

CEO 权力、私有收益与并购动因^{*}

——基于我国上市公司的实证研究

张 洽^{1,2}, 袁天荣¹

(1. 中南财经政法大学 会计学院, 湖北 武汉 430073; 2. 安康学院, 陕西 安康 725000)

摘 要:文章选取 2002—2011 年发生并购的上市公司为样本,研究了我国上市公司 CEO 权力、私有收益与并购动因之间的关系。研究发现,CEO 权力和私有收益是企业并购的主要推动力,对企业并购与否、并购规模及并购频率具有重要影响;权力较大的 CEO 更可能推动并购,进而获得较高的私有收益。文章的研究体现了 CEO 通过权力推动并购进而获取私有收益的过程。

关键词:CEO 权力; 私有收益; 并购动因

中图分类号:F275.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2013)04-0101-11

一、引 言

很多学者已经证实并购并未增加股东的财富,如 Jensen 和 Ruback (1983)的研究发现,并购公司在并购事件中没有得到积极的回报;Moeller 等 (2003)报告了大企业并购的消极回报和损失。Aqrawal(1992)、Loughran 和 Vigh(1997)以及 Kohers (2001)等的研究表明,并购公司遭受的损失需要并购后几年的经营才能弥补。2002 年 Cording 等提出了著名的公司并购“成功悖论”(success paradox),即公司付出巨大代价实施并购,而结果却没有增加、甚至减少了股东财富,这就是所谓的“公司并购绩效之谜”。企业并购后业绩表现平平甚至大幅下滑,但现实中并购却风起云涌,一浪高过一浪。很多学者的实证研究表明 CEO 在并购中获得了丰厚的报酬。为什么并购在没有很好业绩支撑的情况下仍大量发生,而并购公司 CEO 报酬却一增再增? 报酬和业绩之间的不对称提示我们有必要进一步探究 CEO 在并购交易中的动机。

CEO 对并购这种企业自由裁量性投资具有很大的决策权,并购为其获取

收稿日期:2012-07-10

基金项目:教育部人文社会科学规划基金资助项目(12YJA630181)

作者简介:张 洽(1981—),女,内蒙古海拉尔人,中南财经政法大学会计学院博士研究生,安康学院讲师;
袁天荣(1964—),女,湖北荆门人,中南财经政法大学会计学院教授,博士生导师。

私有收益提供了方便。并购作为 CEO 做出的重要战略决策,一旦失误通常会损害公司股东利益(Moeller 等,2005),而 CEO 寻租的机会主义行为大大加大了并购失误的概率(张鸣等,2007)。因此,将企业并购与 CEO 行为动机相联系,无疑为我们研究并购动因开辟了新的路径。本文的探索在于:首先,运用 Jensen(1983)的代理理论从 CEO 权力和私有收益的视角研究企业并购动因,探寻 CEO 在并购中的主观动机及对并购的影响。其次,通过对企业 CEO 私有收益的分离与计量,研究了 CEO 私有收益对企业并购与否、并购规模和并购频率的影响,在一定程度上可以避免已有研究中并购与管理层薪酬之间关系的内生性问题。最后,引入了管理权力指数度量 CEO 权力,并检验了权力在 CEO 为获取私有收益而推动并购过程的作用,为完善 CEO 权力制衡和监督等公司治理机制提供了经验证据。

二、文献回顾

企业的并购动因错综复杂,任何一种理论都不可能解释所有的并购。Scharfstein 和 Stein(2000)指出,公司 CEO 的寻租行为造成了内部资本市场的无效。Grinstein 和 Hribar(2004)研究指出,具有较大权力的 CEO 有更强烈的动机实施较大规模的并购,并最终获得较高的报酬。资本市场对 CEO 权力推动下的企业并购给予了消极反应。韩立岩和陈庆勇(2005)通过检验企业并购与高管薪酬之间的关系,发现并购前后公司绩效没有显著提高,而高管薪酬却显著增加,说明我国企业并购中存在较为严重的代理问题。Goh(2006)实证检验了企业规模、公司经营绩效与管理层薪酬的关系,发现公司规模与管理层隐性收益正相关,管理层通过并购扩张企业规模来增加自己的薪酬,而公司绩效并未显著提高。张鸣和郭思永(2007)实证发现,企业高管人员有很强的动机通过企业并购这种自由裁量性投资来增加自己的薪酬,尤其是高管临近退休时这种动机更明显。卢锐等(2008)证实薪酬激励未能减轻代理问题,CEO 很可能利用权力控制董事会决策进而增加代理问题。权小锋等(2010)证实了国企高管利用权力进行盈余管理以达到提高薪酬的目的,这给企业带来了负面效应。

