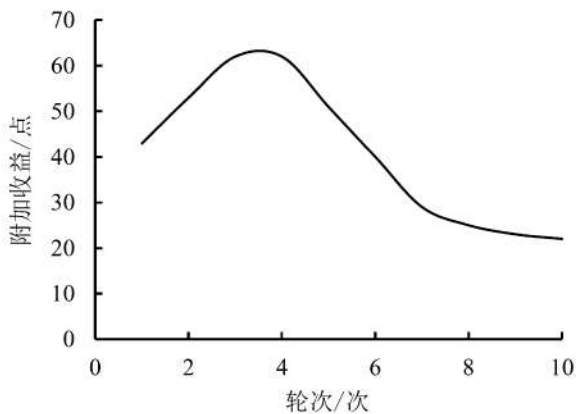


图2 时间附加收益曲线
Figure 2 Time Bonus Curve

双方出价的轮次存在一个阈值,在达到这个阈值之前,出价谈判带来的时间价值呈上升趋势,有助于提升双方的附加收益;但是超过这个阈值之后,随着出价轮次的递增,谈判耗时的机会成本不断增加,出价谈判带来的时间价值呈下降趋势,给双方带来的附加收益递减。时间价值曲线的函数表达式为

$$y = y_0 + \frac{Ae^{-2(t-x_c)^2}}{W\sqrt{\frac{\pi}{2}}} \quad (1)$$

其中, y 为出价谈判为双方带来的附加收益, y_0 、 A 、 x_c 和 W 为拟合参数。

实验中设定每一轮次出价后交易达成给双方带来的附加收益,运用Origin 10对(1)式进行拟合,拟合后的调整 R^2 值为0.997,得到参数值: $y_0 = 21.957$, $A = 205.181$, $x_c = 3.389$, $W = 3.992$ 。

3.2 实验被试和激励

(1)实验对象。参与本研究实验的被试全部来自全日制工商管理类专业本科生。之所以将全日制工商管理类专业本科生作为实验对象,主要基于以下考量:①未选择专业的经理人作为实验对象的主要原因是,熟悉并购交易规则的专业经理人是根据他们熟悉的市场环境进行决策,而非依据实验环境提供的机制做出反应,很难适应新的实验环境,实验控制难度较大;而且对于有经验的专业经理人来说,实验中激励机制的凸显性被大幅度削弱;另外,新的参照体系标准导致其做出次优决策行为,进而混淆实验重点,使对实验对象的决策剖析更加困难。②考虑到实验对象库的易得性,工商管理类专业的本科生作为实验对象,不仅易得,而且有着相对陡峭的学习曲线和相对较低的机会成本。

(2)实验激励和时间。为了使被试能够积极参与实验,履行好其扮演的CEO角色的职责,本实验被试的金钱激励与实验最终支付函数挂钩,实验最终支付函数乘以50取整即为被试在实验结束后的报酬,被试的金钱奖励为20元~60元不等,随机抽取的实验主持者的金钱奖励为15元/人。考虑到被试的机会成本和实验疲劳感,前测部分为15分钟,实验主体部分为40分钟,实验1和实验2分别为20分钟,后测部分为5分钟。实验的起止时间为2017年7月7日下午2时~3时,实验持续时长为1个小时。

3.3 实验流程

(1)实验前测。目前,自恋人格量表仍是测量为人自恋程度最为权威的测量方法,该表由56个题项组成。考虑到实验前测的时间限制以及被试的接受性,过多的测试题项会给实验被试带来疲惫感,出现随意答题的情况,不利于对被试者自恋水平的客观测量。所以,本研究采用郑涌等^[38]编制的显性自恋人格量表,共20个题项,涵盖权威、优越感、自我崇拜和特权感4个自恋的核心维度。使用5点评分法,1为非常不同意,5为非常同意。本研究未使用隐性自恋人格量表对被试进行测试,隐性自恋人格中涵盖的易感素质与心理健康异常存在正相关关系,能够反映出被试脆弱和抑郁的特征^[39]。出于对被试的尊重,加之显性自恋人格量表包含的4个核心维度足以实现对被试自恋水平的测量,所以本研究只采用显性自恋人格量表对被试的自恋水平进行测量。

(2)实验分组。从招募的147名被试中随机抽取60名被试,根据被试的显性自恋人格量表得分排序,高自恋组和低自恋组各30人,利用秩和检验考察两组之间自恋程度的差异性,若不存在差异性则重新随机抽取。

