

doi:10.3969/j.issn.1674-117X.2020.06.006

# 并购商誉对企业风险承担的影响研究

曹湘平, 刘 姝

(湖南工业大学 经济与贸易学院, 湖南 株洲 412007)

**摘 要:** 以资本市场 2011—2018 年 2 937 家 A 股上市公司作为样本, 实证研究并购商誉与风险承担二者之间的关系, 同时将企业成长性作为调节变量, 分析其对并购商誉与风险承担两者之间关系的调节作用, 并进一步拓展分析三者之间关系在不同产权性质下的差异。通过建立面板数据模型进行研究发现, 并购商誉能够提高企业风险承担水平, 即公司的并购商誉越多, 其对应的风险承担水平更高; 企业成长性对并购商誉与风险承担的关系起到正向调节作用; 区分产权性质的情形下, 国有企业中并购商誉对风险承担的影响比非国有企业更加显著。

**关键词:** 并购商誉; 风险承担; 企业成长性; 产权性质

**中图分类号:** F272.35

**文献标志码:** A

**文章编号:** 1674-117X(2020)06-0039-08

**引用格式:** 曹湘平, 刘 姝. 并购商誉对企业风险承担的影响研究 [J]. 湖南工业大学学报(社会科学版), 2020, 25(6): 39-46.

## An Empirical Study on the Impact of M&A Goodwill on Enterprise Risk-Taking

CAO Xiangping, LIU Shu

(College of Economics and Trade, Hunan University of Technology, Zhuzhou Hunan 412007, China)

**Abstract:** Taking the 2 937 A-share listed companies in the capital market from 2011 to 2018 as a sample, this paper makes a panel data model to explore the relationship between M&A goodwill and risk taking. At the same time, the paper takes the company's growth as a moderating variable to analyze its regulating effect on the relationship between goodwill and risk taking, and further expands and analyzes the differences between the three relationships under different property rights. Through the establishment of a panel data model, the paper finds that M&A goodwill can increase the level of corporate risk-taking, that is, the more the company's M&A goodwill, the higher the corresponding level of risk-taking, corporate growth plays positive adjustment effect on the relationship between M&A goodwill and risk-taking, and in the case of distinguishing the nature of property rights, the impact of M&A goodwill in state-owned enterprises on risk-taking is more significant than that of non-state-owned enterprises.

**Keywords:** M&A goodwill; risk taking; enterprise growth; regulating role

收稿日期: 2020-09-03

作者简介: 曹湘平(1963—), 男, 湖南资兴人, 湖南工业大学教授, 硕士生导师, 研究方向为会计理论与实务;  
刘 姝(1995—), 女, 湖南衡阳人, 湖南工业大学硕士研究生, 研究方向为企业财务会计。

中共十九大指出,中国经济已处于从高速增长模式逐步转型过渡到高质量发展模式的关键阶段。并购作为一种有效配置资本市场资源的主要方式,其重要性日益凸显,成为企业科学合理优化产业布局、实现快速发展的重要手段,受到越来越多企业的青睐。Tang 等人<sup>[1]</sup>研究发现,资本市场公司之间的并购行为正在逐年增多,交易数量和并购规模呈现井喷式增长态势。企业并购金额快速增长产生了大量高额商誉,持续不断的并购重组致使公司商誉数额激增。券商中国相关数据显示,2018年我国A股市场商誉达到1.45万亿元,这与2011年1365亿元的商誉数额相比,增长幅度接近10倍。卢煜等人<sup>[2]</sup>研究指出,商誉于每年期末需要进行减值测试,而减值测试往往容易受到主观条件的影响,使得商誉减值测试的可操纵性增强,从而可能形成商誉减值风险的“蓄水池”,给企业未来生产经营埋下隐患。曹湘平等人<sup>[3]</sup>运用因子分析法分析发现,企业并购活动在发生当年会导致企业绩效上升,但企业绩效在后两年会出现下滑,相关方应充分评估并购风险与成本。通常来说,理性的并购能够促进企业更好地优化产业结构和加快资源整合速度,合理的并购商誉数额也应该反映企业未来的期望收益和并购后的协同效应,然而,并购商誉能否真正实现协同效应,其中的不确定性往往会影响企业的风险承担水平。风险承担是企业面对不确定性因素下对风险的承受水平,体现了企业对风险的应对和规避能力,也反映出企业对投资机会的充分利用,受到企业内部管理者和外部投资者的高度关注。对于企业而言,保持较高的风险承担水平,意味着其能够较好地把握投资机会,进而增强竞争能力。因此,针对并购商誉与企业风险承担之间的关系展开研究具有重要的理论与实际意义。

