

股权激励、企业并购与利润管理

潘星宇 沈艺峰

(厦门大学管理学院,福建 厦门 361005)



内容提要:股权激励能否真实有效地缓解上市公司委托代理问题一直是学者们争论的话题。本文以 2010—2017 年 A 股上市公司为研究对象,以我国股权激励计划为诱因,考察我国上市公司并购的动因。本文探讨了上市公司在股权激励计划实施期间及计划实施完成后的业绩表现,发现公司业绩在激励计划实施期间表现优异,但是之后,业绩出现大幅度下滑。在股权激励计划实施期间,本文并没有找到公司使用四种传统盈余管理方法——对应计利润、销售额、生产成本与酌量费用操纵的证据。深入研究后发现,在股权激励计划实施期间,公司高管会通过频繁的并购活动来操纵公司当期利润,然而股权激励计划实施完成后,高管不再专注于并购活动对公司当期利润的影响。本文为监管部门有效监管上市公司并购活动提供了理论参考。

关键词:股权激励 并购 利润操纵

中图分类号:F27 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2021)10—0099—20

一、引言

自 2006 年我国实行《上市公司股权激励管理办法(试行)》和《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》以来(以下统称《管理办法》),越来越多的上市公司开始实施股权激励计划。2010—2017 年,剔除金融行业企业,我国 A 股市场有 921 家公司实施了股权激励计划。公司实施股权激励计划的初衷是为了让高管的利益与股东利益相一致,减少委托代理问题,激励管理层努力工作,实现公司长远发展。我国上市公司的股权激励计划是否达到了预期效果呢?对于股权激励的有效性,国外学者存在两种对立的观点:一方面,股权激励确实能够激励高管努力工作,实现公司业绩的提升(Hanlon 等,2003^[1];Bettis 等,2010^[2]),即股权激励能够产生利益协同效应;另一方面,由于高管对公司会计盈余有自由裁量权,因此股权激励,特别是与公司业绩挂钩的股权激励可能会诱使高管操纵利润来实现绩效目标,以实现自身利益最大化(Kuang, 2008^[3];Bergstresser 和 Philippon,2006^[4];Cheng 和 Warfield,2005^[5]),即股权激励可能会加重委托代理问题。

截至 2017 年,我国上市公司实行的股权激励计划几乎都是会计业绩型股权激励计划。公司业绩必须达到激励计划中规定的目标值,激励对象才能获得部分股权授予物的行使权或解锁权。股权激励计划虽然被当成是一份长期的激励方案,但是我国股权激励计划具有短期性质。由于这个短期性质,可能会导致管理层的短视行为和自利行为。例如,我国学者发现,在股权激励计划的基准年度内(谢振莲和吕聪慧,2011)^[6]或者计划公告日前三个季度(肖淑芳等,2009)^[7],管理层往往

收稿日期:2021-02-26

作者简介:潘星宇,女,博士研究生,研究领域是公司治理,电子邮箱:panxingyu@stu.xmu.edu.cn;沈艺峰,男,教授,博士生导师,研究领域是公司财务和资本市场理论,电子邮箱:yfshen@xmu.edu.cn。通讯作者:沈艺峰。

会进行向下盈余管理。在股权激励计划实施期间,当使用盈余管理修正业绩后,股权激励对公司业绩的提升没有显著性贡献(林大庞和苏冬蔚,2011)^[8],说明我国股权激励计划可能导致管理层操纵盈余,以谋私利。

针对上述问题,本文以2010—2017年间实施了股权激励计划的921家上市公司为主要研究对象,检验在股权激励计划实施期间,公司是否使用了四种传统的盈余管理方法——对应计利润、销售额、生产成本和酌付费用的操纵。结果发现,虽然公司业绩在股权激励计划实施期间表现优异,在计划实施完成后业绩出现大幅反转,然而在股权激励计划实施期间,公司并没有使用这四种盈余操纵手段。那么公司管理层会不会采取其他更加隐秘的方式来操纵利润呢?本文发现,在股权激励计划实施期间,公司进行了更频繁的并购活动。王姝勋和董艳(2020)^[9]研究发现,我国期权激励显著提升了公司并购发生的可能性和并购规模,不过他们认为这是由于期权激励提高了管理层风险承担的能力,但没有深入挖掘管理层风险承担能力提升的真实原因。本文仍以上述样本为主要研究对象,检验了在股权激励计划实施期间和计划实施完成后,公司并购次数对该公司当期净利润和未来净利润的影响;在进一步检验中,不仅检验了在股权激励计划实施各阶段,公司并购次数对其当期净利润的影响,还检验了公司在激励计划实施前、期间和之后并购的企业在1~3年内被剥离的情况。研究发现,管理层会在激励计划实施期间通过并购活动进行利润管理,但是激励计划实施完成后,他们不再专注于并购活动是否对公司当期利润有影响。

本研究将股权激励的效果延伸到激励计划实施完成后,有助于全面了解股权激励计划实施的长期效果,深入了解我国股权激励计划的长期特征和短期性质。本文深入剖析了股权激励计划促进公司并购活动的真实原因,指出并购活动可能作为一种隐秘的盈余管理手段被公司高管操纵。这些内容不但丰富了以往对股权激励、盈余管理以及并购活动的研究,还对监管部门有效监管上市公司并购活动,以及投资者考察上市公司经营发展情况具有一定的参考价值。

二、理论分析与研究假设

我国股权激励计划与国外的最大不同之处在于它的有效期相对较短。在美国,上市公司股权激励计划有效期比较长,比如英特尔公司的一份2012年的业绩型股权激励计划^①,公司根据一个三年期的业绩目标,授予激励对象50%~200%目标数量的股票期权奖励,在授予日之后的第五年,期权可以开始行权,从授予日之后的第六年开始,股权期权可以以每年25%的增量行权。从内容上来看,英特尔公司的这份股权激励计划有效期大于8年。我国上市公司的股权激励计划通常小于等于五年,期间还有三年的业绩评估期,股权授予物一般分三批解锁或行权,业绩评估期为有效期的前几年,业绩评估期的第一年通常也是股权激励计划正式公告当年。在业绩评估期,只有当公司会计业绩达到了当年的目标值,激励对象才有权在下一年度对获授的限制性股票或股票期权部分解锁或行权,否则该部分股权的解锁权或行使权会被取消,但不影响其他部分的解锁或行权。从这一点来看,我国的股权激励计划具有一定的短期性质,这个短期性质可能会导致公司高管的短视行为和自利行为。

虽然有研究表明,股权激励能够将高管利益和股东利益绑定在一起,实现高管和股东利益趋同(Jensen和Meckling,1976)^[10],比如,期权激励能够提升高管薪酬相对于公司业绩的敏感度(Hall和Liebman,1998^[11];Hanlon等,2003^[11]),与股票和期权奖励相关的薪酬能够促进公司投资活动的增加和业绩的提升(Bettis等,2010)^[2]。然而,股权激励也可能会诱使高管操纵盈余来实现绩效目

^① 资料来源:英特尔公司2012年业绩型股权激励计划。<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/50863/000119312513138873/d424609ddef14a.htm>的OSU stands for outperformance stock unit。

标,从而实现自身利益最大化(Gao 和 Shrieves,2002^[12]; Cheng 和 Warfield,2005^[5]),当高管薪酬与股票价格密切相关时,管理层对应计利润的操纵会更加显著(Bergstresser 和 Philippon,2006)^[4],业绩型期权激励会诱使高管在业绩评估期操纵收益(Kuang,2008)^[3]。

自2006年以来,我国股权激励计划几乎均为业绩型股权激励计划。在竞争激烈的市场环境中,高管想通过自身努力在一两年内大幅提高公司利润并不是容易的事情。那么高管如何在短期内快速提升公司利润呢?在业绩评估期,对于管理层来说,最容易做的事情就是通过操纵会计利润、销售额、生产成本或者酌量费用等手段(Roychowdhury,2006^[13]; Zang,2012^[14]; Cohen 和 Lys,2008^[15])来实现股权激励计划中规定的会计业绩目标。已有研究发现,我国的股权激励计划可能会诱使高管通过操纵应计利润来提高公司业绩(林大庞和苏冬蔚,2011)^[8]。因此,本文提出如下假设:

