

内部人减持前的并购行为：战略并购抑或套现并购

——基于伪市值管理的视角

章卫东 李泽宇 郑鸿锐 胡鹏波

(江西财经大学会计发展中心/会计学院, 江西 南昌 330013)

摘要：近年来，上市公司内部人利用信息披露、盈余管理、并购等手段操纵股票价格违规减持的现象，引起了证券市场监管机构及参与者的广泛关注。本文以2007—2019年沪深上市公司为研究对象，检验了内部人减持与并购之间的关系。研究发现，内部人减持公司可能采取并购方式的伪“市值管理”来迎合内部人减持，并且上市公司发起跨行业和未经证监会审核的套现并购时，内部人减持的可能性更大。进一步研究还发现，相较于并购后内部人未进行减持的上市公司，并购后内部人进行了减持的上市公司商誉减值比例更高，套现并购的“双高”现象更加严重。本研究从内部人减持前发起并购视角揭示了上市公司“市值管理”潜藏的动因，不仅有助于投资者识别内部人减持前发起并购的真实意图，还可以为证券监管部门对上市公司并购及内部人减持行为实施有效的“精准监管”提供经验证据。

关键词：内部人减持；战略并购；套现并购；市值管理

Abstract: In recent years, the phenomenon that insiders of listed companies use information disclosure, earnings management and M&As to manipulate stock prices for illegally reducing holdings has caused widespread concern among securities market regulators and participants. This paper takes the Shanghai and Shenzhen listed companies from 2007 to 2019 as the research object to examine the relationship between insiders' shares selling and M&As. It is found that companies with insiders' shares selling may resort to pseudo-"market value management" in the form of M&As to accommodate insiders' selling, and insiders are more likely to reduce their holdings when listed companies initiate cross-industry and cash-out M&A not vetted by the CSRC. Further research finds that, as opposed to listed companies without insiders reducing holdings after M&As, those with insiders reducing holdings after M&As have a higher percentage of goodwill impairment, the "high goodwill recognition, high goodwill impairment" phenomenon of cash-out M&As is more apparent, which reveals the motivation behind the pseudo-"market value management" from the perspective of insiders initiating M&As before selling shares. Our research not only helps investors to identify the true intentions of insiders to initiate M&As before selling shares, but also provides empirical evidence for securities regulators to implement effective precision supervision on M&As of listed companies and insiders' shares selling.

Key words: insiders' shares selling, strategic M&A, cash-out M&A, market value management

作者简介：章卫东(通讯作者)，管理学博士，江西财经大学会计学院教授、博士生导师，研究方向：资本市场财务会计问题。李泽宇、郑鸿锐、胡鹏波，江西财经大学会计学院硕士生，研究方向：财务管理。

中图分类号：F230 **文献标识码：**A

一、引言

自股权分置改革后放开控股股东、董监高等内部人

持有的非流通股份在二级市场减持的“闸门”以来，内部人“减持潮”一浪高过一浪。股东根据法律法规有关规定在二级市场转让其所持有的公司股份本来无可厚

非,然而,内部人为了达到高位减持其持有的公司股票的目的,采取操纵盈余(蔡宁和魏明海,2009)^[14]、公布“高送转”分配方案(谢德仁等,2016)^[37]、发起并购(安郁强和陈选娟,2019)^[13]等伪“市值管理”手段推高公司股票价格,从而掩护其高价减持,这不仅严重损害了中小投资者利益,而且给金融市场的稳定埋下了隐患,由此引起了证券监管部门的高度关注。

“鼓励上市公司建立市值管理制度”¹要以改善市场定价效率、增强企业的价值创造能力为目的。并购作为上市公司市值管理的一种手段,可以使上市公司迅速扩大生产规模和获得稀缺性资源或技术(韩宝山,2017)^[19]、优化资源配置(Weston et al., 2004)^[11]、节约交易费用(Williamson, 1987)^[12]、减少竞争对手以获得垄断超额利润(徐虹等,2015)^[35]、降低经营者代理成本(Jensen, 1986)^[9],从而实现公司价值的增长。然而,拥有控制权的内部人为获取私有收益,以牺牲中小股东的利益为代价,人为制造不能给上市公司带来价值增长但有利于公司股票价格短期上涨的并购,这种借“市值管理”之名行高位“套现”之实的行径,不仅造成了资本市场资源的错配,还损害了中小投资者的利益。那么,内部人减持前是否存在发起并购的伪“市值管理”行为呢?

不可否认,为谋求并购的协同效应,上市公司发起战略并购进行市值管理是发挥资本市场资源配置作用的重要手段。然而,打着“市值管理”旗号行股价操纵之实的“忽悠式并购”却会导致资源的错配并损害中小股东利益(廖珂等,2020;潘红波等,2019)^{[24][26]}。那么,内部人减持前发起的并购是出于经营活动考量的战略并购,还是减持动机预谋下攫取私人利益的套现并购呢?投资者又如何判断企业的并购行为属于战略并购还是套现并购呢?

并购重组作为“市值管理”的工具越来越受到上市公司的重视,然而我国证券市场却出现了因并购“市值管理”而引发的高商誉确认和高商誉减值的“双高”现象。商誉是收购方在并购时支付的溢价,是被并购方未来为购买方带来超额利润的潜在经济价值(Wen and Moehrle, 2016)^[8]。但也有些高溢价带来的高商誉却源自于管理层的过度自信(Seth et al., 2002)^[10]、代理问

题(陈耿和严彩红,2020)^[17]而导致的对目标公司价值的高估。以套现为目的发起的并购并不能提高企业的核心竞争力和未来价值,是一种谋求以并购信息的公布对公司股票价格短期刺激的行为。尽管我国证券监管部门对上市公司并购重组有严格的信息披露要求和审核程序,但上市公司为便于套现并购协议的达成,并顺利获得证券监管部门的批准,往往与被并购方签订高业绩承诺的对赌协议,从而掩盖高估标的资产的真相,这是套现并购高商誉形成的重要原因,而套现并购完成后往往会因业绩承诺不能兑现而引发大幅的商誉减值。以提高上市公司核心竞争力为目的的战略并购尽管也可能形成高商誉,但由于标的资产未来可以给上市公司带来持续增长的现金流,并购实施后并不会出现大幅的商誉减值。那么,内部人套现动机下的并购“双高”现象是否更加严重呢?

