

超额商誉是否成为企业经营负担

——基于产品市场竞争能力视角的解释

魏志华, 朱彩云

[摘要] 近年来,中国上市公司商誉资产急剧增长的现象引起了各界广泛关注,然而学术界对于商誉泡沫的经济后果研究尚有待深入。本文以2007—2017年中国A股上市公司为样本,实证检验了超额商誉对企业经营业绩的影响,并基于产品市场竞争能力的视角提供了理论解释。研究发现,超额商誉确实成为企业经营负担,其对企业未来三年的经营业绩都具有显著负面影响。本文提供了一种可能的解释,即超额商誉削弱了企业的产品市场竞争能力,这表现为超额商誉导致企业产品市场份额和行业竞争优势的持续下降,最终损害企业经营业绩。拓展性研究发现,超额商誉削弱企业产品市场竞争能力的作用机制在于:超额商誉未能给企业带来应有的并购协同效应,对企业未来成长性产生一定的负面影响;超额商誉也耗费了企业宝贵的资源,使企业面临更严峻的融资约束问题;超额商誉还引发利益相关方,例如银行对企业经营的负面评价,提高了企业债务融资成本。有效的内外部公司治理机制能够缓解超额商誉的不利影响,在管理层持股比例较高以及竞争较为激烈的行业中,企业超额商誉对产品市场竞争能力的负面影响较小。本文在理论上丰富了商誉和产品市场竞争等领域的研究文献,在实践上则为监管部门、上市公司以及投资者更深刻地理解商誉泡沫的经济后果及其作用机理提供了经验证据与重要启示。

[关键词] 超额商誉; 产品市场竞争能力; 市场份额; 净商业信用; 经营业绩

[中图分类号]F270 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2019)11-0174-19

一、问题提出

商誉作为企业的一项重要资产,直接来源于企业的并购重组,体现了预期未来合并企业能够产生的协同效应,其本质是企业整体价值与可辨认资产价值之差^①,反映了企业中不可辨认的、可以创造未来超额利润的一切要素和情形(杜兴强等,2011)。理性的并购应该服务于企业的产业整合和产

[收稿日期] 2019-05-15

[基金项目] 国家自然科学基金面上项目“中国上市公司避税天堂投资:动机、经济后果与治理机制”(批准号71972163);国家自然科学基金面上项目“中国上市公司关联交易研究:动机、经济后果与治理机制”(批准号71572165)。

[作者简介] 魏志华,厦门大学经济学院教授,博士生导师,管理学博士;朱彩云,厦门大学经济学院博士研究生。通讯作者:朱彩云,电子邮箱:794275502@qq.com。感谢全国高端会计人才培养工程课题项目“商誉泡沫的经济后果研究”的资助。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,当然文责自负。

^① 根据财政部2007年实施的《企业会计准则第20号——企业合并》的规定: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,应该确认为商誉。

能升级,合理的商誉也应当反映并购整合后预期可实现的协同效应,因此,来源于理性并购的适度商誉资产预期能够给企业带来未来现金流。然而,如果并购的协同效应不能发挥,巨额的商誉就有可能成为企业未来经营的负担:一方面,上市公司的并购活动并非都是理性的,当并购不以实现协同效应为目的时,过高的商誉(下文简称为超额商誉)会给上市公司未来经营埋下巨大隐患,甚至危及资本市场的健康发展,引发系统性风险;另一方面,并购商誉直接来源于公司的并购溢价,超额商誉不仅耗费企业当前可用于提升产品市场竞争能力的各种稀缺资源,还有可能导致利益相关方,如银行、供应商、客户等,对公司未来经营的负面评价,从而导致公司未来经营的可用资源减少,这些都不利于企业的长期发展。可以说,商誉资产对企业而言无疑是一把双刃剑——如果合理评估并购后的协同效应,适度的商誉能够给企业带来预期收益;但如果高估了并购协同效应,超额商誉则可能成为企业未来经营的负担。

近年来,中国上市公司商誉资产急剧增长的现象备受各界关注。图1统计显示,拥有商誉的A股上市公司占比(商誉总额)从2007年的29.21%(353.40亿元)攀升至2017年的55.15%(12862.80亿元)。特别是在2014—2015年,由于并购政策^①和流动性环境都较为宽松,上市公司并购融资渠道和并购支付方式更加多样化,导致并购重组活动激增,并购商誉总额大幅飙升。广泛存在的A股商誉以及巨大的商誉总额已逐渐引起资本市场的担忧。据券商中国统计^②,截至2018年三季度,A股上市公司账面商誉净额已达1.45万亿元,其中,558家上市公司商誉占总资产的比例超过10%。按照并购三年的业绩承诺期推算,2014—2015年并购浪潮中标的公司的业绩承诺期都已经或即将进入尾声,一旦标的公司业绩未达预期,上市公司就必须对该项并购产生的商誉计提减值准备,从而对公司业绩产生负面影响。毋庸置疑,A股的巨额商誉已成为埋在上市公司资产负债表中的“定时炸弹”,隐藏着巨大的商誉减值风险。事实也是如此,从2019年1月底开始,上百家A股上市公司业

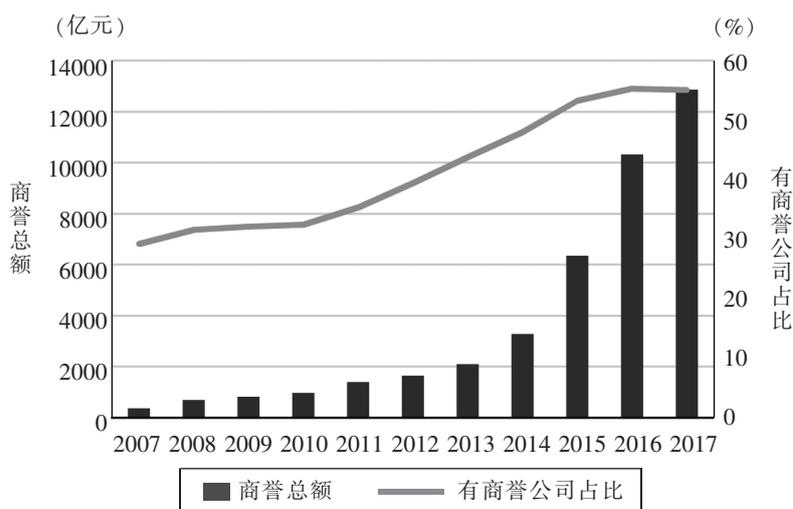


图1 2007—2017年A股商誉数据统计

① 例如,2014年5月9日,国务院发布《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》;2014年10月24日,中国证券监督管理委员会(简称证监会)发布《上市公司重大资产重组管理办法》和《关于修改〈上市公司收购管理办法〉的决定》;2015年8月31日,证监会、财政部、国务院国有资产监督管理委员会、中国银行监督管理委员会4部委联合发布《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》。

② 新浪财经的新闻报道:新高!A股商誉首破1.4万亿 21家公司商誉占资产超50%(<http://finance.sina.com.cn/stock/stockptd/2018-11-12/doc-ihnstwwq4614045.shtml>)。

绩“爆雷”,多家企业因为商誉减值发布巨额业绩预亏公告。例如,天神娱乐(002354)预亏最多达78亿元,其中预计计提商誉减值准备约49亿元。上市公司频频出现的大额计提商誉减值准备和业绩“爆雷”不仅引发了资本市场的震荡,也揭示出以往许多上市公司的并购行为存在盲目性,并导致了过高的并购商誉。可以说,深入研究中国上市公司商誉尤其是超额商誉将产生何种经济后果以及寻求有效的治理对策,目前已成为一个亟待回答的重要问题。

目前学术界对于商誉的研究主要聚焦于探讨商誉的界定、内涵和计量(杜兴强等,2011;冯卫东和郑海英,2013;Ramanna,2008;Ramanna and Watts,2012;Li et al.,2011;Glaum et al.,2018)、商誉的形成原因和影响因素(Johnson and Petrone,1998;李丹蒙等,2018;张新民等,2018)以及商誉的经济后果(Henning et al.,2000;郑海英等,2014;王文姣等,2017;杨威等,2018)等方面,但鲜有研究探讨超额商誉是否以及如何影响企业的经营业绩。鉴于此,本文基于经典的产品市场竞争理论,以企业相对于供应商和客户的议价能力以及在行业内现有企业中的竞争地位为切入点,试图深入探索上市公司的超额商誉是否以及如何成为其未来经营的负担,从而为理解超额商誉的经济后果以及加强商誉监管提供一定的经验证据。

