



第8辑

会计与控制评论

REVIEW OF ACCOUNTING AND CONTROL

中国内部控制研究中心 主办

徐虹 林钟高 李敏

CEO权力、股票市场波动与上市公司并购

刘正航 刘正阳

会计人才发展影响上市公司内部控制有效性吗？

——基于“会计管理活动论”的实证检验





第8辑

会计与控制评论

REVIEW OF ACCOUNTING AND CONTROL

中国内部控制研究中心 主办

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press
大连

图书在版编目 (CIP) 数据

会计与控制评论·第8辑 / 中国内部控制研究中心主办, 一大连: 东北财经大学出版社, 2018.4

ISBN 978-7-5654-3171-5

I. 会… II. 中… III. ①会计制度-文集 ②企业内部管理-文集 IV. ①F233-53 ②F272-53

中国版本图书馆CIP数据核字 (2018) 第106773号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街217号 邮政编码 116025)

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连图腾彩色印刷有限公司印刷 东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 180mm×255mm 字数: 221千字 印张: 11.5

2018年4月第1版 2018年4月第1次印刷

责任编辑: 李 彬 石建华 责任校对: 王 娟

封面设计: 张智波 版式设计: 钟福建

定价: 38.00元

教学支持 售后服务 联系电话: (0411) 84710309

版权所有 侵权必究 举报电话: (0411) 84710523

如有印装质量问题, 请联系营销部: (0411) 84710711

会计与控制评论

*Review of Accounting and
Control*

第8辑, 2018年
No. 8, 2018

中国内部控制研究中心 主办

编辑:《会计与控制评论》编辑部

电话: (0411) 84738559

传真: (0411) 84738559

电子邮箱: cicredit@126.com

通讯地址: 中国·大连市·沙河口区尖山
街217号
东北财经大学梓楠楼454室

邮政编码: 116025

编委会

主任: 周守华

委员 (按姓氏笔画排序):

王光远 方红星 吕长江

曲晓辉 朱荣恩 刘永泽

刘志远 张龙平 张俊瑞

杨雄胜 陈汉文 陆正飞

周守华 孟 焰 夏冬林

靳庆鲁 蔡 春 戴德明

魏明海

主 编: 刘永泽

副主编: 刘凌冰

编辑部

主 任: 许浩然

副主任: 张婷婷

编 辑: 莫冬燕

第8辑, 2018年

No. 8, 2018

会计与控制评论

Review of Accounting and Control

目 录

CEO权力、股票市场波动与上市公司并购	/1
徐虹 林钟高 李敏	
治愈“松弛”, 局部手术还是周身理疗? ——预算松弛全流程治理 模型研究	/35
刘凌冰 王自平	
会计人才发展影响上市公司内部控制有效性吗? ——基于“会计 管理活动论”的实证检验	/77
刘正航 刘正阳	
政治关联、债务重组与盈余管理程度	/94
宋淑琴 慈亨嘉	
股权投资会计规则的演变及其理论根源	/111
莫冬燕	
成本粘性对企业绩效的影响研究	/136
耿云江 胡姝敏	
社会责任报告与企业系统风险应对	/152
赵振洋 赵丽娜	
从行为经济学角度探讨行政事业单位内部控制制度执行局限性	/167
衣晓青 王思琪	

No. 8, 2018

Review of Accounting and Control

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

CONTENTS

CEO Power, Stock Market Volatility and M&A of the Listed Companies <i>Hong Xu, Zhonggao Lin, Min Li</i>	/33
Cure the Slack, Local Operation or Systemic Treatment? —Study on the Systematic Budget Slack Governance Model <i>Lingbing Liu, Ziping Wang</i>	/76
Does the Development of Accounting Talents Affect Internal Control Effectiveness of Listed Companies? —An Empirical Test Based on the Accounting Management Theory <i>Zhenghang Liu, Zhengyang Liu</i>	/93
Political Connection, Debt Restructuring and Earnings Management <i>Shuqin Song, Hengjia Ci</i>	/109
The Evolution of Equity Investment Accounting Rules and Its Theoretical Roots <i>Dongyan Mo</i>	/135
Research on the Impact of Cost Stickiness on Enterprise Performance <i>Yunjiang Geng, Shumin Hu</i>	/150
Study on Quality Social Responsibility Report and Corporate Systematic Risk <i>Zhenyang Zhao, Lina Zhao</i>	/166
Exploration on the Limitations of the Internal Control of Administrative Institutions from the Perspective of Behavioral Economics <i>Xiaoqing Yi, Siqu Wang</i>	/176

