

监管问询函有风险预警作用吗？

——基于证券交易所重组问询函的证据

傅祥斐¹ 崔永梅² 赵立彬³

(1.南京审计大学会计学院, 江苏 南京 211815; 2.北京交通大学经济管理学院, 北京 100044;
3.武汉纺织大学会计学院, 湖北 武汉 430077)

摘要: 本文从信号理论出发, 探究重组问询函对并购交易风险的预警作用。实证分析中, 本文考虑了问询函文本特征, 并对上市公司内部控制治理特征和并购交易类型进行了分组检验。研究发现: 重组问询函具有揭示并购风险的预警作用, 即收到重组问询函的并购交易, 首次公告市场反应更负面, 交易失败的风险更高, 且未来发生商誉减值的风险更大。进一步分析表明, 当问询函涉及对标的情况的问询时, 首次公告市场负面反应更大, 商誉减值的风险预警作用更强; 内控质量高的上市公司以及做了业绩承诺的并购交易收到重组问询函时, 预警信号作用更强。

关键词: 重组问询函; 预警作用; 信号理论; 信息不对称

Abstract: Based on the signal theory, this paper explores the risk warning effect of the merger and acquisition (M&A) inquiry letters. In our empirical analysis, this paper consider the characteristics of the inquiry letters, and conduct a group test on the internal control governance characteristics and M&A transaction types. The results of the study show that the inquiry letters have the warning function of revealing the risk of M&As. In the M&A transactions that receive inquiry letters, the initial announcements induce negative market responses, the risk of transaction failure is higher, and the risk of goodwill impairment tends to be higher in the future. Further analysis shows that the inquiry letters concerning the target situation have stronger risk warning effects on the market reactions of M&A announcements and goodwill impairment. In addition, risk warning signals are more effective when listed companies with high internal control quality and M&A transactions with performance commitments receive inquiry letters.

Key words: inquiry letter, risk warning, signal theory, information asymmetry

作者简介: 傅祥斐, 女, 会计学博士, 南京审计大学会计学院讲师, 研究方向: 企业并购、监管问询与资本市场效应。崔永梅, 女, 管理学博士, 北京交通大学经济管理学院教授, 研究方向: 企业并购。赵立彬(通讯作者), 会计学博士, 武汉纺织大学会计学院副教授, 研究方向: 企业并购、会计与资本市场。

中图分类号: F275.5 **文献标识码:** A

一、引言

并购重组是资本市场助力上市公司实施转型升级、践行供给侧改革和发展实体经济的重要方式, 但其中也会出现“以重组之名、行掠夺之实”的机会主义行为, 使并购重组沦为交易主体套利的工具。中小投资者往往难以理解纷繁复杂的并购重组信息, 无法据此进行有效决策。2015年以来, 监管层对并购重组从严监管、全

面监管, 交易所更加强调并购重组信息披露, 通过强化问询函制度切实加大一线监管力度、净化市场环境、保护投资者利益。问询函主要关注上市公司信息披露不准确、内容不完善或者交易存疑等需要上市公司进一步补充说明的问题。沪深交易所自2015年开始披露重组问询函, 截至2018年底, 共发出1589封并购重组问询函, 2015—2018年分别发出383封、521封、360封和325封。

现有研究主要关注交易所年报问询函的监管有效性

(陈运森等, 2019)^[22], 关于并购重组问询函的研究相对较少。李晓溪等(2019)^[26]研究表明并购重组问询函能够降低信息不对称程度, 具有监管作用, 但问询函对中小投资者决策是否具有预警信号作用仍有待检验。一方面, 上市公司在并购重组信息披露中可能会刻意隐瞒部分信息, 以确保交易顺利进行, 交易所的问询函直接向上市公司提问, 并要求公司在规定时间内补充回复, 投资者可以获得更多交易信息, 甚至包含管理层刻意隐瞒的风险信息, 以此达到为中小投资者决策预警的作用; 另一方面, 并购重组问询函针对信息披露, 未必能够揭露并购重组交易实质, 可能无法对并购重组风险进行预警。因此, 在我国防控金融重大风险、深化金融改革的新形势下, 实证考察并购重组专项问询能否发挥预警作用、保护中小投资者利益, 具有十分重要的实践意义。

并购重组事项首次公告的市场反应是投资者对并购重组影响未来业绩和现金流的预期, 如果投资者没有充分认识到并购重组的风险, 则可能会因追捧并购热点而蒙受损失; 此外, 一旦上市公司并购重组失败或者计提大额商誉减值, 股价可能断崖式下跌, 给投资者造成巨额损失。基于此, 本文手工收集了2015—2018年沪深交易所公布的并购重组问询函, 从并购首次公告市场反应、并购成败以及商誉减值风险三个方面检验重组问询函的预警信号作用。研究发现, 收到问询函的并购重组交易, 首次公告市场反应更差、失败的风险更高、未来发生商誉减值的风险更高。进一步地, 本文对重组问询函样本特征、上市公司内部控制治理特征以及并购交易特征进行分组检验发现, 涉及标的情况的重组问询函对首次公告市场反应和商誉减值的风险预警作用更强; 内控质量高的上市公司以及做了业绩承诺的并购交易收到重组问询函时, 预警信号作用更强。

本文可能的创新如下: 第一, 扩展了问询函的研究, 从监管有用性的角度, 首次验证了重组问询函对并购首次公告市场反应、并购成败以及商誉减值的事前信号作用与预警价值; 第二, 研究结论具有应用价值, 将经典的信息含量观视角下对财务报告的讨论扩展到了对监管问询函信息的探讨, 帮助并启示投资者认知重组问询函的价值、利用问询函中的信息进行投资决策, 以期可以排雷避险; 第三, 不同于目前并购重组研究聚焦于并购方、标的方、交

易特征等, 将监管层行为纳入并购研究范围, 考察重组问询函对企业并购风险的预警作用, 拓展了研究视角。

二、制度背景与理论分析

(一) 制度背景

证监会围绕有效发挥资本市场功能, 组织开展了规范推进上市公司并购重组市场化改革的专项工作, 监管的重心也逐步从行政审批过渡到信息披露监管, 确立了以强制性信息披露为核心的事前立规、依法披露和事后追究的责任机制。2014年以来证监会陆续修订完善了并购重组信息披露的相关政策, 2014、2016、2019年对《上市公司重大资产重组管理办法》进行了三次修订, 与此同时, 交易所也加强一线监管力度, 通过问询函制度严把并购重组的信息披露关。

