

被并方 CEO 并购补偿:财富转移抑或薪酬契约完善?

——基于并购溢价与并购绩效双重视角的实证研究

张 洽¹,王 霞²,袁天荣³

(1. 西安科技大学 管理学院,陕西 西安 710699;2. 济南大学 商学院,山东 济南 250024;

3. 中南财经政法大学 会计学院,湖北 武汉 430073)

[摘 要]以 2009—2021 年被并方为上市公司的样本作为研究对象,基于并购溢价与并购绩效双重视角系统地分析被并方 CEO 并购补偿的作用是代理问题加剧的财富转移还是代理问题缓解的薪酬契约完善。研究发现:当预期并购协同效应较低时,被并方 CEO 并购补偿与并购溢价显著正相关,更多地体现为薪酬契约完善;当预期并购协同效应较高时,被并方 CEO 并购补偿与并购溢价显著负相关,直接后果是压低了被并方的并购溢价,更多地体现为财富转移。薪酬契约完善假说与财富转移假说得以存在的主要作用机制是不同协同效应下被并方 CEO 留任的可能性存在显著差异,CEO 留任在并购补偿对并购溢价的影响中发挥了中介效应。进一步研究发现:被并方 CEO 并购补偿对主并方短期并购绩效具有显著正向影响,对并购后商誉减值具有负向影响,说明从整个并购市场的角度来看,被并方 CEO 并购补偿是一种“顾全大局”的薪酬契约完善。

[关键词]并购补偿;财富转移;薪酬契约;并购溢价;并购绩效;商誉减值

[中图分类号]F123 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2023)06-0075-11

一、引言

现有研究普遍认为并购并没有实现理论预期的协同效应^[1],为被并方股东创造了财富,却损害了主并方股东的利益,有学者认为高溢价并购是损害主并方股东利益的重要原因^[2]。高溢价意味着并购的实际收益低于预期收益,过高的并购溢价使主并方背上了巨额的债务包袱。为什么高溢价并购给主并方带来了价值毁损,而现实中高溢价并购却频繁发生?为此我们有必要探究并购溢价的影响因素。有研究认为并购溢价产生的主要原因是大股东掏空行为、公司本身具有的壳价值和 CEO 的机会主义行为^[3]。因此,高溢价的背后可能存在一定的利益输送行为。

并购定价是并购决策的关键环节,并购成交价格是双方 CEO 谈判和博弈的结果,因此被并方 CEO 所持态度对交易价格的确定具有一定影响。然而,被并方 CEO 出于自身利益的考虑,如管理地位的维系、控制权收益的取得或高额并购补偿的获取,可能会支持并购,也可能会抵制并购。被并方 CEO 抵制或支持并购的态度在一定程度上会影响交易价格,这很有可能会影响并购溢价,进而影响并购双方股东财富的分配。现有研究主要关注了主并方 CEO 行为动机对并购溢价的影响,如高管契约参照点^[3]、薪酬外部公平性^[4]和 CEO 过度自信^[5,6],而研究被并方 CEO 行为动机尤其是被并方 CEO 并购补偿对并购溢价影响的文献较少。关于 CEO 并购补偿经济后果的文献更多是从主并方视角研究其对代理问题缓解^[7]、并购决策^[8]及并购效果^[9]的影响,缺乏对被并方 CEO 并购补偿所起作用的研究;关于被并方 CEO 并购补偿的研究主要关注了 CEO 金降落伞计划^[10]、CEO 留任^[11]对并购绩效的影响以及在并购谈判中获取不定期股票期权的薪酬计划^[7]等,而研究被并方 CEO 并购补偿对并购溢价及并购绩效影响的文献鲜有。鉴于此,本文基于并购溢价和并购绩效双重视角探究被并方 CEO 并购补偿的作用是代理问题加剧的财富转移还是代理问题缓解的薪酬契约完善。

本文对 2009—2021 年被并方为上市公司的 2952 个样本进行实证研究,先以被并方为主体从并购溢价视角探寻被并方 CEO 并购补偿的作用,然后进一步以主并方为主体从并购绩效视角展开研究。本文可能的贡献主

[收稿日期]2023-05-09

[基金项目]陕西省社会科学基金一般项目(2022R026);西安市社会科学基金重点项目(23JX13);国家社会科学基金一般项目(21BGL100)

[作者简介]张洽(1981—),女,内蒙古海拉尔人,西安科技大学管理学院副教授,硕士生导师,博士,从事公司治理、企业并购研究,通信作者, E-mail: ankangzhangqia@163.com;王霞(1989—),山东潍坊人,济南大学商学院讲师,博士,从事企业并购研究;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,博士,从事公司理财、企业并购研究。

要在于:首先,基于并购溢价和并购绩效双重视角研究被并方 CEO 并购补偿的作用是薪酬契约完善还是财富转移,拓展和深化了最优契约理论和管理权力理论。其次,以被并方 CEO 并购补偿为突破点探究并购溢价的成因及其对主并方并购绩效的影响,将被并方与主并方结合起来深入研究并购领域最古老的话题——并购为谁创造财富,丰富了组织行为对并购决策和并购绩效影响的文献。最后,补充了并购领域关于被并方代理问题和 CEO 薪酬契约的研究。

二、文献综述

在并购溢价方面,早期学者关注了并购溢价的水平及合理性,认为高溢价并购普遍存在于企业并购重组中^[12]。并购使得被并方的控制权发生转移,控股股东分享溢价更能体现公平性。Brdley 等研究发现,主并方的出价平均高出市价约 13%^[13];Adams 对美国大宗交易的控股溢价进行研究发现,并购溢价平均达 20%^[14];Dyck 和 Zingales 对全球 39 个市场经济国家的并购样本进行研究发现,大宗交易价格高出股市平均价 14%^[15];吕长江和韩慧博以每股净资产为基准价格研究发现,中国上市公司控股溢价平均达 30%^[1]。近期学者探究了并购溢价的来源及成因,即期望并购收益的可实现性、目标公司价值被低估和被并方丧失控制权等^[16]。学界认为并购溢价成因主要可以划分为三类:第一类从信息经济学视角,基于信息不对称理论,认为拥有更多信息的主并方或被并方在价格确定上会胜出^[17-18],企业间网络关系^[12]、共享审计师^[19]均有助于降低信息不对称程度,从而抑制并购溢价。第二类从新制度经济学视角,基于交易成本理论,认为制度背景对并购价格具有一定影响,政治不确定性^[20]、投资者保护^[21]、社会信任程度^[22]、文化距离^[4]对并购具有正向影响,有利于降低交易价格,而严格的业绩对赌协议^[23]则会提高交易成本,进而提高并购溢价。第三类从组织行为视角,基于行为金融理论,认为并购溢价存在一定的锚定效应^[12],竞争者多、并购相对重要性水平高^[24]、高管契约参照点低于期望值^[25]、薪酬外部公平性低^[4]、CEO 过度自信等非理性因素^[5-6]都会提高并购溢价。

