

财务顾问声誉与并购问询函的溢出效应¹

洪祥骏² 何平³

摘要 本文利用沪深交易所对并购活动监管问询的独特场景,探讨了财务顾问过往服务的并购交易收到问询函后的监管溢出效应,分析是否造成财务顾问声誉受损,从而影响其新参与并购的绩效。结果显示,财务顾问过去参与的并购如果受到交易所问询,声誉将会受到负面影响,进而降低未来参与并购的绩效。当企业主动雇佣财务顾问时,企业更重视财务顾问声誉,声誉受损对绩效负面影响会更大;而当企业为满足监管要求被强制要求聘用财务顾问时则影响较小。此外,市场关注度更高时,并购问询的监管溢出效应会更强。在异质性检验中,跨行业并购、买卖价差较大和分析师停止追踪等信息不对称加强的情况下,问询函的监管溢出效应更强。结果表明企业雇佣财务顾问的主动性和市场关注程度显著影响了并购中财务顾问声誉发挥的作用,交易所并购问询能够通过影响财务顾问声誉以对并购中介进行监管,实现“防范化解重大风险”目标。

关键词 问询函;财务顾问;声誉机制;并购;金融监管

0 引言

2021年7月,中共中央办公厅和国务院办公厅出台了《关于依法从严打击证券违法活动的意见》以完善中国特色证券司法体制机制的顶层设计,加强了资本市场的风险问责机制。2022年以来,新修订的《上市公司监督管理条例》其目的也是推动公司治理水平的提升。这些都有助于上市公司和金融中介等市场主体提高风险防范意识,维护资本市场秩序,有效发挥资本市场枢纽作用。作为重要的金融中介,财务顾问在资本市场的重要活动——并购重组中发挥的作用很大程度上依赖于自身的声誉。在声誉受到极大影响后,财务顾问参与的

¹ 作者感谢国家自然科学基金青年项目(基金号:72303196)、福建省社科基金青年项目(基金号:FJ2022C037)、福建省社科基金青年项目(基金号:FJ2021C075)的资助。

² 洪祥骏,厦门国家会计学院副教授,E-mail:hongxiangjun@xnai.edu.cn。

³ 何平(通讯作者),清华大学经济管理学院金融系教授,E-mail:heping@sem.tsinghua.edu.cn。

后续并购绩效也受到严重损害(宋贺和段军山,2019)。近几年为了应对资本市场的并购乱象,监管机构越来越重视财务顾问在并购重组活动中发挥的关键作用,但学术界无论对于财务顾问本身,还是其声誉作用都未给予足够关注。目前国内文献对财务顾问的声誉在中国并购重组中发挥作用的证据较为混杂,甚至互相矛盾(Bao and Edmans, 2011; Bi and Wang, 2018)。现有研究对于财务顾问声誉的度量往往采用财务顾问的年收入,或者参与过并购事件的交易价值等间接方法来表征,存在较大的度量误差。声誉的建立是一个长期的系统性积累,而声誉的损害则是瞬间发生且难以轻易修复的。陈运森和宋顺林(2018)提出,从声誉受损视角研究声誉的作用会更加准确。

2013年至今,交易所对上市公司的并购活动开始实施越来越频繁的问询函监管,为学者提供检验并购活动中财务顾问声誉受损的独特场景。截至2023年8月31日,在交易所发布的11915份问询函^①(包括回函)中有3892份的内容与并购重组有关,有2747份的内容涉及重大资产重组,有2500份的题目与企业重组有关,132份针对借壳上市。2018年12月深圳证券交易所提出了“市场化改革”和“全链条监管”两条主线对并购重组业务进行引导。对“三高”(高估值、高商誉和高业绩)交易、“忽悠式”重组、虚假交易、利益输送等情形开展多次问询,进一步强调发挥并购问询的警示和纠偏功能。理论上,问询函能够督促企业加强信息披露和信息透明度,缓解诉讼风险,进而帮助并购企业满足监管要求。在金融交易中,监管机构通过并购问询函对财务顾问行为进行监督。如果一个财务顾问参与过的并购活动经常收到问询函,这无疑会对其声誉产生负面影响。市场投资者能够根据监管机构的问询来判断财务顾问的能力,对财务顾问在并购过程中处理信息发现问题的能力产生质疑,降低该财务顾问在之后辅助的并购交易的估值。因此,监管层问询为准确度量个体财务顾问声誉的变化提供了有效的场景。

本文想要探索并购问询函是否会通过使财务顾问在为并购交易提供专业服务时的声誉受损,从而产生监管的溢出效应,影响该财务顾问之后协助的并购交易的绩效。更进一步而言,本文想探索财务顾问声誉受到问询函监管溢出效应的影响后,会通过何种机制作用于并购绩效。

一方面,并购交易的绩效既取决于财务顾问的专业化服务能力,也离不开并购方雇佣财务顾问的动机及对其声誉的重视程度。因此,本文通过并购方雇佣财务顾问方式的差异来反映并购方对财务顾问声誉的重视程度。当并购方主动雇佣财务顾问时,根据专业服务能力假说(Bao and Edmans, 2011)和委托

^① 数据来源:上海证券交易所和深交所主板监管问询、深交所中小板监管问询,以及深交所创业板监管问询等公告。

代理理论,财务顾问更倾向于提供专业化服务。高声誉的财务顾问往往具有更高的专业能力,并能克服短视行为,给并购绩效带来重要影响。当并购方被强制要求雇佣财务顾问时,企业更加看重财务顾问能否帮它满足监管要求,财务顾问声誉的重要性相对较低。正如“千里马需要伯乐”,好的谋士只有遇到良主才能更好建言献策。财务顾问在并购方的配合下能帮助企业设计更合适的交易方案、协助完成并购交易。当企业被强制要求雇佣财务顾问时,财务顾问与并购方之间容易产生代理冲突问题。并购方可能缺乏配合,出现“箭头不动怒断箭杆”的情形,从而影响财务顾问声誉价值。财务顾问往往仅能协助监管者督促并购企业达到监管要求,审计监督并购企业的会计报表符合会计准则,满足监管层的督导要求以及防范市场风险,却较难发挥财务顾问的信号作用,提升并购的协同效应。

另一方面,并购交易绩效也会受到资本市场投资者关注程度的影响。问询函能缓解公司管理层和投资者之间的信息不对称程度,并对投资者起到风险警示作用。市场关注度高的时候,投资者会挖掘更多信息,更容易发现财务顾问参与的并购是否收到问询函。因此,问询函具有监管溢出作用,会通过投资者关注的渠道而对财务顾问的声誉产生更大影响,凸显高声誉财务顾问的监管看门人作用,解决并购重组信息不对称问题,改善报告书信息披露质量,从而提升并购绩效。

基于以上分析,本文利用2013—2018年上海证券交易所和深圳证券交易所发放的并购问询函数据,分析了财务顾问的声誉变化对后续参与的并购绩效的溢出效应影响;与此同时,我们根据财务顾问是否被强制雇佣对样本进行了划分,以识别财务顾问的声誉受损在不同场景下对并购绩效的非对称影响。结果表明:(1)财务顾问的声誉受损对并购绩效有负面溢出效应影响;(2)并购方主动雇佣财务顾问时,财务顾问以自身的声誉对交易或交易方提供专业化服务,声誉受损对并购绩效有更大的负面影响;(3)并购方被强制要求寻找财务顾问时,企业更看重财务顾问能否帮它满足监管要求,财务顾问声誉受损对并购绩效的负面影响相对较小。

本研究在相关领域的可能贡献在于:第一,本文从财务顾问声誉的视角,研究了被问询的并购中财务顾问声誉受损会降低其之后参与的并购绩效,拓展了非处罚性监管经济后果的相关文献。本文揭示了问询函对财务顾问的非处罚性监管对于并购市场治理的影响。特别地,已有文献未考虑收购方雇佣财务顾问的动机,本研究为了分析并购方对财务顾问声誉的重视程度,区分主动选择财务顾问和强制要求选择财务顾问两种方式以考察雇佣方对声誉的重视程度造成并购市场绩效的影响差异。研究发现当并购方更加重视财务顾问的声誉时,财务顾问能够在并购方的配合下帮助企业设计更合适的交易方案、协助完

成并购交易。这有助于深入理解财务顾问发挥功效的影响因素,为解决财务顾问与并购方之间的代理冲突问题提供启示(Golubov et al., 2012; 宋贺和段军山, 2019)。

第二,本文对金融机构监管规范的公共执法发挥的作用展开思考(Cassell et al., 2013),发现了交易所问询函具有多方面的监管作用。非处罚性监管政策除了直接对企业在信息披露进行主动预防性监管以及警示公司违规行为外,还能规范金融机构行为并影响并购市场表现。以往诸多研究更多关注问询函改善并购交易的信息披露从而促进重组成功(李晓溪等, 2019b)、揭示财务报告中重大缺陷的作用(Bens et al., 2016; Johnston and Petacchi, 2017; 陈运森等, 2018),以及回函信息披露质量提高能降低IPO首发抑价(薛爽和王禹, 2022)等。虽然现有部分学者对非处罚性监管的企业治理效应进行了广泛探讨(张俊生等, 2018; 陈运森等, 2019; 李晓溪等, 2019a),但较少研究其对企业以外的市场主体的影响。本文从市场中介而非被问询企业视角出发,选取了并购方收到问询函事件这种独特的研究场景能更准确衡量财务顾问声誉的作用,并深入理解问询函在并购市场中的监管作用。本文通过补充了问询函能识别风险的相关研究,一定程度上能区别于已有文献仅考察问询函对企业盈余管理和投资者年报解读能力的影响(陈运森等, 2018; 王艳艳等, 2020)。本文进一步将问询函对财务顾问的声誉的影响进行分析,发现了问询函对财务顾问具有督导和风险警示的作用,丰富了交易所问询制度的全链条监管的公共实施机制功能。本文有效验证了以问询函为代表的证券交易所一线监管能通过监督并购合规性及并购交易创造公平竞争、信息公开的环境,从而达到维护资本市场秩序的目的。

第三,本文从财务顾问视角补充了问询函溢出效应相关的文献(Brown et al., 2018)。现有研究发现年报问询在内部控制意见的治理作用和公司未来内部控制质量的积极作用上具有溢出效应(耀友福和薛爽, 2020),年报问询会抑制盈余管理行为并具有溢出效应(陈运森等, 2019; 梅蓓蕾等, 2021)。此外,已有文献认为问询函更主要是解决并购重组信息不对称,改善报告书信息披露质量而提升并购绩效(李晓溪等, 2019b),但本文研究了财务顾问声誉受损对其参与的不同并购交易之间产生的溢出效应,拓展了现有研究。通过研究问询函的监管溢出效应,本文有效分析了资本市场通过金融中介为并购交易提供专业化服务这一过程来实现资源配置的作用机理,以深入理解声誉鉴证影响并购绩效的功能。这将促使推动财务顾问更加重视维护其在并购活动中专业化服务相关的声誉,以更好满足监管要求。

本文的研究结论具有重要的政策意义。并购问询函作为一种在并购市场中的公共实施机制,能够有效克服私人实施机制在我国的缺失。交易所对并购重组事件的问询能够促使财务顾问更加重视自己的声誉,提升专业化水平。因

此,交易所应该坚持完善对财务顾问的监管和规范,通过问询函制度构建的财务顾问声誉机制来更好地监管并规范并购市场,推动我国实现“市场化改革”和“全链条监管”的监管目标,促进“企业高质量发展”目标的达成。

本文的后续内容为:第1部分为制度背景,第2部分进行理论分析并提出研究假设,第3部分提出研究设计,第4部分分析问询函对于财务顾问声誉的影响并进行稳健性检验,第5部分针对雇佣方式和投资者关注的差异进行机制作用检验,第6部分进行异质性分析,第7部分进一步分析了财务顾问通过提高回函质量以缓解声誉受损的影响,并考察了市场学习行为对财务顾问带来的影响,第8部分总结研究结论并提出政策建议。