H₁:在股权激励计划实施期间,公司高管会通过操纵应计利润或传统的真实盈余来达到激励计划中规定的业绩目标值。

在我国股权激励计划实施初期,传统的盈余管理方法已受到我国学术界和业界的广泛专注,如果在股权激励计划实施比较成熟的阶段管理层仍然使用这些手段,可能很容易被察觉。因此公司管理层可能会青睐于更隐秘的利润管理方法。本文发现,在股权激励计划实施期间,公司进行了更频繁的并购活动。公司在股权激励计划实施期间每年平均并购大约六家企业,远大于未实施股权激励计划公司每年的3.5家。公司在相当短的时间里,如此频繁地进行并购活动的目的可能不只是为了使其并购的企业与该公司产生协同效应。频繁地并购有利润的企业,一方面可以向投资者展示公司良好的投资机遇,以及快速发展的前景(Bizjak 等,1993)^[16];另一方面可以增加归属于上市公司股东的收益,达到股权激励计划中规定的业绩目标值,使高管取得股权获授物的行权或解锁权。有研究表明,CEO获取私有收益是企业并购的主要动因(张洽和袁天荣,2013)^[17],管理层可能会为了提高自身的薪酬水平(韩立岩和陈庆勇,2007)^[18]、增加在职消费(张鸣和郭思永,2007)^[19]、获得奖金(Hribar 和 Grinstein,2004)^[20]以及避免企业亏损(李增泉等,2005)^[21]而进行并购活动。那么公司高管也可能会为了获取股权获授物的解锁权或行权而进行并购活动。具体而言,在股权激励计划实施期间,管理层可能会通过频繁的并购活动来实现公司当期净利润的快速增长。股权激励计划实施完成后,由于管理层没有业绩目标压力,在之后的并购活动中他们可能不再关注被并购企业的当期利润。因此,本文提出如下假设:

H₂:在股权激励计划实施期间,公司会通过频繁的并购活动来实现该公司当期利润的快速增长,但是股权激励计划实施完成后,公司不再专注于并购活动对当期利润的影响。

三、研究设计与数据描述

1. 研究样本

本文的研究样本包括2010—2017年A股上市公司(全样本)。主要研究对象是2010—2017年在我国实施股权激励计划的上市公司(激励公司样本)。所用数据来源于在巨潮资讯网上公布的上市公司股权激励计划草案(包括其修订稿)、东方财富Choice数据库、CSMAR数据库以及Wind数据库。2010—2017年期间,剔除金融类企业,我国A股上市公司共有921家企业实施了股权激励计划。本文选择2010年及之后的数据有两个原因:其一,2007年的全球金融危机严重打击了我国的资本市场和实体经济,其影响持续到了2009年,期间股权激励计划可能达不到应有的激励效果;其二,2006—2009年是《管理办法》正式实施初期,这段时间可能会存在很多机会主义行为,研究此期间股权激励计划对管理层行为和公司决策的影响,不具有代表性。本文在之后的各类分析中,剔除了ST企业和金融类企业,以及数据缺失的样本。

2. 变量设计

(1)被解释变量。在检验股权激励计划与传统盈余管理之间的关系时,本文根据 Dechow 等(1995)^[22]的 Jones 修正模型以及 Roychowdhury(2006)^[13]的真实盈余管理模型,分行业、分年度回归得到可操纵性应计利润(*DA*)、异常经营活动现金流(*DA_CFO*)、异常生产成本(*DA_Prod*)和异常酌量费用(*DA_Disexp*)。行业分类方法为:制造业“C”字头代码取两位,其他行业取一位,并且剔除按行业、年度分类后样本量少于15个的样本。在检验实施股权激励的公司并购活动与利润管理之间的关系时,本文的主要被解释变量为公司净利润(*NI*),等于上市公司合并财务报表中利润表里的净利润。

(2)解释变量。本文使用上市公司每年并购次数作为本文的重要解释变量,检验上市公司并购活动对该公司当年收益的影响。上市公司每年并购次数通过 Wind 数据库中的“被参股公司详情”数据整理得到。通过对比上市公司每年12月31日的被参股公司名称,计算得到上市公司每年并购次数(*Num_Buy*)。

(3)控制变量。参考王妹勋和董艳(2020)^[9]、李燕萍等(2008)^[23]的研究,本文选取的控制变量(*Controls*)包括公司特征变量(公司总资产、固定资产比例、资产负债率、TobinQ)、公司治理变量(企业产权性质、总经理是否兼任董事长、独立董事比例、董事会规模、第一大股东持股比例以及机构持股比例)和高管薪酬变量(高管持股比例和前三名高管报酬总额)。

(4)其他变量。被并购的企业被剥离的数据通过 Wind 数据库中的“被参股公司详情”数据整理得到。通过对比上市公司每年12月31日的被参股公司名称,计算得到被并购企业在被并购后一年内被剥离的数量(*Buy-Sell_1*)、两年内被剥离的数量(*Buy-Sell_2*)以及三年内被剥离的数量(*Buy-Sell_3*)。

本文主要变量的符号及定义如表1所示。

表1 主要变量的定义

变量名称	变量符号	变量定义
传统的四种 盈余管理	<i>DA</i>	可操纵应计利润的绝对值
	<i>DA_CFO</i>	异常经营活动现金流
	<i>DA_Prod</i>	异常生产成本
	<i>DA_DisExp</i>	异常酌量费用
公司净利润	<i>NI</i>	上市公司合并财务报表中的净利润
并购次数	<i>Num_Buy</i>	上市公司每年并购子公司数量
公司特征	<i>Asset</i>	公司总资产,来自于上市公司合并财务报表
	<i>LogAsset</i>	公司总资产对数,来自于上市公司合并财务报表
	<i>ppe</i>	固定资产比例,等于固定资产除以资产总额,来自于上市公司合并财务报表
	<i>Lev</i>	资产负债率,等于负债总额除以资产总额,来自于上市公司合并财务报表
	<i>TobinQ</i>	市值除以上市公司资产总额
公司治理	<i>SOE</i>	产权性质属于国有企业,取值为1,否则为0
	<i>Dual</i>	总经理兼任董事长,取值为1,否则为0
	<i>IndirectorRate</i>	独立董事比例
	<i>BoardSize</i>	董事会规模
	<i>FirstShare</i>	第一大股东持股比例
	<i>InsShare</i>	机构持股比例,等于基金持股比例与其他机构持股比例之和(来源于CSMAR)

续表 1

变量名称	变量符号	变量定义
高管薪酬	<i>GmShare</i>	高管持股比例
	<i>LogManSalary</i>	前三名高管报酬总额,取对数
被并购的公司 短时间内被 剥离数量	<i>Buy-Sell_1</i>	被并购企业在被并购后一年内被剥离的数量
	<i>Buy-Sell_2</i>	被并购企业在被并购后两年内被剥离的数量
	<i>Buy-Sell_3</i>	被并购企业在被并购后三年内被剥离的数量

资料来源:作者整理

3. 描述性统计

本文主要变量的描述性统计如表 2 所示。在样本期间,上市公司平均每年并购四家企业,被并购公司在一年内被剥离的数量均值为 1.238,在两年内被剥离的数量均值为 1.768,在三年内被剥离的数量均值为 1.948。

