

# 超额商誉：“获利利器”还是“赢家诅咒”？\*

——基于企业社会责任的视角

严甜甜<sup>1</sup> 李婉丽<sup>1</sup> 钟宇翔<sup>2</sup>



(1. 西安交通大学管理学院, 陕西 西安 710049;

2. 华中科技大学管理学院, 湖北 武汉 430074)

**内容提要:**近年来,资本市场中商誉泡沫引发的负面影响引起了各界广泛关注,本文基于社会责任视角,选取沪深 A 股上市公司 2010—2020 年的样本数据,对超额商誉与企业社会责任之间的关系及其内在机理进行了实证分析。研究表明,超额商誉的本质是稀缺资源的浪费,会产生负的合并协同效应,从而对企业当年及未来两年的社会责任履行都具有显著的负向影响。本文发现超额商誉主要通过增加融资约束和降低信息透明度,进而抑制了企业履行社会责任。在采用变量替换、内生性问题处理、中介效应 Bootstrap 检验以及分年度子样本回归等一系列稳健性检验后,主要结论依然保持不变。进一步研究发现,现金支付和管理层过度自信会加剧超额商誉对企业社会责任的负面影响,而分析师跟踪和国有企业性质会缓解超额商誉的负面影响。最后,依次检验了超额商誉对企业五类社会责任项目的具体影响。本文丰富了超额商誉的经济后果研究,拓展了企业社会责任前因研究的理论基础,同时对上市公司、利益相关者以及监管者更深刻地理解商誉泡沫的经济后果及其作用机理具有现实启示意义。

**关键词:**超额商誉 企业社会责任 融资约束 信息透明度

**中图分类号:**F270 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2022)10—0111—18

## 一、引言

2014 年《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》明确指出要鼓励市场化并购重组。在此政策背景下,自 2015 年以来并购资本市场行情一片大好,各上市公司大多进行了并购的资本操作,以实现规模扩张,从而掀起了并购热潮。与之相应,A 股积累的商誉资产也大规模上升。根据国泰安数据库整理统计,2007—2020 年包含商誉的 A 股上市公司由 519 家增加至 2506 家,商誉总额也随之从 359.8 亿元攀升至 1.18 万亿元。然而,广泛存在的 A 股商誉以及巨额商誉规模给公司未来发展和资本市场秩序埋下了巨大隐患。

商誉是一种潜在的经济价值,源自理性并购的合理商誉能实现预期的协同作用,为公司创造可靠的现金流量,有效地服务于企业的转型升级和绩效提升。然而,由于并购目标选择不当、估值过

收稿日期:2022-05-24

\* 基金项目:国家社会科学基金重点项目“RCEP 框架下促进中国制造业产业链重构的政府补贴效能提升研究”(21AGL009);国家自然科学基金青年项目“卖空机制对企业投资行为的作用机理与效果研究——基于‘脱虚向实’的视角”(71903134)。

作者简介:严甜甜,女,博士研究生,研究领域是企业社会责任、文本分析,电子邮箱:candy123456@stu.xjtu.edu.cn;李婉丽,女,教授,博士生导师,研究领域是政府补贴、资本市场制度、公司治理,电子邮箱:liwanli@mail.xjtu.edu.cn;钟宇翔,男,讲师,研究领域是会计稳健性、银行研究、盈余平滑,电子邮箱:yxzhong@hust.edu.cn。通讯作者:李婉丽。

高形成的超额商誉却被称为“赢家的诅咒”,隐藏着巨大的商誉减值风险。从2020年1月开始,沪深两市超过150家公司年报预亏,其中大部分与计提商誉减值有关。例如,众泰汽车(000980)预计亏损60亿~90亿元,其中预计计提商誉减值60亿元。超额商誉及其后续的减值风险,不但无法达到预估的并购协同作用,反而成为公司的经营负担,对其发展造成损害,甚至引发股票崩盘风险,危害到资本市场的良性发展(杨威等,2018<sup>[1]</sup>;魏志华和朱彩云,2019<sup>[2]</sup>)。目前,深入分析我国上市公司超额商誉将产生何种经济后果已成为理论与实践中的重要课题。

随着企业社会责任(CSR)活动的披露在过去十几年中显著增加,市场主流投资者逐渐将企业社会责任表现作为投资决策的参考因素。然而,在超额商誉问题引起广泛关注的同时,中国A股市场上出现了“高超额商誉低企业社会责任”的现象。如爱迪尔(002740)在2019年出现高额超额商誉后,和讯社会责任评级得分由19.53降至-9.53。超额商誉的实质是对稀缺资源的浪费,会产生一系列负的合并协同效应,引发企业的融资约束和管理层的短视行为。为此,本文进一步分析社会责任作为一项重要的公司治理理念会受到超额商誉怎样的影响及其作用机理如何,对我国学术界和资本市场的高质量发展具有重要意义。

本文以2010—2020年沪深A股市场为研究对象,通过实证分析探索了超额商誉如何作用于企业社会责任。结果表明,超额商誉和企业社会责任具有显著的负向相关关系,公司的超额商誉越高,当年及未来两年的社会责任履行水平越低。采用中介效应检验发现,超额商誉主要通过增加融资约束、降低信息透明度等途径抑制了企业社会责任的履行。在进行替换变量、内生性问题处理、中介效应Bootstrap检验以及分年度子样本回归等多项稳健性分析后,本文的研究结果依然成立。进一步地,本文一系列的横截面检验表明,在并购使用现金支付的公司中,超额商誉对其社会责任履行的负面影响更为显著,某种程度上再次证实了高融资约束是导致超额商誉抑制企业社会责任履行的主要途径;管理层过度自信会加剧企业超额商誉对其社会责任履行的负面作用,然而分析师追踪与国有企业性质可以在一定程度上缓解超额商誉对社会责任履行的不利影响。此外,公司社会责任的履行涉及股东、员工、供应商及消费者等不同主体,本文进一步区分了企业社会责任五大要素,进而实证探索超额商誉对各项社会责任要素的具体影响。

本研究的理论意义体现于:第一,现有关于商誉对微观企业行为影响的研究,发现并购商誉会降低公司未来经营绩效(郑海英等,2014<sup>[3]</sup>;魏志华和朱彩云,2019<sup>[2]</sup>)、增加风险承担(周泽将等,2019)<sup>[4]</sup>甚至引发股价崩盘风险(杨威等,2018)<sup>[1]</sup>等。本文区别于已有文献,发现并购商誉中的不合理因素即超额商誉会显著抑制企业社会责任的履行,结论能够为并购商誉资产经济后果的理论研究引入新的实证支持。第二,国内外学者一直致力于企业社会责任影响因素的探究,已有文献从利益相关者压力(Phillips,2003)<sup>[5]</sup>、制度层面(陶莹和董大勇,2013)<sup>[6]</sup>、公司特征(沈洪涛,2007)<sup>[7]</sup>和公司高管等视角探讨了其对社会责任履行的作用。本研究将企业社会责任和企业并购活动的无效率结果——超额商誉相联系,是对企业社会责任在微观层面特别是并购重组有效性方面的前置动因文献的有益补充。第三,从融资约束和信息透明度的角度出发,探究超额商誉作用于企业社会责任的具体路径,并检验了并购支付类型、管理层过度自信等一系列调节作用,有利于打开超额商誉对企业社会责任负向影响的“黑箱子”。

## 二、文献回顾与研究假设

### 1. 文献回顾

(1)商誉影响因素及经济后果。会计界对商誉的界定表明,公司在并购活动中的溢价支付直接产生了商誉资产,可看作公司为了获得产权所付出的成本。而超额商誉则被视为企业并购活动支付的成本超出之后协同作用所带来的效益,是不能使企业获得预期超额盈利的资产(何苏燕和

任力,2021)<sup>[8]</sup>。对于并购溢价的影响因素,李丹蒙等(2018)<sup>[9]</sup>通过实证发现企业形成虚高商誉实质上源于高管过度自信。研究显示,在高管代理矛盾剧烈(陈耿和严彩红,2020)<sup>[10]</sup>、采用股份支付方式(谢纪刚和张秋生,2013)<sup>[11]</sup>及高管非理性地模仿行业领先者形成“同伴效应”的公司中,更容易形成超额商誉。Shalev等(2013)<sup>[12]</sup>指出公司高管薪酬激励会对商誉的会计选择产生影响,从而影响商誉。对于超额商誉的治理机制,已有文献发现有效的内部控制(张新民等,2018)<sup>[13]</sup>、企业社会责任的履行(许罡,2020)<sup>[14]</sup>、选聘高质量审计师(郭照蕊和黄俊,2020)<sup>[15]</sup>和高会计稳健性(韩宏稳和唐清泉,2021)<sup>[16]</sup>等均能够有效抑制商誉泡沫。

