

# 并购商誉、商誉减值与股票错误定价

王生年, 黄兰兰

(石河子大学 经济与管理学院, 新疆 石河子 832000)

**[摘要]**以近年来上市公司频发的并购重组为背景,选取 2007—2019 年我国沪深 A 股上市公司为研究样本,实证检验了并购商誉对股票错误定价的影响。研究发现,商誉加剧了并购方的股票错误定价,高商誉的公司股价被严重高估,计提商誉减值能够向投资者传递增量信息,缓解商誉导致的股票错误定价。进一步研究发现,会计稳健性和投资者情绪在并购商誉对股票错误定价的影响中发挥了部分中介作用。商誉对股票错误定价的影响在管理层持股高、分析师跟踪人数多的情况下更为显著,上市公司大股东及管理层存在利用并购商誉导致的股价高估实现高位减持的行为。研究结论有助于投资者对并购商誉正确定价,提高资本市场定价效率。

**[关键词]**并购商誉;股票错误定价;商誉减值;会计稳健性;投资者情绪

**[中图分类号]**F812.5 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2022)04-0066-10

## 一、引言

股票错误定价是指在不完全有效的资本市场中,由于投资者的非理性认知与信息不对称的存在,导致股票价格长期偏离其内在价值的金融异象,资本市场上的这种异象被称之为股票错误定价。这种异象普遍存在于各国资本市场中,不仅导致资源配置效率降低、公司长期价值与投资者利益遭受减损,还严重影响了股票市场的稳定性,给实体经济发展带来极大影响。因此,探究股票错误定价的内在根源与作用机制,有助于防范和化解金融风险,促进资本市场平稳健康发展。现有文献已从多个角度分析了股票错误定价产生的原因,但少有研究从并购视角深入探讨股票错误定价产生的机制。实际上,在企业并购整个过程中,从并购战略选择、公告发布、定价情况、支付方式到完成并购,股价均会发生异常波动,甚至完成并购后,企业整合过程也对股价产生一定的影响。有研究表明,当公司股价被低估时,上市公司反而更愿意发起并购,目的是为提升公司估值水平。若资本市场存在套利空间,那么上市公司发起并购的动机将更加强烈<sup>[1]</sup>。并购重组作为企业外延式发展的重要手段及资本存量资源配置的重要方式,已成为资本市场服务国家重大战略和实体经济的重要任务。并购重组可以给企业带来规模经济效应、优化资源配置,从而提高企业的市场竞争力。近几年上市公司并购重组进入活跃期,随之而来的是公司商誉账面价值呈现逐年递增态势。本文利用 CSMAR 并购数据库统计发现,存在商誉的上市公司从 2007 年的 449 家,迅速增加到 2019 年的 2141 家,其中 560 家上市公司商誉占总资产比例超过 30%,90 家公司超过 50%,最高比例达到 84.15%。部分上市公司并购手段过于激进,在并购中支付了过高的溢价,导致公司积累了大量虚高的商誉资产,存在股价泡沫及崩盘风险<sup>[2]</sup>,给公司经营埋下了巨大隐患,同时,投资者对并购事件的过度关注,也加剧了证券市场的股价波动。

并购商誉仅源于并购方对合并成本大于取得的被并购方可辨认净资产公允价值的差额,由于上市公司通常对商誉资产的信息披露不充分,且商誉在企业财务报表确认、计量以及后续计量中存在诸多职业判断,放大了投资者与上市公司间的信息不对称,使得投资者无法对公司股票价值做出合理判断,产生定价偏误。基于此,本文以 2007—2019 年中国沪深 A 股上市公司为样本,实证检验了并购商誉对股票错误定价的影响,结果发现商誉、新增商誉均加剧了并购方的股价高估,与发生减值的公司相比,商誉对股票错误定价的影响在未发生减值的公

**[收稿日期]**2021-07-25

**[基金项目]**国家自然科学基金项目(71862029,71562029)

**[作者简介]**王生年(1970—),男,甘肃武威人,石河子大学经济与管理学院教授,博士生导师,从事资本市场监管与定价效率研究;黄兰兰(1979—),女,新疆石河子人,石河子大学经济与管理学院博士研究生,从事资本市场与信息披露研究,E-mail:329889669@qq.com。

司更为显著。此外,管理层持股和分析师跟踪人数显著影响了并购商誉对股票错误定价的作用,上市公司大股东及管理层存在利用并购商誉推高股价并实现高位减持的行为。本文可能的贡献在于:第一,试图揭示我国资本市场在并购过程中产生的商誉所导致的股票错误定价现象,为投资者更加理性客观地看待商誉提供了新的视角;第二,丰富了并购的经济后果研究,为并购引发股票错误定价提供了微观证据;第三,以商誉资产的不透明性降低了会计稳健性、增加了投资者情绪波动为切入点,对商誉影响股票错误定价的内在机制提供了新的解释。

## 二、文献回顾

公司股票定价的高低取决于其以会计信息为基础的内在价值,同时会受到投资者非理性认知的影响。现有研究普遍认为,会计信息质量和投资者非理性行为是导致股票错误定价的主要原因。从公司所处的外部环境来看,资本市场的投融资制度,如卖空限制导致不能被卖空的公司股票价格被严重高估,而融资融券制度又能通过抑制投资者投机交易行为降低股价异常波动的幅度,这在一定程度上能缓解股价高估<sup>[3-4]</sup>。从信息中介层面来看,媒体发布的上市公司信息包含自身对公司业绩及发展前景的观点及看法,媒体传递的情绪会影响投资者的决策,导致投资者产生“羊群效应”,最终对股票市场的定价机制产生影响<sup>[6]</sup>。从公司内部治理层面来看,良好的内部控制能够通过提高信息披露质量和缓解代理冲突降低股票定价,但高管股权激励制度的实施不仅没有缓解股票错误定价,反而加剧了管理层的盈余管理行为<sup>[7]</sup>。Francis 等发现会计信息质量会影响投资者对股价的判断,低质量的会计信息导致公司的权益成本增加,加剧股票错误定价的程度,而高质量的会计信息能通过改善投资者的非理性行为,缓解股票错误定价<sup>[8]</sup>。Kim 等指出会计稳健性通过降低信息不对称缓解了股价暴跌风险<sup>[9]</sup>。机构投资者持股对会计信息质量产生重要影响,杨棉之从机构投资者异质性角度分别考察了稳定型和交易型机构投资者,发现稳定型机构投资者能强化会计稳健性对股价崩盘风险的抑制作用,而交易型机构投资者则反之<sup>[10]</sup>。会计信息质量对投资者情绪效应有交互影响,投资者情绪显著影响股票收益,而高质量的会计信息能显著弱化投资者情绪对股票价格的影响<sup>[11]</sup>。基于影响路径的研究发现,投资者情绪通过羊群效应和有限套利影响了股票价格<sup>[12-13]</sup>。投资者情绪越高涨,股票市场的短期收益率越高<sup>[14]</sup>。商誉的实质是当上市公司实施非关联性质的并购时支付给目标方股东的溢价,有关商誉、商誉减值经济后果的研究大多表明商誉存在负效应。杜兴强等认为,我国上市公司确认的商誉可以分为合理部分和高估部分,其中合理部分是未来可以给企业带来收益的部分,但高估部分并不能为公司带来相应的收益,甚至可能会损害并购方利益<sup>[13]</sup>。Kim 等在控制其他因素对会计稳健性的影响后,发现拥有新增商誉的上市公司其会计盈余反映经济价值的及时性会下降,表现为会计稳健性的降低<sup>[14]</sup>。由于投资者对并购的过度反应,导致并购商誉促进公司短期股价上涨,致使股价积累大量泡沫<sup>[2,15]</sup>。企业高溢价并购产生巨额商誉后会对股价崩盘风险产生正向影响。商誉减值使得投资者对股票产生悲观情绪,降低企业股票流动性,造成公司股价和股票收益率下跌,导致企业价值毁损。

