

商誉与企业风险承担^{*}

周泽将¹ 胡刘芬¹ 马 静² 张东旭¹

(1. 安徽大学商学院 230601; 2. 厦门大学管理学院 361005)

【摘要】商誉泡沫已成为资本市场健康发展的重要隐患,然而关于商誉与企业风险承担之间的关系却较少受到经验文献的关注。本文以中国资本市场2007-2014年间发生商誉事项的A股上市公司为研究样本,分析商誉影响企业风险承担的内在机理并加以实证检验。结果显示,商誉已成为企业承担较高水平风险的重要信号,公司拥有的商誉资产越多,其承担的风险水平相应越高。进一步的考察发现,伴随减值准备计提比例和企业成长性的提升,商誉对企业风险承担的影响显著增强。本文不仅丰富了商誉的经济后果文献,而且可为准则制定机构修订和完善企业会计准则、优化投资者投资决策提供理论参考。

【关键词】商誉; 企业风险承担; 减值准备计提; 成长性

一、引言

据投中集团的研究数据^①显示,2015年并购市场呈现井喷式增长,共完成4156起并购交易、金额达3160.8亿美元,同比增长幅度分别为33.16%和56.37%。伴随企业间并购重组活动的开展,不可避免地会产生大量的商誉,统计数据揭示中国资本市场A股上市公司的商誉规模已从2013年年末的2141亿元增长至2017年三季度末的12565亿元^②。在此背景下,商誉的经济后果问题已引起学术界和实务界的广泛关注和讨论。

目前,商誉计量的经济后果问题已在经验会计文献中被广泛研究,其理论基础多建立在“超额收益观”之上(Walker, 1953),该观点认为商誉代表企业在可预见未来能够获得高于同行业企业的超额收益,那么在现实中同商誉密切相关的经济利益是否能流入企业,并最终体现为企业的超额盈利能力,当前的研究结论并不一致。Chauvin和Hirschey(1994)研究了非制造业企业商誉对盈利和市场价值的影响,结果表明商誉金额越大,企业盈利能力越强、市场价值越高。Jennings等(1996)探讨了美国市场中商誉与权益价值之间的关系,发现商誉对企业的权益价值具有正向影响。然而郑海英等(2014)以2007年至2012年在沪深交易所上市交易的所有非金融类上市公司为样本考察商誉对企业绩效的影响,结果显示商誉对未来业绩的影响是负向的。傅超等(2016)对商誉能否真实客观地反映资产价值进行直接检验发现,对于高溢价、高风险的创业

板上市公司并购而言,高额并购商誉^③无法带来超额盈利。已有文献仅直接检验商誉如何影响经营业绩和市场价值,但对于其中可能的影响路径却缺乏解释。

基于以上分析,本文以中国资本市场2007-2014年间发生商誉事项的A股上市公司作为初始样本,考察商誉对企业风险承担的影响以及商誉减值准备计提和企业成长性两类重要情境的调节作用。研究发现,商誉与企业风险承担显著正相关,且该因果关系通过了一系列的内生性检验。进一步研究发现,当企业计提的商誉减值准备越多、企业的成长性越高时,两者间的正相关关系越显著。

相对于已有文献,本文的研究贡献主要体现在以下三个方面:(1)现有研究主要是从经营业绩和市场价值等角度考察商誉会计信息的经济后果(郑海英等,2014;傅超等,2016;王文姣等,2017;Chauvin和Hirschey,1994;Bens等,2011),本文从企业风险承担的角度进行研究,丰富了商誉经济后果领域的相关文献。(2)商誉已成为企业承担较高风险水平的重要信号,在当前“三去一降一补”的背景下研究如何有效控制企业的过度风险承担具有重要意义,因此本文可从商誉视角为如何防范企业风险提供思路。(3)关于企业风险承担的影响因素,学者们主要关注各种内外部治理机制及管理层个人特征的影响(John等,2008;Acharya等,2011;权小锋和吴世农,2010;孙亮和周琳,2016),本文基于特定会计信息角度研究商誉资

