

【经济学·管理学】

市场化发展水平、非效率投资与并购商誉

张安军, 叶彤

(浙江财经大学会计学院, 浙江 杭州 310018)

[摘要] 资本市场并购活动愈发活跃及并购商誉不断攀升究竟是反映了并购企业的理性投资选择, 还是由于非效率投资行为造成的经济后果? 文章以2010—2018年我国沪深A股上市公司为研究样本, 实证检验了并购企业前期非效率投资与并购商誉之间的影响关系, 以及不同地区市场化发展水平所带来的影响效应差异。结果发现: 并购企业上期非效率投资程度越高, 则越会导致企业当期并购商誉的上升; 地区市场化发展水平越高, 则并购企业非效率投资程度与并购商誉之间的正相关关系将会得到显著增强。进一步研究发现, 国有企业上期非效率投资程度与当期并购商誉之间的正相关关系要显著大于非国有企业, 并且并购企业上期投资不足是造成当期并购商誉上升的重要原因。以上研究结论为理解并购商誉形成的原因提供了重要认识和经验证据支持, 有助于理解地区市场化制度环境在企业并购活动中所起的重要调节作用, 为资本市场投资者理性决策提供重要启示。

[关键词] 市场化水平; 非效率投资; 并购商誉; 产权性质

[中图分类号] F275.5

[文献标识码] A

[文章编号] 1671-6973(2021)03-0033-15

一、引言

当前中国经济正处于由高速增长向高质量发展转变的关键时期, 并购重组作为企业优化资源配置、增强市场竞争力的重要手段, 日益得到企业的重视和运用。近些年在相关政策支持下, 越来越多的企业投入到并购重组的浪潮之中。据Wind数据库显示, 2007年末A股上市公司对商誉进行披露的公司数量为564家, 商誉金额仅为386.62亿元, 而到了2019年末, 这两项数值分别为2075家和1.39万亿元, 13年间存在商誉的公司数量增长了3.7倍, 而商誉总额增长了36倍! 据最新数据统计, 至2020年9月底, 我国A股共有2131家上市公司存在商誉, 占全部A股上市公司数量的比例为49.1%, 其中有248家公司的商誉占净资产的比例超过了30%, 94家公司的商誉占净资产的比例超过了50%, 35家公司商誉占净资产的比例超过了75%, 甚至有17家公司商誉占净资产比例超过了100%!

并购活动兴盛和并购商誉快速增长反映了我国资本市场投资活跃, 但如此巨额的并购商誉也带来了潜在商誉减值和业绩变脸风险。以2018年末为例, A股共有871家上市公司计提商誉减值损失, 累计金额超过1658.6亿元, 占2018年归属母公司净利润的10.77%, 使得公司净利润大幅缩水, 严重拖累了公司业绩, 损害了市场投资者利益。2018年11月16日, 证监会发布了《会计监管风险提

[收稿日期] 2021-03-02

[基金项目] 国家社会科学基金一般项目(20BJY259); 浙江省自然科学基金项目(LQ16G010004)。

[作者简介] 张安军(1984—), 男, 江西鄱阳人, 经济学博士, 浙江财经大学会计学院副教授, 主要从事公司治理与财务战略研究; 叶彤(1998—), 女, 浙江丽水人, 浙江财经大学会计学院硕士研究生, 从事财务管理理论与实务研究。

示第8号——商誉减值》,就商誉减值的会计监管风险进行提示,也表明了监管层对该问题的重视。资本市场频现上市公司计提巨额商誉减值事件引起了社会广泛关注,并引发了学者们对企业并购过程中合理商誉价值和巨额商誉产生原因的思考。

商誉一般分为自创商誉和并购商誉,然而在我国财政部会计准则中并不承认企业自创商誉。《国际财务报告准则第3号——企业合并》(2008)对商誉定义为企业合并中取得的、不能单独辨认但能给企业带来未来经济利益流入的资产。我国财政部2006年颁布的《企业会计准则第20号——企业合并》对商誉定义如下:商誉是在“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部分”,这部分超出被并购方净资产的差额部分即确认为并购商誉,预期在并购发生后能给并购企业带来超额收益。

在企业并购商誉形成动因及商誉减值过程中,国内外不同学者分别从企业管理层机会主义动机^[1-3]、管理层过度自信^[4-5]、内部薪酬激励契约^[6]、内部控制质量^[7]、企业社会责任^[8]、外部行业“同伴效应”或主并行业定价效应^[9-10]、高质量审计^[11]、产业政策^[12]、政府补贴^[13]以及公共审计监督^[14]等视角进行了相关探讨,然而现有研究并没有关注企业前期投资行为对企业并购溢价及商誉形成产生的影响。实际上企业前期投资行为会通过影响融资约束松紧、投资经验学习积累、企业业务延续性以及企业长期发展战略规划等进而影响企业当期的投资项目选择行为,因此,在考察并购商誉形成原因时有必要将企业前期的投资行为表现考虑进来,否则可能会得到错误的研究结论。非效率投资程度是企业投资行为表现的重要衡量,然而目前鲜有学者对并购企业前期非效率投资行为表现与并购商誉之间的关系展开深入探讨。与此同时,地区市场化发展程度作为企业经营过程中面临的重要外部治理机制及基础设施建设机制,会对企业管理者的并购投资决策行为及其经济后果产生一定的影响作用。因此,本文以2010—2018年我国沪深A股非金融类上市公司为研究样本,实证考察了并购企业前期非效率投资行为与并购商誉之间的影响关系,并且进一步探讨了不同地区市场化发展水平对前两者之间关系可能造成的影响效应差异,其目的在于回答以下两个问题:(1)并购企业前期非效率投资行为是否为导致企业当期并购商誉上升的重要原因?(2)地区市场化发展水平是否会对企业非效率投资与并购商誉之间的关系产生显著调节效应。研究结论表明,并购企业上期非效率投资程度越高,则越容易导致企业当期并购商誉的上升;地区市场化发展水平越高,则并购企业非效率投资与并购商誉之间的正相关关系将会得到显著增强。

本文的主要贡献体现如下:首先,通过考察并购企业非效率投资程度与并购商誉之间的影响关系,发现并购企业上期非效率投资是导致企业当期并购商誉上升的重要原因,从而为我国近年来资本市场日益活跃的企业并购活动和频现的巨额商誉减值事件提供了重要经验证据支持,弥补了以往相关研究中存在的不足;其次,通过考察不同地区市场化发展水平对并购企业非效率投资与并购商誉之间的调节影响效应,发现地区市场化发展水平对两者之间的关系具有显著的正向调节影响,从而进一步深化了地区市场化制度环境在并购商誉形成过程中所起到的重要市场调节作用的认识,丰富了并购商誉形成动因的相关文献。

