

超额商誉与金融资产配置：资源替代抑或功能补充

董馨格, 董盈厚

(辽宁大学 商学院, 辽宁 沈阳 110036)

摘要:近年来,我国实体企业战略投资中高溢价并购的超额商誉负面影响日益凸显,同时非战略投资的金融化问题也引起广泛关注。文章选取2009—2023年A股上市公司作为研究样本,检验超额商誉对企业金融资产配置影响。研究发现,超额商誉会抑制金融资产配置,两者呈资源替代关系。机制检验发现,超额商誉占用资源、债务约束与非控股股东治理效应推动促进了两者替代关系;融券交易、内部人减持动机及商业信用融资约束力下降,削弱了两者替代关系。拓展研究发现,在替代关系稳定性上,虽然2014年会计准则变革增加了超额商誉与金融资产配置关系的可预期性,但超额商誉与金融资产的替代效应持续时间较短,不超过两年;在经济后果上,超额商誉晚于金融资产对实体经营能力造成损害,且会减少控制力度较弱的具有套利性质的长期股权投资。文章从战略与非战略投资视角揭示了超额商誉与金融资产配置关系的内在逻辑,丰富了企业内部资源配置的理论探索与经验证据。

关键词:超额商誉;金融资产配置;资源替代;功能补充

中图分类号:F270 **文献标识码:**A **文章编号:**1009-0150(2025)01-0062-15

一、引言

并购是优化资本市场资源配置、助力上市公司实现高质量战略发展的重要途径。近年我国陆续出台了新“国九条”“科八条”“并购六条”,旨在多措并举活跃并购重组市场。在政策支持下,企业通过并购有效整合资源的意愿显著增强,提升了整体经济效益。然而,并购活动的高收益也蕴含高风险,高溢价并购、对赌失控等非理性并购策略可能导致并购商誉被虚增或高估,形成超额商誉,其经济后果正受到各界密切关注。从会计角度看,超额商誉是战略投资形成的特殊资产,战略投资旨在整合资源以补实体短板、支撑长远发展以及获取长期回报,但超额商誉往往会背离并购的战略投资目标。超额商誉是被高估的经营能力,会耗费企业内部资源,其不可辨认性也为股东机会主义行为提供可能性(何苏燕和任力,2021)。当经营恶化时,较高的减值风险会导致超额商誉成为阻碍企业持续经营、占用实体资金、创新投入以及引发股价崩盘风险的罪魁祸首(Glaum等,2018)。

与战略投资相区别,非战略财务投资强调追求短期投资收益,易产生实体企业金融化问题。随着经济全球化、自由化和虚拟化,货币、债券、股票、债权和所有权凭证等金融资产运

收稿日期:2024-10-07

基金项目:国家社会科学基金项目(21BGL110);省社科联2023年度辽宁省经济社会发展研究课题研究成果(20231s1ybkt-062)。

作者简介:董馨格(1997—),女,辽宁沈阳人,辽宁大学商学院博士研究生;

董盈厚(1969—),男,辽宁庄河人,辽宁大学商学院教授、博导(通信作者)。

而生,基于凯恩斯“预防性储蓄”理论,金融资产收益可以作为企业应对融资困境的资金储备。然而近年来,市场追捧虚拟经济获利途径,金融资产短期获利功能强化了管理者逐利动机,企业资金纷纷转投金融资产,并将金融资产作为企业获利或套利工具。即使在固定资产税收优惠政策背景下,实体经济投入增加也不能完全弱化金融化趋势,企业可能会同时增添固定资产与金融资产(范文林和胡明生,2020;黄贤环和王瑶,2021)。上市公司并购活动也逐渐被金融投资所吸引,甚至跨界合并金融企业,或者投资于房地产及多元化金融工具,扩大金融业务。总体而言,金融化仍然弊大于利,其不仅抑制实体经济发展,还会推高房地产价格和债务融资成本,导致企业历史债务负担增加,最终加重银行体系信用违约风险(彭俞超和黄志刚,2018)。既然超额商誉与金融资产均具有套利空间,且对企业未来实体经营具有负面影响,那么超额商誉不仅会减少金融化套利倾向,进而削弱对实体经济的损害,是否还会加剧金融化,使企业具有短视的多重套利动机,从而增强企业“脱实向虚”?

基于上述问题,本文选取2009—2023年全部A股上市公司作为样本,检验超额商誉对企业金融资产配置影响。本文可能存在的边际贡献有:(1)战略投资与非战略投资具有不同的资产专用性,战略投资强调推动实体发展,非战略投资则强调短期获利。已有研究主要从“脱实向虚”、强化主业发展等视角,分析战略与非战略投资下的资产配置关系(刘贯春等,2018;王少华等,2020),本文则关注背离战略投资目标的超额商誉,并从套利动机视角分析其对金融资产配置影响,是对战略投资与非战略投资研究的有益补充。(2)现有文献基于产品市场发现超额商誉会负面影响企业未来经营业绩、创新水平,基于资本市场发现超额商誉会增加企业股价崩盘风险与股权质押程度(魏志华和朱彩云,2019;张欣和董竹,2022;何苏燕和任力,2021)。本文则从金融资产配置视角,揭示超额商誉对企业套利投资行为的影响渠道,拓展了超额商誉经济后果及金融资产配置影响因素研究。(3)已有文献主要基于管理者投资视野、薪酬激励及利润蓄水池等视角,探讨企业持有金融资产的动机(Demir,2009;杜勇和王婷,2022)。本文对企业配置金融资产的成因提出新解释,发现超额商誉导致的资金消耗与监督加强,是企业减少配置金融资产的关键原因,而管理者减持动机引致超额商誉企业增加金融资产配置,丰富了并购企业金融化动机与套利行为的识别机制研究。

二、理论分析与研究假设

(一)商誉及超额商誉文献综述

新制度经济学认为企业并购本质上是战略投资,目的是将市场资源转化为企业内部资源,减少获取资源的交易成本,实现规模经济效益,提升企业应对市场竞争能力,进而淘汰市场中的“柠檬”企业,促进产品市场与资本市场健康发展。依据亨德里克森“三元论”,即好感价值论、超额收益论和总计价账户论,商誉产生于利益相关者对被合并企业的好感,是被合并企业预期收益超过正常收益的总和,反映了被合并企业无法以确定价格衡量的未入账资产(如品牌、客户、组织架构及创新潜力)价值。合理合规估计的商誉及其减值金额能够反映被合并企业的真实经济价值。然而企业之间信息不对称、管理者过度乐观和自信、业绩承诺机制不完善,以及行业内的并购模仿会抬高商誉价值,使合并方既付出高额交易成本,又不能获得预期并购收益,后续可能会受到巨额减值冲击,引发股价崩盘风险(翟进步等,2019;傅超等,2015)。导致上述严重后果的非理性并购所产生的商誉溢价,被学界定义为超额商誉。

已有研究主要将商誉和超额商誉的经济后果分为两个维度。从积极维度上看,Jennings等(1996)早期发现商誉具有显著抬升股价的价值相关性。郑海英等(2014)认为股价上升的原因,