表 2 描述性统计分析

变量	观察值个数	均值	标准差	最小值	最大值
DA	18781	0.079	0.208	0.000	16.930
<i>DA_Prod</i>	15765	-0.000	0.255	-4.965	14.140
<i>DA_CFO</i>	18833	0.000	0.168	-11.160	4.628
<i>DA_DisExp</i>	18721	0.000	0.212	-13.280	10.600
<i>NI</i>	20783	4,649	31470	-181843	1506750
<i>Num_Buy</i>	18154	4.010	10.110	0	270
<i>Asset</i>	20783	130820	679181	4.773	24053760
<i>LogAsset</i>	20783	21.960	1.361	13.080	28.510
<i>ppe</i>	20783	0.218	0.170	0	0.971
<i>Lev</i>	20783	0.450	0.674	-0.195	63.970
<i>TobinQ</i>	19723	2.840	20.070	0.007	2355
<i>SOE</i>	20064	0.394	0.489	0	1
<i>Dual</i>	19809	0.264	0.441	0	1
<i>IndirectorRate</i>	20482	37.390	8.330	0	100
<i>BoardSize</i>	20482	10.240	2.709	4	32
<i>FirstShare</i>	20468	35.060	15.270	0.290	89.990
<i>InsShare</i>	17300	38.750	22.970	0.130	184.800
<i>GmShare</i>	20482	6.750	14.060	0	84.330
<i>LogManSalary</i>	20375	14.160	0.734	9.036	17.410
<i>Buy_Sell_1</i>	13065	1.238	4.671	0	248
<i>Buy_Sell_2</i>	13065	1.768	5.631	0	247
<i>Buy_Sell_3</i>	10789	1.948	5.686	0	270

资料来源:作者整理

四、实证研究结果

1. 公司在股权激励计划实施不同阶段的业绩表现

股权激励计划一直当成是一种长期的激励手段,但是,由于我国股权激励计划有效期较短,期间还有三年的业绩评估期,因此我国的股权激励计划具有一定的短期性质。那么我国的股权激励计划对公司业绩影响是长期特征起作用,还是短期性质占优势呢?本文首先对在2010—2017年期间实施了股权激励计划的上市公司的业绩进行分析。本文将股权激励计划的实施分为六个阶段:①计划实施前一年($t-1$);②计划实施第一年,同时也是业绩评估期第一年($t1$);③计划实施第二年,即业绩评估期第二年($t2$);④计划实施第三年,即业绩评估期第三年($t3$);⑤业绩评估期结束后,有效期结束前(t);⑥计划实施结束后第一年($t+1$)。

在股权激励计划实施的六个阶段,公司的年度平均业绩表现如图1所示。图1横坐标刻度代表激励计划实施的六个阶段的年末。由于我国股权激励计划通常把净利润和净资产收益率作为业绩衡量指标,因此本文分别用净利润、扣除非经常性损益后的净资产收益率和资产收益率来代表公司业绩。可以看出,在业绩评估期第一年($t1$),净利润、净资产收益率和资产收益率均有大幅度增长;在业绩评估期第二年($t2$)和业绩评估期第三年($t3$),净利润持续大幅度增长,之后其增速变缓,到了计划实施结束后第一年($t+1$),公司净利润显著下滑;净资产收益率在业绩评估期第二年($t2$)有小幅下滑,到了业绩评估期第三年($t3$)又小幅增长,之后大幅下滑;资产收益率从业绩评估期第二年($t2$)到计划完成后第一年($t+1$)期间一直大幅度下滑。由此可以直观地看出,公司在业绩评估期,绩效衡量指标表现较好,然而业绩评估期结束后,这些指标表现则不尽如人意,特别是在股权激励计划有效期结束之后,公司业绩出现大幅度下滑,这说明,我国股权激励计划的短期性质对公司业绩起到了重要的作用。资产收益率通常不是激励计划中的业绩衡量指标,可以看出资产收益率从业绩评估期第二年($t2$)到有效期结束(t)期间一路下滑,到了激励计划实施完成后第一年($t+1$),资产收益率下滑程度更甚。由此可以推断,公司高管可能采取了某些盈余管理手段来增加业绩考核指标的绩效值。公司净利润在股权激励计划实施期间不断增加,但是资产收益率却在股权激励计划实施第一年后一直下滑。说明公司净利润虽然增加,但是公司的盈利能力却下降了。因此本文初步推断,在股权激励计划实施期间,公司可能通过并购活动购买有利润的企业,但是这些被并购企业的盈利能力不强,对该公司贡献了利润,但是没有贡献盈利能力。换句话说,是公司在股权激励计划实施期间,用现金换取了利润。公司在股权激励计划实施期间的并购活动可能是一种管理利润的手段。

2. 传统的四种盈余管理方法分析

目前学术界研究的盈余管理方法主要有对应计利润、销售额、生产成本、酌情费用的操纵上。从公司在股权激励计划实施的六个阶段的业绩表现可以看出,高管可能对盈余进行了操纵。因此本文首先检验在实施股权激励计划期间,公司是否使用了上述四种传统的盈余管理方法。表3显示了检验回归结果。 $Dum0$ 和 $Dum1$ 均为虚拟变量,对于在样本期间实施了股权激励计划的上市公司, $Dum0$ 取值为1,否则为0;当公司在股权激励计划实施期间, $Dum1$ 取值为1,否则为0。 $Dum0$ 的系数值及其显著性体现的是实施股权激励计划的公司与无股权激励的公司之间的差异; $Dum1$ 的系数值及其显著性显示了公司在股权激励计划实施期间与其他时期的差异。如表3所示,在模型(1)~模型(3)中, $Dum0$ 系数值均不显著。同样, $Dum1$ 的系数值在四个模型中也都不显著,且符号与预期相反。说明在股权激励计划实施期间,公司不但没有加大传统的盈余管理程度,反而减少了传统的盈余管理程度。假设 H_1 没有得到支持。

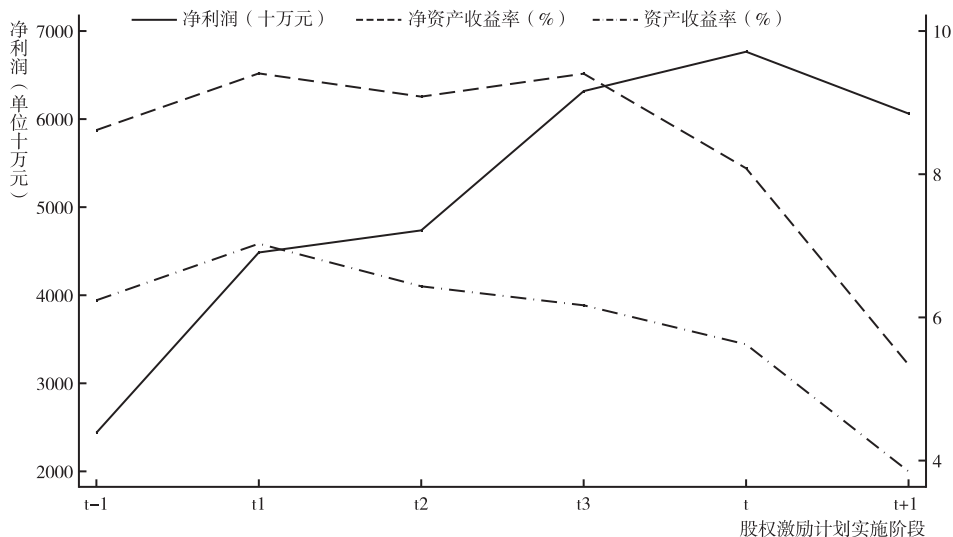


图1 股权激励计划实施各阶段的公司业绩表现

资料来源:作者整理

表3 传统盈余管理分析

变量	DA (1)	DA_CFO (2)	DA_Prod (3)	DA_DisExp (4)
Dum0	-0.003 (-0.66)	0.001 (0.16)	-0.001 (-0.09)	0.010** (2.13)
Dum1	-0.005 (-1.14)	0.000 (0.04)	-0.010 (-1.13)	0.003 (0.49)
ROA	0.055** (2.52)	0.466*** (20.59)	-0.895*** (-21.55)	0.313*** (12.16)
常数项	1.696 (1.33)	0.322 (0.25)	-1.349 (-0.56)	8.327*** (5.57)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业和年份固定效应	控制	控制	控制	控制
观察数	12465	12465	12465	12465
R ²	0.040	0.072	0.074	0.043