上述研究主要集中在高管或管理层总体薪酬与企业并购的关系,而关于委托代理中重要决策者 CEO 的主观动机及其是否影响企业并购却较少涉及,研究这个问题有助于揭开企业并购动因的“黑箱”。

三、理论分析与研究假设

Mueller 等(1969)指出,由于企业的规模决定管理层的待遇,CEO 具有不断扩大企业规模的动机,因此代理问题导致了并购。Jensen(1986)认为,股东与 CEO 之间在自由现金流量派发上具有代理问题,CEO 通过并购等投资活

动可以减少股利的发放,将现金流权控制在自己手中,并可以通过并购活动增加自己的收益。最优契约论认为,并购的复杂程度及 CEO 实施并购交易的努力程度与报酬水平之间应该存在正相关关系。由于并购增加了管理的难度,需要 CEO 付出额外的努力,这为 CEO 增加报酬提供了冠冕堂皇的借口。然而,薪酬的增加是有上限的,而且容易受到董事会、国资委等的制约,因此,CEO 往往通过伪装的方式获取私有收益(纳超洪,2009)。Jarrad 和 Li(2007)的研究说明,高管私利驱动公司并购的现象确实存在。

在国资委薪酬管控下,CEO 年度业绩考核指标得分 = 经营难度系数 \times (利润总额 + 净资产收益率 + 分类指标)。企业的经营难度系数由企业的规模、员工人数、净资产总额、销售收入等指标综合计算。而并购可以在短时间内促使这些考核指标激增,尤其是企业的规模,并购较大规模的企业可以使 CEO 获得较高的私有收益。私有收益的攫取需要建立在一定的权力基础上,由于 CEO 拥有较大的控制权,而控制权的行使具有时效性,因此 CEO 具有利用手中的权力提高自己私有收益的动机。并购恰好为 CEO 利用控制权来增加私有收益提供了平台, Jensen(1993)、Bebchuk 等(2002)以及 Bebhuk 和 Fried(2003)将管理权力与 CEO 私有收益相联系,认为 CEO 权力越大,获取的私有收益越多,权力对并购发生与否以及规模具有重要作用。因此,我们提出假设 1 和假设 2。

假设 1:CEO 获取私有收益是企业发生并购的重要动因之一。在其他条件不变的情况下,CEO 权力越大、获取私有收益越多,越可能推动并购。

假设 2:在其他条件不变的情况下,CEO 权力越大,越可能为了获取更多的私有收益而推动规模较大的并购。

在所有权和控制权两权分离的现代企业制度下,CEO 不仅控制着企业的日常经营管理,而且还控制了企业的资本配置决策权。我国国有企业居于主导地位,并且国有股产权主体缺位导致内部人控制问题严重。由于利益动机的不一致,CEO 具有违背所有者意愿进行逆向选择以增加私有收益的动机。基于人力成本补偿和职业安全等自利行为选择,CEO 会不断扩大企业规模以增加私有收益(Jensen, 1986; Stein, 2003; Khanna 和 Yafeh, 2007; Wei 和 Zhang, 2008; 徐晓东和张天西, 2009; 郝颖和刘星, 2009)。CEO 主要通过更改薪酬契约来增加私有收益。CEO 之所以能够更改薪酬契约,一方面,企业的薪酬契约是不完备的,存在漏洞(张维迎, 2004);另一方面,CEO 具有影响董事会决策的权力,如董事会成员任免等(Yermack, 1997)。

根据管理权力理论,CEO 通过并购获取私有收益的多寡与管理权力的大小存在正向关系。CEO 权力在推动并购以获取私有收益过程中起到了关键作用。因为权力越大的 CEO 影响董事会决策的能力越强,在并购中就会获取越多的私有收益。因此,我们提出假设 3。

