

# 管理层权力、高管薪酬变动与公司并购行为分析<sup>\*</sup>

傅 颀 汪祥耀 路 军

(浙江财经大学会计学院 310018)

**【摘要】**本文探究了不同产权性质下管理层权力对薪酬利益驱动所带来的大规模并购行为的作用机制。研究表明,在中央国有上市企业和聘请职业经理人担任高管的民营上市公司中,管理层权力解释了公司间薪酬水平变动、并购后市场业绩的明显差异。地方国有上市公司在并购活动中其高管薪酬的变动受到高管权力的影响甚微,企业规模起到了决定性因素,而控股股东或家族成员直接担任高管的民营公司在发生并购时其管理层薪酬的变动与并购交易的规模、并购的复杂程度和 CEO 努力程度更加相关,相对而言薪酬安排更具有契约有效性。本文的研究丰富了管理层权力和公司并购的理论内涵,并为管理层权力影响下的并购行为提供了更为深入和细致的经验证据。

**【关键词】**薪酬变动 公司并购 管理层权力

## 一、引言

并购是关于企业资源配置最重要的决策之一,它的成功与否将对公司价值产生重大而深远的影响。而公司高管作为并购决策的制定者与参与者,他们的行为动机将直接决定企业并购活动的成败。正值转型期的中国,伴随市场化进程的逐步推进,从1993年“宝延事件”开始拉开了上市公司并购序幕,据统计,近年来中国78%的企业倾向于通过并购活动来实现规模扩张(黄旭兰,2012),同时企业在并购完成后其高管薪酬都基本出现了跳跃式上涨。因此,我们不禁会质疑,高管实施并购的动机究竟是为了优化资源配置、提高资源利用效率还是为了获取私利而扩大经营规模?国外大量经验研究表明,高管薪酬与公司绩效的相关性呈逐年下降趋势,与公司规模的关系显著(Moeller et al., 2005),而并购显然是扩大企业规模最便捷有效的手段,高管在追求私有收益的动机驱使下,完全有可能接受投资回报率很低的并购项目(Cheng and Indjejikian, 2009; Barger et al., 2008; 李善民等, 2009)。

然而,任何具有解释力的并购理论需要考虑企业所处的具体制度环境(Andrade, 2001),西方的经验结论是否适合中国实践有待进一步考察。在中国渐进式的市场化改革进程中,一方面,国有企业高管长期以来在薪酬管制的约束下,其薪酬水平主要与企业绩效及经营难度系数挂钩,显然,并购作为外延式资本扩张方式将为管理层重新拟订

薪酬契约提供契机,也是提高薪酬最为便捷的途径,而此较强的高管权力将成为自利动机下并购行为的实施保障。另一方面,管理层权力在民营控股公司中的表现更为复杂。由于民营控股公司的高管权力往往体现为控股股东权力,其管理层是否会利用并购获取薪酬私利,又取决于大股东获得并购绩效与管理层获取薪酬私利之间的力量博弈。因此,控股股东担任高管和职业经理人担任高管的民营控股公司在利用并购谋取管理层薪酬私利的动机上很可能存在较大差别。鉴于此,本文试图从管理层权力的视角构建企业并购行为理论分析框架,研究当前中国上市公司薪酬利益驱动下的并购行为在不同产权结构下有何差异,以期丰富管理层权力和公司并购的理论内涵,并为管理层权力影响下的并购行为提供经验证据。

## 二、理论分析与研究假设

### (一) 薪酬增长与公司并购

新古典经济学和制度经济学理论上认为收购兼并活动的初衷在于对目标企业的管理层产生接管威胁,当其代理行为发生后对其进行惩罚和解脱原有股东的困境,但大量的经验数据表明并购活动并未减少代理行为,反倒成为了代理问题的表现形式之一。Grinstein and Hribar (2004) 针对 CEO 在并购活动中产生的薪酬激励展开了研究,指出公司规模扩张是导致管理层薪酬上涨的主要原因,而并购活动本身的难度、管理者的才能与努力程度对薪酬变化无

<sup>\*</sup> 本文受国家社会科学基金青年项目(11CGL024)的资助。

显著影响,并且发现公司规模与强大的管理层权力相关,具有较强权力的CEO更有可能发动大规模的并购以获取高额报酬,管理层薪酬与并购公司绩效不相关。

Harford and Li (2007) 对并购活动中薪酬契约的代理问题进行了探索,发现即使收购公司的股东利益遭受损失,其管理层仍可获益,CEO薪酬和他们的整体财富与负的股票收益几乎不敏感,而随着正的股票收益增强显著上升,管理层并不会因为并购失败而受到惩罚。

反观国内,政府相关部门出台的薪酬激励机制为中国上市公司实施以扩大规模为目的的并购活动提供了制度诱因。2003年后国资委及其他政府部门陆续颁布的法律规范将经营难度系数纳入到对中央企业负责人的年度经营业绩考核体系中。而经营难度系数由企业资产总额、营业收入、利润总额、职工平均人数、离退休职工平均人数等因素加权计算而定。显然,在我国高管实施任期制的环境下,管理层若通过自身努力进行内生性扩张,将由于周期长且难度系数大而显得不太现实,此时外延式并购却能快速直接的扩大企业规模,同时业务经营范围和经营难度都会发生改变,这些也将成为高管薪酬契约制定和考核的基础,名正言顺地带动经理人员薪酬的迅速增长。例如2008年华远地产、招商银行、天康生物等实施并购的公司,前三名高管薪酬位于当年涨幅前十之列(黄旭兰,2012)。经验数据进一步印证了国内学者研究结果,并购已经成为管理层谋取私利的机会主义行为,企业高管人员有强烈的动机实施收购兼并活动,将其作为增加自身薪酬的正当理由。即使并购后企业经营绩效并未得到改善,高管薪酬仍大幅提高,与并购规模正相关。