CEO权力、股票市场波动与上市公司 并购^①

徐虹 林钟高 李敏

(安徽工业大学商学院会计系 马鞍山 243002)

摘要 与以往单纯从微观或者宏观角度研究企业并购的文献不同, 本文引入企业并购的宏微观互动框架, 考察股票市场波动与CEO权力及其交互作用对上市公司并购决策的影响以及并购后CEO薪酬及公司绩效的变化。研究发现, 在我国上市公司中, 股票市场波动对上市公司并购产生正向影响, 且CEO权力越大, 这种正向影响越明显, 虽然与未实施并购公司相比, 实施并购公司的CEO薪酬明显增加, 但是绩效并未明显改善, 说明在股票市场波动环境下的并购, 可能是上市公司CEO利用管理层权力达到自身利益最大化的结果。进一步的研究还发现, 作为政府宏观调控重要手段的货币政策对企业并购行为及效果的影响明显, 与货币政策宽松时期相比, 在货币政策紧缩时期, 股票市场波动对企业并购行为的影响减弱, 相对于未实施并购公司而言, 实施并购公司的CEO薪酬未有明显提高, 但是公司业绩在一定程度上得以改善。

关键词 股票市场波动 CEO权力 并购 CEO薪酬 并购绩效 货币政策

^① 基金项目: 国家自然科学基金项目“货币政策影响企业并购行为及效率的传导机制研究”(71372204)。

一、引言

尽管学术界对驱动并购活动的因素与绩效表现至今尚未得出一致的结论,但是相关研究均发现并购活动几乎在不同的行业、不同的公司同时发生,说明来自于经济发展速度、资本市场波动、产业调整、技术进步等宏观经济因素,可能是刺激大量并购活动发生的外部驱动因素(Harford, 2005),西方的研究将这种具有聚类特征的微观层面并购称为并购浪潮。围绕着究竟哪些因素导致了并购浪潮的形成,新古典经济理论认为并购主要由经济发展、市场管制和科技进步等因素所导致(Mitchell and Mulherin, 1996; Brealey and Myers, 2003; Harford, 2005; Martynova and Renneboog, 2008);而行为理论则认为是由委托代理、管理者自负及羊群效应所引起(Shleifer and Vishny, 1991; Bikhchandani, Hirshleifer and Welch, 1992; Milbourn, Boot and Thakor, 1999)。此外,还有一些学者认为并购是资本市场发展、公司管理者利用资本市场的价值高估择时并购的结果(Shleifer and Vishny, 2003; Rhodes - Kropf and Vishwanathan, 2004; Rhodes - Kropf, Robinson and Vishwanathan, 2005)。同时,国外关注宏观经济政策与公司并购关系的研究始于并购活动顺周期特征的发现,大量研究(Choi and Jeon, 2011; Kastrinaki and Stoneman, 2013; Saravia, 2014)发现,企业并购活动的顺周期特征来源于并购活动与金融市场、货币政策以及实体经济间的密切联系。在美国、英国和欧盟地区,并购浪潮总是发生在经济强劲增长、股票市场高涨时期,因此,货币金融领域尤其是股票市场的变化可能是影响企业并购活动不可忽视的重要力量。我国资本市场起步较晚,但是上市公司的并购热情却日益高涨,据国泰安(CSMAR)重组数据库统计,我国上市公司自2004—2014年间发生并购事项51 468件,每年持续以10%的速度不断增长,并购成为我国上市公司扩大经营规模、提高经济效益和管理水平的有效途径,更是促进企业成长、优势集中和增强市场竞争力的有效手段。然而,在新兴加转轨经济制度、宏观经济政策变动频繁、市场机制不完善和金融市场不发达等背景下,尤其是在我国股票市场大涨大跌引发资产价格与融资成本波动、市场预期改变等情况下,企业的并购行为与效应将产生怎样的变化?这成为引发本文研究的首要原因。

问题的重要性还在于,并购作为企业一项重要的资源配置战略,并购全过程的决策权一般掌控在公司管理层手中,并购决策成为管理层个人利益与公司价值权衡的结果。较高管理者权力的CEO为了获得高额报酬和控制权收益,具有强烈的并购动机,而资本市场则对管理层权力推动下的企业并购给予了负面反应(Grinstein

and Hribar, 2004; 张鸣、郭思永, 2007)。因此, 探讨企业微观层面的并购行为, 必须综合考量宏观经济变化(货币政策调整、资本市场波动等)与企业战略决策和调整(公司经营范围调整、公司治理中的委托代理问题)两类因素的影响。进一步考虑的问题是, 货币政策作为政府宏观调控的重要手段, 货币政策宽松或偏紧将直接影响企业、债权人和股东等利益相关者的融资、投资行为以及运营成本等(Getler and Gilchrist, 1994)。那么, 在股票市场波动和CEO权力驱动下的上市公司并购行为及效应是否会受到货币政策变动的影响? 货币政策从紧是否能更好约束CEO的机会主义行为? 上市公司并购行为是否更加理性?