假设3:并购可以大大提高CEO私有收益,在其他条件不变的情况下,权力越大的CEO推动并购可获得越多的私有收益。

四、研究设计

(一)样本选取与数据来源

由于我国证监会对高管薪酬披露2002年才开始规范化,所以,本文以2002年作为研究的起点。我们收集了中国2002—2011年交易金额在5000万元以上的上市公司,因为金额较大的并购交易更有可能直接影响CEO的私有收益。并购交易及财务指标的相关信息来自国泰安CSMAR数据库,薪酬委员会声明及公告的信息来自巨潮资讯网和新浪财经。剔除数据不全的企业和金融类企业后,我们共收集到2108家并购公司的16408个样本。

(二)变量定义

1. CEO私有收益(Abncontrn)

私有收益是指CEO在并购中获得的货币和非货币私有收益的总和。我们先分别计算CEO的货币性私有收益和非货币性私有收益,然后求和计算CEO的私有收益。

第一步计算货币性私有收益(AbnormalSala)。根据权小锋等(2010)的估计方法,我们用非正常的CEO货币性薪酬来度量货币性私有收益。其值为CEO实际薪酬(ActualSala)与预期正常薪酬(NormalSala)之间的差额(Firth,2006;Core等,2008;权小锋等,2010):

$$\text{AbnormalSala} = \text{ActualSala} - \text{NormalSala}$$

其中,ActualSala为企业实际支付给CEO的货币性薪酬。CEO正常薪酬为由地区、行业、公司规模、经营业绩等经济因素所决定的CEO薪酬(权小锋等,2010),需要通过下式估算:

$$\begin{aligned} \text{LnNormalSala}_{it} = & \gamma_0 + \gamma_1 \text{LnSize}_{it} + \gamma_2 \text{Roe}_{it} + \gamma_3 \text{Roe}_{it-1} + \gamma_4 \text{Zaverage}_{it} \\ & + \gamma_5 \text{Central}_{it} + \gamma_6 \text{West}_{it} + \sum \text{Indus} + \sum \text{Year} + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

其中,LnNormalSala_{it}为CEO预期正常薪酬对数;LnSize_{it}为公司规模对数;Roe_{it}为净资产收益率;Roe_{it-1}为上一年度的净资产收益率;Zaverage_{it}为上市公司所在地人均年收入;Central_{it}表示公司所在地是否为中部地区,^①是为1,否则为0;West_{it}表示公司所在地是否为西部地区,是为1,否则为0;变量的下标i表示公司,t为时间(下同),我们还控制了年度和行业。回归得到的因变量预测值即为由经济因素决定的CEO正常薪酬的对数,再通过指数运算可以计算出由经济因素决定的CEO正常薪酬。

第二步是计算非货币性私有收益(AbnormalPerk)。运用公款为CEO的消费买单是非货币性私有收益的表现形式。根据权小锋等(2010)的估计方法,我们用非正常的CEO在职消费来衡量非货币性私有收益。其值为CEO

实际在职消费(ActualPerk)与由企业规模、资产等经济因素所决定的预期正常在职消费(NormalPerk)之间的差额表示:

$$\text{AbnormalPerk} = \text{ActualPerk} - \text{NormalPerk}$$

本文将与 CEO 实际在职消费有关的费用项目分为五类:业务招待费、差旅费、培训费、会议费和交通费。这五类项目均包含在管理费用中,公司的在职消费数据由上述管理费用中的一些明细项目加总得到。CEO 可以通过报销等方式将私人支出推入这些项目,这些在职消费成为 CEO 获取非货币性私有收益的途径,也是通过公开信息度量非货币性私有收益的最好方法(陈冬华等,2005)。预期 CEO 正常在职消费需要通过下式估算:

$$\begin{aligned} \text{NormalPerk}/\text{Asset}_{it-1} = & \gamma_0 + \gamma_1/\text{Asset}_{it-1} + \gamma_2 \Delta \text{Sale}_{it}/\text{Asset}_{it-1} \\ & + \gamma_3 \text{Nvfix}_{it}/\text{Asset}_{it-1} + \gamma_4 \text{Inventory}_{it}/\text{Asset}_{it-1} \\ & + \gamma_5 \text{LnEmple}_{it} + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