一方面在于合理估值的高誉资产代表企业取得和运用被合并企业资源的权利,创造超额业绩能力大幅度上升;另一方面商誉资产作为向市场传递企业并购协同效应实现的积极信号,吸引大量的外部投资,产生资金融通效应。从消极维度上看,由于投资者信息不对称,超额商誉与合理估值的高誉同样具有短期增加企业可支配资金的能力(杨威等,2018)。但是被合并企业能力被错估程度越高,商誉减值计提规模就越大,账面商誉价值缩减速度则越快。同时超额商誉会提高债务融资成本,损害企业创新和长期经营发展能力,进而导致企业业绩连续亏损,终致“爆雷”(魏志华和朱彩云,2019)。在商誉价值缩减时期, Henning和Shaw(2003)发现商誉摊销时间越长,企业盈余增长态势越弱。我国2006年的《企业会计准则》(以下简称“2006会计准则”)将商誉后续计量从摊销转为减值,也并未改变上述状况,反而加快了冲销商誉价值和并购利好信息效应的速度,进一步扩大了企业股价崩盘风险和整体金融风险(李明和彭川,2021)。

(二) 金融资产配置文献综述

纵观已有文献,与金融资产配置相关的研究主题大致可分为配置动机与对实体经济影响两个层面。关于金融资产配置动机,一部分学者认为目前我国固定资产投资收益率呈下滑态势,而固定资产投资成本较为稳定、投资收益攀升幅度较高,管理者迫于股东利益和薪酬价值最大化压力,在投资视野短视化倾向下,出于资本套利动机增加金融资产配置(杜勇等,2017;刘贯春等,2019;Orhangazi,2008)。另一部分学者以凯恩斯“预防性储蓄理论”为基础,研究发现企业将金融投资组合收益作为“资金储蓄池”,用来缓解未来现金流不确定性和应对企业外部融资困境。关于金融资产配置对实体经济影响即经济后果方面,已有研究发现,基于资本套利动机,金融资产会被作为增加短期收益的优先选择,挤占用于发展实体经济和创新投入的资金。目前多数研究认为我国“过度金融化”趋势明显,企业减少生产、研发创新等有利于提高企业长期经营业绩的投入,最终会引发投资结构扭曲、货币贬值及供需失衡等问题(亚琨等,2018;王红建等,2017;罗来军等,2016)。部分研究认为,基于储蓄动机,金融资产作为缓解融资约束的工具,提高了企业实体投资和研发创新效率,有利于优化企业产业结构升级,实现可持续发展(刘贯春等,2018;Kim等,1998)。

(三) 超额商誉与金融资产配置关系

1.资源替代假说。首先,超额商誉与金融资产均是利于套利交易的投资,在逐利功能上存在替代性,企业可能不会同时增加两种资产来获得收益。从持有动机上看,商誉资产代表市场资源的重新分配,适度并购形成的商誉能够降低交易成本,实现规模经济效应与多元化扩张,进而提高市场竞争力。商誉的账面价值与经济价值不符则产生超额商誉,主要源于管理者对经营环境、自身管理能力过度乐观,公司向不熟悉的轻资产行业与新兴产业实施混合并购(张新民和祝继高,2019;周泽将等,2021)。由此可知,超额商誉违背了商誉本质,既不能服务企业整体发展战略,也不能实质性帮助企业提升经营绩效。实际上企业常常利用超额商誉进行股票市场炒作,巨额商誉通常与高估值、高业绩承诺及热门概念相联系,信息不对称使投资者确信超额商誉具有潜在的价值创造能力,进而推高企业股价(徐莉萍等,2021)^①。并购审批与公告时间较长,超额商誉可以反复形成利好信息效应,并购发生后投资者正面反应能够持续一至二年(杨超等,2018)。股东与管理者则利用股价高估时点,进行股权质押套现、减持套利、与关联方利益输送(杨威等,2018;何苏燕和任力,2021)。分析师也可能无法识别商誉泡沫,其乐观预测进一步为企业机会主义行为提供空间(薛爽和徐沛勳,2022)。金融资产资本套利效应与超额商

^①《A股并购市场2023年总结及2024年预判》指出,实践中的重组交易涉及更具吸引力的题材,成为二级市场炒作热点,受到投资者非理性追捧。

誉推高股价的逐利行为较一致,金融资产可以短线、频繁交易,具有较强的流动性与变现能力,帮助企业迅速地增加资金储备量、平滑利润或提升短期业绩,反复释放积极信号。信息不对称使投资者主要关注利润增长,产生过度市场反应,已有文献表明股东与高管利用金融资产抬升股价,来侵犯中小股东利益、实现财富转移(Orhangazi, 2008; 安磊等, 2018; 余怒涛等, 2023)。从逐利后果上看,超额商誉与金融资产对实体经济的“挤出”效应均占主导。“脱实向虚”导致用于实体经营和产品创新的资金来源缩减,制约了企业主营业务转型与升级,损害了企业长期经营业绩(杜勇等, 2017)。超额商誉主要源于对新兴、热门产业的多元化并购,不仅会增加企业跨领域学习、人才储备成本,还会加剧经营失败风险(张欣和董竹, 2022)。最终导致合并后的经营水平不足以支撑业绩承诺目标与投资者预期,超额商誉被计提减值(Li等, 2019)。利益相关者会对减值利空消息产生负面评价,极易引发非预期的股价崩盘,致使企业面临的实体经济挑战更为复杂严峻。超额商誉与金融资产均会抑制实体经济发展,如果股东与管理者不希望并购企业发展恶化,则会将超额商誉视为金融资产的套利替代资产,进而降低企业金融资产配置。其次,资源约束下,超额商誉可能挤占配置金融资产所需资金。并购重组对资金层面提出了重大挑战,财务储备条件允许情况下,企业通常优先选择使用自有现金支付并购活动(朱孟楠和徐云娇, 2022)。超额商誉是超出合理并购价值的对价,很大程度上源于高溢价和多元化并购,更加需要强有力的资金支持。企业为支付高额并购溢价,不得不减少内部资源禀赋程度,使有限资金变得紧张。金融资产的交易成本相对较高,因为其持有与利润回流时间相对较长,投资收益在顺正周期经济形势下才能获得(胡奕明等, 2017),即使是短期交易性金融资产和衍生金融资产,也需要等待合适时间才能够买卖套利,所以内部资金有限不足以支撑企业配置较多的金融资产。此外,超额商誉代表并购方高估了被合并方的盈利能力,不利于企业未来的持续经营和创新发展(魏志华和朱彩云, 2019),对股价的提升也可能被用于管理者套利行为。因此,超额商誉不能带来与并购溢价同等价值的利润流入,导致可用于金融资产的资金减少。进一步地,内部资金紧缺情况下,企业可以寻求外源融资。然而在借贷过程中,债权人会将商誉规模作为评估信用风险和偿债能力的指标之一(Frankel等, 2008)。超额商誉隐藏的减值和业绩下降风险,使得债权人不仅要求更高回报,导致企业债务融资成本提高,而且出于对超额商誉企业还债能力的担忧,债权人会加强对企业套利投资的监督,也即资金约束与债权人监督两个方面能够抑制金融资产配置。最后,Williamson(2000)指出资源配置由治理结构决定,而治理结构由制度决定,超额商誉与金融资产配置关系也受企业治理机制影响。基于信号传递理论和声誉理论,内部管理人员及时地将并购和高额商誉信息向外部披露,企业获取超额商誉的消息会在利益相关者之间传播。虽然并购是利好信息,但支付高额并购溢价对希望企业稳健投资的利益相关者而言是风险预警。此时如果管理者增加金融资产配置,则易引发利益相关者的怀疑,担心管理者可能利用并购吸纳外部资金进行资本套利或盲目投资。为保障自身利益,利益相关者可以通过行使监督权、决策权来遏制企业金融化行为,导致金融资产配置产生了治理成本,包括声誉损失、投资者撤资风险以及融资成本的上涨,加重了企业预期损失和负面评价。因此,在治理机制对金融资产配置的监督效应加强的情况下,持有商誉资产的边际成本小于持有金融资产的边际成本的幅度将扩大。根据Demir(2009)、张成思和郑宁(2018)研究,两种资产的投资组合取决于初始配置资产的风险占比和经总风险调整过后的两种资产收益率之差。治理机制对金融资产配置的监督效应提高了持有金融资产的风险。因此,企业持有超额商誉越多,越倾向选择减少金融资产配置或披露稳定的金融资产投资情况,来降低被监督的成本与风险。

