

# 股票错误定价、市值管理与上市公司并购行为

何德旭, 曾敏, 吴育辉, 刘蕴霆

**[摘要]** 本文从经典的“股票错误定价驱动并购”理论出发,结合“流动性溢价”“投资者有限关注”以及“锚定效应”理论,探究A股上市公司并购行为的动机。研究发现,在与同期同行业公司的横向比较中,公司股票的估值越高,开展并购的可能性越大;而与长期估值的纵向相比较,公司股票的估值越低,开展并购的可能性越大。这意味着二者所代表的“估值套利”及“估值修复”并购动机得到了验证。但更深入的研究结果显示,静态的股价高估或低估本身不是驱动并购的根本原因,股价与并购活动之间存在“股票错误定价—更好的并购市场反应—进一步推动并购”的动态关系,说明股票错误定价表象下更本质的底层逻辑在于股价提升的诉求,即提升股价进行市值管理是A股上市公司发起并购活动的重要动机之一。上述结论在经过双重差分、工具变量、双向固定效应、排除他因等一系列内生性和稳健性检验后依然成立。进一步研究发现,“市值管理”型并购在短期提升股价的同时,长期并没有带来真正的协同效应,尤其是“估值套利”类并购表现出长期更多的商誉减值、更差的会计业绩以及更高的股价崩盘风险。本文构建了并购推动股价上涨的理论分析框架,并证实上市公司发起并购的“市值管理”动机,对政策制定者深入理解A股市场的运行逻辑、完善资本市场治理具有一定的现实意义。

**[关键词]** 并购; 市值管理; 股票错误定价; 动机

**[中图分类号]**F271 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-48X(2022)10-0118-19

DOI:10.19581/j.cnki.ciejournal.2022.10.007

## 一、引言

近年来,A股市场并购重组的交易数量和交易金额持续居于高位。根据中国证券监督管理委员会(简称证监会)数据显示,2021年至2022年3月期间,上市公司累计实施并购重组3673单次,交易金额1.9万亿元,由上市公司发起的并购交易约占国内并购交易总量的六成。那么,一个兼具理论和现实意义的问题随之而来,A股上市公司为什么要实施这么多的并购,发起并购的动机是什么?关于并购动机,既有研究已展开大量讨论,除西方理论中涉及的协同效应(Bradley et al.,

**[收稿日期]** 2022-06-23

**[基金项目]** 国家自然科学基金青年项目“国有资本参与与民营企业财务行为——基于多个大股东‘制衡’和‘互补’视角的研究”(批准号72202230)。

**[作者简介]** 何德旭,中国社会科学院大学商学院教授,中国社会科学院财经战略研究院研究员,博士生导师,经济学博士;曾敏,中国社会科学院财经战略研究院博士后,管理学博士;吴育辉,厦门大学管理学院教授,博士生导师,管理学博士;刘蕴霆,北京大学经济学院助理教授,博士生导师,经济学博士。通讯作者:吴育辉,电子邮箱:wuyuhui@xmu.edu.cn。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,文责自负。

1983)、代理理论(Jensen and Meckling, 1976)、自大假说(Roll, 1986)等,国内学者还基于中国的制度背景提出政府干预(潘红波等,2008)、高管政治晋升(陈仕华等,2015)、产业政策(蔡庆丰和田霖,2019)等。每一种理论均有其合理之处,对上市公司的并购决策都造成了或高或低的影响。然而,纵观这些理论,上述影响因素多数只适用于某一类公司,对于近年来中国资本市场出现的大范围、大规模并购,是否存在着更加普适的解释?

最新的文献主要聚焦“资本运作”,并指出并购成为近年来大股东资本运作的一个重要手段(张晓宇和徐龙炳,2017;陆蓉和兰袁,2021;郑志刚等,2021)。资本运作是指公司利用金融工具和资本市场规则,通过技巧性地运作,实现资本增值的过程。实践中,资本运作往往是一个颇具负面色彩的词汇,通常用其表征大股东操纵股价的机会主义行为。已有文献也主要是从这一基调出发,主张大股东在限售股解禁前、股权质押后以及处于金字塔股权结构下倾向于进行资本运作,谋取私利(张晓宇和徐龙炳,2017;陆蓉和兰袁,2021;郑志刚等,2021)。然而,正如张晓宇和徐龙炳(2017)所言,上述文献并未对资本运作的方式进行深入分析,也没有解释并购为什么可以推动股价上涨,何以成为资本运作的手段这一重要问题,而是在一定程度上先验性地将包括并购等在内的受到资本市场关注的行为直接视为资本运作的手段。那么,资本运作和并购之间到底存在怎样的关系?安郁强和陈选娟(2019)对这一问题做了分析和补充。他们基于经典的“股票错误定价驱动并购”(Stock Market Driven Acquisition,简称SMDA)理论提出了“并购估值套利”理论,其中SMDA理论是指股价高估导致并购活动的发生。具体而言,因为市场并非完全有效,股票的价格与实际价值存在偏离,理性的主并方管理者知道市场偏离了有效价值,便有动机抓住股价高估的时间窗口,以股票作为支付方式收购股价被低估的企业(Shleifer and Vishny, 2003)。具体到中国情境下,由于A股市场首次公开发行(IPO)实行的是“核准制”,IPO资格的稀缺性造成上市公司较之非上市公司存在系统性的股价高估,这使得前者通过并购后者就可以提升股价。因此,主并方的股票估值越高,通过并购可以获得的“套利”空间越大,发生并购的可能性相应越大(安郁强和陈选娟,2019)。

然而,李善民等(2020)对此却持完全相反的观点,同样基于中国的制度背景指出,证监会规定以股票为支付方式的并购交易视同重大资产重组,需要经过严格的审批方可实施,由此A股市场上以股票为支付方式的并购交易比例较低,这一点违背了“股票错误定价驱动并购”(SMDA)理论的基本假设——主并方必须采用股票作为支付方式,才有可能实现股价高估下的套利目的。因此,SMDA理论在中国情境下并不适用。进一步地,李善民等(2020)从信号效应的视角分析指出股价低估才会导致并购,理由在于,A股市场投资者关注并购事件,会在并购公告发布时对主并公司的价值进行重新判断,所以公司的股票估值越低,就越有动机将并购活动作为一种对外传递信号的工具,发生并购的可能性相应就越大。由此,他们主张,并购的动机与其说是“估值炒作”“估值套利”,不如说是“估值修复”。

那么,并购的动机到底是出于“估值套利”还是“估值修复”,已有文献并未形成一致结论。鉴于此,本文将在现有研究的基础上,以“股票错误定价”为切入点,以上市公司发起并购活动的动因为研究对象,以控股股东的“市值管理”行为为研究视角,结合“流动性溢价”“投资者有限关注”以及“锚定效应”等理论,通过考察股票错误定价如何影响并购,层层递进地验证控股股东为提升股价而发起并购的市值管理行为。初步的研究结果显示,股价的高估与低估都可能导致并购,只是在不同的情境下具有不同的适用性。随后,更深入的分析发现,股价与并购之间存在“股票错误定价—更好的并购市场反应—进一步推动并购”的动态关系,说明股票错误定价表象下潜藏的深层次动因在于提升股价,即提升股价驱动了并购活动的发生,这也意味着既有文献关于“估值套利”和“估值修

复”的并购动机争议在“股价提升”这个层面形成了统一的认识。结合A股市场的政策背景及已有文献的研究结果,本文将这种股价提升的动机称为广义的“市值管理”<sup>①</sup>。

本文可能的边际贡献在于如下几方面:①构建并购推动股价上涨的理论分析框架。近年来,大量的文献聚焦大股东“资本运作”,且将并购视为其中的一个重要手段(张晓宇和徐龙炳,2017;廖珂等,2020;陆蓉和兰袁,2021;郑志刚等,2021;徐丽萍等,2021)。这些文献潜在的前提假设为,并购可以推动股价上涨,因而成为大股东资本运作的手段。然而,这个前提假设的逻辑基础——并购何以推动股价上涨,上述文献并未深入论证,其他文献也鲜有分析。除早期关于并购交易市场反应显著为正的研究结果(杜兴强和聂志萍,2007),仅有安郁强和陈选娟(2019)基于“股票错误定价驱动并购”理论进行了“并购估值套利”的假说分析。本文在已有文献的基础上,分别从“流动性溢价”和“投资者有限关注”理论出发,分析了上市公司实施并购推动股价上涨的原因,并进一步从股价的基本概念以及“锚定效应”视角阐述了股票错误定价如何更多地提升并购市场反应,由此构建关于并购推动股价上涨的理论分析框架,补充和深化了这一重要问题的理论研究。②针对已有文献关于并购动因的争议,实现其在“市值管理”层面的统一,拓宽并购动因的理论研究。关于并购动因,同样是基于“股票错误定价驱动并购”理论,安郁强和陈选娟(2019)主张主并方的股票估值越高,发生并购的可能性越大,因此,并购的动因在于“估值套利”;李善民等(2020)主张主并方的股票估值越低,发生并购的可能性越大,因此,并购的动因与其说是“估值炒作”“估值套利”,不如说是“估值修复”。本文采用A股市场2007—2021年的数据,实证检验了股票价格的高估与低估都可能导致并购,但静态的股价高估或低估本身都不是驱动并购的根本原因,股价提升才是并购行为的真正动机所在。这意味着,在“市值管理”(股价提升)这个层面,“估值套利”和“估值修复”的并购动机争议实现了认识统一。与此同时,本文还丰富了并购动因的理论研究。Nguyen et al.(2012)主张公司的并购行为存在多重动机,目前学界针对并购动因的研究主要围绕公司层面展开和推进,无论是传统的代理理论(Jensen and Meckling, 1976)、自大假说(Roll, 1986),还是新兴的高管特征(赖黎等, 2017)等,均侧重于挖掘公司个体层面的并购动因,本文在控制公司层面的个体固定效应后,证实股价提升作为市场层面的因素,也是上市公司进行并购活动的一个重要考虑因素。这跳脱公司个体层面,上升到更加普适的股价层面,丰富了并购动因的理论研究。③对经典的“股票错误定价驱动并购”理论进行从静态到动态的演绎,加深其在中国情境下的理解。本文辨析了A股市场的并购活动并不只由静态的错误定价本身所驱动,更是“错误定价—更好的并购市场反应—进一步推动并购”的动态过程。这不仅延伸了SMDA理论,并且加深了其在中国情境下的理解。SMDA理论讨论了主并方利用高估的股价以发股并购的方式对标的方进行套利的行为,而本文则证实在中国情景下,虽然发股并购受到严格限制,但由于上市资格的稀缺性导致已上市企业的估值较高,其可以通过并购低估值的非上市资产增加每股收益,继而推动股价上涨,由此主并方可以利用高估的股价实现对整个市场的套利。这一发现有助于政策制定者深入理解A股市场的运行情况,对完善资本市场治理、构建良好市场生态具有重要意义。

