

超额商誉对控股股东股权质押行为的影响*

何苏燕 任力

(厦门大学经济学院,福建 厦门 361005)



内容提要:本文研究了超额商誉对控股股东股权质押行为的影响。研究表明,当超额商誉规模更大时,控股股东通过股权质押进行外部融资的规模更大。其产生影响的原因在于超额商誉规模越大,会使得股价高估程度越大,进而使得控股股东股权质押的规模更大。该结论表明,超额商誉的支付能为控股股东股权质押创造更为有利的条件,进而导致企业愿意在并购交易中支付更高成本。在进一步的分析中,研究了高额商誉资产与超额商誉的关系,研究表明,拥有高额商誉资产的企业超额商誉规模越大,并且拥有高额商誉资产的上市公司股价高估程度更大,进而使得有融资需求的控股股东股权质押的规模更大;基于审计质量的异质性分析发现,超额商誉对于控股股东股权质押行为的影响在低质量审计组更显著;基于产权性质的异质性分析发现,相较于国有企业,超额商誉对控股股东股权质押行为的影响在民营企业中更显著。同时,进一步的研究还发现,控股股东在超额商誉规模较大时质押股权是高风险行为,因为超额商誉规模越大,会使得股票价格在未来期间大幅下跌的风险增加。

关键词:超额商誉 股权质押 股价高估

中图分类号:F270 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2021)07—0177—0016

一、引言

近年来,中国上市公司高额商誉问题引起了监管部门的广泛关注,2016年和2017年证监会披露的《上市公司年报会计监管报告》统计数据均显示,商誉占并购对价的比例高达90%以上。2018年证监会披露的《上市公司年报会计监管报告》则直接指出商誉在初始确认时存在虚高。同时,《上市公司年报会计监管报告》还指出上市公司在商誉减值的披露中存在诸多机会主义行为,而上市公司在商誉减值中的机会主义行为会进一步加剧商誉资产虚高的问题。商誉的虚高意味着商誉资产中除了包含合理商誉部分,还包括高估了未来可获得协同效应部分的超额商誉(魏志华和朱彩云,2019)^[1]。那么企业为什么愿意在产权交易中为高估协同效应的部分买单呢?是否是由于超额商誉的支付能为企业内部人带来其他的便利呢?

在高额商誉问题引起监管部门广泛关注的同时,中国资本市场上出现了“商誉与股权质押双高股”,“双高股”出现的逻辑是什么?商誉来源于企业在并购重组中所支付的溢价,而企业在并购重组中的非理性高溢价支付是导致高额商誉的重要因素。现有的研究表明,高额商誉可能是财务型并购、做大市值来为股东提供套利空间等非理性因素或者自利动机驱动下的产物(孙瑞泽,

收稿日期:2021-03-27

* 基金项目:厦门大学中央高校基本科研业务费专项资金资助项目“中小企业高质量发展的理论与政策研究”(20720201062)。

作者简介:何苏燕,女,博士研究生,研究领域是公司金融学、经济发展,电子邮箱:hesuyan555@163.com;任力,男,教授,博士生导师,研究领域是公司金融学、经济发展、政治经济学,电子邮箱:renli@xmu.edu.cn。通讯作者:任力。

2020)^[2],同时,在低违约成本的业绩承诺制度下,虚高的业绩承诺会导致商誉资产在确认时存在虚高(李晶晶等,2020)^[3]。这就意味着高额商誉中可能蕴含了一部分对未来可获得协同效应的高估(即超额商誉)。股权质押是股东向质权人出质其持有的股权来进行融资或者套现的行为,聪明的股东会选择更有利的时机来质押其股权以更好地满足自身的融资需求。那么超额商誉的存在是否能为控股股东股权质押创造更为有利的时机进而使得企业在产权交易中愿意支付这部分成本?股权质押业务在快速发展的同时,股权质押风险特别是股权质押爆仓风险不断显现。现有的文献对于股东股权质押行为特征的研究多从资本市场的视角出发,认为股东的股权质押行为更有可能发生在股票回报率较高时(李旒和郑国坚,2015)^[4]或者股价高估时(徐寿福等,2016)^[5],但是对于“商誉与股权质押双高股”出现的逻辑缺乏合理的解释。因此,进一步深入分析股东的股权质押行为特征对于防范股权质押风险、维护金融市场稳定具有重要意义。

本文研究了超额商誉对控股股东股权质押行为的影响并提出了相应的政策建议。本文可能的创新体现在以下三个方面:第一,将超额商誉与控股股东股权质押行为联系起来,揭示了超额商誉对控股股东股权质押具有显著的影响,丰富了超额商誉经济后果以及股权质押影响因素的研究文献。第二,本研究对于企业在产权交易中支付超额商誉的动机提供了解释,即超额商誉能为控股股东股权质押创造更为有利的时机,进而使得企业愿意在产权交易中支付这部分成本。第三,本研究对于近年来中国资本市场上出现的“商誉与股权质押双高股”这一现象提供了解释,使得本文的研究能更好地服务资本市场的实践。本文的研究为监管部门、投资者更深刻地理解控股股东股权质押行为特征提供了经验证据和政策启示。

二、文献综述、理论分析与研究假设

1. 文献综述

(1)超额商誉研究综述。超额商誉与企业在并购重组中支付过高的并购对价有关(Gu和Lev,2011^[6];杜兴强等,2011^[7])。现有的文献中,关于超额商誉的度量主要有两种方式:一种是采用商誉的期望收益模型来测度超额商誉(傅超等,2015^[8];魏志华和朱彩云,2019^[1]);另一种是借鉴Ramanna(2008)^[9]对于异常商誉的定义,采用经行业年份中位数或均值调整的商誉来度量超额商誉规模的大小(郭照蕊和黄俊,2020^[10];许罡,2020^[11])。

现有的文献分别从内部控制质量、审计质量、企业社会责任的履行、实际控制人所有权等视角对超额商誉影响因素展开了研究。张新民等(2018)^[12]研究表明,内部控制质量的提高能够降低超额商誉规模。郭照蕊和黄俊(2020)^[10]从审计质量的视角出发,研究发现高质量的审计能降低超额商誉规模。许罡(2020)^[11]则从企业社会责任履行的视角出发,研究发现企业社会责任履行状况较好的企业,其超额商誉规模更低。宋佳宁和高闯(2021)^[13]的研究表明,实际控制人所有权的增加会减少超额商誉的产生,其中内部控制质量是实际控制人所有权对超额商誉规模产生影响的重要中介。

同时,现有的文献也对超额商誉的经济后果展开了研究。企业超额商誉规模的增加会影响企业对于商誉的后续计量改为减值测试的态度。Ramanna(2008)^[9]的研究表明,随着企业异常商誉(超额商誉)的增加,企业会更倾向于支持对商誉进行减值测试。超额商誉会对企业的实际经营产生影响。魏志华和朱彩云(2019)^[1]通过估算商誉资产中高估未来可获得的协同效应的部分(即超额商誉),研究发现超额商誉规模越大时,企业未来的经营绩效越差。超额商誉还会影响审计师所出具的审计意见以及审计收费,具体体现为超额商誉规模更大时审计师出具非标准审计意见的可能性更大(赵彦锋等,2012)^[14],并且超额商誉规模更大时审计师会收取更高昂的审计费用(赵彦锋,2021)^[15]。

(2)股权质押研究综述。现有的股权质押的研究文献主要包括股权质押时机选择以及股权质押经济后果两个方面。关于股权质押经济后果的研究文献比较丰富,分别从经营业绩、股价崩盘风险、质押股权后市场主体的机会主义行为等角度展开。

