

摘要

近年来，并购次数和实施股权激励次数在不断地增多，公司并购能够为并购双方带来税收优惠、整合上下游资源以及跨越行业壁垒等诸多好处，成为了公司配置资源的重要方式。同时相较于日常经营而言，并购项目持续期限长、并购过程存在诸多不确定性。并购是一种高风险高收益的投资项目。实施管理层股权激励不仅能够增加管理层的报酬，还能够让其拥有公司股权，成为公司股东的一部分，弱化股东与管理层之间的委托代理问题，从而提高公司价值。我国上市公司实施股权激励是否能够降低代理成本，从而发起对公司价值有利的投资活动。通过并购事件为窗口，检验公司实施股权激励的作用机制以及对公司并购的影响。

实施股权激励的价值在于，一方面根据管理层薪酬决定理论实施股权激励使得管理层与公司的利益趋同，另一方面，根据管理层权利理论，管理层在并购过程中权利的扩大使得代理成本增加。本文基于管理者薪酬决定理论、管理层权利理论以及风险承担理论提出 3 个假设。为了验证相关假设，根据前人的相关研究，将关键解释变量细分为股权激励强度和是否实施股权激励两个指标，将被解释变量并购行为细分为并购决策和并购规模两个指标。同时从万得和国泰安数据库中选取了 2005 年—2021 年 A 股上市公司的相关数据，采用双向固定效应模型固定个体和年份效应，实证研究了授予管理层股权激励对公司并购的影响。研究结论可以概括为三个方面：一，股权激励能够提高公司发起并购的意愿和规模。二，有利的外部监督可以强化股权激励对并购行为的正向作用。三、股权激励提高并购的规模和意愿通过提高公司风险承担水平来实现。四、管理层的个人特征、公司产权性质等特征差异对股权激励效果具有重要影响。其中股权激励对企业并购行为的影响通过提高薪酬较高的、年龄较大管理层风险承担意愿，进而刺激公司从事更多的并购投资活动。相比于民企，国有企业实施股权激励的效果更加显著。根据相关研究结果，本文从完善公司监管和激励两部分提出相关建议。

关键词：股权激励；并购决策；并购规模

Abstract

The manager's compensation decision theory points out that the implementation of equity incentives by companies can promote the convergence of the interests of management and shareholders, weaken the problem of principal agency, and reduce agency costs. After the management is granted equity incentives, the realisation of the management's own interests needs to take the interests of the company as the starting point, work hard to pursue the interests of themselves and the company, and improve the value of the company. At the same time, compared with daily operation, the duration of M&A projects is long, and there are many uncertainties in the M&A process. Mergers and acquisitions are high-risk and high-yielding investment projects. At present, with the deepening reform of the capital market, can the implementation of equity incentives for listed companies in China reduce agency costs and launch investment activities that are beneficial to the value of the company? Through the merger and acquisition incident as a window, we can test the mechanism of the company's equity incentive and its impact on the company's mergers and acquisitions.

Company mergers and acquisitions can bring tax benefits to both mergers and acquisitions, integrate upstream and downstream resources, and cross industry barriers, and have become an important way for companies to allocate resources. Implementing management equity incentives can not only increase the property of management, but also make it the owner of the company, weaken the conflict of interest between shareholders and management, and encourage management to launch mergers and acquisition activities in favour of the company, thus improving the value of the company. This paper selects the relevant data of A-share listed companies from 2005 to 2021. Based on the manager's compensation decision theory, the impact of management equity incentives on company mergers and acquisitions is empirically studied. The research conclusions can be summarised into three aspects: First, equity incentives can improve the willingness and scale of companies to initiate mergers and acquisitions. Second, equity incentives to improve the scale and willingness of mergers and acquisitions mainly by weakening the principal-agent problem in corporate governance. III. Differences in characteristics such as the personal characteristics of management and the nature of the company's property rights have an important impact on the effect of equity

incentives, and the impact of equity incentives on the merger and acquisition behaviour of enterprises is more obvious in enterprises with relatively high salaries. At the same time, according to the relevant research results, this paper puts forward relevant suggestions from inside and outside the company.

Key words: Equity incentive; M&A inclination; Sale of M&A

目录

1.绪论	1
1.1 研究背景及意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究的目的.....	4
1.1.3 研究意义.....	5
1.3 研究思路和方法.....	5
1.3.1 研究思路.....	5
1.3.2 研究方法.....	6
1.4 研究的创新点与不足.....	7
1.4.1 研究的创新点.....	7
1.4.2 研究的不足.....	8
2.文献综述	9
2.1 国外研究成果.....	9
2.2 国内研究成果.....	10
2.3 文献评述.....	12
3.相关概念界定和理论基础	13
3.1 相关概念界定.....	13
3.1.1 股权激励概念及分类.....	13
3.1.2 并购的概念及分类.....	15
3.2 相关理论.....	16
3.2.1 委托代理理论.....	17
3.2.2 风险承担理论.....	18
3.2.3 最优契约理论.....	19
3.2.4 管理层权利理论.....	20
3.3 研究假设.....	21
4.研究假设及模型构建	23
4.1 变量选取和数据来源.....	23

4.1.1 样本选择	23
4.1.2 变量选取	23
4.2 模型构建	25
4.3 描述性统计	26
5.实证分析	28
5.1 回归结果及分析	28
5.2 机制分析	29
5.2.1 外部监督	29
5.2.2 风险承担水平	31
5.3 进一步分析	33
5.3.1 企业产权性质	33
5.3.2 管理层的平均年龄	35
5.3.3 货币薪酬	37
5.4 稳健性检验	39
5.4.1 Psm	39
5.4.2 替代变量	41
6.结论与对策建议	43
6.1 结论	43
6.2 对策建议	43
6.2.1 完善政策法规	44
6.2.2 完善资本市场	44
6.2.3 建立合理的股权激励条件	45
6.2.4 完善公司内部治理结构	46
6.2.5 合理安排股权激励的规模和强度	46
参考文献	48
致谢	53
在读期间科研成果目录	54

1.绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

在发展的过程中，每个公司需要经历不同的生长周期。当公司发展有一定阶段，出于逐利得动机，开始寻求外部扩张，通过横向并购或纵向并购获得规模经济和整合上下游资源，减小竞争压力和公司产品和服务的成本，增加公司利润。没有一家公司是完全依靠内生型增长成为大公司。由于疫情的影响，当前经济压力增大，不同的公司面临着合理配置资源、抢占市场、调整战略定位、降低公司成本的压力，并购活动不断增加。在资本市场不断完善的背景下，支持公司扩大投资成为政府、公司和学术界的热点问题。

根据数据统计，2005年至2020年A股市场发起并购活动的上市公司数量了迅速增加，期间2015-2017年稍有回落，但是并购的上市公司数量依旧处于较高位置，后公司陆续增加，2020年国内发起并购的上市公司数量达到1938家。