1 制度背景

1.1 并购重组业务的财务顾问相关监管政策

在监管部门没有强制要求雇佣财务顾问的情况下,并购方选择财务顾问以辅助交易主要看中了财务顾问能够提供专业化服务。一方面,声誉良好的财务顾问为并购方鉴别出具备高协同效应的并购标的;另一方面,在声誉良好的财务顾问帮助下,并购方也能向市场投资者传递更为准确的并购业绩信息。财务顾问声誉的价值,主要源于本身的专业性、对并购双方的信息优势,以及监管部门对其资质审核的严格性。《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》(2008)提到“上市公司并购重组财务顾问业务是指为上市公司的收购、重大资产重组、合并、分立、股份回购等对上市公司股权结构、资产和负债、收入和利润等具有重大影响的并购重组活动提供交易估值、方案设计、出具专业意见等专业服务”。

根据《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》(2008)以及《上市公司收购管理办法(2014年修订)》的相关规定,财务顾问在承担监管过程中其“看门人”职责主要包括:对上市公司并购重组活动尽职调查,评估相关活动风险;帮助委托人分析并购重组中法律、财务、经营风险,设计并购重组方案;辅导委托人在证券市场规范化运作等职能。

我国相关制度法规明确规定了企业并购时必须聘请财务顾问的情况,相关情形梳理在表1中。在这些强制要求聘请财务顾问的情形中,财务顾问能够帮助监管机构维护资本市场秩序。

1.2 并购问询函相关制度

上海证券交易所(2013年7月1日)和深圳证券交易所(2014年1月13日)正式开通上市公司财务报告信息披露直通车,诞生了问询函制度。问询函

及回复函需要公开披露,让市场能够更深入地了解企业存在的问题。截至 2023 年 8 月 31 日,并购问询函共 2747 份,主要包括上海证券交易所下发的并购重组审核意见函(345 条)和重大资产重组预案审核意见函(832 条),以及在深圳证券交易所下发的许可类重组问询函(1097 条)和非许可类重组问询函(351 条)。

表 1 我国法规中要求并购交易必须聘请财务顾问的情形

必须聘请财务顾问的情形	参考法规	年份
收购上市公司	《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》	2008
投资者及其一致行动人为上市公司 第一大股东或者实际控制人	《上市公司收购管理办法》	2007、2012、2014
上市公司要约收购上市公司	《上市公司收购管理办法》	2007、2012、2014
重大资产重组	《上市公司重大资产重组管理办法》	2008、2012、2014、2016
擅自实施重大资产重组、信息披露时 虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏	《上市公司重大资产重组管理办法》	2008、2012、2014、2016
非上市公司收购公众公司时涉及控 制权变动	《非上市公众公司收购管理办法》	2014
非上市公众公司、要约收购公众公司	《非上市公众公司收购管理办法》	2014
非上市公众公司、重大资产重组	《非上市公众公司重大资产重组管 理办法》	2014

2 理论分析与研究假设

按照目前的监管规定,并购方在并购上市公司、要约收购、重大资产重组的时候,会被强制要求雇佣财务顾问;而在其他情况里,企业雇佣财务顾问纯粹是出于自愿,看重财务顾问的声誉。财务顾问的声誉体现在协助并购活动的良好有序开展。如果并购企业存在被交易所问询的事宜,将会透露出财务顾问在辅助并购的过程中未能有效为并购企业提供专业服务,从而声誉受损。资料显示,共有 2382 份问询函提到了需要财务顾问提供意见,占问询函总数的 26%;有 606 份提到需要会计师事务所提供意见,占 6.7%;有 70 份提到需要法律顾问提供意见,占 0.8%;有 765 份提到需要资产评估机构提供意见,占 8.5%。有 911 份提到需要独立董事提供意见,占 10.1%。从上述结果可见,问询函中要求作出整改的市场金融中介实施主体为财务顾问,因此并购企业收到问询函对于财务顾问的声誉将会产生重要影响。

企业会根据项目需求来选聘不同声誉水平的财务顾问。当企业更加希望提高并购绩效时,它会依靠财务顾问的专业化服务来帮助寻找合适的项目标的 (Kale et al. , 2003),协助并购方与目标方交易谈判,并策划有效的并购融资方

案,完成并购信息披露工作,降低交易成本(Golubov et al., 2012),帮助股东实现稳定持续的财富收益(Bao and Edmans, 2011)。从理论上说,财务顾问作为金融市场的金融中介,能降低市场交易摩擦和信息不对称。与此同时,金融中介自身存在的代理问题也不可避免。财务顾问在并购中能发挥专业化服务的正面作用(Bao and Edmans, 2011),但是同时也会产生代理冲突问题(宋贺和段军山,2019)。然而,当企业仅仅是由于并购项目属于受到监管层要求必须聘请财务顾问来实施的情形时,企业可能选择财务顾问来发挥监管看门人的作用,并购交易的效率可能会较差。现有文献并没有将财务顾问的声誉作用进行较为清晰的识别,缺少相关的研究来区分财务顾问在并购方自愿性雇佣财务顾问以及强制性雇佣财务顾问时产生的影响差异。为了验证这一机制,本文着重区分了企业并购时是主动雇佣财务顾问,还是仅为满足监管要求而雇佣财务顾问这两种情况。因为当企业仅为满足监管要求才雇佣财务顾问时,企业对于财务顾问的能力往往较为不看重,并购项目由于缺乏财务顾问的专业化服务,在目标公司的财务状况、并购潜在收益和成本的判断以及协同效应的分析上缺乏专业指导,并购效率往往会较低。与此同时,当企业主动雇佣财务顾问时,企业会更加重视财务顾问的能力,选聘高声誉的财务顾问,来帮助企业科学策划和协调相关并购活动。

因此在财务顾问被强制要求雇佣和并购方主动选择两种情况下,财务顾问的声誉会对它未来辅助的并购绩效产生差异化影响。我们将分析财务顾问之前参与的并购收到问询函来度量财务顾问的声誉受损,据此更好验证了高声誉财务顾问在被企业主动雇佣时能够提供专业服务从而提升并购的价值,而非仅是帮助企业满足监管要求。

2.1 并购问询函对于财务顾问声誉的影响

投资者在估值时会将财务顾问声誉作为并购交易质量的重要信号。高声誉既体现财务顾问的专业化服务能力(Bao and Edmans, 2011),也会促使其将目标放得更长远,克服代理问题。一方面,财务顾问的专业化服务假说认为,财务顾问具有降低信息不对称、识别合适标的以及带来议价优势、降低交易成本等方面的作用,进而帮助股东实现稳定持续的财富收益和促进并购方加强并购完成的动力。财务顾问在并购中的重要作用是能够生产信息(潘越等,2011)。另一方面,利益冲突假说认为,财务顾问具有通过成功的并购事件获取高佣金的动机,与并购方获取业绩增值存在利益冲突,因此财务顾问的声誉会发挥重要作用(宋贺和段军山,2019)。

并购问询函导致财务顾问声誉受损后,影响未来并购市场回报降低的机制具体体现在市场投资者会认为声誉受损的财务顾问参与的并购交易质量较差。

并购交易会收到问询函,往往是因为财务顾问没有充分发挥有效的社会监督作用,而非并购交易本身的绩效较差。财务顾问参与的并购项目收到问询函将会导致该财务顾问的声誉受损,主要有三方面原因。

一是问询函具有信号作用。问询函作为交易所一线监管的重要手段(Cassell et al., 2013),能缓解公司管理层和投资者之间的信息不对称程度(Bens et al., 2016)。问询函向市场传递了上市公司在并购过程中信息披露不符合监管标准或者信息披露质量较低的信号。而财务顾问是在协助该起并购中负责推进并购信息披露的主要服务主体。并购交易被要求补充相关信息以及核实相关问题,会让市场投资者认为该起并购的财务顾问鉴证服务做不到位,没有帮助公司履行好信息披露义务。

二是问询函具有社会审计监督有效性(王文姣和傅超,2022),能提供预防性监管,降低金融市场风险(张俊生等,2018)。并购交易收到了问询函则透露了该起交易中的并购双方可能存在管理层机会主义行为,在信息披露中隐瞒“坏消息”和财务报告舞弊行为的可能。当并购溢价较高时,上市公司并购商誉资产较高,企业可能更容易受到问询函监管。而并购方需要支付较高溢价来购买目标公司意味着财务顾问无法有效帮助并购方进行并购谈判,或者是财务顾问选择的目标公司实际价值较低,难以为并购方创造出协同效应,从而损害了并购方股东的利益。并购方可能在未来会产生潜在的商誉减值、目标公司业绩下滑等风险,因此市场投资者也会不看好该财务顾问日后参与的其他并购交易的效率,从而降低了其他并购交易的市场回报。

三是问询函存在监管的溢出效应。一方面,问询函对于同行业公司的信息披露具有“溢出效应”。同行业公司收到风险信息披露相关的问询函时,同行业其他公司会在之后改善年报中风险信息水平(Brown et al., 2018)。另一方面,同一个财务顾问参与的并购交易之间也会存在类似的“溢出效应”。问询函能提高外部投资者的警觉程度。由于上市公司主动披露的并购公告仅是在财务顾问的帮助下进行报送,还未经监管机构审核和隐性背书(梅蓓蕾等,2021),一旦该并购收到了问询函,投资者会更加审慎对待该财务顾问协助公司披露的其他信息。

2.2 问询函带来财务顾问声誉受损的溢出效应对新并购绩效的影响

财务顾问的声誉存在激励效应。声誉作为一种隐性激励机制,可以缓解委托代理中的信息不对称问题,确保当事人诚实履约。一旦财务顾问收到问询函,这将导致其声誉受损,形成负面的溢出效应。

一是问询函的溢出效应会造成财务顾问的客户资源流失。在并购交易中,并购方与目标方之间缺乏互信机制,为了缓解信息生产的“公信力”问题,收购

方需要聘请值得信赖、独立的专业第三方来发挥信息生产和发布的功能。与此同时,财务顾问作为专业的并购服务中介机构,会比并购公司更加熟悉并购方和目标方的经营环境、管理模式、会计制度等,可协助并购方与目标方交易谈判,适时帮助并购方策划并购融资方案,完成并购信息披露和申报工作,推进并购顺利实施。财务顾问的业务贯穿并购全过程,通过专业化服务帮助并购方系统分析目标公司财务状况、准确评估并购成本、科学策划和协调公司并购活动,测算并购潜在收益,提高并购效率。

二是问询函的溢出效应带来的财务顾问声誉受损,会影响它的鉴证作用(宋贺和段军山,2019)。财务顾问收到问询函意味着它的专业化服务能力存在欠缺。声誉受损的中介机构将难以带来高质量的信息认证,在尽职调查和内部控制等工作上对目标公司和项目的评估可能不准确。声誉受损的财务顾问可能并购经验较匮乏,难以识别出良好协同效应的并购对象,在信息不对称时,投资者会关注到问询函这类负面信息,认为声誉受损的财务顾问在服务并购交易过程中无法帮助其实现并购协同效应,难以对并购信息提供担保,政府和投资者不太愿意信任其参与的其他并购项目质量,向市场传递其所服务的公司具有价值较差的信号,导致并购企业的市场回报在短期内下跌。

三是问询函的溢出效应凸显了声誉受损的财务顾问可能与并购方之间存在代理问题而产生利益冲突,对并购绩效产生负面影响。参与并购交易的财务顾问以盈利为目的,主要关注并购是否完成,而委托方则希望通过并购提升公司绩效,双方目标不一致。这导致财务顾问有不作为的道德风险,从而可能降低并购的绩效。基于此,本文提出假设1。

假设1: 财务顾问受到并购问询会产生溢出效应,导致其之后参与的并购项目绩效降低。

2.3 主动雇佣和被动雇佣时财务顾问声誉产生影响的差异

在当下的金融监管环境下,企业在并购过程中雇佣财务顾问往往不一定是主动进行雇佣,监管机构会针对重大资产重组、要约收购、收购上市公司等情况对并购强制要求企业雇佣财务顾问。在并购方被强制要求雇佣财务顾问时,它的职能更多体现在协助监管机构来督导并购企业,而非通过自身的声誉来为并购产生更高的协同效应。我们需要将企业强制雇佣和非强制雇佣两种情况下财务顾问发挥的作用进行区分才能准确识别企业雇佣财务顾问的主动性产生的影响。

财务顾问在帮助并购方企业开展并购重组活动时,往往能协助监管者督促并购企业达到监管要求,相当于资本市场的“看门人”。“看门人”(Gate Keeper)理论最早可追溯到20世纪80年代,Gilson and Kraakman(1984)指出财务顾问作为证券市场的独立专业机构,具有审查义务来确保金融相关交易的合

