

# 产品市场竞争能抑制超额商誉吗？

赵彦锋<sup>1</sup>, 来培德<sup>2</sup>, 王孟孟<sup>3</sup>

(河南财经政法大学 会计学院, 河南 郑州 450046)

**[摘要]**基于中国 A 股上市公司 2008—2020 年数据,考察了产品市场竞争对超额商誉的影响及作用机制。研究发现,产品市场竞争具有抑制超额商誉的效应,并能够降低后续商誉减值的可能性;作用机制检验结果表明,产品市场竞争通过降低管理层代理成本、提高股票流动性抑制了超额商誉;异质性检验结果表明,内外部环境对产品市场竞争与超额商誉之间的关系具有异质影响,在内控质量、独立董事比例高或机构投资者持股比例、分析师关注度低时,产品市场竞争对超额商誉的抑制作用更加显著;经济后果分析发现,产品市场竞争对超额商誉的抑制具有缓解融资约束和提升企业价值的效应。

**[关键词]**产品市场竞争;超额商誉;代理成本;股票流动性;商誉减值;融资约束

**[中图分类号]**F272 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2023)02-0078-09

## 一、引言

虽然并购是企业实现快速产业扩张和资源有效整合的重要手段,但非理性并购形成的超额商誉及其暗藏的减值风险已成为当前我国资本市场重大隐患。证监会发布的《2018 年上市公司年报会计监管报告》指出,部分上市公司存在商誉初始确认虚高问题。根据 CSMAR 数据库的统计,自 2008 年以来,我国上市公司商誉账面价值不断攀升,2016—2020 年持续超过 1 万亿元。商誉的本质是预期为企业带来超额收益的能力,会计上以并购对价大于被购买方可辨认净资产的公允价值来计量,然而由于计量的主观性,加之激烈的市场竞争对超额收益能力的侵蚀,会计上确认的商誉难以通过协同效应给并购方带来超额收益,反倒成为拖累业绩的隐患,近年来,商誉及其减值引发的公司业绩暴雷成为危及资本市场正常秩序的重要风险,甚至会引发系统风险。因此,探寻商誉影响因素及其形成机理,寻求降低超额商誉的路径,对于企业理性运用并购实现高质量发展具有重要的现实意义。

随着产业组织理论的发展,将产业组织理论与公司治理理论结合研究成为必然。同时,产品市场竞争对于企业治理及其经济后果的影响也一直被国内外学者所关注。Hart 认为,产品市场竞争作为公司治理机制,能够对管理者产生约束作用<sup>[1]</sup>;类似地,Aghion 等研究发现,竞争强度形成的破产清算威胁对管理者的工作努力程度具有正面影响<sup>[2]</sup>。国内学者亦研究发现,产品市场竞争能够促使管理者更加勤勉地工作,提高了代理效率<sup>[3]</sup>,并进一步提高了投资效率<sup>[4]</sup>。而现有研究较少涉及产品市场竞争对超额商誉的治理效果。

本文可能的创新如下:(1)拓展了产品市场竞争影响微观企业行为的研究。本文从并购的视角提供了产品市场竞争的微观经济后果,实证检验了产品市场竞争对超额商誉的抑制作用,丰富了产品市场竞争影响微观企业投资行为的研究。(2)丰富了超额商誉影响因素的研究。现有文献多集中于企业内部治理情况、管理层特征、宏观经济政策变更等视角,本文则从行业的中观层面切入,提供了产品市场竞争影响企业超额商誉的证据。(3)深化了产品市场竞争影响企业并购行为机制的认识。产品市场竞争的外部治理效应得到了广泛关注,而其对股票流动性的影响则研究不足,本文将“产品市场竞争—股票流动性—超额商誉”纳入同一分析框架,深化了产品竞争通过资本市场表现影响并购决策的认识,为治理超额商誉提供了新的思路。

**[收稿日期]**2022-09-14

**[基金项目]**河南省科技厅软科学项目(232400412039);国家社科基金青年项目(22CJL013)

**[作者简介]**赵彦锋(1975—),男,河南南阳人,河南财经政法大学会计学院教授,硕士生导师,从事资本市场会计研究,E-mail:zyfeng5212@yeah.net;来培德(1998—),男,河南洛阳人,河南财经政法大学会计学院硕士研究生,从事资本市场会计研究,E-mail:13523630725@163.com;王孟孟(1998—),女,河南周口人,河南财经政法大学会计学院硕士研究生,从事资本市场会计研究。

## 二、文献回顾

### (一) 产品市场竞争与企业行为

关于产品市场竞争治理效应的相关研究涉及产品市场竞争对企业代理问题、信息质量与投资行为的影响。在代理问题方面,产品市场竞争能够有效提升代理效率<sup>[3]</sup>,强化对 CEO 的监督<sup>[5]</sup>,并改善企业内部控制质量<sup>[6]</sup>,提高管理层工作的努力程度。在信息质量方面,面临较强市场竞争的企业通过披露频率的提高与披露内容的丰富来提高信息质量<sup>[7]</sup>,降低企业内外部信息不对称,从而有利于投资者做出正确的评价和决策。在投资行为方面,产品市场竞争通过降低代理成本与提升激励有效性进而提高了企业投资效率<sup>[4]</sup>。拓展至具体的投资并购中,产品市场竞争程度与资产专用性的增加导致企业横向并购倾向呈现先升后降的趋势,并且市场竞争强化了横向并购对企业价值的提升作用<sup>[8]</sup>。但有学者认为,激烈的产品市场竞争能“诱发”公司违规<sup>[9]</sup>。

