doi:10.19920/j.cnki.jmsc.2026.09.006

CEO 成长经历与企业并购行为研究①
——基于改革开放场景的研究

郝 颖[1], 付家成[2], 李俊仪[3*], 黄利鑫[1]
(1. 北京师范大学经济与工商管理学院, 北京 100875; 2. 北京农学院经济管理学院 北京 102206;
3. 广东财经大学会计学院,广州 510320)

摘要: 本研究利用改革开放这一独特而有利的场景,基于企业并购行为的微观视角,阐释了 CEO 繁荣时代成长经历如何影响企业的经营决策. 研究发现:成长于改革开放时代的 CEO,实施并购的强度更大,而这一关系并非源于 CEO 的教育水平、海外经历、军旅经历等其他环境导致的特征因素. 机制检验表明,更高的行业竞争度与风险水平能够激发改革开放时代成长的 CEO 竞争意识与风险偏好,使之更加倾向于进行并购活动. 研究其决策偏好发现,改革开放时代成长的 CEO 更加偏好创新型并购、异地并购和跨国并购. 通过细分改革开放的地域差异和时间进程发现,成长于改革开放进程较快地区以及在青少年时期经历了市场化改革与加入 WTO 两大事件的 CEO,其成长经历对企业并购决策与偏好的影响更加显著. 进一步研究发现,成长于改革开放时代的 CEO 在提高了并购溢价的同时对并购绩效具有显著的正向影响,且这一影响在创新型并购、异地并购与跨国并购中表现的更为明显. 上述基于改革开放场景的研究结果,不仅突破了国内外相关研究聚焦经济萧条时代成长经历的传统,有助于全面阐释高管成长经历对企业管理行为的影响机制,对于推进新时代改革开放与经济高质量发展中更好地发挥领导作用具有重要意义.

关键词: 成长经历; 并购; 改革开放
中图分类号: F271; F272.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2026)09-0081-25

0 引 言

始于 40 余年前的改革开放,不仅铸就了举世瞩目的中国经济增长奇迹,而且孕育了大批优秀的企业高级管理者. 其脱胎于重大历史变迁时期,同时又影响着社会变迁的速度和方向. 管理者们的成长历程与职业发展,深深根植于改革开放的时代背景中. 在计划经济时代,中国并没有真正意义上的现代管理者,直至经济体制改革强化了微观市场主体地位[1]. 毋庸置疑,改革开放是塑造我国企业管理者成长经历,影响管理者风格特质的重要里程碑.

在改革开放的进程中,作为经济发展中最活跃的微观主体,企业管理者成为推动经济转型、并购整合与并购扩张的中坚力量. 尽管政府监督、政策倡议、产品市场、产业政策以及媒体关注等层面的特征都深刻影响着企业并购行为[2-6],但是企业高管却是决定企业并购实践的最终关键因素. 正如 Bertrand 和 Schoar[7] 的经典研究所述:管理者固定效应对企业决策起着重要作用,而企业的并购、融资和营运实践的异质性,也可以通过管理者固定效应和风格差异给出解释. 沿着管理者层面的固定效应,众多学者从其性别年龄特征、从军

① 收稿日期: 2021-11-04; 修订日期: 2026-05-13.
基金项目: 国家社会科学基金资助项目(25&ZD193); 国家自然科学基金资助项目(71872017).
通讯作者: 李俊仪(1995—), 女, 辽宁沈阳人, 博士, 讲师. Email: bnulijunyi@163.com

中国知网 https://www.cnki.net

经历、金融财务相关领域的教育与从业经历、政治意识形态、认知水平、海外经历、开放性特征、并购经验、参与社交媒体等方面出发[8-17]，研究管理者特质对企业并购与其他经济行为的影响. 而CEO 作为企业管理者团队中的最有影响力的决策者与掌舵者[18]，相比较企业其他高管特征，CEO 个人的固定效应对于企业决策具备更强的解释力度[19, 20]. 而出于对企业价值提升负责以及对并购行为创造价值的信心，CEO 也在企业并购决策中发挥决定性作用[21].

社会心理学研究表明：个体在性格形成期所经历的重大事件（seismic events），将长期持续影响个体的认知模式、精神信念和风险偏好[22-24]，甚至比通过阅读学习和接受教育，更能影响个体的决策行为[25, 26]. 创伤后理论（post-traumatic growth theory）进一步揭示了 CEO 为代表的管理者会从早期的创伤经历中获取心理上的力量，进而影响企业的社会绩效等战略行为[27]. 已有研究发现，早期成长进程中经历过经济大衰退和自然灾害的 CEO，出于风险厌恶和对未来预期消极等因素，其承担投资和并购风险的意愿较低，更倾向于采取保守的企业决策[28, 29]. 然而，由于世界范围内的发达国家与经济体近 30 年来的经济发展大都进入了平稳时期或者增长放缓状态②，当前的理论与实证研究几乎未有涉及经济繁荣时代的早期成长经历对 CEO 人格特征与并购行为的影响，独立系统的研究工作尚未展开.

改革开放，这一举世公认的伟大历史变革与经济成功转型，为研究繁荣时代的 CEO 早期成长经历提供了天然的场景. 历史实践淬炼了改革开放的思想，塑造了新一代人的成长环境，而个体成长经历投射于未来的行为和偏好上，形成了深化改革开放进程中新生力量的时代特征. 那么，在企业经营决策中，改革开放时代成长起来的 CEO，是否更有意愿通过高风险的并购来实现企业迅速扩张，并且在并购中更偏好选择更加创新型、业缘化的并购模式？同时，由于地理资源的禀赋差异和社会资本的地缘多样性，改革开放的政策投放与发展速度在地域和时间层面均呈现“梯度”与“分步式”特征. 改革开放的地区差异和标志性事件，是否通过 CEO 早期成长地域和时间节点的不同分布，形成了并购决策的累积差异？

本研究以中国沪深 A 股上市企业作为研究对象，检验改革开放场景下 CEO 早期成长经历对企业并购行为的影响. 首先，研究发现改革开放时代成长的 CEO 们更倾向于实施高风险的并购活动且并购规模更大. 根据并购标的行业特征、地缘特征进行分类后，研究发现改革开放时代成长的 CEO 更加偏好创新型并购、异地并购以及跨国并购. 通过倾向得分匹配法、双重差分法、工具变量法进行内生性检验得出了一致结论，并排除了 CEO 教育水平、海外经历、军旅经历等替代性解释，并通过缩小样本范围的差分回归排除 CEO 年龄的影响. 同时机制检验表明，较高的行业竞争度与企业风险水平下的决策情境能够强化改革开放时代成长的 CEO 的烙印特征，使之表现出更加激进、冒险的决策倾向. 通过细分改革开放的地域差异和时间进程，发现成长于改革开放进程较快地区，与在青少年时期经历了市场化改革与加入 WTO 两大事件的 CEO，其成长经历对企业并购的影响更加显著. 最后发现，改革开放时代成长的 CEO 能够洞察风险背后的潜在机遇，提高了并购溢价的同时，在并购中尤其是创新型并购、异地并购与跨国并购中取得了更好的绩效表现.

与已有研究相比，本研究的贡献包括以下方面：第一，以往关于宏观经济环境对高管影响的研究大多从负面经历出发，将成长过程中经历的社会环境如自然灾害事件、经济萧条、贫困经历以及劳动力市场不佳等负面经历的影响[29-32]，与经济平稳时期经历对高管决策偏好的影响进行对比. 本研究基于中国改革开放这一独特而有利的场景展开，运用社会心理学中的行为认知理论，分析繁荣时代的成长经历对 CEO 并购决策的影响，为早期成长经历对管理者决策行为的影响提供了新的证据；第二，本研究阐述了改革开放时代所铸就的早期成长经历如何通过塑造管理者人格特质影响其在企业经营中的并购行为、偏好与绩效表现，并发现高竞争程度和风险水平的情境更能够激发

② 国际货币基金组织（IMF）在 2019 年内三次下调全球经济增长预期，《世界经济展望》报告预计 2019 年全球经济增速约为 3%，为国际金融危机以来最低，各主要经济体经济增速同步放缓趋势明显.

中国知网 https://www.cnki.net

CEO 在改革开放时代成长的烙印，丰富了中国背景下管理者财务行为的研究；最后，改革开放在宏观层面的政策路线与经济结果一直是研究关注的焦点，而对作为发展关键要素的微观个体的影响则往往被忽视. 本研究基于经济社会变革和市场重大转型的动态场景，深入阐述了改革开放的历史进程和重大事件所营造的成长环境，如何影响了新一代发展力量的人格特征与决策偏好，为深入理解历史发展逻辑、把握企业未来变化趋势提供了借鉴.

1　制度背景、理论分析与假设发展

1.1　CEO 早期成长经历：基于改革开放场景

从 1978 年的改革开放开始，多年间中国社会经历了翻天覆地的转变. 这种转变的历史意涵，可以和波兰尼的“大转型”以及布洛维的“第二次大转型”相提并论[33]. 改革开放的社会转型，通过重塑完全不同于计划经济年代的社会心理和价值观，必然对成长于其中的青年一代产生个体认知与信念偏好上的独特印迹[23].

在改革和开放两股力量的推动下，青年在成长中萌生了富有市场经济气息的价值观、社会心态与认知. 相较成长于计划经济时代的人们，新一代群体生命历程与重大社会变革交织在一起，在心理与行为上突破了既有制度的局限，渴望自主地从事能够发挥个人才能、提高生存价值的工作，而不再是被动地依附经济生活和社会事务[34]. Egri 和 Ralton[35] 采用舒尔茨价值观调查(Schwartz values survey)，对比研究了中国改革开放前后两代人的价值观与个体认知的变化. 调查发现，在个体主动性和独立性维度上，两代人存在显著的代际差异. 随着市场经济的发展，社会心态的特征由统一、稳定逐渐转向个体的多元化表达[36]，不同文化背景的年轻人越来越重视个体的自主性与独立性[37]. 经济转型期相关研究进一步表明：尽管没有完全放弃中国传统的儒家价值观，但成长于改革开放时期的新一代管理者，其经营风格更具主动性，决策过程更加独立，在追求企业利润的过程中也展现出更强的风险承担意愿[38].

20 世纪 90 年代初，随着邓小平的南方谈话与改革开放进程的深入，中国全面走上市场经济道路，经济系统呈现状态跃迁[39]. 过程中确立的市场化改革目标定位，不仅进一步促进了经济繁荣发展，并且其“适者生存，优胜劣汰”的竞争规则，也深刻影响了新一代成长群体的社会心理与观念信仰[40]. 基于社会心理比较的研究发现：在计划经济时代成长起来的群体，由于长期受高度集中和规则单一的经济社会系统影响，群体心理更多表现为审慎稳健、谦让妥协、互助互济等特征. 与之相反，市场化改革中机遇的不确定性，塑造了新一代青年更强烈的竞争意识和进取心，形成了个体风险态度和决策行为的演变[24]. 由此可见，新一代个体风险偏好的系统提升是市场竞争环境中自发心理调节机制的作用结果[41]. 随着加入 WTO，改革开放历程进一步融入全球经济一体化，为成长中的新一代注入了更为深刻的国际化意识和多元化认知信念[42]，新一代群体更容易改变原有的心理认知，形成新的思维与价值观念，并在决策行为方式上更多表现出异质性和丰富性[43].