基于上述分析, 本文主要探讨宏观经济背景中的股票市场波动与企业微观治理中的CEO权力对企业并购决策的影响, 并从并购后CEO的薪酬和财务业绩角度考量上市公司的并购效应, 进一步地, 考虑作为政府宏观调控重要手段的货币政策对企业并购行为及效果的影响, 以期构建影响公司并购行为和效应的宏观与微观互动框架。本文可能的贡献:(1)进一步拓展了并购决策的研究文献。本文基于宏观层面的股票市场波动与微观层面的CEO权力如何交互影响上市公司并购战略的选择及其效果, 从一个全新视角诠释了企业面临股票市场冲击时, CEO权力在企业战略决策过程中所起的作用, 是对Bebchuk等(2002)提出的“管理层权力论”在企业战略决策层面的重要补充;(2)确立了企业并购决策的宏微观互动框架。中国的宏观经济政策制定具有影响大、变化频、显性与隐性政策并存以及难预测等特点, 这些特点也更凸显了观察宏观经济政策与微观企业行为的互动关系研究在中国的现实意义。本文结合中国特色的制度背景, 将货币政策与企业战略投资行为相结合, 考察了货币政策的宽松与紧缩如何影响企业并购战略及效果, 有利于我们进一步了解货币政策的传导机制, 并将宏观经济政策内化到企业决策行为之中。

二、理论分析与研究假设

(一) 股票市场波动对公司并购决策及效应的影响

第一, 基于市场时机理论/估值偏差理论分析。Shleifer and Vishny (2003)提出了股票市场驱动并购的并购理论模型(Security Market Drive Acquisition, 简称SMDA模型), 由于信息不对称的存在, 主企业与目标企业的估值差异是影响并购决策的重要因素。当一个公司的股票市值被市场高估, 从而导致价格远远高于其价值的时候, 它就可能会收购其他公司, 并且更可能采取股票互换的支付方式。而目标公司不足以正确估计并购行为本身的价值, 它们对股票价格的总估价错误导致了对并购协同效应的估价错误, 因而接受了主并公司被市场过高估价的股票。这

样,主并公司就可以以较低的价格买入被收购公司的资产,即市场或行业估值偏高且用股票支付时或者市场或行业估值偏低且用现金支付时,总体并购活动数量大幅增长。并购方不管是使用现金支付还是股票支付,股市驱动下的并购都能使股东获得长期收益,并购溢价的存在使得并购活动更可能发生,下面我们做进一步分析。

借鉴 John N. Friedman (2004) 等的研究,假定并购方为 A,目标方为 T,并购前公司 i 的股价为 P_i ,发行在外的股票数量为 K_i ,但公司 A 每股股价真实值为 V_A ,我们认为市场感知股价和真实股票价值的不同来源于市场对公司 A 的估价错误。假定 R 为公司 A 并购公司 T 后总价值的贴现值,也即公司并购后的协同效应。公司 T 的高管因可支配某个因素 B 从公司管理中可获得私人收益, B 可从公开可见的累计分布函数 $F(B)$ 或概率密度函数 $f(b)$ 得到。Q 为并购方对目标方的总报价。若 $Q > P_T K_T + B$,目标方接受并购,则该并购是成功的;目标方不接受并购,则说明并购方的股价高估效应消失,也即股市泡沫的瓦解。因为没有交易成本,并购方既可以用现金也可用股票的支付方式来完成并购。

1.若并购方 A 用现金作为支付方式,并给予 T 公司投标价为 Q,则并购给公司 A 的股东带来的总价值为: $V_{cash} = R - Q + V_A K_A$ 。

故公司 A 的最优报价 Q_{cash}^* 需满足如下条件:

$$f(Q_{cash}^*)(R - Q_{cash}^*) = F(Q_{cash}^*) \quad (I)$$

这个等式反映了提高报价 Q 对 A 公司成本和收益的影响。等式左边反映的是每增加一单位报价对收益的影响,是因报价提高而增加的成功概率 $f(Q_{cash}^*)$ 与净收益 $R - Q_{cash}^*$ 的乘积,也即边际收益;等式右边是边际成本,即现有的报价已得到最大可能的提升。