按照现行规定, 上市公司发出股东大会通知前应持续披露上市公司首次披露重组方案、重大资产重组报告书、独立财务顾问报告、法律意见书以及重组涉及的审计报告、资产评估报告或者估值报告等信息, 并披露本次重组存在的重大不确定性因素、可能对重组后上市公司的生产经营状况、财务状况和持续盈利能力产生不利影响的有关风险因素等。上市公司还应就本次重组进程可能被暂停或可能被终止做出风险提示。在上市公司首次披露重组方案后, 应当每30日公告一次本次重组的最新进展, 直至发出召开股东大会通知。发行股份购买资产、重组上市等事项还有补充披露内容。在此过程中, 交易所对并购重组信息进行事后审核, 对需要公司补充说明的信息发送问询函。若是行政许可类并购重组¹还要报送证监会进行审核, 审核通过后方可实施。

现有关于问询函制度的研究主要集中在年报问询函, Dechow et al.(2015)^[6]、陈运森等(2018)^[20]、郭飞和周泳彤(2018)^[24]研究表明年报问询函的市场反应显著为负。此外, 澳大利亚证券交易所在观察到股价异常波动时, 也会向上市公司发放问询函要求进一步解释(Gong, 2007)^[9]。学者们进一步研究发现, 年报问询函具有抑制盈余管理(陈运森等, 2019)^[22]、提高审计质量(陈运森等, 2018)^[21]、提高业绩预告质量(李晓溪等, 2019)^[27]以及防范股价崩盘风险(张俊生等, 2018)^[34]等治理作用。并购重组问询函的研究相对较少, 李晓溪等(2019)^[26]研究表明并购重组问

询函能够降低信息不对称程度,具有监管作用。

与年报问询函相比,并购重组问询函针对性更强,是交易所就具体并购重组重大事项的细节提问,能够排除其他事项的影响,比较直接地体现监管层对并购重组交易的态度和质疑;此外,重组问询函能够缓解并购重组交易过程中的信息不对称(李晓溪等,2019)^[26],引发市场关注,进而影响投资者决策;最后,并购重组问询函的时效性较强,上市公司首次披露重组方案后,交易所可能发送问询函,且要求上市公司在规定时间内回复并修改重组方案。因此,研究并购重组问询函能否起到风险预警信号作用具有重要意义。

(二)理论分析

有限理性理论认为,人们实际决策过程中的行为受限于信息、知识与能力(Simon, 1955)^[18]。对于并购重组事项,一方面投资者无法获取详尽的信息预判其经济价值;另一方面,即使是并购重组预案与重组报告书草案等文件公开披露,投资者受限于信息处理能力,往往只会处理部分信息(Hirshleifer and Teoh, 2003)^[14]。在互联网信息时代背景下,虽然投资者投入大量时间和精力来阅读网络信息(Antweiler and Frank, 2004)^[2],但是专业知识储备、行业实践经验等信息“门槛”限制了投资者利用信息规避风险,导致投资者对公司信息理解错误。并购重组问询函的公开一定程度上缓解了这一问题。首先,问询函使得投资者获得了关于并购重组交易的增量信息,迫使上市公司在回函和重组方案修订的过程中披露更多内容,有利于投资者看清楚并购实质,从而规避投资风险;其次,重组问询函反映了交易所对于并购重组事项的意见,是监管层专家基于其丰富的专业知识和行业实践经验进行专业判断的结果,具有精准识别风险的功能(刘柏和卢家锐,2019)^[28]。相比于分析并购重组方案中纷繁复杂的信息,投资者通过阅读重组问询函能够看到监管层对具体交易问题的质疑与观点,能够更加高效地理解并购重组事项,识别风险并做出投资决策。

并购首次公告的市场反应是投资者对并购公司未来业绩和现金流的预期,是对公司股东财富影响的无偏估计(Moeller et al., 2004)^[16],是投资者综合并购重组交易信息和监管层问询函信号的综合表现。综上,作为并购重组信息披露过程中的重要监管信息,问询函缓解了并

购重组过程中的信息不对称,并向投资者传递了存疑信号,因而投资者可以将其作为决策的风险预警信号,反映在股价上即为并购首次公告日市场反应较差。基于以上分析,本文提出以下假设:

H1: 收到问询函的并购重组交易,并购首次公告市场反应更差。

从内容来看,上市公司并购重组中的信息披露包含交易双方的公司信息、交易结构、支付方式、融资方式以及关联情况等,是投资者了解并购重组交易的重要途径。但并购重组交易结构复杂且涉及多主体,信息不对称问题广泛存在(Diekens, 1991)^[7]。上市公司在并购重组信息披露中会刻意隐瞒部分信息,以确保交易顺利推行;更有甚者利用虚假并购重组公告借机拉高股价,从中套利。在此情况下,交易所重组问询函对上市公司信息披露进行发问并要求短时间内回复,可能会导致公司无法回复并直接宣告交易终止,例如中科云网收购四川鼎成、大洋电机收购重塑集团、广安爱众收购宣燃股份等均因无法回复交易所问询函而终止交易。

此外,上市公司公告并购重组方案前,上市公司及其中介机构会向交易所报送材料并进行沟通,若是重组方案存在比较小的瑕疵,监管层会通过直接沟通的方式解决,而不采用问询手段;若是通过发函跟上市公司沟通,则传递出并购重组方案存在问题较多,或者上市公司跟监管层沟通不利的信号。在此情况下,收到问询函的并购重组交易日后无法通过监管层审核通过的风险较大。

最后,并购重组方案是以并购财务顾问为主起草人,律师事务所、会计师事务所和资产评估事务所共同配合完成的,收到问询函的并购重组交易,能够传递出并购中介机构能力不足的信号,并购重组交易的内容和重点没有被清晰阐述和说明。在此情况下,收到问询函的并购重组交易可能会由于中介机构的能力不足而无法顺利完成。

综上,并购重组问询函具有两方面作用:一是能够缓解信息不对称,迫使上市公司披露其刻意隐瞒的信息甚至导致其交易终止;二是能够传递出并购重组交易问题较多、上市公司与监管层沟通不利以及并购中介机构能力不足的信号。因此收到问询函的并购重组交易失败的风险更高,基于以上分析,本文提出以下假设:

H2: 收到问询函的并购重组交易,失败的风险更高。

《企业会计准则第8号——资产减值》规定,对企业合并所形成的商誉²,公司应当至少在每年年度终了进行减值测试,若存在商誉减值迹象³,上市公司需计提商誉减值,最终直接导致公司当年业绩大降或亏损。商誉减值实际上是当协同效应收益低于并购溢价所形成的商誉时发生的(胡凡和李科, 2019)^[25]。现有研究表明,商誉减值的影响因素包括并购特征因素和管理层盈余操纵(Elliott and Hanna, 1996)^[8]。并购特征因素方面,并购溢价高、支付方式(Hayn and Hughes, 2006)^[12]、多元化并购(Li et al., 2011)^[15]以及并购时股价高估(Gu and Lev, 2011)^[11]会导致商誉减值;管理层的盈余操纵主要体现在公司业绩超过预期的时候平滑利润,公司业绩差的时候进行“财务大洗澡”。