本文基于代理理论、信息不对称理论等回答了上述问题,从而揭示了上市公司内部人减持前并购行为发生的深层次原因及其经济后果,不仅有助于证券市场投资者识别内部人减持前发起并购的真实意图,还可为证券监管部门对上市公司并购及内部人减持行为实施有效的“精准监管”提供经验证据。

本文的贡献主要体现在:第一,从战略并购与套现并购视角拓展了企业并购与内部人减持关系的研究。以往研究主要从上市公司操控公司盈余(蔡宁和魏明海,2009)^[14]、操纵业绩预增公告(鲁桂华等,2017)^[25]、谋划以推高股票价格为目的的重大信息披露(易志高等,2017)^[39]等角度探究了内部人操纵公司股票价格迎合其减持的问题,尽管有学者发现内部人减持前上市公司存在发起并购操纵公司股票价格的现象(杨威等,2018;安郁强和陈选娟,2019)^{[38][13]},但遗憾的是这些研究并未检验内部人减持前发起哪类并购来操纵公司股票的价格。本研究区分战略并购与套现并购检验了上市公司发起并购类型与内部人减持之间的关系,从内部人发起并购类型视角丰富了有关并购与内部人减持之间潜在关联的文献,从而揭示了内部人减持前发起并购式“市值管理”潜藏的动因。第二,尽管有关并购产生“双高”现象的研究文献相当丰富(潘红波等,2019;张新民等,2018)^{[26][41]},但将企业并购行为与内部人减持纳入同一

框架考察并购产生“双高”现象原因的文献还不多见。本研究发现,相对于战略并购,套现并购的“双高”现象更加严重,从而揭示了内部人机会主义背景下并购产生“双高”现象的原因。第三,从内部人减持公司发起并购的类型视角揭示了内部人减持前发起并购式“市值管理”的真实意图及潜在风险。本研究发现,在减持动机预谋攫取私人利益的背景下,上市公司更有可能发起跨行业或者不需要经证监会审核的“忽悠式并购”,以便推高公司的股票价格从而达到高位套现的目的;还进一步论证了此类并购出现“双高”现象的原因,从而揭示了内部人减持前发起并购式“市值管理”的真实意图及潜在风险。

二、制度背景和研究假设

(一)制度背景

股权分置改革之后,我国证券监管部门放开了内部人在二级市场减持其持有的非流通股份的“闸门”,内部人减持热潮持续升温。尤其是对参与IPO盛宴的原始股东,其持股比例较高,持仓成本较低,套现欲望强烈(吴先聪等,2020)^[29],甚至出现了一些上市公司内部人违规减持、“清仓式”减持的现象(黄俊威,2020)^[20]。为了规范上市公司内部人的减持行为,根据《公司法》《证券法》的有关规定,证监会自2005年以来陆续出台了《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》《上市公司收购管理办法》等一系列规章制度,对内部人减持的信息披露、违规责任、禁止减持情形、减持期限和减持额度等方面作出了明确规定。但是,包括上市公司控股股东、董监高在内的内部人违规减持、恶意减持的现象并没有从根本上得到遏制。于是,2017年5月证监会又专门出台了《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》,进一步细化了内部人减持的比例及信息披露的有关规定,并对内部人通过大宗交易和集中竞价减持的数量进一步进行了规范。该规定明确要求:任意连续90个自然日内,通过集中竞价交易减持股份的总数不得超过公司股份总数的1%,通过大宗交易方式减持股份的总数不得超过公司股份总数的2%;受让方通过大宗交易方式取得的股份受让后6个月内不得转让。但是,内部人在原有以大宗交易为主的

减持路径受到新规限制之后,协议转让方式却成为了内部人减持的主要途径。此时,越来越多的上市公司采取集中竞价、大宗交易、协议转让等多种方式并存的减持方式,甚至还出现了股票换购ETF及部分高管假离婚减持、离职减持等新型减持方式。不可否认,内部人减持是其依法应该享有的权利,内部人出于优化股权结构、满足资金流动性需要(吴先聪等,2020)^[29]、规避投资风险、实现投资收益(王玉涛等,2013)^[32]的考量减持其持有的公司股票无可非议。但是,一些上市公司的内部人在减持前通过操控公司盈余(蔡宁和魏明海,2009)^[14]、操纵业绩预增公告(鲁桂华等,2017)^[25]、谋划以推高股票价格的战略合作、重大项目招标的公告(易志高等,2017)^[39]、公布“高送转”分配方案(谢德仁等,2016)^[37]和并购重组方案(杨威等,2018;安郁强和陈选娟,2019)^{[38][13]},甚至与其他机构投资者联手操纵公司的股价来达到高位套现的现象层出不穷(徐龙炳等,2021)^[36]。内部人利用其在上市公司的控制权地位和信息优势,通过择时交易或信息操纵的减持行为违背了内部人减持制度设计的初衷,不仅影响了上市公司的正常经营活动,而且造成了证券市场的异常波动和市场恐慌(吴育辉和吴世农,2010;张晓宇和徐龙炳,2017)^{[28][42]},严重损害了中小投资者利益,给资本市场和实体经济的健康发展带来极大的负面效应(吴战箴和吴伟立,2018)^[30],甚至可能引发整个金融市场的系统性风险。因此,防范内部人减持前操纵股票价格的伪市值管理行为,对保护中小投资者利益和证券市场的健康发展具有十分重要的现实意义。

(二)理论假设

上市公司之所以采用并购式的“市值管理”手段,主要源于并购可以为企业创造价值。协同效应假设认为,企业发起并购主要出于资源整合、规模经济、协同效应的考量,通过并购将外部市场成本内部化,从而降低交易成本(Williamson,1987)^[12]。代理成本假说则从并购可以降低代理成本角度揭示了企业发起并购的原因。该理论认为,管理层与股东利益不一致是企业发起并购的重要原因(Black and Bulkley,1989)^[3],并购可以降低股东和管理层由于自由现金流量而带来的代理成本(Jensen,1986)^[9]。市场势力假说则认为并购有助于减少

竞争对手,提高公司的市场占有率(徐虹等,2015)^[35]。因而,并购活动能够促进企业价值的增长(Andrade et al., 2001)^[11]。但也有学者认为公司发起并购源于管理者的自利行为,由于并购可以迅速扩大公司的生产规模,从而有助于管理层构建“企业帝国”,提高管理层的社会地位、个人声誉以及在取消消费等非货币性收益(Harford and Li, 2007; 李善民等, 2009)^{[7][22]}。股权分散公司的管理层为了维护自身的控制权,不愿意将现金分配给股东,从而发起即使不能给公司带来未来价值增长但可以为管理层带来私人利益的并购(Eisenhardt and Graebner, 2007)^[5],或者为避免公司被收购而发起并购,以维护管理层对公司的控制权(Gorton et al., 2009)^[6]。已有的研究还发现,内部人为炒作本公司的股票,会利用并购事件的信息传递效应而发起“忽悠式”炒作型并购(Bagnoli et al., 1996; 王博, 2017; 万相昱等, 2019)^{[2][31][34]},还有的股权质押公司为避免出现股权质押的风险而采用并购式“市值管理”(安郁强和陈选娟, 2019; 廖珂等, 2020)^{[13][24]}。尽管上述研究从不同角度揭示了企业发起并购的原因,但遗憾的是上述文献并未探究内部人减持公司发起什么类型的并购来操纵公司股价的问题。