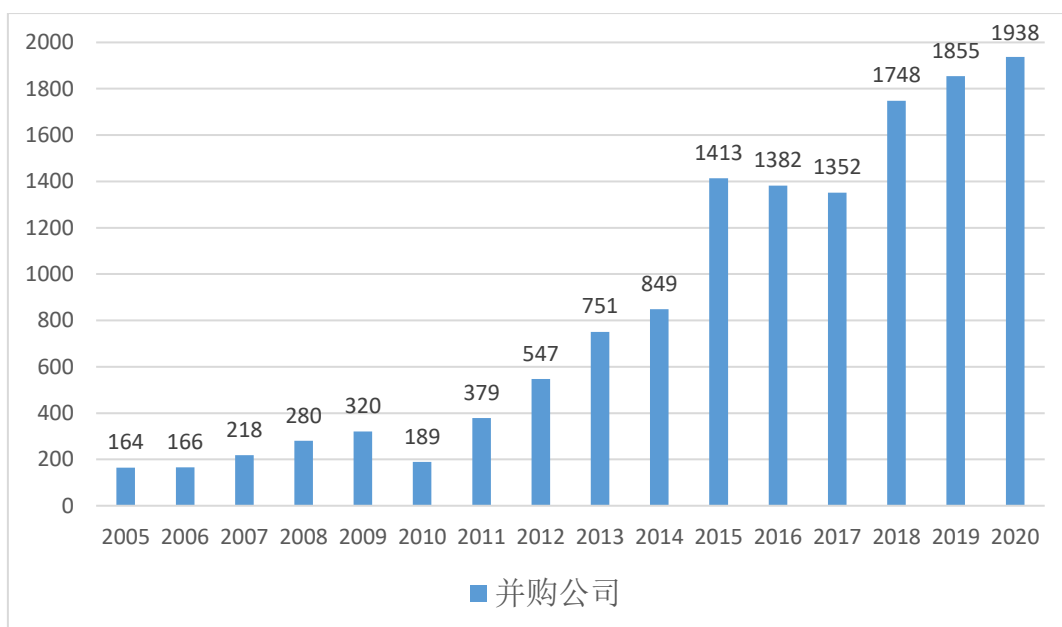


图 1-1 2010-2020 上市公司发起并购数量趋势

很长时间来，公司并购行为的研究受到专家学者得青睐，研究并购的影

响因素成为公司金融研究的重点话题。并购公司实现优势互补从而追求更高的市场地位和利润使得公司的并购交易越发频繁，并购成为了公司快速扩大规模、增加盈利的热门手段。同时，并购的风险大于公司正常经营活动。公司在风险与收益中不断衡量，随着并购的次数和规模逐年增长，专家和学者试图从不同的角度去解释公司为什么会发起并购，以及高管在并购活动中发挥的作用，并对这些问题展开长期的讨论和研究。

从经济学的角度出发，专家和学者认为公司发起并购主要是为了实现资源的协同。公司通过并购可以实现范围经济和规模效应，从而降低公司提供产品或劳务的单位成本，进而增加公司的剩余收益，同时也能形成一定的垄断地位，获取超额利润。

从公司金融角度出发，专家和学者认为公司发起并购主要是为了获得财务资源上的协同效应。公司通过并购可以实现调整资本结构，优化融资能力，降低资本成本等利益。适当的税务筹划可以为并购公司节约所得税支出，从而获得财务上的收益。

结合以上两种观点，公司发起并购的目的是为了改善目前的经营环境，在竞争激烈的市场中保持优势地位，有利于公司的未来发展和股东利益。但是后来委托代理理论发现由于存在信息不对称，管理者实际控制公司，从而在管理公司过程中追求个人利益最大化。作为公司活动的一部分，在并购的过程中，管理层拥有更多的话语权，股东与管理层之间的信息不对称更加严重。

为了监管管理层的行为，公司股东通常从监督激励两个方面强化公司经营过程中实现股东价值最大化的动机。就监督而言，聘请专业的第三方机构对公司的年报进行审计，对重大的投资决策出具风险评估报告、资产评估报告，提供法律服务、税务咨询等相关服务。对激励而言，包括但不限于薪酬激励等多种方式。当前，专家和学者普遍认为一种合适的薪酬激励能够做到管理层和股东的利益尽可能一致，降低管理层自利行为的可能性，减少了代理成本。实施管理层股权激励不仅能够增加管理层的报酬，还能够让其成为公司的所有者的一部分，进而影响公司的并购投资决策。

股权激励可以溯及上世纪五十年代的员工持股计划，但是，我国有关股权激励机制的建立始于 2005 年，于 2008 年进行修改。相比于资本市场发达

的国家，起步时间较晚，相关的问题也有待解决。截止本世纪初，股权激励在我国的发展不尽如人意。虽然我国股权激励实施起步较晚，但是吸收其他国家股权激励机制相关配套政策、机制设计和实施的经验以及我国资本市场的不断完善，股权激励在我国资本市场的发展十分迅速。

下图是我国从 2010 年到 2020 年实施股权激励的公司数量。2017 年相较于其他年份实施股权激励的公司数量出现大量增加，股权激励的数量从 16 年 184 增加到 2017 年 334 份，增长率从 10.76% 提高到 81.52%，后续保持稳定。

2010-2020 实施股权激励数量趋势如图 1-2 所示：

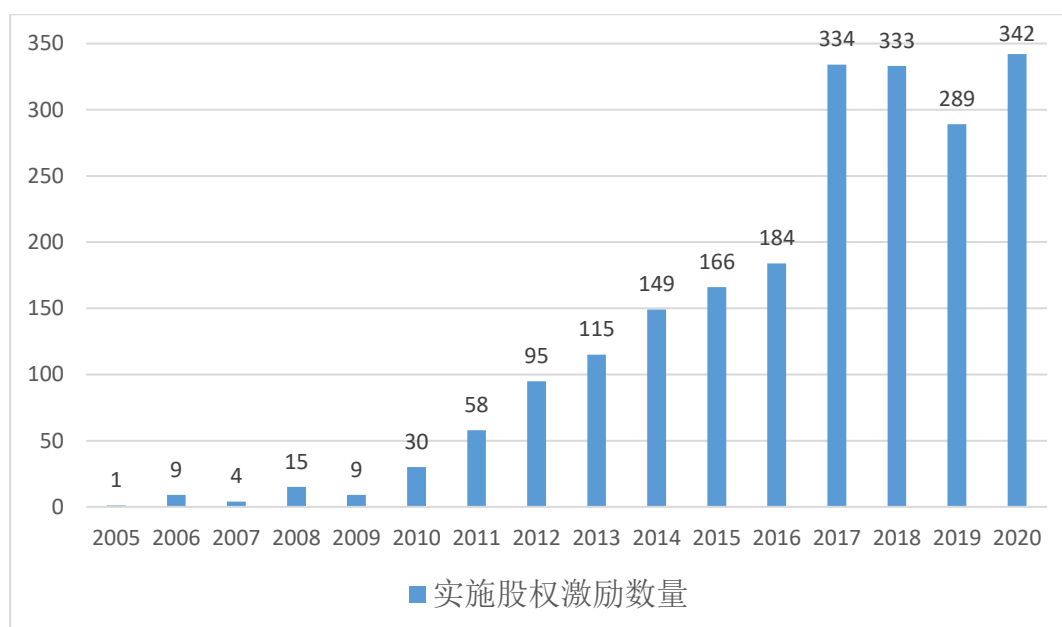


图 1-2 2010-2020 上市公司实施股权激励数量趋势

有关股权激励作用的研究起源于资本市场发达的国家。当前中国公司治理中存在资本市场不完善，大股东控制、治理机制存在缺陷等诸多问题使得管理层股权激励收到很多因素的影响。管理层股权激励的理论是否在中国能够适用？同时公司的并购活动是一项重大的投资活动，也是研究管理层股权激励作用好的切入点。