规性。首先,财务顾问协助满足监管层的督导要求,与企业公司治理有关。其次,它能进一步保障公司信息披露的真实、准确、完整,保护中小投资者的利益(Li and Liu, 2017)。财务顾问在协助监管方面的重要职能就是帮助督促并购企业补充披露标的方历史信息 and 前瞻信息,缓解逆向选择,降低信息不对称(Muslu et al., 2015)。最后,财务顾问在防范市场风险方面主要体现在事前把关、事中跟踪和事后督导的职责。我国金融市场以财务顾问为抓手,让其协助保障资本市场平稳运行和防范风险,即财务顾问能够通过尽职调查、持续督导来保护投资者利益。

一方面,当企业主动雇佣财务顾问时,并购方往往会雇佣对自己更了解的财务顾问(Golubov et al., 2012)。它能自愿接受财务顾问的协助来提升并购的价值,财务顾问能针对并购方运营中存在的问题提供咨询建议,搜寻优质标的方的信息资源,以及根据过去参与过的并购经验提供专业化服务(Kale et al., 2003)。在信息不对称的情况下,由于财务顾问的能力无法直接知晓,并购企业会重视通过财务顾问过去参与过的并购交易积累的声誉来判断其专业化程度。因此,企业主动雇佣的财务顾问声誉将会对后续并购交易的绩效产生重要影响,与此同时,如果财务顾问过去参与的并购收到问询函时,企业仍然会愿意雇佣这一类“声誉受损”的财务顾问,这是因为企业在主动雇佣该财务顾问时往往被收取的中介费用会更低。如图1所示,本文使用财务顾问在并购重组业务中的收入占财务顾问业务收入比重来度量其在并购业务中向并购方收取的中介费用相对大小。数据显示,当财务顾问在过去参与的并购交易中如果收到过并购问询函,则其在后续并购交易中的收入将不断降低。

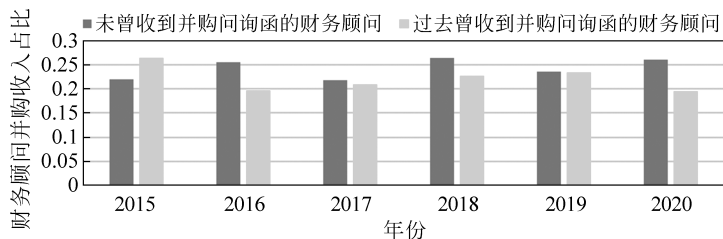


图1 并购重组业务占财务顾问业务收入比重的时间趋势图

数据来源:财务顾问业务收入来自证券业协会,问询函数据来自证券交易所。

另一方面,对于强制要求选择财务顾问的并购(重大资产重组、收购上市公司、要约收购),企业雇佣财务顾问的动机可能仅是为了满足监管要求。由于此时专业化指导并不是并购方聘请财务顾问的主要目的,财务顾问并不会关心并购后的绩效表现,更多是为了满足监管机构对于财务顾问的法定职责;而并购方则希望借助财务顾问协助来提高会计报表规范性(Bi and Wang, 2008),使得

财务顾问与并购方之间容易产生代理冲突问题。并购方缺乏配合,导致财务顾问对并购交易的交易方案 and 专业化建议不容易被采纳,财务顾问声誉的重要性下降。在该类具有“监管机构看门人”作用的财务顾问所参与的并购活动中,当财务顾问过去参与的并购受到问询时,投资者不会对它之前声誉是否受损产生太大的市场反应,因为投资者能推断出企业如果被动雇佣财务顾问时,财务顾问的主要职责不是提升并购的协同效应,而是确保合规。

因此,相比于企业被动雇佣财务顾问的情况,企业在主动选择财务顾问时,财务顾问声誉受损对于并购绩效的影响会更加严重,会产生更大的市场反应。基于此,本文提出假设2。

假设2: 相比于强制要求选择财务顾问的并购,在主动选择财务顾问的并购中,财务顾问声誉受损对并购绩效降低影响更大。

2.4 市场关注度高低对并购问询带来的财务顾问声誉溢出效应的影响差异

市场关注度对于金融市场的资产定价有着重要影响(俞庆进和张兵,2012;胡聪慧等,2015)。企业有动机通过高声誉的财务顾问来获得市场更多关注,确保公司并购绩效能够提升。因此,我们可以检验市场关注度差异对财务顾问声誉发挥的作用。当市场关注度较高时,投资者会挖掘更多的信息,更容易发现财务顾问是否有收到问询函。财务顾问在遭遇声誉受损事件后,一方面,市场对其关注度的提升往往会导致投资者更容易质疑其能力,从而对并购事件给予更低估值,这对企业主动寻找的财务顾问影响更加严重。另一方面,舆论影响力会引起政府部门对并购的监督更加重视,政府部门会加强监管,让财务顾问披露更多信息,投资者也会因此更容易关注到财务顾问的声誉。当市场关注度较低时,市场对声誉看重程度减弱,财务顾问的声誉对于提升并购协同效应的影响降低。此时,主动寻找的财务顾问和强制雇佣的财务顾问声誉受损后,在并购绩效上表现差异不大。基于此,本文提出假设3。

假设3: 市场关注度高的并购相对于其他并购,财务顾问声誉受损对并购绩效降低的影响更大。

3 研究设计

3.1 样本选择

(1) 企业并购绩效与财务顾问业绩数据。本文研究数据采用汤姆逊-路透

SDC Platinum 金融数据库中 2013—2018 年使用财务顾问的并购事件。该数据库为美国汤姆逊-路透 (Thomson Reuters) 收集的全球金融市场的信息。该数据库相比于国内并购数据库,对并购中使用财务顾问的信息刻画较为详细,包括财务顾问的名称、国家、手续费以及声誉排名等信息。计算并购累积超额收益涉及的股票数据采用 Compustat Global 数据库中的中国上市公司数据。解释变量中间询函相关数据通过上海证券交易所和深圳证券交易所官方网站整理而得。控制变量中企业特征的数据来自国泰安 CSMAR 数据库,财务顾问的销售收入数据源自中国证券业协会的收入数据。

(2) 上海证券交易所、深圳证券交易所并购重组问询函数据。本文主要关注并购交易和重大资产重组相关问询函事件,包括上海证券交易所的“重大资产重组预案审核意见函、并购重组审核意见函”,及深圳证券交易所的“许可类重组问询函、非许可类重组问询函”。本文使用的问询函数据是通过交易所中的监管问询信息披露资料进行手工搜集整理而成的。由于我国问询函制度的设立在沪市和深市开始的时间不一样,沪市从 2013 年 7 月 1 日开通,深市从 2014 年 1 月 13 日开通,本文使用从两个市场开通了问询函制度以后的并购问询函样本。

本文采用并购交易的横截面数据,合计 1922 个有效的并购交易样本。针对每笔并购交易中的财务顾问,判断其在过去参与过的历史并购交易是否收到过并购问询函。此外,本文将计算每笔并购相关的累积超额收益率等相关并购绩效指标。因此,本文的样本选择程序有三步。第一步是国内并购交易中筛选出有财务顾问信息的并购交易,作为本文主要研究对象。第二步,将该财务顾问之前参与的所有历史并购交易情况进行匹配。第三步是判断该财务顾问参与的历史并购交易是否收到了并购问询函,同时在问询函的内容中是否提及财务顾问。

3.2 实证模型

首先,为了检验假设 1,本文构建如下基本计量模型来研究财务顾问的声誉受损对于并购绩效的影响:

$$Y_{i,F,t} = \alpha_F + \lambda_t + \beta_1 \text{AfterCL}_{F,t} + \gamma \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon_{i,F,t} \quad (1)$$

在模型(1)中,下标 i 表示并购企业,下标 F 表示财务顾问, t 表示年度。因变量 $Y_{i,F,t}$ 是累积超额收益率 $\text{CAR}(-1,1)$,采用的事件日窗口为新并购发生时的宣告日当日以及前后 1 天。并购交易的市场反应体现了并购的交易是否创造出较高的协同效应 (Kale et al., 2003),并购中的市场反应体现了并购方企业在收购标的公司合并后的价值高低 (Bao and Edmans, 2011)。当财务顾问声誉受损后,如果它所参与的并购交易会产生并购市场价值下降,则说明声誉差

的财务顾问无法较好地实现并购整合,导致并购交易估值下降。据此,我们能够推断出财务顾问的声誉对于并购交易价值的提升有重要影响,验证了财务顾问具有专业化服务能力的假说(宋贺和段军山,2019)。

α_F 表示财务顾问固定效应, λ_t 表示年度固定效应,AfterCL_{F,t} 为问询函虚拟变量,当该起并购的财务顾问之前参与的并购收到了问询函则定义为 1,否则为 0。Controls_{i,t} 为其他控制变量(详见表 2 以及描述性统计相关内容)。在假设 1 中,本文需要考察的是财务顾问受到声誉冲击的系数显著为负。这将说明收到问询函会导致财务顾问之后参与的并购绩效下降。为了稳健性检验,本文进一步将 AfterCL_{F,t} 替换为该并购财务顾问在当年收到的问询函数量(CLNum_t),以及过去年份收到的问询函数量(CLNum_{past})来度量声誉受损程度。

此外,在假设 2 和假设 3 中,对于强制雇佣的财务顾问,并购绩效与声誉关系较小;而对于主动雇佣的财务顾问,声誉对于并购绩效的影响更强。本研究在模型(1)的基础上再加上并购是否主动雇佣财务顾问,及其与问询函虚拟变量的交互项进行回归分析。

$$Y_{i,F,t} = \alpha_F + \lambda_t + \beta_1 \text{AfterCL}_{F,t} + \beta_2 \text{NonCompulsaryFA}_{i,t} + \beta_3 \text{AfterCL}_{F,t} \times \text{NonCompulsaryFA}_{i,t} + \gamma \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon_{i,F,t} \quad (2)$$

NonCompulsaryFA_{i,t} 代表并购是否主动雇佣财务顾问^①,是则取 1,否则为 0。验证假设 2 需要检验系数 β_3 显著为负,来证明主动雇佣财务顾问时并购绩效更容易受到声誉降低的影响。与此同时,对于投资者关注较多的财务顾问和投资者关注较少的财务顾问,新参与的并购绩效存在差别,本研究也按照模型(2)的做法加上投资者关注程度是否较高,及其与问询函虚拟变量的交互项。

$$Y_{i,F,t} = \alpha_F + \lambda_t + \beta_1 \text{AfterCL}_{F,t} + \beta_2 \text{HighInvestorAttention}_{i,t} + \beta_3 \text{AfterCL}_{F,t} \times \text{HighInvestorAttention}_{i,t} + \gamma \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon_{i,F,t} \quad (3)$$

HighInvestorAttention_{i,t} 代表该并购当月的新闻媒体报道是否高于市场中位数。验证假设 3 需要检验系数 β_3 显著为负,来证明投资者关注度高时声誉受损会降低并购绩效更多。

4 问询函影响财务顾问后续并购的实证结果

4.1 描述性统计

本文的变量定义在表 2 中。被解释变量是并购的累积超额收益率 CAR(-1,1),

^① 强制要求雇佣财务顾问的情况包括:标的企业为上市公司、并购交易构成重大资产重组、并购交易构成要约收购。本文定义强制要求雇佣类型以外的并购即为主动雇佣财务顾问的情况。

解释变量主要是财务顾问是否收到之前并购的问询函、财务顾问是否为主动雇佣型,即该并购不属于监管机构强制要求的情况。控制变量参考了(Golubov et al., 2012)列举的因素。本文主要考察的控制变量有两类和并购绩效相关的变量。第一类是并购方企业的财务特征,并购方财务水平越高,并购绩效越好。它包括并购是否完全使用现金收购、并购方是否为国有企业、企业资产总额对数值、杠杆率、账面市值比和资产收益率。第二类为财务顾问能力相关的变量,反映了财务顾问是否能够在并购中创造更高的协同效应,包括财务顾问是否当年收入位列前二十,财务顾问是否当年并购数位列前二十,财务顾问是否当年并购金额位列前二十(Bao and Edmans, 2011)。市场关注度使用企业的媒体报告量来度量。

