

交叉持股的机构投资者能够抑制 企业商誉泡沫吗?

张亚涛¹

摘要 本文以2008—2020年我国A股上市公司为研究对象,考察了机构交叉持股对企业商誉泡沫的影响。研究发现,交叉持股的机构投资者可以有效抑制企业商誉泡沫;机制研究表明,交叉持股的机构投资者主要通过降低企业代理成本和信息不对称来抑制企业商誉泡沫;进一步研究发现,在内部控制质量和市场化程度较高的企业中,交叉持股的机构投资者对商誉泡沫的抑制作用更为明显。此外,相比一般法人类机构投资者,金融类机构投资者交叉持股对企业商誉泡沫的抑制作用更显著。本文在理论和实证上丰富了机构交叉持股和企业商誉领域的研究,为监管部门和上市公司化解商誉泡沫提供了新思路和新范式。

关键词 机构交叉持股;商誉泡沫;代理成本;信息不对称

0 引言

商誉作为企业的一项重要资产,本质上是并购方在并购过程中支付的溢价,通常由并购方评估决定,具有一定主观性,并购方很可能因高估商誉而形成商誉泡沫(Johnson and Petrone, 1998),若因并购未达预期而导致商誉泡沫破裂,便可能会引发企业业绩下滑和股价大跌,对资本市场的稳定性造成负面影响(田园和高利芳, 2021)。随着上市公司并购热潮的出现,我国资本市场中开始频繁出现因商誉泡沫破裂导致商誉巨额减值的暴雷事件,商誉泡沫已然成为我国金融市场中最不容忽视的风险要素之一(张新民等, 2018)。据Wind数据统计,2020年末我国A股上市公司商誉规模已达1.28万亿元,若将其全部计提,可吞噬A股上市公司六成以上的营业利润。在此背景下,如何抑制企业商誉泡沫已经成为学术界和实务界关注的焦点。

随着机构投资者队伍的不断发展壮大,部分资产规模较大的机构投资者为

¹ 张亚涛,南开大学金融学院博士研究生,E-mail:1715120716@qq.com。

降低投资风险和追求更高的投资回报率会同时持股行业内多家企业。同时持有同行业两家以上企业大宗股权的机构投资者即为交叉持股机构投资者(Park et al., 2019)。作为行业内企业间股权关联和信息传递的枢纽,交叉持股的机构投资者与企业经济利益关联度较高且拥有全行业信息和专业优势,是比普通机构投资者更为合格的外部监督者,有更强的动机和能力抑制管理层的机会主义行为(邢斐等, 2021),提高信息披露质量(Ramalingegowda et al., 2021),降低财务重述概率(杜勇和胡红燕, 2022)和提高并购绩效(Brooks et al., 2018)。但是,并购商誉的估计极度依赖管理层的主观判断(Li and Sloan, 2017),有很大的操纵空间,管理层出于自利动机可能会高估商誉,诱发商誉泡沫(陈耿和严彩红, 2020)。那么交叉持股的机构投资者能否抑制企业商誉泡沫呢?如果可以的话,其作用机理呢?

在企业经营实践中,管理层作为企业并购活动的策划者,不仅会影响企业并购策略的制定和实施,而且深度介入了并购标的选择、估值和定价等一系列过程,具有信息与决策优势,其动机和行为对并购活动(包括商誉的形成)具有重要影响。委托代理理论指出,若被并方是管理层的利益相关者,则二者可能会达成合谋,通过支付高并购溢价实现利益输送,诱发商誉泡沫(Shi et al., 2017)。此外,管理层为满足“帝国构建”的私欲,也可能会利用其信息和决策优势(Grinstein and Hribar, 2004),提高并购的频率和规模,甚至可能会不惜支付较高的溢价完成并购重组(Mueller and Sirower, 2003),形成商誉泡沫。在充斥着代理问题和信息不对称的资本市场中,要抑制商誉泡沫,仅靠正式制度对管理层进行监督和约束远远不够,还需要董事网络、公司文化和机构交叉持股等非正式制度的有效补充。而机构交叉持股作为一种非正式制度,在同行业企业间形成股权网络,拥有更丰富的监督经验和行业专长,能否抑制企业商誉泡沫是本文关注的重点。如图1所示,本文对2008—2020年间A股市场中被机构交叉持股的企业占比和该年度全部企业超额商誉均值的走势进行了图形分析。可以看出,A股市场中被机构交叉持股的企业占比与该年度所有企业的平均超额商誉有着相反的走势。但是,交叉持股的机构投资者能否抑制企业商誉泡沫,仅靠简单的图形分析无法得出可靠的结论,仍需更细致严谨的实证分析佐证。

本文以2008—2020年A股全部上市企业为研究对象,对机构交叉持股能否有效抑制企业商誉泡沫进行了深入考察。最终发现,机构交叉持股对商誉泡沫产生了显著的抑制效应;机制检验发现,交叉持股的机构投资者通过降低信息不对称和代理成本来抑制商誉泡沫;进一步研究发现,在市场化水平较高和内部控制质量较高的企业中,交叉持股的机构投资者抑制企业商誉泡沫的效应更强。此外,相比一般法人类机构投资者,金融类机构投资者交叉持股对企业

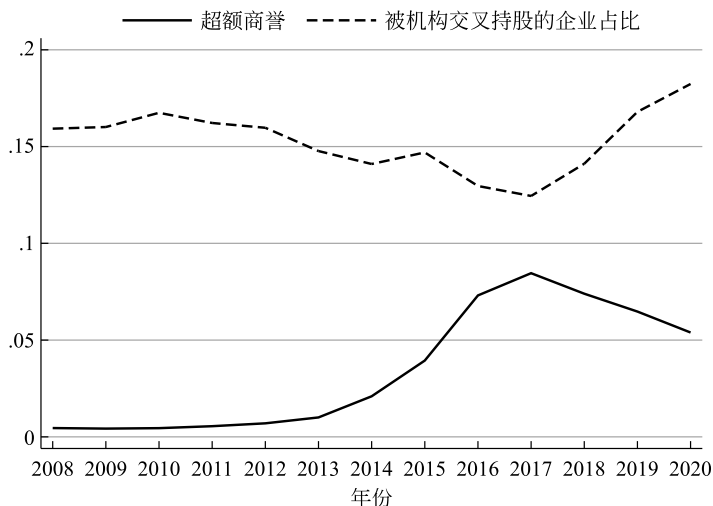


图1 2008—2020年A股被机构交叉持股的企业占比与企业超额商誉均值走势

商誉泡沫的抑制作用更显著。本文的边际贡献在于：首先，基于资本市场中的机构交叉持股现象，本文即为如何化解商誉泡沫提供了崭新的思路，也扩充了企业商誉领域的研究文献。其次，不同于以往以并购绩效为研究焦点的文献（Brooks et al., 2018），本文从商誉泡沫角度出发实证检验了交叉持股的机构投资者对商誉泡沫的外部治理效应。最后，本文不仅为监管层和企业化解商誉泡沫提供了有益参考，而且为有关并购重组、培育和发展机构投资者相关政策的制定提供了实证支撑，对健全资本市场服务实体经济的体制机制具有一定启示。

1 文献综述与假设提出

1.1 文献综述

1.1.1 机构交叉持股的相关研究

与普通股东相比，交叉持股的机构投资者具有以下三个特征：第一，交叉持股的机构投资者在参与行业内多家上市公司的经营治理活动中，积累了丰富的信息搜集和处理经验、行业专长和管理知识。第二，同行业上市公司各部门的共通性减少了交叉持股的机构投资者信息挖掘、处理和分析成本。第三，交叉持股的机构投资者通过持股行业内多家上市公司，可以内部化治理行为的外部性，获取更多治理收益。目前，学术界关于机构交叉持股经济影响的文献，主要存在以下两种观点：

第一,协同治理效应观点认为机构交叉持股可以提高公司经营绩效并改善公司治理,例如学者们发现凭借在信息资源、行业专长和管理经验等方面的优势,交叉持股机构投资者不仅可以提高企业产品市场占比和创新效率(Gao et al., 2019),而且可以降低资本成本(Chen et al., 2021)、提高并购成功的可能性(Brooks et al., 2018)。此外,更低的信息挖掘、处理和分析成本使得交叉持股的机构投资者可以发挥更好的外部治理效应,如投票反对管理层的不合理提案(Park et al., 2019)和迫使不称职的管理层离职(Kang et al., 2018),提高企业信息披露质量(He et al., 2019)、降低其盈余管理程度(Ramalingegowda et al., 2021)和避税动机(邢斐等, 2021),进而提高公司治理效率。第二,部分学者认为交叉持股机构投资者会促使其投资组合内的同行业企业达成产品市场合谋,提高其市场势力和垄断能力(Azar et al., 2018)。但是,该理论却未被学者们广泛认可,如Kennedy et al. (2017)指出交叉持股机构投资者并不会扭曲行业价格机制,Edmans et al. (2019)也指出,产品质量和定价效率的提升才是机票价格上涨根本原因,而非合谋舞弊,Azar et al. (2018)之所以得出合谋舞弊的结论是由于回归模型中存在遗漏变量误差。

1.1.2 商誉的相关研究

目前,关于企业商誉的学术研究虽然非常丰富,但大多聚焦于上市公司商誉的会计处理、产生原因和影响因素以及经济后果等层面。第一,商誉的会计处理。杜兴强等(2011)提出商誉是上市公司预期超额利润的贴现值,本质上是使用年限不确定的无形资产,使用并购价格减去目标公司净资产的公允价值进行初始计量,每年年末都需进行减值测试,发生减值损失后,应及时确认。Ramanna(2008)和Bens et al. (2011)指出由于企业商誉的公允价值难以核实,商誉减值在很大程度上取决于管理层的主观判断,管理层在计提商誉减值时拥有自由裁量权,有动机通过高估企业商誉来抬升股价,谋取私人收益。此外,越来越多的学者发现,商誉减值在会计处理上能够回溯至企业在并购过程中的支付溢价,是管理人员对企业未来盈利能力下降的预期,管理人员有动机和能力延迟(或择机)确认商誉减值损失,实现对收益的操纵(Henning et al., 2000; Ramanna and Watts, 2012)。第二,商誉的产生原因以及影响因素。Bens et al. (2011)指出企业商誉本质上是支付溢价,体现了被收购企业的持续经营商誉和合并后产生的协同效应。王文姣等(2017)认为机构投资者持股等外部治理因素可以有效抑制企业商誉泡沫。冯卫东和郑海英(2013)指出股东与管理者的第一类代理冲突会引发商誉泡沫,因此完善企业治理结构可以有效抑制商誉泡沫(Li et al., 2011)。张新民等(2018)发现内部控制能够有效抑制商誉泡沫,企业内部控制越有效,则并购产生的超额商誉越少。第三,商誉的经济后果。Henning et al. (2000)指出投资者和分析师对企业商誉各组成部分的估值权重

