

DOI: 10.19361/j.er.2020.02.06

券商监管与声誉价值： 中国证券市场治理与企业并购绩效

洪祥骏 赵 婧 马 征*

摘要：本文以券商因违规而被中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)处罚的外生冲击事件作为财务顾问声誉受损的度量指标,考察券商声誉对于并购绩效的影响,进而分析证监会对券商的处罚是否能实现全链条监管政策效应。本文发现券商受罚后会在短期内对并购绩效产生负面影响,降低并购估值,并延长并购审批完成时间。券商声誉受损会通过内在业务能力机制和外在投资者关注机制溢出到并购市场中。券商声誉价值主要来自券商能够获得政治资源,而非并购经验丰富或者对并购公司更熟悉。本文证明证监会对券商的处罚性监管是有效的。在政策建议上,监管部门应加强对券商业务的监管和规范,激励金融中介对声誉价值的重视,进而间接规范并购市场,实现证券市场有效治理,促进企业高质量发展。

关键词：处罚性监管;财务顾问;声誉损失;并购绩效;政治资源

一、引言

并购重组业务作为资本市场中优化资源配置的重要方式,对企业发展和产业升级有着不可替代的作用。2007—2017年我国并购市场交易金额持续增长,市场规模不断扩大,呈现蓬勃发展态势。与此同时,并购重组业务中的诸多乱象也屡见报端,如恶意炒壳、内幕交易、操纵市场等违法违规行为,构成并购重组“三高”问题。我国证监会明确提出要遏制“忽悠式”重组、盲目跨界重组等乱象,促进上市公司质量提升和资本市场稳定健康发展。

为了规范并购重组业务开展、保障投资者合法权益、维护市场秩序,中国证监会于2007年审议通过《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》。我国企业开始在并购重组中聘请财务顾问。财务顾问能够为企业提供专业服务,包括潜在标的筛选、尽职调查、交易方案设计、配套融资等。财务顾问的选择对企业并购绩效有着较为直接的影响,并购企业也越来越重视雇佣高声誉的财务顾问。

但是学术界对于财务顾问声誉在并购中发挥着怎样的作用,以及确切度量声誉价值都

*洪祥骏(通讯作者),清华大学经济管理学院,邮政编码:100084,电子信箱:hongxj.15@sem.tsinghua.edu.cn;赵婧,武汉大学经济与管理学院,邮政编码:430072,电子信箱:JingZ6668@163.com;马征,中信证券股份有限公司,邮政编码:100026,电子信箱:mamethyst@163.com。

感谢第2期《经济评论》编辑部开放日·审稿快线与会专家提出的宝贵修改意见,文责自负。

没有足够关注。目前国内外文献中针对财务顾问的声誉在并购中发挥作用的证据不够清晰,甚至存在矛盾(Golubov et al., 2012; Bodnaruk et al., 2009)。财务顾问拥有为并购提供关系租金和声誉鉴证的功能(宋贺、段军山, 2019),但与此同时,财务顾问也可能与并购方存在利益冲突(Rau, 2000),财务顾问仅仅完成并购交易获得佣金,而并不关注并购绩效提升。

在我国,由证监会对券商各项业务进行监管,其处罚直接对券商声誉造成影响。2011年证监会保荐信用监管系统首次公布对保荐机构和保荐代表人采取的监管措施和处罚记录。本文着重考察券商受罚导致声誉受损溢出到并购市场上的情景,探究券商作为保荐机构声誉受损对于其在并购重组业务中担任财务顾问的溢出效应。本文实证结果发现,券商受罚对于并购绩效会有短期的显著负向影响,降低并购估值,延长并购审批完成时间。

同时,我们发现券商声誉受损通过投资者关注渠道和内在能力渠道两方面影响并购绩效。本文采用券商过去参与并购的成功率来度量其内在能力,通过并购交易是否获得控制权来衡量投资者关注程度。当企业并购时所选择的财务顾问为成功率较低的券商时,相比那些成功率较高的券商,并购项目的累积超额收益率会降低更多。在券商受罚当年,获得控制权的并购活动相比没有获得控制权的并购,并购绩效受到负向影响更加显著,并购估值更低。

最后,我们研究发现政治关联作用机制能够解释券商声誉对于并购绩效的提升效应,而并购经验机制和对并购公司熟悉程度机制则作用较小。这说明在我国,政治资源往往对财务顾问起到重要影响,市场投资者会更加看重具有政治资源的财务顾问,从而认为具有较多政治关联的财务顾问具有更高的声誉。

本文可能的创新点在于:第一,我们利用证监会对券商处罚导致的声誉损害冲击较为外生地识别出券商的声誉,解决已有研究中对券商声誉度量不够精确的问题。我国大多数关于财务顾问声誉度量的研究主要参考国外的做法,依靠IPO市场或者并购市场中的市场份额(Carter and Manaster, 1990; Megginson and Weiss, 1991)、财务顾问参与并购的平均并购额排名、平均并购交易次数排名(Golubov et al., 2012)、券商收入(Bi and Wang, 2018)、IPO报告中承销商排名(Carter and Manaster, 1990)等。但是使用财务顾问的市场份额(Bao and Edman, 2011; Kale et al., 2003)或并购次数等方法不一定能准确衡量财务顾问的声誉。

第二,本文提出券商受罚溢出到并购市场的机制,以此来分析并购市场投资者是否会关注到证监会在IPO市场的处罚对券商声誉的损害,从而更加深入地分析证监会实施的政策能否实现金融市场全链条监管的目的。在现有文献中,与监管处罚相关的文献主要考虑券商受罚对于IPO市场的经济后果(陈运森、宋顺林, 2017; 易阳等, 2019),以及行政处罚对于审计质量和盈余质量的影响(朱春艳、伍利娜, 2009)。而对于监管处罚作用于并购市场的研究则较为匮乏。本文分析监管处罚对于券商在并购市场的声誉溢出机制,可以检验监管机构对于券商的规范和引导是否能够全面提升金融市场治理水平,为行政处罚的有效性提供进一步证据。

第三,在中国并购市场中,政治因素发挥着重要作用。但很多已有文献直接考虑的是政企关系对于并购重组的影响(Bi and Wang, 2018),很少从政府对于券商监管的角度来考察政府在并购重组中扮演的角色。本文对券商监管在并购市场中的作用进行实证检验,并提出政策建议。

本文具体研究结构如下:第二部分为文献综述;第三部分进行理论分析,在理论层面对券商受罚影响机制进行分析,并提出本文一系列理论假设;第四部分介绍样本数据及实证设计;第五部分给出实证结果及分析;第六部分进一步作出稳健性检验;第七部分提出总结。

二、文献综述

并购重组中财务顾问作为金融中介,其声誉问题一直引起金融学者们的研究兴趣,但是对于它的影响作用尚未形成统一结论。关于财务顾问声誉起到正面作用的研究主要侧重在关注财务顾问的信息优势及识别合适标的的作用,进而帮助股东实现财富收益(Bowers and Miller, 1990;Kale et al., 2003;Bao and Edmans, 2011;Golubov et al., 2012)。而更多的文献发现财务顾问的负面作用,一方面无法证实财务顾问能够帮助并购企业发现具有较高协同效应的标的,协商出更有利的条款(Bowers and Miller, 1990;Rau, 2000;Servaes and Zenner, 1996);另一方面,财务顾问也会为自己谋利,可以在市场中作为内部人达到控制公司的目的(Bodnaruk et al., 2009)。

财务顾问声誉的作用往往可以从获取并购者信息、提升并购企业社会资本、促进并购协同效应三个角度来理解。首先,在并购者信息获取上,财务顾问在降低并购买卖双方之间信息不对称方面发挥重要作用(Brealey et al., 1977),识别合适标的以及带来议价优势(Bowers and Miller, 1990),降低交易成本(Servaes and Zenner, 1996)。此外,在公司治理上,雇佣投资银行作为财务顾问能够对管理层相关能力不足予以弥补(Bowers and Miller, 1990),帮助并购方了解到更多信息,一定程度上降低并购成本。