在 CEO 并购补偿方面,早期学者更多地关注了 CEO 并购补偿的概念及合理性。被并方 CEO 并购补偿条款就是通常所说的金降落伞计划(GPS),是指被并方董事会通过决议由企业董事会与被并方董事及高级管理人员签订合同,公司一旦被收购,董事及高级管理人员将会获得一次性巨额现金补偿、股票选择权收入或额外津贴^[22]。CEO 任职时间越长,对企业专有化人力资本投资越多,公司一旦被并购,未留任的 CEO 就会失去在公司的期望收入以及从公司获取控制权私人收益的机会,因此被并方 CEO 并购补偿条款可以看成是被并方股东为 CEO 提供的遣散保险,当公司被收购时由主并方支付延期薪酬^[26],这些依附于并购的支付能够帮助 CEO 收回自己对特定企业的人力资本投资^[27],使得被并方 CEO 和股东共同分享竞标过程中股价上涨的红利^[10]。股东和薪酬委员会实施金降落伞计划的主要目的是使 CEO 积极配合和促成能够最大化股东价值创造的并购交易,从而不会因 CEO 去留问题而影响并购速度与并购决策^[28]。近期的研究主要集中在 CEO 并购补偿的作用方面,CEO 并购补偿能够有效刺激 CEO 做出并购决策^[8,25],扩大并购规模^[9,29]。并购中向 CEO 支付并购补偿是对并购补偿条款的改进和完善,可以化解因并购而引起的股东与 CEO 之间潜在的利益冲突^[5],促使并购顺利完成^[7]。部分学者也研究了 CEO 并购补偿的影响因素,CEO 一旦能够影响企业的风险,薪酬激励契约就会被修订得更有利于 CEO^[30],并购中对 CEO 实施长期薪酬激励的企业更有可能向 CEO 提供并购补偿^[31]。

综上,学者们针对并购溢价和 CEO 并购补偿进行了有益的探索,但仍然存在以下需要完善的空间:第一,现有研究从信息不对称、交易成本和组织决策者行为等方面研究了并购溢价的成因,但主要是基于主并方视角,忽略了以被并方为主体、将被并方与主并方结合起来的完整研究;第二,现有文献从存在的合理性、经济后果与影响因素等方面研究了 CEO 并购补偿问题,但缺乏被并方 CEO 并购补偿对并购溢价与并购绩效影响的研究,更鲜有研究以此为突破口分析被并方 CEO 并购补偿是符合最优契约理论的薪酬契约完善假说还是符合管理权力理论的财富转移假说。鉴于此,本文将被并方与主并方纳入同一分析框架,以被并方为主体,从并购溢价的角度探究 CEO 并购补偿是符合薪酬契约完善假说还是符合财富转移假说,并进一步以主并方为主体从并购绩效的角度追踪被并方 CEO 并购补偿对主并方短期并购绩效与商誉减值的影响,从而更加明晰被并方 CEO 并购补偿是薪酬契约完善还是财富转移,更全面地评价其存在的合理性及经济后果。

三、理论分析与研究假说

(一) 薪酬契约完善假说

根据最优契约理论,当 CEO 与股东由于信息不对称存在代理冲突时,完善薪酬契约可以反映 CEO 的努力程度,是有效降低交易成本的机制^[32],能够有效激励 CEO 与股东利益趋于一致,从而实现企业价值最大化或股东财富最大化。并购过程中溢价支付与协同效应密切相关。当被并方与潜在主并方预期协同效应较低时,主并方的收购热情通常不高,愿意支付的并购溢价较低,由于竞标者较少,被并方的议价能力较低,被并方会陷入难以出售的尴尬境地,此时并购溢价理应较低,但被并方 CEO 并购补偿的存在提高了并购溢价,使交易价格偏离预期市场价格,原因在于并购势必会引发多方利益博弈。由于被并方的议价能力较低,被并方股东倾向于接受价格较低的竞标,愿意促成并购,但被并方 CEO 作为理性的经济人在做决策时会更多地从自身利益考虑,在自己未来能否留任以及留任收益和一次性并购补偿之间进行权衡。由于在预期协同效应较低的并购中,被并方 CEO 留任的可能性较小^[7],因此被并方 CEO 更倾向于反对有利于增加股东财富的并购,不愿意对预期协同效应较低、并购溢价较低的并购采取主动措施,甚至会抵抗有利于被并方股东财富增加的并购,原因在于:一方面,主并方支付的对价较低,被并方 CEO 在股权激励中得到的收益较低;另一方面,预期协同效应较低的并购谈判和议价难度较大^[18],较低成交价的并购又会引起股东的不满,是一种费力不讨好的事情。因此,当被并方议价能力较弱时,被并方股东倾向于向其 CEO 支付并购补偿,以协调股东与 CEO 之间的矛盾^[7],完善薪酬契约,形成一致对外利益共同体来对抗主并方,进而提高并购溢价。并购中额外的薪酬补偿会使被并方 CEO 为获得一次性并购补偿而支持并完成原本反对的并购,在并购价格谈判中与被并方股东站在一条战线上,积极为被并方股东争取利益,使被并方股东获得了原本没有的并购溢价,实现了收益最大化。在这种情况下,被并方 CEO 并购补偿协调了被并方 CEO 和股东之间的利益冲突,提高了并购溢价,并购补偿具有修复和完善薪酬契约的作用。在这里,并购补偿也可以看成是股东为实现帕累托最优而向 CEO 提供的激励机制,这种机制完善了 CEO 薪酬契约,协调了被并方股东与 CEO 之间的矛盾,使被并方股东获得了最大化的支付对价。综合以上分析,本文提出假设 H1。

H1: 当预期并购协同效应较低时,被并方 CEO 并购补偿与并购溢价正相关,体现为薪酬契约完善。

(二) 财富转移假说

管理权力理论认为,由于薪酬契约的不完备性,CEO 可能会利用权力干预契约的执行过程,设置有利于自身的条款,从而导致薪酬契约不是解决代理问题的工具,反而成为代理问题的一部分。当预期协同效应较高时,主并方的收购热情通常较高,愿意支付的并购溢价较高,被并方股东有足够的耐心和筹码最大化并购溢价。此时并购溢价理应较高,但被并方 CEO 并购补偿条款却降低了并购溢价,使交易价格偏离预期市场价格。

从理性经济人角度来讲,由于预期并购协同效应较高,主并方会更加积极地促成并购。由于委托代理关系的存在,被并方 CEO 会从自身利益出发,在关于公司被接管的谈判中会权衡是支持主并方还是支持被并方。为了更好地发挥协同效应,被并方 CEO 留任的可能性更大,理性的被并方 CEO 大多会站在主并方立场,配合主并方尽快完成并购交易,此时并购补偿具有降低管理者道德纪律潜在风险的作用^[26],可能对被并方股东财富具有负面影响,导致财富从被并方股东向主并方股东和被并方 CEO 转移。Hartzel 等认为,并购补偿使得被并方 CEO 所得到的收益大大超过了被并方股东所获得的收益,这种不平衡引起了被并方股东和 CEO 之间的利益冲突,存在从被并方股东向主并方股东转移财富的迹象^[22]。

从三方博弈角度来讲,根据协同效应理论,当预期并购协同效应较高时,由于竞争比较激烈,主并方愿意支付的并购溢价也较高,此时主并方股东、被并方股东和被并方 CEO 会展开一场博弈:被并方股东倾向于延长谈判时间,等待更高的并购溢价;主并方股东则希望早日按较低的并购溢价签约;被并方 CEO 则担心被并方股东无限期延长并购期限会导致并购失败,如此一来自己不但拿不到金降落伞计划中丰厚的并购补偿,而且也不会享有股票期权溢价带来的高额回报。这使得被并方 CEO 为了并购补偿会倾向于积极促成并购,导致并购成交价偏离被并方股东财富最大化的期望价格。