① “市值管理”最早源于2014年出台的《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》,旨在促进“国有股东更加关注上市公司市值的变化情况”,实现公司价值和投资者利益的最大化。部分文献采用“市值管理”概念与政策表述较为接近,是指大股东积极应用多种手段向市场传递公司价值信号,使得股价充分反映公司内在价值的行为(马连福和张晓庆,2020;陈运佳等,2020);也有部分文献研究了“市值管理”的异化,将其阐释为大股东脱离公司基本面,以“市值管理”之名、行操纵股价之实的行为(廖珂等,2020;徐丽萍等,2021)。总体而言,“市值管理”的概念更广义,可以概括包括操纵股价、择时、传递价值等各类动机。

余文结构安排如下:第二部分进行理论分析并结合中国的制度背景提出研究假说;第三部分为样本选择和研究设计;第四部分报告实证结果并进行分析;第五部分为内生性及稳健性检验;第六部分为进一步分析;第七部分为结论和政策建议。

## 二、理论分析和研究假说

在已有文献的基础上,本文以“股票错误定价”为切入点,首先讨论股票错误定价对并购行为的影响,实证检验到底是股票高估导致并购还是股票低估导致并购,以此探究并购活动背后的动机究竟是“估值套利”还是“估值修复”。鉴于现有研究在这个问题上并未形成一致意见,因此,进行更为深入的理论辨析,寻找股价表象之下更加本质的底层逻辑,厘清股票错误定价何以影响并购的作用机制是十分必要的。结合A股市场的制度背景以及“流动性溢价”“投资者有限关注”“锚定效应”等相关理论,本文有理由推测,股票错误定价通过影响并购市场反应继而驱动更多并购交易发生,并据此提出上市公司并购的“市值管理”动机。在拓展性分析中,本文进一步检验“市值管理”型并购的经济后果,探究其在短期推高股价的同时是否产生了长期协同效应:其对公司的长期会计业绩产生怎样的影响,是否引发更多的商誉减值,是否导致更高的股价崩盘风险等,这不仅可以使本文的研究更加丰富和深入,而且可以从反向进一步验证本文的主要结论,为“市值管理”并购动机提供更多的逻辑支持和经验证据。

(1)股票错误定价驱动并购。Shleifer and Vishny(2003)提出SMDA的理论模型。该模型假设:①股票价格与实际价值存在偏离,市场并非完全有效;②与市场缺乏效率相反的是,主并公司管理者完全理性,知道市场偏离了有效价值,于是有动机以股票为支付方式,并购其他价值被低估的公司,以此最大化股价高估的效用。因此,股票市场的错误定价导致了并购活动的发生。具体到A股市场,并购活动展示的特征与SMDA理论高度契合,并购活动几乎都由高估值的上市公司对低估值的非上市公司单向进行。至于为什么上市公司的估值普遍偏高,而非上市企业的估值更低,这是由特定时期内中国资本市场的制度背景决定的。目前,中国企业的股票公开发行主要采用的是核准制<sup>①</sup>,即通过审核的公司才具备公开发行资质,这在一定程度上把控住前端风险的同时也造成了上市资格的稀缺。当大量的资金追捧少数上市公司,“卖方市场”自然就推动了A股上市公司的高估值和高溢价。

制度所带来的高估值在理论上可以采用“流动性溢价”和“非流动性补偿”来解释。具体而言,资产收益率是交易成本的凸的增函数,资产的交易成本越高,流动性越差,则投资者要求的收益率就越高;反之,资产的流动性越好,则投资者要求的收益率越低(Amihud and Mendelson, 1986)。基于此,上市公司的股份由于存在较好的流动性,投资者出于“流动性偏好”,愿意给予其更高的估值;而非上市企业的股份流动性相对较差,投资者便要求更高的预期收益率进行“非流动性补偿”(吴文锋等, 2003),估值相应更低。当上市公司成功并购非上市公司,后者从非上市状态一跃成为上市状态,流动性得到极大改善,估值继而得到大幅提升。对于主并公司而言,在市场上表现为,并购公告发布后股价迅速上涨。从股价的基本定义入手,可以直观地理解这个过程,根据“股价=每股收益×市盈率”,上市公司在低价并购优质资产后,随着公司每股收益增加,其股价同步得到提升。进一步地,如果上市公司较之同期同行业公司“市盈率”更高,那么通过并购提升“股价”的可能性就更大。

<sup>①</sup> 2019年7月22日科创板开始采用注册制,2020年8月24日创业板开始采用注册制。注册制分为交易所审核和证监会注册两个环节。

通过上述分析发现:在SMDA理论情境下,主并方利用高估的股价以发股并购的方式实现对标的方的套利;基于中国情境,虽然发股并购受到严格限制,但由于上市资格的稀缺性导致已上市企业的估值较高,其可以通过并购低估值的非上市资产增加每股收益,继而推动股价上涨,由此主并方依然可以利用高估的股价实现对整个市场的套利。据此,本文提出:

假说 1a:在“流动性溢价”和“非流动性补偿”的理论框架下,与同期同行业公司相比,上市公司的股票估值越高,越有可能发起并购。

并购之所以可以推动股价上涨,不仅源于“流动性溢价”带来的标的资产估值变化,还可能源于投资者关注的改善。“投资者有限关注”是行为金融学的核心概念之一,是指投资者受限于时间和精力不可能分析所有的股票,在众多的投资标的中,只会从能够吸引其关注的少数股票中做出选择,由此,吸引投资者关注成为该股票被购买的前提条件(Barber and Odean, 2008)。并购重组作为资本市场的重大事件之一,是A股投资者关注的重点对象(李善民等, 2020),当公司发布并购公告时,投资者关注带来的噪音买入需求会显著增加(Ma et al., 2018),因此,上市公司出于吸引投资者关注的动机,可能发起并购交易。

除“有限关注”外,投资者还存在“锚定效应”心理。“锚定效应”被认为是实验心理学中“最可靠、最稳健”的效应,是指个体通常会依赖一些显著的外在特征去形成自己的认知(Tversky and Kahneman, 1974),具体到股价上,表现为投资者很可能会将公司过往的股价作为心理的锚,以此判断公司当前股价的高低,金融学研究将其称之为“参考价格效应”。更进一步落地到并购情境中,公司通过并购公告吸引投资者关注,若此时公司的股价处于历史低位,投资者出于“参考价格效应”,会倾向于该股未来还有很大的上涨空间,因此,愿意买入该公司股票,并购公告的市场反应相应将更好;反之,若此时公司的股价处于历史高位,同样出于“参考价格效应”,投资者将倾向于该股未来上涨空间不大,因此有较低的买入意愿,甚至可能会进行反向卖出,并购公告的市场反应相应更差(Ma et al., 2019)。据此,本文提出:

假说 1b:在“投资者有限关注”和“锚定效应”的理论框架下,与长期价格相比,上市公司的股票估值越低,越有可能发起并购。

(2)市值管理驱动并购。上述两种理论推导出的假说看似大相径庭,一种系股价高估导致并购,另一种系股价低估导致并购,但仔细分析便不难发现,两者之间有个共同的因素,其最终都落脚于对股价提升的关注上。因此,本文有理由推测:“股票错误定价驱动并购”理论所言的静态股价高估(或低估)本身并不是驱动并购的根本原因,其背后潜藏的更底层的并购动机在于股价提升的诉求,即上市公司通过并购提升股价的可能性越大,就越有可能发起并购。这一推测在李善民等(2020)中也有类似的表述,认为股价低估的公司更愿意通过并购传递企业的利好消息,以此提高股票价格。本文将这种股价提升的动机称之为“市值管理”,如此,假说 1a 和假说 1b 中的两种理论就有望在“市值管理”层面形成统一。如果这个逻辑是成立的,那么本文需要验证两个问题(见图 1): ①与正常定价下的并购行为相比较,股票错误定价情境下的并购行为是否存在更积极的市场反应(对股价提升的作用更大)? ②良好的市场反应是否进一步驱动更多并购活动的发生?