二、文献综述

随着近年来上市公司频现计提巨额商誉减值的事件,并购商誉是否真实反映了其资产的价值?拟或是并购商誉被高估从而成为企业并购风险的“蓄水池”^[9]?商誉减值是否成为企业高管进行盈余管理的一种手段^[15-19]?并购商誉估值的合理性及其产生的原因一直是国内外学者关注的重要话题。对于企业商誉估值是否合理,国内外学者先后提出了不同的理论假说,其中具有代表性的有

Hendriksen 和 Van Breda (1982) 所提出的“三元论”,该理论所包含的好感价值论、超额收益论和总计价值账户论具有较大的社会影响力^[20]。我国著名学者葛家澍等(2007)基本认同超额收益理论,并在总结以往文献基础上认为:“商誉是可以为公司带来超额盈利的一切有利的要素和情形,商誉是预期未来超额盈利能力的贴现值,商誉是公司总体价值与单个可辨认净资产价值的差额。”^[21]虽然超额收益理论在对商誉价值定义时比较流行,但在实务当中仍然存在定量评估的困难,包括对并购后未来收益的预估、贴现率的确定以及公允市场价格的参考等因素,这为并购企业商誉高估和后续商誉减值风险埋下了隐患。Holthausen 和 Watts (2001)认为如果活跃交易的市场价格不存在,那么公允价值将无法得到证实,而商誉减值问题也将无法有效解决。^[17]Ramanna (2008)认为商誉减值需要基于对公允价值的确认,这就加大了管理层披露商誉的机会主义动机。^[1]现实中,企业管理者可通过巨额商誉减值冲销的“大洗澡”方式来平滑盈余等^[22],通过延期和择机来确认商誉减值的损失^[23],利用 SFAS142 延迟商誉减值操纵收益^[24],或通过现金流量管理以达到向审计师和分析师掩盖需要计提商誉减值的事实^[25]等。从商誉及商誉减值形成的原因来看,Bens (2010)认为企业内部环境中高管的薪酬激励契约与股票市场波动会影响商誉及其减值的会计选择^[6];Glaum 等(2017)则认为外部环境中有效的公共监管(如审计监督和机构投资者监督)会有助于督促企业及时计提商誉减值损失^[14]。

与此同时,国内部分学者对我国上市公司并购商誉的形成原因进行了相关实证分析。如傅超等(2015)以 2011—2013 年我国创业板中发生并购行为的上市公司为研究样本,实证发现创业板上市公司的并购商誉明显受到行业中“同伴效应”的非理性影响,这种效应主要产生于并购公司对行业内领先者的模仿。^[9]同时,傅超等(2016)以 2007—2013 年中国 A 股非金融类上市公司为样本,实证发现中国上市公司的并购商誉从总体上能带来超额收益,但是创业板上市公司除外,表明在我国创业板上市公司并购商誉中普遍存在商誉价值虚高而面临减值的风险。^[26]曾江洪等(2020)以 2010—2018 年 A 股市场上市公司为对象,也实证发现主并方所在行业系统性错误定价正向影响了并购商誉,而并购支付方式在其中起到一定中介调节作用。^[10]李丹蒙等(2018)、吴定玉等(2020)分别以我国沪深 A 股上市公司为样本,通过实证得出管理层过度自信是导致公司当年新增商誉增多的原因之一,而且在非国有控股公司中表现更明显。^[4-5]陈耿和严彩红(2020)、闫华红和王亚茹(2020)分别通过实证研究发现管理层代理冲突越严重或管理层权力越大的企业并购商誉规模越大。^[2-3]张新民等(2018)以 2007—2015 年我国 A 股上市公司为研究样本,实证发现公司内部控制对并购商誉泡沫具有显著的抑制效应,即公司内部控制质量越高,并购形成的超额商誉越低,并且这一抑制效应主要发生于非国有企业和市场化程度较高的地区。^[7]许罡(2020)研究发现企业社会责任履行越好,则越能有效抑制商誉泡沫,且这种现象主要在非国有企业中更加显著。^[8]郭照蕊和黄俊(2020)以 2007—2017 年我国 A 股上市公司为样本,实证发现由国际“四大”审计的公司比非国际“四大”审计的公司披露的超额商誉更低,且这一关系在非国有企业以及市场化程度较高地区表现更加显著。^[11]赵彦锋等(2020)研究发现受国家“五年规划”产业政策支持的行业公司表现出更高的并购商誉,且这一现象在国有企业和市场化程度较低地区更加显著。^[12]赵欣等(2020)实证发现政府补贴会增加公司的并购商誉,而代理成本与过度自信在其中发挥着中介传导效应。^[13]

综上研究,企业并购商誉主要来自于并购投资过程中支付的并购溢价,虽然国内外学者分别从管理层特征(如过度自信、机会主义动机)、企业内部治理(如薪酬激励程度、内部控制质量、社会责任承担)、行业的“同伴效应”或主并方行业市场错误定价、公共监管(如审计监督、机构投资者监督)以及政府行为(如政府补贴、产业政策支持)等视角对并购商誉形成的原因分别进行了探讨,然而现有研究并

没有关注企业前期的投资行为对企业并购决策经济后果所带来的影响。实际上企业前期投资行为会通过影响融资约束松紧、投资经验学习积累、企业投资业务延续性、企业长期发展战略等进而影响企业当期的投资项目选择,因此,在考察并购商誉形成原因时有必要将企业前期的投资行为表现考虑进来,否则可能会得到错误的研究结论。然而目前鲜有学者对并购企业前期投资行为表现与并购商誉之间的关系展开深入探讨,由于非效率投资程度是企业投资行为表现的重要衡量,因此,本文将从并购企业前期非效率投资行为视角来实证探讨其对企业并购商誉产生的影响,并进一步考察不同地区市场化发展水平对前两者关系可能造成的影响效应差异,以弥补以往文献中存在的不足。