### (二) 超额商誉的治理机制

商誉作为上市公司并购时的溢价支付,衡量了整体效益超出并购对象个体价值的部分。然而,由于超额商誉未能给企业带来应有的并购协同效应,耗费了企业的宝贵资源,侵蚀了未来业绩<sup>[10]</sup>,因此超额商誉的影响因素及其治理机制成为关注的焦点,现有文献主要从企业内、外两个维度展开了研究。就内部因素而言,良好的内部控制在事前能够抑制超额商誉的形成,在事后能够降低商誉减值的计提比例<sup>[11]</sup>;企业社会责任的履行和信息披露作为有效的治理机制,提高了商誉估值的公允性,进而抑制了商誉泡沫<sup>[12]</sup>;会计稳健性通过降低管理层代理成本与改善企业信息环境机制抑制了超额商誉的形成<sup>[13]</sup>。从外部因素来看,高质量的审计能够有效降低超额商誉<sup>[14]</sup>;经济政策不确定性的提高通过融资约束机制抑制了企业超额商誉<sup>[15]</sup>;放松卖空管制则通过增强外部监管与优化内部治理对超额商誉产生了抑制效果<sup>[16]</sup>。

综上所述,企业内部治理与外部环境均能对超额商誉产生影响,而产品市场竞争作为影响企业经营决策行为的重要治理因素,其对投资并购影响的研究还有待深入,因此本文将其拓展至对超额商誉的影响及作用机制。

## 三、理论分析与研究假设

### (一) 产品市场竞争与超额商誉

并购支付的对价是评判并购是否成功的重要因素。从会计处理上来看,对价超出被并购方内在价值的部分确认为商誉,因此,商誉在一定程度上代表企业试图通过整合发挥资源、财务、管理等协同效应。然而,并购目标的确认与商誉的估值因受到管理者的主观影响而具有可操纵性。管理者可能会基于私利(如短期绩效、商业帝国构建等)而忽视企业利益最大化的原则,支付高额溢价,该部分支出无法通过资源整合的协同效应进行补偿,成为侵蚀并购价值的超额商誉,其不仅无法为企业创造价值,还成为企业经营负担,损害股东利益及企业长远价值,而代理冲突与信息不对称是降低企业投资效率(包括高商誉导致并购失败)的重要原因。产品市场竞争通过破产威胁假说、激励假说、融资约束假说与信息假说等路径发挥企业外部治理作用,进而提升投资效率<sup>[17]</sup>。基于治理效应,产品市场竞争能够降低内部代理冲突,并通过资本市场表现优化并购决策,降低超额商誉。因此,本文提出假设 H1。

H1:在控制其他影响的情况下,产品市场竞争能够抑制超额商誉。

### (二) 产品市场竞争抑制超额商誉的机制

#### 1. 代理成本机制

代理冲突、管理层过度自信诱发的自利是超额商誉产生的重要原因,因此缓解代理冲突是产品市场竞争抑制超额商誉的重要机制。第一,通过破产威胁效应降低管理者出于私利所产生的代理成本。激烈的产品市场竞争不仅会降低企业当期利润,还会使其面临更高的流动性风险<sup>[18]</sup>,甚至破产。然而,管理者为了避免业绩不佳或经营失败所导致的薪酬降低或解聘,有动机更加勤勉努力地开展工作,减少其在并购决策中的机会主义行为,降低代理成本。比如:管理层有动机通过并购来快速实现商业帝国的构建<sup>[19]</sup>,支付高溢价是有效手段,结果形成超额商誉而侵蚀未来业绩。因此,减少管理层并购决策中的自利行为、审慎选择并购目标与合理确定对价及其支付方式能够降低超额商誉。同时,过度自信是形成超额商誉的非理性原因<sup>[20]</sup>,而产品市场竞争的反馈机制会使管理层不断修正对自我能力的认知,在一定程度上降低过度自信,形成对并购标的价值的恰当评估,进而抑制超额商誉。第二,通过完善内部控制降低代理成本。面对激烈的产品市场竞争,股东作为委托人会加强内部

监督,促进内部控制体系的完善,进而制衡高管权力,缓解与管理层的代理问题,如防止管理者与被并方的利益输送或是避免管理层盲目选择非相关性的多元并购,从而无法发挥协同效益而导致减值<sup>[11]</sup>。产品市场竞争越激烈,企业内部控制质量越高<sup>[6]</sup>;高质量内部控制对高管的权力制衡降低了代理成本,进而提高了商誉质量,既能抑制事前超额商誉,又能降低事后商誉减值<sup>[11]</sup>。第三,通过声誉激励降低代理成本。根据声誉激励假说,声誉评价往往关注长期合作关系而非短期利益,产品市场竞争提升了经理人市场的信誉机制,促使股东依据行业标杆引入市场化的治理与激励模式,提高管理层薪酬业绩敏感性<sup>[21]</sup>,缓解股东与管理层之间的代理冲突。就并购决策而言,声誉机制使得管理层在选择并购对象时会更加重视长远利益,而不会短视地跨界、追热点并购,注重标的与自身的协同效应,降低超额商誉对自身声誉的侵蚀,为以后职业生涯索取更高报酬增加筹码。

基于上述分析,本文提出假设 H2。

H2:产品市场竞争通过降低代理成本抑制超额商誉。

## 2. 股票流动性机制

信息披露是影响股票流动性的重要因素,因此,产品市场竞争的信息效应能够提高股票流动性。产品市场竞争能够提高信息透明度,一方面,为与竞争对手区别开来以降低经营风险<sup>[22]</sup>,企业更倾向于提高信息披露频次与内容丰富度,信息透明度得以提高;另一方面,竞争行业信息的溢出以及外部监督的强化进一步提高了信息透明度,如高分析师关注度与媒体监督。信息透明度对交易者行为的积极影响能够提高股票流动性<sup>[23]</sup>。首先,高信息透明度会使得投资者认为交易价格公平,外部投资者参与交易的意愿增强,股票交易活跃程度提高<sup>[24]</sup>;其次,高信息透明度传递了管理层、控股股东良好声誉的信号,有助于增进投资者的正面预期,提高股票交易概率<sup>[25]</sup>;再次,交易成本会影响投资者决策,而高信息透明度能够降低投资者信息搜寻、处理等交易成本,并提高信息处理效率<sup>[26]</sup>,从而提升交易频率,加速股票流动;最后,高信息透明度往往具有良好的业绩支持与回报预期,这会降低投资者交易风险,并且投资后监督成本较低,有助于提高股票流动性。