对于股权质押时机选择,李旋和郑国坚(2015)^[4]的研究表明,当上市公司股票市场回报率上升时,控股股东通过股权质押进行外部融资的可能性增加。徐寿福等(2016)^[5]的研究表明,股价高估以及宽松的信贷环境会导致大股东的股权质押意愿以及股权质押规模更大。任力和何苏燕(2020)^[16]将并购溢价与股东的股权质押行为联系起来,研究发现上市公司在并购重组中支付的溢价水平越高,会导致股东在并购重组后一个短期时间窗口内股权质押的可能性越大,其产生影响的主要原因在于较高的溢价水平会导致较高等度的投资者过度反应,进而使得创造的时机越有利于股东股权质押。

股权质押对企业绩效的影响有两种截然不同的观点。一方面,李永伟和李若山(2007)^[17]基于明星电力的案例分析,研究发现大股东股权质押后会通过“隧道挖掘”掏空上市公司,使公司价值下降;另一方面,王斌等(2013)^[18]的研究发现,民营企业大股东在股权质押后,基于对控制权丧失的威胁,会努力改善经营业绩。关于股权质押对于股价崩盘风险的影响尚未得出一致结论。谢德仁等(2016)^[19]发现,控股股东的股权质押行为与股价崩盘风险之间显著负相关。而夏常源和贾凡胜(2019)^[20]研究发现,控股股东的股权质押行为会加剧上市公司股价崩盘风险;若企业的信息透明度越高,则控股股东股权质押行为对上市公司股价崩盘风险的正向影响会削弱。

在企业内部人股权质押后,为了防止股价下跌带来的股权质押风险,与股权质押关联的各方会采取一系列机会主义行为。Chan等(2018)^[21]从股票回购的视角,研究了控股股东股权质押后为了避免追加保证金而采取的机会主义行为。具体地,控股股东股权质押比例越大,发起股票回购的可能性越大;被质押的股票面临更大的追加保证金的威胁时,其发起股票回购的可能性越大。此外,若控股股东股权质押比例越大或被质押的股票面临更大的追加保证金的威胁时,市场对股票回购公告的反应越负面。任碧云和杨克成(2018)^[22]的研究表明,在上市公司大股东股权质押后,为了防范股权质押爆仓风险,其在二级市场上增持的意愿显著增强。股东的股权质押会对分析师的行为产生影响。Wang等(2018)^[23]的研究发现,若上市公司控股股东将股权质押给某一证券公司(质权人),则相较于其他证券分析师,该证券公司(质权人)的分析师对于该上市公司的股票推荐会更乐观。胡珺等(2020)^[24]的研究表明,控股股东股权质押后企业的慈善捐赠是控股股东为了抬高股价的机会主义行为,具体表现为,控股股东股权质押规模越大时,企业慈善捐赠规模越大,并且该正向影响在熊市或者上市公司股价接近平仓警戒线时更大。

综合上述分析,现有的文献对超额商誉的影响因素以及超额商誉的经济后果展开了研究,但是尚无文献将超额商誉与股权质押联系起来。股权质押是出质人通过出质其拥有的股权来进行融资的行为。在股权质押的研究文献中,对控股股东以及大股东的股权质押行为关注较多。当控股股东出质其拥有的股权时,若股价下跌,可能面临较大的平仓风险,严重时甚至会导致上市公司的控制权发生变更。股票价格是控股股东股权质押时机选择的重要影响因素,超额商誉是否会通过股票市场控股股东的股权质押行为产生影响?因此,本文将对超额商誉与控股股东股权质押行为之间的关系进行研究。这不仅有助于丰富现有关于超额商誉经济后果、股权质押影响因素以及并购套利相关的研究文献,而且对于更好地理解控股股东股权质押行为特征以及防范相应的股权质押风险具有重要意义。

2. 理论分析与研究假设

从中国会计准则对于商誉的定义可知,商誉直接来源于企业在并购重组中所支付的溢价,可将

其视为企业在产权交易所支付的成本。而超额商誉可以理解为企业在并购重组中支付的高估了未来可获得协同效应的部分,是无法为企业未来带来超额盈利能力的资产。既然超额商誉是无法为企业带来超额盈利能力的资产,那么企业为什么愿意在产权交易中支付这部分成本?是否是由于超额商誉的支付能为企业内部人带来其他的便利呢?股权质押是股东向质权人出质其持有的股权来进行融资或者套现的行为,超额商誉的支付是否能为控股股东股权质押创造更为有利的条件进而导致企业愿意在并购交易中支付这部分成本呢?

现有研究表明,能为企业带来超额盈利能力的商誉会得到资本市场的正面反馈,进而带来当期企业市场价值的提升(Henning等,2000^[25];冯科和杨威,2018^[26])。但是,基于中国资本市场的数据进行分析时发现,拥有高额商誉的上市公司存在一定程度的股价泡沫(杨威等,2018)^[27],这就意味着资本市场对于高额商誉的正面反馈大于其实际所能带来的企业价值的提升。为什么拥有高额商誉资产的上市公司存在一定程度的股价泡沫呢?总结来看,其原因为:高额商誉中可能包含更大程度的超额商誉,而投资者对这部分高估的商誉也给予了正面反馈(杨威等,2018)^[27],但是当高估的商誉所代表的超额盈利能力不能实现时,企业不会及时准确地公布商誉真实价值的相关信息,进而导致投资者无法及时修正对于高估部分的正面反馈,最终体现为存在一定程度的股价泡沫。具体来看,高额商誉来源于高溢价,而并购溢价与管理层过度自信(Malmendier和Tate,2008)^[28]、锚定效应(陈仕华和李维安,2016)^[29]等非理性因素正相关,这意味着高额商誉中可能蕴含着更多非理性因素导致的对并购后可获得的超额盈利能力的高估。而投资者难以辨别合理商誉以及超额商誉,将超额商誉也视为可为企业带来超额盈利能力的资产,进而也会对其给予正面的市场反馈。当超额商誉所代表的超额盈利能力不能实现,存在商誉减值迹象且需计提商誉减值时,上市公司不愿意及时以及足额计提商誉减值(Hayn和Hughes,2006^[30];高榴和袁诗淼,2017^[31])。上市公司不愿意及时足额计提商誉减值的原因在于计提商誉减值不仅会直接降低当期收益(Darrough等,2014)^[32],而且会对上市公司股票带来负面冲击(Li等,2011^[33];Jarva,2014^[34])。在这种情形下,投资者无法及时准确地获取商誉真实价值的相关信息,进而可能使得投资者对上市公司的评价存在偏误。具体体现为:投资者无法及时修正对于商誉资产高估部分的正面反馈,存在一定程度的股价泡沫(即股价高估)。上述分析表明,拥有高额商誉资产的上市公司存在一定程度的股价泡沫的原因在于其中可能包含一定程度的超额商誉,而超额商誉规模越大,会导致投资者过度正面反馈的程度越大,但是由于上市公司在商誉减值中存在机会主义行为,导致过度正面反馈的部分无法得到修正,进而会使得股价泡沫(股价高估程度)越大。

超额商誉对股票价格产生影响的能力可能使得超额商誉会对控股股东股权质押行为产生影响。股票价格是股东通过股权质押可融资或套现金额的重要决定因素,股权质押合同的参考价格为股票质押前七日的收盘均价,这意味着控股股东在股权质押前七日的收盘均价越为有利,其质押相同数量的股权可以获得更多的资金。因此,上市公司股东通常会选择在股票回报率较高时来质押其股权(李旒和郑国坚,2015)^[4]或者选择在股价高估时来质押其股权(徐寿福等,2016)^[5],主要原因是股票回报率较高或者股价高估程度越大时,股东通过股权质押可融资或者套现的金额更大。在前文的分析中指出,超额商誉规模更大时会使得股价高估程度越大,此时处于信息优势以及聪明的控股股东会选择利用这一时机进行股权质押来满足自身的融资或者套现需求。因此,本文提出如下假设:

H₁:当超额商誉规模更大时,控股股东通过股权质押进行外部融资的规模更大。

三、研究设计

1. 样本选取与数据来源

2007年之前企业财务报表中并不存在“商誉”科目,新《企业会计准则(2006)》的实施首次将

“商誉”单独列报,故本文选取 2007—2019 年沪深 A 股上市公司为初始样本,并按照以下标准进行筛选:剔除 ST 股、*ST 股;剔除金融行业样本;剔除商誉净额及其他关键变量缺失的样本。本文所使用的控股股东股权质押数据来自 CSMAR 数据库中“股权质押”子库,商誉数据以及上市公司的其他财务数据也均来自 CSMAR 以及 Wind 数据库。为了缓解极端值对本文结论的影响,对所有连续型变量在 1% 和 99% 的分位数上进行缩尾处理。此外,本文在所有的回归中,对标准误进行公司层面的聚类处理。

2. 模型设定

为了检验假设 H_1 , 本文将回归模型设定为:

$$Pledge_Per1_{i,t}(Pledge_Per2_{i,t}) = \alpha_0 + \alpha_1 GW_excess_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + \sum Year_t + \sum Industry_j + \sum Province_k + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,被解释变量为当期控股股东股权质押规模,分别用控股股东当期新增股权质押占其持有股数的比例 ($Pledge_Per1$) 以及控股股东当期新增股权质押占上市公司总股数的比例 ($Pledge_Per2$) 所示。 GW_excess 为解释变量,用来度量超额商誉资产规模的大小。借鉴魏志华和朱彩云 (2019)^[1] 对超额商誉的定义,超额商誉 (GW_excess) 用商誉期望模型的回归残差来度量,即以实际商誉与预期合理商誉之间的差额作为超额商誉的代理变量。具体地,用并购特征、行业商誉水平、企业特征、年份以及行业固定效应等对商誉水平回归,以得到的回归残差作为超额商誉的代理变量。企业商誉水平用标准化的商誉规模来表示,即商誉净额除以期末总资产。并购特征变量主要包括是否现金支付、买方支出价值,当并购支付方式为现金支付时,取值为 1,否则取值为 0;买方支出价值用在并购重组中买方支出价值除以期末总资产来表示。行业商誉水平用总资产去规模化后的行业年度其他公司商誉的均值来表示。企业特征则主要包括企业规模、成长性、盈利能力、管理层持股比例、是否两职合一。企业规模用期末总资产取对数来表示;成长性用营业收入增长率来表示;盈利能力用总资产净利润率来表示;管理层持股比例用管理层持股数量除以股本来表示;董事长与总经理两职合一,是否两职合一指标取值为 1,否则取值为 0。借鉴朱冰等 (2018)^[35] 以及何瑛等 (2019)^[36], 拟进行控制的变量包括:企业年龄 (Age)、企业规模 ($Size$)、净利润增长率 ($Growth$)、财务杠杆 (Lev)、现金资产比率 ($Cash$)、董事长和总经理是否两职合一 ($Dual$)、独立董事比例 ($Indep$)、董事会规模 ($Boardsize$)、托宾 Q 值 (TQ)。此外,还控制了年度 ($Year$)、行业 ($Industry$) 以及企业所在省份 ($Province$) 固定效应。若模型 (1) 中回归系数 α_1 显著为正,则意味着“当企业的商誉规模更高时,控股股东通过股权质押进行外部融资的规模更大”,即假设 H_1 得到支持。主要解释变量、被解释变量、控制变量的定义以及后文分析中用到的股票错误定价指标的定义如表 1 所示,其中股票错误定价指标的定义借鉴 Myers (1999)^[37] 以及游家兴和吴静 (2012)^[38] 的方法,采用剩余收益模型进行计算。

表 1 变量定义

变量符号	变量名称	变量定义
$Pledge_Per1$	控股股东股权质押规模	控股股东当期新增股权质押/控股股东持有上市公司股数
$Pledge_Per2$	控股股东股权质押规模	控股股东当期新增股权质押/上市公司总股数
GW_excess	超额商誉	商誉期望模型的回归残差
$Misp$	股票错误定价	剩余收益模型测算的股价与内在真实价值的偏离
$Size$	企业规模	期末总资产取对数
Age	企业年龄	企业上市年数
$Growth$	净利润增长率	(期末净利润 - 期初净利润)/期初净利润

续表 1

变量符号	变量名称	变量定义
<i>Lev</i>	杠杆率	期末总负债/期末总资产
<i>Cash</i>	现金资产比率	期末现金及现金等价物余额/期末总资产
<i>Dual</i>	是否两职合一	若董事长和总经理两职合一,取值为 1;否则为 0
<i>Indep</i>	独立董事比例	独立董事人数/董事会总人数
<i>Boardsize</i>	董事会规模	董事总人数取对数
<i>TQ</i>	托宾 Q 值	期末市值/期末总资产

资料来源:作者整理

四、实证结果分析

1. 描述性统计

各变量的描述性统计结果如表 2 所示。控股股东当期新增股权质押占其持有股数的比例 (*Pledge_Per1*) 均值为 0.0605,最大值为 0.9460。这说明,在本文的研究样本中,控股股东当期新增股权质押占其持有股数的比例均值为 6.05%,控股股东当期新增股权质押占其持有股数的比例的最大值达到 94.60%。控股股东当期新增股权质押占上市公司总股数的比例 (*Pledge_Per2*) 均值为 0.0315,最大值为 0.5144,这说明,在本文的研究样本中,控股股东当期新增股权质押占上市公司总股数比例的均值为 3.15%,控股股东当期新增股权质押占上市公司总股数比例的最大值为 51.44%。超额商誉代理变量 *GW_excess* 的均值均大于中位数,说明 *GW_excess* 呈右偏分布,部分上市公司超额商誉规模较大。股票错误定价指标 (*Misp*) 均值为 1.7606,中位数为 1.5983,均大于 0,这表明从平均水平来看,中国上市公司股价存在高估。

表 2 变量描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>Pledge_Per1</i>	13947	0.0605	0.1815	0.0000	0.0000	0.9460
<i>Pledge_Per2</i>	13947	0.0315	0.0888	0.0000	0.0000	0.5144
<i>GW_excess</i>	13947	-0.0036	0.0463	-0.1134	-0.0041	0.2248
<i>Misp</i>	13947	1.7606	1.1965	-8.2077	1.5983	12.3172
<i>Size</i>	13947	22.1071	1.2960	19.7600	21.9127	26.1355
<i>Age</i>	13947	16.0038	5.4333	4.0000	16.0000	30.0000
<i>Growth</i>	13947	0.5404	5.4801	-24.2513	-0.0088	33.4076
<i>Lev</i>	13947	0.4304	0.2046	0.0482	0.4300	0.8603
<i>Cash</i>	13947	0.1755	0.1346	0.0130	0.1351	0.6494
<i>Dual</i>	13947	0.2190	0.4136	0.0000	0.0000	1.0000
<i>Indep</i>	13947	0.3696	0.0519	0.3077	0.3333	0.5714
<i>Boardsize</i>	13947	2.1688	0.1961	1.6094	2.1972	2.7081
<i>TQ</i>	13947	2.0151	1.1862	0.9092	1.6294	7.5767