三、理论分析与研究假设

在信息完全对称,不存在代理问题的完美资本市场假说中,企业投资选择完全由投资机会决定,可以实现最优投资水平。^[27-28]然而,在现实经济中存在信息不对称、交易成本和委托-代理等问题,使得企业很难实现理想状态中的最优投资水平,企业在进行投资活动中容易出现投资过度或投资不足等现象,即出现非效率投资行为。^[29-33]企业并购是实现规模扩张、发挥协同优势、增强市场竞争力的重要投资手段,然而由于企业管理者在投资决策过程中受到内外部各种因素影响,可能导致企业投资规模偏离最优投资水平从而导致投资低效率现象。其中,企业过去的投资行为表现会影响到企业当前投资行为选择过程,这主要基于以下三个方面:第一,企业的投资过程从总体上服从于企业的整体发展战略,当面临市场环境不稳定变化时,企业出于稳定发展的需要一般会出现战略性投资收缩和扩张的连续过程,当企业前期采取收缩性投资策略而积蓄资源力量时(如经验积累、技术学习、人才培养等),企业当期则会抓住有利时机而实施扩张性投资策略选择;第二,从企业内部资金积累和外部融资约束程度分析,企业前期的投资不足虽然在短期内会造成企业投资低效率,但从长期发展视角来看,则有利于企业内部资金积累,降低企业财务风险并有利于缓解外部融资约束,从而为企业后期的投资扩张过程提供比较充裕的投资资金支持;第三,从外部经济政策环境和企业市场投资机会分析,一般国家或区域出于经济长期稳定发展考虑而实施紧缩性和宽松性政策交替的政策工具(如实施紧缩银根或放松银根的货币政策、实行严格的环保监管或放松环保监管政策等),以防止经济出现过冷或过热现象,而这会影响到企业外部资本市场投资机会的选择,包括可能出现有利的交易机会和不利的交易机会,进而影响到企业的长期投资决策选择。当企业上期因经济紧缩性财政、货币或产业政策的实施而采取收缩性投资策略并导致企业投资不足时,则企业当期在面临宽松性政策时会采用抓住有利时机而实施扩张性投资选择。因此本文提出假设1。

假设1:并购企业上期非效率投资程度越高,则企业当期并购商誉价值越高。

地区市场化作为一种外部制度环境,会对企业的并购投资行为产生一定的激励与约束影响。首先,随着地区市场化发展程度的提升,市场价格信息反映机制、公平市场竞争机制以及反垄断监督机制等增强,行业内企业产品之间的市场竞争加剧,从而使得企业管理者更具市场竞争压力紧迫感。部分企业为了实现短期内快速提升市场竞争力以增强市场垄断势力的目的,容易产生通过并购重组等投资手段来实现规模扩张以获取垄断竞争优势的冲动,加之如果受市场非理性风潮影响,则容易在并购投资过程中支付过高的交易价格。其次,随着地区市场化发展程度的提升,企业与外部投资者之间的信息不对称问题会由于更健全的投资者法律保护机制、更加完善的要素市场以及中介组织等而得到极大的改善,缓解了企业面临的外部融资约束,使得企业更容易从外部渠道获取并购投资所需资金,并容易导致企业在投资过程中支付较高的溢价。而随着金融市场化 and 利率市场化水平的提升,金融机构之间的竞争加剧,也使得企业能够以相对较低的成本筹集到所需资金用于实施并购投资活动。

最后,随着资本市场基础设施和市场中介组织的不断完善,市场信息透明度不断提升,也增加了并购企业寻找被市场低估投资对象的难度,并购投资者之间的互相竞争等迫使并购企业为实现并购目的须支付较高的并购溢价。因此,本文提出假设 2。

假设 2:地区市场化水平越高,则企业非效率投资对并购商誉的正相关关系将会得到增强。

四、研究设计

(一)变量定义

1. 被解释变量

借鉴 Giner 和 Pardo(2014)^[34]、郑海英等(2014)^[35]的研究,本文选取上市公司资产负债表中所披露的商誉净额来衡量上市公司并购商誉,同时为了消除因公司规模不同所带来的影响差异,本文通过商誉净额除以总资产进行了标准化处理,即并购商誉价值($\text{Goodwill} = \text{商誉净额} / \text{期末总资产}$)。同时,并购商誉属于企业特殊的无形资产,为了避免企业负债规模不同所带来的干扰影响,本文进一步定义并购商誉价值 = 商誉净额 / 期末净资产,并进行稳健性检验。

2. 解释变量与调节变量

本文的主要解释变量为企业非效率投资程度,借鉴 Richardson(2006)^[31]、刘慧龙等(2014)^[36]的模型来估计企业非效率投资程度。具体模型如下:

$$\text{Invest}_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Growth}_{i-1} + \alpha_2 \text{Lev}_{i-1} + \alpha_3 \text{Cash}_{i-1} + \alpha_4 \text{Age}_{i-1} + \alpha_5 \text{Size}_{i-1} + \alpha_6 \text{Returns}_{i-1} + \alpha_7 \text{Invest}_{i-1} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \xi \quad (1)$$

式(1)中, Invest 为新增投资, $\text{Invest} = (\text{资本支出} + \text{并购支出} - \text{出售长期资产收入} - \text{折旧}) / \text{总资产}$ 。其中,资本支出为现金流量表(直接法)中的“购买固定资产、无形资产及其他长期资产的支出”项目;并购支出为现金流量表(直接法)中的“取得子公司及其他营业单位支付的现金净额”项目;出售长期资产收入为现金流量表(直接法)中的“处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的资产净额”项目;折旧为现金流量表(直接法)中的“当期折旧费用”; Growth 为公司的投资机会,它等于上期营业收入的增长率; Lev 为公司的资产负债率,它等于总负债除以总资产; Cash 等于现金及现金等价物除以总资产; Age 为公司的上市年限,它等于公司上市年限的自然对数; Size 为公司规模,它等于公司总资产的自然对数; Returns 为公司股票年度回报,采用考虑现金红利再投资的年个股回报率。此外,模型(1)还控制了行业效应和年度效应,模型(1)估计的残差(即实际投资规模减去估计最佳投资规模)的绝对值(Ineffinvest),即为衡量企业非效率投资的指标,其值越大则企业非效率投资程度越高;反之,则越低。

本文的主要调节变量为地区市场化发展水平,主要通过上市公司注册地所在省份的年度市场化发展程度指数来进行衡量。市场化发展水平指数数据来自王小鲁、樊纲等编制的《中国分省份市场化指数报告(2018)》^①,其中,该报告中“地区市场化进程指数”是根据大量的统计和调查资料,基于政府与市场的关系、非国有经济的发展、产品市场的发育程度、要素市场的发育程度以及市场中介发育和法律制度环境共 5 个重要维度来衡量地区市场化发展程度,并通过“主因子分析法”综合加权编制而成,目前该指数得到了国内学者的普遍认可和借鉴。

① 注:该指数报告为当前最新版本,但仅计算到我国大陆 31 个省份从 2008—2016 年的市场化分项指数及总指数得分,而本文的研究样本区间到 2018 年,本文以 2008—2016 年数据为历史样本,通过采用多种数学模型方法进行时间序列回归,并选取其中拟合程度最高和回归方程最显著的那个模型为标准进行趋势外推而得到 2017 和 2018 年的估计指数得分,通过回归发现各模型的拟合程度至少都能达到 85% 以上,能够较好地反映我国各个省份的市场化变化趋势以及各省份之间的市场化程度差异。