股票流动性能够降低超额商誉。激烈的行业竞争能够突显企业信息透明度与治理水平的重要性,由此发挥股票流动性对企业的治理作用<sup>[27]</sup>。首先,流动性的股价信息含量机制能够抑制超额商誉。股票流动性能够增加股价信息含量<sup>[28]</sup>,一方面,高流动性意味着股价的公平合理,恰当地反映企业的内在价值,这会降低以股价作为支付方式对商誉的助推作用,因为股价支付以及股价高估是形成超额商誉的支付因素;另一方面,基于管理者学习理论,本公司以及同行业股价及其变化为管理层决策提供了产品需求、行业发展以及监管环境等管理层不具备的信息,为选择并购对象、确定并购对价提供了直接依据,降低了非正常溢价,提高了并购绩效。其次,流动性形成的监督机制能够抑制超额商誉。一方面,随着流动性的提高,股价作为公司经营状况与经理人勤勉程度的风向标作用更强,成为投资者尤其是中小投资者低成本监督的利器;另一方面,流动性提升对交易价格冲击的降低形成了“交易反馈机制”,形成了对控股股东及管理层的有效监督,降低了其机会主义及过度自信等非理性行为,抑制了超额商誉,原因在于高流动性降低了投资者“用脚投票”的成本,便于大股东、机构投资者的进入与退出。

基于上述分析,本文提出假设 H3。

H3:产品市场竞争通过提高股票流动性抑制超额商誉。

## 四、研究设计

### (一) 样本选择与数据来源

本文以我国 A 股非金融类上市公司为研究对象,鉴于 2007 年实施的现行企业会计准则对商誉计量的规定有重大变化,选取的样本期间为 2008—2020 年。根据研究所需,本文剔除了 ST 及 \*ST 公司、金融类公司、重要财务数据缺失的样本。经筛选,本文最终得到 21265 家公司-年度观测值。除上市公司的内部控制指数来源于《上市公司迪博内部控制指数报告》外,其余财务数据均来自国泰安(CSMAR)数据库。为了消除异常值的影响,本文在实证检验中对连续变量均按照上下 1% 的水平进行缩尾处理。

### (二) 变量定义

#### 1. 被解释变量:超额商誉(GWex)

借鉴张新民等的研究<sup>[11]</sup>,本文用各年度上市公司商誉账面价值减去所在行业当年商誉账面价值的中位数

再除以总资产来衡量超额商誉。在稳健性检验中,本文将年度行业中位数替换为均值来衡量超额商誉。

2. 解释变量:产品市场竞争(*hhi*)

虽然在产业组织理论中,如何界定市场和选取合适的指标度量产品市场竞争仍存在争议,但 Tingvall 等认为用 *HHI* 指数来度量产品市场竞争在大的经济体中更为合适<sup>[29]</sup>,该衡量方法也被广泛使用。因此,借鉴姜付秀等的做法<sup>[3]</sup>,本文采用赫芬达尔-赫希曼指数(*HHI*)来衡量产品市场竞争程度,计算方法见公式一:

$$HHI_t = \sum_{i=1}^N (X_{i,t}/X_t)^2 \tag{公式一}$$

由于 *HHI* 为反向指标,为使回归结果便于分析,本文用 *hhi* 代表 *HHI* 的相反数。

3. 控制变量

本文选取的控制变量有公司规模(*SIZE*)、资产负债率(*LEV*)、经营现金流量比(*CFO*)、固定资产投资(*FI*)、上市年限(*AGE*)、资产报酬率(*ROA*)、成长性(*GROWTH*)、两职合一(*DUAL*)、董事会规模(*BOARD*)、股权集中度(*TOP1*)、产权性质(*SOE*)、企业价值(*TOBINQ*)、审计质量(*BIG4*)等,并且控制了年度(*Year*)与行业(*Ind*)。

各变量的具体定义如表 1 所示。

(三) 模型设计

为检验假设 H1,本文构建模型(1)来检验产品市场竞争对超额商誉的影响。

$$GWex_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 hhi_{i,t} + \sum \alpha Controls_{i,t} + \sum Ind_i + \sum Year_t + \varepsilon_{i,t} \tag{1}$$

其中,被解释变量 *GWex<sub>i,t</sub>* 与解释变量 *hhi<sub>i,t</sub>* 分别代表企业 *i* 在 *t* 年的超额商誉与产品市场竞争, *Controls<sub>i,t</sub>* 代表控制变量,  $\alpha_0$  为常数项,  $\varepsilon_{i,t}$  为残差项。  $\alpha_1$  为主要检验系数,预期为负,即产品市场竞争能抑制超额商誉。

五、实证结果与分析

(一) 变量的描述性统计与相关性分析

表 2 报告了主要变量的描述性统计结果。可以看出,样本中变量特征存在明显差异,具有良好的区分度。超额商誉(*GWex*)的均值(中位数)为 0.018(0.000),最大值为 0.344,最小值为 -0.153,标准差为 0.068,说明部分企业商誉泡沫现象严重。产品市场竞争(*hhi*)的均值(中位数)为 -0.059(-0.017),最大值为 -0.008,最小值为 -0.453,标准差为 0.090,表明产品市场竞争在行业间存在较大差异。

主要变量之间的 Pearson 相关系数(未列示,备索)显示,产品市场竞争(*hhi*)与超额商誉(*GWex*)的相关系数为 -0.011,虽然与理论预期方向一致,但并不显著,故需进一步检验。