注:括号内数值为t统计值;***代表p<0.01,**代表p<0.05,*代表p<0.1,下同

资料来源:作者整理

3. 并购活动对公司收益的影响

近年来我国上市公司并购活动频繁。表4给出了实施股权激励的公司与未实施股权激励的公司每年并购活动数量的统计情况。如表4所示,公司在股权激励计划实施期间,每年平均并购大约六家公司,远大于未实施股权激励公司每年的3.5家。黄速建和令狐谔(2003)^[24]指出,从长期绩效来看,有统计数据表明,我国企业并购成功率不超过20%。公司在相当短的时间

里,如此频繁地进行并购活动的目的可能不只是为了使其并购的企业与公司产生协同效应。在市场竞争激励的环境中,高管想通过自身努力,扩大公司产品市场份额,提升企业竞争力不是一蹴而就之事,往往需要2~3年,甚至更长的时间才能初见成效。然而股权激励计划公告当年或第二年一般就是业绩评估期第一年,因此对于高管来说,通过自身努力来提高公司业绩是有风险的,而最直接快捷提升公司收益的方法除了传统的盈余管理手段之外就是购买利润。由此,公司在股权激励计划实施期间,频繁地进行并购活动的目的可能就是为了能够获取被并购企业的利润。

表4 并购次数统计分析

并购次数变量	观察值个数	均值	标准差	最小值	最大值
未实施股权激励的公司					
并购公司数量	13002	3.503	8.820	0	253
实施股权激励的公司					
并购公司数量	5152	5.288	12.70	0	270
公司在股权激励计划实施期间					
并购公司数量	2856	6.044	14.18	0	270

资料来源:作者整理

本文以2010—2017年A股上市公司为研究对象,将公司净利润(NI)和资产收益率(ROA)作为被解释变量,检验在股权激励计划实施各阶段,公司并购次数对该公司收益的影响。净资产收益率(ROE)和资产收益率(ROA)均代表公司的盈利能力,然而净资产收益率(ROE)容易被操纵。为了更准确地反映公司的盈利能力,本文选取资产收益率(ROA)作为公司盈利能力的代理变量。

检验结果如表5所示。 $Dum0$ 、 $Dum1$ 和 $Dum2$ 均为虚拟变量,当上市公司在样本期间实施了股权激励计划, $Dum0$ 取值为1,否则为0。 $Dum1$ 和 $Dum2$ 是模型(1)和模型(2)主要的解释变量,分别代表股权激励计划实施期间和之后两个阶段。可以看出,在股权激励计划实施期间,公司净利润(NI)和资产收益率(ROA)均有显著提升,模型(1)和模型(2)中 $Dum1$ 的系数分别在1%的显著性水平下,显著为1,922.510和1.137;之后,业绩发生大幅反转,业绩回到了股权激励计划实施前的水平,甚至比之前的水平更低。在模型(1)和模型(2)中 $Dum2$ 的系数分别不显著为563.404和显著为-0.619。

模型(3)和模型(4)的结果是在股权激励计划实施期间及完成后,公司并购次数对其收益的影响。 Num_Buy 表示公司每年的并购次数。交乘项 $Dum1 \times Num_Buy$ 与 $Dum2 \times Num_Buy$ 的系数值分别表示在股权激励计划实施期间以及计划实施完成后,公司并购次数对公司净利润(NI)和资产收益率(ROA)的边际影响程度。在模型(3)中, $Dum1$ 的系数显著为1535.627,交乘项 $Dum1 \times Num_Buy$ 的系数在10%的显著性水平下显著为67.483。这个数值既有统计显著性,又具有经济显著性,代表了公司在股权激励计划实施期间,每并购一次,公司边际净利润增加674.83万元。由此看出,在股权激励计划实施期间,高管一方面可能确实会通过努力工作来实现公司利润的增长;另一方面,也会通过并购活动来增加公司利润;交乘项 $Dum2 \times Num_Buy$ 的系数显著为-117.471,说明在股权激励计划实施完成后,公司高管不再通过并购活动来操纵利润。在模型(4)中, $Dum1 \times Num_Buy$ 的系数显著为-0.024,说明在股权激励计划实施期间,并购活动虽然增加了公司利润的绝对值,但是未能增强公司的盈利能力,验证了本文的假设 H_2 。

表 5 并购活动对公司收益的影响(全样本回归分析)

变量	NI (1)	ROA (2)	NI (3)	ROA (4)
<i>Dum0</i>	-937.157* (-1.69)	-0.051 (-0.35)	-915.476** (-1.49)	-0.070 (-0.44)
<i>Dum1</i>	1922.510*** (2.97)	1.137*** (6.59)	1535.627** (2.09)	1.521*** (8.06)
<i>Dum2</i>	563.404 (0.47)	-0.619* (-1.95)	1617.501 (1.20)	-0.226 (-0.65)
<i>Num_Buy</i>			-48.168** (-2.24)	0.033*** (5.99)
<i>Dum1 × Num_Buy</i>			67.483* (1.95)	-0.024*** (-2.73)
<i>Dum2 × Num_Buy</i>			-117.471* (-1.72)	-0.017 (-0.98)
常数项	1108724.210*** (7.33)	719.963*** (17.84)	1172074.145*** (7.15)	829.198*** (19.65)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业和年份固定效应	控制	控制	控制	控制
观察数	15711	15711	14406	14406
R ²	0.709	0.289	0.713	0.285

资料来源:作者整理

股权激励计划实施期间的并购活动对公司未来的净利润是否仍然有正向影响呢?本文以在样本期间实施了股权激励计划的上市公司为研究对象,检验公司在股权激励计划实施期间的并购活动对其未来净利润的贡献。如表6所示,被解释变量为公司净利润;在模型(1)~模型(4)中,本文在解释变量中加入了 *Dum1 × Num_Buy* 交乘项的滞后一期至滞后四期项。由于股权激励计划实施完成后的数据量相对比较少,因此表6中 *Dum2 × Num_Buy* 交乘项只滞后两期。如表6所示,模型(1)中 *Dum1 × Num_Buy* 交乘项的系数值显著为30.800,而 *Dum1 × Num_Buy. -1* 的系数值不显著为-13.173,说明在股权激励计划实施期间,并购活动对公司当期净利润有显著正向贡献,但是对下一期利润贡献不显著。模型(2)给出了相似的结论。从表6的四个模型可以看出,在股权激励计划实施期间,并购活动对公司未来三年净利润的贡献均不显著,对第四年净利润的贡献显著为负, *Dum1 × Num_Buy. -4* 的系数值显著为-143.182。这一结论验证了在股权激励计划实施期间,并购活动对公司未来的企业价值提升无显著贡献,甚至可能贡献为负。模型(1)~模型(4) *Dum1 × Num_Buy* 交乘项的系数值的t统计值逐渐减少, *Dum1 × Num_Buy* 交乘项的系数值从显著为正到不显著为正,其原因可能是由于用于回归分析的数据量变少了。 *Dum1 × Num_Buy. -2* 和 *Dum1 × Num_Buy. -3* 的系数值在各模型中虽然均为正,但是其括号里的t统计量均不大于0.9,而且不服从逐渐减小的规律,因此数值不显著的原因跟数据量减少没有关系。由此可以判断,在股权激励计划实施期间,公司的并购活动对该公司未来第二年和第三年的净利润没有贡献。

从上述分析可以发现,当我国股权激励计划的实施进入比较成熟阶段的时候,公司高管已经不

会通过备受关注的传统的四种盈余管理方法去操纵盈余,而是通过更隐蔽的方式,即通过频繁地并购当期有利润的企业来提高公司利润。

表 6 并购活动对公司未来净利润的影响(激励公司样本)