本文以2007—2017年中国A股上市公司为样本,实证检验了超额商誉对于企业经营业绩的影响,并基于产品市场竞争能力的视角提供了理论解释。研究发现,超额商誉确实成为企业经营负担,它会显著降低企业未来三年的经营业绩。以企业获得的净商业信用和产品市场份额来衡量其产品市场竞争能力,采用中介效应检验发现,超额商誉通过削弱企业的产品市场竞争能力,最终损害了企业经营业绩。进一步分析发现,超额商誉削弱企业产品市场竞争能力的作用机制可能在于,超额商誉未能给企业带来应有的并购协同效应,也耗费了企业发展所需的宝贵资源,还将导致利益相关方对企业经营产生负面评价,这些不良经济后果都降低了企业的产品市场竞争能力。另外,有效的内外部公司治理机制,如管理层持股和市场竞争机制,则能够缓解超额商誉对企业产品市场竞争能力的负面效应。

相比已有文献,本文可能的研究贡献在于:①较早采用模型预测方法测度超额商誉,区分了超额商誉和适度商誉,研究发现超额商誉会成为企业经营负担,从而为当前中国资本市场商誉泡沫导致企业业绩下降提供了较为合理的理论解释。②率先将企业在产品市场的业绩表现和企业并购行为的无效率结果——超额商誉联系起来,从产品市场竞争能力的视角揭示了超额商誉对企业经营的危害,有利于重新认识企业资本市场运作的经济后果。同时,本文的研究也在一定程度上印证了Porter(1980)提出的“五力竞争模型”。③在实践上为监管部门、上市公司以及投资者更深刻地理解商誉泡沫的经济后果及其作用机理提供了经验证据与重要启示。

本文后续部分的结构安排如下:第二部分为商誉相关研究的文献综述和本文的研究假说;第三部分为数据来源、主要变量度量 and 模型设计;第四部分是超额商誉和企业产品市场竞争能力、企业业绩的实证检验结果分析;第五部分是稳健性检验;第六部分是超额商誉影响企业产品市场竞争能力的作用机制及治理机制的拓展性分析;第七部分是研究结论和政策启示。

二、文献综述与研究假说

1. 文献综述

目前学术界对并购商誉的研究较为丰富,不过主要集中于考察商誉的会计处理问题、形成原因和影响因素以及经济后果等方面。

(1)商誉的会计处理问题。杜兴强等(2011)认为商誉是企业预期未来超额盈利能力的贴现,本

质上是使用寿命不确定的无形资产,初始计量时等于购买价格与目标企业净资产的公允价值之差,后续计量需每年进行减值测试,及时确认减值损失。冯卫东和郑海英(2013)分析了现行企业并购商誉会计准则存在的问题,并提出了相应建议。Ramanna(2008)认为由于并购商誉的公允价值无法核实(不存在活跃的市场交易价格),商誉减值依赖于管理层的预期,管理层在计提减值时会运用自由裁量权,即存在管理层机会主义行为。众多研究发现,商誉减值在会计处理上可以追溯至并购时的支付溢价,商誉减值是管理层对公司未来盈利下降的预期,管理层有动机推迟(或加速)商誉减值的计提,商誉减值测试缺乏可靠性(Ramanna and Watts,2012;Li et al.,2011)。

(2)商誉的形成原因和影响因素。Johnson and Petrone(1998)认为商誉本质上是支付溢价,反映了被收购公司的持续经营商誉以及合并后的协同效应。李丹蒙等(2018)通过实证研究发现管理层的过度自信程度越高,公司当年新增的并购商誉越多,只有在管理层非过度自信的上市公司中,公司当年新增的并购商誉才会对并购后1年的公司业绩有正向影响。张新民等(2018)研究发现,内部控制可以抑制商誉泡沫,公司内部控制质量越高,则并购形成的超额商誉越低,商誉减值计提比例越小,并购商誉质量越高。

(3)商誉的经济后果。Henning et al.(2000)实证研究发现,投资者对商誉各组成部分的估值权重不同,持续经营商誉和协同效应与企业市场价值显著正相关。郑海英等(2014)研究发现,上市公司支付较高的商誉成本能够提升当期公司业绩,但降低了未来两期的公司业绩。杨威等(2018)也发现商誉在短期改善了公司业绩,商誉与当期和下一期的总资产收益率均显著正相关。王文姣等(2017)和杨威等(2018)研究了商誉和股价崩盘的关系,研究发现高商誉的公司股价具有一定程度的泡沫,更容易引发股价泡沫和崩盘。Li et al.(2011)研究认为,公司商誉减值损失的计提向市场传递了企业业绩的负面私有信息,因此投资者和分析师会下调对公司的估值预期。Glaum et al.(2018)研究发现,商誉减值和公司股票收益率负相关,管理层倾向于使用商誉减值平滑企业收入,会计、审计监督和机构投资者监督有助于商誉减值损失的及时确认。

综上,尽管围绕商誉的研究文献已产生了许多成果,但关于商誉经济后果的实证研究还并不充分。由于商誉的不可辨认性,商誉资产的超额盈利能力具有很大的不确定性,商誉对企业业绩的影响无疑是一个值得研究的实证问题,但目前仅有少数实证文献考察了商誉与企业业绩的关系。同时,也鲜有文献区分了合理商誉和超额商誉,并进而探讨超额商誉的经济后果。鉴于此,本文试图区分超额商誉和适度商誉,通过构建实证模型对超额商誉进行测度,并进一步深入探讨了超额商誉对企业业绩的影响,进而基于产品市场竞争理论视角提供理论解释。

2. 研究假说

(1)超额商誉与企业经营业绩。企业并购的动因往往是希望通过并购后的资源整合产生协同效应,以获取超过并购双方各自单独运营产生的效益之和的超额盈利能力(冯卫东和郑海英,2013)。协同效应(Synergy Effects)是指企业并购后合并企业预期产生的净现金流量超过并购双方分别单独经营预期现金流量之和的差额。适度合理的并购商誉体现了预期合并后的协同效应,预期能给企业带来超额盈利,但是高估的商誉却可能成为企业持续经营的负担。杜兴强等(2011)认为,商誉预期未来能给企业带来超额经济利益,但这种超额经济利益是不确定的,并且由于代理问题的存在,公司高管过度乐观、自负的并购行为往往造成了商誉被高估,高估的部分无法体现资产的定义,即未来的经济利益,也无法体现商誉的性质,即未来的超额盈利。

本文认为,超额商誉的产生源于企业在并购时高估了合并双方未来资源整合能产生的协同效应,高估了商誉资产能够产生的未来现金流量,从而支付了超过合理水平的并购对价,其本质是企

业稀缺资源的浪费。拥有超额商誉意味着企业并购时对目标公司给予了过高的估值和溢价,这一方面,不仅导致企业原本可用于生产、研发以及市场营销等方面的资金减少,损害了企业的长远发展,而且商誉减值风险也将使企业未来的持续经营“负重难行”;另一方面,企业过于关注并购的协同效应,还可能导致企业战略规划失误,将有限的资源过多地用于并购整合上,而忽略了其他投资机会,也将对企业未来的长期业绩产生负面影响。基于上述分析,本文提出:

假说 1:超额商誉对公司业绩具有负向影响,并且这种负向影响具有持续性。

(2)超额商誉与企业产品市场竞争能力。产品市场竞争能力是企业生存和发展的一项核心竞争力。根据经典的市场竞争理论,企业相对于供应商和客户的议价能力以及在行业内现有企业中的竞争地位体现了其在产品市场中的竞争能力(Porter,1980),只有在行业中占据有力的竞争优势,才能够获得持续发展以及较高的盈利能力。

已有文献认为,并购后的协同效应能够为合并企业创造价值(Bradley et al.,1988;Ross et al.,2013)。这是因为,并购不仅可以通过改进营销策略、实现战略收益或垄断利润增加企业收入,还可以通过新技术共享、规模经济、资源互补以及淘汰无效率的管理层等降低企业的产品成本,此外并购还能够降低企业资本成本以及实现税收利得,这些都有助于促进合并企业价值的提升。企业经营成功与否直接取决于其生产或提供的产品和服务的市场需求,并购协同效应最终也应体现在企业生产的产品或服务在产品市场的竞争能力上。Sheen(2014)认为,并购的实际产品市场效应主要体现为产品的质量趋同和价格下降:一方面,合并生产工厂实现的共享生产设备和规模经济,或执行最有效的技术,或合并后统一购买原材料以提高对供货商议价能力,这些都能降低产品成本,并进而降低产品的市场定价,最终抢占市场份额;另一方面,生产技术或先进专利的共享也能提高产品质量,吸引消费者,从而促进产品的销售。

