

国家社会科学基金青年项目 (17CGL013)
辽宁省社会科学规划基金项目 (L17CGL004)

研究成果

“十二五”辽宁省重点图书出版规划项目

第17辑



三友会计论丛

SUNYO ACADEMIC SERIES IN ACCOUNTING

Research on the Relationship between
CEO Equity Incentive and Acquisition
Behavior of Chinese Listed Companies

CEO股权激励与上市公司 并购行为关系研究

姚晓林 著

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

全国百佳图书出版单位

国家社会科学基金青年项目 (17CGL013)
辽宁省社会科学规划基金项目 (L17CGL004)

研究成果

“十二五”辽宁省重点图书出版规划项目

第17辑



三友会计论丛

SUNYO ACADEMIC SERIES IN ACCOUNTING

Research on the Relationship between
CEO Equity Incentive and Acquisition
Behavior of Chinese Listed Companies

CEO股权激励与上市公司 并购行为关系研究

姚晓林 著

图书在版编目 (CIP) 数据

CEO 股权激励与上市公司并购行为关系研究 / 姚晓林著. — 大连: 东北财经大学出版社, 2019.1
(三友会计论丛·第 17 辑)
ISBN 978-7-5654-2550-9

I. C… II. 姚… III. ①上市公司-股权激励-研究-中国
②上市公司-企业兼并-研究-中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 291604 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

大连永盛印业有限公司印刷 东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 170mm×240mm 字数: 208 千字 印张: 14.25 插页: 1
2019 年 1 月第 1 版 2019 年 1 月第 1 次印刷

责任编辑: 王莹 吴茜 田玉海 责任校对: 田倩晗
封面设计: 冀贵收 版式设计: 钟福建

定价: 46.00 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

随着我国以社会主义市场经济体制为取向的会计改革与发展的不断深入，会计基础理论研究的薄弱和滞后已经产生了越来越明显的“瓶颈”效应。这对于广大会计研究人员而言，既是严峻的挑战，又是难得的机遇。说它是“挑战”，主要是强调相关理论研究的紧迫性和艰巨性，因为许多实践问题急需相应的理论指导，而这些实践和理论在我国又都是新生的，没有现成的经验和理论可资借鉴；说它是“机遇”，主要是强调在经济体制转轨的特定时期，往往最有可能出现“百花齐放，百家争鸣”的昌明景象，步入“名家辈出，名作纷呈”的理论研究繁荣期和活跃期。

迎接“挑战”，抓住“机遇”，是每一个中国会计改革与发展的参与者和支持者义不容辞的责任。为此，我们与中国会计学会财务成本分会、东北财经大学会计学院联合创办了一个非营利的学术研究机构——三友会计研究所，力求实现学术团体、教学单位、出版机构三方的优势互补，密切联系老、中、青三代会计工作者，发挥理论界、实务界、教育界的积极性，致力于会计、财务、审计三个领域的科学研究和专业服务，以期为我国的会计改革与发展做出应有的贡献。

三友会计研究所的重大行动之一就是设立了“三友会计著作基金”，用于资助出版“三友会计论丛”。它旨在荟萃名人力作及新人佳作，传播会计、财务、审计研究

与实践的最新成果与动态。“三友会计论丛”于 1996 年推出第一批著作；自 1997 年起，本论丛定期遴选并分辑推出。

采取这种多方联合、协同运作的方法，如此大规模地遴选、出版会计著作，在国内尚属首次，其艰难程度不言而喻。为此，我们殷切地希望广大会计界同仁给予热情支持和扶助，无论作为作者、读者，还是作为评论者、建议者，您的付出都将激励我们把“三友会计论丛”的出版工作坚持下去，越做越好！