此外,上市公司在并购重组信息披露中刻意隐瞒部分信息是导致收到重组问询函的重要原因。高管隐藏信息有以下两种原因:一是信息操纵,夸大公司好消息而不注重披露公司的负面消息,隐藏反映并购重组交易实质的风险信息;二是代理冲突,管理层出于自身利益进行高溢价或者是产业不相关的并购,导致溢价过高,并且代理冲突下高管进行盈余操纵的动机更强。综上,收到问询函的并购重组交易,向市场和投资者传递出并购重组风险信息被隐藏、并购溢价可能过高以及存在代理问题的信号,未来并购协同效应可能会低于预期而导致并购商誉减值。基于以上分析,本文提出以下假设:

H3: 收到问询函的并购重组交易,未来发生商誉减值的风险更大。

三、研究设计

(一)样本选取

本文选取2015—2018年A股上市公司重大资产重组交易为研究样本。沪深交易所从2014年12月开始披露并购重组问询函,因此本文选取完整会计年度2015年作为研究起始点,从沪深交易所官网的“监管信息公开”栏目⁴手工搜集了重组问询函;从巨潮资讯网手工搜集了上市公司并购重组报告书,并手工加工交易是否失败、是否非同一控制等字段。重大资产重组数据来源于Wind数据库,其他数据来源于CSMAR数据库。

为避免异常值的影响,本文进行了如下数据处理:

(1)以公司代码、交易时间和标的名称为标准,将2015—

2018年的重组问询函和重大资产重组交易进行匹配,并下载对应的并购重组报告书,共得到1413个样本,(2)剔除金融类上市公司的样本;(3)删除ST上市公司;(4)删除变量缺失的样本;(5)对所有连续型变量进行上下1%的极值处理。上述处理后,共得到913个样本,其中被问询的样本为707个,没被问询的样本为206个。

需要特别说明的是,本文在涉及商誉减值检验时,需要在以上基础上进行以下处理:(1)保留并购完成的样本;(2)保留并购双方是非同一控制的交易。上述处理后,共得到381个样本。

(二)模型与变量

为检验研究假设,本文构建了如下三个主要模型:

$$CAR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Inquiry_{i,t} + \alpha_2 Paymethod_{i,t} + \alpha_3 Premium_{i,t} + \alpha_4 Diversity_{i,t} + \alpha_5 Relative_{i,t} + \alpha_6 Size_{i,t-1} + \alpha_7 Lev_{i,t-1} + \alpha_8 ROA_{i,t-1} + \alpha_9 BM_{i,t-1} + \alpha_{10} Growth_{i,t-1} + \alpha_{11} Analystcov_{i,t-1} + \alpha_{12} State_{i,t-1} + \alpha_{13} Letter_{i,t-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (1)$$

$$Result_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Inquiry_{i,t} + \alpha_2 Paymethod_{i,t} + \alpha_3 Premium_{i,t} + \alpha_4 Diversity_{i,t} + \alpha_5 Relative_{i,t} + \alpha_6 Size_{i,t-1} + \alpha_7 Lev_{i,t-1} + \alpha_8 ROA_{i,t-1} + \alpha_9 BM_{i,t-1} + \alpha_{10} Growth_{i,t-1} + \alpha_{11} Analystcov_{i,t-1} + \alpha_{12} State_{i,t-1} + \alpha_{13} Letter_{i,t-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (2)$$

$$GW_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Inquiry_{i,t} + \alpha_2 Paymethod_{i,t} + \alpha_3 Premium_{i,t} + \alpha_4 Diversity_{i,t} + \alpha_5 Relative_{i,t} + \alpha_6 Size_{i,t-1} + \alpha_7 Lev_{i,t-1} + \alpha_8 ROA_{i,t-1} + \alpha_9 BM_{i,t-1} + \alpha_{10} Growth_{i,t-1} + \alpha_{11} Analystcov_{i,t-1} + \alpha_{12} State_{i,t-1} + \alpha_{13} Letter_{i,t-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (3)$$

其中 $CAR_{i,t}$ 、 $Result_{i,t}$ 、 $GW_{i,t}$ 、 $Inquiry_{i,t}$ 、 $Paymethod_{i,t}$ 、 $Premium_{i,t}$ 、 $Diversity_{i,t}$ 、 $Relative_{i,t}$ 分别代表第 t 年 i 公司并购交易的首次公告市场反应、成败、商誉减值、是否收到重组问询函、支付方式、并购溢价、多元化并购以及相对规模, $Size_{i,t-1}$ 、 $Lev_{i,t-1}$ 、 $ROA_{i,t-1}$ 、 $BM_{i,t-1}$ 、 $Growth_{i,t-1}$ 、 $Analystcov_{i,t-1}$ 、 $State_{i,t-1}$ 、 $Letter_{i,t-1}$ 分别代表第 $t-1$ 年 i 公司的资产规模、财务杠杆、总资产收益率、账面市值比、成长性、分析师关注、经济性质以及其他监管函件特征。

1.被解释变量

(1)并购首次公告市场反应(CAR)。参照Goodman et al. (2014)^[10]等的研究,采用并购首次公告日 $[0,1]$ 窗口期计算超额累计收益率。借鉴Goodman et al. (2014)^[10]、潘红波等(2008)^[30]、陈仕华等(2013)^[19]的研究,本文使用常规的市场模型法计算超额累计收益率,具体计算过程如下:

$$R_{i,t}=\alpha_i+\beta_iR_{m,t}+\varepsilon_{i,t}$$
 (4)

首先,根据市场模型(4)来估算*i*公司的beta值(β_i),其中 $R_{m,t}$ 为考虑现金红利再投资的日市场收益率, $R_{i,t}$ 为日个股收益率,借鉴Goodman et al.(2014)^[10]等的普遍做法,将市场模型(4)参数计算的估计期选择为并购事件首次公告日前270个交易日至前21个交易日,得到 α_i 和 β_i 的OLS估计量($\hat{\alpha}_i$ 、 $\hat{\beta}_i$),通过 $\hat{\alpha}_i$ 、 $\hat{\beta}_i$ 能够计算出个股的估计收益率($\hat{\alpha}_i+\hat{\beta}_iR_{m,t}$),即假定没有发生该并购事件情况下股价的预期收益。

$$AR_{i,t}=R_{i,t}-(\hat{\alpha}_i+\hat{\beta}_iR_{m,t})$$
 (5)

