

# 代理冲突、激励约束机制与并购商誉

陈 耿,严彩虹

(重庆大学 经济与工商管理学院,重庆,400044)

**[摘 要]** 基于委托代理框架,主要研究管理层代理冲突及内外治理机制对企业并购活动中的商誉形成及其规模的影响。以2012—2017年A股上市公司为样本,实证检验发现,管理层代理冲突越严重的公司,通过并购形成的商誉规模越大,表明企业商誉确实包含了非经济的泡沫成分。深入研究表明,有效的内部激励机制与外部治理约束机制可以弱化管理层代理冲突与商誉规模之间的关系。进一步研究发现,代理冲突严重的公司,其商誉更可能在后续期间出现大的减值以及在公司绩效上有负的反映。该发现有助于进一步客观认识商誉的会计信息含量,帮助企业采取有效的公司治理机制来约束商誉中非合理部分的形成,从而降低企业风险。

**[关键词]** 代理冲突;商誉规模;内部激励机制;外部约束机制;并购重组

**[中图分类号]** F832.51 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2020)-02-0000-12

## 一、引言

近年来,中国上市公司的并购重组迅猛发展,规模持续飙升。大规模的并购交易在一定程度上弥补了我国企业内生式增长动力不足,同时也产生和累积了高额的商誉,到2017年末,有商誉的公司占上市公司的比例达到54%,商誉总额达到1.22万亿元。从商誉的经济内涵来看,商誉是收购方在并购时支付的溢价,是“被收购企业未来预期超额盈利能力的贴现值”。从这个角度来看,收购方支付溢价与形成的商誉是合理的。然而,在商誉的实际产生过程中,收购方支付的溢价中可能包含其他非经济因素的成分,从而导致商誉高估。高估的经济后果是很可能形成“泡沫资产”,在后续期间产生负面作用(详见后文的文献综述)。因此,应当客观理性地看待企业的商誉资产,特别是应当认识到,规模过大的商誉可能是隐藏在企业中的“定时炸弹”,一旦并购标的业绩不能达到预期而引发商誉大额减值,往往造成企业会计业绩急剧滑坡与股价大跌。由此引发一个需从源头上厘清商誉的产生机制,客观认识商誉的真实会计信息质量,进而实现合理控制商誉规模的问题。

实践中,并购作为企业重大的投融资活动,公司管理层会深度介入其全过程,不仅参与企业并购策略的制定和实施,而且直接参与包括标的选择、定价、谈判在内的并购交易所有过程,掌握明显的信息与决策优势,其动机与行为对并购活动(当然包括商誉的形成过程及其数量多少)具有直接作用和重要影响。大量文献已经发现,并购中管理层的动机、利益倾向及行为选择会受到企业内部委托代理冲突的重大影响。因此,本文将在委托代理的框架内,研究管理层代理冲突在企业商誉产生过程中对其规模的影响。具体研究以下问题:代理冲突如何通过管理层的利益动机及行为影响企业的并购活动,进而影响企业并购形成的商誉规模?有哪些常见的公司治理机制可能约束上述关系?其中,内部治理机制如何发生作用?外部治理机制如何发生作用?

本文的边际贡献可能在于:从管理层代理冲突及公司治理机制的视角,深入剖析和厘清了商誉在现实中的形成机制,发现管理层代理冲突是形成企业商誉中非合理泡沫成分的直接来源。这个结论能够进一步加深对商誉本质及其会计信息含量的理性认识,更客观地评估商誉的经济效应。同时,本文还发现了有哪些具体的公司治理机制能够削弱代理冲突的上述影响,从而有助于在实践中进行相应的制度设计,抑制并购活动中不合理商誉的形成,帮助企业提升并购效率与资产质量,防范相关风险。

**[收稿日期]** 2019-09-04

**[基金项目]** 2018重庆大学中央高校基本科研业务费专项项目(编号2018CDXYJG0040);2019重庆大学中央高校基本科研业务费专项项目(编号2019CDXKXYJG0037)

**[作者简介]** 陈耿(1973—),男,重庆人,重庆大学经济与工商管理学院教授,硕士生导师,从事财务管理与公司金融研究,E-mail: chengeng@cqu.edu.cn;严彩虹(1995—),女,四川德阳人,重庆大学经济与工商管理学院硕士研究生,从事财务与公司金融研究。

## 二、文献综述

目前关于商誉的研究,主要集中在商誉的经济内涵和产生过程、商誉的影响因素、制度环境的影响与作用、商誉的经济后果等具体问题上。

从商誉的产生过程看,商誉来源于并购时支付的溢价,这是商誉形成的源头。因此,研究并购溢价问题的文献,事实上间接地分析了商誉的产生过程和影响因素。这些文献发现,由于协同效应、多元化战略、管理层过度自信、管理层代理问题等原因,并购中的并购方往往会支付较高的溢价<sup>[1-6]</sup>。国内有部分文献还特别从资产评估定价的影响因素(如行业、交易类型、板块因素等)、评估值与交易定价的关系等角度研究了并购中标的公司的定价问题<sup>[7]</sup>。也就是说,上面提到的这些因素,由于会影响并购策略与并购定价,最终很可能也会影响到商誉规模的大小。但是,这些文献的本意并非为了研究商誉问题,而主要是为了证明并购活动中的财富效应分配以及可能存在的非理性行为(例如管理层过度自信导致的盲目并购),因此并没有明确将并购中的溢价问题与并购方由于并购活动产生的商誉规模大小问题直接联系起来。

仅有较少量的文献比较明确地指出了并购溢价与商誉存在直接联系。Li等以及Olanter的研究均发现,并购方在并购时支付了过高的溢价,这个溢价是导致并购企业商誉规模较多以及商誉后续发生减值的重要原因<sup>[8-9]</sup>。国内的杜兴强等指出,商誉中包含合理的部分和高估的部分,高估的部分可能源于管理层因代理问题而形成的过度支付<sup>[10]</sup>。但该文并未进一步提供代理问题与商誉规模之间的经验证据。除了上述从市场、企业以及管理层角度研究并购中的溢价问题,从而在一定程度上分析了商誉的产生机制与影响因素的研究之外,国内有少量文献从交易结构制度安排、行为金融、社会学等视角直接研究了一些特定因素对商誉规模的影响。谢纪刚和张秋生研究了现金支付与股份支付两种不同交易结构对企业并购中产生的商誉规模的影响,研究发现造成商誉高估的原因是股份支付的标的定价虚高,并且指出问题根源是股份支付的交易制度,这种制度产生的流动性受限等股份折价因素驱使了商誉高估<sup>[7]</sup>。傅超等基于社会学及行为金融学的视角,从组织间模仿的“同伴效应”入手,研究其对企业商誉规模的影响,发现同伴效应会对创业板企业并购商誉产生重要影响,个体效仿行业标杆是这种效应产生的主要原因,并且当外部环境的不确定性增强时,这种效应会进一步强化<sup>[11]</sup>。

关于商誉的经济后果,现有文献发现其经济效应可能是复杂的,但相当一部分认为存在负面效应。郑海英等的研究指出,当上市公司支付较高商誉成本时,公司的当期业绩会得到提升,但是公司未来期间的业绩却会下降<sup>[12]</sup>。傅超等对创业板公司进行研究,发现其确认的商誉并不能带来超额收益<sup>[13]</sup>。王文姣等的研究发现,相比于资产中没有商誉的公司,资产中包含商誉的公司有更高的未来股价崩盘风险,并且其股价崩盘风险随着拥有商誉资产规模的增大而升高<sup>[14]</sup>。冯科和杨威的研究发现,并购商誉对公司业绩的影响作用呈现为“倒U型”,即,商誉的数量超过一定界限,不管是在企业会计业绩层面还是在市场业绩层面,都带来负效应<sup>[15]</sup>。这些文献都指出,负效应的存在,很可能正是因为收购方支付的溢价中包含了非合理的部分,从而导致商誉高估。