资料来源:作者整理

2. 超额商誉与控股股东股权质押

当超额商誉规模更高时,控股股东通过股权质押进行外部融资的规模是否更大?表 3 列示了假设 H_1 的检验结果。第(1)、(2)列是以控股股东当期新增股权质押占其持有股数的比例 (*Pledge_Per1*) 为被解释变量的回归结果,超额商誉 (*GW_excess*) 的回归系数均在 1% 的水平上显著为正。第(3)、(4)列是以控股股东当期新增股权质押占上市公司总股数的比例 (*Pledge_Per2*) 为被解释变量的回归结果,超额商誉 (*GW_excess*) 的回归系数均在 1% 的水平上显著为正。该回归结果表明,当企

业的超额商誉规模(*GW_excess*)更大时,控股股东通过股权质押进行外部融资的规模更大,即假设 H_1 得到了实证支持。

从控制变量上来看,企业规模(*Size*)、企业年龄(*Age*)、净利润增长率(*Growth*)、财务杠杆(*Lev*)、现金资产比率(*Cash*)、董事长和总经理是否两职合一(*Dual*)、董事会规模(*Boardsize*)回归系数显著。具体地,企业规模(*Size*)的回归系数在1%的水平上显著为负,说明企业规模越大,控股股东通过股权质押进行外部融资的规模越小;企业年龄(*Age*)的回归系数在1%的水平上显著为负,说明企业年龄越大,控股股东通过股权质押进行外部融资的规模越小;净利润增长率(*Growth*)的回归系数显著为正,说明企业净利润增长率越大,控股股东通过股权质押进行外部融资的规模越大;财务杠杆(*Lev*)的回归系数在1%的水平上显著为正,说明企业财务杠杆越大,控股股东通过股权质押进行外部融资的规模越大;现金资产比率(*Cash*)的回归系数在1%的水平上显著为负,说明企业现金资产比率越大,控股股东通过股权质押进行外部融资的规模越小;董事长和总经理是否两职合一(*Dual*)的回归系数在1%的水平上显著为正,说明当企业董事长和总经理两职合一时,控股股东通过股权质押进行外部融资的规模越大;董事会规模(*Boardsize*)的回归系数显著为负,说明当董事会规模越大时,控股股东通过股权质押进行外部融资的规模越小。其他控制变量对控股股东股权质押行为的影响不显著。

表 3 超额商誉与控股股东股权质押

变量	<i>Pledge_Per1</i>		<i>Pledge_Per2</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>GW_excess</i>	0.2803 *** (5.009)	0.2794 *** (4.998)	0.0776 *** (3.453)	0.0788 *** (3.513)
<i>Size</i>		-0.0142 *** (-7.425)		-0.0082 *** (-7.782)
<i>Age</i>		-0.0012 *** (-2.641)		-0.0005 ** (-1.964)
<i>Growth</i>		0.0008 ** (2.357)		0.0003 ** (2.274)
<i>Lev</i>		0.0412 *** (3.253)		0.0353 *** (5.202)
<i>Cash</i>		-0.0588 *** (-3.775)		-0.0258 *** (-3.301)
<i>Dual</i>		0.0272 *** (5.317)		0.0096 *** (3.892)
<i>Indep</i>		-0.0171 (-0.432)		-0.0147 (-0.740)
<i>Boardsize</i>		-0.0267 ** (-2.381)		-0.0169 *** (-2.958)
<i>TQ</i>		0.0001 (0.075)		-0.0009 (-0.996)
<i>_cons</i>	-0.0330 ** (-2.121)	0.3357 *** (7.080)	0.0117 (1.060)	0.2253 *** (8.626)
年份/行业/省份	控制	控制	控制	控制
调整 R ²	0.0510	0.0652	0.0360	0.0510
N	13947	13947	13947	13947

注:***、**、* 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著性水平;括号内为聚类调整的 *t* 值,下同

资料来源:作者整理

3. 稳健性检验

(1) 替换关键变量的度量指标。1) 替换控股股东股权质押规模。在前文的分析中,被解释变量选择的是控股股东当期新增股权质押占其持有股数的比例(*Pledge_Per1*)以及控股股东当期新增股权质押占上市公司总股数的比例(*Pldege_Per2*)。将被解释变量替换为控股股东当期股权质押的剩余量(即指控股股东当期仍处于质押状态的股权数量),分别用控股股东当期股权质押的剩余量占其持有股数的比例(*Pledge_Per3*)以及控股股东当期股权质押剩余量占上市公司总股数的比例(*Pldege_Per4*)。表4的第(1)、(2)列是以控股股东当期股权质押的剩余量占其持有股数的比例(*Pledge_Per3*)为被解释变量的回归结果,超额商誉(*GW_excess*)的回归系数在1%的水平上显著为正;第(3)、(4)列是以控股股东当期股权质押剩余量占上市公司总股数的比例(*Pldege_Per4*)为被解释变量的回归结果,超额商誉(*GW_excess*)的回归系数在1%的水平上显著为正。该结果说明,更换控股股东股权质押规模的度量指标后,超额商誉对控股股东股权质押行为的影响与前文的研究结论保持一致。

表4 替换控股股东股权质押规模度量指标的稳健性检验

变量	<i>Pledge_Per3</i>		<i>Pledge_Per4</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>GW_excess</i>	0.1624 *** (3.486)	0.1663 *** (3.525)	0.0350 *** (2.597)	0.0378 *** (2.781)
<i>Controls</i>	否	是	否	是
年份/行业/省份	控制	控制	控制	控制
调整 R ²	0.0287	0.0423	0.0287	0.0471
N	13947	13947	13947	13947

资料来源:作者整理

2) 更换超额商誉的度量指标。为了避免由于超额商誉度量指标的不同而导致的估计结果不稳健,更换超额商誉的度量指标进行稳健性检验。在前文的分析中,超额商誉是通过计算商誉期望模型的回归残差来度量。在稳健性检验中借鉴 Ramanna(2008)^[9]以及郭照蕊和黄俊(2020)^[10]对超额商誉的定义,用企业经总资产标准化后的商誉减去行业内企业标准化商誉的中位数来表示,记为 *GW_excess1*。替换超额商誉度量指标后,重新对假设 H₁ 进行检验,回归结果如表5所示。表5的第(1)、(2)列是以控股股东当期新增股权质押占其持有股数的比例(*Pledge_Per1*)为被解释变量的回归结果,超额商誉(*GW_excess1*)的回归系数在1%的水平上显著为正;第(3)、(4)列是以控股股东当期新增股权质押占上市公司总股数的比例(*Pldege_Per2*)为被解释变量的回归结果,超额商誉(*GW_excess1*)的回归系数在1%的水平上显著为正。该回归结果表明,更换超额商誉的度量指标后,假设 H₁ 依然得到实证支持。

表5 替换超额商誉度量指标的稳健性检验

变量	<i>Pledge_Per1</i>		<i>Pledge_Per2</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>GW_excess1</i>	0.3147 *** (6.271)	0.2841 *** (5.685)	0.0978 *** (4.988)	0.0866 *** (4.446)
<i>Controls</i>	否	是	否	是
年份/行业/省份	控制	控制	控制	控制
调整 R ²	0.0540	0.0667	0.0376	0.0518
N	13947	13947	13947	13947

资料来源:作者整理

(2)控制公司层面固定效应。为了避免本文研究发现的超额商誉对控股股东股权质押的影响是由于随公司个体变动但不随时间变动的遗漏变量所导致的,在稳健性检验中进一步控制公司层面固定效应。回归结果如表6所示,*Firm*表示公司层面固定效应。表6的第(1)、(2)列是分别以控股股东当期新增股权质押占其持有股数的比例(*Pledge_Per1*)以及控股股东当期新增股权质押占上市公司总股数的比例(*Pldege_Per2*)为被解释变量的回归结果,第(1)和(2)列均同时控制了所有的控制变量、年份固定效应以及公司层面固定效应,超额商誉(*GW_excess*)的回归系数分别在1%以及5%的水平上显著为正。该回归结果,表明控制公司层面的固定效应后,本文的研究结论依然成立。