已有研究大多聚焦在并购商誉计量的相关问题以及其对公司未来生产经营业绩的影响两个方面,到目前为止,已经取得了丰硕的研究成果。很多学者以“超额收益观”理论为基础展开研究。

“超额收益观”指出并购商誉能够在一定程度上为企业创造超额利润,但对于在实际中“由并购商誉产生的或与并购商誉密切相关的经济利益能否流入企业并最终体现为企业的超额盈利能力”

这一议题,学界仍存在争议。一种观点认为并购商誉对企业盈利能力产生积极影响。Borochin 等人<sup>[4]</sup>研究认为,由于机构投资者的存在,其持股比例的增加将有利于公司保持业绩的稳定性,企业估值会更为准确,以此可以推断,出现巨额并购商誉披露的情况会得到缓解,企业价值会呈现上升态势。王春丽等人<sup>[5]</sup>考察了沪深上市公司并购商誉减值与企业长期盈利能力二者之间的关系,发现商誉减值对长期盈利能力起到正向促进作用。另一种观点则恰好相反,如 Glaum 等人<sup>[6]</sup>研究发现,并购商誉发生减值的频率越高,越可能促使投资人降低企业未来预期,由此使得企业未来盈利能力下滑,经营绩效下降。傅超等人<sup>[7]</sup>也得出了相同结论;其研究发现,高溢价、高风险的创业板上市公司进行并购产生的高额商誉并不能为其创造超额盈利。此外,石豪骞等人<sup>[8]</sup>使用A股市场非金融数据进行研究,发现商誉资产与权益资本成本存在正向联系,股东能够分辨不必要的高额商誉并且对市场作出负面反应。综上可知,现有研究大多关注于商誉与企业价值、资本成本、经营业绩之间的联系,而对并购商誉与风险承担之间的关系却关注得较少。基于此,本文以资本市场2011—2018年2937家A股上市公司为样本,实证研究并购商誉与风险承担二者的关系,同时将企业成长性作为调节变量,分析其对并购商誉与风险承担两者关系的调节作用,并进一步分析三者之间关系在不同产权性质下的差异,以期为资本市场企业并购提供一定的参考。

## 一 文献回顾与研究假设

### (一) 并购商誉与企业风险承担

企业会计准则第20号企业合并对商誉的定义中从计量的角度反映了商誉的形式。基于商誉本身的产生机制,不难发现,其反映的是并购时支付的溢价,是一种“计价差额”,但这并未真正体现商誉的本质和内涵。Henning 等人<sup>[9]</sup>将财务报告上列示的商誉分为五类,分别为:可持续经营状态下获得超额收益的能力、潜在未确认的资产、公允价值调整、并购产生的协同效应、剩余商誉,并认为并购产生的协同效应和可持续经营状态下获得超额收益的能力才是企业真正可确认的商誉,即核心商誉。杜兴强等人<sup>[10]</sup>在 Henning 等人研究

的基础之上进一步分析发现, 并购商誉直接产生于企业在非同一控制下的并购行为, 是合并后产生协同效应的一种良好预期, 且能够实现超额利润的要素和情形。由于企业在进行并购前通常要进行较为详致的尽职调查, 以避免出现资产不合理估价之类的错误, 这使得广大学者将关注的焦点转移到“过度支付”这类问题上, 并且始终相信导致高溢价并购的直接原因是管理层的自大与过度自信, 而高溢价并购的直接后果是产生巨额商誉。周泽将等人<sup>[11]</sup>研究认为, 并购商誉对风险承担的影响, 主要是由管理层过度自信以及通过影响风险承担的能力和行为动机共同造成的, 并购商誉所反映出来的未来超额盈利能力会进一步作用于企业的风险承担水平。Lee<sup>[12]</sup>研究了并购商誉与未来现金流二者的关系, 认为并购商誉能够较准确地预测未来现金流, 而并购商誉对未来现金流的准确预测, 对于提升企业风险承担能力是有利的。徐经长等人<sup>[13]</sup>认为, 企业的债务融资成本能够被并购商誉带来的协同效应所稀释, 这将使得企业对低成本债务资金的获取变得更加容易, 债权人对企业发展的预期是积极正向的, 从而为企业的风险承担行为提供了保证。高榴等人<sup>[14]</sup>研究发现, 近年来, 并购市场的繁荣使得并购商誉高估问题异常严重, 企业应通过主动承担风险来缓解并购过程中的商誉泡沫, 减少未来可能的并购商誉减值风险, 因此, 并购商誉所反映的超额盈利强化了风险承担行为的动机, 提升了企业的风险承担意识。李丹蒙等人<sup>[15]</sup>研究发现, 管理层过度自信会使得企业更倾向于作出支付高溢价并购的决策, 更容易产生并购商誉, 企业极大可能会选择投资高风险高收益的项目, 企业风险承担能力自然有所加强。因此, 本文提出假设 1。