本文首先讨论链条的前半部分——股票错误定价下的并购与市场反应之间的关系。此处先梳理关于并购市场反应的既有文献。大多数国外文献认为,并购活动对标的方公司价值存在积极影响,而对主并方公司价值的影响则需一分为二讨论:当并购标的为非上市公司(Private Acquisitions)时,并购对主并公司的价值存在积极影响,而当并购标的为上市公司(Public Acquisitions),特别是标的金额巨大的上市公司时,并购对主并公司的价值造成损害(Moeller et al., 2005; Alexandridis et al.,

2013)。与国外文献对并购是否创造价值尚存在争议的情况不同,基于中国情境的研究结果显示,由于制度背景差异,长期以来A股市场一直视并购重组为利好消息,对于并购公告的反应显著为正(杜兴强和聂志萍,2007;安郁强和陈选娟,2019)。

在已有文献的基础上,本文进一步讨论:与正常定价下的并购行为相比,错误定价下的并购行为是否存在更加积极的市场反应?首先分析股价高估对并购市场反应的影响。如前文所述,根据“股价=每股收益×市盈率”的公式,上市公司并购资质良好的非上市资产,标的利润可以增加“每股收益”的值,而低估值的非上市资产由于进入到公开市场,流动性得到改善,投资者愿意对标上市公司给予其高“市盈率”。由此,并购非上市资产会相应地带来“股价”的提升。进一步地,上市公司的估值越高,即“市盈率”越大,“股价”提升的幅度就可能越大。例如,在并购成本既定的前提下,假设标的资产可以增加每股收益0.1元,若上市公司A的市盈率为30倍,那么并购活动对于股价提升的幅度约为3元;若上市公司B的市盈率为40倍,那么并购活动对于股价提升的幅度就约为4元。由此,本文有理由推断,与同期同行业公司相比,主并公司的股票估值越高,并购对于股价提升的效用就越大。

那股价低估又将如何影响并购市场反应?由于投资者存在“锚定”心理(Tversky and Kahneman, 1974),通常而言,最直观的价格锚为公司的过往股价。如果主并公司的股价正处于历史高位,那么投资者往往不愿意继续追高,在并购公告发布时并不倾向于买入,甚至可能借机卖出。相反,若主并公司的股价处于历史低位,投资者受到并购公告的吸引后,则有更大的意愿买入并持有。Ma et al. (2019)发现,并购公告发布时,公司的股价越远离其52周高点,并购市场反应越好。由此,本文认为,与历史价格相比,主并公司的股票估值越低,并购对股价提升的效用越大。据此,本文提出:

假说2a:与同期同行业公司相比,上市公司的股票估值越高,并购的市场反应越积极。

假说2b:与长期价格相比,上市公司的股票估值越低,并购的市场反应越积极。

本文继续讨论链条的后半部分——良好的并购市场反应是否会驱动更多并购活动发生?市场给予并购交易积极反应,收到正反馈的管理者认识到并购活动有利于公司股价,继而有动力进行后续更多并购。这里面存在“路径依赖”(Path Dependence)。路径依赖理论认为,在先后发生的一系列事件中,后者与前者存在关联,每一时期的状况都隐藏着上一时期的“种子”(Vergne and Durand, 2010)。对于有过成功并购经历的企业而言,这种历史模式会植入大股东和管理层的思维中,形成认知惯性,由此促使其继续实施更多并购。

除了认知惯性带来的潜意识影响外,大股东作为理性的经济人还有可能对并购进行有意识地管理。由于并购活动往往伴随着公司股价的上涨,大股东认识到投资者愿意为其支付溢价,便有动机主动创造并购交易来“迎合”(Catering)投资者(Baker and Wurgler, 2004),发起推高股价的“市值管理”型并购。“市值管理”型并购能否成功实施取决于两个条件:①市场能否有效识别并购交易的质量。只有在市场无法充分区分高质量并购与低质量并购的情境下,公司才有可能从并购中获取短期利益。②大股东是否具有短期提升股价的压力或动力。因为并购后整合不力带来的长期负效应有可能抵消短期股价提升带来的正效应,从而大股东们需要就短期利益和长期利益做出权衡后再实施并购活动。具体到A股市场上,资本市场的定价效率尚待提高(杨威等,2020),市场并不能有效识别并购交易的真实情况,中小投资者很可能在“羊群效应”的驱动下为并购活动支付高于其

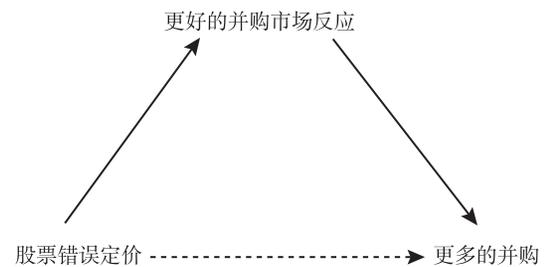


图1 市值管理驱动并购

内在价值的溢价,这给予了内部人利用无效并购交易推升股价的“土壤”。同时,资本市场的基础制度尚未完善,例如,早期对股权质押的风险认识不够,市场上存在大面积的高比例股权质押,在行情下行的情况下,大股东存在迫切的短期股价维护需求(李常青和幸伟,2017);对于大股东减持的有效监管仍处于探索之中,大股东择机高位减持的情况频频发生(朱茶芬等,2021);中小投资者的法律保护程度尚待提高,内部人操纵市场的成本较低等;以上种种因素都使得A股市场的题材炒作之风盛行。因此,在缺乏内外部有效约束的大环境下,部分短视的大股东和管理者便很有可能创造并购交易来“迎合”投资者,发起更多以提升股价为目的的“市值管理”型并购。据此,本文提出:

假说3:并购的市场反应越积极,上市公司越有可能发起更多的并购。

### 三、研究设计

#### 1. 样本选择与数据来源

本文以2007—2021年中国沪深A股上市公司的并购交易为初始样本。考虑到年度数据噪音较大,且对于瞬息万变的资本市场而言,其时效性不佳,本文采用季度数据进行检验。初始数据按如下原则进行处理:①仅关注上市公司交易地位为“买方”的样本;②剔除金融保险行业的样本;③剔除资不抵债公司的样本;④剔除重组类型为资产剥离、债务重组、股份回购的样本;⑤剔除并购交易金额低于100万元的样本;⑥对于季度内连续发起的并购,只保留第一笔计算并购市场反应;⑦剔除所需变量数据缺失的样本。最终得到135885个公司一季度观测值。数据来源为CSMAR数据库。为避免极端值的影响,本文对连续变量进行上下1%的缩尾处理。

#### 2. 模型与变量

为检验股票错误定价对公司并购行为的影响,本文构建如下模型以检验假说1a和假说1b:

$$MA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Misprice_{i,t} + \sum_m \beta_m ControlVariables_{i,t} + \lambda_k + \lambda_t + \varepsilon \quad (1)$$

其中, $MA_{i,t}$ 表示公司*i*在*t*季度的并购交易情况。本文分别从以下两个方面考察企业的并购行为:①是否发生了并购交易,以 $MA\_D$ 表示,若上市公司发生了并购事件,则取值为1,否则取值为0;②并购交易的笔数,以 $MA\_Count$ 表示,用上市公司发生并购事件数度量。根据变量的数据结构,本文分别使用Probit和Poisson模型对式(1)进行回归。 $ControlVariables_{i,t}$ 为控制变量,包括公司规模、杠杆率、盈利能力、成长性、现金流、第一大股东持股比例、两职合一、独董比例、企业性质、公司年龄、高管过度自信、行业并购情况等可能影响并购的变量。 $\lambda_k$ 和 $\lambda_t$ 表示行业和季度固定效应。 $Misprice_{i,t}$ 表示公司*i*在*t*季度的股价错误定价情况, $Misprice_{i,t}$ 值大于0,说明股价被高估,值越大,则高估越多;反之,值小于0,说明股价被低估,值越小,则低估越多。具体度量上,本文借鉴Rhodes-Kropf et al.(2005),通过分解市值账面比( $M/B$ )来检验股票的错误定价水平。 $M$ 表示公司的市场价值, $B$ 表示公司的账面价值,通过引入表示股票真实价值的变量 $V$ , $M/B$ 可以分解成两个部分: $M/B = M/V \times V/B$ , $M/V$ 表示错误定价, $V/B$ 表示公司的真实成长性。将等式两边同时取对数,可以得到:

$$m - b = (m - v) + (v - b) \quad (2)$$

进一步地,通过引入基于财务信息估计系数 $\alpha$ 的线性函数,式(2)可以继续分解为式(3),错误定价可以细分为两个部分: $m_{i,t} - v(\theta_{i,t}; \alpha_{j,t})$ 以及 $v(\theta_{i,t}; \alpha_{j,t}) - v(\theta_{i,t}; \alpha_j)$ 。

$$m_{i,t} - b_{i,t} = [m_{i,t} - v(\theta_{i,t}; \alpha_{j,t})] + [v(\theta_{i,t}; \alpha_{j,t}) - v(\theta_{i,t}; \alpha_j)] + [v(\theta_{i,t}; \alpha_j) - b_{i,t}] \quad (3)$$