本文认为,适度的并购商誉可能通过并购协同效应促进企业的经营,但是高估的超额商誉有可能削弱企业在产品市场的竞争能力(如图 2 所示),其作用机理如下:①高估的并购协同效应没有实现。基于信息不对称、代理理论和管理层过度自信等原因(Jensen and Meckling,1976;Roll,1986;姜付秀等,2009),主并方在并购时有可能会高估并购后的协同效应,溢价并购目标企业,合理预期部分的商誉价值有可能实现,但是高估的超额商誉所代表的高估的协同效应部分却未必能够实现,因此超额部分的商誉不能为企业带来超额的经济利益,最终反映为企业产品市场绩效和经营业绩没有达到预期。②超额商誉耗费了企业的稀缺资源,导致企业可用资源不足。超额商誉直接来源于高并购溢价,而溢价并购浪费了原本可以用来提升企业产品市场竞争力的稀缺资源,包括人力、物力、财力,直接导致企业在产品市场竞争中处于不利地位。例如,Fresard(2010)发现企业的财务优势,即相对于竞争对手持有大量的现金储备能够促进企业产品市场份额增长,当竞争对手面临融资约束时该效应会被放大。现金充足的企业具有足够的资金支持其市场竞争策略,如竞争性定价、工厂和商店的选址、有效物流体系的构建、广告和研发的投入以及先进设备投资和雇用有效率的工人等(Campello,2006),这些都会增强企业的产品市场竞争能力。因此,具有财务优势的企业在产品市场竞争上也具有优势,其相对议价能力以及产品市场份额也会增长。③超额商誉可能导致利益相关方对企业的负面评价,从而企业未来发展可得资源会减少、资源成本会更高。存在超额商誉可能向市场传递关于企业经营的负面私有消息,即管理层可能过度乐观或者可能存在利益输送问题。此时,企业的利益相关者会下调对企业的经营前景预期,对企业形成负面评价,其结果是利益相关方将减少资源供给,或者即使提供资源也将要求更高的风险补偿,从而导致企业获取资源的成本增加,这些都会削弱企业未来在产品市场的竞争能力。

综上,企业的超额商誉将导致企业当下和未来可用的各项资源减少,高估的并购协同效应可能无法实现。理论上可以预期,拥有更高超额商誉的企业更有可能处于资源劣势,并导致在产品市场竞争中处于劣势,具体表现为相对于供应商和客户的议价能力以及产品市场份额的下降。换言之,超额商誉很可能会成为企业经营负担,削弱企业在产品市场中的竞争能力,并反映在对企业经营业绩的负向影响上,而且这种负向影响可能具有一定的持续性。基于上述分析,本文提出:

假说 2:超额商誉会持续削弱企业的产品市场竞争能力。

假说 3:超额商誉会通过削弱企业的产品市场竞争能力成为企业经营负担,并最终损害企业经营业绩。

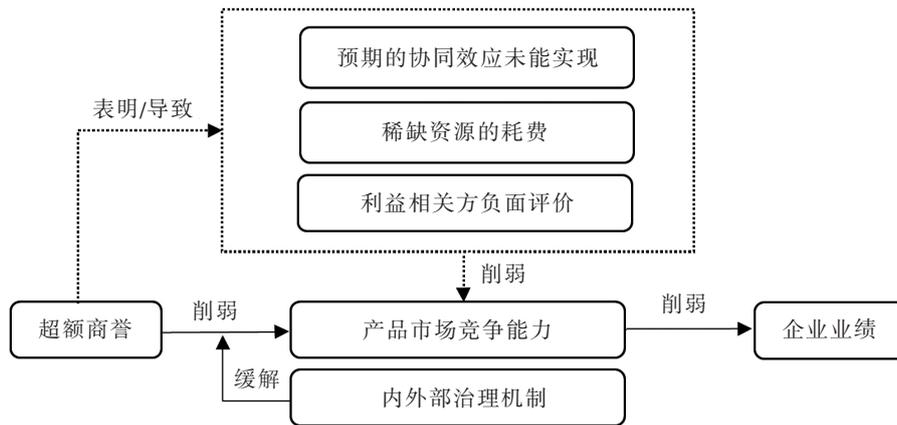


图 2 本文研究框架

三、研究设计

1. 样本选取与数据来源

2007年新会计准则首次要求企业将商誉作为资产单独列报,因此本文选取2007—2017年中国A股上市公司数据作为初始研究样本。本文使用的上市公司财务数据主要来源于CSMAR数据库和Wind金融终端,并对初始数据做以下筛选:①删除金融类上市公司;②剔除ST样本;③删除资不抵债的公司;④剔除行业只有3家以下公司的样本;⑤删除关键变量缺失的样本。为缓解极端值对本文结论的影响,对所有连续变量在1%和99%分位上进行缩尾处理。由于可能存在截面相关问题,本文对标准误进行了公司层面的聚类调整。为缓解可能存在的反向因果关系问题,本文对所有解释变量均进行了滞后一期处理。

2. 变量定义

(1)超额商誉。借鉴傅超等(2015)的做法,本文采用模型预测方法测度超额商誉(GW_excess),即用商誉期望模型的回归残差作为超额商誉的代理变量。具体而言,本文采用并购特征(是否现金支付、买方支出价值)、行业商誉水平(行业年度其他公司商誉的均值)、公司特征(公司规模、盈利能力、成长性、管理层持股比例、是否两职合一)、行业与年度虚拟变量等一系列指标对公司商誉水平进行回归,以回归得到的残差(实际商誉与预期合理商誉的之间差额)作为超额商誉的代理变量。

(2)产品市场竞争能力。根据Porter(1980)提出的“五力竞争模型”,每一个产业中都有五种基本的竞争力量,企业的盈利能力主要由行业现有企业的竞争、供应商的议价能力、客户的议价能力、替

代品的威胁以及新进入者的威胁这五大竞争力量决定。不同企业面临的竞争强度不同,潜在的获利能力也不同,只有在行业中占据有力的竞争位置,才能够获得较高的盈利能力。考虑到数据可得性,本文主要基于供应商的议价能力、客户的议价能力以及产业内现有企业的竞争来衡量企业在产品市场上的竞争能力。具体而言,本文用企业从供应商处获得的净商业信用(*NTC*)和企业产品的市场销售份额(*Share*)衡量企业的产品市场竞争能力。计算公式分别为,净商业信用(*NTC*)=(预收账款+应付账款-应收账款-预付账款)/营业收入;市场份额(*Share*)=企业当年营业收入/当年行业内所有企业的营业收入总和。其中,企业获得的净商业信用能够较为全面地反映企业相对于供应商和客户的综合议价能力(产业链视角的纵向竞争能力),其值越大说明企业相对于供应商和客户的议价能力越强,即企业的产品市场竞争能力越强;市场份额则能够反映产业内现有企业的竞争情况(同行业视角的横向竞争能力),其值越大说明企业的产品在市场上更受消费者青睐,同样意味着企业的产品市场竞争能力越强。

(3)其他变量。借鉴已有文献(张祥建等,2015;Anderson and Reeb,2003),本文选用总资产净利润率(*ROA*)作为企业经营业绩的衡量指标。本文的控制变量主要包括一些重要的公司特征,如公司规模(*Size*)、公司年龄(*Age*)、资产负债率(*LEV*)、资产有形性(*PPE*)、董事会规模(*Boardsize*)、管理层持股比例(*Maho*)、股权制衡(*TOP₂₋₅*)、董事长和总经理是否两职合一(*Dual*)以及公司产权性质(*SOE*)等。此外,本文还控制了年份和行业虚拟变量。

具体变量定义见表1。

表1 变量定义及描述性统计

变量名	变量定义	描述性统计		
		均值	中位数	标准差
<i>ROA</i>	净利润/总资产	0.0440	0.0391	0.0473
<i>NTC</i>	(预收账款+应付账款-应收账款-预付账款)/企业营业收入	-0.0072	-0.0286	0.3546
<i>Share</i>	营业收入/行业当年营业收入总和	0.0195	0.0053	0.0447
<i>GW_{excess}</i>	借鉴傅超等(2015)的做法,本文采用商誉期望模型的回归残差作为超额商誉的代理变量。	-0.0002	-0.0059	0.0638
<i>GW_{norm}</i>	账面商誉净额/总资产	0.0331	0.0006	0.0750
<i>Size</i>	总资产(账面价值)的自然对数	22.0776	21.9122	1.2457
<i>Age</i>	$\ln(1+\text{当年年份}-\text{成立年份})$	2.6853	2.7726	0.3907
<i>LEV</i>	总负债/总资产	0.4538	0.4563	0.2071
<i>PPE</i>	固定资产/总资产	0.2177	0.1814	0.1685
<i>Boardsize</i>	董事会人数	8.7769	9.0000	1.7327
<i>Maho</i>	管理层持股比例	0.1217	0.0010	0.1948
<i>TOP₂₋₅</i>	公司第二至第五大股东持股比例之和	0.1754	0.1581	0.1112
<i>Dual</i>	虚拟变量,若董事长与总理由一人兼任则为1,否则为0	0.2462	0.0000	0.4308
<i>SOE</i>	虚拟变量,若产权性质是国有企业,赋值为1,否则为0	0.3969	0.0000	0.4893