表 1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	超额商誉	<i>GWex</i>	公司商誉账面价值减去所在行业商誉账面价值的中位数再除以总资产
解释变量	产品市场竞争	<i>hhi</i>	赫芬达尔-赫希曼指数( <i>HHI</i> )取相反数,计算方法见公式一
控制变量	公司规模	<i>SIZE</i>	年末总资产的自然对数
	资产负债率	<i>LEV</i>	年末总负债/年末总资产
	经营现金流量比	<i>CFO</i>	经营现金净流量/年末总资产
	固定资产投资	<i>FI</i>	年末固定资产净额/年末总资产
	上市年限	<i>AGE</i>	公司上市年限+1取自然对数
	资产报酬率	<i>ROA</i>	净利润/年末总资产
	成长性	<i>GROWTH</i>	主营业务收入增长率
	两职合一	<i>DUAL</i>	董事会和总经理为一人时取值为 1,否则为 0
	董事会规模	<i>BOARD</i>	董事会成员人数
	股权集中度	<i>TOP1</i>	第一大股东持股比例
	产权性质	<i>SOE</i>	国有企业取值为 1,否则为 0
	企业价值	<i>TOBINQ</i>	托宾 Q 值
	审计质量	<i>BIG4</i>	审计师来自国际四大取值为 1,否则为 0
	年度	<i>Ind</i>	年度虚拟变量,样本年度 2008—2020 年
	行业	<i>Year</i>	行业虚拟变量,按照证监会 2012 年分类标准划分

表 2 主要变量的描述性统计结果

变量	样本量	均值	中位数	最大值	最小值	标准差
<i>GWex</i>	21265	0.018	0.000	0.344	-0.153	0.068
<i>hhi</i>	21265	-0.059	-0.017	-0.008	-0.453	0.090
<i>SIZE</i>	21265	22.226	22.037	26.230	19.920	1.281
<i>LEV</i>	21265	0.444	0.443	0.865	0.055	0.202
<i>CFO</i>	21265	0.047	0.047	0.243	-0.155	0.069
<i>FI</i>	21265	0.220	0.186	0.709	0.002	0.164
<i>AGE</i>	21265	2.168	2.303	3.258	0.693	0.712
<i>ROA</i>	21265	0.039	0.036	0.192	-0.183	0.053
<i>GROWTH</i>	21265	0.187	0.116	2.680	-0.518	0.417
<i>DUAL</i>	21265	0.244	0.000	1.000	0.000	0.430
<i>BOARD</i>	21265	8.732	9.000	15.000	5.000	1.729
<i>TOP1</i>	21265	0.350	0.331	0.749	0.092	0.148
<i>SOE</i>	21265	0.413	0.000	1.000	0.000	0.492
<i>TOBINQ</i>	21265	1.989	1.594	7.910	0.881	1.212
<i>BIG4</i>	21265	0.058	0.000	1.000	0.000	0.234

(二) 基准回归分析

表 3 为产品市场竞争与超额商誉的基本回归结果。列(1)为仅控制行业和年度的回归结果,产品市场竞争(*hhi*)的系数在 5% 水平上显著为负;列(2)中,在对相应因素进行控制后,产品市场竞争(*hhi*)的系数为 -0.062,且在 1% 水平上显著。这表明产品市场竞争与超额商誉之间呈显著的负相关关系,即产品市场竞争程度越高,企业超额商誉水平越低,H1 得到支持。

为了深入分析产品市场竞争对超额商誉的影响,本文进一步考察产品市场竞争是否影响商誉减值。由于产品市场竞争抑制了“坏”的商誉,即超额商誉,仅确认了反映协同效应的“好”商誉,因此我们预期产品市场竞争能够降低商誉减值概率。为检验这一预期,本文构建模型(2),被解释变量为并购后三年是否发生商誉减值(*GWdum*)<sup>[13]</sup>,为 0-1 变量,因此使用 Logit 模型并控制商誉水平。回归结果见表 3 中列(3),产品市场竞争(*hhi*)的系数在 5% 水平上显著为负,表明产品市场竞争对超额商誉的抑制作用会降低后续商誉减值风险。

$$GWdum_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 hhi_{i,t} + \sum \beta Controls_{i,t} + \sum Ind_i + \sum Year_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

(三) 稳健性及内生性检验

1. 更换变量衡量方式

一方面,为避免行业因素对结论造成的影响,本文重新衡量产品市场竞争。借鉴陈丽蓉等的研究<sup>[30]</sup>,本文使用勒纳指数(*PCM*)衡量产品市场竞争,对模型(1)进行回归。首先,将企业 *i* 的勒纳指数减去所处行业内以营业收入加权的勒纳指数均值,得到经行业均值平减的勒纳指数 *PCM*;其次,为缓解反向因果对结论造成的影响,对 *PCM* 滞后一期得到 *LPCM*。为便于结果解读,本文对 *PCM*、*LPCM* 取相反数得到 *PCM1*、*LPCM1*,数值越大,代表企业面临的产品市场竞争程度越高。由表 4 中列(1)和列(2)结果可知,*PCM1* 及 *LPCM1* 的系数均在 1% 水平上显著为负,说明企业面临的产品市场竞争越激烈,超额商誉越低,H1 再次得到支持。

另一方面,首先,本文将原衡量方法中的行业中位数替换成行业平均数重新定义超额商誉(*GWex1*),并对模型(1)进行回归;其次,借鉴赵彦锋等的做法<sup>[15]</sup>,本文以虚拟变量是否存在超额商誉(*GWex2*)来衡量超额商誉,并采用 Logit 模型进行回归;最后,本文以商誉的自然对数(*lnGW*)作为被解释变量对模型(1)进行回归。由表 4 中列(3)至列(5)可知,更换超额商誉的衡量方式后,产品市场竞争(*hhi*)的系数仍满足显著性水平,H1 再次得证。