当前对商誉的经济后果研究主要关注于企业绩效与市值等方面。尽管上市公司在并购中支付较高的商誉成本能增加企业风险承担(周泽将等,2019)<sup>[4]</sup>和当期绩效(郑海英等,2014)<sup>[3]</sup>,但超额商誉的存在会使企业的市场竞争力下降,使其造成后续运营负担(魏志华和朱彩云,2019)<sup>[2]</sup>,降低长期绩效(黄蔚和汤湘希,2019)<sup>[17]</sup>,进而影响企业价值。Henning等(2000)<sup>[18]</sup>则发现商誉对公司盈利能力和市场价值具有正向的影响。然而,随着并购商誉规模呈现不断扩大的趋势,出现股价泡沫的可能性较高,从而引发股价崩盘风险(杨威等,2018)<sup>[1]</sup>。并且随后产生的商誉减值会成为管理层平滑企业收入的工具(Ramanna和Watts,2012)<sup>[19]</sup>,同时,商誉减值损失会将企业绩效的不利消息传向市场,使投资者失去信心,企业未来的销售额和盈利也会受此影响(Li等,2011)<sup>[20]</sup>。董竹和张欣(2021)<sup>[21]</sup>的观点表明,超额商誉会增加企业的债务融资成本和分析师乐观偏差程度,使得企业的创新能力受到限制。赵彦锋(2021)<sup>[22]</sup>实证得出超额商誉会导致经营风险和审计投入增加,进而提高审计收费。

(2)企业社会责任影响因素。在我国改革开放和全球化背景下,社会责任履行已成为一种长期投资,是影响企业核心竞争力的关键因素。已有研究发现利益相关者压力、公司特征、外部环境等因素均会影响企业社会责任履行。首先,基于利益相关者视角,既有文献认为各种利益相关者参与的社会契约集合形成企业,因而企业需重视对利益相关者的利益保护,迫于各类利益相关者的压力,企业会主动履行社会责任(Phillips,2003)<sup>[5]</sup>。在公司特征方面,公司规模、产权性质、企业文化和融资约束等是影响企业履行社会责任的主要因素(沈洪涛,2007<sup>[7]</sup>;靳小翠,2017<sup>[23]</sup>)。就外部环境来说,源于合法性的制度压力通过认知、规范和模仿机制对企业社会责任履行起到促进作用(陶莹和董大勇,2013)<sup>[6]</sup>。同时,包括消费者需求不确定性、技术动荡性以及行业竞争强度在内的市场环境也可能影响企业社会责任(Campbell,2007)<sup>[24]</sup>。此外,外资参股(步丹璐等,2021)<sup>[25]</sup>、卖空机制(朱焱和王玉丹,2019)<sup>[26]</sup>及审计师行业专长(彭雯等,2017)<sup>[27]</sup>等能发挥外部监督作用进而提高企业社会责任绩效。

综上所述,现有研究较为充分地探讨了商誉的经济后果和企业社会责任的影响因素,学术界认为超额商誉及其后续减值对企业发展有较大影响,主要是负面效应。此外,考虑到商誉同时包括能发挥协同作用的正向资产和侵蚀公司价值的反向资产,少数关于商誉与企业社会责任的文献(叶苗苗等,2020)<sup>[28]</sup>,是以整个商誉作为研究对象,未对超额商誉进行剥离。基于此,本文试图区分超额商誉和适度商誉,基于融资约束和信息透明度的中介效应,深入剖析商誉泡沫是否减少了企业社会责任的履行及其作用机理。

## 2. 研究假设

(1)超额商誉与企业社会责任。公司之所以进行并购重组,其核心目标通常是通过发挥并购后的协同作用,增加企业价值。以往的研究大多表明,直接来源于企业并购的商誉,对企业的盈利能力与市场价值具有正向作用(Chauvin和Hirschey,1994)<sup>[29]</sup>。然而,由于信息不对称、管理层过度自信及代理问题等的存在,商誉的确认价值可能比企业整体价值和可识别资产价值的差距大得多,从而引发“商誉泡沫”,产生超额商誉(Wang和Xie,2009<sup>[30]</sup>;李丹蒙等,2018<sup>[9]</sup>)。

与适度合理的商誉相比,商誉中估值过高的部分(即超额商誉)并不能反映资产的内涵和商誉的性质,其本质是企业稀缺资源的浪费,会产生负的合并协同效应。已有研究表明,高估的商誉降低了公司未来业绩(魏志华和朱彩云,2019)<sup>[2]</sup>、增加了股价崩盘风险(杨威等,2018)<sup>[1]</sup>和审计风险(赵彦锋,2021)<sup>[22]</sup>,给企业带来了一系列的负面影响。具体到企业社会责任上,一方面,超额商誉直接来源于高溢价并购,其实质是对稀缺资源的浪费,包括人力、物力和财力等(魏志华和朱彩云,2019)<sup>[2]</sup>,引发企业的资源约束,降低了企业履行社会责任的能力;另一方面,公司的并购行为发生后,公司支付溢价越高,那么发生商誉减值的概率就越高(Li等,2011)<sup>[20]</sup>,且减值的规模也会更大(胡凡和李科,2019)<sup>[31]</sup>。而现行准则使企业在商誉减值测试中拥有过大的自由裁量权,且想要核验商誉的公允价值有很大的难度,最后可能引发高管采取推迟(或加速)商誉减值的方式操纵盈余(Henning等,2004<sup>[32]</sup>;Li和Sloan,2017<sup>[33]</sup>)。代理理论提出,该自由裁量权将导致高管谋取私利的短视行为,进而消极或被动地履行企业社会责任。另外,商誉减值是公司投资策略低效的一个信号(Gu和Lev,2011)<sup>[34]</sup>,诸如银行和供应商等利益相关方在接收到企业负面信息的时候,可能会对企业提出更多的风险补偿要求,从而减少企业的可得资源并提升债务融资成本。企业的外源性融资能力受到限制,导致其履行社会责任的能力被削弱。最后,因并购目标选择不当、估值过高而形成的商誉泡沫会使得并购后的资源整合较为困难,同时企业过于关注并购的协同效应,会造成企业在战略制定上的错误,在并购中投入过多资源,降低资源的利用率,而错失有利的投资机会,进一步对企业的长期发展产生负面影响,不利于企业履行社会责任。因此,本文提出第一个研究假设:

H<sub>1</sub>:超额商誉会对企业社会责任绩效产生负向冲击,且该负向冲击是持续的。

(2)融资约束的中介作用。第一,超额商誉会加剧企业的融资约束。商誉中的过度支付导致商誉信息偏离核心商誉价值(Johnson和Petroni,1998)<sup>[35]</sup>,并购商誉越高越容易增加企业面临的融资约束风险(黄蔚和汤湘希,2019)<sup>[17]</sup>。并购交易中股份支付的兴起,进一步驱使了高溢价并购的发生(谢纪刚和张秋生,2013)<sup>[11]</sup>,而该高估商誉无助于企业未来的盈利能力,仅有“核心商誉”部分才能为企业带来超额收益(Henning等,2000)<sup>[18]</sup>。由于超额商誉仅为企业的虚资产,当公司陷入财务困境时,无法缓解资金短缺或负债问题,也无助于提高企业的偿债能力。因而,超额商誉使企业与外部投资人的信息不对称问题更加突出,企业的融资行为受到限制。除此之外,随着近年来我国资本市场中商誉规模急剧增加,为上市公司后续通过计提商誉减值进行“洗大澡”等盈余管理创造了条件(Beatty和Weber,2006)<sup>[36]</sup>,进一步加剧了企业与外部投资者之间的信息不对称,对企业的融资活动产生抑制作用。总而言之,企业的超额商誉越高,表明企业在并购活动中的过度支付越多,进行盈余管理的动机越强,经营风险和债务风险加剧,导致投资者和债权人减少资金投入或要求更高的风险补偿,进而增加企业的融资约束。第二,融资约束会抑制企业社会责任的履行。资源依赖理论认为,不具备资源优势的企业,为了提高竞争力会优先进行有利可图的活动而不是企业社会责任活动(Roberts,1992)<sup>[37]</sup>。因此,企业所面临的融资约束程度会影响其融资能力、自由现金流水平以及基于预防性动机而选择是否采取保守的社会责任政策,进而影响到其社会责任的履行。具体而言,一方面,融资约束和公司的自由现金流密切相关,当公司受到较强的融资限制,从其他金融机构等外部渠道进行融资的难度变大,其实际拥有的资金总规模减少,难以满足社会责任履行所需要的资金支持,也意味着企业履行社会责任的能力被削弱;另一方面,融资约束会驱使公司高管出于预防性目的而选取相应的社会责任策略(陈峻和郑惠琼,2020)<sup>[38]</sup>,公司融资约束越多,考虑到未来的外部融资能力变弱以及对公司经营可能造成的不利影响,管理层会更严格地控制用于履行社会责任所耗费的资金,履行社会责任的积极性减弱,从而采取较为保守的社会责任政策。综合以上分析,本文认为,超额商誉导致企业融资活动受限,不利于企业社会责任的履行,因此,提出本文第二个假设:

H<sub>2</sub>: 超额商誉通过提高融资约束进而减少企业社会责任绩效。

(3) 信息透明度的中介作用。超额商誉对企业的信息透明度具有负向影响。并购商誉核查难度大,且会计估计结果易受影响,准确性和客观性无法保证,从而使得公司年报提供的商誉资产具有高度模糊性(郑春美和李晓,2018)<sup>[39]</sup>。根据现行会计准则,商誉后续计量方式在将摊销改为减值后,每年通过减值测试计量企业真实并购资产的公允价值,在计量时需要考虑未来发展趋势以及可能发生的事件,容易受到主观因素的影响,导致估计结果不够精准。Li 和 Sloan(2017)<sup>[33]</sup>发现,管理层会运用自由裁量权来推迟或减少商誉减值损失的计提,以达到增加公司业绩,维持股价稳定的目的。所以,超额商誉的形成和商誉的后续计量方法以及由此引发的盈余管理活动均降低了信息透明度。而信息透明度反映了管理层的机会主义倾向,和企业的社会责任绩效是正向影响关系。对于公司管理者而言,直接决定着企业社会责任的履行策略,从而对社会责任绩效水平产生影响。一般来说,当企业信息透明度较低时,由信息不对称导致的委托代理问题加剧,管理层将更具机会主义倾向,进而减少企业社会责任履行。企业社会责任作为一种长期的战略型投资,为公司所带来的声誉效应在较长时间内才能显现,短期内反而可能抑制企业的运营财务绩效(McWilliams 和 Siegel,2001<sup>[40]</sup>;Lopez 等,2007<sup>[41]</sup>)。因此,当企业信息透明度较低时,高管更可能隐藏坏消息,采取投机主义行为,进而注重企业的短期绩效而降低企业社会责任履行水平。此外,由于公司信息的低透明性,导致产品质量、员工关系和环境危害等能引发公司股价大跌的相关负面社会责任信息得以掩盖,管理层的职业声誉与薪酬水平并不会因此受到损失,因此会减少将自身精力和公司资源投向企业社会责任的履行。基于以上分析,本文认为,超额商誉可能通过降低信息透明度抑制企业履行社会责任。所以,提出如下假设:

H<sub>3</sub>: 超额商誉通过降低信息透明度进而减少企业社会责任绩效。

### 三、研究设计

#### 1. 样本选择与数据来源

本文的研究对象为沪深 A 股上市公司,样本数据获取区间为 2010—2020 年。为了确保研究结果的可靠性,需要进一步筛选数据,筛选标准如下:(1) 金融保险类公司的数据不包含在内;(2) 不包含 ST、\*ST 类上市公司的数据;(3) 如果样本数据存在变量缺失的情况,予以删除。为了增强数据分析结果的有效性,本研究对连续变量采取了 1% 分位数的缩尾处理,共获取 26875 个公司-年度观测值。其中企业社会责任数据来自和讯网上市公司 CSR 测评数据库,其他数据均来自 CSMAR 数据库和 WIND 金融终端。

#### 2. 变量定义

(1) 解释变量:超额商誉(GW\_excess)。参考傅超等(2015)<sup>[42]</sup>的研究,通过模型预测法对超额商誉进行度量,模型如下:

$$GW\_norm_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Cash_{i,t} + \alpha_2 Buyer_{i,t} + \alpha_3 GW\_ind_{i,t} + \alpha_4 Size_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t} + \alpha_6 Growth_{i,t} + \alpha_7 Maho_{i,t} + \alpha_8 Dual_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

该模型中,因变量为经资产标准化处理后的实际商誉,自变量包括合并特征(是否支付现金、买方支出价值)、行业商誉水平、企业特征(公司规模、盈利能力、成长能力、高管持股比例、是否两职合一)及其行业与年度虚拟变量。根据回归分析结果,确定商誉实际值与期望值的差值,即为超额商誉的代理变量。

(2) 被解释变量:企业社会责任(CSR)。当前通过公司是否满足多重利益相关者的需求来衡量企业的社会表现已成为主流。本文借鉴顾雷雷等(2020)<sup>[43]</sup>的做法,采用和讯网上市公司社会责

任报告总得分除以 100 来度量企业社会责任履行情况。该评价体系综合考虑沪深两市官方发布的上市公司社会责任报告和年度报告,从股东责任、员工责任等五维度对社会责任履行情况进行研究,得分越高表示企业的社会责任表现越好。

(3)控制变量。借鉴已有文献(贾兴平和刘益,2014)<sup>[44]</sup>,本文选取了公司规模(*Size*)、公司年龄(*Age*)、现金流比率(*Cashflow*)、营业收入增长率(*Growth*)、资产负债率(*Lev*)、是否两职合一(*Dual*)、第一大股东持股比例(*Top1*)、是否国有控股(*SOE*)、独立董事比例(*Indep*)以及股权制衡度(*Balance*)作为模型的控制变量。同时对样本的行业(*Industry*)和年度(*Year*)虚拟变量予以控制。

本文主要变量定义如表 1 所示。

表 1 主要变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
超额商誉	<i>GW_excess</i>	采用商誉期望模型的回归残差作为超额商誉的代理变量
企业社会责任	<i>CSR</i>	和讯网上市公司社会责任报告总得分除以 100
公司规模	<i>Size</i>	总资产的自然对数
公司年龄	<i>Age</i>	$\ln(\text{当年年份} - \text{成立年份} + 1)$
现金流比率	<i>Cashflow</i>	经营活动产生的现金流量净额/总资产
营业收入增长率	<i>Growth</i>	$(\text{本年营业收入} / \text{上一年营业收入}) - 1$
资产负债率	<i>Lev</i>	总负债/总资产
是否两职合一	<i>Dual</i>	若董事长与总经理为同一人则赋值为 1,否则为 0
第一大股东持股比例	<i>Top1</i>	第一大股东持股数量/总股数
是否国有控股	<i>SOE</i>	若为国有控股企业则赋值为 1,否则为 0
独立董事比例	<i>Indep</i>	独立董事/董事人数
股权制衡度	<i>Balance</i>	第二到五位大股东持股比例之和/第一大股东持股比例
行业	<i>Industry</i>	使用证监会 2012 行业分类标准,除制造业使用二级分类标准外,其他行业均使用大类划分,控制行业固定效应
年度	<i>Year</i>	控制年份固定效应

### 3. 模型设定

为验证假设  $H_1$ ,即超额商誉对企业履行社会责任的影响,建立如下模型:

$$CSR_{i,t+j} = \alpha_0 + \alpha_1 GW\_excess_{i,t} + Controls_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

企业进行并购重组是其形成商誉的主要原因,如果不进行减值处理,会持续呈现在资产负债表中,并持续影响企业的运营决策。所以,本文分别考察了超额商誉对企业当年及未来 1~2 年企业社会责任履行的影响,即  $j=0,1,2$ 。其中,  $GW\_excess_{i,t}$  为公司  $i$  第  $t$  年的超额商誉,  $Controls_{i,t}$  为控制变量合集,  $Industry$  和  $Year$  分别表示年份固定效应和行业固定效应,  $\varepsilon_{i,t}$  为误差项。如果模型(2)中  $GW\_excess$  的回归系数  $\alpha_1$  显著为负数,则表明超额商誉确实会对企业未来的社会责任履行产生负面冲击,意味着提出的第一个假设  $H_1$  获得验证。

## 四、实证结果分析

### 1. 描述性统计分析

表 2 反映了本文主要变量的描述性数据,可以看出,所有样本企业社会责任绩效(*CSR*)的均值为 0.237,中位数为 0.217,最大值和最小值分别为 0.852 和 -0.132,标准差为 0.150,意味着 A 股上市公司履行社会责任的意愿不强,且取得的社会责任绩效不高,不同企业社会责任履行情况也有较大的不同。标准化商誉( $GW\_norm$ )的平均值是 0.027,中位数是 0,意味着标准化商誉具有右偏

分布特征,少部分企业有较高的商誉资产。超额商誉( $GW\_excess$ )的平均数值为 $-0.002$ ,计算得到的中位数为 $-0.010$ ,最小值和最大值分别为 $-0.192$ 和 $0.456$ ,标准差为 $0.057$ ,意味着超额商誉在不同企业间呈现不平衡性,部分企业具有较高的商誉泡沫。其他变量基本与以往的文献保持一致,处于合理范围内。