从市场竞价角度来讲,市场竞价假说认为获取被并方控制权的竞争比较激烈,主并方不得不支付较高的并购溢价^[12],然而被并方 CEO 首先要为自己谋利益,通过对并购价格的影响来获取租金,或通过股权交易谈判的

控制权来为自己赢得额外的补偿^[21]。也就是说,在并购交易中主并方明显获得了更高的收益,使并购成交价格偏离期望价格,从而降低了并购溢价,在这种情况下,被并方 CEO 获得并购补偿意味着财富从被并方股东向主并方股东转移。综合以上分析,本文提出假设 H2。

H2:当预期并购协同效应较高时,被并方 CEO 并购补偿与并购溢价负相关,体现为财富转移。

四、研究设计

(一)样本选择与数据来源

由于证监会 2008 年 4 月发布了《上市公司重大资产重组管理办法》,同时为了消除 2008 年金融危机的影响,本文选择的研究期间为 2009—2021 年。根据研究所需,本文对样本进行如下整理:第一步,对主并方为上市公司的样本进行初步整理,剔除金融类、财务数据披露不完整、ST、*ST、同一控制下的企业合并、债务重组、资产剥离、资产置换和股份回购等样本公司,仅保留并购类型为吸收合并、要约收购、资产收购和股权收购的样本,共得到主并方 27672 个并购样本;第二步,利用被并方公司名称手工查找被并方是否为上市公司及其股票代码,对于同一公司在同一年度完成的多起并购,仅保留被并方是上市公司的样本,以降低不同并购事件间的影响^[7],共得到被并方上市公司样本 3013 个^①;第三步,利用新浪财经、公司主页、百度百科等搜索工具手工补充被并方信息不全样本,剔除数据缺失值较多且无法补全的样本,最终本文得到被并方有效样本 2952 个,其中 *ST、ST 样本 95 个^②。根据全部样本预期并购协同效应的中位数,我们将样本分为预期并购协同效应较高组和预期并购协同效应较低组,并购双方的投资组合收益率高于组合收益率中位数的样本为预期并购协同效应较高组,共有 1186 个;并购双方的投资组合收益率低于组合收益率中位数的样本为预期并购协同效应较低组,共有 1796 个。为了控制极端值的影响,本文对所有连续变量进行上下 1% 的 Winsorize 缩尾处理。本文数据主要来源于国泰安(CSMAR)数据库,数据处理采用 STATA15.0 软件。

(二)变量定义

1. 被并方 CEO 并购补偿($\ln CEO_{comp}$),为主要解释变量。金降落伞计划条款作为反收购的利器,在西方国家主要用于并购中对被解雇 CEO 等高层管理人员的补偿,在我国主要用于解决企业元老级管理者的历史贡献问题。然而,在计量上应该体现为被并方 CEO 因并购而增加的薪酬^[7],本文使用并购补偿总金额的自然对数来衡量^[9],即被并方 CEO 并购当年薪酬与并购前一年薪酬差额的自然对数。

2. 被并方并购溢价($Dealprice$),为主要被解释变量,通过并购溢价率来计量,反映并购交易价格超过被并方市场价值的溢价程度。研究者多采用并购溢价来表示目标公司股东的并购财富效应。国外学者的普遍计算方法是每股收购价格与每股市值之间的差额再除以每股市值,即(每股收购价格 - 每股市值)/每股市值,但这种方法适用于西方较完善的资本市场,而不适合我国市场化程度较低的交易环境。考虑到我国资本市场的特殊性,本文沿用国内学者的普遍做法^[5],采用净资产市场价值来计算基准并购溢价率,即净资产市场价值=(交易总价 - 交易标的净资产市场价值)/交易标的净资产市场价值。

3. 预期并购协同效应($Synergy$),为主要调节变量。协同效应意味着并购双方提升了存量资源配置效率,重新配置了优势资源要素,企业的整体管理水平和经营效率得以提高,交易成本进一步下降,并购双方达到了“双赢”的效果,实现了企业价值的再创造和增值^[23]。参考 Bradley^[13]、Duan 和 Jin^[3]的研究,预期并购协同效应为并购双方在并购事件窗口期内投资组合的累计异常收益率,该投资组合的收益率为并购双方的股东财富变化,权重为并购双方净资产的市场价值。并购协同效应($Synergy$)的计算公式为:

$$Synergy = CAR_m \times \frac{V_m}{V_m + V_t} + CAR_t \times \frac{V_t}{V_m + V_t} \quad (1)$$

式(1)中, CAR_m 为主并方累计异常收益率, CAR_t 为被并方累计异常收益率, V_m 为主并方净资产市场价值, V_t 为被并方净资产市场价值。

^①由于被并方数据比较复杂,A股上市公司数量较少,为了更好地保证样本的代表性,本文中被并方数据包括A股上市公司1490个、中小板上市公司773个、创业板上市公司689个。

^②被并方未剔除*ST、ST样本,因为被并方可能被作为壳资源收购。

累计异常收益率的计量采用标准事件研究法,为并购首次公告日前后两个交易日[-2,+2]即五日事件窗累计异常收益率。我们采用市场模型法来计算股票异常收益率,估计窗口为并购首次公告日前 150 个交易日至前 30 个交易日。

首先,本文利用市场模型法估计系数 α 和 β , $R_{it} = \alpha_i + \beta_{mi} \varepsilon_{it}$, 其中, R_{it} 为股票 i 在 t 期的日收益率; R_{mt} 为市场 m 在第 t 期的日收益率,利用上证综合指数和深圳综合指数的平均数计算得到。其次,本文根据 α 和 β 计算事件窗口期的预期收益率 $E[R_{it}]$,用实际收益率减去预期收益率得到窗口期异常收益率, $\varepsilon_{it} = R_{it} - E[R_{it}]$ 。再次,本文对每日异常收益率 ε_{it} 在事件窗口进行汇总,计算出 t 时刻的平均异常收益率, $AR_t = \frac{1}{N} \sum_1^N \varepsilon_{it}$ 。最后,本文计算事件窗口期的累计异常收益率 CAR , $CAR = \frac{1}{N} \sum_{t_1}^{t_2} AR_t$ 。