1.2　改革开放、CEO 成长经历与企业并购行为

根据印记理论，外部环境的显著特征在一段短暂的敏感时间内塑造印记实体的认知，并在随后的时期内继续影响实体的行为模式[44]，例如，海外、教育、参军等经历[9, 10, 14]，这也解释了为何拥有这些特殊经历 CEO 的企业展示了不同的公司战略与决策表现. 在此基础上，成长过程中的重大外部环境变化，例如自然灾害、干旱经历、贫困经历、饥荒经历等同样对 CEO 等管理者在日后企业的经营决策有着持续的影响[27, 29, 31, 45]. 改革开放根植于新一代个体的成长历程，并以“润物细无声”的方式改变着每个人的元认知. 在繁荣与开放的大背景下，若干细微的任务或活动在新的制度安排、思想理念、行为要求下被重新审视和赋予意义，使个体在感知与体验到改革开放的改变的同时，与市场经济环境形成了自然的认知融合. 改革开放过程中的市场规则更加强调自主性与进取性，使成长于其中的个体更具主动竞争意识. 同时，多次转危为机下的经济与文化大繁荣的环境塑造了青少年对风险的新认知，使其形成了更强的风险偏好，更加善于利用不确定性与未知中蕴藏的机会. 因此，相比成长于计划经济时期经历了

中国知网　https://www.cnki.net

长期的经济短缺和衰退的 CEO,改革开放时代成长的 CEO 在成长过程中形成了对主动竞争意识和风险收益观念的高度接受和认同.

通过并购开疆拓土是企业在短时间内实现迅速成长的第一选择,也是企业实现扩张、经营多元化、国际化战略、资源优化以及提升竞争优势的一种较为激进的方式. 一方面,并购意味着脱离“舒适圈”,面对新事物与未知的结果. 在并购活动中,CEO 需要投入大量精力,繁重的监督管理任务、学习新知识的需求以及并购结果的不确定性将打破管理者原有的平静生活[46]. 因此,Aggarwal 和 Samwick[47] 认为,高管会由于自身的“懒惰”放弃部分优质投资项目. 另一方面,收益与风险总是相伴而生. 并购会使企业面临融资、目标评估和反收购等诸多风险[9],已有研究进一步表明实施并购是管理层高风险偏好的重要体现[30, 48]. 综上所述,并购是一种具有高付出、高风险、高收益特质的活动,而这些偏好更加契合了高管团队中并购行为的实际决策者 CEO 本人的性格特质. 因此,成长于改革开放时代的 CEO 积极进取、主动竞争的行事风格以及高风险承担的意愿,推动改革开放时代成长的 CEO 施展雄心抱负的并购战略决策. 基于此,本研究提出假设 1.

假设 1 改革开放时代成长的 CEO 更倾向于并购,所在企业的并购规模更大.

并购模式作为并购交易过程中企业面临的最重要的选择,是企业并购战略的集中体现. 在劳动密集型经济向知识密集型经济转轨的大背景下,创新成为企业成长和价值提升的核心驱动力. 而并购正是企业应对迅速变化的外部环境,获取创新能力的重要途径之一. 并购创新型企业能够持续地增强企业的创新产出能力,提升企业的长期创新绩效[49]. 然而,创新项目往往具有高风险、信息不对称等特点,因此以创新型企业为并购标的,对于 CEO 的风险容忍度、整合能力和学习能力通常有着更高的要求. 改革开放成长经历所塑造的风险收益观使 CEO 对于创新风险具有更高的接受度,更加认可创新的价值. 同时,改革开放所营造的繁荣环境和竞争规则,使 CEO 具备了“激流险滩”的环境意识,更加能认识到企业必须通过主动查找自身技术缺口并通过不断创新适应新的环境,才能在长期取得更大的竞争优势. 竞争意识和进取意识也激发了 CEO 的探索精神,使其保持高度的敏锐性与适应性,能够在创新型并购过程中做出高效的应对策略. 基于此,本研究提出假设 2a.

假设 2a 改革开放时代成长的 CEO 更加偏好创新型并购.

不同国家和地区之间自然地理、体制环境、文化习俗等条件差异巨大,其要素禀赋和比较优势也必然具有较大的差异. 因此,为使并购项目与企业的战略目标保持一致,形成优势资源的互补,以价值最大化为初衷的并购项目通常需要突破地缘的局限. 打破边界的并购使企业能够在更广阔、更多元的资源池中进行选择,进而获得更大的互补性和协同性,以实现效益的最大化[50]. 然而,对于异地并购与跨国并购而言,企业依然面临着严重的信息不对称,加之地方保护主义导致的市场分割也使其面临重大风险. 计划经济时代成长的 CEO 由于遵循传统和审慎稳健等特质,在经济决策中往往具有较强的保守思想和属地意识. 与之相反,改革开放时代成长的 CEO 长期耳濡目染于市场经济与多元文化氛围之下,具有强烈的价值追求动力,敢于迎接变化和挑战,更加倾向于以价值为中心摆脱属地和边境的局限,进行更多的异地并购和跨国并购. 在改革开放进程中,中国逐步从世界的边缘走向核心,这种巨大的转变也改变了改革时代成长的 CEO 对于世界的认知和态度,使其以更加自信和包容的心态参与国际市场竞争舞台. 基于此,本研究提出假设 2b 和假设 2c.

假设 2b 改革开放时代成长的 CEO 更加偏好异地并购.

假设 2c 改革开放时代成长的 CEO 更加偏好跨国并购.

2 研究设计

2.1 样本选择与数据来源

首先,本研究使用 2001 年—2013 年的样本研究改革开放时代成长的 CEO 与计划经济时代成长的 CEO 对企业并购的影响差异. 将 2013 年作为样本截止时间的原因在于,2013 年后计划经济时代成长的 CEO 大多已经退休,样本过少,实证结果意义较小. 而 2001 年—2013 年是改革开

中国知网 https://www.cnki.net

放时代成长的 CEO 与计划经济时代成长的 CEO 大量同期任职的时期. 企业数据样本来自国泰安的中国上市公司并购重组研究数据库，并进行如下筛选：1）剔除金融行业；2）剔除重组类型为资产剥离、资产置换、债务重组、股份回购、股权转让的并购事件；3）剔除样本期间内相关数据缺失的事件. 样本的行业分布具体情况如表 1 所示. CEO 个人经历的数据来自于企业年报以及手工搜集获得的 4 286 条 CEO 数据，并通过深圳和上海证券交易所网站以及百度搜索对信息进行了交叉验证. 企业报表、股票收益及所有权性质等数据均来自国泰安数据库.

表 1　样本行业分布

Table 1 Distribution of sample industries

行业分类	全样本	ROCEO	PECEO
农林牧渔	247	191	56
采矿业	292	180	112
制造业	8 586	6 235	2 351
电力、热力、燃气及水生产和供应业	527	328	199
建筑业	318	267	51
批发和零售业	885	573	312
交通运输、仓储和邮政业	485	267	218
住宿和餐饮业	56	41	15
信息技术	616	542	74
房地产	707	545	162
租赁和商务服务业	152	114	38
科学研究和技术服务业	46	32	14
水利、环境和公共设施管理业	102	80	22
居民服务、修理和其他服务业	43	29	14
教育	2	2	0
卫生和社会工作	12	12	0
文化、体育和娱乐业	78	50	28
综合	322	195	127
总计	13 476	9 683	3 793

2.2　变量的选择和度量

2.2.1　CEO 的个人经历

已有文献大多将 CEO 成长经历定义为 CEO 早期的未成年经历[27, 51]. 在心理学研究中，皮亚杰的认知发展阶段论（cognitive development stages）解释了儿童的认知发展过程，研究表明位于具体运算和形式运算阶段（7 岁 ~ 15 岁）的早期儿童处于认知、身体和情感的快速发展的重要阶段，此时受到心理冲击时的影响最为显著[45]. 心理韧性理论（resilience）与烙印理论（imprinting theory）进一步佐证了这一敏感时期[52]. 结合上述心理学文献，作者认为 CEO 早期未成年阶段的经历更值得被关注，即识别在未成年时期（0 岁 ~ 18 岁）成长于改革开放时代中的 CEO. 据此，本研究参照 Du 等[53]的研究，通过描述性统计的方式进一步支撑上述判断.

如图 1 所示，从 1960 年（18 岁）到 1966 年（12 岁）出生的 CEO，并购频率和规模开始随着出生年份的推移变动，其他年份出生的 CEO 个人经历与并购决策之间的关系相对稳定. 由此可以推断，1960 年应该是 CEO 早期经历，即改革开放时代成长的 CEO 开始影响企业并购决策的起始点. 进一步对不同年份出生的子样本进行均值差异检验，结果如表 2 所示，1955 年—1959 年出生的 CEO 与 1960 年—1965 年出生的 CEO 之间的并购频率与并购规模差异为负；1955 年—1959 年出生的 CEO 与 1966 年—1970 年出生的 CEO 之间的差异同样为负，并且具有统计意义. 由此可知，

中国知网　https://www.cnki.net

在 18 岁 ~23 岁经历改革开放的 CEO 其对并购决策的影响显著低于 18 岁以下经历改革开放 CEO 的样本,表明在未成年时期经历改革开放的 CEO 与企业并购之间存在更为显著的相关关系,进一步支撑了对 CEO 个人经历设定为其未成年时期的判断. 因此,本研究定义若 CEO 出生于 1960 年及 1960 年后,即 CEO 在 18 岁前经历了改革开放,则 *ROCEO* 取 1,否则取 0.

图 1　CEO 出生年份与企业并购行为

Fig. 1 CEOs' birth year and corporate M&A behavior

表 2　基于 CEO 出生时间段的企业并购差异检验

Table 2 Test of differences in corporate M&A based on the CEOs birth period

差异检验	并购频率		并购规模	
	均值差	*t* 值	均值差	*t* 值
(1955 年—1959 年) vs. (1960 年—1965 年)	-0.085	-8.548***	-1.345	-7.862***
(1955 年—1959 年) vs. (1966 年—1970 年)	-0.119	-10.499***	-1.854	-9.502***

2.2.2　企业并购

1)企业并购行为. 借鉴姜付秀等[54]、陈仕华等[12]的做法,本研究选择是否并购(*MA_D*)和并购规模(*MA_A*)作为企业并购决策的代理变量. 是否并购(*MA_D*)的定义为:如果一家企业在该年度发起并购,则取值为 1,否则取值为 0;并购规模(*MA_A*)的定义为:选取该企业在该年度内为其所发起并购支付的金额总和,进行对数化处理.

2)企业并购偏好. 为更全面地研究改革开放时代成长的 CEO 与企业并购行为之间的关系,进一步研究了企业的并购偏好. 本研究选择创新型并购(*INNO_MA*)、异地并购(*CPRO_MA*)、跨国并购(*CBOR_MA*)作为企业并购偏好的代理变量. 创新型并购(*INNO_MA*)的定义为:选取企业并购标的在三年内的累计专利数,进行对数化处理;异地并购(*CPRO_MA*)的定义为:如果企业并购为国内非同省的并购,则取值为 1,否则取值为 0;跨国并购(*CBOR_MA*)的定义为:如果企业并购为跨国并购,则取值为 1,否则取值为 0.