已有关于股票错误定价的研究,基于会计信息质量和投资者情绪两个方面,分别从公司外部环境、信息中介和公司内部治理三个方面对股票错误定价的影响因素进行了分析,由于并购过程中形成的商誉大多是偏高的,这很可能对股票价格产生影响,并给市场定价带来新的不确定性。目前有关商誉对股票错误定价影响的研究较少,部分文献研究了并购溢价对股价波动的影响,也有文献从并购超额收益角度进行了探讨,但并购商誉对股票错误定价的影响及其作用路径还需要进一步验证。

## 三、理论分析和研究假设

### (一)并购商誉与股票错误定价

并购商誉在我国会计准则中的计量是相对主观的,它取决于并购方支付的对价和目标方可辨认净资产的公允价值。这两个指标的确定并没有严格统一的标准,主要依据买卖双方达成的协定。因此,采用上述两种方法确定并购标的价值,均存在较强的主观性,且确认结果在一定时段内具有不可验证性,导致商誉资产未来的风险和收益不确定性增加,加之市场上普遍存在着非理性因素,投资者难免会对标的产生错误定价。

一方面,商誉资产的确认及后期的减值都依赖管理层的主观判断,而管理层也可能通过有倾向的职业判断对企业会计信息进行操控,从而降低企业的会计稳健性。因此,拥有大额商誉的上市公司,其会计稳健性相对较弱,股票错误定价严重。研究发现会计准则赋予管理层的主观判断降低了会计稳健性,两者呈显著负相关,会计

准则赋予管理层的主观判断越多,公司的会计稳健性越低<sup>[16]</sup>。会计稳健性的主要特征是公司对坏消息的确认比对好消息更加及时,体现了面对未知风险的谨慎和小心,在会计稳健性高的企业里,管理层更加注重企业的长期稳定发展,但是商誉资产的确认及后期的减值会降低公司对未知风险的谨慎,导致公司会计信息稳健性降低。根据代理理论,在企业并购活动中,管理层为了自身薪酬及社会地位等,可能会接受高溢价的并购标的,造成企业确认超额商誉<sup>[17]</sup>。如果公司会计信息稳健性较差,那么公司对好消息的确认将不再谨慎,好消息的不断传出会误导投资者对公司股价的判断,最终加剧股票错误定价。另一方面,并购属于“利好”事件,投资者会对并购这一“利好”事件产生过度反应,主要表现在大量购买股票,短期内推升股价,尤其是在投资者情绪高涨时,股价高估更为严重。已有研究表明,商誉在短期内具有价值相关性,但长期则不具备价值相关性。随着时间推移,并购热度减退,投资者非理性情绪也会逐渐减弱,商誉信息融入股价,对股票错误定价的影响也逐渐降低。在企业发生并购的当年,如果采取的是溢价并购,则企业当年会出现新增商誉,受投资者情绪的影响,在新增商誉的当期,投资者更容易对并购过度解读,导致股票错误定价。存量商誉是公司经过多轮并购,不断积累的结果,其中包含了大量的泡沫,因此股价中也必然有泡沫成分。适度的商誉可以通过协同效应促进企业的经营,但超额商誉往往成为企业经营负担<sup>[18]</sup>。我国股票市场的投机性交易特征很容易使投资者对并购事件过度反应,从而导致股价泡沫,当泡沫无法持续时股价就会崩盘<sup>[2]</sup>。超额商誉对上市公司来说更多是为了增加企业市值,意味着股价泡沫较大,而股价泡沫源于商誉资产降低了公司信息透明程度,增加了上市公司与投资者之间信息不对称。综上,并购商誉会导致投资者情绪高涨,超额商誉带来的投资者非理性的提升可能会加剧公司股价高估。基于上述分析,本文提出假设1。

假设1:并购商誉会加剧股票错误定价,且对股价高估的影响更为显著。

## (二)商誉减值与股票错误定价

企业完成并购后,按照新会计准则的要求,需要每年对商誉进行减值测试,不再采用逐年摊销政策,目的是更加真实地反应商誉资产的价值信息。在每年期末如果被并购方未达到预期的增值收益,并购方就需要对已确认商誉资产进行减值处理<sup>[19]</sup>。商誉减值意味着无法给企业带来预期收益,公司股价和股票收益率下跌,导致企业价值毁损。商誉减值的研究表明,企业在并购过程中产生大额商誉,当完成并购后,管理层可能会利用计提商誉减值进行机会主义盈余管理<sup>[20-21]</sup>。我国A股上市公司并购重组的“高估值、高承诺”导致商誉虚高,公司商誉减值风险积聚,使得商誉减值成为企业进行业绩操纵的工具之一。商誉操纵及后续减值会导致会计信息严重失真,误导资本市场上的投资者做出错误决策,增加公司股价崩盘风险。此外,还有学者研究了商誉对股票收益波动率的影响,刘喜和等聚焦高溢价并购导致公司产生负面效应方面的研究,认为溢价率越高,股票收益波动率越大,对所处行业其他公司股票的影响越大<sup>[22]</sup>。尽管有研究认为商誉减值的动机是盈余管理<sup>[23]</sup>,但商誉减值通常会伴随着公司业绩下滑。当企业处于盈利状态时,一旦发生商誉减值就会引发市场负面反应,投资者会产生消极情绪,且减值规模越大影响越强。减值的负面消息进入股票市场会导致公司股价下跌,股价中被高估的部分减少,使得股票价格更接近于其内在价值。如果企业处于亏损状态,商誉减值对股价的低估影响会增强,这是因为亏损企业会通过计提商誉减值进行盈余管理或“洗大澡”。因此,本文认为当商誉发生减值时,公司的负面消息释放到市场后,为投资者提供了增量信息,有助于股票价格回归内在价值,缓解股票错误定价。据此,本文提出以下假设2。