变量	滞后 1 期 (1)	滞后 2 期 (2)	滞后 3 期 (3)	滞后 4 期 (4)
<i>Dum1</i>	646.222* (1.83)	560.797 (1.43)	1190.062*** (2.64)	1432.452** (2.39)
<i>Dum2</i>	368.691 (0.62)	353.735 (0.58)	1211.521* (1.91)	1489.152** (1.97)
<i>Dum1</i> × <i>Num_Buy</i>	30.800** (2.36)	30.863** (2.35)	19.425 (1.36)	16.873 (1.05)
<i>Dum2</i> × <i>Num_Buy</i>	-151.991*** (-5.40)	-153.966*** (-5.51)	-156.585*** (-5.64)	-123.258*** (-4.12)
<i>Dum1</i> × <i>Num_Buy</i> . -1 (滞后 1 期)	-13.173 (-0.84)	-19.939 (-1.08)	-20.838 (-1.13)	-9.844 (-0.50)
<i>Dum2</i> × <i>Num_Buy</i> . -1 (滞后 1 期)	-50.792 (-1.06)	-67.806 (-1.44)	-65.096 (-1.43)	-35.417 (-0.74)
<i>Dum1</i> × <i>Num_Buy</i> . -2 (滞后 2 期)		16.878 (0.69)	14.216 (0.57)	23.559 (0.86)
<i>Dum2</i> × <i>Num_Buy</i> . -2 (滞后 2 期)		86.367 (1.26)	81.560 (1.22)	96.427 (1.37)
<i>Dum1</i> × <i>Num_Buy</i> . -3 (滞后 3 期)			6.610 (0.22)	18.559 (0.56)
<i>Dum1</i> × <i>Num_Buy</i> . -4 (滞后 4 期)				-143.182*** (-3.00)
常数项	325630.429* (1.88)	141256.577 (0.68)	-97995.227 (-0.37)	-356240.513 (-0.92)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业和年份固定效应	控制	控制	控制	控制
观察数	3450	2838	2270	1741
R ²	0.884	0.903	0.921	0.925

资料来源:作者整理

五、稳健性检验

1. 并购活动对公司收益影响的 DID 检验

为了解决内生性问题,本文构建了一对实验组和控制组。在股权激励计划实施前一年,本文根据年份、行业以及规模,将实施了股权激励的公司与未提出股权激励计划的公司进行 1:1 匹配,手

工整理得到实验组和控制组。并且赋予实验组与控制组相同的计划实施的各个阶段。实验组与控制组并购活动对公司净利润影响的 DID 检验结果如表 7 所示。模型 (1) 中的重要解释变量为 $Dum0$ 和 $Dum1$ 的交乘项。在模型 (2) 中,重要的解释变量为 $Dum0 \times Dum1 \times Num_Buy$ 和 $Dum0 \times Dum2 \times Num_Buy$ 。结果显示,在模型 (1) 中 $Dum0 \times Dum1$ 的系数在 5% 的显著性水平下显著为 1168.700,说明股权激励计划确实对提高公司净利润有积极的作用。然而在模型 (2) 中, $Dum0 \times Dum1$ 的系数不显著为 727.417,但是 $Dum0 \times Dum1 \times Num_Buy$ 的系数显著为 103.119,而 $Dum0 \times Dum2 \times Num_Buy$ 的系数显著为 -169.644,说明在股权激励计划实施期间,公司会通过频繁的并购活动来提高公司净利润;股权激励计划完成后,公司不再关注被并购企业的当期利润。这些结论验证了主检验结论的稳健性。

表 7 实验组与控制组并购活动对公司净利润的影响(DID 检验)

变量	NI (1)	NI (2)
$Dum0$	-565.778 (-1.36)	-640.259 (-1.55)
$Dum1$	241.896 (0.60)	602.901 (1.43)
$Dum2$	-247.441 (-0.33)	-180.550 (-0.22)
$Dum0 \times Dum1$	1168.700 ** (2.32)	727.417 (1.39)
$Dum0 \times Dum2$	678.236 (0.70)	2188.520 ** (2.10)
Num_Buy		50.950 * (1.95)
$Dum1 \times Num_Buy$		-110.667 *** (-2.76)
$Dum2 \times Num_Buy$		-17.109 (-0.20)
$Dum0 \times Dum1 \times Num_Buy$		103.119 *** (3.15)
$Dum0 \times Dum2 \times Num_Buy$		-169.644 ** (-1.98)
常数项	544971.446 *** (3.54)	581290.313 *** (3.79)
控制变量	控制	控制
行业和年份固定效应	控制	控制
观察数	3010	3010
R ²	0.473	0.480

资料来源:作者整理

2. 用归属于上市公司股东的净利润来代替公司净利润

在股权激励计划中,净利润绩效目标一般按照归属于上市公司股东的净利润来计算,而上述及之后的所有检验中采用的公司净利润指标均为上市公司合并财务报表中的净利润,该利润包括抵消了集团内部往来账项后的上市公司及旗下所有子公司的净利润。因此有必要对股权激励计划实施各阶段的并购活动对归属于上市公司净利润的影响进行分析。分析结果如表 8 所示。本文发现,表 8 的结果跟主检验结果相似,证明了主检验结论的稳健性。模型(1)中的主要因变量 $Dum1$ 的系数显著为 1811.293;模型(2)中 $Dum1$ 的系数也显著为 1458.829,该值明显小于模型(1)中的数值。模型(2)中的重要解释变量 $Dum1 \times Num_Buy$ 的系数显著为 60.352。这个数值既具有统计显著性,又具有经济显著性。

表 8 并购活动对归属于上市公司净利润的影响(全样本回归分析)

变量	归属于上市公司股东的净利润 (1)	归属于上市公司股东的净利润 (2)
$Dum0$	-960.121* (-1.84)	-951.006 (-1.64)
$Dum1$	1811.293*** (2.97)	1458.829** (2.11)
$Dum2$	687.744 (0.61)	1555.638 (1.22)
Num_Buy		-35.667* (-1.76)
$Dum1 \times Num_Buy$		60.352* (1.85)
$Dum2 \times Num_Buy$		-97.464 (-1.52)
常数项	1012739.273*** (7.10)	1073054.294*** (6.93)
控制变量	控制	控制
行业和年份固定效应	控制	控制
观察数	15,711	14,406
R^2	0.663	0.666

资料来源:作者整理

六、进一步检验

1. 高管持股比例研究——影响机制检验

《管理办法》规定单独或合计持有上市公司 5% 以上股份的股东或实际控制人及其配偶、父母、子女不得成为激励对象。高管是公司内部的管理人和重要决策者,对公司的各类重要决策都会积极参与,他们对并购剥离行为及其目的都十分了解。由于《管理办法》对股权激励对象的限制,导致持股比例较高的高管不能成为激励对象,如果这些高管所在公司实施股权激励计划,

那么这些高管势必会对公司的投资决策进行有效监督,从而提高企业并购活动质量。因此本文将全样本分为高管持股比例之和大于等于 20% 的上市公司和高管持股比例之和小于 20% 的上市公司两组,分别对在这两组样本检验并购活动对公司净利润的影响。本文选择 20% 作为分组标准的原因是为了确保在高管持股比例之和较大的那一组中,至少有 1~2 名高管持股比例大于 5%。

(1) 回归分析。如表 9 所示,在模型(1)和模型(2)中,被解释变量均为公司净利润(NI),重要解释变量为 $Dum1 \times Num_Buy$ 。模型(1)中 $Dum1$ 的系数显著为 294.847, $Dum2$ 的系数显著为 1218.766,说明高管持股比例较高时,股权激励能够在一定程度上激励高管努力工作,从而在股权激励计划实施期间以及计划完成后,公司平均业绩都显著高于计划实施前的水平。模型(1)中的 $Dum1 \times Num_Buy$ 和 $Dum2 \times Num_Buy$ 的系数分别不显著为 12.437 和 11.399,说明相比股权激励计划实施前,在股权激励计划实施期间,高管持股比例较高的公司不会更专注于通过并购活动来操纵公司利润。在模型(2)中 $Dum1$ 的系数显著为 1518.224,而 $Dum2$ 的系数不显著为 1426.735; $Dum1 \times Num_Buy$ 的系数显著为正,其值为 71.402; $Dum2 \times Num_Buy$ 不显著为负。这些结果验证了当每位高管都可能成为激励对象时,股权激励会诱使他们通过并购活动来操纵公司利润。