鉴于公司并购活动对于公司经营和财务的重大影响，成功和失败的并购活动对公司的未来的经营以及股东财富的创造产生重大影响。管理层是公司实施并购活动的决策者。主流观点认为管理层是典型的风险厌恶者，经常追求自身的利益而忽视了股东的利益。良好的内外监督、薪酬激励能缓解委托

代理问题，促进股东财富的增长。同时，公司实施股权激励能够为资本市场和投资者传递信息，展现对公司未来发展看好的信息，增加资本市场投资者的信息，从而提高公司估值。并购活动属于高风险高收益的投资活动，股权激励能将管理层自身的利益和公司未来的业绩相关联，管理层和股东的利益尽可能一致，降低管理层自利行为的可能性，减少了代理成本，促使他们完成能够实现股东财富最大化的并购活动。

1.1.2 研究的目的

随着资本市场的改革和发展，公司实施股权激励实施存在积极的正向作用？如果这种影响是积极显著地，那么什么因素可以调节股权激励的正向作用？这种调节在是否满足经济学的意义，在统计上是否显著？对于上述问题，这是本文需要进行验证的重要假设，为此，归纳研究目的为以下几点：

一、根据最佳契约理论，公司实施股权激励能够促使管理层需要在提高公司价值的过程中实现自身财富的增长，降低了管理层和股东之间产生利益冲突的可能性，减少了代理成本，进而促进公司价值的提高。上述的作用机制使得股权激励成为了最佳的激励方式之一。当前，我国上市公司实施股权激励是否能够促进公司的并购行为，降低代理成本，提高公司价值。本文选取了 2005 年—2021 年 A 股上市公司的相关数据，从管理者薪酬决定理论出发，通过实证研究了管理层股权激励对公司并购的影响。

二、根据风险承担理论，在资本市场不完美的情况下，基于个人未来的职业发展和付出成本的考虑，风险厌恶的管理层不会发起高风险 NPV 大于 0 的并购项目。这表明管理层在考虑投资决策时，不仅考虑到了个人的某些利益关系，也考虑到公司的活动所需。管理层和公司的个人特征和公司的特征会影响股权激励对并购的作用，这些特征的影响从经济学理论怎么解释，从统计学角度是否显著？本文希望通过实证和规范的分析方法研究该假设是否成立。

三、根据代理理论，股权激励的影响机制是缓解了委托代理问题，降低了代理成本，促使公司发起有利于股东价值的并购活动。实施管理层股权激励后，促进管理层努力工作，致力于提高公司的价值，促使股东财富的增长。本文希望研究该假设是否成立。

四、根据管理层权利理论，当公司的监督机制较弱时，难以限制管理层

的管理权。根据管理者权利理论，当公司管理层的权利增加，而没有较完善的监督制约机制，此时公司治理将会失效，旨在降低代理成本的股权激励成为代理成本的一种。当公司进行决策时，管理层可以通过自己的权利影响董事会决策。研究在外部监督不同的情况下，股权激励的激励作用是否有差异？

1.1.3 研究意义

在理论层面上，不同于以往单纯研究股权激励对公司经营活动的影响，本文的研究是以并购作为研究股权激励的窗口，从而达到研究股权激励缓解委托代理问题，减低代理成本的作用。目前，上市公司实施股权激励的案例越来越多，股权激励究竟是流于形式还是具有实际作用，通过公司并购可以确定问题的答案。同时，通过研究影响机制，深入了解了委托代理理论，进一步了解了股权激励的作用。从新的视角出发，了解公司发起并购的原因，对现有的薪酬激励理论和并购动因做出了一定的补充。

在实际运用的过程中，股权激励成为公司治理的重要组成部分，管理层作为公司经营决策的主体，影响到公司价值的提高以及股东的利益实现。最大化实施股权激励的激励作用不仅需要考虑公司主体的情况，如所处行业、公司性质、所在发展阶段，根须要考虑到管理层的个人特征，如权力大小、薪酬情况等。本文研究股权激励对并购的影响，可以在一定程度上为公司实施股权激励提供借鉴意义。

1.3 研究思路和方法

1.3.1 研究思路

本文主要通过选取 2010-2020 年 A 股上市公司的数据，研究股权激励对公司并购投资行为的影响，探讨股权激励是否提高了公司并购投资活动的绩效，全文共分为七章，具体如下：

第一章为前言。介绍股权激励和公司并购投资的研究背景和意义，同时对前人的研究进行总结，找到自己的研究思路。通过前言的介绍，对本文的主旨有初步的认识。

第二章为相关概念界定和理论基础。分析了并购和股权激励概念，为后文实证部分数据的选取打下基础，同时分析了薪酬决定机制理论中的委托代理理论和风险承担理论以及管理层权利理论，为后文研究假设打下基础。分

析并购的动因理论展开叙述交易费用理论、成本理论、效率理论和其他相关理论。

第三章为研究假设与模型。根据第二章提到的理论，提出股权激励主要通过缓解委托代理问题提高并购决策及并购规模。从现有的研究中选取变量，从公司的成长性、规模以及治理结构等多个方面进行模型构建，并对数据进行描述性统计

第四章为实证分析，通过对数据的回归，表明授予股权激励会对并购决策和并购规模有显著地正向作用，股权激励的强度对并购决策和并购规模有正向作用，

第五章，异质性分析，从管理层薪酬、公司股权性质和管理层年龄出发，分析管理层股权激励对公司并购行为的影响。其中，管理层的个人特征包括年龄、薪酬总额等多个维度。

第六章，稳健性检验，检验本文的模型是否可靠，以实施过股权激励的公司为实验组，采用 PSM 模型筛选出处理组样本数据。并针对处理组样本数据进行回归。匹配出实验样本相似的处理组样本，针对匹配后的样本进行模型回归。文章还使用了替代变量进行回归，检验本文的模型是否可靠。第一个替代变量是使用股权激励的规模(Optiona)，作为股权激励强度的替代变量，根据 Jensen et al. (1976) 发现推断股权激励的规模对并购有正向影响。另一方面，文章还使用被解释变量 t+1 期的数据进行回归。^[11]

第七章，对策建议，结合回归结果，提出政策建议，完善资本市场、公司治理结构、设立合理的股权激励以及完善相关法规。

1.3.2 研究方法

一、综合使用规范分析和实证分析方法

在规范分析中，大量阅读已有的国内外文献，结合所学公司金融的理论和实务知识，研究管理层股权激励对公司并购影响的影响。同时提炼相关理论，提出理论假设，为后面的实证分析股权激励对并购的影响提供理论基础。

在实证分析中，构建实证模型，选取 2005-2021 年上市公司相关数据，同时对样本数据进行清洗；通过对样本数据的回归，得到管理层股权激励对公司并购影响的影响回归结果；同时结合规范分析中的理论基础，讨论结果是否满足经济意义和统计意义，这也是对上述的理论和假设进行验证。

第二、配合使用定性和定量的分析方法

在定性方法使用过程中，对股权激励和并购的相关概念进行梳理。结合理论研究，从理论上解释二者之间的因果关系。同时梳理股权激励对并购产生影响的可能原因和可能途径，并判断这种作用是否是积极还是消极的，最后提出模型假设，为后面定量分析影响作用提供定性研究。