其中, $v$ 为公司财务信息 $\theta_{i,t}$ 和财务信息估计系数 $\alpha$ 的线性函数; $v(\theta_{i,t}; \alpha_{j,t})$ 表示基于同期*t*同行

业*j*估计系数 $\alpha_j$ 测算得出的当期估计值,由此式(3)中的第一项, $[m_{i,t} - v(\theta_{i,t}; \alpha_{j,t})]$ 表示公司股票价格与同期同行业公司估计值的差异,本文称之为横截面维度的错误定价  $Misprice_{cross}$ ;  $v(\theta_{i,t}; \alpha_j)$ 表示基于同行业*j*长期估计系数 $\alpha_j$ 测算得出的长期估计值,由此式(3)中的第二项,  $v(\theta_{i,t}; \alpha_{j,t}) - v(\theta_{i,t}; \alpha_j)$ 表示同期同行业公司估计值与长期同行业公司估计值的差异,本文称之为纵向时间维度的错误定价  $Misprice_{time}$ <sup>①</sup>;式(3)中的第三项,  $v(\theta_{i,t}; \alpha_j) - b_{i,t}$ 表示长期估计值与账面价值的差异,即公司的真实成长性。  $v(\theta_{i,t}; \alpha_{j,t})$ 和 $v(\theta_{i,t}; \alpha_j)$ 的具体估算方法如下:

$$m_{i,t} = \alpha_{0jt} + \alpha_{1jt}b_{i,t} + \alpha_{2jt} \ln(NI)_{i,t}^* + \alpha_{3jt}I_{(<0)} \ln(NI)_{i,t}^* + \alpha_{4jt}LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中,  $m_{i,t}$ 表示公司*i*在*t*季度末的总市值;  $b_{i,t}$ 表示公司*i*在*t*季度末的总资产;  $\ln(NI)_{i,t}^*$ 表示公司*i*在*t*季度末净利润绝对值的对数;  $I_{(<0)} \ln(NI)_{i,t}^*$ 表示公司*i*在*t*季度末净利润为负值时的指示性函数(当 $NI \geq 0$ 时,  $I=0$ ;反之,  $I=1$ );  $LEV_{i,t}$ 表示公司*i*在*t*季度末的杠杆比率。将*t*季度末所有公司的数据代入式(4)进行回归,可以得到 $\alpha_{jt}$ 的回归系数,进而可以求得 $m_{i,t}$ 的拟合值,即公司基于同期同行业的估计值 $v(\theta_{i,t}; \alpha_{j,t})$ 。在此基础上,可以进一步求出公司长期价值的估计值,具体方法为,将公司*i*每季度的回归系数 $\hat{\alpha}_{j,t}$ 进行平均,得到回归系数的均值 $\bar{\alpha}_j = 1/T_j \sum \hat{\alpha}_{j,t}$ ,再将该均值代入式(4)求得的拟合值即为公司长期价值的估计值 $v(\theta_{i,t}; \alpha_j)$ 。

为检验股票错误定价对并购市场反应的影响,本文构建如下模型以检验假说2a和假说2b:

$$CAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Misprice_{i,t} + \sum_m \beta_m ControlVariables_{i,t} + \lambda_k + \lambda_t + \varepsilon \quad (5)$$

其中,  $CAR_{i,t}$ 表示公司*i*在*t*季度内第一笔并购交易的市场反应。本文采用事件研究法来检验并购公告的市场反应(李常青等,2010)。在事件窗口的选择上,本文以并购公告日为事件日,分别选取(-2,+2)和(-5,+5)为研究期间。 $Misprice_{i,t}$ 与式(1)一致。控制变量在式(1)的基础上增加了与并购市场反应相关的其他因素,包括股票波动率、并购交易金额、并购支付方式、交易类型、是否关联并购等。

为检验良好的并购市场反应对公司发起更多并购的影响,本文构建如下模型以检验假说3:

$$MA_{i,t+90D} = \beta_0 + \beta_1 CAR_{i,t} + \sum_m \beta_m ControlVariables_{i,t} + \lambda_k + \lambda_t + \varepsilon \quad (6)$$

由于检验的是良好的并购市场绩效对于后续进一步并购的影响,因此,本文将样本缩小为已经发生过并购的公司。其中,  $MA_{i,t+90D}$ 表示公司在 $CAR_{i,t}$ 的公告日之后90天内的并购交易情况,包括是否发生了并购交易、并购交易的笔数。控制变量与式(5)一致。

① 需要特别说明的是,有别于既有文献(如陆蓉等,2017;李善民等,2020)将这两个指标称之为“公司层面错误定价”“行业层面错误定价”,本文将其分别称为“横截面维度错误定价”和“纵向时间维度错误定价”。理由在于,这种命名方式更加契合本文的研究情境,且完全符合Rhodes-Kropf et al.(2005)对于指标的定义。具体而言,在公司金融研究中,横截面即为公司层面,因此,“公司层面错误定价”与“横截面维度错误定价”在内涵上是一致的;“行业层面错误定价”与“纵向时间维度错误定价”二者本质上是 $v(\theta_{i,t}; \alpha_{j,t}) - v(\theta_{i,t}; \alpha_j)$ 的一体两面。根据 $v(\theta_{i,t}; \alpha_{j,t}) - v(\theta_{i,t}; \alpha_j)$ 的定义,这是基于同期同行业公司估值与基于长期同行业公司估值的差值,Rhodes-Kropf et al.(2005)将其称为“时间序列行业错误定价”(Time-series Sector Error),即其同时具备时间和行业两个维度上的属性。因此,无论是将其命名为“行业层面错误定价”还是“纵向时间维度错误定价”都符合指标的定义和内涵。不同的研究根据主题的不同,对其采用了不同的名称。陆蓉等(2017)研究的是股票错误定价对产业结构调整的影响,因而其更多强调了定义中的“行业”属性;而本文的理论基础之一在于“锚定效应”,资产定价文献将“锚定效应”更形象地称为“历史价格参考效应”(Ma et al.,2019),因而更多强调了定义中的“时间序列”属性。

进一步地,考虑到并购市场反应的信息含量很大,未必全都是股票错误定价所带来的,特别是在高质量的并购交易中,市场反应里还包含有投资者对协同效应的认可等。为更加严谨地验证股票错误定价引发的市场反应对公司后续发起更多并购的影响,本文借鉴盈余管理、过度投资等残差算法的思路,辨析协同效应可能带来的市场反应,继而求得股票错误定价引发的市场反应。具体而言,本文通过式(7)估算并购协同效应的市场反应拟合值  $CAR_{est}$ ,并采用实际市场反应  $CAR$  减去拟合市场反应  $CAR_{est}$  得到的残差值  $CAR_{res}$  来度量股票错误定价引发的市场反应  $Abn\_CAR$ 。其后,以  $Abn\_CAR$  为解释变量,对式(6)进行重新回归,具体如下:

$$CAR = \beta_0 + \sum_m \beta_m Variables + \lambda_k + \lambda_l + \varepsilon \quad (7)$$

其中,回归变量包括公司财务层面的因素,如公司规模、杠杆率、盈利能力、成长性、现金流等;公司治理层面的因素,如第一大股东持股比例、两职合一、独董比例、企业性质、公司年龄等;并购相关的因素,如高管过度自信、行业并购情况、股票波动率、并购交易金额、并购支付方式、交易类型、是否关联并购等;此外,还控制了季度和行业固定效应。

#### 四、实证结果与分析

##### 1. 变量描述性统计

表1为各主要变量的描述性统计<sup>①</sup>。由表1可知: $MA\_D_{(1Q)}$ 的均值为0.0885,说明有8.85%的公司在季度里发生过并购交易; $MA\_Count_{(1Q)}$ 的最大值为5,说明在季度内部分公司最多发生过5次并购交易; $MA\_D_{(90D)}$ 的均值为0.0185,说明有1.85%的公司在并购交易发生之后3个月内发起进一步的并购活动,且在季度内发生并购交易的公司中,此类实施连续并购交易的公司占比为20.90%(=0.0185/0.0885)。 $Misprice_{cross}$ 以及 $Misprice_{time}$ 的均值整体趋近于零,说明错误定价水平是对照同期同行业或长期估值的相对指标。 $CAR(-2,2)$ 和 $CAR(-5,5)$ 的均值分别为0.0088和0.0087,说明在公告期内上市公司的股价平均获得了0.88%和0.87%的涨幅,资本市场给予并购事件积极反馈。

表1 主要变量的描述性统计

变量名称	变量符号	平均值	标准差	最小值	最大值	样本数
季度内是否发生并购交易	$MA\_D_{(1Q)}$	0.0885	0.2840	0.0000	1.0000	135885
季度内发生并购的笔数	$MA\_Count_{(1Q)}$	0.1130	0.4183	0.0000	5.0000	135885
90天内是否发生并购交易	$MA\_D_{(90D)}$	0.0185	0.1349	0.0000	1.0000	135885
90天内发生并购交易的笔数	$MA\_Count_{(90D)}$	0.0271	0.2272	0.0000	4.0000	135885
横截面维度股票错误定价	$Misprice_{cross}$	-0.0044	0.4791	-1.0020	1.4081	135885
纵向时间维度股票错误定价	$Misprice_{time}$	-0.0053	0.2701	-0.6901	0.7230	135885
并购绩效(-2,2)	$CAR(-2,2)$	0.0088	0.0755	-0.2497	0.3086	8015
并购绩效(-5,5)	$CAR(-5,5)$	0.0087	0.1067	-0.4428	0.5381	8015
错误定价市场反应(-2,2)	$Abn\_CAR(-2,2)$	-0.0001	0.0621	-0.1654	0.2033	8015
错误定价市场反应(-5,5)	$Abn\_CAR(-5,5)$	-0.0001	0.0863	-0.2331	0.2765	8015