而与国有上市公司相对应的民营控股公司,其行为表现出较为明显的市场化导向。民营企业的管理层将面对更加激烈的外部市场竞争,在获取政策支持或资源配给方面与国有企业相比均处于劣势地位。民营企业在内部监管上更为有效,对高管的选拔、业绩评价体系、激励与约束模式都较为接近市场化国家上市公司的实践,其管理层在很大程度上更加关注企业的长期发展和经营绩效,通过并购行为来迅速提升自身薪酬的动机可能没有国有企业强烈。

鉴于此,我们提出假设一:

假设1:与民营控股公司相比,国有控股公司高管有较强动机通过并购提高自身薪酬,其高管薪酬的变动与是否发生并购正相关。

## (二) 管理层权力、公司并购与高管薪酬

管理层权力理论认为现实中董事会在决定高管薪酬时与管理层之间达成的公平商议基础(Arm-Length Bargaining)并不存在,这恰恰损害了契约的有效性(Bebchuk and Fried, 2003)。当然,经理们采纳有利于自身利益的薪酬契约的可能性并不完全取决于管理层权力,其得以实现的成本还在于股东对此契约的认知和愤怒程度。这就意味着高管人员会通过各种方式掩饰薪酬的不公正性,为最大化

攫取租金贴上正当合理的标签,以减弱外界的公愤。此时,并购活动恰好能满足这种需求,因为管理层在收购兼并过程中需要投入大量的时间和精力促使并购的完成,这为高管薪酬的增长提供了充分的理由。

管理层权力理论的提出将并购行为与高管薪酬之间的作用机制拓展为一个动态调整的过程。对国有上市公司而言,政府的干预程度有可能对管理层权力主导下的企业行为产生不同影响,其并购动机可能因产权性质的差异而有所区别。具体来讲,针对中央政府控制的企业,国资委等部门颁布的《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》强调了公司规模、经营难度等指标的重要性,为管理层通过并购重新配置资源、构建具有专用性人力资本控制权的经理帝国提供了合理依据。同时,管理层激励考核文件规定国资委可根据具体情况变更企业负责人考核期内发生的有关资产重组的相关经营业绩责任书的内容。此时,并购活动正好为中国国有上市公司高管重新签订薪酬契约、重构权力、增加薪酬提供了一个良好契机。相对而言,地方政府控制的国有企业其并购活动可能是出于政绩的考虑如降低地方失业率、帮助本地企业“脱贫解困”等而被迫进行(陈信元和黄俊,2007)。同时,通过做大其直接控制企业的规模,也便于地方政府官员个人私利的实现(方军雄,2008)。在这种情况下,高管只是被动的实施者,其管理层权力对并购活动将影响甚微。

而管理层权力在我国民营控股公司中又因高管是由家族成员担任还是职业经理人担任的差异表现出各自不同的特点。前者管理层虽然权力很大,但是此时的高管兼具股东的双重身份而更看重企业的长期稳定和持续发展,利用权力通过并购行为来谋取私利的动机较小,其并购的目的更倾向于获取长期绩效的改善。后者的民营企业通常是由原国有上市公司将控制权进行转移而成,其终极控制股东往往缺乏充分的实战管理经验,这时公司通常聘请职业经理人担任高管,此时管理层的并购动机可能并不一定是为了改进上市公司的主营业务能力,而是利用管理层权力和制度环境的漏洞谋取私人收益。

基于此,我们提出假设二:

假设2:中央控股的国有企业和职业经理人担任高管的民营控股公司在并购活动后的高管薪酬水平变动显著的受到管理层权力的影响,地方控股的国有企业其高管薪酬水平变动受到高管权力的影响不明显;而控股股东或家族成员担任高管的民营控股公司其管理层权力对经理人薪酬的影响程度甚微,并购后高管薪酬的变化与并购交易的规模、并购的复杂程度和CEO努力程度更加相关。

## 三、数据、变量与研究设计

### (一) 样本选取与数据来源

本文以2007-2012年中国沪深A股非金融类上市公司为初始研究样本,为消除异常样本对实证结果造成的不良影响,我们按照如下标准对原始样本进行筛选剔除:①财

务和公司治理等研究数据缺失的公司; ②并购交易总价小于收购方净资产 5% 的公司; ③同时发行 B 股、H 股的公司; ④净资产为负数和 ST 公司。为消除异常值的影响, 本文对主要连续变量位于 0 - 1% 和 99% - 100% 区间的样本进行 winsorize 处理。经整理, 最终得到针对假设 1 的有效样本观测值 4626 个。由于假设 2 仅针对发生并购交易的公司, 为了避免一家公司在本年度之内发生多次并购而造成对超额累计收益率 (CAR) 产生噪音, 我们在已发生并购公司样本的基础上对一年内发生多次并购的公司再次予以剔除。这样针对模型 (2) 的有效样本量为 346 个。其中财务数据主要来源于 CCER 数据库, 公司治理数据主要来源于 CSMAR 数据库或是对其手工整理后获得, 其关于民营控股公司的高管构成数据来自新浪网等手工收集获取<sup>①</sup>。

