

# 代理冲突、内外薪酬差距与并购商誉

陈 耿<sup>1a,1b</sup>, 严彩红<sup>2</sup>

(1. 重庆大学 a. 经济与工商管理学院 b. 公司财务与会计治理创新研究院, 重庆 400030;

2. 四川德阳经济技术开发区商务局, 四川 德阳 618000)

**[摘要]**以 2012—2020 年 A 股上市公司为研究样本,以商誉的准则规定为基础,从管理层代理冲突与内外薪酬差距角度研究商誉的形成机制、影响因素及经济后果。实证结果表明,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。提高内部薪酬差距可以弱化代理冲突与并购商誉规模之间的正相关关系,发挥治理作用;而对于外部薪酬差距,正向差距不会产生明显影响,负向差距越大越会加剧代理冲突与商誉规模之间的正相关关系。进一步研究发现,代理冲突越严重的公司,其商誉越有可能在后续出现大额减值现象,并对公司绩效产生负面影响。研究结论有助于进一步从代理冲突及管理层薪酬结构的视角客观认识商誉在形成过程中受到的影响,帮助企业从优化内外薪酬差距的角度来约束商誉中非合理部分的形成,降低企业风险。

**[关键词]**代理冲突;并购商誉;管理层薪酬;薪酬差距;公司绩效;企业风险

**[中图分类号]**F832 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2023)04-0053-10

## 一、引言

商誉的经济内涵是被收购企业未来预期超额盈利能力的贴现值,是对并购后超额盈利能力的预期。但是,由于商誉的真实价值难以准确计量,会计准则通常采用“总计价账户”法,以并购方在并购交易中支付的超过标的公允价值的价格来“倒挤”商誉,使得现有的并购商誉成为并购过程中容纳各种原因导致的“计价差额”的“总容器”<sup>[1]</sup>。在实务中,有些企业在并购时因各种原因而支付了高额交易对价,使得价格中可能并不仅仅包含能代表商誉经济本质的部分,还包含其他非经济因素导致的“泡沫”,包含泡沫的商誉在后期随时可能会会计提大额减值,从而导致企业业绩“大变脸”。

2012 年以来,并购政策放宽叠加市场牛市,我国 A 股市场迎来并购高峰。大量高溢价并购使得 A 股上市公司积累了高额商誉,同时商誉的大幅度减值现象也不断出现。高商誉及其后续的大额减值现象已经受到学术界的关注。已有研究指出,高商誉会损害企业未来绩效<sup>[2]</sup>、增加股价崩盘风险<sup>[3]</sup>、降低创新投入<sup>[4]</sup>等。

为了更深入地认识商誉的信息含量,已有较多研究关注了商誉的影响因素。其中部分学者直接研究了商誉产生过程中的非理性影响因素,主要包括并购过程中的市场错误定价<sup>[5]</sup>、业绩补偿承诺<sup>[6]</sup>以及宏观层面的政府补贴<sup>[7]</sup>等;还有部分学者基于商誉存在非理性成分的假设,从内外部治理方面研究了商誉泡沫的影响机制,主要包括审计质量<sup>[8]</sup>、内部控制<sup>[9]</sup>等。

商誉来源于并购,而企业管理层是并购中重要的决策者与实施者,因此管理层的个人特征、动机与行为将直接影响并购活动,当然也包含影响商誉的形成过程及其最终的规模大小。李丹蒙等研究发现,管理层过度自信加剧了并购商誉的高估<sup>[10]</sup>。闫华红和王亚茹研究发现,管理层权力越大,越有可能高估商誉<sup>[11]</sup>。然而,鲜有文献关注管理层代理冲突对商誉规模的影响。在我国,上市公司的管理层和股东之间的代理问题较为严重,会对并购中管理层的动机、利益倾向及行为选择产生重要影响。基于此,为了厘清商誉的形成机理,探索管理层这一并购重要决策与实施者的作用,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,并进一步从管理层内外薪酬差距角度深入考察其对代理冲突与商誉规模之间关系的影响。

**[收稿日期]**2022-11-22

**[基金项目]**2019 重庆大学中央高校基本科研业务费专项项目(2019CDSKXYJG0037);2020 重庆大学中央高校基本科研业务费专项项目(2020CDJSK02PT15);2022 年度重庆市教委人文社会科学研究项目(22SKJD002)

**[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,公司财务与会计治理创新研究院研究员,博士,从事资本市场与公司金融研究,E-mail:chengeng@cqu.edu.cn;严彩红(1995—),女,四川德阳人,四川德阳经济技术开发区商务局职员,硕士,从事产业规划与金融研究。

本文可能的边际贡献主要在于:第一,论文从代理冲突及管理层薪酬结构角度对商誉的形成进行研究,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,并客观评估商誉的经济后果,拓宽了商誉影响因素及经济后果的研究视角。第二,研究结论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。

## 二、理论分析与研究假设

### (一)代理冲突与商誉规模

经典的财务理论指出,由于企业中存在代理冲突,管理层在经营管理中的决策和行为可能会偏离股东财富最大化目标而追求个人收益最大化<sup>[12]</sup>,如更多工资福利、闲暇时光、高消费生活方式等。并购是可以实现私人收益快速增长的常见路径。并购的交易结构具有复杂性、标的评估具有不确定性、并购过程具有信息不对称性,这为管理层提供了较大的决策与操作空间。并购中产生的商誉由于采用“总计价账户”的方法进行计量,导致其包含众多复杂且难以确认的因素,因此更容易被人为操纵。本文认为,代理冲突越大,管理层在并购中造成的商誉规模越大。

其一,代理冲突会引起更高的并购频率。从商誉的产生机制来看,并购的发生是商誉产生的前提,因此,并购活动越频繁,产生商誉的可能性及规模将越大。有研究发现,当企业存在严重的代理冲突时,管理层发动并购的频率会显著提高<sup>[13]</sup>。这是因为在代理冲突的作用下,管理层很可能会为了追求个人私利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,最终获得货币薪酬、在职消费和社会声望提高等个人收益。Mueller 研究发现,管理层个人利益的提高等与公司规模之间存在显著的正向关系,因此代理冲突会驱动企业管理层扩大并购规模<sup>[14]</sup>。Firth 研究发现,管理层经常为了追求个人私利而发动企业并购,这种并购行为通常不仅不会提升企业价值,甚至反而会侵蚀企业利益<sup>[15]</sup>。张鸣和郭思永认为,企业的并购动机是管理层为了获取并购后的薪酬提升<sup>[16]</sup>。