表6 控制公司层面固定效应的稳健性检验

变量	<i>Pledge_Per1</i>	<i>Pledge_Per2</i>
	(1)	(2)
<i>GW_excess</i>	0.2992*** (4.668)	0.0562** (2.318)
<i>Controls</i>	是	是
年份/公司	控制	控制
调整 R ²	0.0402	0.0150
N	13947	13947

资料来源:作者整理

(3)Heckman 两步法。在本文的研究中,超额商誉指标的计算是基于商誉数据,商誉数据缺失的样本在研究中被剔除了,因此,本文可能存在样本选择偏误。本文拟采用 Heckman 两步法缓解潜在的样本选择偏误。第一步,采用 Probit 模型来估计企业是否有账面商誉,选择模型中的排除约束性变量选择的是同一年同行业中其他企业是否披露商誉金额的均值(*MGW_Dum*),此外,选择模型中还包括如下控制变量:企业规模(*Size*)、企业年龄(*Age*)、净利润增长率(*Growth*)、财务杠杆(*Lev*)、固定资产比率(*Fixedasset*)、产权性质(*SOE*)。第二步,将第一阶段回归得到的逆米尔斯比率(*Mills*)带入主回归方程,以缓解潜在的样本自选择问题。第二阶段的回归结果如表7所示,逆米尔斯比率(*Mills*)通过显著性检验,说明样本确实存在选择偏误。具体来看,表7的第(1)、(2)列是分别以控股股东当期新增股权质押占其持有股数的比例(*Pledge_Per1*)以及控股股东当期新增股权质押占上市公司总股数的比例(*Pldege_Per2*)为被解释变量的回归结果,超额商誉(*GW_excess*)的回归系数均在1%的水平上显著为正。表7的第(3)、(4)列是分别以分别用控股股东当期股权质押的剩余量占其持有股数的比例(*Pledge_Per3*)以及控股股东当期股权质押剩余量占上市公司总股数的比例(*Pldege_Per4*)为被解释变量的回归结果,超额商誉(*GW_excess*)的回归系数均在1%的水平上显著为正。该回归结果表明,控制样本选择偏误后,与表3的研究结论保持一致。

表7 基于 Heckman 两步法的稳健性检验

变量	<i>Pledge_Per1</i>	<i>Pledge_Per2</i>	<i>Pledge_Per3</i>	<i>Pledge_Per4</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>GW_excess</i>	0.2729*** (8.298)	0.0730*** (4.583)	0.1609*** (6.283)	0.0338*** (3.235)
<i>Controls</i>	是	是	是	是
年份/行业/省份	控制	控制	控制	控制
<i>Mills</i>	-0.0585*** (-3.872)	-0.0240*** (-3.285)	-0.0352*** (-2.991)	-0.0143*** (-2.986)
N	16885	16885	16885	16885

资料来源:作者整理

五、进一步分析

在前文的分析中,研究发现当企业的超额商誉规模更高时,控股股东通过股权质押进行外部融资的规模更大,但是尚未对两者产生影响的机理进行进一步地分析。在中国并购市场上,高溢价并购的盛行使得企业确认了高额商誉,高额商誉与超额商誉有什么关联?是否拥有高额商誉资产的企业股价高估程度更大进而导致控股股东股权质押规模更大?超额商誉对控股股东股权质押行为的影响是否因审计质量的不同以及企业产权性质的不同而存在差异?控股股东在超额商誉规模较大时质押股权是不是一种高风险行为?接下来拟对上述问题进行进一步深入的分析。

1. 超额商誉对控股股东股权质押产生影响的机理

超额商誉会对控股股东股权质押行为产生影响,其产生影响的原因是什么?股东的股权质押行为具有择时性,其择时性体现在股东会选择在股票回报率较高时来质押其股权(李旻和郑国坚,2015)^[4]或者选择在股价高估时来质押其股权(徐寿福等,2016)^[5]。超额商誉规模越大,是否会使得股价高估程度越大,进而使得控股股东选择在当期股权质押的规模也更大?

表8为对上述假设进行检验的回归结果。需要说明的是,股票错误定价(*Misp*)大于0,表示股价高估;小于0,则表示股价低估。结合表2股票错误定价(*Misp*)指标的描述性统计结果,其均值以及中位数均大于0,即从平均水平来看,中国上市公司的股价存在高估。由此可见,在中国股票市场上,股价高估比较普遍。表8以股票错误定价(*Misp*)为被解释变量的回归结果表明,超额商誉(*GW_excess*)的回归系数在1%的水平上显著为正。在中国股票市场上股价高估较为普遍这一情形下,该回归结果表明超额商誉规模越大,会使得股价高估程度越大。同时,根据股票错误定价(*Misp*)指标按照1/3分位数将样本分为两组,即股价高估程度较低组(*OV* = 0)以及股价高估程度较高组(*OV* = 1),小于1/3分位数的为股价高估程度较低组,大于1/3分位数的为股价高估程度较高组。回归结果显示,无论是以控股股东当期新增股权质押占其持有股数的比例(*Pledge_Per1*)为被解释变量,还是以控股股东当期新增股权质押占上市公司总股数的比例(*Pldege_Per2*)为被解释变量,股价高估程度较低组(*OV* = 0)超额商誉(*GW_excess*)的回归系数均不显著,即超额商誉(*GW_excess*)对控股股东股权质押的影响不显著;而股价高估程度较高组(*OV* = 1)超额商誉(*GW_excess*)的回归系数均值1%的水平上显著为正。该结果说明,超额商誉对控股股东股权质押行为的影响在股价高估程度较高时更显著。上述回归结果在一定程度上可以说明,超额商誉对控股股东股权质押行为产生影响的机理在于股价高估。该结论符合并购套利观^[39],超额商誉的支付能为控股股东股权质押创造更为有利的条件进而导致企业愿意在并购交易中支付这部分成本。

表8 机理分析

变量	<i>Misp</i>	<i>Pledge_Per1</i>		<i>Pledge_Per2</i>	
		<i>OV</i> = 0	<i>OV</i> = 1	<i>OV</i> = 0	<i>OV</i> = 1
<i>GW_excess</i>	1.5480 *** (4.693)	0.0605 (0.643)	0.3211 *** (5.114)	0.0020 (0.046)	0.0922 *** (3.678)
<i>Controls</i>	是	是	是	是	是
年份/行业/省份	控制	控制	控制	控制	控制
调整 R ²	0.2986	0.0772	0.0645	0.0712	0.0456
N	13947	4649	9298	4649	9298

资料来源:作者整理

2. 高额商誉与控股股东股权质押

截至2019年底,中国沪深两市的商誉余额仍处于高位,日后监管的重点之一是严防高额商誉

增量。之所以要严防高额商誉增量是因为高额商誉可能是财务型并购、为股东提供套利空间等非理性或自利动机驱动下的产物(孙瑞泽,2020)^[2]。这就意味着高额商誉中可能蕴含更大程度超额商誉。在前文的理论分析部分指出,高额商誉中可能包含更大程度的超额商誉,接下来本文通过实证分析来验证拥有高额商誉资产的上市公司超额商誉规模是否更大?近年来,中国资本市场上出现了“商誉与股权质押双高股”,“商誉与股权质押双高股”出现的逻辑是什么?是否拥有高额商誉资产的上市公司股价高估程度更大,进而使得控股股东股权质押的规模更大?