本研究采用 2×2 双盲实验,共包含2个实验。

(1)实验1

根据随机抽样原则,从30名高自恋组中随机抽取15名被试扮演A企业CEO,从30名低自恋组中随机抽取15名被试扮演B企业CEO,A企业CEO和B企业CEO通过抽签的方式完成1对1配对,共15对。从剩

余的87名实验应征者中随机抽取15位被试在实验中扮演实验主持者,告知实验主持者整个实验的流程,但并不告知其实验的目的和原理,由实验主持者分别对15对被试实验的基础变量进行赋值。

表1给出A企业和B企业的价值信息,表2给出B企业的估值信息。实验开始后,实验主持者为A企业CEO和B企业CEO从表1中随机抽取一组数据作为双

方的已知信息。与表1中的编码相对应,表2为B企业高速增长期(5年)的自由现金流量现值、加权平均资本成本以及稳定增长阶段首年的自由现金流量、预期增长率和加权平均资本成本,把该信息提供给A企业CEO,并告知该估值与B企业真实价值差值范围为 $[-5\%, 5\%]$ 。A企业CEO根据实验主持者为其提供的B企业的价值信息和预期协同收益率估计B企业的价值,并向B企业CEO报出购买价格 P_A , B企业CEO根据其协同收益率的初始估计值和心理最低价位决定是否接受A企业CEO的报价。如果接受,并购交易以交易价 P_A 达成;如果不接受, B企业CEO根据A企业CEO的报价重新调整协同收益率的估计值,并据此向A企业CEO提出新的要价 P_B 。A企业CEO决定是否接受B企业CEO给出的要价,如果接受,并购交易以交易价 P_B 达成;如果不接受, A企业重新估计B企业的价值并给出新的报价。如果并购双方就对方的报价或要价能够达成一致,并购交易达成;如果不能达成一致,报价和要价过程继续。每一次出价即为1轮,当出价轮次达到10轮,若并购双方未达成统一的交易价格 P^* ,实验主持者向A企业CEO提出最后通牒,给出 $P^* = v + \beta v$,若A企业CEO同意,并购交易达成,若A企业不同意,则宣布并购交易失败。

(2) 实验2

请高自恋组剩余的15名被试扮演B企业CEO、低自恋组剩余的15名被试扮演A企业的CEO,实验主持者与实验1中的相同,重复实验1的试验流程。当出价轮次达到10轮,若并购双方未达成统一的交易价格 P^* ,则实验主持者向B企业CEO提出最后通牒,给出 $P^* = v + \beta v$ 。

表1 A企业和B企业的价值信息

Table 1 Value Information of Company A and Company B

编号	A企业 真实价值	A企业预期 协同收益率	B企业 真实价值	B企业 潜在价值
1	570	0.32	350	112
2	565	0.34	340	115.6
3	560	0.36	330	118.8
4	555	0.38	320	121.6
5	550	0.40	310	124
6	550	0.40	310	124
7	555	0.38	320	121.6
8	560	0.36	330	118.8
9	565	0.34	340	115.6
10	570	0.32	350	112

表2 B企业的估值信息

Table 2 Evaluation Information of Company B

编号	高速增长阶段		稳定增长阶段			估值
	自由现金 流量现值	加权平均 资本成本 /%	首年自由 现金流量	预期增 长率 /%	加权平均 资本成本 /%	
1	65.500	10.751	22.510	5.200	10.312	330
2	71.750	10.791	22.500	5.100	10.320	330
3	71	10.832	20	5.100	10.331	300
4	70.250	10.871	22.300	5	10.340	320
5	60.500	10.913	22.410	5	10.351	310
6	60.500	10.911	22.410	5	10.350	310
7	70.250	10.870	22.300	5	10.343	320
8	71	10.832	25.300	5.100	10.332	360
9	71.750	10.790	24.260	5.100	10.320	350
10	65.500	10.751	25.900	5.200	10.311	370

在以上两组实验中,实验1的低自恋组为实验2高自恋组的对照组,实验2的低自恋组为实验1高自恋组的对照组,即实验1中B企业CEO为实验2中B企业CEO的对照组,实验2中A企业CEO为实验1中A企业CEO的对照组。

3.4 实验支付函数

并购双方在谈判过程中单轮次的交易失败随机且独立地出现,近似地服从泊松分布 $P(\lambda)$,本研究设 λ_A 为单轮次 Δt 内A企业CEO认为交易失败的平均次数, $\lambda_A > 0$; λ_B 为单轮次 Δt 内B企业CEO认为交易失败的平均次数, $\lambda_B > 0$ 。根据对方所作的主观概率判断,在 t 轮次内,A企业CEO认为交易失败的概率为 $(1 - e^{-\lambda_B t})$,B企业CEO认为交易失败的概率为 $(1 - e^{-\lambda_A t})$ 。