其二,代理冲突会驱使企业支付更高的并购溢价,而并购溢价正是商誉形成的直接来源。管理层出于代理冲突发起的并购主要是为了能够实现个人收益,往往忽视并购对企业价值的影响,因此在并购过程中可能缺乏对标的方的审慎评估,且没有理性客观地分析并购后超额价值创造预期的可能性及其风险,导致并购溢价过高。另外,为了尽力促成并购以获得个人收益,管理层在谈判博弈中可能会放松“警戒”,倾向于尽量满足标的方的价格条件,从而也会导致支付更高的并购溢价。Slusky 和 Caves 研究发现,财务协同预期和委托代理问题会增加企业并购溢价<sup>[17]</sup>。黄本多和干胜道研究发现,管理层基于追求个人私利而驱使企业发动的并购往往会支付过高的并购溢价<sup>[18]</sup>。

根据以上分析,我们认为企业的代理冲突越严重,管理层越有可能通过参与决策并凭借信息优势等提高并购频率、增大并购规模,并为促成并购而“主动”支付高额溢价。由此,本文提出假设 H1。

H1:代理冲突与并购商誉之间呈正相关关系,代理冲突越大,企业通过并购形成的商誉规模越大。

### (二)管理层内部薪酬差距的调节影响

锦标赛理论把企业内部竞争比作一场竞赛,内部员工为竞赛参与者,竞争胜利即可获得相应薪酬奖励和职位晋升,拉大管理层内部薪酬差距则可以促进竞争作用的发挥。刘春和孙亮研究发现,加大高管内部薪酬差距有利于提高公司绩效,结果支持锦标赛理论<sup>[19]</sup>。陈冬和唐新建研究发现,薪酬较低的管理层会以薪酬较高的管理层为标杆,通过竞争获得职位晋升与薪酬提高的机会,规范自身行为以促进企业治理水平提升<sup>[20]</sup>。林浚清等研究也发现,处于竞争氛围下的薪酬较高管理层具有危机感,会主动要求更好地提升自己,而不是满足于已有成就而止步不前,因此会为了能够保持现有的高薪酬和职位而加倍努力<sup>[21]</sup>。因此,我们认为,拉大管理层内部薪酬差距可以发挥治理作用,缓解并购中的代理冲突与商誉规模之间的正相关关系,原因在于:其一,管理层会为了取得锦标赛的胜利以获得更高的相对薪酬和职位而加倍努力,故在企业中营造出竞争氛围有利于企业效率提升。体现在并购及确认商誉的过程中,即使受到代理冲突的影响,核心管理层(企业内部具有薪酬优势的管理人员)也会为了在团队中获得竞争优势而优化管理决策,在并购中表现为更加负责地进行信息收集与专业判断,更加认真谨慎,避免高商誉带来的并购后续风险而使自己处于不利地位,从而在确认商誉时保持必要的审慎态度。其二,拉大管理层内部薪酬差距能够加强管理层之间的互相监

督,有利于规避信息不对称风险<sup>[22]</sup>。这种互相监督降低了企业内部不同层级之间的信息不对称程度。在并购活动中,这种监督提高了核心管理层基于私利而进行高溢价并购的风险,从而可以约束管理层行为,抑制代理冲突导致的商誉高估。

此外,根据激励理论,内部薪酬差距的加大还可以提高核心管理层的地位,使其产生“优越感”,满足马斯洛需求层次理论中较高层次被尊重和自我实现的需要。由于人与人以及人与社会之间的关系对个人价值认知具有重要影响<sup>[23]</sup>,个体会积极寻求“他人导向的自尊”和“依附于社会的自尊”,因此个体十分看重自己在群体中的地位和威望,为了获得“比较优势”会付出加倍努力<sup>[24]</sup>。因此,企业可以通过建立比较优势来激励核心管理层<sup>[25]</sup>,即使企业中存在较为严重的代理冲突,在内部薪酬差距较大的条件下,核心管理层考虑到企业优异业绩、成功经营能给自己带来的较高地位、良好声誉以及由此产生的“优越感”,也会在一定程度上减少以营造“个人帝国”为目的的简单规模扩张式并购和不负责的出价行为,从而抑制商誉规模。

综上所述,本文提出假设 H2。

H2:管理层内部薪酬差距能对代理冲突与商誉之间的关系产生约束效应,即拉大管理层内部薪酬差距可以抑制代理冲突与商誉规模之间的正相关关系。

### (三)管理层外部薪酬差距的调节影响

根据行为理论,个人在多数情况下会表现出对“公平”的偏好,即在关注自身收益的同时,也会关注别人的收益,通过比较来判定自身收益的公平性,再根据公平与否的判断进行行为调整。在经济活动中,一个公司的管理层可以通过参照行业薪酬基准来进行外部薪酬比较,并通过比较来评价自身薪酬的“公平性”,以此来调整自己的努力程度和经营管理行为。

社会比较理论指出,人们希望外界正确地评价自己的观点和能力。当管理层发现自己的薪酬水平高于同群企业薪酬均值时(正向外部薪酬差距),其会认为自己的能力获得了认可,从而获得某种优越感<sup>[26]</sup>。根据激励理论,心理因素会对激励效果产生明显影响,因此比较的优越感满足了管理层的心理需求,从而对管理层起到了更好的激励作用,提高了管理层的工作积极性。祁怀锦等研究发现,管理层薪酬的正向外部薪酬差距越大,越能激发管理者努力工作<sup>[27]</sup>。体现在并购决策中,即使存在较为严重的代理冲突,正向外部薪酬差距也会使管理层获得心理优越感,这种心理优越感使得管理层感到自己的能力得到了正确评价,从而激励管理层在并购过程中更加努力地工作,更加尽职尽责地实施并购活动,从而在一定程度上可能避免商誉高估。

根据公平理论<sup>[28]</sup>,当管理层发现自己的薪酬水平低于同群企业薪酬均值时(负向外部薪酬差距),一方面,管理层并不会认为是自己的能力不足或者努力程度不够,而是会归咎于不公平并产生不满等消极情绪,消极情绪会在原本的代理冲突下进一步降低管理层的工作积极性,使其在并购过程中敷衍塞责,不尽职、不审慎地开展并购活动,从而更有可能支付过高对价;另一方面,负向薪酬差距导致管理层的不公平感增强,在原本的代理冲突下,管理层会在心理上更加感到个人利益遭到了严重侵害,进而增强了寻求替代性激励补偿的动机<sup>[29]</sup>,会扩大并购规模和增加并购频次,且在攀比心理和损失厌恶等不良情绪的影响下,更有可能接受高于正常实际的合并成本,从而加剧了代理冲突下的并购商誉高估。

综上,增大正向外部薪酬差距可以使得核心管理层获得认同感,增加优越感,从而提高努力与尽责程度,抑制代理冲突与并购商誉之间的正相关关系;负向薪酬差距扩大则会导致管理层产生不公平的消极情绪,增大代理冲突的影响,加剧代理冲突与并购商誉之间的正相关关系。由此,本文提出假设 H3a 与 H3b。