2.功能补充假说。出于抵御预期损失与连续套利动机,超额商誉也可能扩大金融资产配置

规模。并购期间企业为获取支付并购溢价资金,已消耗较多与生产、研发和销售相关的内部资源,内部资源不足使得超额商誉成为企业产品市场竞争的经营负担,管理者会逐步减少实体业务投入,反而增加投入成本相对较低的金融业务(魏志华和朱彩云,2019)。此外,杨超等(2018)研究表明,随着并购信息发散期增加,累计超额收益率逐渐下降,回归均衡状态,并购利好信息不会长期吸引资本市场高度关注。杨威等(2018)认为与国外相比,国内较长的并购审批时间、中小投资者“追涨杀跌”风气以及较低的融资融券准入标准,导致并购公告发布后企业股价急剧上升至崩盘,形成明显的股价泡沫。积攒的股价泡沫破裂引起股价急剧下跌,股价崩盘导致利益相关者损失惨重。由此可知,持有超额商誉资产的企业需要承受实体经济损失、融资成本增加、商誉减值以及股价崩盘风险,超额商誉收益呈边际递减趋势,满足不了企业长期需求。金融资产不仅能够缓解超额商誉引起的预期损失压力,还可以为连续套利提供机会。一方面,金融资产的投资与获利时点较为灵活,当超额商誉泡沫破裂时,金融资产预期收益能够抵消超额商誉引起的预期发生成本。另一方面,股东与管理者对超额商誉的预期损失的风险承担能力不足时,他们可以出售或质押金融资产以快速减持套现。基于上述分析,本文提出如下竞争性假设。

假设1a:基于资源替代假说,超额商誉与金融资产存在较强替代性,超额商誉会减少金融资产配置。

假设1b:基于功能补充假说,超额商誉会增加金融资产配置。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

企业2007年确认的商誉信息更多来自以前年度无形资产中商誉信息的调整,2008年又受到金融危机干扰,因此本文选择2009—2023年全部A股上市公司作为样本。数据来源于CSMAR数据库和CNRDS数据库,并按照如下原则进行筛选:(1)删除金融类上市公司样本;(2)剔除ST、ST*、PT样本;(3)剔除数据缺失样本;(4)计算超额商誉时,需要剔除并购失败样本;(5)营业利润为负时,金融收益比例不能完全表示金融化程度,所以剔除营业利润为负的样本。为防止极端值影响,对所有连续变量进行1%和99%分位缩尾处理,最终得到观测值13594个。

(二)回归模型与变量设置

为验证本文假设,设定模型(1):

$$Fin_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Rgw_{it} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 Lev_{it} + \alpha_4 Growth_{it} + \alpha_5 Roa_{it} + \alpha_6 Dual_{it} + \alpha_7 Msp_{it} + \alpha_8 Board_{it} + \alpha_9 Indep_{it} + \alpha_{10} Largest_{it} + \alpha_{11} Soe_{it} + \alpha_{12} Age_{it} + \alpha_{13} Gdp_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中,被解释变量 Fin_{it} 为企业 i 第 t 年金融资产配置程度,解释变量 Rgw 为企业 i 第 t 年超额商誉,其余为控制变量。

1. 被解释变量。考虑到主变量均以总资产进行标准化处理易形成伪相关关系,且本文围绕金融资产收益进行理论分析,所以选择金融收益比例(金融收益/营业利润)作为金融资产配置(Fin)的代理变量,将金融资产配置比例作为稳健性检验。基于宋军和陆旸(2015)研究,金融收益包括:(1)利息费用的子项目利息收入;(2)投资收益,包括投资性房地产、可供出售金融资产、持有至到期投资、交易类金融资产等金融资产获得的投资收益;(3)公允价值变动收益,包括交易性金融资产和投资性房地产的公允价值变动收益。进一步将投资收益与公允价值变动收益之和,按照短期与长期金融资产的分类方式,分为短期金融收益(Fin_S)与长期金融收益

(*Fin_L*)。金融收益越高代表企业从金融资产获利程度越高,金融收益为负代表企业并未从金融资产中获取利益,收益为负的金融资产会很快被企业放弃投资,所以金融收益可以体现企业持有金融资产的动机与投资行为变化(张成思和张步昙,2016)。

2. 解释变量。参考魏志华和朱彩云(2019)研究,设置经总资产标准化后的实际商誉作为商誉(*Gw*)的变量度量;利用并购是否现金支付(*Cashpay*)、买方支出价值(*Bcost*)、同行业同年度其他公司商誉均值(*Meanindgw*)、企业规模(*Size*)、盈利能力(*Roa*)、成长性(*Growth*)、管理层持股比例(*Msp*)、是否两职合一(*Dual*)及年度与行业虚拟变量对经总资产标准化后的实际商誉进行回归,模型如(2)所示,得到回归残差即实际商誉与合理商誉差额,来度量超额商誉。^①

$$Gw_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Cashpay_{it} + \alpha_2 Bcost_{it} + \alpha_3 Meanindgw_{it} + \alpha_4 Size_{it} + \alpha_5 Roa_{it} + \alpha_6 Growth_{it} + \alpha_7 Msp_{it} + \alpha_8 Dual_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

3. 控制变量^②。借鉴杜勇和王婷(2022)研究,选择企业规模(*Size*)、资产负债率(*Lev*)、成长性(*Growth*)、盈利能力(*Roa*)、两职合一(*Dual*)、管理层持股比例(*Msp*)、董事会规模(*Board*)、独立董事比例(*Indep*)、股权集中度(*Largest*)、产权性质(*Soe*)、公司年龄(*Age*)、GDP增长率(*Gdp*)、年度、行业以及地区虚拟变量作为控制变量。