① 仅汇报主要变量结果,完整结果参见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

### 2. 股票错误定价对公司并购行为的影响

为检验股票错误定价对公司并购行为的影响,本文对式(1)进行回归估计,结果见表2。第(1)、(2)列显示,  $Misprice_{cross}$  的系数均在1%水平上显著为正,说明横截面维度的股价高估越多,即与同期同行业公司横向比较,公司的股票估值越高,越有可能发起并购。第(3)、(4)列显示,  $Misprice_{time}$  的系数均在1%水平上显著为负,说明纵向时间维度的股价低估越多,即在与长期价格的纵向比较中,公司的股票估值越低,越有可能发起并购。第(5)、(6)列显示,将  $Misprice_{cross}$  和  $Misprice_{time}$  同时回归后,其系数大小与显著性与第(1)一(4)列基本保持一致,这意味着,横截面维度的股价高估和纵向时间维度的股价低估对于并购活动的影响独立存在。总体而言,假说1a和假说1b中的两种可能性都得到了实证的支持,在不同的情境下具有不同的适用性:与同期同行业横向比较,公司的股票估值越高,越有可能发起并购;而与长期估值纵向比较,公司的股票估值越低,越有可能发起并购。

表2 股票错误定价对并购行为的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$MA\_D_{(1Q)}$	$MA\_Count_{(1Q)}$	$MA\_D_{(1Q)}$	$MA\_Count_{(1Q)}$	$MA\_D_{(1Q)}$	$MA\_Count_{(1Q)}$
$Misprice_{cross}$	0.0439*** (3.9778)	0.1422*** (6.3636)			0.0380*** (3.3995)	0.1310*** (5.7767)
$Misprice_{time}$			-0.0873*** (-4.1243)	-0.1904*** (-4.2715)	-0.0766*** (-3.5833)	-0.1541*** (-3.4278)
控制变量	是	是	是	是	是	是
行业/季度固定效应	是	是	是	是	是	是
样本量	135881	135885	135881	135885	135881	135885
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0414	0.0491	0.0414	0.0488	0.0416	0.0493

注:括号内为t统计量,\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。以下各表同。

### 3. 股票错误定价对并购市场反应的影响

本文进一步检验股票错误定价对并购市场反应的影响,式(5)的回归结果见表3。第(1)列显示,  $Misprice_{cross}$  的系数显著为正,说明横截面维度的股价高估越多,并购的市场反应越积极,即在与同期同行业公司的横向比较中,股价高估公司的并购绩效更好。第(2)列显示,  $Misprice_{time}$  的系数显著为负,说明纵向时间维度的股价低估越多,并购的市场反应越积极,即在与长期估值的纵向比较中,股价低估时刻的并购绩效更好,这与 Ma et al. (2019)的发现是一致的。第(3)列显示,将  $Misprice_{cross}$  和  $Misprice_{time}$  同时回归后,其系数大小和显著性基本保持。第(6)列以  $CAR(-5,5)$  为因变量,结果显示,  $Misprice_{cross}$  的系数显著为正,且较之  $Misprice_{time}$  的系数绝对值更大,说明  $Misprice_{cross}$  对于并购市场反应的影响占据更加主导的位置,即在A股市场上,较之股价低估时的参考价格效应,投资者更加看重高估值的上市公司通过并购低估值的非上市资产所带来的财富效应。总体而言,假说2a和假说2b中的两种可能性都得到支持,但在某些情况下,假说2a占据更加主导地位。

表3 股票错误定价对并购市场反应的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	CAR(-2,2)			CAR(-5,5)		
<i>Misprice<sub>cross</sub></i>	0.0050** (2.3869)		0.0044** (2.0629)	0.0127*** (4.5123)		0.0121*** (4.2345)
<i>Misprice<sub>time</sub></i>		-0.0084** (-2.3878)	-0.0070* (-1.9566)		-0.0107** (-2.1107)	-0.0068 (-1.3296)
控制变量	是	是	是	是	是	是
行业/季度固定效应	是	是	是	是	是	是
样本量	8015	8015	8015	8015	8015	8015
调整后R <sup>2</sup>	0.1030	0.1028	0.1034	0.1137	0.1115	0.1139

## 4. 并购市场反应对公司发起更多并购的影响

本文检验良好的并购市场反应对公司后续并购行为的影响,式(6)的回归结果见表4。Panel A汇报了以CAR为解释变量的结果。第(1)、(2)列显示,良好的并购绩效对公司开展后续并购活动产生了积极影响,因变量无论是是否发生并购还是并购交易笔数,系数都至少在10%水平上显著为正。经济意义方面,第(1)列中CAR(-2,2)的边际效应为0.1656,这意味着市场反应每提升1%,可以在既有基础上使得公司后续开展并购交易的可能性提高8.92%(=0.001656/0.0185);第(2)列中CAR(-2,2)的系数为0.6659,这意味着市场反应每提升1%,可以在既有基础上使得公司后续开展并购活动的笔数增加24.57%(=0.006659/0.0271)。第(3)、(4)列的结论与第(1)、(2)列保持一致。

表4 并购市场反应对公司未来90天发起并购的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>MA_D</i> <sub>(90D)</sub>	<i>MA_Count</i> <sub>(90D)</sub>	<i>MA_D</i> <sub>(90D)</sub>	<i>MA_Count</i> <sub>(90D)</sub>
Panel A: 以CAR为解释变量				
CAR(-2,2)	0.6426*** (2.7846)	0.6659* (1.9183)		
CAR(-5,5)			0.5357*** (3.2386)	0.6322*** (2.5818)
控制变量	是	是	是	是
行业/季度固定效应	是	是	是	是
样本量	8003	8015	8003	8015
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0656	0.0781	0.0660	0.0785
Panel B: 以Abn_CAR为解释变量				
Abn_CAR(-2,2)	0.7796*** (2.9264)	0.7966* (1.9280)		
Abn_CAR(-5,5)			0.7461*** (3.8687)	0.8563*** (2.9068)
控制变量	是	是	是	是
行业/季度固定效应	是	是	是	是
样本量	8003	8015	8003	8015
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0658	0.0782	0.0666	0.0788

Panel B汇报了以  $Abn\_CAR$  为解释变量对式(6)进行重新回归的结果,其与 Panel A 的结果基本保持一致,但系数值要更大一些,这意味着由错误定价带来的并购市场反应更有可能推动公司进一步发起后续的并购活动,该结果也为本文的主张提供了更加详实的经验证据。总体而言,表4的结果表明,股价提升有效地驱动了公司后续更多并购活动的发生。由此,在A股市场上,股价与并购活动之间的关系,不是简单地体现为静态的股价高估或者低估本身导致了并购,更是股价提升的诉求驱动了并购,假说3得到验证。

## 五、内生性与稳健性检验

### 1. 融资融券制度的外生冲击

前文分析过,主并公司股票的错误定价越多,并购公告的市场反应越积极。如果这个逻辑是成立的,那么一个合理的推论便是,当公司股票的错误定价水平降低时,并购公告的市场反应随之降低。为此,本文以融资融券制度作为外生冲击,检验股票错误定价对上市公司并购绩效的影响。李科等(2014)证明没有进入融券标的,即不能卖空的股票被严重高估,而融资融券制度的建设有助于矫正股票的错误定价。具体研究设计上,由于融资融券制度是分批执行的,所以本文借鉴陈胜蓝和马慧(2017),采用多期 DID 方法估计融资融券制度对并购绩效的影响。本文构建式(8),其中,  $Treated_{i,t}$  表示公司  $i$  在  $t$  季度末是否为融券标的,是取值为1,否则取值为0;预期  $Treated_{i,t}$  的系数显著为负,即融资融券制度矫正了股价的高估,继而降低了并购市场反应。进一步地,考虑到陈胜蓝和马慧(2017)主张融资融券制度带来的卖空压力有助于约束高管的机会主义行为进而提高并购绩效,即他们的主张与本文相反,为此,本文进行作用机制检验,以验证融资融券制度是否通过矫正股价高估进而降低并购绩效。具体地,本文将样本分为错误定价高组和错误定价低组,并对式(8)进行回归。式(8)具体如下:

$$CAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Treated_{i,t} + \sum_m \beta_m ControlVariables_{i,t} + \lambda_i + \lambda_t + \varepsilon \quad (8)$$

DID的回归结果<sup>①</sup>证实,融券制度通过矫正股价高估降低了并购市场反应,与本文的预期相符。这从反向验证假说2是成立的。本文的实证结果与陈胜蓝和马慧(2017)不一致,原因可能在于:本文的研究样本期为2007—2021年而非2006—2014年,且2015—2016年恰恰是A股并购市场的关键年份,因为证监会于2014年10月修订了《上市公司收购管理办法》以及《上市公司重大资产重组管理办法》,A股并购市场自此发生重大变化,一个突出表现便是并购交易数量和交易金额在2015年呈现爆发式增长(曾敏,2022),市场也正是从那时开始有了“市值管理”的概念。由此,二者样本区间的不同导致研究结论的不同。