* 作者感谢国家自然科学基金项目(71772001)和全国会计领军(后备)人才项目的资助。

① 资料来源: <https://www.chinaventure.com.cn/cmsmodel/report/detail/1072.html>。

② 资料来源: http://news.cnstock.com/paper_2018-02-27_954353.htm。

③ 现行会计准则仅确认并购商誉、而不确认自创商誉,因此在本文中并购商誉和商誉交互使用。

产与企业风险承担之间的关系，拓展了企业风险承担影响因素研究的视角。

二、理论分析与研究假设

按照 Johnson 和 Petrone (1998) 以及杜兴强等 (2011) 的分析思路，并购商誉可分解为五个部分，分别是合并商誉、被并购方自创商誉、被并购方未确认的净资产、估价偏差以及代理问题产生的过度自信损失。其中源自经营或财务协同效应产生的合并商誉以及被并购方在并购前未显现的自创商誉被视为可确认的商誉，而被并购方未确认的净资产、估价偏差以及代理问题产生的过度自信损失为不可确认的商誉。基于该理论框架，本文认为商誉对风险承担的影响主要是通过影响风险承担的动机和能力以及商誉本身所反映的高管过度自信所共同决定的。

商誉所反映的未来超额盈利能力会直接关系到企业能否获取发展所必需的资源，进而会对企业风险承担能力产生影响，由此可以合理推测商誉会因为风险承担能力的改变而作用于企业风险承担水平。第一，当企业确认大额商誉时，外部投资者会产生企业未来盈利能力增强的合理预期，甚至会形成投资者在资本市场上的过度反应 (杨威等, 2018)，资本市场的高估值将为再融资提供更多的机会和可能 (Baker 和 Wurgler, 2002)，从而为企业应用充足的现金流进行扩张等企业风险承担行为提供保障。第二，正如 Frankel 等 (2008) 以及徐经长等 (2017) 所指出，大额商誉确认所反映的未来协同效应还可以降低企业的债务融资成本，企业可以获得更多的低成本债务资金，这也为企业的风险承担行为提供了保证。所以，商誉可以通过影响企业的资源获取能力，进而提升企业风险承担的能力来影响企业的风险承担行为。

商誉资产所反映的超额收益的实现需要企业主动加强并购后的整合和管理，通过积极的风险承担来实现，因此商誉还通过影响企业风险承担动机来影响企业的风险承担水平。商誉仅反映了理论上协同效应的价值，该价值是否能够转变为现金流入企业尚具有不确定性，因此需要企业通过风险承担的方式积极地对并购后资产进行整合管理，实现预期的协同效应。特别是，近几年并购市场的繁荣，使得商誉高估问题异常严重 (高榴和袁诗淼, 2017; 张冀, 2017)，企业需要通过主动的风险承担行为以消化并购中的商誉估值泡沫，以避免未来商誉减值风险。故商誉所体现的超额收益为企业的风险承担提供了动机，会促使企业承担更多风险。

除此以外，高额商誉基本上系企业并购活动所致，是高管过度自信的重要外在表现 (吴超鹏等, 2008)。在过度自信的影响下，高管人员不仅倾向于在并购活动中支付高溢价形成商誉，同时，高管人员的过度自信还会进一步持续，使得企业在日常经营中更可能倾向于接受高风险高收益的投资项目，企业风险承担水平自然有所上升 (李丹蒙等, 2018)。

基于上述分析，本文提出研究假设 1:

H1: 限定其他条件，商誉和企业风险承担水平正相关。

商誉减值准备计提意味着其未来超额盈利能力的下降。为避免企业业绩下滑，企业不得不主动通过提高风险承担水平的方式来确保业绩增长。因此，从风险承担动机的视角看，在商誉减值准备计提提高的样本中，商誉与风险承担间的关系更显著。

另外，从高管过度自信的角度看，当减值准备计提比例提高时，说明在并购活动中的溢价和高管过度自信都偏高。此时基于满足商誉超额盈利能力预期所采取的投资活动会令企业承担更高水平的风险，高管过度自信行为的进一步持续也会令企业更倾向于选择高风险高回报的投资项目。实际上，商誉减值准备计提在某种程度上已成为商誉诱致企业风险承担水平上升之重要信号。据此，本文提出研究假设 2:

H2: 限定其他条件，减值准备计提比例越高，商誉对企业风险承担的正向影响越显著。

企业的高成长不仅带来企业规模和业务的快速增长，还会导致企业获取资源的能力大幅提高，这种获取资源的能力为企业的风险承担行为提供了资源保证。因此，从风险承担能力的视角看，商誉与风险承担之间的关系在高成长性的企业中会更为显著。