表 2 变量定义

变量	变量定义
CAR(-1,1)	累积超额收益率,根据并购事件前一天累积的实际收益减去市场因子模型估计出的企业预期收益
AfterCL	该次并购所雇佣的财务顾问收到了之前参与的并购的问询函则定义为 1, 否则为 0
CLNum_t	该次并购所雇佣的财务顾问在当年参与的所有并购收到的问询函总数
CLNum_past	该次并购所雇佣的财务顾问在过去(不包括今年)参与的所有并购收到的问询函总数
NonCompulsiveFA	是否为主动雇佣(非强制要求)财务顾问。当并购的标的方为上市公司、并购涉及重大资产重组,要约收购时则为强制要求雇佣财务顾问情形,定义为 0, 否则为 1
High Investor Attention	当新并购发生当月提及并购企业的新闻报道数量(定义为 Investor Attention)位于当月所有并购企业的中位数以上时,定义为 1, 否则为 0
All Cash Pay	是否完全使用现金支付,完全使用现金则为 1, 否则为 0
aStateOwn	并购方是否为国有企业,国有企业则为 1, 私有企业则为 0
Asset	企业资产总额对数值
Leverage	杠杆率,总负债除以总资产
Book-to-Market	账面市值比,企业权益账面价值除以权益市场价值
ROA	资产收益率,净利润除以总资产
TopIncomeFA	财务顾问是否当年收入位列前二十
TopNumFA	财务顾问是否当年并购数位列前二十
TopValueFA	财务顾问是否当年并购金额位列前二十

描述性统计如表 3 所示。结果显示有 29%的并购事件收到过问询函,11%的并购交易中被强制要求雇佣财务顾问。同时有 22%的并购事件是由收入排名前十的财务顾问参与。

表 3 描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	25%	中位数	75%
CAR(-1,1)	1922	0.03	0.08	-0.01	0.001	0.05
AfterCL	1922	0.47	0.49	0	0	1
NonCompulsiveFA	1922	0.89	0.31	1	1	1
Investor Attention	1738	19.33	67.64	4	9	17
All Cash Pay	1922	0.078	0.27	0	0	0
aStateOwn	1922	0.24	0.43	0	0	0
Asset	1922	9.19	3.39	7.54	8.32	9.41
Leverage	1922	0.29	0.35	0.11	0.23	0.39
Book-to-Market	1922	0.34	0.39	0.15	0.24	0.4
ROA	1922	0.61	2.74	0.01	0.03	0.06
TopIncomeFA	1922	0.22	0.41	0	0	0
TopNumFA	1922	0.63	0.48	0	1	1
TopValueFA	1922	0.03	0.16	0	0	0
CLNum_t	1304	17.33	12.04	7	16	30
CLNum_past	711	20.81	18.97	6	16	32

注：统计 CLNum_t 和 CLNum_past 时，分别去除了当年以及过往未收到问询函的财务顾问所对应的并购样本，以反映财务顾问收到的问询函平均数量。

4.2 主回归分析

表 4 给出了回归分析的结果。在表 4 第 (2) 列中，加上控制变量后，变量 $AfterCL_{F_t}$ 系数为 -0.041 ，在 1% 水平上显著。这表明财务顾问过去参与的并购收到了问询函会降低现在所参与的并购绩效，即问询函对财务顾问的声誉造成的负面影响具有溢出效应。在第 (3)~(4) 列，财务顾问声誉受损程度的度量指标 CLNum_t 和 CLNum_past 的系数显著为 -0.001 ，这表明随着财务顾问过去服务的并购交易收到问询函数量增多，财务顾问声誉下降，导致新参与的并购交易绩效不断降低。表 4 的结果验证了本文的假设 1，说明了财务顾问在之前的并购中如果不能发挥好尽职调查职能，会导致其过往并购中声誉受损的影响溢出到新的并购中。这体现了财务顾问声誉在金融市场治理中督促企业合规的重要性。

表 4 收到问询函对财务顾问参与的后续并购绩效的影响

CAR(-1,1)	(1)	(2)	(3)	(4)
AfterCL	-0.041 *** (-7.42)	-0.039 *** (-7.15)		

				续表
CAR(-1,1)	(1)	(2)	(3)	(4)
CLNum_t			-0.001 * (-1.82)	
CLNum_past				-0.001 *** (-2.63)
All Cash Pay		-0.011 (-1.50)	-0.016 ** (-2.09)	-0.015 ** (-2.01)
SOE Dummy		-0.002 (-0.34)	0.023 *** (2.75)	0.022 *** (2.62)
Asset		-0.001 (-1.19)	-0.001 (-0.89)	-0.001 (-0.59)
Leverage		-0.002 (-0.49)	-0.002 (-0.44)	-0.002 (-0.43)
Book-to-Market		0.002 (0.33)	0.001 (0.07)	-0.001 (-0.04)
ROA		-0.001 (-1.30)	-0.001 (-1.03)	-0.001 (-1.07)
Top10FAIncome		0.003 (0.52)	0.009 (1.20)	0.003 (0.40)
Top10FANum		-0.001 (-0.12)	0.006 (0.73)	0.002 (0.23)
Top10FADealValue		0.048 ** (2.22)	0.058 ** (1.96)	0.054 * (1.84)
Advisor & Year FE	Y	Y	Y	Y
Obs.	1767	1767	1767	1767
R ²	0.319	0.323	0.308	0.309

注：***、**和* 分别表示在 1%、5%和 10%的置信水平上显著,括号中数值为 *t* 值,使用稳健标准误计算得出。

4.3 稳健性检验

本部分首先对内生性问题进行了讨论,使用财务顾问能力控制变量解决遗漏变量问题、倾向性得分匹配法解决因果倒置问题、工具变量法解决测量偏差问题,并且通过 Heckman 两阶段回归解决了自选择问题。其次,使用与问询函无关事件作为安慰剂检验。此外,更换并购绩效度量指标,对问询函事件影响的期限长短进行划分,控制标的方企业特征。

4.3.1 对于内生性问题的讨论

首先,本文内生性问题产生的第一个原因是遗漏变量问题,最重要的遗漏变量就是财务顾问的能力,并购绩效降低的主要原因有可能是财务顾问能力不

足导致的影响。为此,本文在回归分析中控制了财务顾问的业务能力(财务顾问收入高低)、辅导并购经验(参与并购次数多少),以及财务顾问参与过的并购重要性程度(参与并购的平均金额大小)。

其次,本文内生性问题产生的另一个原因是财务顾问声誉和并购项目质量之间容易相互影响,产生因果倒置问题。声誉高的财务顾问往往能够提高并购项目的质量,而财务顾问为了自身未来的长期声誉考量,又不愿意参加质量较差的并购项目。因此本文解决内生性问题的方法是采用倾向性得分匹配法(PSM),先将项目按照并购质量和财务顾问的市场占有率情况进行 1:1 匹配。试验组的并购交易雇佣的财务顾问在过去收到过问询函,控制组的并购交易雇佣的财务顾问在过去没有收到过问询函。并购质量采用并购后并购方企业的资产收益率来衡量长期的协同效应情况,财务顾问的市场占有率情况度量指标包括财务顾问是否当年收入位列前二十、财务顾问是否当年并购数位列前二十、财务顾问是否当年并购金额位列前二十。倾向性得分匹配后的回归结果呈现在表 5 中,结果与主结果相一致,说明财务顾问声誉和并购项目质量之间的因果倒置问题在一定程度上不影响本文的结论。

表 5 倾向性得分匹配后的回归结果

变量	(1) AfterCL	(2) CAR(-1,1)
AfterCL		-0.045 *** (-5.69)
All Cash Pay	0.179 (0.70)	-0.010 (-0.94)
SOE Dummy	0.210 (1.34)	-0.006 (-0.92)
LogAssets	-0.011 (-0.33)	0.001 (0.15)
Leverage	-0.074 (-0.28)	-0.021 * (-1.91)
Book-to-Market	0.373 (1.38)	0.010 (0.83)
ROA	-0.015 (-0.65)	-0.001 (-0.98)
Top10FAIncome	-0.189 (-1.10)	0.002 (0.20)
Top10FANum	0.083 (0.57)	-0.004 (-0.36)

续表

变量	(1)	(2)
	AfterCL	CAR(-1,1)
Top10FADealValue	0.203 (0.44)	0.068 (1.26)
Constant	-0.291 (-1.02)	0.059*** (3.51)
Advisor & Year FE	Y	Y
Obs.	967	867
R ²	0.687	0.365

注：***、**和* 分别表示在 1%、5%和 10%的置信水平上显著,括号中数值为 *t* 值,使用稳健标准误计算得出。

此外,本文可能存在测量偏差的内生性问题。本文通过并购中财务顾问在过去参与的并购交易是否收到问询函来测量财务顾问声誉受损,这可能会无法准确测量声誉受损的程度,以及受到当初并购交易项目本身的质量影响,因此,本文采用工具变量法进行解决。我们考虑将新并购交易中并购方同行业的其他公司所雇佣的财务顾问在当年受到证监会处罚的数量(FAPenalty_Ind)来作为工具变量。一方面,它满足工具变量外生性,同行业其他公司所雇佣的财务顾问在当年受到证监会处罚的次数往往体现了该行业的并购中财务顾问整体的犯错误数量是否较多,这与该起并购交易的并购质量没有直接关系,同时不是该并购企业所能控制的情况,所以工具变量较为外生。另一方面,它满足工具变量相关性,该行业的其他并购的财务顾问受到处罚会影响市场投资者对于该行业的财务顾问的认可程度,投资者会对参与该行业并购的财务顾问的声誉水平进行质疑,进而会影响到该笔并购交易的市场回报情况,而不太可能通过其他途径来影响并购市场回报。本文工具变量法的回归结果呈现在表 6 中。研究发现并购方所处同行业的其他公司所雇佣的财务顾问在当年受到证监会处罚与该财务顾问过去参与的并购是否收到问询函呈现正相关,符合预期。本文使用工具变量预测的变量“财务顾问是否过去收到问询函”放到主回归方程进行检验后发现与主结果相一致,同时工具变量检验可以通过外生性检验、识别不足检验、过度识别检验以及弱工具变量检验,说明选取的工具变量是有效的。本文的测量误差带来的内生性问题可以得到缓解。

表 6 工具变量法的回归结果

变量	(1)	(2)
	AfterCL	CAR(-1,1)
AfterCL		-0.248** (-2.25)

续表		
变量	(1)	(2)
	AfterCL	CAR(-1,1)
FAPenalty_Ind	0.0027** (4.11)	
Controls	Y	Y
Advisor & Year FE	Y	Y
Obs.	2133	1767
R ²	0.687	0.305

外生性检验: Hausman 估计量 = 1.75 ($p=0.18$)
识别不足检验: LM 统计量 = 7.57 ($p=0.006$)
过度识别检验: Sargan 统计量 = 0.00
弱工具变量检验: Cragg-Donald Wald F 统计量 = 3.53
注: **、* 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的置信水平上显著, 括号中数值为 t 值, 使用稳健标准误计算得出。

最后, 另一种内生性问题, 即企业的自选择问题。企业在了解到财务顾问已经收到问询函的不利信号后, 仍然雇佣它作为并购的财务顾问, 很有可能是因为企业自身能力不行, 无法雇佣起声誉更高的财务顾问; 或者是由于并购质量较差, 高声誉的财务顾问不愿意参与, 这构成了企业自选择问题。财务顾问声誉受损会对新并购绩效产生负面作用很有可能是并购企业特征所导致的。本部分一方面控制了企业的各项重要财务特征来消除企业的质量好坏对财务顾问声誉的影响, 另一方面将使用 Heckman 两阶段回归。第一阶段回归中, 将财务顾问过去是否收到过问询函作为被解释变量, 考察其受到并购方企业特征以及财务顾问能力特征的影响, 并预测出逆米尔斯比率 (IMR); 在第二阶段中, 将 IMR 放入原有回归中来消除自选择问题, 并考察 IMR 的系数是否显著, 以判断自选择问题的严重性。回归结果呈现在表 7 中, 本文发现考虑自选择问题后, IMR 的系数并不显著, 说明自选择问题较不严重。回归结果与主结果相一致。

表 7 Heckman 两阶段回归结果

变量	(1)	(2)
	Select	CAR(-1,1)
AfterCL	-0.182 (-1.45)	-0.039*** (-6.51)
Controls	Y	Y
Advisor & Year FE	Y	Y
Obs.	2293	1512
R ²	0.0935	0.2277

注: **、* 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的置信水平上显著, 括号中数值为 t 值, 使用稳健标准误计算得出。