## (二) 模型构建与变量说明

为了验证高管薪酬的增长是否与发生并购活动有关, 我们借鉴 Martin et al. (2012)、Grinstein and Hribar (2004)、Coakley and Iliopoulou (2006) 的做法, 采用以下模型检验:

$$\begin{aligned} DCOM_t = & \alpha_0 + \alpha_1 AcquisitionDummy_{t-1} + \alpha_2 State_{t-1} \\ & + \alpha_3 AcquisitionDummy_{t-1} * State_{t-1} + \alpha_4 Size_t \\ & + \alpha_5 ROA_t + \alpha_6 ROAGrowth_{t-1} + \alpha_7 TobinQ_t \\ & + \alpha_8 SalesGrowth_{t-1} + \alpha_9 Margin_t \\ & + \alpha_{10} MarginGrowth_{t-1} + \alpha_{11} Year_t \\ & + \alpha_{12} Industry_t + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (1)$$

在模型 (1) 中,  $t$  代表时段。由于我们研究的是并购行为是否引起高管薪酬变化, 所以为减轻模型的内生性问题, 在参考 Martin et al. (2012) 做法的基础上, 我们是对是否发生并购活动哑变量、企业产权性质以及业绩变动型变量采用滞后一期的数据, 其余变量均采用当年的数据。因变量 DCOM 用“金额最高的前三名高管的报酬总额”的变化值进行表征, 然后除以十万进行表征。<sup>②</sup> 解释变量主要有: ①上一年度是否发生并购行为 ( $AquisitionDummy_{t-1}$ ), 若发生并购活动, 取值为 1, 否则为 0; ②产权性质 ( $State$ ), 若为国有上市公司, 取值为 1, 否则为 0; ③公司规模 ( $Size$ ), 采用公司资产总额取自然对数表示; 在已有文献的基础上, 控制变量包括可能影响高管薪酬的其他财务因素, 具体如下: ①资产收益率的变化率 ( $ROA$ ), 为税后净利润与资产总额的比值; ②资产收益率增长率 ( $ROAGrowth$ ), 为前后两年资产收益率的增长比率; ③市场业绩 ( $TobinQ$ ), 用当年公司的  $TobinQ$  值表示; ④销售增长率 ( $SalesGrowth$ ), 用营业收入增长率来衡量; ⑤营业利润 ( $Margin$ ), 用营业活动产生的利润来衡量, 并用期末资产

总额对其进行平减处理; ⑥利润增长率 ( $MarginGrowth$ ), 用营业利润增长率来表示; ⑦管理层持股水平 ( $Mshare$ ): 用高管人员持股比例来衡量; 同时, 为避免不同年份宏观经济因素和不同行业薪酬差异对模型的影响, 我们控制了年度 ( $Year$ ) 和行业 ( $Industry$ ) 虚拟变量。

根据假设一, 我们预期  $AquisitionDummy_{t-1}$  的系数  $\alpha_1$  显著大于 0,  $State_{t-1}$  的系数  $\alpha_2$  显著大于 0,  $AquisitionDummy_{t-1} * State_{t-1}$  的系数  $\alpha_3$  显著大于 0, 公司规模  $Size_t$  的系数  $\alpha_4$  显著大于 0。

为检验管理层权力在并购行为所引起的高管薪酬动态调整过程中的影响, 我们构建以下模型进行检验:

$$\begin{aligned} DCOM = & \beta_0 + \beta_1 Power_{t-1} + \beta_2 State_{t-1} + \beta_3 Power_{t-1} \\ & * State_{t-1} + \beta_4 Size_t + \beta_5 DealSize_{t-1} \\ & + \beta_6 CompleteTime_{t-1} + \beta_7 Diversify_{t-1} + \beta_8 CAR_{t-1} \\ & + \beta_9 ROA_t + \beta_{10} TobinQ_t + \beta_{11} InsiderRatio_t \\ & + \beta_{12} NumBoard_t + \beta_{13} Mshare_t + \beta_{14} Year_t \\ & + \beta_{15} Industry_t + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

在模型 (2) 中, 因变量 DCOM 同前。由于我们研究的是管理层权力对并购活动中所引起的高管薪酬变动的动态影响, 所以为减轻模型的内生性问题, 在参考 Martin et al. (2012) 做法的基础上, 我们对管理层权力变量、企业产权性质以及体现并购复杂程度的变量采用滞后一期的数据, 其余变量均采用当年的数据。解释变量主要有: ①管理层权力 ( $Power$ ), 借鉴卢锐 (2008) 的衡量方法, 将董事长和总经理是否两职合一 ( $PowerA$ )、高管任期 ( $PowerB$ ) 和股权制衡度 ( $PowerC$ ) 三个衡量高管权力的单维度变量进行加总形成综合指标 ( $Power$ ) 反映管理层权力的大小, 其中,  $PowerA$ : 我们定义 CEO 兼任董事长职位时, 取值为 1, 否则为 0;  $PowerB$ : 我们定义当董事长或 CEO 的任职年限超过四年以上 (傅颀和邓川, 2013), 取值为 1, 否则为 0;  $PowerC$ : 我们定义股权分散程度<sup>③</sup>小于 1 时, 取值为 1, 否则为 0。对于  $Power$  我们采取两种计量方式, 第一种为连续积分变量 ( $Power1$ ), 即  $\sum PowerA + PowerB + PowerC$ ; 第二种为虚拟变量 ( $Power2$ ), 即当  $PowerA + PowerB + PowerC \geq 2$  时, 取值为 1, 否则为 0。②产权性质 ( $State$ ), 若为国有上市公司, 取值为 1, 否则为 0。③公司规模 ( $Size$ ), 采用公司资产总额取自然对数表示。④并购交易规模 ( $Dealsize$ ), 并购成交金额占收购公司总资产的比重。⑤并购交易完成天数 ( $CompleteTime$ ), “并购首次公告日期”至“并购交易完成后正式公告日期”之间的天数。⑥并购双方经营范围的