四、实证检验

(一) 描述性统计

表1报告了主要变量的描述性统计结果。金融资产配置(*Fin*)均值为0.1318,表明样本公司的金融收益占营业利润比重将近达到13.18%。短期金融资产配置(*Fin_S*)均值为0.0032,长期金融资产配置(*Fin_L*)均值为0.0201,表明相对于短期金融资产,长期金融资产获利、配置程度较高。超额商誉(*Rgw*)均值为0.0016,中位数为-0.0148,75%分位数为0.0205,结果表明超额商誉分布不平衡,不超过半数企业存在较高的超额商誉,商誉和超额商誉呈右偏分布特征(均值大于中位数)。进一步区分超额商誉的正负,为负企业的超额商誉规模远低于为正企业,为负企业的金融投资数额波动幅度、金融资产配置程度均高于为正企业。组间系数差异结果表明金融收益*t*值显著为正,短期金融资产*t*值不显著,长期金融资产*t*值显著,说明超额商誉为负的企业金融化程度与长期金融资产配置程度相对较高。可以初步断定,与合理估价商誉的企业相比,非理性并购的企业会减少金融资产配置。^③

(二) 基本回归分析

表2列示了超额商誉与企业整体、短期和长期金融资产配置全样本回归结果。列(1)-(2)显示超额商誉与金融资产配置的回归系数为-0.1900、-0.1958,在1%水平上显著为负,说明超额商誉的增加会降低企业金融化程度,超额商誉与金融资产呈现替代关系,验证了资源替代假说。列(3)-(4)显示超额商誉与短期金融资产配置的回归系数为0.0087,不显著;与长期金融资产配置的回归系数为-0.0333,在5%水平上显著为负,表明超额商誉与长期金融资产呈资源替代效应。短期金融资产以交易信息较为透明的交易性金融资产为主,企业持有该类资产通常出于预防储备动机,一定程度上说明受到超额商誉影响的是套利性金融资产配置。

^①通过模型(2)回归得到的残差含义是,控制变量无法解释商誉的部分,计量上残差与控制变量彼此正交,相关系数为0,所以模型(2)回归残差与模型(1)中相同控制变量之间无相关关系,不会出现多重共线问题,但两个模型的控制变量未完全相同,可能在解释金融资产配置时存在遗漏变量的内生性问题,将在后文进行内生性处理。

^②限于篇幅,控制变量的具体界定未列示,留存备案。

^③限于篇幅,超额商誉为正和超额商誉为负时的均值分年度描述性统计结果、组间系数差异结果未列示,留存备案。

表1 主要变量的描述性统计

变量	观测值	平均值	标准差	最小值	p25	中位数	p75	最大值
<i>Fin</i>	13 594	0.1318	0.2959	-1.5138	0.0177	0.0459	0.1197	2.9120
<i>Fin_S</i>	13 594	0.0032	0.0340	-0.1810	0	0	0	0.5299
<i>Fin_L</i>	13 594	0.0201	0.0828	-0.0861	0	0	0.0007	0.9599
<i>Rgw</i>	13 594	0.0016	0.0712	-0.1157	-0.0437	-0.0148	0.0205	0.3332

表2 基本回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin_S</i>	<i>Fin_L</i>
<i>Rgw</i>	-0.1900*** (-3.7845)	-0.1958*** (-4.1119)	0.0087 (1.0872)	-0.0333** (-2.4574)
<i>_cons</i>	0.1644*** (3.4826)	-0.1333 (-1.2986)	-0.0352** (-2.4676)	-0.0630* (-1.8145)
<i>Year/Ins/Area</i>	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	13 594	13 594	13 594	13 594
<i>R²</i>	0.0220	0.1002	0.0271	0.0696

注：括号内为*t*值，控制异方差且经过公司层面的聚类稳健性标准误调整；***、**和*分别表示1%、5%和10%显著水平（下同）。

（三）内生性处理与稳健性检验^①

1.倾向得分匹配：逐年PSM。为控制自选择问题，本文采用倾向匹配得分法进行处理。首先，以超额商誉是否为正构建虚拟变量作为被解释变量，选择控制变量作为匹配协变量，逐年进行1:2卡尺0.05匹配，回归计算出倾向匹配得分，匹配后通过平衡性检验^②，确保倾向得分匹配的有效性。除去未匹配成功的样本再次回归，上述结论仍然成立。同时采用1:4邻匹配检验，结论同样成立。

2.工具变量法与系统GMM回归。针对遗漏变量和互为因果的内生性问题，采用两阶段最小二乘法与系统GMM进行处理。本文选择中国与其他国家的政治制度距离作为工具变量，运用两阶段最小二乘法进行回归。已有研究表明政治制度距离是企业并购决策的影响因素之一，当母国与东道国的政治亲和力不强、政治思想分歧度较大时，企业对跨国并购风险的敏感度会降低，发生溢价收购的可能性会升高（Fieberg等，2021；Myznikava和Farinha，2023），我国与其他国家的政治制度距离越大，企业越可能获得超额的并购商誉，符合工具变量相关性；未有证据表明国家间的政治制度距离能够影响企业金融资产配置，符合工具变量外生性。借鉴乔璐等（2020）研究，收集世界银行全球治理指数（WGI）数据库中的政治稳定与杜绝暴力年度指数，该指数反映了一个国家政治制度建设情况。然后使用欧氏距离法度量我国与其他国家的指数差异，值越高，说明我国与其他国家的政治制度距离越大。第一阶段的回归结果显示，工具变量与超额商誉的回归系数显著为负，说明我国与其他国家的政治制度距离会显著增加并购企业的超额商誉规模。第二阶段的回归结果显示，超额商誉与金融资产配置的回归系数显著为负，替代假说依然成立。Anderson-Rubin Wald弱工具变量检验和Cragg-Donald Wald F的统计量大于10，较大程度上拒绝了原假设，说明工具变量有效，结果稳健。此外，由于当期资产配置具有惯

^①限于篇幅，内生性处理与稳健性检验的回归结果留存备索。

^②本文还分别进行匹配前后的平衡性检验，匹配后各年份绝大多数协变量的系数值减小，并且系数大多变得不显著，而且所有回归的伪R方明显减小，这说明在不同年份两组的协变量不存在系统性偏差。

性,会受到上期资产配置影响,因此借鉴刘贯春等(2019)采用系统GMM回归进行内生性处理。在模型中引入滞后一期金融资产;将滞后二期的金融资产和滞后三期的超额商誉作为工具变量代入回归。结果显示,超额商誉与金融资产配置的替代效应仍然成立。AR(2)检验和Hansen检验的 P 值均大于10%,说明通过二阶自相关与过度识别检验。

3.更换变量度量方法。(1)超额商誉。借鉴Ramanna(2008)的超额商誉定义,经总资产标准化后的商誉减去行业内企业标准化商誉的中位数,更换超额商誉度量方式进行稳健性检验,替代假说仍然成立。(2)金融资产配置。其一,使用金融资产配置比例(金融资产/总资产)衡量金融资产配置程度。并按照资产负债表流动性分为短期金融资产配置和长期金融资产配置。其二,营业利润为负的样本可能影响结论稳健性,所以本文使用未剔除营业利润为负的样本回归。利用上述变量分别进行稳健性检验,超额商誉与金融资产的替代关系均成立。