假设2:商誉减值能够缓解并购商誉导致的股票错误定价。

## 四、研究设计

### (一)变量定义

1. 被解释变量。股票错误定价(*Deviation*),本文先运用剩余收益模型估算出公司的内在价值(*v*),然后以公司内在价值与市场价值(*p*)之比表示股票错误定价,其中市场价值采用公司股票当年所有交易日收盘价的平均值衡量<sup>[24]</sup>。 $v/p=1$ 表明该公司不存在股票错误定价现象, $v/p<1$ 表明存在股价高估, $v/p>1$ 表明存在股价低估。本文使用  $Deviation = |1 - v/p|$  度量股票市场价值 *p* 与内在价值 *v* 的绝对偏离程度。

2. 解释变量。本文设置了四个关于并购商誉的解释变量,分别是存量商誉的虚拟变量(*I<sub>fsy</sub>*)、经总资产调整的存量商誉(*SY<sub>z</sub>*)(商誉净额/总资产)、新增商誉的虚拟变量(*I<sub>fsyadd</sub>*)和经总资产调整的新增商誉<sup>[2,17]</sup>。

3. 中介变量。本文采用两个中介变量,分别是会计稳健性 ( $Cscore$ ) 和投资者情绪 ( $Sent$ ),参照 Khan 和 Watts 的做法,用会计稳健性指数作为上市公司会计稳健性的代理变量,  $Cscore$  值越大,表明公司的会计稳健性越强<sup>[25]</sup>;使用市场换手率作为投资者情绪的代理变量<sup>[26]</sup>。

4. 控制变量。本文借鉴已有研究<sup>[27]</sup>,围绕影响股票错误定价的各种因素选取控制变量:公司规模 ( $Size$ )、资产负债率 ( $Lev$ )、上市年龄 ( $Age$ )、账面市值比 ( $BM$ )、盈利能力 ( $Roa$ )、是否发放股利 ( $DD$ )、成长性 ( $Growth$ )、股权集中度 ( $First$ )、董事会规模 ( $Board$ )、独立董事占比 ( $Inratio$ ) 等反映公司特征、股票特征及公司治理结构的控制变量。此外,本文还

设置了行业与年度虚拟变量来控制宏观因素及行业特征可能对股票错误定价产生的影响。

(二) 模型设定

根据前文分析,为验证假设 1,构建如下模型分析并购商誉对股票错误定价的影响:

$$Deviation = \alpha_0 + \alpha_1 SY\_z / Ifsy + \alpha_2 Controls + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \tag{1}$$

$$Deviation = \beta_0 + \beta_1 Syadd\_z / Ifsyadd + \beta_2 Controls + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \tag{2}$$

其中  $Deviation$  为股票错误定价指标,  $SY\_z$  为经期末总资产调整的商誉,  $Ifsy$  为存量商誉的哑变量;  $Syadd\_z$  为经期末总资产调整的当年新增商誉,  $Ifsyadd$  为当年新增商誉的哑变量。本文采用 OLS 对模型(1)、模型(2)进行回归,若  $\alpha_1$  及  $\beta_1$  系数为正,表示商誉、新增商誉加剧了股票错误定价,且系数越大表示加剧程度越严重;反之,则表明两者缓解了股票错误定价的程度。

五、实证结果

(一) 样本选择与数据来源

由于《企业会计准则(2006)》首次要求将商誉单独列报,因而样本始于 2007 年。本文以 2007—2019 年沪深两市全部 A 股上市公司为初始样本,对初始数据进行如下处理:(1)剔除金融业、保险业、证券业、银行业上市公司;(2)剔除数据缺失样本;(3)剔除 ST、\*ST 类型的上市公司;(4)剔除上市时间不足两年的公司。经过以上处理,本文最终得到 11910 个公司年度样本观测值。为避免异常值的影响,对所有连续变量在 1% 和 99% 水平进行了 Winsorize 处理,财务数据和股价信息来源于 CSMAR 数据库,数据处理及分析使用 Stata16 软件。

(二) 变量描述性统计

主要变量和控制变量的描述性统计见表 2。

$Deviation$  的均值为 0.561,说明我国股票市场股价普遍被高估。 $SY\_z$  的均值为 0.026,大于其中位数 0.001,标准差为 0.066,表明商誉在上市公司中分布并不均衡,  $Cscore$  的均值为 0.000,最大值和最小值分别为 0.057 和

表 1 主要变量定义

变量类型	变量符号	变量名称	变量说明
被解释变量	$Deviation$	股票错误定价	基于剩余收益模型计算 $Deviation =  1 - v/p $
解释变量	$SY\_z$	商誉	商誉与总资产的比值
	$Ifsy$	商誉虚拟变量	如果公司有商誉取值为 1, 否则为 0
	$Syadd\_z$	新增商誉	当年新增的商誉与总资产的比值
中介变量	$Ifsyadd$	新增商誉虚拟变量	如果公司当年有新增商誉取值为 1, 否则为 0
	$Cscore$	会计稳健性	会计稳健性指数
控制变量	$Sent$	投资者情绪	换手率 = 年度股票交易量 / 流通股股数
	$Size$	公司规模	总资产的自然对数
	$Lev$	资产负债率	负债总额 / 年末资产总额
	$Age$	上市时间	(1 + 年度 - 上市年份) 的自然对数
	$BM$	账面市值比	总资产 / 市值
	$DD$	现金股利的虚拟变量	发放现金取值为 1, 否则为 0
	$Growth$	成长性	销售收入增长率
	$Roa$	盈利能力	净利润 / 平均总资产
	$First$	股权集中度	第一大股东持股比例
	$Board$	董事会规模	董事会总人数的自然对数
	$Inratio$	独立董事占比	独立董事占董事会人数比例
	$Industry$	行业变量	行业虚拟变量
	$Year$	年度变量	年度虚拟变量

表 2 变量的描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
$Deviation$	11910	0.561	0.309	0.570	0.015	1.814
$SY\_z$	11910	0.026	0.066	0.001	0.000	0.812
$Ifsy$	11910	0.628	0.483	1.000	0.000	1.000
$Syadd\_z$	11910	0.003	0.013	0.000	0.000	0.098
$Ifsyadd$	11910	0.167	0.373	0.000	0.000	1.000
$Cscore$	11910	0.000	0.026	0.036	-0.008	0.057
$Sent$	11910	6.001	0.771	6.049	3.872	7.467
$Size$	11910	22.450	1.265	22.270	20.050	26.300
$Lev$	11910	0.460	0.195	0.461	0.066	0.859
$Age$	11910	2.428	0.481	2.485	0.693	3.367
$BM$	11910	1.110	1.255	0.716	0.002	16.940
$DD$	11910	0.796	0.403	1.000	0.000	1.000
$Growth$	11910	0.230	0.502	0.131	-0.447	3.520
$Roa$	11910	0.056	0.045	0.045	0.002	0.234
$First$	11910	0.358	0.151	0.341	0.090	0.751
$Board$	11910	2.279	0.177	2.303	1.792	2.773
$Inratio$	11910	0.371	0.055	0.333	0.091	0.800