4.3.2 安慰剂检验

为了考查问询函事件是否确实为导致财务顾问声誉受损的原因, 而非其他

同一时期的时间趋势所导致,这个环节的研究使用实际收到问询函之前的三年、两年、一年分别作为虚构事件^①。我们预期对于虚构的财务顾问声誉受损事件,应当对新并购的绩效没有影响。表 8 的结果发现了回归结果符合预期,试验变量和收到问询函与否的交互项不显著。

表 8 安慰剂检验

变量	(1)	(2)	(3)
	CAR(-1,1)	CAR(-1,1)	CAR(-1,1)
虚构事件解释变量	3Yr Before	2Yr Before	1Yr Before
AfterCL	-0.011 (-0.97)	-0.024 (-0.52)	-0.001 (-0.04)
Controls	Y	Y	Y
Advisor & Year FE	Y	Y	Y
Obs.	914	914	914
R ²	0.296	0.296	0.298

注：括号中数值为 *t* 值,采用稳健标准误计算得出。

4.3.3 更换并购绩效的度量指标

本文基于 Fama-French 三因子模型(Fama and French,1993),在考虑市场风险溢价因子以外,还加上了市值因子和账面市值比因子来重新计算累积超额收益率。市场风险溢价因子对应了市场投资组合的收益率;市值因子^②对应了做多市值较小的公司与做空市值较大的公司的投资组合带来的收益率;账面市值比因子^③对应的是做多高账面市值比公司、做空低账面市值比公司的投资组合带来的收益率。此外,本文在计算 A 股市场上每只股票日收益率数据时分别采用的流通市值加权的方法以及按照总市值的方法计算累积超额收益率,结果均较为稳健。具体如下:

表 9 Fama-French 三因子模型计算的累积超额收益率结果

CAR_FamaFrech3(-1,1)	(1)	(2)	(3)	(4)
AfterCL	-0.063 *** (-5.44)	-0.058 *** (-4.83)	-0.063 *** (-5.49)	-0.058 *** (-4.87)

① 在主回归结果中,AfterCL 的定义为:该次并购所雇佣的财务顾问收到了关于之前参与的并购问询函则定义为 1,否则为 0。在安慰剂检验里面,收到问询函之前的 *t* 年作为虚构事件的解释;该并购的财务顾问在实际收到问询函的前 *t* 年至本次交易,虽然期间并没有收到问询函,但是将 AfterCL 定义为 1,而对于实际收到问询函之后的样本则剔除。比如 *t*=2013 表明,2013 年某财务顾问收到问询函,我们就分别考虑将 2010 年(前 *t*-3 年)作为虚拟的事件发生日,在 2010 年到 2012 年 AfterCL 定义为 1。而在 2010 年以前 AfterCL 仍为 0,同时将 2013 年及以后的样本剔除。

② 市场因子对应于市值风险,是指公司规模影响股票的风险;资产规模小,风险相应增加。

③ 账面市值比因子对应于市场造成的财务困境风险,说明市场对公司的估值比自己账面价值要低。这些公司一般是销售状况或盈利能力不好的公司,因此相对于低 B/M 的公司来说需要更高的收益来补偿。

续表				
CAR_FamaFrech3(-1,1)	(1)	(2)	(3)	(4)
Controls	N	Y	N	Y
Advisor & Year FE	Y	Y	Y	Y
Obs.	1022	1022	1022	1022
R ²	0.327	0.335	0.328	0.336

注：第(1)~(2)列 CAR_FamaFrech3(-1,1) 的股票日收益率采用流通市值加权计算而得,第(3)~(4)列股票日收益率采用总市值加权计算而得。***、**和*分别表示在1%、5%和10%的置信水平上显著,括号中数值为*t*值,使用稳健标准误计算得出。

与此同时,本文并购绩效指标由并购日前后一天的累积超额收益率 CAR(-1,1)被更换为不同期限的市场收益指标,以及和并购是否符合监管要求相关的指标,分别包括:(1)用并购日前后十天的累积超额收益率 CAR(0,0)来考察并购交易的短期价值;(2)用并购日前后十天的累积超额收益率 CAR(-10,10)来考察并购交易的长期价值;(3)用并购失败率 Withdraw,从反面来衡量并购完成的效率,并购失败率的定义为“当该起并购事件被监管机构叫停而失败则赋值为1,否则为0”;(4)用并购是否收到问询函 Comment Letter,从反面来衡量并购质量,并购是否后续收到问询函(Comment Letter)定义为“并购发生之后是否收到与该次并购重组事件相关的问询函”,具体来说,到我们样本观察截止期2019年6月为止,如果之前的某个观测值中的并购事件在之后收到问询函,则Comment Letter赋值为1,否则为0。表10的结果和主要结论一致。

此外,我们研究发现了并购后续收到问询函 AfterCL 的系数显著为正,意味着强制雇佣的财务顾问在声誉受损后,往往会导致他们帮助企业满足监管要求的能力下降,更容易使得并购方因为不合规而收到并购问询函;从而我们也从反面证明了高声誉的财务顾问能够在强制要求时履行法定职责,确保并购交易合规。

表 10 不同并购绩效度量指标的稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	CAR(0,0)	CAR(-10,10)	Withdraw	Comment Letter
AfterCL	-0.005 ** (-2.48)	-0.014 * (-1.77)	0.065 ** (2.06)	0.895 *** (21.81)
Controls	Y	Y	Y	Y
Advisor & year FE	Y	Y	Y	Y
Year FE	Y	Y	Y	Y
Obs.	1767	1756	2123	2123
R ²	0.338	0.222	0.219	0.608

注：***、**和*分别表示在1%、5%和10%的置信水平上显著,括号中数值为*t*值,使用稳健标准误计算得出。

4.3.4 对问询函事件影响的期限长短进行划分

这个环节的研究进一步考察了财务顾问受到影响的期限长度。本文将解释变量 AfterCL 拆分为新并购当年财务顾问是否收到问询函虚拟变量 (CL0)、新并购前第一年财务顾问是否收到问询函虚拟变量 (CL1), 以及新并购前第二年财务顾问是否收到问询函虚拟变量 (CL2)。本部分进一步分析财务顾问在之前并购收到问询函后, 每一年新参与的并购绩效。表 11 中的结果体现了投资者往往长期中更看重财务顾问的声誉。因为声誉的影响是长远的, 随着时间推移, 投资者在面对新的并购时, 需要更加重视财务顾问过去积累的声誉来促进新并购交易质量的提升, 这和主要结论一致。

表 11 问询函不同期限指标的稳健性检验

变量	(1)	(3)
	CAR(-1,1)	CAR(-1,1)
CL0	-0.021* (-1.95)	-0.022* (-1.98)
CL1	-0.013* (-1.82)	-0.011 (-1.48)
CL2	-0.004 (-0.33)	-0.003 (-0.20)
Controls	Y	Y
Advisor & Year FE	Y	Y
Obs.	1767	1756
R ²	0.307	0.218

注：***、**和* 分别表示在 1%、5%和 10%的置信水平上显著, 括号中数值为 *t* 值, 使用稳健标准误计算得出。

4.3.5 控制标的方特征的稳健性检验

并购事件的复杂性主要体现在并购交易本身性质、并购方异质性以及标的方异质性。本文考虑了用并购中的交易金额、并购的支付手段、财务顾问的并购经验和财务顾问的收入高低来控制并购交易异质性。并购方异质性上, 本文控制了并购方的资产规模、杠杆率、市值账面比、资产回报率等因素。但是对于标的方的情况本文之前论述较少, 所以我们补充分析标的方的行业特性来尽量克服并购交易中的不同性质问题。我们对主回归结果控制住标的方企业的股权性质、上市情况以及标的企业所属行业是否与并购企业的行业一致。另外需要说明的是因为标的方企业大部分为非上市企业, 所以我们无法控制标的方企业的财务指标。回归结果呈现在表 12 中。研究发现回归结果仍然与主回归结果一致, 因此在考虑了并购的多样性特征和不同性质后, 我们仍然能够发现财

务顾问声誉对于并购绩效有重要影响。

表 12 考虑标的方特征的稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)
	CAR(-1,1)	CAR(-1,1)	CAR(-1,1)
AfterCL	-0.022* (-1.79)	-0.021* (-1.73)	-0.040*** (-7.09)
Target SOE Dummy	0.001 (0.10)	0.001 (0.06)	0.001 (0.14)
Target Public Dummy		-0.011 (-0.56)	-0.015 (-0.78)
Same-Industry4			0.003 (0.74)
OtherControls	Y	Y	Y
Advisor & Year FE	Y	Y	Y
Obs.	1767	1767	1767
R ²	0.305	0.325	0.323

注：***、**和*分别表示在1%、5%和10%的置信水平上显著,括号中数值为*t*值,使用稳健标准误计算得出。

5 雇佣方式和投资者关注的机制作用检验

本文在机制检验的部分分析了并购方雇佣财务顾问时对其声誉的重视程度,以及资本市场投资者关注程度对于并购交易绩效的影响。

一方面,在企业采用主动雇佣和强制雇佣的机制检验上,表 13 第(1)~(2)列显示,加入控制变量前后,AfterCL_{*F,t*}的系数显著为负,表明强制雇佣的财务顾问因为收到问询函而声誉受损,并购绩效变差;交互项 AfterCL_{*F,t*}×NonCompulsaryFA_{*i,t*}的系数显著为负,表明对于主动的财务顾问,声誉受损对并购绩效负面影响更大。相关结果证明了假设 2 成立,说明当并购方主动雇佣财务顾问时,并购交易会产生更大的负面市场反应。这体现了并购市场上财务顾问在交易协调过程中声誉具有更大的重要性。市场投资者更看重并购者主动雇佣的财务顾问的声誉,超过对强制雇佣的财务顾问的声誉看重程度。这表现为两个方面:(1)投资者主要关心并购对企业未来的运营能力的提升。当企业主动选择财务顾问时,高声誉的财务顾问协助设计交易方案,发挥财务顾问的信息资源优势来寻找合适的并购标的。因此投资者会更加看重财务顾问的交易协调能力。(2)当企业被强制要求雇佣财务顾问时,企业的主要目的是满足监管要求。并购交易合规性以及信息披露充分性将影响到并购能否满足交易所监管的基本

要求,但对企业运营能力的提升作用有限。此时并购企业对于财务顾问业务能力的看重程度较低,因此财务顾问声誉受损和并购的绩效关系较小。

表 13 雇佣方式和投资者关注的机制检验

CAR(-1,1)	(1)	(2)	(3)	(4)
Channel =	NonCompulsiveFA		High Investor Attention	
AfterCL		-0.021 * (-1.81)		-0.027 *** (-4.21)
Channel	-0.001 *** (-2.63)	0.018 * (1.83)	0.018 *** (4.39)	0.032 *** (4.23)
AfterCL×Channel		-0.021 * (-1.75)		-0.029 *** (-3.53)
Controls	Y	Y	Y	Y
Advisor & Year FE	Y	Y	Y	Y
Obs.	1767	1767	1620	1620
R ²	0.309	0.325	0.311	0.337

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的置信水平上显著,括号中数值为t值,使用稳健标准误计算得出。

另一方面,在市场关注度的机制作用的检验上。本文将分析当市场关注度程度较高的时候,财务顾问的声誉受损对于并购绩效的负面影响是否会更大。本小节依据在新并购案发生日前后一个月提及该并购企业的媒体报道量逐月对样本排序,当新闻报道量高于当月所有并购企业的中位数以上时,认为该并购的市场关注度较高,反之则为较低。本文据此针对市场关注度较高和较低两组样本进行分样本检验,结果呈现在表13中。

表13第(3)~(4)列汇报了市场关注度较高以及较低时,财务顾问之前收到并购问询函对后续并购经济后果的影响。结果显示并购企业问询函对于声誉受损的影响在并购案关注度较高时更明显。在市场关注度较高时,AfterCL的系数为-0.029,在1%水平上显著;市场关注度较低时,财务顾问声誉受损对后续并购的绩效没有显著影响。这意味着随着关注度的增强,企业往往会受到更多的市场和媒体监督,投资者会挖掘更多信息,更容易发现财务顾问是否收到问询函。企业一旦雇佣声誉受损的财务顾问,并购交易的市场回报会降低得更多。