当并购协同效应 R 提高,在其他条件不变的情况下并购方 A 可获得的收益随着 R 的增加而增加,所以并购方 A 甚至愿意提高报价以完成并购。在这里 A 公司因股价被高估对最优报价基本上没有什么影响,对并购决策作用更大的是并购协同效应 R。

基于此,我们可以提出推论 1:当并购方使用现金作为支付手段时,由于并购协同效应的存在,使并购方股东能够获得一定的并购溢价,对企业的长期价值有积极的影响。

2.若并购方 A 用股票作为支付方式,公司 A 支付 N 股给公司 T 作为报价,则总报价 $Q = N^*(R + P_A K_A) / (N + K_A)$,这里假定目标方由于意识到对并购方 A 的估价错误,是以公司 A 目前的市场价而非真实股价来评估报价的。

并购后给公司 A 带来的长期价值为:

$$V_{stock} = K_A^*(R + V_A K_A) / (N + K_A) = V_A K_A + R - Q^*(V_A K_A + R) / (P_A K_A + R)$$

这里的 $(V_A K_A + R) / (P_A K_A + R)$ 表示的是并购方 A 因股价被高估在支付报价时

实际上可获得的折扣。股价被高估越多，并购方可获得的折扣越多。

此时公司A的最优报价 Q_{stock}^* 需满足：

$$f(Q_{stock}^*) [R - Q_{stock}^* (V_A K_A + R) / (P_A K_A + R)] = F(Q_{stock}^*) \cdot (V_A K_A + R) / (P_A K_A + R) \quad (II)$$

该等式与等式（I）形式相似，不同的是在报价里多了一个因股价高估而产生的折扣。等式左边是边际收益，右边是边际成本。当股价被高估时，折扣的增加可在两方面作用于该等式。首先，对于等式左边，并购方A股价被高估说明其报价Q里含有更多被高估的股票，为了在高估效应消失前尽可能多的获得收益，公司A尽可能的提高报价以尽快完成交易，折扣提高使得边际收益增加；同时，折扣提高使得等式右边边际成本下降。

当公司A的股价被高估时，公司管理层为了避免在将来因高估效应逐渐消失而不能获得应有收益，短期内更倾向于将被高估的股票卖掉，A公司可以选择股票市场卖出股票，但是大量股票的出售会冲击市场导致股价下跌，因此，以股票收购其他公司会有较小的价格下降压力。而且公司A以高估的、在将来会贬值的股票换取公司T的长期保值的资产，本身就是个明智之举。所以我们认为，当公司A的股价被高估时，它更乐于进行并购以获得更多的长期收益。

当并购后的协同效应R增加，可能会使折扣对并购溢价的影响减弱，因为折扣的多少取决于企业长短期价值的比率，当该比率提高时成本增加，但鉴于此时该折扣对并购溢价的影响小于经济协同效应R的影响，所以并购方A还是从并购中获得了收益。

基于上述分析，我们可以提出推论2：股票价格的大幅上升使得并购方被股市的报酬所刺激，当并购方的股价被高估时，其更乐于使用股票支付方式来完成并购，股市驱动下的并购能够增加并购方的股票价值以及长期收益。

第二，基于资本市场流动性增加的分析。资本市场繁荣所带来的足够的资本流动性也是驱动并购的必要因素（Harford, 2005）。行业内的优势公司往往具有强烈的内驱力，为了追逐效率和效益的提升而不断展开并购，但是并购是需要大量的资本做支撑的，当经济扩张期和股市繁荣期到来时，政府往往会实行宽松货币政策超发货币（Gattoufi等，2009），而行业内的优势企业很容易通过银行等金融机构获取间接融资，同时也比较容易通过发行债券、股票的方式进行直接融资用于并购，优势公司强烈的内在并购动机在充沛的市场流动性支持下变成大量的并购需求。不仅如此，Reus and Lamont（2009）还发现受股市繁荣的影响，行业中的优势公司可以通过IPO或者上市后的定向增发，以较小的股权对价获取更多的资金，同时获得更好的流动性，增强了并购的现金支付能力。此类现象在我国并购市场也同样存在，如傅传锐（2012）研究发现，虽然我国上市公司主要采用现金收购方式，很少使用股票收购方式，但随着股票市场价格水平的上升，更多企业热衷通过发行股票、配股等股权融资方式筹集资金，在一定程度上推动了并