3. 模型设计

本文构建了如下 OLS 实证模型。模型(1)—(3)的中介效应模型参照了温忠麟和叶宝娟(2014)的模型设定。由于商誉从并购形成就一直存在于企业的资产负债表上,除非进行商誉减值,否则商誉对企业经营的影响将是长期的。为检验超额商誉对企业产品市场竞争能力和经营业绩的负面影响是否具有持续性,本文分别考察了超额商誉对未来 1—3 年被解释变量的影响。

$$ROA_{i,t+j} = \alpha_0 + \alpha_1 GW_excess_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$M_{i,t+j} = \beta_0 + \beta_1 GW_excess_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$ROA_{i,t+j} = \gamma_0 + \gamma_1 GW_excess_{i,t} + \gamma_2 M_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中, $j=1, 2, 3$, 被解释变量为企业业绩(ROA)和产品市场竞争能力的两个代理变量(NTC 、 $Share$), 模型(2)和模型(3)中的 M 指代中介变量, 回归中分别代入净商业信用(NTC)和产品市场份额($Share$); 解释变量 GW_excess 为超额商誉; $Controls$ 为控制变量, ε 为残差项。在实证检验上, 模型(1)—(3)为中介效应检验, 分别检验假说 1—假说 3。如果模型(1)中 GW_excess 的回归系数 α_1 显著为负, 意味着超额商誉对企业未来三年的经营业绩具有显著负面影响, 因此超额商誉确实成为企业经营负担, 即假说 1 得到实证支持。如果模型(2)中 GW_excess 的回归系数 β_1 显著为负, 表明超额商誉削弱了企业产品市场竞争能力, 即假说 2 得到实证支持。如果模型(3)中中介变量 M 的回归系数 γ_2 显著为正, 则系数乘积 $\beta_1 \times \gamma_2$ 表示的中介效应为负, 表明超额商誉通过削弱企业产品的市场竞争能力进而最终损害企业经营业绩, 即假说 3 得到实证支持。

四、实证结果与分析

1. 描述性统计分析

表 1 报告了本文关键变量的描述性统计结果^①。由表 1 可知, 样本企业平均资产利润率(ROA)为 0.04。净商业信用(NTC)的均值为 -0.01, 中位数为 -0.03, 这表明大部分企业会向客户提供净商业信用, 这也意味着获得净商业信用的企业较少, 即与理论预期一致, 只有在行业中处于竞争优势的优质企业才能从供应商和客户那里获得净商业信用。市场份额($Share$)的最大值为 0.66, 最小值接近于 0, 这表明不同行业企业竞争能力迥然不同。标准化商誉(GW_norm , 账面商誉/总资产)的中位数为 0, 均值为 0.03, 这表明标准化商誉的分布呈右偏状态, 部分企业的商誉处于极端高的水平。超额商誉(GW_excess)均值大于中位数, 且标准差较大, 这表明部分企业的超额商誉水平较高。其他变量的描述性统计情况与现有文献较为接近, 均在合理范围之内。

2. 多元回归分析

(1) 超额商誉与企业业绩。表 2 报告了对假说 1 进行实证检验的结果。表 2 显示, 超额商誉(GW_excess)对于未来连续三年总资产利润率(ROA)的回归系数都至少在 5% 的水平上显著为负。而且从回归系数的绝对值看, 超额商誉对公司未来业绩的负面影响随着时间的推移有加剧倾向。从经济意义看, 超额商誉每增加一个单位, 企业后两年的 ROA 均下降约 0.03, 第三年的 ROA 下降约 0.06。可见, 本文的假说 1 得到了实证支持。上述实证结果表明, 超额商誉确实成为企业经营负担, 因为它对企业未来三年的经营业绩都具有显著负面影响。换言之, 企业不理性的并购行为所带来的超额商誉, 的确会成为企业未来经营发展的“包袱”, 而且其对经营业绩的负面效应还具有一定的持续性。可以说, 在激烈的市场竞争环境中, 超额商誉很可能让企业陷入“一着不慎, 满盘皆输”的境

① 完整的变量描述性统计结果可在《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)下载。

地。现有关于商誉和企业业绩的研究发现,商誉在短期改善了公司业绩,在长期内会降低公司业绩(郑海英等,2014;杨威等,2018),这与本文的结论有相似之处。应该指出的是,相关文献并没有区分合理商誉和超额商誉,其结论否定了并购商誉对企业经营的积极作用,但本文认为只有超过了适度水平的超额商誉才会成为企业经营负担。

表 2 超额商誉与企业业绩

变量	ROA_{t+1}	ROA_{t+2}	ROA_{t+3}
GW_excess	-0.0333*** (-3.039)	-0.0325** (-2.329)	-0.0610*** (-2.632)
控制变量	控制	控制	控制
行业和年度	控制	控制	控制
$Constant$	-0.0858*** (-4.782)	-0.0410** (-2.379)	-0.0259 (-1.361)
N	6958	5966	4961
adj.R ²	0.1466	0.1358	0.1249

注:***、**、* 分别表示显著性水平为 1%、5%、10%;括号内为 t 值,标准误经过公司层面的聚类调整。以下各表同。

(2)超额商誉与企业的产品市场竞争能力。表 3 报告了对假说 2 进行实证检验的结果。其中,表 3 Panel A 和 Panel B 分别以净商业信用(NTC)和市场份额($Share$)作为企业产品市场竞争能力的衡量指标。表 3 Panel A 显示,超额商誉(GW_excess)的回归系数都在 1%的水平上显著为负,且回归系数的绝对值有增加趋势,这表明超额商誉显著降低了企业未来连续三年的净商业信用。可见,从产业链视角的纵向竞争能力看,超额商誉会持续削弱企业的产品市场竞争能力。类似地,表 3 Panel B 也显示,超额商誉(GW_excess)的回归系数都至少在 5%的水平上显著为负,不过回归系数的绝对值基本稳定,这表明超额商誉会显著降低企业未来连续三年的市场份额。可以说,从同行业视角的横向竞争能力看,超额商誉同样会持续削弱企业的产品市场竞争能力。综合来看,超额商誉同时削弱了基于产业链视角的企业纵向竞争能力以及基于同行业视角的企业横向竞争能力,即本文的假说 2 得到了实证支持。

表 3 超额商誉与企业产品市场竞争能力

变量	Panel A:净商业信用(NTC)			Panel B:市场份额($Share$)		
	NTC_{t+1}	NTC_{t+2}	NTC_{t+3}	$Share_{t+1}$	$Share_{t+2}$	$Share_{t+3}$
GW_excess	-0.3834*** (-5.521)	-0.5022*** (-5.875)	-0.5226*** (-4.168)	-0.0203*** (-3.029)	-0.0187** (-2.527)	-0.0234** (-2.203)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业和年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$Constant$	-1.0308*** (-7.328)	-1.0995*** (-7.435)	-1.0910*** (-6.763)	-0.3261*** (-14.356)	-0.3188*** (-14.044)	-0.3162*** (-13.670)
N	6957	5961	4958	6957	5961	4959
adj.R ²	0.3760	0.3553	0.3564	0.4723	0.4248	0.3856

(3)中介效应检验。表 4 报告了对假说 3 进行实证检验的结果。其中,表 4 Panel A 和 Panel B 分别以净商业信用和市场份额作为中介变量(M)进行中介效应检验。表 4 Panel A 显示,净商业信用(NTC)的回归系数都在 1%的水平上显著为正,这表明净商业信用会显著提升企业未来连续三年的经营业绩。类似地,表 4 Panel B 显示,除了对 $t+1$ 期企业业绩的回归系数为正但不显著外,市场份额($Share$)对企业业绩的回归系数在 $t+2$ 、 $t+3$ 期都至少在 5%的水平上显著为正,这表明提升市场份额也会促进企业未来的经营业绩。而由表 3 的回归结果可知,超额商誉会显著降低企业的产品市场竞争能力,因此综合表 3 和表 4 的回归结果可以得出,超额商誉削弱企业产品市场竞争能力进而影响企业业绩的中介效应 $\beta_1 \times \gamma_2$ 显著为负。为严谨起见,表 4 最后一行还列出了中介效应检验的 Sobel Z 值。可以看到,除了表 4 Panel B 的第一列和第三列外,其余各列中 Sobel Z 值均至少在 5%的水平上显著为负。因此,本文的假说 3 得到实证支持。