2.2.3　其他变量

本研究选择如下控制变量. 1)并购方特征变量:现金流(*CASHFLOW*)、发展速度(*GROWTH*)、财务杠杆(*LEV*)、总资产收益率(*ROA*)、市场业绩(*TOBINQ*)、两职兼任(*DUALITY*)、CEO 持股比例(*HOLD*)、企业规模(*SIZE*)、产权属性(*STATE*)、CEO 年龄(*AGE*);2)地区特征变量:*GDP* 水平(*GDP*)、财政支出水平(*FE*);3)并购特征变量:现金支付(*PAY*)、相对规模(*ReSIZE*)、重大资产重组(*MAJOR*)、关联交易(*RELATE*);4)标的方特征变量:标的方规模(*TSIZE*)、标的方资产负债率(*TLEV*)、标的方总资产收益率(*TROA*).

表 3 汇总了本研究所使用主要变量的符号及定义说明.

表 3　变量定义及说明

Table 3 Definition and explanation of all variables

变量性质	变量符号	变量定义
被解释变量	*MA_D*	并购概率,企业本年是否进行了并购,如果是则取 1,否则为 0
	MA_A	并购规模,对企业本年度所有并购支付金额之和进行对数化处理
	INNO_MA	创新并购,对企业并购标的在并购前拥有的专利数进行对数化处理
	CPRO_MA	异地并购,企业并购是否为国内非同省的并购,如果是则取 1,否则为 0
	CBOR_MA	跨国并购,企业并购是否为跨国并购,如果是则取 1,否则为 0
	PRE	并购溢价,支付价格与账面价值之差占后者的百分比
	BHAR	并购绩效,并购首次公告日后持有企业股票 12 个月,股票收益率超过市场收益率的部分

中国知网　https://www.cnki.net

续表 3

Table 3 Continues

变量性质		变量符号	变量定义
解释变量		*ROCEO*	CEO 是否出生于 1960 年或 1960 年后，如果是则取 1，否则为 0
		PECEO	CEO 是否出生于 1960 年前，如果是则取 1，否则为 0
Controls_A	并购方特征	*CASHFLOW*	企业现金流，等于现金及现金等价物净增加额/总资产
		GROWTH	发展速度，等于(本年主营业务收入 - 上一年主营业务收入)/上一年主营业务收入
		LEV	财务杠杆，等于企业资产负债率
		ROA	企业总资产收益率，等于企业净利润/企业总资产
		TOBINQ	市场业绩，等于企业市值/总资产
		DUALITY	两职兼任，董事长是否兼任 CEO，如果是则取 1，否则为 0
		HOLD	CEO 持股比例，等于 CEO 持股数/总股本数
		SIZE	企业规模，等于企业总资产取自然对数
		STATE	产权属性，企业实际控制人是否为国有性质，如果是则取 1，否则为 0
		AGE	CEO 年龄
	地区特征	*GDP*	企业所在地区的 GDP 水平取自然对数
		FE	企业所在地区财政支出取自然对数
Controls_B	并购特征	*PAY*	并购支付时为现金支付则取 1，其余取 0
		ReSIZE	标的方总资产除以并购方总资产的比值
		MAJOR	若该并购为重大资产重组则为 1，否则为 0
		RELATE	若该并购为关联并购取值为 1，否则为 0
	标的方特征	*TSIZE*	标的方总资产的自然对数
		TLEV	标的企业总负债除以总资产
		TROA	标的方净利润除以总资产余额

2.3　模型构建

为检验上述假设，本研究分别构建式(1)和式(2).

$$MA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ROCEO_{i,t} + \sum \alpha_n Controls_A_{i,t} + \eta_i + \omega_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$T_MA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROCEO_{i,t} + \sum \beta_n Controls_A_{i,t} + \sum \beta_m Controls_B_{i,t} + \eta_i + \omega_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

式(1)中，下标 i 和 t 分别表示企业和年份，被解释变量 $MA_{i,t}$ 为企业并购行为变量，包括并购决策变量是否并购(*MA_D*)和并购规模(*MA_A*)；$Controls_A_{i,t}$ 是并购方特征与地区特征的控制变量. η_i 是企业固定效应，ω_t 是年度固定效应，$\varepsilon_{i,t}$ 是随机误差项. 式(2)中 $T_MA_{i,t}$ 表示并购偏好变量：创新型并购(*INNO_MA*)、异地并购(*CPRO_MA*)和跨国并购(*CBOR_MA*)；为更好地检验 CEO 的上述并购偏好，式(2)在原有基础上增加了并购特征变量与标的方特征变量 $Controls_B_{i,t}$，其余变量定义同式(1). 本研究在所有回归中对标准误进行企业层面的聚类调整.

2.4　描述性统计

表 4 列示了所有变量的描述性统计结果. 首先，Panel A 展示了 2001 年—2013 年样本的描述性统计，发生并购行为的观测值占企业-年度观察值的 20.4%；改革开放时代成长的 CEO 占观测值的比重为 71.9%，其他变量的描述性统计与以往文献的基本类似. Panel B 对改革开放时代成长的 CEO 与计划经济时代成长的 CEO 数据进行了分组列示，与预期基本一致，改革开放时代成长的 CEO 进行了更多、更大规模的并购，且更加偏好创新型并购、异地并购和跨国并购. 这为本研究发现提供了初步的证据，表明改革开放时代成长的 CEO 具有更加激进、更偏好风险的并购行为.

中国知网　https://www.cnki.net

表 4　各变量描述性统计

Table 4 Descriptive statistical analysis of variables

Panel A：全样本描述性统计						
变量	观测值	均值	中位数	标准差	25%分位数	75%分位数
MA_D	13 476	0. 204	0. 000	0. 403	0. 000	0. 000
MA_A	13 476	3. 228	0. 000	6. 931	0. 000	0. 000
INNO_MA	2 239	0. 140	0. 000	0. 557	0. 000	0. 000
CPRO_MA	2 239	0. 228	0. 000	0. 420	0. 000	0. 000
CBOR_MA	2 239	0. 017	0. 000	0. 128	0. 000	0. 000
ROCEO	13 476	0. 719	1. 000	0. 450	0. 000	1. 000
CASHFLOW	13 476	0. 045	0. 045	0. 077	0. 004	0. 090
GROWTH	13 476	0. 197	0. 142	0. 388	0. 004	0. 310
LEV	13 476	0. 449	0. 461	0. 210	0. 287	0. 612
ROA	13 476	0. 045	0. 041	0. 057	0. 016	0. 074
TOBINQ	13 476	1. 738	1. 427	0. 931	1. 160	1. 938
DUALITY	13 476	0. 197	0. 000	0. 398	0. 000	0. 000
HOLD	13 476	3. 257	0. 000	9. 388	0. 000	0. 040
SIZE	13 476	21. 674	21. 512	1. 174	20. 820	22. 317
STATE	13 476	0. 507	1. 000	0. 500	0. 000	1. 000
AGE	13 476	47. 170	47. 000	6. 225	43. 000	51. 000
GDP	13 476	9. 715	9. 833	0. 862	9. 204	10. 369
FE	13 476	7. 881	8. 022	0. 718	7. 435	8. 374
PAY	2 239	0. 419	0. 493	0. 000	0. 000	1. 000
ReSIZE	2 239	2. 915	4. 356	1. 976	1. 000	4. 729
MAJOR	2 239	0. 002	0. 000	0. 045	0. 000	0. 000
RELATE	2 239	0. 010	0. 000	0. 101	0. 000	0. 000
TSIZE	2 239	17. 820	19. 01	5. 477	16. 650	21. 180
TLEV	2 239	0. 422	0. 443	0. 228	0. 229	0. 608
TROA	2 239	0. 045	0. 033	0. 042	0. 015	0. 063

Panel B：不同 CEO 早期成长经历下主要变量描述性统计					
变量	*ROCEO*		*PECEO*		差异检验
	观测值	均值	观测值	均值	
MA_D	9 683	0. 231	3 793	0. 135	0. 096***
MA_A	9 683	3. 687	3 793	2. 056	1. 631***
INNO_MA	1 727	0. 160	512	0. 069	0. 091***
CPRO_MA	1 727	0. 261	512	0. 117	0. 144***
CBOR_MA	1 727	0. 020	512	0. 006	0. 014***

在表 5 中，采用 Pearson 相关系数检验方法，判定本研究使用主要变量之间的相关系数的显著性以及符号是否符合预期. 与预期一致，改革开放时代成长的 CEO 与企业并购频率、并购规模的相关系数分别是 0. 107 和 0. 106，且均在 1% 的水平显著，这与假设的预测结果一致.

中国知网　https://www.cnki.net

表 5　主要变量的 Pearson 相关关系分析

Table 5 Pearson analysis of main variables

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)
(1)*MA_D*	1.000	—													
(2)*MA_A*	0.920***	1.000	—												
(3)*ROCEO*	0.107***	0.106***	1.000	—											
(4)*CASHFLOW*	−0.018**	−0.027***	−0.078***	1.000	—										
(5)*GROWTH*	0.087***	0.085***	0.038***	0.052***	1.000	—									
(6)*LEV*	0.001	0.004	−0.062***	−0.100***	0.052***	1.000	—								
(7)*ROA*	0.096***	0.098***	0.023***	0.304***	0.256***	−0.435***	1.000	—							
(8)*TOBINQ*	0.035***	0.021**	0.047***	0.135***	0.037***	−0.222***	0.243***	1.000	—						
(9)*DUALITY*	0.030***	0.029***	−0.062***	−0.051***	0.005	−0.183***	0.077***	0.053***	1.000	—					
(10)*HOLD*	0.055***	0.058***	0.074***	−0.068***	0.030***	−0.295***	0.162***	0.012	0.475***	1.000	—				
(11)*SIZE*	0.055***	0.068***	−0.055***	0.049***	0.073***	0.451***	0.023***	−0.303***	−0.138***	−0.202***	1.000	—			
(12)*STATE*	−0.091***	−0.095***	−0.143***	0.087***	−0.012	0.296***	−0.149***	−0.117***	−0.248***	−0.338***	0.313***	1.000	—		
(13)*AGE*	−0.072***	−0.070***	−0.715***	0.057***	−0.052***	0.031***	0.013	0.016*	0.155***	0.000	0.156***	0.130***	1.000	—	
(14)*GDP*	0.061***	0.069***	0.121***	−0.051***	−0.029***	−0.154***	0.133***	0.037***	0.155***	0.209***	0.064***	−0.273***	0.067***	1.000	—
(15)*FE*	0.074***	0.081***	0.155***	−0.073***	−0.039***	−0.159***	0.130***	0.098***	0.164***	0.216***	0.127***	−0.260***	0.127***	0.911***	1.000

注：***、**、* 分别表示统计显著水平为 1%、5%、10%.

中国知网 https://www.cnki.net

3 实证检验与结果分析

3.1 CEO 的改革开放成长经历与企业并购决策：基准回归

表 6 考察了改革开放时代成长的 CEO 对企业并购频率和并购规模的影响. 表 6 第(1)列为改革开放时代成长的 CEO 对企业并购频率的回归结果，表 6 第(2)列为改革开放时代成长的 CEO 对企业并购规模的回归结果，结果表明，改革开放 CEO 变量(*ROCEO*)对于企业并购概率与企业并购规模的回归系数均在 1%的水平上显著为正，可见成长于改革开放时代的 CEO，显著提高了所在企业的并购频率和并购规模，CEO 的改革开放成长经历提高了其在企业决策中的风险偏好，初步验证了本文的研究假设.