东北财经大学出版社

三友会计论丛编审委员会

顾问：

欧阳清 冯淑萍 李志文

委员(以姓氏笔画为序)：

马君梅	王化成	王立彦	王光远	方红星
田世忠	刘 峰	刘永泽	刘志远	刘明辉
孙 铮	李 爽	杨雄胜	何顺文	宋献中
张为国	张龙平	张先治	张俊瑞	陆正飞
陈 敏	陈国辉	陈建明	陈信元	陈毓圭
罗 飞	周守华	郑振兴	孟 焰	赵德武
秦荣生	夏冬林	徐林倩丽	黄世忠	谢志华
蔡 春	薛云奎	戴德明	魏明海	

没有哪种经济现象能够比并购吸引更多的公众关注。Manne (1965) 在他的实证研究中把这种多样的交易形式称为“公司控制权市场”。长期以来，并购都是公司财务研究的重点和热点话题，诺贝尔经济学奖获得者乔治·斯蒂格勒曾发表过精辟的论述：“没有一个美国大公司不是通过某种程度某种方式的兼并而成长起来的，几乎没有一家大公司主要是靠内部扩张成长起来的。”竞争压力以及逐利动机使得公司间的并购交易活动愈加频繁，收购和兼并已经成为企业对外持续扩张的最佳战略手段。从2001年开始，我国上市公司并购数量已经超过新股发行数量，大约是新股发行数量的1.5倍，参与并购的企业数量逐年增加。普华永道2016年1月发布的《2015年中国企业并购市场回顾与2016年展望》中的主要数据显示，随着国内并购市场的逐步成熟，国内战略投资并购交易实现了强劲的增长。中国并购市场在2015年创历史新高，交易数量上升37%，交易金额上升84%，达到7340亿美元，单笔交易金额超过10亿美元的交易超过114项（创下历史记录）。中国大陆企业海外并购交易数量和金额均有所增长，民营企业依旧为海外并购市场的主要力量。

并购投资决策对股东财富的价值创造能够产生重大影响，是否参与并购是公司管理者所面临的一项重大投资决策。随着上市公司并购交易规模的不断增长，学者

们一直疑惑的问题是管理者为什么发起并购？最初，学者们对企业并购行为进行了经济学上的解释，认为并购不仅能够通过发挥范围经济和规模经济效应来降低成本增加企业效益，还能够实现垄断力量的优势；随后，学者们又从财务视角上解释企业的并购行为，认为并购是为了实现经营的协同效应和财务的协同效应，能够降低资本成本、合理避税、增强企业融资能力，从而实现财务资源的整体协调，促使企业财务能力增强。从经济和财务视角来看，学者们早期的研究认为管理者并购的动机是为了实现上市公司股东价值最大化。后来，学者们渐渐发现公司的控制权背后隐藏着管理者攫取个人利益的机会，管理者是自利的个体，他们不仅能对公司的资源实施有效的控制，同时也会基于自身利益做出并购决策并采取行动，管理者可能会因为一己之私而以牺牲股东利益为代价换取个人财富的增加。

根据委托代理理论，随着公司所有权和控制权的分离程度的增加，股东既没有动力也没有能力去监督高管的行为，由此引发代理问题。有效的公司治理机制会激励管理者进行良好的行为管理，薪酬激励与董事会监管是最常见的解决代理问题的公司治理机制。股东通过高管薪酬激励契约组合将股东利益和管理者财富联系在一起，促使管理者做出最优的投资决策。高管薪酬激励尤其是股权激励作为解决代理问题的重要公司治理机制，使管理者和股东的利益追求尽可能趋于一致，能够减少管理者非股东价值最大化的行为。股权激励机制设计、实施得合理与否能够直接影响企业并购行为。企业大部分的投资相对于企业的规模来说都是比较小的，而并购是可观察到的比较重大的企业长期投资行为。因此，公司并购投资成为检验高管人员的股权激励机制与企业投资决策效率之间关系的一个理想的切入点。并购交易为管理者提供一种机会，这种机会能够使得管理者基于股东价值最大化决策抑或通过价值损毁的并购追求个人效用并进行管理防御，从而加重代理冲突。管理者薪酬契约组合能否有效解决管理者与股东之间的代理问题？股权激励机制能否影响管理者的并购决策？股权激励机制能否影响并购溢价和企业并购绩效？股权激励机制能否减少管理者非股东价值最大化的并购行为？本书旨在通过 CEO 股权激励与企业并购行为关系的研究来获得更好的解释角度。