其中, Asset_{it-1} 为上年年末总资产余额, ΔSale_{it} 为报告期销售收入的变动额, Nvfix_{it} 为报告期固定资产净额, Inventory_{it} 为报告期存货余额, LnEmple_{it} 为企业员工人数对数。回归后得到的因变量预测值为预期的 CEO 正常在职消费。

CEO 非正常货币性薪酬(AbnormalSala)与非正常在职消费(AbnormalPerk)之和即为 CEO 私有收益(Abncontrn)。

根据辛清泉等(2007)及权小锋等(2010)的研究,我们对私有收益取自然对数(LnAbncontrn)作为本文对私有收益的计量。

2. 管理权力指数(Powidx)

我们参照权小锋等(2010)的研究,并进行了扩展,用以下 6 个变量构建管理权力指数:

(1)CEO 任期(CEOterm),主要考察 CEO 是否连任。我们认为连任的 CEO 控制权较大,任期越长,权力越大。因此,如果 CEO 在任时间超过公司章程规定的期限(一般为 3 年),则 CEO 为 1,否则为 0。

(2)CEO 是否兼任董事长(CEOchr)。参考 Yermack(1997)的研究,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,当股权比较分散时,即 $\text{Firshrate} < 1$,说明大股东的控制权较弱,小股东由于搭便车的心理而很少参与企业的监管,这时 CEO 的控制权较强,取值为 1;否则,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)。内部人指与企业有一定关系的非独立董事,人数等于全部董事人数-独立董事人数。内部人比例为内部董事数量/董事总人数,当该比例大于平均水平时取值为 1,否则为 0。

(5)CEO 是否为提名委员会成员(CEOnom)。CEO 在兼任提名委员会

成员时可以控制董事、管理层的任免权力,此时取值为1,否则为0。

(6)CEO 是否为薪酬委员会成员(CEO_{sy})。当 CEO 兼任薪酬委员会成员时,其自定薪酬、获取私有收益的能力增强,取值为1,否则为0。

我们将6个权力指标加总,构建综合管理权力连续指数(Powidx),数值越大,CEO 权力越大。

3. 并购哑变量(Aqudum)

公司并购且当年金额为5 000万元以上为1,否则为0。其他变量定义及说明见表1。

表1 主要变量定义

变量代码	变量名称	变量说明
Nbord	董事会人数	年末董事会人数
LnDsize	并购交易规模的自然对数	并购交易金额,年度有多次并购的按总额计算
Tmct	并购交易完成所花费的时间	完成并购日期与宣告并购日期的时间间隔
LnSize	企业规模的自然对数	企业报告期年末资产总额
EBITDA	息税折旧摊销前利润	息税前利润+折旧+摊销
Retn	并购企业股票收益率	并购当年的股票收益率
ROA	资产报酬率	未扣除利息、折旧和摊销前的收益除以账面总资产
Grow	息税折旧摊销前收益增长率	(本年 EBITDA-上年度 EBITDA)/上年度 EBITDA
Soeshrate	国有持股比例	国有股股数/全部股本数
Topmashrate	管理层持股比例	管理层持股数/全部股本数
Marca	股票市值	并购交易日并购企业股票市场价值
Lev	资产负债率	负债总额/资产总额
LnSales	销售收入对数	利润表年末销售收入总额
LnFlucash	企业自由现金流量自然对数	(净利润+利息费用+非现金支出)-净营运资本-资本支出
MRS	销售毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
Indus	行业	将我国企业划分为10个不同的行业 ^②
Year	年份	2002-2011年分年度进行控制

(三) 描述性统计

表2是并购企业描述性统计,并购企业的CEO平均私有收益为2 770万元。

表2 并购企业的描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	1/4分位数	中位数	3/4分位数
Abncontrn	15 916	2 770	1 810	3 850	7 860	1 720
Nbord	15 211	9	2	9	9	11
Insratdum	15 210	0.64	0.48	0	1	1
CEOchr	15 210	0.16	0.36	0	0	1
CEOnom	16 120	0.18	0.07	0	0	1
CEOsy	15 460	0.09	0.18	0	1	1
Pwidx	15 634	2.1	0.75	2	2	3
Marca	16 060	432.5	3.11	49.05	113.13	276.89
Dsize	10 822	422 800	5.63	397.82	427 800	16 800
Tmct	1 419	123	197	0	48	163
EBITDA	15 162	467 800	159 900	480 700	120 000	334 800
ROA	15 159	5.5	5.75	4.32	7.20	10.73
Retn	3 163	4.92	40.58	1.76	3.9	6.66