H3a:管理层正向外部薪酬差距能对代理冲突与商誉之间的关系产生约束效应,即增大管理层正向外部薪酬差距可以弱化代理冲突与商誉规模之间的正相关关系。

H3b:管理层负向外部薪酬差距会对代理冲突与商誉之间的关系产生激化效应,即增大管理层负向外部薪酬差距会加剧代理冲突与商誉规模之间的正相关关系。

## 三、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—2020 年的 A 股上市公司。之所以研究期间设定从 2012 年开始,主要是因为受国际金融危机的影响,2009 年以后我国的并购市场曾一度非常低迷,到 2012 年才开始逐步恢复。商誉相关数据来

自万得数据库(WIND),其他数据来自国泰安数据库(CSMAR)。由于本文研究的是管理层代理冲突在商誉产生过程中对商誉规模的影响,因此仅考虑在相应年度有新增商誉的公司。根据这个设定,本文首先删除了在相应年度没有新增商誉的公司,并在此基础上根据研究所需进行了如下筛选:(1)剔除金融类行业的样本;(2)剔除上市不满一年的样本;(3)剔除关键变量数据缺失的样本;(4)剔除ST、\*ST公司样本。最终,本文共得到4533个观测值。为了消除极端值的影响,本文对主要连续变量进行0-1%和99%-100%的Winsorize缩尾处理。

(二) 变量定义

1. 被解释变量:商誉规模

参照郑海英等的做法<sup>[30]</sup>,本文以当年新增商誉占总资产的比值来衡量商誉规模。之所以使用新产生的商誉增量规模作为被解释变量,而不采用总商誉存量规模,是因为商誉增量规模能够更准确地反映对应期间企业实施并购的结果,能够更好地对应当期管理层的经营管理行为,并能够更好地对应其他控制变量。

2. 解释变量:管理层代理冲突

参照Singh和Davidson的做法<sup>[31]</sup>,本文以代理成本衡量代理冲突程度,具体指标为管理费用率,管理费用率越高的企业代理成本越高,代理冲突越严重。由于管理费用包含的项目过多过杂,可能导致采用管理费用率衡量代理成本存在一定的噪声,而在职消费可以更好地体现管理层的私利行为,因此借鉴谢凡等的做法<sup>[32]</sup>,本文在稳健性检验中采用在职消费与营业收入之比(AER)衡量代理成本。

3. 调节变量

本文选择的调节变量为内部薪酬差距和外部薪酬差距。考虑到薪酬差距对并购活动的影响具有一定的滞后性,且其本身也会受到并购活动的较大影响,因此薪酬差距采用滞后一期的数据。

(1) 内部薪酬差距(InGAP)

参照林浚清等的做法<sup>[21]</sup>,本文以企业内部核心管理层薪酬均值与非核心管理层薪酬均值之差的绝对值来衡量管理层内部薪酬差距。以管理层前三名薪酬均值来衡量核心管理层薪酬;以管理层薪酬总额与管理层前三名薪酬总额的差额衡量非核心管理层薪酬总额,并除以对应人数得到非核心管理层平均薪酬。

(2) 外部薪酬差距(ExGAP)

参考黎文靖等的做法<sup>[33]</sup>,本文将外部薪酬差距分为正向外部薪酬差距(ExGAP1)和负向外部薪酬差距(ExGAP2)。在对样本企业进行分组后,针对不同组别分别计算正向外部薪酬差距与负向外部薪酬差距:当企业管理层薪酬均值高于同群企业薪酬均值时,计算正向外部薪酬差距,它为企业管理层薪酬均值与同群企业管理层薪酬均值之比;当企业管理层薪酬均值低于同群企业薪酬均值时,计算负向外部薪酬差距,它为同群企业管理层薪酬均值与企业管理层薪酬均值之比。其中,企业管理层薪酬均值用管理层前三名薪酬均值衡量,同群企业管理层薪酬均值用同群企业管理层前三名薪酬均值衡量。同群企业的界定方法如下:同年度、同行业、同等规模、同产权性质的样本为同群企业,其中同等规模的界定方法是按照营业收入中位数将样本分为大规模组和小规模组。

同群企业的界定方法如下:同年度、同行业、同等规模、同产权性质的样本为同群企业,其中同等规模的界定方法是按照营业收入中位数将样本分为大规模组和小规模组。

4. 控制变量

本文将公司规模、总资产净利率、总资产负债率、营业收入增长率、前十大股东持股比例、上市年限、是否两职合一、营业收入现金净含量、产权性质作为控制变量,同时控制年度虚拟变量和行业虚拟变量。

变量的具体定义见表1。

(三) 模型设定

为了检验假设1,本文建立模型(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	GW	商誉规模	企业当年新增商誉/总资产
解释变量	MFEE	管理费用率	管理费用/营业收入
	AER	在职消费率	在职消费/营业收入
调节变量	InGAP	内部薪酬差距	详见变量说明
	ExGAP1	正向外部薪酬差距	企业管理层薪酬均值/同群企业管理层薪酬均值
	ExGAP2	负向外部薪酬差距	同群企业管理层薪酬均值/企业管理层薪酬均值
控制变量	SIZE	公司规模	LN(总资产)
	ROA	总资产净利率	净利润/总资产
	LEV	资产负债率	总负债/总资产
	GROWTH	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
	TOP10	前十大股东持股比例	前十大股东持股数之和/总股本
	AGE	上市年限	LN(公司上市年限)
	DUAL	两职合一	虚拟变量,董事长和总经理两职合一取1,否则取0
	CASH	营业收入现金净含量	经营活动净现金流量/营业收入
	SOE	产权性质	虚拟变量,国有企业取1,否则取0
	INDUSTRY	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),本文数据共涉及18个行业
YEAR	年份	年度虚拟变量	

$$GW = \beta_0 + \beta_1 MFEE + \beta_2 SIZE + \beta_3 ROA + \beta_4 LEV + \beta_5 GROWTH + \beta_6 TOP10 + \beta_7 AGE + \beta_8 DUAL + \beta_9 CASH + \beta_{10} SOE + \sum YEAR + \sum IND + \varepsilon \quad (1)$$

为了检验假设 2 和假设 3,本文引入薪酬差距与代理冲突的交乘项,建立模型(2)。模型(2)中的 GAP 表示薪酬差距,包含内部薪酬差距(InGAP)和外部薪酬差距(ExGAP)。

$$GW = \gamma_0 + \gamma_1 MFEE + \gamma_2 GAP + \gamma_3 (GAP \times MFEE) + \gamma_4 SIZE + \gamma_5 ROA + \gamma_6 LEV + \gamma_7 GROWTH + \gamma_8 TOP10 + \gamma_9 AGE + \gamma_{10} DUAL + \gamma_{11} CASH + \gamma_{12} SOE + \sum YEAR + \sum IND + \varepsilon \quad (2)$$