本文进一步将雇佣方式和投资者关注两种机制联合考察,通过将不同投资者关注程度进行分样本检验,分析不同雇佣方式与财务顾问过去收到并购问询对于新并购的绩效的影响,结果呈现在表14中。表14第(3)、(6)列汇报了市场关注度较高以及较低时,财务顾问之前收到并购问询函对后续并购经济后果的影响。结果显示并购企业问询函对于声誉受损的影响在并购案关注度较高时

更明显。在市场关注度较高时, $\text{AfterCL}_{it} \times \text{NonCompulsaryFA}_{it}$ 的系数为 -0.033 , 在 5% 水平上显著; 市场关注度较低时, 财务顾问声誉受损对后续并购的绩效没有显著影响。这意味着随着关注度的增强, 投资者会挖掘更多信息, 更容易发现财务顾问是否有收到问询函, 从而导致并购绩效受到的负面影响得到加强。

表 14 市场关注对财务顾问声誉受损后并购绩效的影响

CAR(-1,1)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	High Investor Attention = 1			High Investor Attention = 0		
AfterCL	-0.038*** (-4.44)		-0.008 (-0.57)	-0.005 (-0.18)		-0.030 (-1.16)
NonCompulsiveFA		0.017** (2.20)	0.030** (2.37)		0.011 (0.78)	0.014 (0.67)
AfterCL×NonCompulsiveFA			-0.033** (-2.27)			-0.009 (-0.34)
Controls	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Advisor & Year FE	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Obs.	977	977	977	617	617	617
R ²	0.395	0.386	0.401	0.218	0.220	0.247

注: ***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的置信水平上显著, 括号中数值为 t 值, 使用稳健标准误计算得出。

由于在针对市场关注度的异质性检验中使用并购当月, 并购方公司相关新闻媒体报道数量来衡量市场关注度可能存在一些其他不相关新闻的干扰, 或者存在并购相关报道的遗漏(比如并购发生在月中、月末, 很可能会到并购之后一个月还有后续报道, 以及在并购前一个月可能会有提前报道)。我们将统计新闻报道数量的窗口分别改为并购发生当周以及并购前后一个月和当月(合计 3 个月), 重新构建市场关注度指标。具体结果如表 15 的面板 A 和面板 B 所示。在上述两种情况下, 我们均发现市场关注度越高, 财务顾问声誉受损对于并购绩效的影响越明显, 而在市场关注度较小的情况下, 财务顾问声誉受损的影响不显著。所以整体而言, 媒体报道较好地刻画了并购者对并购事件的市场关注度。

表 15 不同媒体报道量窗口的稳健性检验

面板 A						
变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	CAR(-1,1)	CAR(-1,1)	CAR(-1,1)	CAR(-1,1)	CAR(-1,1)	CAR(-1,1)
分组变量	High Three-Month News = 1			High Three-Month News = 0		
AfterCL	-0.037*** (-3.84)		-0.007 (-0.35)	-0.006 (-0.25)		-0.036* (-1.76)

续表

面板 A						
变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	CAR(-1,1)	CAR(-1,1)	CAR(-1,1)	CAR(-1,1)	CAR(-1,1)	CAR(-1,1)
分组变量	High Three-Month News = 1			High Three-Month News = 0		
CompulsiveFA		0.007 (0.97)	0.038** (2.39)		0.021 (1.42)	0.016 (1.05)
AfterCL×CompulsiveFA			-0.046** (-2.36)			-0.007 (-0.33)
Controls	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Advisor FE	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Year FE	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Obs.	754	1180	594	587	563	746
R ²	0.416	0.387	0.424	0.242	0.272	0.325
SUR Test for AfterCL×CompulsiveFA: Chi2=2.82						
面板 B						
变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	CAR(-1,1)	CAR(-1,1)	CAR(-1,1)	CAR(-1,1)	CAR(-1,1)	CAR(-1,1)
分组变量	High Week News = 1			High Week News = 0		
AfterCL	-0.042*** (-4.63)		-0.019 (-1.03)	-0.017 (-0.86)		-0.030 (-1.21)
CompulsiveFA		0.013* (1.80)	0.035*** (2.64)		-0.013 (-1.03)	0.001 (0.05)
AfterCL×CompulsiveFA			-0.044** (-2.44)			-0.001 (-0.02)
Controls	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Advisor FE	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Year FE	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Obs.	987	1380	777	435	368	640
R ²	0.376	0.365	0.403	0.247	0.350	0.261
SUR Test for AfterCL×CompulsiveFA: Chi2=2.78						

注：***、**和*分别表示在1%、5%和10%的置信水平上显著,括号中数值为t值,使用稳健标准误计算得出。

6 异质性检验

在异质性分析中,本文进一步探索了市场的信息不对称程度为上述两个机制(①并购方对财务顾问声誉的重视程度;②投资者关注)背后的市场因素提供的解释。除了监管机构对于并购交易的信息披露要求外,并购交易也因为完善

信息披露而实现市场更合理的股价。由于市场存在信息不对称,资本市场需要通过问询函来缓解公司管理层和投资者之间的信息不对称程度。问询函向市场传递了上市公司在并购过程中信息披露不符合监管标准或者信息披露质量比较低的信号,而财务顾问是在协助该起并购中负责推进并购信息披露的主要服务主体,因此企业会有动力借助财务顾问协助来降低市场对并购交易的信息不对称。信息不对称程度高会加强声誉的作用(刘涛雄和徐晓飞,2015),因为市场投资者只能依赖声誉来估计并购的效率,这将使得市场对于财务顾问的声誉更加关注。

当市场信息不对称程度更大时,并购交易会被市场要求补充相关信息以及核实相关问题,这会使得并购方对于财务顾问的声誉更加看重,凸显出并购方主动雇佣财务顾问时将依赖财务顾问进行企业并购质量鉴证的作用。一旦财务顾问在过去的并购交易中收到过问询函,财务顾问可能是鉴证服务做不到位,其声誉将受损,这对于新并购中的并购绩效会产生更大的负面影响;与此同时,市场的信息不对称也会帮助投资者更关注并购中财务顾问的声誉。问询函事件对于财务顾问的影响会让投资者对其发挥监管看门人的作用产生质疑,市场投资者会认为该起并购的财务顾问没有帮助公司履行好信息披露义务。

具体而言,本文采用三个指标来度量市场投资者与并购企业之间的信息不对称程度。

第一,本文考察企业并购过程中并购方所处行业和标的方所处行业是否属于不同的行业类型(SIC代码有差异)。当并购为跨行业并购时往往并购方会面临更大的行业壁垒,并购方会与财务顾问对另一个行业开展尽职调查来掌握私有信息;但是投资者需要对另一个行业有较深的了解,才能判断另一个行业的特征对并购企业的影响,从而投资者与企业之间的信息不对称程度会加大。

第二,上市企业的买卖价差(或有效价差)被用作度量外部投资者与企业之间的信息不对称程度的第二个衡量指标。根据 Bessembinder (2003) 计算方法,有效价差 (Effective Spread) 计算公式定义为

$$\text{EffectiveSpread} = 100 \times \frac{2 \times [\text{TradePrice} - 0.5 \times (\text{Bid} + \text{Ask})]}{0.5 \times (\text{Bid} + \text{Ask})}$$

当并购发生前 30 天至发生当日的并购企业的平均每日市场有效价差位于当年所有并购企业的中位数以上时,定义为有效价差较高,否则为有效价差较低。每日的平均有效价差通过逐笔高频交易数据计算得到,首先计算出当日每 5 分钟的平均有效价差,然后对各个时段平均后计算出当日有效价差。其中 Price 为某一笔交易的成交价,Bid 为距离成交价最近的买价,Ask 为距离成交价最近的卖价。

第三,根据 Kelly and Ljungqvist (2012) 的做法,券商分析师是否对并购方企业停止追踪被用作信息不对称的衡量指标之一。因为当券商分析师停止追踪相关企业时,市场投资者将较难从公开渠道获得企业的信息,企业与投资者之

间的信息不对称程度加大。

在分组检验的回归后,本文增加了引入交叉项的检验(Chow 检验)和费舍尔组合检验(permutation test)来进行组间差异性检验。一方面,在 Chow 检验上,将分组变量与核心解释变量(并购的财务顾问在过去参与的并购交易是否收到问询函)进行相乘,构造交互项的部分。按照主回归方程的设定进行了回归分析,考察交互项的符号和显著性程度。如果交互项显著,则说明本文考察的分组检验有效。另一方面,在费舍尔组合检验上,本文考察了通过 bootstrap 抽样后,财务顾问过去是否收到问询函的两组样本的回归系数差异是否异于零。如果系数差异显著不为 0 则说明分组检验有效。

6.1 并购方与标的公司行业存在差异

当并购方对标的公司的信息掌握较少时,它将更需要财务顾问的专业化服务,尤其是在企业从事跨行业并购时,财务顾问的专业化价值会更加凸显。本部分定义跨行业并购为并购方与标的公司的四位行业代码有差异(Cross-Industry4)。当行业之间相隔更远时(四位行业代码差异),信息不对称加剧,财务顾问声誉变得更加重要。回归结果如表 16 所示。在针对跨行业领域并购和同行业横向并购的差异对比中,本文通过表中第(1)~(2)列发现,在跨行业的并购中,财务顾问受到过并购问询会导致它在新参与的企业并购的市场回报降低;而在同行业并购中,没有明显影响。

表 16 并购方与标的方行业异质性检验

CAR(-1,1)	(1)	(2)	(3)
分组变量	Cross-Industry	Same-Industry	全样本
AfterCL	-0.043*** (-6.66)	-0.015 (-1.00)	-0.020** (-2.06)
Cross-Industry			0.015** (2.22)
AfterCL×Cross-Industry			-0.023** (-2.53)
Controls	Y	Y	Y
Advisor & Year FE	Y	Y	Y
Obs.	1445	284	1767
R ²	0.340	0.467	0.325

注：***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的置信水平上显著,括号中数值为 t 值,使用稳健标准误计算得出。

与此同时,在组间差异性检验上,本文引入 AfterCL 与 Cross-Industry 的交互项后,发现显著为负,说明跨行业并购相比于同行业并购而言,当财务顾问过去

收到问询函后,它新参与的并购交易的市场回报显著降低更多,这反映了异质性检验的有效性。

此外,本文通过费舍尔组合检验发现,财务顾问过去收到问询函与否的变量 AfterCL 在同行业并购和跨行业并购的两组样本回归得到的系数相减后在 5%水平上显著大于 0(0.028),这说明跨行业并购中 AfterCL 的系数显著地比同行业并购中 AfterCL 的系数小,财务顾问声誉受损在跨行业并购中会更显著地降低新并购的市场回报。上述假设得到了回归结果的支持,因此财务顾问在信息资源方面的优势使得它能够提供更强的专业化服务,促使财务顾问的声誉将扮演重要作用。

6.2 买卖价差度量的信息不对称差异

本文考察了上市企业的买卖价差较高和较低对于并购的市场回报的差异,通过表 17 第(1)~(2)列发现,在买卖价差较高的并购中,财务顾问收到过并购问询函会导致它在新参与的企业并购的市场回报降低,而在买卖价差较低的企业开展并购时,没有明显影响。这结果表明在信息不对称程度较高的时候,财务顾问声誉受损对于并购绩效的负面影响就会更加严重,因为信息不对称增加会导致投资者更加看重财务顾问的声誉。

表 17 买卖价差高低的异质性检验

CAR(-1,1)	(1)	(2)	(3)
分组变量	HighSpread=1	HighSpread=0	全样本
AfterCL	-0.050 *** (-3.83)	-0.078 (-1.74)	-0.103 *** (-8.76)
HighSpread			-0.071 *** (-10.05)
AfterCL×HighSpread			-0.072 *** (-6.25)
Controls	Y	Y	Y
Advisor & Year FE	Y	Y	Y
Obs.	483	461	967
R ²	0.246	0.557	0.406

注：***、**和*分别表示在1%、5%和10%的置信水平上显著,括号中数值为t值,使用稳健标准误计算得出。

与此同时,在组间差异性检验上,本文引入 AfterCL 与 HighSpread 的交互项后,发现显著为负,说明买卖价差较高的并购相比于买卖价差较低的并购而言,当财务顾问收到问询函后,它新参与的并购交易的市场回报显著降低更多。此外,本文通过费舍尔组合检验发现,财务顾问过去收到问询函与否的变量