H1: 控制其他条件不变, 并购商誉对风险承担水平呈现正向显著影响。

## (二) 企业成长性的调节作用

企业的成长性包括内生式增长和以并购为主要手段的外延式增长。企业保持高成长性, 预示着未来良好的发展能力与经济效益, 一方面可以促进企业规模的扩张和业务的快速增长, 另一方面能够增强企业资源获取能力。不断挖掘企业的潜在资源, 可为企业的生产经营输送源源不断的动力, 同时这种获取资源的能力为企业风险承担

行为提供了资源保证, 发现并充分利用资源, 是管理者和投资者的重要关注点。李虹等人<sup>[16]</sup>认为, 企业的成长性表现为企业获得未来现金流量的能力。从风险承担的角度来看, 高成长性企业的并购商誉与风险承担之间的关系更为显著。如上文所述, 一部分并购商誉是管理层过度自信造成的, 而追求企业的高成长性通常是管理层过度自信的一项偏好, 也是商誉实现超额盈利能力预期的内在要求。管理层所表现出来的快速扩张的管理思想和高度自信的心理状况, 使得企业并购和投资更为频繁, 在这一过程中形成了大量的商誉, 企业的风险承担能力随之增强。由此可知, 追求高成长性放大了并购商誉所导致的风险承担水平。企业的高成长性往往能够提供更多的空间给管理层, 更有利于其投资高风险高回报项目。Nakano 等人<sup>[17]</sup>研究发现, 公司经营风险极有可能导致财务危机, 倘若公司保持高成长性, 这种情形将会得到抑制。Bertoni 等人<sup>[18]</sup>研究认为, 公司的成长性越好, 越倾向于把握投资机会, 选择风险系数较高且预期净收益大于 0 的项目, 这体现出企业较高的风险承担水平。薛龙等人<sup>[19]</sup>研究发现, 企业保持较高的成长性, 有利于企业实现超额盈利能力预期, 这对企业风险承担能力的提升是极为重要的。据此, 本文提出研究假设 2。

H2: 控制其他条件不变, 企业成长性越好, 并购商誉对企业风险承担的正向影响越显著。

## (三) 产权性质对并购商誉与风险承担的影响

上市公司中, 国有企业和非国有企业具有不同的产权类型, 这可能导致其各自的并购商誉对企业风险承担的影响存在较大差异。这两种类型的企业在股权设置、公司治理、经营管理等方面都存在明显差别。从经理人视角来看, Kini 等人<sup>[20]</sup>研究发现, 完善管理者的监督激励机制能够提升企业的风险承担水平。对目前的国有企业来说, 其对管理层的监督约束机制和激励机制需要完善。在管理层的监督和约束不足的情形下, 国有企业容易产生机会主义, 引发道德风险, 并且其管理层薪酬制度受到约束, 个人利益和企业利益存在一定脱节, 从而难以发挥激励作用。在管理层作出并购相关决策时, 国有企业倾向于保守, 往往选择投资低风险的项目。在此基础上, 相关学者研究了产权性质对企业风险承担的影响, 如余明



桂等人<sup>[21]</sup>研究发现,对于不同产权性质而言,非国有企业较之国有企业,其风险承担水平更高;但是国有企业经过民营化后,其风险承担水平会得到较大幅度的改善。也有学者提出不同的观点,他们认为非国有企业风险承担水平更低。黄蔚等人<sup>[22]</sup>以融资约束为理论基础,发现国有产权性质能够抑制商誉给企业带来的融资约束,并且更加容易获得政府的扶持补贴和各种信贷资源;而非国有企业对外部融资更为依赖,同时政府对其融资渠道有限且门槛较高,从而导致非国有企业资金受到限制。非国有企业为了获得更加稳定的收入,往往会选择风险较小的项目进行投资,从而使得非国有企业风险承担水平大大降低。葛结根<sup>[23]</sup>研究发现,非国有企业的投资行为往往会受到一定的融资约束,这也将导致其风险承担能力低于国有企业。基于以上理论分析,本文提出假设3。

H3:控制其他条件不变,国有企业的并购商誉对企业风险承担的影响大于非国有企业。

## 二 研究设计

### (一) 样本选择与数据来源

本研究共选取2937家中国A股上市公司2011—2018年的相关公开可获取数据作为研究样本,并对样本进行了细致筛选:剔除金融类上市公司、ST类型公司、行业只有3家以下数量的公司、资不抵债的公司、关键变量数据缺失的公司等,最终获取共计18122个完整有效的观测值。运用Stata14.0进行数据处理与实证检验,为了避免异常值对模型准确性造成不利偏差,对所有连续变量在±1%分位进行winsorize缩尾调整。财务数据均来自CSMAR数据库(China Stock Market & Accounting Research Database)。