注:Abncontrn、Marca、Dsize和EBITDA等指标的单位为万元。

五、实证结果与分析

(一)基于 CEO 权力与私有收益视角的企业并购动因分析

为了证明 CEO 存在为获取私有收益利用权力推动并购的行为,验证假设 1,我们构建了如下模型:

$$\text{Aquadum}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{LnAbncontrn}_{it} + \beta_2 \text{Powidx}_{it} + \beta_3 \text{LnAbncontrn}_{it} \times \text{Powidx}_{it} + \lambda_1 \text{LnFlucash}_{it} + \lambda_2 \text{Grow}_{it} + \lambda_3 \text{LnSize}_{it} + \lambda_4 \text{Soesharate}_{it} + \lambda_5 \text{Lev}_{it} + \lambda_6 \text{Topmashrate}_{it} + \sum \text{Indus} + \sum \text{Year} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

其中,被解释变量为并购哑变量,解释变量为 CEO 私有收益对数和管理权力指数以及两者的交乘项,其他为控制变量。回归结果见表 3。

表 3 显示,CEO 私有收益、管理权力指数以及两者的交乘项与并购哑变量存在显著的正向关系,也就是说,CEO 私有收益与管理权力指数对企业是否发生并购具有重要的影响,是推动企业并购的主要力量。在私有收益一定的情况下,权力对并购发生与否起到了关键的作用。权力越大,CEO 越可能为获取私有收益而推动并购。总之,权力和利益共同推动了企业并购,CEO 推动并购主要是为了获取更多的私有收益。

表 3 企业并购动因回归结果分析
(因变量:并购哑变量(Aquadum))

变量	预期符号	系数	T 值
LnAbncontrn	+	0.0153***	5.80
Powidx	+	0.124***	4.44
Powidx×LnAbncontrn	+	0.00910***	4.16
LnFlucash	+	0.0232***	13.86
Grow	+	0.000181***	7.81
LnSize	-	-0.0132***	-4.44
Soesharate	-	-0.269***	-34.32
Lev	+	0.000992	1.63
Topmashrate	+	0.119***	6.51
常数项		0.113**	3.26
行业、年份		控制	
样本数		16 408	
R ²		0.030	
Vif		1.90	

注: *、** 和 *** 分别表示显著性水平为 10%、5% 和 1%,下表同。

(二)CEO 权力与私有收益对企业并购规模的影响分析

为了证明 CEO 具有推动较大规模并购以获取高额收益的倾向,验证假设 2,我们构建如下模型:

$$\text{LnDsize}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{LnAbncontrn}_{it} + \beta_2 \text{Powidx}_{it} + \beta_3 \text{Powidx}_{it} \times \text{LnAbncontrn}_{it} + \lambda_1 \text{Tmct}_{it} + \lambda_2 \text{LnSize}_{it} + \lambda_3 \text{LnFlucash}_{it} + \lambda_4 \text{Lev}_{it} + \lambda_5 \text{LnSales}_{it} + \lambda_6 \text{Topmasharte}_{it} + \sum \text{Year} + \sum \text{Indus} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

其中,因变量是并购交易规模,自变量是 CEO 私有收益对数和管理权力指数以及两者的交乘项,其他为控制变量。回归结果见表 4。

表 4 表明,CEO 私有收益和管理权力与企业并购规模显著正相关,CEO 权力越大、获取私有收益机会越多的公司将会推动规模越大的并购。这是因为企业的规模往往决定了 CEO 的报酬,因此,CEO 为了获取私有收益而具有

推动大规模并购的动力。这与 Grinstein 和 Hribar (2004)的研究结论一致。

(三) 并购和权力对 CEO 私有收益的影响分析

为了证明 CEO 在并购中有获取私有收益的行为,我们有必要检验并购和管理权力指数对 CEO 私有收益的影响。针对假设 3,我们构建如下模型:

$$\begin{aligned} \ln Abncontrn_{it} = & \beta_0 + \beta_1 Powidx_{it} + \beta_2 Aqudum_{it} + \beta_3 Powidx_{it} \times Aqudum_{it} \\ & + \lambda_1 LnDsize_{it} + \lambda_2 LnFlucash_{it} + \lambda_3 Lev_{it} + \lambda_4 LnSize_{it} + \lambda_5 MRS_{it} \\ & + \lambda_6 Topmashrate_{it} + \lambda_7 Soesharte_{it} + \sum Indus + \sum Year + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