综上,已有研究主要从并购溢价和其他一些特定视角研究了商誉的形成过程以及某些特定因素对商誉规模的影响,这在一定程度上可以解释目前中国上市公司商誉的形成机制与数量高低问题。同时,已有研究也存在一些不足,比如,前文分析中已经阐明,商誉的形成要受到公司管理层利益动机和行为的巨大影响,但结合已有的文献看,从这个角度研究企业商誉形成过程及规模的直接文献并不充分(前文已经说明,从委托代理角度研究并购溢价的文献较多,但并没有将企业的委托代理冲突与商誉多少直接联系起来。直接从委托代理角度研究商誉规模的文献很少);很少有文献研究在商誉的产生过程中,什么样的机制可以对其规模形成约束。这正是本文将从委托代理框架角度探讨商誉的形成机制和规模大小问题的主要文献背景。

## 三、理论分析与研究假设

从商誉的产生机制看,首先是要有并购活动的发生,其次是标的资产的交易价格要高于可辨认净资产公允价值。因此,并购活动越频繁、规模越大、定价越高,产生商誉的可能性及规模将越大。

经典的财务理论已经揭示,由于代理冲突,管理层在经营管理中的决策与行为可能偏离股东财富最大化目标<sup>[16]</sup>。在代理冲突的作用下,管理者很可能是因追求个人利益而驱使企业进行并购,目的是构建个人的“帝国大厦”,以便管理更多的资产,最终提高个人收益,包括显性的薪酬、在职消费和社会声望等。已有较多的文献

对此提供了经验证据。Firth发现管理者经常出于个人目的发动公司并购,使得企业价值无法增加,甚至还会造成企业利益遭受严重损失<sup>[17]</sup>。Amihud和Ley指出,管理者为了降低个人的收益风险和人力资本,会发动损伤股东利益的混业并购活动<sup>[18]</sup>。Donaldson等人指出,高成长的企业能够为管理者提供更多的升迁机会,因此管理者为了追求企业快速增长而发动并购,但这种企业增长方式经常会以过度支付为代价<sup>[19]</sup>。对中国上市公司的研究也发现了同样的问题。张鸣和郭思永研究认为,并购企业的高管人员倾向于通过发动并购增加个人薪酬水平<sup>[20]</sup>。李善民等认为,中国的上市公司并购已经成为高管谋取私有收益的机会主义行为,高管通过发动公司并购使其薪酬和在职消费都获得了显著增长<sup>[21]</sup>。毛雅娟和李善民的研究发现,我国上市公司的频繁并购行为主要是管理者与股东代理冲突的表现形式<sup>[22]</sup>。管理层的这种倾向将导致企业并购频率提高与并购规模扩大。

进一步深入分析发现,管理层代理问题不仅造成了并购频率提高和并购规模的扩大,而且往往驱使并购方支付更高的溢价。而并购中的溢价正是商誉形成的直接来源。已经有研究指出,并购溢价产生于并购公司的内部委托代理问题。Haunschild、Haspeslagh和Jemison的研究结果发现,对并购溢价起着更大作用的并非是并购后价值创造的预期,而是并购方管理层的主观意愿<sup>[23-24]</sup>;March和Simon研究结果发现,大多数公司的管理层在并购决策时并没有进行严格的理性分析,而是仅凭个人直觉,这种主观臆断的决策模式会导致高估并购所能够创造的协同价值<sup>[25]</sup>。Mueller和Sirower对并购的四种动机(协同作用、委托代理问题、管理者自大、夺取公司控制权)与并购溢价的关系分别进行研究,结果仅证明了委托代理问题和管理层自大会影响并购溢价<sup>[26]</sup>;Slusky和Caves研究结果发现,并购溢价主要受到两公司财务协同预期和并购方委托代理问题的影响<sup>[1]</sup>。雷玉的研究结果发现,代理动机会在一定程度上对我国上市公司并购溢价产生影响,而价值创造动机和过度自信动机并不会影响并购溢价<sup>[27]</sup>;黄本多和干胜道研究结果发现,并购中支付过高溢价的主要原因是管理者在并购时追求私利<sup>[28]</sup>。

综合前述分析,我们认为,在代理冲突的影响下,管理层更可能倾向于通过参与决策、凭借信息优势施加影响等途径,扩大并购频率与规模,并且不惜支付较高的溢价来完成并购。因此,本文提出假设1(逻辑关系可参看图1)。

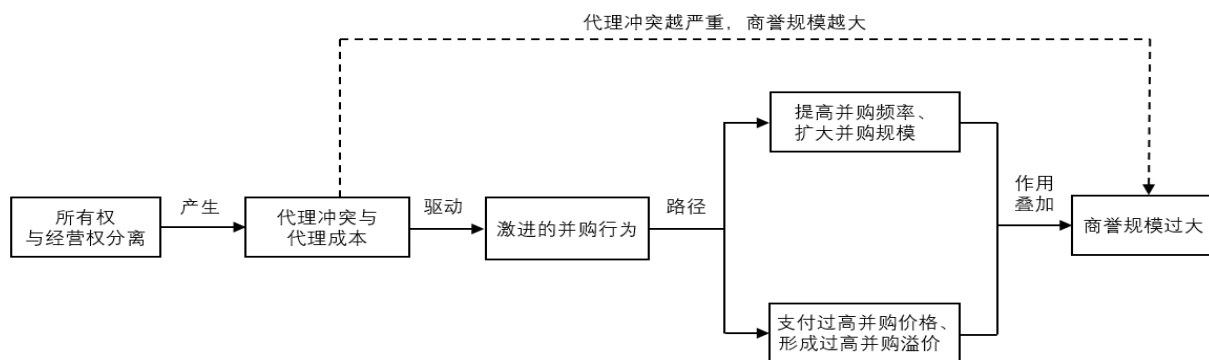


图1 代理冲突与并购商誉规模的逻辑关系图

H<sub>1</sub>: 管理层代理冲突会引起并购商誉规模的扩大,代理冲突越严重,企业通过并购形成的商誉规模越大。

接下来,在委托代理的理论框架内,本文进一步分析公司治理机制对管理层代理冲突与商誉规模之间关系的影响。

现代公司治理理论认为,委托代理冲突会受到企业激励及监督约束机制的制约<sup>[16]</sup>。为了约束管理层以牺牲股东的利益为代价追求个人私利的行为,可以通过合理地设计与执行管理层激励机制,在一定程度上纠偏管理层的自利动机,缓解股东和管理层之间的矛盾,从而降低代理成本。例如,管理层持股在理论上能够减弱管理层与股东之间的利益冲突,从而使两者的利益倾向一致;较高的薪酬安排不仅能直接发挥及优化对管理层的选择和激励作用,而且提高了管理层追求私利的机会成本<sup>[29]</sup>。

在激励机制的作用下,管理层在并购问题上的决策会相对理性和谨慎,具体有两种表现:一是并购的动机更加符合股东的利益,一定程度上减少那种出于营造“个人帝国”目的的简单规模扩张式并购与目的不明确的混并购,降低并购频率和数量;二是对并购标的的定价会更加务实与理性。两者都会对商誉的形成产生抑制作用,对管理层代理冲突与商誉规模之间的关系形成制约。因此,本文提出假设2。