3. 控制变量

借鉴已有相关研究^[31,37],本文还控制了以下变量因素:企业规模(*Lnasset*)、企业成长性(*Growth*)、财务杠杆水平(*Lev*)、资金周转率(*Turnover*)、现金持有量(*Cash*)、盈利水平(*ROA*)、第一大股东持股比例(*First*)、高管持股比例(*Mshare*)、董事会人数规模(*Board*)、董事会独立性(*Outdir*)、是否两职合一(*Dual*)、公司上市年限(*Lnage*),以及行业效应和年度效应等。所有变量定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量计算
被解释变量	并购商誉	Goodwill	年末并购商誉净额/年末资产总额
解释变量	非效率投资程度	Ineffinvest	Richardson(2006)模型中残差的绝对值
	市场化水平	Index	来源于王小鲁、樊纲等编制的《中国分省份市场化指数报告(2018)》
	企业规模	Lnasset	年末总资产的自然对数
控制变量	企业成长性	Growth	本年营业收入增加额/本年营业收入
	财务杠杆水平	Lev	资产负债率,年末总负债/年末总资产
	资产周转率	Turnover	年度营业收入/年度平均应收账款余额
	现金持有量	Cash	现金及现金等价物/期末总资产
	盈利水平	ROA	年末净利润/平均总资产
	第一大股东持股比例	First	第一大股东持股/总股数
	高管持股比例	Mshare	高管持股/总股数
	董事会规模	Board	董事会总人数
	董事会独立性	Outdir	董事会中独立董事人数所占比例
	两职合一	Dual	虚拟变量,如果董事长与总经理两职合一,则取 1;否则取 0
	上市年限	Lnage	(公司上市年数+1)的自然对数

(二)模型构建

为了检验并购企业非效率投资程度与并购商誉之间的影响关系,以及地区市场化发展水平在其中所造成的影响效应差异,构建了如下模型:

$$Goodwill_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Index_{i,t-1} + \beta_2 Ineffinvest_{i,t-1} + \beta_3 C_Index_{i,t-1} \times C_Ineffinvest_{i,t-1} + \beta'_4 X_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

式(2)中: $Goodwill_{i,t}$ 表示公司的并购商誉; $Index_{i,t-1}$ 表示公司所在地区的市场化发展水平指数; $Ineffinvest_{i,t-1}$ 表示公司非效率投资程度; $C_Index_{i,t-1} \times C_Ineffinvest_{i,t-1}$ 表示地区市场化水平与公司非效率投资程度的交互项,如果公司非效率投资程度对公司商誉价值的影响因地区市场化水平不同而表现差异,根据前文的假设 2,则交互项系数 β_3 应显著为正,其中, $C_Index_{i,t-1}$ 和 $C_Ineffinvest_{i,t-1}$ 分别表示地区市场化水平和非效率投资程度的去中心化的一阶滞后项,以缓解可能存在的内生性问题,并使得 β_1 与 β_2 能够具有一定的独立解释能力; $X_{i,t}$ 表示其它控制变量因素,具体见表 1 中变量定义部分,在此不再重述; $\sum Industry$ 和 $\sum Year$ 分别表示控制公司所在的行业效应和年度效应。

五、样本选择与描述性统计

本文以 2010—2018 年我国沪深 A 股非金融类上市公司为研究样本,为了观测数据的有效性,按

照以下标准进行了样本筛选:(1)剔除数据不齐全、不连续、有异常值的公司,以保证数据的完整和连续性;(2)剔除审计意见为非标准无保留意见的公司;(3)剔除并购商誉净额为0的样本公司;(4)剔除资不抵债的样本公司。最终得到1951家上市公司共计9230个样本观测值所构成的非平衡面板数据。为了消除极端值的影响,对连续型变量进行了上下1%的winsorize缩尾处理。

表2报告了描述性统计结果。Goodwill的平均值(中位数)为0.044(0.007),表示全部样本企业中并购商誉占总资产比例的平均值(中位数)为4.4%(0.7%),其最小值和最大值分别为0.00和0.438,标准差为0.085,表明样本企业中并购商誉所占比例相差非常大。Ineffinvest的平均值(中位数)为0.024(0.016),表示全部样本企业中非效率投资规模占总资产比例的平均值(中位数)为2.4%(1.6%),其最小值和最大值分别为0.00和0.214,标准差为0.026,表明样本企业非效率投资规模所占比例存在较大差异。Index的平均值(中位数)为8.1(8.37),表示样本企业所在省份市场化指数的平均值(中位数)为8.1分(8.37分),其最小值和最大值分别为-0.3分和11.11分,标准差为1.857分,表明样本企业所在省份之间的市场化发展水平相差较大。其它控制变量的描述性统计特征如表2所示。此外,受限于篇幅,没有报告的统计结果显示,变量之间不存在高度相关性,模型(2)的共线性问题不严重。

表2 描述性统计

变量	平均值	中位数	标准差	最小值	最大值	1/4分位数	3/4分位数
Goodwill	0.044	0.007	0.085	0.000	0.438	0.001	0.040
Ineffinvest	0.024	0.016	0.026	0.000	0.214	0.006	0.033
Index	8.100	8.370	1.857	-0.300	11.110	6.790	9.610
Lnasset	22.356	22.162	1.296	20.011	26.285	21.420	23.090
Growth	0.253	0.144	0.523	-0.469	3.596	0.001	0.336
Lev	0.447	0.446	0.205	0.058	0.873	0.285	0.605
Turnover	33.361	6.014	118.951	0.917	988.74	3.24	14.45
Cash	0.168	0.129	0.130	0.015	0.649	0.078	0.217
ROA	0.049	0.043	0.048	-0.094	0.204	0.019	0.074
First	0.340	0.315	0.150	0.0351	0.894	0.224	0.442
Mshare	0.068	0.001	0.135	0	0.843	0.000	0.058
Board	8.807	9	1.77	5	15	8	9
Outdir	0.373	0.333	0.056	0.182	0.800	0.333	0.429
Dual	0.248	0	0.432	0	1	0	0
Lnage	2.671	2.773	0.445	0.000	4.234	2.485	2.944

六、实证结果与分析

(一)非效率投资程度与市场化发展水平交互项对企业并购商誉的影响

表3报告了回归结果。从全样本回归结果列(1)可以得知: $Ineffinvest_{t-1}$ 的估计系数在1%水平上显著大于0,表明企业非效率投资程度与并购商誉在1%水平上显著正相关,即企业上期非效率投资程度越高,则越会导致企业当期并购商誉的上升; $Index$ 的估计系数不显著异于0,没有证据表明地区市场化水平高低会对企业并购商誉有单独显著影响; $C_Ineffinvest_{t-1} \times C_Index_{t-1}$ 的估计系数为0.0429且在5%水平上显著大于0,同时经F检验发现 $Ineffinvest_{t-1} + C_Ineffinvest_{t-1} \times C_Index_{t-1}$ 的估计系数在1%水平上显著异于0,表明随着地区市场化发展水平的提升,并购企业非效率投资程