表 6 CEO 的改革开放成长经历对企业并购决策的回归结果

Table 6 Regression results of CEOs' growth experience in reform and opening-up and corporate M&A decisions

变量	*MA_D*	*MA_A*
	(1)	(2)
ROCEO	0.091***	1.347***
	(4.65)	(4.00)
CASHFLOW	−0.036	−1.169
	(−0.60)	(−1.11)
GROWTH	0.037***	0.609***
	(3.48)	(3.31)
LEV	0.054	0.970
	(1.19)	(1.21)
ROA	0.082	2.299
	(0.86)	(1.42)
TOBINQ	0.027***	0.384***
	(4.31)	(3.51)
DUALITY	0.024	0.238
	(1.47)	(0.87)
HOLD	−0.002*	−0.019
	(−1.80)	(−1.03)
SIZE	0.070***	1.276***
	(5.92)	(6.01)
STATE	−0.027	−0.369
	(−1.20)	(−1.01)
AGE	0.001	0.014
	(0.92)	(0.57)
GDP	0.031	0.544
	(0.62)	(0.63)
FE	−0.004	−0.466
	(−0.08)	(−0.58)
Constant	−1.775***	−28.751***
	(−4.18)	(−3.93)
Year/Firm FE	Yes	Yes
N	13 476	13 476
Adj. R^2	0.148	0.157

注： ***、**、* 分别表示显著水平为 1%、5%、10%，括号内数字为经企业层面聚类调整后的 t 值，下表同.

3.2 内生性检验与竞争性假说排除

基于本研究的基准回归模型，分别通过倾向得分匹配(PSM)、基于 CEO 变更的双重差分检验和工具变量法来缓解和克服内生性问题.

3.2.1 倾向得分匹配(PSM)

本研究采用 PSM 方法，立足于改革开放时代和计划经济时代的 CEO 所在两类企业的区分，寻找其他特征相似的匹配样本. 具体而言，首先，分析影响企业是否选择改革开放 CEO 的主要因素. 研究使用现金流(*CASHFLOW*)、发展速度(*GROWTH*)、财务杠杆(*LEV*)、总资产收益率(*ROA*)、市场业绩(*TOBINQ*)、两职兼任(*DUALITY*)、CEO 持股比例(*HOLD*)、企业规模(*SIZE*)、产权属性(*STATE*)、CEO 年龄(*AGE*)、GDP 水平(*GDP*)、财政支出水平(*FE*)等所有可能影响 CEO 选择的变量，对改革开放成长 CEO(*ROCEO*)进行 Logit 回归并计算倾向得分. 其次，根据概率得分值最邻近一比一配比的原则为处理组样本匹配对照组样本. 最后，采用匹配完成的样本验证本研究主要结论. 如表 7 所示，改革开放成长 CEO(*ROCEO*)的回归系数均显著为正，本研究的主要结论依然成立.

表 7 CEO 的改革开放成长经历对企业并购决策的影响：PSM 结果

Table 7 Impact of CEOs' growth experience in reform and opening-up on corporate M&A decisions: PSM results

变量	*MA_D*	*MA_A*
	(1)	(2)
ROCEO	0.197***	3.039***
	(3.39)	(3.00)
Constant	−3.812***	−53.456**
	(−2.83)	(−2.24)
Controls_A	Yes	Yes
Year/Firm FE	Yes	Yes
N	2 636	2 636
Adj. R^2	0.143	0.155

中国知网 https://www.cnki.net

3.2.2　基于 CEO 变更的双重差分(DID)检验

借鉴 Huang 等[55]的方法使用双重差分模型，通过计划经济时代成长的 CEO 与改革开放时代成长的 CEO 的变更事件，对比企业并购行为的差异. 首先，将计划经济时代成长的 CEO 变更为计划经济时代成长的 CEO 的企业作为对照组，将计划经济时代成长的 CEO 变更为改革开放时代成长的 CEO 的企业作为实验组；其次，将 CEO 变更后的企业并购行为与变更前进行对比，排除不变的不可观测的企业效应.

基于此，本研究建立式(3)

$$MA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Trans_{i,t} + \beta_2 Treat_i \times Trans_{i,t} + \sum \beta_n Control_{i,t} + \eta_i + \omega_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

式(3)中，使用 CEO 变更前后三年的样本数据进行对比，并剔除了在样本期内发生 2 次以上 CEO 变更的样本. 其中，虚拟变量 *Treat* 用来区分实验组与对照组，若企业是由计划经济时代成长的 CEO 变更为改革开放时代成长的 CEO，则 *Treat* 取 1，若由计划经济时代成长的 CEO 变更为计划经济时代成长的 CEO，取 0. *Trans* 为时点变量，若样本处于 CEO 变更后三年，则 *Trans* 取 1，否则取 0. 在回归中 *Treat* 单独项被企业固定效应所吸收.

表 8 第(1)列至表 8 第(4)列报告了实验组与对照组的双重差分估计结果，交乘项 *Treat* × *Trans* 均至少在 5%的水平上显著为正，说明相较于变更为计划经济时代 CEO 的企业，变更为改革开放时代 CEO 的企业并购频率更高、规模更大，证明了本研究结论的稳健性.

表 8　CEO 改革开放成长经历对企业并购决策：基于双重差分检验

Table 8 Impact of CEOs' growth experience in reform and opening-up on corporate M&A decisions: Based on DID test

变量	*MA_D*		*MA_A*	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Treat × *Trans*	0.101***	0.093**	1.555**	1.326**
	(2.80)	(2.49)	(2.57)	(2.06)
Trans	−0.036	−0.028	−0.604	−0.352
	(−1.10)	(−0.82)	(−1.08)	(−0.60)
Constant	0.151***	−1.886	2.359***	−5.419
	(7.73)	(−1.32)	(7.25)	(−0.22)
Controls_A	No	Yes	No	Yes
Year/Firm FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	1 965	1 965	1 965	1 965
Adj. R^2	0.160	0.161	0.155	0.157

3.2.3　工具变量法

尽管本研究已经控制一系列影响并购决策的特征因素，仍可能存在因遗漏变量导致的内生性问题. 因此，本研究采用上市企业办公地商业文化强度(以上市企业办公所在地距离十大商帮的平均地理距离为衡量)作为改革开放时代成长 CEO 的工具变量. 一方面，商业文化浓厚的地区，往往孕育出“竞以求富为务”的传统文化观念，这与改革开放时代成长的 CEO 富有市场经济气息的价值观相一致. 回顾改革开放史，历史上大型商帮活跃、传统商业文化深厚的地区往往对商业活动“先天亲近”，这符合改革开放时代下市场经济发展的内涵[56]. 因此，商业文化浓厚的地区更可能任命改革开放时代成长的 CEO，工具变量的相关性得以满足；另一方面，作为历史档案数据的与十大商帮的距离与现代企业并购行为之间难以存在直接的逻辑关联，“外生性”得到满足.

本研究采用 2SLS 回归方法，将上市企业办公所在地距离十大商帮的平均距离进行对数化处理后取负值得到变量 *MGC_Distance*，作为工具变量对本文研究结论进行检验. 具体而言，本研究首先识别出明清时期的十大商帮所在地和上市企业办公所在地的经纬度；随后，每年为每家上市企业分别计算其与每个商帮的地理距离，并取平均值，作为上市企业办公

中国知网　https://www.cnki.net

地距离十大商帮的平均距离,最后进行对数化处理,　　为便于观测取负值处理,最终回归结果见表 9③.

表 9　工具变量法下 CEO 的改革开放成长经历对企业并购决策的影响

Table 9 The impact of CEOs' growth experience in reform and opening-up on corporate M&A decisions under instrumental variable method

变量	第一阶段	第二阶段	
	ROCEO	*MA_D*	*MA_A*
	(1)	(2)	(3)
MGC_Distance	0.248**	—	
	(2.55)		
ROCEO	—	0.955**	1.146**
		(2.40)	(2.00)
CASHFLOW	0.017	−0.050	−1.368
	(0.56)	(−0.77)	(−1.22)
GROWTH	0.010**	0.028**	0.479**
	(2.17)	(2.28)	(2.34)
LEV	−0.001	0.057	1.004
	(−0.02)	(1.03)	(1.11)
ROA	−0.031	0.114	2.740
	(−0.46)	(1.02)	(1.50)
TOBINQ	−0.001	0.028***	0.400***
	(−0.28)	(4.06)	(3.41)
DUALITY	−0.008	0.031	0.326
	(−0.47)	(1.36)	(0.94)
HOLD	0.001	−0.003*	−0.035
	(1.29)	(−1.95)	(−1.41)
SIZE	−0.013	0.082***	1.434***
	(−1.39)	(5.11)	(5.50)
STATE	0.014	−0.042	−0.575
	(0.71)	(−1.50)	(−1.31)
AGE	−0.055***	0.049**	0.668*
	(−52.12)	(2.24)	(1.84)
GDP	0.090*	0.010	0.263
	(1.91)	(0.16)	(0.25)
FE	−0.037	0.004	−0.363
	(−0.85)	(0.06)	(−0.38)
Constant	2.773***	−4.931***	−7.423***
	(6.67)	(−3.45)	(−3.12)
Cragg-Donald Wald F	41.99	—	
Year/Firm FE	Yes	Yes	Yes
N	13 476	13 476	13 476
Adj. R^2	0.851	0.152	0.069

③ 参考王孝钰等[57]的研究,各商帮发源地分别列示如下:"山西商帮"为平遥县和临汾市;"陕西商帮"为三原县、泾阳县和绥德县;"宁波商帮"为鄞县、奉化市、慈溪市、镇海区、定海区和象山县;"山东商帮"为周村区;"广东商帮"为广州市、潮州市、海阳市、澄海区、饶平县和大埔县;"福建商帮"为泉州市、厦门市和漳州市;"洞庭商帮"为苏州市;"江右商帮"为南昌市、吉安市、抚州市和宜春市;"龙游商帮"为龙游县、常山县、衢县、开化县和江山五县;"徽州商帮"为歙县、休宁县、婺源县、祁门县、黟县和绩溪县. 本研究使用百度地图收集十大商帮发源地的经纬度,并从国泰安数据库中获取上市企业办公所在地的经纬度.

中国知网　https://www.cnki.net

表 9 第(1)列报告了第一阶段的估计结果，*MGC_Distance* 在 5%的水平显著为正，且其 Cragg-Donald Wald F 值 = 41.99 > 10，因此通过了弱工具变量的检验. 表 9 第(2)列和表 9 第(3)列为第二阶段的回归结果. 可以看出，不管是将 *MA_D* 还是*MA_A*作为被解释变量，*ROCEO* 的估计系数均在 5%水平上显著为正. 由此可知，在考虑了潜在的内生性问题之后，本文研究结论仍然成立.

3.2.4　排除竞争性替代

尽管 CEO 的改革开放成长经历对企业并购行为具有独立的影响作用，但是以往研究表明，CEO 决策可能受到其教育水平[58]、海外经历[14]和从军经历[9]等因素的影响. 为了排除这些因素可能造成的竞争性假说，依据上述因素分别进行分组，其中将 CEO 为硕士及以上学历的样本划分为高教育水平组，本科及以下学历划分为低教育水平组，根据有无海外与从军经历分别划分两组，随后剔除 CEO 属于高教育水平组、CEO 具有海外经历以及 CEO 具有从军经历的样本重新进行回归，结果如表 10 所示，*ROCEO* 的估计系数均显著为正，表明改革开放早期成长经历对 CEO 并购行为的影响并非由于 CEO 的教育水平、从军经历、海外经历等其他管理者个体特征所导致，进一步验证了本研究结论的稳健性.