追求企业的高成长是过度自信高管的重要目标之一，同时也是满足商誉超额盈利能力预期的内在要求。企业规模的高速增长反映出高管快速扩张的战略思想和极度自信的心理状态，在这种扩张战略和乐观情绪的引导下，企业对外兼并收购和项目投资会更加频繁，在产生大额商誉的同时，企业的风险承担水平也会随着提高，亦即追求高成长性放大了商誉所导致的风险承担水平提升。进一步地，企业成长性越高，管理层就拥有越多与未来投资项目有关的私人信息，其行为更难被股东监测 (Smith 和 Watts, 1992)，高成长公司会面临更严重的信息不对称，管理层与股东之间的委托代理冲突更明显 (Jensen 和 Meckling, 1976)，因此高成长通常会为管理层投资高风险高回报的项目提供了空间。据此，本文提出研究假设 3:

H3: 限定其他条件，企业成长性越好，商誉对企业风险承担的正向影响越显著。

三、研究设计

(一) 实证模型

为了检验假设 1 商誉对企业风险承担的影响，本文参考李文贵和余明桂 (2012)、Jin 等 (2018) 的研究设计，构建模型 (1)。

$$RISK = \alpha_0 + \alpha_1 GW + \alpha_2 GWIR + \alpha_3 GROW + \alpha_4 FIRST + \alpha_5 BOARD + \alpha_6 INDR + \alpha_7 COMPEN + \alpha_8 DUAL + \alpha_9 STATE + \alpha_{10} LEV + \alpha_{11} SIZE + \alpha_{12} LONG + \alpha_{13} GDP + INDUS + YEAR + \varepsilon \quad (1)$$

其中,被解释变量 *RISK* 表示企业风险承担水平,借鉴 Faccio 等 (2011)、Boubakri 等 (2013) 的方法,本文采用企业盈利能力的波动性加以测度。具体地,滚动计算第 $t-2$ 至第 $t+2$ 年间经年度行业平均值调整后的总资产营业利润率之标准差、极差,分别记为 $RISK_1$ 、 $RISK_2$ 。解释变量 *GW* 采用商誉净值除以期末总资产加以表示 (郑海英等, 2014)。

为考察减值准备计提比例和成长性对商誉与企业风险承担之间关系的调节作用 (对应假设 H2 和 H3),本文在模型 (1) 的基础上分别放入交乘项 $GW \times GWIR$ 和 $GW \times GROW$ 对此进行检验。其中,商誉减值准备计提比例变量 *GWIR* 等于商誉减值金额除以当年商誉原值,企业成长性变量 *GROW* 采用营业收入年度增长率衡量。

参考现有文献 (Cheng, 2008; John 等, 2008),本文控制了以下变量:大股东持股比例 *FIRST* (第一大股东持股数量除以总股数)、董事会规模 *BOARD* (董事会人数的自然对数)、独立董事比例 *INDR* (独立董事人数占董事会成员总数的比例)、高管薪酬激励 *COMPEN* (前三名高管薪酬总额除以期末总资产)、两职合一 *DUAL* (若董事长和总经理为同一人,赋值 1,否则 0)、企业性质 *STATE* (当企业最终控制人为国有性质时,赋值 1,否则 0)、财务杠杆 *LEV* (企业期末总负债除以期末总资产)、企业规模 *SIZE* (期末总资产的自然对数)、上市年限 *LONG* (研究年份减上市年份)、地区经济增长 *GDP* (上市公司注册地所在省的国内生产总值增长率)。除此以外,本文还控制了行业固定效应和年度固定效应。

(二) 数据来源

本文选择中国资本市场 2007-2014 年间全部 A 股上市公司作为初始样本,由于计算企业风险承担变量需要前后两年的财务数据,因此实际数据涵括区间为 2005 年至 2016 年。遵循研究惯例和依据研究测试之需要,本文剔除了以下样本观测值: (1) 商誉期末余额和减值损失发生额同时为 0 的公司,通常可认为该类企业没有商誉事项发生; (2) 处于 ST、*ST 等异常交易状态观测值; (3) 期末资不抵债 (资产负债率大于 1) 的观测值; (4) 处于金融保险行业观测值; (5) 风险承担变量数据缺失的观测值; (6) 其他变量数据缺失的观测值; 最终得到 4212 个公司年度观测值。为了减弱异常值可能造成的影响,本文对所有连续变量在上下 1% 分位进行了 winsorize 处理。本文财务数据取自 RESSET 数据库,其他数据来自 CSMAR 数据库。