① 民营上市公司的高管是由控股股东或家族成员担任还是聘用职业经理人担任这一数据是通过 CSMAR 数据库和年报手工查询进行核对后确定。

② 参见张金若等 (2011) 一文中的做法, 本文仅针对并购行为对高管货币薪酬的变动考虑, 至于权益薪酬变动受到的影响可撰文另做讨论。

③ 股权分散度的衡量参见卢锐 (2008) 一文中的计算方法。

异同性 (Diversify), 如果双方的经营范围不一致, 取值为 1; 否则为 0。<sup>④</sup> ⑦市场对于并购交易宣告的反应 (CAR [-1, +1]), 本文采用并购首次公告日前后各 1 天时间段的累计超额收益率表征。控制变量除了模型 (1) 中已有的 ROA、TobinQ 外, 还增加了内部董事比率 (Insider Ratio)、董事会规模 (Num Board) 和高管持股水平 (Mshare) 等变量。

根据假设二, 我们预期,  $Power_{i-1}$  的系数  $\beta_1$  显著大于 0,  $State_{i-1}$  的系数  $\beta_2$  显著大于 0,  $Power_{i-1} * State_{i-1}$  的系数  $\beta_3$  显著大于 0,  $Size_i$  的系数  $\beta_4$  显著大于 0。控股股东或家族成员担任高管的民营企业样本中 DealSize 的系数  $\beta_5$ 、Complete-Time 的系数  $\beta_6$ 、Diversify 的系数  $\beta_7$ 、CAR [-1, +1] 的系数  $\beta_8$  显著大于 0。

表 1 主要变量的描述性统计特征

变量	样本量	最小值	最大值	均值	标准差	25% 分位数	中位数	75% 分位数
DCOM	4626	-18.600	31.800	1.650	5.147	-0.300	0.791	3.030
Acquisition Dummy	4626	0.000	1.000	0.109	0.312	0.000	0.000	0.000
State	4626	0.000	1.000	0.715	0.452	0.000	1.000	1.000
Size	4626	0.038	81.473	3.069	6.889	0.661	1.139	2.374
ROA	4626	-0.754	0.400	0.035	0.061	0.011	0.031	0.058
ROAGrowth	4626	-24.085	27.730	0.084	3.313	-0.730	-0.186	0.434
TobinQ	4626	0.540	14.915	1.833	1.204	1.104	1.464	2.120
SaleGrowth	4626	-1.000	79.930	1.574	6.611	-0.242	0.074	0.498
Margin	4626	-4.472	7.576	0.128	0.441	0.006	0.035	0.112
MarginGrowth	4626	-38.882	87.929	1.229	8.530	-0.910	-0.0192	0.711
Dealsize	346	0.051	1.000	0.442	0.382	0.129	0.312	0.951
CompletionTime	346	1.000	1352.000	195.612	226.739	34.000	123.000	326.000
Diversify	346	0.000	1.000	0.250	0.326	0.000	0.000	0.000
CAR [-1, +1]	346	-0.333	0.301	0.034	0.113	-0.035	0.019	0.106

注: \*\*\*、\*\*、\* 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著性水平; 括号中为 t 值 (下同)。

#### 四、实证检验与结果分析

##### (一) 薪酬变动与公司并购关系分析

表 2 的全样本数据显示, Acquisition Dummy 的系数显著为正, 说明在控制了企业绩效和其他变量后有并购行为的公司赋予了高管人员更多的薪酬增长水平。然后, 我们将数据拆分为未并购公司和并购公司两组进行对比, 发现在并购公司中企业规模对薪酬增长的作用明显增强, 回归系数明显大于业绩指标回归系数, 而公司绩效指标仅有资产收益率和销

##### (三) 描述性统计特征

从表 1 的描述性统计特征来看, 上市公司高管薪酬的变动幅度相对较大, 除了始于 2007 年金融危机对上市公司造成的负面影响所带来的薪酬下降外, 近几年的高管薪酬均处于节节攀升之势, 75% 的上市公司金额最高的前三名高管的年度薪酬总额增长都超过了 30 万元以上。其中大约有 11% 的公司在此期间发生了大规模并购行为, 资产收益率平均增长 8.4%, 利润增长率为 1.229。并购公司的交易特征显示交易平均规模占收购公司净资产的 44% 左右, 从并购首次公告到交易完成平均耗时半年左右时间, 大部分公司进行的还是同行业之间的并购, 仅有大约 1/4 的公司进行的是跨行业收购。资本市场的累计超额收益率 (CAR [-1, +1]) 并未较高, 均值仅为 0.034。