H<sub>2</sub>:企业内部激励机制对管理层代理冲突与商誉之间的关系会形成约束效应,即有效的内部激励机制会使管理层代理冲突与商誉规模之间的关系弱化。

除了企业内部的激励机制之外,监督约束机制也是一种有效地缓和委托代理冲突进而优化公司治理的途径。监督约束机制的安排,可以通过增加权力制衡、提高信息披露质量、增加企业透明度等方式来实现,既可以来自内部,也可以来自外部。Jensen和Meckling以及Healy和Palepu曾指出,证券分析师和机构投资者可以作为外部的监管者对公司进行监管<sup>[16,30]</sup>。由于篇幅关系,这里仅对这两种监督约束机制进行讨论。

有文献表明,高管掌握的信息优势是其追逐个人利益的主要原因<sup>[31-33]</sup>。并购中企业过于频繁实施并购与接受高溢价,就是高管具有信息优势的一个具体表现。已有研究表明,分析师能够对上市公司高管的盈余管理行为起到约束作用<sup>[34]</sup>,并能够使上市公司进行更多的信息披露<sup>[35]</sup>。当分析师关注加大时,如果高管利用信息优势进行偏离公司价值最大化的交易行为,将承受更大的舆论压力,导致声誉损失、职位威胁的风险增加<sup>[36]</sup>。因此,分析师参与上市公司监督约束的机制是:作为资本市场中的信息解读者,通过对上市公司公开信息的充分解释和对私有信息的深度挖掘<sup>[37]</sup>,提升公司的信息透明度,减少公司高管的信息优势,从而约束高管行为。因此,当一家公司受到更多的分析师关注时,他们的工作以及分析师们之间的相互竞争将更加充分揭示并购的真正意图和并购标的的合理价值。这些信息通过分析师发表报告向市场传递以后,会对管理层形成压力,从而约束其并购行为。机构投资者参与上市公司监督约束的机制是,机构投资者可以使投资者与公司之间的信息不对称问题得到缓解,使公司透明度得到提升,从而使公司在阳光下运营<sup>[38]</sup>,同时,机构投资者还可以切实牵制甚至直接干预管理层及控股股东,一定程度上防止管理者等内部人对公司利益的侵蚀。Monks和Minow发现,大的机构投资者可以对管理者起到规范作用,确保他们在进行投资决策时,最大化公司长期价值<sup>[39]</sup>。Bushee认为专业的机构投资者能严格地遵守受托责任标准,是监管的主要角色<sup>[40]</sup>。Cornett等也发现,机构投资者可以对管理层操纵财务报表的动机起到约束作用<sup>[41]</sup>。因此,在并购活动中,如果有较为充分的机构投资者作为潜在的监督者和干预者,管理层的自利行为也会受到约束。按照本文的逻辑,这就会弱化代理冲突与商誉规模之间的关系。

基于上述分析,在并购问题上,充分的分析师关注和机构投资者参与治理会对公司的并购行为形成监督与约束,降低那些不必要并购活动发生的可能性以及不合理的并购溢价,从而约束管理层代理冲突与商誉规模之间的关系。因此,本文提出假设3。

H<sub>3</sub>:企业外部治理机制对管理层代理冲突与商誉之间的关系会形成约束效应,即有效的外部治理约束机制会使管理层代理冲突与商誉规模之间的关系弱化。

## 四、研究设计

### (一)数据来源与样本选择

本文选取的研究样本为2012—2017年共计6年期间沪深两市的A股公司<sup>①</sup>。数据来自于国泰安数据库(CS-MAR)及万得数据库(WIND)。由于本文研究的是管理层代理冲突在商誉形成过程中对其规模的影响,因此,本文仅考虑在相关年度新产生了商誉的公司。

根据这个设定,本文首先删除了某年度没有产生商誉的公司,并在此基础上,参照现有文献的做法,执行如下的样本筛选程序:(1)剔除了金融行业的上市公司;(2)剔除ST、\*ST公司;(3)为了消除异常值的影响,采用WINSORIZE方法对所有连续变量在1%和99%的水平上进行了缩尾处理。最终本文得到的研究样本共计3771个观测值。样本的详细分布情况是:从2012年到2017年,当年有商誉产生的公司数量(观测值)分别为364、372、465、690、739、741个,呈稳步上升态势。本文使用STATA14.0为分析工具。

### (二)变量定义

#### 1.被解释变量:商誉规模

本文采用商誉数量占企业资产的比例来衡量商誉规模。本文参照郑海英等<sup>[12]</sup>的研究,首先计算出某年度样本公司在该年新产生的商誉,然后对其进行标准化处理,即用当年新产生的商誉除以对应年度的总资产,得到标

<sup>①</sup>之所以研究样本设定为从2012年开始,主要是因为受国际金融危机的影响,2009年以后的并购市场曾一度非常低迷,到2012年开始才逐步恢复。

准化商誉。具体定义见表1。

表1 变量定义表

变量类型	变量符号	变量名称	变量定义
被解释变量	<i>GW</i>	商誉规模 (标准化商誉)	(当期商誉净额-上期商誉净额+当期商誉减值损失)/当期总资产
解释变量	<i>Mfee</i>	管理费用率	管理费用/营业收入
	<i>Mshare</i>	管理层持股	管理层的持股比例
调节变量	<i>Mpay</i>	管理层薪酬	管理层薪酬的自然对数
	<i>Hshare</i>	机构投资者持股比例	基金等机构投资者持有上市公司的股权比例
	<i>Analyst</i>	分析师关注度	在某一年内,对该公司进行过跟踪分析的分析师(团队)数量加上0.001后的自然对数
	<i>Report</i>	研报关注度	在某一年内,对该公司进行过跟踪分析的研报数量加上0.001后的自然对数
	<i>Lastgw</i>	上一期商誉	上一期商誉净额/总资产
控制变量	<i>Size</i>	公司规模	期末总资产的自然对数
	<i>Roa</i>	总资产收益率	净利润与总资产之比
	<i>Lev</i>	资产负债率	总负债/总资产
	<i>Growth</i>	营业收入增长率	(当期营业收入-上期营业收入)/上期营业收入
	<i>Cash</i>	营业收入现金净含量	经营活动产生的现金流净额/营业总收入
	<i>Top1</i>	第一大股东持股比例	第一大股东持股数/总股数
	<i>Industry</i>	行业	行业虚拟变量,按照CSMAR数据库中提供的行业代码分类(根据证监会(2012年版)《上市公司行业分类指引》制定的标准),并去除金融行业后本文样本总共涉及到18个行业类别
<i>Year</i>	年份	年度虚拟变量	

### 2. 解释变量:管理层代理冲突

本文借鉴 Singh 和 Davidson、Chae 和 Kim、王满四和徐朝晖等的做法,选择“代理成本”作为管理层代理冲突程度的衡量指标,具体使用“管理费用率”这个指标<sup>[29,42-43]</sup>。该指标数值越大,表示企业的代理成本越高,代理冲突越大。具体定义见表1。

### 3. 调节变量

本文的调节变量为内部激励机制(*Inc*)和外部监督约束机制(*Gov*)。参考相关文献,我们具体采用了两个指标衡量内部激励机制,它们分别为:管理层持股<sup>[44]</sup>、管理层薪酬<sup>[44]</sup>。外部治理约束用三个指标衡量,分别为:机构投资者持股比例<sup>[45]</sup>、分析师关注度<sup>[46]</sup>、研报关注度。具体定义见表1。