其中,被解释变量为 CEO 私有收益对数,主要解释变量为管理权力指数和并购哑变量以及两者的交乘项。参考陈冬华等(2005)的研究,我们控制了并购交易规模、企业自由现金流量、财务杠杆、企业规模、销售毛利率等。由于管理层持股可将股东利益与经营者利益相联系,进而减轻了代理问题,所以我们还控制了管理层持股比例。由于国有企业的特殊性,我们控制了国有股持股比例。我们预期管理权力指数、并购哑变量及两者交乘项均与私有收益正相关。回归结果见表 5。

表 5 显示,CEO 管理权力指数、并购哑变量以及两者的交乘项与 CEO 私有收益显著正相关。权力较大的 CEO 在推动并购过程中获得了较高的私有收益,这是 CEO 热衷于并购的原动力。在给定并购的条件下,权力越大的 CEO 获得了越高的私有收益。另外,私有收益与并购规模也显著正相关,说明推动较大规模并购的 CEO 获得了较高的私有收益。因此,企业应加强公司治理,在不影响 CEO 创造性的前提下更好地约束和制衡 CEO 的权力。

表 4 CEO 权力、私有收益对并购规模的回归结果
(因变量:并购规模(LnDsize))

变量	预期符号	系数	T 值
LnAbncontrn	+	0.121 **	3.10
Powidx	+	0.0530 *	2.32
Powidx×LnAbncontrn	+	0.324 **	2.89
Tmct	+	0.00187 ***	16.38
LnSize	+	0.614 ***	13.68
LnFlucash	+	0.0201	0.96
Lev	+	0.00161	0.48
LnSales	?	-0.104 *	-2.48
Topmashrate	+	0.103	0.70
常数项		5.287 ***	10.20
行业、年份		控制	
样本数		16 408	
R ²		0.032	
Vif		2.69	

表 5 并购及权力指数对 CEO 私有收益影响

变量	自变量 lnAbncontrn		
	预期符号	系数	T 值
Powidx	+	1.166 ***	5.69
Aqudum	+	1.954 ***	5.58
Powidx×Aqudum	+	1.126 ***	5.49
LnDsize	+	0.157 ***	3.27
LnFlucash	+	0.012 ***	4.82
LnSales	+	0.379 ***	55.50
LnSize	+	0.335 ***	44.91
MRS	-	-0.024 ***	-85.78
Topmashrate	-	-0.027	-1.25
Soesharate	+	0.077 ***	7.35
常数项		1.575 ***	25.14
行业、年份		控制	
样本数		16408	
R ²		0.7379	
Vif		2.45	

(四) 稳健性检验

为了提高研究结论的可靠性,我们做了稳健性检验(限于篇幅,未列示回归结果)。首先,我们用并购次数替代并购动因,^③原因是 CEO 为了获取私有收益可能会提高企业并购的频率。由于 CEO 在职消费主要包含在现金流量表中的“支付的其他与经营活动有关的现金流量”中,所以我们用这一项目来替换私有收益的计量(卢锐等,2008)。为了避免管理权力指数合成过程中造成的信息丢失,利用计算 CEO 权力指数中的两职兼任、CEO 是否为提名委员会成员、CEO 是否为薪酬委员会成员、内部人比例、董事会人数等指标代替权力指数。如果这几个反映管理权力的治理变量的单独检验结果是稳健的,则可以进一步说明我们构建的管理权力指数具有合理性。同时,我们将控制变量替换为财务杠杆、每股现金净流量,回归结果反映管理权力的几个治理变量与企业并购次数存在显著的正向关系,私有收益和管理权力提高了企业并购的次数。其次,由于并购前后私有收益及会计指标可能存在较大的差异而影响结果,因此,我们采用差分模型进行回归,差分模型使样本规模缩小,但结果仍然一致中:并购哑变量、权力指数及两者的交乘项与私有收益的变化额存在显著的正向关系。最后,由于本年度的并购可能受上年度 CEO 权力和私有收益的影响,本年度的私有收益也可能受上年度并购和管理权力的影响,因此,我们还采用滞后一期变量重新检验,结果也一致。