表 3 基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>GWex</i>	<i>GWex</i>	<i>GWdum</i>
<i>hhi</i>	-0.055 ** (-2.30)	-0.062 *** (-2.72)	-1.537 ** (-2.57)
<i>GW</i>			6.526 *** (12.50)
<i>SIZE</i>		0.011 *** (10.51)	0.239 *** (5.90)
<i>LEV</i>		-0.052 *** (-8.65)	0.099 (0.49)
<i>CFO</i>		0.031 *** (3.87)	-0.791 ** (-2.12)
<i>FI</i>		-0.080 *** (-15.25)	-0.873 *** (-3.44)
<i>AGE</i>		0.003 ** (2.46)	-0.153 *** (-2.85)
<i>ROA</i>		-0.131 *** (-7.96)	0.793 (1.40)
<i>GROWTH</i>		0.027 *** (15.73)	-0.154 *** (-3.16)
<i>DUAL</i>		0.003 (1.26)	0.089 (1.30)
<i>BOARD</i>		-0.000 (-0.54)	-0.032 * (-1.65)
<i>TOP1</i>		-0.050 *** (-8.73)	-0.750 *** (-3.00)
<i>SOE</i>		-0.016 *** (-9.11)	-0.387 *** (-4.34)
<i>TOBINQ</i>		-0.003 *** (-4.29)	-0.102 *** (-3.78)
<i>BIG4</i>		-0.003 (-0.77)	-0.346 ** (-2.27)
<i>Constant</i>	-0.008 * (-1.83)	-0.161 *** (-7.98)	-6.172 *** (-7.20)
Observations	21265	21265	19507
R <sup>2</sup>	0.039	0.136	0.179 (Pseudo)
Year/Ind	YES	YES	YES

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著,括号内为 *t* 值,且标准误为在企业层面聚类。下同。

表 4 更换变量衡量方式的回归结果

变量	更换解释变量		更换被解释变量		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>GWex</i>	<i>GWex</i>	<i>GWex1</i>	<i>GWex2</i>	<i>lnGW</i>
<i>PCM1</i>	-0.055 *** (-5.75)				
<i>LPCM1</i>		-0.046 *** (-5.19)			
<i>hhi</i>			-0.079 ** (-2.33)	-1.794 *** (-3.40)	-8.047 *** (-4.70)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Constant</i>	-0.140 *** (-7.19)	-0.107 *** (-5.09)	-1.024 *** (-25.86)	-11.377 *** (-14.50)	-28.569 *** (-11.93)
Observations	21265	17438	21265	21265	21265
R <sup>2</sup>	0.139	0.144	0.356	0.094 (Pseudo)	0.442
Year/Ind	YES	YES	YES	YES	YES

2. 内生性检验

(1) 固定效应模型

为控制公司层面部分不可观测因素以及遗漏变量可能造成的内生性问题,本文对模型(1)采用固定效应模型进行回归。由表5中列(1)结果可知,产品市场竞争(*hhi*)的系数仍在1%水平上显著为负,H1得证。

(2) 工具变量法

为缓解不可观测因素影响可能产生的内生性问题,借鉴曾伟强等的做法<sup>[31]</sup>,本文采用行业竞争程度滞后两期(*L2hhi*)作为工具变量进行稳健性检验。表5中列(2)为第一阶段回归结果,*p*值为0.0000,代表工具变量对内生解释变量的解释力度。表5中列(3)为第二阶段回归结果,可知在排除内生性问题的影响后,结论依然稳健。

(3) 双重差分模型

为进一步缓解内生性问题,参考胡俊等的研究<sup>[32]</sup>,本文选取国务院于2014年出台的《关于促进市场公平竞争维护市场正常秩序的若干意见》作为促进产品市场竞争的外生政策事件进行准自然实验,该文件提出“促进企业自主经营、公平竞争”等总体目标,并实施“改革市场准入制度”“打破地区封锁和行业垄断”“完善市场退出机制”等措施。本文构造双重差分(*DID*)模型(3),定义 $Post_t$ 为时间虚拟变量;2008—2013年取值为0,2014年以后取值为1。同时,参考Fang等的做法<sup>[33]</sup>,本文定义 $Treat_i$ 为空间虚拟变量;按照行业,计算*i*企业2020年与2013年(事件实施前一年)的*hhi*之差衡量产品市场竞争变化程度,并依据产品市场竞争变化程度的中位数将样本分为处理组(高于中位数)和控制组(低于中位数)。表5中列(4)为双重差分回归结果,交互项( $Post\_Treat$ )的回归系数在1%水平上显著为负,表明政策实施所导致的产品市场竞争加剧抑制了超额商誉,结论稳健。

$$GWex_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Post_t + \gamma_2 Treat_i + \gamma_3 Post\_Treat_{i,t} + \sum \gamma Controls_{i,t} + \sum Ind_i + \sum Year_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

(四) 作用机制检验

根据前文理论分析,本文从代理成本、股票流动性两个方面检验产品市场竞争抑制超额商誉的机制。参考江艇的研究<sup>[34]</sup>,本文构建模型(4)检验作用机制。

$$MC_{i,t}(LI_{i,t}) = \delta_0 + \delta_1 hhi_{i,t} + \sum \delta Controls_{i,t} + \sum Ind_i + \sum Year_t + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

模型(4)中, $MC_{i,t}$ 表示代理成本,以管理费用率衡量,即管理费用与营业收入之比; $LI_{i,t}$ 代表股票流动性,借鉴Amihud和Mendelson的研究方法<sup>[35]</sup>计算非流动性指标(*ILLIQ*),并取相反数。具体计算方法见公式二。

$$ILLIQ_{i,t} = \frac{1}{D_{i,t}} \sum_{d=1}^{D_{i,t}} \sqrt{\frac{|r_{i,t,d}|}{V_{i,t,d}}} \quad (公式二)$$

其中, $r_{i,t,d}$ 与 $V_{i,t,d}$ 为企业*i*在*t*年第*d*个交易日考虑现金红利再投资的报酬率与成交金额(百万元人民币), $D_{i,t}$ 为企业*i*在*t*年的交易日天数。*ILLIQ*表示股票的非流动性指标,*ILLIQ*越大,代表投资者股票交易成本越高,股票流动性越低。本文以*LI*代表*ILLIQ*的相反数,即*LI*越大,企业股票流动性越高。