度与并购商誉之间的正相关关系将会得到显著增强。

为了检验研究结果的可靠性,本文重新定义了企业非效率投资程度的估计方法。我们使用公司上期的 TobinQ 来重新衡量投资机会,并重新运行模型(1),估计出非效率投资程度指标(Ineffinvest2),进而重新运行模型(2)。表 3 的列(2)报告了最终检验结果,发现 Ineffinvest2 的估计系数在 1%水平上显著大于 0, $C_Ineffinvest2_{t-1} \times C_Index_{t-1}$ 的估计系数在 5%水平上显著大于 0,且经过 F 检验发现 $Ineffinvest2_{t-1} + C_Ineffinvest2_{t-1} \times C_Index_{t-1}$ 的估计系数在 1%水平上显著异于 0,同样表明企业上期非效率投资程度越高,则越容易导致企业当期并购商誉的上升,且该正相关关系将随着企业所在地区市场化发展水平的提升而得到增强,这与列(1)的研究结论完全一致。其它控制变量的影响关系与列(1)基本相同。因此,假设 1 与假设 2 得到了验证。

表 3 回归结果

变量	Dep=Goodwill			
	Indep=Ineffinvest		Indep=Ineffinvest2	
	(1)		(2)	
	系数	t 值	系数	t 值
Ineffinvest _{t-1}	0.1227***	(3.1515)		
Index _{t-1}	0.0010	(0.4071)	0.0010	(0.4024)
C_Ineffinvest _{t-1} × C_Index _{t-1}	0.0429**	(2.3392)		
Ineffinvest2 _{t-1}			0.1235***	(3.1494)
C_Ineffinvest2 _{t-1} × C_Index _{t-1}			0.0419**	(2.2840)
Lnasset _t	0.0566***	(8.0193)	0.0565***	(8.0247)
Growth _t	0.0108***	(4.4161)	0.0108***	(4.4246)
Lev _t	-0.0861***	(-4.2013)	-0.0861***	(-4.2046)
Turnover _t	-0.0000	(-1.1834)	-0.0000	(-1.1781)
Cash _t	-0.1166***	(-6.3219)	-0.1167***	(-6.3266)
ROA _t	-0.0041	(-0.1323)	-0.0042	(-0.1353)
First _t	-0.0006**	(-2.2534)	-0.0006**	(-2.2573)
Mshare _t	-0.0720**	(-2.3526)	-0.0722**	(-2.3577)
Board _t	-0.0010	(-1.0445)	-0.0010	(-1.0345)
Outdir _t	0.0114	(0.4576)	0.0114	(0.4590)
Dual _t	-0.0043	(-0.9888)	-0.0042	(-0.9776)
Lnage _t	0.0112	(0.6821)	0.0111	(0.6749)
截距项	-1.2066***	(-7.8446)	-1.2058***	(-7.8485)
行业效应	Yes		Yes	
年度效应	Yes		Yes	
Obs	5197		5197	
Adj R2	0.2924		0.2924	
F-static	21.9115***		21.9079***	

注:括号内为 t 值,*、**、*** 分别表示在 10%、5%和 1%水平上显著。以上经过以公司代码为聚类变量的聚类稳健标准误调整

(二)稳健性检验:改变非效率投资与并购商誉的估计方法

以上研究结论的稳健性,在很大程度上依赖于企业非效率投资程度和并购商誉估计的可靠性,为此本文进一步改变企业非效率投资程度的估计方法。Modigliani 和 Miller(1958)、Hayashi(1982)均认为在有效的市场条件下,企业投资选择应当只取决于投资机会。^[27-28]因此,本文分别借鉴 Verdi(2006)^[38]、Biddle 等(2009)^[39]等的做法,运用如下模型分年度和分行业来估计企业的投资效率:

$$Invest_t = \beta_0 + \beta_1 Growth_{t-1} + \xi \quad (3)$$

同时,分别用企业上期营业收入增长率(Growth)和上期 TobinQ 来衡量企业的投资机会,并分别估计出企业最佳投资规模以及非效率投资程度指标(Ineffinvest3 和 Ineffinvest4),再重新运行模型(2)来重复上述检验过程,表 4 报告了最终检验结果。由表 4 中列(1)和列(2)的回归结果可知,Ineffinvest3 和 Ineffinvest4 的估计系数在 1%水平上均显著大于 0, $C_Ineffinvest3_{t-1} \times C_Index_{t-1}$ 的估计系数和 $C_Ineffinvest4_{t-1} \times C_Index_{t-1}$ 的估计系数在 5%水平上均显著大于 0,且经过 F 检验发现 $Ineffinvest3_{t-1} + C_Ineffinvest3_{t-1} \times C_Index_{t-1}$ 和 $Ineffinvest4_{t-1} + C_Ineffinvest4_{t-1} \times C_Index_{t-1}$ 在 1%水平上亦均显著异于 0,同样表明企业上期非效率投资程度越高,则越容易导致企业当期并购商誉的上升,并且该正相关关系将随着企业所在地区市场化发展水平的提升而得到增强,这与前文的研究结论完全一致。

与此同时,本文进一步改变企业并购商誉的衡量方法。由于并购商誉属于企业的特殊无形资产,为了避免不同企业因举债规模差异而对商誉价值的衡量带来干扰影响,重新定义了并购商誉($Goodwill2 = \text{期末商誉净额} / \text{期末净资产}$),并重复模型(1)和模型(2)的估计过程。表 4 报告了相应的检验结果,从列(3)和列(4)的回归结果均发现, $Ineffinvest_{t-1}$ 和 $Ineffinvest2_{t-1}$ 的估计系数均在 1%水平上显著正相关,同样表明并购企业上期非效率投资程度越高,则越容易导致企业当期并购商誉的上升; $Index_{t-1}$ 的估计系数不显著异于 0,没有证据表明地区市场化程度会对企业并购商誉有单独显著影响; $C_Ineffinvest_{t-1} \times C_Index_{t-1}$ 和 $C_Ineffinvest2_{t-1} \times C_Index_{t-1}$ 的估计系数均在 5%水平上显著正相关,表明随着地区市场化发展水平的提升,并购企业非效率投资程度与并购商誉之间的正相关关系将会显著增强,这进一步支持了前文的研究结论。

表 4 稳健性检验

变量	Dep=Goodwill				Dep=Goodwill2			
	Indep=Ineffinvest3		Indep=Ineffinvest4		Indep=Ineffinvest		Indep=Ineffinvest2	
	(1)		(2)		(3)		(4)	
	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
Ineffinvest _{t-1}					0.2087***	(3.2666)		
$C_Ineffinvest_{t-1} \times C_Index_{t-1}$					0.0749**	(2.3773)		
Ineffinvest2 _{t-1}							0.2130***	(3.3271)
$C_Ineffinvest2_{t-1} \times C_Index_{t-1}$							0.0746**	(2.3766)
$Index_{t-1}$	0.0010	(0.3981)	0.0010	(0.3837)	0.0001	(0.0294)	0.0001	(0.0258)
Ineffinvest3 _{t-1}	0.1207***	(3.1477)						
$C_Ineffinvest3_{t-1} \times C_Index_{t-1}$	0.0371**	(2.0669)						
Ineffinvest4 _{t-1}			0.1228***	(3.2215)				
$C_Ineffinvest4_{t-1} \times C_Index_{t-1}$			0.0349**	(1.9723)				