购交易的活跃。

并购效率理论基于管理协同、财务协同、经营协同以及战略重组角度,认为并购重组过程是一个资源优化配置过程,通过资源优化配置使并购后公司实现价值增长。实际上,虽然有部分研究认为并购公司的股东在并购中获得了收益增加,但多数研究却发现并购中的目标公司收益往往是正的,主并公司的收益却很少,甚至为负值,即并购更有利于目标公司股东而非主并公司股东。尽管并购后公司确实能在短时间内使资源和资本迅速积聚,然而具有自利动机的公司管理层可能更注重的是并购后公司规模的增长,因为公司规模的增长会有助于扩大管理层权力、提高管理层薪酬。在自由现金流量的使用上,股东和公司经理之间存在利益冲突(Jensen, 1986),为了控制更多的资源和减少融资约束问题,公司管理层一般都不愿意把自由现金流量还给股东,进而可能滥用自由现金流,投资于低收益的项目,包括不能为股东创造价值的并购。

因此,代理理论认为,首先,股东和公司管理层在闲置现金流量配置问题上的冲突而产生的代理成本,可能是造成公司接管活动的一个重要原因,且自由现金流充足的公司,其并购的规模也越大;其次,行为金融学认为管理者是有有限理性的,表现为对自身管理能力的过度自信和自大,当股市波动较大时,行业领先公司管理层在过度自信驱使下,更可能高估预期收益和自身的管理能力而出现过度并购;最后,基于估值偏差推动的并购,公司股价高估可能是过度投机导致的,并不一定给公司价值带来实质性增长,相反,投机带来的风险可能导致公司巨亏甚至破产(齐超, 2014)。姚长辉和严欢(2004)选用现金流指标来检验收购公司是否通过并购行为取得了并购绩效,实证研究表明并购后公司的业绩并没有得到显著提升。张鸣和郭思永(2007)研究发现并购带来了公司高层管理人员薪酬急剧攀升的同时,并购后公司业绩却表现平平或大幅下滑。

基于以上分析,提出本文的研究假设1:

H1: 股票市场波动越大,企业进行并购的可能性越大,并购后的CEO薪酬明显增加,但对企业业绩无显著影响。

(二) CEO权力的调节作用

资源依赖理论认为,公司成长需要与环境交互资源来维持,而公司所处的环境又具有高度的不确定性,因此公司需要不断的调整以实现与外部环境时时交换。完善的公司治理恰恰是影响公司快速应对外部环境变化、减少其所面临的外部不确定性的关键制度保障。公司治理的目标是实现权力制衡与决策科学,在一系列内外治理机制中,如何配置权力、实现对董事会与公司管理层的激励与约束无疑是极为关键的因素。

CEO是公司投资行为的直接决策主体,尤其是对并购这类自由裁量性投资具

有很大的话语权和决策权。并购带来的最直接效应是公司规模的扩大,随之而来的则是高管控制的公司资源增加、高管谈判地位和薪酬的提升等。因此,公司并购通常是管理层对个人利益和公司价值两者权衡之下采取的战略行为。不仅如此,CEO权力的大小还会影响公司治理功效的发挥,管理层权力是研究公司并购决策中重要的、不可忽略的因素。Rhoades (1983) 在研究公司并购浪潮中发现,20世纪后期的并购浪潮与20世纪60年代的相比,管理层通过公司并购实现对权力追求的动机与行为更加明显,因此提出了并购的“经理帝国理论”,并认为在一定程度上管理层通过并购提高公司规模,从而建立管理层控制的“企业帝国”,是推动公司并购的潜在动力。

