企业社会责任履行抑制商誉泡沫吗?

许 罡

(安徽财经大学 会计学院,安徽 蚌埠 233030)

[摘 要] 并购盛行使商誉估值泡沫愈发严重。以中国上市公司为样本,研究发现:企业社会责任履行能有效抑制商誉泡沫行为;社会责任履行情况越佳,商誉资产越低,超额商誉越少,这一抑制效应在非国有企业中更为显著。中介效应研究揭示了两者之间影响机制:社会责任履行主要通过声誉激励机制和提高信息透明抑制商誉泡沫;进一步研究还发现,自愿披露更能有效发挥抑制效应,内部控制质量高的企业,抑制效应更明显。研究结果表明:企业社会责任履行及信息披露作为一种有效的治理机制,发挥了信号传递和声誉约束功能,提高了商誉估值公允性,能够抑制商誉泡沫,有利于降低风险,维护市场稳定。

[关键词] 企业社会责任;商誉泡沫;抑制效应;声誉机制;信息透明度;内部控制质量

[中图分类号] F272.91 [文献标志码] A [文章编号] 1004-4833(2020)-01-0090-10

一、问题提出

商誉泡沫担忧由来已久,并购盛行则加剧了商誉泡沫。自2008年以来,伴随着企业并购热潮,报告合并商誉的上市公司数量大幅增加,近几年更是呈现爆发式增长,巨额商誉确认及其大额减值计提遂之成为市场热点[1]。截至2018年,上市公司商誉总额达到1.5万亿元。2019年初,众多上市公司商誉集中爆雷,几百家企业涉及商誉减值计提,甚至有公司一次性计提高达数十亿的商誉减值,被质疑为利用商誉减值进行盈余管理,商誉爆雷既扰乱了资本市场正常秩序,也严重影响企业未来经营,商誉高估引发风险及其防范成为市场热点。

商誉反映并购的未来潜在收益,其估值计量依赖管理层的职业判断,管理层可能基于私益高估商誉资产,进而形成商誉泡沫。现有研究关注了商誉估值影响因素及约束机制。从商誉估值因素来看,内部治理因素中薪酬激励会影响商誉会计选择[2],外部审计、证券分析师跟踪以及机构持股等外部因素也能有效约束商誉操控行为[3]。毋庸置疑,商誉估值泡沫会增加估价崩盘风险,带来计提商誉减值风险[4],并可能扩散到金融系统,加剧企业未来业绩不确定性,影响企业声誉和形象,损害投资者利益。Abughazaleh等研究发现,商誉减值与公司治理有效性显著相关,有效的治理机制可以抑制商誉泡沫[5]。如何抑制商誉泡沫?张新民等发现内部控制有效抑制商誉估值泡沫[1]。有哪些因素能够有效抑制商誉估值泡沫?目前相关研究并不多见。本文围绕商誉泡沫展开研究,探讨社会责任能否抑制商誉泡沫。已有文献研究了商誉确认及后续计量的相关问题[6-10]。一些研究表明商誉准则赋予管理层更大的自由裁量权,易诱发管理层机会主义[11]。如并购发生时管理层通过高估商誉以短期内提高股价,后续则通过推迟和少报减值以提振业绩[12]。相关研究从内部控制、外部环境、市场氛围、盈余管理等视角探讨商誉泡沫问题。当前政策层面鼓励并购以实现做大做强。资本市场出现了大量热炒概念的并购事件,市场繁荣推升了管理层乐观和自信,管理层越自信,新增并购商誉越多[13]。如果大股东或管理层存在利益输送、盈余管理等动机,则可能进一步推高商誉泡沫。很多研究表明,履行社会责任不佳的企业更有可能从事机会主义活动,如实施盈余管理[14]。利益相关者理论认为,企业需要维护股东、员工、债权人、政府、客户、供应商、公众等利益,满足这些利益相关者的需求,相应地,从这些相关者处获取回报,从而提升企业业绩和企业价值。先前研究表明,具有社会责任感的企业被视为表现优异的繁荣企业[15],业绩恶化的企业更有可能招致商誉减值[16]。因此,本文有理由认为社会责任履行情况较好的企业能够抑制商誉估值泡沫。

本文以2010—2017年A股上市公司为样本,实证检验了社会责任履行对商誉资产高估值的抑制效应。研

[收稿日期] 2019-09-12

[基金项目] 安徽省社科规划基金一般项目(AHSKF2018D55);江苏省社科基金一般项目(18GLB004)

[作者简介] 许罡(1974—),男,安徽贵池人,安徽财经大学会计学院副教授,硕士生导师,博士,从事公司治理、公司财务和管理会计研究,E-mail:xg_ah@sohu.com。