变量的具体定义如表 1 所示。

表 1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	计算方法
解释变量	被并方 CEO 并购补偿	lnCEOcomp	被并方 CEO 并购当年薪酬与并购前一年薪酬差额的自然对数
被解释变量	被并方并购溢价	Dealprice	(交易总价 - 交易标的净资产市场价值)/交易标的净资产市场价值
调节变量	预期并购协同效应	Synergy	并购双方在并购事件窗口期内投资组合的累计异常收益率
控制变量	CEO 是否留任	Retain	根据高管职务及姓名进行比对,若被并方 CEO 名字出现在合并后的主并方中,取值为 1,否则为 0
	CEO 是否接近退休	Retire	哑变量,被并方 CEO 实际年龄与 60 岁之差 ≤ 5 取值为 1,否则为 0
	CEO 是否持股	CEOshare	哑变量,被并方 CEO 持有公司股份取值为 1,否则为 0
	交易是否采用现金支付	Cashpay	哑变量,并购采用现金支付取值为 1,否则为 0
	被并方是否主动发起接管	Targinitia	哑变量,被并方首次发起接管公告先于主并方取值为 1,否则为 0
	CEO 是否两职合一	CEOchair	哑变量,被并方董事长与总经理两职兼任取值为 1,否则为 0
	公司规模	lnSize	资产总额的自然对数
	董事会规模	Board	董事会中董事(含董事长)人数
	是否为要约收购	Tender	哑变量,收购类型为要约收购取值为 1,否则为 0
	盈利水平	ROA	息税折旧摊销前利润除以账面总资产
	杠杆水平	Lev	总负债与总资产的比值
	托宾 Q 指数	Q	资产的市场价值/账面价值
	是否为国有企业	Soe	哑变量,被并方为国有或国有控股企业取值为 1,否则为 0
	行业效应	Indus	行业固定效应,分类依据为国家统计局行业分类标准
	年份效应	Year	时间固定效应

(三) 模型构建

为了验证假设 1 和假设 2,我们构建如下模型:

$$Dealprice_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 \ln CEOcomp_{it} + \lambda_2 Retain_{it} + \lambda_3 Retire_{it} + \lambda_4 CEOshare_{it} + \lambda_5 Cashpay_{it} + \lambda_6 Targinitia_{it} + \lambda_7 CEOchair_{it} + \lambda_8 \ln Size_{it} + \lambda_9 Board_{it} + \lambda_{10} Tender_{it} + \lambda_{11} ROA_{it} + \lambda_{12} Lev_{it} + \lambda_{13} Q_{it} + \lambda_{14} Soe_{it} + \sum Indus + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

式(2)中,被解释变量为被并方并购溢价(Dealprice),主要解释变量为被并方 CEO 并购补偿(CEOcomp),其他为控制变量。由于被并方 CEO 获得的并购补偿是与股东谈判的结果,本文参考 Masulis 等和 Moreno 等的研究^[33-34],所有模型均控制了被并方公司特征和交易特征;参考 Hartzell 等的研究^[22],模型均控制了被并方 CEO 并购后是否留任、CEO 是否接近退休年龄和 CEO 是否持有股份、交易是否采用现金支付;参考 Fitch 等的研究^[7],控制了交易是否为被并方发起;参考 Adams 等的研究^[14],控制了被并方 CEO 是否兼任董事长,因为两职合一意味着 CEO 拥有过大的控制权,也是学术界对 CEO 是否存在堑壕行为的通用代理变量;参考 Cheng 等的研究^[16],控制了是否用现金支付,因为现金支付传递了一个肯定被并方价值的积极信号,现金较少的被并方相对于现金牛型的被并方,收购价值较低;参考 Grinstein 和 Hariba 的研究^[9],控制了董事会人数、是否为要约收购、公司盈利能力、杠杆水平、托宾 Q 指数;参考 Masulis 等的研究^[33],控制了时间和行业固定效应。

五、实证结果与分析

(一) 描述性统计分析

根据变量的描述性统计结果(未列示,备索),并购协同效应(Synergy)的均值为 0.165,说明我国企业并购的

协同效应较低;并购的平均溢价率(*Dealprice*)为 0.943,说明我国大部分并购均为溢价并购;*CEOcomp*^①的均值为 1.17 百万元,这初步提供了被并方 CEO 钟爱并购补偿的证据。

(二)分样本差异性检验

本文以全部样本预期并购协同效应的中位数为分类标准,大于中位数 0.129 的企业为预期并购协同效应较高组,否则为预期并购协同效应较低组,表 2 列示了分样本差异性检验结果。预期并购协同效应较高组中 CEO 并购补偿的均值为 12.015,中位数为 12.079,并购溢价的均值为 0.686,中位数为 0.752;预期并购协同效应较低组中 CEO 并购补偿的均值为 12.978,中位数为 12.691,并购溢价的均值为 0.996,中位数为 0.989。以上结果说明预期并购协同效应较低组更倾向于向 CEO 发放并购补偿,且获得了更高的并购溢价,而预期并购协同效应较高组的 CEO 并购补偿并不低,但并购溢价却显著较低。进一步的差异检验结果表明,预期并购协同效应较低组获得了更高的并购溢价(均值与中位数差异检验均在 1% 水平上显著),假设 1 和假设 2 得到初步验证。其他与 CEO 特征有关的变量中只有 CEO 留任的结果存在显著差异,预期并购协同效应较高组中 CEO 留任的可能性更大。

(三)基准回归分析

本文以被并方 CEO 并购补偿(*lnCEOcomp*)为解释变量,分别检验全部样本、预期并购协同效应较低组和预期并购协同效应较高组 CEO 并购补偿对并购溢价的影响,结果分别见表 3 中列(1)至列(3)。列(1)中,被并方 CEO 并购补偿与并购溢价正相关,说明向被并方 CEO 支付并购补偿有利于提高并购溢价,可以推测并购补偿的一个重要作用就是完善薪酬契约,进而阻止 CEO 破坏有利于股东的并购交易。然而,回归结果并不显著,需要做进一步的深入分析。列(2)结果显示,当预期并购协同效应较低时,被并方 CEO 并购补偿与并购溢价显著正相关,尽管并购补偿相对于交易金额价值较小,却导致并购溢价大幅度上升,说明被并方 CEO 并购补偿提高了并购溢价,即当预期并购协同效应较低时,被并方 CEO 并购补偿完善了薪酬契约,有利于协调被并方股东与 CEO 之间的利益,提高了并购溢价,假设 1 得证。列(3)结果显示,当预期并购协同效应较高时,并购补偿对并购溢价具有显著的负面影响,即当预期并购协同效应较高时,被并方 CEO 并购补偿降低了并购溢价,体现为向主并方股东转移财富,假设 2 得到支持。

(四)机制分析

为什么当预期协同效应较低时,被并方 CEO 并购补偿提高了并购溢价,而当预期协同效应较高时,被并方 CEO 并购补偿降低了并购溢价? 我们需要对预期并购协同效应较低组和较高组分别进行机制分析。结合表 2 的样本差异分析,可能的作用机制是不同预期协同效应下 CEO 留任的影响存在差异。

1. 低预期协同效应下薪酬契约完善假说的机制分析

预期协同效应较低的被并方处于较“难卖”的被动局面,若想变被动为主动以提高溢价,势必需要给予 CEO 一定补偿以达成同盟。根据金降落伞计划,非自愿离职的 CEO 将会获得较高的补偿,因此预期协同效应较低的被并方 CEO 并购补偿会降低 CEO 留任的概率。

相较于预期协同效应较高组,预期协同效应较低组中 CEO 留任的可能性更低。从控制权竞争角度来看,预期协同效应较低的被并方控制权竞争不激烈,被并方股东不会提前设置太多反收购条款,主并方倾向于通过改选董事会和管理层来实现对被并方董事会及管理层的控制;从未来战略选择来看,预期协同效应较低的被并方 CEO 留任对主并方未来战略发展的作用较小,甚至可能产生负面影响,因此很难被留任。留任概率较低的 CEO 更有可能为本企业股东争取利益,有效提高了并购溢价,更多地体现为薪酬契约完善。