五、机制分析

(一)套利功能替代性检验

1.内部人减持。依据前述理论分析,超额商誉与金融资产配置的负向关系,源于超额商誉能够形成利好信息效应进而抬高股价,帮助管理者在股价高升期间择时套利,替代了金融资产的套利功能。本文基于内部人减持套利视角探究上述问题,借鉴王志芳等(2023)研究,选择直接冲击股价的二级市场竞价减持作为研究对象,采用两种方法进行度量: $Sell1=(\text{内部人减持数量}/\text{流通股数})\times 100$; $Sell2=(\text{内部人减持数量}\times\text{减持股票单价})\times 100/\text{流通市值}$ 。回归结果如表3列(1)-(2)所示,内部人减持程度削弱了超额商誉与金融资产配置的负向关系,说明即使超额商誉有助于实现高位减持套利,但管理者并未将两种资产视为同质套利功能资产,而是选择继续投资金融资产,显示出连续套利的动机。上述结果说明,从减持视角来看,套利功能替代性的影响渠道不成立,超额商誉对金融资产配置比例的降低并非来自管理者对自利动机的自主压制,对企业未来实体经济发展的重视,而是外部条件限制了管理者的套利投资行为。

2.融资融券制度外生冲击的双重差分(DID)检验。本文引入融资融券制度作为外生冲击,考察在市场定价更为客观的情境下,超额商誉与金融资产的套利功能替代性。融资融券交易制度能够激励投资者挖掘公司信息,影响超额商誉利好信息效应。其中,融资交易是投资者对标的公司的乐观预期,代表超额商誉的利好信息效应能够使股价上涨,其套利功能被加强。融券交易是投资者对标的公司悲观预期的卖空机制,代表市场能够挖掘企业的非理性并购行为,超额商誉的套利功能被削减。如果超额商誉与金融资产存在套利功能替代性,则融资交易应加强两者的替代关系,融券交易应削弱两者的替代关系。参照褚剑和方军雄(2020)采用连续DID检验上述问题,以企业进入融资融券名单后,“(年末融券余额 $\times 100$)/个股交易金额”衡量融券交易变量($Short$),“(年末融资余额 $\times 100$)/个股交易金额”衡量融资交易变量($Long$)。回归结果如表3列(3)-(4)所示,融券交易交乘项系数显著为正,说明卖空压力削弱了超额商誉与金融资产配置的负向关系;融资交易并无显著影响。上述结果说明,融券交易具有卖空的监督作用时,超额商誉与金融资产存在套利功能替代性,但此时管理者面临业绩压力与利益诱惑,会选择增加金融资产配置,所以套利功能替代性不是超额商誉负向影响金融资产配置的渠道。将进入融资融券名单时间及交易数据向前3年衡量 $Short$ 、 $Long$ 变量,进行安慰剂检验,回归结果如表3列(5)-(6)所示,交乘项系数不显著,通过检验。

表3 套利功能替代性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	内部人减持		融券交易	融资交易	安慰剂检验	
	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>
<i>Rgw</i>	-0.1995*** (-4.1559)	-0.2009*** (-4.1925)	-0.2016*** (-4.2536)	-0.2101*** (-4.4322)	-0.1932*** (-4.0028)	-0.1950*** (-3.9292)
<i>Sell1</i>	-11.2464*** (-2.7104)					
<i>Rgw</i> × <i>Sell1</i>	75.3854** (2.3275)					
<i>Sell2</i>		-0.0096*** (-2.6035)				
<i>Rgw</i> × <i>Sell2</i>		0.0784** (2.1211)				
<i>Short</i>			-0.2003** (-2.2630)		-0.1192 (-0.9501)	
<i>Rgw</i> × <i>Short</i>			2.8682** (2.1072)		-2.5866 (-1.0671)	
<i>Long</i>				0.0001 (0.2640)		-0.0003 (-1.4077)
<i>Rgw</i> × <i>Long</i>				0.0025 (0.9447)		-0.0006 (-0.1795)
<i>_cons</i>	-0.1299 (-1.2637)	-0.1325 (-1.2900)	-0.1528 (-1.4818)	-0.1265 (-1.2197)	-0.1348 (-1.3104)	-0.1394 (-1.3552)
<i>Year/Ins/Area</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	13 594	13 594	13 594	13 594	13 594	13 594
<i>R</i> ²	0.1001	0.1003	0.1005	0.1004	0.1002	0.1004

(二) 挤占有限资源渠道检验

1. 内部资源消耗。依据前述理论分析,超额商誉消耗了企业的内部有限资源,从而挤占了原本用于金融资产配置的资金投入。本文采用现金持有程度(*Cash*)作为内部闲置资源的替代指标,探究内部资源消耗对超额商誉与金融资产关系的中介传导效应,以货币资金/货币资金行业均值来衡量,值越大代表企业内部资源被挤占程度越低。回归结果如表4所示,列(1)显示超额商誉会降低企业现金持有程度,列(2)显示现金持有会增加金融资产配置程度,现金持有具有部分中介传导作用,表明超额商誉挤占了金融资产所需的资金,致使企业减少配置金融资产。运用Bootstrap中介检验再次验证,结论仍然成立。

2. 债务约束作用及其Bootstrap检验。依据前述理论分析,商誉具有债权价值,在借贷过程中,债权人获取高额商誉信息时,为降低自身损失,会抑制企业激进的金融资产投资行为,本文主要探究两类债务约束对超额商誉与金融资产配置关系影响。从银行债务角度,超额商誉提高了企业债务违约风险。事前债权人可以在契约中增加贷款利息,通过提高企业融资成本,来约束企业金融化的投资行为;事后债权人可以通过督促还贷、收回贷款,来威慑企业不实施配置金融资产的套利行为。从商业信用债务角度,商业信用建立在供应链信任基础上,超额商誉是企业经营负担,削弱了企业市场竞争能力(魏志华和朱彩云,2019),导致企业在供应链上的信任度下降,获得的商业信用额度降低,进而限制了企业配置金融资产的可用资金。为验证上

表4 挤占有限资源渠道与治理渠道检验

变量	(1) 挤占有限资源		(3) 债务融资成本		(5) 商业信用融资约束		(7) 非控股大股东	
	Cash	Fin	Li	Fin	Bs	Fin	Bholders	Fin
Cash		0.0050*** (2.6545)						
Li				-1.2002*** (-8.6840)				
Bs						-0.0604*** (-3.2054)		
Bholders								-0.0059* (-1.7547)
Rgw	-2.2328*** (-9.3585)	-0.1867*** (-3.9130)	0.0386*** (6.4657)	-0.1523*** (-3.2129)	-0.3469*** (-8.4323)	-0.2169*** (-4.3803)	0.6323** (2.3670)	-0.1931*** (-4.0447)
_cons	-21.9022*** (-15.9796)	-0.0031 (-0.0273)	0.0360*** (2.9456)	-0.0921 (-0.9081)	0.5989*** (5.8737)	-0.0994 (-0.9536)	2.0671*** (3.2733)	-0.1242 (-1.1996)
Year/Ins/Area	是	是	是	是	是	是	是	是
N	13 594	13 594	13 594	13 594	13 594	13 594	13 594	13 594
R ²	0.3777	0.1018	0.2622	0.1112	0.1525	0.1014	0.1272	0.1006
直接效应	Cash-Rgw		Li-Rgw		Bs-Rgw		Bholders-Rgw	
间接效应	-0.1943*** (-5.040)	-0.0096*** (-3.440)	-0.1536*** (-4.200)	-0.0394*** (-7.150)	-0.2233*** (-4.920)	0.0203*** (3.830)	-0.2112*** (-5.440)	-0.0039* (-1.990)