表 10　CEO 的改革开放成长经历对企业并购的影响：排除替代性解释

Table 10 Impact of CEOs' growth experience in reform and opening-up on the corporate M&A: Excluding alternative explanations

变量	*MA_D*			*MA_A*		
	教育水平低	无海外经历	无从军经历	教育水平低	无海外经历	无从军经历
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ROCEO	0.084***	0.089***	0.088***	1.496***	1.332***	1.281***
	(3.20)	(4.39)	(4.47)	(3.28)	(3.80)	(3.77)
Constant	-1.363**	-1.698***	-1.762***	-18.807*	-26.680***	-28.498***
	(-2.30)	(-3.89)	(-4.13)	(-1.76)	(-3.56)	(-3.88)
Controls_A	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year/Firm FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	8 321	12 929	13 356	8 321	12 929	13 356
Adj. R^2	0.141	0.150	0.147	0.155	0.159	0.157

3.2.5　基于小样本的差分检验

进一步缩小 CEO 的出生年份范围，采用差分回归的方法进一步探究. 该方法的意义在于：1)将CEO 出生年份限定在较小的范围内，能够缩小同年度样本中不同企业 CEO 的年龄差距，弱化其对结果的影响；2)小样本区间的差分回归，能够更加深入地考察改革开放这一外生事件冲击对不同年龄段青少年影响的差异. 基于前文确定了 12 岁(1966 年出生)和 18 岁(1960 年出生)是青少年经历的烙印产生差异的关键分界点. 据此，将 CEO 的出生年份分别限定在 1960 年以及 1966 年各自前后 3 年进行差分回归. 构建式(4)如下.

$$MA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 After_{i,t} \times Burn_{i,t} + \beta_2 Burn_{i,t} + \sum \beta_n Control_{i,t} + \eta_i + \omega_t + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中 *After* 代表 CEO 是否在 18 岁(12 岁)之前经历改革开放，*Burn* 代表 CEO 的出生年份. 在第一个回归中，使用出生于 1957 年—1962 年之间的 CEO 所在企业为样本，变量 *After*1 为虚拟变量，若企业 CEO 出生于 1960 年—1962 年，则 *After*1 为 1，否则为 0；变量 *Burn*1，等于 CEO 出生年份减 1959. 在第二个回归中，选择出生于 1963 年—1968 年之间的 CEO 所在企业为样本，变量 *After*2 为虚拟变量，若企业 CEO 出生于 1966 年—1968 年，则 *After*2 为 1，否则为 0；变量 *Burn*2 等于 CEO 出生年份减 1965.

通过表 11 第(1)列和表 11 第(2)列研究发现，将 CEO 出生年份限定在 1957 年—1962 年后，*After*1 × *Burn*1 的估计系数至少在 10%的水平上显著为正，而变量 *Burn*1 则不显著，说明 CEO 出生年份的推移仅在青少年时期经历改革开放的事件冲击后开始产生显著影响. 在表 11 第(3)列和表 11 第(4)列中，将 CEO 出生年份限定在 1963 年—1968 年，变量 *Burn*2 的估计系数均至少在 10%的

中国知网　https://www.cnki.net

水平上显著为正，*After*2 × *Burn*2 的估计系数不显著，进一步验证了 18 岁之前改革开放成长经历的冲击性影响并非源自于年龄的差异.

综上所述，青少年时期的改革开放经历会对个体的认知和行为打下“烙印”，该“烙印”在青少年的关键成长节点具有突变式的差异.

表 11 CEO 改革开放成长经历对企业并购决策的影响：基于 CEO 出生年份子样本的分析

Table 11 Impact of CEOs' growth experience in reform and opening-up on the corporate M&A decision: Analysis based on subsample of CEOs' birth year

变量	1957 年—1962 年		1963 年—1968 年	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	MA_D	*MA_A*	*MA_D*	*MA_A*
After × *Burn*	0.036 **	0.472 *	0.007	0.179
	(2.07)	(1.91)	(0.21)	(0.27)
Burn	−0.012	−0.218	0.063 **	0.017 *
	(−0.37)	(−0.39)	(2.36)	(1.81)
Constant	−3.113 ***	−9.440 ***	−1.511	−9.806 *
	(−3.15)	(−2.82)	(−1.57)	(−1.95)
Controls_A	Yes	Yes	Yes	Yes
Year/Firm FE	Yes	Yes	Yes	Yes
N	3 723	3 723	4 831	4 831
Adj. R^2	0.166	0.184	0.148	0.155

3.3 基于关联情境的机制检验

通过前文的分析可以得出以下结论：改革开放时代的成长经历通过塑造 CEO 的主动竞争意识与风险偏好，促使其在企业战略决策中更加激进与开放. 由于个体的人格特征难以量化，本研究将基于关联情境激发效应对改革开放时代成长经历的作用机制进行进一步探讨. 个体的烙印在特定的关联情境下会被强化，进而表现出更加鲜明的行为模式特征[59]. 因此本研究基于行业竞争度和企业风险承担两个维度进行情境研究. 据此推断，在行业竞争度更强以及企业风险更高的情境下，CEO 的并购倾向更加显著. 具体而言，分别使用赫希曼 − 赫芬达尔指数的倒数（*HHI'*）衡量行业竞争度和变量 *Risk* 衡量企业风险. 赫芬达尔指数的倒数测算步骤如下：首先计算赫芬达尔指数（*HHI*），在本研究中该指数等于营业收入比例的平方和，用以计量企业市场份额的变动，计算公式如下

$$HHI = \sum_{i=1}^{N} \left(\frac{X_{it}}{X_t}\right)^2 \tag{5}$$

其中 X_{it} 代表企业 i 在第 t 年的总营业收入，X_t 代表市场的总营业收入，N 代表产业内的企业数目. 赫芬达尔指数（*HHI*）反映了企业的市场集中度，结果位于 0 到 1 之间，指数越接近 0 代表市场越分散，即市场竞争程度越高. 为将赫芬达尔指数数值与市场竞争程度一致，本研究采用赫芬达尔指数的倒数（*HHI'*）作为衡量行业竞争度的变量.

变量 *Risk* 等于行业调整后的息税前利润与年末总资产之比的三期滚动标准差. 最终分别构建变量 *HHI'*、*Risk* 与改革开放时代成长的 CEO 变量（*ROCEO*）的交乘项. 从表 12 第（1）列、表 12 第（2）列可以看出，*HHI'* 的估计系数显著为负，说明行业竞争本身削弱了企业的并购倾向；*ROCEO* × *HHI* 的估计系数均在 1% 的水平下显著为正，说明市场竞争的加剧能够激发改革开放时代成长的 CEO 更强的竞争意识，使之表现出更加激进的特质，增加实施并购活动的倾向. 在表 12 第（3）列、表 12 第（4）列中，*Risk* 的估计系数显著为负，说明企业风险水平的增加在整体上使 CEO 更加倾向于进行保守的决策；*ROCEO* × *Risk* 的估计系数均至少在 5% 的水平下显著为正，说明在企业风险水平较高时，改革开放时代成长的 CEO 对于风险的接受度和偏好更加凸显，更加倾向于进行并购活动.

中国知网 https://www.cnki.net

表 12　CEO 改革开放成长经历对企业并购决策的影响：基于关联情境的机制检验

Table 12 Impact of CEOs' growth experience in reform and opening-up on the corporate M&A decision: Mechanism analysis based on relevant scenarios

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	MA_D	*MA_A*	*MA_D*	*MA_A*
ROCEO × *HHI'*	0.299***	4.744***	—	
	(3.49)	(3.30)		
HHI'	−0.221**	−3.151**		
	(−2.56)	(−2.11)		
ROCEO × *Risk*	—		0.705***	9.313**
			(3.14)	(2.44)
Risk			−1.111***	−15.646***
			(−6.44)	(−5.39)
ROCEO	0.055**	0.789**	0.064***	1.075***
	(2.48)	(2.07)	(2.88)	(2.78)
Constant	−1.825***	−9.548***	−1.562***	−5.439***
	(−4.29)	(−4.04)	(−3.24)	(−3.08)
Controls_A	Yes	Yes	Yes	Yes
Year/Firm FE	Yes	Yes	Yes	Yes
N	13 476	13 476	13 476	13 476
Adj. R^2	0.149	0.157	0.150	0.159

3.4　CEO 的改革开放成长经历与企业并购偏好

为进一步探究改革开放时代成长的 CEO 与企业并购行为之间的关系，对企业并购偏好进行了研究. 表 13 报告了改革开放时代成长的 CEO 对企业并购中创新型并购、异地并购和跨国并购的影响. 表 13 第(1)列、表 13 第(2)列为改革开放时代成长的 CEO 对创新型并购的回归结果，表 13 第(3)列、表 13 第(4)列为改革开放时代成长的 CEO 对异地并购的回归结果，表 13 第(5)列、表 13 第(6)列为改革开放时代成长的 CEO 对跨国并购的回归结果，改革开放 CEO 变量(*ROCEO*)的回归系数均至少在 10% 的水平上显著为正，表明改革开放时代成长的 CEO 在并购中更倾向于基于企业的发展战略需求进行创新型并购、异地并购和跨国并购，验证了假设 2a、假设 2b 和假设 2c.

表 13　CEO 改革开放时代成长经历对企业并购偏好的影响

Table 13 Impact of CEOs' growth experience in reform and opening-up and corporate M&A preferences

变量	*INNO_MA*		*CPRO_MA*		*CBOR_MA*	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ROCEO	0.227***	0.212**	0.222***	0.229***	0.042**	0.058*
	(3.29)	(2.34)	(5.86)	(4.26)	(2.19)	(1.93)
Constant	0.079	−2.298	0.031	0.359	−0.016	0.200
	(1.41)	(−0.82)	(1.02)	(0.27)	(−0.99)	(0.49)
Controls_A& Controls_B	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year/Firm FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	2 239	2 239	2 239	2 239	2 239	2 239
Adj. R^2	0.169	0.172	0.281	0.292	0.164	0.163

3.5　改革开放的地区差异、CEO 成长经历与企业并购决策

我国的地域辽阔，改革开放的进程和开放程度存在地域差异[60]. 一方面，改革开放初期，国家实行非均衡与均衡相结合的发展战略，在鼓励有条件的地区先行快速发展的同时，帮助欠发达地

中国知网　https://www.cnki.net

区发展. 我国的对外开放进程呈现出由沿海到内陆,围绕沿海重点城市群“梯度”发展的动态格局. 基于此,依据改革与开放两个维度在地区经济发展场景中的动态展开,采用改革政策的投放(*OPEN*1)和对外开放程度(*OPEN*2)对各区域的改革开放程度进行划分④. 在改革开放政策方面,本研究将五个经济特区和 14 个沿海开放城市定义为改革开放政策投放先行地区,如果 CEO 籍贯属于上述城市,则 *OPEN*1 取 1,否则取 0.