### (二) 变量说明

1.被解释变量:企业风险承担(*RISK*)。参考国外学者Boubakri<sup>[24]</sup>以及国内学者李文贵等人<sup>[25]</sup>的方法,本文采用企业盈利能力的波动性对企业风险承担加以测度。使用企业在一定观测时段内的资产收益率(*Roa*)波动程度来度量企业风险承担水平,资产收益率波动幅度越大,说明企业风险承担水平越高。首先利用行业平均值对企业每一年的*Roa*进行调整,其中*Roa*使用息税前利润

与年末总资产之比来衡量。为了缓解行业及周期带来的影响,将公司*Roa*减去年度行业均值得到调整后的*Adj\_Roa*。将每3年作为一个观测时间段,滚动计算经行业调整后的*Adj\_Roa*的标准差。

$$Adj\_Roa_{i,t} = \frac{EBIT_{i,t}}{ASSET_{i,t}} - \frac{1}{X} \sum_{k=1}^X \frac{EBIT_{i,t}}{ASSET_{i,t}}$$

$$RISK_{i,t} = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T \left( Adj\_Roa_{i,t} - \frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T Adj\_Roa_{i,t} \right)^2} / T = 3.$$

式中:*Roa*为息税前利润(*EBIT*)与年末总资产(*ASSET*)之比;*Adj\_Roa*为企业在每一观测时段内经行业调整的息税前利润(*EBIT*)与年末总资产(*ASSET*)的比率;*RISK*反映的是企业的风险承担水平,是经行业调整后的*Roa*的标准差;*i*表示公司;*t*表示时段。

2.解释变量:并购商誉(*GW*)。使用商誉净值与期末总资产之比表示。

3.调节变量:企业成长性(*GROW*)。利用总资产增长率加以度量。

4.控制变量。通过文献梳理,选择以下控制变量:大股东持股比例、董事会规模、高管薪酬激励、产权性质、资产负债率、企业规模、上市年限、行业固定效应和年度固定效应。

本文选取的具体变量及说明如表1所示。

表1 具体变量及说明

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
被解释变量	企业风险承担	<i>RISK</i>	企业盈利能力的波动性
解释变量	并购商誉	<i>GW</i>	商誉净值与期末总资产之比
调节变量	企业成长性	<i>GROW</i>	总资产增长率
	大股东持股比例	<i>FIRST</i>	第一大股东持股数量与总股数之比
	董事会规模	<i>BOARD</i>	董事会人数的自然对数
	高管薪酬激励	<i>CASH</i>	前三名高管薪酬总额与期末总资产之比
控制变量	产权性质	<i>SOE</i>	国有企业赋值为1,非国有企业赋值为0
	资产负债率	<i>LEV</i>	企业期末总负债与期末总资产之比
	企业规模	<i>SIZE</i>	年末总资产取对数
	上市年限	<i>AGE</i>	研究年份与上市年份之差
	年度虚拟变量	<i>YEAR</i>	固定效应
	行业虚拟变量	<i>IND</i>	固定效应

### (三) 模型构建

为了检验并购商誉对企业风险承担的影响,借鉴郑海英等人<sup>[26]</sup>的研究方法构建模型(1)。

$$RISK = \beta_0 + \beta_1 GW + \beta_2 GROW + \beta_3 FIRST + \beta_4 BOARD + \beta_5 CASH + \beta_6 SOE + \beta_7 LEV + \beta_8 SIZE + \beta_9 AGE + IND + YEAR + \varepsilon \quad \text{模型(1)}$$

为了验证企业成长性是否在并购商誉与风险承担之间发挥调节作用, 建立模型(2)。

$$RISK = \beta_0 + \beta_1 GW + \beta_2 GROW + \beta_3 GW \times GROW + \beta_4 FIRST + \beta_5 BOARD + \beta_6 CASH + \beta_7 SOE + \beta_8 LEV + \beta_9 SIZE + \beta_{10} AGE + IND + YEAR + \varepsilon \quad \text{模型(2)}$$

以上两式中:  $GW \times GROW$  表示并购商誉与企业成长性的交互项;  $\beta$  代表各变量的系数;  $\varepsilon$  表示随机扰动项。