变量	Dep=Goodwill				Dep=Goodwill2			
	Indep=Ineffinvest3		Indep=Ineffinvest4		Indep=Ineffinvest		Indep=Ineffinvest2	
	(1)		(2)		(3)		(4)	
	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
Lnasset _t	0.0565***	(8.0146)	0.0565***	(8.0216)	0.0905***	(8.6110)	0.0905***	(8.6203)
Growth	0.0108***	(4.3966)	0.0108***	(4.4108)	0.0198***	(4.6699)	0.0199***	(4.6818)
Lev _t	-0.0863***	(-4.2060)	-0.0864***	(-4.2109)	0.0103	(0.3132)	0.0103	(0.3120)
Turnover _t	-0.0000	(-1.1891)	-0.0000	(-1.2064)	-0.0000	(-0.8573)	-0.0000	(-0.8523)
Cash _t	-0.1165***	(-6.3203)	-0.1165***	(-6.3223)	-0.1435***	(-5.5741)	-0.1436***	(-5.5786)
ROA _t	-0.0045	(-0.1451)	-0.0048	(-0.1559)	-0.0348	(-0.6765)	-0.0349	(-0.6793)
First _t	-0.0006**	(-2.2591)	-0.0006**	(-2.2605)	-0.0009**	(-2.1268)	-0.0009**	(-2.1310)
Mshare _t	-0.0725**	(-2.3637)	-0.0728**	(-2.3711)	-0.1053**	(-2.3164)	-0.1055**	(-2.3230)
Board _t	-0.0010	(-1.0481)	-0.0010	(-1.0376)	-0.0008	(-0.4472)	-0.0008	(-0.4394)
Outdir _t	0.0110	(0.4390)	0.0108	(0.4319)	0.0607	(1.2361)	0.0607	(1.2377)
Dual _t	-0.0042	(-0.9746)	-0.0041	(-0.9523)	-0.0133**	(-1.9971)	-0.0133**	(-1.9864)
Lnage _t	0.0106	(0.6447)	0.0104	(0.6362)	0.0332	(1.1629)	0.0331	(1.1581)
截距项	-1.2034***	(-7.8275)	-1.2026***	(-7.8278)	-2.0441***	(-8.6663)	-2.0425***	(-8.6769)
行业效应	Yes		Yes		Yes		Yes	
年度效应	Yes		Yes		Yes		Yes	
Obs	5197		5197		5197		5197	
Adj R2	0.2920		0.2920		0.3033		0.3034	
F-static	21.8659***		21.8659***		23.0455***		23.0580***	

注:括号内为 t 值, *、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 水平上显著。以上经过以公司代码为聚类变量的聚类稳健标准误调整

(三)考察不同企业产权性质所带来的影响效应差异

由于我国的基本经济制度特点,国有企业在国民经济中占据重要地位,甚至成为许多行业的主导性企业,对行业内的重要经营性资源 and 市场定价活动具有较大的垄断势力,并易于实施收购兼并活动。国有企业由于国有股权的存在,从而为政府部门实现某些公共政策等目标而干预市场经济活动提供了渠道途径。具体而言,一方面,国有企业由于自身在行业内的优势以及存在某种政治关联等,从而为国有企业实现并购活动提供了更为有利的资源或途径手段等;另一方面,由于政府目标与企业目标利益不一致,在政府干预的情形下,国有企业容易偏离利润最大化或市场价值最大化目标,同时,由于国有企业存在复杂的委托-代理关系以及预算软约束等,导致国有企业投资效率可能偏离最优化。^[40]为了考察不同企业所有权性质对前文研究结果所带来的影响效应差异,本文将全部样本企业分成国有企业和非国有企业两类子样本。通过统计发现,全部样本中国有企业共有 3085 家,占全部样本企业的 33.42%,非国有企业共有 6145 家,占全部样本企业的 66.58%,其中非国有企业中绝大部分为民营企业。

表 5 报告了最终分组检验结果,从列(1)回归结果得知,对于国有企业样本,Ineffinvest_{t-1} 的估计系数在 1% 水平上显著大于 0,表明国有企业上期非效率投资程度越高,则越容易导致企业当期并购

商誉的上升; $Index_{t-1}$ 的估计系数不显著异于0,没有证据表明地区市场化发展水平会对国有企业并购商誉产生单独显著影响; $C_Ineffinvest_{t-1} \times C_Index_{t-1}$ 的估计系数在5%水平上显著大于0,且经过F检验发现 $Ineffinvest_{t-1} + C_Ineffinvest_{t-1} \times C_Index_{t-1}$ 的估计系数在1%水平上显著异于0,表明随着地区市场化发展水平的提升,国有企业非效率投资程度与并购商誉之间的正相关关系将会得到增强。从列(2)的回归结果可知,对于非国有企业, $Ineffinvest_{t-1}$ 的估计系数在10%水平上大于0,表明非国有企业上期非效率投资程度也会对企业当期并购商誉产生一定的正向影响,但较之于国有企业,非国有企业 $Ineffinvest_{t-1}$ 的估计系数与显著性水平明显较小,即表明相比非国有企业,国有企业非效率投资程度与并购商誉之间的正相关关系更加显著; $Index_{t-1}$ 和 $C_Ineffinvest_{t-1} \times C_Index_{t-1}$ 的估计系数均不显著,即没有证据表明地区市场化发展水平会对非国有企业非效率投资与并购商誉之间的关系产生显著调节影响。

表5 回归结果(子样本)