#### 四、实证结果及分析

##### (一)描述性统计与相关性分析

表 2 为变量的描述性统计结果。商誉规模(GW)的最小值接近于 0,最大值为 42.5%,均值为 4.9%,表明观测样本的新增商誉规模已接近 5%。管理费用率(MFEE)的均值为 10.1%,最小值为 0.2%,最大值为 47.6%,说明管理费用率分布区间宽、差距较大。内部薪酬差距(InGAP)的均值为 13.08,中位数为 13.04,方差为 0.799,表明样本间内部薪酬差距的差异较小。从外部薪酬差距(ExGAP)来看,共有 2008 个样本的管理层薪酬高于同群企业薪酬均值,且最小值为 1.008,最大值为 6.705,均值为 1.778;有 2509 个样本的管理层薪酬低于同群企业薪酬均值,最小值为 1.01,最大值为 5.303,均值为 1.759。总体来看,确认商誉的企业更多为管理层薪酬低于同群企业薪酬均值。

本文对各变量进行了 Pearson 相关系数检验(结果未列示,备索)。代理成本与商誉规模的相关系数为正,且在 1%的水平下显著,假设 1 得到初步验证。绝大部分变量之间的相关系数低于 0.5,说明变量间不存在明显的多重共线性问题。

##### (二)回归分析

##### 1. 管理层代理冲突与商誉规模的基本回归

由于本文采用新增商誉规模作为被解释变量,大量样本只有某一年的数据,因此是典型的“非平衡面板”数据,故采用混合 OLS 进行回归。同时,为了保证结果的稳定性和可靠性,我们还采用固定效应和随机效应进行了补充检验,结果如表 3 所示。第(1)列为单变量混合 OLS 回归,第(2)列为加入控制变量的混合 OLS 回归,第(3)列为固定效应回归,第(4)列为随机效应回归。结果均显示,代理冲突与商誉规模的回归系数显著为正,表明代理冲突越大,确认的商誉规模越大,假设 1 得到支持。这个结果表明当管理层与公司利益越不一致时,越有可能在并购中确认更大的商誉规模,意味着过大的商誉规模中包含了代理冲突因素,不仅使商誉的会计信息质量有所降低,还为企业后续运营埋下了风险隐患。

表 2 变量的描述性统计

变量	样本数	方差	中位数	均值	最小值	最大值
GW	4533	0.0860	0.00900	0.0490	6.37e-07	0.425
MFEE	4533	0.0780	0.0830	0.101	0.00200	0.476
SIZE	4533	1.388	22.27	22.53	20.26	27.42
LEV	4533	0.192	0.424	0.431	0.0770	0.852
ROA	4533	0.0460	0.0410	0.0450	-0.161	0.178
GROWTH	4533	0.897	0.201	0.392	-0.414	7.109
TOP10	4533	0.143	0.614	0.603	0.263	0.916
AGE	4533	0.915	1.946	1.835	0	3.219
DUAL	4533	0.464	0	0.314	0	1
CASH	4533	0.173	0.0820	0.0900	-0.617	0.724
SOE	4533	0.433	0	0.250	0	1
SALY	4525	0.724	14.50	14.55	12.99	16.70
MSR	4533	0.167	0.006	0.111	0	0.622
INGAP	4525	0.799	13.04	13.08	11.32	15.38
EXGAP1	2008	0.976	1.447	1.778	1.008	6.705
EXGAP2	2509	0.792	1.501	1.759	1.010	5.303

表 3 代理冲突与商誉规模的回归结果

变量	GW			
	(1) 混合 OLS	(2) 混合 OLS	(3) Fe	(4) Re
MFEE	0.197*** (12.23)	0.0378** (2.108)	0.0791* (1.833)	0.0512*** (2.629)
SIZE		-0.00405*** (-3.046)	0.0599*** (11.66)	-0.00325** (-2.187)
LEV		-0.0747*** (-8.361)	-0.0511*** (-2.692)	-0.0686*** (-7.171)
ROA		-0.255*** (-8.854)	-0.0421 (-0.924)	-0.220*** (-7.343)
GROWTH		0.0196*** (14.84)	0.0156*** (8.495)	0.0194*** (14.65)
TOP10		0.0289*** (3.099)	0.126*** (4.930)	0.0326*** (3.163)
AGE		-0.00462*** (-2.668)	0.000634 (0.0945)	-0.00468** (-2.463)
DUAL		0.00374 (1.426)	0.00220 (0.416)	0.00371 (1.317)
CASH		0.0274*** (3.846)	0.0282*** (2.681)	0.0264*** (3.614)
SOE		-0.0166*** (-5.145)	-0.0418*** (-3.107)	-0.0190*** (-5.260)
YEAR		控制	控制	控制
INDUSTRY		控制	控制	控制
Constant	0.0293*** (14.31)	0.118*** (4.114)	-1.312*** (-10.89)	0.0954*** (2.987)
F 值	149.65	32.06	18.11	
Wald 值				935.24
Observations	4533	4533	4533	4533
Adj R <sup>2</sup>	0.0318	0.1890		

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平。下同。

## 2. 薪酬差距对代理冲突与商誉规模之间关系的影响

表4显示了薪酬差距对代理冲突与商誉规模之间关系的影响。表4中第(1)列为内部薪酬差距的调节作用,内部薪酬差距与代理冲突交乘项的系数在5%水平下显著,说明增大内部薪酬差距可以有效抑制代理冲突与并购商誉规模之间的正相关关系,假设2得以验证。

表4中第(2)列和第(3)列为外部薪酬差距的调节作用。第(2)列中当管理层薪酬高于同群企业管理层薪酬均值时,薪酬差距与代理成本交乘项的系数在统计上无显著意义,假设3a没有得证。究其原因,可能是在厌恶心理作用下个体对“失”与“得”所表现出的感知不对称性<sup>[34]</sup>,当管理层发现自己的薪酬水平高于同群企业时,认为自己的高薪是应得的,正向薪酬差距没有带来薪酬比较的“优越感”,因此也无法抑制代理冲突与商誉规模之间的正相关关系。第(3)列中当管理层薪酬低于同群企业管理层薪酬均值时,薪酬差距与代理成本交乘项的系数在1%的水平下显著为正,假设3b得以验证。