在定量的研究过程中，收集相关公司的历史数据，对数据进行清理；搭建基准模型，使用软件对样本数据进行回归后，严格控制回归过程中的主义事项，得到回归结果后，解读股权激励对并购的影响在经济学上的意义。配合使用定性和定量的方法，使得研究过程和研究结果更加严谨可靠。

第三、比较研究的方法

在实证研究中，对样本数据进行分组，从管理层薪酬集中度、公司股权性质和 CEO 权利出发，分析上述因素对股权激励的影响作用，同时，进行了方程的估计以及对分组结果进行检验，判断结果是否可靠以及结果与预期之间是否存在差异？如过存在差异，可能的解释是什么。通过异质性分析，为上市公司相关决策提供一定的理论支持。

1.4 研究的创新点与不足

1.4.1 研究的创新点

研究视角上，在过去的研究中，常关注管理层整体的薪酬效应，很少考虑到薪酬结构中权益性薪酬在公司治理中发挥的显著作用。同时研究经常考虑对公司整体投资的影响，没有对相关的投资行为进行细分，而这种细分是有必要的。例如项目投资和公司并购对公司经营的影响不同，影响因数不尽相同。不同于以往的研究，本文以公司发起并购为窗口，研究股权激励对并购的影响，讨论股权激励缓解委托代理问题、降低代理成本的作用机制对并购的影响。

在研究内容上，使用管理层股权激励价值占比度量管理层的激励作用，从而定量讨论管理层股权激励对公司并购的影响；用是否实施股权激励定性分析了管理层股权激励对公司并购的影响。不止于此，本文研究了股权激励对并购影响的机制，同时讨论了管理层平均年龄、管理层薪酬以及公司股权性质不同情况之下，股权激励对并购的影响是否存在显著差异。在研究内容

上进行了一定的创新。

在研究数据上，国内对股权激励的研究数据大多停留在 2005-2010 年度数据，而在 2005-2010 年期间实施的股权激励案例数量较少，同时前面十年的数据在股票期权的占比显著高于限制性股票。随着上市公司股权激励指导的发布，上市公司实施股权激励更多以限制性股票为主。截止目前为止，2022 年限制性股票的占比超过 70%。因此，股权激励相关数据的创新十分必要。

在研究方法上，严格使用双向固定效应模型固定个体和年份，对 A 股上市公司全样本数据进行研究。在稳健性检验中使用了倾向匹配得分法匹配出未使用股权激励的上市公司样本进行了相关的模型回归，消除了样本选择带来的内生性问题。

1.4.2 研究的不足

正如文章内容所述，划分为限制性股票以及股票期权。现有研究表明，限制性股票和股票期权存在特征差异，包括风险承担机制、权利和义务对称性、激励和惩罚的对称性等方面存在不同。特征性差异导致两种激励的作用存在差异，主流观点认为期权更具有风险激励效应。现有的研究更多关注两种激励方式对企业创新、长期绩效等方面的影响，而对于公司并购影响的研究较少。因此，通过相关实证模型比较两类股权激励对公司并购的影响效应，可能有进一步的发现，这个方面的研究有待完善。

同样的，在阅读文献时发现，相关研究关于并购中，认为股权激励能够提高并购的绩效，但是对于上市公司来讲，并购更多是一种投资项目，采用 $t+1$ 期的资产净利率或者资产净利率的增长率等表示长期并购绩效，对此还心存疑惑。同时也并未研究股权激励对并购相关短期绩效的影响，进一步是否实施股权激励对相关并购绩效的影响。这些也是本文实证分析中考虑不到位的地方，也是需要改进的地方。

2.文献综述

管理层是公司并购活动的参与者，也是并购投资活动成败的重要影响因素。并购投资活动的成败深刻影响管理层的未来经济利益和职业前途。一方面，管理层可以通过并购活动，整合公司资源，获取协同效应，使得公司成长性更好，从而赚取更多的薪酬。另一方面，在并购活动中，公司会面临各种限制条件，这些条件影响着未来公司的经营。如果不能处理好各种财务约束条件，公司可能面临现金流断裂、经营不达预期、债台高筑、政治风险等诸多问题。这些情况的出现不仅使股东的利益受损，管理层也不能独善其身，最终使自己的利益受到损害。由于股东和管理层存在信息不对称，在公司控制权和所有权分离的情况下，管理层对并购的态度取决于其自身的成本和利益的权衡。为了进行一项并购活动，管理层可能面临新的领域，需要学习更多的知识，付出更多地劳动和努力，所有的精力放在公司，但是一旦项目失败，管理层的生活会受到重大影响。管理层所获得的利益可能只是其中的小部分。这种风险和收益不对等的情况下，管理层有理由维持现有的公司日常经营活动，不愿意进行高风险投资。公司实施管理层股权激励后，将管理层的财富和自身的努力挂钩，管理层和股东的利益尽可能一致，降低管理层自利行为的可能性，减少了代理成本，促使管理层增加并购决策以及并购规模。

2.1 国外研究成果

一方面从风险承担角度出发，(Hemmer, 1996;Lovallo et al, 2020)由于股东可以通过多元化投资组合分散风险，因此股东更偏向风险中性或者风险偏好。但是管理层与所属的公司高度绑定，获取的利益绝大多数来源于公司，收益单一固定，面临的风险较高，属于风险厌恶。^{[10][15]}Naveen et al.(2006)和 Hayes et al. (2012) 研究表明，当授予管理层股权激励后，管理层的报酬受到公司股价的影响，这将会增加管理层风险承担意愿，缓解风险承担不足的问题。^[9]同时 Ross(2004)研究发现，当管理层本身具有冒险和创新精神，其风险承担意愿较强，此时，股权激励对提高管理层风险承担的作用较小。^[20]

在管理层和股东的利益出现冲突的背景下，Lambert(1986)提出，在信息不对称的情况下，股东不仅很难监督管理层的工作绩效，而且可能对管理层

工作的评价会出现偏差，即管理层在心里高估自己的工作或者股东低估了管理层工作。当出现这种不一致的情况下，股东给予的薪酬达不到管理层的预期而出现消极怠工的情况。并购活动同样如此，管理层为了并购而付出相较于平常更多的努力，股东对于这些工作的评价较低，从而二者难以对工作达成一致的意见，薪酬没有达到管理层预期，管理层不愿意发起并购活动。

[11]Bertrand and Mullainathan(2003)提出管理者拥有较高声望和薪水，这些可以满足管理层的需求。但并购会使得管理层平静的生活被打乱，从而拒绝发起并购。[17]另外，Aggarwal and Samwick(2006)认为管理层是懒惰的，并购活动增加管理层过高的个人成本，管理层不愿意去进行有利于公司发展的并购活动。尽管这些项目可以为股东创造价值，但是不符合管理者成本与收益的权衡，过高的个人成本促使管理层从事高风险活动的意愿，股权激励将管理层的财富和公司的总体绩效联系在一起，管理层可以通过股票分享工作成果，增加管理层承担风险的意愿，促使管理层做出正确的并购投资活动。[17]