内部人出于优化股权结构、满足资金流动性需要(吴先聪等, 2020)^[29]、规避投资风险、实现投资收益等考量,依法在二级市场减持其持有的股份无可厚非。但是,在股权高度集中、公司治理机制不完善的情况下,内部人为获取控制权收益有足够的动机和能力来侵占上市公司的财产。内部人利用其掌握的内幕信息和对公司内在价值、发展前景判断的优势,可以选择在适当的时机买卖公司股票从而获得超额收益(曾庆生, 2014)^[40]。进一步研究还发现,内部人在减持期间还可能打着“市值管理”的旗号行种种操纵公司股价的行为。吴育辉和吴世农(2010)^[28]发现内部人在减持前通过披露好消息或延迟坏消息的披露来推高公司股票价格以迎合其减持。陈晨(2017)^[16]则发现,内部人可以将本该一次披露的好消息分拆成若干次进行披露来控制信息披露节奏,从而配合内部人减持的进度。还有上市公司在内部人减持前公布业绩增长的预告,而在内部人减持完成后修正之前的业绩预告,通过操纵信息披露来迎合内部人的减持(蔡宁, 2012)^[15]。甚至一些上市公司在内部人减持前进

行正向的盈余操纵、公布“高送转”分配方案(谢德仁等, 2016)^[37]、调整创新投入(周铭山等, 2017)^[43]、进行资本运作(张晓宇和徐龙炳, 2017)^[42]、业绩承诺(佟岩等, 2021)^[45]等方式的伪“市值管理”来迎合内部人的恶意减持、“精准”减持和“清仓式”减持,这些现象都源于内部人的机会主义行为(徐龙炳等, 2021)^[36]。

并购作为企业的一项投资活动,其决策权主要由公司的实际控制人、CEO等关键人掌控。尤其是在民营控股上市公司,实际控制人掌握了企业并购决策的绝对话语权,因此,企业的并购行为主要取决于实际控制人的意愿。内部人减持信息的公布向证券市场传递了公司股票价格被高估或者公司未来的业绩将下滑的信号(朱茶芬等, 2011)^[44],这将给公司的股票价格带来负面影响(孙淑伟等, 2017)^[27],为对冲内部人减持信息公布对公司股票价格造成的负面影响,内部人有强烈的动机进行“市值管理”。此外,并购信息的发布易导致投资者的过度乐观情绪,并由此高估并购的协同效应、低估并购的风险,从而引发投资者对主并购公司股票的追捧(Danbolt et al., 2015)^[4]。尤其是在我国证券市场热衷于题材、概念炒作的背景下,并购信息的公布无疑可以吸引证券市场投资者的“眼球”,内部人通过发布并购信息公告刺激公司股票价格短期上涨,从而为其择机减持公司股票获取超额收益创造机会(陈信元和张田余, 1999; 王化成等, 2010)^{[18][33]}。因此,本文有理由推断,在内部人存在机会主义动机的背景下,内部人有动机和能力采取并购方式的“市值管理”手段推高公司的股票价格,从而达到其高位套现的目的。

基于上述分析,本文提出如下研究假设:

H1: 在其他条件相同的情况下,内部人减持金额越大的上市公司更有可能采取并购方式的市值管理行为。

上市公司为谋求并购的协同效应而发起的战略并购才是理性的并购。战略并购可以使上市公司迅速扩大生产规模和获得稀缺性的资源或技术(韩宝山, 2017)^[19]、优化资源配置(Weston et al., 2004)^[11]、节约交易费用(Williamson, 1987)^[12]、减少竞争对手进而获得垄断超额利润(徐虹等, 2015)^[35]、降低经营者的代理成本(Jensen, 1986)^[9],从而实现公司价值的增长。大量研究表明,与主并购公司业务属于同一领域的并购才符合

通常的商业逻辑(李善民和朱滔, 2006)^[23]。证监会颁布的《上市公司重大资产重组管理办法》第43条强调“上市公司发行股份购买资产, 必须充分说明并披露本次交易有利于提高上市公司资产质量、改善财务状况和增强持续盈利能力”。该办法重点关注上市公司的并购重组是否能产生协同效应。企业收购与其自身业务属于同一领域或技术相关性强的资产, 有助于并购协同效应的产生。而并购的标的资产与主并购企业既不在同一行业, 又不是纵向关系的跨行业并购, 则易造成主并购企业的非相关多元化经营, 进而导致主并购企业资源分散、整合难度加大, 并购的协同效应、预期收益难以实现。此外, 我国证券监管部门对上市公司并购重组有严格的信息披露要求和审核程序, 并购的金额达到规定限额时需要经证监会并购重组委审核。²相对于只需要经公司董事会、股东大会审议即可实施的并购, 需要经证监会审核的并购对其信息披露的要求更高、审核程序更加严格, 此类并购有着更高的信息披露成本和不确定性(季华等, 2010)^[21], 将给内部人的套利行为带来诸多不便。因此, 上市公司发起的此类并购往往是出于公司经营战略考量的战略并购, 而仅需董事会和股东大会审议即可实施的并购更可能是套现并购。

作为内部人的控股股东、董监高是发起并购的决策者, 并掌握了并购标的资产、未来预期收益、并购风险等信息的真实情况, 如果其发起并购的目的是出于经营战略的考量, 将给企业带来短期价值和长期价值的增长, 此时, 内部人不会在并购信息公布后立即减持其持有的公司股票。而若企业发起的并购是出于减持动机预谋下攫取私人利益的考量, 内部人很可能在并购信息公布之后减持其持有的股票, 此时上市公司发起的并购可能是套现并购, 其目的在于迎合投资者追逐概念、题材等热点的炒作, 从而刺激股价的短期上涨。此时内部人往往会忽视并购标的资产的真实价值, 对并购的标的资产不进行充分的尽职调查, 从而不能准确评估被并购标的资产可能产生的协同效应及给上市公司带来的现金流量。公司的内部人是并购的决策者, 其事先预知了此类并购的潜在风险, 则会在并购信息公布后择机减持其持有的公司股票, 从而获得超额收益, 而由此带来的损失却主要由公司的中小股东承担。因此, 本文有理由推

断, 在减持动机的预谋背景下, 内部人为攫取私人利益发起跨行业或者未经证监会审核的并购时, 内部人减持的可能性更大。

基于上述分析, 本文提出如下研究假设:

H2: 在其他条件相同的情况下, 上市公司发起跨行业或者未经证监会审核的并购时, 内部人减持的金额更大。

商誉是收购方在并购时支付给被并购方的溢价, 是被并购方未来为购买方带来超额利润的潜在经济价值(Wen and Moehrl, 2016)^[8]。但也有些高溢价带来的高商誉源自于管理层的过度自信(Seth et al., 2002)^[10], 还有可能是内部人的代理问题而导致的(陈耿和严彩红, 2020)^[17]。以套现为目的而发起的并购式“市值管理”, 并不能提高企业的核心竞争力和未来的价值, 是一种谋求以并购信息的公布对公司股票价格短期刺激的行为。在内部人存在获取私人利益的动机背景下, 内部人可能为了并购协议的达成而倾向于支付被并购方更高的溢价。尽管我国证券监管部门对上市公司并购重组有严格的信息披露要求和审核程序, 并且规定当并购的标的资产达到规定规模时要经证监会审核批准方可实施, 但上市公司为使并购能够顺利获得证券监管部门的批准, 往往与被并购方签订高业绩承诺的对赌协议, 从而掩盖高估标的资产的真相, 为套现并购操纵股票价格披上了合法的外衣, 这是“套现并购”形成高商誉的重要原因。尤其是一些规模较小的并购并不需要经过证监会的审核, 只需要经公司董事会、股东大会审议通过即可实施, 上市公司对此类并购的自由裁量权更大。在减持动机预谋攫取私人利益的背景下, 内部人更有可能高溢价收购标的资产以促进并购协议的达成, 从而形成并购的高商誉。由于此类并购的高商誉源自于内部人的机会主义, 并不能给主并购公司的未来带来确定性的现金流量, 当被并购企业不能完成业绩承诺时便要计提商誉减值。因此, 本文有理由推断, 在减持动机的预谋背景下, 内部人为攫取私人利益而发起的并购更有可能出现高商誉减值。

基于上述分析, 本文提出如下研究假设:

H3: 在其他条件相同的情况下, 并购后内部人减持金额越大, 上市公司商誉减值的比例越高。

并购商誉的确认、计量和减值是基于并购标的可辨认净资产的公允价值、可收回金额等因素确定的，而资产的公允价值、可收回金额等都依赖于并购标的资产的未来增值潜力和现金流量。在内部人减持动机预谋攫取更多的私人利益的背景下，为促使并购协议的达成和顺利通过证监会的审核，往往不惜牺牲中小股东利益，发起不能为公司带来长期价值增长而有利于刺激公司股票价格短期上涨的高溢价并购。因此，这种为高位套现攫取私人利益而发起的“忽悠式并购”易形成较高的并购商誉，这为后续商誉减值埋下了极大隐患。

战略并购有助于企业战略目标的实现和资源整合，并提升企业的核心竞争能力。尽管战略并购也可能形成较高的商誉，但战略并购形成的高商誉后续将会给主并购公司带来确定性的收益和现金流量，并购完成之后一般不会导致后续大幅的商誉减值。而套现并购是内部人为攫取私人利益而发起的“忽悠式并购”，并购的标的资产往往后续不能给主并购公司带来确定的现金流量，从而导致后续出现大幅的商誉减值。在我国会计准则给予了公司管理层计提商誉减值较大的自由裁量权的情况下，公司管理层择机确认商誉减值损失的现象相当普遍(潘红波等，2019)^[26]。控股股东、董监高作为公司的内部人有能力操控公司商誉减值的时间和节奏，很可能在其顺利完成减持计划之后再计提商誉减值。因此，本文有理由推断，在内部人攫取私人利益预谋的背景下，套现并购的高溢价、高商誉减值现象更加严重。

基于上述分析，本文提出如下研究假设：

H4：在其他条件相同的情况下，相对于战略并购，套现并购的“双高”现象更加严重。

三、研究设计

(一)样本选择

本文选取2007—2019年沪深上市公司为研究对象，并按照以下标准筛选样本：(1)剔除金融类上市公司；(2)剔除ST、*ST的公司；(3)剔除上市不足一年的公司；(4)剔除并购交易金额小于100万元的样本；(5)剔除并购未成功的样本；(6)剔除并购类型为资产剥离、资产置换、债务重组、股份回购、股权转让的样本，仅保留并购类

型为资产收购、吸收合并、要约收购的样本；(7)对涉及商誉减值的假设3和假设4，剔除了商誉和商誉减值数据同时为0的样本；(8)剔除了数据缺失、数据异常的样本。为了避免极端值的影响，对所有连续变量进行上下1%的缩尾处理。最终获得25606例观测值。本文选取的内部人减持数据均来源于Choice数据库，其他数据则来源于CSMAR国泰安数据库。

(二)模型设计与变量定义

为检验假设1，本文构建了模型(1)：

$$MA_{i,t} = \alpha + \beta_1 Sell_{i,t+1} + \beta_2 \sum_{i=2}^n Controls_{i,t} + Year + Indus + \varepsilon \quad (1)$$

为检验假设2，本文构建了模型(2)：

$$Sell_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 TypeMA_{i,t} + \beta_2 \sum_{i=2}^n Controls_{i,t} + Year + Indus + \varepsilon \quad (2)$$

为检验假设3，本文构建了模型(3)：

$$GWI_{i,t+2} = \alpha + \beta_1 Sell_{i,t+1} + \beta_2 \sum_{i=2}^n Controls_{i,t+1} + Year + Indus + \varepsilon \quad (3)$$

为检验假设4，本文构建了模型(4)和模型(5)：

$$Pre_{i,t} = \alpha + \beta_1 TypeMA_{i,t} + \beta_2 \sum_{i=2}^n Controls_{i,t} + Year + Indus + \varepsilon \quad (4)$$

$$GWI_{i,t+3} = \alpha + \beta_1 TypeMA_{i,t} + \beta_2 \sum_{i=2}^n Controls_{i,t} + Year + Indus + \varepsilon \quad (5)$$

1.主要变量

并购事件(MA)：若上市公司发布了并购完成的公告，则赋值为1；否则为0。³该数据来源于CSMAR并购重组数据库和Choice数据库，并经手工整理而得。

并购类型(TypeMA)：本文将并购类型分为套现并购和战略并购，将同时满足跨行业 and 未经证监会并购重组委员会审核的并购事件定义为套现并购，则赋值为1；否则为战略并购，赋值为0。上市公司为谋求并购的协同效应而发起的并购更可能是理性并购，因此业务相关型并购更可能是战略并购，而跨行业并购更可能是套现并购。⁴相对于只需要经公司董事会、股东大会审议即可实施的并购，经证监会审核的并购对其信息披露的要求更高、审核程序更加严格，有着更高的信息披露成本和不确定性，会给内部人的套利行为带来诸多不便(季华等，2010)^[21]，因此，此类并购更可能是战略并购；而仅需董事会和股东大会审议即可实施的并购更可能是套现并购。

并购溢价率(Pre)：用(并购标的评估价值-并购标的账面价值)/并购标的账面价值的绝对值来衡量。对于同一年中发生多起并购事件的上市公司，选择并购规模最大(支付对价最高)的事件计算并购溢价率。由于有些上