售增长率有显著影响, 其他业绩指标的增长对薪酬变动的效应不明显。与之对应的未并购公司中, 企业规模的系数并不显著, 薪酬增长与公司会计业绩和市场业绩密切相关, 伴随资产收益率、销售增长率和营业收入增长率的上升而正向波动, 此时业绩增长对薪酬变动的影响强度超过了企业规模增长对薪酬的影响强度。这在一定程度上说明公司的确有为增加薪酬而通过并购增加企业规模之嫌, 公司薪酬变动与并购行为及公司规模变动正相关。

④ 交易规模、并购交易完成天数和并购双方经营范围的异同性均体现了并购活动的难易程度, 若高管薪酬契约符合最优契约观, 其并购活动引起的薪酬增长应该是与并购的复杂程度密切相关的。

同时,表2结果显示产权性质对并购行为的动机确实产生了影响。在国有企业样本组中,薪酬增长主要受到并购活动带来的扩大的企业规模等因素的影响,而公司的会计业绩如资产收益率和市场业绩、公司的业绩增长如资产收益率增长率、销售增长率和营业利润增长率等对高管薪酬变动的影响甚微。与之对应的民营企业,其薪酬的变化主要源于公

司业绩的变动,企业规模对薪酬变动的作用并不显著,而业绩指标及其变动的回归系数均显著为正,这充分说明国有上市公司的并购活动背后体现出强烈的提升高管薪酬动机,而民营上市公司的并购活动更多反映了其市场动机,其经理人员薪酬的增长更多的与公司业绩挂钩。研究结果与假设一的预期保持一致。

表2 公司并购与薪酬变动作用机制

变量	预测符号	全样本	未并购公司	并购公司	国有企业	民营企业
		栏目1	栏目2	栏目3	栏目4	栏目5
常数项	+ / -	-0.158 (-0.515)	0.239 (0.496)	0.693 (0.441)	1.682 *** (7.602)	2.016 *** (6.879)
Acquisition Dummy	+	0.496 ** (2.006)			0.363 ** (2.123)	0.112 (0.216)
State	+	0.612 *** (3.196)	0.635 (1.396)	0.309 *** (2.778)		
Acquisition Dummy* State	+	0.353 *** (3.218)				
Size	+	1.106 *** (3.219)	1.011 (0.462)	1.126 ** (2.335)	1.069 *** (3.115)	1.003 (0.106)
ROA	+	0.311 *** (5.267)	1.569 *** (3.722)	0.301 * (1.705)	0.596 (1.586)	1.708 *** (3.762)
ROAGrowth	+	0.059 * (1.806)	0.023 * (1.796)	0.025 (0.012)	0.058 (1.515)	0.059 ** (2.016)
TobinQ	+	0.015 (0.089)	0.005 ** (2.008)	0.305 (1.401)	0.216 (1.397)	0.198 ** (2.117)
SaleGrowth	+	0.018 * (1.776)	0.047 ** (2.119)	0.105 * (1.916)	0.017 (1.206)	0.028 * (1.762)
Margin	+	0.698 * (1.906)	0.402 ** (2.003)	0.306 (1.498)	0.352 (0.591)	0.115 ** (2.169)
MarginGrowth	+	0.005 (0.105)	0.006 ** (2.116)	0.022 (0.661)	0.000 (0.006)	0.002 (1.365)
Year		控制	控制	控制	控制	控制
Industry		控制	控制	控制	控制	控制
样本数		4626	4108	518	3306	1320
Adj - R <sup>2</sup>		0.063	0.059	0.058	0.061	0.057

## (二) 管理层权力、并购与薪酬作用机制分析

为了更清晰地显示在不同所有权性质下企业高管的薪酬变动受到管理层权力及并购交易要素的影响,我们将所有并购样本做了进一步的划分,国有上市公司按照政府的干预程度分为中央控股的企业和地方控股的企业,民营上市公司分为控股股东或家族成员担任高管的公司(I)和职业经理人

担任高管(II)的公司两类。通过管理层权力、高管薪酬及并购交易要素的均值检验(表3),我们发现民营公司的高管增长幅度、管理层权力显著超过国有企业,其中职业经理人担任高管的民营企业表现更甚。国有公司发生并购的交易规模与并购完成的时间较民营企业而言都显著较大,这可能与国有企业的资产规模基数本身就较高以及并购较为复杂有关。

表3 不同产权性质的企业高管薪酬、管理层权力及并购交易要素的均值比较

变量	均值检验								
	国有	非国有	差异	中央 国有	地方 国有	差异	民营 (I)	民营 (II)	差异
DCOM	1.859	2.089	-0.230 (-2.012)**	1.803	1.878	-0.075 (-1.026)	1.826	2.328	-0.502 (-2.011)**
Power1	0.980	1.160	-0.180 (-1.865)*	0.950	1.020	-0.070 (-1.527)	1.020	1.270	-0.250 (-1.868)*
Power2	0.220	0.300	-0.080 (-0.956)*	0.210	0.250	-0.040 (-1.231)	0.260	0.360	-0.100 (-2.008)**
Dealsize	0.625	0.326	0.299 (2.167)**	0.759	0.608	0.151 (1.709)*	0.459	0.226	0.233 (1.735)*
Completion Time	226.128	156.262	69.866 (2.006)*	232.128	214.0671	18.061 (1.037)	177.219	143.251	33.968 (1.912)*
Diversify	0.210	0.290	-0.080 (-1.812)*	0.190	0.210	-0.020 (-1.138)	0.300	0.230	0.070 (1.902)*
CAR [-1, +1]	0.031	0.036	-0.005 (-1.767)*	0.029	0.032	-0.003 (-1.329)	0.039	0.033	0.006 (1.702)*