迄今为止,有关管理者股权激励的理论和经验研究大多来自现代市场经济发展较为成熟的国家,特别是法律系统健全、资本市场活跃有效、公司治理机制比较完善的美国。而中国正处于经济体制转轨中,具体制度背景有大股东控制、资本市场存在不确定性、公司治理机制存在缺陷等,使得中国上市公司高管股权激励与企业并购行为关系受诸多因素影响。那么,西方的高管激励理论在中国是否适用?与西方发达国家相比,中国上市公司CEO股权激励与企业并购行为的关系有哪些不同特征?目前国内尚没有学者对此做出系统的研究,这也为本书的研究提供了机会。

本书希望通过探索上市公司的股权激励与并购行为关系进一步完善上市公司治理机制,减少管理者非股东价值最大化的并购行为并为上市公司股权激励设计提出相应的政策建议与参考依据。具体而言:(1)提高股权激励的强度是股权激励发挥效果的关键,要根据企业内部和外部环境设计合理的股权激励机制。股权激励需要有资本市场机制支持,不确定环境下股东要加大监管并针对企业风险设计合理的股权激励方案,培养市值管理理念是实施股权激励的外部保障。股东需要对管理者的风险规避程度进行评估,并根据管理者对风险的态度来调整激励方式和激励强度,以保证激励水平保持最优。(2)公司治理机制能够影响CEO股权激励与企业并购行为之间的关系,提高上市公司治理水平,加强董事会和股东的监督职能,降低并购中的代理成本并使CEO股权激励机制发挥效用的内部保障。(3)在公司并购这一重大投资行为中,大股东应充分发挥监督作用和管家角色意识,与CEO建立起强关系的联盟,对管理者的并购决策提供监督与支持,减少管理者非股东价值最大化的并购行为,改善企业并购绩效。

全书共分为8章。第1章主要对本书的内容进行简要介绍,具体包括问题的提出、研究思路、研究内容以及研究创新;第2章对管理者薪酬激励和企业并购的国内外研究成果进行回顾和梳理,对并购前管理者薪酬激励如何影响公司并购行为(包括并购前买方CEO薪酬激励对并购决策、并购交易特征和并购绩效的影响)的国内外实证研究成果进行综述;第3章阐述管理者薪酬激励的理论基础,分析董事会治理机制、大股东控制权、环境不确定性和CEO过度自信对管理者股权激励与企业并购行为的

关系的影响机制；第4章为制度背景分析，包括上市公司高管股权激励的发展趋势和相关制度分析、上市公司并购的发展过程与制度背景分析、上市公司并购交易特征分析；第5章至第7章分别为CEO股权激励对并购决策、并购溢价和并购绩效影响的实证分析；第8章为研究结论、政策建议及未来展望。

4 — 本书在以下几个方面存在创新：（1）将公司并购这一可观测的风险性投资事件作为研究管理者股权激励与投资行为关系的一个理想的研究切入点，采用并购事件研究法，通过并购前CEO股权激励对并购决策、并购溢价、并购短期和长期绩效的影响，首次对上市公司管理者股权激励与并购行为关系展开全面细致的研究，结合管理者薪酬激励的相关理论分析，深刻揭示了高管股权激励对企业并购投资决策影响的机制，丰富了管理者薪酬激励和公司并购相关领域的研究内容；（2）结合我国的制度背景和上市公司股权激励的现实情况，开创性地将董事会治理机制、环境不确定性、大股东控制权以及CEO过度自信加入CEO股权激励与企业并购行为的研究框架中，理论分析了这些因素对股权激励与企业并购关系的调节机制，为上市公司高管股权激励和公司并购的研究提供了新的思路与视角，丰富并完善了公司治理理论、行为金融学理论；（3）选取股权分置改革后2008—2014年上市公司的并购事件为研究样本，深刻揭示了“全流通”背景下CEO股权激励对并购行为的影响机制，为企业如何通过股权激励来激励管理者发现有价值的并购目标，激励管理者更注重股东利益，通过实施提高企业核心竞争能力的战略并购重组实现为股东创造价值提供了最新的经验证据。