市公司未披露并购标的资产的评估价值和账面价值,导致部分样本的并购溢价率(Pre)无法计算,这可能导致样本选择偏误问题。本研究在下文采用PSM方法进行了稳健性检验,以便消除样本选择偏误问题对回归结果的影响。

商誉减值率(GWI): 商誉减值/总资产。模型(3)用于检验上市公司并购后内部人减持对商誉减值的影响(假设3),为此,本文在发生了并购的上市公司样本中选取了2008—2018年内部人减持($Sell_{i,t+1}$)的数据,以检验内部人减持($Sell_{i,t+1}$)与后1年(2009—2019年)商誉减值率($GWI_{i,t+2}$)之间的关系;此外,由于部分上市公司并购时没有形成商誉(即并购溢价率为0),此时商誉数据为0,商誉减值也为0,因此,本研究剔除了商誉和商誉减值数据同时为0的样本,只选取了存在商誉减值数据的样本公司进行回归检验。模型(5)用于检验并购类型($TypeMA_{i,t}$)与3年后上市公司计提商誉减值之间的关系,为此,需要计算3年后的商誉减值率($GWI_{i,t+3}$),由于可以查找到的商誉减

值数据最晚为2019年底,所以,并购类型($TypeMA_{i,t}$)选用了2007—2016年的样本,商誉减值率($GWI_{i,t+3}$)则为2010—2019年的样本。

内部人减持($Sell$): 参照潘红波等(2019)^[26]的研究,用上市公司内部人减持金额的自然对数加1来衡量。上市公司内部人指企业的董事、监事、高管以及持股比例5%以上的大股东。

2. 控制变量

选取企业规模($Size$)、经营活动现金流(Cf)、总资产收益率(ROA)、股权集中度($Top1$)、资产负债率(Lev)、公司年龄(Age)、董事会规模($Board$)、独董比例($Indrate$)、高管薪酬($Salary$)、管理层持股比例($MShare$)、机构投资者持股比例($IShare$)、股权性质(SOE)等变量作为控制变量。此外,本文还控制了企业年度效应($Year$)和行业效应($Indus$),变量的详细定义如表1所示。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计

表2列示了主要变量的描述性统计结果。 MA 的均值为0.145,说明样本中有14.5%的上市公司发生了并购,其中总样本25606例,发生了并购($MA=1$)的观测值为3718例,未发生并购的观测值为21888例。 $Sell$ 的最小值为0,

表1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
主要变量	并购事件	MA	若上市公司发布了并购完成的公告则赋值为1,否则为0
	并购类型	$TypeMA$	将同时满足跨行业和未经证监会审核的并购事件定义为套现并购,赋值为1;否则为战略并购,赋值为0
	并购溢价率	Pre	(并购标的的评估价值 - 并购标的的账面价值) / 并购标的的账面价值
	商誉减值率	GWI	商誉减值 / 总资产
	内部人减持	$Sell$	内部人减持金额的自然对数加1
控制变量	企业规模	$Size$	总资产的自然对数
	经营活动现金流	Cf	经营活动现金净流量 / 总资产
	总资产收益率	ROA	净利润 / 总资产
	股权集中度	$Top1$	第一大股东持股比例
	资产负债率	Lev	总负债 / 总资产
	公司年龄	Age	公司成立年数的自然对数
	董事会规模	$Board$	董事会总人数的自然对数
	独董比例	$Indrate$	独立董事人数 / 董事会总人数
	高管薪酬	$Salary$	高管薪酬总额的自然对数
	管理层持股比例	$MShare$	管理层持股数 / 总股数
	机构投资者持股比例	$IShare$	机构投资者持股数 / 总股数
	股权性质	SOE	上市公司为国有企业赋值为1,否则为0
	年度效应	$Year$	控制年度固定效应
	行业效应	$Indus$	控制行业固定效应

表2 描述性统计结果

变量	样本量	均值	方差	最小值	最大值
MA	25606	0.145	0.352	0.000	1.000
$Sell$	25606	7.618	8.399	0.000	20.638
GWI	14137	0.003	0.014	0.000	0.108
$TypeMA$	3718	0.248	0.432	0.000	1.000
Pre	2688	0.684	2.436	-0.56	16.331
$Size$	25606	22.092	1.264	19.731	26.053
Cf	25606	0.046	0.071	-0.174	0.246
ROA	25606	0.038	0.055	-0.202	0.193
$Top1$	25606	0.347	0.148	0.088	0.748
Lev	25606	0.436	0.204	0.055	0.882
Age	25606	2.728	0.392	1.386	3.434
$Board$	25606	2.144	0.200	1.609	2.708
$Indrate$	25606	0.373	0.053	0.308	0.571
$Salary$	25606	15.173	0.764	13.212	17.157
$MShare$	25606	0.118	0.191	0.000	0.678
$IShare$	25606	0.357	0.249	0.002	0.883
SOE	25606	0.407	0.491	0.000	1.000

表3 基准回归结果

	假设 1	假设 2	假设 3	假设 4	
	MA_t	$Sell_{t+1}$	GW_{t+2}	Pre_t	GW_{t+3}
$Sell_{t+1}$	0.030*** (11.52)		>0.000*** (3.17)		
$TypeMA_t$		0.708** (2.33)		0.398*** (2.72)	0.003** (2.20)
$Size$	0.172*** (6.68)	-1.016*** (-5.77)	0.000 (0.62)	0.036 (0.55)	-0.000 (-0.49)
Cf	-1.337*** (-4.25)	-2.907 (-1.38)	0.003 (0.49)	0.602 (0.69)	-0.002 (-0.31)
ROA	1.957*** (4.33)	2.846 (0.97)	-0.045*** (-3.23)	0.982 (0.75)	0.001 (0.06)
$Top1$	0.449** (2.51)	-5.827*** (-5.42)	-0.005* (-1.82)	-0.052 (-0.14)	-0.009*** (-2.66)
Lev	0.440*** (3.13)	0.340 (0.35)	-0.000 (-0.16)	0.335 (0.95)	-0.004 (-0.94)
Age	-0.103 (-1.42)	-2.965*** (-6.93)	-0.000 (-0.20)	-0.176 (-1.00)	-0.001 (-0.66)
$Board$	-0.287** (-2.02)	1.498* (1.65)	-0.000 (-0.13)	-0.138 (-0.55)	0.002 (0.47)
$Indrate$	-0.303 (-0.62)	-0.606 (-0.20)	0.003 (0.39)	-0.176 (-0.16)	-0.000 (-0.00)
$Salary$	-0.055 (-1.40)	0.848*** (3.37)	-0.000 (-0.66)	0.064 (0.77)	-0.000 (-0.04)
$MShare$	0.004 (0.03)	7.177*** (6.98)	-0.006** (-2.39)	0.133 (0.33)	-0.001 (-0.17)
$IShare$	-0.371*** (-2.88)	2.060** (2.55)	-0.002 (-0.98)	0.011 (0.04)	-0.003 (-1.06)
SOE	-0.514*** (-8.03)	-3.896*** (-9.68)	-0.003*** (-3.30)	-0.564*** (-4.90)	-0.002 (-1.49)
截距项	-5.976*** (-8.19)	25.006*** (5.05)	0.001 (0.11)	-1.618 (-1.04)	0.011 (0.72)
年度效应	是	是	是	是	是
行业效应	是	是	是	是	是
样本量	25606	3718	2541	2688	1616
调整 R^2		0.228	0.066	0.017	0.073
准 R^2	0.074				