Porter(1980)认为,企业的盈利能力在很大程度上由行业内现有企业的竞争、供应商的议价能力、客户的议价能力等产品竞争能力决定。本文以净商业信用、产品市场份额分别衡量企业相对于供应商和客户的议价能力(产业链视角的纵向竞争能力)以及在行业内的竞争地位(同行业视角的横向竞争能力),实证研究发现,并购超额商誉通过削弱企业的产品市场竞争能力成为企业经营负担,最终损害了企业经营业绩。所以,企业在做并购决策时应合理评估目标企业的价值以及并购协同效应以避免高溢价并购带来的超额商誉问题,因为这些超额商誉会导致企业在产品市场竞争中处于劣势,不利于企业未来的发展。由上述分析可知,本文的实证发现也在一定程度上印证了 Porter(1980)提出的“五力竞争模型”。

表 4 超额商誉与企业业绩:产品市场竞争能力的中介效应检验

变量	Panel A: 中介变量为净商业信用(NTC)			Panel B: 中介变量为市场份额($Share$)		
	ROA_{t+1}	ROA_{t+2}	ROA_{t+3}	ROA_{t+1}	ROA_{t+2}	ROA_{t+3}
GW_excess	-0.0280** (-2.528)	-0.0277** (-1.986)	-0.0551** (-2.374)	-0.0327*** (-2.972)	-0.0314** (-2.233)	-0.0596** (-2.555)
NTC	0.0141*** (6.291)	0.0107*** (4.330)	0.0119*** (4.467)			
$Share$				0.0304 (1.205)	0.0564*** (2.739)	0.0657** (2.422)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业和年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$Constant$	-0.0716*** (-4.004)	-0.0323* (-1.899)	-0.0133 (-0.705)	-0.0750*** (-3.721)	-0.0204 (-1.079)	-0.0007 (-0.031)
N	6956	5964	4959	6958	5966	4961
adj.R ²	0.1535	0.1408	0.1297	0.1469	0.1371	0.1267
Sobel Z	-4.890***	-4.086***	-3.568***	-1.570	-1.969 **	-1.528

五、稳健性检验

1. 代理变量的衡量替换

(1)超额商誉。为增强研究结论的可靠性,本文还采用了另外两种方法重新度量超额商誉。①借

鉴 Ramanna(2008)对异常商誉(Abnormal Goodwill)的定义,采用经行业中位数调整的商誉来测度超额商誉。具体而言,首先将企业账面商誉净额用期末总资产进行标准化,得到标准化商誉(GW_norm),超额商誉即等于企业标准化商誉减去当年行业内所有企业标准化商誉的中位数。该超额商誉指标的测度既能消除公司规模对商誉的作用,同时考虑到标准化商誉的分布存在严重的右偏态势,故以行业标准化商誉的中位数作为基准,又能够反映企业相对于同行业其他企业的商誉高估情况(Ramanna,2008)。^②用企业标准化商誉减去当年行业内所有企业标准化商誉的均值重新计算超额商誉。

(2)产品市场竞争能力。借鉴 Fresard(2010),本文还采用企业相对于行业的营业收入增长率(MS)来衡量企业的产品市场竞争能力。具体而言, MS =企业当年的营业收入增长率-当年行业内所有企业平均的营业收入增长率。

(3)企业经营业绩。借鉴张祥建等(2015),本文还采用净资产收益率 ROE (净利润/股东权益)和销售利润率 ROS (营业利润/营业收入)来衡量企业经营业绩。

从实证结果看^①,采用上述不同方法衡量超额商誉、产品市场竞争能力以及企业经营业绩,本文的研究结论保持稳健。

2. 内生性问题的处理

并非所有上市公司都存在商誉资产,这可能导致本文的研究结论存在选择性偏误。为此,本文采用了倾向得分匹配法和 Heckman 两步法以缓解潜在的内生性问题。

(1)倾向得分匹配法(PSM)。本文选取可能影响企业产生超额商誉的因素,同时考虑年度和行业的影响,采用 logit 回归估计样本企业进入处理组(有超额商誉公司)的倾向得分。倾向得分匹配的平衡性检验结果显示,匹配之后相关控制变量的标准化偏差小于 5%,t 检验结果不能拒绝处理组和控制组无显著差异的原假设。这表明在进行 PSM 之后,有超额商誉企业和无超额商誉企业的主要特征变量差异较小。本文使用基于 PSM 得到的样本重新检验了假说 1(见表 5 Panel A),实证结果表明,本文的研究结论保持稳健^②。

(2)Heckman 两步法。本文基于上市公司账面商誉数据构建超额商誉指标,研究超额商誉和企业经营业绩的关系,但是并非所有上市公司都会发生并购并形成并购商誉,因此可能存在样本自选择偏误。基于此,本文采用 Heckman 两步法进行处理:^①估计企业是否有账面商誉的 Probit 模型,选择模型中除了包含主回归的所有变量,还包括企业的管理费用率、同行业其他公司商誉均值以及成长性;^②将第一阶段回归计算得到的逆米尔斯比率($milss$)代入主回归方程中,得到控制样本选择偏误的实证检验模型。基于 Heckman 两步法,本文重新检验了假说 1(见表 5 Panel B),可以看出,在控制了样本选择偏误后,本文的主要研究结论与前文一致^③。

3. 中介效应的 Bootstrap 检验

参照杨付等(2014)的做法,本文还对假说 3 的中介效应进行了 Bootstrap 检验。表 6 的实证结果显示,超额商誉通过产品市场竞争能力对企业经营业绩产生的间接中介效应是显著为负的,而且除

^① 正文仅报告了部分稳健性检验实证结果,未报告部分可在《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)下载。

^② 正文仅报告了部分稳健性检验实证结果,未报告部分可在《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)下载。

^③ 正文仅报告了部分稳健性检验实证结果,未报告部分可在《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)下载。

表 5 超额商誉与企业业绩:内生性处理

变量	Panel A: PSM			Panel B: Heckman 两步法		
	ROA_{t+1}	ROA_{t+2}	ROA_{t+3}	ROA_{t+1}	ROA_{t+2}	ROA_{t+3}
GW_excess	-0.0343*** (-3.128)	-0.0325** (-2.323)	-0.1271*** (-2.880)	-0.0227** (-2.381)	-0.0131 (-1.103)	-0.0525*** (-2.925)
$mills$				-0.0057 (-0.724)	-0.0018 (-0.191)	0.0225* (1.795)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业和年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	6958	5966	4961	15123	14423	13713

表 6 中介效应的 Bootstrap 检验

变量	Panel A: 中介变量为净商业信用(NTC)			Panel B: 中介变量为市场份额(Share)		
	ROA_{t+1}	ROA_{t+2}	ROA_{t+3}	ROA_{t+1}	ROA_{t+2}	ROA_{t+3}
Bootstrap 间接效应	-0.0054*** (-5.097)	-0.0049*** (-3.835)	-0.0060*** (-3.438)	-0.0007 (-1.444)	-0.0012** (-2.505)	-0.0014* (-1.668)
95%的置信区间	[-0.0074, -0.0033]	[-0.0074, -0.0024]	[-0.0095, -0.0026]	[-0.0015, 0.0002]	[-0.0021, -0.0003]	[-0.0030, 0.0002]
N	6956	5964	4959	6958	5966	4961

了市场份额 (Share) 的 $t+1$ 期和 $t+3$ 期, 其余回归的 95% 的置信区间都不包含零。因此, 采用 Bootstrap 进行中介效应稳健性检验, 本文的假说 3 总体上也得到了实证支持。

4. 排除中介效应竞争性解释

需要说明的是, 前文验证了超额商誉通过削弱企业的产品市场竞争能力进而损害企业经营业绩的中介效应。但产品市场竞争能力和公司业绩之间的中介效应也可能存在反向关系, 即超额商誉通过损害企业业绩进而削弱了企业的产品市场竞争能力。鉴于此, 本文还尝试排除这一竞争性解释。具体而言, 本文分别以产品市场竞争能力的两个代理变量净商业信用(NTC)和企业的市场份额(Share)作为最终的被解释变量 Y , 以企业的经营业绩 (ROA) 作为中介变量 M , 以超额商誉 (GW_excess) 作为解释变量, 同时沿用主回归的所有控制变量, 分三步检验是否存在超额商誉通过损害企业业绩进而削弱产品市场竞争能力的反向中介效应。实证结果显示, 前述的中介效应竞争性解释并不成立, 即本文的研究结论保持稳健。