表 2 分样本差异化检验

变量	Synergy > 0.129						Synergy < 0.129		差异 (T/Z 值)
	预期并购协同效应较高组			预期并购协同效应较低组			均值	中位数	
	样本量	均值	中位数	样本量	均值	中位数			
<i>lnCEOcomp</i>	1186	12.015	12.079	1796	12.978	12.491	3.512***	3.714***	
<i>Dealprice</i>	1186	0.686	0.752	1796	0.996	0.989	37.462***	11.353***	
<i>Retain</i>	1186	0.331	0	1796	0.176	0	26.355***	9.532***	
<i>Retair</i>	1186	0.215	0	1796	0.218	0	1.455	0.287	
<i>CEOshare</i>	1186	0.392	0	1796	0.389	0	0.893	0.915	
<i>CEOchair</i>	1186	0.281	0	1796	0.277	0	0.704	0.325	

注:均值差异检验为 *t* 检验,中位数差异检验为 wilcoxon, *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著。下同。

①为了更好地展示 CEO 并购补偿金额的大小,此处表述的为取对数之前的 *CEOcomp*,即 CEO 并购补偿总额。

2. 高预期协同效应下财富转移假说的机制分析

虽然被并方 CEO 留任将不能获得金降落伞计划的并购补偿,但由于预期协同效应较高的并购竞标较激烈且往往涉及控制权争夺,留任的 CEO 往往是被并方争夺管理控制权的重要抓手和进行控制权防御的重要工具^[35-36],将获得本企业支付的较高薪酬。因此,无论是基于控制权防御工具、薪酬外部公平性、并购额外增加的工作量还是因并购产生的主并方与被并方之间的代理问题^①,预期协同效应较高的并购中被并方股东会向其 CEO 支付较高的薪酬^②,以提高 CEO 留任概率,从而在被并方与主并方的控制权竞争中发挥“内部人”的作用。

相较于预期协同效应较低的并购,预期协同效应较高的并购中 CEO 留任的可能性更大。预期并购协同效应较高的被并方股东过度相信本企业“靓女不愁嫁”的议价优势,会设置反收购条款来增加收购难度、提高并购溢价,主并方为获得董事会和管理层的控制权需要支付更大的成本,从而导致 CEO 留任的可能性提高。然而,留任的 CEO 终将成为主并方的董事或高管,理性的 CEO 在并购议价谈判中自然会选择与主并方股东站在一条战线上,使得被并方股东与 CEO 之间的代理问题加剧,CEO 并购补偿更多地体现为财富转移。

综合以上分析,CEO 留任是影响并购溢价的关键中介变量,参考温忠麟等的中介效应模型^[37],结合模型(2),本文构建模型(3)和模型(4)进行中介效应分析:

$$Retain_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 \ln CEOcomp_{it} + \lambda_i Controls_{it} + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$Dealprice_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 \ln CEOcomp_{it} + \lambda_2 Retain_{it} + \lambda_i Controls_{it} + \sum Indus + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

表 4 列(1)结果显示,在预期协同效应较低组中,被并方 CEO 并购补偿 ($\ln CEOcomp$) 的系数为 0.130,且在 1% 水平上显著;列(2)中 $\ln CEOcomp$ 与 CEO 留任 ($CEOretain$) 显著负相关,说明 CEO 并购补偿降低了 CEO 留任概率;列(3)中加入 CEO 留任变量后, $\ln CEOcomp$ 的系数降为 0.092。Sobel 检验结果显示,Z 统计量为 3.279,且在 1% 水平上显著,中介效应明显,说明在预期协同效应较低组中 CEO 留任的概率较低,CEO 并购补偿发挥了“点石成金”的作用,显著提高了并购溢价,表现为薪酬契约完善。

表 4 列(4)结果显示,在预期协同

表 3 并购补偿与并购溢价的回归结果

变量	全样本	并购协同效应 较低组	并购协同效应 较高组
	(1)	(2)	(3)
$\ln CEOcomp$	0.009 (0.264)	0.092 *** (0.006)	-0.198 * (0.054)
$Retain$	-0.046 *** (0.000)	-0.025 ** (0.043)	-0.039 ** (0.021)
$Retire$	-0.014 ** (0.038)	-0.004 * (0.093)	-0.032 * (0.052)
$CEOshare$	0.021 ** (0.012)	0.016 ** (0.014)	0.119 ** (0.032)
$Cashpay$	0.032 * (0.063)	0.029 * (0.085)	0.014 * (0.077)
$Targinitia$	-0.031 *** (0.007)	-0.024 *** (0.000)	-0.026 ** (0.012)
$CEOchair$	0.096 *** (0.005)	0.087 ** (0.010)	0.016 ** (0.035)
$\ln Size$	-0.061 *** (0.000)	-0.055 * (0.052)	-0.018 *** (0.000)
$Board$	-0.036 *** (0.009)	-0.020 ** (0.018)	-0.068 ** (0.013)
$Tender$	0.034 *** (0.000)	0.021 *** (0.000)	0.033 *** (0.000)
ROA	0.212 *** (0.004)	0.155 ** (0.020)	0.0175 ** (0.039)
Lev	-0.137 *** (0.000)	-0.104 *** (0.000)	-0.238 *** (0.000)
Q	0.396 *** (0.000)	0.283 *** (0.000)	0.004 *** (0.007)
Soe	-0.017 *** (0.000)	0.003 *** (0.000)	0.033 *** (0.000)
$Year$	控制	控制	控制
$Indus$	控制	控制	控制
常数项	0.990 *** (0.000)	0.973 *** (0.000)	0.031 *** (0.000)
N	2952	1796	1186
AdjR ²	0.225	0.391	0.314
F 值	32.984	31.935	20.927

表 4 机制检验

变量	预期协同效应较低组			预期协同效应较高组		
	(1) <i>Dealprice</i>	(2) <i>Retain</i>	(3) <i>Dealprice</i>	(4) <i>Dealprice</i>	(5) <i>Retain</i>	(6) <i>Dealprice</i>
$\ln CEOcomp$	0.130 *** (0.000)	-0.062 *** (0.000)	0.092 *** (0.006)	-0.226 ** (0.014)	0.047 ** (0.033)	-0.198 * (0.054)
$Retain$			-0.025 ** (0.043)			-0.039 ** (0.021)
$Controls$	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	1.327 *** (0.000)	0.221 *** (0.001)	0.973 *** (0.000)	0.042 *** (0.000)	0.325 *** (0.000)	0.031 *** (0.000)
N	1796	1796	1796	1186	1186	1186
AdjR ² / Pseudo R ²	0.388	0.325	0.391	0.308	0.298	0.314
Sobel 检验 Z 值(P 值)		3.279(0.005)			-4.286(0.000)	
F 值	24.335	23.213	31.935	25.423	24.336	20.972

①公司被接管意味着被并方的资源终将移交给主并方股东,被并方股东会尽可能多地利用暂时尚有的决策权分割即将成为主并方的资产,作为内部人的董事、CEO 等管理层均会在被接管中获得较高的薪酬。