-0.028,说明不同样本公司之间的会计稳健性有较大差异。*Sent* 均值为 6.001,最大值和最小值分别为 7.467 和 3.872,说明投资者情绪高涨,参与股票买卖的积极性较高。

(三)均值、中位数检验

表3显示了有无商誉组(*Ifsy*)的分组检验结果,与无商誉公司相比,有商誉公司的股票错误定价程度明显更高。有无商誉公司的股票错误定价均值差异在5%的水平上显著;中位数差异在1%水平上显著,说明分组检验结果初步支持了假设1。

(四)回归结果与分析

1. 并购商誉与股票错误定价

表4列示了并购商誉与股票错误定价的实证结果。考虑到股票错误分为高估和低估两种情况,本文进一步将样本细分为高估组( $v/p < 1$ )和低估组( $v/p > 1$ )分别进行检验。从检验结果可以看出,在第(1)列、第(4)列全样本和第(2)列、第(5)列高估组中商誉的系数均显著为正,回归结果表明并购商誉加剧了股票错误定价,商誉规模越

大,股票价格被高估的程度越严重。在第(3)列低估组中系数为负但不显著、第(6)列低估组系数在5%水平上显著为负,说明商誉的增加缓解了股价低估。主要原因是高溢价并购形成的商誉中包含了不合理的部分,也就是被高估的部分,导致股价偏高,因此原本被低估样本的股价也会上涨,使得低估的股票价格接近或高于其内在价值。综上所述,并购商誉加剧了股票错误定价,且高商誉的公司股价被严重高估,本文的假设1得到验证。

表5验证了公司新增商誉对股票错误定价的影响,第(1)列、第(2)列的解释变量为*Syadd<sub>z</sub>*,回归结果显示,当年新增商誉的系数在全样本和高估组中均为正且在1%的水平上显著,而在低估组中不显著;第(4)列、第(5)列的解释变量为当年是否有新增商誉的哑变量(*Ifsyadd*),回归结果显示*Ifsyadd*的系数在全样本和高估组中为正且在1%的水平上显著,第(3)列、第(6)列低估组的系数并不显著。综上所述,新增商誉加剧了股票错误定价,进一步验证了假设1。

2. 商誉减值与股票错误定价

表6检验了商誉减值是否能够缓解并购商誉导致的股票错误定价。按照上市公司是否发生商誉减值将样本进行分组回归。由于实际发生减值商誉的样本数量较少,从回归结果来看,在列(1)和列(3)减值组中,商誉对股票错误定价的影响呈负相关但是不显著,表明商誉减值能够向投资者提供增量信息,有助于缓解并购商誉导致的股票错误定价。而在列(2)和列(4)未减值组中,商誉与股票错误定价在1%水平显著正相关,说明在未减值情况下商誉显著加剧

表3 均值、中位数检验结果

变量	无商誉组			有商誉组			均值 差异检验	中位数 差异检验
	样本量	均值	中位数	样本量	均值	中位数		
<i>Deviation</i>	7475	0.556	0.558	4435	0.570	0.592	0.014 **	21.214 ***

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%、10%水平上显著,下同。

表4 并购商誉对股票错误定价的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	全样本	高估组	低估组	全样本	高估组	低估组
	<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>
<i>SY<sub>z</sub></i>	0.098 *** (2.838)	0.163 *** (5.443)	-0.372 (-1.582)			
<i>Ifsy</i>				0.010 * (1.681)	0.012 ** (2.185)	-0.060 ** (-2.429)
<i>Constant</i>	1.453 *** (16.949)	1.397 *** (16.043)	-2.980 *** (-7.825)	0.716 *** (7.711)	1.404 *** (16.090)	-3.089 *** (-8.061)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry/Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	11910	10002	1908	11910	10002	1908
R <sup>2</sup>	0.131	0.320	0.312	0.083	0.318	0.313

注:括号内数值为*t*值,下同。

表5 新增商誉对股票错误定价的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	全样本	高估组	低估组	全样本	高估组	低估组
	<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>
<i>Syadd<sub>z</sub></i>	0.875 *** (6.704)	0.760 *** (6.633)	-1.276 (-0.742)			
<i>Ifsyadd</i>				0.019 *** (2.636)	0.020 *** (3.606)	-0.044 (-1.566)
<i>Constant</i>	1.444 *** (16.856)	1.386 *** (15.924)	-2.987 *** (-7.849)	1.260 *** (11.965)	1.398 *** (16.046)	-3.037 *** (-7.929)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry/Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	11910	10002	1908	11910	10002	1908
R <sup>2</sup>	0.132	0.320	0.311	0.132	0.319	0.312

表6 商誉减值与股票错误定价

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	减值组	未减值组	减值组	未减值组
	<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>
<i>SY<sub>z</sub></i>	-0.042 (-0.23)	0.103 *** (2.89)	-0.025 (-0.13)	0.117 *** (2.71)
<i>Constant</i>	0.694 *** (4.13)	0.721 *** (25.82)	-0.070 (-0.15)	1.474 *** (15.62)
<i>Controls</i>	No	No	Yes	Yes
<i>Industry/Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
N	696	11214	696	11214
R <sup>2</sup>	0.044	0.061	0.104	0.137

了股票错误定价。检验结果支持了本文的假设 2,商誉减值能够有效缓解并购商誉导致的股票错误定价。

## 六、稳健性检验

### (一) 替换解释变量的衡量方法

本文将商誉、新增商誉经公司营业收入进行调整,对调整后的商誉( $SY\_s$ )、新增商誉( $Syadd\_s$ )重新进行回归,回归结果见表 7、表 8,结果与前文保持一致。

表 7 并购商誉与股票错误定价稳健性检验:替换商誉及新增商誉

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	全样本 <i>Deviation</i>	全样本 <i>Deviation</i>	高估组 <i>Deviation</i>	低估组 <i>Deviation</i>	全样本 <i>Deviation</i>	全样本 <i>Deviation</i>	高估组 <i>Deviation</i>	低估组 <i>Deviation</i>
$SY\_s$	0.056 *** (6.612)	0.043 *** (5.378)	0.049 *** (6.721)	0.021 (0.285)				
$Syadd\_s$					0.067 *** (4.228)	0.052 *** (3.857)	0.049 *** (4.408)	-0.081 (-0.098)
<i>Constant</i>	0.700 *** (35.881)	1.251 *** (11.877)	1.391 *** (15.983)	-2.990 *** (-7.865)	0.700 *** (35.856)	1.251 *** (11.884)	1.390 *** (15.973)	-2.986 *** (-7.858)
<i>Controls</i>	No	Yes	Yes	Yes	No	Yes	Yes	Yes
<i>Industry/Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	11909	11909	10001	1908	11910	11910	10002	1908
R <sup>2</sup>	0.060	0.132	0.321	0.311	0.093	0.059	0.132	0.319