表 2 主要变量描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	25%分位	中位数	75%分位	最大值
CSR	26875	0.237	0.150	-0.132	0.161	0.217	0.272	0.852
$GW\_norm$	26875	0.027	0.065	0.000	0.000	0.000	0.015	0.492
$GW\_excess$	26875	-0.002	0.057	-0.192	-0.030	-0.010	0.004	0.456
Size	26875	22.150	1.214	18.219	21.245	21.987	22.876	27.269
Age	26875	2.852	0.338	1.099	2.639	2.890	3.091	3.555
Cashflow	26875	0.046	0.063	-0.447	0.007	0.045	0.086	0.553
Growth	26875	0.160	0.561	-0.953	-0.025	0.106	0.269	51.138
Lev	26875	0.426	0.199	0.017	0.263	0.420	0.583	1.618
Dual	26875	0.273	0.445	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
Top1	26875	0.340	0.140	0.045	0.226	0.320	0.440	0.761
SOE	26875	0.345	0.475	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
Indep	26875	0.373	0.048	0.250	0.333	0.333	0.429	0.750
Balance	26875	0.712	0.559	0.019	0.250	0.563	1.045	2.986

## 2. 超额商誉与企业社会责任的回归结果

表 3 列示了超额商誉对企业社会责任影响的回归结果。在控制了企业特征、行业固定效应和年度固定效应后,第(1)列中因变量为企业当年的社会责任表现时,超额商誉( $GW\_excess$ )的回归系数数值为 $-0.104$ ,在1%的水平下显著;第(2)和(3)列中因变量发生了变化,为企业未来一年和未来两年的社会责任表现, $GW\_excess$ 回归系数数值依次为 $-0.189$ 和 $-0.225$ ,且仍在1%的水平下显著,表明超额商誉对企业当年以及未来1~2年的社会责任履行均表现出明显的负向效应。此外,通过回归系数的绝对值可以看出,其受到的负向效应随着时间的增加而更加突出,假设 $H_1$ 得到了验证。换句话说,超额商誉作为企业不合理并购重组活动的产物,确实会对公司未来的生产经营产生阻碍,并且造成的这种负面影响还是长期存在的。控制变量中企业规模越大、企业成立年份越长、现金流比率越高、成长性越好、第一大股东持股比例和股权制衡度越高,越有利于企业履行社会责任。相反,负债率越高,则履行社会责任的程度下降。这与目前国内外主流文献结论是一致的。

表 3 超额商誉与企业社会责任

变量	(1) $CSR_t$	(2) $CSR_{t+1}$	(3) $CSR_{t+2}$
$GW\_excess$	$-0.104^{***}$ (-6.765)	$-0.189^{***}$ (-12.347)	$-0.225^{***}$ (-13.846)
Size	$0.047^{***}$ (31.161)	$0.041^{***}$ (26.038)	$0.037^{***}$ (22.638)
Age	$0.012^{**}$ (2.354)	$0.015^{***}$ (2.743)	$0.016^{***}$ (3.116)
Cashflow	$0.354^{***}$ (19.234)	$0.360^{***}$ (18.478)	$0.327^{***}$ (16.190)

续表 3

变量	(1) $CSR_t$	(2) $CSR_{t+1}$	(3) $CSR_{t+2}$
<i>Growth</i>	0.013 *** (2.853)	0.015 *** (3.649)	0.010 *** (4.798)
<i>Lev</i>	-0.171 *** (-20.642)	-0.143 *** (-16.336)	-0.130 *** (-14.945)
<i>Dual</i>	0.001 (0.411)	-0.001 (-0.333)	-0.002 (-0.609)
<i>Top1</i>	0.109 *** (7.137)	0.104 *** (6.666)	0.093 *** (6.172)
<i>SOE</i>	0.005 (1.365)	0.005 (1.343)	0.004 (1.153)
<i>Indep</i>	0.015 (0.567)	0.031 (1.122)	0.021 (0.769)
<i>Balance</i>	0.020 *** (5.795)	0.020 *** (5.514)	0.018 *** (5.068)
<i>_cons</i>	-0.800 *** (-21.574)	-0.693 *** (-17.851)	-0.568 *** (-14.535)
行业/年份固定效应	是	是	是
样本数	26875	22683	19342
调整 R <sup>2</sup>	0.285	0.273	0.258

注: \*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$ ; 括号内为  $t$  值, 标准误经过公司层面的聚类调整, 下同

### 3. 中介效应检验

(1) 超额商誉、融资约束与企业社会责任。参考 Kaplan 和 Zingales (1997)<sup>[45]</sup> 的做法, 用经营性现金流、派现水平、现金持有量、资产负债率及 Tobin's Q 五个因素作为表征融资约束的代理变量, 通过排序逻辑回归分析进而构建一个衡量企业融资约束程度的综合指数 ( $KZ$  指数), 其值越大, 表明公司融资难度加大。  $KZ$  作为中介变量, 需要进一步构建如下模型验证  $KZ$  的中介效应是否成立, 如果成立, 则模型(3)中  $GW\_excess$  的回归系数  $\beta_1$  应当显著不为 0 且模型(4)中  $KZ$  的回归系数  $\gamma_2$  也应当显著不为 0。进一步地, 假若  $\gamma_2$  显著且  $\gamma_1$  不显著, 意味着融资约束起到完全中介作用, 假若  $\gamma_1$  和  $\gamma_2$  都显著, 意味着其仅起到部分中介作用。

$$KZ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GW\_excess_{i,t} + Controls_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$CSR_{i,t+j} = \gamma_0 + \gamma_1 GW\_excess_{i,t} + \gamma_2 KZ_{i,t} + Controls_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

回归结果如表 4 的 Panel A 所示。表 4 Panel A 的第(1)列显示了因变量为融资约束 ( $KZ$ ) 的结果, 其中超额商誉 ( $GW\_excess$ ) 的回归系数值为 1.445, 并且在 1% 的显著性水平上为正数, 表明超额商誉加剧了企业的融资约束程度。第(2)~(4)列是分别以当期、未来 1~2 期企业社会责任绩效作为被解释变量, 并加入中介变量 ( $KZ$ ) 的回归结果, 超额商誉 ( $GW\_excess$ ) 的回归系数在 1% 显著性水平上所得结果为负数, 而融资约束 ( $KZ$ ) 的回归系数在  $t, t+1, t+2$  期也均在 1% 的水平上显示为负数, 表明融资约束具有部分中介作用, 超额商誉会加剧企业的融资约束从而降低企业社会责任绩效。并且  $KZ$  回归系数的绝对值逐渐减小, 说明融资约束对企业社会责任的负向影响随着时间推移逐渐减弱。为严谨起见, 列出了中介效应检验的 Sobel Z 值, 可以看到, Sobel Z 值均通过了 1% 水平的显著性检验, 所以, 本文提出的第 2 个假设得以验证。



表 4 中介效应检验

Panel A: 中介变量为融资约束(KZ)				
变量	(1) KZ	(2) CSR <sub>t</sub>	(3) CSR <sub>t+1</sub>	(4) CSR <sub>t+2</sub>
GW <sub>excess</sub>	1.445 *** (11.773)	-0.075 *** (-5.345)	-0.168 *** (-10.942)	-0.205 *** (-12.300)
KZ		-0.016 *** (-22.319)	-0.014 *** (-17.568)	-0.010 *** (-11.844)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业/年份固定效应	是	是	是	是
Sobel Z		-10.410 ***	-8.838 ***	-6.357 ***
样本数	25917	25917	21805	18492
调整 R <sup>2</sup>	0.693	0.302	0.285	0.270
Panel B: 中介变量为信息透明度(CF)				
变量	(1) CF	(2) CSR <sub>t</sub>	(3) CSR <sub>t+1</sub>	(4) CSR <sub>t+2</sub>
GW <sub>excess</sub>	-0.510 *** (-7.078)	-0.115 *** (-8.139)	-0.193 *** (-12.477)	-0.232 *** (-13.769)
CF		0.042 *** (27.585)	0.035 *** (20.541)	0.030 *** (16.046)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业/年份固定效应	是	是	是	是
Sobel Z		-6.856 ***	-6.770 ***	-4.910 ***
样本数	16771	16771	14371	12336
调整 R <sup>2</sup>	0.134	0.301	0.268	0.243

(2) 超额商誉、信息透明度与企业社会责任。为检验信息透明度(CF)的中介作用,借鉴以往的研究(张宗新等,2007)<sup>[46]</sup>,采用深圳证券交易所对其上市公司的信息披露考核评级作为信息披露质量的评价基准。根据公司的信息披露评级不及格、及格、良好及优秀,分别赋值信息透明度(CF)为1、2、3、4,并使用中介效应模型进行检验,结果如表4的Panel B所示。第(1)列超额商誉(GW<sub>excess</sub>)的回归系数为-0.510,且在1%的水平上显著为负,表明超额商誉显著降低了信息透明度。第(2)~(4)列是分别以当期、未来1~2期企业社会责任绩效作为被解释变量,超额商誉(GW<sub>excess</sub>)的回归模型系数均显著为负数,而信息透明度(CF)的回归系数在t、t+1、t+2期则均在1%的水平上显著为正,且回归系数的绝对值逐渐减小,说明公司的信息透明度在超额商誉与企业社会责任的负向相关关系中依然发挥了部分中介作用,且该负向影响随着时间的推移呈现减弱趋势。Sobel Z值在1%的显著度上通过检验,假设H<sub>3</sub>得以验证。