## 五、稳健性检验

## (一) 替换被解释变量

前文中被解释变量(*GW*)的衡量方式为各个样本公司各个年度的新增商誉规模。值得注意的是,行业差异可能会使得不同行业间商誉规模存在较大差距,由此本文进一步考虑行业差异可能对商誉造成的影响,参照郭照蕊等、张新民等的做法<sup>[8-9]</sup>,在各公司的商誉中扣除行业商誉均值得到修正后的商誉规模(*ExcessGW*)。我们采用修正后的商誉规模(*ExcessGW*)进行稳健性检验,结果如表5所示,结论未发生实质性改变。

表4 薪酬差距、代理冲突与商誉规模回归结果

变量	商誉规模( <i>GW</i> )		
	(1)	(2)	(3)
	<i>InGAP</i>	<i>ExGAP1</i>	<i>ExGAP2</i>
<i>MFEE</i>	0.0452 ** (2.514)	0.0357 (1.579)	0.0647 ** (2.278)
<i>GAP</i>	-0.00735 *** (-4.127)	0.00226 (1.357)	0.000756 (0.338)
<i>GAP</i> × <i>MFEE</i>	-0.0408 ** (-2.180)	0.00315 (0.153)	0.0743 *** (2.619)
<i>SIZE</i>	-0.00199 (-1.383)	-0.00506 *** (-2.967)	-0.00379 * (-1.657)
<i>LEV</i>	-0.0748 *** (-8.364)	-0.0489 *** (-3.942)	-0.0920 *** (-7.278)
<i>ROA</i>	-0.239 *** (-8.223)	-0.252 *** (-6.534)	-0.229 *** (-5.415)
<i>GROWTH</i>	0.0187 *** (13.97)	0.0252 *** (10.05)	0.0175 *** (10.55)
<i>TOP10</i>	0.0277 *** (2.966)	0.0191 (1.616)	0.0423 *** (2.938)
<i>AGE</i>	-0.00449 *** (-2.589)	-0.00834 *** (-3.597)	-0.00186 (-0.727)
<i>DUAL</i>	0.00327 (1.247)	0.00790 ** (2.216)	-0.00159 (-0.425)
<i>CASH</i>	0.0289 *** (4.051)	0.0248 ** (2.549)	0.0326 *** (3.191)
<i>SOE</i>	-0.0171 *** (-5.295)	-0.00597 (-1.438)	-0.0247 *** (-5.029)
<i>YEAR</i>	控制	控制	控制
<i>INDUSTRY</i>	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	0.0742 ** (2.394)	0.148 *** (4.067)	0.110 ** (2.309)
F 值	30.93	15.23	17.28
Observations	4525	2008	2509
Adj R <sup>2</sup>	0.1924	0.2033	0.1894

表5 替换被解释变量的回归结果

变量	修正后的商誉规模( <i>ExcessGW</i> )				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>InGAP</i>	<i>ExGAP1</i>	<i>ExGAP2</i>	<i>ExGAP1</i>	<i>ExGAP2</i>
<i>MFEE</i>	0.132 *** (8.293)	0.0511 *** (2.839)	0.0452 ** (2.514)	0.0357 (1.579)	0.0647 ** (2.278)
<i>GAP</i>			-0.00735 *** (-4.127)	0.00226 (1.357)	0.000756 (0.338)
<i>GAP</i> × <i>MFEE</i>			-0.0408 ** (-2.180)	0.00315 (0.153)	0.0743 *** (2.619)
<i>SIZE</i>		-0.00461 *** (-3.443)	-0.00199 (-1.383)	-0.00506 *** (-2.967)	-0.00379 * (-1.657)
<i>LEV</i>		-0.0636 *** (-7.090)	-0.0748 *** (-8.364)	-0.0489 *** (-3.942)	-0.0920 *** (-7.278)
<i>ROA</i>		-0.141 *** (-5.232)	-0.239 *** (-8.223)	-0.252 *** (-6.534)	-0.229 *** (-5.415)
<i>GROWTH</i>		0.0195 *** (14.60)	0.0187 *** (13.97)	0.0252 *** (10.05)	0.0175 *** (10.55)
<i>TOP10</i>		0.0263 *** (2.801)	0.0277 *** (2.966)	0.0191 (1.616)	0.0423 *** (2.938)
<i>AGE</i>		-0.00445 ** (-2.550)	-0.00449 *** (-2.589)	-0.00834 *** (-3.597)	-0.00186 (-0.727)
<i>DUAL</i>		0.00360 (1.367)	0.00327 (1.247)	0.00790 ** (2.216)	-0.00159 (-0.425)
<i>CASH</i>		0.0232 *** (3.226)	0.0289 *** (4.051)	0.0248 ** (2.549)	0.0326 *** (3.191)
<i>SOE</i>		-0.0170 *** (-5.214)	-0.0171 *** (-5.295)	-0.00597 (-1.438)	-0.0247 *** (-5.029)
<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>Constant</i>	-0.0132 *** (-6.545)	0.0937 *** (3.251)	0.0429 (1.384)	0.117 *** (3.206)	0.0791 * (1.654)
F 值	68.77	23.36	24.35	11.46	14.24
Observations	4533	4533	4525	2008	2509
Adj R <sup>2</sup>	0.0147	0.1437	0.1567	0.1580	0.1597

## (二) 替换解释变量

由于管理费用涵盖的内容过多,采用管理费用率衡量代理成本可能存在一定的噪声,而在消费可以更好

地体现管理层的私利行为,因此借鉴谢凡等的做法<sup>[32]</sup>,本文采用在职消费/营业收入(AER)来衡量代理成本,其中在职消费包括董事会费、办公费、差旅费、业务招待费、通信费、出国培训费、小汽车费和会议费,数据来自 CNRDS 数据库。分析结果见表 6(仅报告了关键变量的结果,若需要,可向作者索取完整结果。表 7、表 11 亦同),原假设依然得证,说明本文结论具有稳健性。

(三)内生性检验:工具变量法

本文采取两阶段工具变量法解决可能因遗漏解释变量而引起的内生性问题。选取的工具变量为相同年度、相同行业其他公司的平均管理费用率(Mean\_mfee),原因在于相同年度、相同行业的公司面临相似的行业特征和外部环境,具有相关的管理费用率,但是相同年度、相同行业其他公司的管理费用率并不会影响本公司新增商誉。因此,所选变量满足工具变量的外生性要求。两阶段回归结果如表 7 中列(1)和列(2)所示,结果显示管理费用率与新增商誉规模之间仍为显著的正相关关系。另外,为可靠起见,本文还以滞后一期的管理费用率作为工具变量进行两阶段工具法回归,结果见表 7 中列(3)和列(4),结果依然符合预期。