AfterCL 在买卖价差较低的并购和买卖价差较高的并购的两组样本回归得到的系数相减后在 5%水平上显著大于 0(0.028),这说明买卖价差较高的并购中 AfterCL 的系数显著地比买卖价差较低的并购中 AfterCL 的系数小,财务顾问声誉受损在买卖价差较高的并购中会更显著地降低新并购的市场回报。由此该异质性检验的结果较为可信。

6.3 券商分析师停止追踪并购方度量的信息不对称差异

本文考察了券商分析师停止追踪的企业和仍然有券商分析师追踪的企业之间的市场回报差异。通过表 18 第(1)~(2)列发现,在券商分析师停止追踪的并购中,财务顾问收到过并购问询函会导致它新参与的企业并购市场回报降低,而在仍然有券商分析师追踪的企业开展并购时,没有明显影响。

表 18 券商分析师停止追踪与否的异质性检验

CAR(-1,1)	(1)	(2)	(3)
分组变量	AnalystStop=1	AnalystStop=0	全样本
AfterCL	-0.048 *** (-5.49)	-0.036 ** (-3.98)	-0.088 *** (-9.39)
AnalystStop			-0.016 ** (-2.12)
AfterCL×AnalystStop			-0.010 * (-1.67)
Controls	Y	Y	Y
Advisor & Year FE	Y	Y	Y
Obs.	793	938	1731
R ²	0.311	0.381	0.330

注：***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的置信水平上显著,括号中数值为 t 值,使用稳健标准误计算得出。

与此同时,在组间差异性检验上,本文引入 AfterCL 与 AnalystStop 的交互项后,发现显著为负,说明在券商分析师停止追踪的并购相比于仍然有券商分析师追踪的并购而言,当财务顾问过去收到问询函后,它新参与的并购交易的市场回报显著降低更多。此外,本文通过费舍尔组合检验发现,财务顾问过去收到问询函与否的变量 AfterCL 在仍然有券商分析师追踪的并购和券商分析师停止追踪的并购的两组样本回归得到的系数相减后在 5%水平上显著大于 0(0.011),这说明了券商分析师停止追踪的并购中 AfterCL 的系数显著地比仍然有券商分析师追踪的并购中 AfterCL 的系数小,财务顾问声誉受损在券商分析师停止追踪的并购中会更显著地降低新并购的市场回报。这支持了该异质性检验的结论。

7 进一步分析

本节将探讨财务顾问在并购问询中作出的反应如何能缓解其声誉受损带来的影响。本文考察财务顾问在过去收到问询函后对问询函提供高质量的回复是否能缓解声誉受损的负面影响。与此同时,本文也将分析市场的学习效应带来的影响,特别是当财务顾问声誉受损后,企业的最优选择应当是只雇佣具有高声誉的财务顾问,本文将分析为何企业仍然会有动力雇佣声誉受损的财务顾问。

7.1 回函质量的影响分析

为了判断其回函的质量,本文对回函的语言进行了文本分析,考察了回函的相关词汇中是否能仔细地对问题进行一一回复。本文根据企业在回函中提及的问询函重要问题的关键词个数来度量回函的仔细程度。当该财务顾问在本次回函中的重要问题关键词的个数大于在收到问询函当年市场上所有回函的重要问题关键词中位数时,本文将该财务顾问的这次回函行为定义为回函质量相对较高(QualifiedReply), 否则判定为回函质量一般(NormalReply)。具体而言,问询函的问题类型如表 19 所示,不同类型的回函的数量变化趋势如图 2 所示。

表 19 问询函的问题类型

类型	问询函问题	字段
交易环节	资产是否涉及重组上市问题	重组上市、借壳
	交易方案相关问题	交易方案、交易安排、交易方式
	交易整合问题	交易整合、交易措施、交易意义、交易必要、战略、交易目的、商业实质
	交易方案问题	交易方案、交易安排、交易方式
	研究开发问题	知识产权、研究
	税收问题	税收
	信息披露不足问题	补充披露、补充说明
并购方	支付方式	支付方式、现金支付、股权支付、发行股份、跨境支付、对赌
	支付能力问题	支付能力、公司业绩、公司绩效
	融资能力问题	融资、资金来源、利润分配、履约能力、履约保障、出资、现金流、政府补助、募资、募投
	内部控制问题	内部人控制、实际控制人、控股股东、董监高、关联交易、关联企业、董事、监事、高管、操纵收入、业务合作、产权、利益输送、治理公司、一致行动人、关联销售

续表		
类型	问询函问题	字段
标的方	标的资产估值问题	估值、交易定价、交易价格、溢价
	标的方盈利能力问题	持续盈利、持续经营、经营状况、后续业务、资产估值、盈利能力、补偿能力、公司业绩、企业绩效、公司绩效、业绩承诺、业绩保证、履行、业绩补偿、置入资产质量、利润承诺、盈余管理、整合管控 业务管理、盈亏、业务收入、转型风险、行业位置、业绩亏损、交易评估增值率、市盈率、盈利承诺
	标的方财务问题	标的资产的财务、合并报表、股权结构、债务整体偿付、逾期、担保
	标的方经营问题	标的资产经营、标的企业生产、利润承诺、资产管控、经营风险、商誉减值、存货、应收账款、采购、产品、生产、销售、经营战略、行业趋势、利润大幅变动
	标的资产权属问题	标的资产权属、权属清晰、诉讼、查封、法院

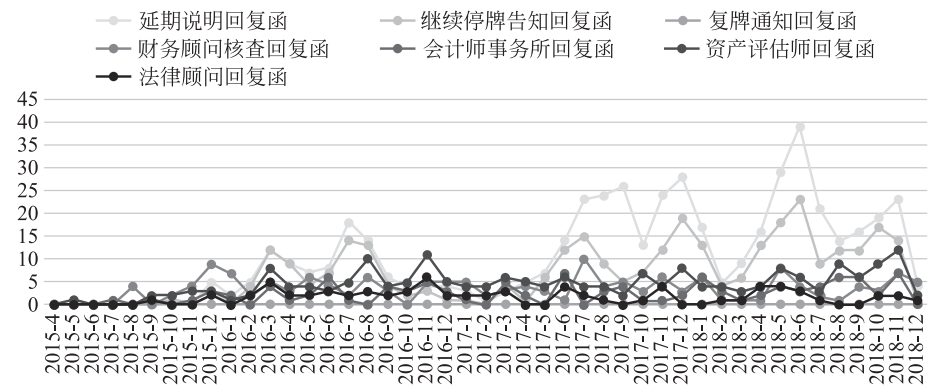


图 2 不同类型的回函的数量变化趋势

本文先分析了回函的相关内容中主要涉及的问题,包括延期回复问询函作出的解释、准备继续停牌的公告、告知公众即将复牌的通告、财务顾问对相关问
题核查后作出的回复、会计师事务所的回复意见、资产评估机构的回复意见、
法律顾问的回复意见等。本文通过对回函中重要问题的涉及程度来确立其回函
质量,研究发现在作出较高回函质量的财务顾问参与的新并购交易中,一旦财
务顾问发生声誉受损时,新并购的市场回报没有显著变化;而在回函质量一般
的财务顾问发生声誉受损时,市场回报会显著地降。这在一定程度上说明了,
财务顾问可以通过在回函过程中不断提高自己对重要问题的关注程度,提高回
函的质量,来缓解自身声誉受损对于新参与并购的绩效影响。

与此同时,在组间差异性检验上,本文引入 AfterCL 与“回函质量相对较高”

的交互项后,发现显著为正,说明在回函质量较高的并购交易相比于回函质量一般的并购而言,当财务顾问过去收到问询函导致声誉受损后,它新参与的并购交易的市场回报的负面影响得到缓解。

此外,本文通过费舍尔组合检验发现,财务顾问过去收到问询函与否的变量 AfterCL 在回函质量一般的并购和回函质量相对较高的并购的两组样本回归得到的系数相减后在 1%水平上显著小于 0(−0.102),这说明了回函质量相对较高的并购中 AfterCL 的系数显著地比回函质量一般的并购中 AfterCL 的系数更大,受到的负面影响会较小,证明了财务顾问声誉受损在回函质量相对较高的并购对于新并购的市场回报的负面影响会被缓解。表 20 展示了财务顾问回函质量高低的分组检验结果。

表 20 财务顾问回函质量高低的分组检验结果

CAR(−1,1)	(1)	(2)	(3)
分组变量	QualifiedReply	NormalReply	全样本
AfterCL	0.065 (1.04)	−0.036*** (−5.10)	−0.028*** (−3.14)
QualifiedReply			−0.146** (−2.13)
AfterCL * QualifiedReply			0.147** (2.14)
Controls	Y	Y	Y
Advisor & Year FE	Y	Y	Y
Obs.	312	1430	1767
R ²	0.360	0.321	0.781

注：***、**和*分别表示在1%、5%和10%的置信水平上显著,括号中数值为t值,使用稳健标准误计算得出。

7.2 市场学习效应的影响:财务顾问降低并购重组业务收入

本文进一步考察市场的学习效应带来的影响。市场具有学习效应,看到了声誉受损财务顾问后续服务的并购会实现更差的绩效,将不愿意继续雇佣声誉受损的财务顾问。这一现象在市场关注度比较高的时候会更加明显。但是现实中,仍然会存在有并购方愿意雇佣声誉受损的财务顾问,本文认为这主要是由于监管制度的要求以及财务顾问自身会做出缓解声誉受损的行为,即采取主动降低收费的做法来满足市场的供需选择。

事实上,财务顾问具有两种功能,一是通过其专业化服务来帮助并购公司更好完成并购交易。而高声誉的财务顾问能够提供更加专业化的鉴证服务,他们更加熟悉并购方和目标方的经营环境、管理模式、会计制度等,可协助并购方

与目标方交易谈判,适时帮助并购方策划并购融资方案,从而确保并购交易的协同效应更高,并购交易的市场回报也会有所提升。与此同时,财务顾问的另一种功能是监管的看门人,这种情况往往是监管机构强制要求企业雇佣财务顾问时。

此时,当企业被动雇佣财务顾问时,往往只需要它能协助监管者督促并购企业达到监管要求,审计监督并购企业的会计报表符合会计准则,协助完成并购信息披露和申报工作,满足监管层的督导要求以及防范市场风险,不太需要财务顾问发挥声誉鉴证的作用。因此,财务顾问声誉受损对于第二种功能中的监管看门人作用影响较小,即使财务顾问由于过去的并购交易收到问询函而声誉受损,企业仍然会为了满足监管要求,而被动雇佣财务顾问。

但是,当企业主动雇佣财务顾问时,财务顾问声誉受损会影响第一种功能中的声誉鉴证作用。我们有理由怀疑企业会由于学习效应而减少主动雇佣声誉受损的财务顾问。但是财务顾问声誉受损后,收取手续费时不会要价太高,主动降低并购重组业务收入。企业雇佣声誉受损的财务顾问将能节约成本。一部分具有较丰富并购经验的企业会为了节省开支,愿意雇佣声誉受损的财务顾问。

本文在前文的图 1 中分析了收到过和没有收到过问询函的财务顾问在并购重组收入占比的差别。时间趋势结果表明,收到过问询函的财务顾问在并购重组业务的收入比重明显降低。因此一定程度上,有一定可能是声誉受损的财务顾问的并购重组业务相关的业务大幅收缩,同时财务顾问为了能继续保持一定业务量,会将相关手续费的费用降低。

本文进一步通过财务顾问的并购重组业务收入的对数值 (LogMAIncome) 和其是否曾经收到过问询函进行回归检验,实证设定和主回归结果一致。研究发现,表 21 显示财务顾问在收到过并购问询函后,确实会显著降低其当年的并购重组业务收入。因此一定程度上,公司会愿意选择雇佣声誉受损的财务顾问的主要原因是迫于监管压力以及支付更少的手续费给财务顾问。

表 21 收到问询函对财务顾问并购重组业务收入的影响检验结果

	(1)	(2)
	Dependent Variable = LogMAIncome	
AfterCL	-0.151 ** (-2.28)	-0.145 ** (-2.52)
Controls	N	Y
Advisor & Year FE	Y	Y
Obs.	725	725
R ²	0.951	0.965

注:***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的置信水平上显著,括号中数值为 t 值,使用稳健标准误计算得出。