5. 分年度子样本回归

由前文统计分析可知, 2014—2016 年为并购商誉增长高峰期。为了考察超额商誉在不同阶段对企业经营业绩的危害是否有差异, 本文将样本划分为 2007—2013 年和 2014—2017 年两个子样本, 重新检验了假说 1。实证结果表明, 在超额商誉增长较快年份(2014—2017 年), 超额商誉对公司业绩的负面效应明显大于对照年份(2007—2013 年)。可见, 超额商誉确实会对公司业绩产生负面影响, 尤其是在超额商誉快速增长阶段。总体而言, 本文的研究结论并不会发生实质性变化。

六、拓展性分析

前文分析认为, 超额商誉可能会削弱企业的产品市场竞争能力, 其作用机制在于超额商誉不仅

未必能够给企业带来并购协同效应,还会导致企业当下和未来的可用资源减少,以及引发利益相关方对企业的负面评价,这三个不利因素将削弱企业在产业链视角的纵向竞争能力以及同行业视角的横向竞争能力,最终损害企业经营业绩。同时,也可能存在一些内外部治理机制有助于缓解超额商誉对公司产品市场竞争能力的负面效应。

在本部分中,本文试图围绕上述两个重要问题展开拓展性分析(如图2所示)。一是进一步考察前文分析指出的超额商誉削弱企业产品市场竞争能力的三个作用机制能否成立:①从企业未来成长性的角度看,超额商誉是否给企业带来了应有的并购协同效应?②从耗费了稀缺资源的角度看,超额商誉是否导致企业面临更严峻的融资约束和投资不足问题?③从银行等利益相关方负面评价的角度看,超额商誉是否引发了企业债务融资成本的增加?二是探索哪些内外部公司治理机制有助于缓解超额商誉对公司产品市场竞争能力的负面效应。本文将主要基于管理层持股和市场竞争程度这两个视角,考察内外部公司治理机制在缓解超额商誉对公司产品市场竞争能力负面影响方面的积极作用。

1. 超额商誉削弱企业产品市场竞争能力的作用机制

(1)超额商誉能否给企业带来应有的并购协同效应?如前所述,超额商誉可能来自企业对并购协同效应的高估。现有文献发现,协同效应的表现之一为合并后的联合企业具有更高的成长性(Hoberg and Phillips,2010)。因此,本文以企业成长性作为并购协同效应的代理指标,检验超额商誉预期的协同效应能否实现。如果并购后的整合达不到预期,并购和整合所耗费的资源将会导致企业在产品市场竞争中处于劣势,从而削弱企业的产品市场竞争能力。本文借鉴杨兴全等(2016)的研究,选用营业收入增长率(*Growth*)和托宾*Q*值(*TQ*)作为企业成长性的衡量指标,研究超额商誉是否提高了企业未来的成长性。

表7 Panel A显示,超额商誉(*GW_excess*)与企业未来第二年、第三年的营业收入增长率显著负相关;Panel B前两列超额商誉(*GW_excess*)的回归系数为负但不显著,这表明超额商誉对企业未来两年的托宾*Q*值具有微弱的负面效应。综合来看,本文研究发现超额商誉不仅未能促进公司发展,反而在一定程度上阻碍了公司成长,即并购的协同效应并未实现。一种可能的解释是,企业高估了并购的协同效应,过多地将宝贵资源用于并购,让企业错失了其他良好投资机会,对企业未来的成长产生了不利影响。

表7 超额商誉与企业成长性

变量	Panel A:营业收入增长率(<i>Growth</i>)			Panel B:托宾 <i>Q</i> (<i>TQ</i>)		
	<i>Growth</i> _{<i>t</i>+1}	<i>Growth</i> _{<i>t</i>+2}	<i>Growth</i> _{<i>t</i>+3}	<i>TQ</i> _{<i>t</i>+1}	<i>TQ</i> _{<i>t</i>+2}	<i>TQ</i> _{<i>t</i>+3}
<i>GW_excess</i>	0.3354** (2.153)	-0.4505*** (-3.581)	-0.5585*** (-3.132)	-0.2184 (-0.711)	-0.0213 (-0.059)	0.8283 (1.145)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业和年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	6956	5960	4955	6941	5953	4950
adj.R ²	0.0423	0.0456	0.0426	0.3646	0.3502	0.3458

(2)超额商誉是否耗费了企业的稀缺资源?超额商誉来源于企业并购时对目标公司的高溢价支付,超额商誉越高意味着企业原本可用于生产、研发以及市场营销等方面的资源被浪费越多,这将

导致企业未来持续经营的可用资源短缺,从而削弱企业未来在产品市场中的竞争能力。为此,本文进一步考察了超额商誉是否可能导致企业面临更严峻的融资约束问题?超额商誉是否会导致企业投资不足?

本文借鉴 Lamont et al.(2001)和魏志华等(2014),采用 KZ 指数衡量企业面临的融资约束程度,KZ 指数越大表明企业的融资约束越严重。参考 Richardson(2006)的方法,本文采用投资模型进行回归,仅保留残差小于零的样本并对残差取绝对值以衡量企业的投资不足(*Underinv*),其值越大表明企业投资不足越严重。表 8 Panel A 显示,超额商誉(*GW_excess*)的回归系数均显著为正,而 Panel B 中其回归系数均为正,尽管并不显著。上述实证结果表明,超额商誉确实耗费了企业宝贵的资源,使公司面临更严峻的融资约束,也对加剧企业的投资不足产生微弱的影响。总体而言,上述研究发现倾向于支持本文的观点,即超额商誉会通过耗费企业资源进而削弱企业的产品市场竞争能力。

表 8 超额商誉与企业融资约束、投资不足

变量	Panel A: 融资约束(KZ)			Panel B: 投资不足(<i>Underinv</i>)		
	KZ_{t+1}	KZ_{t+2}	KZ_{t+3}	$Underinv_{t+1}$	$Underinv_{t+2}$	$Underinv_{t+3}$
<i>GW_excess</i>	2.3009*** (6.530)	1.9336*** (4.347)	2.3436*** (2.801)	0.0101 (0.866)	0.0127 (0.809)	0.0198 (0.902)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业和年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	6941	5953	4950	2082	1778	1464
adj.R ²	0.4092	0.3237	0.2774	0.0562	0.0886	0.0692

(3)超额商誉是否导致利益相关方对企业的负面评价?超额商誉的存在可能向利益相关方传递关于企业管理层过度自信以及企业存在代理问题等不利信息,这可能导致利益相关方对企业未来经营产生负面评价,如下调企业未来经营业绩的预期。考虑到未来资源的可回收性,利益相关方可能减少对企业的资源提供或制定更苛刻的合同条款(如提高资金成本、增加担保要求等),这些都会削弱企业的产品市场竞争能力进而影响经营业绩。本文以银行为例,试图检验银行作为企业外部资金的重要提供者是否会基于企业较高的超额商誉来判断企业未来经营业绩较差、经营风险更大,从而要求更高的风险补偿,即提高企业贷款利率。本文参照魏志华等(2012)计算企业的债务融资成本,其中 *Intcost1* 为利息支出占公司总负债的比例,*Intcost2* 表示利息支出、手续费支出、其他财务费用的总和与公司总负债之比。

表 9 Panel A 和 Panel B 显示,超额商誉(*GW_excess*)对利息成本(*Intcost1*)和财务费用(*Intcost2*)的回归系数均在 1%的水平上显著为正,即超额商誉将导致企业未来连续三年的债务融资成本更高。上述结果揭示出,银行会基于超额商誉下调对企业未来经营业绩的预期,进而要求更高的贷款风险溢价,这直接体现为企业未来的贷款成本更高。上述研究发现验证了本文的观点,即利益相关方会基于超额商誉形成对企业未来经营的负面评价,导致企业未来可得资源更少或成本更高,从而削弱企业的产品市场竞争能力。

2. 有效的公司治理机制能否缓解超额商誉的负面影响

委托代理问题和管理层的非理性因素,如“同伴效应”(傅超等,2015)和过度自信(李丹蒙等,2018)等都会导致巨额并购商誉的产生。在所有权和控制权分离的情况下,管理层和股东的利益冲