表 6 替换解释变量的回归结果

变量	GW				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
			InGAP	ExGAP1	ExGAP2
AER	0.529 *** (8.232)	0.107 * (1.654)	0.109 * (1.683)	0.211 ** (2.406)	0.0372 (0.391)
GAP			-0.00707 *** (-3.941)	0.00197 (1.166)	-0.00118 (-0.535)
GAP × AER			-0.106 (-1.564)	-0.0691 (-0.909)	0.255 *** (2.955)
Constant	0.0405 *** (24.08)	0.122 *** (4.232)	0.0783 ** (2.509)	0.144 *** (3.903)	0.131 *** (2.728)
F 值	67.76	31.56	30.35	15.12	17.02
Observations	4492	4492	4484	1984	2492
Adj R <sup>2</sup>	0.0146	0.1879	0.1907	0.2040	0.1880

表 7 工具变量法两阶段回归结果

变量	MFEE	GW	MFEE	GW
	第一阶段 回归结果	第二阶段 回归结果	第一阶段 回归结果	第二阶段 回归结果
	(1)	(2)	(3)	(4)
MFEE		0.231 ** (2.008)		0.051 ** (2.32)
Mean_mfee	0.868 *** (10.66)			
Lmfee			0.794 *** (93.48)	
Constant	0.263 *** (10.73)	0.0496 (1.001)	0.0718 *** (5.17)	0.114 *** (3.93)
F 值	68.95	31.24	445.20	32.02
Observations	4533	4533	4528	4528
R-squared	0.343	0.174	0.771	0.195

关于上述工具变量的相关性,本文对它们分别进行了弱工具变量检验,Cragg-Donald Wald F statistic 分别为 111.77 和 8738.51,均远大于临界值 10,因此可以拒绝原假设(工具变量是弱工具变量)。

(四)内生性检验:PSM(倾向得分匹配)分析

结合本文在基本假设阶段的具体研究设计,我们选取了管理费用率来度量代理冲突程度,但该变量可能会受到公司其他特征的影响,而非随机变量,可能存在因“解释变量非随机”而引起的自选择偏误问题。因此,我们采用 PSM(倾向得分匹配)法来检验这一可能存在的内生性问题。本文按照管理费用率大小将样本分为低、中、高代理冲突三个子样本,然后选取低代理冲突组与高代理冲突组进行 PSM 实验。同时,我们以公司规模、

总资产净利率、资产负债率、营业收入增长率、前十大股东持股比例、上市年限、董事长与总经理是否两职合一、营业收入现金净含量、产权性质作为代理冲突高低的影响因素,采用倾向得分匹配法对代理冲突高的样本(实验组)按照 1:1 的方法进行近邻配对,得到匹配样本(控制组)。匹配后样本的均衡性检验结果如表 8 所示,各变量

表 8 均衡性检验结果

变量	Unmatched	Mean		% reduct		t-test		
		Matched	Treated Control	% bias	bias	t	p >  t	
SIZE	U		21.848	23.336	-115.5		-31.74	0
	M		22.112	22.123	-0.9	99.3	-0.20	0.840
LEV	U		0.335	0.534	-114.3		-31.41	0.000
	M		0.389	0.389	0.2	99.8	0.04	0.969
ROA	U		0.0426	0.0433	-1.7		-0.47	0.636
	M		0.0469	0.0442	6.1	-252.0	1.15	0.251
GROWTH	U		0.374	0.445	-7.5		-2.05	0.040
	M		0.428	0.411	1.9	75.0	0.36	0.716
TOP10	U		0.587	0.628	-28.1		-7.74	0.000
	M		0.600	0.603	-2.4	91.5	-0.46	0.644
AGE	U		1.599	2.081	-53.9		-14.81	0.000
	M		1.679	1.704	-2.8	94.9	-0.50	0.617
DUAL	U		0.367	0.260	23.3		6.39	0.000
	M		0.366	0.361	1.2	94.9	0.22	0.828
CASH	U		0.106	0.0755	16.2		4.45	0
	M		0.0851	0.0780	3.8	76.6	0.83	0.407
SOE	U		0.164	0.375	-49.0		-13.46	0.000
	M		0.189	0.197	-1.9	96.1	-0.40	0.692

基本分布均衡, *bias* 均减小到 9% 以下, 且变量组间不再存在差异性, 符合 PSM 要求。表 9 为倾向得分匹配检验结果, 可以看出匹配前实验组和控制组的商誉规模差异为 0.0448, 匹配后差异缩小至 0.0188, 表明匹配前确实存在一定的控制变量干扰问题, 但总体而言差异仍显著, 高代理冲突组的商誉规模显著大于低代理冲突组。这一结果说明在控制了代理冲突高低对公司基本特征的选择效应差异后, 代理冲突对商誉规模仍具有显著影响, 并且仍表现为过高的代理冲突会导致商誉高估。

## 六、进一步研究

由前文的研究结果可知, 代理冲突影响下产生的商誉是“虚胖”的, 并且会受到管理层内外薪酬差距的影响。在这种情况下, 从理论上推演它应该产生特定的经济后果: 代理冲突影响下产生的商誉在后续也将产生更大数额的减值以及在公司绩效上有负向反应。当然, 这需要通过进一步的研究来检验。

### (一) 代理冲突与商誉减值

从商誉减值的产生机制来看, 商誉减值是由于商誉公允价值下降, 对账面价值超过可回收金额的部分计提的损失准备。如果并购交易产生商誉时过高估计了标的资产价值并相应过高支付了并购溢价, 则商誉资产会包含泡沫成分, 从源头上就增加了减值的可能性。任雅萍研究发现, 上市公司多采用收益法进行并购标的资产评估, 而收益法中需要确定相关收入、费用及资本成本参数, 参数的难以衡量导致评估结果缺乏客观公正性<sup>[35]</sup>。根据上文逻辑, 如果并购商誉是受代理冲突影响产生的, 那么商誉中将包含较多“泡沫”, 后期的减值也会比较严重。

本文以并购后四年内的商誉减值之和来衡量商誉减值, 并分别以总资产、净资产、营业收入进行标准化处理。具体如下: (1) 四年内商誉减值之和占总资产的比例 (*gwloss\_a*); (2) 四年内商誉减值之和占净资产的比例 (*gwloss\_n*); (3) 四年内商誉减值之和占营业收入的比例 (*gwloss\_y*)。之所以选择以四年的节点来计算商誉减值, 是因为上市公司普遍存在并购承诺期结束后进行商誉减值的利润调节行为<sup>[36-37]</sup>, 作为并购方的上市公司通常与标的方签署为期三年的业绩承诺以保证并购效果。在承诺期内, 并购双方会谨慎地确认商誉减值; 而在承诺期结束后, 上市公司就会相对自由地释放并购标的前期就存在的问题, 从而使商誉减值的风险得以充分暴露。