### 三 实证结果分析

#### (一) 描述性统计

为了解本次所选取样本的分布情况和具体变量特征, 对主要变量进行描述性统计, 结果如表2所示。由表2可知, 风险承担水平( $RISK$ )的最大值为0.245, 均值为0.0277, 最小值为0.001。从总体来看, 企业风险承担水平较低且不同企业的风险承担水平略有差异。并购商誉( $GW$ )的中位数为0, 均值为0.0271, 表明并购商誉的分布呈现出右偏状态, 并购商誉的标准差为0.070。接近均值的3倍, 说明部分并购商誉存在极端值, 不同公司之间的并购商誉数额存在较大差别, 这也为文章探讨并购商誉与企业风险承担二者之间的关系提供了较好契机。企业成长性( $GROW$ )的最小值和最大值分别为-0.896、37.030。但其标准差相对较小, 表明大部分企业的成长性水平较为接近。第一大股东持股比例( $FIRST$ )水平较高,

达到35.60%, 显示出上市公司的股权集中度仍然很高, 这容易导致“一股独大”的状况。此外, 国有企业所占比例约为37.10%, 上市平均年限接近15年。

表2 主要变量的描述性统计结果

变量	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
$RISK$	0.0277	0.038	0.007	0.001	0.245
$GW$	0.0271	0.070	0	0	0.388
$GROW$	0.2290	0.717	0.021	-0.896	37.030
$FIRST$	0.3560	0.149	0.240	0.095	0.754
$BOARD$	2.1350	0.197	1.946	1.609	2.708
$CASH$	0.0010	0.001	0	0	0.005
$SOE$	0.3710	0.483	0	0	1.000
$LEV$	0.4180	0.211	0.246	0.0492	0.905
$SIZE$	22.0500	1.288	21.130	19.580	26.020
$AGE$	14.4300	7.343	9.000	3.000	28.000

#### (二) 相关性分析

对各变量进行相关性分析, 结果如表3所示。由表3可知, 并购商誉( $GW$ )与风险承担( $RISK$ )的相关系数达到0.085, 在1%置信水平上显著正相关, 该结果表明公司的并购商誉越多, 其承担风险的水平相应越高, 这初步支持了假设1。在控制变量中, 大股东持股比例( $FIRST$ )、董事会规模( $BOARD$ )、企业规模( $SIZE$ )分别与企业风险承担( $RISK$ )在1%水平上显著负相关, 高管薪酬激励( $CASH$ )、资产负债率( $LEV$ )、企业年限( $AGE$ )对企业风险承担( $RISK$ )具有显著的正面影响, 表明变量的选择和模型的构建较为合理。同时, 为了尽可能排除变量存在的多重共线性问题, 检验得到各变量的方差膨胀因子值( $VIF$ )均小于3, 均值为1.45, 这避免了多重共线性对模型回归结果的影响。

表3 变量间的相关系数

变量	$RISK$	$GW$	$GROW$	$FIRST$	$BOARD$	$CASH$	$SOE$	$LEV$	$SIZE$	$AGE$
$RISK$	1									
$GW$	0.085***	1								
$GROW$	-0.007	0.216***	1							
$FIRST$	-0.098***	-0.166***	-0.036***	1						
$BOARD$	-0.063***	-0.069***	-0.046***	0.016**	1					
$CASH$	0.123***	-0.037***	0.019**	-0.139***	-0.177***	1				
$SOE$	-0.053***	-0.194***	-0.114***	0.196***	0.268***	-0.280***	1			
$LEV$	0.045***	-0.115***	-0.066***	0.067***	0.153***	-0.374***	0.335***	1		
$SIZE$	-0.139***	0.008	-0.019	0.222**	0.253***	-0.639***	0.391***	0.522***	1	
$AGE$	0.083***	-0.130***	-0.110***	-0.041***	0.159***	-0.284***	0.514***	0.399***	0.333***	1
$VIF$		1.14	1.06	1.15	1.12	1.72	1.61	1.52	2.21	1.55

注: \*\*、\*\*\* 分别表示在1%、5%水平上显著, 下同。

### (三) 多元回归分析

#### 1. 并购商誉与企业风险承担

表4为并购商誉、企业成长性与风险承担回归结果。由表4中模型(1)的回归结果可以看到,并购商誉(*GW*)的回归系数为0.023(*T*值为4.31),在1%水平上通过显著性检验;由模型(2)的回归结果可知,其并购商誉(*GW*)的正负性未发生变化,保持在1%水平上通过显著性检验,这与假设1相一致。一方面,并购商誉能够为企业权益融资创造一定的便利,同时也会降低企业的债务融资成本,为企业承担更高的风险水平提供了强有力的保障;另一方面,并购商誉要求企业风险承担能够保持较高水平,从而进一步获取较高的收益率,实现企业超额盈利能力预期。同时,本文对并购商誉与企业风险承担的实证研究与以往学者的研究结果存在契合之处,这与当前中国上市公司实际情况基本相符,即并购商誉与企业风险承担之间具有显著的正向关系,说明并购商誉越多,企业的风险承担水平越高。