然后,我们运用模型(2)对薪酬动机下的并购行为进行了检验。表4结果显示,在中央控股的国有上市公司和聘请职业经理人担任高管的民营企业中,管理层权力无论是用Power1还是Power2指标检验,其系数在5%水平上都显著为正,说明管理层权力越大,高管薪酬在并购活动中增长越快。并购宣告前后公司市场业绩的衡量指标CAR[-1,+1]的回归系数显著为负,这说明资本市场并不追捧企业的并购行为,无强有力的证据表明薪酬的变动受到与并购相关的可观测业绩的影响。地方国有上市公司中管理层权力对高管薪酬在并购活动中的变化所产生的作用甚微,薪酬变动更多的受到企业规模的影响,与假设预期一致。而在控股股东或家族成员担任高管的民营企业样本组中,其高管权力对管理层薪酬的影响反而较弱,高管薪酬的增加更多的受到企业绩效的影响。其中,交易规模的回归系数在10%水平上显著为正。一般来讲,并

购规模越大,并购交易越复杂,需要经理人员付出的努力程度越高,因此薪酬的增长与交易规模的大小形成了正向互动。并购交易从首次宣告到完成的时间回归系数在5%水平上显著为正,说明并购交易耗时越长、越复杂,对高管的经营才能要求越高,薪酬上涨的诉求越高。并购双方经营范围的异同性(Diversify)系数在10%水平上显著为正,可能的解释是当并购双方的经营范围不一致时,公司将面临更多的协同整合问题,这时收购方的管理层所需要付出的努力程度较并购同行业的公司要高,因此对薪酬的增长需求增加。这说明在控股股东或家族成员担任高管的民营企业中,其并购行为所引起的薪酬变化具有较强的契约有效性。同时,我们发现管理层持股比例这一指标在所有的样本组中其回归系数均显著为负,说明高管持股可以起到抑制薪酬增长的作用。研究假设二得到了验证。

表 4

管理层权力、公司并购与薪酬变动

变量	预测符号	Power1					Power2				
		全样本	中央 国有	地方 国有	民营 ( I )	民营 ( II )	全样本	中央 国有	地方 国有	民营 ( I )	民营 ( II )
常数	+ / -	-16.011 ( -1.469)	-11.123 ( -1.202)	-10.623 ( -1.326)	-11.237 ( -1.128)	-10.523 ( -1.419)	-15.115 ( -1.336)	-12.001 ( -1.003)	-12.167 ( -1.219)	-11.219 ( -1.007)	-10.135 ( -1.331)
Power	+	4.058 ( 1.515)	4.316 ** ( 2.211)	3.787 ( 1.412)	3.623 ( 1.525)	4.019 ** ( 2.318)	3.812 ( 1.216)	4.225 ** ( 2.169)	3.661 ( 1.437)	3.591 ( 1.448)	4.156 ** ( 2.225)
State	+	3.936 * ( 1.725)					4.123 * ( 1.812)				
P* State	+	4.115 * ( 1.723)					4.016 * ( 1.803)				
Size	+	0.879 ** ( 2.312)	1.138 ** ( 2.206)	1.265 ** ( 2.353)	1.015 ( 1.512)	1.328 * ( 1.926)	0.916 ** ( 2.127)	1.122 ** ( 2.231)	1.216 ** ( 2.157)	1.006 ( 1.502)	1.335 * ( 1.872)
Dealsize	+	1.996 ( 1.025)	2.112 * ( 1.703)	1.902 ( 1.123)	2.005 * ( 1.819)	1.953 ( 1.215)	1.118 ( 1.002)	2.158 * ( 1.817)	1.926 ( 1.136)	2.319 * ( 1.907)	1.865 ( 1.326)
Completion Time	+	0.015 ( 1.141)	0.012 ( 1.217)	0.009 ( 1.005)	0.007 ** ( 2.015)	0.005 ( 0.502)	0.006 ( 1.012)	0.002 ( 1.007)	0.008 ( 1.218)	0.006 ** ( 2.025)	0.003 ( 0.112)
Diversify	+	2.013 ( 1.237)	1.943 ( 1.032)	1.896 ( 1.325)	2.013 * ( 1.876)	2.002 ( 1.315)	2.007 ( 1.005)	1.864 ( 1.217)	1.776 ( 1.208)	2.006 * ( 1.789)	2.035 ( 1.127)
CAR	+ / -	-1.358 ** ( -2.017)	-1.362 ** ( -2.007)	-1.339 ** ( -2.318)	-1.216 ( -1.005)	-1.172 ** ( -2.018)	-1.025 ** ( -2.016)	-1.313 ** ( -2.025)	-1.307 ** ( -2.249)	-1.208 ( -1.217)	-1.169 ** ( -2.126)
ROA	+	11.168 ( 1.017)	11.727 ( 1.106)	11.215 ( 1.207)	10.156 * ( 1.927)	10.123 ( 0.897)	11.215 ( 1.218)	11.236 ( 1.225)	11.028 ( 1.119)	10.276 * ( 1.731)	10.015 ( 0.987)
TobinQ	+	0.078 ( 1.017)	0.089 ( 0.941)	0.069 ( 0.995)	0.072 * ( 1.783)	0.105 ( 0.062)	0.075 ( 1.016)	0.081 ( 0.917)	0.096 ( 0.853)	0.086 * ( 1.892)	0.113 ( 0.151)
Insider Ratio	+	2.127 ( 1.026)	1.928 ( 1.037)	2.315 ( 1.432)	2.551 ( 1.511)	2.003 ( 1.392)	2.125 ( 1.248)	2.327 ( 1.107)	2.716 ( 1.029)	1.896 ( 1.041)	1.902 ( 1.335)
Num Board	-	-0.398 ( -0.526)	-0.397 ( -0.426)	-0.405 ( -0.338)	-0.418 * ( -1.702)	-0.412 ( -0.375)	-0.386 ( -0.502)	-0.351 ( -0.417)	-0.338 ( -0.376)	-0.401 ( -0.469)	-0.431 ( -0.478)
Mshare	-	-1.025 ** ( -2.011)	-1.006 ** ( -2.127)	-1.108 ** ( -2.106)	-1.216 ** ( -2.017)	-1.006 * ( -1.705)	-1.123 ** ( -2.137)	-1.072 ** ( -2.109)	-1.137 ** ( -2.013)	-1.208 ** ( -2.007)	-0.985 * ( -1.816)
Year		控制					控制				
Industry		控制					控制				
样本数		346	55	177	40	74	346	55	177	40	74
Adj - R <sup>2</sup>		0.318	0.326	0.327	0.359	0.372	0.385	0.348	0.316	0.335	0.329