存在差异,持续经营商誉和协同效应有助于企业价值的提升。郑海英等(2014)的实证研究表明,企业支付较高的商誉成本可以提高企业当期业绩,但有损于企业未来两期业绩。魏志华和朱彩云(2019)也指出超额商誉对企业未来三年的经营业绩存在负向影响。王文姣等(2017)和杨威等(2018)分析了商誉和公司股价崩盘之间的关系,发现高商誉企业的股价明显被高估,很可能会引发股价泡沫和崩盘。Li et al. (2011)指出企业商誉减值的计提向资本市场传递了公司业绩的负面信号,会导致投资者和分析师对企业估值预期的下调。Glaum et al. (2018)的分析指出,商誉减值对公司股价具有负面影响,管理层可能会使用商誉减值平滑公司股价,而分析师和机构投资者的监督会加速企业对商誉减值损失的确认,因此会导致股价收益率的下降。可以看出,学术界关于商誉泡沫的理论和实证研究成果非常丰富,但就怎样抑制商誉泡沫还未形成统一的观点。鉴于此,本文以机构交叉持股这一外部治理机制为出发点,分析其对企业商誉泡沫的影响,不仅可以拓展现有文献的研究范围,而且为已有观点提供新的经验支持。

1.2 假设提出

管理层是企业并购战略的决策主体之一,在并购标的选择、估值定价等过程中发挥了重要作用。当被并方与管理层利益一致时,二者之间便存在合谋动机,可能会通过高溢价支付实现利益输送(王文姣等,2017)。同时,管理者也有可能出于帝国构建、在职消费和社会声誉等动机,利用自身信息优势和决策权进行盲目扩张(Malmendier et al., 2011),不惜支付高溢价以并购与自身战略导向不一致或难以完成资源整合的公司,形成商誉泡沫。本文认为,交叉持股的机构投资者能够增强企业内外部的治理机制,提高管理层高估商誉的风险和成本,从而抑制企业商誉泡沫。

1.2.1 治理机制

交叉持股的机构投资者可以有效抑制管理层在并购时刻意高估商誉的代理行为。现有研究验证了机构投资者等外部股东可以通过委派管理层、在股东大会中投反对票和退出威胁等方式对管理层代理行为进行监督治理。与普通投资者相比,交叉持股的机构投资者对管理层高估商誉的代理行为监督治理的增量作用体现在:

第一,监督动机。交叉持股不仅提高了机构投资者的监督收益,还降低了其监督成本,使其具有更高的监督动机。(1)更高的监督收益。交叉持股的机构投资者通过同时持有行业内多家企业股权,可以内部化治理行为的外部性,在边际治理成本保持不变的情况下,可以获得更高边际收益。具体而言,交叉

持股的机构投资者追求的是投资组合收益的最大化,而非单个投资标的的价值最大化(He et al., 2019),而企业高估商誉的代理行为具有负外部性,会对同行业公司企业经营业绩产生负面影响(王鲁泉和张蓓, 2021)。研究表明,企业披露高质量信息可能会对行业内其他企业的融资成本产生溢出效应(Ramalingegowda et al., 2021)。反之,若企业高估商誉,释放低质量的会计信息,则有可能会误导行业内其他公司的并购和投资决策(傅超等, 2015),损害其经营业绩(Chang et al., 2019)。因此,对于交叉持股的机构投资而言,每付出一个单位的监督成本,不仅可以从企业自身商誉泡沫的降低中获益,而且能够从其投资组合中的同行业其他企业的市场价值的提高中获取额外收益。(2)更低的监督成本。同行业上市公司的业务环境、运营方式和财务报告模式具有共通性,使得交叉持股的机构投资者可以将其在一家企业中获取的监督和信处理经验应用到其投资组合中同行业其他企业的监督活动中去,降低其对管理层高估商誉行为的监督成本。研究发现,交叉持股机构投资者对投资组合内企业的平均监督成本随其联结同行业公司数量的增加而降低(Ramalingegowda et al., 2021)。综上所述,与普通投资者相比,更低的监督成本和更高的监督收益使得交叉持股机构投资者更有动机充当外部监督者的角色,抑制管理层出于自利动机而高估商誉的行为。

第二,监督能力。外部投资者实施治理的必要条件是可以识别管理层高估商誉的行为。交叉持股的机构投资者在参与行业内多家企业经营治理活动中积累了丰富的信息处理经验、监督经验和行业专长(Kang et al., 2018),与其他外部投资者相比,交叉持股的机构投资者不仅对于管理层提供的会计信息具有更强的分析和鉴别能力(He et al., 2019),在与管理层博弈时也具有更大的话语权(Chen et al., 2021),因此可以在挖掘和分析企业公开或私有信息时及时发现管理层为促成并购成功而刻意高估商誉的代理行为,进而在股东大会或者董事会上加以揭露和制止(Shroff et al., 2017; Brooks et al., 2018)。研究发现,凭借行业信息和专业优势,交叉持股的机构投资者可以凭借在股东大会中投票反对管理层的不当提案(Brooks et al., 2018)和迫使不称职的管理层离职(Kang et al., 2018)等方法抑制管理层的代理行为。

综上所述,更强的监督动机和更高的监督能力使得交叉持股的机构投资者可以更好地履行监督治理职能,增加管理者出于自利动机而刻意高估商誉的风险和成本,从而抑制管理层刻意高估商誉的代理行为。

1.2.2 信息机制

交叉持股的机构投资者有助于降低企业与外部投资者之间的信息不对称,增加管理层高估商誉的风险和成本,进而抑制商誉泡沫。商誉的高估可能源于管理层在有限的任期内利用并购盲目扩张从而谋取私利,不惜对并购项目进行操纵与信息选择性披露。由于信息不对称,管理层为确保高溢价并购项目能够

顺利完成,可能会在并购过程中刻意“隐藏”坏消息(Li and Sloan,2017)。而交叉持股的机构投资者在参与同行业多家企业的经营过程中积累了丰富的信息处理经验和行业专长,使得其与一般机构投资者相比不仅拥有更强的信息搜集和处理能力,对管理层提供的决策信息也有更强的解读和鉴别能力,可以更有效地缓解企业信息不对称问题(Kang et al.,2018;Edmans et al.,2019)。当被机构交叉持股后,企业的并购决策信息(包括交易价格、标的价值和可辨认净资产公允价值等信息)将会被充分地挖掘、分析和传播,增加管理层在并购过程中“隐藏”坏消息的难度,促使其在选择并购标的和确定并购溢价时更加理性和谨慎,从而抑制商誉泡沫的产生。

结合上述分析,本文提出如下研究假设:

假设 1:交叉持股的机构投资者抑制了企业商誉泡沫。

假设 2a:交叉持股的机构投资者通过降低企业代理成本,进而抑制了企业商誉泡沫。

假设 2b:交叉持股的机构投资者通过降低企业信息不对称,进而抑制了企业商誉泡沫。

2 研究设计

2.1 数据来源

本文的研究样本为2008—2020年全部A股上市企业,除市场化指数和内部控制指数之外的数据均来自国泰安数据库(CSMAR)。此外,本文对样本做出如下处理:(1)剔除金融、保险行业的企业;(2)剔除ST和*ST的企业;(3)剔除数据缺失的企业;(4)对连续变量在1%和99%的水平上进行缩尾处理。

2.2 变量定义

2.2.1 被解释变量

参照Ramanna(2008)和张新民等(2018)的做法,以超额商誉(GWover)衡量企业商誉泡沫,计算方法如式(1):

$$\begin{aligned} & \text{GWover} \\ &= \frac{100 \times (\text{商誉的账面价值} - \text{经行业和企业规模匹配后的商誉账面平均值})}{\text{总资产}} \end{aligned} \quad (1)$$

其中,在每一年将同行业企业按照企业规模由小到大平均分为四组,每组商誉的账面价值的平均值,即为经行业和企业规模匹配后的商誉账面平均值。行业

分类标准参照证监会 2012 年颁布的《上市公司行业分类指引》,除制造业使用二级分类外,其余行业均使用大类。

2.2.2 解释变量

参照 He and Huang(2017)和 Chen et al. (2021)的做法,本文从 3 个维度构造指标反映机构交叉持股。(1)交叉持股哑变量(Cross1),如果当年有交叉持股的机构投资者持股该企业,则 Cross1 设为 1,否则为 0。其中,交叉持股的机构投资者是指在行业内同时重仓持有(持股比例 $\geq 5\%$)两家以上企业股权的机构投资者;(2)机构交叉持股的企业数量(Cross2)。为企业全部交叉持股机构投资者持有的同行业企业数量均值加 1 的自然对数。Cross2 体现了交叉持股机构投资者更强的监督动机和能力。原因在于:机构投资者交叉持股的企业数量越多,内部化治理外部性的能力越强,具有更强的监督动机(潘越等,2020)。同时,机构投资者交叉持股的企业数量越多,越能在参与同行业多家企业治理的过程中积累监督治理经验,提高自身的监督能力(Kang et al., 2018);(3)机构交叉持股联结程度(Cross3)。与企业拥有相同交叉持股的机构投资者的同行业企业数量加 1 的自然对数。Cross3 越大,意味着交叉持股机构投资者监督成本越低。原因在于:企业因机构交叉持股联结同行企业的数量越多,则交叉持股的机构投资者获取和处理企业财务信息的成本越低(Ramalingegowda et al., 2021),则其监督成本也就越低。

2.3 模型构建

为了验证机构交叉持股对企业商誉泡沫的影响,本文设置如下回归模型:

$$GWover_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Cross_{i,t-1} + \gamma Controls_{i,t-1} + Firm + Year + \varepsilon \quad (2)$$

其中,核心解释变量为机构交叉持股指标(Cross),包括 Cross1、Cross2 和 Cross3,Controls 为控制变量组,参照田园和高利芳(2021)的做法,本文的控制变量组的设置如表 1 所示。本文对解释变量和控制变量组取一阶滞后以缓解内生性问题。同时,模型(2)中还控制了年度(Year)和企业(Firm)层面的固定效应。此外,本文对标准误在企业层面进行了聚类调整。若模型(2)中 β_1 显著为负,则意味着机构交叉持股可以抑制商誉泡沫,本文的研究假设得到验证。

表 1 变量说明

	名称	符号	变量定义
被解释变量	超额商誉	GWover	见上文
解释变量 (Cross)	机构交叉持股哑变量	Cross1	见上文
	机构交叉持股企业数量	Cross2	见上文
	机构交叉持股联结程度	Cross3	见上文

续表			
	名称	符号	变量定义
控制变量组 (Controls)	机构投资者持股比例	Ins	机构投资者持股比例
	资产报酬率	ROA	净利润/总资产
	企业规模	Size	期末总资产的自然对数
	财务杠杆	Lev	总负债占总资产的比例
	成长性	Growth	营业收入增长率
	现金持有	Cash	货币资金/总资产
	固定资产比例	Fix	固定资产/总资产
	上市年限	Age	企业上市年限的自然对数
	管理层持股比例	Mshare	管理层持股比例
	两职兼任	Dual	若总经理兼任董事长,则 Dual=1,否则 Dual=0
	董事会规模	Board	董事会人数的自然对数
	独立董事比例	IndepR	独立董事人数占比
	股权集中度	Top1	第一大股东持股比例