表 9 超额商誉与企业债务融资成本

变量	Panel A: 利息成本 (<i>Intcost1</i>)			Panel B: 财务费用 (<i>Intcost2</i>)		
	<i>Intcost1</i> _{t+1}	<i>Intcost1</i> _{t+2}	<i>Intcost1</i> _{t+3}	<i>Intcost2</i> _{t+1}	<i>Intcost2</i> _{t+2}	<i>Intcost2</i> _{t+3}
<i>GW_excess</i>	0.0169*** (5.828)	0.0177*** (4.918)	0.0240*** (4.329)	0.0160*** (5.341)	0.0174*** (4.628)	0.0245*** (4.293)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业和年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	6958	5966	4961	6958	5966	4961
adj.R ²	0.2873	0.2770	0.2599	0.2791	0.2696	0.2519

突也体现在并购决策中,管理层可能以损害股东利益为代价去追求私人利益,如构建帝国(Jensen, 1986)。为了获得更多的私利,如更多的薪酬、权力、社会声望以及分散自身的人力资本风险(陈胜蓝和马慧,2017),管理层可能会实施更多的并购,更有可能为了并购成功而支付更高的并购溢价,从而形成巨额的并购商誉。超额商誉的形成可能来源于股东和管理层的利益冲突,那么利益冲突也必然存在于并购的后续整合中,这可能导致超额商誉代表的未来经济利益无法实现。本文最后讨论两种缓解并购后续整合中利益冲突问题(即缓解超额商誉对企业产品市场竞争能力的削弱效应)的内外部公司治理机制:管理层持股和市场竞争机制。

(1)管理层持股。根据传统的代理理论,所有权和控制权的分离是股东和管理层利益冲突的根源,而管理层持股将有利于管理层和股东利益的趋同,从而缓解股东和管理层的利益冲突问题。因此,本文预测在管理层持股比例更高的公司中,由于股东与管理层之间的代理成本更低,从而管理层在并购估值时会更加审慎,并购后的监督和整合也更加有效,因此,超额商誉对公司经营的负面影响也将更小。表 10 显示,超额商誉(*GW_excess*)和管理层持股比例(*Maho*)的交乘项(*GW_MA*)的回归系数为正,除了 Panel B 的第一列和第三列以外,其余各列均显著为正,这表明管理层持股比例的提高能有效缓解超额商誉对企业产品市场竞争能力的负面影响。

表 10 超额商誉、管理层持股与产品市场竞争能力

变量	Panel A: 净商业信用 (<i>NTC</i>)			Panel B: 市场份额 (<i>Share</i>)		
	<i>NTC</i> _{t+1}	<i>NTC</i> _{t+2}	<i>NTC</i> _{t+3}	<i>Share</i> _{t+1}	<i>Share</i> _{t+2}	<i>Share</i> _{t+3}
<i>GW_MA</i>	0.8750*** (2.753)	1.2081*** (3.283)	1.2173** (2.175)	0.0412 (1.191)	0.0605* (1.679)	0.0412 (0.822)
<i>GW_excess</i>	-0.5801*** (-5.692)	-0.7772*** (-6.228)	-0.7828*** (-4.237)	-0.0296** (-2.356)	-0.0325** (-2.537)	-0.0322** (-1.975)
<i>Maho</i>	-0.1176*** (-3.592)	-0.1030*** (-3.015)	-0.1142*** (-3.087)	-0.0026 (-0.830)	-0.0033 (-0.939)	-0.0047 (-1.193)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业和年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	19828	16949	14412	19829	16950	14414
adj.R ²	0.3284	0.3209	0.3123	0.4148	0.3836	0.3574

(2)市场竞争机制。已有研究表明,市场竞争作为重要的公司治理外部机制,能有效约束管理层的懈怠。企业所处行业竞争越激烈,为提高企业生存的可能性以及保护自己的工作职位和声誉,管理者有动机提高企业经营活动的效率(Hart, 1983;陈胜蓝和马慧,2017)、减少对个人私利的追逐,这在客观上降低了企业的代理成本。因此,本文预测企业所处行业竞争越激烈则企业经营的效率越高,表现为企业在并购时会更理性评估标的的价值、在并购后的整合中也会更有效率,并购商誉所预期的超额盈利能力也就越有可能实现。因此,超额商誉对企业产品市场竞争能力的损害在竞争程度高的行业中会较小。本文用赫芬达尔指数(HHI)度量行业的竞争程度,并设置了衡量一个行业竞争程度的虚拟变量 (*HHI_dummy*),若企业所处行业的 HHI 小于中位数表明企业所处行业竞争较高,则 *HHI_dummy* 取 1,否则取 0。

表 11 显示,除了 Panel B 最后两列不显著之外,其余各列中超额商誉(*GW_excess*)和企业竞争程度虚拟变量(*HHI_dummy*)的交乘项(*GW_HHI*)的回归系数均显著为正。这总体上表明,相对于低竞争行业,在高竞争的行业中超额商誉对企业产品市场竞争能力的削弱作用较小。可见,市场竞争机制能够在一定程度上缓解超额商誉对企业产品市场竞争能力的危害,发挥积极的治理效应。综合来看,上述实证研究表明,有效的内外部公司治理机制能够缓解超额商誉对公司经营的负面影响,在管理层持股比例较高以及竞争较高的行业中,企业超额商誉对产品市场竞争能力的负面影响较小。

表 11 超额商誉、行业竞争程度与产品市场竞争能力

变量	Panel A: 净商业信用 (NTC)			Panel B: 市场份额 (Share)		
	<i>NTC_{t+1}</i>	<i>NTC_{t+2}</i>	<i>NTC_{t+3}</i>	<i>Share_{t+1}</i>	<i>Share_{t+2}</i>	<i>Share_{t+3}</i>
<i>GW_HHI</i>	0.2884** (2.339)	0.4169*** (2.682)	0.4158* (1.860)	0.0209* (1.724)	0.0181 (1.370)	0.0169 (0.955)
<i>GW_excess</i>	-0.5122*** (-5.075)	-0.6758*** (-5.497)	-0.6725*** (-3.928)	-0.0297*** (-2.685)	-0.0263** (-2.258)	-0.0295** (-2.001)
<i>HHI_dummy</i>	-0.0024 (-0.180)	-0.0050 (-0.323)	-0.0113 (-0.575)	0.0011 (0.963)	0.0018 (1.444)	0.0011 (0.698)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业和年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	6957	5961	4958	6957	5961	4959
adj.R ²	0.3763	0.3560	0.3566	0.4724	0.4248	0.3854

七、研究结论与启示

1. 研究结论

近年来中国上市公司的并购活动产生了巨额账面商誉,2019年初上百家上市公司由于一次性计提大额商誉减值准备导致公司业绩“爆雷”更是引发了资本市场的担忧。本文基于经典的市场竞争理论,以企业相对于供应商和客户的议价能力以及在产业内的竞争地位来衡量企业的产品市场竞争能力,并以此为视角研究超额商誉对企业经营业绩的影响。以2007—2017年中国A股上市公司为样本,本文实证研究发现,超额商誉对企业未来三年经营业绩的影响显著为负,即超额商誉确

实成为企业经营负担。中介效应检验发现,超额商誉通过削弱企业的产品市场竞争能力成为企业经营负担,它导致企业纵向竞争能力以及横向竞争能力的持续下降,最终损害了企业经营业绩。拓展性研究部分进一步揭示了超额商誉削弱企业产品市场竞争能力的可能作用机制和治理机制:超额商誉降低了企业的未来成长性,导致企业融资约束问题更严重,提高了企业的债务融资成本;此外,在管理层持股比例较高以及竞争较高的行业中,超额商誉对公司产品市场竞争能力的负面影响较小。

2. 启示与建议

近年来,随着资本市场并购重组的数量和规模逐年递增,A股的巨额商誉资产也引起了广泛担忧和一系列连锁反应。本文基于“五力竞争模型”,实证研究发现,超额商誉通过削弱企业纵向竞争能力以及横向竞争能力成为企业经营负担,最终损害了企业经营业绩。本文的研究为监管部门、上市公司以及投资者更深刻地理解商誉泡沫的经济后果及其作用机理提供了重要的借鉴与启示。

(1)监管部门应更严格地监管商誉确认以及减值计提,避免公司商誉会计处理的随意性对资本市场造成的动荡以及对投资者利益的损害。党的十九大报告提出,要健全金融监管体系,守住不发生系统性金融风险的底线。近年来,中国上市公司巨额商誉资产以及一次性大额减值损失的计提已经成为当前重要的金融风险诱因之一(张新民等,2018)。2019年初上市公司扎堆一次性大额计提商誉减值损失备受关注并引起诸多争议,监管部门需要对商誉的形成以及后续减值测试和计提制定更全面的规则,加强对并购商誉会计处理的监管,对商誉泡沫现象及其潜在的减值风险也应予以重视,及时进行风险提示并采取监管措施,控制商誉泡沫,从而防范金融系统性风险、保护投资者的利益。因此,如何制定更全面的并购监管政策,降低企业、投资者以及资本市场所受超额商誉的负面冲击,已成为监管部门亟需解决的重要问题。