另一方面,在对外开放程度方面,本研究使用对外贸易开放程度作为对外开放程度的代理变量,对外贸易开放程度的计算公式如式(6)所示.

$$FT_{i,t} = (emp_{i,t} + imp_{i,t}) / GDP_{i,t} \quad (6)$$

其中 $emp_{i,t}$ 和 $imp_{i,t}$ 表示 i 地区 t 年份的出口贸易量和进口贸易量,$GDP_{i,t}$ 表示 i 地区 t 年份的国内生产总值. 本研究将对外开放程度高的地区定义为 1987 年—1999 年间平均对外贸易开放程度大于中位数的地区⑤,如果 CEO 籍贯属于对外贸易开放程度高的地区,则 *OPEN*2 取 1,否则取 0.

最终回归结果如表 14 与表 15 所示,交乘项 *ROCEO* ×*OPEN*1 和 *ROCEO* ×*OPEN*2 的系数均至少在 10%的水平上显著为正,表明在改革开放较早和程度较高地区长大的 CEO,其并购倾向和规模相对更高,且更加偏好创新型并购、异地并购和跨国并购. 由此可见,CEO 青少年时期所在地区的改革开放进程和开放程度,对于 CEO 成年后的意识形态与认知特征具有更深层次的影响,进一步加强了本研究的理论假设.

表 14 CEO 改革开放成长经历对企业并购决策的影响:基于改革开放地区差异的进一步检验

Table 14 Impact of CEOs' growth experience in reform and opening-up on the corporate M&A decision: Analysis based on regional differences in reform and opening-up

变量	*MA_D*	*MA_A*	*MA_D*	*MA_A*
	(1)	(2)	(3)	(4)
ROCEO ×*OPEN*1	0.044 *	1.363 **	—	
	(1.91)	(2.57)		
*OPEN*1	−0.039	−1.103		
	(−0.67)	(−1.07)		
ROCEO ×*OPEN*2	—		0.058 **	1.065 **
			(2.26)	(2.53)
*OPEN*2			−0.058 *	−1.113 **
			(−1.81)	(−2.10)
ROCEO	0.037	1.084 **	0.081 ***	1.545 ***
	(1.20)	(2.13)	(2.59)	(3.05)
Constant	0.256	0.908	0.096	−1.916
	(0.85)	(0.19)	(0.39)	(−0.45)
Controls_A	Yes	Yes	Yes	Yes
Year/Firm FE	Yes	Yes	Yes	Yes
N	13 476	13 476	13 476	13 476
Adj. R^2	0.073	0.073	0.085	0.093

④ 1980 年中国开放深圳、珠海、汕头和厦门四个经济特区,1988 年开放海南经济特区. 1984 年,党中央和国务院决定进一步开放大连、秦皇岛、天津、烟台、青岛、连云港、南通、上海、宁波、温州、福州、广州、湛江、北海 14 个港口城市.

⑤ 由于 1987 年之前中国地区进出口贸易数据缺失较多,因此本研究将 1987 年作为对外贸易开放程度数据起点,将加入世贸组织前一年,即 1999 年,作为数据截止点.

中国知网 https://www.cnki.net

表 15　CEO 改革开放成长经历对企业并购偏好的影响：基于改革开放地区差异的进一步检验

Table 15 Impact of CEOs' growth experience in reform and opening-up on the corporate M&A preferences: Analysis based on regional differences in reform and opening-up

变量	*INNO_MA*		*CPRO_MA*		*CBOR_MA*	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ROCEO ×*OPEN*1	0.046**		0.243*		0.142*	
	(2.09)	—	(1.80)	—	(1.84)	—
*OPEN*1	−0.019		−0.279		−0.101	
	(−0.12)		(−1.05)		(−1.31)	
ROCEO ×*OPEN*2		0.134**		0.296*		0.017*
		(2.01)		(1.92)		(1.88)
*OPEN*2	—	−0.279	—	−0.234	—	−0.028
		(−1.53)		(−1.30)		(−1.23)
ROCEO	0.090	0.392**	0.256	0.507***	0.062	0.009
	(0.28)	(1.98)	(1.09)	(3.00)	(1.23)	(0.43)
Constant	−4.571	−5.096*	0.297	−0.814	−0.495	0.337
	(−0.99)	(−1.94)	(0.10)	(−0.44)	(−0.33)	(0.72)
Controls_A& *Controls_B*	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year/Firm FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	2 239	2 239	2 239	2 239	2 239	2 239
Adj. R^2	0.351	0.362	0.236	0.265	0.193	0.290

3.6　改革开放的时间进程、CEO 成长经历与企业并购决策

改革开放过程中，发生了一个个影响深远的重大事件⑥. 首先，1992 年邓小平的南方谈话坚定了中国经济市场化发展的方向. 自此改革开放进入了新的历史阶段，市场化改革目标的全方位确立，进一步鼓励和推动建立市场竞争机制[40]. 其次，2001 年我国加入 WTO，主动参与国际竞争与合作. 随着国际贸易自由度显著提升，成长于这一时期的青少年，天然地被赋予更加全球化、多元化的包容性思维，在成年后的行为决策中也更加容易突破传统地缘本位的局限[42, 43].

基于以上分析，将样本数据由 2001 年—2013 年扩展至 2019 年，在以经历 1978 年作为划分成长于改革开放阶段 CEO（*RECEO*）的基础上，分别以成长于 1992 年南方谈话的市场化改革阶段 CEO 变量（*ROCEO*1）和经历 2000 年加入世贸组织的国际化阶段 CEO 变量（*ROCEO*2），作为改革开放进程中的两个里程碑事件进一行细分. 表 16 和表 17 报告了基于改革开放时间进程的进一步检验结果，其中 *ROCEO* × *ROCEO*1 和 *ROCEO* × *ROCEO*2 的系数均显著为正，表明随着改革开放进程的深入，在青少年时期成长于市场化改革阶段以及国际化阶段的 CEO，其并购频率和并购规模显著更高，且更偏好创新型并购、异地并购和跨国并购. 由此可见，改革开放进程中的市场化改革和加入世贸组织等重大事件，对于 CEO 早期成长中的竞争意识、风险意识和国际化意识等方面，产生了更加深刻的认知塑造效应.

⑥　标志性重大事件一：从 1978 年十一届三中全会到 1984 年十二届三中全会通过《中共中央关于经济体制改革的决定》，确立了市场经济改革的目标. 标志性重大事件二：1992 年邓小平的南方谈话和党的十四大，坚定了中国改革不可动摇的方向，全面向市场经济转型. 标志性重大事件三：2001 年，中国正式加入世界贸易组织，同世界市场经济制度全方位接轨，融入经济全球化的体系.

中国知网　https://www.cnki.net

表 16 CEO 改革开放成长经历对企业并购决策的影响：基于改革开放时间进程的进一步检验

Table 16 Impact of CEOs' growth experience in reform and opening-up on the corporate M&A decision: Analysis based on time process differences in reform and opening-up

变量	*MA_D*		*MA_A*	
	(1)	(2)	(3)	(4)
ROCEO × *ROCEO*1	0.030**	0.027*	0.418*	0.373*
	(2.16)	(1.93)	(1.73)	(1.94)
ROCEO × *ROCEO*2	—	0.046*	—	0.751*
		(1.77)		(1.75)
ROCEO	0.055***	0.058***	0.861***	0.909***
	(4.90)	(5.08)	(4.34)	(4.51)
Constant	−0.215*	−0.230**	−5.616***	−5.863***
	(−1.95)	(−2.08)	(−2.81)	(−2.92)
Controls_A	Yes	Yes	Yes	Yes
Year/Firm FE	Yes	Yes	Yes	Yes
N	29 738	29 738	29 738	29 738
Adj. R^2	0.049	0.057	0.049	0.057

表 17 CEO 改革开放成长经历对企业并购偏好的影响：基于改革开放时间进程的进一步检验

Table 17 Impact of CEOs' growth experience in reform and opening-up on the corporate M&A preferences: Analysis based on time process differences in reform and opening-up

变量	*INNO_MA*		*CPRO_MA*		*CBOR_MA*	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ROCEO × *ROCEO*1	0.148**	0.143*	0.039**	0.056*	0.020*	0.022*
	(2.21)	(1.93)	(2.35)	(1.89)	(1.85)	(1.70)
ROCEO × *ROCEO*2	—	0.070**	—	0.236**	—	0.029*
		(2.45)		(2.08)		(1.78)
ROCEO	0.264***	0.265***	0.237***	0.233***	0.054*	0.054*
	(2.58)	(2.58)	(3.88)	(3.81)	(1.67)	(1.68)
Constant	−2.537	−2.553	−0.069	−0.013	0.217	0.210
	(−0.88)	(−0.89)	(−0.05)	(−0.01)	(0.52)	(0.50)
Controls_A& *Controls_B*	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year/Firm FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	4 905	4 905	4 905	4 905	4 905	4 905
Adj. R^2	0.207	0.206	0.286	0.286	0.172	0.171

3.7 CEO 的改革开放成长经历与企业并购风险与绩效

在并购过程中，并购溢价与并购绩效是企业与其他市场主体最为关注的两个方面. 一方面，并购溢价是管理者风险观念在企业并购活动的直观映射[61]. 依据改革开放时代成长的 CEO 具有更高的风险偏好，因此推断其对于并购溢价具有更高的接受度. 本研究使用企业并购溢价变量（*Pre*），其等于支付价格与账面价值之差占后者的百分比，进一步检验改革开放时代成长的 CEO 对企业并购风险的影响. 表 18 第(1)列的结果显示，*ROCEO* 的系数显著为正，表明改革开放时代成长的 CEO 确实提高了企业并购溢价风险.

另一方面，新的市场机会往往诞生于风险之中，在瞬息万变的竞争环境中果断决策、把握机遇，是企业创造新的利润增长点的关键. 本研究使

中国知网 https://www.cnki.net

用变量 *BHAR* 衡量并购绩效，其等于并购首次公告日后持有企业股票 12 个月股票收益率超过市场收益率的部分. 表 18 第(2)列的实证结果显示，*ROCEO* 的系数显著为正，说明改革开放时代成长的 CEO 对于企业并购绩效具有显著的正向影响.

本研究进一步对不同类型的并购绩效进行异质性分析，其中 *T* 代表上述不同类型的企业并购. 表 18 第(3)列 ~ 表 18 第(5)列实证结果显示，交乘项变量(*T* × *ROCEO*)系数均至少在 5% 的水平上显著为正，说明改革开放时代成长的 CEO 所倾向的创新型并购、异地并购与跨国并购对于企业并购绩效具有正向的影响. 上述结果进一步表明，成长于改革开放阶段的 CEO 在并购决策中兼备理性和进取的特征，更加善于利用风险，对并购机会先知先觉，能够在瞬息万变的市场中把握机遇，帮助企业实现价值突破.