### 4. 控制变量

借鉴现有文献做法,本文考虑了上一期商誉规模、公司规模、总资产收益率、资产负债率、第一大股东持股比例、营业收入现金净含量、营业收入增长率、行业和年度等控制变量。变量定义见表1。

### (三)模型设计

为了检验假设1,本文建立了模型1:

$$GW_{it} = \beta_0 + \beta_1 Mfee_{it} + Control + \varepsilon \quad (1)$$

为了检验假设2,本文引入了代理成本与激励机制的交叉项,建立了模型2。模型2中的 *Inc* 表示激励机制。具体选取管理层持股和管理层薪酬来衡量企业的激励水平。

$$GW_{it} = \beta_0 + \beta_1 Mfee_{it} + \beta_2 Inc_{it} + \beta_3 Inc_{it} \times Mfee_{it} + Control + \varepsilon \quad (2)$$

为了检验假设3,本文引入了代理成本与外部治理机制的交叉项,建立了模型3。模型3中的 *Gov* 表示外部治理约束。具体选取机构投资者持股比例、分析师关注度、研报关注度来衡量外部治理约束水平。

$$GW_{it} = \beta_0 + \beta_1 Mfee_{it} + \beta_2 Gov_{it} + \beta_3 Gov_{it} \times Mfee_{it} + Control + \varepsilon \quad (3)$$

## 五、研究结果分析

### (一)描述性统计结果

表2将被解释变量(*GW*)按照大小分为0~5%、5%~10%、10%~30%与大于30%的4个区间,然后分年度分别统计了各个区间的公司数量及相应比例。表2显示,从2012年到2017年,当年产生商誉较少(占总资产的比例在5%以下)的公司数量虽然有所增加,但其比例总体上是下降的;当年产生商誉较多(占总资产的5%及以上)的公司数量及比例明显增加,2015年达到峰值,此后的2016年、2017年略有回调。由此可见,越来越多的公司确认了大额新增商誉,这从一个侧面也反映出商誉问题的重要性。

表3给出了主要变量的描述性统计结果。从表3可见:被解释变量(GW)最大值为0.466、最小值接近于0、中位数为0.0112、平均值为0.0561,表明观测样本的年度商誉增加值较高(均值已超过5%),同时不同公司之间的商誉规模存在较大差异。

解释变量管理费用率(Mfee)的均值为0.111,标准差为0.079,这说明平均而言,我国上市公司的管理费用占营业收入比例约为11%;管理层持股均值为0.176,中位数为0.0672、最小值为0、最大值为0.661,说明管理层持股激励总体水平较低,且参差不齐;机构投资者持股比例均值为0.284,说明我国上市公司的机构投资者持股比例数平均达到28.4%,这与发达国家相比,还存在较大差距。其他变量的详细统计结果亦见表3,限于篇幅,不再赘述。

进一步,按管理费用率是否高于均值,将总样本分为高管理费用率与低管理费用率两个子样本,并给出了分组情况下的变量统计值(表4)。表4显示,高管理费用率的子样本明显确认了规模更大的商誉。假设1得到初步证明。

(二)变量的相关性分析结果

表5为各变量 Pearson 相关系数的检验结果。从表中可以看出,商誉规模和代理成本的相关性检验在1%的水平下显著正相关,初步验证假设1。在控制变量方面,商誉规模与上一期商誉、总资产净利率呈正向关系,但并不显著,而与公司规模、资产负债率、营业收入增长率、营业收入现金含量、第一大股东持股比例显著相关,符号也和预测的一致,因此本文控制变量的选取是恰当的。从各变量之间的相关系数可以看出,绝大部分变量之间的相关系数在0.4以下,不存在明显的多重共线性问题。

(三)回归结果及分析

1. 管理层代理冲突与商誉规模的基本关系

由于本文使用的数据是非常典型的“非平衡面板”,因此仍然使用了混合回归,为了克服异方差的影响,我们使用了稳健方差的回归估计。同时,为了保证结果的可靠性,我们也补充进行了固定效应和随机效应检验。

表6列示了管理层代理冲突对企业商誉规模影响的回归结果。第(1)列是单变量回归结果,第(2)列是加入控制变量后的回归结果。表6显示,第(1)列、第(2)列中Mfee的系数均为正,且都在1%的水平下显著( $t=8.778, t=2.559$ ),这表明代理成本越高(管理层代理冲突越严重)的公司,通过并购形成的商誉规模越大。进一步,在采用固定效应和随机效应模型分别对样本进行检验后,并未改变上述结论,假设1得到验证,其经济含义是:商誉的形成确实会受到非经济因素(代理冲突/代理成本)的干扰。代理成本与商誉规模呈正相关关系,说明那些代理冲突严重的公司,并购中形成的商誉更多地包含了“代理成本因素”,从而更可能形成泡沫。这不仅降低了商誉的会计信息质量,而且埋下了企业后续运营的风险隐患。

表2 样本与被解释变量(GW)各年度的分布情况统计

GW	0-5%	5-10%	10-30%	>30%	小计
2012	331 (90.93%)	21 (5.77%)	11 (3.02%)	1 (0.27%)	364 (100%)
2013	321 (86.29%)	20 (5.38%)	28 (7.53%)	3 (0.81%)	372 (100%)
2014	320 (68.82%)	53 (11.40%)	73 (15.70%)	19 (4.09%)	465 (100%)
2015	414 (60.00%)	88 (12.75%)	138 (20.00%)	50 (7.25%)	690 (100%)
2016	489 (66.17%)	94 (12.72%)	116 (15.70%)	40 (5.41%)	739 (100%)
2017	489 (65.99%)	108 (14.57%)	113 (15.25%)	31 (4.18%)	741 (100%)
小计	2364 (70.13%)	384 (11.39%)	479 (14.21%)	144 (4.27%)	3371 (100%)

注:括号中为该区间公司数量占该年度公司总数量的比例。

表3 变量的描述性统计

变量	样本量	均值	中值	标准差	最小值	最大值
GW	3371	0.0561	0.0112	0.0946	2.20e-06	0.466
Mfee	3371	0.111	0.0938	0.0790	0.00902	0.457
Mshare	3371	0.176	0.0672	0.204	0	0.661
Mpay	3368	15.44	15.39	0.685	13.94	17.40
Hshare	3359	0.284	0.222	0.226	0.00118	0.815
Analyst	3371	1.072	1.946	2.876	-6.908	3.689
Report	3371	1.636	2.639	3.102	-6.908	4.673
Lastgw	3371	0.0323	0.00224	0.0684	0	0.379
Size	3371	22.37	22.18	1.254	20.19	26.46
Roa	3371	5.377	4.865	4.563	-7.969	21.36
Lev	3371	0.4220	0.4131	0.1937	0.07697	0.8463
Growth	3371	0.3122	0.1961	0.5126	-0.4123	3.324
Cash	3371	0.0790	0.0730	0.163	-0.560	0.588
Top1	3371	0.332	0.311	0.146	0.0821	0.738