表 9 高管持股对公司并购活动的影响

变量	高管持股比例之和大于等于 20% (1)	高管持股比例之和小于 20% (2)
$Dum0$	-16.792 (-0.13)	-949.081 (-1.31)
$Dum1$	294.847* (1.95)	1518.224* (1.75)
$Dum2$	1218.766*** (3.65)	1426.735 (0.92)
Num_Buy	49.374*** (4.62)	-50.150** (-2.18)
$Dum1 \times Num_Buy$	12.437 (0.84)	71.402* (1.91)
$Dum2 \times Num_Buy$	11.399 (0.36)	-112.688 (-1.54)
常数项	-3417.395 (-0.07)	1314319.000*** (7.24)
控制变量	控制	控制
行业和年份固定效应	控制	控制
观察数	1545	12861
R^2	0.626	0.716

资料来源:作者整理

(2) 高管持股对公司并购次数的影响。本文比较了高管持股比例之和大于等于 20% 的公司与高管持股比例之和小于 20% 的公司,在股权激励计划实施各阶段的并购次数情况。如表 10 所示,

高管持股比例高的组在股权激励计划实施前及期间并购次数均显著小于高管持股比例低的组的次数,说明高管持股比例高的组对并购决策相对谨慎。

表 10 高管持股对公司并购次数的影响(t 检验)

样本期间分类	高管持股比例之和大于等于 20%			高管持股比例之和小于 20%			平均值之差
	观测值个数	平均值	标准差	观测值个数	平均值	标准差	
股权激励计划实施前	469	2.369	3.090	1432	3.932	9.597	-1.563***
股权激励计划实施期间	617	4.562	7.962	2239	6.452	15.430	-1.890***
股权激励计划实施完成后	58	5.000	8.126	327	8.820	17.910	-3.820

资料来源:作者整理

(3)被并购的企业在短期内被剥离情况对比。本文也比较了高管持股比例之和大于等于 20% 的公司与高管持股比例之和小于 20% 的公司,在股权激励计划实施各阶段,并购的企业短期内被剥离的情况。如表 11 所示,高管持股比例高的组在激励计划实施前、期间并购的企业在 1~3 年内被剥离的数量显著小于高管持股比例低的组。说明高管持股比例高的组并购的企业质量相对于另一组的更高。这些结论进一步证实了,没有受到有效监督的高管,在被授予股权后,他们会通过频繁的并购活动来增加公司利润,使其达到股权激励计划中规定的目标值。

表 11 被并购的企业在短期内被剥离情况(t 检验)

样本期间分类	高管持股比例之和大于等于 20%			高管持股比例之和小于 20%			平均值之差
	观测值个数	平均值	标准差	观测值个数	平均值	标准差	
新增参股公司一年内被剥离的数量							
股权激励计划实施前	361	0.515	1.131	1035	1.323	4.770	-0.808***
股权激励计划实施期间	510	1.182	3.046	1876	1.594	5.086	-0.412*
股权激励计划实施完成后	51	0.941	1.964	278	2.457	7.044	-1.516
新增参股公司两年内被剥离的数量							
股权激励计划实施前	361	0.765	1.452	1035	1.861	5.625	-1.096***
股权激励计划实施期间	510	1.800	4.315	1876	2.448	7.825	-0.648*
股权激励计划实施完成后	51	1.392	2.801	278	3.432	8.181	-2.040*
新增参股公司三年内被剥离的数量							
股权激励计划实施前	361	1.011	1.815	1035	2.140	6.076	-1.129***
股权激励计划实施期间	390	2.067	5.011	1404	2.652	9.080	-0.585
股权激励计划实施完成后	29	2.207	3.959	165	4.794	10.530	-2.587

资料来源:作者整理

2. 产权性质研究

傅颀等(2014)^[25]研究发现,国有控股公司相较于民营控股公司更可能发动大规模并购活动,以扩大企业规模,从而大幅度提升管理层薪酬。因此本文推测国有企业在股权激励计划实施期间,相对于非国有企业更可能通过频繁的并购活动来提升公司利润。

(1)回归分析。在表 12 中,被解释变量均为公司净利润。国有企业样本包括在样本期间实施了股权激励计划的国有企业和未实施股权激励计划的国有企业,非国有企业样本包括在样本期间实施了股权激励计划的非国有企业和未实施股权激励计划的非国有企业。模型(1)的回归分析显

示,在股权激励计划实施期间,国有企业并购次数不会显著增加该公司净利润, $Dum1 \times Num_Buy$ 的系数不显著为 81.377;模型(2)回归分析结果表明,在股权激励计划实施期间,非国有企业并购次数能够显著增加公司净利润, $Dum1 \times Num_Buy$ 的系数显著为 26.394。尽管如此,当本文仅用实施了股权激励计划的国有企业和非国有企业样本进行回归分析后发现,国有企业相较于非国有企业,在股权激励期间发生的并购次数更能显著增加公司净利润。在模型(3)中, $SOE \times Dum1 \times Num_Buy$ 的系数显著为 93.906。说明国有企业在股权激励计划实施期间,确实相较于非国有企业更关注被并购企业的当期利润。

表 12 产权性质对公司并购活动的影响

变量	国有企业 (1)	非国有企业 (2)	激励公司 (3)
<i>Dum0</i>	-1898.898 (-0.77)	-216.034 (-1.37)	
<i>Dum1</i>	3577.017 (1.06)	718.793*** (3.87)	795.437** (2.43)
<i>Dum2</i>	-1537.861 (-0.30)	1452.632*** (4.20)	468.056 (0.83)
<i>Num_Buy</i>	-18.257 (-0.42)	-12.450* (-1.65)	29.627 (1.31)
<i>SOE</i>			-184.628 (-0.39)
$Dum1 \times Num_Buy$	81.377 (0.69)	26.394*** (2.64)	-18.108 (-0.72)
$Dum2 \times Num_Buy$	421.198 (1.30)	-202.877*** (-11.61)	-234.881*** (-6.95)
$SOE \times Dum1 \times Num_Buy$			93.906*** (3.34)
$SOE \times Dum2 \times Num_Buy$			477.455*** (5.75)
常数项	2090074.353*** (5.98)	278953.044*** (5.21)	437135.544*** (3.15)
控制变量	控制	控制	控制
行业和年份固定效应	控制	控制	控制
观察数	6182	8224	4084
R ²	0.728	0.528	0.879

资料来源:作者整理

(2)t 检验。表 13 比较了国有企业与非国有企业在股权激励计划实施各阶段的并购企业剥离情况。如表 13 所示,在股权激励计划实施期间,国有企业并购次数显著高于非国有企业;然而在股权激励计划实施前,以及完成后二者无显著差异。并且国有企业在股权激励计划实施期间并购的公司在 1~3 年内被剥离的数量显著大于非国有企业;但是在股权激励计划实施前,以及完成后二者无显著差异。说明国有企业相对于非国有企业在股权激励计划实施期间,并购质量更差,其并购目的主要是为了获取被并购企业的利润。

表 13 国有企业与非国有企业并购剥离次数情况(t 检验)

样本期间分类	国有企业			非国有企业			平均值之差
	观测值个数	平均值	标准差	观测值个数	平均值	标准差	
并购数量							
股权激励计划实施前	178	4.253	8.339	1685	3.471	8.434	0.782
股权激励计划实施期间	209	9.622	19.650	2522	5.705	13.620	3.917***
股权激励计划实施完成后	50	5.040	13.270	324	8.157	16.470	-3.117
新增参股公司一年内被剥离的数量							
股权激励计划实施前	122	1.115	2.311	1249	1.094	4.180	0.021
股权激励计划实施期间	169	3.160	11.450	2110	1.352	3.726	1.808***
股权激励计划实施完成后	36	1.500	2.444	282	1.908	5.378	-0.408
新增参股公司两年内被剥离的数量							
股权激励计划实施前	122	1.926	4.023	1249	1.528	4.914	0.398
股权激励计划实施期间	169	3.805	9.339	2110	2.157	6.968	1.648***
股权激励计划实施完成后	36	2.000	3.144	282	2.787	6.295	-0.787
新增参股公司三年内被剥离的数量							
股权激励计划实施前	122	2.057	4.133	1249	1.805	5.322	0.252
股权激励计划实施期间	140	4.121	7.773	1586	2.358	8.488	1.763**
股权激励计划实施完成后	27	4.000	8.784	161	3.708	7.548	-0.292