表 18　CEO 改革开放成长经历下并购决策及偏好对企业并购溢价与并购绩效的影响

Table 18 Impact of corporate M&A decision and preferences on the premium and performance of M&A under CEOs' growth experience in reform and opening-up

变量	*Pre*	*BHAR*			
T	—		*INNO _MA*	*CBOR _MA*	*CPRO _MA*
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
ROCEO	0.020 *	0.035 **	−0.089	0.041	−0.040
	(1.86)	(2.38)	(−0.70)	(0.35)	(−0.39)
T × *ROCEO*	—		0.129 **	0.004 **	0.293 ***
			(2.53)	(2.04)	(2.65)
T			−0.104	−0.071	−0.069
			(−0.39)	(−0.79)	(−0.95)
Constant	0.243	0.202	4.017	4.519 *	4.587 *
	(0.26)	(0.79)	(1.56)	(1.69)	(1.71)
Controls_A	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Controls_B	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year/Firm FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	2 239	2 239	2 239	2 239	2 239
Adj. R^2	0.084	0.076	0.098	0.061	0.076

4　结束语

党的二十大报告指出，培养造就大批德才兼备的高素质人才，是国家和民族长远发展大计. 本研究基于社会心理学和公司财务学的交叉融合，利用中国改革开放这一独特而有利的场景，建立繁荣时代管理者成长经历下的人格特征烙印与企业并购行为的分析框架，突破了国外专注于经济萧条时代成长经历的研究传统，阐释了改革开放时代的 CEO 成长经历对企业并购行为的影响机制. 本文研究发现：改革开放时代成长的 CEO 更倾向于实施高风险的并购活动且并购规模更大，而这一关系不能被教育水平、海外经历、军旅经历等因素的差异所完全解释. 在并购偏好方面，改革开放时代成长的 CEO 更加倾向于实施创新型并购、异地并购和跨国并购. 机制检验表明，更高的行业竞争度与风险水平能够激发改革开放时代成长的高管的人格特征烙印，使其对企业并购行为的影响更加显著. 进一步，通过细分改革开放的地域差异和时间进程，发现成长于改革开放进程较快地区的高 CEO 以及在青少年时期经历了市场化改革与加入 WTO 两大事件的 CEO，其成长经历对企业并购倾向和跨度的影响更加显著. 最后，研究发现成长于改革开放时代的 CEO 在提高了并购溢价的同时对并购绩效具有显著的正向影

中国知网　https://www.cnki.net

响,且这一影响在创新型并购、异地并购与跨国并购中表现的更为明显. 基于上述结论,得出如下几点启示.

首先,从 CEO 的角度而言,青少年时期的经历是 CEO 冒险精神的核心基因塑造的起点. 时代背景所伴生的社会情境往往内化于个体的认知模式与经验框架,影响着 CEO 的行为逻辑和价值预期. CEO 需要认识到“烙印效应”的客观存在性,以更加广阔和全面视角理解个人认知对企业决策的影响机制,最大限度地发挥自身的优势,对过往经历在决策中可能产生的惯性思维与认知惰性保持警觉,根据内外部环境的变化发展适应性能力. 例如本研究发现,改革开放的时代情境赋予了成长于这一时代的年轻人在企业决策过程中表现出更加激进、开放的特质. 而这类战略决策能够帮助企业突破原有的桎梏,寻求新的增长点的同时,风险也意味着不确定性与挑战. 这就要求 CEO 必须合理认知自身的经验和判断力,避免由于认知局限性所导致的盲目决策. 此外,本文研究结论也为理解 CEO 个体决策行为提供了新的切入点. 在进行相关市场行情分析与监管政策制定时,可以将具有共性的群体经历特征以及时代背景纳入权衡因素中,从而提高论断与政策的适用性和针对性.

其次,从微观企业的角度而言,本研究发现为企业高质量发展所需各类人才的选拔提供了有益启示. 鉴于改革开放时代成长的 CEO 对不同类型的并购绩效具有差异化的影响,企业需要甄别管理者个人特征和认知能力与企业发展战略的契合程度,积极探寻科学的发展模式与管理团队配置体系. CEO 的认知模式与信念偏好差异使其存在人力资本适配的异质性,因此,随着企业外部环境的演化与迭代,企业应依据战略目标和内外部环境的动态变化对 CEO 及其管理团队采取权变策略. 一方面,科学团队配置体系能够帮助 CEO 脱离过往经历的樊篱,在激进与稳健中找寻平衡点与结合点,实现人才优势与企业发展的适应与契合;另一方面,企业可以针对 CEO 特征,有意识地加强决策支持与治理机制建设,完善价值评估机制与风险控制,避免由于 CEO 主观随意性缺陷导致的非理性决策.

最后从宏观经济发展的角度而言,本研究的结论可能对未来我国深化经济体制改革具有积极的启示. 随着中国特色社会主义进入新时代,尤其是在经济由高速增长向高质量发展转型的关键阶段,创新与突破的重要性日益凸显,公众对于变化和革新的接受程度可能通过微观经济行为长期影响我国经济发展. 本研究从个体特征视角探索社会情境因素与微观企业行为之间的联动关系,发现随着改革开放进程的深入,CEO 在青少年时期经历的市场化氛围对企业并购行为的正向影响更加明显,也加深了其对于创新式、开放式并购的偏好. 可见,“先富带动后富”战略下的市场经济体制改革在推进中国经济飞速发展的同时,也使开放、创新的市场化思维逐步根植于新一代管理者的思想价值观念,在企业经营决策中扮演着越来越重要的角色. 这一结论充分反映了个体价值观建设对于经济发展的重要意义. 随着经济体制改革进程的进一步推进与信息技术的发展,青少年们也会更早更深入地接受开放与创新的社会氛围,公众整体的价值观念会持续改变,进而有助于微观经济主体的创新转型,推动中国经济持续高质量发展. 政府部门在推进经济建设的同时,也应注重引领社会思潮,引导微观个体自觉追求和实践未来经济社会发展所蕴含的思想内涵和价值观念.

参 考 文 献:

[1]王俊豪. 中国特色政府监管理论体系:需求分析、构建导向与整体框架[J]. 管理世界, 2021, 37(2): 148 – 164 + 184 + 11.

中国知网 https://www.cnki.net

Wang Junhao. The theoretical system of government regulation with Chinese characteristics: Demand analysis, constructing orientations and overall framework[J]. Journal of Management World, 2021, 37(2): 148 - 164 + 184 + 11. (in Chinese)

[2]梁上坤, 薛慰至, 林　楠. 政府审计监督与企业并购行为[J]. 会计研究, 2024, (7): 162 - 174.
Liang Shangkun, Xue Weizhi, Lin Nan. Government audit supervision and enterprise mergers and acquisitions[J]. Accounting Research, 2024, (7): 162 - 174. (in Chinese)

[3]吴育辉, 刘晓玲, 吴世农. "一带一路"倡议与企业跨区域并购[J]. 管理科学学报, 2023, 26(1): 55 - 82.
Wu Yuhui, Liu Xiaoling, Wu Shinong. The "Belt and Road" initiative and cross-regional mergers and acquisitions[J]. Journal of Management Sciences in China, 2023, 26(1): 55 - 82. (in Chinese)

[4]Fathollahi M, Harford J, Klasa S. Anticompetitive effects of horizontal acquisitions: The impact of within-industry product similarity[J]. Journal of Financial Economics, 2022, 144(2): 645 - 669.

[5]蔡庆丰, 田　霖. 产业政策与企业跨行业并购: 市场导向还是政策套利[J]. 中国工业经济, 2019, (1): 81 - 99.
Cai Qingfeng, Tian Lin. Industrial policy and cross-industrial M&As: Market orientation or policy arbitrage[J]. China Industrial Economics, 2019, (1): 81 - 99. (in Chinese)

[6]应千伟, 吴昊婧, 邓可斌. 媒体关注的市场压力效应及其传导机制[J]. 管理科学学报, 2017, 20(4): 32 - 49.
Ying Qianwei, Guo Haojing, Deng Kebin. Effect of market pressure of media coverage and its transmission mechanisms[J]. Journal of Management Sciences in China, 2017, 20(4): 32 - 49. (in Chinese)

[7]Bertrand M, Antoinette S. Managing with style: The effect of managers on firm policies[J]. The Quarterly Journal of Economics, 2003, 118(4): 1169 - 1208.

[8]吕秀梅, 罗　丹. 女性高管的 ESG 责任取向: "漂绿"还是"真绿"? [J]. 南京审计大学学报, 2025, 22(4): 55 - 66.
Lü Xiumei, Luo Dan. ESG Responsibility tendencies of female executives: "Green Washing" or "Green Development"? [J]. Journal of Nanjing Audit University, 2025, 22(4): 55 - 66. (in Chinese)

[9]赖　黎, 巩亚林, 夏晓兰, 等. 管理者从军经历与企业并购[J]. 世界经济, 2017, 40(12): 141 - 164.
Lai Li, Gong Yalin, Xia Xiaolan, et al. Managers' military experience and company M&A[J]. The Journal of World Economy, 2017, 40(12): 141 - 164. (in Chinese)

[10]应千伟, 何思怡. CEO 的财会教育经历有价值吗——基于并购绩效视角的证据[J]. 会计研究, 2021, (6): 42 - 58.
Ying Qianwei, He Siyi. Is the CEOs' financial and accounting education experience valuable? Evidence from the perspective of M&A performance[J]. Accounting Research, 2021, (6): 42 - 58. (in Chinese)

[11]Custódio C, Daniel M. Financial expert CEOs: CEO's work experience and firm's financial policies[J]. Journal of Financial Economics, 2014, 114 (1): 125 - 154.

[12]Gupta A, Fung A, Murphy C. Out of character: CEO political ideology, peer influence, and adoption of CSR executive position by Fortune 500 firms[J]. Strategic Management Journal, 2021, 42(3): 529 - 557.

[13]李晓燕, 钱　婧, 孙瑞彬. 数字化转型中的组织惰性——高管认知的作用[J]. 管理科学学报, 2023, 26(11): 81 - 101.
Li Xiaoyan, Qian Jing, Sun Ruibin. Organizational inertia in digital transformation: The role of top managers cognition[J]. Journal of Management Sciences in China, 2023, 26(11): 81 - 101. (in Chinese)

[14]周中胜, 贺　超, 韩燕兰. 高管海外经历与企业并购绩效: 基于"海归"高管跨文化整合优势的视角[J]. 会计研究, 2020, (8): 64 - 76.

中国知网　https://www.cnki.net

Zhou Zhongsheng, He Chao, Han Yanlan. Executives' overseas experience and corporate M&A performance: Based on the perspective of cross culture integration advantage of overseas experience[J]. Accounting Research, 2020, (8): 64 - 76. (in Chinese)

[15]连燕玲, 贺小刚. CEO 开放性特征、战略惯性和组织绩效——基于中国上市公司的实证分析[J]. 管理科学学报, 2015, 18(1): 1 - 19.

Lian Yanling, He Xiaogang. CEO openness, strategy persistence and organizational performance: A study based on Chinese listed companies[J]. Journal of Management Sciences in China, 2015, 18(1): 1 - 19. (in Chinese)

[16]Dittmar A, Duchin R. Looking in the rearview mirror: The effect of managers' professional experience on corporate financial policy[J]. Review of Financial Studies, 2016, 29(3): 565 - 602.

[17]Wang Q, Raymond Y K L, Haoran X. The impact of social executives on firms' mergers and acquisitions strategies: A difference-in-differences analysis[J]. Journal of Business Research, 2021, 123: 343 - 354.

[18]Graham J R, Harvey C R, Puri M, Managerial attitudes and corporate actions[J]. Journal of Financial Economics, 2013, 109(1): 103 - 121.

[19]Bamber L, Jiang J, Wang I Y. What's my style? The influence of top managers on voluntary corporate financial disclosure [J]. The Accounting Review, 2010, 85(4): 1131 - 1162.

[20]Malmendier U, Tate G, Yan J. Overconfidence and early-life experiences: The effect of managerial traits on corporate financial policies[J]. The Journal of Finance, 2011, 66(5): 1687 - 1733.

[21]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.

[22]Elder G H. Children of the Great Depression. Social Change in Life Experience[M]. Chicago: University of Chicago Press, 1974.