并购双方期望收益的支付函数见表3。

基于以上双方期望收益的支付函数,考虑到如果并购交易成功,B企业CEO将失去真实的企业价值 v ,为了使A企业CEO与B企业CEO在实验结束后所得报酬不存在明显差距,实验最终的支付函数设定见表4。

4 实验结果和分析

(1)自恋程度与谈判耗时

本研究采用秩和检验分析实验1与实验2的交易轮次差异,通过谈判耗时差异考察自恋程度的高低对A企业CEO并购执行力和B企业CEO对并购进程阻力的影响。表5给出实验1和实验2的交易轮次的秩和检验结果,秩和检验的 z 值为 -2.090 ,精确显著性

表3 并购双方期望收益的支付函数

Table 3 Payoff Function of Both Sides in M&A Expected Return

状态		支付函数
交易成功	A企业期望收益	$(m + v + \beta v - P^*)e^{-\lambda_B t} + y$
	B企业期望收益	$(P^* - v)e^{-\lambda_A t} + y$
交易失败	A企业报价	A企业期望收益 $(m + v + \beta v - P_A)(1 - e^{-\lambda_B t}) + y$
	B企业拒绝	B企业期望收益 v
	B企业要价	A企业期望收益 m
	A企业拒绝	B企业期望收益 $(P_B - v)(1 - e^{-\lambda_A t}) + y$

表4 并购双方最终的支付函数

Table 4 Final Payoff Function of Both Sides in M&A

状态		支付函数
交易成功	A企业支付函数	$\frac{m + v + \beta v - P^* + y}{m + v}$
	B企业支付函数	$\frac{P^* + y}{m + v}$
交易失败	A企业支付函数	$\frac{m}{m + v}$
	B企业支付函数	$\frac{v}{m + v}$

表5 交易轮次秩和检验结果

Table 5 Rank Sum Test Results for Trade Rounds

检测项	样本分类	样本数	秩均值	秩和	z 值	精确显著性
交易轮次	A企业高自恋组	15	12.200	183	-2.090	0.041
	B企业低自恋组					
	A企业低自恋组	15	18.800	282		
	B企业高自恋组					

表6 并购溢价秩和检验结果
Table 6 Rank Sum Test Results for M&A Premium

检测项	样本分类	样本数	秩均值	秩和	z 值	精确显著性
并购溢价	A 企业高自恋组	15	12.567	188.500	-1.832	0.067
	B 企业低自恋组					
	A 企业低自恋组	15	18.433	276.500		
	B 企业高自恋组					

为0.041,在5%的显著性水平上显著,说明作为并购方,高自恋组与低自恋组在谈判耗时上存在显著差异,并购方CEO自恋程度越高,其并购执行力越强,非公开环节谈判耗时越短, H_{1a} 得到验证。这也表明,作为被并购方,与实验1中的低自恋组相比,实验2中的高自恋组给对手压迫感更强,其对并购进程的阻力更大,导致并购非公开环节谈判耗时更长, H_{1b} 得到验证。

需要指出的是,在实验1中有3对被试在10轮出价后未达成交易,其中有2位A企业高自恋组被试执行了最后通牒价,1位未执行最后通牒价,本研究均将其交易轮次视作10轮。而在实验2中同样有3对被试在10轮出价之后未达成交易,本研究同样将其交易轮次视作10轮。有趣的现象是,在实验2中3位A企业低自恋组被试均未执行最后通牒价,这与实验1中A企业高自恋组被试的选择形成对比。自恋程度高的CEO对于支配力和优越感有着贪得无厌的追求^[40],最后通牒权赋予A企业高自恋组被试通过权力构造外部世界的机会,选择实施最后通牒。一方面可以彰显自身的优越感和特权感,以满足其虚荣心;另一方面,作为人际剥削者,最后通牒成为其报复和剥削对手的一个发泄途径和手段。

(2)自恋程度与并购溢价

本研究将并购溢价界定为并购方支付的高于被并购方真实价值和长期潜在价值之和的差额部分, $P^*-(v+\beta v)$ 的值即为交易产生的并购溢价。实验1和实验2在10轮之后未达成交易且未实施最后通牒价的4个样本,本研究将其并购溢价的值设定为0。本研究对被试的并购溢价的数据进行Kolmogov-Smirnov检验, p 值为0.697,大于0.050,不符合正态分布。因此,本研究同样采用秩和检验分析实验1与实验2的并购溢价差异,通过谈判耗时差异考察CEO自恋程度的高低对于并购溢价的影响。表6给出并购溢价的秩和检验结果,秩和检验的 z 值为-1.832,精确显著性为0.067,在10%的显著性水平上显著,表明作为并购方,高自恋组被试与低自恋组被试在议价能力上存在显著差异。对于高自恋组并购方来说,让低自恋组被并购方接受一个较低的成交价格才能展现出自身的议价能力和优越感。进一步,优越感核心维度使高自恋组并购方对自身的定位更高,认为自己更有主动权;同时,缺乏对低自恋组被并购方的移