资料来源:作者整理

3. 机构投资者持股研究

机构投资者有专业的团队,有处理信息和收集信息的能力与动机,对管理层的行为和决策有监督作用(姚颐和刘志远,2009^[26];梅洁和张明泽,2016^[27])。那么机构投资者能否监管上市公司的并购行为呢?本文将全样本分为机构投资者持股比例大于等于10%的组和小于10%的组,以及大于等于20%的组和小于20%的组,检验机构投资者持股对公司并购活动的影响。

(1)回归分析。如表14所示,被解释变量均为公司净利润,重要的解释变量为 $Dum1 \times Num_Buy$ 。在模型(1)和模型(3)中, $Dum1 \times Num_Buy$ 的系数值均显著大于0,分别为71.488和88.933;而在模型(2)和模型(4)中 $Dum1 \times Num_Buy$ 的系数值均小于0,分别为-369.270和-397.034。这些结果说明,机构持股比例较高的公司在股权激励计划实施期间更专注于并购当期有利润企业。

表 14 机构持股对公司并购活动的影响

变量	机构持股比例 大于等于10% (1)	机构持股比例 小于10% (2)	机构持股比例 大于等于20% (3)	机构持股比例 小于20% (4)
$Dum0$	-832.342 (-1.38)	-251.739 (-0.12)	-986.958 (-1.44)	1640.601 (0.80)
$Dum1$	1424.425** (1.97)	4173.264 (1.59)	1447.366* (1.75)	5290.238** (2.13)

续表 14

变量	机构持股比例 大于等于 10% (1)	机构持股比例 小于 10% (2)	机构持股比例 大于等于 20% (3)	机构持股比例 小于 20% (4)
<i>Dum2</i>	1301.067 (0.94)	-3738.036 (-0.67)	1117.114 (0.71)	5017.781 (0.97)
<i>Num_Buy</i>	-67.010 *** (-3.11)	647.434 *** (5.18)	-76.002 *** (-3.19)	437.475 *** (4.02)
<i>Dum1 × Num_Buy</i>	71.488 ** (2.07)	-369.270 (-1.24)	88.933 ** (2.20)	-397.034 *** (-2.69)
<i>Dum2 × Num_Buy</i>	-119.120 * (-1.74)	408.503 (0.72)	-114.238 (-1.54)	-72.935 (-0.15)
常数项	1190697.840 *** (7.47)	1237458.767 * (1.70)	1312116.330 *** (7.43)	449780.452 (0.64)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业和年份固定效应	控制	控制	控制	控制
观察数	14755	1777	13195	3337
R ²	0.711	0.611	0.712	0.631

资料来源:作者整理

(2)t 检验。在股权激励计划实施各阶段,机构持股对公司并购剥离活动影响的 t 检验结果如表 15 所示。由于机构持股比例小于等于 10% 的数据量较小,因此本文根据机构持股比例小于等于 20% 和大于 20% 来分组。研究数据显示,在股权激励计划实施期间,机构持股比例大于等于 20% 的公司,其并购次数显著大于机构持股比例小于 20% 的公司。机构持股比例较高的公司在激励计划实施期间并购的企业在一年内被剥离的数量显著大于机构持股比例较低的公司。说明了机构投资者对公司的并购意图没有识别能力。

表 15 机构持股对公司并购剥离次数影响(t 检验)

样本期间分类	机构持股比例大于等于 20%			机构持股比例小于 20%			平均值之差
	观测值个数	平均值	标准差	观测值个数	平均值	标准差	
并购数量							
股权激励计划实施前	988	4.483	9.032	538	2.812	9.627	1.671 ***
股权激励计划实施期间	1739	6.906	15.320	790	5.072	13.800	1.834 ***
股权激励计划实施完成后	255	8.729	18.670	107	7.692	13.590	1.037
新增参股公司一年内被剥离的数量							
股权激励计划实施前	760	1.449	5.211	385	0.797	2.657	0.652 **
股权激励计划实施期间	1470	1.731	5.545	645	1.257	3.218	0.474 **
股权激励计划实施完成后	217	2.074	5.691	92	2.826	8.715	-0.752

续表 15

样本期间分类	机构持股比例大于等于 20%			机构持股比例小于 20%			平均值之差
	观测值个数	平均值	标准差	观测值个数	平均值	标准差	
新增参股公司两年内被剥离的数量							
股权激励计划实施前	760	1.983	5.966	385	1.203	3.837	0.780 **
股权激励计划实施期间	1470	2.541	6.826	645	2.257	9.172	0.284
股权激励计划实施完成后	217	3.074	6.846	92	3.543	9.854	-0.469
新增参股公司三年内被剥离的数量							
股权激励计划实施前	760	2.274	6.206	385	1.517	4.883	0.757 **
股权激励计划实施期间	1114	2.490	5.063	449	3.069	14.480	-0.579
股权激励计划实施完成后	130	4.069	8.465	49	6.082	13.850	-2.013

资料来源:作者整理

七、总 结

公司实施股权激励计划的初衷是为了使高管的利益与股东利益趋同,从而减少委托代理问题。然而在我国《管理办法》正式实施初期,学者们发现股权激励计划会诱使高管通过传统的四种盈余管理方法操纵盈余。随着学术界和业界对传统盈余管理手段的广泛认识与关注,高管们开始转向更加隐秘的盈余操纵手段——通过频繁的并购活动来增加公司短期利润。本文发现,在股权激励计划实施期间,公司进行了更多的并购活动。当本文把实施了股权激励计划的公司每年的并购次数与其年度收益进行回归分析后发现,在股权激励计划实施期间,公司的并购次数与当期净利润呈显著的正相关关系,与公司未来 1~3 年的净利润没有显著的正向关系,与未来第四年的净利润呈显著的负向关系;在激励计划实施完成后,公司的并购次数与当期净利润呈显著的负相关关系。这些结论说明,公司高管在股权激励计划实施期间依靠并购活动来增加该公司的当期净利润。

上述情况的发生主要是由于我国上市公司股权激励计划具有短期性质。如果能消除这些短期性质,那么我国上市公司的股权激励计划可能会更有效地激励高管努力工作。就如何消除股权激励计划的短期性质,本文给出以下几点建议:①对高管股权授予权进行业绩限制。即公司必须到达规定的业绩目标,高管才能被授予股权。目前我国股权激励计划只对行使权和解锁权进行了严格的业绩限制。②将独立的每年业绩目标换成三年期及以上的整体业绩目标。比如,如果三年内公司净利润之和相较于基准年度增长了 80% 及以上,三年后高管才能一次性被授予一定数量的股权。③高管被授予股权后,有两年及以上的限售期。④限售期结束后,高管可以在接下来的各年度解锁或者行权部分股权。上述建议的基本思想是将股权激励有效期延长,以消除高管的投机心理。

本研究考察了上市公司在股权激励计划实施期间和计划实施完成后的业绩表现,审视了股权激励计划作为长期激励的效果,深入分析了上市公司在股权激励计划实施期间进行频繁并购活动的真实动机,考察了被并购企业在短时间内被剥离的情况,这些内容丰富了以往对股权激励、盈余管理以及并购剥离活动的研究,对监管部门有效监管上市公司并购剥离活动,以及投资者考察上市公司经营发展情况具有一定的参考价值。