股票市场波动是外部环境不确定性的一种表现形式。一方面,当公司面临股票市场剧烈变动时,股票价值可能被错估(高估或低估)、资本成本发生变化等,如何及时把握住这类稍纵即逝的机会,CEO个人决策就显得尤为重要。当CEO的权力过小时,CEO管理公司的法定权力就自然地被弱化,CEO无法基于自身的特长知识和经历做出快速判断,从而耽误决策的最佳时机,由此可能影响公司的短期业绩甚至波及长期业绩表现;此外,享有声望权力和专家权力的CEO在面对外部市场的不确定性时,可以充分利用自身的声誉或者专业技能,为公司争取到更多的外部资源和信息,以应对股票市场波动对公司经营带来的不利冲击。但是,从另一方面看,股票市场波动引发的环境不确定性增加了信息不对称程度(Ghosh and Olsen),方便管理层将投资失败的原因归于外部客观环境,从而导致外部投资者预测、监督管理层行为以及评价项目投资回报难度的大大增加,为管理层通过无效率投资追求私人收益提供了机会与借口(申慧慧等,2012)。进一步从代理成本角度看,并购在某种程度上服务于管理者追求个人利益最大化而非公司价值最大化的目标,当并购能带来巨大的个人利益时(如增加薪酬和权力、提高声誉和地位等),CEO可能会在股东利益受损的情况下实施并购(Jensen, 1976; Stulz, Walkling and Song, 1990; Shleifer and Vishny, 1990)。Grinstein and Hribar (2004) 研究发现,当主并公司高管在董事会有较大的决策影响力时,CEO能够获得更多的奖金,因此更乐于参与大规模的并购活动以获得更高的报酬,但并购后的公司绩效并无明显变化。中国并购市场也存在类似的经验证据。张鸣和郭思永(2007)研究指出,企业高管人员有很强的动机通过并购这种方式增加自己的薪酬和控制权收益,同时由于制度刚性的存在,公司高管人员会借助并购,并通过并购后公司资产规模扩大、雇佣员工人数增加等因素来增加自己的薪酬。李善民、毛雅娟等(2009)认为,中国上市公司并购已经成为高管谋取私有收益的机会主义行为,CEO通过发起并购行动,货币性薪酬和在职消费都有明显的增长;同时,在一定程度上公司管理层通过并购提高公司规模,建立管理层控制的“企业帝国”,成为推动企业并购的潜在动力。纳超洪(2009)研究认为,并购是高管重构权力和自定薪酬契约的一

个手段,即使并购后绩效不理想,并购也会提高高管薪酬,即高管薪酬与并购绩效具有显著的非对称性。

综合以上分析,提出本文的研究假设2:

H2: 相对于CEO权力小的公司而言,在CEO权力大的公司中股票市场波动对并购的影响更大。CEO权力显著影响股票市场波动与公司并购后CEO薪酬之间的关系,但对公司业绩影响不大。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选取沪深A股2007—2014年的上市公司样本,并对样本进行了如下剔除:(1)选择上市公司是主并方的并购样本;(2)剔除金融类上市公司;(3)剔除重组类型为资产剥离、债务重组、资产置换、股份回购的并购样本;(4)剔除交易总额小于100万元的并购样本;(5)将分次购入目标公司股权以实现并购视为一次并购事件;(6)考虑到关联并购的特殊性,本文将其剔除;(7)由于CSMAR数据库将房地产公司购买地产也归入并购业务,本文将之剔除;(8)剔除有数据缺失的样本。本文所用的财务数据来源于Wind咨询数据库和CSMAR数据库,采用的统计软件为Stata。

(二) 研究模型与变量定义

1. 模型构建

为了检验H1和H2,本文构建了以下研究模型。

考虑到上市公司的并购可能和股票市场波动相互作用而存在内生性问题,本文采用两阶段回归来控制内生性问题的影响。根据已有研究(江龙、刘笑松,2011;邵丹、詹俊义,2004),本文将股票市场波动(Stkprice)与经济周期变量(grGDP、varGDP)相关联建立了第一阶段的回归模型(1),进而进行第二阶段的回归,如模型(2)所示。

$$\text{Stkprice} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{grGDP} / \text{varGDP} + \alpha_2 \text{Tobin}' Q + \alpha_3 \text{Bodsize} + \alpha_4 \text{List} + \alpha_5 \text{DDsize} + \alpha_6 \text{Size} + \alpha_7 \text{Fcf} + \alpha_8 \text{Roa} + \alpha_9 \text{Growth} + \alpha_{10} \text{Hold} + \sum \text{Industry} + \kappa \quad (1)$$

$$\text{Merger} = \beta_0 + \beta_1 \text{Stkprice} + \beta_2 \text{Powindex} + \beta_3 \text{Stkprice} \times \text{Powindex} + \beta_4 \text{Tobin}' Q + \beta_5 \text{Bodsize} + \beta_6 \text{List} + \beta_7 \text{DDsize} + \beta_8 \text{Size} + \beta_9 \text{Fcf} + \beta_{10} \text{Roa} + \beta_{11} \text{Growth} + \beta_{12} \text{Hold} + \sum \text{Industry} + \lambda \quad (2)$$