②尽管总金额低于预期并购协同效应较低组,但仍处于较高水平。

效应较高组中, $\ln CEO_{comp}$ 的系数为 -0.226 , 且在 5% 水平上显著, 说明 CEO 并购补偿降低了并购溢价; 列(5)中 $\ln CEO_{comp}$ 与 CEO_{retain} 显著正相关, 说明 CEO 并购补偿提高了 CEO 留任概率; 列(6)中加入 CEO 留任变量后, CEO 并购补偿的系数降为 -0.198 , 显著性水平降为 10% 。Sobel 检验结果显示, Z 统计量为 -4.286 , 且在 1% 水平上显著, 中介效应显著, 说明在预期并购协同效应较高组中, 被并方 CEO 留任在并购补偿对并购溢价的影响中发挥了中介效应, 降低了并购溢价, CEO 并购补偿表现为财富转移。

六、内生性与稳健性检验

(一) 内生性检验

1. 倾向得分匹配法(PSM)

由于并购溢价也可能会影响 CEO 报酬, 本研究可能存在反向因果关系的内生性问题, 而且对预期并购协同效应高低的划分也可能存在样本自选择偏差的内生性问题, 因此本文采用倾向得分匹配法(PSM)进行修正, 这一方法需要保证对照组样本选取的随机性以及对其他变量均进行有效的控制。

第一步, 分年度在预期并购协同效应较低组以 CEO 并购补偿 $\ln CEO_{comp}$ 的中位数为标准设置处理变量 $D1$, 当 $\ln CEO_{comp}$ 大于 $D1$ 时, $D1 = 1$, 否则 $D1 = 0$, 进而将样本分为处理组(发放较高 CEO 并购补偿, $D1 = 1$)和控制组(发放较低 CEO 并购补偿, $D = 0$)。第二步, 分年度在预期并购协同效应较高组以 CEO 并购补偿 $\ln CEO_{comp}$ 的中位数为标准设置处理变量 $D2$, 当 $\ln CEO_{comp}$ 大于 $D2$ 时, $D2 = 1$, 否则 $D2 = 0$, 进而将样本分为处理组(发放较高 CEO 并购补偿, $D2 = 1$)和控制组(发放较低 CEO 并购补偿, $D2 = 0$)。第三步, 参考 Adams 等的研究^[14], 选择总资产规模、销售收入、资产负债率、自由现金流量水平、托宾 Q 值和所属行业等公司治理层面的控制变量, 采用因子分析法拟合合成指标 $Simi$ 作为协变量来估计倾向得分。配对样本的关键特征与处理组样本特征相匹配, 但在并购补偿决策方面有所不同。第四步, 采用卡尺内最近邻匹配方法, 在卡尺 0.01 的带宽范围内进行有放回的一对一近邻匹配且允许并列, 处理组和对照组的并购溢价差异即是被并方 CEO 并购补偿的影响。匹配结果(未列示, 备索)显示, 除了是否为要约收购这一哑变量($Tender$)外, 匹配后其他变量的标准化偏差均大幅缩小至 10% 以下, 且大多数 t 检验结果不拒绝处理组与控制组无系统差异的原假设, 表明匹配后处理组和控制组在协变量上无明显差异, 匹配效果良好。

本文对匹配后样本重新进行回归, 如表 5 中列(1)和列(2)所示, 当预期并购协同效应较低时, 被并方 CEO 获得并购补偿的交易具有更高的并购溢价; 当预期并购协同效应较高时, 被并方 CEO 获得并购补偿的交易具有更低的并购溢价。以上结果与前文薪酬契约完善假说和财富转移假说的检验结果一致, 这证明了结论的稳健性。

2. 工具变量法

由于滞后一期的被并方 CEO 薪酬的行业均值与被并方 CEO 薪酬满足相关性要求, 同时对当期并购溢价的影响较小, 满足外生性条件, 因此参考张洽和袁天荣的研究^[11], 本文选取滞后一期的被并方 CEO 薪酬的行业均值 ($Induscomp$) 作为工具变量进行回

归, 结果见表 5 列(3)和列(4)。预期并购协同效应较低组中 $Induscomp$ 与 $Dealprice$ 在 1% 水平上显著正相关, 预期并购协同效应较高组中 $\ln CEO_{comp}$ 与 $Dealprice$ 在 5% 水平上显著负相关, 假设 1 和假设 2 得到进一步支持。

(二) 稳健性检验

1. 更换关键变量

对于并购溢价, 参考 Liu 和 Mulherin 的研究^[38], 本文采用交易价格与并购首次公告日后股票市价之间的差额来衡量; 对于 CEO 并购补偿, 采用被并方 CEO 在并购当年获得的并购补偿占并购前一年 CEO 全部薪酬的比重 ($CEO_{compratio}$) 来衡量。表 6 列(1)为预期并购协同效应较低组的检验结果, 被并方 CEO 并购补偿与并购溢

表 5 倾向得分匹配与工具变量法检验结果

变量	PSM		工具变量法	
	预期协同效应 较低组	预期协同效应 较高组	预期协同效应 较低组	预期协同效应 较高组
	(1)	(2)	(3)	(4)
$Induscomp$			0.062 *** (0.000)	-0.047 ** (0.017)
$\ln CEO_{comp}$	0.213 *** (0.001)	-0.016 ** (0.015)		
Controls	控制	控制	控制	控制
$Indus$	控制	控制	控制	控制
常数项	0.353 *** (0.000)	0.566 *** (0.000)	0.055 *** (0.006)	0.045 ** (0.019)
N	845	698	1796	1186
Adj R ²	0.327	0.371	0.228	0.303
F 值	46.223	53.236	41.352	39.425

价显著正相关;表 6 列(2)为预期并购协同效应较高组的检验结果,被并方 CEO 并购补偿与并购溢价显著负相关。总之,更换关键变量的检验结果依然支持本文结论。

2. 主要解释变量滞后一期

考虑到 CEO 并购补偿对企业并购溢价的作用可能存在滞后效应,本文将解释变量 $\ln CEOcomp$ 滞后一期进行回归。表 6 列(3)结果显示,当预期并购协同效应较低时, $\ln CEOcomp$ 的系数为正,且在 5% 水平上显著;列(4)结果显示,当预期并购协同效应较高时, $\ln CEOcomp$ 的系数为负。以上结果证明本文结论仍然稳健。

七、进一步分析

前文从并购溢价的视角检验了被并方 CEO 并购补偿对被并方的影响是财富转移还是薪酬契约完善,然而,若想更透彻地理解财富转移假说和薪酬契约完善假说,最有效的方法是进一步观察被并方 CEO 并购补偿对并购绩效的影响。

首先,以被并方 CEO 并购补偿 ($\ln CEOcomp$) 为解释变量,用被并方样本对应的主并方数据检验被并方 CEO 并购补偿对主并方短期并购绩效的影响,我们在模型中控制了主并方公司特征和交易特征。表 7 列(1)列示了 $CAR(-2,2)$ 为被解释变量、 $\ln CEOcomp$ 为主要解释变量的回归结果,CEO 并购补偿均与 $CAR[-2,2]$ 显著正相关,当交易包含并购补偿时,主并方的累计异常收益率上升了 2.3%,说明被并方 CEO 并购补偿提高了主并方短期并购绩效。