本书系国家社会科学基金青年项目“并购视角下企业杠杆率动态调整的理论及实证研究”（17CGL013）、辽宁省社会科学规划基金项目“技术并购对企业创新能力的影响及经济后果研究”（L17CGL004）的重要成果之一，感谢全国哲学社会科学规划办公室、辽宁省社会科学规划基金办公室的资助！

本书可以作为财经类院校高年级本科生、学术型和专业学位研究生以及博士生的课外阅读材料使用；同时，相信本书对致力于上市公司高管股权激励与并购重组问题研究的学者、政府相关职能部门、上市公司董事和

前 言

高级管理人员都会有所启发。

本书关于 CEO 股权激励与企业并购行为关系的研究是一种探索性的研究，因此难免存在一些不足之处，恳请各位专家、学者和读者朋友批评指正。

作者

2018年11月

第1章 导 论/1

- 1.1 选题背景与研究意义/1
- 1.2 相关概念的界定/6
- 1.3 研究目标与研究内容/13
- 1.4 研究思路与研究方法/19
- 1.5 主要创新点/21

第2章 文献回顾与述评/23

- 2.1 国内外关于管理者薪酬激励的研究综述/23
- 2.2 国内外关于企业并购动因的研究综述/34
- 2.3 管理者薪酬激励视角下的企业并购行为的研究综述/38
- 2.4 文献述评/47

第3章 理论基础与逻辑分析/51

- 3.1 管理者薪酬激励相关的理论基础/51
- 3.2 管理者股权激励与企业并购行为关系的调节机制/59
- 3.3 本章小结/71

第4章 制度背景分析/73

- 4.1 上市公司高管股权激励的发展趋势和相关制度分析/73
- 4.2 上市公司并购的发展过程与制度背景分析/84
- 4.3 上市公司并购交易特征分析/89
- 4.4 本章小结/106

第5章 CEO股权激励对并购决策影响的实证分析/108

5.1 理论分析与研究假设/108

5.2 研究设计/114

5.3 本章小结/132

第6章 CEO股权激励对并购溢价影响的实证分析/134

6.1 理论分析与研究假设/134

6.2 研究设计/139

6.3 本章小结/155

第7章 CEO股权激励对并购绩效影响的实证分析/157

7.1 理论分析与研究假设/157

7.2 研究设计/160

7.3 本章小结/186

第8章 研究结论、政策建议及未来展望/187

8.1 研究结论/187

8.2 政策建议/189

8.3 研究不足与未来展望/192

主要参考文献/194

索引/211

后记/213

作为本书的开篇部分，本章主要概括地介绍本书的研究动机、目的和主要内容，研究方法与思路及论文的组成部分。本章主要安排如下：1.1 节由研究背景、发展状况等内容组成，从而引出本书的研究动机与意义；1.2 节主要对本书研究中涉及的相关概念进行阐述和界定；1.3 节和 1.4 节介绍本书具体的研究目标与内容以及研究的思路与方法；1.5 节阐述了本书主要的创新点。