(2)上市公司应合理评估并购对公司产品市场竞争能力的促进作用,避免盲目进行并购,从源头上控制商誉泡沫,让并购真正服务于企业的经营发展需要。本文研究发现,超额商誉会持续削弱企业的产品市场竞争能力,导致企业相对于供应商和客户的议价能力以及市场份额的持续降低,最终损害公司经营业绩。鉴于此,企业应合理评估自身的并购需求以及并购标的的价值,将经营重心转到产品或服务的提供上。资本市场的并购运作最终应服务于提升企业在产品市场的竞争能力,企业是否能在市场竞争中存活并取胜,直接取决于其产品能否被最终消费者认同。因此,企业应该认识到资本市场上的并购应该服务于自身的业务整合与升级以及在产品市场上的经营,让资本市场更好地发挥服务实体经济发展的作用。

(3)投资者应理性评估企业并购事件以及并购商誉,正确认识商誉对企业经营的影响。本文的研究发现,超额商誉会损害公司产品市场竞争能力和经营业绩,导致企业在产品市场竞争中处于劣势地位,终将损害作为公司股东的投资者利益。因此,投资者应及时关注企业并购决策和并购商誉规模,合理评估企业并购决策和并购商誉对企业产品市场竞争能力、企业业绩的影响,避免盲目跟风并购消息进行投机炒作,做出审慎合理的投资决策。

〔参考文献〕

- [1]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.
- [2]杜兴强,杜颖洁,周泽将. 商誉的内涵及其确认问题探讨[J]. 会计研究, 2011,(1):11-16.
- [3]冯卫东,郑海英. 企业并购商誉计量与披露问题研究[J]. 财政研究, 2013,(8):29-32.
- [4]傅超,杨曾,傅代国. “同伴效应”影响了企业的并购商誉吗?——基于我国创业板高溢价并购的经验证据[J]. 中国

- 软科学, 2015, (11):94-108.
- [5]姜付秀,张敏,陆正飞,陈才东. 管理者过度自信、企业扩张与财务困境[J]. 经济研究, 2009, (1):131-143.
- [6]李丹蒙,叶建芳,卢思绮,曾森. 管理层过度自信、产权性质与并购商誉[J]. 会计研究, 2018, (10):50-57.
- [7]王文姣,傅超,傅代国. 并购商誉是否为股价崩盘的事前信号?——基于会计功能和金融安全视角[J]. 财经研究, 2017, (9):76-87.
- [8]魏志华,王贞洁,吴育辉,李常青. 金融生态环境、审计意见与债务融资成本[J]. 审计研究, 2012, (3):98-105.
- [9]魏志华,曾爱民,李博. 金融生态环境与企业融资约束——基于中国上市公司的实证研究[J]. 会计研究, 2014, (5):73-80.
- [10]温忠麟,叶宝娟. 中介效应分析:方法和模型发展[J]. 心理科学进展, 2014, (5):731-745.
- [11]杨付,刘军,张丽华. 精神型领导、战略共识与员工职业发展:战略柔性的调节作用[J]. 管理世界, 2014, (10):100-113.
- [12]杨兴全,齐云飞,吴昊旻. 行业成长性影响公司现金持有吗[J]. 管理世界, 2016, (1):153-169.
- [13]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.
- [14]张祥建,徐晋,徐龙炳. 高管精英治理模式能够提升企业绩效吗?——基于社会连带关系调节效应的研究[J]. 经济研究, 2015, (3):100-114.
- [15]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.
- [16]郑海英,刘正阳,冯卫东. 并购商誉能提升公司业绩吗?——来自A股上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2014, (3):11-17.
- [17]Anderson, R. C., and D. M. Reeb. Founding-Family Ownership and Firm Performance:Evidence from the S&P 500[J]. Journal of Finance, 2003,58(3):1301-1328.
- [18]Bradley, M., A. Desai, and E. H. Kim. Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms[J]. Journal of Financial Economics, 1988,21(1):3-40.
- [19]Campello, M. Debt financing:Does it Boost or Hurt Firm Performance in Product Markets[J]. Journal of Financial Economics, 2006,82(1):135-172.
- [20]Fresard, L. Financial Strength and Product Market Behavior:The Real Effects of Corporate Cash Holdings[J]. Journal of Finance, 2010,65(3):1097-1122.
- [21]Glaum, M., W. R. Landsman, and S. Wyrwa. Goodwill Impairment:The Effects of Public Enforcement and Monitoring by Institutional Investors[J]. Accounting Review, 2018,93(6):149-180.
- [22]Hart, O. D. The Market Mechanism as an Incentive Scheme[J]. Bell Journal of Economics, 1983,14(2):366-382.
- [23]Henning, S. L., B. L. Lewis, and W. H. Shaw. Valuation of the Components of Purchased Goodwill[J]. Journal of Accounting Research, 2000,38(2):375-386.
- [24]Hoberg, G., and G. Phillips. Product Market Synergies and Competition in Mergers and Acquisitions:A Text-Based Analysis[J]. Review of Financial Studies, 2010,23(10):3773-3811.
- [25]Jensen, M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers[J]. American Economic Review, 1986,76(2):323-329.
- [26]Jensen, M. C., and W. H. Meckling. Theory of the Firm:Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976,3(4):305-360.
- [27]Johnson, L. T., and K. R. Petrone. Commentary:Is Goodwill an Asset[J]. Accounting Horizons, 1998,12(3):293-303.
- [28]Lamont, O., C. Polk, and J. Súa-Requejo. Financial Constraints and Stock Returns[J]. Review of Financial Studies, 2001,14(2):529-554.

- [29]Li, Z., P. K. Shroff, R. Venkataraman, and I. X. Zhang. Causes and Consequences of Goodwill Impairment Losses[J]. *Review of Accounting Studies*, 2011,16(4):745-778.
- [30]Porter, M. E. *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*[M]. New York: Free Press, 1980.
- [31]Ramanna, K. The Implications of Unverifiable Fair-value Accounting:Evidence from the Political Economy of Goodwill Accounting[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2008,45(2-3):253-281.
- [32]Ramanna, K., and R. L. Watts. Evidence on the Use of Unverifiable Estimates in Required Goodwill Impairment[J]. *Review of Accounting Studies*, 2012,17(4):749-780.
- [33]Richardson, S. Over-investment of Free Cash Flow[J]. *Review of Accounting Studies*, 2006,11(2-3):159-189.
- [34]Roll, R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers[J]. *Journal of Business*, 1986,59(2):197-216.
- [35]Ross, S. A., R. W. Westerfield, and J. Jaffe. *Corporate Finance*[M]. New York:McGraw-Hill, 2013.
- [36]Sheen, A. The Real Product Market Impact of Mergers[J]. *Journal of Finance*, 2014,69(6):2651-2688.

Does Excess Goodwill Become the Burden of Corporate Operation ——Explanation from the Perspective of Product Market Competitiveness

WEI Zhi-hua, ZHU Cai-yun

(School of Economics, Xiamen University, Xiamen, Fujian 361005, China)

Abstract: Recently, the rapid growth of goodwill of listed firms in China has attracted wide attention. Nevertheless, the academic research on the economic consequences of goodwill bubbles remains to be deepened. Using the sample of A-share listed companies in China from 2007 to 2017, we test the impact of excess goodwill on firm performance, and also provide a possible explanation from the perspective of product market competitiveness. We find that excess goodwill indeed becomes the burden on company's operation and has a significant negative impact on the company's operating performance in following three years. One possible reason is that excessive goodwill would weaken the company's product market competitiveness. Extensive research finds that excess goodwill reduces the future growth of the company rather than brings the firms synergy effect of M&A; excess goodwill makes the company face more severe financing constraints by taking valuable financial resources; excess goodwill also raises the cost of debt financing due to the negative evaluation of corporate operation by banks; and for firms with high management shareholding ratio or firms in highly competitive industries, the excess goodwill has less negative impact on company's product market competitiveness, which indicates effective internal and external corporate governance mechanisms could mitigate the negative impact of excess goodwill. This paper theoretically enriches the research literature in the fields of goodwill and product market competition and empirically provides evidence and important enlightenment for regulatory authorities, listed companies and investors to have a deeper understanding of the economic consequences and the mechanism of goodwill bubble.

Key Words: excess goodwill; product market competitiveness; market share; net trade credit; operating performance

JEL Classification: G34 G38 D24

[责任编辑:崔志新]