### (三) 稳健性测试

由于变量的选择和取值将可能对结论的稳健性产生影响,为此我们进行了以下敏感性测试:①由于国内外研究对公司高管的范围定义具有差异,我们分别使用了“董事、监事和高级管理人员年度报酬总额”和“金额最高的前三名董事的报酬总额”作为高管薪酬的替代指标。②我们以“年度内董事会的会议次数”作为并购年度有关并购交易复杂程度和决策难度的表征变量,得到的结果与前文基本一致,说明本文的研究结论尚为稳健。

### 五、结论与启示

本文的主要贡献是深入细化地挖掘了在中国上市公司当前产权结构存在差异的背景下高管权力对并购-薪酬-绩效等一系列公司行为不同的作用机制,拓展了管理层权力和公司并购的理论内涵。研究发现,并购动机因产权性质的差异而表现不同,国有控股公司较民营控股公司在薪酬利益驱动下更有可能发动大规模并购活动以扩大企业规模,进而大幅提升高管薪酬。同时,我们发现管理层权力在并购过程中对中央国有上市公司和职业经理人担任高管的民营上市公司的高管薪酬水平变动产生了显著影响,对控股股东或家族成员担任高管的民营收购公司经理人薪酬的影响程度甚微。后者并购后高管薪酬的变化与并购交易的规模、并购的复杂程度和CEO努力程度更加相关。地方国有上市公司在并购活动中其高管薪酬的变动受到管理层权力的影响甚微,企业规模起到了决定性因素。诚然,公司并购行为的发生还会受到一些除薪酬动机以外的其他因素影响,比如管理层期望通过并购获得政治升迁、利用内幕消息谋利的机会等。基于客观原因,本文很难将这些因素予以剔除,可能会在一定程度上影响研究结果,这也是未来研究需要进一步考虑的问题。

#### 主要参考文献

- 陈信元,黄俊. 2007. 政府干预、多元化经营与公司业绩. 管理世界, 1: 92~96
- 方军雄. 2008. 政府干预、所有权性质与企业并购. 管理世界, 9: 118~123
- 傅頔,邓川. 2013. 高管控制权、薪酬与盈余管理. 财经论丛, 4: 66~72
- 黄旭兰. 2012. 高管薪酬与并购行为关系研究. 西南财经大学硕士论文
- 李善民,毛雅娟,赵晶晶. 2009. 高管持股、高管的私有收益与公司的并购行为. 管理科学, 22 (6): 2~12

卢锐,魏明海,黎文靖. 2008. 管理层权力、在职消费与产权效率——来自中国上市公司的证据. 南开管理评论, 5: 85~92

张金若,辛清泉,童一杏. 2013. 公允价值变动损益的性质及其后果——来自股票报酬和高管薪酬视角的重新发现. 会计研究, 8: 17~23

张鸣,郭思永. 2007. 高管薪酬利益驱动下的企业并购——来自中国上市公司的经验证据. 财经研究, 12: 103~113

Andrade, G., M. Mitchell, and E. Stafford. 2001. New Evidence and Perspectives on Mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2): 103~120

Bargeron, L. L., F. P. Schlingemann, R. M. Stultz, and C. J. Zutter. 2008. Why Do Private Acquirers Pay So Little Compared To Public Acquirers?. *Journal of Financial Economics*, 89 (3): 375~390

Bebchuk, L. A., and J. M. Fried. 2003. Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economics Perspectives*, 17 (1): 71~92