3 实证结果与分析

3.1 描述性统计

表 2 列示了本文主要变量描述性统计结果。可以看出,超额商誉(GWover)的均值大于其中位数,且标准差较大,这意味着不同企业的超额商誉存在较大差异且部分企业的超额商誉水平较高。此外,Cross1 的均值为 0.152,说明有 15.2%的样本企业被机构交叉持股。其余变量的描述性统计结果与现有文献相似(孙诗璐等,2021),均在合理范围之内。

表 2 主要变量的描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
GWover	19030	0.067	6.227	-12.008	-0.487	29.098
Cross1	19030	0.152	0.359	0.000	0.000	1.000
Cross2	19030	0.165	0.462	0.000	0.000	3.907
Cross3	19030	0.175	0.496	0.000	0.000	4.082
Lev	19030	0.448	0.207	0.026	0.445	2.186
ROA	19030	0.034	0.067	-0.581	0.034	0.220
Size	19030	22.191	1.301	18.266	22.012	27.569
Cash	19030	0.176	0.126	0.001	0.142	0.860
Fix	19030	0.216	0.163	0.001	0.183	0.803
Board	19030	2.144	0.199	1.609	2.197	2.708

续表						
变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
IndepR	19030	37.307	5.339	25.000	33.330	60.000
Ins	19030	44.442	23.909	0.179	46.460	95.322
Growth	19030	0.193	0.549	-0.825	0.111	7.781
Top1	19030	33.944	14.859	7.920	31.730	76.950
Mshare	19030	11.397	18.288	0.000	0.150	75.141
Age	19030	2.197	0.713	0.693	2.303	3.434

3.2 基准回归结果

表 3 报告了机构交叉持股对商誉泡沫影响的基准回归结果。可以看出, Cross1、Cross2 和 Cross3 的回归系数为负,且均在 1%置信水平上显著,意味着交叉持股的机构投资者对企业商誉泡沫存在抑制效应,且该抑制效应随着机构交叉持股的企业数量(Cross2)和联结程度(Cross3)的增加而提高,假设 1 得到验证。

表 3 机构交叉持股对商誉估值泡沫的影响

	(1) GWover	(2) GWover	(3) GWover
Cross1	-0.418 *** (-2.796)		
Cross2		-0.360 *** (-2.802)	
Cross3			-0.341 *** (-2.853)
Lev	-6.067 *** (-17.686)	-6.081 *** (-17.722)	-6.081 *** (-17.722)
ROA	-10.620 *** (-10.908)	-10.585 *** (-10.873)	-10.593 *** (-10.881)
Size	0.671 *** (11.849)	0.677 *** (11.893)	0.678 *** (11.909)
Cash	-8.502 *** (-18.193)	-8.505 *** (-18.201)	-8.502 *** (-18.194)
Fix	-8.485 *** (-21.431)	-8.483 *** (-21.426)	-8.480 *** (-21.418)
Board	-0.523 * (-1.699)	-0.533 * (-1.735)	-0.529 * (-1.719)

续表

	(1)	(2)	(3)
	GWover	GWover	GWover
IndepR	0.019 * (1.714)	0.019 * (1.724)	0.019 * (1.733)
Ins	0.029 *** (7.635)	0.029 *** (7.652)	0.029 *** (7.677)
Growth	1.363 *** (14.924)	1.363 *** (14.916)	1.362 *** (14.913)
Top1	-0.052 *** (-12.113)	-0.052 *** (-12.137)	-0.052 *** (-12.156)
Mshare	0.039 *** (8.388)	0.039 *** (8.424)	0.039 *** (8.445)
Age	-0.464 *** (-4.750)	-0.465 *** (-4.759)	-0.464 *** (-4.758)
Dual	0.547 *** (4.588)	0.550 *** (4.616)	0.551 *** (4.627)
Constant	-7.757 *** (-6.032)	-7.861 *** (-6.085)	-7.916 *** (-6.115)
Firm	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes
N	19030	19030	19030
adj. R ²	0.501	0.501	0.501

注：括号内为系数对应 T 值；*、** 和 *** 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平，下文同。

3.3 稳健性和内生性检验

3.3.1 稳健性检验

(1) 更换因变量。借鉴许罡(2020)的做法,利用商誉乘以 100 之后除以总资产(GW)作为被因变量重新进行模型(2)的回归,回归结果如表 4 列(1)、(2)和(3)所示,Cross1、Cross2 和 Cross3 的回归系数显著为负,验证了回归结果的稳健性。

表 4 机构交叉持股对商誉估值泡沫的影响:稳健性检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	GW	GW	GW	GWover	GWover	GWover
Cross1	-0.478 *** (-3.026)			-0.433 *** (-2.883)		

续表

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	GW	GW	GW	GWover	GWover	GWover
Cross2		-0.483 *** (-3.552)			-0.364 *** (-2.815)	
Cross3			-0.449 *** (-3.557)			-0.344 *** (-2.861)
Lev	-6.973 *** (-19.221)	-6.994 *** (-19.275)	-6.994 *** (-19.274)	-6.198 *** (-17.909)	-6.212 *** (-17.944)	-6.212 *** (-17.944)
ROA	-9.720 *** (-9.439)	-9.678 *** (-9.400)	-9.689 *** (-9.411)	-10.858 *** (-10.974)	-10.827 *** (-10.942)	-10.835 *** (-10.950)
Size	-0.101 * (-1.680)	-0.090 (-1.495)	-0.088 (-1.465)	0.683 *** (11.937)	0.688 *** (11.975)	0.690 *** (11.990)
Cash	-11.645 *** (-23.561)	-11.644 *** (-23.562)	-11.640 *** (-23.555)	-8.832 *** (-18.630)	-8.833 *** (-18.633)	-8.830 *** (-18.626)
Fix	-10.151 *** (-24.243)	-10.139 *** (-24.214)	-10.136 *** (-24.206)	-8.651 *** (-21.634)	-8.651 *** (-21.635)	-8.649 *** (-21.627)
Board	-0.541 * (-1.663)	-0.549 * (-1.689)	-0.544 * (-1.672)	-0.544 * (-1.759)	-0.555 * (-1.794)	-0.550 * (-1.779)
IndepR	0.019 (1.633)	0.019 * (1.659)	0.019 * (1.669)	0.019 * (1.793)	0.020 * (1.802)	0.020 * (1.811)
Ins	0.028 *** (6.982)	0.028 *** (7.079)	0.029 *** (7.106)	0.028 *** (7.397)	0.028 *** (7.407)	0.028 *** (7.432)
Growth	1.628 *** (16.856)	1.626 *** (16.833)	1.626 *** (16.831)	1.393 *** (15.060)	1.392 *** (15.051)	1.392 *** (15.047)
Top1	-0.055 *** (-12.142)	-0.055 *** (-12.219)	-0.055 *** (-12.240)	-0.051 *** (-11.982)	-0.051 *** (-12.002)	-0.052 *** (-12.020)
Mshare	0.037 *** (7.583)	0.038 *** (7.663)	0.038 *** (7.686)	0.038 *** (8.220)	0.039 *** (8.254)	0.039 *** (8.275)
Age	-0.464 *** (-4.491)	-0.459 *** (-4.450)	-0.460 *** (-4.455)	-0.481 *** (-4.900)	-0.483 *** (-4.917)	-0.483 *** (-4.917)
Dual	0.653 *** (5.180)	0.656 *** (5.205)	0.657 *** (5.219)	0.551 *** (4.600)	0.554 *** (4.630)	0.556 *** (4.642)
Constant	15.018 *** (11.042)	14.775 *** (10.815)	14.716 *** (10.749)	-7.774 *** (-5.993)	-7.876 *** (-6.040)	-7.930 *** (-6.069)
Firm	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind×Year				Yes	Yes	Yes
N	19030	19030	19030	19030	19030	19030
adj. R ²	0.674	0.674	0.674	0.505	0.506	0.506

(2) 控制行业乘以年度的固定效应。为了控制行业发展周期、产业政策等可能对企业并购商誉产生的影响,本文在模型(2)的基础上控制了行业乘以年度的固定效应(Ind×Year)。回归结果如表 4 列(4)、(5)和(6)所示,可以看出,交叉持股的机构投资者对于企业商誉的影响仍然稳健。

3.3.2 内生性检验

(1) 排除反向因果内生性问题。本文的回归结果还可能存在反向因果内生性问题,即交叉持股的机构主动选择商誉泡沫小的企业进行持股,而没有参与治理,本文通过进行下述两个检验来排除这种可能性:

第一,考察有交叉持股的机构投资者持股的上市公司在并购中产生的商誉是否更小,若交叉持股的机构投资者抑制了企业商誉泡沫,那么其应能降低企业在并购过程中产生的商誉。鉴于此,本文参照李璐和姚海鑫(2019)以及耿建新和丁含(2021)的做法,通过构建模型(4)考察机构交叉持股对企业因并购形成商誉的影响:

$$Gwadd = \frac{(\text{并购事件商誉} - \text{经行业和企业规模调整的并购事件商誉均值})}{\text{总资产}} \quad (3)$$

$$Gwadd_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Cross_{i,t-1} + \gamma Controls_{i,t-1} + Firm + Year + \varepsilon \quad (4)$$

其中,Gwadd 为企业的并购商誉,控制变量(Controls)的设置和模型(2)相同。其中,在每一年将同行业企业按照企业规模由小到大平均分为四组,每组并购事件商誉的平均值,即为经行业和企业规模调整的并购事件商誉均值。此外,在样本选择方面:本文选取 2008—2020 年 A 股上市企业的并购事件为研究样本,并剔除关联交易和交易未完成的并购事件。模型(4)的回归结果如表 5 所示,可以看出,Cross1、Cross2 和 Cross3 的回归系数为负,且均在 1%的水平上显著。意味着在并购中,有机构交叉持股的企业产生的商誉更小,这表明本文的回归结果并不是由交叉持股的机构投资者主动选择商誉泡沫小的企业进行持股的行为引发的。

表 5 机构交叉持股对企业并购商誉的影响

	(1)	(2)	(3)
	Gwadd	Gwadd	Gwadd
Cross1	-0.016 *** (-2.858)		
Cross2		-0.011 *** (-2.977)	
Cross3			-0.011 *** (-3.341)

续表

	(1)	(2)	(3)
	Gwadd	Gwadd	Gwadd
Lev	-0.087 ^{***} (-7.125)	-0.087 ^{***} (-7.126)	-0.087 ^{***} (-7.143)
ROA	-0.118 ^{***} (-4.343)	-0.114 ^{***} (-4.209)	-0.114 ^{***} (-4.200)
Size	0.049 ^{***} (24.220)	0.049 ^{***} (24.211)	0.050 ^{***} (24.271)
Cash	-0.172 ^{***} (-9.714)	-0.172 ^{***} (-9.687)	-0.172 ^{***} (-9.680)
Fix	-0.164 ^{***} (-9.932)	-0.164 ^{***} (-9.937)	-0.163 ^{***} (-9.914)
Board	-0.004 (-0.376)	-0.005 (-0.480)	-0.005 (-0.441)
IndepR	-0.000 (-0.577)	-0.000 (-0.572)	-0.000 (-0.560)
Ins	0.000 (0.230)	0.000 (0.237)	0.000 (0.294)
Growth	0.039 ^{***} (13.772)	0.039 ^{***} (13.780)	0.039 ^{***} (13.780)
Top1	-0.001 ^{***} (-4.461)	-0.001 ^{***} (-4.552)	-0.001 ^{***} (-4.597)
Mshare	-0.000 (-1.249)	-0.000 (-1.199)	-0.000 (-1.165)
Age	-0.004 (-1.103)	-0.004 (-1.168)	-0.004 (-1.148)
Dual	0.000 (0.001)	0.000 (0.022)	0.000 (0.048)
Constant	-1.007 ^{***} (-21.089)	-1.010 ^{***} (-21.098)	-1.015 ^{***} (-21.163)
Firm	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes
N	3556	3556	3556
adj. R ²	0.783	0.783	0.784