其次,在社会资本方面,并购发生往往需要一定的社会关系才能克服信息不对称,进而实现更高绩效。社会关系广泛存在于金融市场中,比如投资银行与上市公司的关系(Fernando et al., 2012),并购双方的董事会之间的关系(陈仕华等,2013),而投资银行的声誉可以发挥社会资本的作用,替代并购企业与投资银行之间的社会关系。投资银行与并购方的关系将会形成关系租金(宋贺、段军山,2019),缩短并购双方信息沟通时间,提升并购效率。在中国目前的环境下,政府与市场有着紧密联系。高声誉财务顾问也可以通过政治关联帮助企业获得政治资源,使企业更容易被监管机构所信任,帮助企业更快获得审批通过(Bi and Wang, 2018)。政治资源对于企业在中国开展并购业务意义重大。一方面体现在经济上,经济欠发达地区往往政府管制更强。企业的政治关联层级越高,越有能力帮助企业获得经济资源,企业更容易进入市场化程度较低地区(蔡庆丰等,2017);另一方面,政治资源可以保护企业法律权益。潘红波等(2008)发现地方政府由于自身的政策性负担或政治晋升目标,会损害或支持当地国有上市公司;政治关联可以作为法律保护的替代机制来维护企业的合法权益。但是政治关联也存在“掠夺之手”,地方层级的政治关联有可能驱使当地政府控制的上市公司并购本地劣质资产(方军雄,2008),抑制企业跨地区并购;而中央政治关联则有助于企业实施区域外并购。

最后,在并购协同效应提升上,投资银行的选择会影响股东财富创造(Bowers and Millers, 1990),高声誉财务顾问能为并购项目带来长期稳定效益(Bao and Edmans, 2011)。在并购发生前,高声誉财务顾问对协同效应有更好的识别能力,通过寻找优质标的来为收购方创造更多价值(Golubov et al., 2012)。在并购过程中,高声誉财务顾问能够帮助企业进行

谈判,降低沟通成本,以及持续督导并促成并购交易(Johnston and Petacchi, 2017)。在并购之后,财务顾问能为并购方企业整合、一体化经营发展提供咨询服务(孙淑伟等,2017)。

三、理论分析

(一) 券商受罚声誉溢出效应

券商信息生产能力对于并购具有重要作用(Chemmanur and Fulghieri, 1994)。券商需对标的企业进行尽职调查,才能帮助并购方确定并购双方是否能够产生较好的优势互补,形成协同效应。而券商中的信息资源和研究团队往往集中在研究部门,这导致券商的IPO部门和并购部门尽职调查能力相当,信息渠道类似。投资银行的声誉往往与它的市场份额和执业质量有关(徐浩萍、罗炜,2007),声誉高的券商能够在IPO领域帮助更多高质量公司上市。如果一家券商因在保荐业务中违规操作而被证监会处罚,它担任承销商时的声誉也会受到严重影响,这意味着它在尽职调查、内部控制、交易设计等方面存在业务能力上的缺陷^①,那么它可能也会无法胜任并购重组业务财务顾问的角色。

声誉本身体现财务顾问的内部尽职调查能力和执业质量,以及其在相关领域的经验和掌握的信息(张学勇、张秋月,2018)。具有良好声誉的财务顾问可以帮助并购方鉴别出高协同效应的并购标的,并且风险更低(Bao and Edmans, 2011)。财务顾问在选择标的、交易方案设计等方面可能同样存在问题^②,导致并购的交易价值不高。投资者也可能对券商受罚事件有所行动,使得并购项目估值发生变化。因此券商在保荐业务上声誉下降的影响会溢出到并购市场上。同时监管机构对于受罚券商所参与的并购项目会更加关注,从而加强监管。具体体现在并购审批通过的时间会增加。本文利用并购从公告发布日到并购完成日之间的时间长度来测度并购监管时间成本。对并购企业来说,企业可能会因为监管审批时间过长而错过某些交易机会,或者产生新的市场风险,所以监管审批时间越长,企业并购绩效越低。由此可以得出第一个假说:

假说1:券商受罚的当年,它所参与的并购业务估值下降,审批时间变长。

除了考虑声誉受损当年对于并购绩效的影响,一个更重要的问题是监管机构对于券商的处罚措施是否有效果,即券商在受到处罚之后几年里是否会提升自己的业务能力,提供更加专业的财务顾问服务,帮助并购企业提升并购绩效。同时需要考察券商需要多久才能从声誉受损负面影响中恢复,甚至能够有所进步,实现比受罚前更高的并购绩效。这也是对证监会处罚监管体系有效性的检验,由此得到第二个假说:

假说2:券商受罚之后的几年里,它所参与的并购项目估值会上升,审批时间缩短。

(二) 内部业务能力机制与外部投资者关注机制

在检验声誉受损溢出效应存在性之后,还需要考察前面对于声誉溢出机制的分析是否

^①我国主要依据2017年修订的《证券发行上市保荐业务管理办法》对保荐人采取监管措施。若保荐人未诚实守信、勤勉尽责地履行保荐相关义务,中国证监会将对其采取相应监管措施,并对其声誉造成较大负面影响。

^②根据《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》《上市公司收购管理办法》《上市公司重大资产重组管理办法》,企业需要聘请独立财务顾问的情形包括:收购上市公司、要约收购、重大资产重组、投资者及其一致行动人为上市公司实际控制人、企业存在虚假记载、误导性陈述、擅自实施重大资产重组等事宜。

合理。券商在从事保荐业务时声誉下降,可能通过内部业务能力机制或外部投资者关注机制溢出到并购市场。

首先,业务能力良好的券商往往可以作为金融中介,具有法律、财务等方面专业知识优势以及声誉公信力,维护资本市场秩序(Johnston and Petacchi, 2017)。其次,券商可以帮助督促并购企业补充披露标的方的历史信息和前瞻信息,缓解逆向选择,降低信息不对称(Muslu et al., 2015),保障公司信息披露真实、准确、完整,保护中小投资者利益(Li and Liu, 2017)。

若内部业务能力机制是正确的,那么券商作为保荐机构受罚说明其业务能力不济,从而导致并购项目绩效降低。为了对这个机制进行检验,本文采用券商当年的并购项目成功率来衡量其业务能力,成功率越高则代表业务能力越强。对业务能力强的券商来说,在保荐业务职能上声誉受损时,往往不代表它在从事并购活动时能力出现问题,因此并购绩效会受到更少影响。根据内部业务能力机制的分析,可以得到如下假说:

假说3:(内部业务能力机制)并购项目成功率较高的券商在面临证监会处罚当年,并购绩效下降的程度更小些。

事实上,声誉溢出机制很可能不是通过内在业务能力,而是通过外在因素来实现的。本文认为最主要的外在因素是投资者的关注。根据归因理论和社会推断理论(Hastie, 1983),当投资者的注意力有限时,他们往往会具有基本归因偏好,高估内在因素,忽视外在因素,从而导致他们容易将同一主体一个结果与其他结果之间相关联,比如IPO市场和并购市场上的表现。

当投资者更容易关注到某个并购项目的市场信息时,他们就更易了解到参与该并购的财务顾问的信息(Cohen and Dean, 2010),从而将券商在IPO市场上的声誉受损联想到并购市场中来。券商受罚后,投资者会对由该券商承担财务顾问的并购重组项目同样持怀疑态度,导致投资者下调对受罚券商所参与的并购活动估值。

在这里考虑另外一个指标,即并购活动的重要程度。在本文中,并购活动的重要程度用并购重组项目是否获得标的企业的控制权来度量。若外部投资者关注机制是正确的,那么当某起并购项目获得标的企业的控制权时,它的重要性就更大,就会更吸引投资者的关注,投资者会更多地了解担任并购财务顾问的券商受处罚的情况,从而其并购绩效会受更大影响。由此可以得到如下假说:

假说4:(外部投资者关注机制)在券商面临受罚当年,重要性程度较高的并购项目绩效下降程度更大些。

(三) 券商声誉价值

本文希望进一步考虑券商声誉在并购绩效提升上的具体作用,即券商声誉提升并购绩效的作用机理,主要探究以下三个方面的作用:监管审批政治资源的获取、并购项目经验以及对于并购企业的熟悉程度。

1. 政治资源

当券商拥有政治资源时,可以通过政治关联与监管部门实现更便捷的沟通(Bi and Wang, 2018),帮助项目更快地获得审批。政治资源往往可以为企业获得更多经济上的优势(蔡庆丰等, 2017),或者保护企业产权免受损害(潘红波等, 2008)。拥有较多政治关联的财

务顾问往往也能够通过获得较高的政治资源来帮助企业实现较高的并购绩效,故政治资源是券商声誉价值的主要组成部分。当券商声誉因为外部冲击而受损时,拥有政治资源较多的券商所参与的并购项目的绩效如果下降更多的话,那么就说明券商的声誉对于并购价值的提升作用是通过券商获取政治资源的能力来实现的。由此可以得到如下假说:

假说5:(政治关联)在面临证监会处罚当年,拥有政治关联的券商参与的并购绩效下降的程度更大些。

2. 并购经验

券商声誉也体现在并购经验上,如并购经验丰富的券商往往可以依靠经验寻找到更好的标的,进而提升并购价值。高声誉财务顾问对协同效应有更好的识别能力(Golubov et al., 2012),同时发挥出更专业的谈判功能,持续督导并购双方履行并购相关承诺(宋贺、段军山, 2019),在并购完成后针对并购双方的资源进行整合(Johnston and Petacchi, 2017)。当券商声誉受损时,如果并购经验丰富的券商参与并购交易的价值受损程度更大,监管机构的审批时间延长更多,那说明券商声誉的价值更多体现在并购经验的丰富程度。根据分析有如下假说:

假说6:(并购经验)在面临证监会处罚当年,并购经验丰富的券商参与的并购绩效下降的程度更大些。

3. 熟悉程度

券商也可能由于对并购方企业更加熟悉,从而帮助并购企业获得更大的并购协同效应,提升并购绩效。券商与并购企业的熟悉程度将会形成一种关系租金(宋贺、段军山, 2019),缩短并购双方信息沟通时间,提升并购效率。与此同时,投资银行声誉可以发挥社会资本的作用,其作用与并购企业和投资银行之间的社会关系类似(李沁洋等, 2018),当券商声誉受损时,如果对并购方更熟悉的券商参与的并购交易价值受损程度更大,监管审批时间延长更多,则说明券商声誉的价值体现在对并购方的熟悉程度上。因此有如下假说:

假说7:(熟悉程度)在面临证监会处罚当年,对并购企业更熟悉的券商参与的并购绩效下降程度更大些。

(四) 理论分析逻辑框架

本文理论分析逻辑框架如图1所示。

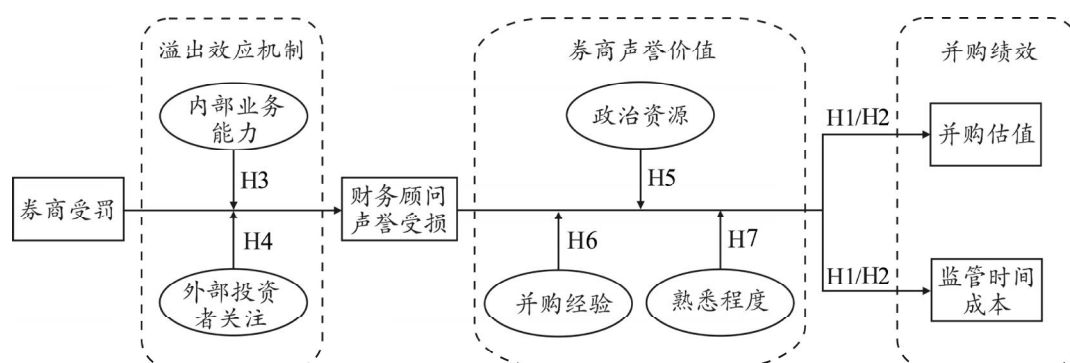


图1 理论分析逻辑框架图

根据假说,券商在保荐业务中受到的处罚会通过内部业务能力机制或外部投资者关

注机制溢出到财务顾问业务当中来,声誉对提升并购绩效的价值可能体现在政治资源、并购经验和券商对并购企业的熟悉程度等方面,券商受罚在短期内会降低并购项目绩效,主要体现在并购估值和监管审批时间成本两方面。本文实证研究将对各个理论假说一一进行验证。

四、样本数据及实证设计

(一) 样本选择与数据来源

本文使用汤姆逊-路透 SDC 金融数据库中 2004—2017 年财务顾问(券商)并购交易数据进行研究^①,使用 Compustat Global 数据库中中国上市公司股票数据计算并购累积超额收益率(CAR);券商受罚数据来自中国证监会网站;企业 IPO 过程中券商资料,以及 2008—2017 年券商董事、监事和高管的政治背景数据,主要来自国泰安数据库。

并购交易数据按照以下条件进行筛选得到最终样本:(1)并购交易中收购方聘请财务顾问;(2)交易规模大于 100 万美元;(3)相关财务数据完整。经过筛选,共得到样本 2 191 个。在后续对不同假说的实证检验中,随着筛选条件变化样本数量也可能发生变化,将在相应实证结果中进行呈现。

(二) 模型构建

本文主要采用固定效应回归模型来研究券商受罚导致的声誉受损对于并购绩效的影响。构建的计量模型如式(1)所示。

$$Y_{iFt} = \alpha_F + \lambda_t + \beta_0 \text{Penalty_}0_{Ft} + \sum_{p=1}^5 \beta_p \text{Penalty_}p_{Ft} + \gamma \text{Controls}_{it} + \epsilon_{iFt} \quad (1)$$

式(1)中:下标 i 表示并购企业, F 表示担任财务顾问的券商, t 表示年度。被解释变量 Y_{iFt} 包括累积超额收益率 $\text{CAR}(-1,1)$ 和并购审批完成时间 LogCompleteTime 。 α_F 表示券商固定效应, λ_t 表示年度固定效应。 $\text{Penalty_}0_{Ft}$ 为虚拟变量,当券商在并购方从事并购活动当年受到证监会处罚时为 1,否则为 0。 $\text{Penalty_}p_{Ft}(p=1, \dots, 5)$ 也为虚拟变量,若券商在并购发生前第 p 年受到证监会处罚则为 1,否则为 0。 Controls_{it} 代表其他控制变量。在该模型中,需要考察券商受罚声誉冲击的系数 β_0 是否显著为负来检验券商受罚对并购绩效的短期影响。 β_p 反映受罚后随着时间推移,券商担任财务顾问的并购项目的绩效受影响程度。

(三) 变量定义

1. 被解释变量

被解释变量主要包括企业并购价值和并购监管时间成本。

企业并购价值衡量的是企业在资本市场中能够带给股东的财富大小,也体现市场投资者对于该并购事件的估值。本文采用并购公告日前后一天里累积超额收益率 $\text{CAR}(-1,1)$ 来对其进行衡量。 $\text{CAR}(-1,1)$ 的计算参照 Frésard 等(2017)使用两因子模型,以并购公告前 250 天到并购交易公告前 30 天作为估计期,通过国际市场收益率(MSCI 指数收益率)和当地资本市场收益率预测出企业在并购公告窗口期 $(-1,1)$ 的基准收益率。用企业实际收益

^①中国证监会从 2004 年开始有对券商处罚的案例。

率减去基准收益率即可计算出累积超额收益率 $CAR(-1,1)$ 。

并购的监管时间成本采用并购完成所需时间长度对数 (LogCompleteTime) 来衡量,当监管审批通过所需时间越长时,并购企业面临的时间成本就越大。

2. 解释变量

解释变量主要考虑券商声誉受损的事件冲击,采用并购方雇佣的券商在并购发生当年是否被证监会处罚来衡量。同时,为了度量声誉受损的溢出效应时间长度,分别将并购发生前一年、前两年、前三年、前四年、前五年券商是否被证监会处罚作为解释变量。

3. 中介变量

在机制检验上,首先考虑声誉溢出效应的影响机制为内部业务能力机制和外部投资者关注机制,分别使用券商并购项目失败率 (WithdrawRate),以及并购交易是否获得标的企业控制权 (ControlRight) 来衡量。并购项目中途撤销比率较低的券商往往业务能力较强,当他们参与到并购活动中时,更不容易受到声誉受损的影响;若并购交易能获得标的企业控制权,则意味着兼并活动导致标的企业的股权结构产生重大调整,会对市场造成较大影响,也会受到投资者更多的关注。

进一步,我们将分析券商声誉提升并购绩效的具体价值,分别考察券商的政治资源获取能力、并购活动的业务经验以及对并购方的熟悉程度是否在声誉受损对并购绩效的影响中扮演重要角色。

券商对于政治资源的获取能力采用券商是否具有政治关联 (PCAdvisor) 来进行衡量,即考察券商的董事、监事和高管是否现在或曾经在政府部门履职。当券商的董事、监事和高管有政府背景时,他们往往与监管部门更为熟悉,能够帮助券商获取更多政治资源,从而在项目沟通和审批上更有优势。由于 CSMAR 数据库中的数据可得性,我们考察的是券商 2008—2017 年的政治关联情况。

券商并购活动的业务经验 ($\text{ExperiencedAdvisor}$) 主要通过该券商在当年参与过的并购交易次数是否在所有券商中位列前十来考察。当年参与过较多次数并购的券商,可以认为具有较丰富的并购经验。