### (二) Heckman 两阶段回归

鉴于有无商誉的公司在内外部治理方面可能存在差异,股票错误定价的程度也有所不同,选择是否有商誉的样本作为研究对象可能存在选择偏差。为控制内生性对研究结论的影响,本文借鉴张新民、祝继高等的方法,采用 Heckman 两阶段来缓解自选择问题对本研究结论的影响<sup>[28]</sup>。该模型的第一阶段采用影响并购的因素构建模型,计算逆米尔斯比率( $IMR$ )。第一阶段因变量为商誉( $Ifsy$ )、和新增商誉( $Ifsyadd$ )的虚拟变量,模型设定如下:

$$Probit(Ifsy/Ifsyadd) = \alpha_0 + \alpha_1 Size + \alpha_2 Lev + \alpha_3 Roa + \alpha_4 Growth + \alpha_5 Age + \alpha_6 State + \alpha_7 Am + \varepsilon \quad (3)$$

通过模型(3)回归后计算出逆米尔斯比率( $IMR$ ),将逆米尔斯比率( $IMR$ )放入模型(1)、模型(2)中,以修正样本自选择问题。表 9 中的模型第(1)列、第(4)列是第一阶段回归结果,分别控制了企业规模( $Size$ )、成长性( $Growth$ )、产权性质( $State$ )等变量。第(2)列、第(3)列、第(5)列、第(6)列是第二阶段回归结果。 $IMR$ 在第(3)列、第(6)列的回归系数均在 1% 的水平上显著,说明模型在设定的过程当中存在样本选择偏差的内生性问题。但在控制内生性问题,即在控制了第一阶段的  $IMR$  后,商誉、新增商誉( $SY\_z/Syadd\_z$ )回归系数依然在 1% 水平上显著地加剧股票错误定价,与前文结论一致,假设 1 和假设 2 依然成立。

表 8 商誉减值、商誉与股票错误定价稳健性检验:替换商誉( $SY\_s$ )

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	减值组 <i>Deviation</i>	未减值组 <i>Deviation</i>	减值组 <i>Deviation</i>	未减值组 <i>Deviation</i>
$SY\_s$	0.042 * (1.68)	0.057 *** (6.41)	0.044 (1.57)	0.044 *** (5.29)
<i>Constant</i>	0.564 *** (5.75)	0.706 *** (35.97)	-0.325 (-0.59)	1.363 *** (12.77)
<i>Controls</i>	No	No	Yes	Yes
<i>Industry/Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
N	696	11213	696	11213
R <sup>2</sup>	0.045	0.062	0.105	0.138

表 9 Heckman 两阶段回归检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	第一阶段 <i>Ifsy</i>	第二阶段 <i>Deviation</i>	第二阶段 <i>Deviation</i>	第一阶段 <i>Ifsyadd</i>	第二阶段 <i>Deviation</i>	第二阶段 <i>Deviation</i>
$SY\_z$	1.804 *** (17.25)	0.127 ** (2.40)				
$SYM$			0.131 *** (4.03)			
$Syadd\_z$				11.90 *** (51.58)	0.366 *** (2.97)	
$IMR$		-0.012 * (-1.71)	-0.071 *** (-3.61)		-0.024 * (-1.83)	-0.049 *** (-3.61)
$Syaddm$						0.079 *** (2.95)
<i>Constant</i>	0.941 *** (2.71)	1.240 *** (12.62)	1.110 *** (10.75)	5.791 *** (12.13)	0.858 *** (3.45)	1.184 *** (11.67)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry/Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	11607	11607	11607	11607	11607	11607
R <sup>2</sup>	0.388	0.132	0.132	0.273	0.158	0.132

(三) 采用工具变量

借鉴刘超等的做法,本文采用同年度同行业商誉中位数( $IndSY\_z$ )作为工具变量进行两阶段回归<sup>[29]</sup>。由于同行业的公司面临类似的行业特征与外部环境,因而与商誉( $SY\_z$ )之间具有一定的相关性,但与股票错误定价不存在相关性。回归结果见表10、表11,结论与前文保持一致。由此可见,控制内生性问题后,结论依然是稳健的。

表10 稳健性检验:商誉的行业年度中位数作为工具变量

变量	(1) $SY\_z$	(2) 全样本 <i>Deviation</i>	(3) 高估组 <i>Deviation</i>	(4) 低估组 <i>Deviation</i>
$IndSY\_z$	0.000*** (11.56)	0.023** (2.27)	0.000*** (4.04)	0.353 (0.93)
Constant	0.003 (0.19)	1.260*** (11.94)	1.405*** (16.11)	-2.983*** (-7.86)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry/Year	Yes	Yes	Yes	Yes
N	11910	11910	10002	1908
R <sup>2</sup>	0.264	0.132	0.319	0.311

表11 稳健性检验:新增商誉的行业年度中位数作为工具变量

变量	(1) $Syadd\_z$	(2) 全样本 <i>Deviation</i>	(3) 高估组 <i>Deviation</i>	(4) 低估组 <i>Deviation</i>
$IndSyadd\_z$	0.991*** (24.18)	0.044** (2.13)	0.145*** (2.83)	-0.334 (-1.45)
Constant	0.068 (0.38)	1.387*** (13.38)	1.479*** (16.95)	-3.046*** (-8.04)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry/Year	Yes	Yes	Yes	Yes
N	11910	11910	10002	1908
R <sup>2</sup>	0.329	0.153	0.339	0.347

七、进一步研究

(一) 商誉影响股票错误定价的路径检验

已有文献指出,管理层利用操纵性商誉和商誉减值进行机会主义的会计信息操纵<sup>[20]</sup>,在商誉的确认、计量及披露过程中降低了公司信息透明度,强化了上市公司与投资者间的信息不对称程度,降低了会计稳健性,进而加剧了股票错误定价。在非理性市场中,当并购事件发生时,投资者情绪高涨,买入意愿强烈,引发股票价格上涨。股价上涨迎合了投资者的期望,又强化了投资者的高涨情绪,导致股价被进一步高估,加剧了股票错误定价<sup>[26]</sup>。因此,商誉会通过影响公司会计稳健性及投资者情绪变化进而影响股票错误定价。基于此,本部分检验了会计稳健性和投资者情绪在商誉影响股票错误定价中的中介效应。本文借鉴温忠麟和叶宝娟的中介效应检验方法进行检验<sup>[30]</sup>,通过模型(4)和(5)进行回归检验。

$$Cscore/Senrt = \beta_0 + \beta_1 SY\_z/Syadd\_z + \beta_2 Controls + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (4)$$

$$Deviation = \alpha_0 + \alpha_1 SY\_z/Syadd\_z + \alpha_3 Cscore/Sent + \alpha_4 Controls + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (5)$$