### 2. 以股价异质性波动为工具变量

关于假说3,为缓解可能存在遗漏变量(如某些因素同时响并购绩效和并购行为)造成的内生性问题,本文采用工具变量法以切断干扰项可能造成的混淆路径。这里选用股价异质性波动作为工具变量,理由在于,首先工具变量的相关性得到满足,股价异质性波动主要反应的是噪音效应(Li et al., 2014),而并购交易中的噪音需求推升了股价(Ma et al., 2018),因而股价异质性波动与并购绩效之间存在相关性;其次,工具变量的外生性也得到满足,原因在于股价中的噪音不太可能直接影响公司的并购行为,唯一合理的解释就是通过并购绩效进而作用于并购行为。2SLS的回归结果显

<sup>①</sup> 该回归结果及稳健性检验结果参见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

示,本文的研究结论保持稳健。

### 3. 排除新“国九条”的影响

2014年5月9日,国务院颁布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(简称新“国九条”),明确提出“鼓励上市公司建立市值管理制度”,同时还提出“鼓励市场化并购重组”“拓宽并购融资渠道”“丰富并购支付方式”,证监会随后于同年10月修订《上市公司收购管理办法》及《上市公司重大资产重组管理办法》。市场普遍认为新“国九条”的出台催生了A股2014—2015年的牛市以及2014—2016年的并购热潮,而随着2016年并购政策的收紧,并购数量开始下降。为排除新“国九条”对并购绩效及并购行为造成的影响,本文进行新“国九条”的排他性检验,剔除2014—2016年的样本,并对式(6)进行重新回归。研究结论保持稳健。

### 4. 排除行业变动的影响

Gort(1969)指出,行业冲击使得企业的外部环境发生变化,进而引发并购浪潮。行业冲击是指任何改变行业组织结构的因素,包括技术进步、政策变化、金融创新等,这些变化会导致行业内企业的数量和规模随之调整,并购活动则是调整的重要方式。为排除新行业变动对并购绩效及并购行为造成的影响,本文进行行业变动的排他性检验。借鉴Rhodes-Kropf et al.(2005),使用行业TobinQ标准差来度量行业变动,在式(6)加入该控制变量并重新回归。研究结论保持稳健。

### 5. 采用科创板施行IPO注册制之后的样本

前文分析过,并购市场反应的信息含量很大,未必都是股票错误定价带来的,特别是在高质量的并购交易中,市场反应里包含了更多的协同效应。鉴于此,前文采用残差法检验了股票错误定价引发的市场反应对公司后续并购行为的影响。为进一步加强该结果,本文将样本范围缩减至科创板施行IPO注册制(2019年7月22日)之后,并对式(6)进行重新回归。这一做法的逻辑在于:科创板施行注册制之后,未上市资产有更大的可能性获取上市资格,由此高质量标的更愿意寻求独立上市,而非被收购。那么,一个合理的推论便是,A股市场部分放开注册制之后,并购标的的质量有所降低,进而上市公司通过并购获得协同效应的可能性随之降低,市场反应包含协同效应的可能性相应降低。因此,采用IPO注册制之后的样本可以更好地剥离协同效应带来的市场反应,使得本文的研究结论更加准确和可靠。研究结论保持稳健。

### 6. 控制公司层面的固定效应

正如理论分析所言,并购动因错综复杂,不同的公司存在不同的动机,包括经理人自利(Jensen and Meckling, 1976)、过度自信(Roll, 1986)、政府干预(潘红波等,2008)、产业政策(蔡庆丰和田霖,2019)、高管政治晋升(陈仕华等,2015)等动机。考虑到每个公司的情况各有不同,本文在式(1)、(5)、(6)中加入公司层面的固定效应控制个体之间的差异,以避免遗漏变量对回归结果造成的偏差。研究结论保持稳健。

## 六、进一步分析

前文的结果表明,上市公司会出于市值管理动机发起并购活动。那么,与之密切相关的一个重要问题是:这些市值管理型并购在短期推高股价的同时,长期能否带来真正的协同效应?公司的经营绩效是否因此改善?本文认为,市值管理型并购并不能从根本上提升公司的经营绩效,甚至对其存在显著负向的影响。理由在于:市值管理型并购的动机本身就偏离了纯粹的协同效应,在提升股价短期目标的驱动下,管理层可能不惜以牺牲长期利益为代价,对并购交易进行“包装”以达到支撑

短期并购溢价、市值管理的目的。其中一个较为常见的手段便是与标的方签订并购业绩承诺(徐莉萍等,2021)。对主并公司而言,并购业绩承诺带来的高溢价意味着需要确认更高的商誉金额<sup>①</sup>,而业绩承诺和高商誉将给上市公司带来持续深远的影响。实际操作中,并购业绩承诺的期限一般为三年,在承诺期内,为实现预期目标,被并购方往往有动机采用盈余管理等多种方式使得业绩“精准达标”(原红旗等,2021)。但实际情况总归会向真实值回归,在业绩承诺期满,并购的预期价值不能实现时,必然就将出现商誉的大幅减值,进而对上市公司的经营利润造成巨大冲击(曾敏,2022)。巴士在线(002188.SH)、东华软件(002056.SH)、天际股份(002759.SH)等大量公司均出现过因为商誉减值直接冲抵当期利润,会计绩效由盈转亏的情况。

除影响会计业绩外,市值管理型并购所带来的业绩承诺和商誉减值还可能增大上市公司的股价崩盘风险。具体而言,股价崩盘风险包括公司层面的因素(内因)和市场层面的因素(外因)(权小锋等,2016)。公司层面上,如前文所述,在并购业绩承诺期内,被并购方甚至主并方有动机采用多种手段以最大程度上实现目标业绩,其中可能包括隐藏或推迟披露坏消息;但当坏消息积累到一定程度无法掩盖时将集中释放,进而会对股价造成冲击,导致崩盘风险。市场层面上,商誉减值不仅直接伴随业绩减少,同时还可能导致估值下调,在二者“戴维斯双杀”的冲击下,投资者容易对主并上市公司产生过度悲观的预期,进而“踩踏式”卖出公司股票,造成股价剧烈波动,引发崩盘风险。

为此,本文对市值管理型并购进行长期经济后果检验,考察并购首次公告日后第1、2、3年的商誉减值、会计业绩、股价崩盘风险情况。借鉴既有研究,本文采用 $t+n$ 年计提的商誉减值准备除以上年末总资产度量商誉减值( $GWI$ )(原红旗等,2021),采用 $t+n$ 年与 $t-1$ 年的总资产收益率变化度量会计业绩变化( $\Delta ROA$ )(李善民等,2020),采用 $t+n$ 年负收益偏态系数( $NCSKEW$ )度量股价崩盘风险(Kim et al.,2011),并以这些为被解释变量对式(5)进行重新回归;为更清晰地识别横截面维度的股价高估以及纵向时间维度的股价低估造成的影响,分别保留  $Misprice_{cross}$  为正的样本以及  $Misprice_{time}$  为负的样本进行回归。本文预期,由于并购业绩承诺的期限为3年,因此,在承诺期满的第 $t+3$ 年,上市公司更可能出现集中性的商誉减值;而在此之前,上市公司可能持续性地存在坏消息的“瞒而不报”,因此,在更早的时期里(第 $t+1$ 、 $t+2$ 年)就会出现股价崩盘风险的升高,在业绩承诺期满“戴维斯双杀”的冲击下,第 $t+3$ 年崩盘风险升高的情况将尤为凸显。

表5列示了“市值管理”型并购的长期经济后果的回归结果。其中,Panel A列示了商誉减值的情况,第(5)列中  $Misprice_{cross}$  的系数显著为正,这意味着横截面维度的股价高估越多,公司发起并购后第 $t+3$ 年的商誉减值越多;第(6)列中  $Misprice_{time}$  系数不显著,说明纵向时间维度的股价低估对公司发起并购后第 $t+3$ 年的商誉减值没有显著影响;第(1)—(4)列的系数不显著,说明公司在第 $t+1$ 年和 $t+2$ 年没有出现显著的商誉减值情况。进一步地,第(5)列的系数不仅在统计意义上高于第(1)、(3)列,经济意义也远大于后者,说明商誉的集中性大额减值出现在并购发生后的第 $t+3$ 年,这意味着商誉减值与并购业绩承诺高度相关——在业绩承诺期满(3年期限)后,商誉随之出现大幅减值。这一结果再次从侧面验证了管理层会通过业绩承诺等手段发起并“包装”并购交易,以达到市值管理的目的。Panel B列示了会计业绩的情况,第(3)、(5)列显示,  $Misprice_{cross}$  的系数显著为负,这意味着横截面维度的股价高估越多,公司发起并购后第 $t+2$ 年、 $t+3$ 年的经营业绩越少。第(4)、(6)列中  $Misprice_{time}$  的系数不显著,说明纵向时间维度的股价低估对公司发起并购后的长期经营业绩没有显著影响。Panel C列示了股价崩盘风险的情况,第(1)、(3)、(5)列显示,  $Misprice_{cross}$  的系数显著为正,其中第(5)列的系数值最大,这意味着横截面维度的股价高估越多,公司发起并购后的第 $t+$