参考文献

- [1] Hanlon, M. , S. Rajgopal, and T. Shevlin. Are Executive Stock Options Associated with Future Earnings[J]. Journal of Accounting and Economics, 2003, 36, (1 - 3) :3 - 43.
- [2] Bettis, C. , J. Bizjak, J. Coles, and S. Kalpathy. Stock and Option Grants with Performance-based Vesting Provisions[J]. Review of Financial Studies, 2010, 23, (10) :3849 - 3888.
- [3] Kuang, Y. F. Performance-vested Stock Options and Earnings Management[J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2008, 35, (9 - 10) :1049 - 1078.
- [4] Bergstresser, D. , and T. Philippon. CEO Incentives and Earnings Management[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 80, (3) : 511 - 529.
- [5] Cheng, Q. , and T. D. Warfield. Equity Incentives and Earnings Management [J]. The Accounting Review, 2005, 80, (2) : 441 - 476.
- [6] 谢振莲, 吕聪慧. 管理层股权激励对盈余管理的影响研究[J]. 北京: 财政研究, 2011, (6) :58 - 61.
- [7] 肖淑芳, 张晨宇, 张超, 轩然. 股权激励计划公告前的盈余管理——来自中国上市公司的经验证据[J]. 天津: 南开管理评论, 2009, (4) :113 - 119.
- [8] 林大庞, 苏冬蔚. 股权激励与公司业绩——基于盈余管理视角的新研究[J]. 北京: 金融研究, 2011, (9) :162 - 177.
- [9] 王妹勋, 董艳. 期权激励与企业并购行为[J]. 北京: 金融研究, 2020, (3) :169 - 188.
- [10] Jensen, M. C. , and W. H. Meckling. Theory of the Firm; Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3, (4) :305 - 360.
- [11] Hall, B. J. , and J. B. Liebman. Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats? [J]. The Quarterly Journal of Economics, 1998, 113, (3) :653 - 691.
- [12] Gao, P. , and R. E. Shrieves. Earnings Management and Executive Compensation: A Case of Overdose of Option and Underdose of Salary? [J]. SSRN Electronic Journal, 2002, DOI:10. 2139/ssrn. 302843.
- [13] Roychowdhury, S. Earnings Management Through Real Activities Manipulation[J]. Journal of Accounting & Economics, 2006, 42, (3) :335 - 370.
- [14] Zang, A. Y. Evidence on the Trade-off between Real Activities Manipulation and Accrual-Based Earnings Management[J]. The Accounting Review, 2012, 87, (2) :675 - 703.
- [15] Cohen, D. A. , and D. T. Z. Lys. Real and Accrual-Based Earnings Management in the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Periods[J]. The Accounting Review, 2008, 83, (3) :757 - 787.
- [16] Bizjak, J. M. , J. A. Brickley, and J. L. Coles. Stock-based Incentive Compensation and Investment Behavior [J]. Journal of Accounting and Economics, 1993, 16, (3) :349 - 372.
- [17] 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]. 上海: 财经研究, 2013, (4) : 101 - 110.
- [18] 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]. 北京: 经济学(季刊), 2007, (4) :169 - 184.
- [19] 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]. 上海: 财经研究, 2007, (12) : 103 - 113.
- [20] Hribar, P. , and Y. Grinstein. CEO Compensation and Incentives: Evidence from M&A Bonuses [J]. Journal of Financial Economics, 2004, 73, (1) :119 - 143.
- [21] 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]. 北京: 经济研究, 2005, (1) : 95 - 105.
- [22] Dechow, P. M. , R. G. Sloan, and A. P. Sweeney. Detecting Earnings Management [J]. The Accounting Review, 1995, 70, (2) : 193 - 225.
- [23] 李燕萍, 孙红, 张银. 高管报酬激励、战略并购重组与公司绩效——来自中国 A 股上市公司的实证[J]. 北京: 管理世界, 2008, (12) :177 - 179.
- [24] 黄速建, 令狐谕. 并购后整合: 企业并购成败的关键因素[J]. 北京: 经济管理, 2003, (15) :6 - 13.
- [25] 傅頔, 汪洋耀, 路军. 管理层权力、高管薪酬变动与公司并购行为分析[J]. 北京: 会计研究, 2014, (11) :30 - 37.
- [26] 姚颐, 刘志远. 机构投资者具有监督作用吗? [J]. 北京: 金融研究, 2009, (6) :128 - 143.
- [27] 梅洁, 张明泽. 基金主导了机构投资者对上市公司盈余管理的治理作用? ——基于内生性视角的考察[J]. 北京: 会计研究, 2016, (4) :55 - 60.

Equity Incentive, M&A and Profit Manipulation

PAN Xing-yu, SHEN Yi-feng

(School of Management, Xiamen University, Xiamen, Fujian, 361005, China)

Abstract: Whether equity incentive can effectively alleviate the principal-agent problem of listed companies has been a topic of debate among scholars. This paper takes A-share listed companies from 2010 to 2017 as the research object, and takes China's equity incentive plans as the incentive to investigate the motivation of listed companies conducting mergers and acquisitions during the implementation of an equity incentive plan in China. This paper discusses the performance of companies implementing incentive plans during and after the implementation of incentive plans. It is found that the performance of a listed company with an equity incentive plan is excellent during the implementation of the plan, but after the completion of the plan, the performance of the company declines sharply and some performance indicators are even lower than those before the plan is implemented. During the implementation of an incentive plan, this paper does not find the existence of the four traditional earnings management methods; manipulating accounting profits, sales, production costs and discretionary expenses. After in-depth research, this paper finds that during the implementation of an incentive plan, a listed company with an incentive plan does more M&A activities. According to our regression analysis, we find that these companies can increase corporate profits through frequently merging and acquiring profitable enterprises, so as to reach the target value of earnings specified in the incentive plan. When conducting M&A activities, executives tend to pay attention to the current profit level of the acquired companies, but ignore their future development. It is found that M&A activities cannot boost these incentive companies' future earnings.

To testify if our conclusions are robust, we set up a control group and a treated group based on the size and industry of the company in the first year before implementing an equity incentive plan. The control group includes companies without an equity incentive plan during our sample period and the treated group includes companies with at least one equity incentive plan during our sample period. When we conduct a regression analysis in the two groups, we find that compared to the control group, the number of mergers and acquisitions in the treated group during the implementation of an equity incentive plan has a positive marginal contribution to corporate profits. We then change a different income index and repeat the main test, finding the same result. The conclusions in above tests prove that our conclusions in the main tests are stable.

Further research shows that such an irrational M&A behavior can be mitigated in companies with total holdings of senior executives greater than or equal to 20%. In companies with higher total holdings of senior executives, top managers are more cautious about merger and acquisition activities. In companies with total holdings of senior executives greater than or equal to 20%, the M&A activity and divestiture activity are less frequent than those in companies with total holdings of senior executives less than 20%. These happened because a top manager with ownership of his or her own listed company greater than or equal to 5% cannot become the equity incentive object in this company according to the administration rules of equity incentive plans. As a result, a top manager with ownership greater than or equal to 5% has the incentive to supervise other equity incentive objects and curb their irrational behaviors if there is an equity incentive plan in this listed company. This test also constitutes our mechanical test.

Compared to non-state-owned incentive companies, state-owned incentive companies carry out more frequent merger and divestiture activities during the implementation of an equity incentive plan, and a larger number of companies acquired during the implementation of a plan by incentive listed firms are spun off in a short time. Companies with a higher proportion of institutional investors pay more attention to the current profit level of the companies acquired during the implementation of equity incentive plan, and their merger, acquisition and divestiture activities are much more frequent than those activities in companies with low institutional ownership, which shows that institutional investors do not have the ability to identify the motivation of mergers and acquisitions in these incentive companies. This paper provides a theoretical basis for the regulatory authorities to effectively supervise the M&A activities of listed companies.

Key Words: equity incentive; mergers and acquisitions (M&A); profit manipulation

JEL Classification: G30, G34, G38

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2021.10.006

(责任编辑: 闫梅)