述机制,本文以商业信用负债(*Bs*)和债务融资成本(*Li*)分别衡量商业信用约束与有息负债约束,前者采用(应付账款+应付票据+预收账款)/总负债方式衡量,后者采用净财务费用/总负债方式衡量,探究债务约束对超额商誉与金融资产关系的中介传导效应。结果如表4所示,列(3)显示超额商誉与债务融资成本系数在1%水平上显著为正,表明超额商誉使债权人提高企业借款成本,以防止企业激进投资;列(4)显示债务融资成本与金融资产配置在1%水平上显著为正,表明债务融资成本的升高抑制企业增加金融资产配置,债务融资成本在超额商誉与金融资产配置关系中起到部分中介传导作用。上述结果表明,银行债务约束是超额商誉与金融资产替代关系的主要影响因素。债务融资成本增加,一方面代表企业可支配资金减少,证明了有限资源渠道被挤占;另一方面体现债权人对金融资产配置的监管和影响力增强,为治理渠道提供了证据支持。列(5)显示超额商誉与商业信用负债系数在1%水平上显著为负,表明超额商誉降低了供应链向企业提供商业信用的意愿;列(6)显示金融资产配置与商业信用融资系数在1%水平上显著为负,表明商业信用债务对金融资产配置具有抑制作用,说明商业信用负债在超额商誉与金融资产配置关系中具有中介遮掩效应。原因是商业信用与供应链话语权、监督力度成正比,商业信用融资量降低时,供应链各方的信息不对称增加,对超额商誉企业的金融资产配置的决策影响力下降。本文进一步运用Bootstrap中介检验,结论仍然成立。

(三)治理渠道检验:非控股大股东的监督作用及其Bootstrap检验

依据治理渠道理论分析,并购事件和超额商誉加强了利益相关者对公司经营情况、投资决策和内部管理能力等关注度。超额商誉引起的股价崩盘对中小股东的冲击伤害程度相对最高,近年来为防止上述情况发生,我国正逐步完善中小投资者保护机制,其中非控股股东治理效应引起广泛关注。与其他小股东相比,非控股大股东的话语权较高,且具有引导小股东行为的作用,因此本文主要探究非控股大股东对超额商誉与金融资产配置关系的影响。具体而言,首

先,超额商誉短期内可以提升股价,原投资者可能减持公司股票套利,同时新的投资者出现,或者原有投资者追加对企业的投资,进而提高了非控股大股东存在概率。其次,新晋投资者希望通过企业的并购协同效应帮助自己获取超额利润,且非控股大股东大多为机构投资者,对企业长期发展的战略极为关注,股价敏感性较高。如果企业将有限的资金投资于金融资产,潜在投资风险会严重损害企业经营能力,引发股价下跌。因此非控股大股东有动力采取“用手投票”或“退出威胁”来抑制企业过度金融化。最后,并购目的是实现企业实体业务的持续发展,如果此时管理层倾向于投资金融资产,则易被非控股大股东怀疑内部人员具有套利或掏空动机。为验证上述机制,借鉴Bharath等(2013)研究,除去控股股东和管理层持股外,持股超过5%的股东视为大股东,并设置非控股大股东数量(*Bholders*)的连续变量,来验证内部治理结构对超额商誉与金融资产关系影响。结果如表4所示,列(7)显示超额商誉与非控股大股东治理效应显著正相关,列(8)显示超额商誉及非控股大股东治理分别与金融资产配置显著负相关,说明超额商誉增加了非控股大股东的治理效应,进而减少了企业金融配置程度,即非控股大股东对超额商誉与金融资产配置的替代关系起到正向的部分中介传导作用。运用Bootstrap中介检验再次验证,结论仍然成立。

六、拓展性研究^①

(一)替代关系稳定性检验

1.2014年的会计准则变革影响。2014年的会计准则变革缩减了商誉、金融资产盈余操纵空间,提高了超额商誉与金融资产的信息质量。^②会计信息质量的提升能够降低市场与企业的信息不对称,进而提高企业内部资源配置有效性。定义2014年为事件年,进行分组回归检验。结果显示,准则变革前后,系数均显著为负,说明超额商誉与金融资产的替代关系结论稳健。图1为超额商誉与金融资产配置回归系数的变化趋势,可以看出2014年前超额商誉与金融资产的替代弹性较大,2014年后两者负向关系趋于平稳。说明准则变革增加了超额商誉与金融资产配置关系的可预期性,有利于利益相关者对企业战略投资与非战略投资分析和预测,准则变革后回归系数的经济含义应更能体现两者关系。

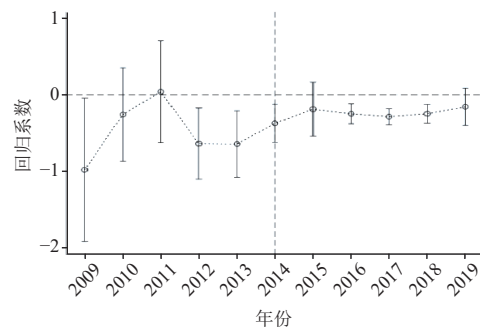


图1 动态回归系数

2.替代关系持续时间。虽然2014年的会计准则变革加强了替代关系可预期性,然而超额商誉利好信息效应持续一至二年(杨超等,2018),不具有持久性。本文将金融资产配置变量提前两期以考察超额商誉与金融资产替代效应的持续时间,结果显示,超额商誉与 $t+1$ 期金融资产的替代关系仍然成立,在一定程度上解决了互为因果的内生性问题。但是超额商誉与 $t+2$ 期金融收益系数不显著(仍为负相关关系),说明超额商誉和金融资产之间的替代效应持续时间较短,与超额商誉获取超额利润的时间基本一致,侧面反映超额商誉负面经济后果(如减值)的

^①限于篇幅,拓展性研究回归结果留存备索。

^②财政部于2014年重新表述公允价值概念,并对公允价值计量输入值作了三个层次划分,在一定程度上降低了以公允价值计量为主的资产估计偏差。同年2-3月规范了成本法和权益法的适用范围及合并范围判断,提升了商誉资产确认与计量的真实性。同年6月主要对金融资产和金融负债列报做出具体规定,规范了金融资产信息披露,包括金融资产损益变动、金融资产转移以及金融资产分类和抵消等业务的披露要求,并优化了金融工具流动风险评估。