在前文的实证分析中,超额商誉主要用商誉期望模型的回归残差来表示,该残差即实际商誉与预期合理商誉的之间差额。相较于超额商誉,高额商誉是一个更加直观的概念,其内涵为上市公司的商誉资产处于比较高的水平,现有的文献通常将上市公司的商誉规模与行业年度地区中位数进行比较,若高于该中位数,则认为上市公司拥有高额商誉资产。生成变量 *HGW* 用来表示企业是否拥有高额商誉资产,若企业商誉规模高于行业年度地区中位数,则企业拥有高额商誉资产, *HGW* 取值为 1;若企业商誉规模小于等于行业年度地区中位数, *HGW* 取值为 0。回归结果如表 9 所示,表 9 的第(1)列为检验“当企业拥有高额商誉资产时,超额商誉越大”的回归结果,企业是否拥有高额商誉资产(*HGW*)这一变量的回归系数在 1% 的水平上显著为正。该回归结果表明,当企业拥有高额商誉资产时,超额商誉越大。表 9 的第(2)~(4)列为检验“拥有高额商誉资产的上市公司当期股价高估程度更大,进而使得有融资需求的控股股东股权质押的规模更大”的回归结果。其中,表 9 第(2)列是以股票错误定价(*Misp*)为被解释变量的回归结果,高额商誉(*HGW*)这一变量的回归系数在 1% 的水平上显著为正,在中国资本市场股价高估比较普遍这一情形下,该结果表明当企业拥有高额商誉资产时,股价高估程度越大。表 9 的第(3)列和第(4)列分别是以控股股东当期新增股权质押占其持有股数的比例(*Pledge_Per1*)以及控股股东当期新增股权质押占上市公司总股数的比例(*Pledge_Per2*)为被解释变量的回归结果,高额商誉(*HGW*)这一变量的回归系数均在 1% 的水平上显著为正,该结果表明,当企业拥有高额商誉资产时,控股股东选择在当期股权质押的规模越大。综合表 9 的第(2)~(4)列的回归结果,该回归结果验证了本文的假设,拥有高额商誉资产的上市公司当期股价高估程度更大,进而使得有融资需求的控股股东股权质押的规模更大。

表 9 高额商誉与控股股东股权质押

变量	<i>GW_excess</i>	<i>Misp</i>	<i>Pledge_Per1</i>	<i>Pledge_Per2</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>HGW</i>	0.0376 *** (24.969)	0.1331 *** (4.029)	0.0251 *** (6.077)	0.0103 *** (4.657)
<i>Controls</i>	是	是	是	是
年份/行业/省份	控制	控制	控制	控制
调整 R ²	0.1712	0.2976	0.0641	0.0519
N	13947	13947	13947	13947

资料来源:作者整理

3. 外部治理机制的调节作用

从前文的分析可知,超额商誉对控股股东股权质押行为产生影响的原因在于:当超额商誉规模较大时,股价高估程度更大。现有的研究表明,四大会计师事务所审计能提高公司会计信息质量(Francis 和 Yu,2009)^[40],进而降低股价高估程度。现有的文献根据上市公司是否聘请四大会计师事务所审计来衡量审计质量的高低(郭照蕊和黄俊,2020)^[10],聘请四大会计师事务所组的审计质

量高于聘请非四大会计师事务所组。因此,本文预期,相较于聘请非四大会计师事务所,上市公司聘请四大会计师事务所时,超额商誉对控股股东的股权质押影响更小。

根据上市公司是否聘请四大会计师事务所,将本文的研究样本分为两组,即聘请四大会计师事务所组($Big4 = 1$)以及聘请非四大会计师事务所组($Big4 = 0$),分组检验超额商誉对控股股东股权质押的影响。表10为对上述假说进行检验的回归结果。表10的回归结果显示,无论是以控股股东当期新增股权质押占其持有股数的比例($Pledge_Per1$)为被解释变量,还是以控股股东当期新增股权质押占上市公司总股数的比例($Pldege_Per2$)为被解释变量,聘请四大会计师事务所组($Big4 = 1$)超额商誉(GW_excess)的回归系数均不显著,即超额商誉(GW_excess)对控股股东股权质押的影响不再显著;而聘请非四大会计师事务所组($Big4 = 0$)超额商誉(GW_excess)的回归系数均值1%的水平上显著为正,即超额商誉(GW_excess)对控股股东股权质押依然有显著的正向影响。该回归结果表明,高质量审计能发挥有效的外部治理机制,提升企业的会计信息质量,降低股价高估程度,进而降低超额商誉对于控股股东股权质押行为的影响。

表10 超额商誉、外部公司治理与控股股东股权质押

变量	$Pledge_Per1$		$Pledge_Per2$	
	$Big4 = 1$	$Big4 = 0$	$Big4 = 1$	$Big4 = 0$
GW_excess	0.1592 (0.775)	0.2867 *** (4.968)	0.0374 (0.343)	0.0841 *** (3.664)
$Controls$	是	是	是	是
年份/行业/省份	控制	控制	控制	控制
调整 R^2	0.1250	0.0635	0.0811	0.0497
N	848	13046	848	13046

资料来源:作者整理

4. 基于产权性质的异质性分析

超额商誉对控股股东股权质押行为的影响是否因企业产权性质的不同而存在差异?财政部发布的《关于上市公司国有股权质押有关问题的通知》对国有企业股东股权质押的质押率、资金流向均作了较为严格的规定,明确指出:股东质押的股权不能超过其持有的该上市公司股份总额的50%、质押所得的资金不得用于买卖股票。这些规定在一定程度上会使得国有企业股东减少股权质押融资。因此,本文预期:相较于国有企业,超额商誉对控股股东股权质押行为的影响在民营企业中更显著。

根据产权性质(SOE)的差异将企业分为国有企业($SOE = 1$)和民营企业($SOE = 0$),表11为分组回归的结果。前两列是以控股股东当期新增股权质押占其持有股数的比例($Pledge_Per1$)为被解释变量的回归结果,后两列是以控股股东当期新增股权质押占上市公司总股数的比例($Pldege_Per2$)为被解释变量的回归结果。以控股股东当期新增股权质押占其持有股数的比例($Pledge_Per1$)为被解释变量时,若上市公司的产权性质为国有企业($SOE = 1$),超额商誉(GW_excess)的回归系数不显著;而当上市公司的产权性质为民营企业($SOE = 0$)时,超额商誉(GW_excess)的回归系数在1%的水平上显著为正。以控股股东当期新增股权质押占上市公司总股数的比例($Pldege_Per2$)为被解释变量时,若上市公司的产权性质为国有企业($SOE = 1$),超额商誉(GW_excess)的回归系数不显著;而当上市公司的产权性质为民营企业($SOE = 0$)时,超额商誉(GW_excess)的回归系数在5%的水平上显著为正。该回归结果表明超额商誉对控股股东股权质押行为的影响因企业产权性质的不同而存在差异,具体地,超额商誉对控股股东股权质押行为的影响在民营企业中更显著。

表 11 基于产权性质的异质性分析

变量	Pledge_Per1		Pledge_Per2	
	SOE = 1	SOE = 0	SOE = 1	SOE = 0
GW_excess	0.0819 (1.376)	0.2362 *** (3.581)	0.0265 (0.999)	0.0561 ** (2.069)
Controls	是	是	是	是
年份/行业/省份	控制	控制	控制	控制
调整 R ²	0.0324	0.0642	0.0589	0.0485
N	6627	7320	6627	7320

资料来源:作者整理

5. 超额商誉与股价大幅下跌风险

从前文的分析可知,超额商誉规模越大,会使得当期股价高估程度越大,进而使得控股股东通过股权质押进行外部融资的规模越大。那么控股股东在超额商誉规模较大时质押股权是不是一种高风险行为?若未来期间股价大幅下跌,则前期质押的股权会面临较大的股权质押爆仓风险。而超额商誉规模越大,会导致未来发生商誉减值的可能性更大,而商誉减值的发生会使得未来股价大幅下跌的风险增加(韩宏稳等,2019)^[41]。因此,本文认为,控股股东在超额商誉规模较大时质押股权是高风险行为,超额商誉规模越大,会使得股票价格在未来期间大幅下跌的风险增加。