值得注意的是, 未来期间内的商誉减值可能来源于其他时期确认的商誉, 数据存在噪声, 为了降低这一噪声, 本文删除了四年内商誉减值之和大于期初并购商誉的样本。此外, 考虑到并非所有确认了商誉的公司后期都会进行商誉减值, 即部分公司的商誉减值数额为 0, 本文选用 Tobit 模型进行回归。

表 10 为代理冲突与商誉减值的回归结果, 结果均显示代理冲突与商誉减值显著正相关, 其中第 (1) 列中代理冲突与商誉减值的回归系数在 11.2% 的水平下显著为正, 很接近 10% 的水平, 由此说明在受代理冲突影响较大情况下确认的高额商誉中确实包含了更多“泡沫”, 因此会在后期确认更多减值。

### (二) 代理冲突、商誉规模与企业绩效

超额收益理论认为并购商誉能够给公司带来超额收益, 但前文研究已发现商誉中包含了代理冲突所引起的非理性成分, 从而导致商誉“虚胖”。“虚胖”的商誉意味着公司在并购时付出的代价过大, 而在并购后却无法给企业带来相对应的超额收益, 这已经不符合商誉本身的定义, 实际上反而会损害企业价值。因此, 如果并购商誉是受代理冲突影响产生的, 那么这种包含了代理冲突因素的商誉会对并购以后期间的企业绩效造成负面影响。

表 9 倾向得分匹配结果

	实验组	控制组	差异	T-stat
匹配前	0.0718	0.0270	0.0448 ***	14.57
ATT	0.0668	0.0480	0.0188 ***	3.28

表 10 代理冲突与商誉减值的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Gwloss_a</i>	<i>Gwloss_n</i>	<i>Gwloss_y</i>
<i>MFEE</i>	0.0602 (1.592)	0.112 * (1.884)	0.383 *** (3.488)
<i>SIZE</i>	-0.00856 *** (-2.789)	-0.0179 *** (-3.720)	-0.00381 (-0.422)
<i>LEV</i>	-0.0255 (-1.268)	0.0355 (1.122)	-0.121 ** (-2.104)
<i>ROA</i>	-0.234 *** (-3.217)	-0.279 ** (-2.439)	-0.770 *** (-3.613)
<i>GROWTH</i>	0.00758 *** (3.045)	0.00881 ** (2.246)	0.0219 *** (2.918)
<i>TOP10</i>	-0.00502 (-0.254)	-0.00733 (-0.237)	-0.0337 (-0.567)
<i>AGE</i>	-0.00767 ** (-2.019)	-0.0112 * (-1.875)	-0.0209 * (-1.823)
<i>DUAL</i>	0.00138 (0.251)	0.00155 (0.179)	0.00309 (0.190)
<i>CASH</i>	-0.0131 (-0.871)	-0.0376 (-1.597)	-0.0220 (-0.442)
<i>SOE</i>	0.000850 (0.119)	0.00115 (0.103)	-0.0307 (-1.468)
<i>YEAR</i>	控制	控制	控制
<i>INDUSTRY</i>	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	0.200 *** (2.981)	0.357 *** (3.377)	0.0838 (0.421)
LR chi2	206.22	205.00	199.31
Observations	1026	1026	1157



本文将样本分为低、中、高三不同代理冲突程度的子样本,研究不同代理冲突程度下确认的并购商誉与后期企业绩效的关系。企业绩效以净资产收益率的变化来衡量,考察期为并购后1年和2年,计算公式为  $Roechange_i = Roe_{i+1} - Roe_{i-1} (i = 1, 2)$ 。实证结果如表11所示。对于低代理冲突组而言,商誉与并购后1年和2年的并购绩效均无显著关系,说明在低代理冲突情况下确认的商誉规模与企业未来绩效无关。对于中代理冲突组而言,商誉与并购后1年的并购绩效无显著关系,而与并购后2年的并购绩效显著负相关,说明在中等代理冲突情况下确认的商誉短期内对企业绩效无影响,但从长期来看对企业绩效造成了负面影响。对于高代理冲突组而言,商誉与并购后1年的并购绩效显著正相关,而与并购后2年的并购绩效显著负相关,原因可能是并购后1年的绩效对于评估管理层薪酬具有重要作用,存在代理冲突的管理层盈余管理等方式使得绩效表现较好,而在并购后第2年并购绩效得以真实反映,代理冲突影响下确认的并购商誉因“虚胖”而无法带来持久的超额收益,结果表现出更差的并购绩效。总体而言,代理冲突导致的商誉高估无法为企业带来长期的超额收益,且代理冲突越大,越可能在后期给企业绩效带来负面影响。

总之,本文通过对代理冲突与并购商誉经济后果的检验分析,进一步证明了由代理冲突导致的过大商誉规模中确实存在“泡沫”现象。

表 11 不同代理冲突下商誉规模与企业绩效的关系

变量	Roechange1	Roechange2	Roechange1	Roechange2	Roechange1	Roechange2
	低代理冲突 (1)	低代理冲突 (2)	中代理冲突 (3)	中代理冲突 (4)	高代理冲突 (5)	高代理冲突 (6)
GW	-0.0166 (-0.261)	-0.0762 (-0.909)	-0.0431 (-0.878)	-0.190*** (-2.654)	0.0960*** (2.767)	-0.0904* (-1.847)
Constant	-0.0687 (-0.921)	-0.104 (-1.042)	0.160 (1.591)	-0.0804 (-0.560)	0.186* (1.661)	-0.197 (-1.252)
F 值	2.71	3.18	3.81	4.43	4.17	2.20
Observations	1206	859	1314	1054	1403	1283
Adj R <sup>2</sup>	0.0421	0.0687	0.0641	0.0916	0.0694	0.0292

### 七、结论与启示

本文选取2012—2020年产生了新增商誉的A股上市公司作为研究样本,从商誉产生的源头研究商誉的形成机制,在委托代理框架内探讨了代理冲突对企业商誉规模的影响。研究发现:(1)管理层代理冲突的严重程度与并购商誉规模显著正相关,即代理冲突会导致管理层在并购活动中为了个人私利而进行更加激进的并购活动,因而会确认更大规模的商誉,这说明企业商誉在形成过程中可能包含某些非经济效率因素导致的“泡沫”,从而降低了商誉的真实会计信息质量。(2)管理层薪酬差距对代理冲突与商誉规模之间的关系具有调节作用。对于内部薪酬差距而言,增大薪酬差距可以有效发挥治理作用,弱化代理冲突与商誉规模之间的正相关关系;对于外部薪酬差距而言,正向外部薪酬差距无法发挥治理作用,而负向外部薪酬差距会加剧代理冲突与并购商誉之间的正相关关系。(3)进一步研究发现,代理冲突越严重的公司,其商誉越有可能在后续出现大额减值现象,并给公司绩效带来负面影响。