究结果表明:企业社会责任履行情况越好,商誉资产越低,商誉估值泡沫越少,表明企业社会责任履行有助于抑制商誉泡沫,其商誉确认更符合公允价值;这一关系在非国有企业和非强制披露社会责任信息的企业尤为显著。影响机制检验发现,内在的企业声誉激励和信息透明度提高发挥了重要作用。本文贡献在于:检验社会责任履行对商誉确认影响,发现了社会责任履行对商誉泡沫的抑制效应,提供了社会责任履行发挥积极作用和价值的经验证据,并拓展了商誉问题相关研究。

二、文献回顾与研究假设

(一)文献回顾

商誉是企业并购的产物,商誉确认及其后续计量实际上可检验并购估值是否合理、并购后企业整合资源成效及后续经营绩效。2007年我国会计准则改变了商誉摊销处理方式,开始与国际准则趋同,此后,国内对并购商誉问题才开始增多已有文献研究了商誉确认及其后续计量的影响因素等。研究发现,商誉操纵及后续减值导致会计信息失真从而严重影响了信息使用者[17];披露商誉的企业审计费用明显上升且计提减值的企业审计费用增加幅度更大[18];商誉估值能够提高企业股价,但加剧了未来股价崩盘的风险[3]。企业内部环境中高管的薪酬激励契约与股票市场波动会影响商誉及其减值的会计选择[2],外部环境中有效的公共监管(如审计监督、机构投资者监)能够督促企业及时计提商誉损失[19]。另外,企业社会责任越来越受到市场关注,投资者对非财务信息披露需求使得披露社会责任信息成为众多企业主动或被动选择。诸多研究显示社会责任履行与企业美誉度和企业成功正相关,如带来较高的财务绩效,赢得客户和利益相关者的信任,提高员工满意度,以及增强了市场吸引力。社会责任承担可以提升企业声誉和提高股价,进而吸引投资者关注[20]。企业社会责任正成为企业成功的有力指示器,履行社会责任的企业得到了更多的分析师关注,盈余预测也更精确[21]。这些研究表明,社会责任履行越来越有效发挥信号机制,但同时也有研究对企业履行社会责任持否定态度,认为社会责任履行可能是管理层自身机会主义和败德行为的掩饰外衣。梳理现有研究,可以看到研究者普遍认同商誉估值泡沫存在诸多危害,从内外监管角度讨论了抑制商誉泡沫的机制,而企业社会责任履行不管是主动内源还是外在压力,都是一种完善公司治理机制的重要内容,社会责任履行及信息披露能够接受投资者和社会监督,能够为公司治理提供导向,理论上将影响商誉估值行为,但目前罕见探讨企业社会责任履行对商誉估值影响的文献,本文则以此为切入点展开研究。

(二)理论分析及研究假设

通常,利益相关者理论是企业履行社会责任的理论依据之一,企业是各利益相关者的契约集合,各利益相关者协调一致方能促使企业成长,企业需要重视和满足股东、债权人、员工、政府、客户等不同利益相关者的需求,并相应地以此吸引利益相关者,帮助实现经营目标,提升经营绩效。而组织合法性能够帮助企业获得关键性资源,有助于提高客户忠诚度、改善企业与社会公众的关系和降低融资成本等,增强企业的竞争优势。社会责任履行是获得组织合法性的重要途径[22]。合法性理论旨在解释社会责任履行及信息披露行为,认为参与履行社会责任的企业寻求达到利益相关者的期望或给其留下深刻印象,以图树立良好的企业声誉[23]。Richard等认为企业声誉提升可以履行企业社会责任获得的竞争优势来赢得[24]。企业履行社会责任,一方面迫于政府、监管层和公众等利益相关者压力,另一方面也作为非市场竞争战略,主动履行社会责任能够帮助企业获得声誉资本,有助于建立企业形象,从而提升绩效和竞争力。企业社会责任履行是获得组织合法性的重要途径。慈善捐赠和环保投资等承担社会责任行为,既可作为成为识别合法性的信号,又可作为保持正当性和获取合法性的来源[25]。基于上述理论,本文从以下几个方面探讨社会责任履行对商誉估值的影响机制。

1.内在声誉激励

企业履行社会责任,释放出对利益相关者如员工、债权人、供应商及政府等积极负责的信号,极大地降低信贷约束中信息不对称以及缓解逆向选择难题,以此获取信贷资源控制方足够信任,从而获取外界资源。通过信息披露,企业可以为股东、债权人、政府、客户、供应商、公众等利益相关提供社会责任履行情况的特有信息,展现良好的社会责任意识和具体行动。这些信息的披露有助于企业建立良好的社会形象,从而提升企业的市场声誉,增强投资者信心。企业社会责任是影响企业声誉的重要因素之一,良好的社会责任表现有助于减小负面事件对企业冲击,保护企业形象,减轻合法性压力,减少更严厉的监督审查压力[26]。Elkington认为,企业履行社会