模型(5)所示,日个股收益率($R_{i,t}$)与基于OLS估计量的估计收益率($\hat{\alpha}_i+\hat{\beta}_iR_{m,t}$)的差值即为个股超额收益率(AR)。如模型(6)所示,将事件窗口期 $[m,n]$ 内的个股超额收益率(AR)进行累加后即得到事件窗口期内的超额累计收益率(CAR)。为最大程度上消除其他事项的影响,本文采用并购首次公告日 $[0,1]$ 窗口期计算超额累计收益率(CAR),即将并购首次公告第零日及后一交易日的 AR 进行累加;并以 $[0,3]$ 、 $[0,6]$ 窗口期计算超额累计收益率进行稳健性检验。

$$CAR_{i,t}[m,n]=\sum_m^n AR_{i,t}$$
 (6)

(2)并购成败(*Result*)。本文的并购成败指并购是否顺利完成,完成的交易即为并购成功,终止进行的交易即为并购失败。

表 1 变量定义及计算方法			
变量类型	变量名称	变量符号	变量计算方法
被解释变量	并购首次公告市场反应	CAR	并购首次公告日 [0,1] 窗口期超额累计收益率
	并购成败	Result	并购失败为 1, 否则为 0
	商誉减值	GW	商誉减值为 1, 否则为 0
解释变量	监管问询	Inquiry	收到重组问询函为 1, 否则为 0
控制变量	并购支付方式	Paymethod	现金支付为 1, 否则为 0
	并购溢价	Premium	(交易金额-标的净资产账面价值份额)/标的净资产账面价值份额
	多元化并购	Diversity	多元化并购为 1, 否则为 0
	相对规模	Relative	交易金额/并购方总资产
	公司规模	Size	ln(并购方期末总资产)
	财务杠杆	Lev	并购方总负债/并购方总资产
	总资产收益率	ROA	并购方净利润/并购方总资产
	账面市值比	BM	并购方股东权益/并购方总市值
	成长性	Growth	(并购方本期主营业务收入-上期主营业务收入)/并购方上期主营业务收入
	分析师关注	Analystcov	ln(1+并购方分析师关注人数)
	经济性质	State	并购方是国企为 1, 否则为 0
	其他监管函件	Letter	并购方是否收到年报问询函、关注函以及其他问询函
	行业	Industry	行业虚拟变量
	年份	Year	年度虚拟变量

(3)商誉减值(*GW*)。根据会计准则要求,并购产生商誉后,上市公司需要每年进行减值测试,因此并购完成后的年度都有可能发生商誉减值情形。基于此,本文将并购完成后每个年度的财务报告进行了手工加工,确定并购标的是否发生了商誉减值。由于样本的最新财务报告年度为2018年,因此本文对上市公司商誉减值的界定为从并购完成当年到2018年是否发生了商誉减值。

2.解释变量

监管问询(*Inquiry*)。借鉴陈运森等(2019)^[22]关于监管问询情况的测度方式,选用是否收到重组问询函(*Inquiry*)变量,用以研究监管问询函的预警作用。

3.控制变量

参考Schijven and Hitt(2012)^[17]和Goodman et al.(2014)^[10]有关研究,控制了并购支付方式(*Paymethod*)、并购溢价(*Premium*)、多元化并购(*Diversity*)、相对规模(*Relative*)、公司规模(*Size*)、财务杠杆(*Lev*)、总资产收益率(*ROA*)、账面市值比(*BM*)、成长性(*Growth*)、分析师关注(*Analystcov*)、经济性质(*State*)、其他监管函件(*Letter*)。另外,本研究还纳入了年度(*Year*)与行业虚拟变量(*Industry*),具体变量定义见表1。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计

表 2 描述性统计及分组均值差异检验							
变量	均值	标准差	最小值	最大值	样本均值		
					未被问询	被问询	差异 <i>t</i> 检验
CAR	0.029	0.135	-0.237	0.252	0.058	0.02	0.038***
Result	0.251	0.434	0	1	0.199	0.266	-0.067*
GW	0.288	0.453	0	1	0.230	0.306	-0.077
Inquiry	0.774	0.418	0	1	0	1	
Paymethod	0.320	0.467	0	1	0.252	0.339	-0.087**
Premium	6.484	13.542	-1	101.628	7.021	6.327	0.694
Diversity	0.187	0.390	0	1	0.228	0.175	0.053*
Relative	1.226	2.524	0	19.303	1.310	1.201	0.109
Size	21.765	1.220	19.118	25.389	21.889	21.729	0.161*
Lev	0.437	0.227	0.052	0.982	0.426	0.441	-0.015
ROA	0.017	0.075	-0.025	0.240	0.026	0.014	0.011*
BM	0.382	0.223	0.042	1.035	0.389	0.379	0.010
Growth	0.221	0.788	-0.720	5.988	0.219	0.222	-0.003
Analystcov	1.289	1.044	0	3.401	1.470	1.236	0.234**
State	0.235	0.425	0	1	0.218	0.240	-0.022
Letter	0.186	0.389	0	1	0.160	0.194	-0.034

注: 均值差异 *t* 检验中 *, **, *** 分别表示在 10%、5%、1% 水平下显著。

表2列示的描述性统计结果显示：总样本超额累计收益率(CAR)的均值为0.029，说明并购重组交易事项平均能够为公司带来2.9%的超额收益；并购成败(Result)和商誉减值(GW)的均值分别为0.251和0.14，说明并购重组交易事项失败和未来发生商誉减值的风险分别为25.1%和14%；监管问询(Inquiry)的均值为0.774，即约77.4%的并购重组交易会收到交易所问询函。

按照是否收到重组问询函进行组间差异检验，结果显示未被问询样本的CAR均值为0.058，被问询的样本均值为0.02，两组的均值差异t检验在1%水平下显著，表明未被问询样本的CAR显著高于被问询样本；未被问询样本的Result和GW均值低于被问询样本，这说明相较于收到重组问询函的并购交易，未被问询的并购交易市场反应更好，且交易失败和商誉减值的风险更低。

图1列示了不同样本的并购首次公告日附近的市场反应均值，显示并购存在公告效应，即首次公告日前后上市公司股价出现短期上涨现象，这与张继德等(2015)^[33]的研究结果一致。在并购事件窗口期内，被问询样本的超额收益率(AR)显著小于未被问询样本，这初步说明被问询的并购交易风险更高，交易所的重组问询函具有预警作用。

(二)实证结果

模型(1)采用OLS方法进行了Robust多元回归分析，表3(1)结果显示，重组问询函(Inquiry)与并购首次公告市场反应(CAR)在1%水平下显著负相关，假设1得到验证。模型(2)和(3)采用Logit模型进行了Robust多元回归分析，表3(2)结果显示，重组问询函(Inquiry)与并购成败(Result)在5%水平下显著正相关，说明被问询的并购交易失败的风险更大；表3(3)结果显示，重组问询函(Inquiry)与商誉减值(GW)在1%水平下显著正相关，表明被问询的并购交