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%的水平下显著。下同。

表4 高管理费用率样本与低管理费用率样本差异

	高管理费用率组 (n=1,318)		低管理费用率组 (n=2,053)		差异显著性检验 (p-value)	
	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数
GW	0.077	0.024	0.043	0.006	<0.01	<0.01
Mshare	0.228	0.198	0.142	0.020	<0.01	<0.01
Mpay	15.367	15.305	15.491	15.457	<0.01	<0.01
Hshare	0.230	0.155	0.318	0.284	<0.01	<0.01
Analyst	1.001	1.946	1.118	2.080	0.2519	0.1029
Report	1.546	2.565	1.693	2.639	0.1811	0.032
Lastgw	0.045	0.005	0.024	0.002	<0.01	<0.01
Lnsiz	21.771	21.671	22.760	22.566	<0.01	<0.01
Roa	5.393	5.226	5.367	4.660	0.8726	0.0303
Growth	0.317	0.225	0.309	0.182	0.6817	0.0072
Lev	0.333	0.308	0.479	0.483	<0.01	<0.01
Cash	0.098	0.101	0.067	0.059	<0.01	<0.01
Top1	0.310	0.286	0.346	0.328	<0.01	<0.01



控制变量方面,上一期商誉规模越大(*Lastgw*)、企业规模越大(*Size*)、盈利能力越强(*Roa*)、负债率越高(*Lev*)、第一大股东持股比例越高(*Top1*),当期并购产生的商誉规模就越小,而成长性越高(*Growth*)、现金流越充裕(*Cash*),当期并购产生的商誉规模就越大。

### 2. 内部激励机制对代理成本与商誉之间关系的影响

表7中的第(1)列、第(2)列显示了对假设2的检验结果。第(1)列、第(2)列分别显示了管理层持股、管理层薪酬两种内部激励机制对代理成本与商誉规模关系影响的回归结果:管理层薪酬、管理层持股与管理费用率的交互项系数均为负,且系数分别在10%与5%的水平下显著,说明力度更大的管理层股权激励和管理层薪酬激励均能削弱管理层代理冲突与企业商誉规模之间的正相关关系,这表明内部激励机制对管理层代理冲突与商誉之间的关系确实能够形成一定程度的制约,假设2据此得到验证,其经济含义是:在其他条件相同的条件下,企业通过较为充分的管理层持股制度设计或较高的薪酬安排,可以降低并购形成的商誉规模,一定程度上抑制“泡沫资产”的形成,约束企业风险。

控制变量方面,除企业规模不再具有统计显著性之外,其他结果与表6相同。

### 3. 外部约束机制对代理冲突与商誉关系的影响

表7中的第(3)列、第(4)列与第(5)列分别显示了机构投资者持股比例、分析师关注度、研报关注度三种外部约束机制对代理冲突与商誉规模关系影响的回归结果。

由表7的第(3)列可见,机构投资者持股比例与管理费用率的交互项系数为正,但不显著,表明机构投资者持股比例的增加未能对代理冲突与商誉规模之间的关系产生约束作用。究其原因,我们认为,这可能是由于现阶段我国机构投资者仍处于初步发展阶段,投资理念尚不成熟,仍然主要热衷于通过频繁买卖从二级市场赚取差价,存在见利就收、知难而退等短视行为<sup>[47]</sup>,欠缺参与公司治理的主动性和积极性。因此,在约束商誉这个问题上,机构投资者没有起到有效的外部治理作用。

进一步,应该特别注意到,表7中的第(3)列还显示,机构投资者持股比例(*Hshare*)本身的系数显著为负,这是否说明机构投资者持股有助于降低商誉规模呢?我们认为并非如此。一个可能的解释是,机构投资者在择股时,为了防范和规避风险,刻意降低了对商誉规模较高公司的投资力度,而是更多地投资于那些商誉规模较低的公司,所以两者呈现出数量上的负相关关系。

表7中的第(4)列、第(5)列显示,分析师关注度、研报关注度与管理费用率的交互项系数均为负,且都在1%水平下显著,表明分析师关注度和研报关注度均能够削弱管理层代理冲突与商誉规模之间的正相关关系,说明这两种外部治理机制能对管理层代理冲突与商誉规模之间的关系形成了显著的约束效应。

表5 变量的相关性分析

	<i>Gw</i>	<i>Mfee</i>	<i>Lastgw</i>	<i>Size</i>	<i>Roa</i>	<i>Growth</i>	<i>Lev</i>	<i>Cash</i>	<i>Top1</i>
<i>Gw</i>	1								
<i>Mfee</i>	0.185***	1							
<i>Lastgw</i>	0.0230	0.154***	1						
<i>Size</i>	-0.193***	-0.392***	-0.030*	1					
<i>Roa</i>	0.0220	-0.030*	0.032*	-0.125***	1				
<i>Growth</i>	0.328***	-0.029*	0.096***	-0.058***	0.094***	1			
<i>Lev</i>	-0.237***	-0.390***	-0.153***	0.597***	-0.372***	-0.031*	1		
<i>Cash</i>	0.056***	0.082***	0.054***	0.00300	0.272***	-0.054***	-0.190***	1	
<i>Top1</i>	-0.164***	-0.158***	-0.172***	0.172***	0.086***	-0.122***	0.090***	0.052***	1

表6 管理层代理成本与商誉规模关系的回归结果

变量名	商誉( <i>Gw</i> )			
	<i>Gw</i>			
	(1)	(2)	(3)	(4)
	混合 OLS	混合 OLS	<i>Fe</i>	<i>Re</i>
<i>Mfee</i>	0.221*** (8.778)	0.0763** (2.559)	0.145*** (2.852)	0.143*** (5.342)
<i>Lastgw</i>		-0.156*** (-6.219)	-0.875*** (-35.38)	-0.493*** (-21.59)
<i>Size</i>		-0.00256* (-1.806)	0.0886*** (16.84)	0.00409** (2.093)
<i>Roa</i>		-0.00231*** (-5.630)	-0.000360 (-0.648)	-0.00192*** (-4.789)
<i>Growth</i>		0.0578*** (13.18)	0.0251*** (7.297)	0.0533*** (19.00)
<i>Lev</i>		-0.0939*** (-6.910)	-0.0302* (-1.747)	-0.0873*** (-7.258)
<i>Cash</i>		0.0392*** (3.682)	0.0704*** (5.819)	0.0450*** (4.570)
<i>Top1</i>		-0.0512*** (-5.435)	-0.166*** (-5.121)	-0.0936*** (-7.059)
<i>Constant</i>	0.0315*** (11.46)	0.105*** (3.452)	-1.868*** (-14.97)	-0.0318 (-0.729)
<i>Year</i>		控制	控制	控制
<i>Industry</i>		控制	控制	控制
<i>N</i>	3,371	3,371	3,371	3,371
<i>F</i> 值	77.06***	36.71***	72.72***	
Wald值				1256.26***
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.034	0.242	0.549	0.403

至此,假设3得到验证,并且还找到了抑制泡沫商誉形成的具体外部治理机制。其经济含义是:在目前的制度与市场环境下,通过外部力量的监督(主要是通过发挥证券分析师的监督作用),提高公司信息透明度,缓解代理冲突,从而约束并购中的非理性行为倾向,降低商誉规模,控制财务风险。但是,目前条件下,机构投资者并不能在弱化管理层代理冲突和商誉规模之间的关系上发挥有效作用。

### 六、进一步研究

进一步思考,前面发现的管理层代理冲突造成了过大商誉规模更可能包含非合理的泡沫成分,会在以后期间也更可能出现负面效应吗?我们从后期商誉减值情况以及公司绩效两方面来对此进行检验。