第二,根据机构交叉持股比例高低进行分组回归,若交叉持股的机构投资者抑制了企业商誉泡沫,则本文的回归结果应主要集中在机构交叉持股比例较高的企业中。鉴于此,本文首先剔除未被机构交叉持股的样本企业,然后按照企业所有交叉持股的机构投资者持股比例总和的年度中位数将样本划分为机

机构交叉持股比例较高组和机构交叉持股比例较低组,回归结果如表 6 所示(为了避免多重共线性,未对 Cross1 进行回归)。可以看出在机构交叉持股比例较高组中,Cross2 和 Cross3 的回归系数显著为负,而在交叉持股比例较低组中,Cross2 和 Cross3 的回归系数不显著。这表明,本文的主要回归结果集中在机构交叉持股比例较高的企业中。

表 6 机构交叉持股高低的分组回归结果

	(1) 机构交叉持股 比例较低组 GWover	(2) 机构交叉持股 比例较高组 GWover	(3) 机构交叉持股 比例较低组 GWover	(4) 机构交叉持股 比例较高组 GWover
Cross2	-0.361 (-1.181)	-0.620** (-2.500)		
Cross3			-0.383 (-1.332)	-0.564*** (-2.704)
Lev	-5.842*** (-4.902)	-2.504*** (-3.430)	-5.827*** (-4.891)	-2.503*** (-3.431)
ROA	-16.950*** (-4.669)	-3.863 (-1.484)	-16.854*** (-4.640)	-4.024 (-1.545)
Size	-0.194 (-1.203)	0.072 (0.674)	-0.188 (-1.165)	0.082 (0.764)
Cash	-7.193*** (-4.182)	-2.619** (-2.456)	-7.210*** (-4.192)	-2.552** (-2.394)
Fix	-8.260*** (-7.052)	-2.232*** (-3.028)	-8.275*** (-7.067)	-2.220*** (-3.014)
Board	-0.639 (-0.690)	-0.831 (-1.374)	-0.649 (-0.701)	-0.802 (-1.328)
IndepR	0.033 (0.984)	-0.031 (-1.409)	0.033 (0.989)	-0.030 (-1.382)
Ins	0.033** (2.462)	0.027*** (2.965)	0.034** (2.491)	0.029*** (3.170)
Growth	1.245*** (4.378)	0.459** (2.022)	1.246*** (4.381)	0.461** (2.036)
Top1	-0.074*** (-4.865)	-0.050*** (-4.935)	-0.074*** (-4.887)	-0.053*** (-5.133)
Mshare	0.043** (2.110)	0.026 (1.179)	0.043** (2.119)	0.026 (1.183)
Age	-0.239 (-0.749)	-0.562** (-2.385)	-0.240 (-0.753)	-0.567** (-2.412)

续表

	(1)	(2)	(3)	(4)
	机构交叉持股 比例较低组	机构交叉持股 比例较高组	机构交叉持股 比例较低组	机构交叉持股 比例较高组
	GWover	GWover	GWover	GWover
Dual	-0.368 (-0.799)	0.162 (0.510)	-0.357 (-0.775)	0.179 (0.564)
Constant	11.615 *** (3.045)	4.685 ** (1.995)	11.511 *** (3.015)	4.344 * (1.842)
Firm	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1284	1284	1284	1284
adj. R ²	0.631	0.710	0.632	0.711
Cross 系数差异 P 值	0.000 ***		0.000 ***	

注：Cross 系数差异 P 值用来检验 Cross2 和 Cross3 的回归系数在机构交叉持股比例较高组和机构交叉持股比例较低组是否存在差异，参考连玉君等(2010)的做法使用 Bootstrap1000 次计算而来。

(2) PSM-OLS 回归。为缓解可能存在的选择偏误，本文将拥有交叉持股机构投资者企业作为处理组，以模型(2)中的控制变量为匹配变量。使用 1：1 最近邻匹配为处理组匹配具有相似特征的对照组。PSM 结果表明，企业超额商誉的平均处理效应(ATT)为-0.657，在 1%水平上显著。这意味着与具有相似特征的对照组企业相比，拥有交叉持股的机构投资者的企业的超额商誉平均要低 0.657。进一步，将处理组和对照组进行模型(2)的回归分析。回归结果如表 7(1)~(3)列所示，机构交叉持股(Cross1、Cross2 和 Cross3)的系数均在 1%水平上显著为负，证明了回归结果的稳健性。

(3) PSM-DID 回归。利用多时期双重差分法模型考察由没有交叉持股的机构投资者变为拥有交叉持股的机构投资者前后，企业商誉泡沫的变化。本文借鉴谢申祥和王晖(2021)的做法，通过构建模型(5)进行平行性趋势检验，然后进行模型(6)的回归分析，模型设置如下：

$$GWover_{i,t} = \beta_0 + \sum_{j=-3}^3 \theta_j Treat_{i,t} \times After_{i,t+j} + \gamma Controls_{i,t-1} + Firm + Year + \varepsilon \tag{5}$$

$$GWover_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Treat_{i,t} \times After_{i,t} + \gamma Controls_{i,t-1} + Firm + Year + \varepsilon \tag{6}$$

其中，将由没有交叉持股的机构投资者(Cross1=0)变更为拥有交叉持股的机构投资者(Cross1=1)的样本作为处理组，Treat 取值为 1，余下的企业 Treat 取值为 0。同时，After 为哑变量，被交叉持股之后的年份 After 取值为 1，变更之前的年份 After 取值为 0。同时，由于在机构交叉持股之前处理组和控制组之间的差异

可能会造成选择性偏差。鉴于此,本文先使用倾向得分匹配法(PSM)进行 1 : 1 最近邻匹配,之后再进行回归分析。图 2 报告了模型(5)系数 θ 的估计值。可以看出,在被机构交叉持股之前,系数 θ 的估计值均不显著,而在被机构交叉持股之后,系数 θ 的估计值均显著为负,表明平行性趋势假设成立。此外,模型(6)的回归结果如表 7 列(4)所示,After×Treat 的系数显著为负,意味着当企业从没有机构交叉持股变更为有机构交叉持股后,商誉泡沫得到有效抑制。

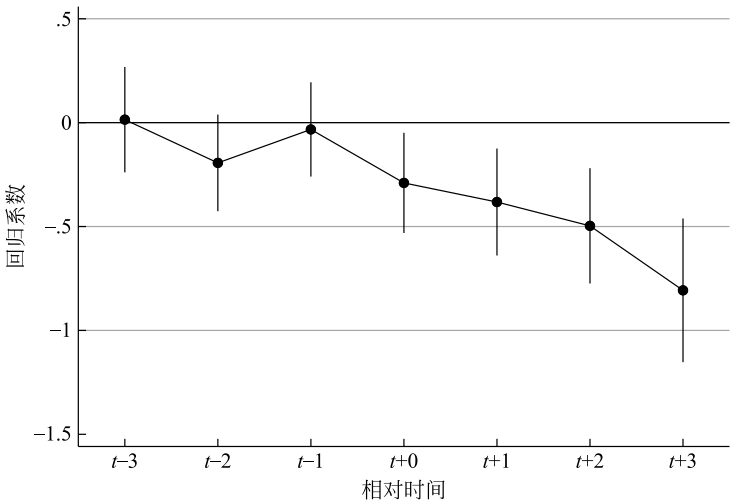


图 2 PSM-DID 模型的平行性趋势检验(置信区间为 90%)

表 7 内生性处理:PSM 回归

	(1)	(2)	(3)	(4)
	GWover	GWover	GWover	GWover
Cross1	-0.573 *** (-3.322)			
Cross2		-0.545 *** (-3.541)		
Cross3			-0.527 *** (-3.652)	
After×Treat				-0.289 *** (-3.785)
Lev	-6.253 *** (-11.713)	-6.269 *** (-11.743)	-6.268 *** (-11.741)	-6.219 *** (-11.645)
ROA	-8.531 *** (-5.308)	-8.454 *** (-5.263)	-8.461 *** (-5.268)	-8.476 *** (-5.268)
Size	-0.204 ** (-2.469)	-0.192 ** (-2.316)	-0.189 ** (-2.281)	-0.209 ** (-2.522)

	续表			
	(1)	(2)	(3)	(4)
	GWover	GWover	GWover	GWover
Cash	-10.673 *** (-14.478)	-10.674 *** (-14.482)	-10.669 *** (-14.476)	-10.634 *** (-14.419)
Fix	-7.708 *** (-13.355)	-7.686 *** (-13.322)	-7.679 *** (-13.311)	-7.689 *** (-13.310)
Board	-0.478 (-1.043)	-0.477 (-1.042)	-0.471 (-1.028)	-0.475 (-1.036)
IndepR	0.035 ** (2.149)	0.036 ** (2.190)	0.036 ** (2.206)	0.035 ** (2.125)
Ins	0.039 *** (6.705)	0.040 *** (6.806)	0.041 *** (6.860)	0.038 *** (6.505)
Growth	1.268 *** (9.042)	1.264 *** (9.010)	1.263 *** (9.005)	1.277 *** (9.103)
Top1	-0.059 *** (-9.164)	-0.060 *** (-9.262)	-0.060 *** (-9.309)	-0.058 *** (-9.090)
Mshare	0.065 *** (7.968)	0.066 *** (8.090)	0.067 *** (8.116)	0.065 *** (7.918)
Age	-0.145 (-0.933)	-0.139 (-0.892)	-0.138 (-0.889)	-0.152 (-0.978)
Dual	0.489 ** (2.508)	0.496 ** (2.545)	0.500 ** (2.564)	0.495 ** (2.536)
Constant	14.049 *** (7.394)	13.696 *** (7.196)	13.598 *** (7.139)	14.134 *** (7.434)
Firm	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
N	4447	4447	4447	6721
adj. R ²	0.535	0.535	0.535	0.524

(4) Heckman 两阶段模型。交叉持股的机构投资者可能存在选股偏好,更喜爱具有某种特征的股票。因此,同行业企业的某些相似特征是造成其被机构投资者交叉持股的原因,导致样本的自选择问题。换句话说,本文的结果可能是由于同行业企业的某种相似特征所造成的。为缓解自选择问题对回归结果的影响,我们借鉴潘越等(2020)的做法,使用 Heckman 两阶段模型进行回归分析。第一阶段,以 Cross1 为因变量,模型(2)中的控制变量的一阶滞后项为自变量,进行 Probit 回归,计算出逆米尔斯比率(IMR);第二阶段,将 IMR 加入回归模型(2),进行回归分析。结果如表 8 所示,Cross2 和 Cross3 的回归系数依旧显著为负,意味着在缓解样本选择偏误后,本文结论依旧稳健。此外,本文借鉴邢