易未来发生商誉减值的风险更大。以上实证结果表明，重组问询函具有风险预警作用。

(三)稳健性检验

1.基于PSM的检验

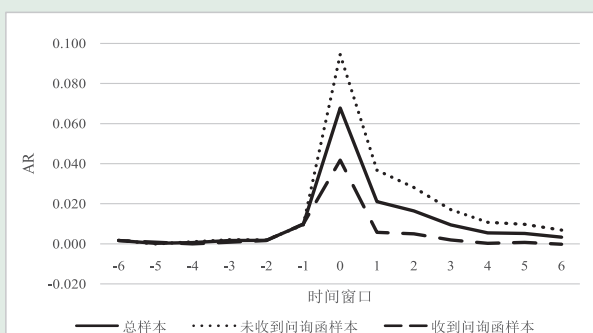
被问询和未被问询的并购交易间存在差异，可能导致样本自选择问题(刘柏和卢家锐，2019)^[28]。为缓解这一内生性问题，本文借鉴Heese et al.(2017)^[13]的做法，采用倾向性得分匹配法(PSM)选择控制组样本，基于公司多个维度的变量进行匹配，从而尽可能减少样本自选择偏误带来的干扰。具体变量维度的选取方面，本文参照Cassell et al.(2013)^[4]、陈运森等(2019)^[22]以及李晓溪等(2019)^[26]的研究，选取企业规模(Size)、资产负债率(Lev)、机构投资者持股比例(Instperc)、分析师关注(Analystcov)、并购支付方式(Paymethod)和多元化并购(Diversity)作为影响公司是否收到重组问询函的特征变量进行倾向得分匹配。处理组和控制组数据最近邻匹配，利用Logit模型估计倾向指数。考虑到当控制组样本少于

表3 重组问询函预警作用回归结果

变量名称	(1)CAR	(2)Result	(3)GW
Inquiry	-0.028*** (-2.91)	0.441** (2.02)	0.954*** (2.94)
Paymethod	-0.005 (-0.50)	-1.178*** (-5.63)	-0.352 (-1.25)
Premium	0.000 (0.76)	0.004 (0.77)	0.010 (1.25)
Diversity	0.011 (1.04)	0.746*** (3.78)	0.396 (1.10)
Relative	0.005*** (2.77)	-0.050 (-1.11)	-0.058 (-1.11)
Size	-0.014* (-1.94)	0.303** (1.97)	-0.302 (-1.18)
Lev	-0.033 (-1.33)	0.036 (0.07)	0.535 (0.71)
ROA	0.034 (0.47)	-2.619* (-1.87)	-1.453 (-0.63)
BM	0.053 (1.39)	-1.981** (-2.41)	0.597 (0.44)
Growth	-0.009 (-1.56)	0.171* (1.72)	0.315** (2.00)
Analystcov	0.001 (0.14)	-0.117 (-1.12)	0.037 (0.23)
State	0.024** (2.08)	-0.606*** (-2.64)	-0.269 (-0.64)
Letter	-0.003 (-0.26)	-0.182 (-0.84)	0.116 (0.32)
截距项	0.336** (2.26)	-7.063** (-2.33)	6.544 (1.32)
年度	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制
样本量	913	913	381
调整/准R ²	0.129	0.106	0.112

注：表中列示为稳健标准误的回归结果，*、**、***分别表示在10%、5%、1%水平下显著。下表同。

图1 并购首次公告日附近的AR



处理组时，重置抽样能够充分利用控制组样本、降低误差，在配比过程中允许重置抽样。最终获得647个被问询样本、156个未被问询样本，这与李晓溪等(2019)^[26]的匹配结果比较接近。

表4报告了基于倾向得分匹配样本的回归结果，模型(1)中Inquiry的系数在1%水平下显著为负，模型(2)和(3)中Inquiry的系数均在5%水平下显著为正，说明控制了被问询样本与未被问询样本之间的性质差异后，重组问询函依然具有风险预警作用，与主检验结论一致。

2.基于重组问询函不同度量方法的检验

为增加实证结果的可靠性，避免不同计量方式对实证结果的影响，本文参照陈运森等(2019)^[22]、李晓溪等(2019)^[27]、郭飞和周泳彤(2018)^[24]的做法，以第一封重组问询函的问题数(Inquiry1)、文本数(Inquiry2)以及收到问询函的个数(Inquiry3)代替是否收到问询函进行实证检验。表5实证结果与主检验一致，说明收到重组问询函的并购交易首次公告市场反应差、失败概率高且发生商誉减值的风险更大，并且结果不受问询函计量方式的影响。

3.基于被解释变量不同度量方法的检验

基于测量可靠性，参照潘红波等(2008)^[30]和陈仕华等(2013)^[19]的研究，本文在计算超额累计收益率(CAR)时，一是采用[0,3]、[0,6]窗口期进行计算；二是将市场模型参数计算的估计期选择为并购事件首次公告日前150个交易日至前30个交易日，计算[0,1]、[0,3]、[0,6]窗口期的CAR，回归结果如表6所示。此外，本文在计算并

购成败(Result)时，将并购进行中的样本剔除进行回归。最后，用商誉暴雷来测度商誉减值(GW)，并进行回归检验。表6结果显示，主要解释变量的检验结果均与主检验保持一致。

4.对替代性解释“投资者关注影响并购公告市场反应”的检验

张继德等(2015)^[33]研究表明，投资者关注能够影响并购首次公告市场反应。为缓解这一遗漏变量导致的内生性问题，本文借鉴Da et al.(2011)^[5]的研究，在原模型中增加了基于百度指数的投资者关注变量(ASVI)，具体计算方法如下：

$$ASVI_{i,t} = \log(SVI_{i,t}) - \log[\text{med}(SVI_{i,t-2}, \dots, SVI_{i,t-9})] \quad (7)$$

模型(7)用并购首次公告前1周(t-1)的股票搜索量指数(SVI)的对数减去之前8周(t-2周到t-9周)个股搜索量指数(SVI)中位数的对数，得到超常搜索量指数(ASVI)，以排除正常搜索量水平、时间趋势与日历效应的影响且使横截面上可比。表7实证结果与主检验保持一致，即被问询的并购首次公告市场反应更差、交易失败和商誉减值的风险更高。

5.对替代性解释“不同证券交易所的问询制度存在差异”的检验

刘柏和卢家锐(2019)^[28]研究表明，深交所上市公司样本中，问询函对盈余管理的识别效果更加明显，因此不同交易所的问询制度可能存在差异。为解决这一遗漏变量导致的内生性问题，本文参照郭飞和周泳彤(2018)^[24]的做法，在原模型中增加了证券交易所变量(Exchange)，

表 4 基于 PSM 的稳健性检验

变量名称	(1)CAR	(2)Result	(3)GW
Inquiry	-0.028*** (-2.61)	0.618** (2.40)	0.940*** (2.58)
控制变量	控制	控制	控制
样本量	798	798	335
调整 / 准 R ²	0.132	0.108	0.108