8 研究结论与政策建议

本文基于问询函事件对于财务顾问声誉的负面影响,从财务顾问雇佣方式差异的角度,检验了问询函事件对财务顾问后续并购绩效的影响。我们分析了问询函在并购市场中的监管作用。进一步,我们探究了在企业主动雇佣财务顾问以及强制雇佣的两种情况下,财务顾问声誉的作用影响差异和市场表现,从而更好验证了高声誉财务顾问在被企业主动雇佣时会具备专业服务的功能从而提升并购的价值,而非仅仅是帮助企业满足监管要求。

研究发现,在并购方主动雇佣财务顾问时,并购方会更愿意接受财务顾问的建议;高声誉的财务顾问可以更好地利用专业服务能力并克服短视行为,设计企业并购交易方案,发挥财务顾问的并购经验和信息资源,协助寻找适合并购企业的标的。在并购方被强制要求雇佣财务顾问时,并购方缺乏配合,财务顾问主要注重审计并购企业的合规性,协助并购企业满足监管层的督导要求以及防范市场风险;但是并购企业对于财务顾问的咨询建议看重程度较低,因此高声誉财务顾问帮助并购企业提升协同效应的效果将被削弱。此外,并购问询函能确保并购交易合规,提升企业公司治理,督促并购企业信息披露,缓解信息不对称,保护中小投资者利益。实证分析中,我们利用监管部门问询函的不对称影响来对财务顾问声誉机制进行了有效识别。

本文对于中国国情下金融中介的声誉作用作了更深入细化的分析:在并购方自愿雇佣金融中介时,金融中介不仅仅利用自身的专业能力服务于并购者来提升并购绩效,弥补管理层的能力不足,较好地克服了代理冲突问题;而在并购方被强制要求雇佣金融中介时,它维护资本市场秩序,服务于资本市场投资者和监管方,协助监管机构防范风险。只有将这两种情况进行剥离来分析,才能准确识别金融中介的声誉价值。

综上所述,本研究从两方面为监管部门提供参考:一方面,中国保护投资者的方式有公共实施和私人实施两种方式。通过公共实施方式来保护投资者,借助监管层的监管问询能为并购交易创造公平竞争、信息公开的环境。投资者通过问询函判断财务顾问对于并购交易环节的熟练程度,这从侧面反映财务顾问的声誉。这将促进财务顾问更加重视自己的声誉,提升专业化水平。另一方面,中共中央政治局2019年2月提出要“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”,我国需要对并购市场进行“市场化改革”和“全链条监管”。以问询函为代表的证券交易所一线监管的“非行政处罚性监管”是对金融供给侧改革的有效补充,有利于实现十九大报告中提出的“防范化解重大风险”的目标。问询函通过规范财务顾问的行为来实现间接

监管并购市场,降低财务顾问的代理人风险,帮助并购企业满足监管要求,对我国资本市场管制和公司治理监督将发挥越来越重要的作用。

参考文献

陈运森,宋顺林. 2018. 美名胜过大财:承销商声誉受损冲击的经济后果[J]. 经济学(季刊), 17(1): 431-448.

Chen Y S, Song S L. 2018. A good name is more desirable than great riches: The consequence of penalty shock on underwriter reputation [J]. *China Economic Quarterly*, 17(1): 431-448. (in Chinese)

陈运森,邓祎璐,李哲. 2018. 非处罚性监管具有信息含量吗?——基于问询函的证据[J]. 金融研究, (4): 155-171.

Chen Y S, Deng Y L, Li Z. 2018. Does the non-penalty regulation have information content? Evidence from inquiry letters [J]. *Journal of Financial Research*, (4): 155-171. (in Chinese)

陈运森,邓祎璐,李哲. 2019. 证券交易所一线监管的有效性研究:基于财务报告问询函的证据[J]. 管理世界, 35(3): 169-185.

Chen Y S, Deng Y L, Li Z. 2019. Effectiveness of the front-line regulation of the Chinese stock exchanges: Evidence from comment letters [J]. *Journal of Management World*, 35(3): 169-185. (in Chinese)

胡聪慧,刘玉珍,吴天琪,等. 2015. 有限注意、行业信息扩散与股票收益[J]. 经济学(季刊), 14(3): 1173-1192.

Hu C H, Liu Y Z, Wu T Q, et al. 2015. Limited attention, industry-level information diffusion and stock returns [J]. *China Economic Quarterly*, 14(3): 1173-1192. (in Chinese)

李晓溪,饶品贵,岳衡. 2019a. 年报问询函与管理层业绩预告[J]. 管理世界, 35(8): 173-188.

Li X X, Rao P G, Yue H. 2019. Stock exchange comment letters and management earnings forecast [J]. *Journal of Management World*, 35(8): 173-188. (in Chinese)

李晓溪,杨国超,饶品贵. 2019b. 交易所问询函有监管作用吗?——基于并购重组报告书的文本分析[J]. 经济研究, 54(5): 181-198.

Li X X, Yang G C, Rao P G. 2019. The regulatory role of stock exchange comment letters: Evidence from textual analysis of merger and acquisition plans [J]. *Economic Research Journal*, 54(5): 181-198. (in Chinese)

刘涛雄,徐晓飞. 2015. 互联网搜索行为能帮助我们预测宏观经济吗? [J]. 经济

- 研究, 50(12): 68-83.
- Liu T X, Xu X F. 2015. Can internet search behavior help to forecast the macro economy? [J]. *Economic Research Journal*, 50(12): 68-83. (in Chinese)
- 梅蓓蕾, 郭雪寒, 叶建芳. 2021. 问询函的溢出效应——基于盈余管理视角[J]. 会计研究, (6): 30-41.
- Mei B L, Guo X H, Ye J F. 2021. Legal environment and the spillover effect of comment letter: Based on earnings management perspective [J]. *Accounting Research*, (6): 30-41. (in Chinese)
- 潘越, 戴亦一, 林超群. 2011. 信息不透明、分析师关注与个股暴跌风险[J]. 金融研究, (9): 138-151.
- Pan Y, Dai Y Y, Lin C Q. 2011. Information opacity, analysts following and crash risk[J]. *Journal of Financial Research*, (9): 138-151. (in Chinese)
- 宋贺, 段军山. 2019. 财务顾问与企业并购绩效[J]. 中国工业经济, (5): 155-173.
- Song H, Duan J S. 2019. Financial advisor and M&A performance [J]. *China Industrial Economics*, (5): 155-173. (in Chinese)
- 王文姣, 傅超. 2022. 上市公司并购商誉与异常审计收费——基于年报问询函中介作用的分析[J]. 中南财经政法大学学报, (5): 32-43.
- Wang W J, Fu C. 2022. M&A goodwill of listed companies and abnormal audit fees: Analysis based on annual report comment letters' intermediary role [J]. *Journal of Zhongnan University of Economics and Law*, (5): 32-43. (in Chinese)
- 王艳艳, 何如桢, 于李胜, 等. 2020. 管理层能力与年报柔性监管——基于年报问询函收函和回函视角的研究[J]. 会计研究, (12): 59-70.
- Wang Y Y, He R Z, Yu L S, et al. 2020. Managerial ability and flexible regulation—Evidence from comment letters receiving and response [J]. *Accounting Research*, (12): 59-70. (in Chinese)
- 薛爽, 王禹. 2022. 科创板 IPO 审核问询回复函与首发抑价[J]. 管理世界, 38(4): 185-199.
- Xue S, Wang Y. 2022. Comment letters' responses and IPO underpricing in the STAR market [J]. *Journal of Management World*, 38(4): 185-199. (in Chinese)
- 耀友福, 薛爽. 2020. 年报问询压力与内部控制意见购买[J]. 会计研究, (5): 147-165.
- Yao Y F, Xue S. 2020. Comment letters and internal control opinion shopping [J]. *Accounting Research*, (5): 147-165. (in Chinese)
- 俞庆进, 张兵. 2012. 投资者有限关注与股票收益——以百度指数作为关注度的一项实证研究[J]. 金融研究, (8): 152-165.
- Yu Q J, Zhang B. 2012. Limited attention and stock performance: An empirical

- study using Baidu index as the proxy for investor attention[J]. *Journal of Financial Research*, (8): 152-165. (in Chinese)
- 张俊生, 汤晓建, 李广众. 2018. 预防性监管能够抑制股价崩盘风险吗? ——基于交易所年报问询函的研究[J]. *管理科学学报*, 21(10): 112-126.
- Zhang J S, Tang X J, Li G Z. 2018. Does the preventive regulation mitigate stock price crash risk? Evidence from comment letters [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 21(10): 112-126. (in Chinese)
- Bao J, Edmans A. 2011. Do investment banks matter for M&A returns? [J]. *Review of Financial Studies*, 24(7): 2286-2315.
- Bens D A, Cheng M, Neamtiu M. 2016. The impact of SEC disclosure monitoring on the uncertainty of fair value estimates[J]. *The Accounting Review*, 91(2): 349-375.
- Bessembinder H. 2003. Issues in assessing trade execution costs [J]. *Journal of Financial Markets*, 6(3): 233-257.
- Bi X G, Wang D N. 2018. External sources of political connections: Financial advisors and Chinese acquisitions[J]. *International Journal of Finance & Economics*, 23(4): 705-722.
- Brown S V, Tian X L, Tucker J W. 2018. The spillover effect of SEC comment letters on qualitative corporate disclosure: Evidence from the risk factor disclosure [J]. *Contemporary Accounting Research*, 35(2): 622-656.
- Cassell C A, Dreher L M, Myers L A. 2013. Reviewing the SEC's review process: 10-K comment letters and the cost of remediation[J]. *The Accounting Review*, 88(6): 1875-1908.
- Fama E F, French K R. 1993. Common risk factors in the returns on stocks and bonds [J]. *Journal of Financial Economics*, 33(1): 3-56.
- Gilson R J, Kraakman R H. 1984. The mechanisms of market efficiency[J]. *Virginia Law Review*, 70(4): 549-644.
- Golubov A, Petmezas D, Travlos N G. 2012. When it pays to pay your investment banker: New evidence on the role of financial advisors in M&As[J]. *The Journal of Finance*, 67(1): 271-311.
- Johnston R, Petacchi R. 2017. Regulatory oversight of financial reporting: Securities and exchange commission comment letters [J]. *Contemporary Accounting Research*, 34(2): 1128-1155.
- Kale J R, Kini O, Ryan H E Jr. 2003. Financial advisors and shareholder wealth gains in corporate takeovers[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(3): 475-501.
- Kelly B, Ljungqvist A. 2012. Testing asymmetric-information asset pricing models[J].

The Review of Financial Studies, 25(5): 1366-1413.

Li B, Liu Z B. 2017. The oversight role of regulators: Evidence from SEC comment letters in the IPO process[J]. *Review of Accounting Studies*, 22(3): 1229-1260.

Muslu V, Radhakrishnan S, Subramanyam K R, et al. 2015. Forward-looking MD&A disclosures and the information environment[J]. *Management Science*, 61(5): 931-948.

Reputation of Financial Advisors and Spillover Effect of M&As Supervisory Inquiry

Xiangjun Hong¹ Ping He²

(1. Xiamen National Accounting Institute;

2. School of Economics and Management, Tsinghua University)

Abstract Under the unique scenario of the stock exchanges conducting supervisory inquiry on M&A activities, we study the spillover effect of the reputation of financial advisors on the performance of future M&As. With inquiry letter as the exogenous shock of reputation damage, we find that if financial advisors receive inquiry in their previous M&As, their reputation will be impaired and the performance of future M&As supported by the financial advisor is negatively affected. When a company hires a financial advisor voluntarily, the company emphasize more on the reputation of financial advisor. The reputation damage will have a greater negative impact on the future M&A performance. When it is mandatory to hire a financial advisor, the impact is weakened. In addition, when market attention is higher, the regulatory spillover effect of M&A inquiries will be stronger. In the heterogeneity test, in the case of strengthened information asymmetry such as cross-industry mergers and acquisitions, large bid-ask spreads, and analysts' stop following, when financial advisers receive inquiry letters for past mergers and acquisitions, their reputation will be damaged more severely, and the performance of newly participating mergers and acquisitions will be reduced more. In conclusion, The initiative of firms to hire financial advisers significantly affects the role of financial advisers' reputation in mergers and acquisitions. M&A inquiry letters can discipline financial intermediaries by influencing the reputation of financial advisors. It can contribute to achieving the goal of "preventing and resolving the systematic risk".

JEL Classification G24, G34, G38