四、实证结果及分析

(一) 描述性统计

表 1 列示了主要研究变量的描述性统计结果。 $RISK_1$ 的均值和标准差分别等于 0.0287 和 0.0238, $RISK_2$ 的均值和标准差分别等于 0.0705 和 0.0582, 标准差都略低于相应的平均值,揭示出相对而言企业风险承担水平相对较为稳定。*GW* 平均数等于 0.0175, 标准差为 0.0398、约为平均值的 2

倍以上,意味着不同上市公司间持有的商誉资产规模存在一定的变异性,这同时也为本文探讨商誉影响企业风险承担水平提供了良好的契机。*GWIR* 的平均值为 0.1309, 最小值和最大值分别是 0.0000 和 1.0000, 表明平均而言商誉资产计提减值准备的比例约占商誉原值的 13.09%, 同时也存在不计提任何商誉减值准备和提取 100% 商誉减值准备的特殊情形。*GROW* 的最小值和最大值分别等于 -0.4141、1.7026, 揭示出不同公司之间成长性差异明显。*FIRST* 的平均值等于 0.3476, 说明经历股权分置改革后的中国上市公司股权集中度仍然较高。*INDR* 平均值等于 0.3680, 略高于中国证监会规定的独立董事所占比例不得低于 1/3 的标准。*DUAL* 平均值等于 0.1921, 说明董事长总经理两职合一的公司比重约为 20%。此外,国有上市公司所占比例约为 47.91%, 上市平均年限略超过 9 年。

表 1 变量描述性统计

变量	平均值	标准差	最小值	25% 分位	中位数	75% 分位	最大值
<i>RISK₁</i>	0.0287	0.0238	0.0040	0.0139	0.0216	0.0352	0.1426
<i>RISK₂</i>	0.0705	0.0582	0.0094	0.0340	0.0536	0.0865	0.3477
<i>GW</i>	0.0175	0.0398	0.0000	0.0006	0.0029	0.0133	0.2509
<i>GWIR</i>	0.1309	0.3007	0.0000	0.0000	0.0000	0.0093	1.0000
<i>GROW</i>	0.1994	0.3223	-0.4141	0.0168	0.1475	0.3100	1.7026
<i>FIRST</i>	0.3476	0.1480	0.0858	0.2304	0.3284	0.4535	0.7367
<i>BOARD</i>	2.1834	0.2038	1.0986	2.0794	2.1972	2.1972	2.8904
<i>INDR</i>	0.3680	0.0546	0.1818	0.3333	0.3333	0.4000	0.7143
<i>COMPEN</i>	0.0006	0.0006	0.0000	0.0002	0.0004	0.0007	0.0031
<i>DUAL</i>	0.1921	0.3940	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
<i>STATE</i>	0.4791	0.4996	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000
<i>LEV</i>	0.4681	0.1966	0.0624	0.3221	0.4777	0.6177	0.8601
<i>SIZE</i>	22.1466	1.2402	19.9572	21.2429	21.9696	22.8245	26.1178
<i>LONG</i>	9.2742	5.4606	2.0000	4.0000	9.0000	14.0000	24.0000
<i>GDP</i>	0.1046	0.0248	0.0490	0.0820	0.1000	0.1230	0.1920

(二) 实证检验结果

1. 商誉与企业风险承担

表 2 列示了模型 (1) 的多元回归分析结果。具体地,第 (1) 列中 *GW* 项回归系数等于 0.0438 (T 值 = 3.7481), 在 1% 水平上通过显著性检验; 第 (2) 列中 *GW* 项回归系数等于 0.1008 (T 值 = 3.5945), 在 1% 水平上通过显著性检验; 以上经验证据揭示企业持有的商誉资产规模越大, 相应的风险承担水平越高, 研究假设 1 得以验证。商誉一定程度上可为企业权益融资提供便利, 同时会降低债务融资成本, 这些都会成为企业承担更高风险水平的保障。进