情性,使高自恋组并购方更乐于对低自恋组被并购方实施剥削,从而产生较低的并购溢价。 H_{2a} 得到验证。对于高自恋组被并购方来说,让低自恋组并购方接受更高的投标价格,不仅可以弥补失去企业控制权带来的优越感损失,同时也是彰显自身能力以获得更高回报来完成反向剥削的重要方式。与低自恋组被并购方相比,高自恋组被并购方更倾向于通过更高的并购溢价维持自我形象,所以,被并购方的CEO自恋程度越高,并购溢价水平越高, H_{2b} 得到验证。

综合实验1和实验2,本研究观察到一个现象,在实验1,在10个轮次内成交的12个样本中,有8个样本由A企业高自恋组完成最后一轮出价,其余4个样本由B企业低自恋组完成出价;在实验2,在10个轮次内完成交易的12个样本中,有9个样本由B企业高自恋组完成最后一轮出价,其余3个最后一轮出价由A企业低自恋组完成。这表明无论是作为并购方,还是作为被并购方,高自恋组被试更倾向于扮演并购非公开环节中的支配者,强调自身在谈判竞价中的权威感和话语权,低自恋组更倾向于被动接受。

5 进一步研究和分析

本研究设计两个后测问题,测试A企业被试发起并购的倾向和对并购成功的态度,问题的回答方式采用Likert 7点评分法。在并购倾向的测试中,1为发起并购的倾向性非常低,7为发起并购的倾向性非常高,区间数字由低到高表示倾向程度逐渐递增;在并购成功态度的测试中,1为被试者认为并购成功的概率非常低,7为被试者认为并购成功的概率非常高,区间数字由低到高表示成功概率逐渐递增。通过对以上内容的分析,有助于进一步揭开CEO自恋特质对企业并购决策影响的黑箱,同时也有助于对实验结果的进一步印证和理解。

(1)并购动机

SIMSIR^[41]通过实验研究的方式考察影响并购交易发起的决定因素,拓宽了企业并购主题的研究范围,他的研究成果表明杠杆水平和企业规模等变量在考察到底是并购方还是被并购方会成为并购交易的发起方时起到重要的影响作用,但是在他的分析中没有包括代表CEO心理特征的变量。虽然关于并购交易的已有研究表明,过度自信的CEO较非过度

表7 并购倾向秩和检验结果

Table 7 Rank Sum Test Results for M&A Tendency

检测项	样本分类	样本数	秩均值	秩和	z值	精确显著性
并购倾向	A企业高自恋组	15	19.433	291.500	-2.573	0.013
	A企业低自恋组	15	11.567	173.500		

表8 并购成功态度秩和检验结果

Table 8 Rank Sum Test Results for M&A Success Attitude

检测项	样本分类	样本数	秩均值	秩和	z值	精确显著性
成功态度	A企业高自恋组	15	13.767	206.500	-1.116	0.285
	A企业低自恋组	15	17.233	258.500		

自信的CEO更倾向于收购,但是在这些并购案例中,没有任何信息表明到底是并购方还是被并购方才是并购交易的发起方。因此,基于自恋的自我崇拜核心维度和自恋行为的动机性因素,本研究推断,CEO的自恋程度越高,越热衷于寻找增长机会^[42],自恋的并购方CEO倾向于主动采取大型“赌博性”行动,借由并购战略获得他们需要的关注,并向外界展示他们理想的自我,为了享受钦佩和瞩目,他们会实施大胆的、野心勃勃的并购策略,即使该并购交易成功的可能性较低。本研究对实验1和实验2的A企业被试进行后测,表7给出A企业高自恋组和A企业低自恋组的并购倾向秩和检验结果。由表7可知,秩和检验的z值为-2.573,精确显著性为0.013,在5%的显著性水平上显著,说明并购方CEO的自恋程度越高,其发起并购交易的动机越强,以享受并购交易带来的轰动效应和社会关注。