表8为未来商誉减值(因变量)与本期代理成本(解释变量)的回归分析结果。商誉减值为商誉产生后第三年业绩承诺期满时发生的减值,本文采用以下两种方式衡量:(1)本期商誉减值数量占上期商誉余额的比例(*Gwloss1*);(2)商誉减值数量占总资产的比例(*Gwloss2*)。考虑到存在部分公司商誉减值为0,选用Tobit模型进行回归。结果均显示商誉减值与代理成本显著正相关,表明代理成本越高,后期计提的商誉减值越多。

表9为公司未来绩效(因变量)与本期商誉规模(解释变量)之间的回归结果。以公司未来一年的总资产收益率(*Roa*)衡量公司未来绩效,并按管理费用率的高低将样本分为低代理冲突、中代理冲突、高代理冲突三组分别进行回归。结果显示,低代理冲突组和中代理冲突组中的商誉与绩效不相关,但在高代理冲突组中,商誉与绩效显著负相关,说明高代理冲突组的公司的商誉给公司未来绩效带来了负面效应。

通过以上分析可以验证,由代理冲突导致的过大商誉规模中确实存在非合理的泡沫成分,将导致后期计提更多的商誉减值,或者引起公司未来绩效下降。

### 七、稳健性检验

#### (一)修正因变量

在前文的实证分析中,因变量(*GW*)是独立考察每个公司各个年度的新增商誉。但应该注意到,不同行业之间由于行业属性的差异,可能造成行业之间的商誉规模(即使考虑了商誉的标准化)存在较大差距。为进一步控制行业特性对商誉的影响,从而保证结果的可靠性,我们对因变量进行了如下的修正处理:以各个公司的商誉扣除其所属行业行业的平均商誉值,得到修正后的商誉规模水平(*GW\_adj*)。然后,以*GW\_adj*作为新的被解释变量,重新进行

表7 激励约束机制对代理成本与商誉关系的影响

变量名	商誉( <i>GW</i> )				
	<i>Mshare</i> (1)	<i>Mpay</i> (2)	<i>Hshare</i> (3)	<i>Analyst</i> (4)	<i>Report</i> (5)
<i>Mfee</i>	0.105*** (3.801)	0.815** (1.996)	0.0629* (1.924)	0.0797*** (3.534)	0.0859*** (3.769)
<i>Inc</i>	0.0324** (2.360)	-0.00780** (-1.976)			
<i>Inc*Mfee</i>	-0.170* (-1.845)	-0.0468* (-1.766)			
<i>Gov</i>			-0.0262** (-2.224)	0.00130 (1.558)	0.00115 (1.481)
<i>Gov*Mfee</i>			0.0544 (0.588)	-0.0144*** (-2.635)	-0.0136*** (-2.685)
<i>Lastgw</i>	-0.158*** (-6.905)	-0.148*** (-6.467)	-0.156*** (-6.786)	-0.156*** (-6.793)	-0.155*** (-6.780)
<i>Size</i>	-0.00166 (-1.025)	0.00180 (0.985)	-0.00144 (-0.890)	-0.00251 (-1.557)	-0.00244 (-1.516)
<i>Roa</i>	-0.00239*** (-6.443)	-0.00187*** (-4.953)	-0.00232*** (-6.267)	-0.00225*** (-5.952)	-0.00224*** (-5.892)
<i>Growth</i>	0.0574*** (19.87)	0.0566*** (19.63)	0.0571*** (19.75)	0.0579*** (20.12)	0.0579*** (20.12)
<i>Lev</i>	-0.0940*** (-8.660)	-0.0930*** (-8.624)	-0.0928*** (-8.529)	-0.0945*** (-8.716)	-0.0945*** (-8.722)
<i>Cash</i>	0.0397*** (4.142)	0.0394*** (4.120)	0.0402*** (4.182)	0.0409*** (4.266)	0.0410*** (4.277)
<i>Top1</i>	-0.0486*** (-4.613)	-0.0569*** (-5.407)	-0.0440*** (-4.965)	-0.0521*** (-4.968)	-0.0523*** (-4.985)
<i>Constant</i>	0.0803** (2.199)	0.124** (2.160)	0.0848** (2.387)	0.104*** (2.897)	0.102*** (2.844)
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	3,371	3,368	3,359	3,371	3,371
<i>F</i> 值	34.56***	35.44***	34.65***	34.63***	34.66***
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.243	0.248	0.244	0.243	0.243

表8 管理层代理成本与商誉减值的关系

VARIABLES	<i>Gwloss1</i> (Tobit) (1)	<i>Gwloss2</i> (Tobit) (2)
	<i>Mfee</i>	1.170* (1.753)
<i>Control</i>	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制
<i>Constant</i>	-1.207 (-1.098)	0.0154 (0.863)
<i>N</i>	1,077	1,153

表9 不同代理冲突程度的公司中商誉规模与公司绩效的关系

VARIABLES	<i>Roa</i> 低代理冲突组 (1)	<i>Roa</i> 中代理冲突组 (2)	<i>Roa</i> 高代理冲突组 (3)
	<i>Gw</i>	-2.772 (-1.331)	-2.796 (-1.295)
<i>Control</i>	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	-2.167 (-0.735)	-3.578 (-0.824)	-5.017 (-0.996)
<i>F</i> 值	11.61***	13.06***	7.73***
<i>N</i>	1,124	1,124	1,123
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.209	0.229	0.160



前述实证分析。修正后的商誉与主要变量之间的回归结果如表10所示,结果仍然与前面的实证结论一致,说明本文的研究结论具有稳健性。

(二)修正研究样本

进一步,为了保证研究设计逻辑的严谨性和可靠性,我们按以下方式对样本进行了修正:首先,遴选出某一年发生了大额商誉减值的公司;然后,回溯该公司以前所有年度有新增商誉的年份,选出作为新样本,重新研究代理成本与新增商誉之间的相关关系。关于“大额”的界定,本文使用了两种标准:(1)本期商誉减值占上期商誉存量的比例为前30%;(2)本期商誉减值占企业资产的比例为前30%。按这两个标准得到的新样本分别为修正样本1与修正样本2。

之所以需要这样做,主要的逻辑依据为:如果某公司在某一年发生了大额商誉减值,则表明该公司已经形成的商誉中包含泡沫的可能性更大。以此推测,此类公司在当初的商誉产生环节,更有可能受到了非经济因素的影响(按照本文的视角,代理冲突下的管理层自利动机是造成商誉泡沫的主要原因之一)。因此,将此类样本单独分离出来,更能体现本文的研究意图(发现与证明非经济因素对商誉规模的影响)。可以预期,在修正后的新样本中,依然可以观测到管理层代理成本与商誉规模之间显著的正相关关系,并且,这个正相关关系在修正后的样本中应该更为明显。相对于前述使用的全样本研究,使用修正样本的研究设计逻辑更加严谨。

用修正样本重新进行回归分析的结果见表11。其中,第(1)列、第(2)列为修正样本1的结果;第(3)列、第(4)列为修正样本2的结果。由表11可见,无论是修正样本1,还是修正样本2,管理层代理冲突与年度新增商誉之间依都表现出显著的正相关关系。

进一步,本文采取邹检验方法,检验代理冲突与商誉规模的关系在修正样本与原始样本中是否存在差异,结果如表12所示。邹检验表明,在修正样本中,代理冲突与商誉规模之间的正相关关系较之原样本更明显。这个结果证实了在商誉泡沫成分更重的公司中(通过发生了商誉大额减值来判断商誉的泡沫成分是否更重),代理冲突与商誉规模之间的关系更为密切。