六、研究结论

我们通过对 2002—2011 年我国上市公司交易规模大于 5 000 万元人民币的并购企业进行实证分析,发现 CEO 获取私有收益的自利行为是推动企业并购的重要原因,对并购发生与否、并购规模和并购频率均有重要影响;CEO 为获取私有收益而倾向于推动规模较大的并购,并且管理权力在 CEO 推动并购过程中起到关键的作用;CEO 在推动并购过程中获得了较高的私有收益。我们进一步研究发现,CEO 获取私有收益的多寡与管理权力的大小存在正向关系,权力较大的 CEO 攫取了较高的私有收益。

本文的研究说明,CEO 的主观动机和权力大小对企业并购具有重要影响,企业并购等重大资本投资很可能是 CEO 获取私有收益的重要平台,而权力的无效制衡更为 CEO 通过并购获取私有收益提供了充分条件。因此,对于大型上市公司,应改善公司治理结构,建立有效的 CEO 权力制衡机制,加强并购中对 CEO 的监管,降低 CEO 为获取私有收益而推动并购的机会主义行为。只有纠正了并购动因,才能提升并购绩效。

* 感谢匿名审稿人的建设性意见,使本文更加充实,当然文责自负。

注释:

- ①由于我国薪酬地区差异较大,因此,分别控制了中部地区和西部地区。
 ②由于行业间差距较大,本文按照我国行业划分标准将企业划分为10个不同的行业,分别是能源、房地产、通信、汽车、交通运输、保险、钢铁、有色金属、医药、新能源。
 ③并购次数为并购企业在2002—2011年每年的并购次数。

主要参考文献:

- [1]陈冬华,陈信元,万华林.国有企业中的薪酬管制与在职消费[J].经济研究,2005,(2):92—102.
 [2]韩立岩,陈庆勇.并购的频繁程度意味着什么——来自我国上市公司并购绩效的证据[J].经济学季刊,2007,(4):1185—1200.
 [3]卢锐,魏明海,黎文靖.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[J].南开管理评论,2008,(5):85—92.
 [4]纳超洪.管理权力、自由裁量性投资与高管薪酬——基于中国上市公司的实证研究[D].暨南大学博士学位论文,2009.
 [5]权小锋,吴世农,文芳.管理层权力、私有收益与薪酬操纵[J].经济研究,2010,(11):73—87.
 [6]张鸣,郭思永.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[J].财经研究,2007,(12):103—113.
 [7]张维迎.博弈论与信息经济学[M].上海:上海人民出版社,2004.
 [8]Agrawal A, Jaffe J, Mandelker G. The post-merger performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly[J]. Journal of Finance, 1992,47(4):1605—1621.
 [9]Cording M L, Christmann P J, Bourgeois III. A focus on resources in M&A success: A literature review and research agenda to resolve two paradoxes[R]. Working Paper, University of Virginia, 2002.
 [10]Goh L. Mergers and executive pay[R]. Working Paper, SSRN, No.977838, 2006.
 [11]Grinstein Y, Hribar P. CEO compensation and incentives: Evidence from M&A bonuses[J]. Journal of Financial Economics, 2004,73(1):119—143.
 [12]Jensen M C, Ruback R S. The market for corporate control: The scientific evidence[J]. Journal of Financial Economics, 1983,11(1-4):5—50.
 [13]Moeller S B, Schlingemann F P, Stulz R M. Do shareholders of acquiring firms gain from acquisitions? [R]. Working Paper, Ohio State University, 2003.
 [14]Moeller S B, Schlingemann F P, Stulz R M. Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring firm returns in the recent merger wave[J]. Journal of Finance, 2005,60(2):757—782.
 [15]Mueller S B, Schlingemann F P, Stulz R M. A theory of conglomerate mergers[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1969,83(4):643—659.
 [16]Scharfstein D S, Stein J C. The dark side of internal capital markets: Divisional rent-seeking and inefficient investment[J]. Journal of Finance, 2000,55(6):2537—2564.
 [17]Yermack D. Good timing: CEO stock option awards and company news announcements[J]. Journal of Finance, 1997,52(2):449—476.

(下转第122页)