变量	Dep=Goodwill			
	国有企业		非国有企业	
	(1)		(2)	
	系数	t 值	系数	t 值
$Ineffinvest_{t-1}$	0.2253***	(3.7900)	0.0812*	(1.7164)
$Index_{t-1}$	0.0007	(0.2516)	0.0007	(0.1704)
$C_Ineffinvest_{t-1} \times C_Index_{t-1}$	0.0624**	(2.4034)	0.0362	(1.4004)
$Lnasset_t$	0.0401***	(3.2543)	0.0647***	(7.0074)
$Growth_t$	0.0040*	(1.9512)	0.0126***	(3.5329)
Lev_t	-0.0508*	(-1.7446)	-0.1052***	(-3.9620)
$Turnover_t$	-0.0000	(-0.1901)	-0.0000	(-1.0754)
$Cash_t$	-0.0397**	(-2.2394)	-0.1431***	(-5.8180)
ROA_t	-0.0129	(-0.6925)	0.0050	(0.1088)
$First_t$	0.0004	(0.9326)	-0.0010***	(-2.9682)
$Mshare_t$	-0.1278	(-0.7948)	-0.0621**	(-2.0142)
$Board_t$	-0.0017**	(-2.3640)	0.0004	(0.2482)
$Outdir_t$	0.0223	(0.9293)	0.0134	(0.3096)
$Dual_t$	-0.0041*	(-1.9370)	-0.0051	(-0.8212)
$Lnage_t$	0.0114	(0.8119)	-0.0034	(-0.1325)
截距项	-0.9406***	(-3.2624)	-1.3375***	(-6.8921)
行业效应	Yes		Yes	
年度效应	Yes		Yes	
Obs	1963		3234	
Adj R ²	0.3103		0.3242	
F-static	11.8192***		17.8588***	

注:括号内为t值,*、**、***分别表示在10%、5%和1%水平上显著。以上经过以公司代码为聚类变量的聚类稳健标准误差调整

(四)考察企业非效率投资类型所带来的影响效应差异

考虑到企业非效率投资程度与并购商誉之间的关系可能与非效率投资的类型有关,为此,本文将非效率投资分为投资过度(模型(1)的残差大于0)和投资不足(模型(1)的残差小于0)两种情况,并将全部样本分为投资不足和投资过度两个子样本分别进行回归检验,表6报告了相应检验结果。在投

资过度子样本回归中,没有发现 Ineffinvest_{t-1} 与并购商誉存在显著影响关系,亦没有发现 $\text{C_Ineffinvest}_{t-1} \times \text{C_Index}_{t-1}$ 与并购商誉存在显著影响关系,即没有证据表明企业上期投资过度会导致企业当期并购商誉的上升。在投资不足子样本回归结果中, Ineffinvest_{t-1} 的估计系数在 1% 水平上显著大于 0,表明企业上期投资不足程度越高,则越容易导致企业当期并购商誉的上升; $\text{C_Ineffinvest}_{t-1} \times \text{C_Index}_{t-1}$ 的估计系数在 5% 水平上显著正大于 0,且经 F 检验发现 $\text{Ineffinvest}_{t-1} + \text{C_Ineffinvest}_{t-1} \times \text{C_Index}_{t-1}$ 在 1% 水平上显著异于 0,表明企业上期投资不足程度越高,越容易导致企业当期并购商誉的上升,且该正相关关系将随着地区市场化发展水平的提升而得到增强。因此,结合前文研究结果,我们可以得出:企业非效率投资程度对并购商誉的正相关影响主要来源于企业上期投资不足,并且随着地区市场化发展水平的提升,该正向影响效应将会得到增强。以上检验结果也进一步支持了前文的研究结论。

表 6 回归结果(子样本)

变量	Dep=Goodwill			
	投资过度		投资不足	
	(1)		(2)	
	系数	t 值	系数	t 值
Ineffinvest_{t-1}	-0.0556	(-0.8814)	0.2321***	(3.5538)
Index_{t-1}	-0.0036	(-0.8573)	0.0024	(0.7461)
$\text{C_Ineffinvest}_{t-1} \times \text{C_Index}_{t-1}$	0.0227	(0.7037)	0.0724**	(2.3998)
Lnasset_t	0.0579***	(5.9783)	0.0544***	(7.0435)
Growth_t	0.0049*	(1.7497)	0.0071**	(2.3346)
Lev_t	-0.0682***	(-3.1314)	-0.0650***	(-2.7364)
Turnover_t	-0.0000	(-0.5736)	-0.0000	(-1.5075)
Cash_t	-0.1097***	(-4.1070)	-0.0948***	(-4.4116)
ROA_t	-0.0211	(-0.4007)	0.0170	(0.5178)
First_t	-0.0003	(-0.9449)	-0.0004	(-1.2495)
Mshare_t	-0.0264	(-0.4965)	-0.0662**	(-2.0703)
Board_t	-0.0009	(-0.6945)	-0.0010	(-0.9380)
Outdir_t	0.0005	(0.0149)	0.0040	(0.1259)
Dual_t	0.0027	(0.3529)	-0.0031	(-0.7099)
Lnage_t	0.0330	(1.2256)	-0.0169	(-0.9522)
截距项	-1.2859***	(-5.4908)	-1.0616***	(-6.6168)
行业效应	Yes		Yes	
年度效应	Yes		Yes	
Obs	2360		2836	
Adj R2	0.2902		0.3567	
F-static	7.3328***		14.0438***	

注:括号内为 t 值,*、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 水平上显著。以上经过以公司代码为聚类变量的聚类稳健标准误调整

七、研究结论与建议

近年来我国资本市场上企业并购活动愈发活跃,由此带来的并购商誉不断上升以及不断爆出的

上市公司计提巨额商誉减值的事件,引起了市场投资者等广泛关注。然而,我国资本市场并购商誉不断上升究竟是反映了并购企业的理性投资选择,还是由于并购企业非效率投资所造成的经济后果?本文以2010—2018年我国沪深A股非金融类上市公司为研究样本,实证考察了并购企业前期非效率投资行为与企业并购商誉之间的影响关系,以及不同地区市场化发展水平对前两者关系所带来的影响效应差异,研究结果发现:并购企业上期非效率投资程度越高,则越会导致企业当期并购商誉的上升;地区市场化发展水平越高,则并购企业非效率投资程度与并购商誉之间的正相关关系将会得到增强。进一步研究发现,上述研究结果主要存在于国有企业中,并且相比于非国有企业,国有企业非效率投资程度与并购商誉之间的正相关关系更加显著;而并购企业上期投资不足是导致企业当期并购商誉上升的重要成因。本文弥补了以往关于并购企业前期投资行为与并购商誉之间关系研究的不足,研究结论对于理解并购商誉形成的原因提供了重要的认识和经验证据支持,丰富了国内外关于并购商誉形成原因的相关文献;同时,有助于理解地区市场化制度环境水平在企业并购活动中所起的重要市场调节作用,深化认识企业低效率投资行为可能产生的经济后果,并为资本市场投资者做出理性投资决策提供重要启示。

我国现行会计准则中所提的商誉主要是指企业并购商誉,由于企业自创商誉和因并购协同效应所产生的合创商誉价值难以有效获取,因此,本文没有研究非效率投资行为对企业自创商誉和合创商誉所带来的影响。首先,随着我国资本市场国际化开放程度的进一步提升和企业会计准则国际趋同的趋势背景下,建议将企业商誉进行重新定义,并将并购商誉划分为“并购日商誉”和“并购后商誉”,以进一步考察企业非效率投资行为对企业并购日商誉和并购后商誉所生的影响差异及其所产生的经济后果;其次,制定企业长期发展战略规划,完善企业内部治理机制和投融资资金安排,注重企业长期价值并避免企业短视投资行为造成的低效率所带来的不利经济后果;最后,建立并完善我国并购商誉公允价值事前、事中、事后的公信评估机制,不断提升商誉会计信息质量,为我国资本市场国际化营造理性健康的投资环境和增强我国企业国际竞争力打下坚实的基础。