显现会提高企业金融化程度^①。

(二) 经济后果

1. 经营活动: 超额商誉与企业“脱虚向实”及Vuong检验。机制研究发现, 超额商誉企业可能出于融券交易与减持所需, 增加配置金融资产的程度。而超额商誉与金融资产均对企业未来实体经济发展产生负面影响, 所以本文将进一步探究超额商誉企业配置金融资产是否会进一步恶化实体经济发展。本文借鉴宋军和陆旸(2015)研究, 引入未来1-3期经营收益率变量作为被解释变量, 采用(营业利润-金融收益)/(总资产-金融资产)度量。回归结果表明, 第 t 期金融资产、第 $t+3$ 期超额商誉分别与经营收益率的回归系数显著为负, 说明金融资产短期内会损害企业实体经营能力, 而超额商誉对实体经营的损害延后显现。进一步将超额商誉与金融资产分别对经营收益率回归结果进行Vuong检验, z 值分别为-3.4428、-1.7131与0.7440, 表明金融资产比超额商誉解释力更强, 说明金融资产损害实体经济程度更高, 但损害程度随时间减弱。超额商誉与 $t+2$ 期短期金融资产交乘项系数显著为正, 与长期金融资产交乘项系数不显著, 超额商誉与 $t+3$ 期短期金融资产交乘项系数不显著, 说明短期金融资产具有预防储备功能, 但短期金融收益不会被持久投入实体经营中; $t+2$ 长期金融资产与经营收益率系数显著为负, 说明长期金融资产具有套利性, 也说明超额商誉会降低具有套利性质的金融资产配置程度。

2. 投资活动: 超额商誉与长期股权投资配置。与具有套利性质的金融资产不同, 长期股权投资是一种战略投资资产。但超额商誉可能影响长期股权投资的持有程度, 一方面管理者可能被超额商誉所诱惑, 不断扩大并购规模、加大并购频率, 形成并购的棘轮效应; 另一方面, 长期股权投资需要企业付出巨额战略部署和实施成本, 为获取套利收益, 企业可能会减少战略投资, 增加投资成本较低的金融资产。长期股权投资后续处理方法包括成本法和权益法, 成本法是母公司个别财务报表中对子公司投资的会计处理方法, 在编制合并报表时, 母公司需要将成本法调整为权益法。非同一控制下企业合并采用购买法, 可能会产生商誉, 超额商誉可能通过合并取得的长期股权投资进行会计处理, 进而影响长期股权投资的资产占比, 因此本文探讨超额商誉对未来一期长期股权投资影响。以成本法与权益法下未来一期的投资收益/营业利润、成本法与权益法下未来一期长期股权投资/总资产来度量长期股权投资配置; 借鉴亚琨等(2018)将对银行、券商、基金和信托等金融机构的长期股权投资, 视为具有套利性质的战略投资。结果表明, 超额商誉导致企业资金压力较大, 企业未来会减少持股比例较低的权益法长期股权投资, 对成本法下的并购活动无影响, 超额商誉会抑制企业对金融机构实施战略投资。

七、研究结论与政策启示

为推动经济高质量发展, 我国逐步深化并购重组市场改革, 鼓励上市公司实施战略投资。在多元化投资浪潮中, 并购产生的超额商誉使企业“虚实”配置关系变得不确定。本文探讨了超额商誉与金融资产的配置关系及其内在逻辑, 得到如下结论: (1) 企业将超额商誉与金融资产为资源替代关系, 超额商誉的增加会降低金融资产配置; (2) 这一现象主要源于资源占用、债务约束与非控股大股东治理效应的推动和促进, 但超额商誉会削弱商业信用融资对金融资产配置的抑制作用, 且两者的替代关系随内部人减持动机与卖空威胁逐渐减弱。(3) 进一步研究发现, 虽然2014年准则变革增加了超额商誉与金融资产配置替代关系的可预期性, 但超额商誉与金融资产的替代效应持续时间不超过两年。

^①在此基础上, 本文检验了商誉减值计提与企业金融资产配置的关系, 结果表明商誉减值显著增加了企业金融化, 说明减值会削弱超额商誉对金融资产的负向影响, 超额商誉负面经济后果会增加金融化程度的结论成立。

超额商誉资源替代金融资产的作用机制及研究结论,为企业并购的资产配置优化与金融化治理提供如下政策启示:(1)企业应恰当把握商誉与金融资产的配置比例,以利于服务实体经济发展。(2)政府应通过有效措施增强债权人与非控股大股东的公司治理话语权,以有效遏制企业套利行为。(3)会计准则等相关制度安排应增强资产价值评估的可靠性和预期性,以实现资源有效配置。因此,应进一步完善商誉和金融资产配置的相关会计准则,确保利益相关者准确把握企业的投资动态,以利于市场信息充分反映到股价中。在有效市场环境下,企业套利投资行为能够被市场预测,从而无法产生超额利润,这能够降低企业利用超额商誉与金融资产实现套利的倾向,也能激励企业实施有利于高效发展的战略投资来提升股价表现,促进实体企业“脱虚向实”。

主要参考文献:

- [1] 安磊,沈悦,余若涵. 高管激励与企业金融资产配置关系——基于薪酬激励和股权激励对比视角[J]. 上海财经大学学报,2018,(12).
- [2] 褚剑,方军雄. 卖空约束放松与内部控制质量改善——基于中国融资融券制度的证据[J]. 财贸研究,2020,(2).
- [3] 杜勇,王婷. 非CEO高管独立性与实体企业金融化[J]. 上海财经大学学报,2022,(3).
- [4] 杜勇,张欢,陈建英. 金融化对实体企业未来主业发展的影响:促进还是抑制[J]. 中国工业经济,2017,(12).
- [5] 范文林,胡明生. 固定资产加速折旧政策与企业短贷长投[J]. 经济管理,2020,(10).
- [6] 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).
- [7] 何苏燕,任力. 超额商誉对控股股东股权质押行为的影响[J]. 经济管理,2021,(7).
- [8] 胡奕明,王雪婷,张瑾. 金融资产配置动机:“蓄水池”或“替代”?——来自中国上市公司的证据[J]. 经济研究,2017,(1).
- [9] 黄贤环,王瑶. 加速折旧企业所得税政策与实体企业金融化——基于2014年固定资产加速折旧政策的准自然实验[J]. 证券市场导报,2021,(2).
- [10] 李明,彭川. 商誉理应减值还是摊销?——兼评IASB《讨论稿》[J]. 会计研究,2021,(1).
- [11] 刘贯春,刘媛媛,张军. 金融资产配置与中国上市公司的投资波动[J]. 经济学(季刊),2019,(2).
- [12] 刘贯春,张军,刘媛媛. 金融资产配置、宏观经济环境与企业杠杆率[J]. 世界经济,2018,(1).
- [13] 罗来军,蒋承,王亚章. 融资歧视、市场扭曲与利润迷失——兼议虚拟经济对实体经济的影响[J]. 经济研究,2016,(4).
- [14] 彭俞超,黄志刚. 经济“脱实向虚”的成因与治理:理解十九大金融体制改革[J]. 世界经济,2018,(9).
- [15] 乔璐,赵广庆,吴剑峰. 距离产生美感还是隔阂?国家间距离与跨国并购绩效的元分析[J]. 外国经济与管理,2020,(12).
- [16] 宋军,陆旸. 非货币金融资产和经营收益率的U形关系——来自我国上市非金融公司的金融化证据[J]. 金融研究,2015,(6).
- [17] 王红建,曹瑜强,杨庆,等. 实体企业金融化促进还是抑制了企业创新——基于中国制造业上市公司的经验研究[J]. 南开管理评论,2017,(1).
- [18] 王少华,上官泽明,吴秋生. 高质量发展背景下实体企业金融化如何助力企业创新——基于金融化适度性的视角[J]. 上海财经大学学报,2020,(3).
- [19] 王志芳,魏嘉晨,张婷,等. 管理层语调是否加剧了企业内部人减持[J]. 财贸经济,2023,(4).
- [20] 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).
- [21] 徐莉萍,关月琴,辛宇. 控股股东股权质押与并购业绩承诺——基于市值管理视角的经验证据[J]. 中国工