(2)对以较高并购溢价换取并购成功的态度

前已述及,高度的优越感使自恋个体成为人际剥削者,因此高度自恋的并购方CEO会对被并购方CEO实施“剥削”,从而产生较低的并购溢价,本研究的实验结果也验证了这一点。由于在实验中设置了最后通牒,即使在10个轮次内未达成一致的成交价格,并购方依然可以用最后通牒价完成对被并购方的并购。换言之,实验中,本研究将并购溢价视为并购方支付的高于被并购方真实价值和长期潜在价值之和的差额部分,而在现实中,并购溢价不仅与并购产生的协同效应相关,同时,较高的并购溢价有利于保证收购顺利完成。从中华人民共和国商务部研究院和国务院国有资产监督管理委员会研究中心发布的《中国企业海外可持续发展报告2016》看,中国企业海外并购有效率仅为30%,为了取得并购的成功,中国企业常常报出高于交易对手企业市场价值更多的价格。如果向被并购方支付较高的收购价格可以显著提高并购的成功率,但由此会产生更高的并购溢价,自恋程度高的CEO是否会放弃对自身优越感

的展示,而通过高并购溢价来追求并购成功。表8给出实验1和实验2A企业被试关于并购成功态度后测结果的秩和检验,z值为-1.116,精确显著性为0.285,未通过秩和检验。这说明高自恋组并购方和低自恋组并购方在对待以更高的并购溢价为代价换取并购成功的态度上不存在显著差异。高自恋组并购方的秩均值、秩和均低于低自恋组并购方,说明与低自恋组并购方相比,高自恋组并购方对于选择通过并购高溢价达成并购成功的倾向更低。与以支付较高的并购溢价作为条件来换取并购成功相比,在优越感核心维度的作用下,高度自恋的并购方CEO更倾向于对被并购方CEO实施剥削,以较低的投标价格展现自己的谈判能力和优越感, H_{2a} 得到进一步验证。

6 结论

本研究运用实验研究方法考察在制式讨价还价的环境下自恋程度不同的并购方CEO和被并购方CEO在并购非公开环节的行为选择,并通过实验后测进一步揭开CEO自恋特质对企业并购决策影响黑箱。

研究表明,在并购非公开环节中,自恋程度的高低显著影响并购方CEO和被并购方CEO的并购执行力和谈判议价能力。在并购执行力方面,并购方的CEO自恋程度越高,其并购执行力越强,非公开环节谈判耗时越短;被并购方CEO自恋程度越高,其对并购进程的阻力越大,并购非公开环节谈判耗时越长。在议价能力方面,CEO的自恋程度越高,其议价能力越强。对于自恋程度高的并购方CEO来说,优越感核心维度使其对自身的定位更高,更乐于对交易对手实施剥削,继而产生较低的并购溢价;而被并购方CEO自恋程度越高,为了弥补失去企业控制权带来的优越感损失,其越倾向于对并购方实施反向剥削,让交易对手接受更高的投标价格,从而产生较高的并购溢价水平。进一步,通过实验后测发现,为了向外界展示理想的自我,享受钦佩和瞩目,并购

方CEO的自恋程度越高,其发起并购交易的动机越强;同时,与以支付较高的并购溢价作为条件来换取并购成功相比,高度自恋的并购方CEO更倾向于以较低的投标价格来展现自己的谈判能力和优越感,而不是追求并购的成功。

结合以上研究结果可以得到一些启示。自恋是一件好坏掺半的事,并非自恋程度高的CEO做出的决策对组织的影响都是破坏性的。CEO的自恋程度越高,其决策的有效性就越表现出情景依赖的特征,这种情景依赖使其在任务前期(初始和不确定的领域)能够迅速获取所需资源,这就可以很好地解释在并购交易的前期(公告发出之前),CEO的自恋程度越高,其表现越是建设性的。显然,自恋的CEO做出的决策行为并不是一个“不是,就是”的命题,而是更多地要将其放在特定的情景中去判断。无论如何,本研究结论对于丰富自恋型领导的情景决策研究、拓展企业并购行为研究的理论范畴和影响范畴有重要意义。

本研究还存在不足之处,通过实验的方法获取一手数据,由于经济学实验的先天局限性,只能在实验中探讨不超过3个变量的变量之间纯粹的因果关系,所以,本研究未在实验中探讨企业的特征和战略规划等,以及企业所处的生命周期和行业地位等对企业并购行为有影响的内、外生因素;同时,本研究的实验对象为全日制工商管理类专业本科生,相关阅历的缺乏使其在进行重大判断时存在直觉缺失,为了能让样本更好地扮演好CEO角色,在进行实验之前,本研究对抽样样本进行一个课时的企业并购行为的课程培训,以尽量弥补样本的先天缺陷。此外,为了能更直观的捕捉到CEO自恋与企业并购非公开环节的并购耗时和并购溢价之间的关系,实验中列示的被并购方企业的估价信息均为积极稳定的会计信息,并未加入被并购方企业存在破产重组的条件和信息,关于被并购方濒临破产重组的条件下对CEO自恋与并购耗时和并购溢价的影响将在后续研究中进行探讨。