[23]Ralston D A, Egri C P, Stewart S, et al. Doing business in the 21st century with the new generation of Chinese managers: A study of generational shifts in work values in China[J]. Journal of International Business Studies, 1999, 30(2): 415 - 427.

[24]Zhao H, Seibert S E, Lumpkin G T. The relationship of personality to entrepreneurial intentions and performance: A meta-analytic review[J]. Journal of Management, 2010, 36(2): 381 - 404.

[25]Nisbett R, Ross L. Human Inference: Strategies and Shortcomings of Social Judgment[M]. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1980.

[26]Weber J L, Wang Z, Hansen K, et al. Evidence for human meiotic recombination interference obtained through construction of a short tandem repeat - polymorphism linkage map of chromosome 19[J]. American Journal of Human Genetics, 1993, 53(5): 1079 - 1095.

[27]Choi D, Shin H, Kim K. CEO's childhood experience of natural disaster and CSR activities[J]. Journal of Business Ethics, 2023, 188(2): 281 - 306.

[28]Malmendier U, Nagel S. Depressionbabies: Do macroeconomic experiences affect risk taking? [J]. Quarterly Journal of Economics, 2011, 126(1): 373 - 416.

[29]杜兴强, 肖 亮, 林 峤. 生于干旱, 未雨绸缪: CEO 童年干旱经历能否提升公司水资源保护绩效? [J]. 管理科学学报, 2023, 26(7): 106 - 132.

Du Xingqiang, Xiao Liang, Lin Qiao. Born in drought, and saving against a rainy day: Does CEOschildhood drought experience improve corporate water protection performance? [J]. Journal of Management Sciences in China, 2023, 26(7): 106

中国知网 https://www.cnki.net

－132.（in Chinese）

[30]Graham J R, Hazarika S, Narasimhan K. Corporate governance, debt, and investment policy during the great depression [J]. Management Science, 2011, 57(12): 2083－2100.

[31]许年行, 李　哲. 高管贫困经历与企业慈善捐赠[J]. 经济研究, 2016, 51(12): 133－146.
Xu Nianhang, Li Zhe. CEOs poverty experience and corporate philanthropy[J]. Economic Research Journal, 2016, 51(12): 133－146.（in Chinese）

[32]Fralich R, Alireza A. Forged at workforce entry? CEO imprinting, information uncertainty and merger wave timing[J]. Journal of Management Studies, 2024, 61(8): 3627－3652.

[33]Polanyi K. The Great Transformation: The Political and Economic Origins of Our Time[M]. Boston: Beacon Press, 1944.

[34]方　文. 转型心理学：以群体资格为中心[J]. 中国社会科学, 2008,(4): 137－147＋207.
Fang Wen. A psychology of transformation: The membership approach[J]. Social Sciences in China, 2008,(4): 137－147＋207.（in Chinese）

[35]Egri C P, Ralston D A. Generation cohorts and personal values: A comparison of China and the United States[J]. Organization Science, 2004, 15(2): 210－220.

[36]严　飞. 分化与流动：我国社会结构与社会心态变迁(1978—2020)[J]. 求索, 2021,(6): 96－103.
Yan Fei. Differentiation and mobility: The change of social structure and social mentality in China (1978－2020)[J]. Seeker, 2021,(6): 96－103.（in Chinese）

[37]Santos H C, Varnum M E W , Grossmann I. Global increases in individualism[J]. Psychological Science, 2017, 28(9): 1228－1239.

[38]Faure G O, Fang T. Changing Chinese values: Keeping up with paradoxes[J]. International Business Review, 2008, 17(2): 194－207.

[39]方　毅, 孟佶贤, 张屹山. 中国经济增长的状态跃迁(1979－2020)——基于复杂系统视角的研究[J]. 中国社会科学, 2022,(5): 4－26＋204.
Fang Yi, Meng Jixian, Zhang Yishan. The status transition of China's economic growth(1979－2020): A study based on a complex systems perspective[J]. Social Sciences in China, 2022,(5): 4－26＋204.（in Chinese）

[40]Tan J. Innovation and risk taking in a transitional economy: A comparative study of Chinese managers and entrepreneurs [J]. Journal of Business Venturing, 2001, 16(4): 359－376.

[41]Whyte M K. Paradoxes of China's economicboom[J]. Annual Review of Sociology, 2009, 35(1): 371－392.

[42]Li J, Tang Y. CEO hubris and firm risk taking in China: The moderating role of managerial discretion[J]. Academy of Management Journal, 2010, 53(1): 45－68.

[43]Xu C. The fundamental institutions of China's reforms and development[J]. Journal of Economic Literature, 2011, 49(4): 1076－1151.

[44]Simsek Z, Fox B C, Heavey C. "What's past is prologue": A Framework, review, and future directions for organizational research on imprinting[J]. Journal of Management, 2015, 41(1): 288－317.

[45]程令国, 张　晔. 早年的饥荒经历影响了人们的储蓄行为吗？——对我国居民高储蓄率的一个新解释[J]. 经济研究, 2011, 46(8): 119－132.
Cheng Lingguo, Zhang Ye. Does famine experience in childhood influence one's saving decision? A new explanation of China's high household saving rate[J]. Economic Research Journal, 2011, 46(8): 119－132.（in Chinese）

[46]王姝勋, 董　艳. 期权激励与企业并购行为[J]. 金融研究, 2020,(3): 169－188.

中国知网　https://www.cnki.net

Wang Shuxun, Dong Yan. Stock option incentives and firms' M&A behaviors[J]. Journal of Financial Research, 2020, (3): 169 – 188. (in Chinese)

[47] Aggarwal R K, Samwick A A. Empire-builders and shirkers: Investment, firm performance, and managerial incentives[J]. Journal of Corporate Finance, 2006, 12(3): 489 – 515.

[48] Cain M D, McKeon S B. CEO personal risk taking and corporate policies[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2016, 51(1): 139 – 164.

[49] Duysters G, Hagedoorn J. Do company strategies and structures converge in global markets? Evidence from the computer Industry[J]. Journal of International Business Studies, 2001, 32(2): 347 – 356.

[50] 陈爱贞, 张鹏飞. 并购模式与企业创新[J]. 中国工业经济, 2019, (12): 115 – 133.
Chen Aizhen, Zhang Pengfei. M&A mode and enterprise's innovation[J]. China Industrial Economics, 2019, (12): 115 – 133. (in Chinese)

[51] BernileG, Bhagwat V, Rau P R. What doesn't kill you will only make you more risk-loving: Early-life disasters and CEO behavior[J]. The Journal of Finance, 2017, 72(1): 167 – 206

[52] Kish-Gephart J J, Campbell J T. You don't forget your roots: The influence of CEO social class background on strategic risk taking[J]. Academy of Management Journal, 2015, 58(6): 1614 – 1636.

[53] Du J, Lu Y, Tao Z. Government expropriation and Chinese-style firm diversification[J]. Journal of Comparative Economics, 2015, 43(1): 155 – 169.

[54] 姜付秀, 张 敏, 陆正飞, 等. 管理者过度自信、企业扩张与财务困境[J]. 经济研究, 2009, 44(1): 131 – 143.
Jiang Fuxiu, Zhang Min, Lu Zhengfei, et al. Managerial overconfidence, firm expansion and financial distress[J]. Economic Research Journal, 2009, 44(1): 131 – 143. (in Chinese)

[55] Huang J, Zhao J, Cao J. Environmental regulation and corporate R&D investment: Evidence from a quasi-natural experiment[J]. International Review of Economics & Finance, 2021, 72:154 – 174.

[56] 刘蓝予, 周黎安, 吴 琦. 传统商业文化的长期经济影响——基于明清商帮的实证研究[J]. 管理世界, 2021, 37(11): 106 – 120 + 8.
Liu Lanyu, Zhou Li'an, Wu Qi. Long-term economic consequences of traditional business culture: Evidence from Ming-Qing guilds[J]. Journal of Management World, 2021, 37(11): 106 – 120 + 8. (in Chinese)

[57] 王孝钰, 高 琪, 邹汝康, 等. 商帮文化对企业融资行为的影响研究[J]. 会计研究, 2022, (4): 168 – 178.
Wang Xiaoyu, Gao Qi, Zou Rukang, et al. The influence of merchant guild culture on enterprise financing behavior[J]. Accounting Research, 2022, (4): 168 – 178. (in Chinese)

[58] Lewis B W, Walls J L, Dowell G W S. Difference in degrees: CEO characteristics and firm environmental disclosure[J]. Strategic Management Journal, 2014, 35(5): 712 – 722.

[59] Verplanken B, Holland R W. Motivated decision making: Effects of activation and self-centrality of values on choices and behavior[J]. Journal of Personality and Social Psychology, 2002, 82(3): 434 – 447.

[60] 林毅夫, 蔡 昉, 李 周. 中国经济转型时期的地区差距分析[J]. 经济研究, 1998, (6): 5 – 12.
Lin Yifu, Cai Fang, Li Zhou. Analysis of regional differences during China's economic transformation period[J]. Economic Research Journal, 1998, (6): 5 – 12. (in Chinese)

[61] 江世银, 蒋志远, 丁 潇. 企业数字化转型与并购商誉泡沫[J]. 南京审计大学学报, 2024, 21(6): 41 – 54.
Jiang Shiyin, Jiang Zhiyuan, Ding Xiao. Corporate digital transformation and M&A goodwill bubbles[J]. Journal of Nanjing Audit University, 2024, 21(6): 41 – 54. (in Chinese)

中国知网 https://www.cnki.net

Research on CEOs' growth experience and mergers and acquisitions: Research based on the context of reform and opening-up

HAO Ying[1], *FU Jia-cheng*[2], *LI Jun-yi*[3*], *HUANG Li-xin*[1]

1. Business School, Beijing Normal University, Beijing 100875, China;
2. School of Economics and Management, Beijing University of Agriculture, Beijing 102206, China;
3. School of Accounting, Guangdong University of Finance and Economics, Guangzhou 510320, China

Abstract: Taking reform and opening-up as a unique and advantageous scenario, this paper explains the impact of growth experience in prosperous times on corporate decision-making from the perspective of M&A. Empirical results show that, CEOs' reform and opening-up growth experience is significantly positively associated with the intensity of M&A, and it cannot be fully explained by differences in education level, overseas experience and military experience. Mechanism analysis demonstrates that higher level of industry competition and risk helps promote CEOs' sense of competition and risk preference, thereby significantly increasing CEOs' tendency to engage in M&A. Further analysis of M&A preferences indicate that CEOs' with reform and opening-up growth experience exhibit a higher tendency for innovative M&A, inter-regional M&A, and cross-border M&A. By further subdividing regional differences and time process in the reform and opening-up, the results show that for CEOs' who grew up in regions with a rapid pace of reform and opening-up and who experienced two major events during their youth, the effect of reform and opening-up growth experiences is more significant. Further analysis shows that CEOs' reform and opening-up growth experience can improve both M&A premiums and M&A performance, and the effects are more pronounced among innovative M&A, inter-regional M&A, and cross-border M&A. These findings, based on reform and opening-up context, go beyond the traditional literature on growth experience in great depressions and help better reveal the mechanism through which CEOs' growth experience affect corporate management. The study also has implications for how CEOs can better play a leading role in the promotion of reform and opening-up and high-quality economic development of China.

Key words: growth experiences; mergers and acquisitions; reform and opening-up

中国知网　https://www.cnki.net