另一方面，从代理成本出发，讨论股权激励是否能促进并购绩效。Jensen et al. (1976)发现管理层持股比例将会影响公司的并购绩效，表现为当管理层持股比例越高，对公司剩余收益的索取权更高，将会站在股东而非职业经理人的角度经营公司，使得管理层个人利益和公司的利益愈发一致，从而降低公司经营过程中到道德风险和逆向选择，减少管理层的在职消费，提管理层对股权激励的敏感度，促使管理层更所发起对公司有利的并购项目，从而提高并购绩效。[11]Coles et al.(2006)认为股权激励使得管理层和股东的利益一致，通过授予管理层股权激励中线性激励的部分，可以在一定程度减少委托代理的成本。[6]

2.2 国内研究成果

当前的国内研究更多的是从个人特征、股权激励和产权性质来探究公司并购投资活动的影响因素：

一是管理层的个人特征对并购行为的影响，例如赖黎,巩亚林,夏晓兰等(2017)研究了管理层是否具有参军经历对并购活动绩效的影响。研究表明，相对于其他管理层，拥有军队经历的管理层更可能发起并购，公司也愿意支付更多的并购溢价，并购的绩效也优于其他公司。同时，存在参军经历管理

层的公司也承担了较高的失败风险。^[33]孟阳（2020）研究表明有过成功并购经历的管理层对公司并购活动有促进作用，同时，在促进作用上，成功的并购经验比失败的并购经验更加强烈，这种促进作用不仅体现在能提高并购成功的可能性，还能提高公司的并购绩效。股权激励还具有利益趋同和提高风险承担的作用，激励管理层运用并购经验发起并购。^[42]潘爱玲,刘文楷等（2018）从管理层心理特征出发，研究管理层过度自信对并购的影响，发现管理层过度自信会影响公司的并购溢价。产权性质会影响这种作用，相比于民营企业，国有企业存在严格的治理约束和内外部监督机制，这些削弱了管理层过度自信提高并购溢价的影响，同时，在同行业中，负债率低的过度自信公司管理层的支付并购溢价更高。^[43]徐昭（2017）通过实证分析表明管理层任职时间越长，公司的并购绩效越好；由于受到其他因素的影响，管理层的学历对并购绩效的影响成倒 U 型的关系。任职时间和学历对并购的绩效都是边际递减的，这种特征在国有企业更显著。^[53]余鹏翼,敖润楠等（2020）基于高阶梯队理论进行实证研究发现，管理层的年龄在 48 岁左右时并购倾向最高。管理层的年龄与并购的绩效成倒 U 型关系，管理层年龄在 44 岁左右时并购绩效最高。^[62]

二是将单独研究高管中 CEO 股权激励对公司并购活动的影响。李善民,公淑玉（2019）研究了 CEO、董事长和公司所在地南北文化差异对并购活动的影响，研究发现北方长大的 CEO 更愿意发起并购，并购规模越大。董事长的文化差异对并购活动的影响不显著，公司所在地的文化差异相比于 CEO 文化背景的差异不显著。^[36]姚晓林(2017)基于管理层薪酬激励理论，实证研究了 CEO 股权激励对并购行为具有正向影响，同时，治理结构是否完善、经济不确定性、过度自信等都会影响股权激励对并购行为的正向作用。^[57]

三是股权激励对并购行为的影响，徐昭（2017）管理层激励机制不一定对并购的绩效产生影响。这会受到公司的产权性质、大股东的持股比例、是否存在股权激励等因素的影响。表现为当公司没有实施股权激励时，管理层的货币薪酬越高，公司并购的财务绩效显著上升；当公司存在股权激励时，薪酬越高的民营企业，公司并购的财务绩效越好；而股权激励程度越高的国有企业并购绩效越好。^[53]王姝勋,董艳(2020)研究发现当公司外部监督较弱时，股权激励可以作为内在自发的约束，是外部机制的补充。同时授予股权激励

将主要通过缓解委托代理问题和提高风险承担意愿，促进公司发起并购，并购的规模也越大。这种作用在非国有的企业中更为突出。^[50]

四、股权激励对并购绩效的影响。股权激励一方面能够使管理层与股东的利益趋同，同时也可能使得管理层的权利过大，导致股东受损。目前股权激励对并购绩效的影响还未达成一致意见。姚晓林等(2017)研究表明当公司股权性质为民营企业时，授予 CEO 股权激励能够增加并购绩效。^[57]但是裴卓童(2019)认为实施股权激励会降低并购方的市场绩效。^[45]王妹勋和董艳(2020)用是否实施股票期权对样本分组，检验股权激励对并购绩效的影响，结果表明二者之间没有显著影响。^[50]

2.3 文献评述

并购行为的影响因素多种多样，当前对于公司并购行为影响因素的研究大致分为四个方面，一是从代理成本角度，讨论股权激励通过将管理层的个人财富和公司的利益结合在一起，管理层在实现公司价值的过程中实现自身财富的增长，降低了股东和管理层之间发生利益冲突的可能性，从而促进并购活动的绩效。二是从风险承担方面讨论股权激励对并购活动的影响。认为管理层出于自身成本大大高于收益的考虑，其收益和风险不匹配，导致管理层不愿意发起并购。实施股权激励可以增加管理层承担风险的意愿，从而激励管理层发起并购。三管理层的个人特征对并购活动的影响。这种个人特征包括心理特征，年龄、任职时间等诸多因素。四是当前研究表明公司产权的性质对并购活动的具有显著影响。对于并购的影响因素至今未有定论，公司管理层和股东将股权激励和并购结合在一起的动机以及二者的博弈，这两者的内在的相互作用机制需要深入的分析 and 研究。

3.相关概念界定和理论基础

3.1 相关概念界定

3.1.1 股权激励概念及分类

大多数公司在发展的初期，资金都比较紧张，大部分的资金需要投入到主营业务和业务的扩张中。资金不足带来的最大一个问题就是人才的流失，尤其是企业的高管和核心骨干，他们一旦流失会对企业造成较大的影响。为了在不能大幅提高职工薪酬的前提下，留住高管人员和核心骨干，企业家和学者研究出了以公司股权为标的，面向公司的高管人员和核心骨干等在内的员工的股权激励制度。股权激励是指公司将本公司的股份以一定的条件低价授予公司员工，以达到激励员工在未来的一段时间内保持工作粘性以及努力工作的目的，例如员工如要在企业工作满多长期限，或者公司的某些财务指标在未来需要达到某个数值才能的到股权。从而使管理层与股东的利益趋同，降低代理成本，从而实现企业业绩稳定增长的长期目标。上市公司常见的股权激励方案包括限制性股票、股票期权和股票增值权。

股票期权实际上是以公司为股票为核心，通过一系列的契约安排，与激励对象进行看涨期权的交易。股票期权的目的是包括以未来享有的股票购买权激励员工努力工作，进而促进公司的价值增长。如果上市公司股价高于股票股权激励约定的价格，激励对象公司以行权价购买公司股票，同时在资本市场上以市场价进行卖出，赚取价差收益。股票期权将管理层的财富和公司的股票价格联系在一起，缓解管理层的短视行为，同时股利管理层关注公司长期发展。但是由于是否行权取决于股票价格，而股票的价格并非由管理层的努力工作所能决定的。股票价格还收到诸多市场和非市场因素的影响，存在较大的不确定性，例如国际动荡、行业趋势变化等等。因此，当资本市场长期低迷，股票价格被压制，当股票价格低于行权价时，激励对象不能获利，激励作用消失，同时随着时间的流逝，期权的时间价值不断缩小，这对激励作用也具有不利影响。与之对应的好处是，管理者可以选着不行权，从而规避自身利益的损失。就目前上市公司实施股票期权的情况来看，实施股票期权方案的案例相对较少。