表6为作用机制检验结果,列(1)为代理成本的机制检验,产品市场竞争(*hhi*)的系数为-0.102,且在1%水平上显著,意味着产品市场竞争能够缓解管理层与股东之间的代理冲突,抑制超额商誉;列(2)为股票流动性的机制检验,产品市场竞争(*hhi*)的系数为0.039,且在1%水平上显著,表明产品市场竞争能够提高股票流动性,从而抑制超额商誉,H2、H3均得证。

表5 内生性检验结果

变量	固定效应模型		2SLS		DID
	(1)	(2)	(3)	(4)	
	<i>GWex</i>	<i>hhi</i>	<i>GWex</i>	<i>GWex</i>	
<i>hhi</i>	-0.104 *** (-4.47)		-0.065 *** (-2.62)		
<i>L2hhi</i>		0.642 *** (29.49)			
<i>Post_Treat</i>				-0.014 *** (-3.49)	
<i>Treat</i>				-0.019 *** (-3.80)	
<i>Post</i>				0.007 * (1.70)	
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES	
<i>Constant</i>	-0.798 *** (-14.12)	-0.065 *** (-13.76)	-0.161 *** (-7.94)	-0.098 *** (-3.38)	
Observations	21265	21265	21265	11612	
R <sup>2</sup>	0.187	0.924	0.136	0.174	
Year/Ind	YES	YES	YES	YES	

注:信息来源于中国政府门户网站(www.gov.cn);受非平衡面板的影响,DID回归中的样本量有所不同。

表6 作用机制检验结果:代理成本与股票流动性

变量	(1) <i>MC</i>	(2) <i>LI</i>
<i>hhi</i>	-0.102 *** (-5.49)	0.039 *** (3.66)
<i>Controls</i>	YES	YES
<i>Constant</i>	0.258 *** (13.91)	-0.734 *** (-52.74)
Observations	21265	21265
R <sup>2</sup>	0.358	0.480
Year/Ind	YES	YES

## 六、进一步研究

### (一) 异质性分析

#### 1. 内部治理——内部控制质量与独立董事监督

内部控制为企业经营流程规范及决策质量提供了保障。高质量的内部控制不仅有助于抑制管理层对自由现金流的滥用行为,提高投资效率<sup>[36]</sup>,而且能够提高风险抵御能力,向资本市场传递经营层面的积极信号,提高股票流动性,增强资本市场投资者的投资信心与监督意愿,从而有利于吸引外部投资者,降低融资成本<sup>[27]</sup>,提升企业应对产品市场竞争的能力。同时,内部控制能够强化产品市场竞争的治理效应,降低管理层在并购标的选择与对价协商中的自利倾向,抑制超额商誉。故本文预期,产品市场竞争对超额商誉的抑制作用在内部控制质量较高的样本中更加显著。依据迪博数据库《中国上市公司内部控制指数》的年度中位数,本文将总样本划分为内部控制质量高、低两组,对模型(1)进行回归,结果见表 7 中的列(1)和列(2),与预期一致,良好的内部控制能够增强产品市场竞争对超额商誉的抑制作用。

占比较高的独立董事提升了董事会的独立性,通过加强对管理层的监督而降低了代理成本<sup>[37]</sup>。一方面,独立性强的董监会能够提升信息质量,更容易被外部投资者所关注,提升企业资本市场表现,增强股票流动性;另一方面,独立董事的监督能降低管理层并购决策中的自利行为,独立董事的咨询功能可以进一步提高并购定价的合理性,降低过度支付,降低超额商誉。因此,本文认为产品市场竞争对超额商誉的抑制作用在独立董事占比高的样本中更显著。为检验这一预期,本文按独立董事比例年度中位数将样本划分为高、低两组,对模型(1)进行回归,结果见表 7 中的列(3)和列(4),产品市场竞争的回归系数仅在独立董事比例高组中显著。

#### 2. 外部治理——机构投资者持股与分析师关注

机构投资者作为企业外部治理机制的重要组成部分,其用手或用脚投票会影响企业经营决策,包括并购。机构投资者具有资金优势与信息优势,能够通过表决、沟通或建议等方式参与公司决策与治理,提升并购绩效<sup>[38]</sup>,而且相较于中小股东,机构投资者能够更好地扮演强势委托人的角色,缓解经理人与股东之间的代理冲突。然而,股权集中在我国上市公司中普遍存在,由此导致机构投资者的治理作用有限,甚至与大股东、管理层合谋而弱化和侵害中小股东。因此,当持股比例较低时,机构投资者难以发挥监督作用,同时资本市场交易也可能存在为迎合管理层而降低股票流动性的问题,此时其对并购决策的影响有限,而外部治理效应更强的产品市场作用更大,即竞争压力与破产威胁促使管理层与公司整体利益趋于一致,约束管理层并购中的机会主义行为,从而降低超额商誉。本文预期,当机构投资者持股比例较低时,产品市场竞争对超额商誉的抑制作用更显著。为检验这一预期,本文按机构投资者持股比例年度中位数将样本划分为机构投资者持股比例高、低两组,回归结果见表 8 中的列(1)和列(2),在机构投资者持股比例较低的样本中,产品市场竞争对超额商誉的抑制作用更显著。

分析师通过对上市公司的信息进行搜集、处理、解读与传递,缓解企业与投资者之间的信息不对称<sup>[39]</sup>,通过信息中介作用强化对管理层的监督,并通过改善信息环境而提高股票流动性。然而,外部监督的缺失往往会强化管理层的盈余管理动机<sup>[40]</sup>,即低分析师关注度形成的有限监督既难以制约管理者的自利行为,又难以起到活跃股票交易的作用,对商誉的抑制作用有限。在该情况下,产品市场竞争的治理效应更强:一方面,其恰当反映经营管理内在价值的信息效应形成对管理层的有效激励,优化并购决策,包括审慎选择并购标的、合理确定并购价格与支付方式;另一方面,股票流动性的“华尔街规则”能强化对管理层并购决策的监督,避免管理层蓄意抬高并购对价,从而抑制超额商誉。本文预期,产品市场竞争对超额商誉的抑制作用在分析师关注度较低的样本