[参 考 文 献]

- [1] 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): 253—281.
- [2] 陈耿,严彩红. 代理冲突、激励约束机制与并购商誉[J]. 审计与经济研究, 2020, 35(2): 65—76.
- [3] 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.
- [4] 李丹蒙,叶建芳,卢思绮,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.
- [5] 吴定玉,詹露. 管理者过度自信对股价崩盘风险的影响研究——基于并购商誉的中介作用[J]. 金融经济学, 2020, 35(5): 108—120.
- [6] BENS D A. Discussion of accounting discretion in fair value estimates: An examination of SFAS 142 goodwill impairments[J]. Journal of Accounting Research, 2010, 44(2): 257—288.
- [7] 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, 2018(3): 55—65.
- [8] 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, 35(1): 90—99.
- [9] 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.
- [10] 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, 2020, 40(11): 79—97.
- [11] 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.

- [12] 赵彦锋, 汤湘希. 产业政策会提升并购商誉吗? [J]. 经济经纬, 2020, 37(5): 99—106.
- [13] 赵欣, 杨世忠, 侯德帅. 政府补贴与并购商誉: 政策预期与现实悖论[J]. 现代财经, 2020(3): 99—113.
- [14] GLAUM M, LANDSMAN W R, WYRWA S. Goodwill impairment: The effects of public enforcement and monitoring by institutional investors[J]. The Accounting Review, 2017, 93(6): 149—180.
- [15] DEGEORGE F, PATEL J, ZECKHAUSER R. Earnings management to exceed thresholds[J]. The Journal of Business, 1999, 72(1): 1—33.
- [16] DECHOW P M, SKINNER D J. Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators[J]. Accounting Horizons, 2000, 14(2): 235—250.
- [17] HOLTHAUSEN R, WATTS R. The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting[J]. Journal of Accounting and Economics, 2001(31): 3—75.
- [18] WATTS R. Conservatism in accounting part I: Explanation and implications[J]. Accounting Horizons, 2003(17): 207—221.
- [19] ALTAMURO J, BEATTY A L, WEBER J. The effects of accelerated revenue recognition on earnings management and earnings informativeness: Evidence from SEC staff accounting bulletin No. 101[J]. The Accounting Review, 2005, 80(2): 373—401.
- [20] HENDRIKSEN E S, VAN BREDA M F. Accounting theory[M]. Richard D. Irwin, Inc, 1982.
- [21] 葛家澍, 杜兴强. 中级财务会计学(上)[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2007.
- [22] 黄世忠. 巨额冲销与信号发送——中美典型案例比较研究[J]. 会计研究, 2002(8): 10—21.
- [23] HENNING S L, SHAW W H, STOCK T. The amount and timing of goodwill write-offs and revaluations: Evidence from U. S. and U. K. firms[J]. Review of Quantitative Finance & Accounting, 2004, 23(2): 99—121.
- [24] RAMANNA K, WATTS R L. Evidence on the use of unverifiable estimates in required goodwill impairment [J]. Review of Accounting Studies, 2012, 17(4): 749—780.
- [25] FILIP A, JEANJEAN T, PAUGAM L. Using real activities to avoid goodwill impairment losses: Evidence and effect on future performance[J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2015, 42(3—4): 515—554.
- [26] 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.
- [27] MODIGLIANI F H, MILLER M. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment[J]. The American Economic Review, 1958(48): 261—297.
- [28] HAYASHI F. Tobin's marginal Q and average Q: A neoclassical interpretation[J]. Economica, 1982, 50(1): 213—224.
- [29] MYERS S C, MAJLUF N S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13(2): 187—221.
- [30] JENSEN M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. The American Economic Review, 1986, 76(2): 323—329.
- [31] RICHARDSON S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006(11): 159—189.
- [32] 张功富, 宋献中. 我国上市公司投资: 过度还是不足? ——基于沪深工业类上市公司非效率投资的实证度量[J]. 会计研究, 2009(5): 69—77.
- [33] 周伟贤. 投资过度还是投资不足——基于 A 股上市公司的经验证据[J]. 中国工业经济, 2010(9): 151—160.
- [34] GINER B, PARDO F. How ethical are managers' goodwill impairment decisions in Spanish-listed firms? [J]. Journal of Business Ethics, 2014(1): 1—20.
- [35] 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.
- [36] 刘慧龙, 王成方, 吴联生. 决策权配置、盈余管理与投资效率[J]. 经济研究, 2014(8): 93—106.
- [37] 陈运森, 谢德仁. 网络位置、独立董事治理与投资效率[J]. 管理世界, 2011(7): 113—127.
- [38] VERDI R S. Financial reporting quality and investment efficiency[R]. Working Paper, MIT Sloan School of Management, 2006.

- [39] BIDDLE G C, HILARY G, VERDI R S. How does financial reporting quality relate to investment efficiency? [J]. Journal of Accounting and Economics, 2009(48):112—131.
- [40] 吴联生. 国有股权、税收优惠与公司税负[J]. 经济研究, 2009(10):109—120.

(责任编辑:蒋萍)

Marketization Levels, Inefficient Investment and M&A Goodwill

ZHANG An-jun, YE Tong

(School of Accounting, Zhejiang University of Finance and Economics, Hangzhou, Zhejiang 310018)

Abstract: Can the increasingly active M&A activities in the capital market and the rising M&A goodwill reflect the rational investment choices of M&A companies? This paper takes the overall listed companies in A shares from 2010 to 2018 as a sample to study the relationship between early inefficient investment and M&A goodwill, and the influence differences affected by the regional marketization levels. The results show that: the higher the degree of inefficient investment in the previous period, the more likely the value of current M&A goodwill will rise; with the improvement of regional marketization levels, the relationship between inefficient investment and the M&A goodwill will be enhanced. The further studies show that, compared with the non-state-owned companies, the positive effect of state-owned companies' inefficient investment on M&A goodwill is more significant, and the underinvestment of M&A companies in the previous period is the main reason for the increase in the value of M&A goodwill. This paper makes up for the limitations of previous studies on the relationship between early inefficient investment and M&A goodwill, and the conclusions provide important insights and empirical evidence for understanding the reasons of M&A goodwill, which will have important implications for understanding the roles of marketization environment in M&A activities in the capital market, also for understanding the investment behaviors of M&A companies and investors rational decisions.

Key words: marketization levels; inefficient investment; M&A goodwill; nature of ownership