(三)内生性检验

为解决内生性问题,本文选取相同年度同行业(*Mean\_mfee*)其他公司管理费用的均值作为管理费用的工具

表10 修正因变量后的稳健性检验结果

变量名	修正后商誉( <i>GW_adjst</i> )						
	单变量回归 (1)	(2)	<i>Mshare</i> (3)	<i>Mpay</i> (4)	<i>Hshare</i> (5)	<i>Anaylst</i> (6)	<i>Report</i> (7)
<i>Mfee</i>	0.115*** (5.970)	0.0651*** (2.927)	0.0909*** (3.330)	0.749* (1.860)	0.0512 (1.589)	0.0679*** (3.053)	0.0734*** (3.260)
<i>Inc</i>			0.0323** (2.381)	-0.00854** (-2.194)			
<i>Mfee×Inc</i>			-0.153* (-1.686)	-0.0432* (-1.654)			
<i>Gov</i>					-0.0285** (-2.447)	0.000964 (1.171)	0.000859 (1.123)
<i>Mfee×Gov</i>					0.0551 (0.604)	-0.0124** (-2.306)	-0.0118** (-2.356)
控制变量		控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>		控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>		控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	-0.0136*** (-5.186)	0.104*** (3.036)	0.0776** (2.155)	0.131** (2.309)	0.0815** (2.328)	0.100*** (2.833)	0.0987*** (2.793)
<i>N</i>	3,371	3,371	3,371	3,368	3,359	3,371	3,371
<i>F</i> 值	35.6***	22.25***	21.02***	21.87***	21.23***	21.03***	21.05***
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.010	0.162	0.163	0.169	0.165	0.163	0.163

表11 修正研究样本后的稳健性检验结果

变量名	<i>GW</i>			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Mfee</i>	0.296*** (5.896)	0.199*** (3.372)	0.181*** (2.795)	0.258*** (3.497)
<i>Control</i>		控制		控制
<i>Year</i>		控制		控制
<i>Ind</i>		控制		控制
<i>Constant</i>	0.00171 (0.241)	0.0642 (0.606)	0.0694*** (6.134)	0.0270 (0.134)
<i>F</i> 值	34.76	4.82	7.81	5.42
<i>N</i>	377	377	377	377
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.085	0.264	0.020	0.287

表12 原样本与修正样本的组间邹检验结果

变量名	<i>GW</i>				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	原样本	修正样本1	chow	修正样本2	chow
<i>Mfee</i>	0.0763*** (3.387)	0.199*** (3.372)		0.258*** (3.497)	
<i>Control/Year/Ind</i>	控制	控制		控制	
<i>Constant</i>	0.105*** (3.029)	0.0642 (0.606)	0.160*** (2.844)	0.0270 (0.134)	0.0778 (1.554)
<i>F</i> 值	3,371	4.82		5.42	
<i>N</i>	36.71***	377		377	
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.242	0.264		0.287	

变量。本文认为,同行业的公司所面临的行业特征与外部环境具有相似性,因而管理费用之间具有一定的相关性。并且,迄今尚未有证据表明本公司的新增商誉会受到同行业其他公司管理层代理问题的影响,因此满足外生性原则。表13显示了两阶段回归的结果,第(1)列为第1阶段的回归结果,可以看到行业的其他公司管理费用与样本公司管理层的管理费用有显著的相关,第(2)列第二阶段的回归结果显示,管理费用率仍然对年度新增商誉规模有显著为正的

## 八、结论

本文以2012—2017年A股上市公司为样本,深入商誉的产生环节,基于委托代理框架,考察了管理层代理冲突与企业商誉规模之间的关系。研究发现:管理层代理冲突越严重,企业通过并购形成的商誉规模越大。进一步研究表明,在内部激励机制中,管理层持股和管理层薪酬这两种激励机制能有效地约束代理冲突对商誉的影响,从而弱化管理层代理冲突与商誉规模之间的关系;同时,有效的外部治理约束机制也可以弱化管理层代理冲突与商誉之间的关系。研究发现,分析师关注度、研报关注度这两种约束机制是有效的,但没有发现机构投资者的作用。

本文的研究比较深入地剖析了商誉在实践中的真实形成机制,进一步补充了商誉规模影响因素的文献,揭示了管理层代理冲突对商誉形成的作用机制和实际影响效果。这对于企业实施理性并购和理性定价,避免商誉虚高,提升商誉的会计信息质量,最终降低商誉的负面效应,具有比较重要的启示:

第一,企业商誉在形成过程中,确实可能包含非经济的泡沫成分,即管理层代理冲突的存在会造成商誉规模“虚高”,影响了商誉的真实会计信息质量。这个结论有助于加深对企业商誉本质及其会计信息含量的理性认识。第二,可以通过有效的公司治理机制来约束代理成本与商誉规模之间的关系:一方面,企业自身可以通过在企业内部构建有效的激励机制缓解股东和管理层之间的矛盾,从而降低代理成本,约束或降低商誉中非理性部分的产生和形成。另一方面,从政策制定及管理部门的角度看,应通过制定与执行相关政策,引导市场相关方从不同角度增加对企业的权力制衡、提高信息披露质量、增加企业透明度,具体而言,包括但不限于:强行规定大额商誉产生期的最低跟踪分析的分析师(团队)个数、研报分析数等,从而加大外部治理约束,降低代理成本,最终实现抑制或减弱由于代理冲突造成的商誉高估现象;将商誉规模与再融资行为用制度化的方式联系起来,比如强行规定商誉超过净资产一定比例时无再融资权利;要求企业在商誉的产生阶段和后续存续期阶段,进一步全面披露商誉的相关信息,等等。

本文研究的不足和未来研究的方向。主要不足:(1)受篇幅所限,内外激励机制的选择比较单一;(2)对代理冲突的关注视角仅局限在第一类代理成本范围,没有综合考虑第二类代理成本的叠加影响。未来进一步研究的方向:(1)深入到并购过程的细节,研究代理成本是否引起了不合理的并购溢价率及商誉溢价率,并且研究这个溢价率是否会造成公司未来绩效下降;(2)进一步拓宽研究视角,比如综合管理层代理成本与大股东代理成本的角度,进一步研究商誉的产生机制。

## 参考文献:

- [1] Slusky A R, Caves R E. Synergy, agency, and the determinants of premia paid in mergers[J]. *Journal of Industrial Economics*, 1991, 39(3): 277-296.
- [2] Sirowerml M L. The synergy trap: how companies lose the acquisition game[M]. New York: The Free Press, 1997.
- [3] Roll R. The hubris hypothesis of corporate takeovers[J]. *Journal of Business*, 1986, 59(2): 197-216.
- [4] Malmendier U, Tate G. Does overconfidence affect corporate investment? CEO overconfidence measures revisited[J]. *European Financial Management*, 2005, 11(5): 649-659.