表4 并购商誉、企业成长性与风险承担回归结果

变量	模型(1)		模型(2)	
	回归系数	<i>T</i> 值	回归系数	<i>T</i> 值
<i>GW</i>	0.023***	(4.31)	0.021***	(3.83)
<i>GW</i> × <i>GROW</i>	0		0.006***	(2.63)
<i>GROW</i>	0	(-1.22)	-0.001***	(-2.70)
<i>FIRST</i>	-0.029***	(-6.43)	-0.029***	(-6.48)
<i>BOARD</i>	0.054*	(-1.79)	-0.004*	(-1.77)
<i>CASH</i>	1.489**	(1.98)	1.582**	(2.10)
<i>SOE</i>	-0.002	(-0.83)	-0.002	(-0.86)
<i>LEV</i>	0.043***	(16.96)	0.044***	(16.96)
<i>SIZE</i>	-0.009***	(-11.86)	-0.009***	(-11.54)
<i>AGE</i>	0.003	(0.52)	0.003	(0.53)
<i>Constant</i>	0.276**	(2.55)	0.196***	(2.48)
<i>IND</i>	控制		控制	
<i>YEAR</i>	控制		控制	
<i>Observations</i>	18 051		18 051	
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.494		0.494	
<i>r</i> <sup>2</sup> <sub>a</sub>	0.393		0.393	
<i>F</i>	53.52		48.87	

注: \*表示在10%水平上显著; *Constant*为常量, *Observations*为样本观测值, *R*<sup>2</sup>与*r*<sup>2</sup><sub>a</sub>分别为拟合优度与调整后的拟合优度, *F*为*F*检验的统计值。

如前所述,并购商誉与风险承担存在显著的正向关系,那么,企业成长性是否可以起到一定程度的调节作用?本研究为进一步探讨商誉净值与风险承担的关系,在模型中加入企业成长性(*GROW*)以及并购商誉和企业成长性的交互项

(*GW*×*GROW*),相应结果如表5所示。结果显示,*GW*×*GROW*交互项系数都大于0,这证实了当企业保持高成长性时,并购商誉对企业风险承担的促进作用进一步得到强化,企业成长性发挥了较好的调节作用,研究假设2得到支持。其他控制变量的结果列示如下:*LEV*、*AGE*、*BOARD*对企业风险承担水平具有显著的正向影响,即企业拥有合理的资产负债率、上市年限越久、董事会规模越大,企业风险承担水平就越高;*FIRST*、*SIZE*的回归系数都显著为负,说明较高的大股东持股比例、更大规模的资产都会抑制企业风险承担。

表5 模型(2)按产权性质分组的回归结果

变量	国有企业(组1)	非国有企业(组2)
<i>GW</i>	0.038** (2.37)	0.015** (2.73)
<i>GROW</i>	-0.003** (-3.39)	0 (-0.02)
<i>GW</i> × <i>GROW</i>	0.015*** (4.59)	0.002** (-0.73)
<i>FIRST</i>	-0.003* (-1.75)	-0.032*** (-5.10)
<i>BOARD</i>	-0.006* (-1.90)	0.003 (-0.76)
<i>CASH</i>	-8.676*** (-5.70)	3.155*** (3.44)
<i>LEV</i>	0.034*** (8.35)	0.034*** (10.05)
<i>SIZE</i>	-0.014*** (-11.47)	-0.008*** (-6.71)
<i>AGE</i>	0.003 (0.66)	0
<i>Constant</i>	0.286*** (3.14)	0.195*** (7.75)
<i>IND</i>	控制	控制
<i>YEAR</i>	控制	控制
<i>Observations</i>	6681	11320
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.556	0.493
<i>r</i> <sup>2</sup> <sub>a</sub>	0.472	0.377
<i>F</i>	25.85***	24.75***

注:括号内为*T*值。

#### 2. 区分产权性质的进一步分析

所有权安排是企业重要的治理机制,对企业的薪酬激励机制和投资决策会产生重大影响。本文进一步研究了并购活动频繁的情况下,不同产权性质对于商誉与企业风险承担影响存在的差异。对不同产权性质的样本进行回归,回归结果如表5所示。从回归结果中可知,国有企业和非国有企业的商誉系数同时在5%的水平上呈显著正相关。国有企业组的*GW*系数为0.038,明显高于非国有



企业组的  $GW$  系数 0.015。以上经验证据也揭示出相比于非国有企业, 国有企业的商誉对风险承担的影响更为明显, 正向推动作用更强, 这证实了假设 3。由于国有企业与非国有企业在管理方式、经营目标等诸多方面存在不同之处, 国有企业依靠国家信用往往能得到更雄厚的资金支持, 本身具备较强的风险承担水平, 而非国有企业容易面临融资约束问题, 其风险承担水平也会受到一定程度的削弱。对应的  $F$  检验显示, 两组均呈显著正相关,  $F$  统计量分别为 25.85 和 24.75, 这表明并购商誉与风险承担之间的关系会受到企业所有权性质的影响。