Bliss, R. T., and R. J. Rosen. 2001. CEO Compensation and Bank Mergers. *Journal of Financial Economics*, 61 (1): 107~138

Cheng, S., and R. J. Indjejikian. 2009. The Market for Corporate Control and CEO Compensation: Complements or Substitutes?. *Contemporary Accounting Research*, 26 (3): 701~728

Coakley, J., and S. Iliopoulou. 2006. Bidder CEO and Journal Executive Compensation in UK M&As. *European Financial Management*, 12 (4): 609~631

Grinstein, Y., and P. Hribar. 2004. CEO Compensation and Incentives: Evidence from M&A Bonuses. *Journal of Financial Economics*, 73 (1): 119~143

Harford, J., and K. Li. 2007. Decoupling CEO Wealth and Firm performance: The Case of Acquiring CEOs. *Journal of Finance*, 62 (2): 917~949

Martin, B., D. Raymond, R. Silva, D. Lien, and H. Izan. 2012. CEO Compensation from M&As in Australia. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39 (9-10): 1298~1329

Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1988. Managerial Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 20 (1): 293~315



## Abstracts of Main Papers

### The Tendency and Pathway on Accounting Higher – Education Reform

*Sun Zheng & Li Zengquan*

The accounting higher – education is at a critical historical stage of development. No one could fail to notice the fact that it has been the strategic choices for the governments from all over the world to cultivate the young generation of accountant , and to shape the accounting talents in the future. For establishing the target of higher – education reform in accountancy , making relative pathway and policy , and taking active action , the education and practice need to exert themselves to cooperate. Whether the accounting higher – education can change the mode of development , and then adhere to the way of connotation – based development depends on if we can establish the accreditation system with high quality for education evaluation. It is necessary to build a learned profession for the future by purposeful integration of accounting research , education , and practice for students , accounting practitioners , and educators. It may be accepted as an innovation to advance the development of accounting higher – education that keep the openness and confluence in the subject , and design the reasonable learning progressions in professional accounting study.

### Independent Director Resignation , Political Connection and Corporate Governance Defects

*Dai Yiyi et al.*

In this paper , we collect independent director resignation events from 2006 to 2012 whose company listed in Shanghai and Shenzhen as a research sample. We use financial reporting restatement and company violation as two proxy variables. In this way we want to explore whether the quit behavior of independent directors can transfer the bad signal of corporate governance defects or not. This study has found following conclusions: ( 1) Compared to the company occurring normal independent directors resignation and non – director resignation , company occurring abnormal resignation will significantly increase the probability that company arise financial reporting restatement and serious company violation. This shows that independent directors choose to leave the company before suffering into a crisis in order to avoid the reputation damage; ( 2) After further subdividing sample , we find that political connection will influence the signal effect. If the company has stronger political connection , the independent director resignation behavior indicates that company has worse governance defects. This paper not only provides a theoretical and empirical support for regulators to set up a independent director retrospective punishment mechanism , but also provides a new cognition for independent director effectiveness which has depute for a long time in academic.

### Affiliated Management and Firm Value: Evidence from China

*Zheng Gaoping et al.*

We provide evidence on how the presence of a top manager who is a controlling shareholder or the employee of a controlling shareholder ( i. e. affiliated management) is associated with firm value. By analysing the data of Chinese listed firms in the A – share stock market from 2001 to 2009 , we find that affiliated management is negatively associated with firm value. Furthermore , although firms with affiliated management have higher return on assets and return on sales , affiliated management is positively associated with the value and the frequency of loan – based related party transactions and with the likelihood of irregularity in information disclosure. Our findings imply that even if affiliated management may enhance shareholders' ability to monitor managers and increase the operational profitability , affiliated management can facilitate the expropriation of the interests of the minority shareholders by the controlling shareholders.

### Managerial Power , Changes of Executive Compensation and Corporate M&A Behavior Analysis

*Fu Qi et al.*

This paper focuses on the association between executive private benefits and underlying opportunistic motivation of acquiring managers' M&A decisions. The empirical results indicate that the executives of state – owned companies has the more motives to launch the larger M&A deals in order to increase their compensation , and The changes of their salary is related to the firm size not the company's performance. At the same time , our research reveals that the changes of compensation of the private listed companies whose executives are majority shareholders or family members will be influenced by the complexity of M&A and skills of managers. Moreover , the study shows that managerial power can explain the obvious difference of the executive compensation and market performance after M&As to some extent for the central government owned companies and some private listed companies whose executives are composed of the professional managers. The change of compensation of the local state – enterprise is more affected by the size of the company. Our research enriches the connotation of managerial theory and M&A theory , and provides the further empirical evidence for the corporate M&A behavior influenced by managerial power.

### Investor Heterogeneous Beliefs and Long – run Performance Following Private Equity Placements

*Deng Lu & Wang Huacheng*

Research on behavior finance based on heterogeneous beliefs has become a recent hot issue in finance field. This paper is the first to investigate long – run performance following private equity placements from the perspective of investor heterogeneous beliefs with China's special institutional settings. The empirical results show that investor heterogeneous beliefs negatively associate with firms' long – run market performance after private equity placements. Such effect is more significant when the offering targets are institutional investors. The paper further shows that investor heterogeneous beliefs also have negative relationship with firms' operation performance after private equity placements.