<sup>①</sup> 商誉是指主并方支出价值减去标的资产公允价值的差额。

1、 $t+2$ 、 $t+3$ 年的股价崩盘风险越大,其中以第 $t+3$ 年为最。第(2)、(4)、(6)列中  $Misprice_{time}$  的系数不显著,说明纵向时间维度的股价低估对发起公司并购后的长期股价崩盘风险没有显著影响。

整体而言,表5的结果表明,“市值管理”型并购在长期并没有给公司带来真正的协同效应;尤其是在与同期同行业公司的横向比较中,股价高估公司发起的并购甚至在长期带来了显著负向的影响,这与前文所分析的“上市公司在横截面维度股价高估的情况下发起并购是为提升股价以实现估值套利”的结论保持了逻辑上的一致性——以“估值套利”为目的的并购,实现了大股东的短期私利,却损害了公司的长期价值,损害了中小股东利益。与此同时,在与长期估值的纵向比较中,股价低估公司发起的并购虽然没有带来显著负向的经济后果,但对公司价值也不存在正向的协同效应,这与前文所分析的“上市公司在纵向时间维度股价低估的情况下发起并购是为获得市场关注以推高股价”的结论同样保持了逻辑上的一致性——以吸引市场关注为目的的并购,并不能改善公司的长期绩效(李善民等,2020)。

表5 “市值管理”型并购的长期经济后果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Panel A: 商誉减值						
	$GWI_{t+1}$	$GWI_{t+1}$	$GWI_{t+2}$	$GWI_{t+2}$	$GWI_{t+3}$	$GWI_{t+3}$
$Misprice_{cross}$	0.0031 (1.1067)		0.0020 (0.3742)		0.0131** (2.3029)	
$Misprice_{time}$		-0.0168 (-1.6206)		-0.0031 (-0.2650)		0.0011 (0.0807)
控制变量	是	是	是	是	是	是
行业/季度固定效应	是	是	是	是	是	是
样本量	1415	1155	2208	1559	2248	1391
调整后 R <sup>2</sup>	0.4304	0.4467	0.1508	0.1314	0.1598	0.1397
Panel B: 会计业绩						
	$\Delta ROA_{t+1, t-1}$	$\Delta ROA_{t+1, t-1}$	$\Delta ROA_{t+2, t-1}$	$\Delta ROA_{t+2, t-1}$	$\Delta ROA_{t+3, t-1}$	$\Delta ROA_{t+3, t-1}$
$Misprice_{cross}$	-0.0011 (-0.2750)		-0.0138*** (-2.8408)		-0.0141*** (-2.5859)	
$Misprice_{time}$		0.0150** (2.1152)		0.0111 (1.3079)		-0.0022 (-0.2263)
控制变量	是	是	是	是	是	是
行业/季度固定效应	是	是	是	是	是	是
样本量	3392	3456	3096	3171	2832	2831
调整后 R <sup>2</sup>	0.0872	0.0962	0.0598	0.0697	0.0662	0.0995
Panel C: 股价崩盘风险						
	$NCSKEW_{t+1}$	$NCSKEW_{t+1}$	$NCSKEW_{t+2}$	$NCSKEW_{t+2}$	$NCSKEW_{t+3}$	$NCSKEW_{t+3}$
$Misprice_{cross}$	0.0808* (1.8694)		0.0894** (1.9866)		0.1085** (2.1609)	
$Misprice_{time}$		0.0570 (0.5778)		-0.0857 (-0.8621)		0.0910 (0.8618)
控制变量	是	是	是	是	是	是
行业/季度固定效应	是	是	是	是	是	是
样本量	2751	2831	2533	2593	2328	2312
调整后 R <sup>2</sup>	0.0478	0.0542	0.0587	0.0568	0.0440	0.0315

## 七、结论与政策建议

### 1. 研究结论

本文以2007—2021年沪深两市A股上市公司的并购数据为样本,从经典的“股票错误定价驱动并购”理论出发,实证检验到底是股价高估导致并购还是股价低估导致并购,以此探究并购活动背后的动机究竟是“估值套利”还是“估值修复”。研究发现,与同期同行业公司横向比较,公司股票的估值越高,开展并购的可能性越大;而与长期估值纵向比较,公司股票的估值越低,开展并购的可能性越大。这意味着,文献中针对到底是股价高估导致并购与股价低估导致并购而没有达成一致结论的两种可能性均得到实证支持,只是在不同的情境下具有不同的适用性。进一步地,本文开展了更为深入的理论辨析,以期寻找股价表象之下更加本质的底层逻辑。研究发现,静态的股价高估或低估本身尚不是驱动并购的根本原因,股价与并购之间存在“股票错误定价—更好的并购市场反应—进一步推动并购”的动态关系,这意味着,A股上市公司发起并购更加底层的动因在于股价提升的诉求。结合中国资本市场的政策背景及已有文献的研究结果,本文将这种股价提升动机以“市值管理”概念归纳称之,由此实现了既有文献关于“估值套利”和“估值修复”的并购动机争议在“市值管理”(提升股价)层面的认识统一。同时,本文利用双重差分等多种方法解决其中可能存在的内生性问题,证实结论依旧稳健。进一步的分析显示,“市值管理”型并购活动没有给公司带来真正的协同效应,其中“估值套利”类并购在长期出现显著的商誉减值,造成公司更差的财务表现以及更高的股价崩盘风险。这些研究发现从经济后果上反向验证了上市公司发起并购的动机在于短期提升股价,为“市值管理”并购动机提供了更多的逻辑支持和经验证据。

### 2. 政策建议

基于上述结论,为完善中国资本市场治理、培育健康的投资文化、构建良好的市场生态,本文提出如下政策建议:

(1)加强并购交易的信息披露,尤其是关于并购业绩承诺的信息披露。充分的信息披露是市场有效识别并购交易质量的关键,监管机构应要求主并公司及时、充分地披露可供投资者做出价值判断和投资决策所必需的信息,尤其是需要更加详细地披露并购业绩承诺的相关信息,如标的公司所承诺的业绩与其过往经营情况的相关性;承诺业绩没有达成时,主并公司对标的公司的具体处罚条款;承诺业绩没有达成时,主并公司需要计提的商誉减值以及由此可能对公司业绩造成的影响等。

(2)适当扩大融券的施行范围。融券交易可以使得股价及时反映多空双方的观点,防止公司股价被过度高估,进而提高资本市场的定价效率,有效抑制并购交易的过度市场反应,遏制题材炒作的空间。然而,在A股市场上,即使经过多轮调整,目前进入融券标的的上市公司占比依然不到总量的1/3。由此,监管部门可以考虑适当扩大融券的标的范围以及降低融券的难度,以便在更大程度上发挥融券卖空机制的价格发现功能。

(3)完善投资者结构。正是因为当前A股市场依然以中小投资者为主,其不具备专业的信息收集和分析能力,才给予了内部人操纵股价的可能性。由此,监管机构可从多个渠道推动市场投资者结构的优化:一方面,进一步加大资本市场的开放力度,引进更多的机构投资者,尤其是长线机构投资者,使其逐步成为市场的投资主体;另一方面,通过公益宣传、讲座等形式,帮助中小投资者提高

专业能力,树立风险管控意识,逐步培育其成长成熟。

(4)严把“减持关”以及适当收紧股权质押。上市公司之所以进行市值管理的并购活动,其很大一个动机在于推高股价后便于控股股东等内部人在高位进行股票减持或股权质押。由此,严把减持关可以从根本上遏制住这些不良动机。关于减持政策的争议一直以来从未间断:从紧,可能会打击入市资金的积极性;从宽,则不能约束内部人短期套现的冲动及其对二级市场造成的冲击。因此,可以进行分类管理,对于创投基金等战略投资者可适当放松减持要求,而对于控股股东、实际控制人、董监高等“关键少数”则需从严要求,从根本上解决基于个人私利的股价操纵行为。另外,关于股权质押,《股票质押式回购交易及登记结算业务办法(2018年修订)》中明确规定了质押率,根据“融资金额=股票数量×基准价格×质押率”的计算公式,可以进一步明确乘数中的“基准价格”。当前市场上的普遍基准为股票质押前20个工作日的平均价格,可以适当拉长基准价格的时间窗口,如规定为质押前120个工作日的平均价格,如此既可以遏制内部人短期推高股价的动机,也减少了股权质押后可能存在的爆仓风险。