斐等(2021)的做法使用机构交叉持股指标(Cross1、Cross2 和 Cross3)的行业年度均值作为工具变量进行两阶段回归以缓解潜在的内生性问题,也得到了非常稳健的回归结果,在此不再赘述。

表 8 内生性检验:Heckman 两阶段模型

	(1)	(2)
	GWover	GWover
Cross2	-0.397 *** (-3.054)	
Cross3		-0.385 *** (-3.166)
IMR	-6.098 *** (-17.766)	-6.099 *** (-17.770)
Lev	-8.816 *** (-6.519)	-8.717 *** (-6.431)
ROA	1.136 *** (4.540)	1.166 *** (4.633)
Size	-7.404 *** (-9.896)	-7.333 *** (-9.766)
Cash	-5.385 *** (-3.184)	-5.190 *** (-3.053)
Fix	0.902 (1.098)	0.995 (1.206)
Board	0.026 ** (2.261)	0.027 ** (2.308)
IndepR	0.087 *** (2.801)	0.091 *** (2.905)
Ins	1.040 *** (5.351)	1.019 *** (5.224)
Growth	-0.124 *** (-3.224)	-0.128 *** (-3.325)
Top1	0.048 *** (7.357)	0.048 *** (7.427)
Mshare	0.304 (0.725)	0.352 (0.834)
Age	0.538 *** (4.513)	0.539 *** (4.518)
Dual	4.197 * (1.884)	4.454 ** (1.990)

续表

	(1)	(2)
	GWover	GWover
Constant	-31.487 ** (-2.498)	-33.010 *** (-2.604)
Firm	Yes	Yes
Year	Yes	Yes
N	19030	19030
adj. R ²	0.501	0.501

4 作用机制检验

上文分析表明,交叉持股的机构投资者可以抑制企业的商誉泡沫,接下来本文就具体的影响路径进行分析,即检验假设 2a 和假设 2b 是否成立。本文认为,交叉持股的机构投资者不仅能够约束管理层的代理行为,而且可以缓解企业信息不对称,降低并购活动中对商誉确认的机会主义倾向。简而言之,交叉持股的机构投资者可能通过治理机制和信息机制影响企业商誉泡沫,若上述机制成立,则可以预期的是在信息不对称和代理成本不同的企业中,交叉持股的机构投资者对企业商誉泡沫的影响应有所差异。具体而言,如果企业信息不对称程度和代理成本较低,那么机构交叉持股所能带来的影响很小;但是在相反的情形下,机构交叉持股可以显著降低企业的信息不对称和代理成本,抑制企业商誉泡沫的产生。鉴于此,本文通过构建以下模型来检验机构交叉持股是否通过治理机制和信息机制来抑制商誉泡沫:

$$GWover_{i,t} = \beta_0 + \eta_1 Cross_{i,t-1} + \eta_2 DA_{i,t-1} + \eta_3 DA_{i,t-1} \times Cross_{i,t-1} + \gamma Controls_{i,t-1} + \varepsilon \tag{7}$$

$$GWover_{i,t} = \beta_0 + \eta_1 Cross_{i,t-1} + \eta_2 Manfee_{i,t-1} + \eta_3 Manfee_{i,t-1} \times Cross_{i,t-1} + \gamma Controls_{i,t-1} + \varepsilon \tag{8}$$

其中,Cross 包括 Cross1、Cross2 和 Cross3。此外,使用修正 Jones 模型计算出操控性应计利润的绝对值(DA)来度量企业信息不对称,DA 越大说明企业盈余管理程度越高,信息不对称程度越高;使用管理费用与营业收入的比值(Manfee)度量代理成本,Manfee 越大意味着企业代理成本越高;控制变量(Controls)的设置与模型(2)保持一致。

模型(3)和(4)的回归结果分别见表 9 和表 10。首先,如表 9 列(1)~(3)中所示,交乘项 Cross1×DA、Cross2×DA 和 Cross3×DA 的回归系数显著为负,表明企业的信息不对称越高,机构交叉持股对其商誉泡沫抑制作用越强,该结果

与预期一致。这也意味着,缓解信息不对称是交叉持股的机构投资者影响企业商誉泡沫的一条重要作用机制。其次,由表 10 列(1)~(3)所示,列(1)~(3)中,交乘项 $Cross1 \times Manfee$ 、 $Cross2 \times Manfee$ 和 $Cross3 \times Manfee$ 的回归系数也显著为负,说明代理成本越高,机构交叉持股对企业商誉泡沫抑制作用越强。因此,降低代理成本也是交叉持股的机构投资者影响企业商誉泡沫的途径之一。综上所述,表 9 和表 10 的回归结果总体表明,交叉持股的机构投资者可以通过降低企业的代理成本和信息不对称,进而对商誉泡沫产生抑制作用,假设 2a 和假设 2b 得到验证。

表 9 信息不对称渠道检验

	(1)	(2)	(3)
	GWover	GWover	GWover
Cross1	-0.403 *** (-2.809)		
Cross1×DA	-0.636 *** (-3.258)		
Cross2		-0.347 *** (-2.785)	
Cross2×DA		-0.099 *** (-3.043)	
Cross3			-0.325 *** (-2.893)
Cross3×DA			-0.670 ** (-2.311)
DA	2.803 *** (3.350)	2.816 *** (3.344)	2.855 *** (3.391)
Lev	-6.041 *** (-17.610)	-6.055 *** (-17.645)	-6.054 *** (-17.643)
ROA	-10.971 *** (-11.205)	-10.924 *** (-11.162)	-10.927 *** (-11.164)
Size	0.665 *** (11.730)	0.670 *** (11.770)	0.671 *** (11.783)
Cash	-8.588 *** (-18.355)	-8.590 *** (-18.361)	-8.586 *** (-18.352)
Fix	-8.590 *** (-21.636)	-8.588 *** (-21.629)	-8.584 *** (-21.619)
Board	-0.540 * (-1.757)	-0.550 * (-1.790)	-0.545 * (-1.773)

	续表		
	(1)	(2)	(3)
	GWover	GWover	GWover
IndepR	0.018 * (1.700)	0.019 * (1.711)	0.019 * (1.720)
Ins	0.029 *** (7.760)	0.029 *** (7.768)	0.030 *** (7.791)
Growth	1.401 *** (15.228)	1.400 *** (15.219)	1.400 *** (15.217)
Top1	-0.052 *** (-12.136)	-0.052 *** (-12.155)	-0.052 *** (-12.173)
Mshare	0.039 *** (8.489)	0.040 *** (8.520)	0.040 *** (8.538)
Age	-0.471 *** (-4.819)	-0.471 *** (-4.827)	-0.471 *** (-4.824)
Dual	0.551 *** (4.623)	0.554 *** (4.655)	0.556 *** (4.669)
Constant	-7.354 *** (-5.695)	-7.452 *** (-5.745)	-7.503 *** (-5.772)
Firm	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes
N	19030	19030	19030
adj. R ²	0.508	0.508	0.508

表 10 代理成本渠道检验

	(1)	(2)	(3)
	GWover	GWover	GWover
Cross1	-0.425 *** (-2.833)		
Cross1×Manfee	-0.651 *** (-3.132)		
Cross2		-0.379 *** (-2.943)	
Cross2×Manfee		-0.640 *** (-3.129)	
Cross3			-0.361 *** (-3.007)
Cross3×Manfee			-0.608 *** (-3.123)

续表

	(1)	(2)	(3)
	GWover	GWover	GWover
Manfee	3.239 *** (7.157)	3.259 *** (7.199)	3.261 *** (7.204)
Lev	-5.589 *** (-16.003)	-5.602 *** (-16.036)	-5.601 *** (-16.036)
ROA	-9.860 *** (-10.047)	-9.819 *** (-10.005)	-9.825 *** (-10.012)
Size	0.718 *** (12.486)	0.725 *** (12.545)	0.727 *** (12.563)
Cash	-8.701 *** (-18.572)	-8.705 *** (-18.583)	-8.702 *** (-18.576)
Fix	-8.211 *** (-20.565)	-8.206 *** (-20.551)	-8.203 *** (-20.541)
Board	-0.575 * (-1.868)	-0.586 * (-1.903)	-0.581 * (-1.886)
IndepR	0.016 (1.494)	0.016 (1.506)	0.016 (1.515)
Ins	0.028 *** (7.350)	0.028 *** (7.383)	0.028 *** (7.412)
Growth	1.419 *** (15.477)	1.418 *** (15.468)	1.418 *** (15.466)
Top1	-0.050 *** (-11.699)	-0.050 *** (-11.733)	-0.050 *** (-11.754)
Mshare	0.037 *** (7.980)	0.037 *** (8.025)	0.038 *** (8.048)
Age	-0.506 *** (-5.154)	-0.506 *** (-5.155)	-0.505 *** (-5.154)
Dual	0.535 *** (4.488)	0.538 *** (4.512)	0.539 *** (4.524)
Constant	-9.309 *** (-7.072)	-9.449 *** (-7.143)	-9.510 *** (-7.175)
Firm	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes
N	19030	19030	19030
adj. R^2	0.508	0.508	0.508

5 进一步分析

5.1 内外部治理机制的影响

上述回归结果证实了交叉持股的机构投资者能够显著抑制企业商誉泡沫,发挥了一定外部治理效应。但是,交叉持股机构投资者的治理效应可能还受其他因素的影响。为此,我们考察在不同的外部治理环境和内部治理环境下,交叉持股的机构投资者对商誉泡沫的治理效应。其中,分别使用市场化程度和内部控制质量来度量外部和内部治理环境。

5.1.1 市场化程度

首先,市场化程度较高的省份,法治化水平相对较高,外部治理机制也更加完善,有助于交叉持股的机构投资者监督管理者在并购活动中的私利动机,抑制管理者刻意高估商誉的代理行为。其次,市场化程度较高的省份,企业信息披露机制较为完善,便于交叉持股的机构投资者等外部投资者对企业进行监管(马惠娴和佟爱琴,2019)。最后,市场化程度较高的省份,企业并购交易规模更大、频率更高,可能更需要交叉持股机构投资者的配合。据此,本文推测,如果企业所处省份的市场化程度较高,那么交叉持股的机构投资者对起商誉泡沫的抑制作用将更明显。根据王小鲁等(2017)编制的分省份市场化指数将样本企业划分为市场化程度高、低两组子样本,以检验机构交叉持股对企业商誉泡沫的影响。表 11 报告了分组回归结果。可以看出,发现只有在市场化程度较高的地区机构交叉持股才可以降低商誉泡沫,且通过了组间系数差异性检验。综上所述,本文认为,机构交叉持股对商誉泡沫的治理效应有赖于成熟完善的市场化环境,要想交叉持股的机构投资者发挥应有的治理效应需要较高的市场化水平来配合。

表 11 市场化程度的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	市场化 程度高	市场化 程度低	市场化 程度高	市场化 程度低	市场化 程度高	市场化 程度低
	GWover	GWover	GWover	GWover	GWover	GWover
Cross1	-0.462 *** (-2.890)	-0.265 (-1.000)				
Cross2			-0.401 *** (-2.811)	-0.211 (-0.971)		
Cross3					-0.364 *** (-2.760)	-0.202 (-0.993)