一步地,商誉要求企业风险承担水平上升、进而获取较高的收益率以满足超额盈利能力预期,且商誉所反映的高管过度自信也会使得企业在决策中承担的风险水平上升。

其他控制变量的结果列示如下: (1) *GWIR*、*COMPEN*、*LONG* 对企业风险承担水平具有显著的正向影响,即商誉减值准备计提比例越高、高管薪酬激励程度越大、上市年限越久,企业风险承担水平越高; (2) *BOARD*、*INDR*、*STATE*、*SIZE* 项回归系数都显著为负,说明较大规模的董事会、较高的独董比例、国有产权属性、更大规模的资产都会抑制企业风险承担。

表2 商誉与企业风险承担水平

变量	(1) <i>RISK</i> ₁		(2) <i>RISK</i> ₂	
	系数	T 值	系数	T 值
<i>C</i>	0.0910***	7.6925	0.2307***	7.9874
<i>GW</i>	0.0438***	3.7481	0.1008***	3.5945
<i>GWIR</i>	0.0058***	4.1435	0.0142***	4.1021
<i>GROW</i>	-0.0022	-1.5396	-0.0050	-1.4415
<i>FIRST</i>	-0.0000	-0.0138	-0.0001	-0.0088
<i>BOARD</i>	-0.0079***	-3.7433	-0.0197***	-3.8513
<i>INDR</i>	-0.0191***	-2.8177	-0.0461***	-2.8218
<i>COMPEN</i>	3.0820***	2.9053	7.2115***	2.7783
<i>DUAL</i>	-0.0000	-0.0202	-0.0007	-0.2865
<i>STATE</i>	-0.0016*	-1.8027	-0.0038*	-1.7476
<i>LEV</i>	-0.0004	-0.1460	-0.0001	-0.0175
<i>SIZE</i>	-0.0010**	-2.1039	-0.0027**	-2.2306
<i>LONG</i>	0.0001*	1.8637	0.0003	1.5935
<i>GDP</i>	0.0255	1.1368	0.0560	1.0339
<i>INDUS/YEAR</i>	控制		控制	
<i>N</i>	4212		4212	
Adj R ²	0.0796		0.0804	
F Value	12.3213***		12.5908***	

注:***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著 (双尾),所有的 T 值经过年度和个体层面的 cluster 调整。

2. 商誉与企业风险承担: 减值准备计提的调节作用

表 3 列示了减值准备计提的调节作用结果。第 (1) 和 (2) 列中 *GW*×*GWIR* 项的回归系数都显著为正,支持研究假设 2,减值准备计提正向调节了商誉对企业风险承担的促进作用。计提商誉减值准备具有重要的信号传递功能,主要是向资本市场传递企业并购过程中过度支付较为严重、并购溢价过高等信息,某种程度上体现为满足商誉超额盈利能力预期而选择高风险高回报投资项目的压力倍增和高管过度自信程度更高的事实,因此企业风险承担水平有所上升。控制变量的回归结果基本未发生改变,不再赘述。

表3 商誉与企业风险承担: 减值准备计提的调节作用

变量	(1) <i>RISK</i> ₁		(2) <i>RISK</i> ₂	
	系数	T 值	系数	T 值
<i>C</i>	0.0919***	7.7753	0.2329***	8.0684
<i>GW</i>	0.0341***	2.8529	0.0779***	2.7135
<i>GW</i> × <i>GWIR</i>	1.0379***	3.9695	2.4484***	3.8984
<i>GWIR</i>	0.0050***	3.4930	0.0122***	3.4778
<i>GROW</i>	-0.0020	-1.3770	-0.0044	-1.2835
<i>FIRST</i>	-0.0000	-0.0113	-0.0000	-0.0065
<i>BOARD</i>	-0.0079***	-3.7447	-0.0197***	-3.8543
<i>INDR</i>	-0.0204***	-2.9885	-0.0491***	-2.9913
<i>COMPEN</i>	2.8433***	2.7088	6.6486***	2.5885
<i>DUAL</i>	0.0001	0.1180	-0.0004	-0.1544
<i>STATE</i>	-0.0015*	-1.6832	-0.0035	-1.6326
<i>LEV</i>	-0.0008	-0.2555	-0.0009	-0.1221
<i>SIZE</i>	-0.0010**	-2.1025	-0.0027**	-2.2298
<i>LONG</i>	0.0002**	1.9748	0.0003*	1.6992
<i>GDP</i>	0.0232	1.0350	0.0507	0.9347
<i>INDUS/YEAR</i>	控制		控制	
<i>N</i>	4212		4212	
Adj R ²	0.0864		0.0867	
F Value	12.6699***		12.8695***	