表 12 为对上述假设进行检验的回归结果。股价大幅下跌风险指标的计算借鉴 Hutton 等(2009)^[42]的方法分别用负收益偏态系数(NCSKEW)以及收益上下波动比率(DUVOL)来表示。表 12 的第(1)、(2)列分别是以第 $t + 1$ 期的负收益偏态系数(NCSKEW)以及收益上下波动比率(DUVOL)为被解释变量的回归结果,超额商誉(GW_excess)的回归系数均在 10% 的水平上显著为正。该回归结果验证了前文的分析,即超额商誉规模越大,会导致未来期间股价大幅下跌风险更大。由此可见,控股股东选择在超额商誉规模较大时进行股权质押是一种高风险行为,一旦未来股价大幅下跌成为事实,其质押的股权可能会面临股权质押爆仓风险,并给股价带来进一步下跌的压力。

表 12 超额商誉与股价大幅下跌风险

变量	NCSKEW _{t+1}	DUVOL _{t+1}
	(1)	(2)
GW_excess	0.2127 * (1.663)	0.1475 * (1.660)
Controls	是	是
年份/行业/省份	控制	控制
调整 R ²	0.0718	0.0750
N	13947	13947

资料来源:作者整理

六、结论及政策建议

本文研究了超额商誉对控股股东股权质押行为的影响。研究表明,当超额商誉规模更大时,控股股东通过股权质押进行外部融资的规模更大。其产生影响的原因在于超额商誉规模越大,会使得股价高估程度越大,进而使得控股股东股权质押的规模更大。该结论表明超额商誉的支付能为控股股东股权质押创造更为有利的条件进而导致企业愿意在并购交易中支付更高成本。在进一步地分析中,研究了高额商誉与超额商誉的关系,研究表明拥有高额商誉资产的企业超额商誉规模越

大,拥有高额商誉资产的上市公司股价高估程度更大,进而使得有融资需求的控股股东股权质押的规模更大;基于审计质量的异质性分析发现,超额商誉对于控股股东股权质押行为的影响在低质量审计组更显著;基于产权性质的异质性分析发现,相较于国有企业,超额商誉对控股股东股权质押行为的影响在民营企业中更显著。同时,进一步地研究中还发现控股股东在超额商誉规模较大时质押股权是高风险行为,超额商誉规模越大,会使得股票价格在未来期间大幅下跌的风险增加。

近年来,股权质押爆仓频繁发生,出质方给质权人带来了巨大的损失,加剧了金融市场的动荡。本文研究表明,拥有较高超额商誉资产上市公司的股价高估易于被控股股东所“利用”,当企业的超额商誉规模更高时,控股股东通过股权质押进行外部融资的规模更大,但是控股股东在企业拥有较高超额商誉资产时质押的股权面临更大的股价大幅下跌风险。基于上述分析,本文拟从以下三个方面提出政策建议:

第一,质权人在与控股股东在签订股权质押合同时,应审慎评估所参考的股票价格的合理性。股权质押合同的参考价格为股票质押前七日的收盘均价,若其参照的股票价格存在由于较高超额商誉而导致的高估,则未来股价大幅下跌的风险增加,进而导致控股股东在企业拥有较高超额商誉资产时质押的股权面临更大的股权质押爆仓风险。故质权人在与控股股东在签订股权质押合同时审慎评估所参考的股票价格的合理性,识别股票价格是否存在由于超额商誉规模较大而导致的高估,这对于防范和化解股权质押风险具有重要意义。

第二,监管机构应加强对于拥有高额商誉资产上市公司信息披露的监管,重点监控商誉减值信息的披露。拥有高额商誉资产的企业超额商誉规模越大,并且拥有高额商誉资产的上市公司股价高估程度更大,进而使得有融资需求的控股股东股权质押的规模更大,其产生影响的原因与上市公司在商誉减值中不及时足额计提商誉减值等行为有一定的关联。为了减少控股股东在企业拥有高额商誉时高风险的股权质押行为,监管机构应加强对于拥有高额商誉资产上市公司信息披露的监管,进而防范控股股东在企业拥有高额商誉资产时质押股权所带来的股权质押爆仓风险。

第三,投资者应审慎评估拥有高额商誉资产上市公司的投资价值,警惕“商誉与股权质押双高股”的出现。拥有高额商誉资产上市公司的股价高估程度更大,同时,拥有高额商誉时的股价高估容易被企业内部人所利用来进行满足自身融资或套现需求的股权质押。但是“商誉与股价双高股”未来大幅下跌的风险更大,而一旦股价大幅下跌成为既定事实,投资者将遭受巨大的经济损失。因此,投资者投资拥有高额商誉资产上市公司股票时应更加小心谨慎,尽量避免由于信息不对称而做出错误的投资决策,警惕“商誉与股权质押双高股”的出现,正确识别风险,并理性进行投资。

参考文献

- [1]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].北京:中国工业经济,2019,(11):174-192.
- [2]孙瑞泽.深市公司商誉减值与监管应对分析[J].深圳:证券市场导报,2020,(11):49-56.
- [3]李晶晶,关月琴,魏明海,谢素娟.商誉、准则与制度:万亿商誉资产之谜[J].北京:经济管理,2020,(12):151-167.
- [4]李旒,郑国坚.市值管理动机下的控股股东股权质押融资与利益侵占[J].北京:会计研究,2015,(5):42-49,94.
- [5]徐寿福,贺学会,陈晶萍.股权质押与大股东双重择时动机[J].上海:财经研究,2016,(6):74-86.
- [6]Gu,F.,and B.Lev. Overpriced Shares, Ill-Advised Acquisitions, and Goodwill Impairment[J].TheAccounting Review,2011,86,(6):1995-2022.
- [7]杜兴强,杜颖洁,周泽将.商誉的内涵及其确认问题探讨[J].北京:会计研究,2011,(1):11-16,95.
- [8]傅超,杨曾,傅代国.“同伴效应”影响了企业的并购商誉吗?——基于我国创业板高溢价并购的经验证据[J].北京:中国软科学,2015,(11):94-108.
- [9]Ramanna,K.The Implications of Unverifiable Fair-value Accounting: Evidence from the Political Economy of Goodwill Accounting[J].Journal of Accounting and Economics,2008,45,(2):253-281.