续表

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	市场化 程度高	市场化 程度低	市场化 程度高	市场化 程度低	市场化 程度高	市场化 程度低
	GWover	GWover	GWover	GWover	GWover	GWover
Lev	-3.796 *** (-9.773)	-8.376 *** (-14.665)	-3.823 *** (-9.844)	-8.378 *** (-14.665)	-3.826 *** (-9.851)	-8.376 *** (-14.665)
ROA	-7.267 *** (-6.133)	-13.890 *** (-9.198)	-7.216 *** (-6.091)	-13.876 *** (-9.188)	-7.226 *** (-6.099)	-13.880 *** (-9.191)
Size	0.554 *** (8.759)	0.775 *** (8.069)	0.560 *** (8.830)	0.778 *** (8.051)	0.561 *** (8.840)	0.779 *** (8.051)
Cash	-5.476 *** (-10.404)	-11.471 *** (-14.765)	-5.485 *** (-10.422)	-11.470 *** (-14.764)	-5.484 *** (-10.421)	-11.467 *** (-14.758)
Fix	-5.236 *** (-12.590)	-13.238 *** (-18.022)	-5.232 *** (-12.580)	-13.244 *** (-18.040)	-5.234 *** (-12.584)	-13.240 *** (-18.028)
Board	-0.914 *** (-2.782)	0.064 (0.116)	-0.927 *** (-2.821)	0.057 (0.105)	-0.922 *** (-2.806)	0.060 (0.109)
IndepR	0.011 (0.913)	0.031 * (1.661)	0.011 (0.929)	0.031 * (1.661)	0.011 (0.940)	0.031 * (1.661)
Ins	0.023 *** (5.205)	0.031 *** (5.102)	0.023 *** (5.206)	0.031 *** (5.101)	0.023 *** (5.221)	0.031 *** (5.106)
Growth	0.795 *** (8.648)	2.324 *** (13.185)	0.794 *** (8.638)	2.324 *** (13.182)	0.794 *** (8.634)	2.324 *** (13.183)
Top1	-0.037 *** (-7.665)	-0.062 *** (-8.763)	-0.037 *** (-7.686)	-0.063 *** (-8.765)	-0.037 *** (-7.700)	-0.063 *** (-8.769)
Mshare	0.043 *** (7.796)	0.033 *** (4.546)	0.043 *** (7.827)	0.033 *** (4.554)	0.044 *** (7.840)	0.034 *** (4.560)
Age	-0.178 (-1.568)	-0.715 *** (-4.445)	-0.175 (-1.541)	-0.720 *** (-4.484)	-0.176 (-1.545)	-0.720 *** (-4.485)
Dual	0.995 *** (7.036)	0.183 (0.971)	0.996 *** (7.043)	0.186 (0.989)	0.998 *** (7.056)	0.187 (0.992)
Constant	-7.067 *** (-4.995)	-8.837 *** (-3.959)	-7.187 *** (-5.062)	-8.880 *** (-3.957)	-7.229 *** (-5.082)	-8.915 *** (-3.962)
Firm	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	9765	9265	9765	9265	9765	9265
adj. R ²	0.500	0.525	0.500	0.525	0.500	0.525
Cross 系数差异 P 值	0.015 **		0.021 **		0.011 **	

注：Cross 系数差异 P 值用来检验 Cross1、Cross2 和 Cross3 的回归系数在市场化程度高组和市场化程度低组是否存在差异，参考连玉君等(2010)的做法使用 Bootstrap1000 次计算得到。

5.1.2 内部控制质量

首先,较高质量的内部控制可以提高企业信息披露质量,有助于交叉持股的机构投资者发挥外部监督作用。其次,高质量的内部控制可以帮助企业构建合理的组织结构,防止管理层权力过度膨胀(权小锋等,2010),使得交叉持股的机构投资者可以利用其信息和专业优势对管理层权力进行有效监督和制衡,避免并购合谋行为的发生。鉴于此,本文推断企业内部控制质量会影响机构交叉持股与企业商誉泡沫的关系。本文参考田园和高利芳(2021)的做法使用迪博公司发布的“中国上市公司内部控制指数”的行业年度中位数,将企业划分为内部控制质量高和低两个子样本,以考察在不同内部控制质量下,交叉持股的机构投资者对企业商誉泡沫的抑制效应是否存在差异。表 12 列示了相应的分组回归结果。可以看出,在内部控制质量较高的企业中,Cross1、Cross2 和 Cross3 的回归系数均显著为负;而在内部控制质量低的样本组,Cross1、Cross2 和 Cross3 的回归系数虽然也均为负,但系数的绝对值和显著性较小。可见,机构交叉持股对商誉泡沫的抑制作用在内部控制质量较高的企业中更为明显,且通过了组间系数差异性检验。本文认为,要想机构交叉持股发挥应有的治理效应需要企业构建合理的内部控制制度来配合。

表 12 内部控制的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	内部控制 质量较高	内部控制 质量较低	内部控制 质量较高	内部控制 质量较低	内部控制 质量较高	内部控制 质量较低
	GWover	GWover	GWover	GWover	GWover	GWover
Cross1	-0.516 *** (-2.631)	-0.327 (-1.419)				
Cross2			-0.447 ** (-2.131)	-0.294 * (-1.893)		
Cross3					-0.427 ** (-2.172)	-0.282 * (-1.949)
Lev	-7.247 *** (-14.363)	-5.470 *** (-11.413)	-7.250 *** (-14.361)	-5.480 *** (-11.437)	-7.248 *** (-14.359)	-5.482 *** (-11.439)
ROA	-18.654 *** (-10.099)	-7.400 *** (-5.934)	-18.520 *** (-10.029)	-7.391 *** (-5.928)	-18.527 *** (-10.033)	-7.398 *** (-5.934)
Size	0.706 *** (9.278)	0.686 *** (7.569)	0.709 *** (9.247)	0.691 *** (7.623)	0.711 *** (9.258)	0.693 *** (7.637)
Cash	-8.042 *** (-12.654)	-8.932 *** (-12.929)	-8.047 *** (-12.660)	-8.935 *** (-12.935)	-8.044 *** (-12.655)	-8.931 *** (-12.930)

续表

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	内部控制 质量较高	内部控制 质量较低	内部控制 质量较高	内部控制 质量较低	内部控制 质量较高	内部控制 质量较低
	GWover	GWover	GWover	GWover	GWover	GWover
Fix	-8.664 *** (-15.677)	-8.561 *** (-14.985)	-8.673 *** (-15.692)	-8.542 *** (-14.952)	-8.672 *** (-15.691)	-8.536 *** (-14.937)
Board	-0.766 * (-1.852)	-0.291 (-0.634)	-0.793 * (-1.917)	-0.286 (-0.625)	-0.790 * (-1.910)	-0.279 (-0.608)
IndepR	0.023 (1.583)	0.016 (0.968)	0.022 (1.570)	0.016 (0.988)	0.023 (1.573)	0.016 (1.000)
Ins	0.031 *** (6.076)	0.030 *** (5.273)	0.031 *** (6.019)	0.031 *** (5.350)	0.031 *** (6.040)	0.031 *** (5.368)
Growth	1.510 *** (12.615)	1.173 *** (8.296)	1.512 *** (12.622)	1.170 *** (8.273)	1.511 *** (12.621)	1.169 *** (8.268)
Top1	-0.062 *** (-11.035)	-0.041 *** (-6.297)	-0.062 *** (-11.022)	-0.042 *** (-6.345)	-0.062 *** (-11.037)	-0.042 *** (-6.359)
Mshare	0.041 *** (6.440)	0.039 *** (5.710)	0.041 *** (6.435)	0.040 *** (5.761)	0.041 *** (6.453)	0.040 *** (5.775)
Age	-0.296 ** (-2.233)	-0.597 *** (-4.109)	-0.307 ** (-2.319)	-0.589 *** (-4.051)	-0.306 ** (-2.317)	-0.589 *** (-4.050)
Dual	0.515 *** (3.153)	0.577 *** (3.316)	0.523 *** (3.198)	0.576 *** (3.315)	0.524 *** (3.210)	0.577 *** (3.319)
Constant	-7.400 *** (-4.301)	-8.793 *** (-4.227)	-7.407 *** (-4.270)	-8.958 *** (-4.299)	-7.459 *** (-4.291)	-9.028 *** (-4.325)
Firm	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	9790	9240	9790	9240	9790	9240
adj. R^2	0.523	0.490	0.523	0.490	0.523	0.490
Cross 系数差异 P 值	0.032 **		0.001 ***		0.013 **	

注：Cross 系数差异 p 值用来检验 Cross1、Cross2 和 Cross3 的回归系数在内部控制质量较高组和内部控制质量较低组是否存在差异，参考连玉君等(2010)的做法使用 Bootstrap1000 次计算而来。

5.2 不同类型的机构投资者交叉持股对企业商誉泡沫的影响

我国机构投资者主要包括证券投资基金、保险公司、社保基金、境外专业机构投资者等金融机构，以及一般法人团体及其他非金融类上市公司，而梅洁和杜亚斌(2012)、梅洁和严华麟(2012)和李志辉等(2021)认为非金融类上市公司和一般法人团体的专业知识、行业自律性以及信息处理能力不如证券投资基金

金、社保基金、境外专业机构投资者、证券公司、保险公司等金融机构,无法改善公司治理。那么,相较于其他机构投资者,非金融类上市公司和一般法人团体交叉持股对企业商誉泡沫的抑制作用是否较弱?为回答这一问题,本文参考李志辉等(2021)的做法,将一般法人团体和非金融类上市公司称为一般法人类机构投资者,将证券投资基金、保险公司和境外专业机构投资者等金融机构称为金融类机构投资者。表13列示了一般法人类机构投资者与金融类机构投资者对企业商誉泡沫的影响。可以看出一般法人类机构投资者的交叉持股指标 GCross1、GCross2 和 GCross3 的回归系数不显著,而金融类机构投资者交叉持股指标 FCross1、FCross2 和 FCross3 的回归系数均至少在 5% 的水平上显著为负^①,这意味着与一般法人类机构投资者相比,金融类机构投资者交叉持股更能抑制企业商誉泡沫。

表 13 机构投资者类型的影响

	(1)	(2)	(3)
	GWover	GWover	GWover
GCross1	-0.420 (-1.276)		
FCross1	-0.453 *** (-2.900)		
GCross2		-0.273 (-1.163)	
FCross2		-0.452 *** (-2.765)	
GCross3			-0.277 (-1.104)
FCross3			-0.449 *** (-2.828)
Lev	-5.779 *** (-16.701)	-5.792 *** (-16.745)	-5.791 *** (-16.740)
ROA	-10.112 *** (-10.360)	-10.096 *** (-10.344)	-10.099 *** (-10.346)
Size	0.652 *** (11.136)	0.653 *** (11.219)	0.654 *** (11.231)

^① GCross1 和 FCross1 分别表示一般法人类机构投资者与金融类机构投资者交叉持股的哑变量, GCross2 和 FCross2 分别表示一般法人类机构投资者与金融类机构投资者交叉持股的企业数量, GCross3 和 FCross3 分别表示一般法人类机构投资者与金融类机构投资者交叉持股联结程度。