本文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及经济后果,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以及最终降低商誉的负面效应具有比较重要的启示意义。第一,人们需要审慎认识商誉的会计信息含量,因为商誉在形成过程中确实可能包含由代理冲突引发的非经济“泡沫”成分,扰乱了其真实价值。第二,对于企业而言,在设计薪酬制度时要考虑管理层内外薪酬差距的影响。要适当提高核心管理层薪酬以拉大内部薪酬差距,优化企业内部竞争氛围以促使管理层更加努力地工作。同时,应将薪酬外部公平性纳入薪酬设计考虑因素中,由于薪酬外部不公平性会使管理层产生心理上的“损失”认知,这些非理性因素将影响管理层的风险偏好,进而导致低效的公司决策,因此应当参考同群企业的管理层薪酬水平,尽可能地避免或弱化管理层通过并购损害公司利益的做法。

#### 参考文献:

[1] 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.  
 [2] 张腊凤,张蓉. 超额商誉、内部控制与并购绩效[J]. 经济问题,2021(1):125-129.  
 [3] 邓鸣茂,梅春. 高溢价并购的达摩克斯之剑:商誉与股价崩盘风险[J]. 金融经济研究,2019(6):56-69.

- [4] 朱莲美,杨以诺. 并购商誉是否影响企业创新投入? ——来自中国战略新兴产业的经验考察[J]. 经济经纬,2020(4):99-107.
- [5] 曾江洪,曾琪珊,黄向荣. 市场错误定价、支付方式与并购商誉——基于成长性的调节作用[J]. 现代财经(天津财经大学学报),2020(11):79-97.
- [6] 李晶晶,关月琴,魏明海,等. 商誉、准则与制度:万亿商誉资产之谜[J]. 经济管理,2020(12):151-167.
- [7] 赵彦锋,汤湘希. 产业政策会提升并购商誉吗? [J]. 经济经纬,2020(5):99-106.
- [8] 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.
- [9] 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.
- [10] 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.
- [11] 闫华红,王亚茹. 管理层权力、法制环境与企业并购商誉[J]. 财政研究,2020(8):118-128.
- [12] 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.
- [13] 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.
- [14] Mueller D C. A theory of conglomerate mergers[J]. Quarterly Journal of Economics,1969(4):643-659.
- [15] Firth M. Special Issue:Corporate structure and control// Corporate takeovers, stockholder returns and executive rewards[J]. Managerial and Decision Economics,1991,12(6):421-428.
- [16] 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.
- [17] 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.
- [18] 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(4):139-143.
- [19] 刘春,孙亮. 薪酬差距与企业绩效:来自国企上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论,2010(2):30-39+51
- [20] 陈冬,唐建新. 高管薪酬、避税寻租与会计信息披露[J]. 经济管理,2012(5):114-122.
- [21] 林浚清,黄祖辉,孙永祥. 高管团队内薪酬差距、公司绩效和治理结构[J]. 经济研究,2003(4):31-40.
- [22] 缪毅,胡奕明. 内部收入差距、辩护动机与高管薪酬辩护[J]. 南开管理评论,2016(2):32-41.
- [23] Yau O. Chinese cultural values;Their dimensions and marketing implications[J]. European Journal of Marketing,1988,22(5):312-345.
- [24] 唐雪松,周晓苏,马如静. 政府干预、GDP增长与地方国企过度投资[J]. 金融研究,2010(8):33-48.
- [25] 张霖琳,刘峰,蔡贵龙. 监管独立性、市场化进程与国企高管晋升机制的执行效果——基于2003—2012年国企高管职位变更的数据[J]. 管理世界,2015(10):117-131.
- [26] Shin T. Fair pay or power play? Pay equity,managerial power,and compensation adjustments for ceos[J]. Journal of Management,2016,42(2):419-448.
- [27] 祁怀锦,邹燕. 高管薪酬外部公平性对代理人行为激励效应的实证研究[J]. 会计研究,2014(3):26-32.
- [28] Adams J S. Inequity in social exchange[J]. Advances in Experimental Social Psychology,1965,2(4):267-289.
- [29] 任广乾,周雪娅,刘莉,等. 高管薪酬、攀比效应与代理成本[J]. 中央财经大学学报,2020(7):71-78.
- [30] 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.
- [31] Singh M,Davidson W N. Agency costs,ownership structure and corporate governance mechanisms[J]. Journal of Banking & Finance,2003,27(5):793-816.
- [32] 谢凡,施贲,舒伟. 财务报告内控缺陷定量认定标准能否抑制代理成本? [J]. 审计研究,2018(5):121-128.
- [33] 黎文靖,岑永嗣,胡玉明. 外部薪酬差距激励了高管吗? ——基于中国上市公司经理人市场与产权性质的经验研究[J]. 南开管理评论,2014(4):24-35.
- [34] Card D,Mas A,Saez M E. Inequality at work:The effect of peer salaries on job satisfaction[J]. The American Economic Review,2012,102(6):2981-3003.
- [35] 任雅萍. 上市公司高商誉现状的监管风险及应对分析,证券市场导报[J]. 2018(10):57-61.
- [36] 王建伟,钱金晶. 并购重组市场化改革问题及监管对策研究——基于深市并购重组交易的经验数据[J]. 证券市场导报,2018(10):44-51.
- [37] 张海晴,文雯,宋建波. 并购业绩补偿承诺与商誉减值研究[J]. 证券市场导报,2020(9):44-54+77.

[责任编辑:王丽爱]

## Agency Conflicts, Salary Gaps and Goodwill in Mergers and Acquisitions

CHEN Geng<sup>1a,1b</sup>, YAN Caihong<sup>2</sup>

(1a. School of Economics and Business Administration 1b. the Innovation Institute of Corporate Finance & Accounting Governance, Chongqing University, Chongqing 400030, China;

2. Business Bureau of Deyang Economic and Technological Development Zone, Deyang 618000, China)

**Abstract:** This paper researches on the formation mechanism and influencing factors from the perspective of management agency conflict and internal/external compensation gap based on the samples of A-share listed companies from 2012 to 2020. Empirical test shows that the more serious the agency conflict, the larger the goodwill scale formed through M&A. Increasing the internal compensation gap can alleviate the relationship between agent conflict and goodwill scale. The positive external compensation gap does not have a significant impact. However, the negative external gap aggravates the positive relationship between agent conflict and goodwill scale. Further research shows that the company with worse agency problem is more likely to experience goodwill impairment and a negative performance during the subsequent period. The findings can help enterprises to restrain the formation of the non-reasonable part of goodwill in order to reduce risks.

**Key Words:** agency conflict; M&A goodwill; management compensation; pay gap; corporate performance; enterprise risks