表 5 重组问询函不同度量方法的稳健性

变量名称	(1)CAR			(2)Result			(3)GW		
Inquiry1	-0.009** (-2.38)			0.203** (2.49)			0.366*** (2.95)		
Inquiry2		-0.003*** (-2.74)			0.060** (2.12)			0.134*** (3.07)	
Inquiry3			-0.022** (-2.560)			0.571*** (3.22)			0.630** (2.27)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	913	913	913	913	913	913	381	381	381
调整 / 准 R ²	0.129	0.129	0.123	0.109	0.107	0.113	0.111	0.114	0.103

表 6 基于被解释变量不同度量方法的稳健性检验

变量名称	(1) 估计期 [-270,-21]		(1) 估计期 [-150,-30]			(2)	(3)
	CAR[0,3]	CAR[0,6]	CAR[0,1]	CAR[0,3]	CAR[0,6]	Result	GW
Inquiry	-0.045*** (-2.93)	-0.075*** (-3.62)	-0.019* (-1.86)	-0.038** (-2.36)	-0.071*** (-3.27)	1.053*** (2.96)	0.880** (2.33)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	913	913	913	913	913	629	371
调整 / 准 R ²	0.159	0.182	0.141	0.175	0.188	0.131	0.146

表 7 对替代性解释“投资者关注影响并购公告市场反应”的稳健性检验

变量名称	(1)CAR	(2)Result	(3)GW
Inquiry	-0.030*** (-3.18)	0.410* (1.87)	0.974*** (2.97)
ASVI	0.064*** (3.40)	0.757** (2.09)	0.223 (0.42)
其他控制变量	控制	控制	控制
样本量	913	913	381
调整 / 准 R ²	0.136	0.111	0.112

表8 对替代性解释“不同证券交易场所的问询制度存在差异”的稳健性检验

变量名称	(1)CAR	(2)Result	(3)GW
<i>Inquiry</i>	-0.028*** (-2.90)	0.443** (2.03)	0.947*** (2.91)
<i>Exchange</i>	0.011 (1.06)	0.122 (0.61)	-0.190 (-0.62)
其他控制变量	控制	控制	控制
样本量	913	913	381
调整/准 R^2	0.125	0.107	0.112

当上市公司在深交所上市时, *Exchange*为1, 在上交所上市为0, 表8实证结果与主检验结论保持不变。

(四)进一步检验

1. 问询函文本分析

主检验和稳健性检验已经考察了是否收到重组问询函、问询函问题数量以及文本数量整体层面的问询函特征对并购风险的信号作用。进一步分析中, 为检验问询函文本特征的风险预警作用, 本文将涉及到询问标的盈利、标的产权等有关标的特征的问询函识别出来, 当问询函涉及标的特征时(*Inquiry-Target*)为1, 否则为0。

表9回归结果显示, 当问询函涉及具体问询标的特征时, 并购首次公告市场反应会更加负面, 且未来发生商誉减值的可能性更大, 这主要是因为标的情况是并购交易的核心影响因素, 直接影响到投资者对公司未来的预期, 也决定了标的未来的可持续盈利性; 而对并购成败的影响作用不大, 这主要是因为并购成败的影响因素更为

表9 问询函文本特征检验

变量名称	(1)CAR	(2)Result	(3)GW
<i>Inquiry-Target</i>	-0.028*** (-2.85)	0.110 (0.53)	0.606* (1.95)
控制变量	控制	控制	控制
样本量	913	913	381
调整/准 R^2	0.125	0.102	0.100

复杂, 除了标的本身的特征, 还包括上市公司合规性的履行情况、与监管层沟通情况以及监管的严格程度等。

2. 内部控制分组检验

Ashbaugh-Skaife et al.(2009)^[3]研究发现内部控制不足的公司具有更高的特质风险和系统风险, 上市公司信息披露质量不高、盈余操纵等财务报告披露问题可能是由于公司内部控制存在缺陷所致(Anantharaman and He, 2017)^[1]。聂萍和潘再珍(2019)^[29]研究表明, 上市公司内部控制水平会影响交易所问询函的治理作用, 那么, 问询函的预警作用是否会受到内部控制质量的影响? 基于此, 本文按照上市公司内部控制质量对样本进行分组检验, 采用迪博数据库的内部控制指数度量内部控制质量, 内控指数越大, 内部控制质量越好。参照聂萍和潘再珍(2019)^[29]的研究, 本文以内部控制指数中位数区分高内控组(中位数以上)和低内控组(中位数以下), 分组进行多元回归检验。

表10列示了不同内部控制指数下重组问询函预警作用的实证结果。模型(1)结果显示, 内控质量高的上市公司

(上接第11页)

[8] Raghunandan K, Rama D V. SOX section 404 material weakness disclosures and audit fees[J]. Auditing: A Journal of Practice & Theory, 2006, 25(1): 99-114.

[9] Reid L C, Carcello J V, Li C, Neal T L. Impact of auditor report changes on financial reporting quality and audit costs: evidence from the United Kingdom[J]. Contemporary Accounting Research, 2019, 36(3): 1501-1539.

[10] Simunic D A, Ye M, Zhang P. The joint effects of multiple legal system characteristics on auditing standards and auditor behavior[J]. Contemporary Accounting Research, 2017, 34(1): 7-38.

[11] Sirois L-P, Bédard J, Bera P. The informational value of key audit matters in the auditor's report: evidence from an eye-tracking study [J]. Accounting Horizons, 2018, 32(2): 141-162.

[12] Wang C, Zhou J. The impact of PCAOB Auditing Standard No.5 on audit fees and audit quality[J]. Accounting Horizons, 2012, 26(3): 493-511.

[13] 戴文涛, 刘秀梅, 陈红, 翟航. 会计准则改革提高了审计收费吗? [J]. 会计研究, 2017, (2): 29-34.

[14] 董沛武, 程璐, 乔凯. 客户关系是否影响审计收费与审计质量[J]. 管理世界, 2018, 34(8): 143-153.

[15] 路军, 张金丹. 审计报告中关键审计事项披露的初步研究——来自A+H股上市公司的证据[J]. 会计研究, 2018, (2): 83-89.

[16] 邱学文, 吴群. 现代风险导向下重大错报风险与审计定价[J]. 中国工业经济, 2010, (11): 149-158.

[17] 冉明东, 徐耀珍. 注册会计师审计报告改进研究——基于我国审计报告改革试点样本的分析[J]. 审计研究, 2017, (5): 62-69.

[18] 唐建华. 国际审计与鉴证准则理事会审计报告改革评析[J]. 审计研究, 2015, (1): 60-66.

[19] 涂建明, 朱渊媛. 新审计报告改革影响了银行信贷决策吗? [J]. 现代财经, 2019, 39(11): 34-52.