最后,券商对并购方的熟悉程度方面,主要的衡量指标是该券商是否曾经参与该并购企业的 IPO 活动 (IPOAdvisor)。若券商曾参与过这家并购企业的 IPO 过程,则会对企业的基本情况、运营模式、盈利点、融资方式等更为熟知,也掌握更多相关的一手资料,能够在并购过程中为并购企业提供更合适的方案,因此可以反映券商对并购方的熟悉程度。

4. 控制变量

在控制变量的选取上,由于被解释变量主要与并购方绩效、并购交易有关,因此我们主要考虑并购方和并购交易层面的控制变量。本文参考并购效率研究中已有文献的相关做法 (Golubov et al., 2012; 徐静等, 2012), 在并购交易层面的控制变量包括并购交易金额 (LogDealValue) 以及并购支付方式 (AllCash); 在并购方层面的控制变量包括企业是否为国有企业 (SOE Dummy)、企业资产总额 (LogAssets)、杠杆率 (Leverage)、账面市值比 (Book to Market) 以及资产收益率 (ROA)。

本文所涉及的所有变量定义如表 1 所示。

表 1

变量定义

变量	变量描述	变量定义
$CAR(-1,1)$	累积超额收益率	根据并购事件前后一天累积的实际收益减去两因子模型估计出的企业预期收益
$LogCompleteTime$	并购审批完成时间	计算并购公告发布日到并购生效日所经历的时间长度,再取自然对数
$Penalty_t$	并购发生前 t 年券商是否被处罚	并购发生之前的第 t 年里,所雇佣的券商是否被证监会处罚($t=0$ 表示并购当年,变量名简写为 $Penalty$)
$WithdrawRate$	券商并购项目失败率	若券商当年参与的并购失败次数大于全样本中券商失败次数的中位数则定义为 1,否则定义为 0
$ControlRight$	并购是否获得控制权	若并购中并购方收购标的企业的股权比例占到 50% 以上则为 1,否则为 0
$PCAdvisor$	雇佣的券商是否具有政治资源	若并购中雇佣的券商的董事、监事、高管中过去有在政府部门任过职则定义为 1,否则为 0
$ExperiencedAdvisor$	是否雇佣经验丰富的券商	若并购中雇佣的券商当年参与到的并购数量在中国所有券商中排名前 10 则定义为 1,否则定义为 0
$IPOAdvisor$	雇佣的券商是否曾参与过并购企业 IPO	若并购中雇佣的券商曾经参与过并购企业的 IPO 则定义为 1,否则为 0
$LogDealValue$	并购交易金额	并购总金额的自然对数
$AllCash$	支付方式	若并购支付方式为完全使用现金则为 1,否则为 0
SOE_Dummy	是否为国有企业	若并购企业所有权性质为国有企业则为 1,所有权性质为民营企业则为 0
$LogAssets$	企业资产总额	并购企业当年的资产总额取自然对数
$Leverage$	杠杆率	并购企业总负债与总资产的比值
$Book\ to\ Market$	账面市值比	并购企业权益账面价值与市场价值的比值
ROA	资产收益率	并购企业净利润与总资产的比值
$Target\ SOE\ Dummy$	标的企业是否为国有企业	若标的企业所有权性质为国有企业则为 1,所有权性质为民营企业则为 0
$Log\ Target\ Assets$	标的企业资产总额	标的企业当年的资产总额取自然对数
$Target\ Leverage$	标的企业杠杆率	标的企业总负债与总资产的比值
$Target\ Book\ to\ Market$	标的企业账面市值比	标的企业权益账面价值与市场价值的比值
$Target\ ROA$	标的企业资产收益率	标的企业净利润与总资产的比值

五、实证结果及分析

(一) 描述性统计结果与分析

我们对本文涉及的各部分变量进行描述性统计,结果如表 2 所示。

平均而言,使用财务顾问的并购交易三日累积超额收益率为 3.7%,5.6%的并购交易中的券商受到证监会的处罚,样本中约 85%的并购项目中收购方取得控制权,约 27%的并购交易的财务顾问拥有政治资源,43%的并购项目雇佣交易经验丰富的财务顾问,9.9%的并购方选择的财务顾问和他们在 IPO 时选择的保荐机构为同一家券商。

我们进一步将券商受罚情况进行逐年统计,如图 2 所示。我们看到在 2014 年和 2016 年左右券商受到较为严重的处罚,分别有 9 家券商受到处罚,这可能与这些年的股市行情处于顶峰有关,由于证监会放松对首次公开募股发行的限制,券商也放松对自身业务能力的要求,或者盲目追求承销数量,导致违规操作而受罚。

表 2 变量描述性统计

变量	数量	平均值	标准差	25%分位数	中位数	75%分位数
$CAR(-1,1)$	2 191	0.037	0.09	-0.014	0.006	0.095
$LogCompleteTime$	1 451	5.318	0.759	4.99	5.361	5.799
$Penalty$	2 191	0.056	0.23	0	0	0
$WithdrawRate$	2 191	0.563	0.496	0	0	1
$ControlRight$	2 191	0.851	0.356	1	1	1
$PCAdvisor$	2 191	0.273	0.446	0	0	1
$ExperiencedAdvisor$	2 191	0.431	0.495	0	0	1
$IPOAdvisor$	2 191	0.099	0.299	0	0	0
$LogDealValue$	2 191	4.652	1.493	3.727	4.732	5.686
$AllCash$	2 191	0.15	0.357	0	0	0
$SOE\ Dummy$	2 191	0.09	0.287	0	0	0
$LogAssets$	2 191	8.37	1.475	7.418	8.199	9.122
$Leverage$	2 191	0.29	0.35	0.11	0.23	0.387
$Book\ to\ Market$	2 191	0.458	3.711	0.152	0.262	0.462
ROA	2 191	0.887	4.925	0.011	0.034	0.08
$Target\ SOE\ Dummy$	499	0.124	0.330	0	0	0
$Log\ Target\ Assets$	499	8.864	2.173	7.587	8.688	9.895
$Target\ Leverage$	380	6.722	80.613	0.225	0.507	0.763
$Target\ Book\ to\ Market$	359	0.634	1.024	0.203	0.371	0.712
$Target\ ROA$	433	3.189	10.711	1.919	4.045	7.020

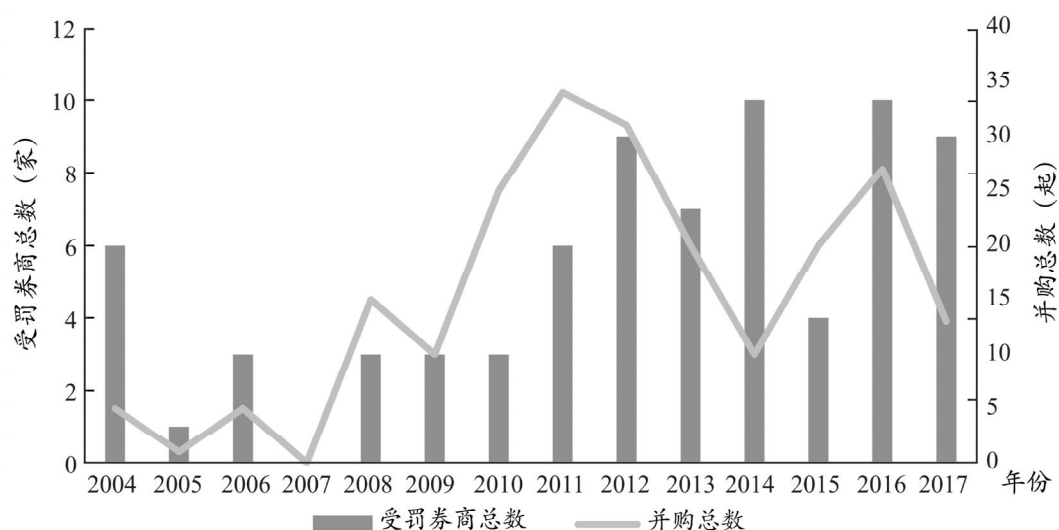


图 2 受罚券商及并购总数按年分布

(二) 对券商受罚声誉溢出效应的存在性及其持续期限的检验

本文对式(1)的模型进行回归,得到的结果如表 3 所示。我们将年份固定效应表示为 $YearFixed$,将券商个体的固定效应表示为 $AdvisorFixed$ 。