参考文献:

- [1] HURSH S R, ROMA P G. Behavioral economics and the analysis of consumption and choice. *Managerial and Decision Economics*, 2016, 37(4/5): 224-238.
- [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:基于并购双方之间信息不对称的研究视角. *管理世界*, 2013(12): 117-132.
CHEN Shihua, JIANG Guangxing, LU Changchong. The board ties, the selection of the target company, and acquisition performance: a study from the perspective based on the information asymmetry between the acquirer and the target. *Management World*, 2013(12): 117-132.
- [3] 张洽,袁天荣. CEO权力、私有收益与并购动因:基于我国上市公司的实证研究. *财经研究*, 2013, 39(4): 101-110, 122.
ZHANG Qia, YUAN Tianrong. CEO power, private benefits and the motivation for M&A: empirical evidence from listed companies in China. *Journal of Finance and Economics*, 2013, 39(4): 101-110, 122.
- [4] 王艳,阚铄. 企业文化与并购绩效. *管理世界*, 2014(11): 146-157, 163.
WANG Yan, KAN Shuo. The firm's culture and the performances of the merging. *Management World*, 2014(11): 146-157, 163.
- [5] 周林子,胡珺,胡国柳. 产权性质、高管控制权与并购绩效:基于内部控制有效性的研究. *海南大学学报(人文社会科学版)*, 2014, 32(3): 107-113, 120.
ZHOU Linzi, HU Jun, HU Guoliu. Nature of property rights, executive control rights and M&A performance: a study on the effectiveness based on the internal control. *Humanities & Social Sciences Journal of Hainan University*, 2014, 32(3): 107-113, 120.
- [6] GRIJALVA E, HARMS P D, NEWMAN D A, et al. Narcissism and leadership: a meta-analytic review of linear and nonlinear relationships. *Personnel Psychology*, 2015, 68(1): 1-47.
- [7] ZHU D H, CHEN G L. Narcissism, director selection, and risk-taking spending. *Strategic Management Journal*, 2015, 36(13): 2075-2098.
- [8] OLSEN K J, DWORKIS K K, YOUNG S M. CEO narcissism and accounting: a picture of profits. *Journal of Management Accounting Research*, 2014, 26(2): 243-267.
- [9] PETRENKO O V, AIME F, RIDGE J, et al. Corporate social responsibility or CEO narcissism? CSR motivations and organizational performance. *Strategic Management Journal*, 2016, 37(2): 262-279.
- [10] ROLL R. The hubris hypothesis of corporate takeovers. *The Journal of Business*, 1986, 59(2): 197-216.
- [11] BERKOVITCH E, NARAYANAN M P. Motives for takeovers: an empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1993, 28(3): 347-362.
- [12] SADLER-SMITH E. Hubris in business and management research: a 30-year review of studies // GARRARD P, ROBINSON G. *The Intoxication of Power*. London: Palgrave Macmillan, 2016: 39-74.
- [13] TANG Y, LI J T, YANG H Y. What I see, what I do: how executive hubris affects firm innovation. *Journal of Management*, 2015, 41(6): 1698-1723.
- [14] HILLER N J, HAMBRICK D C. Conceptualizing executive hubris: the role of (hyper-) core self-evaluations in strategic decision-making. *Strategic Management Journal*, 2005, 26(4): 297-319.
- [15] GÜNER A B, MALMENDIER U, TATE G. Financial expertise of directors. *Journal of Financial Economics*, 2008, 88(2): 323-354.
- [16] 葛红玲,单卓. 我国上市公司高管过度自信对并购决策的影响:基于国有和民营比较视角的实证研究. *北京工商大学学报(社会科学版)*, 2015, 30(5): 82-91.
GE Hongling, SHAN Zhuo. Impact of managerial overconfidence on M&A decisions in China's listed companies: empirical research based on comparative perspective between state-owned enterprises and private companies. *Journal of Beijing*