注:***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著 (双尾),所有的 T 值经过年度和个体层面的 cluster 调整。

3. 商誉与企业风险承担: 成长性的调节作用

表 4 列示了成长性的调节作用结果。第 (1) 和 (2) 列中 *GW*×*GROW* 项系数都大于 0,均在 5% 水平上显著,以上结果表明当成长性上升时,商誉之于企业风险承担的促进作用增强,研究假设 3 得以支持。企业多通过并购的方式以达到迅速成长的目标,一方面高成长性会致使信息不对称程度上升,高管过度自信所诱发的委托代理问题更为严重,另一方面高成长性也是满足商誉超额盈利能力预期的必然要求,以上两方面因素会令商誉与企业风险承担水平之间的正相关关系得以强化。

表4 商誉与企业风险承担: 成长性的调节作用

变量	(1) <i>RISK</i> ₁		(2) <i>RISK</i> ₂	
	系数	T 值	系数	T 值
<i>C</i>	0.0911***	7.7151	0.2310***	8.0103
<i>GW</i>	0.0235	1.5496	0.0500	1.3551
<i>GW</i> × <i>GROW</i>	0.0496**	1.9914	0.1239**	2.0696
<i>GROW</i>	-0.0035**	-2.2740	-0.0082**	-2.2043

续表

变量	(1) <i>RISK</i> ₁		(2) <i>RISK</i> ₂	
	系数	T 值	系数	T 值
<i>GWIR</i>	0.0056***	4.0106	0.0137***	3.9648
<i>FIRST</i>	0.0002	0.0717	0.0005	0.0785
<i>BOARD</i>	-0.0080***	-3.7984	-0.0200***	-3.9079
<i>INDR</i>	-0.0189***	-2.7814	-0.0455***	-2.7846
<i>COMPEN</i>	3.1545***	2.9753	7.3928***	2.8514
<i>DUAL</i>	-0.0000	-0.0420	-0.0007	-0.3089
<i>STATE</i>	-0.0016*	-1.8486	-0.0039*	-1.7944
<i>LEV</i>	-0.0002	-0.0732	0.0004	0.0565
<i>SIZE</i>	-0.0010**	-2.1034	-0.0027**	-2.2307
<i>LONG</i>	0.0001*	1.8218	0.0003	1.5500
<i>GDP</i>	0.0262	1.1674	0.0578	1.0659
<i>INDUS/YEAR</i>	控制		控制	
<i>N</i>	4212		4212	
Adj R ²	0.0807		0.0815	
F Value	12.0065***		12.2863***	

注:***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著 (双尾),所有的 T 值经过年度和个体层面的 cluster 调整。

五、敏感性测试

(一) 模型的内生性问题

为了减弱内生解释变量对研究结论的干扰,本文采用工具变量法重新加以检验。本文选取同年同行业除本公司外其他所有公司的商誉均值 *TONGHANG* 和滞后一期商誉变量 *LAG_GW* 作为 *GW* 的工具变量。第一阶段回归结果显示,企业商誉具有明显的年份和行业特征,同年同行业其他公司持有的商誉资产越多,本公司商誉规模相应越大,此外滞后一期商誉也会影响到本期的商誉金额。以上结果也证实了本文选择的工具变量具有一定的合理性。同时,弱工具变量检验通过。第二阶段回归结果显示商誉 *GW* 项系数都大于 0,均在 5% 水平上显著,符合研究假设 1 的理论预期。以上结果表明在控制内生性问题后,本文的研究结论未有实质性改变。

(二) 样本自选择问题

基于缓和自选择问题的考虑,本文进一步构建 Heckman 两阶段回归模型,再次对研究假设进行检验。具体地,第一阶段 Probit 模型 (2) 用于预测企业披露商誉金额的概率并计算逆米尔斯比率 *IMR*。若上市公司披露了商誉金额,则 *GWD* 赋值为 1,否则为 0。

$$\begin{aligned}
 \text{Probit} (GWD) = & \alpha_0 + \alpha_1 TONGHANGD + \alpha_2 IA + \alpha_3 EAS \\
 & + \alpha_4 MAS + \alpha_5 SE + \alpha_6 IT + \alpha_7 FT + \alpha_8 TAT \\
 & + \alpha_9 ER + \alpha_{10} SIZE + \alpha_{11} AIR + \alpha_{12} TAX \\
 & + INDUS + YEAR + \varepsilon \quad (2)
 \end{aligned}$$