针对主回归模型结果,我们发现无论是否考虑券商固定效应,并购累积超额收益率均与财务顾问受罚显著负相关,而并购审批完成时间均与财务顾问受罚显著正相关。这说明券商在受罚当年所参与的并购项目中,投资者会对于并购事件给予较低估值,并购实现超额收益率会降低,同时并购审批所需时间成本增加,并购绩效受到负面影响,券商受罚声誉溢出效应确实存在,假说 1 得到验证。

我们发现在并购发生前 1~5 年间出现声誉受损对当年并购绩效没有显著影响,说明券

商在面临证监会的处罚冲击时,声誉受损对并购绩效往往是短期影响。

表 3 券商受罚溢出效应实证检验结果

变量	CAR(-1,1)		LogCompleteTime	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Penalty_0</i>	-0.021 ** (-2.46)	-0.029 *** (-2.75)	0.291 *** (4.33)	0.216 ** (2.22)
<i>Penalty_1</i>	-0.001 (-0.10)	-0.004 (-0.34)	0.146 ** (2.02)	0.073 (0.74)
<i>Penalty_2</i>	0.007 (0.80)	0.002 (0.19)	-0.073 (-1.30)	-0.055 (-0.56)
<i>Penalty_3</i>	-0.002 (-0.26)	-0.008 (-0.86)	0.192 *** (3.86)	0.170 ** (2.01)
<i>Penalty_4</i>	0.001 (0.11)	-0.006 (-0.63)	0.062 (1.22)	0.075 (0.93)
<i>Penalty_5</i>	0.007 (0.96)	-0.003 (-0.27)	0.035 (0.55)	0.046 (0.55)
<i>LogDealValue</i>	0.009 *** (7.19)	0.007 *** (4.52)	0.120 *** (8.19)	0.098 *** (6.54)
<i>AllCash</i>	-0.020 *** (-3.79)	-0.019 *** (-2.70)	-0.411 *** (-5.32)	-0.223 ** (-2.36)
<i>SOE Dummy</i>	-0.004 (-0.67)	0.002 (0.19)	0.271 *** (4.13)	0.128 * (1.82)
<i>LogAssets</i>	-0.006 *** (-5.07)	-0.003 (-1.64)	-0.078 *** (-4.78)	-0.059 *** (-3.25)
<i>Leverage</i>	-0.000 ** (-2.48)	-0.000 (-0.90)	-0.002 (-1.44)	-0.000 (-0.16)
<i>Book to Market</i>	0.000 (1.15)	-0.016 ** (-2.08)	-0.006 *** (-3.79)	0.195 ** (2.57)
<i>ROA</i>	-0.000 (-0.37)	0.000 (0.40)	-0.009 (-1.58)	-0.003 (-0.60)
<i>Constant</i>	0.049 *** (4.55)	0.043 *** (2.79)	5.395 *** (43.54)	5.269 *** (35.28)
<i>YearFixed</i>	YES	YES	YES	YES
<i>AdvisorFixed</i>	NO	YES	NO	YES
Obs.	2 191	1 978	1 693	1 496
<i>R</i> ²	0.157	0.258	0.179	0.388

注:***表示 $p < 0.01$, **表示 $p < 0.05$, *表示 $p < 0.1$, 括号中为 t 值, 使用稳健标准误计算得出。下同。

(三) 对券商受罚声誉溢出的机制检验

1. 内部业务能力机制

本文对计量模型进行分样本回归,来验证券商受罚声誉溢出机制。根据券商并购项目失败率高低进行分组来验证内部业务能力机制是否正确,我们将分组变量 *High Withdraw* 定义为项目失败率 *WithdrawRate* 大于全样本所有并购交易的项目失败率中位数;*Low Withdraw* 定义为项目失败率 *WithdrawRate* 小于全样本所有并购交易的项目失败率中位数。结果如表 4 所示。

我们发现当企业并购所选择的财务顾问为成功率较低(失败率较高)的券商时,相比那些成功率较高(失败率较低)的券商,并购项目累积超额收益率会降低更多,与假说 3 相一致,说明内部业务能力机制是成立的,即券商受罚体现其业务能力的不足,会通过保荐业务上的声誉受损溢出到并购业务中。

表 4 内部业务能力机制实证检验结果

变量	CAR(-1,1)		LogCompleteTime	
	High Withdraw	Low Withdraw	High Withdraw	Low Withdraw
	(1)	(2)	(3)	(4)
Penalty_0	-0.040*** (-2.93)	-0.001 (-0.04)	0.135 (1.11)	0.458 (1.57)
Penalty_1	-0.001 (-0.07)	0.001 (0.03)	0.147 (1.13)	-0.279 (-1.27)
Penalty_2	-0.001 (-0.11)	-0.043 (-1.11)	0.065 (0.52)	-0.309 (-0.95)
Penalty_3	-0.005 (-0.37)	-0.033 (-1.38)	0.083 (0.67)	0.174 (0.76)
Penalty_4	-0.017 (-1.50)	0.093*** (2.71)	0.176* (1.80)	-0.244 (-0.62)
Penalty_5	0.001 (0.04)	-0.003 (-0.12)	0.046 (0.44)	0.048 (0.17)
Controls	YES	YES	YES	YES
YearFixed	YES	YES	YES	YES
AdvisorFixed	YES	YES	YES	YES
Obs.	1 201	754	860	624
R ²	0.269	0.392	0.298	0.517

2. 外部投资者关注机制

进一步对假说 4 进行检验,即外部投资者关注机制是否会影响并购绩效,实证检验结果如表 5 所示。

表 5 外部投资者关注机制实证检验结果

变量	CAR(-1,1)		LogCompleteTime	
	ControlRight	NonControl	ControlRight	NonControl
	(1)	(2)	(3)	(4)
Penalty_0	-0.038*** (-3.20)	0.012 (0.68)	0.271** (2.55)	-0.026 (-0.10)
Penalty_1	-0.003 (-0.23)	0.004 (0.10)	0.109 (1.03)	0.106 (0.33)
Penalty_2	-0.003 (-0.26)	0.047 (1.47)	0.003 (0.03)	-0.350 (-1.13)
Penalty_3	-0.013 (-1.34)	0.033 (1.02)	0.207** (2.27)	0.166 (0.58)
Penalty_4	-0.011 (-1.09)	0.022 (0.79)	0.123 (1.50)	-0.146 (-0.45)
Penalty_5	-0.010 (-0.87)	0.057** (2.47)	0.123 (1.30)	-0.203 (-0.89)
Controls	YES	YES	YES	YES
YearFixed	YES	YES	YES	YES
AdvisorFixed	YES	YES	YES	YES
Obs.	1 673	244	1 264	183
R ²	0.262	0.496	0.379	0.606

我们依据并购是否获得控制权来进行分组回归,发现在券商受罚当年,获得控制权的并购活动相比没有获得控制权的并购,并购绩效受到负向影响更加显著,并购估值更低。这与假说4一致,获得控制权的并购能够获得更多投资者关注,一旦财务顾问受罚,则被给予更低估值,说明外部投资者关注机制确实可以解释声誉受损在并购业务中的溢出效应。

此外,我们也发现获得控制权并购相比未获得控制权并购有更长的审批完成时间,这可能与获得控制权的并购交易往往更为复杂有关。当券商声誉受损时,监管机构往往会更加慎重,所以需要更长的审批时间。

综上所述,我们验证财务顾问受罚的声誉在并购绩效上的溢出效应既有内部业务能力机制的影响,也有外部投资者关注机制的影响,与一般直觉相吻合。

(四) 对券商声誉价值的检验

在券商声誉价值的检验部分,本文重新将并购发生前 p 年($p=0,1,\dots,5$)券商是否受到证监会处罚的虚拟变量 $Penalty_p$,合并为 $Penalty$ 。当券商在并购方从事并购活动的当年以及前五年内受到证监会处罚时, $Penalty$ 为 1,否则 $Penalty$ 为 0。我们进一步引入中介变量 $Treated$ 与 $Penalty$ 进行交乘,考察交乘项的估计系数是否显著为负。这是因为当 $Penalty$ 的估计系数显著为负时,如果券商的某个类型会成为解释券商声誉与并购绩效的因素,那么券商受罚事件冲击与券商类型的交乘项的估计系数就应该与券商声誉损失的估计系数符号相一致,即为负数。

为了排除数据上的偏差和一些混杂变量的影响,最大程度地保证对照组和试验组数据的可比性,我们通过倾向性评分匹配(Propensity Score Matching, PSM)的方法,分别对券商是否具有政治关联、是否富有并购经验、是否熟悉并购企业等方面进行一对一匹配。首先采用 logit 模型计算倾向值,其次采用最邻近匹配方法进行得分匹配。在匹配过程中确保匹配成功的试验组和对照组样本具有相似的并购交易规模、相似的企业总资产规模、相同行业以及相同年份。