1. 会计稳健性( $Cscore$ )的中介效应检验。由表12、表13第(2)列可以看出,并购商誉降低了会计稳健性,第(3)列在加入了会计稳健性( $Cscore$ )后, $SY\_z$ 的系数在1%水平上显著为正,但分别由0.055、0.910下降到0.054、0.909,说明会计稳健性是商誉影响股票错误定价的部分中介因子。对中介效应进行的Bootstrap检验表明,95%置信区间不包含零,中介效应成立。

2. 投资者情绪( $Sent$ )的中介效应检验。由表12、表13第(5)列可以看出,并购商誉强化了投资者情绪,第(5)列加入投资者情绪( $Sent$ )后, $SY\_z$ 的系数在1%水平上显著为正,但由0.055、0.910下降到0.048、0.890,说明

表12 中介效应及Bootstrap检验-自变量为 $SY\_z$

Panel A 变量:中介效应检验结果-自变量为 $SY\_z$						
变量	(1) <i>Deviation</i>	(2) <i>Cscore</i>	(3) <i>Deviation</i>	(4) <i>Sent</i>	(5) <i>Deviation</i>	(6) <i>Deviation</i>
$SY\_z$	0.055*** (2.664)	-0.057*** (-4.076)	0.054*** (2.646)	0.465*** (9.115)	0.048*** (2.296)	0.047* (1.785)
$Cscore$			-0.007*** (-5.889)			-0.007*** (-2.799)
$Sent$					0.022*** (7.771)	0.022*** (8.291)
Constant	1.453*** (16.949)	0.182*** (12.905)	1.432*** (16.698)	12.032*** (96.596)	1.255*** (11.909)	1.250*** (11.864)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry/Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	11910	11910	11910	11910	11910	11910
R <sup>2</sup>	0.131	0.199	0.132	0.485	0.132	0.132
Panel B Bootstrap 检验						
项目	系数符号	系数假设	Bootstrap 检验			
$SY\_z$ 引起的 $Cscore$ 变动	$\alpha_1$	$H_0: \alpha_1 = 0$	$Cscore: -0.05^{***} (-3.44)$			
$SY\_z$ 引起的 $Sent$ 变动	$\alpha_2$	$H_0: \alpha_2 = 0$	$Sent: 0.331^{***} (6.45)$			
$SY\_z$ 通过 $Cscore$ 对 $Deviation$ 的影响	$\alpha_1 \times b_1$	$H_0: \alpha_1 \times b_1 = 0$	$Deviation: 0.001^{***} (7.42)$			
$SY\_z$ 通过 $Sent$ 对 $Deviation$ 的影响	$\alpha_2 \times b_2$	$H_0: \alpha_2 \times b_2 = 0$	$Deviation: 0.017^{***} (22.67)$			
$Cscore$ 和 $Sent$ 引起的 $Deviation$ 变动差异	$\alpha_1 \times b_1 - \alpha_2 \times b_2$	$H_0: \alpha_1 \times b_1 - \alpha_2 \times b_2 = 0$	$Deviation: -0.016^{***} (-22.27)$			

投资者情绪是商誉影响股票错误定价的部分中介因子,中介效应的 Bootstrap 检验结果表明,中介效应成立。

3. 中介总效应检验。本文借鉴宋文献中等的研究,利用 Bootstrap 方法,从会计稳健性和投资者情绪两个方面检验并购商誉加剧股票错误定价的中介效应<sup>[31]</sup>。为检验上述两种机制中哪一种发挥了主导作用,本文将两个中介变量同时放入模型中重新进行回归,回归结果见表 12、表 13 Panel A。由表 12 第(6)列可以看出,在考虑会计稳健性和投资者情绪两个中介变量的共同影响后,商誉与股票错误定价仍然呈显著的正相关,但其回归系数的有所降低,由第(1)列的 0.055、0.910 下降到第(6)列的 0.047、0.865,说明两个中介变量的合并效应发挥了作用。从回归的系数分析可以发现,会计稳健性和投资者情绪的中介效应依然显著成立,商誉加剧股票错误定价的影响被分解到了会计稳健性和投资者情绪两条路径。表 12、13 Panel B 报告了通过 Bootstrap 方法抽样 1000 次得到的统计结果,从结果可以看出,会计稳健性中介效应分别占两者总效应的 6% 和 19%,而投资者情绪的中介效应分别占两者总效应 94%、81%,两者的差异在 1% 的显著性水平上显著,表明商誉通过加剧投资者情绪股票错误定价的作用大于会计稳健性,投资者情绪在加剧股票错误定价中发挥了主导作用。

(二) 商誉影响股票错误定价的异质性分析

Singh 等发现,管理层持股比例增加到一定程度将导致“管理层防御”,加重代理问题,破坏企业价值<sup>[32]</sup>。股权激励增加了管理层的盈余管理行为,强化了投资者与上市公司之间的信息不对称程度,最终加剧了股票错误定价<sup>[7]</sup>。管理层代理冲突会引起商誉规模扩大<sup>[33]</sup>。因此,管理层持股可能会影响商誉与股票错误定价之间的关系。表 14 是根据管理层持股比例均值进行的分组检验结果。从表第(1)列可以看出,在管理层高持股组中,商誉  $SY_z$  的系数在 1% 水平上显著,而在第(2)列管理层低持股组, $SY_z$  的系数不显著,说明并购商誉对股票错误定价的影响在管理层高持股组更显著。第(3)列、第(4)列中,当年新增商誉  $Syadd_z$  的系数在管理层高持股组和低持股组中均在 1% 的置信水平上显著,说明管理层持股无论高低都会受到新增商誉对股票错误定价的影响,表明管理层持股并未起到内部治理的作用,结果与现有研究结论一致<sup>[34]</sup>。

分析师关注可能并未起到外部治理作用,反而会加剧商誉对股价崩盘风险影响。考虑到分析师关注可能会影响商誉与股票错误定价之间的关系,按照分析师跟踪人数均值的高低来衡量分析师关注,并进行分组检验,回归结果如表 15 所示。第(1)列、第(3)列为分析师关注高的样本组,商誉对股票错误定价的系数分别在 5%、1% 水平显著;而分析师关注度低的样本组,商誉对股票错误定价的系数不显著,说明并购商誉对股票错误定价的影响在分析师关注度高的样本组中更显著。新增商誉( $Syadd_z$ )的回归系数在分析师关注度高的样本组和低的样本组中均在 1% 水平显著,表明分析师关注会加剧新增商誉对股票错误定价的影响,分析师关注并未有效发挥外部治理作用。