- Technology and Business University (Social Sciences)*, 2015,30(5):82-91.
- [17] 刘柏,梁超.管理者层级差异的过度自信对企业投资决策的影响研究. *管理学报*,2016,13(11):1614-1623.
LIU Bai, LIANG Chao. Impact of different managerial level overconfidence on corporate investment decision. *Chinese Journal of Management*, 2016,13(11):1614-1623.
- [18] 韩洁,田高良,杨宁.连锁董事与并购目标选择:基于信息传递视角. *管理科学*,2014,27(2):15-25.
HAN Jie, TIAN Gaoliang, YANG Ning. Interlocking directors and merger target selection: based on the perspective of information transmission. *Journal of Management Science*, 2014,27(2):15-25.
- [19] 张雪,胡燕京.市场估值和过度自信对并购绩效的实证研究. *经济研究导刊*,2013(1):81-82.
ZHANG Xue, HU Yanjing. An empirical study on gains to acquisitions based on market valuation and overconfidence. *Economic Research Guide*, 2013(1):81-82.
- [20] 李永壮,刘斌,宁晓林.基于面板数据的领导层过度自信与企业绩效关系研究:企业投资水平的中介效应探索. *中央财经大学学报*,2015(6):105-112.
LI Yongzhuang, LIU Bin, NING Xiaolin. Research based on panel data on the relationship between the overconfidence of leadership and the enterprise performance: exploration on the mediating effect of business investment level. *Journal of Central University of Finance & Economics*, 2015(6):105-112.
- [21] 傅颀,汪祥耀,路军.管理层权力、高管薪酬变动与公司并购行为分析. *会计研究*,2014(11):30-37.
FU Qi, WANG Xiangyao, LU Jun. Managerial power, changes of executive compensation and corporate M&A behavior analysis. *Accounting Research*, 2014(11):30-37.
- [22] 饶育蕾,王建新.CEO过度自信、董事会结构与公司业绩的实证研究. *管理科学*,2010,23(5):2-13.
RAO Yulei, WANG Jianxin. CEO overconfidence, board structure and firm performance. *Journal of Management Science*, 2010,23(5):2-13.
- [23] BOLLAERT H, BETT V. Beyond the dark side of executive psychology: current research and new directions. *European Management Journal*, 2010,28(5):362-376.
- [24] MOORE D A, HEALY P J. The trouble with overconfidence. *Psychological Review*, 2008,115(2):502-517.
- [25] HART W, ADAMS J, BURTON K A, et al. Narcissism and self-presentation: profiling grandiose and vulnerable narcissists' self-presentation tactic use. *Personality and Individual Differences*, 2017,104:48-57.
- [26] COZMA I, JAVADIANB G, GUPTAC V K, et al. Narcissistic personality inventory: an assessment of measurement equivalence across countries and gender. *The International Journal of Management and Business*, 2014,5(1):105-127.
- [27] MILLER J D, LYNAM D R, CAMPBELL W K. Measures of narcissism and their relations to DSM-5 pathological traits: a critical reappraisal. *Assessment*, 2016,23(1):3-9.
- [28] MEISEL M K, NING H, CAMPBELL W K, et al. Narcissism, overconfidence, and risk taking in U.S. and Chinese student samples. *Journal of Cross-cultural Psychology*, 2016,47(3):385-400.
- [29] BRUMMELMAN E, THOMAES S, SEDIKIDES C. Separating narcissism from self-esteem. *Current Directions in Psychological Science*, 2016,25(1):8-13.
- [30] WALES W J, PATEL P C, LUMPKIN G T. In pursuit of greatness: CEO narcissism, entrepreneurial orientation, and firm performance variance. *Journal of Management Studies*, 2013,50(6):1041-1069.
- [31] REINA C S, ZHANG Z, PETERSON S J. CEO grandiose narcissism and firm performance: the role of organizational identification. *The Leadership Quarterly*, 2014,25(5):958-971.
- [32] ANDREASSEN C S, PALLESEN S, GRIFFITHS M D. The relationship between addictive use of social media, narcissism, and self-esteem: findings from a large national survey. *Addictive Behaviors*, 2017,64:287-293.
- [33] LIU Y. *CEO narcissism in M&A decision-making and its impact on firm performance*. Edinburgh: The University of Edinburgh, 2009:92-103.
- [34] CHATTERJEE A, HAMBRICK D C. It's all about me: narcissistic chief executive officers and their effects on company strategy and performance. *Administrative Science Quarterly*, 2007,52(3):351-386.
- [35] 文东华,童卫华,彭希.CEO自恋、所有权性质和组织后果:来自中国上市公司的证据. *经济管理*,2015,37(8):65-75.
WEN Donghua, TONG Weihua, PENG Xi. CEO narcissism, ownership nature and organizational outcomes: evidence from Chinese stock market. *Business Management Journal*, 2015,37(8):65-75.
- [36] BOONE A L, MULHERIN J H. Is there one best way to sell a company? Auctions versus negotiations and controlled sales. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2009,21(3):28-37.
- [37] JEMISON D B, SITKIN S B. Corporate acquisitions: a process perspective. *Academy of Management Review*, 1986,11(1):145-163.
- [38] 郑涌,黄葵.显性自恋与隐性自恋:自恋人格的心理学探析. *心理科学*,2005,28(5):1259-1262.
ZHENG Yong, HUANG Li. Overt and covert narcissism: a psychological exploration of narcissistic personality. *Journal of Psychological Science*, 2005,28(5):1259-1262.
- [39] BOLDERO J M, BELL R C, DAVIES R C. The structure of the narcissistic personality inventory with binary and rating scale items. *Journal of Personality Assessment*, 2015,97(6):626-637.
- [40] KEENE A C, EPPS J. Childhood physical abuse and aggression: shame and narcissistic vulnerability. *Child Abuse & Neglect*, 2016,51:276-283.
- [41] SIMSIR S A. *The information content of deal initiation in mergers and acquisitions*. Ithaca, NY: Cornell University, 2008.
- [42] OESTERLE M J, ELOSGE C, ELOSGE L. Me, myself and I: the role of CEO narcissism in internationalization decisions. *International Business Review*, 2016,25(5):1114-1123.