#### (四) 稳健性检验

为保证研究结论的可靠, 通过替换被解释变量与变更并购商誉度量方法两种方式, 对研究结果进行稳健性检验。

##### 1. 替换被解释变量

使用 3 年内经年度行业调整后的  $Roa$  的极差替换原有的被解释变量, 重新衡量企业风险承担 ( $RISK$ ), 得到的结果如表 6 所示。由表 6 分析可知, 不论是模型 (1) 还是模型 (2), 均在 1% 水平上系数显著为正, 研究结论整体较为稳健。

表 6 被解释变量用极差替代的回归结果

变量	模型 (1)		模型 (2)	
	回归系数	$T$ 值	回归系数	$T$ 值
$GW$	0.275***	(5.04)	0.253***	(4.57)
$GW \times GROW$			0.052**	(2.48)
$GROW$	-0.001	(-0.21)	-0.009*	(-1.87)
$FIRST$	-0.103**	(-2.31)	-0.106**	(-2.36)
$BOARD$	-0.014	(-0.56)	-0.013	(-0.53)
$CASH$	39.264***	(5.20)	40.141***	(5.31)
$SOE$	-0.193***	(-7.22)	-0.193***	(-7.25)
$LEV$	0.378***	(14.68)	0.378***	(14.69)
$SIZE$	-0.076***	(-9.29)	-0.074***	(-9)
$AGE$	0.017	(0.32)	0.017	(0.32)
$Constant$	1.428*	(1.80)	1.380*	(1.74)
$IND$	控制		控制	
$YEAR$	控制		控制	
$Observations$	18 051		18 051	
$R^2$	0.391		0.391	
$r^2\_a$	0.269		0.269	
$F$	44.93		41.06	

##### 2. 变更并购商誉度量方法

采用滞后 1 期商誉进行实证检验。基于前文的分析思路, 通过改变并购商誉的度量方法, 选择并购商誉的滞后 1 期进行回归, 结果如表 7 所示。

由表 7 分析可知, 并购商誉的回归系数依然为正, 在 1% 水平上通过显著性检验, 与前文的假设预测高度一致。

表 7 滞后 1 期解释变量  $GW$  的回归结果

变量	回归系数	$T$ 值
$GW$	0.083***	(13.57)
$GROW$	0.001	(2.33)
$FIRST$	-0.024**	(-4.67)
$BOARD$	-0.004	(-1.56)
$CASH$	1.402***	(1.53)
$SOE$	0.001***	(0.33)
$LEV$	0.039***	(13.12)
$SIZE$	-0.011***	(-11.67)
$AGE$	0	(0)
$Constant$	0.269*	(12.71)
$IND$	控制	
$YEAR$	控制	
$Observations$	14 726	
$R^2$	0.523	
$r^2\_a$	0.419	
$F$	58.41	

## 四 研究结论与展望

本文以 2011—2018 年 A 股上市公司的 18 122 个观测值为样本, 检验并购商誉如何影响企业风险承担水平以及企业成长性在其中所发挥的调节作用, 并且根据企业产权性质, 对相关国有企业与非国有企业展开深入分析。在进行实证研究后, 得到以下结论: (1) 并购商誉资产对企业风险承担具有显著的正相关关系, 即公司并购商誉越多, 对应的风险承担水平越高; (2) 加入企业成长性因素, 并购商誉对风险承担的影响作用更为突出, 这表明企业成长性能对两者关系发挥较好的调节作用; (3) 区分产权性质的进一步分析发现, 并购商誉对风险承担的影响全部显著为正, 且国有企业的并购商誉对企业风险承担的影响大于非国有企业。对此进行一系列稳健性检验, 研究结论并未发生实质性变化。

本研究在拓展已有理论研究范畴的同时, 也对完善并购商誉相关的会计准则和引导投资者正确决策具有重要的启示作用。首先, 现行会计准则将商誉定义为“非同一控制下企业合并过程中合并成本与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”, 这一定义将导致所有对并购价款产生影响的因素都被计入商誉项目, 使得商誉的账面价值明显偏高, 进而对并购商誉