Heckman 第一阶段回归中需要包括排除性约束变量,本文选取同年同行业其他公司是否披露商誉金额的均值

TONGHANGD 充当这一角色。此外模型 (2) 还包括如下控制变量:无形资产 *IA* (无形资产净值的自然对数)、职工薪酬 *EAS* (现金流量表中支付给职工的现金除以实际领薪人数后取自然对数)、管理层薪酬 *MAS* (董监高薪酬总额除以实际领薪人数后取自然对数)、销售费用 *SE* (销售费用的自然对数)、存货周转率 *IT* (主营业务成本除以平均存货)、固定资产周转率 *FT* (主营业务收入除以平均固定资产)、总资产周转率 *TAT* (主营业务收入除以平均资产总额)、产权比率 *ER* (负债除以所有者权益)、企业规模 *SIZE* (企业资产的自然对数)、平均利息率 *AIR* (利息支出除以有息负债)、纳税总额 *TAX* (企业纳税总额的自然对数)、行业及年份哑变量。第二阶段在模型 (2) 的基础上加入控制变量 *IMR*,若 *IMR* 通过显著性检验,说明样本自选择问题确实存在。Heckman 两阶段模型的回归结果与表 2 基本保持一致,研究结论未有变化。

(三) 市场收益率法度量企业风险承担水平

本文采用如下指标作为企业风险的替代变量:(1) 第 *t-2* 至第 *t+2* 年间经年度行业平均值调整后的总资产净利率之标准差与极差 (*RISK*₃、*RISK*₄);(2) 公司股票日收益率的年度波动性 (*RISK*₅);(3) 公司股票周收益率的年度波动性 (*RISK*₆);(4) 公司股票月收益率的年度波动性 (*RISK*₇),结果揭示 *GW* 项系数都在 1% 水平上显著为正,研究结论未发生变化。

(四) 变更商誉度量方法

为了保证不同年份或不同行业公司之间商誉资产的可比性,将模型 (1) 中的解释变量替换为经年度行业均值调整后的商誉净值 *ADJ_GW* 和商誉原值除以期末总资产 *GW*₂,其中商誉原值等于商誉净值与减值准备之和,重新对模型 (1) 进行回归分析,*GW* 项回归系数均为正且在 1% 水平上通过显著性检验,说明变更度量方法后研究结论仍然成立。

(五) 剔除 2007-2009 年间样本观测值

2007 年至 2009 年间源自美国次贷危机引发的全球金融海啸对中国境内上市公司的风险承担水平造成了一定影响,表现为企业盈利水平大面积的快速下滑、业绩波动频繁和经营风险明显增加等。为了减弱这一外生事件的干扰,本文剔除 2007-2009 年间样本观测值重新进行回归分析,*GW* 项回归系数与前文相比无实质性变化。本文进一步考察金融危机对商誉和企业风险承担之间关系的作用,发现金融危机同商誉之交乘项的系数显著大于 0,反映出金融危机加剧了商誉所诱发的企业风险承担行为。

六、结论与启示

自中国《企业会计准则 (2006)》初次将商誉项目引入资产负债表以来,关于现行准则商誉规定的经济后果研究颇多,其主要出发点在于直接检验商誉与经营业绩和企业价值之间的关系,然而商誉通过何种途径施加影响却知之甚少。实际上,依据高风险高收益的基本规律,企业风

险承担可能已成为商誉影响经营业绩和企业价值的重要渠道, 本文即对此命题加以实证检验。具体地, 本文选取中国资本市场 2007-2014 年间发生商誉事项的 A 股上市公司为研究样本, 考察商誉对企业风险承担的影响以及减值准备计提和企业成长性在其中所发挥的调节作用。研究结果显示, 中国上市公司的并购商誉显著增加了企业风险承担水平, 当减值准备计提比例越高、企业成长性越好时, 商誉对企业风险承担的影响进一步增强。采用工具变量法、Heckman 两阶段回归等敏感性测试后, 研究结果未发生实质性改变。