表 7 内部治理环境的异质性检验结果

变量	内控质量高	内控质量低	独董比例高	独董比例低
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>GWex</i>	<i>GWex</i>	<i>GWex</i>	<i>GWex</i>
<i>hhi</i>	-0.078 *** (-2.72)	-0.040 (-1.43)	-0.084 *** (-2.71)	-0.037 (-1.18)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Constant</i>	-0.157 *** (-6.81)	-0.201 *** (-7.60)	-0.155 *** (-5.50)	-0.167 *** (-6.84)
Observations	10629	10636	9814	11451
R <sup>2</sup>	0.145	0.137	0.127	0.155
Year/Ind	YES	YES	YES	YES
Chow test		2.85		2.62

表 8 外部治理机制的异质性检验结果

变量	机构投资者 持股比例低	机构投资者 持股比例高	分析师 关注度低	分析师 关注度高
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>GWex</i>	<i>GWex</i>	<i>GWex</i>	<i>GWex</i>
<i>hhi</i>	-0.067 ** (-2.46)	-0.049 (-1.41)	-0.088 *** (-2.91)	-0.040 (-1.41)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Constant</i>	-0.284 *** (-7.50)	-0.074 *** (-3.17)	-0.219 *** (-6.25)	-0.065 ** (-2.49)
Observations	10635	10630	11122	10143
R <sup>2</sup>	0.170	0.123	0.117	0.178
Year/Ind	YES	YES	YES	YES
Chow test		10.07		11.14

中更显著。本文根据分析师跟踪人数自然对数的年度中位数将样本分为分析师关注度高、低两组,回归结果见表8中的列(3)和列(4),在分析师关注度低的样本中,产品市场竞争对超额商誉的抑制作用更显著。

(二)经济后果分析

超额商誉对资源的浪费会加剧融资约束,降低企业价值<sup>[10]</sup>,那么产品市场竞争对超额商誉的治理作用能否缓解融资约束和提升企业价值呢?为回答这一问题,本文构建模型(5)进行检验,提供产品市场竞争治理效应的进一步证据。

$$SAabs_{i,t+j}/TOBINQ_{i,t+j} = \mu_0 + \mu_1 GWex_{i,t} + \mu_2 hhi_{i,t} + \mu_3 hhi\_GWex_{i,t} + \sum \mu Controls_{i,t} + \sum Ind_i + \sum Year_i + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

在模型(5)中,本文用SA指数的绝对值(SAabs)衡量融资约束,以TOBINQ值衡量企业价值,SAabs<sub>i,t+j</sub>/TOBINQ<sub>i,t+j</sub>(j

=1,2,3)分别代表未来三期的融资约束与企业价值,重点关注产品市场竞争与超额商誉交乘项(hhi\_GWex)的回归系数。由表9中列(1)至列(3)可知,虽然超额商誉、产品市场竞争均会加剧融资约束,但两者交乘项的系数至少在5%水平上显著为负,说明产品市场竞争通过抑制超额商誉而缓解了融资约束;表9中列(4)至列(6)显示,超额商誉、产品市场竞争均会降低企业价值,但除了未来一期外,两者交乘项的系数在10%水平上显著为正,说明产品市场竞争对超额商誉的抑制作用能够提升企业价值,并且具有持续性。

七、结论与启示

本文利用我国A股上市公司2008—2020年的数据,检验了产品市场竞争对超额商誉的影响。研究表明:产品市场竞争能够提高商誉质量,表现为抑制超额商誉形成,降低后续商誉减值;作用机制检验结果表明,产品市场竞争通过降低管理层代理成本、提高股票流动性抑制了超额商誉;异质性检验发现,在内部治理环境好或外部治理环境差时,产品市场竞争对超额商誉的抑制作用更显著;经济后果分析表明,产品市场竞争对超额商誉的抑制作用具有积极的经济影响,能够缓解融资约束和提高企业价值。

本文所得结论具有一定的启示意义。第一,监管部门应持续推进市场化改革及反垄断治理,以培育良性的产品市场竞争,发挥其外部治理作用,优化企业并购决策,降低超额商誉,防范由此引发的金融风险。第二,投资者要合理利用行业特征及资本市场表现进行决策,产品竞争以及股票流动性具有增量信息,投资者可以利用这些信息选择投资对象,避免投资损失。第三,企业应优化内部治理,增强应对激烈产品市场竞争的能力,就并购决策来看,企业应完善内部控制、提高独立董事独立性,更好地发挥内部治理对管理层的监督作用,降低自利性并购对超额商誉的消极影响,助力公司的长远发展,维护资本市场的良好秩序。

参考文献:

[1] Hart O D. The market mechanism as an incentive scheme[J]. The Bell Journal of economics, 1983, 14(2): 366 - 382.  
 [2] Aghion P, Dewatripont M, Rey P. Competition, financial discipline and growth[J]. The Review of Economic Studies, 1999, 66(4): 825 - 852.  
 [3] 姜付秀, 黄磊, 张敏. 产品市场竞争、公司治理与代理成本[J]. 世界经济, 2009(10): 46 - 59.  
 [4] 王靖宇, 张宏亮. 产品市场竞争与企业投资效率: 一项准自然实验[J]. 财经研究, 2019(10): 125 - 137.  
 [5] 蒋荣, 陈丽蓉. 产品市场竞争治理效应的实证研究: 基于CEO变更视角[J]. 经济科学, 2007(2): 102 - 111.  
 [6] 张传财, 陈汉文. 产品市场竞争、产权性质与内部控制质量[J]. 会计研究, 2017(5): 75 - 82 + 97.  
 [7] Burks J J, Christine C, Joseph G, et al. Competition and voluntary disclosure: Evidence from deregulation in the banking industry[J]. Review of Accounting Studies, 2018, 23(4): 1471 - 1511.  
 [8] 徐虹, 林钟高, 芮晨. 产品市场竞争、资产专用性与上市公司横向并购[J]. 南开管理评论, 2015(3): 48 - 59.  
 [9] 滕飞, 辛宇, 顾小龙. 产品市场竞争与上市公司违规[J]. 会计研究, 2016(9): 32 - 40.