预期超额盈利能力的实现产生不利影响,可能会导致企业过度承担风险。因此,对企业层面而言,在进行商誉初始确认时,应准确评估并购商誉的真实价值,规范市场对标的企业的定价,避免出现并购商誉账面价值过高而导致企业难以实现预期超额盈利能力,以及企业因过度承担风险而影响生产经营等问题。其次,外部投资者在进行投资决策过程中,需要对并购商誉可能会提升企业风险承担水平加以关注,理性评估并购商誉及并购事件,正确认识并购商誉对企业风险承担的影响,作出审慎合理的投资决策,确保自身投资利益的实现。与此同时,也应深刻意识到企业成长性对并购商誉与风险承担的促进效应,不断增强企业成长性,以合理控制投资风险。

本研究在选取样本的过程中,未将并购商誉进行细分,也未考虑商誉净值的变动;此外,研究所采用的“商誉净值”直接从财务报表中取得,没有按照一定标准进行再次细分,也就无法得知并购商誉是通过何种作用路径影响企业风险承担水平的。因此,在接下来的研究中将对其作出细分与完善,以期得出更为严谨与精准的结论。

#### 参考文献:

- [1] TANG Q, HAN H W. Can Material Asset Reorganizations Affect Acquirers Debt Financing Costs?: Evidence from the Chinese Merger and Acquisition Market[J]. *China Journal of Accounting Research*, 2018, 11(2): 71-90.
- [2] 卢煜, 曲晓辉. 商誉减值的盈余管理动机: 基于中国A股上市公司的经验证据[J]. *山西财经大学学报*, 2016, 38(7): 87-99.
- [3] 曹湘平, 刘煜. 基于自由现金流的上市公司并购绩效实证研究[J]. *湖南工业大学学报(社会科学版)*, 2018, 23(5): 33-39.
- [4] BOROCHIN P, YANG J. The Effects of Institutional Investor Objectives on Firm Valuation and Governance[J]. *Journal of Financial Economics*, 2017, 126(1): 171-199.
- [5] 王春丽, 褚志姣. 商誉减值对公司绩效的影响研究[J]. *中国注册会计师*, 2020(1): 40-44.
- [6] 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.
- [7] 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.
- [8] 石豪骞, 孟晓俊. 商誉资产、管理层权力和权益资本成本[J]. *财会月刊*, 2018(14): 92-100.
- [9] HENNING S L, LEWIS B L, SHAW W H. Valuation of the Components of Purchased Goodwill[J]. *Journal of Accounting Research*, 2000, 38(2): 375-386.
- [10] 杜兴强, 杜颖洁, 周泽将. 商誉的内涵及其确认问题探讨[J]. *会计研究*, 2011(1): 11-16.
- [11] 周泽将, 胡刘芬, 马静, 等. 商誉与企业风险承担[J]. *会计研究*, 2019(7): 21-26.
- [12] LEE C. The Effect of SFAS 142 on the Ability of Goodwill to Predict Future Cash Flows[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2011, 30(3): 236-255.
- [13] 徐经长, 张东旭, 刘欢欢. 并购商誉信息会影响债务资本成本吗?[J]. *中央财经大学学报*, 2017(3): 109-118.
- [14] 高榴, 袁诗森. 上市公司并购重组商誉及其减值问题探析[J]. *证券市场导报*, 2017(12): 58-64.
- [15] 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*, 2015(10): 50-57.
- [16] 李虹, 袁颖超, 许宁宁. 金融生态环境、投资者信心、公司成长性与股权资本成本[J]. *财会通讯*, 2018(1): 49-54.
- [17] NAKANO M, NGUYEN P. Board Size and Corporate Risk Taking: Further Evidence from Japan[J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2012, 20(4): 369-387.
- [18] BERTONI F, COLOMBO M G, GRILLI L. Venture Capital Investor Type and the Growth Mode of New Technology-Based Firms[J]. *Small Business Economics*, 2013, 40(3): 527-552.
- [19] 薛龙. 经济政策不确定性与企业风险承担[J]. *财经论丛*, 2019(12): 55-65.
- [20] KINI O, WILLIAMS R. Tournament Incentives, Firm Risk, and Corporate Policies[J]. *Journal of Financial Economics*, 2012, 103(2): 350-376.
- [21] 余明桂, 李文贵, 潘红波. 民营化、产权保护与企业风险承担[J]. *经济研究*, 2013, 48(9): 112-124.
- [22] 黄蔚, 汤湘希. 合并商誉会增加企业的融资约束吗?[J]. *证券市场导报*, 2018(12): 32-40.
- [23] 葛结根. 并购对目标上市公司融资约束的缓解效应[J]. *会计研究*, 2017(8): 68-73.
- [24] BOUBAKRI N. Political Institutions, Connectedness, and Corporate Risk-Taking[J]. *Journal of International Business Studies*, 2013, 44(3): 195-215.
- [25] 李文贵, 余明桂. 所有权性质、市场化进程与企业风险承担[J]. *中国工业经济*, 2012(12): 115-127.
- [26] 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.

责任编辑: 徐海燕