考虑到公司管理层的薪酬可能和并购相互作用而存在内生性问题,以滞后一期的管理层薪酬(CEOcomp_{t-1})作为控制变量以达到控制内生性问题影响的目的。

$$\begin{aligned} \text{CEOcomp}_i = & \gamma_0 + \gamma_1 \text{Merger}_i + \gamma_2 \text{Merger} \times \text{Stkprice}_i + \gamma_3 \text{Merger} \times \text{Stkprice} \times \text{Powindex}_i + \gamma_4 \text{Size}_i + \gamma_5 \text{Lev}_i + \\ & \gamma_6 \text{Fcf}_i + \gamma_7 \text{Roat}_i + \gamma_8 \text{Growth}_i + \gamma_9 \text{Emple}_i + \gamma_{10} \text{Grow}_i + \gamma_{11} \text{Soeshrat}_i + \gamma_{12} \text{Topmashr}_i + \\ & \gamma_{13} \text{CEOcomp}_{i-1} + \sum \text{State} + \sum \text{Zone} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + u \end{aligned} \quad (3)$$

$$\begin{aligned} \text{Mperform}_i = & \mu_0 + \mu_1 \text{Merger}_{i-1} + \mu_2 \text{Merger} \times \text{Stkprice}_{i-1} + \mu_3 \text{Merger} \times \text{Stkprice} \times \text{Powindex}_{i-1} + \mu_4 \text{Soeshrat}_{i-1} + \\ & \mu_5 \text{Topmashr}_{i-1} + \mu_6 \text{Growth}_{i-1} + \mu_7 \text{Roegrow}_{i-1} + \mu_8 \text{DDsize}_{i-1} + \mu_9 \text{Comp}_{i-1} + \mu_{10} \text{Shr1}_{i-1} + \\ & \mu_{11} \text{Size}_{i-1} + \mu_{12} \text{Lev}_{i-1} + \mu_{13} \text{Fcf}_{i-1} + \sum \text{State} + \sum \text{Year} + \varepsilon \end{aligned} \quad (4)$$

为了检验并购后对CEO薪酬及公司绩效的影响，我们把样本公司分为两类：并购组——实施并购的公司；控制组——未实施并购的公司。本文采用Rosenbaum and Rubin (1983) 提出的“倾向得分匹配”方法 (PSM)，对控制组样本进行筛选^①。

2. 变量设置

并购行为 (Merger)。借鉴周梹 (2011) 采用并购概率 (Merger) 来表征公司并购行为，Merger为虚拟变量，如果该年度内公司未进行并购，则 Merger=0；公司实施并购，则 Merger=1。

CEO薪酬 (CEOcomp)^②。依据张洽 (2013) 的方法，根据高管姓名和职务手工分离出CEO薪酬数据，以报告期CEO货币薪酬总额的自然对数作为本被解释变量，没有考虑股权激励及其他津贴。

并购绩效 (Mperform)。借鉴张洽 (2013) 通过对总资产报酬率、每股收益、总资产周转率、流动资产周转率、利润总额增长率、可持续增长率、投资活动现金流量增长率和托宾Q指数8个指标进行因子分析降维，最终确定出企业每年的财务绩效。

股票市场波动 (Stkprice)。采用两种方法来度量股票市场波动：(1) Stkprice1：借鉴吴荣盛 (2014)、傅传锐 (2012) 的研究，我们以实际股票价格指数的月收盘指数代表股票市场的总体运行状态，也即月度沪深300指数 (唐绍祥，2006；李井林，2014) 成分股股票收盘价格，再取其算数平均值作为年度股票价格的代表。(2) Stkprice2：借鉴胡昌生、池阳春 (2013) 的方法，股票市场的波动性数据通过以下步骤得到：首先计算沪深300指数的月收益率数据，其次计算每一个年度内月收益率的方差，得到当年收益波动性的估计。

CEO权力 (Powindex)。参照权小锋 (2010)、卢锐 (2008)、张洽 (2013) 等人的研究并进行了扩展，通过以下4个变量构建管理者权力指数：(1) CEO任期 (CEOterm)。连任的CEO控制权较大，任期越长权力则越大，因此如果CEO在任时

① “倾向得分匹配”方法 (PSM) 的基本思想是：在评估某项政策或行动的效果时，若能找到与观察组尽可能相似的控制组，那么样本选择偏误就可以被有效降低。然而在选择控制组的过程中，仅靠一种特征 (如公司规模) 往往无法达到满意匹配的效果，为此，PSM通过一些特殊的方法将多个特征浓缩成一个指标——倾向得分值 (Propensity Score, PS)，从而使多元匹配成为可能。本文采用“半径匹配法”进行样本匹配。