#### 4. 稳健性检验

(1) 替换变量。为了增强研究结论的说服力,本文采用其他方法重新衡量变量。超额商誉方面,参照张新民等(2018)<sup>[13]</sup>,用每年企业商誉的账面价值减去该企业所在行业当年的商誉平均值除以总资产获得超额商誉(GW<sub>excess1</sub>),再用行业年度商誉的中位数代替行业商誉的均值获得超额商誉(GW<sub>excess2</sub>)。根据表5的回归结果显示,超额商誉的回归系数在1%的显著水平上依旧为负数。企业社会责任方面,利用和讯网提供的上市公司的五个社会责任评级,将CSR<sub>rank</sub>赋值为1~5,从而获得企业社会责任绩效的替代衡量指标。回归结果如表6所示,超额商誉(GW<sub>excess</sub>)对当期、未来1~2期的企业社会责任绩效仍具有逐渐加剧的负面影响,与主检验结果保持一致。

表 5 稳健性检验 1:变量替换

变量	(1) $CSR_t$	(2) $CSR_{t+1}$	(3) $CSR_{t+2}$	(4) $CSR_t$	(5) $CSR_{t+1}$	(6) $CSR_{t+2}$
$GW\_excess1$	-0.094 *** (-5.957)	-0.166 *** (-10.658)	-0.202 *** (-12.324)			
$GW\_excess2$				-0.125 *** (-8.002)	-0.195 *** (-12.681)	-0.228 *** (-14.026)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业/年份固定效应	是	是	是	是	是	是
样本数	26875	22683	19342	26875	22683	19342
调整 R <sup>2</sup>	0.285	0.271	0.257	0.286	0.273	0.259

表 6 稳健性检验 2:变量替换

变量	(1) $CSR\_rank_t$	(2) $CSR\_rank_{t+1}$	(3) $CSR\_rank_{t+2}$
$GW\_excess$	-0.245 *** (-4.916)	-0.613 *** (-11.946)	-0.678 *** (-11.963)
控制变量	控制	控制	控制
行业/年份固定效应	是	是	是
样本数	26875	22683	19342
调整 R <sup>2</sup>	0.204	0.201	0.193

(2)内生性检验。本文根据上市企业商誉资产计算超额商誉代理变量,然而,不是所有的上市企业都进行了并购重组从而产生并购商誉,所以可能引发样本选择性偏误。此外,许罡(2020)<sup>[14]</sup>的研究表明,企业对社会责任的履行会显著抑制超额商誉,这可能导致前文的研究结果存在反向因果问题。因此,本部分拟使用工具变量法与倾向得分匹配法(PSM)减弱潜在的内生性问题。

1)工具变量法。本文采用同年份内除该公司外其他上市公司超额商誉的均值作为工具变量。这主要是因为,某一上市公司的并购商誉与同一年度内其他公司的商誉具有一定的相关性,然而该年度其他公司的商誉难以对本公司的社会责任履行造成影响。表 7 列示了 2SLS 的估计结果。可以看出,工具变量  $Mean\_GW$  的估计系数均显著为负数,且在对工具变量进行了不可识别和弱工具变量检验后,结果显示所选择的工具变量均不存在识别不足和弱识别的问题。第二阶段的被解释变量无论是当期还是未来 1~2 期的社会责任绩效, $GW\_excess$  的估计系数均在 1% 的水平上显著为负。所以,将内生性问题考虑在内后,依旧显示出超额商誉和社会责任履行之间的负向关系,进一步验证了本文的主假设。

表 7 稳健性检验 3:两阶段模型

变量	(1)第一阶段 $GW\_excess$	(2)第二阶段 $CSR_t$	(3)第一阶段 $GW\_excess$	(4)第二阶段 $CSR_{t+1}$	(5)第一阶段 $GW\_excess$	(6)第二阶段 $CSR_{t+2}$
$Mean\_GW$	-2699.730 *** (-369.67)		-2655.536 *** (-379.70)		-2596.088 *** (-402.90)	
$GW\_excess$		-0.099 *** (-6.154)		-0.178 *** (-11.175)		-0.214 *** (-12.909)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业/年份固定效应	是	是	是	是	是	是
样本数	26875	26875	22683	22683	19342	19342
调整 R <sup>2</sup>		0.285		0.272		0.258

2) 倾向得分匹配法 (PSM)。为削弱内生性问题可能引发的偏误, 本文通过倾向得分匹配法进行稳健测试。选取公司规模 (*Size*)、公司年龄 (*Age*)、现金流比率 (*Cashflow*)、营业收入增长率 (*Growth*)、资产负债率 (*Lev*)、是否两职合一 (*Dual*)、第一大股东持股比例 (*Top1*)、是否国有控股 (*SOE*)、独立董事比例 (*Indep*) 及股权制衡度 (*Balance*), 同时考虑年度和行业的影响, 对企业是否发生并购进行 Logit 回归, 利用最近邻原则为发生并购的公司匹配一个发生并购概率最相近但实际未发生并购的公司, 卡尺范围为 0.0001。并通过了 PSM 的平衡性检验, 表明 PSM 检验之后, 实验组和控制组两组的主要特征变量差异较小。使用匹配后的样本对模型 (2) 进行进一步检验, 由表 8 知, *GW\_excess* 的回归系数值均仍在 *t* 期、*t* + 1 期及 *t* + 2 期显著为负数, 与上文检验结果相同, 提高了研究结论的可信度。

表 8 稳健性检验 4: PSM 模型

变量	(1) <i>CSR<sub>t</sub></i>	(2) <i>CSR<sub>t+1</sub></i>	(3) <i>CSR<sub>t+2</sub></i>
<i>GW_excess</i>	-0.098 *** (-6.159)	-0.182 *** (-10.566)	-0.210 *** (-11.312)
控制变量	控制	控制	控制
行业/年份固定效应	是	是	是
样本数	25336	20210	17078
调整 R <sup>2</sup>	0.288	0.277	0.260

(3) 中介效应的 Bootstrap 检验。本文使用 Bootstrap 法进一步验证中介作用是否成立。利用 Bootstrap 方法进行 400 次重复取样并构造 95% 的误差修正置信区间, 若置信区间上下限不包括 0, 则证明中介效应是成立的。表 9 的实证结果显示, 超额商誉 (*GW\_excess*) 通过融资约束 (*KZ*) 或信息透明度 (*CF*) 对 *t* 期、*t* + 1 期和 *t* + 2 期的企业社会责任绩效产生的间接中介效应都是显著为负的, 且 95% 的置信区间都不包含 0, 即中介效应成立, 假设 H<sub>2</sub> 和 H<sub>3</sub> 得到了进一步的验证。

表 9 稳健性检验 5: 中介效应的 Bootstrap 分析结果

Panel A: 中介变量为融资约束 ( <i>KZ</i> )			
变量	(1) <i>CSR<sub>t</sub></i>	(2) <i>CSR<sub>t+1</sub></i>	(3) <i>CSR<sub>t+2</sub></i>
Bootstrap 间接效应	-0.023 *** (-9.295)	-0.019 *** (-7.113)	-0.011 *** (-5.031)
95% 的置信区间	[-0.0278, -0.0181]	[-0.0238, -0.0135]	[-0.0152, -0.0067]
样本数	25917	21805	18492
Panel B: 中介变量为信息透明度 ( <i>CF</i> )			
变量	(1) <i>CSR<sub>t</sub></i>	(2) <i>CSR<sub>t+1</sub></i>	(3) <i>CSR<sub>t+2</sub></i>
Bootstrap 间接效应	-0.021 *** (-6.719)	-0.019 *** (-6.200)	-0.013 *** (-4.811)
95% 的置信区间	[-0.0274, -0.0150]	[-0.0249, -0.0130]	[-0.0177, -0.0074]
样本数	16771	14371	12336

(4)分年度子样本回归。为了推动资本市场的并购重组,国务院于2014年发布了《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(国发[2014]17号),从而使我国A股市场进入“并购商誉”的增长繁荣期。为了探究不同时期的超额商誉对企业社会责任影响的差异,本文根据2010—2014年和2015—2020年两个时间区间划分子样本,对模型(2)进行再回归。研究发现,在2015—2020年的超额商誉快速增长阶段,其对企业社会责任绩效的负面影响显著高于对照阶段2010—2014年。可知超额商誉确实会对企业社会责任产生一定的制约作用,特别是在企业超额商誉迅速增加的情况下。总的来说,前文的研究结果并没有改变。