An Experimental Study on the CEO Narcissism and Behavioral Decision Making in Closed Session of M&A

YU Hongjian¹, CHEN Yan^{2,3}, CHEN Yizao²

1 Public Security Political Work and Management School, People's Public Security University of China, Beijing 100038, China

2 School of Accounting, Dongbei University of Finance and Economics, Dalian 116025, China

3 China Internal Control Research Center, Dongbei University of Finance and Economics, Dalian 116025, China

Abstract: In addition to internal accumulation, another way for enterprises to seek expansion is to quickly acquire market resources through M&A. M&A are generated by multiple motivations and factors, which means both mergers and sellers have their own motivations for M&A, and each M&A decision making process always inevitably conceal the CEO's personal goals and preferences.

Based on the dynamic self-regulation theory of narcissistic individual, we examine effect of the narcissistic psychological traits of the CEO of mergers and the CEO of sellers' on the synergistic yield prediction, the acquisition execution force and the acquisition premium by using the experimental method. Furthermore, the Likert seven scale was adopted in the test after the experiment for investigating the tendency of the M&A and the attitude towards successful M&A driven by the narcissistic characteristics of the CEO of mergers.

The research results show that the level of mergers and sellers' narcissism have significant influences on their acquisition execution force and bargaining power in closed session of M&A. If the mergers have higher level of narcissism, they would get stronger acquisition execution force and bargaining power, which will shorten the negotiation time and bring a lower premium than others. And if the sellers have higher level of narcissism, they also would get stronger acquisition execution force and bargaining power, which is a kind of greater resistance to the merger processes. Therefore, it takes longer to negotiate, and the sellers can win the higher bid price for their firm in closed session of M&A. Furthermore, the posttest results show that if the merger has higher level of narcissism, they would get stronger motivation to start the M&A, meanwhile, compared with paying a higher premium for M&A success, the highly narcissistic CEO prefers to show his bargaining power and superiority by using a lower bid price rather than the success of the acquisition.

The research conclusions will help to uncover the black boxes of the bilateral game of closed session of M&A, and enrich the situational decision study of narcissistic leaders, and extend the theoretical scope and influence category of the research on M&A. Meanwhile, the research conclusions also bring new inspirations for traditional corporate governance mechanism to fixing of the lack of micro-psychological foundation.

Keywords: CEO narcissism; closed session of M&A; M&A execution; M&A premium; M&A tendency

Received Date: July 15th, 2017 **Accepted Date:** March 30th, 2018

Biography: YU Hongjian, doctor in management, is a postdoctor of the Public Security Political Work and Management School at People's Public Security University of China. His research interests include internal control and financial accounting. His representative paper titled "An experimental study on the overconfidence, expected regret and occupational fraud of top executives of state-owned enterprises" was published in the *Journal of Ocean University of China (Social Sciences)* (Issue 6, 2015). E-mail: hongjian316@163.com

CHEN Yan, doctor in management, is a professor in the School of Accounting at Dongbei University of Finance and Economics and a researcher of the China Internal Control Research Center. Her research interests cover internal control, financial accounting and management accounting. Her representative paper titled "Guanxi and business ethics in confucian society today: an empirical case study in Taiwan" was published in the *Journal of Business Ethics* (Issue 2, 2009). E-mail: chenyan2001@126.com

CHEN Yizao is a Ph. D candidate in the School of Accounting at Dongbei University of Finance and Economics. His research interest focuses on financial accounting. E-mail: 549294269@qq.com

□