[20] 王跃堂, 涂建明. 上市公司审计委员会治理有效性的实证研究——来自沪深两市的经验证据[J]. 管理世界, 2006, (11): 135-143.

[21] 伍利娜, 郑晓博, 岳衡. 审计赔偿责任与投资者利益保护——审计保险假说在新兴资本市场上的检验[J]. 管理世界, 2010, (3): 32-43.

[22] 王永海, 王嘉鑫. 中国版SOX404的“审计费用之谜”与影响机制——一个准自然实验[J]. 经济管理, 2017, 39(11): 149-168.

[23] 王艳艳, 许锐, 王成龙, 于李胜. 关键审计事项段能够提高审计报告的沟通价值吗?[J]. 会计研究, 2018, (6): 86-93.

[24] 杨明增, 张钦成, 王子涵. 审计报告新准则实施对审计质量的影响研究——基于2016年A+H股上市公司审计的准自然实验证据[J]. 审计研究, 2018, (5): 74-81.

[25] 张继勋, 韩冬梅. 标准审计报告改进与投资者感知的相关性、有用性及投资决策——一项实验证据[J]. 审计研究, 2014, (3): 51-59.

表 10 内控分组检验

变量名称	(1)CAR		(2)Result		(3)GW	
	内控高组	内控低组	内控高组	内控低组	内控高组	内控低组
Inquiry	-0.025* (-1.91)	-0.022 (-1.461)	0.612** (2.01)	0.291 (0.88)	1.079** (2.17)	0.735 (1.40)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	469	422	469	414	179	167
调整 / 准 R ²	0.159	0.163	0.132	0.138	0.138	0.140

收到问询函后，其首次公告市场反应更差。这主要是因为高质量的内部控制能够有效改善公司并购绩效(孙自愿和李影，2016)^[31]，投资者对内部控制质量高的公司预期更高。如果内部控制质量高的公司并购收到了重组问询函，对投资者来说是一个相对意外的信号，会更大程度上改变投资者决策，进而影响并购首次公告日的市场反应(CAR)。因此，内控好的公司收到了重组问询函，会受到投资者更多的关注并引发较大市场反应，风险预警信号作用更强；内控差的公司收到重组问询函，是在投资者意料之中的，投资者市场反应相对较小，风险预警信号作用更弱。

模型(2)和(3)结果表明，内部控制质量高的上市公司收到重组问询函，其并购失败的风险更高，且未来发生商誉减值的可能性更大。这是因为问询函制度主要是针对上市公司信息披露不准确、内容不完善或者交易存疑等情况，要求上市公司进一步补充说明的问题。内部控制质量高的公司管理流程更加规范，信息披露质量高、信息不对称程度低(方红星和金玉娜，2011)^[23]，并购交易信息披露不准确、内容不完善的情况较少发生。如果内控质量高的公司收到了重组问询函，则更可能是因为交易存疑，即公司刻意隐瞒了并购交易的实质风险，且被交易所识别了出来，因此交易失败和未来发生商誉减值的风险更高，预警信号作用更强。而内控质量差的公司收到重组问询函，可能是因为信息披露不准确或者内容不完善，反映出的交易实质性风险相对较少，因而预警信号作用相对较弱。

3.业绩承诺分组检验

表11列示了不同业绩承诺分组下重组问询函预警作用的实证结果。模型(1)结果显示，有业绩承诺的并购交易收到问询函后，其市场反应更差。这主要是因为业绩承诺具有“兜底”作用，即使标的盈利状况不好，上市公司依然会得到补偿。签订业绩承诺协议的并购，上市公司并购绩效显著更好(杨超等，2018)^[32]，且监管层一直鼓励上市公司并购签订业绩补偿协议。因此投资者认为

表 11 业绩承诺分组检验

变量名称	(1)CAR		(2)Result		(3)GW	
	有业绩承诺	无业绩承诺	有业绩承诺	无业绩承诺	有业绩承诺	无业绩承诺
Inquiry	-0.030** (-2.40)	-0.018 (-1.16)	0.742*** (2.58)	0.010 (0.03)	0.913** (2.49)	1.835* (1.72)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	589	324	582	297	272	94
调整 / 准 R ²	0.138	0.184	0.120	0.179	0.103	0.407

为有业绩承诺的并购交易风险更低，更受监管层青睐，收到重组问询函的可能性相对更小。有业绩承诺的并购重组收到问询函，会引发投资者对投资风险的更多猜想，导致更差的市场反应。

模型(2)和(3)结果表明，有业绩承诺的并购交易收到重组问询函，其并购失败的可能性更大，且未来发生商誉减值的风险更高。这主要是因为业绩承诺一直是监管层为保护投资者利益、降低并购风险而鼓励上市公司在重组方案中明确规定的条款，可以说有业绩承诺的并购交易更符合监管要求。但如果并购交易方案中有业绩承诺、监管层依然对其发了重组问询函，那意味着并购重组交易可能存在标的持续盈利性之外的更大风险，因此其预警作用更强。

五、结论与建议

本文从信号理论出发，实证考察重组问询函对并购交易风险的预警作用；同时，考虑了问询函文本特征，并对上市公司内部控制治理特征和并购交易类型进行了分组检验。研究发现，重组问询函具有揭示并购风险的预警作用，即收到重组问询函的并购交易，并购首次公告市场反应更差，交易失败的风险更高，且未来发生商誉减值的风险更高。进一步分析表明，涉及标的情况的重组问询函对首次公告市场反应和商誉减值的预警作用更强；内控质量高的上市公司以及有业绩承诺的并购交易收到重组问询函时风险预警信号作用更强。

在研究结论的基础上，本文提出如下政策建议：一是监管机构应进一步完善上市公司并购重组的信息披露方式，为投资者提供更多信息渠道；二是进一步发挥监管层的信息价值作用，加强市场监督机制。

[基金项目：国家社会科学基金项目“股市异常波动下国资介入民企股权质押危机处置的效应研究”(19CJY006)、国家自然科学基金项目“高管政治晋升激励与公司并购——基于国有控股上市公司的经验证据”(71402130)、中国博士后科学基金第65批面上项目“投资者调研对上市公司资本成本影响研究”(2019M650495)]

注释

1. 根据证监会“行政许可事项服务指南”系列文件,上市公司发行股份购买资产、合并与分立、要约收购义务豁免以及上市公司重大购买、出售、置换资产行为(构成借壳上市的)均属于并购重组行政许可事项。证监会“行政许可事项服务指南”系列文件参见<http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/>。

2. 按照《企业会计准则第20号——企业合并》的规定,在非同一控制下企业合并中,购买方对合并成本大于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额,应当确认为商誉,即并购溢价产生了商誉。

3. 证监会官网“会计监管风险提示第8号——商誉减值”中提到,与商誉减值相关的前述特定减值迹象包括但不限于:(1)现金流或经营利润持续恶化或明显低于形成商誉时的预期,特别是被收购方未实现承诺的业绩;(2)所处行业产能过剩,相关产业政策、产品与