#### [参考文献]

- [1]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,(3):73-89.
- [2]蔡庆丰,田霖. 产业政策与企业跨行业并购:市场导向还是政策套利[J]. 中国工业经济,2019,(1):81-99.
- [3]陈仕华,卢昌崇,姜广省,王雅茹. 国企高管政治晋升对企业并购行为的影响——基于企业成长压力理论的实证研究[J]. 管理世界,2015,(9):125-136.
- [4]陈胜蓝,马慧. 卖空压力与公司并购——来自卖空管制放松的准自然实验证据[J]. 管理世界,2017,(7):142-156.
- [5]陈运佳,吕长江,黄海杰,丁慧. 上市公司为什么选择员工持股计划? ——基于市值管理的证据[J]. 会计研究,2020,(5):91-103.
- [6]杜兴强,聂志萍. 中国上市公司并购的短期财富效应实证研究[J]. 证券市场导报,2007,(1):29-38.
- [7]赖黎,巩亚林,夏晓兰,马永强. 管理者从军经历与企业并购[J]. 世界经济,2017,(12):141-164.
- [8]李常青,魏志华,吴世农. 半强制分红政策的市场反应研究[J]. 经济研究,2010,(3):144-155.
- [9]李常青,幸伟. 控股股东股权质押与上市公司信息披露[J]. 统计研究,2017,(12):75-86.
- [10]李科,徐龙炳,朱伟骅. 卖空限制与股票错误定价——融资融券制度的证据[J]. 经济研究,2014,(10):165-178.
- [11]李善民,黄志宏,郭菁晶. 资本市场定价对企业并购行为的影响研究——来自中国上市公司的证据[J]. 经济研究,2020,(7):41-57.
- [12]廖珂,谢德仁,张新一. 控股股东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.
- [13]陆蓉,何婧,崔晓蕾. 资本市场错误定价与产业结构调整[J]. 经济研究,2017,(11):104-118.
- [14]陆蓉,兰袁. 大股东股权质押与上市公司资本运作[J]. 金融研究,2021,(4):169-186.
- [15]马连福,张晓庆. 控股股东股权质押与投资者关系管理[J]. 中国工业经济,2020,(11):156-173.
- [16]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.
- [17]权小锋,肖斌卿,吴世农. 投资者关系管理能够稳定市场吗? ——基于A股上市公司投资者关系管理的综合调查[J]. 管理世界,2016,(1):139-152.
- [18]吴文锋,芮萌,陈工孟. 中国股票收益的非流动性补偿[J]. 世界经济,2003,(7):54-60.
- [19]徐莉萍,关月琴,辛宇. 控股股东股权质押与并购业绩承诺——基于市值管理视角的经验证据[J]. 中国工业经济,2021,(1):136-154.
- [20]杨威,冯璐,宋敏,李春涛. 锚定比率可以衡量股价高估吗? ——基于崩盘风险视角的经验证据[J]. 管理世界,2020,(1):167-186.

- [21]原红旗,高翀,施海娜.企业并购中的业绩承诺和商誉减值[J].会计研究,2021,(4):60-77.
- [22]曾敏.中国上市公司并购重组的现状、问题及前景[J].数量经济技术经济研究,2022,(5):104-124.
- [23]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.
- [24]郑志刚,郇珍,黄继承,赵锡军.金字塔式控股结构与上市公司资本运作的机会主义倾向[J].金融研究,2021,(11):153-169.
- [25]朱茶芬,陈俊,郑柳.大股东减持计划新规的经济影响与新交易模式研究[J].会计研究,2021,(6):104-118.
- [26]Alexandridis, G., K. P. Fuller, L. Terhaar, and N. G. Travlos. Deal Size, Acquisition Premia and Shareholder Gains[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2013, (20): 1-13.
- [27]Amihud, Y., and H. Mendelson. Asset Pricing and the Bid-ask Spread[J]. *Journal of Financial Economics*, 1986, 17(2): 223-249.
- [28]Baker, M., and J. Wurgler. A Catering Theory of Dividends[J]. *Journal of Finance*, 2004, 59(3): 1125-1165.
- [29]Barber, B. M., and T. Odean. All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors[J]. *Review of Financial Studies*, 2008, 21(2): 785-818.
- [30]Bradley, M., A. Desai, and E. H. Kim. The Rationale behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy[J]. *Journal of Financial Economics*, 1983, 11(1-4): 183-206.
- [31]Gort, M. An Economic Disturbance Theory of Mergers[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1969, 83(4): 624-642.
- [32]Jensen, M. C., and W. H. Meckling. Theory of the Firms: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305-360.
- [33]Kim, J. B., Y. Li, and L. Zhang. Corporate Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk: Firm-level Analysis[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 100(3): 639-662.
- [34]Li, B., S. Rajgopal, and M. Venkatachalam.  $R^2$  and Idiosyncratic Risk Are Not Interchangeable [J]. *Accounting Review*, 2014, 89(6): 2261-2295.
- [35]Ma, Q., D. A. Whidbee, and W. A. Zhang. Noise Demand, Limits of Arbitrage, and Stock Price Bubbles: Evidence from Mergers and Acquisitions[R]. SSRN Working Paper, 2018.
- [36]Ma, Q., D. A. Whidbee, and W. A. Zhang. Acquirer Reference Prices and Acquisition Performance [J]. *Journal of Financial Economics*, 2019, 132(1): 175-199.
- [37]Moeller, S. B., F. P. Schlingemann, and R. M. Stulz. Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave[J]. *Journal of Finance*, 2005, 60(2): 757-782.
- [38]Nguyen, H. T., K. Yung, and Q. Sun. Motives for Mergers and Acquisitions: Ex-Post Market Evidence from the U.S.[J]. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2012, 39(9-10): 1357-1375.
- [39]Rhodes-Kropf, M., D. T. Robinson, and S. Viswanathan. Valuation Waves and Merger Activity: The Empirical Evidence[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 77(3): 561-603.
- [40]Roll, R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers[J]. *Journal of Business*, 1986, 59(2): 197-216.
- [41]Shleifer, A., and R. W. Vishny. Stock Market Driven Acquisitions [J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 70(3): 295-311.
- [42]Tversky, A., and D. Kahneman. Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases [J]. *Science*, 1974, 185(4157): 1124-1131.
- [43]Vergne, J. P., and R. Durand. The Missing Link Between the Theory and Empirics of Path Dependence: Conceptual Clarification, Testability Issue, and Methodological Implications[J]. *Journal of Management Studies*, 2010, 47(4): 736-759.

## Stock Mispricing, Market Valuation Management and Listed Firms' M&A

HE De-xu<sup>1,2</sup>, ZENG Min<sup>2</sup>, WU Yu-hui<sup>3</sup>, LIU Yun-ting<sup>4</sup>

(1. School of Business UCASS;

2. National Academy of Economic Strategy CASS;

3. School of Management, Xiamen University;

4. School of Economics, Peking University)

**Abstract:** In recent years, the number and amount of M&A in the A-share market stay in a high level, and M&A initiated by listed firms account for about 60% of China's total M&A. This raise a question of both theoretical and practical significance, that is, why do A-share listed firms carry out so many M&As, and what are their motivations? The classic theory of Stock Market Driven Acquisition (SMDA) states that overvaluation of stock prices leads to M&A. Specifically, in China's A-share market, on one hand, M&As are almost carried out by listed firms (with high valuations) against unlisted firms (with low valuations), which is quite consistent with SMDA theory. Based on this, An and Chen (2019) proposed the theory of valuation arbitrage. On the other hand, the proportion of M&A paid by stock only account for 7.92%. The stock is not the main payment way of M&A, which violates the key premise of SMDA. Li et al. (2020), therefore, argued that SMDA theory is not applicable to the A-share market. They made an analysis from the perspective of signal effect and proposed that the lower a firm's stock valuation is, the more incentive it will have to take M&A as a tool to transmit signals externally, and the greater the possibility of M&A is. Thus, the motivation for M&A is not valuation arbitrage, but valuation repair.

As existing literature does not agree on the conclusion, this paper takes stock mispricing as the breakthrough point, the motivation of listed firms' M&A as the research object, and the market valuation management of controlling shareholders as the research angle. By means of the theories of liquidity premium, investors' limited attention and anchoring effect, this paper examines how stock mispricing influences M&A, and identifies the market valuation management of the controlling shareholders who initiate M&A in order to raise stock prices. Specifically, this paper, starting from the theory of SMDA, analyzes the relationship between stock mispricing and M&A. Moreover, based on the data of A-share listed firms in Shanghai Stock Exchange and Shenzhen Stock Exchange from 2007 to 2021, it empirically tests whether overpricing or underpricing leads to M&A, so as to explore whether the motivation of M&A is valuation arbitrage or valuation repair. Empirical results show that in the horizontal comparison with firms both in the same industry and in the same period, the higher overpricing leads to greater possibility of M&A; while in the vertical comparison with firms in the long-term period, the lower underpricing leads to greater possibility of M&A. This means that the M&A motivations of valuation arbitrage and valuation repair are both supported by empirical test. However, more in-depth research results show that static stock overpricing or underpricing is not the root motivation of M&A. There is a dynamic relationship between stock price and M&A: stock mispricing leads to better M&A market reaction, which further facilitates M&A. This suggests that the more essential logic beneath stock mispricing lies in demand for increasing the stock price. In other words, raising the stock price for market valuation management serves as one of the important motivations for A-share listed firms to conduct M&A. The above conclusions are still valid after a series of endogenous and robust tests, such as difference in differences, instrumental variables, two-way fixed effects, and exclusion of other explanations. While such M&A increases the stock price in the short term, it fails to bring real synergy in the long run; and especially, the M&A of valuation arbitrage shows more goodwill impairment, worse accounting performance and higher risk of stock price collapse.

This paper constructs a theoretical analysis framework of why M&A promotes the rise of stock price, and unifies the dispute about whether M&A is for valuation arbitrage or valuation repair at the level of market valuation management. Meanwhile, it deduces the classic theory of SMDA from the static to the dynamic, which deepens the understanding of this theory in China. In addition, it puts forward some policy suggestions for the healthy development of capital market.

**Keywords:** M&A; market valuation management; stock mispricing; motivation

**JEL Classification:** G14 G18 G34

[责任编辑:崔志新]