注：括号内为经过 robust standard error 和公司层面聚类 (cluster) 修正后的 t 值，*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平下显著，下同。(1) 列为 Logit 回归，(2) ~ (5) 列为 OLS 回归。

最大值为20.638，方差为8.399，说明不同上市公司内部人减持金额存在较大差异。 $TypeMA$ 均值为0.248，说明样本中有24.8%的并购事件为套现并购，即在3718例并购事件中，有922例为套现并购，2796例为战略并购。

(二) 回归结果与分析

表3第(1)列报告了上市公司内部人减持与公司并购的关系。结果显示，内部人减持($Sell_{t+1}$)的回归系数在1%水平下显著为正。这说明，内部人减持金额越大，上市公司越有可能进行并购，从而验证了本文假设1。

表3第(2)列报告了并购类型与上市公司内部人减持的关系。结果显示，并购类型($TypeMA_t$)的回归系数在5%水平下显著为正。这说明相对于战略并购，上市公司发起

表4 替换解释变量后的回归结果

	假设 1		假设 2		假设 3	
	MA_t	MA_t	$SellR_{t+1}$	$SellSh_{t+1}$	GW_{t+2}	GW_{t+2}
$SellR_{t+1}$	3.808*** (4.87)				0.013* (1.96)	
$TypeMA_t$			0.006** (2.23)	0.558** (2.11)		
$SellSh_{t+1}$		0.037*** (12.65)				>0.000*** (3.50)
控制变量	是	是	是	是	是	是
年度效应	是	是	是	是	是	是
行业效应	是	是	是	是	是	是
样本量	25606	25606	3718	3718	2541	2541
调整 R^2			0.064	0.182	0.063	0.066
准 R^2	0.071	0.075				

注：(1)(2) 列为 Logit 回归，(3) ~ (6) 列为 OLS 回归。

跨行业或未经证监会审核的套现并购时，内部人减持的金额更大，从而验证了本文假设2。

表3第(3)列报告了并购后内部人减持与上市公司商誉减值的关系。结果显示，内部人减持($Sell_{t+1}$)的回归系数在1%水平下显著为正。这说明并购后内部人减持金额越大，其后上市公司计提商誉减值的比例越高，从而验证了本文假设3。

表3第(4)列报告了并购类型与并购溢价率的关系。结果显示，并购类型($TypeMA_t$)的回归系数在1%水平下显著为正。这说明相对于战略并购，套现并购的并购溢价率更高。表3第(5)列报告了并购类型与上市公司商誉减值的关系。结果显示，并购类型($TypeMA_t$)的回归系数在5%水平下显著为正。这说明相对于战略并购，套现并购在并购完成3年后计提了更多的商誉减值。由此验证了本文假设4。

(三) 稳健性检验

为了检验上述结论的稳健性，本文还作了如下测试：

1. 替换解释变量

为排除指标选取对研究结论的影响，本文分别以内部人减持比例($SellR$)和内部人减持股数的自然对数加1($SellSh$)替换模型(1)、模型(2)和模型(3)中的内部人减持金额($Sell$)，重新对模型(1)、模型(2)和模型(3)进行了回归检验。结果如表4所示，与前文基本一致。

2. PSM 检验

上市公司进行套现并购还是战略并购并非是完全随机的，可能存在样本选择偏误问题；此外，商誉减值的

表5 倾向得分匹配法的估算结果和平衡性检验

变量		均值		偏差		t 检验	
		实验组	控制组	%	% 下降	t 值	p> t
Size	匹配前	22.180	22.238	-4.8	98.1	-1.31	0.191
	匹配后	22.184	22.185	-0.1		-0.02	0.984
Cf	匹配前	0.042	0.043	-1.3	-53.2	-0.35	0.727
	匹配后	0.042	0.041	2.0		0.43	0.665
ROA	匹配前	0.038	0.042	-6.2	91.5	-1.71	0.087
	匹配后	0.039	0.039	0.5		0.11	0.909
Top1	匹配前	0.340	0.342	-1.3	-428.6	-0.34	0.735
	匹配后	0.341	0.331	6.8		1.50	0.135
Lev	匹配前	0.431	0.428	1.6	-130.3	0.43	0.670
	匹配后	0.430	0.437	-3.7		-0.80	0.426
Age	匹配前	2.727	2.755	-7.0	83.9	-1.90	0.057
	匹配后	2.726	2.731	-1.1		-0.24	0.808
Board	匹配前	2.120	2.116	1.9	-9.6	0.51	0.610
	匹配后	2.121	2.117	2.1		0.45	0.651
Indrate	匹配前	0.376	0.377	-2.8	18.5	-0.74	0.459
	匹配后	0.376	0.374	2.3		0.50	0.618
Salary	匹配前	15.277	15.299	-3.1	31.2	-0.84	0.399
	匹配后	15.276	15.291	-2.1		-0.46	0.646
SOE	匹配前	0.251	0.272	-4.8	94.9	-1.26	0.208
	匹配后	0.251	0.250	0.2		0.05	0.958

图1 匹配前后倾向得分的概率密度分布比较

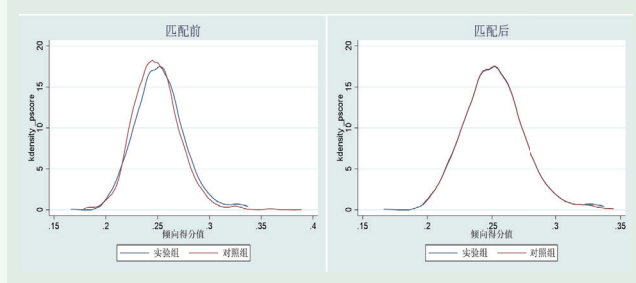


表6 基于倾向得分匹配法的回归结果

	假设 2	假设 3	假设 4	
	$Sell_{t+1}$	GWI_{t+2}	Pre_t	GWI_{t+3}
$TypeMA_t$	0.627* (1.74)		0.361** (2.16)	0.004** (2.58)
$Sell_{t+1}$		>0.000*** (3.11)		
控制变量	是	是	是	是
年度效应	是	是	是	是
行业效应	是	是	是	是
样本量	1845	1211	1208	782
调整 R^2	0.206	0.068	0.014	0.128