服务的市场状况或市场竞争程度发生明显不利变化;(3)相关业务技术壁垒较低或技术快速进步,产品与服务易被模仿或已升级换代,盈利现状难以维持;(4)核心团队发生明显不利变化,且短期内难以恢复;(5)与特定行政许可、特许经营资格、特定合同项目等资质存在密切关联的商誉,相关资质的市场惯例已发生变化,如放开经营资质的行政许可、特许经营或特定合同到期无法接续等;(6)客观环境的变化导致市场投资报酬率在当期已经明显提高,且没有证据表明短期内会下降;(7)经营所处国家或地区的风险突出,如面临外汇管制、恶性通货膨胀、宏观经济恶化等。具体参见http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/kjb/kjbzcgf/xsjz/sjpeggz/201811/t20181116_346845.html。

4. 深交所网址:<http://www.szse.cn/disclosure/supervision/inquire/index.html>;上交所网址:<http://www.sse.com.cn/disclosure/credibility/supervision/inquiries/>。

参考文献:

- [1] Anantharaman D, He L. Regulatory scrutiny and reporting of internal control deficiencies: evidence from the SEC comment letters[C/OL]. Canadian Academic Accounting Association (CAAA) Annual Conference, 2017. <https://ssrn.com/abstract=2716172>.
- [2] Antweiler W, Frank M Z. Is all that talk just noise? the information content of internet stock message boards[J]. Journal of Finance, 2004, 59(3): 1259-1294.
- [3] Ashbaugh-Skaife H, Collins D W, Kinney W R. The effect of SOX internal control deficiencies on firm risk and cost of equity[J]. Journal of Accounting Research, 2009, 47(1): 1-43.
- [4] Cassell C A, Cunningham L M, Myers L A. Reviewing the SEC's review process: 10-K comment letters and the cost of remediation[J]. The Accounting Review, 2013, 88(6): 1875-1908.
- [5] Da Z, Engelberg J, Gao P. In search of attention[J]. Journal of Finance, 2011, 66(5): 1461-1499.
- [6] Dechow P M, Lawrence A, Ryans J P. SEC comment letters and insider sales[J]. The Accounting Review, 2015, 91(2): 401-439.
- [7] Diekens N. Information asymmetry and equity issues [J]. Journal of Financial&Quantitative Analysis, 1991, 26(2): 181-199.
- [8] Elliott J A, Hanna J D. Repeated accounting write-offs and the information content of earnings[J]. Journal of accounting research, 1996, 34: 135-155.
- [9] Gong N. Effectiveness and market reaction to the stock exchange's inquiry in Australia[J]. Journal of Business Finance&Accounting, 2007, 34(7-8): 1141-1168.
- [10] Goodman T H, Neamtiu M, Shroff N. Management forecast quality and capital investment decisions[J]. The Accounting Review, 2014, 89 (1): 331-365.
- [11] Gu F, Lev B. Overpriced shares, ill-advised acquisitions, and goodwill impairment[J]. The Accounting Review, 2011, 86(6): 1995-2022.
- [12] Hayn C, Hughes P J. Leading indicators of goodwill impairment[J]. Journal of Accounting, Auditing&Finance, 2006, 21(3): 223-265.
- [13] Heese J, Khan M, Ramanna K. Is the SEC captured? evidence from comment-letter reviews[J]. Journal of Accounting and Economics, 2017, 64(1): 98-122.
- [14] Hirshleifer D, Teoh S H. Limited attention, information disclosure, and financial reporting[J]. Journal of Accounting&Economics, 2003, 36(1-3): 337-386.
- [15] Li Z, Shroff P K, Venkataraman R. Causes and consequences of goodwill impairment losses[J]. Review of Accounting Studies, 2011, 16(4): 745-778.
- [16] Moeller S B, Schlingemann F P, Stulz R M. Firm size and the gains from acquisitions[J]. Journal of Financial Economics, 2004, 73(2): 201-228.
- [17] Schijven M, Hitt M A. The vicarious wisdom of crowds: toward a behavioral perspective on investor reactions to acquisition announcements[J]. Strategic Management Journal, 2012, 33(11): 1247-1268.
- [18] Simon H A. A behavioral model of rational choice[J]. Quarterly Journal of Economics, 1955, 69(1): 99-118.
- [19] 陈仕华, 姜广省, 卢昌崇. 董事联结、目标公司选择与并购绩效——基于并购双方之间信息不对称的研究视角[J]. 管理世界, 2013, (12): 117-132+187-188.
- [20] 陈运森, 邓玮璐, 李哲. 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, 2018, (4): 155-171.
- [21] 陈运森, 邓玮璐, 李哲. 非行政处罚性监管能改进审计质量吗?——基于财务报告问询函的证据[J]. 审计研究, 2018, (5): 82-88.
- [22] 陈运森, 邓玮璐, 李哲. 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, 2019, (3): 169-185+208.
- [23] 方红星, 金玉娜. 高质量内部控制能抑制盈余管理吗?——基于自愿性内部控制鉴证报告的经验研究[J]. 会计研究, 2011, (8): 53-60+96.
- [24] 郭飞, 周泳彤. 交易所年报问询函具有信息含量吗?[J]. 证券市场导报, 2018, (7): 20-28.
- [25] 胡凡, 李科. 股价高估与商誉减值风险[J]. 财经研究, 2019, (6): 71-85.
- [26] 李晓溪, 杨国超, 饶品贵. 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, 2019, (5): 181-198.
- [27] 李晓溪, 饶品贵, 岳衡. 年报问询函与管理层业绩预告[J]. 管理世界, 2019, (8): 173-188+192.
- [28] 刘柏, 卢家锐. 交易所一线监管能甄别资本市场风险吗?——基于年报问询函的证据[J]. 财经研究, 2019, (7): 45-58.
- [29] 聂萍, 潘再珍. 问询函监管与大股东“掏空”——来自沪深交易所年报问询的证据[J]. 审计与经济研究, 2019, (3): 91-103.
- [30] 潘红波, 夏新平, 余明桂. 政府干预、政治关联与地方国有企业并购[J]. 经济研究, 2008, (4): 41-52.
- [31] 孙自愿, 李影. 内控有效性、高管代理成本与多重并购绩效[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2016, (4): 60-71.
- [32] 杨超, 谢志华, 宋迪. 业绩承诺协议设置、私募股权与上市公司并购绩效[J]. 南开管理评论, 2018, (6): 198-209.
- [33] 张继德, 张荣武, 徐文仲. 并购重组公告的短期财富效应研究——基于投资者有限注意的视角[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2015, (6): 77-85.
- [34] 张俊生, 汤晓建, 李广众. 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, 2018, (10): 112-126.