续表

	(1)	(2)	(3)
	GWover	GWover	GWover
Cash	-8.762 *** (-18.628)	-8.770 *** (-18.646)	-8.767 *** (-18.638)
Fix	-8.813 *** (-20.876)	-8.810 *** (-20.863)	-8.805 *** (-20.850)
Board	-0.589 * (-1.901)	-0.595 * (-1.920)	-0.590 * (-1.906)
IndepR	0.011 (1.034)	0.011 (1.034)	0.011 (1.039)
Ins	0.028 *** (7.320)	0.028 *** (7.344)	0.028 *** (7.371)
Growth	1.340 *** (14.713)	1.341 *** (14.726)	1.341 *** (14.725)
Top1	-0.052 *** (-12.141)	-0.052 *** (-12.171)	-0.052 *** (-12.193)
Mshare	0.037 *** (7.916)	0.037 *** (7.942)	0.037 *** (7.963)
Age	-0.548 *** (-5.547)	-0.549 *** (-5.567)	-0.548 *** (-5.555)
Dual	0.492 *** (4.136)	0.492 *** (4.140)	0.494 *** (4.150)
Constant	-6.645 *** (-4.939)	-6.654 *** (-4.987)	-6.691 *** (-5.012)
Firm	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes
N	19030	19030	19030
adj. R^2	0.491	0.491	0.491

5.3 经济后果：股价崩盘风险和企业业绩

交叉持股的机构投资者参与公司治理,降低企业商誉泡沫,可能源自其提高投资收益和降低投资风险的利益诉求。鉴于此,本文接下来从业绩和风险两个角度考察机构交叉持股抑制商誉泡沫对企业价值的影响。具体而言,本文在回归模型中加入了机构交叉持股指标和企业商誉泡沫的交乘项(包括 $\text{Cross1} \times \text{GWover}$ 、 $\text{Cross2} \times \text{GWover}$ 和 $\text{Cross3} \times \text{GWover}$),参考孟庆斌等(2019)的做法使用下一年资产收益率(ROA)和下一年负收益偏态系数(NCSKEW)作为被解释变量衡量企业业绩和风险水平。表 14 报告了回归结果,列(1)~(3)是以企业业

绩为被解释变量的回归结果,列(4)~(6)是以股价崩盘风险为被解释变量的回归结果。结果显示,交叉持股的机构投资者通过抑制商誉泡沫,提升了企业的经营业绩并降低了崩盘风险。这一回归结果验证了本部分的猜想,即交叉持股的机构投资者为了获取更高的投资回报率和更低的投资风险,有动机去抑制企业的商誉泡沫。

表 14 经济后果:崩盘风险和企业业绩

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	ROA	ROA	ROA	NCSKEW	NCSKEW	NCSKEW
GWover	-0.139 *** (-21.178)	-0.138 *** (-21.009)	-0.138 *** (-20.937)	0.077 ** (2.348)	0.077 ** (2.315)	0.076 ** (2.301)
Cross1	-0.142 (-1.140)			-1.145 * (-1.851)		
Cross1×GWover	0.032 *** (2.463)			-0.306 *** (-2.795)		
Cross2		0.046 (0.431)			-1.131 ** (-2.135)	
Cross2×GWover		0.034 *** (2.757)			-0.268 *** (-2.808)	
Cross3			0.045 (0.448)			-1.163 ** (-2.357)
Cross3×GWover			0.036 *** (2.847)			-0.247 *** (-2.728)
Lev	-3.428 *** (-11.880)	-3.422 *** (-11.852)	-3.422 *** (-11.856)	2.954 ** (2.052)	2.916 ** (2.025)	2.908 ** (2.019)
ROA	0.478 *** (58.985)	0.478 *** (59.011)	0.478 *** (59.013)	-0.049 (-1.202)	-0.048 (-1.181)	-0.048 (-1.186)
Size	0.176 *** (3.717)	0.165 *** (3.478)	0.165 *** (3.456)	-0.486 ** (-2.056)	-0.452 * (-1.903)	-0.437 * (-1.836)
Cash	3.310 *** (8.366)	3.297 *** (8.334)	3.296 *** (8.332)	-0.681 (-0.346)	-0.650 (-0.330)	-0.641 (-0.326)
Fix	-0.185 (-0.552)	-0.206 (-0.615)	-0.206 (-0.615)	-1.671 (-1.003)	-1.639 (-0.984)	-1.618 (-0.971)
Board	0.022 (0.086)	0.013 (0.051)	0.012 (0.048)	-0.249 (-0.196)	-0.305 (-0.240)	-0.285 (-0.224)
IndepR	-0.002 (-0.258)	-0.003 (-0.292)	-0.003 (-0.296)	-0.006 (-0.131)	-0.006 (-0.132)	-0.005 (-0.118)
Ins	0.037 *** (11.792)	0.037 *** (11.560)	0.037 *** (11.537)	0.023 (1.464)	0.024 (1.503)	0.024 (1.554)

续表

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	ROA	ROA	ROA	NCSKEW	NCSKEW	NCSKEW
Growth	0.466 *** (6.094)	0.469 *** (6.136)	0.469 *** (6.137)	-0.452 (-1.157)	-0.456 (-1.168)	-0.459 (-1.175)
Top1	-0.008 ** (-2.323)	-0.008 ** (-2.177)	-0.008 ** (-2.167)	-0.033 * (-1.855)	-0.034 * (-1.907)	-0.035 * (-1.948)
Mshare	0.034 *** (8.837)	0.034 *** (8.741)	0.034 *** (8.733)	-0.002 (-0.114)	-0.002 (-0.090)	-0.001 (-0.057)
Age	0.056 (0.687)	0.045 (0.556)	0.046 (0.563)	-0.880 ** (-2.178)	-0.885 ** (-2.191)	-0.880 ** (-2.178)
Dual	-0.067 (-0.673)	-0.066 (-0.659)	-0.066 (-0.663)	0.311 (0.630)	0.327 (0.664)	0.332 (0.674)
Constant	-3.522 *** (-3.293)	-3.244 *** (-3.019)	-3.224 *** (-2.993)	21.540 *** (4.039)	20.924 *** (3.904)	20.503 *** (3.816)
Firm	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	19030	19030	19030	19030	19030	19030
adj. R^2	0.701	0.701	0.701	0.416	0.416	0.416

6 结论与启示

本文以 2008—2020 年我国 A 股上市企业为研究对象,考察了交叉持股的机构投资者对企业商誉泡沫的抑制作用。机构交叉持股对商誉泡沫产生了显著的抑制效应;机制检验发现,交叉持股的机构投资者通过降低信息不对称和代理成本来抑制商誉泡沫;进一步研究发现,在市场化水平较高和内部控制质量较高的企业中,交叉持股的机构投资者抑制企业商誉泡沫的效应更强;此外,相比一般法人类机构投资者,金融类机构投资者交叉持股对企业商誉泡沫的抑制作用更显著。

本文的研究结论还具有一定政策启示:首先,对于监管层来说,要积极鼓励机构投资者交叉持股,这有助于抑制企业的商誉泡沫,防范系统性金融风险的发生。其次,对于管理层而言,一方面,应积极引入金融类机构投资者交叉持股,利用其在管理经验和行业信息等方面的优势,有效监督企业运作,拓宽信息共享渠道,减少商誉泡沫。另一方面,应不断完善企业内部控制制度,为交叉持股的机构投资者治理效应的发挥营造良好的内部环境,避免商誉泡沫的出现。最后,对于投资者而言,应树立起理性投资、价值投资的理念,并正确认识交叉持股的机构投资者在公司经营治理中发挥的作用,即被机构交叉持股的企业可

能是更好的投资标的,相反则可能存在投资风险。此外,商誉泡沫的存在可能意味着其内部治理较差且信息不对称程度较高,因此投资者需要重视企业高估商誉背后的原因。

参考文献

- 陈耿,严彩红. 2020. 代理冲突、激励约束机制与并购商誉[J]. 审计与经济研究, 35(2): 65-76.
- Chen G, Yan C H. 2020. A research on the relationship between agency conflict, incentive and restraint mechanism and corporate goodwill[J]. *Journal of Audit & Economics*, 35(2): 65-76. (in Chinese)
- 杜兴强,杜颖洁,周泽将. 2011. 商誉的内涵及其确认问题探讨[J]. 会计研究, (1): 11-16.
- Du X Q, Du Y J, Zhou Z J. 2011. Study on the connotation and recognition of goodwill[J]. *Accounting Research*, (1): 11-16. (in Chinese)
- 杜勇,胡红燕. 2022. 机构共同持股与企业财务重述[J]. 证券市场导报, (2): 67-79.
- Du Y, Hu H Y. 2022. Common institutional ownership and corporate financial restatement[J]. *Securities Market Herald*, (2): 67-79. (in Chinese)
- 冯卫东,郑海英. 2013. 企业并购商誉计量与披露问题研究[J]. 财政研究, (8): 29-32.
- Feng W D, Zheng H Y. 2013. Research on the measurement and disclosure of measurement of M&A goodwill[J]. *Public Finance Research*, (8): 29-32. (in Chinese)
- 傅超,杨曾,傅代国. 2015. “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]. 中国软科学, (11): 94-108.
- Fu C, Yang Z, Fu D G. 2015. Does peer effect affect the goodwill: Empirical evidence from high-premium M&A on the GEM[J]. *China Soft Science*, (11): 94-108. (in Chinese)
- 耿建新,丁含. 2021. 资产评估机构对商誉泡沫的影响及机制研究[J]. 管理学报, 18(11): 1730-1738.
- Geng J X, Ding H. 2021. The impact and mechanism of appraisal institutions on goodwill bubble[J]. *Chinese Journal of Management*, 18(11): 1730-1738. (in Chinese)
- 李璐,姚海鑫. 2019. 共享审计能抑制并购商誉泡沫吗?——来自中国上市公司的经验证据[J]. 审计与经济研究, 34(5): 32-42.