1. 政治资源

我们考察券商声誉价值时,主要关注券商声誉在并购过程中哪方面发挥作用。首先考虑并购过程中政治资源是否能够帮助提升并购价值,相关实证检验结果如表6第(1)栏所示。

在中国,券商声誉能够帮助提升并购绩效的重要因素就是拥有更多政治资源、具有较高声誉的券商能够更好地整合市场资源与政治资源,帮助券商所参与的并购活动实现更高的绩效。研究结果显示 $Penalty$ 和 $PCAdvisor$ 交乘项的估计系数显著为负,说明有政治资源的券商在受到处罚当年,相比没有政治资源的券商,在并购绩效上会有更多下降。

2. 并购经验

为考察并购过程中财务顾问的并购经验是否能够帮助提升并购价值,我们将变量 $ExperiencedAdvisor$ 代入 $Treated$ 进行回归,相关实证检验结果如表6第(2)栏所示。

实证结果表明 $Penalty$ 和 $ExperiencedAdvisor$ 交乘项的估计系数为正,说明并购经验排名前10的券商,相比并购经验较少的券商,在受到证监会处罚后声誉损害影响会较小些。这与我们假说相违背,说明券商声誉能够提升并购绩效,但并不是通过较丰富的并购经验来实现的。恰恰相反,券商在声誉受损之后,并购经验能够对声誉形成一种互补作用。拥有较多并购经验的券商能够在声誉受损后找到补救措施,继续帮助其在行使并购重组财务顾问的职能时提升并购绩效。而从另一个角度来看,当一家券商的并购经验不足时,较高的声誉能

够对其进行弥补,帮助券商在参与的并购中收获较高评价,提高并购绩效。因此我们发现并购经验其实能够帮助券商缓解声誉损害的影响。

3.对并购企业的熟悉程度

本文继续考察并购过程中财务顾问对并购企业的熟悉程度是否能够帮助提升并购价值,将变量 *IPOAdvisor* 代入 *Treated* 进行回归,相关实证检验结果如表 6 第(3)栏所示。

我们发现在券商受到证监会处罚冲击当年,无论并购重组财务顾问是否参与过该并购企业的 IPO 过程,并购带来的累积超额收益率都没有显著区别,这说明券商对并购企业的熟悉程度并不是券商声誉提升并购绩效的主要机制。

表 6 声誉价值作用渠道实证检验结果

变量	被解释变量: $CAR(-1,1)$		
	$Treated = PCAdvisor$	$Treated = ExperiencedAdvisor$	$Treated = IPOAdvisor$
	(1)	(2)	(3)
<i>Treated</i>	0.024 (1.37)	0.008** -2.03	0.01 -1.12
<i>Penalty</i>	0.021 (1.27)	-0.056*** (-2.94)	-0.021* (-1.95)
<i>Penalty</i> × <i>Treated</i>	-0.071*** (-3.50)	0.042** -1.97	-0.023 (-1.10)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES
<i>YearFixed</i>	YES	YES	YES
<i>AdvisorFixed</i>	YES	YES	YES
Obs.	1 978	1 978	1 978
R^2	0.263	0.16	0.258

综上所述,本文研究发现券商声誉对于并购绩效影响的作用机制主要是获取更多的政治资源,而不是由于较丰富的并购经验或者是对并购企业更为了解。此外,较多的并购经验对于券商受罚所带来的声誉损害有一定缓解作用。

六、稳健性检验

(一) 安慰剂检验

为了确保本文对券商声誉溢出效应估计是由于财务顾问受罚这一事件冲击导致的,我们还需要进行安慰剂检验。

具体检验方法是假设券商受罚这一事件发生在其他年份,根据券商受罚的数据,假定受罚时间向前或向后推移一年、两年、三年,构造出 6 个虚拟变量 *FalsePenalty* 来表征假设的券商受罚事件冲击。我们将这些虚拟变量代替 *Penalty* 变量加入模型中,即式(1)中进行回归,得到检验结果如表 7 所示。我们发现,如果财务顾问受罚时间发生变化,无法得到假说 1 中的结论,则我们可以通过安慰剂检验。

(二) 控制行业、地区固定效应

我们在券商业务能力和控制权获取与否的分样本检验中控制行业固定效应和省份固定效应,从而能够纳入行业和地区方面不随时间变化的因素,缓解遗漏变量问题,防止相关因素对实证结果造成干扰。

本文在主回归模型中加入行业和地区固定效应,并依照券商并购项目成功率、并购交易是否获得控制权进行分样本检验,得到与主回归模型一致的结果,如表 8 所示。

表 7 实证结果的安慰剂检验

变量	被解释变量: $CAR(-1,1)$					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>FalsePenalty</i> (-3)	-0.005 (-0.52)					
<i>FalsePenalty</i> (-2)		0.009 (0.99)				
<i>FalsePenalty</i> (-1)			-0.006 (-0.67)			
<i>FalsePenalty</i> (1)				0.000 (0.02)		
<i>FalsePenalty</i> (2)					0.009 (0.89)	
<i>FalsePenalty</i> (3)						0.001 (0.14)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>YearFixed</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>AdvisorFixed</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Obs.	1 978	1 978	1 978	1 978	1 978	1 978
R^2	0.254	0.254	0.254	0.254	0.254	0.254

表 8 控制行业、地区固定效应的实证结果

Panel A: 内部业务能力机制

Dep = Subgroup	$CAR(-1,1)$		$LogCompleteTime$	
	<i>High Withdraw</i>	<i>Low Withdraw</i>	<i>High Withdraw</i>	<i>Low Withdraw</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Penalty_0</i>	-0.037 *** (-2.59)	-0.011 (-0.51)	0.154 (1.30)	0.484 (1.37)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES
<i>YearFixed</i>	YES	YES	YES	YES
<i>AdvisorFixed</i>	YES	YES	YES	YES
<i>IndustryFixed</i>	YES	YES	YES	YES
<i>ProvinceFixed</i>	YES	YES	YES	YES
Obs.	1 115	574	812	508
R^2	0.393	0.588	0.436	0.645

Panel B: 投资者关注机制

Dep = Subgroup	$CAR(-1,1)$		$LogCompleteTime$	
	<i>ControlRight</i>	<i>NonControl</i>	<i>ControlRight</i>	<i>NonControl</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Penalty_0</i>	-0.037 *** (-3.07)	0.030 (0.72)	0.206 * (1.82)	-0.395 (-0.48)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES
<i>YearFixed</i>	YES	YES	YES	YES
<i>AdvisorFixed</i>	YES	YES	YES	YES
<i>IndustryFixed</i>	YES	YES	YES	YES
<i>ProvinceFixed</i>	YES	YES	YES	YES
Obs.	1 488	171	1 151	128
R^2	0.354	0.818	0.466	0.889

(三) 控制标的企业特征

本文进一步考虑并购绩效会受到标的企业特征的影响,控制住标的企业是否为国有企业(*Target SOE Dummy*)、标的企业资产总额(*Log Target Assets*)、标的企业杠杆率(*Target Leverage*)、标的企业账面市值比(*Target Book to Market*)、标的企业资产收益率(*Target ROA*)。由于标的企业往往以非上市公司为主,较少披露财务数据,在控制标的企业特征后,回归结果的样本数会有所减少。本文在表 9 中呈现额外控制住标的企业特征的结果。根据表 9 的第(1)栏和第(4)栏,我们发现券商受罚对于并购绩效的影响与主回归模型结果一致。

(四) 更换累积超额收益率的事件窗口

我们针对并购绩效的事件窗口也从并购事件前后 1 天,更改为并购事件前后 2 天、前后 3 天进行稳健性检验,结果呈现在表 9 的第(2)栏和第(3)栏。我们可以得到与主回归模型结果一致的稳健性结果,券商受罚仍然会降低并购前后 2 天的累计超额收益率,以及并购前后 3 天的累计超额收益率。