表13 工具变量两阶段回归分析

VARIABLES	Mfee (1)	GW (2)
Mfee		0.0856** (2.375)
Lastgw	0.0679*** (3.97)	-0.0684*** (-2.623)
Size	-0.0124*** (-10.71)	-0.00551** (-2.470)
Roa	-0.00351*** (-12.63)	0.000360 (0.608)
Growth	-0.00905*** (-4.03)	0.0419*** (9.357)
Lev	-0.0926*** (-11.46)	-0.0632*** (-3.792)
Cash	0.0256*** (3.57)	0.0178 (1.279)
Top1	-0.0235*** (-2.91)	-0.0543*** (-3.648)
Mean_mfee	0.646*** (19.94)	
Constant	0.381*** (15.56)	0.195*** (3.982)
N		1, 150
R <sup>2</sup>		0.170

- [5] Doukas J A, Petmezas D. Acquisitions, overconfident managers and self-attribution bias[J]. *European Financial Management*, 2007, 13(3): 531-577.
- [6] Brown R, Sarma N. CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions[J]. *Journal of Economics and Business*, 2007, 59(5): 358-379.
- [7] 谢纪刚, 张秋生. 股份支付、交易制度与商誉高估—基于中小板公司并购的数据分析[J]. *会计研究*, 2013(12): 47-52.
- [8] Li Z, Shroff P K, Venkataraman R, Zhang I X. Causes and consequences of goodwill impairment losses[J]. *Review of Accounting Studies*, 2011, 16(4): 745-778.
- [9] Olante M E. Overpaid acquisitions and goodwill impairment losses - evidence from the US[J]. *Advances in Accounting*, 2013, 29(2): 243-254.
- [10] 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.
- [11] 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.
- [12] 郑海英. 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.
- [13] 傅超, 王靖懿, 傅代国. 从无到有, 并购商誉是否夸大其实?—基于A股上市公司的经验证据[J]. *中国经济问题*, 2016(6): 109-123.
- [14] 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.
- [15] 冯科, 杨威. 并购商誉能提升公司价值吗?—基于会计业绩和市场业绩双重视角的经验证据[J]. *北京工商大学学报(社会科学版)*, 2018(3): 20-32.
- [16] Jensen M C, Meckling W H. Theory of firm—managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305-360.
- [17] Firth M. Corporate takeovers, stockholder returns and executive rewards[J]. *Managerial and Decision Economics*, 1991, 12(6): 421-428.
- [18] Amihud Y, Lev B. Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers[J]. *Bell Journal of Economics*, 1981, 12(2): 605-617.
- [19] Donaldson G. *Managing corporate wealth*[M]. New York: Praeger, 1984.
- [20] 张鸣, 郭思永. 高管薪酬利益驱动下的企业并购—来自中国上市公司的经验证据[J]. *财经研究*, 2007(12): 103-113.
- [21] 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(6): 2-12.
- [22] 毛雅娟, 李善民. 管理者持股能缓解代理冲突引发的公司并购行为吗[J]. *学术研究*, 2013(6): 60-68.
- [23] Haunschild P R. How much is that company worth—interorganizational relationships, uncertainty, and acquisition premiums[J]. *Administrative Science Quarterly*, 1994, 39(3): 391-411.
- [24] Haspeslagh P C, Jemison D B. *Managing acquisitions: creating value through corporate renewal*[M]. New York: Free Press, 1991.
- [25] March J G, Simon H A. *Organizations*[M]. New York: Wiley, 1958.
- [26] Mueller D C, Sirower M L. The causes of mergers: tests based on the gains to acquiring firms' shareholders and the size of premia[J]. *Managerial and Decision Economics*, 2003, 24(5): 373-391.
- [27] 雷玉. 我国上市公司并购动机与并购溢价之间关系的理论与实证分析[D]. 厦门: 厦门大学, 2006.
- [28] 黄本多, 干胜道. 自由现金流量、并购溢价与我国上市公司并购绩效的实证研究[J]. *华东经济管理*, 2009, 23(4): 139-143.
- [29] Singh M, Davidson W N. Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2003, 27(5): 793-816.
- [30] Healy P M, Palepu K G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature[J]. *Journal of Accounting & Economics*, 2001, 31(1-3): 405-440.
- [31] Jaffe J F. Effect of regulation changes on insider trading[J]. *Bell Journal of Economics*, 1974, 5(1): 93-121.
- [32] Finnerty J E. Insiders and market efficiency[J]. *Journal of Finance*, 1976, 31(4): 1141-1148.
- [33] Seyhun H N. Insiders profits, costs of trading, and market-efficiency[J]. *Journal of Financial Economics*, 1986, 16(2): 189-212.
- [34] Yu F. Analyst coverage and earnings management[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 88(2): 245-271.
- [35] Gibbins M, Richardson A, Waterhouse J. The management of corporate financial disclosure—opportunism, ritualism, policies, and processes[J]. *Journal of Accounting Research*, 1990, 28(1): 121-143.
- [36] Fama E F, Jensen M C. Separation of ownership and control[J]. *Journal of Law & Economics*, 1983, 26(2): 301-325.
- [37] Ramnath S, Rock S, Shane P. The financial analyst forecasting literature: a taxonomy with suggestions for further research[J]. *International Journal of Forecasting*, 2008, 24(1): 34-75.
- [38] Chidambaram N, John K. Relationship investing and corporate governance[D]. Tulane University and New York University, Working Paper, 1997.



- [39] Monks A G R, Minow N. Corporate governance[M]. Cambridge:Blackwell, 1995.
- [40] Bushee B J. The influence of institutional investors on myopic r&d investment behavior[J]. Accounting Review, 1998, 73(3): 305-333.
- [41] Cornett M M, Marcus A J, Saunders A, Tehranian H. The impact of institutional ownership on corporate operating performance[J]. Journal of Banking & Finance, 2007, 31(6): 1771-1794.
- [42] Chae J, Kim S, Lee E J. How corporate governance affects payout policy under agency problems and external financing constraints[J]. Journal of Banking & Finance, 2009, 33(11): 2093-2101.
- [43] 王满四,徐朝辉. 银行债权治理与公司内部治理间的互动效应研究—基于管理层代理成本的实证分析[J]. 中国软科学, 2017(12): 100-115.
- [44] 袁知柱,郝文瀚,王泽桑. 管理层激励对企业应计与真实盈余管理行为影响的实证研究[J]. 管理评论, 2014(10): 181-196.
- [45] 薄仙慧,吴联生. 国有控股与机构投资者的治理效应:盈余管理视角[J]. 经济研究, 2009(2): 81-91.
- [46] 谭雪. 分析师关注的治理功用研究—基于两类代理成本的考察[J]. 证券市场导报, 2016(12): 37-45.
- [47] Bushee B J. Do Institutional investors prefer near-term earnings over long-run value?[J]. Contemporary Accounting Research, 2001, 18(2): 207-246.

[责任编辑:杨志辉]

## A Research on the Relationship between Agency Conflict, Incentive and Restraint Mechanism and Corporate Goodwill

CHEN Geng, YAN Caihong

(School of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400044, China)

**Abstract:** Based on the principal-agent framework, this paper mainly studies the influence of agency conflicts and internal and external governance mechanism on goodwill formation and scale in M&A activities. Taking A-share listed companies from 2012 to 2017 as samples, the empirical test shows that the more serious the management agency conflict is, the larger the scale of goodwill formed through merger and acquisition will be, indicating that corporate goodwill does contain non-economic bubbles. Further research shows that effective internal incentive mechanism and external governance constraint mechanism can weaken the relationship between management agency conflict and goodwill scale. Companies with large agency conflicts are more likely to have a large impairment of goodwill in the subsequent period and negative reflection of corporate performance. The findings are helpful for further objective understanding of the accounting information content of goodwill, and help enterprises to take effective corporate governance mechanism to restrain the formation of unreasonable part of goodwill, so as to reduce the risk of enterprises.

**Keywords:** agency conflict; goodwill scale; internal incentive mechanism; external constraint mechanism; M&A