- Li L, Yao H X. 2019. Can shared auditors inhibit M&A goodwill bubbles? The evidence from Chinese listed companies[J]. *Journal of Audit & Economics*, 34(5): 32-42. (in Chinese)
- 李志辉, 杜阳, 胡心怡. 2021. 机构投资者对市场操纵行为是否起到抑制作用[J]. 国际金融研究, (7): 66-75.
- Li Z H, Du Y, Hu X Y. 2021. Can institutional investors restrain market manipulation? [J]. *Studies of International Finance*, (7): 66-75. (in Chinese)
- 连玉君, 彭方平, 苏治. 2010. 融资约束与流动性管理行为[J]. 金融研究, (10): 158-171.
- Lian Y J, Peng F P, Su Z. 2010. Financing constraints and liquidity management [J]. *Journal of Financial Research*, (10): 158-171. (in Chinese)
- 马惠娴, 佟爱琴. 2019. 卖空机制对高管薪酬契约的治理效应——来自融资融券制度的准自然实验[J]. 南开管理评论, 22(2): 61-74.
- Ma H X, Tong A Q. 2019. Does short-selling discipline executives by compensation contracts? A natural experiment based on the margin trading in China[J]. *Nankai Business Review*, 22(2): 61-74. (in Chinese)
- 梅洁, 杜亚斌. 2012. 机构投资者改善信息披露质量的异质性行为研究——来自 2004~2010 年深市 A 股的经验证据[J]. 证券市场导报, (6): 31-37.
- Mei J, Du Y B. 2012. Heterogeneous action of institutional investors improving the quality of information disclosure[J]. *Securities Market Herald*, (6): 31-37. (in Chinese)
- 梅洁, 严华麟. 2012. 基金持股对信息披露质量的改善作用研究——来自深圳证券交易所 2004—2010 年上市公司的经验证据[J]. 审计与经济研究, 27(2): 97-103.
- Mei J, Yan H L. 2012. A research on the improvement effect of fund shareholdings of corporate transparency: Empirical evidence from listed companies of SSE between 2004—2010[J]. *Journal of Audit & Economics*, 27(2): 97-103. (in Chinese)
- 孟庆斌, 李昕宇, 张修平. 2019. 卖空机制、资本市场压力与公司战略选择[J]. 中国工业经济, (8): 155-173.
- Meng Q B, Li X Y, Zhang X P. 2019. Short selling, capital market pressure and corporate strategic choice [J]. *China Industrial Economics*, (8): 155-173. (in Chinese)
- 潘越, 汤旭东, 宁博, 等. 2020. 连锁股东与企业投资效率: 治理协同还是竞争合谋[J]. 中国工业经济, (2): 136-164.
- Pan Y, Tang X D, Ning B, et al. 2020. Cross-ownership and corporate investment efficiency: Coordination in governance or collusion in market[J]. *China Industrial*

- Economics*, (8): 136-164. (in Chinese)
- 权小锋, 吴世农, 文芳. 2010. 管理层权力、私有收益与薪酬操纵[J]. 经济研究, 45(11): 73-87.
- Quan X F, Wu S N, Wen F. 2010. Managerial power, private income and compensation rigging [J]. *Economic Research Journal*, 45 (11): 73-87. (in Chinese)
- 孙诗璐, 张斐燕, 郑建明, 等. 2021. 放松卖空管制能够抑制并购商誉泡沫吗? [J]. 金融研究, (11): 189-206.
- Sun S L, Zhang F Y, Zheng J M, et al. 2021. Can relaxing short selling constraints inhibit M&A goodwill bubbles? [J]. *Journal of Financial Research*, (11): 189-206. (in Chinese)
- 田园, 高利芳. 2021. 卖空管制放松能够抑制企业商誉泡沫吗? [J]. 财贸研究, 32(9): 96-110.
- Tian Y, Gao L F. 2021. Can deregulation of short selling inhibit corporate goodwill bubbles? [J]. *Finance and Trade Research*, 32(9): 96-110. (in Chinese)
- 王鲁泉, 张蓓. 2021. 商誉减值的同伴效应研究[J]. 中国注册会计师, (7): 53-60.
- Wang L Q, Zhang B. 2021. Research on the peer effect of goodwill impairment of listed companies in China [J]. *The Chinese Certified Public Accountant*, (7): 53-60. (in Chinese)
- 王文姣, 傅超, 傅代国. 2017. 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, 43(9): 76-87.
- Wang W J, Fu C, Fu D G. 2017. Is M&A goodwill the prior signal of stock price crash risk? From the perspectives of accounting function and financial security [J]. *Journal of Finance and Economics*, 43(9): 76-87. (in Chinese)
- 王小鲁, 樊纲, 余静文. 2017. 中国分省份市场化指数报告(2016) [M]. 北京: 社会科学文献出版社.
- Wang X L, Fan G, Yu J W. 2017. Marketization index of China's provinces: NERI report 2016 [M]. Beijing: Social Sciences Academic Press. (in Chinese)
- 魏志华, 朱彩云. 2019. 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, (11): 174-192.
- Wei Z H, Zhu C Y. 2019. Does excess goodwill become the burden of corporate operation—Explanation from the perspective of product market competitiveness [J]. *China Industrial Economics*, (11): 174-192. (in Chinese)
- 谢申祥, 王晖. 2021. 固定资产加速折旧政策的就业效应[J]. 经济学动态, (10): 100-115.
- Xie S X, Wang H. 2021. The effects of the accelerated depreciation policy of fixed

- assets on employment[J]. *Economic Perspectives*, (10): 100-115. (in Chinese)
- 邢斐, 周泰云, 李根丽. 2021. 机构交叉持股能抑制企业避税吗? [J]. *经济管理*, 43(5): 125-141.
- Xing F, Zhou T Y, Li G L. 2021. Can institutional cross blockholding inhibit corporate tax avoidance? [J]. *Business and Management Journal*, 43(5): 125-141. (in Chinese)
- 许罡. 2020. 企业社会责任履行抑制商誉泡沫吗? [J]. *审计与经济研究*, 35(1): 90-99.
- Xu G. 2020. Can corporate social responsibility inhibit goodwill bubbles? [J]. *Journal of Audit & Economics*, 35(1): 90-99. (in Chinese)
- 杨威, 宋敏, 冯科. 2018. 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*, (6): 156-173.
- Yang W, Song M, Feng K. 2018. M&A goodwill, investor overreaction, and stock price bubbles and crashes [J]. *China Industrial Economics*, (6): 156-173. (in Chinese)
- 张新民, 卿琛, 杨道广. 2018. 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)*, (3): 55-65.
- Zhang X M, Qing C, Yang D G. 2018. Internal control and curb of abnormal goodwill: Empirical evidence from Chinese listed firm [J]. *Journal of Xiamen University (Arts & Social Sciences)*, (3): 55-65. (in Chinese)
- 郑海英, 刘正阳, 冯卫东. 2014. 并购商誉能提升公司业绩吗? ——来自 A 股上市公司的经验证据[J]. *会计研究*, (3): 11-17.
- Zheng H Y, Liu Z Y, Feng W D. 2014. Can merger and acquisition goodwill promote company performance? —Empirical evidence from Chinese A-shares listed companies[J]. *Accounting Research*, (3): 11-17. (in Chinese)
- Azar J, Schmalz M C, Tecu I. 2018. Anticompetitive effects of common ownership[J]. *The Journal of Finance*, 73(4): 1513-1565.
- Bens D A, Heltzer W, Segal B. 2011. The information content of goodwill impairments and SFAS 142[J]. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 26(3): 527-555.
- Brooks C, Chen Z, Zeng Y Q. 2018. Institutional cross-ownership and corporate strategy: The case of mergers and acquisitions[J]. *Journal of Corporate Finance*, 48: 187-216.
- Chang E C, Lin T C, Ma X R. 2019. Does short-selling threat discipline managers in mergers and acquisitions decisions? [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 68(1): 101223.
- Chen Y Y, Li Q Y, Ng J, et al. 2021. Corporate financing of investment opportunities in

- a world of institutional cross-ownership [J]. *Journal of Corporate Finance*, 69: 102041.
- Edmans A, Levit D, Reilly D. 2019. Governance under common ownership [J]. *The Review of Financial Studies*, 32(7): 2673-2719.
- Gao K J, Shen H X, Gao X, et al. 2019. The power of sharing: Evidence from institutional investor cross-ownership and corporate innovation [J]. *International Review of Economics & Finance*, 63: 284-296.
- Glaum M, Landsman W R, Wyrwa S. 2018. Goodwill impairment: The effects of public enforcement and monitoring by institutional investors [J]. *The Accounting Review*, 93(6): 149-180.
- Grinstein Y, Hribar P. 2004. CEO compensation and incentives: Evidence from M&A bonuses [J]. *Journal of Financial Economics*, 73(1): 119-143.
- He J, Huang J K. 2017. Product market competition in a world of cross-ownership: Evidence from institutional blockholdings [J]. *The Review of Financial Studies*, 30(8): 2674-2718.
- He J, Huang J K, Zhao S. 2019. Internalizing governance externalities: The role of institutional cross-ownership [J]. *Journal of Financial Economics*, 134(2): 400-418.
- Henning S L, Lewis B L, Shaw W H. 2000. Valuation of the components of purchased goodwill [J]. *Journal of Accounting Research*, 38(2): 375-386.
- Johnson L T, Petrone K R. 1998. Commentary: Is goodwill an asset [J]. *Accounting Horizons*, 12(3): 293-303.
- Kang J K, Luo J, Na H S. 2018. Are institutional investors with multiple blockholdings effective monitors? [J]. *Journal of Financial Economics*, 128(3): 576-602.
- Kennedy P, O'Brien D P, Song M, et al. 2017. The competitive effects of common ownership: Economic foundations and empirical evidence [R].
- Li K K, Sloan R G. 2017. Has goodwill accounting gone bad? [J]. *Review of Accounting Studies*, 22(2): 964-1003.
- Li Z N, Shroff P K, Venkataraman R, et al. 2011. Causes and consequences of goodwill impairment losses [J]. *Review of Accounting Studies*, 16(4): 745-778.
- Malmendier U, Tate G, Yan J. 2011. Overconfidence and early-life experiences: The effect of managerial traits on corporate financial policies [J]. *The Journal of Finance*, 66(5): 1687-1733.
- Mueller D C, Sirower M L. 2003. The causes of mergers: Tests based on the gains to acquiring firms' shareholders and the size of premia [J]. *Managerial and Decision Economics*, 24(5): 373-391.

- Park J, Sani J, Shroff N, et al. 2019. Disclosure incentives when competing firms have common ownership[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 67(2/3): 387-415.
- Ramalingegowda S, Utke S, Yu Y. 2021. Common institutional ownership and earnings management[J]. *Contemporary Accounting Research*, 38(1): 208-241.
- Ramanna K. 2008. The implications of unverifiable fair-value accounting: Evidence from the political economy of goodwill accounting [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2/3): 253-281.
- Ramanna K, Watts R L. 2012. Evidence on the use of unverifiable estimates in required goodwill impairment[J]. *Review of Accounting Studies*, 17(4): 749-780.
- Shi W, Hoskisson R E, Zhang Y A. 2017. Independent director death and CEO acquisitiveness: Build an empire or pursue a quiet life? [J]. *Strategic Management Journal*, 38(3): 780-792.
- Shroff N, Verdi R S, Yost B P. 2017. When does the peer information environment matter? [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 64(2/3): 183-214.

Can Institutional Cross Blockholding Inhibit Corporate Goodwill Bubbles?

Yatao Zhang

(School of Finance, Nankai University)

Abstract Using data of A-share listed firms from 2008 to 2020 in China, this paper studies the effect of institutional cross-blockholding on corporate goodwill bubble. We find that institutional cross-blockholding can decrease the goodwill bubbles. The test of the mechanism shows that institutional cross-blockholding mechanism restrains goodwill bubbles mainly by decreasing agency cost and information asymmetry. The heterogeneity test shows that institutional cross-blockholding has a more significant positive impact on goodwill bubble among the samples of high quality of internal control, and firms in regions with more developed financial intermediaries. What's more, we find that the restraining effect of financial institutional investors cross-blockholding on goodwill bubbles is better than general legal person institutional investor cross blockholding.

JEL Classification G18, G34, M41