- [10]郭照蕊,黄俊.高质量审计与上市公司商誉泡沫[J].北京:审计研究,2020,(4):80-89.
- [11]许罡.企业社会责任履行抑制商誉泡沫吗?[J].南京:审计与经济研究,2020,(1):90-99.
- [12]张新民,卿琛,杨道广.内部控制与商誉泡沫的抑制——来自我国上市公司的经验证据[J].厦门大学学报(哲学社会科学版),2018,(3):55-65.
- [13]宋佳宁,高闯.实际控制人所有权能否抑制商誉泡沫?——基于内部控制视角的解释[J].蚌埠:财贸研究,2021,(4):98-110.
- [14]赵彦锋,赵慧娴,石青梅.超额商誉是否影响审计意见?[J].南京审计大学学报,2021,(3):11-20.
- [15]赵彦锋.超额商誉、高管激励与审计收费[J].长沙:财经理论与实践,2021,(1):62-69.
- [16]任力,何苏燕.并购溢价对股权质押时机选择影响的经验研究[J].北京:会计研究,2020,(6):93-107.
- [17]李永伟,李若山.上市公司股权质押下的“隧道挖掘”——明星电力资金黑洞案例分析[J].北京:财务与会计,2007,(2):39-42.
- [18]王斌,蔡安辉,冯洋.大股东股权质押、控制权转移风险与公司业绩[J].北京:系统工程理论与实践,2013,(7):1762-1773.
- [19]谢德仁,郑登津,崔宸瑜.控股股东股权质押是潜在的“地雷”吗?——基于股价崩盘风险视角的研究[J].北京:管理世界,2016,(5):128-140,188.
- [20]夏常源,贾凡胜.控股股东股权质押与股价崩盘:“实际伤害”还是“情绪宣泄”[J].天津:南开管理评论,2019,(5):165-177.
- [21]Chan, K., H. K. Chen, and S. Y. Hu, et al. Share Pledges and Margin Call Pressure[J]. Journal of Corporate Finance, 2018, (52):96-117.
- [22]任碧云,杨克成.大股东增持股份动机是择时还是自保?——基于股权质押的经验证据[J].大连:财经问题研究,2018,(9):68-75.
- [23]Wang, Y. C., and R. K. Chou. The Impact of Share Pledging Regulations on Stock Trading and Firm Valuation[J]. Journal of Banking & Finance, 2018, (89):1-13.
- [24]胡珺,彭远怀,宋献中,等.控股股东股权质押与策略性慈善捐赠——控制权转移风险的视角[J].北京:中国工业经济, 2020,(2):174-198.
- [25]Henning, S. L., B. L. Lewis, and W. H. Shaw. Valuation of the Components of Purchased Goodwill[J]. Journal of Accounting Research, 2000, 38, (2):375-386.
- [26]冯科,杨威.并购商誉能提升公司价值吗?——基于会计业绩和市场业绩双重视角的经验证据[J].北京工商大学学报(社会科学版),2018,(3):20-32.
- [27]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].北京:中国工业经济,2018,(6):156-173.
- [28]Malmendier, U., and G. Tate. Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 89, (1):20-43.
- [29]陈仕华,李维安.并购溢价决策中的锚定效应研究[J].北京:经济研究,2016,(6):114-127.
- [30]Hayn, C., and P. J. Hughes. Leading Indicators of Goodwill Impairment[J]. Journal of Accounting, Auditing & Finance, 2006, 21, (3):223-265.
- [31]高榴,袁诗森.上市公司并购重组商誉及其减值问题探析[J].深圳:证券市场导报,2017,(12):58-64.
- [32]Darrough, M. N., L. Guler, and P. Wang. Goodwill Impairment Losses and CEO Compensation[J]. Journal of Accounting, Auditing & Finance, 2014, 29, (4):435-463.
- [33]Li, Z., P. K. Shroff, and R. Venkataraman, et al. Causes and Consequences of Goodwill Impairment Losses[J]. Review of Accounting Studies, 2011, 16, (4):745-778.
- [34]Jarva, H. Economic Consequences of SFAS 142 Goodwill Write-offs[J]. Accounting & Finance, 2014, 54, (1):211-235.
- [35]朱冰,张晓亮,郑晓佳.多个大股东与企业创新[J].北京:管理世界,2018,(7):151-165.
- [36]何瑛,于文蕾,戴逸驰,王砚羽.高管职业经历与企业创新[J].北京:管理世界,2019,(11):174-192.
- [37]Myers, J. N. Implementing Residual Income Valuation with Linear Information Dynamics[J]. The Accounting Review, 1999, 74, (1):1-28.
- [38]游家兴,吴静.沉默的螺旋:媒体情绪与资产误定价[J].北京:经济研究,2012,(7):141-152.
- [39]潘红波,饶晓琼,张哲.并购套利观:来自内部人减持的经验证据[J].北京:经济管理,2019,(3):107-123.
- [40]Francis, J. R., and M. D. Yu. Big 4 Office Size and Audit Quality[J]. The Accounting Review, 2009, 84, (5):1521-1552.
- [41]韩宏稳,唐清泉,黎文飞.并购商誉减值、信息不对称与股价崩盘风险[J].深圳:证券市场导报,2019,(3):59-70.
- [42]Hutton, A. P., A. J. Marcus, and H. Tehranian. Opaque Financial Report, R², and Crash Risk[J]. Journal of Financial Economics, 2009, 94, (1):67-86.

Research on the Influence of Excess Goodwill on Controlling Shareholders' Share Pledging

HE Su-yan, REN Li

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

Abstract: In recent years, the trend of the development of M&A has been “blowout”. High premium payment in M&A has become the “new normal”. High premium payment makes listed companies accumulate high goodwill assets, and high goodwill assets may contain a certain degree of goodwill bubble. With the rapid accumulation of goodwill assets, the issue of high goodwill of listed companies has attracted extensive attention from the regulatory authorities. In 2016 and 2017, China Securities Regulatory Commission (CSRC) disclosed the statistical data in the Annual Report on Accounting Supervision of Listed Companies, which showed that goodwill accounted for a large amount of the total payment in M&A. In 2018, the CSRC's Annual Report on Accounting Supervision of Listed Companies directly pointed out that goodwill was artificially high at the initial recognition. At the same time, the Annual Report on Accounting Supervision of Listed Companies also points out that there are many opportunistic behaviors in the disclosure of goodwill impairment of listed companies, and the opportunistic behavior of listed companies in goodwill impairment makes it difficult to alleviate the problem of artificially high goodwill assets initially recognized. In the context of inflated goodwill assets and many opportunistic behaviors in the impairment of goodwill in China, it is necessary to discuss the influence of the inflated goodwill assets on shareholders' behavior. Taking A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2007 to 2019 as initial samples, this paper empirically examines the impact of excess goodwill on controlling shareholders' share pledging behavior.

The research findings are as follows. If a company has high excess goodwill, controlling shareholders will pledge larger number of their stocks. The reason is that if a company has high excess goodwill, its stock will have greater degree of overvaluation which will lead to larger scale the controlling shareholders pledging their shares. This result shows that the payment of excess goodwill can create more favorable conditions for controlling shareholders share pledging. In the further analysis, we find that companies with high goodwill have greater degree of stock overvaluation, and thus larger scale of controlling shareholders pledging their shares. Based on the heterogeneity analysis of audit quality, it is found that the influence of excess goodwill on controlling shareholders' share pledging behavior is more significant in the low-quality audit group. Based on the heterogeneity analysis of property nature, it is found that compared with state-owned companies, the influence of excess goodwill on controlling shareholders' share pledging behavior is more significant in private enterprises. At the same time, it is also found that it is a high-risk behavior for controlling shareholders to pledge their shares when the scale of excess goodwill is large, because if a company has larger scale of excess goodwill, its stock price will have greater risk of falling sharply in the future.

This paper enriches the research literature on the economic consequences of excess goodwill. Most existing literatures focus on goodwill, this paper analyzes the composition of goodwill, and makes it clear that it is the excess goodwill that has an impact on the share pledging behavior of controlling shareholders. What's more, this paper provides a new explanation for the payment of excess goodwill. From the perspective of the controlling shareholders' share pledging, this paper reveals the reason of the willingness to pay excess goodwill, namely the payment of excess goodwill can create more favorable conditions for controlling shareholders' share pledging. The excessive premium paid by companies in M&A may be the self-interest behavior of insiders to satisfy their personal interests. Based on China's practice of “high premium, high goodwill”, this paper in-depth analysis the influence of the high goodwill on controlling shareholder share pledging, which makes this paper can better serve the practice of China's capital market, and also shed light on the logic of “high goodwill and high share pledging”.

Key Words: excess goodwill; share pledging; stock overpricing

JEL Classification: G14, G32, C58

DOI:10.19616/j.cnki.bmj.2021.07.011

(责任编辑:张任之)