② 根据研究惯例，本文将CEO、总裁、总经理等职务均界定为CEO。

间超过公司章程规定期限（一般为 3 年）则为 1，否则为 0。（2）CEO 是否兼任董事长（CEOchr）。当 CEO 兼任董事长时取值为 1，否则为 0。（3）第一大股东持股比例除以第二至第十大股东持股比例之和（Firshrate）。这个指标反映股权集中度，当股权比较分散， $Firshrate < 1$ 时，说明大股东的控制权较弱，大股东监管的积极性减弱，取值为 1，当该比值大于 1 时，说明股权相对集中，CEO 的控制权较小，取值为 0。（4）董事会内部人比例（Insratdum）。内部人比例为内部董事人数除以董事总人数，当该比例大于平均水平时，取值为 1，否则为 0；CEO 权力指数 Powindex 为 4 个权力哑变量之和，因此其取值范围为 $[0, 4]$ ，数值越大，CEO 权力越大。

同时，我们参考国内外关于是否并购、并购后 CEO 薪酬、并购绩效的相关文献（张洽，2013；朱红军、汪辉，2005；姜付秀、张敏、陆正飞、陈才东，2009），本文还在模型中控制了以下变量：投资机会（Tobin' Q）、董事会规模（Bodsize）、上市年限（List）、独立董事比例（DDsize）、公司规模（Size）、自由现金流量比率（Fcf）、资产收益率（Roa）、成长性（Growth）、高管持股比例（Hold）、资产负债率（Lev）、员工人数（Emple）、息税折旧摊销前收益增长率（Grow）、国有股比例（Soeshrat）、CEO 持股比例（Topmashr）、净资产收益率增长率（Roegrow）、高管薪酬水平（Comp）、所有权结构（Shr1）、行业虚拟变量（Industry）、年度虚拟变量（Year）、地区虚拟变量（Zone）和产权性质（State）等。具体变量说明见表 1。

表 1 变量定义

变量名称	变量符号	变量描述
并购行为	Merger	虚拟变量，在某年份内发生并购为 1，否则为 0
股票市场波动	Stkprice1	借鉴吴荣盛（2014）、傅传锐（2012）的研究，以实际月度沪深 300 指数（唐绍祥，2006；李井林，2014）成分股股票收盘价格的算数平均值作为年度股票价格的代表
股票市场波动	Stkprice2	借鉴胡昌生、池阳春（2013）的方法，通过计算沪深 300 指数的月收益率数据的年度方差得到当年收益率波动性的估计
CEO 权力	Powindex	参照权小锋等的研究，管理者权力指数为 CEO 任期、CEO 是否兼任董事长、第一大股东持股比例除以第二至第十大股东持股比例之和、董事会内部人比例 4 个权力哑变量之和
CEO 薪酬	CEOcomp	依据张洽（2013）的方法按照报告期 CEO 货币薪酬总额的自然对数来计算得到。这里的 CEO 具体指的是 CEO、总裁、总经理

续表

变量名称	变量符号	变量描述
并购绩效	Mperform	借鉴张治 (2013), 通过对总资产报酬率、每股收益、总资产周转率、流动资产周转率、利润总额增长率、可持续增长率、投资活动现金流量增长率和托宾 Q 指数 8 个指标进行因子分析降维, 最终确定出企业每年的财务绩效
投资机会	Tobin' Q	本文用托宾 Q 来表示投资机会, 即用公司市场价值和期末总资产的比值来衡量。Q 值是为了控制潜在投资机会对于并购行为的影响
董事会规模	Bodsize	董事会董事总人数
上市年限	List	自上市公司在证券交易所上市交易的时间开始到统计截止日期的年数, 不满一年按照一年统计
独立董事比例	DDsize	独立董事人数与董事会规模之比
公司规模	Size	总资产的自然对数
自由现金流量比率	Fcf	经营现金净流量与总资产之比
资产收益率	Roa	净利润与总资产之比
成长性	Growth	销售收入增长率 = $[(t \text{ 期销售收入}) - (t-1 \text{ 期销售收入})] / t-1 \text{ 期销售收入}$
高管持股比例	Hold	所有高管的持股比例之和
资产负债率	Lev	总负债与总资产之比
员工人数	Emple	报告期年末员工在岗总人数的自然对数, 不包括退休人员
息税折旧摊销前收益增长率	Grow	$(\text{本年度息税折旧摊销前收益} - \text{上年度息税折旧摊销前收益}) / \text{上年度息税折旧摊销前收益}$
国有股比例	Soeshrat	国有股股本/股本总数
CEO 持股比例	Topmashr	CEO 持股数量/股本总数
净资产收益率增长率	Roegrow	$(\text{本年度净资产收益率} - \text{上年度净资产收益率}) / \text{上年度净资产收益率}$
高管薪酬水平	Comp	薪酬最高的三位高管薪酬的自然对数
所有权结构	Shr1	第一大股东持股比例之比 (取小数)