本文的研究发现对于完善会计准则和合理引导投资决策都具有重要的启示意义。首先, 现行会计准则的规定“非同一控制下的企业合并中, 购买方应当将合并成本大于合并中所取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额, 确认为商誉”将会致使所有对并购价款产生影响的因素都被计入商誉项目, 如此处理会使得商誉的账面价值偏高, 进而令满足商誉预期的超额盈利能力的压力增大, 可能会致使企业过度承担风险。因此, 如何在初始确认时将各种干扰因素与商誉真实价值加以区分、促使市场对标的企业进行合理定价是未来商誉会计准则修订的关键所在。进一步, 准则制定机构需要增加企业商誉信息的透明度, 这将有助于降低基于满足商誉超额盈利能力预期所导致的压力和抑制高管过度自信所导致的严重委托代理问题, 从而最终表现为企业过度风险承担问题的缓和。其次, 外部投资者在进行投资决策时, 必须对商誉可能导致的企业风险承担水平提升加以关注, 以确保投资利益的实现。同时, 增强商誉之于企业风险承担水平促进效应的诸如商誉减值准备计提、企业成长性等外部信号需要加以注意, 以合理控制投资风险。

主要参考文献

杜兴强, 杜颖洁, 周泽将. 2011. 商誉的内涵及其确认问题探讨. 会计研究, 1: 11~16
高榴, 袁诗淼. 2017. 上市公司并购重组商誉及其减值问题探析. 证券市场导报, 12: 58~64

李文贵, 余明桂. 2012. 所有权性质、市场化进程与企业风险承担. 中国工业经济, 12: 115~127

权小锋, 吴世农. 2010. CEO 权力强度、信息披露质量与公司业绩的波动性——基于深交所上市公司的实证研究. 南开管理评论, 4: 142~153

吴超鹏, 吴世农, 郑方镰. 2008. 管理者行为与连续并购绩效的理论与实证研究. 管理世界, 7: 126~133

徐经长, 张东旭, 刘欢欢. 2017. 并购商誉信息会影响债务资本成本吗? 中央财经大学学报, 3: 109~118

杨威, 宋敏, 冯科. 2018. 并购商誉、投资者过度反应与股价泡沫及崩盘. 中国工业经济, 6: 156~173

郑海英, 刘正阳, 冯卫东. 2014. 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. 会计研究, 3: 11~17

Bens, D. A., W. Heltzer, B. Segal. 2011. The Information Content of Goodwill Impairments and SFAS 142. Journal of Accounting, Auditing & Finance, 26 (3): 527~555

Boubakri, N., S. A. Mansi, W. Saffar. 2013. Political Institutions, Connectedness, and Corporate Risk - Taking. Journal of International Business Studies, 44 (3): 195~215

Faccio, M., M. T. Marchica, R. Mura. 2011. Large Shareholder Diversification and Corporate Risk-Taking. Review of Financial Studies, 24 (11): 3601~3641

Frankel, R., C. Seethamraju, T. Zach. 2008. GAAP Goodwill and Debt Contracting Efficiency: Evidence from Net - worth Covenants. Review of Accounting Studies, 13 (1): 87~118

Jennings, R., J. Robinson, D. L. Robert II. 1996. The Relation between Accounting Goodwill Numbers and Equity Values. Journal of Business Finance & Accounting, 23 (4): 513~533

Jin, J., K. Kanagaretnam, G. J. Lobo. 2018. Discretion in Bank Loan Loss Allowance, Risk Taking and Earnings Management. Accounting & Finance, 58 (1): 171~193

Johnson, L. T., K. R. Petrone. 1998. Is Goodwill an Asset? Accounting Horizons, 12 (3): 293~303

Goodwill and Corporate Risk-taking

Zhou Zejiang et al.

Abstract: Goodwill bubbles have become important hidden troubles in sound development of capital market, but there are few empirical literatures focus on the relation between goodwill and corporate risk-taking. Choosing all A-share listed companies in China's capital market between 2007 and 2014 as a sample, this article examines the impact and underlying mechanism of goodwill on corporate risk-taking. Empirical results show that the goodwill becomes an important signal of corporate risk-taking, so the more goodwill assets the company owns, the higher level of risk it takes. Further tests find that the impact of goodwill on corporate risk exposure becomes more significant when the proportion of impairment provision or firm growth is higher. The significance of this study is not only to enrich the literature on economic consequence of goodwill, but also to provide reference for accounting standard settler to further revise and improve China's corporate accounting standards and guide investment decision reasonably.

Key Words: Goodwill; Corporate Risk-taking; Impairment Provision; Firm Growth