1.1 选题背景与研究意义

没有哪种经济现象能够比并购吸引更多的公众关注。Manne (1965) 在他的实证研究中把这种多样的交易形式称为“公司控制权市场”。长期以来，并购都是公司财务研究的重点和热点话题，诺贝尔经济学奖获得者乔治·斯蒂格勒曾发表过精辟的论述：“没有一个美国大公司不是通过某种程度某种方式的兼并而成长起来的，几乎没有一家大公司主要是靠内部扩张成长起来的。”竞争压力以及逐利动机使得公司间的并购交易活动愈加频繁，收购和兼并已经成为企业迅速对外持续扩张所采取的最佳的战略手段。从 2001 年开始，我国上市公司并购数量已经超过了新股发行数量，大约是新股发行数量的 1.5 倍，参与并购的企业数量逐

年上升。普华永道 2016 年 1 月发布的《2015 年中国企业并购市场回顾与 2016 年展望》中的主要数据显示,随着国内并购市场的逐步成熟,国内战略投资并购交易实现了强劲的增长。中国并购市场在 2015 年创历史新高,交易数量上升 37%,交易金额上升 84%,达到 7 340 亿美元,的单笔交易金额超过 10 亿美元的交易超过 114 项(创下历史记录)。中国大陆企业海外并购交易数量和金额均有所增长,民营企业依旧为海外并购市场的主要力量。^①

并购重组不仅是企业自身战略实现,迅速提高市场竞争能力和推进资源重新配置的重要手段之一,也是企业最重要的投资行为(刘淑莲, 2010)。并购是公司将要进行的风险最大的投资活动,并购投资决策对股东财富的价值创造能够产生重大影响,是否参与并购是公司管理者所面临的一项重大投资决策。随着上市公司并购交易规模的不断增长,学者们一直疑惑的问题是管理者为什么频繁发起并购,并对此问题展开长期热烈的讨论和研究,试图从不同的视角来解释管理者的并购动机。最初,学者们对企业并购行为进行了经济学上的解释,认为并购可以迅速扩大企业经营规模和经营范围,达到规模经济,实现垄断优势,提高企业的市场竞争力;随后,学者们又从财务视角上解释企业的并购行为,认为并购是为了实现经营的协同效应和财务的协同效应,能够降低资本成本、增强企业融资能力、优化资本结构,从而实现财务资源的整体协调,促使企业财务能力增强。从经济和财务视角来看,学者们早期的研究认为管理者并购的动机是为了实现上市公司股东价值最大化。后来,学者们渐渐发现公司的控制权背后隐藏着管理者攫取个人利益的机会,管理者是自利的个体,他们不仅能对公司的资源实施有效的控制,同时也会基于自身利益做出并购决策并采取行动,管理者可能会因为一己之私而以牺牲股东利益为代价换取个人财富的增加。根据委托代理理论(Jensen 和 Meckling, 1976),随着公司所有权和控制权的分离程度的增加,股东既没有动力也没有能力去监督高管的行为,由此引发代理问题。有效的公司治理机制会激励管理者进行良好的行为管理,薪酬激励

① 普华永道. 2015 年中国企业并购市场回顾与 2016 年展望 [EB/OL]. [2016-01-26]. <http://www.useit.com.cn/thread-11318-1-1.html>.

与董事会监管是最常见的解决代理问题的公司治理机制 (Agrawal 和 Knoeber, 1996)。股东通过高管薪酬激励契约组合将股东利益和管理者财富联系在一起, 能够激励经理人从事股东价值最大化的投资经营决策, 减少代理成本, 进而提升收购公司的股东价值。在股权激励的作用下, 管理者能更好地进行行为管理, 有效地减少投资中管理者的自利行为。股权激励机制设计、实施得合理与否能够直接影响企业并购行为和管理者的决策结果 (罗富碧等, 2008)。

企业大部分的投资相对于企业的规模来说都是比较小的, 而并购是可观察到的比较重大的企业长期投资行为。因此, 公司并购投资成为检验高管人员的股权激励机制与企业投资决策效率之间关系的一个理想的切入点。并购交易为管理者提供这样一种机会, 能够使管理者基于股东价值最大化决策抑或通过并购扩大自己的薪酬并进行管理防御, 从而加重代理冲突。管理者薪酬契约组合能否有效解决管理者与股东之间的代理问题? 股权激励机制能否影响 CEO 的并购决策? 股权激励机制能否影响并购溢价和企业并购绩效? 股权激励机制能否减少管理者非股东价值最大化的并购行为? 本书旨在通过 CEO 股权激励与企业并购行为关系的研究来获得更好的解释角度。