表 10 稳健性检验 6:分年度子样本回归

变量	2010—2014 年			2015—2020 年		
	(1) $CSR_t$	(2) $CSR_{t+1}$	(3) $CSR_{t+2}$	(4) $CSR_t$	(5) $CSR_{t+1}$	(6) $CSR_{t+2}$
$GW\_excess$	0.047 (0.748)	0.006 (0.101)	-0.013 (-0.179)	-0.109*** (-7.523)	-0.189*** (-13.266)	-0.221*** (-14.408)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业/年份固定效应	是	是	是	是	是	是
样本数	9605	9273	9166	17270	13410	10176
调整 $R^2$	0.292	0.271	0.233	0.260	0.256	0.249

## 五、拓展性分析

### 1. 并购支付类型的影响

现金支付是我国并购事件中最主流的支付方式,对于并购方来说,使用现金支付审批手续虽然简单,但会给企业带来较大的资金压力,使企业面临更大的融资约束,进而影响企业的正常运作,从而对企业社会责任的负面影响更大。因此,根据CSMAR提供的并购重组数据库,本文引入上市公司并购支付类型的虚拟变量  $Cash$ ,若企业在并购交易事件中采用现金支付则赋值为1,否则为0。表11中的并购支付类型调节效应检验表明,超额商誉和并购支付类型的交乘项  $GW\_excess \times Cash$  对  $CSR_{t+1}$ 、 $CSR_{t+2}$  的系数分别在10%和1%的水平上显著为负。表明在采用现金支付进行并购的企业中,超额商誉对企业社会责任承担的负面影响更明显。这与本文的理论推导相一致。

表 11 超额商誉、并购支付类型与企业社会责任

变量	(1) $CSR_t$	(2) $CSR_{t+1}$	(3) $CSR_{t+2}$
$GW\_excess$	-0.043 (-0.920)	-0.110** (-2.286)	-0.075 (-1.358)
$Cash$	-0.000 (-0.057)	-0.006 (-0.726)	-0.008 (-1.252)
$GW\_excess \times Cash$	-0.061 (-1.327)	-0.086* (-1.783)	-0.162*** (-2.831)
控制变量	控制	控制	控制
行业/年份固定效应	是	是	是
样本数	14602	11911	9697
调整 $R^2$	0.289	0.282	0.275

### 2. 高管过度自信的影响

管理者过度自信概念已被应用于并购领域。李丹蒙等(2018)<sup>[9]</sup>实证研究发现,过度自信的管理者会高估被收购企业的价值或自身的管理能力,导致对并购目标的过度支付,从而产生超额商

誉。因此,本文预测,在管理层过度自信的公司中,会出现高管对于并购估值的乐观偏差,且并购后的资源整合也更加低效,导致超额商誉代表的未来经济利益无法实现。此外,祁怀锦和刘艳霞(2018)<sup>[47]</sup>发现,由于高估处理问题的能力并轻视利益相关者的重要性,导致过度自信的管理层对公司的安全状况过于乐观,低估了公司与自身所面临的风险,从而更少选择进行风险对冲,不利于公司社会责任履行。因此,本部分测试超额商誉对公司社会责任的负向影响在过度自信的管理者中是否会加剧。采用薪酬最高的前三名高管薪酬之和与所有高管薪酬之和的比值来度量管理层过度自信(*Overconf*),回归结果如表12所示, $GW\_excess \times Overconf$ 对*CSR*的回归系数值在*t*、*t*+1及*t*+2期均在1%的水平下为负数,这表明过度自信的管理层特质增大了超额商誉对企业社会责任的抑制效应。

表 12 超额商誉、高管过度自信与企业社会责任

变量	(1) <i>CSR<sub>t</sub></i>	(2) <i>CSR<sub>t+1</sub></i>	(3) <i>CSR<sub>t+2</sub></i>
<i>GW_excess</i>	0.039 (0.667)	-0.037 (-0.649)	-0.045 (-0.744)
<i>Overconf</i>	-0.032 *** (-3.869)	-0.026 *** (-2.981)	-0.016 * (-1.792)
<i>GW_excess</i> × <i>Overconf</i>	-0.227 *** (-2.546)	-0.245 *** (-2.902)	-0.291 *** (-3.047)
控制变量	控制	控制	控制
行业/年份固定效应	是	是	是
样本数	26832	22650	19316
调整 R <sup>2</sup>	0.286	0.274	0.259

### 3. 分析师跟踪的影响

分析师作为资本市场上一种重要的信息媒介,可以解读被追踪企业的公开信息,并试图从中获得私人信息(李春涛等,2014)<sup>[48]</sup>。一方面,分析师通过向股东和外部投资者传递信息,缓解了信息不对称性,避免投资者出现盲目的错误决策,从而减少了公司对外融资的成本;另一方面,分析师作为一项重要的公司治理机制,具有监督作用,可以有效提高信息透明度,限制管理层夸大收益和资产净值的能力,使得隐含在商誉资产中不稳健的会计信息减少,有效遏制了管理层的投机行为。综合来看,当分析师追踪人数越多时,企业的商誉会计信息质量越高,管理层追逐个人私利的动机越弱。所以,本文预估,分析师跟踪人数的增加可以缓解超额商誉对企业社会责任产生的负面效应。参考已有文献的普遍做法,以对目标公司做出盈利预测的证券分析师人数的自然对数作为分析师跟踪的代理变量。回归结果如表13所示,可以看出,超额商誉和分析师跟踪的交乘项  $GW\_excess \times Analyst$  对*CSR*的回归系数在*t*期、*t*+1期至少在5%的水平上显著为正,在*t*+2期则不显著,表明分析师跟踪能够缓解超额商誉对企业社会责任的负面效应,但是,由于市场信息的快速变化,该调节作用只存在于当前与未来一期。

表 13 超额商誉、分析师跟踪与企业社会责任

变量	(1) <i>CSR<sub>t</sub></i>	(2) <i>CSR<sub>t+1</sub></i>	(3) <i>CSR<sub>t+2</sub></i>
<i>GW_excess</i>	-0.138 *** (-6.150)	-0.222 *** (-9.398)	-0.226 *** (-8.768)
<i>Analyst</i>	0.002 *** (15.204)	0.003 *** (15.617)	0.002 *** (13.756)

续表 13

变量	(1) $CSR_t$	(2) $CSR_{t+1}$	(3) $CSR_{t+2}$
$GW\_excess \times Analyst$	0.005 *** (2.802)	0.005 ** (2.478)	0.000 (0.194)
控制变量	控制	控制	控制
行业/年份固定效应	是	是	是
样本数	19498	17060	15018
调整 $R^2$	0.284	0.293	0.286

#### 4. 产权性质的影响

产权性质对于超额商誉和企业社会责任两者关系影响的检验结果如表 14 所示。若企业为国有控股企业,则  $SOE$  赋值为 1,否则为 0。估计结果表明,超额商誉和产权性质的交乘项  $GW\_excess \times SOE$  对  $CSR$  的回归系数在  $t$  期、 $t+1$  期及  $t+2$  期均在 1% 的水平上显著为正。由此可见,超额商誉对企业社会责任的抑制效应主要集中在非国有企业。相较于逐利性较强的非国有企业,国有企业更看重社会目标,同时考虑到所有权的特殊性,其更容易得到政府、银行的救助,受到的融资约束较少,所以国有企业对超额商誉的敏感性相比于非国有企业也相对更低。

表 14 超额商誉、产权性质与企业社会责任

变量	(1) $CSR_t$	(2) $CSR_{t+1}$	(3) $CSR_{t+2}$
$GW\_excess$	-0.135 *** (-8.505)	-0.222 *** (-14.136)	-0.254 *** (-15.119)
$SOE$	0.007 * (1.842)	0.008 * (1.911)	0.007 * (1.680)
$GW\_excess \times SOE$	0.266 *** (4.441)	0.300 *** (4.946)	0.276 *** (4.782)
控制变量	控制	控制	控制
行业/年份固定效应	是	是	是
样本数	26875	22683	19342
调整 $R^2$	0.286	0.274	0.259

#### 5. 超额商誉与企业分项目社会责任

本部分从利益相关者视角出发,进一步考察企业超额商誉对股东、员工、供应商、客户和消费者、环境以及社会责任的具体影响。根据和讯网提供的数据,获得企业股东责任( $CSR\_shareholder$ )、员工责任( $CSR\_staff$ )、供应商、客户和消费者权益责任( $CSR\_product$ )、环境责任( $CSR\_environment$ )以及社会责任( $CSR\_society$ )的得分概况。如表 15 所示,在第(1)列中,超额商誉( $GW\_excess$ )对股东责任( $CSR\_shareholder$ )的回归系数在  $t$ 、 $t+1$ 、 $t+2$  期均在 1% 的水平上显著为负,且回归系数的绝对值逐期增大,表明超额商誉产生后,降低了企业的盈利、偿债能力等,进而导致企业股东责任履行的下降。在第(2)~(4)列中,超额商誉对  $CSR\_staff$ 、 $CSR\_product$  和  $CSR\_environment$  回归系数的显著性主要集中在第一期,且回归系数的绝对值总体呈下降趋势。员工责任、供应商、客户和消费者权益责任以及环境责任受到法律的直接约束,构成企业合规与否的内容,因此受到超额商誉的负