- [10] 魏志华,朱彩云. 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[J]. 中国工业经济,2019(11):174-192.
- [11] 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.
- [12] 许罡. 企业社会责任履行抑制商誉泡沫吗? [J]. 审计与经济研究,2020(1):90-99.
- [13] 韩宏稳,唐清泉. 会计稳健性对超额商誉的抑制效应研究[J]. 证券市场导报,2021(7):41-48.
- [14] 郭照蕊,黄俊. 高质量审计与上市公司商誉泡沫[J]. 审计研究,2020(4):80-89.
- [15] 赵彦锋,陈如意. 经济政策不确定性如何影响超额商誉? [J]. 财务研究,2021(3):82-92.
- [16] 孙诗璐,张斐燕,郑建明,等. 放松卖空管制能够抑制并购商誉泡沫吗? [J]. 金融研究,2021(11):189-206.
- [17] 王宸,陆超,戴静雯. 产品市场竞争、经济政策不确定性与企业投资效率[J]. 北京交通大学学报(社会科学版),2022(4):134-149.
- [18] Hou K W,Robinson D T. Industry concentration and average stock returns[J]. The Journal of Finance,2006,61(4):1927-1956.
- [19] Jensen M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. The American Economic Review,1986,76(2):323-329.
- [20] 李丹蒙,叶建芳,卢思琦,等. 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.
- [21] 何玉润,林慧婷,王茂林. 产品市场竞争、高管激励与企业创新——基于中国上市公司的经验证据[J]. 财贸经济,2015(2):125-135.
- [22] 伊志宏,姜付秀,秦义虎. 产品市场竞争、公司治理与信息披露质量[J]. 管理世界,2010(1):133-141+161+188.
- [23] Arango I,Agudelo D A. How does information disclosure affect liquidity? Evidence from an emerging market[J]. North American Journal of Economics and Finance,2019,50(C):100997.
- [24] 蔡传里,许家林. 上市公司信息透明度对股票流动性的影响——来自深市上市公司2004—2006年的经验证据[J]. 经济与管理研究,2010(8):88-96.
- [25] Liu S M. Investor sentiment and stock market liquidity[J]. Journal of Behavioral Finance,2015,16(1):51-67.
- [26] 柳木华,任嘉乐,郭振. 关键审计事项披露的信息价值——基于股票流动性视角[J]. 审计与经济研究,2021(3):21-32.
- [27] 李良,李士玉,朱宏泉. 股票流动性会影响公司商业信用融资吗? ——基于A股上市公司的实证研究[J]. 审计与经济研究,2022(6):92-103.
- [28] Holmström B,Tirole J. Market liquidity and performance monitoring[J]. Journal of Political Economy,1993,101(4):678-709.
- [29] Tingvall P G,Karpaty P. Service-sector competition, innovation and R&D[J]. Economics of Innovation and New Technology,2011,20(1):63-68.
- [30] 陈丽蓉,邓利彬,郑国洪,等. 资本市场开放、产品市场竞争与审计师选择——基于双重制度压力视角的实证研究[J]. 审计研究,2021(1):83-93.
- [31] 曾伟强,李延喜,张婷婷,等. 行业竞争是外部治理机制还是外部诱导因素——基于中国上市公司盈余管理的经验证据[J]. 南开管理评论,2016(4):75-86.
- [32] 胡俊,李强,曾勇. 现金持有对R&D投资的平滑作用:产品市场竞争的视角[J]. 管理工程学报,2021(6):150-162.
- [33] Fang V W,Tian X,Tice S. Does stock liquidity enhance or impede firm innovation? [J]. The Journal of Finance,2014,69(5):2085-2125.
- [34] 江艇. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J]. 中国工业经济,2022(5):100-120.
- [35] Amihud Y,Mendelson H. Asset pricing and the bid-ask spread[J]. Journal of Financial Economics,1986,17(2):223-249.
- [36] 李伟,李艳鹤. 内部控制质量、自由现金流量与非效率投资[J]. 财经问题研究,2017(11):79-84.
- [37] 胡奕明,唐松莲. 独立董事与上市公司盈余信息质量[J]. 管理世界,2008(9):149-160.
- [38] 尚航标,满鑫,李卫宁,等. 机构持股与企业并购绩效——基于上市公司的实证研究[J]. 软科学,2017(4):52-56.
- [39] 潘越,戴亦一,林超群. 信息不透明、分析师关注与个股暴跌风险[J]. 金融研究,2011(9):138-151.
- [40] 赵彦锋,原盼盼. 企业社会地位会影响审计费用吗? [J]. 北京工商大学学报(社会科学版),2021(5):77-88.

[责任编辑:王丽爱]

## Can Product Market Competition Inhibit Excess Goodwill?

ZHAO Yanfeng, LAI Peide, WANG Mengmeng

(School of Accounting, Henan University of Economics and Law, Zhengzhou 450046, China)

**Abstract:** Based on the data of Chinese A-share listed companies from 2008 to 2020, this paper investigates the effect of product market competition on excess goodwill and its mechanism. The results show that product market competition can inhibit excess goodwill and reduce the possibility of subsequent goodwill impairment. The mechanism test shows that reducing agency cost and improving stock liquidity are the mechanism of product market competition to restrain excess goodwill. Further analysis shows that internal and external environments have heterogeneous influence on the relationship between product market competition and excess goodwill. From the perspective of internal governance, product market competition has a more significant inhibitory effect on excess goodwill in enterprises with high quality of internal control and high proportion of independent directors. From the perspective of external environment, product market competition has a more significant inhibitory effect on excess goodwill in enterprises with low shareholding ratio of institutional investors and low attention of analysts. The analysis of economic consequences shows that the inhibition of product market competition on excess goodwill has the effect of easing financing constraints and enhancing value.

**Key Words:** product market competition; excess goodwill; agency cost; stock liquidity; goodwill impairment; financing restraints