表 13 中介效应及 Bootstrap 检验 - 自变量为  $Syadd_z$

Panel A 变量:中介效应检验结果 - 自变量为 $Syadd_z$						
变量	(1) <i>Deviation</i>	(2) <i>Cscore</i>	(3) <i>Deviation</i>	(4) <i>Sent</i>	(5) <i>Deviation</i>	(6) <i>Deviation</i>
$Syadd_z$	0.910 *** (10.842)	-0.102 ** (-1.960)	0.909 *** (10.837)	1.731 * (6.003)	0.890 *** (10.608)	0.865 *** (6.632)
<i>Cscore</i>			-0.007 *** (-5.885)			-0.007 *** (-5.479)
<i>Sent</i>					0.022 *** (7.719)	0.022 *** (7.658)
<i>Constant</i>	1.444 *** (16.856)	0.172 *** (12.278)	1.423 *** (16.607)	12.031 *** (96.452)	1.246 *** (11.836)	1.241 *** (11.791)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry/Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	11910	11910	11910	11910	11910	11910
R <sup>2</sup>	0.132	0.199	0.133	0.484	0.133	0.133

  

Panel B Bootstrap 检验			
项目	系数符号	系数假设	Bootstrap 检验
$Syadd_z$ 引起的 <i>Cscore</i> 变动	$\alpha_1$	$H_0: \alpha_1 = 0$	<i>Cscore</i> : -0.097 *** (-3.801)
$Syadd_z$ 引起的 <i>Sent</i> 变动	$\alpha_2$	$H_0: \alpha_2 = 0$	<i>Sent</i> : 1.299 *** (5.532)
$Syadd_z$ 通过 <i>Cscore</i> 对 <i>Deviation</i> 的影响	$\alpha_1 \times b_1$	$H_0: \alpha_1 \times b_1 = 0$	<i>Deviation</i> : 0.011 *** (7.57)
$Syadd_z$ 通过 <i>Sent</i> 对 <i>Deviation</i> 的影响	$\alpha_2 \times b_2$	$H_0: \alpha_2 \times b_2 = 0$	<i>Deviation</i> : 0.046 *** (23.08)
<i>Cscore</i> 和 <i>Sent</i> 引起的 <i>Deviation</i> 变动差异	$\alpha_1 \times b_1 - \alpha_2 \times b_2$	$H_0: \alpha_1 \times b_1 - \alpha_2 \times b_2 = 0$	<i>Deviation</i> : -0.035 *** (-23.15)

表 14 管理层持股、商誉与股票错误定价

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	高持股组 <i>Deviation</i>	低持股组 <i>Deviation</i>	高持股组 <i>Deviation</i>	低持股组 <i>Deviation</i>
$SY_z$	0.150 *** (3.31)	0.010 (0.19)		
$Syadd_z$			0.950 *** (6.03)	0.716 *** (3.07)
<i>Constant</i>	0.940 *** (6.26)	1.591 *** (10.84)	0.931 *** (6.20)	1.582 *** (10.79)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry/Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
N	6098	5812	6098	5812
R <sup>2</sup>	0.151	0.123	0.152	0.123

(三) 商誉影响股票错误定价的后果分析

上市公司进行并购重组,能够剔除不良资产,引进战略投资者,优化股权结构,扩大公司规模和提高市场地位,对于今后的发展有非常积极的推动作用。上市公司并购重组信息披露后,投资者会呈现出过度乐观的情绪,从而推升短期股价。因此,商誉加剧股票错误定价可能的原因是上市公司有动机以并购重组为手段进行“伪市场管理”,通过并购行为影响投资者情绪进而推动股价高估。那么公司股东与管理层是否存在高位减持的行为?本文采用 Probit 模型,建立回归模型如式(6),检验商誉是否影响重要股东、管理层在事件窗口期内的减持行为。

$$Probit(sfjc\_ggc = 1/sfjc\_gd = 1) = \alpha + \beta_0 SY\_z_{it}/Ifsy + \beta_1 Controls + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (6)$$

商誉对重要股东、管理层是否进行减持的影响回归结果如表 16 所示。从表第(1)列、第(2)列的回归结果来看,商誉(SY\_z)对重要股东是否减持的影响系数分别为 0.656、0.749,在 1% 的水平上显著为正,自变量为商誉的虚拟变量(Ifsy)时,回归结果也在 1% 的水平上显著为正,表明上市公司存在以并购重组为手段进行市值管理,大股东、管理层借机进行减持股份实现高位套现的行为。

八、研究结论

本文以我国沪深 A 股上市公司为样本,实证分析了企业并购带来的商誉对股票错误定价的影响,并对其作用机制进行了分析。研究表明,并购商誉、新增商誉规模越大,股票错误定价程度越高,且在未发生减值的样本中更为显著。进一步通过中介效应检验,探讨了商誉影响股票错误定价的作用机制:首先,并购商誉通过降低会计稳健性,加剧了股票错误定价;其次,并购商誉强化了投资者情绪波动,投资者对并购事件过度反应,加剧了股票错误定价,且投资者情绪在商誉加剧股票错误定价中起主导作用。异质性分析结果表明,在管理层持股比例高和分析师关注度高的样本中,商誉对股票错误定价的影响更为显著,表明管理层持股和分析师关注在并购商誉对股票错误定价的影响中均未发挥有效的治理作用。拓展性检验发现上市公司大股东和管理层会利用并购重组这一利好事件进行“伪市值”管理,存在股价上涨后高位减持的行为。

参考文献:

[1] 李善民,黄志宏,郭菁晶. 资本市场定价对企业并购行为的影响研究——来自中国上市公司的证据[J]. 经济研究,2020(7):41-57.  
 [2] 杨威,宋敏,冯科. 并购商誉、投资者过度反应与股价泡沫及崩盘[J]. 中国工业经济,2018(6):156-173.  
 [3] 李科,徐龙炳,朱伟骅. 卖空限制与股票错误定价——融资融券制度的证据[J]. 经济研究,2014(10):165-178.  
 [4] 张肖飞,张钟化. 卖空压力下股票错误定价与企业资本投资研究[J]. 经济经纬,2019(6):141-148.  
 [5] 游家兴,吴静. 沉默的螺旋:媒体情绪与资产定价[J]. 经济研究,2012(7):141-152.  
 [6] 李倩,吴昊,高宇妮. 分析师评级、投资者情绪与股票错误定价[J]. 北京工商大学学报(社会科学版),2018,(4):96-106.  
 [7] 王生年,朱艳艳. 股权激励影响了资产定价吗——基于盈余管理的中介效应检验[J]. 现代财经(天津财经大学学报),2017(7):89-101.  
 [8] Francis J,Lafond R,Olsson P,et al. The market pricing of accruals quality[J]. Journal of Accounting and Economics,2005,39(2):295-327.