限制性股票是低价授予激励对象本公司的股份后，这部分股份被冻结，待满足一定的市场或者非市场条件后，股份解禁，激励对象可以在股票市场上进行出售，从而赚取行权价和市场价的价差收益，其中，条件包括某些业绩条件、工作年限或者市场条件。常见的有 1-2 年不等的等待期，也就是被激励对象得到股票时以低于市场价格购买股票，但是这部分股票在等待期间内都不可以进行交易。同时当激励对象提前离职，将不能得到相应的股票，不再做激励。限制性股票的目的是为了保持员工粘性、开拓市场以及激励员工努力工作等。限制性股票的优点在于被激励对象更在乎公司长期的业绩增长，更多的关注公司长期的战略规划，同时也可以保证公司高管及核心骨干的稳定性,降低人员流动。但是限制性股票其缺点在于如果由于股票市场的波动或者其他外力因素导致股权激励方案的约定业绩指标没有达成时，股票价格下跌，激励作用也会消失。

股票增值权激励方式和股票期权有一定相同之处，不同的是当公司的股票价格高于方案约定价格时，股票增值权是在期限结束时，公司以现金的方式结算股票市场价和约定价格的价差收益。两者的区别首先在标的物，股票期权行权后可以实际获得上市公司的股票，而股票增值权则是一种虚拟工具，标的物只是股票的价差收益，并不能实际获得上市公司股票。其次两者的收益的来源不同，股票期权方式中获得的收益因为需要在二级市场上卖出，来源于二级市场，但是股票增值权的收益则是来源于企业的现金。因此股票增值权相当于是变相的绩效薪酬。

目前，比从激励工具的选择上看，因为相同情况下限制性股票的行权价低于期权，激励作用更强，所以超过 70%的上市公司使用限制性股票作为激励工具。股权激励出现在委托代理关系之后、是由薪酬决定理论发展而来。由于公司的管理权和经营权的分离，股东和管理层之间存在信息不对称，从而出现了代理成本。实施股权激励使得管理层需要在实现公司价值的前提下追求自身财富的增长，管理层站在公司和股东的立场下经营公司，增强自己的自律行为，减少了两层出现利益冲突的可能性，降低代理成本，有利于公司价值的提高。与货币薪酬相比，股权激励兼具股权和薪酬的一部分，使管理能够获得成为公司的股东，获取利润的索取权。作为外部监督的补充，股权激励受到资本市场、公司的青睐，得到广泛应用，成为公司治理中的重要

部分。

3.1.2 并购的概念及分类

公司不仅可以靠内部增长，还可以进行外部扩张，但是，很少有公司的崛起单纯依赖内部增长实现。当公司发展达到一定阶段，通过并购扩大公司规模和经营范围是公司发展的趋势。并购指兼并和收购，二者在会计审计方面存在细微差别，在公司治理及经营方面，二者基本等同，不会引起歧义。并购是一家公司通过收购另一家公司的资产、股权或者通过一系列的安排能够控制公司的经营决策，使得并购的公司能够控制被并购公司。

(1) 兼并(Merger)

兼并是指公司通过一系列的安排获得其他公司的产权，被兼并公司失去法人资格，或者改变法人实体的行为。兼并存在广义和狭义之分。狭义的兼并类似于我国公司法提到的吸收合并，即一家公司被另一家公司吸收，兼并公司保留其名称和身份，并且收购被兼并公司的全部资产和负债，被吸收合并的公司不再作为一个独立的实体而存在。广义上的兼并定位有所扩大，即只要被兼并公司失去法人资格，或者改变法人实体的行为都属于兼并。从相关机构颁布的条文来看，对于兼并的概念都属于广义上的兼并。公司法中的合并包括吸收合并和新设合并，与广义的兼并范围相同。新设合并是指两家公司各自终止自己的法人形式，共同组织一家新的公司。

(2) 收购(Acquisition)

收购是指为了达到特定的目标而实行的收购资产或者股权的行为。根据收购的标的物的不同，可以分为收购股票和收购资产。关于上市公司收购的解释，证监会发布的管理办法中提到收购目标公司股票从而到获得实际控制权。

收购股票是通过收购目标公司具有表决权的股票，从而进入目标公司的权利机构。进而对公司经营和治理产生重要影响或者控制的行为。被收购公司仍然保留自己独立的法人资格，独立承担相关的权利和义务。在程序上，证券法规定收购上市公司股票达到 5%，需要进行信息披露和向相关机构报备。此后，持有股份每次增减 1%，都需要进行简单披露和报备。如果持有股份达到 30%，此时面临着实行要约收购。从收购比例来讲，又可以划分为以下三种情况：一，参股收购，常见于为了加强公司之间的利益关系纽带。二、控

股收购，主要是为了成为被收购企业的控股股东，从而实现对被收购公司各大决策事项的控制。三、全面收购。被收购公司成为子公司，完全受到母公司的控制。

收购资产是指公司收购目标公司的全部或部分资产。当公司收购目标公司一部分资产后，目标公司并不会因此失去法人资格；当公司收购目标公司全部资产时，由于目标公司失去全部资产，在法律意义上，失去公司的必要条件，因此目标公司失法人资格。收购资产不同于收购股票，这种收购可以免小股东带来的潜在问题，但是其收购成本也较高。

根据上述分析，兼并和收购相互联系但是存在差异。相同之处在于：一、产生交易的原因是并购公司为了获得对标的公司进行相关的控制。二，通过外部扩张获得现在或将来所缺失的资源。三，物竞天择，适者生存。是对激烈竞争的行为。二者区别在于侧重点不同：兼并更多侧重于目标公司失去原有的法人资格，失去以其财产独立承担法律责任的能力；而收购更多追求达到对目标公司的控制，并不要求消灭目标公司。尽管二者有所区别，但是不管是学术和还是实务都常将其联系在一起。本文将并购限制于以收购目标公司控制权为目的的并购活动。站在买方的角度，研究股权激励对并购行为的影响。

3.2 相关理论

如何设计对管理层的薪酬激励机制必须要考虑委托代理问题。在上个世纪，许多专家和学者把上市公司的管理层当成公司股权的代理人，认为不同的角色在公司内部的价值追求可能会不一样。在信息不对称的情况下，利益相关者会为了自己的利益损害他人利益，而高昂的监督成本让股东难以做到随时随地监管企业的经营活动，致使管理层有机会谋求自身利益；同时，管理者拥有经营权，管理层也有能力去谋求自身的利益。因此需要设计相关的监督和激励措施解决该问题。为了解决委托代理问题，公司常常通过薪酬激励机制将股东财富和管理层的个人利益联系在一起，以此降低道德风险和逆向选择问题的危害。

因为公司发展越发壮大，股东自身的有限性难以满足公司经营所需，股东将经营权委托给股东，产生了委托代理关系，同时产生经营控制权和所有

权相分离，这就产生了委托代理问题。同时股东和管理层之间存在信息不对称，导致单纯的监督很难解决上述的问题，从而需要激励措施。通过对上百家美国上市公司进行调查研究后，Berle 和 Means 发现当公司缺乏大股东的情况下，拥有少数股权的管理层实际上控制了公司日常经营活动，股东沦为资金的提供者，所有者的概念不断弱化。并且公司的股权不断地分散，股东大会或董事会对管理者的监督管理能力在不断地下降。在缺乏股东约束的条件下，管理层会以自己的利益为目标进行自我决策。这就给了管理者追求个人利益的最大化提供了机会和条件，违背了最大化企业所有者的市场价值的公司目标。