- 业经济, 2021, (1).
- [22] 薛爽, 徐沛勳. 分析师看穿商誉泡沫了吗: 商誉对分析师盈余预测的影响及原因[J]. 会计研究, 2022, (2).
- [23] 亚琨, 罗福凯, 李启佳. 经济政策不确定性、金融资产配置与创新投资[J]. 财贸经济, 2018, (12).
- [24] 杨超, 谢志华, 宋迪. 业绩承诺协议设置、私募股权与上市公司并购绩效[J]. 南开管理评论, 2018, (6).
- [25] 杨威, 宋敏, 冯科. 并购商誉、投资者过度反应与股价泡沫及崩盘[J]. 中国工业经济, 2018, (6).
- [26] 余怒涛, 张华玉, 刘昊. 非控股大股东与企业金融化: 蓄水池还是套利工具?[J]. 南开管理评论, 2023, (2).
- [27] 翟进步, 李嘉辉, 顾楨. 并购重组业绩承诺推高资产估值了吗[J]. 会计研究, 2019, (6).
- [28] 张成思, 张步昙. 中国实业投资率下降之谜: 经济金融化视角[J]. 经济研究, 2016, (12).
- [29] 张成思, 郑宁. 中国非金融企业的金融投资行为影响机制研究[J]. 世界经济, 2018, (12).
- [30] 张欣, 董竹. 超额商誉对企业创新的影响研究[J]. 南开管理评论, 2022, (5).
- [31] 张新民, 祝继高. 经营资产结构影响高商誉企业的市场价值吗——基于A股上市公司的实证研究[J]. 南开管理评论, 2019, (2).
- [32] 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).
- [33] 周泽将, 王浩然, 雷玲. 商誉存在顺周期效应吗[J]. 会计研究, 2021, (4).
- [34] 朱孟楠, 徐云娇. 汇率风险对冲如何影响企业并购行为——基于自由现金流的视角[J]. 金融研究, 2022, (12).
- [35] Bharath S T, Jayaraman S, Nagar V. Exit as governance: An empirical analysis [J]. *The Journal of Finance*, 2013, 68(6): 2515–2547.
- [36] Demir F. Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets [J]. *Journal of Development Economics*, 2009, 88(2): 314–324.
- [37] Fieberg C, Lopatta K, Tammen T, et al. Political affinity and investors' response to the acquisition premium in cross-border M&A transactions—A moderation analysis [J]. *Strategic Management Journal*, 2021, 42(13): 2477–2492.
- [38] Frankel R, Seethamraju C, Zach T. GAAP goodwill and debt contracting efficiency: Evidence from net-worth covenants [J]. *Review of Accounting Studies*, 2008, 13(1): 87–118.
- [39] Glaum M, Landsman W R, Wyrwa S. Goodwill impairment: The effects of public enforcement and monitoring by institutional investors [J]. *The Accounting Review*, 2018, 93(6): 149–180.
- [40] Henning S L, Shaw W H. Is the selection of the amortization period for goodwill a strategic choice? [J]. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2003, 20(4): 315–333.
- [41] Jennings R, Robinson J, Thompson II R B, et al. The relation between accounting goodwill numbers and equity values [J]. *Journal of Business Finance & Accounting*, 1996, 23(4): 513–533.
- [42] Kim C S, Mauer D C, Sherman A E. The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1998, 33(3): 335–359.
- [43] Li J J, Guo Y W, Wei M H. Performance commitment in M&As and stock price crash risk [J]. *China Journal of Accounting Studies*, 2019, 7(3): 317–344.
- [44] Myznikava K, Farinha J. The impact of political freedoms on cross-border M&A abandonment likelihood [J]. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2023, 91: 112–138.
- [45] Orhangazi Ö. Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973–2003 [J]. *Cambridge Journal of Economics*, 2008, 32(6): 863–886.
- [46] Ramanna K. The implications of unverifiable fair-value accounting: Evidence from the political economy of goodwill accounting [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2008, 45(2-3): 253–281.
- [47] Williamson O E. The new institutional economics: Taking stock, looking ahead [J]. *Journal of Economic Literature*, 2000, 38(3): 595–613.

Excess Goodwill and Financial Asset Allocation: Resource Substitution or Function Supplement

Dong Xinge, Dong Yinghou

(*Business School, Liaoning University, Liaoning Shenyang 110036, China*)

Summary: China is gradually deepening the reform of the mergers and acquisitions market, encouraging listed companies to implement strategic investments to promote the high-quality development of the real economy. Amidst the wave of diversified investments, excess goodwill that deviates strategic investment significance as well as exhibits arbitrage nature, has made the “real-virtual” allocation relationship of enterprises uncertain. This paper selects A-share listed companies from 2009 to 2023 as the sample, examining the impact of excess goodwill on corporate financial asset allocation from the perspectives of strategic and non-strategic investments. The study finds that excess goodwill suppresses financial asset allocation, indicating a resource substitution relationship. Mechanism testing reveals that excess goodwill leads to the encroachment of cash resources, the intensification of debt constraints, and an increase in the governance effect of non-controlling major shareholders, which are the main reasons for the substitution relationship. The weakening of this substitution relationship is primarily due to short-selling transactions, the motivation of insiders to reduce holdings, and the decline in the binding force of commercial credit financing. Further study finds that, in terms of the stability of the substitution relationship, although the accounting standard reform in 2014 increased the predictability of the relationship between excess goodwill and financial asset allocation, the substitution effect is short-lived. In terms of economic consequences, excess goodwill causes damage to the operational capabilities of the real economy later than financial assets, and it reduces long-term equity investments with weak control and arbitrage nature. The findings enrich the theoretical exploration of corporate internal resource allocation, offering new perspectives on the optimization of asset allocation and financialization governance in corporate mergers and acquisitions. On the one hand, enterprises should acquire high-quality goodwill assets, focus on developing core businesses, and reduce reliance on speculative financial assets to stimulate the growth of the real economy; on the other hand, the government should take effective measures to enhance the corporate governance influence of creditors and non-controlling shareholders, and strengthen the predictive function of accounting standards and other institutional arrangements for asset value assessment, so as to promote enterprises to move “from virtual to real”.

Key words: excess goodwill; financial asset allocation; resource substitution; function supplement

(责任编辑: 倪建文)