表 9 控制标的企业特征与更改事件窗口的实证结果

变量	<i>CAR</i> (-1,1)	<i>CAR</i> (-2,2)	<i>CAR</i> (-3,3)	<i>Log Complete Time</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Penalty_0</i>	-0.0338 * (-1.80)	-0.0529 ** (-2.11)	-0.0481 * (-1.70)	0.813 *** (2.81)
<i>Penalty_1</i>	0.0611 ** (2.16)	0.0698 ** (2.20)	0.0668 * (2.00)	0.413 (1.12)
<i>Penalty_2</i>	-0.0102 (-0.48)	0.00955 (0.27)	0.0246 (0.59)	0.647 ** (2.05)
<i>Penalty_3</i>	0.0448 * (1.92)	0.0487 (1.35)	0.0414 (0.93)	0.517 (1.58)
<i>Penalty_4</i>	0.0351 * (1.79)	0.0426 * (1.75)	0.0528 * (1.94)	0.638 ** (2.24)
<i>Penalty_5</i>	0.0285 (1.33)	0.0281 (0.82)	0.0255 (0.70)	0.408 (1.09)
<i>Target SOE Dummy</i>	-0.0510 ** (-2.07)	-0.0506 (-1.26)	-0.0657 (-1.54)	0.0565 (0.19)
<i>Log Target Assets</i>	-0.00907 ** (-2.15)	-0.0128 *** (-2.94)	-0.0129 ** (-2.49)	0.0119 (0.23)
<i>Target Leverage</i>	0.000977 (1.47)	0.00211 *** (2.75)	0.00233 *** (2.74)	-0.00781 (-0.67)
<i>Target Book to Market</i>	-0.0142 (-0.96)	-0.0234 (-1.18)	-0.0268 (-1.14)	-0.149 (-0.60)
<i>Target ROA</i>	0.00115 (0.44)	-0.00120 (-0.32)	-0.000893 (-0.23)	-0.0280 (-1.29)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES
<i>YearFixed</i>	YES	YES	YES	YES
<i>AdvisorFixed</i>	YES	YES	YES	YES
Obs.	212	212	212	150
<i>R</i> ²	0.459	0.460	0.450	0.574

(五) 券商规模的影响

在稳健性检验中,我们需要进一步考虑券商规模的影响渠道。一般而言,大企业往往更愿意雇佣规模较大的券商,而小企业则往往较难雇佣到大券商,从而选择雇佣小券商。企业选择大券商时往往会更加看重保荐人的声誉,更重视券商的历史业绩和收益。小企业往往

能力较差,会选择规模小的券商,造成保荐人声誉的作用不大,而且小企业业绩压力大,容易出现运营问题,从而导致小券商更需要从事违规操作来帮助小企业粉饰。因此,如果大券商受罚,则说明大券商本身的声誉较差,会产生较大的负面影响;而如果小券商受罚,则意味着它所雇佣的企业为小企业,容易违规,才导致券商受罚,与券商本身的声誉关系不大,所以投资者往往不会将小券商受罚联想到是券商的声誉问题。

当大券商的保荐人受罚的时候,往往更容易溢出到并购市场上,导致投资者对于该券商并购方面的声誉也会产生质疑,而小券商则上述影响较小。因此,我们通过券商的年度收入来衡量券商的规模,将年度收入在当年所有券商排名前 20 名的定义为券商规模较大 (*High*),而将年度收入在 20 名之后的定义为券商规模较小 (*Low*),估计结果如表 10 所示。我们发现,规模较大的券商在受到与保荐人相关的处罚后,在并购市场上会引起更大的负面市场反应。这说明券商规模对券商声誉是一个重要的影响因素,我们需要更加准确地度量其对券商声誉价值产生的作用。

表 10 券商规模分样本检验

变量	CAR(−1,1)		LogCompleteTime	
	<i>High</i>	<i>Low</i>	<i>High</i>	<i>Low</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Penalty_0</i>	−0.0498 *** (−3.66)	0.00632 (0.24)	0.155 * (1.83)	0.110 (0.56)
<i>Penalty_1</i>	−0.0165 (−1.39)	−0.0128 (−0.58)	0.0824 (0.95)	0.133 (0.59)
<i>Penalty_2</i>	−0.00229 (−0.18)	0.0238 (1.50)	0.0580 (0.74)	0.208 (0.96)
<i>Penalty_3</i>	−0.0144 (−0.96)	−0.000689 (−0.05)	0.240 *** (3.31)	−0.360 (−1.55)
<i>Penalty_4</i>	−0.00795 (−0.49)	0.0107 (0.92)	0.0508 (0.71)	0.299 (1.55)
<i>Penalty_5</i>	−0.000689 (−0.06)	−0.00320 (−0.29)	0.0537 (0.71)	−0.132 (−0.58)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES
<i>YearFixed</i>	YES	YES	YES	YES
<i>AdvisorFixed</i>	YES	YES	YES	YES
Obs.	1 034	1 379	816	962
<i>R</i> ²	0.222	0.332	0.328	0.470

(六) 政治资源的规避惩罚问题

在稳健性检验中,我们需要进一步考虑政治资源机制的内生性问题,即很有可能当券商具有更强的政治关联时,政治的庇护作用将显现,券商可以规避惩罚,使得具有政治关联的券商能够更好地获得政治便利,这将会干扰我们的实证结果。为了检验政治关联导致券商规避惩罚的政治庇护作用,我们使用反腐中的高官落马事件对券商受罚溢出到并购市场的作用进行检验。在高官落马之前,政治关联带来的规避惩罚的作用会更强;而在高官落马之后,因为反腐运动的正风肃纪,政治关联的庇护作用将会大大降低。我们考察券商所服务的并购项目在高官落马前后并购失败率 (*WithdrawRate*) 的差别,即它从反面衡量并购的成功率。

实证结果如表 11 所示,在省级或者市级高官落马之前,没有政治关联的券商在受到处

罚后,它参与的并购失败率增加;而对于有政治关联的券商,它在受到处罚后,并购失败率的上涨幅度会有所减缓,但是在高官落马之后,政治关联券商缓解受罚的负面影响的作用消失。这证实政治资源能够帮助财务顾问在一定程度缓解处罚带来的负面影响。

表 11 官员落马前后券商政治关联对并购失败率的影响

变量	被解释变量: <i>WithdrawRate</i>							
	省级高官落马前		省级高官落马后		市级高官落马前		市级高官落马后	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>AfterPenalty</i>	0.0229 (0.49)	0.114 ** (2.84)	0.0284 (0.20)	0.0607 (0.47)	0.0284 (0.48)	0.116 (1.48)	0.155 (1.15)	0.177 (1.17)
<i>AfterPenalty</i> × <i>PCAdvisor</i>		-0.281 *** (-3.64)		-0.155 (-0.54)		-0.269 *** (-3.13)		-0.191 (-0.86)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Advisor FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Obs.	1 931	1 931	565	565	1 929	1 929	560	560
<i>R</i> ²	0.192	0.197	0.227	0.227	0.203	0.208	0.265	0.266

七、结论

本文以 2004—2017 年中国企业的并购案例为样本,考察财务顾问受证监会处罚导致声誉受损溢出到并购市场上的情景,研究券商声誉对并购效率提升的影响,进一步探究券商声誉溢出的具体机制以及券商声誉对提升并购绩效的价值。主要结论有:(1)券商受罚当年对并购绩效会有短期的显著负向影响,降低并购的估值,同时延长并购的审批完成时间,财务顾问受罚的声誉溢出效应是存在的。而这种负向影响往往是短期的,在券商受罚后几年内负面影响会逐渐降低,甚至并购绩效有所提升,从侧面证实证监会处罚这一监管措施的有效性。(2)券商在保荐业务中声誉受损后通过内部业务能力机制和外在投资者关注机制传导至并购重组市场中,使得券商参与的并购项目绩效有所下降。这两个机制主要对并购估值的损失进行解释,一种可能是由于券商业能力欠缺使得绩效下降,另一种可能是由于负面消息受到投资者关注,从而他们下调对并购项目的估值。而监管审批时间似乎并不受这两个机制影响,可能是由于相关部门的监管行为并不会因为券商的不同或投资者的额外关注而有明显的变化。(3)券商声誉对于并购绩效提升的具体作用主要来自券商能够获得政治资源,而不是并购经验丰富或者对并购企业更加熟悉。

防范化解重大风险是全面建成小康社会三大攻坚战的首要任务。习近平总书记指出,金融风险是当前最突出的重大风险之一,打好防范化解重大金融风险攻坚战是当前金融工作的重中之重。金融风险的防控离不开监管机构对于金融市场的规范监督。作为金融市场的广泛参与者,金融中介不仅在 IPO 阶段发挥着认证作用,同时对于并购市场也存在着重要影响。监管机构在对金融市场实施有效监管的过程中,应当考虑到金融中介对于市场秩序的保障以及信息生产功能的发挥(Chemmanur and Fulghieri, 1994)。中共中央政治局 2019 年 2 月 22 日第十三次集体学习时提出,要“深化金融供给侧结构性改革,完善资本市场基础性制度,加强对交易的全程监管”。因此,对并购市场进行“全链条监管”对于我国金融市场治理具有重要意义。中国证监会在 IPO 市场上处罚券商的不当行为时,会影响到并购市场上投资者的定价,说明投资者会关注券商在整体业务上的声誉,我国全链条监管政策的实施