因而，该理论提出公司可以从风险和收益两个角度综合考虑，设立一个合理的激励约束机制。这个机制应当能够在信息不对称的情况下解决或者弱化信息不对称问题，通过在管理层的经营控制权和股东的剩余索取权之间进行适当分配，将管理层的个人财富和公司的总体财务绩效挂钩，让管理层能够享受到努力经营的成果，让管理层在分担风险的同时也能对其起到相应的激励作用。但是，上世纪 90 年代发生的美国安然公司和中国蓝田股份等大规模爆发财务丑闻让专家和学者有了更多地思考。

3.2.1 委托代理理论

Berle 和 Means(提出了委托代理理论，认为目前公司的经营权和所有权分离，产生了委托代理关系。由于股东和管理层之间存在严重的信息不对称，管理层掌握公司日常经营决策，股东只能通过会计账簿等查阅公司的经营信息，股东很难随时随地的监督管理层的行为和公司的经营活动，导致拥有所有权的 管理层实际上控制者整个公司，管理层有机会 有动力一味追求个人利益最大化。Mecking 和 Jensen(1976)认为企业是由许多不完全契约综合组成，通过部分不完全契约，股东成为了委托人，将公司管理权交给了管理层，管理层成为代理人。代理成本是为了弥补不完全契约造成的委托代理问题而造成资源的耗费。代理成本具体可以分为：订约成本、监督成本、约束成本以及剩余损失。委托代理理论是管理层薪酬激励机制的核心理论。^[11]

委托代理关系的产生以及管理层和股东之间的信息不对称导致了高昂的代理成本。近百年来，随着公司经营范围的不断扩大和股东精力、经验以及知识的有限性，不能很好契合公司的发展。股东将公司经营委托给管理经验

丰富的职业经理人。但是由于管理逐利的特点，追求个人利益最大化，例如奖金、空闲时间、盲目扩大经营等，常常违背公司和股东的利益。股东难以参加经营决策，导致股东无法直接监督管理层活动，只能从某些指标上进行事后监督，但是这类事后监督可能会导致过错归责错误，从而产生道德风险。

在经过多年的研究，相关治理措施已经较为完善，可以划分为两类措施：监督和激励。其中，股权激励能够促使管理层和股东的利益趋同，管理者需要在提高公司价值的前提下实现自身财富的增加，从而降低了信息不对称所导致的道德风险。股权激励成为公司治理的重要部分，而代理理论成为了管理层薪酬激励机制的核心理论。

3.2.2 风险承担理论

公司在运行的过程中，最大的风险来自于投资。投资可能导致公司面临现金流断裂、经营不达预期、债台高筑、政治风险等诸多问题。然而，投资也能为公司的超额收益提供机会，也是公司创造价值的重要途径。通过投资，公司可以获得更大更持续的现金流，产生更多的营业收入、利润等。风险承担理论研究的是管理层对待风险的态度。在风险厌恶的情况下，如何刺激管理者主动承担风险，进行相关的投资活动。

当存在完美资本市场时，股东和管理层之间相互十分了解，不存在信息不对称，因此管理层的投资决策不存在代理成本。当管理层属于风险中性时，管理层会投资 NPV 大于 0 的项目。管理层为风险厌恶时，只需要有足够的风险补偿，管理层愿意投资高风险，NPV 大于 0 的项目。事实上，市场不完美。风险厌恶的管理层不会投资高风险、NPV 大于 0 的项目。在管理层进行投资决策时，管理层需要考虑与公司相关的因素，还要考虑与自身相关的因素。Jhn et al.在研究中发现管理者不愿意投资高风险项目。考虑到自身的职业发展以及需要学习新的技能等，这些使得管理者需要付出努力，承担职业风险，管理者倾向于放弃相关的高风险投资。管理者只愿意投资低风险项目，并从中获取自身利益。Kempfet et al.比较了工作风险以及薪酬的重要性，认为工作风险重要时，管理层将会选择低风险项目。同时，由于股东和管理层之间存在信息不对称，股东只能从相关的指标上了解管理层，选择低风险的项目保证较高指标也能够向管理层传递自身能力优秀的信号。

为了解决不完美市场下存在风险规避的问题，需要协调管理者承担的风

险以及收益。此时，实施股权激励能够提高管理层的收益，同时股权激励的收益与股价相关，股权激励相当于管理层买入期权，在资本市场的作用下，风险越高，股价提高的幅度越大，相应的，管理层的股权收益更大。这很好的协调了管理层的风险和收益。当管理层认为股价的收益大于投资风险时，管理层依旧愿意选择高风险 NPV 大于 0 的项目，解决了在不完美资本市场下，管理层风险规避的问题。根据风险承担理论发现，管理层属于经济人，不仅考虑公司的相关投资活动，也关心个人的风险和收益，个人特征可能影响股权激励对并购的影响

3.2.3 最优契约理论

随着委托代理理论的研究深入，学者们将其整理提出了最佳契约理论。最佳契约理论认为股权激励能够使股东和管理层的利益趋同，即使是风险规避管理层也需要在提供公司价值的基础上追求自身财富的增长，做出有利于股东利益的投资决策，减少两者之间冲突可能性，是最优的薪酬激励方式。

最佳契约理论提出通过实行股权激励来解决委托代理问题。Berle 和 Means 的研究表明，当公司给予管理层部分股票时，可以促使管理层做出符合股东意愿的投资决策，随着管理层股权数量的增加，公司的利益和股东的利益愈发一致。这从根本上解决了公司治理中的委托代理问题。大量的学者也通过实证分析证实了这一观点。公司通过股权激励使得管理层和股东的利益一致，管理层更有动力去寻求会更为有效的扩大公司规模并购投资策略，努力提高公司业绩，增加企业的价值。

当管理层被授予少量的股票，管理层和股东利益冲突的不到有效同意，在信息不对承德前提下，管理层追求的自身利益损害公司利益的可能性依旧存在，为自己谋划更多的利益，采取盲目扩张并购的策略，出现溢价收购的等一系列失败的并购案例，代理问题很难得到有效解决。追求个人薪酬等个人目标也可能促使管理层发起企业并购投资，企业的并购绩效产生深远影响。

随着管理层被授予的股票增多，管理层的持股比例不断上升，管理层的财富与企业的目标联系越发紧密。相比与授予管理层少量股票，管理层受到股权激励的影响会更大，更加努力经营企业。在公司经营和投资策略方面，管理层更加理智谨慎，高风险经营的现象不断减少，管理层站在公司和股东的立场经营公司和追求个人利益，二者保持一致性。当选择并购策略，管理