面影响较小。在第(5)列中,超额商誉对社会责任( $CSR\_society$ )回归系数的显著性及绝对值在  $t$  期、 $t+1$  期、 $t+2$  期均呈上升趋势,由于企业的贡献价值、慈善捐赠等属于高层次责任且调整具有灵活性,因此受到超额商誉的负面影响后,企业社会责任的后续履行逐渐减弱。

表 15 超额商誉与企业分项目社会责任

Panel A					
变量	(1) $CSR\_shareholder_t$	(2) $CSR\_staff_t$	(3) $CSR\_product_t$	(4) $CSR\_environment_t$	(5) $CSR\_society_t$
$GW\_excess$	-0.072 *** (-8.881)	-0.005 (-1.552)	-0.014 *** (-3.486)	-0.008 ** (-2.515)	-0.007 (-1.131)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
行业/年份固定效应	是	是	是	是	是
样本数	26875	26875	26875	26875	26875
调整 $R^2$	0.340	0.215	0.191	0.206	0.271

Panel B					
变量	(1) $CSR\_shareholder_{t+1}$	(2) $CSR\_staff_{t+1}$	(3) $CSR\_product_{t+1}$	(4) $CSR\_environment_{t+1}$	(5) $CSR\_society_{t+1}$
$GW\_excess$	-0.135 *** (-14.500)	-0.005 * (-1.794)	-0.013 *** (-3.737)	-0.007 ** (-2.271)	-0.030 *** (-5.043)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
行业/年份固定效应	是	是	是	是	是
样本数	22683	22683	22683	22683	22683
调整 $R^2$	0.277	0.218	0.198	0.211	0.270
$GW\_excess$	-0.174 *** (-16.111)	-0.003 (-0.994)	-0.005 * (-1.709)	-0.001 (-0.472)	-0.042 *** (-6.558)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
行业/年份固定效应	是	是	是	是	是
样本数	19342	19342	19342	19342	19342
调整 $R^2$	0.230	0.214	0.196	0.210	0.266

## 六、研究结论与启示

随着我国 A 股市场并购重组迎来高峰,商誉会引发什么样的经济后果是我国资本市场的一道必答题。企业社会责任作为企业评价的新兴重要依据以及一项战略性长期投资,对于企业获取利益相关者资源和长期发展而言十分重要。基于此,本文以超额商誉影响企业社会责任为研究场景,利用 2010—2020 年 A 股上市公司数据,实证考察超额商誉对企业社会责任的影响,研究发现:超额商誉对企业当年及未来两年的社会责任绩效具有显著的负向影响,且二者的负相关关系在进行多种稳健性检验和内生性分析后依然存在;影响机制检验进一步表明,超额商誉主要通过增加融资约束及降低信息透明度进而抑制企业社会责任的履行;拓展性分析表明超额商誉对企业社会责任的负向影响在管理层过度自信、非国有和并购采用现金支付的企业中更加显著,而分析师跟踪能在一定程度上抑制超额商誉对企业社会责任的负向影响;最后,依次进一步检验了超额商誉对企业不同维度社会责任的具体作用。本文具有如下研究启示:

对于上市公司而言,应理性判断并购决策是否合理,防止盲目的跟风式并购和跨界并购,从根本上遏制商誉泡沫的产生。超额商誉的实质是对企业稀缺资源的浪费,会引发商誉减值、损害企业发展等并购后遗症。本文的研究结果表明,超额商誉通过增加融资约束以及降低信息透明度进而抑制企业社会责任的履行。因此,企业应基于长期导向,谨慎对待并购决策,认真执行并购活动,避免因盲目并购造成大规模超额商誉,以更好地履行企业社会责任,实现长期可持续发展。

对于投资人、债权人等利益相关者而言,要谨慎看待上市公司的并购事件,理性评价并购决策。近年来,并购政策的推行使企业并购重组活动火爆,然而,由于商誉相对其他形式的资产不太透明,使得有效识别并购背后巨额商誉的潜在风险存在一定的困难。因此,利益相关者应合理评估企业的经营状况和商誉质量,并进一步考察公司的社会责任履行情况,从而结合企业社会责任信息更有效地评估拥有高额商誉资产公司的投资价值,引导社会资源的优化配置。

对于监管层而言,应开启商誉严监管时代。首先,商誉作为一种无法核实的会计科目,监管机构应加强商誉和商誉减值定量信息以及协同效应等定性信息的披露监管,并就商誉后续处理制定新的会计准则,从而加深外部投资者对并购重组的理解和判断,限制管理层的机会主义行为,抑制商誉泡沫现象的产生。其次,为了缓解企业在拥有超额商誉时减少企业社会责任承担的行为,监管机构应同时加强对拥有高额商誉资产上市公司融资约束和信息透明度的监管,进而减弱超额商誉对企业社会责任的负面影响。另外,监管部门应推进市场化改革,从法律层面指定更全面的并购监管政策和社会责任信息披露政策,完善相应法规制度,及时进行风险提示并采取监管措施,营造一个具有健康生态环境的资本市场。

## 参考文献

- [1]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].北京:中国工业经济,2018,(6):156-173.
- [2]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].北京:中国工业经济,2019,(11):174-192.
- [3]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].北京:会计研究,2014,(3):11-17,95.
- [4]周泽将,胡刘芬,马静,张东旭.商誉与企业风险承担[J].北京:会计研究,2019,(7):21-26.
- [5]Phillips,R. Stakeholder Legitimacy[J]. Business Ethics Quarterly,2003,13,(1):25-41.
- [6]陶莹,董大勇.媒体关注与企业社会责任信息披露关系研究[J].深圳:证券市场导报,2013,(11):20-26,33.
- [7]沈洪涛.公司特征与公司社会责任信息披露——来自我国上市公司的经验证据[J].北京:会计研究,2007,(3):9-16,93.
- [8]何苏燕,任力.超额商誉对控股股东股权质押行为的影响[J].北京:经济管理,2021,(7):177-192.
- [9]李丹蒙,叶建芳,卢思绮,曾森.管理层过度自信、产权性质与并购商誉[J].北京:会计研究,2018,(10):50-57.
- [10]陈耿,严彩红.代理冲突、激励约束机制与并购商誉[J].南京:审计与经济研究,2020,(2):65-76.
- [11]谢纪刚,张秋生.股份支付、交易制度与商誉高估——基于中小板公司并购的数据分析[J].北京:会计研究,2013,(12):47-52,97.
- [12]Shalev,R.,I. X. Zhang, and Y. Zhang. CEO Compensation and Fair Value Accounting: Evidence from Purchase Price Allocation [J]. Journal of Accounting Research,2013,51,(4):819-854.
- [13]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.
- [14]许罡.企业社会责任履行抑制商誉泡沫吗?[J].南京:审计与经济研究,2020,(1):90-99.
- [15]郭照蕊,黄俊.高质量审计与上市公司商誉泡沫[J].北京:审计研究,2020,(4):80-89.
- [16]韩宏稳,唐清泉.会计稳健性对超额商誉的抑制效应研究[J].深圳:证券市场导报,2021,(7):41-48.
- [17]黄蔚,汤湘希.合并商誉对企业绩效的影响——基于盈余管理和融资约束中介效应的分析[J].太原:山西财经大学学报,2019,(12):93-106.
- [18]Henning,S. L., B. L. Lewis, and W. H. Shaw. Valuation of the Components of Purchased Goodwill [J]. Journal of Accounting Research,2000,38,(2):375-386.