具有一定的成效。

基于上述实证研究结论,本文提出以下两点建议:

(1) 针对我国证券监管部门的政策建议:完善相关制度,加强对券商的监管和规范,以间接实现对并购市场的监管。本文提供的证据说明,监管机构在对券商的违规操作进行处罚后,虽然会对并购市场效率有短期的负面作用,但是在此之后,它所参与的并购活动的市场反应会恢复正常,并能够有所改进。监管部门通过财务顾问声誉机制来间接监管并购市场的行为是有效的。

(2) 针对并购企业的对策建议:财务顾问的选择对并购绩效有显著的影响。并购企业选择财务顾问时,不仅要关注执行团队的业务能力,还应该对券商声誉进行客观的评估,因为其声誉既可能通过业务能力机制也可能通过投资者的关注而影响并购项目的效率。政治资源较多的券商将能够在并购重组财务顾问的角色中具有更多的优势,因此,在对金融市场的监管治理中,培育良好的券商声誉机制能够更好地保证其有动力帮助企业参与更多高质量的并购,从而促进企业实现高质量发展。

参考文献:

1. 蔡庆丰、田霖、郭俊峰,2017:《民营企业家的影响力与企业的异地并购——基于中小板企业实际控制人政治关联层级的实证发现》,《中国工业经济》第3期。
2. 陈仕华、姜广省、卢昌崇,2013:《董事联结、目标公司选择与并购绩效——基于并购双方之间信息不对称的研究视角》,《管理世界》第12期。
3. 陈运森、宋顺林,2017:《美名胜过大财:承销商声誉受损冲击的经济后果》,《经济学(季刊)》第17卷第1期。
4. 方军雄,2008:《政府干预、所有权性质与企业并购》,《管理世界》第9期。
5. 李沁洋、刘向强、黄岩,2018:《投行关系与并购财务顾问选择》,《财经理论与实践》第1期。
6. 潘红波、夏新平、余明桂,2008:《政府干预、政治关联与地方国有企业并购》,《经济研究》第4期。
7. 宋贺、段军山,2019:《财务顾问与企业并购绩效》,《中国工业经济》第5期。
8. 孙淑伟、何贤杰、赵瑞光、牛建军,2017:《中国企业海外并购溢价研究》,《南开管理评论》第3期。
9. 徐浩萍、罗炜,2007:《投资银行声誉机制有效性——执业质量与市场份额双重视角的研究》,《经济研究》第2期。
10. 徐静、何佳、刘春波,2012:《证券公司入股对期货公司业绩影响的实证研究》,《金融研究》第8期。
11. 易阳、田涵艺、宋顺林、谭劲松,2019:《重典能治乱吗:行政处罚保荐代表人违规行为的经济后果分析》,《会计研究》第5期。
12. 张学勇、张秋月,2018:《券商声誉损失与公司IPO市场表现——来自中国上市公司IPO造假的新证据》,《金融研究》第10期。
13. 朱春艳、伍利娜,2009:《上市公司违规问题的审计后果研究——基于证券监管部门处罚公告的分析》,《审计研究》第4期。
14. Bao, J., and A. Edmans. 2011. "Do Investment Banks Matter for M&A Returns?" *The Review of Financial Studies* 24(7): 2286–2315.
15. Bi, X.G., and D. Wang. 2018. "External Sources of Political Connections: Financial Advisors and Chinese Acquisitions." *International Journal of Finance & Economics* 23(4): 705–722.
16. Bodnaruk, A., M. Massa, and A. Simonov. 2009. "Investment Banks as Insiders and the Market for Corporate Control." *The Review of Financial Studies* 22(12): 4989–5026.
17. Bowers, H.M., and R.E. Miller. 1990. "Choice of Investment Banker and Shareholders' Wealth of Firms Involved in Acquisitions." *Financial Management* 19(4): 34–44.
18. Brealey, R., H.E. Leland, and D.H. Pyle. 1977. "Informational Symmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation." *The Journal of Finance* 32(2): 371–387.
19. Carter, R., and S. Manaster. 1990. "Initial Public Offerings and Underwriter Reputation." *The Journal of Finance* 45(4): 1045–1067.
20. Chemmanur, T.J., and C.P. Fulghieri. 1994. "Investment Bank Reputation, Information Production, and

- Financial Intermediation.” *The Journal of Finance* 49(1):57–79.
- 21.Cohen, B.D., and T.J. Dean. 2010. “Information Asymmetry and Investor Valuation of IPOs: Top Management Team Legitimacy as a Capital Market Signal.” *Strategic Management Journal* 26(7): 683–690.
 - 22.Fernando, C. S., A.D. May, and W.L. Megginson.2012. “The Value of Investment Banking Relationships: Evidence from the Collapse of Lehman Brothers.” *The Journal of Finance* 67(1):235–270.
 - 23.Frésard, L., U. Hege, and G. Phillips. 2017. “Extending Industry Specialization through Cross – Border Acquisitions.” *The Review of Financial Studies* 30(5): 1539–1582.
 - 24.Golubov, A., D. Petmezas, and N.G. Travlos. 2012. “When It Pays to Pay Your Investment Banker: New Evidence on the Role of Financial Advisors in M&As.” *The Journal of Finance* 67(1): 271–311.
 - 25.Hastie, R. 1983. “Social Inference.” *Annual Review of Psychology* 34(1): 511–542.
 - 26.Johnston, R., and R. Petacchi. 2017. “Regulatory Oversight of Financial Reporting: Securities and Exchange Commission Comment Letters.” *Contemporary Accounting Research* 34(2): 1128–1155.
 - 27.Kale, J.R., O. Kini, and H.E. Ryan. 2003. “Financial Advisors and Shareholder Wealth Gains in Corporate Takeovers.” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38(3): 475–501.
 - 28.Li, B., and Z. Liu. 2017. “The Oversight Role of Regulators: Evidence from SEC Comment Letters in the IPO Process.” *Review of Accounting Studies* 22(2): 1229–1260.
 - 29.Megginson, W. L., and K.A. Weiss. 1991. “Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings.” *The Journal of Finance* 46(3): 879–903.
 - 30.Muslu, V., S. Radhakrishnan, K.R. Subramanyam, and D. Lim. 2015. “Forward-Looking MD&A Disclosures and the Information Environment.” *Management Science* 61(5):931–948.
 - 31.Rau, P.R. 2000. “Investment Bank Market Share, Contingent Fee Payments, and the Performance of Acquiring Firms.” *Journal of Financial Economics* 56(2): 293–324.
 - 32.Servaes, H., and M. Zenner.1996. “The Role of Investment Banks in Acquisitions.” *The Review of Financial Studies* 9(3): 787–815.

Securities Companies Regulation and Reputation Value: Securities Market Governance and M&A Performance in China

Hong Xiangjun¹, Zhao Jing² and Ma Zheng³

(1:School of Economics and Management, Tsinghua University; 2:Economics and Management School of Wuhan University; 3: CITIC Securities Company Limited)

Abstract: This paper uses the punishment of securities companies by China Securities Regulatory Commission (CSRC) as an exogenous shock to measure the reputation damage of financial consultants. We test the influence of the reputation of securities companies on the performance of M&A and analyze whether the CSRC’s punishment can achieve the objective of full-chain regulation. The results show that the penalty of financial advisors has a significant negative short-term impact on the performance of M&A projects, including reducing the incremental wealth and prolonging the total completion time. The reputation damage influences M&A performance through both internal and external mechanisms. The reputation value of securities companies mainly comes from the political resources of securities companies, rather than the experience of M&A or the familiarity with M&A companies. This paper also confirms the effectiveness of the supervisory action taken by CSRC. Therefore, the regulatory authorities should strengthen the supervision and regulation of securities business, encourage financial intermediaries to pay attention to reputation value, and then indirectly regulate the M&A market, achieve effective governance of the securities market, and promote enterprises to develop in a high-quality way.

Keywords: Regulatory Punishment, Financial Advisor, Reputation Damage, M&A Performance, Political Resource

JEL Classification: G24, G34, G38

(责任编辑:彭爽)