数据和并购溢价率的数据缺失也可能导致样本选择的偏误问题。为了缓解上述样本选择的偏误问题对回归结果的影响,本文以发生了套现并购的上市公司($TypeMA=1$)为实验组、发生了战略并购的上市公司($TypeMA=0$)为对照组,选取企业规模($Size$)、经营活动现金流(Cf)、总资产收益率(ROA)、股权集中度($Top1$)、资产负债率(Lev)、公司年龄(Age)、董事会规模($Board$)、独董比例($Indrate$)、高管薪酬($Salary$)、股权性质(SOE)等变量为协变量,进行了基于Logit模型的无放回一对一最近邻匹配(卡尺为0.01)。检验结果如表5所示,匹配后的实验组和对照组基本不存在显著性差异,满足平衡性假设;匹配前后倾向得分的概率密度分布如图1所示,匹配后的实验组与对照组倾向得分值的概率密度分布十分接近,说明匹配效果较好。并且,本研究用匹配后的样本重新进行了回归检验,结果如表6所示,与前文基本一致。

3. 基于仅发生过一次并购的上市公司样本的稳健性检验

本研究选取的商誉减值数据中可能混杂了不同年份多项并购所计提的商誉减值数据。对此,本研究选用样本期间仅发生过一次并购的上市公司样本,重新对涉及

表7 基于仅发生过一次并购的上市公司样本的回归结果

	假设 3	假设 4
	GWI_{t+2}	GWI_{t+3}
$Sell_{t+1}$	>0.000** (2.08)	
$TypeMA_t$		0.019*** (3.19)
控制变量	是	是
年度效应	是	是
行业效应	是	是
样本量	372	189
调整 R^2	0.107	0.139

表8 基于发生了内部人减持的上市公司样本的回归结果

	假设 1
	MA_t
$Sell_{t+1}$	0.015** (2.24)
控制变量	是
年度效应	是
行业效应	是
样本量	12181
准 R^2	0.060

商誉减值率(GWI)的假设3和假设4进行稳健性检验,以排除不同年份多次并购所计提商誉减值的影响。回归结果如表7所示,与前文基本一致。

4. 基于发生了内部人减持的上市公司样本的稳健性检验

为了排除并购事件(MA)的定义和样本选择对假设1的影响,本文选用仅发生了内部人减持的上市公司样本进行稳健性检验。回归结果如表8所示,与前文基本一致。

五、结论与启示

本文以2007—2019年沪深上市公司为研究对象,检验了内部人减持与并购之间的关系。研究发现,内部人减持公司可能采取并购方式的伪“市值管理”来迎合内部人减持,并且上市公司发起跨行业和未经证监会审核的套现并购时,内部人减持的可能性更大。进一步研究还发现,相对于并购后内部人未进行减持的上市公司,并购后内部人实施了减持的上市公司发生的“双高”现象更加严重。

本研究的发现有如下三点启示:一是在内部人攫取私人利益预谋的背景下,内部人有动机和能力发起并购方式的伪“市值管理”来推高公司的股票价格,以迎合内部人的减持行为;二是发起跨行业和未经证监会审核的套现并购是内部人减持公司的“重灾区”;三是“忽悠式”套现并购是并购“双高”现象的重要原因。

为遏制上市公司控股股东、董监高等内部人发起“忽悠式”套现并购进行伪市值管理,更好地发挥并购在资源配置中的作用,规范上市公司的内部人减持行为,本文提出如下三点政策建议:

一是进一步强化上市公司并购行为监管。证券监管部门要进一步完善上市公司并购重组的相关规定,特别是要强化对上市公司并购重组的审核和信息披露的监

管。交易所要加强对上市公司并购重组的动机、标的资产的质量、业绩承诺协议等方面的问询监管,尤其要对内部人存在减持动机而发起的跨行业和未经证监会审核的并购重组进行重点监管,使“精准监管”措施进一步落到实处。注册会计师、律师、投资银行等相关人员要切实担负起上市公司并购重组监管的责任,对协助上市公司进行“忽悠式”并购的中介机构要进行严肃处理。

二是进一步规范上市公司控股股东、董监高等内部人的行为。上市公司内部人是发起“忽悠式”套现并购的决策者,证券监管部门要进一步加强上市公司内部人尤其是实际控制人行为的监管。上市公司要通过不断完善公司治理机制,从制度上约束控股股东、董监高等内部人的行为,从源头上抑制伪“市值管理”和违规减持行为的发生。

三是进一步完善会计准则来规范上市公司商誉的确认、计量和减值的会计处理,并强化商誉减值的信息披露。注册会计师、资产评估师等相关人员要切实担负起上市公司商誉确认、计量和减值以及信息披露监管的责任,对注册会计师、资产评估师等有关人员只“审”不“监”,甚至迎合上市公司利用商誉确认、计量和减值操纵公司盈余、资产价格的现象要加大处罚力度。

当然,本研究还存在如下两点不足:一是将上市公司发起的跨行业和未经证监会审核的并购重组界定为套现并购未免太主观;二是囿于数据的可获得性,对于同一年存在多起并购事件的上市公司,仅选择并购规模最大的一次事件计算并购的溢价率,这可能导致研究结论存在偏差。

[基金项目:国家自然科学基金面上项目“定向增发新股、中介监督与盈余管理研究”(项目批准号:71772081)]

注释

1. 引自国务院2014年发布的《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》。

2. 根据《中国证券监督管理委员会上市公司并购重组审核委员会工作规程》,需要提交并购重组委审核的并购重组行为主要包括:(1)根据中国证监会的相关规定构成上市公司重大资产重组的;(2)上市公司以新增股份向特定对象购买资产的;(3)上市公司合

并、分立。

3. 当上市公司为减持公司时,若其在减持日(基准日)前365天内发布了并购公告,则将该样本认定为发生并购样本;当上市公司为非减持公司时,则以上市公司当年是否发布并购公告进行判断。

4. 本文将纵向并购和横向并购定义为业务相关型并购,将混合并购定义为跨行业并购。

参考文献:

- [1] Andrade G, Mitchell M, Stafford E. New evidence and perspectives on merger[J]. Journal of Economic Perspectives, 2001, 15(2): 103-120.
- [2] Bagnoli M, Lipman B L. Stock price manipulation through takeover bids[J]. Rand Journal of Economics, 1996, 27(4): 124-147.
- [3] Black J M, Bulkley G. Insiders and outsiders and efficient asymmetric information contracts[J]. Economics Letters, 1989, 29(3): 265-269.
- [4] Danbolt J, Siganos A, Vagenas-Nanos E. Investor sentiment and bidder announcement abnormal returns[J]. Journal of Corporate Finance, 2015, 33(8): 164-179.
- [5] Eisenhardt K M, Graebner M E. Theory building from cases: opportunities and challenges[J]. Academy of Management Journal, 2007, 50(1): 25-32.
- [6] Gorton G, Kahl M, Rosen R J. Eat or be eaten: a theory of mergers and firm size[J]. Journal of Finance, 2009, 64(3): 1291-1344.
- [7] Harford J, Li K. Decoupling CEO wealth and firm performance: the case of acquiring CEOs[J]. Journal of Finance, 2007, 62(2): 917-949.
- [8] Wen H, Moehrle S. Accounting for goodwill: an academic literature review and analysis to inform the debate[J]. Research in Accounting Regulation, 2016, 28(1): 11-21.
- [9] Jensen M C. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. American Economic Review, 1986, 76(2): 323-329.
- [10] Seth A, Song K P, Pettit R R. Value creation and destruction in cross-border acquisitions: an empirical analysis of foreign acquisitions of US firms[J]. Strategic Management Journal, 2002, 23(10): 921-940.
- [11] Weston F J, Mitchell M L, Mulherin J H. Takeovers, restructuring and corporate governance[M]. New Jersey: Prentice Hall, 2004.
- [12] Williamson O E. Antitrust economics: mergers, contracting, and strategic behavior[M]. Oxford: Basil Blackwell, 1987.
- [13] 安郁强, 陈选娟. 估值套利与公司并购——来自中国企业并购的新证据[J]. 经济管理, 2019, 41(3): 73-89.
- [14] 蔡宁, 魏明海. “大小非”减持中的盈余管理[J]. 审计研究, 2009, (2): 40-49.
- [15] 蔡宁. 信息优势、择时行为与大股东内幕交易[J]. 金融研究, 2012, (5): 179-192.
- [16] 陈晨. 证券市场信息型操纵认定难点及监管对策研究[J]. 证券市场导报, 2017, (8): 63-71.
- [17] 陈耿, 严彩虹. 代理冲突、激励约束机制与并购商誉[J]. 审计与经济研究, 2020, 35(2): 65-76.
- [18] 陈信元, 张田余. 资产重组的市场反应——1997年沪市资产重组实证分析[J]. 经济研究, 1999, (9): 47-55.
- [19] 韩宝山. 技术并购与创新: 文献综述及研究展望[J]. 经济管理, 2017, 39(9): 195-208.
- [20] 黄俊威. 融资融券制度与公司内部人减持——一种市场化治理机制的探索[J]. 管理世界, 2020, 36(11): 143-167.
- [21] 季华, 魏明海, 柳建华. 资产注入、证券市场监管与绩效[J]. 会计研究, 2010, (2): 47-56.
- [22] 李善民, 毛雅娟, 赵晶晶. 高管持股、高管的私有收益与公司的并购行为[J]. 管理科学, 2009, 22(6): 2-12.
- [23] 李善民, 朱滔. 多元化并购能给股东创造价值吗?——兼论影响多元化并购长期绩效的因素[J]. 管理世界, 2006, (3): 129-137.
- [24] 廖珂, 谢德仁, 张新一. 内部人股权质押与上市公司并购——基于市值管理的视角[J]. 会计研究, 2020, (10): 97-111.
- [25] 鲁桂华, 张静, 刘保良. 中国上市公司自愿性积极业绩预告: 利公还是利私——基于大股东减持的经验证据[J]. 南开管理评论, 2017, 20(2): 133-143.
- [26] 潘红波, 饶晓琼, 张哲. 并购套利观: 来自内部人减持的经验证据[J]. 经济管理, 2019, 41(3): 107-123.
- [27] 孙淑伟, 梁上坤, 阮刚铭, 付宇翔. 高管减持、信息压制与股价崩盘风险[J]. 金融研究, 2017, (11): 175-190.
- [28] 吴育辉, 吴世农. 高管薪酬: 激励还是自利?——来自中国上市公司的证据[J]. 会计研究, 2010, (11): 40-48+96-97.
- [29] 吴先聪, 陈鑫, 张健. “减持规定”规范了大股东减持行为吗?[J]. 审计与经济研究, 2020, 35(3): 58-69.
- [30] 吴战篪, 吴伟立. 大股东减持伤害了实体经济吗[J]. 南开管理评论, 2018, 21(1): 99-108.
- [31] 王博. 上市公司并购重组突出问题、监管难点及对策研究[J]. 证券市场导报, 2017, (6): 71-78.
- [32] 王玉涛, 陈晓, 薛健. 限售股减持: 利润平滑还是投资收益最大?[J]. 金融研究, 2013, (1): 164-176.
- [33] 王化成, 孙健, 邓路, 卢闯. 控制权转移中投资者过度乐观了吗[J]. 管理世界, 2010, (2): 38-45.
- [34] 万相昱, 唐亮, 王典典. 炒作型并购对股票溢价影响的量化研究[J]. 价格理论与实践, 2019, (4): 108-111+167.
- [35] 徐虹, 林钟高, 芮晨. 产品市场竞争、资产专用性与上市公司横向并购[J]. 南开管理评论, 2015, 18(3): 48-59.
- [36] 徐龙炳, 李琛, 陈倩雯. 信息型市场操纵与财富转移效应研究——基于上市公司内部人减持的视角[J]. 财经研究, 2021, 47(5): 4-18+48.
- [37] 谢德仁, 崔宸瑜, 廖珂. 上市公司“高送转”与内部人股票减持: “谋定后动”还是“顺水推舟”?[J]. 金融研究, 2016, (11): 158-173.
- [38] 杨威, 宋敏, 冯科. 并购商誉、投资者过度反应与股价泡沫及崩盘[J]. 中国工业经济, 2018, (6): 156-173.
- [39] 易志高, 潘子成, 茅宁, 李心丹. 策略性媒体披露与财富转移——来自上市公司高管减持期间的证据[J]. 经济研究, 2017, 52(4): 166-180.
- [40] 曾庆生. 高管及其亲属买卖公司股票时“浑水摸鱼”了?——基于信息透明度对内部人交易信息含量的影响研究[J]. 财经研究, 2014, 40(12): 15-26+88.
- [41] 张新民, 卿琛, 杨道广. 内部控制与商誉泡沫的抑制——来自我国上市公司的经验证据[J]. 厦门大学学报(哲学社会科学版), 2018, (3): 55-65.
- [42] 张晓宇, 徐龙炳. 限售股解禁、资本运作与股价崩盘风险[J]. 金融研究, 2017, (11): 158-174.
- [43] 周铭山, 张倩倩, 杨丹. 创业板上市公司创新投入与市场表现: 基于公司内外部的视角[J]. 经济研究, 2017, 52(11): 135-149.
- [44] 朱茶芬, 李志文, 陈超. A股市场上大股东减持的时机选择和市场反应研究[J]. 浙江大学学报(人文社会科学版), 2011, 41(3): 159-169.
- [45] 佟岩, 王茜, 刘向强. 业绩承诺: 保护措施还是套利工具?——来自高管减持的经验证据[J]. 商业经济与管理, 2021, (3): 42-55.

(责任编辑: 孙烨)