表 15 分析师关注、商誉与股票错误定价

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	分析师高关注组 <i>Deviation</i>	分析师低关注组 <i>Deviation</i>	分析师高关注组 <i>Deviation</i>	分析师低关注组 <i>Deviation</i>
SY_z	0.136** (2.08)	0.094 (1.51)		
Syadd_z			0.892*** (3.12)	1.001*** (3.46)
Constant	0.948*** (6.55)	1.659*** (11.60)	0.944*** (6.52)	1.647*** (11.53)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry/Year	Yes	Yes	Yes	Yes
N	6288	5622	6288	5622
R <sup>2</sup>	0.121	0.174	0.122	0.175

表 16 商誉影响股票错误定价的后果分析

变量	股东减持		管理层减持	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Probit(sfjc\_gd = 1)</i>	<i>Probit(sfjc\_gd = 1)</i>	<i>Probit(sfjc\_ggc = 1)</i>	<i>Probit(sfjc\_ggc = 1)</i>
SY_z	0.656*** (3.021)		0.749*** (3.560)	
Ifsy		0.152*** (3.467)		0.111*** (3.819)
Constant	-0.398 (-0.918)	-0.276 (-0.712)	-0.363 (-0.886)	-0.289 (-0.664)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry/Year	Yes	Yes	Yes	Yes
N	11910	11910	11910	11910
R <sup>2</sup>	0.049	0.172	0.091	0.121

- [9] Kim S H. Interest rate risk of bond investment[J]. *Journal of International Business and Economics*, 2011, 11(3): 123-127.
- [10] 杨棉之, 张园园. 会计稳健性、机构投资者异质性与股价崩盘风险——来自中国 A 股上市公司的经验证据[J]. *审计与经济研究*, 2016(5): 61-71.
- [11] 朱波, 孙鹏阁, 龙云庚. 高质量的会计信息促进了投资者理性投资吗? [J]. *经济与管理研究*, 2015(8): 130-138.
- [12] 程昆, 刘仁和. 投资者情绪与股市的互动研究[J]. *上海经济研究*, 2005(11): 88-95.
- [13] 杜兴强, 杜颖洁, 周泽将. 商誉的内涵及其确认问题探讨[J]. *会计研究*, 2011(1): 11-16.
- [14] Kim S, Lee C, Yoon S. Goodwill accounting and asymmetric timeliness of earnings[J]. *Review of Accounting and Finance*, 2013, 12(2): 112-129.
- [15] 王文姣, 傅超, 傅代国. 并购商誉是否为股价崩盘的事前信号? ——基于会计功能和金融安全视角[J]. *财经研究*, 2017(9): 76-87.
- [16] 周玮, 吴联生. 管理层判断对会计稳健性的替代效应[J]. *会计研究*, 2015(5): 3-12.
- [17] 李丹蒙, 叶建芳, 卢思琦. 管理层过度自信、产权性质与并购商誉[J]. *会计研究*, 2018(10): 50-57.
- [18] 魏志华, 朱彩云. 超额商誉是否成为企业经营负担——基于产品市场竞争能力视角的解释[J]. *中国工业经济*, 2019(11): 174-192.
- [19] 张婷, 余玉苗. 合并商誉的本质及会计处理: 企业资源基础理论和交易费用视角[J]. *南开管理评论*, 2008(4): 105-110.
- [20] Watts R. Conservatism in accounting part I: Explanation and implications[J]. *Accounting Horizons*, 2003, 17(3): 207-221.
- [21] 李诗, 黄世忠, 吴超鹏. 中国企业并购敏感性海外资产的经验研究[J]. *世界经济*, 2017(3): 99-121.
- [22] 赵妍, 崔永梅, 赵立彬. IPO 公司并购、股价操纵与大股东减持[J]. *华南师范大学学报(社会科学版)*, 2016(3): 133-139.
- [23] 曲晓辉, 卢煜, 张瑞丽. 商誉减值的价值相关性——基于中国 A 股市场的经验证据[J]. *经济与管理研究*, 2017(3): 122-132.
- [24] 饶品贵, 岳衡. 剩余收益模型与股票未来回报[J]. *会计研究*, 2012(9): 52-58.
- [25] Khan M, Watts R L. Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2009, 48(2): 132-150.
- [26] 张静, 王生年, 吴春贤. 会计稳健性、投资者情绪与股票错误定价[J]. *中南财经政法大学学报*, 2018(1): 24-32.
- [27] 张俊瑞, 余思佳, 程子健. 大股东股权质押会影响审计师决策吗? ——基于审计费用与审计意见的证据[J]. *审计研究*, 2017(3): 65-73.
- [28] 张新民, 祝继高. 经营资产结构影响高商誉企业的市场价值吗——基于 A 股上市公司的实证研究[J]. *南开管理评论*, 2019(2): 114-127.
- [29] 刘超, 徐丹丹, 郑沈阳. 商誉、高溢价并购与股价崩盘风险[J]. *金融监管研究*, 2019(6): 1-20.
- [30] 温忠麟, 叶宝娟. 中介效应分析: 方法和模型发展[J]. *心理科学进展*, 2014(5): 731-745.
- [31] 宋献中, 胡珺, 李四海. 社会责任信息披露与股价崩盘风险——基于信息效应与声誉保险效应的路径分析[J]. *金融研究*, 2017(4): 161-175.
- [32] Sing M, Davidson W N. Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2003, 27(5): 793-816.
- [33] 陈耿, 严彩红. 代理冲突、激励约束机制与并购商誉[J]. *审计与经济研究*, 2020(2): 65-76.
- [34] 曹丰, 鲁冰, 李争光, 等. 机构投资者降低了股价崩盘风险吗? [J]. *会计研究*, 2015(11): 55-61.

[责任编辑: 杨志辉]

## M&A Goodwill, Goodwill Impairment and Mispricing of Stock

WANG Shengnian, HUANG Lanlan

(School of Economics and Management/Center for Corporate Governance and Management Innovation, Shihezi University, Shihezi 832000, China)

**Abstract:** Based on the frequent mergers and acquisitions of listed companies in recent years, this paper empirically examines the impact of M&A goodwill on stock mispricing by selecting Chinese A-share listed companies from 2007 to 2019. The study found that goodwill exacerbated the mispricing of the acquirer's stock, and the stock price of the company with high goodwill was seriously overvalued. The provision of goodwill impairment can convey incremental information to investors and alleviate the stock mispricing caused by goodwill. The intrinsic reason that M&A goodwill leads to stock price overvaluation is that the major shareholders and the management of listed companies use M&A and reorganization as a means to conduct "pseudo-market value" management, promote short-term stock price and achieve high reduction of holdings. It is found that accounting conservatism and investors sentiment play partial mediating roles in the influence of M&A goodwill on stock mispricing. The conclusion of this study is helpful for investors to correctly price the goodwill of merger and acquisition, and has certain enlightenment for improving the pricing efficiency of capital market and maintaining the stability of financial market.

**Key Words:** M&A goodwill; mispricing of stock; goodwill impairment; accounting conservatism; investors sentiment