- [19] Ramanna, K. , and R. L. Watts. Evidence on the Use of Unverifiable Estimates in Required Goodwill Impairment [ J ]. Review of Accounting Studies, 2012, 17, ( 4 ) : 749 - 780.
- [20] Li, Z. , P. K. Shroff, and R. Venkataraman, et al. Causes and Consequences of Goodwill Impairment Losses [ J ]. Review of Accounting Studies, 2011, 16, ( 4 ) : 745 - 778.
- [21] 董竹, 张欣. 超额商誉对企业创新的影响研究 [ J ]. 天津: 南开管理评论, 2021, ( 4 ) : 1 - 25.
- [22] 赵彦锋. 超额商誉、高管激励与审计收费 [ J ]. 长沙: 财经理论与实践, 2021, ( 1 ) : 62 - 69.
- [23] 靳小翠. 企业文化会影响企业社会责任吗? ——来自中国沪市上市公司的经验证据 [ J ]. 北京: 会计研究, 2017, ( 2 ) : 56 - 62, 97.
- [24] Campbell, J. L. Why Would Corporations Behave in Socially Responsible Ways? An Institutional Theory of Corporate Social Responsibility [ J ]. Academy of Management Review, 2007, 32, ( 3 ) : 946 - 967.
- [25] 步丹璐, 贺晨, 文彩虹. 外资持股与企业社会责任表现 [ J ]. 北京: 会计研究, 2021, ( 2 ) : 86 - 101.
- [26] 朱焱, 王玉丹. 卖空机制与企业社会责任承担——基于中国融资融券制度的准自然实验研究 [ J ]. 北京: 会计研究, 2019, ( 12 ) : 58 - 64.
- [27] 彭雯, 张立民, 钟凯. 审计师行业专业能力能够提高社会责任信息可靠性吗? ——基于债务融资成本视角的分析 [ J ]. 北京: 经济管理, 2017, ( 2 ) : 163 - 180.
- [28] 叶苗苗, 徐四星, 蔡永斌. 并购商誉对企业社会责任影响的效应分析 [ J ]. 武汉: 统计与决策, 2020, ( 13 ) : 167 - 170.
- [29] Chauvin, K. W. , and M. Hirschey. Goodwill, Profitability, and the Market Value of the Firm [ J ]. Journal of Accounting and Public Policy, 1994, 13, ( 2 ) : 159 - 180.
- [30] Wang, C. , and F. Xie. Corporate Governance Transfer and Synergistic Gains from Mergers and Acquisitions [ J ]. The Review of Financial Studies, 2009, 22, ( 2 ) : 829 - 858.
- [31] 胡凡, 李科. 股价高估与商誉减值风险 [ J ]. 上海: 财经研究, 2019, ( 6 ) : 71 - 85.
- [32] Henning, S. L. , W. H. Shaw, and T. Stock. The Amount and Timing of Goodwill Write-offs and Revaluations: Evidence from US and UK Firms [ J ]. Review of Quantitative Finance and Accounting, 2004, 23, ( 2 ) : 99 - 121.
- [33] Li, K. K. , and R. G. Sloan. Has Goodwill Accounting Gone Bad? [ J ]. Review of Accounting Studies, 2017, 22, ( 2 ) : 964 - 1003.
- [34] Gu, F. , and B. Lev. Overpriced Shares, Ill-advised Acquisitions, and Goodwill Impairment [ J ]. The Accounting Review, 2011, 86, ( 6 ) : 1995 - 2022.
- [35] Johnson, L. T. , and K. R. Petrone. Commentary: Is Goodwill an Asset? [ J ]. Accounting Horizons, 1998, ( 12 ) : 293 - 303.
- [36] Beatty, A. , and J. Weber. Accounting Discretion in Fair Value Estimates: An Examination of SFAS 142 Goodwill Impairments [ J ]. Journal of Accounting Research, 2006, 44, ( 2 ) : 257 - 288.
- [37] Roberts, R. W. Determinants of Corporate Social Responsibility Disclosure: An Application of Stakeholder Theory [ J ]. Accounting, Organizations and Society, 1992, 17, ( 6 ) : 595 - 612.
- [38] 陈峻, 郑惠琼. 融资约束、客户议价能力与企业社会责任 [ J ]. 北京: 会计研究, 2020, ( 8 ) : 50 - 63.
- [39] 郑春美, 李晓. 并购商誉与审计服务定价 [ J ]. 北京: 审计研究, 2018, ( 6 ) : 113 - 120.
- [40] McWilliams, A. , and D. Siegel. Profit Maximizing Corporate Social Responsibility [ J ]. Academy of Management Review, 2001, 26, ( 4 ) : 504 - 505.
- [41] Lopez, M. V. , A. Garcia, and L. Rodriguez. Sustainable Development and Corporate Performance: A Study Based on the Dow Jones Sustainability Index [ J ]. Journal of Business Ethics, 2007, 75, ( 3 ) : 285 - 300.
- [42] 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 ]. 北京: 中国软科学, 2015, ( 11 ) : 94 - 108.
- [43] 顾雷雷, 郭建鸾, 王鸿宇. 企业社会责任、融资约束与企业金融化 [ J ]. 北京: 金融研究, 2020, ( 2 ) : 109 - 127.
- [44] 贾兴平, 刘益. 外部环境、内部资源与企业社会责任 [ J ]. 天津: 南开管理评论, 2014, ( 6 ) : 13 - 18, 52.
- [45] Kaplan, S. N. , and L. Zingales. Do Investment - cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints? [ J ]. The Quarterly Journal of Economics, 1997, 112, ( 1 ) : 169 - 215.
- [46] 张宗新, 杨飞, 袁庆海. 上市公司信息披露质量提升能否改进公司绩效? ——基于 2002—2005 年深市上市公司的经验证据 [ J ]. 北京: 会计研究, 2007, ( 10 ) : 16 - 23, 95.
- [47] 祁怀锦, 刘艳霞. 管理者自信会影响企业社会责任行为吗? ——兼论融资融券制度的公司外部治理效应 [ J ]. 北京: 经济管理, 2018, ( 5 ) : 141 - 156.
- [48] 李春涛, 宋敏, 张璇. 分析师跟踪与企业盈余管理——来自中国上市公司的证据 [ J ]. 北京: 金融研究, 2014, ( 7 ) : 124 - 139.

# Excess Goodwill: The “Profit Tool” or The “Winner’s Curse”? Based on The Perspective of Corporate Social Responsibility

YAN Tian-tian<sup>1</sup>, LI Wan-li<sup>1</sup>, ZHONG Yu-xiang<sup>2</sup>

(1. School of Management, Xi'an Jiaotong University, Xi'an, Shaanxi, 710049, China;

2. School of Management, Huazhong University of Science and Technology, Wuhan, Hubei, 430074, China)

**Abstract:** In recent years, goodwill, the sword of Damocles in my country's mergers and acquisitions, has attracted much attention from academia and the capital market. Goodwill is a potential economic value. Reasonable goodwill derived from rational mergers and acquisitions can achieve the expected synergy effect, bring reliable cash flow to the firms, and effectively serve the transformation and upgrading and performance improvement of the firms. The excess goodwill formed due to improper selection of M&A targets and overvaluation is known as the “winner's curse”, which not only fails to bring the expected synergy effect of M&A, but also becomes a business burden for the company, damages the development of the company, and even it will trigger the risk of stock crash and endanger the healthy development of the capital market. As an important decision of business investment, corporate social responsibility is very important for the healthy development of my country's economy and capital market. How will it be affected by excess goodwill and what is its mechanism of action. This article will explore this question.

This paper uses A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen stock exchanges from 2010 to 2020 as a sample, and empirically tests the impact of excess goodwill on corporate social responsibility performance. The study found that there is a significant negative correlation between excess goodwill and corporate social responsibility. Using the mediating test, it is found that excess goodwill inhibits firms' corporate social responsibility mainly by increasing financing constraints and reducing information transparency. After a series of robustness tests such as substitution variables, treatment of endogeneity, Bootstrap test of mediation effect, and sub-year subsample regression, the conclusions of this paper are still valid. On this basis, this paper conducts a series of cross-sectional analysis. The results show that the negative impact of excess goodwill on corporate social responsibility is more significant in companies that use cash for mergers and acquisitions. To a certain extent, it confirms the high financing constraints again. It is the main way that excess goodwill inhibits the performance of corporate social responsibility; management's overconfidence will exacerbate the negative impact of excess goodwill on corporate social responsibility, while analyst following and state-owned enterprises can alleviate the impact of excess goodwill to a certain extent. Adverse effects of social responsibility. In addition, we further distinguish five elements of corporate social responsibility, including shareholder responsibility, employee responsibility, supplier, customer and consumer rights responsibility, environmental responsibility and social responsibility, so as to examine the specific impact of excess goodwill on corporate social responsibility in the above elements.

The possible research contributions of this paper are as follows: First, existing research on the impact of goodwill on micro-enterprise behavior has found that M&A goodwill will reduce the company's future operating performance, increase risk taking, and even trigger the risk of stock price collapse. This paper finds that the unreasonable factor in goodwill, that is, excess goodwill, can significantly inhibit the firms' corporate social responsibility. Second, the influencing factors of corporate social responsibility have always been the focus of scholars at home and abroad. The existing literature has explored its impact on social responsibility from the perspectives of stakeholder pressure, institutional level, company characteristics and management characteristics. This paper links CSR with excess goodwill, an inefficient outcome of corporate M&A activities, and is a useful supplement to the literature on CSR antecedents. Third, from the perspective of financing constraints and information transparency, it analyzes the role of excess goodwill on corporate social responsibility. Known as a “black box” that negatively affects corporate social responsibility. Fourth, in practice, it provides empirical evidence for listed companies, stakeholders and regulators to further clarify the economic consequences and mechanism of excess goodwill, and also provides evidence on how to reduce unreasonable goodwill in mergers and acquisitions to promote better corporate reputation. Taking social responsibility provides inspiration, which is of great significance to my country's follow-up capital market supervision and social responsibility construction.

**Key Words:** excess goodwill; corporate social responsibility; financing constraints; information transparency

**JEL Classification:** G30, M14, M41

**DOI:** 10.19616/j.cnki.bmj.2022.10.007

(责任编辑:张任之)