其次,追踪并购后是否发生了商誉减值是衡量主并方长期绩效的一种有效方法,也是观察并购溢价对并购绩效影响的重要窗口。Bargeron 发现对被并方过度支付预示着较高的商誉减值风险^[35], Lev 和 Gu 也认为注销商誉意味着“糟糕的并购”,有失误的并购最显著的特征是并购后商誉减值,因此有必要研究向被并方 CEO 支付的并购补偿是否会影响到并购后商誉减值^[39]。参考 Lev 和 Gu 的研究^[39],本文以并购后是否发生商誉减值 ($Repupair$) 这一哑变量作为被解释变量,当并购后披露了因合并而增加或计提的商誉减值时,取值为 1,否则为 0。我们进行了 logistic 回归,表 7 列(2)为被并方 CEO 并购补偿对商誉减值的检验结果。结果表明,被并方 CEO 并购补偿与并购后商誉减值显著负相关,说明向被并方 CEO 支付并购补偿会使得商誉减值的可能性减小。主要控制变量方面,主并方资产规模、要约收购对累计异常收益率产生了负面影响^[25],当采用现金支付方式时,主并方得到的回报更高^[5]。

总之,本文从并购绩效视角对被并方 CEO 并购补偿的财富转移假说和薪酬契约完善假说进行了进一步分析,结果表明被并方 CEO 并购补偿提高了主并方并购绩效,说明从并购市场全局来看,被并方 CEO 并购补偿是一种“顾全大局”的薪酬契约完善。

八、研究结论与启示

本文基于并购溢价和并购绩效双重视角,实证检验了被并方 CEO 并购补偿的作用是协调了被并方股东与

表 6 更换关键变量与解释变量滞后一期的稳健性检验结果

变量	预期并购协同	预期并购协同	预期并购协同	预期并购协同
	效应较低组	效应较高组	效应较低组	效应较高组
	(1)	(2)	(3)	(4)
$CEOcompratio$	0.019 ** (0.047)	-0.084 ** (0.049)		
$\ln CEOcomp$			0.026 ** (0.033)	-0.012 ** (0.016)
Controls	控制	控制	控制	控制
常数项	0.115 ** (0.056)	0.132 * (0.081)	1.736 *** (0.001)	-0.042 ** (0.014)
N	1766	1186	1491	1025
Adj R ²	0.274	0.324	0.238	0.314
F 值	26.892	21.257	4.502	6.650

表 7 被并方 CEO 并购补偿对主并方并购绩效的检验结果

变量	$CAR[-2,2]$	$Repupair$	变量	$CAR[-2,2]$	$Repupair$
	(1)	(2)		(1)	(2)
$CEOcomp$	0.023 *** (0.000)	-0.024 * (0.061)	$Tender$	-0.013 ** (0.019)	0.289 *** (0.000)
$Retain$	-0.023 ** (0.038)	0.018 ** (0.035)	ROA	0.048 ** (0.021)	-0.027 ** (0.016)
$Retire$	-0.004 * (0.064)	0.067 (0.250)	Lev	-0.019 ** (0.019)	0.230 * (0.055)
$CEOshare$	0.005 ** (0.041)	-0.046 (0.320)	Q	0.032 * (0.089)	-0.036 * (0.085)
$Cashpay$	0.008 * (0.075)	-0.052 (0.210)	Soe	-0.026 *** (0.005)	-0.362 ** (0.031)
$Targinitia$	-0.017 ** (0.039)	0.017 ** (0.047)	$Year$	控制	控制
$CEOchair$	-0.001 * (0.076)	0.041 * (0.093)	$Indus$	控制	控制
$\ln Size$	-0.006 *** (0.000)	-0.037 * (0.082)	常数项	0.131 ** (0.019)	0.372 *** (0.005)
$Board$	0.003 ** (0.037)	-0.023 * (0.061)	N	2952	2952
			AdjR ² /	0.425	0.373
			Pseudo R ²		
			F 值	51.233	—

CEO 的矛盾还是导致财富从被并方股东向主并方股东转移。首先,从并购溢价视角研究发现,当并购交易中预期协同效应较低时,被并方 CEO 并购补偿完善了薪酬契约,消除了控制权变更导致的被并方 CEO 与股东之间的利益冲突,表现为提高了并购溢价;当预期并购协同效应较高时,被并方 CEO 并购补偿降低了并购溢价,体现为财富转移。其次,从并购绩效视角进一步研究发现,被并方 CEO 并购补偿对主并方短期并购绩效具有显著的正向影响,同时与并购后是否发生商誉减值显著负相关。研究结论说明并购补偿是缓解被并方 CEO 和股东之间矛盾的“良药”,解释了为什么并购中 CEO 动机与股东财富变化有关。总之,我们发现在预期协同效应较低的情况下,被并方 CEO 并购补偿的支付完善了薪酬契约,推动了并购的顺利完成;在预期并购协同效应较高的情况下,被并方 CEO 并购补偿更有可能导致财富转移,但被并方 CEO 并购补偿却提高了主并方并购绩效,并降低了未来商誉减值的风险。

本文所得结论具有一定的启示意义。第一,在被并方与潜在的收购方预期协同效应较低的情况下,CEO 并购补偿有利于被并方股东,能够将 CEO 与股东利益协调一致,因为如果没有补偿,CEO 可能会阻止并购交易,从而没有并购溢价或大大降低并购溢价。这种薪酬契约的修订可以看成是对被并方 CEO 在正常经营条件下专有人力资本期望收益被截断的补偿,表现为薪酬契约完善,也说明在预期协同效应较低的情况下,并购补偿扮演了重要的经济角色,有助于协调 CEO 与股东之间的利益冲突。同时说明当股东得到的回报较低时,较高的薪酬支付和附加补偿并不一定代表管理者的自利行为,可能会产生增加股东财富的效果。第二,当预期并购协同效应较高时,被并方 CEO 并购补偿加剧了被并方股东与 CEO 之间的代理冲突,降低了并购溢价,体现为财富转移,其主要机制是被并方 CEO 留任的可能性较大,增加了被并方股东与 CEO 之间的代理问题。同时说明在公司被接管过程中,利用留任的 CEO 争夺控制权并不可靠,留任的 CEO 很可能两边“拿好处”,并最终倒戈向着主并方,使被并方股东“赔了夫人又折兵”。并购市场中过度自信的被并方股东很容易“大意失荆州”,高溢价是需要争取和谋划的,在并购中增强组织凝聚力、有效减少内部代理问题无疑是提高并购溢价的有效策略。第三,虽然被并方 CEO 并购补偿对并购溢价的影响在不同预期协同效应下存在显著差异,但被并方 CEO 并购补偿客观上提高了并购绩效,降低了日后商誉减值的风险,从被并方与主并方双重视角来看,被并方 CEO 并购补偿可以看成是提高并购溢价和并购绩效的激励机制,这种机制有利于提高并购效率和降低非效率并购发生的概率,这也从另一个角度证实金降落伞计划的存在是合理的。

参考文献:

- [1] 吕长江,韩慧博.业绩补偿承诺、协同效应与并购收益分配[J].审计与经济研究,2014(6):3-13.
- [2] 张新.并购重组是否创造价值?——中国证券市场的理论与实证研究[J].经济研究,2003(6):20-29+93.
- [3] Duan Y, Jin Y. Financial constraints and synergy gains from mergers and acquisitions[J]. Journal of International Financial Management & Accounting, 2019,30(1):60-82.
- [4] 潘爱玲,刘文楷,王雪.管理者过度自信、债务容量与并购溢价[J].南开管理评论,2018(3):35-45.
- [5] 李增泉,余谦,王晓坤.掏空、支持与并购重组——来自我国上市公司的经验证据[J].经济研究,2005(1):95-105.
- [6] Maung M, Mille D, Tang Z Y, et al. Value-enhancing social responsibility: Market reaction to donations by family vs non-family firms with religious CEOs [J]. Journal of Business Ethics, 2020, 163(4):745-758.
- [7] Fitch E M, Rice E M, Tran A L. Contractual revisions in compensation: Evidence from merger bonuses to target CEOs[J]. Journal of Accounting and Economics, 2016, 61(2):338-368.
- [8] 罗富碧,冉茂盛,杜家廷.高管人员股权激励与投资决策关系的实证研究[J].会计研究,2008(8):69-76+95.
- [9] Grinstein Y, Hariba P. CEO compensation and incentives: Evidence from M&A bonuses[J]. Journal of Financial Economics, 2004, 73(1):119-143.
- [10] Grossman S J, Hart O. An analysis of the principal-agent problem[J]. Econometrica, 1983, 51(1):7-45.
- [11] 张洽,袁天荣. CEO 校友关系会影响并购决策与并购效果吗[J].上海财经大学学报,2020(3):82-96.
- [12] 陈仕华,李维安.并购溢价决策中的锚定效应研究[J].经济研究,2016(6):114-127.
- [13] Bradley M, Desai A, Kim E H, et al. Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms [J]. Journal of Financial Economics, 1988, 21(1):3-40.
- [14] Adams R, Almeida H, Ferreira D. Powerful CEOs and their impact on corporate performance[J]. Review of Financial Studies, 2005, 18(4):1403-1432.
- [15] Dyck I J, Zingales L. Private benefits of control: An international comparison[J]. Journal of Finance, 2004, 59(2):537-600.
- [16] Cheng P, Li L J, Tong W H S. Target information asymmetry and acquisition price[J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2016, 43(7):976-1016.
- [17] Biddle G C, Hilary G, Verdi R S. How does financial reporting quality relate to investment efficiency[J]. Journal of Accounting and Economics, 2009, 48

(2):112-131.

- [18] Cheyney E, Levine C B. Public disclosures and information asymmetry: A theory of the mosaic[J]. *Accounting Review*, 2020, 95(1): 79-99.
- [19] 蔡春, 鲍瑞雪. 并购活动与标的公司共享审计师对并购溢价的影响研究[J]. *审计研究*, 2022(6): 68-79.
- [20] Bates T W, Lemmon M L. Breaking up is hard to do? An analysis of termination fee provisions and merger outcomes[J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 69(3): 469-504.
- [21] 李万福, 林斌, 宋璐. 内部控制在公司投资中的角色: 效率促进还是抑制? [J]. *管理世界*, 2011(2): 81-99+188.
- [22] Hartzell J C, Ofek E, Yermack D. What's in it for me? CEOs whose firms are acquired[J]. *Review of Financial Studies*, 2004, 17(1): 37-61.
- [23] 冯科, 邢晓旭, 何理. 业绩对赌协议对并购溢价和市场反应的影响[J]. *金融研究*, 2023(1): 188-206.
- [24] 王晓颖, 贾银华, 马真真. 避免“煮熟的鸭子飞走”: CEO 家族属性、伪禀赋效应与并购溢价[J]. *外国经济与管理*, 2021(6): 74-89.
- [25] 杜跃平, 徐杰. CEO 股票期权激励与并购决策关系研究——代理成本的中介作用和 CEO 过度自信的调节作用[J]. *审计与经济研究*, 2016(4): 50-61.
- [26] Boone A L, Broughman B J, Macias A J. Shareholder approval thresholds in acquisitions: Evidence from tender offers[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2018, 53(5): 225-245.
- [27] Bebchuk L A, Cohen A, Wang C C Y. Golden parachutes and the wealth of shareholders[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2014, 25(8): 140-154.
- [28] Sokolyk T. The effects of antitakeover provisions on acquisition targets[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17(3): 612-627.
- [29] 张洽, 袁天荣. 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[J]. *财经研究*, 2013(4): 101-110+122.
- [30] Edmans A, Gabaix X. The effect of risk on the CEO market[J]. *Review of Financial Studies*, 2011, 24(8): 2822-2863.
- [31] Soe J, Gamache D L, Dever C E, et al. The role of CEO relative standing in acquisition behavior and CEO pay: Corrigendum[J]. *Strategic Management Journal*, 2016, 37(2): 425-429.
- [32] Murphy K J. Executive compensation: Where we are, and how we got there[J]. *Handbook of the Economics of Finance*, 2013, 2(2): 211-356.
- [33] Masulis R W, Cong W, Xie F. Corporate governance and acquirer returns[J]. *Journal of Finance*, 2007, 62(4): 1851-1889.
- [34] Moreno J G, Akwaa-Sekyi E K. Internal controls and credit risk relationship among banks in Europe[J]. *Intangible Capital*, 2017, 13(1): 25-50.
- [35] Barger L L, Schlingemann F P, Stulz R M, et al. What is the shareholder wealth impact of target CEO retention in private equity deals? [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2017, 46(7): 186-206.
- [36] Shleifer A, Vishny R W. Managerial entrenchment: The case of manager-specific investments[J]. *Journal of Financial Economics*, 1989, 25(1): 123-139.
- [37] 温忠麟, 张雷, 侯杰泰. 中介效应检验程序及其应用[J]. *心理学报*, 2004(5): 614-620.
- [38] Liu T T, Mulherin J H. How has takeover competition changed over time[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2019, 31(1): 81-94.
- [39] Lev B, Gu F. Overpriced shares, ill-advised acquisitions, and goodwill impairment[J]. *Accounting Review*, 2011, 86(6): 1995-2022.

[责任编辑: 王丽爱]

Merger and Acquisition Compensation of the Target CEO: Wealth Transfer or Salary Contract Perfection? Empirical Research from the Double Perspectives of M&A Premiums and M&A Performance

ZHANG Qia¹, WANG Xia², YUAN Tianrong³

(1. School of Management, Xi'an University of Science and Technology, Xi'an 710699, China;

2. School of Business, Jinan University, Jinan 250024, China; 3. Zhongnan University of Economics and Law, Wuhan 430073, China)

Abstract: The M&A compensation of the target CEO has an important impact on the decision-making and merger and acquisition performance of the enterprise. Based on the empirical study of 2952 samples of M&A compensation from 2009 to 2021, the research finds that: when the synergy of M&A is low, the M&A compensation of the target CEO is significantly positively correlated with the M&A premium, which is more reflected in the improvement of the salary contract between the target shareholders and CEO; when the synergy between the two sides is high, the compensation is significantly negatively correlated with the M&A premium. The main mechanism of the existence of the compensation contract perfection hypothesis and the wealth transfer hypothesis is that there are significant differences in the possibility of CEO retention of the target under different synergies, and CEO retention plays an intermediary effect in the influence of M&A compensation on M&A premium. Further research found that the M&A compensation of the target has a significant positive impact on the the M&A performance, which indicates that from the perspective of the whole capital market, the M&A compensation of the target CEO is a kind of salary contract that “take into account the overall situation”.

Key Words: merger and acquisition compensation; wealth transfer; salary contract; M&A premium; M&A performance; goodwill impairment