迄今为止, 有关管理者激励的理论和经验研究大多来自现代市场经济发展较为成熟的国家, 特别是法律系统健全、资本市场活跃有效、公司治理机制比较完善的美国。而中国正处于经济体制转轨中, 具体制度背景有大股东控制、资本市场存在不确定性、公司治理机制存在缺陷等, 使得中国上市公司高管股权激励与企业并购行为关系受诸多因素影响。那么, 西方的高管激励理论在中国是否具有适用性? 与西方发达国家相比, 中国上市公司 CEO 股权激励与企业并购行为的关系有哪些不同特征? 目前国内尚没有学者对此做出系统的研究, 这也为研究 CEO 股权激励与企业并购行为的关系提供了机会。国内学者在高管薪酬与企业并购行为的关系研究中取得了一定的成果, 但尚存在一些不足, 主要表现在:

第一, 国内学者对管理者股权激励与企业并购行为关系的研究不够全面。在并购的过程中, 管理层的动机是企业并购发生与否、并购交易结构

和并购结果的决定因素,股东通过相应的股权激励措施将管理者的个人利益与股东利益协调一致,促使管理者的行为和决策的动机是基于股东价值最大化而非个人利益最大化。因此,股权激励机制与管理者的并购决策及其经济后果息息相关。CEO 的股权激励机制能够影响管理者决策的动机进而影响企业并购决策的全过程,包括并购投资的发起、并购溢价决策以及并购后绩效。国内学者利用企业并购行为来研究管理者决策的动机和管理者薪酬激励机制有效性的文献较少,大多数学者把并购动因和并购绩效作为单独的研究对象,缺乏从并购动因出发对管理者薪酬激励机制和并购行为关系的全面、系统的研究。

第二,忽视了我国具体制度背景。中国正处于经济体制转轨中,具体制度背景有大股东控制、资本市场风险存在不确定性、公司治理机制存在缺陷等。上市公司高管薪酬激励中,股权激励已经成为上市公司高管激励的主要方式。尽管股权激励在减少代理成本,激励员工追求企业价值最大化、推动所有者与经营者利益一致性方面发挥了巨大的作用,但在实施的过程中,上市公司高管股权激励也存在很多现实问题,使得现行股权激励无论在激励效果还是激励约束上均大打折扣。首先,股权激励实质上是一种风险性激励,将管理者的个人财富与企业风险的不确定性相联系,管理者财富会随着企业环境不确定性而增长,具有凸性^①,因此,环境不确定性会影响我国上市公司股权激励机制的实施效果以及高管股权激励与企业投资的相关关系。其次,股权激励作用受制于公司内部治理环境。作为一种长效的激励机制,股权激励必须在完善的公司治理机制下才能发挥作用,董事会是公司治理的核心,主要的职责是监督和决策,不同公司的董事会治理结构必然会影响股权激励效果。同时,大股东控制、股权集中是我国上市公司股权结构的主要特征,并购中大股东的监督作用是否会提高对管理层实施股权激励的效果有待进一步检验。最后,股权激励效果还受管理者自身对风险的态度影响,过度自信可能导致管理者更多的冒险行为,增加激励合约中的凸性可能并不相关。国内大部分学者的研究容易忽

① 关于凸性的解释,参见 Guay (1999)。如果两个公司的 CEO 持有的期权和普通股的数量一样,那么两个公司股价变动 1 美元引起的 CEO 财富变动是一样的,但是由于薪酬绩效中凸性的存在,两个公司股票风险变动 1% 引起的 CEO 财富变动却不相同。Guay 认为,普通股也是期权的一种,只不过期权比普通股的凸性更大。