层的并购策略会更加慎重，为了并购成功会做充分的调研，不会出现溢价过多收购的现象，保证并购的绩效，不会做高风险的并购投资。

3.2.4 管理层权利理论

随着委托代理理论的研究深入，学者们将其整理提出了管理层权利理论。Bebchuk 和 Fried(2004)认为管理层权力在公司治理、外部约束不完善的情况下，可能带来新的问题：公司组织结构的变革和技术的创新让管理者拥有更多的权利，管理层与治理层开始交叉，管理层在董事会中的影响越来越大。股东的地位不断的下降，沦落为企业资金的供给者，这种现象的发生造成了企业的经营投资活动偏离了经营目标以及寻租行为的发生。当外部约束较低、公司治理机制不完善时，管理层凭借手中的权利促使公司相关权利机构做出有利于自身利益的决策，这种决策损害了股东和公司的利益。股权激励也一样，管理层的权利扩大使得他们能对董事会施加更大的影响，促使董事会设计有利于管理层的薪酬激励机制，促使资源向管理层倾斜，加大了代理成本，此时设计的薪酬激励机制也会有利于管理层的利益，这种激励不会对管理层产生激励作用。

管理层的权利导致管理层出现无效率的投资决策。一方面。无效率的投资决策降低了公司价值的增长效率、甚至是的公司价值出现负增长，从而使管理层的利益受损。但是管理层通过手中的权利获得更多的利益，弥补了公司价值损失带来的自身利益的损失。另一方面，管理层的权利导致使得管理层不需要通过股权激励获得相关利益。管理层也可以通过权利获得更多的剩余时间、在职消费等。降低了管理层股权激励的作用。权小峰等（2010）发现同时管理层可以通过操纵业绩指标来控制股价，在股价较高时进行股票套现，管理层权利的高低影响公司的盈余管理。^[46]

Core et al.(1999)研究发现，两职合一的经理凭借自身在公司的权利影响董事会的决策的独立性，同时也能促使薪酬激励委员会设计有利于自己的薪酬激励。^[7]公司的内部治理越差，总经理拥有的权利越大，影响公司内部治理机构的能力越大，其自身追求自我利益实现的动机和能力越大，代理成本更大。同时当董事长兼任 CEO 时，相比于未兼任的 CEO 而言，兼任两职的 CEO 权利更大。当公司进行投资并购时，两职合一的 CEO 可以通过自己的权利影响董事会决策。当 CEO 兼任两职时，股权激励很可能刺激管理者进行投资。

当外部约束低、公司治理不完善时，公司内部机构权利和义务不对等，对管理层的相关监督难以落到实处，管理层有机会有能力用权利谋求私利，做出的相关决策有利于管理层的利益，股权激励的作用较小。管理层权利理论也表明了公司的治理机制的完善程度影响股权激励的作用。股权激励的激励作用会受到管理层的个人特征影响。

3.3 研究假设

公司并购是可以使得并购公司实现税收优惠、优化资源配置、实现战略扩张等诸多目的。同时相较于日常经营而言，并购项目持续期限长、并购过程存在诸多不确定性，因此并购属于一项高风险高回报的投资活动。对于公司管理层而言，目标是追求个人利益最大化，如果薪酬为固定薪酬或者短期薪酬，出于追求个人利益最大化的考虑，管理者很可能拒绝进行并购，更愿意正常经营而不愿意发起净现值为正的并购项目。因此在并购活动中，管理层和企业所有者之间存在委托代理问题、风险收益不对等等问题，

委托代理理论认为，授予管理层股权激励后，管理层成为公司所有者的一份子，相比于作为职业经理人，更有动力去努力提升公司价值，管理层自利行为将会有所遏制。这同样适用于公司并购投资活动。授予管理层股权激励能够刺激管理层发起并购投资活动。

假设 1: 授予股权激励比不授予股权激励的企业更愿意发起并购投资活动，并购规模越大。

委托代理理论认为，由于公司经营控制权和所有权分离，管理层的利益目标不能有效的与企业的目标结合在一起，从而产生委托代理问题。最佳契约理论提出股权激励可以使得管理层与企业所有者的动机结合在一起，减少了管理层不顾股东利益而追求自我利益的可能性，从根本上缓解了公司治理重大委托代理问题。当权益性薪酬与公司价值相联系，股权激励的强度（即权益性薪酬的价值在管理层总薪酬的占比）越大，管理层发起并购决策和并购规模越大。

假设 2: 股权激励的强度越大，公司发起并购的可能性越高，规模越大。

基于委托代理理论分析，股权激励提高并购的规模和意愿主要通过弱化了公司治理中的委托代理问题。同时根据管理层权利理论，当管理层拥有的

权利较大时，实施股权激励并不能降低代理成本，而成为了代理成本的一种。当外部监督较强时，股权激励更能发挥出内在激励机制的作用。姜付秀和张敏（2010）研究表明相比于其他投资者，机构投资者拥有丰富的投资经验和公司治理经验，与公司结合紧密，更加关心被投资公司的生产经营，形成较强的外部监督约束。^[32]机构持股比例越高，外部监督的力度越强，反之，则越弱。机构投资者作为股东可以有效监督和约束管理层的行为，防止管理层过度滥用权利，从而降低代理成本，本文采用机构持股比例的高低衡量上市公司外部监督的力度。因此，机构持股比例高，外部监督的力度越强，规范管理层权利的行使，这将会增强股权激励对并购行为的影响。

假设 3：机构持股比例高，外部监督的力度越强，这将会增强股权激励对并购行为的影响。

根据风险承担理论，股权激励将管理层的报酬和公司的股价结合在一起，这会增加管理层的风险承担意愿，管理层更愿意做出高风险高回报的并购投资决策，同时 Low（2009）研究发现公司实施股权激励能够提高公司风险承担水平。^[16]

假设 4：当公司风险承担水平较低时，实施股权激励能够增强管理层的风险承担水平，从而强化股权激励对公司并购的正向作用。

4.研究假设及模型构建

4.1 变量选取和数据来源

4.1.1 样本选择

本文数据来源于万得数据库和国泰安数据库，两个数据库相互印证和补充，以保证采用数据的真实可靠。由于股权激励开始于 2005 年，因此选择的样本为 2005 年到 2021 年 A 股所有上市公司。此外数据均为年度数据。在数据清洗方面，综合考虑上市公司业务性质、经营状况以及数据的有效性等多个方面，从原始样本中删除了金融类上市公司、被特殊标记过的上市公司以及部分大量变量数据残缺的公司。同时，在进行回归之前，对变量进行了缩尾处理，以防止特殊值对回归结果的影响，最后保留了 4039 家上市公司数据，共计 38671 个样本。

4.1.2 变量选取

(1) 被解释变量

Maa 代表并购规模，用买方上市公司当年发生并购所支付价格的总和表示，因此并购类型包括吸收合并、收购资产和股权转让，对相应的数据做对数化处理。

Mad 代表并购决策，用虚拟变量表示。即上市公司本年内发生过并购，取值为 1；没有发生并购，取值为 0。

(2) 解释变量

该股权激励包括两类激励，一是期权，二是限制性股票。其中包含第一类限制性股票和第二类限制性股票。其主要差别在于实施股权激励时，相关的股票标的是否需要在机关机构进行登记，第二类限制性股票流程更加便捷。同时根据监管的要求，主板上市公司只能实施股票期权和第一类限制性股票两类股权激励。同时本文股权激励的样本数据不包括股票增值权，主要由于股票增值权以股票的价差收益作为标的，公司与管理层之间以现金结算这部分价差收益。因此股票增值权只体现了薪酬部分，没有体现出权益部分，因此本文数据选取方面排除了股票增值权。

Eia 代表股权激励的强度，根据胡国强（2014）的研究模型，使用授予管

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/34712305001006030>