责任是建立良好企业形象的公共管理工具[27]。社会责任履行较好的企业管理层倾向于遵循更高的行为标准，相应地企业也更诚实，可信和道德[14]。合法性理论表明，组织行为方式可以使他们的行为与社会的期望保持一致，组织目标是满足社会期望并获得社会认可。企业社会责任履行可以降低隐性契约违约的可能性，增加利益相关者对企业的支持，从而降低了操控商誉会计处理以取悦利益相关者的动机。因此，企业社会负责履行会使得企业更愿意真实报告商誉。企业履行社会责任，释放出对利益相关者积极负责之信号，可以向市场传递好的企业声誉，极大地降低信贷约束中信息不对称和逆向选择，以此获取资源供给者的信任而获取更多资源，因此，社会责任的声誉激励有利于维护商誉估值公允性。

2.信息透明度效应

近年来，社会责任履行已经成为许多企业尤其是一些卓有声誉企业的主动选择，社会责任信息披露提高企业信息透明度，为利益相关者提供了更多的内部信息，从而抑制并购商誉确认中的机会主义行为。已有文献指出，较好社会责任信息披露体现了企业更高的文化涵养和道德标准，管理层隐瞒坏消息的利益动机相对较低，公司治理的透明度层次较高[28]。社会责任报告披露更多的非财务信息，对管理层的选择性信息披露和负面信息管理具有抑制作用，有助于缓解内部人信息优势而导致诸如税收转移、内幕交易和盈余管理等委托代理问题，避免虚商誉估值过高而出现泡沫等现象[29,30,14]。社会责任信息披露传递了更多的非财务信息，信息披露更加真实有效，使投资者更全面了解企业财务状况[31]，帮助投资合理决策。研究表明，社会责任信息披露导致较少的机会主义行为，如盈余管理活动。社会责任履行较好的企业会计信息更透明和可靠，这类企业一般较少进行盈余管理行为，因而很少被美国证监会调查监控[14]。社会责任履行较好的企业也较少进行避免收益损失和减少的平滑收益的盈余管理活动[32]。Hong等发现社会责任绩效良好的企业具有更高的应计质量并且表现出更少的盈余管理[33]。企业社会责任活动有助于缓解企业与利益相关者之间的私有信息不对称[34]。上述文献表明，企业社会责任履行情况越好，会计处理越值得信任，会计信息越透明，会计信息质量越高。由于企业社会责任印象管理活动吸引了市场的兴趣，企业需要对会计信息透明度有所承诺[35]。现行商誉准则赋予管理层更大的自由裁量权，易引发管理层机会主义行为[11]。商誉估值过高容易引起后续的减值计提，市场将商誉减值视为负面消息，投资者反应的程度也与商誉减值损失的程度正相关[6]。因此，会计信息透明度提高和更多市场关注会抑制管理层高估商誉的机会主义动机。基于上述分析，本文提出研究假设H_1。

H_1：企业社会责任履行评价越好，商誉估值更低，商誉泡沫也越少。

企业产权性质会给其行为带来显著差异，国有企业因其全民产权属性，承担社会责任成为其天然职能[36]。同时，国企高管履行社会责任一方面是获得晋升的必要条件，另一方面也可作为业绩不佳时的卸责理由[37]。具体来说，国有企业需要为维护社会稳定、环境保护以及政府政绩等政策原因而承担社会责任。黄速建认为，国有企业社会责任更多的是着眼于非经济目标的实现[38]。民营企业履行社会责任可能源于外部压力，因私有属性决定其不太愿意承担社会责任。因此，民营企业如果积极承担社会责任，则动机意在建立良好企业形象和声誉，良好的声誉可使企业获得外界更多信任，从而在资源交换中获取更大收益。由于政府干预的存在，市场也不一定会认可国有企业的社会责任行为。近年来，政府越来越关注企业环保、就业等社会责任表现，国有企业承担了履行社会责任的表率和示范，一般情况下，在同等条件下，国有企业比非国有企业更好地履行了社会责任，也提供了更多的社会责任报告。因此，国有企业源于政治等压力履行社会责任，在于满足政府要求，投资者认可度低，而民营企业自愿履行的社会责任，投资者认可度高，声誉激励效应更明显。基于上述分析，本文提出研究假设H_2。

H_2：相比较于国有企业，民营企业社会责任履行对商誉泡沫抑制效应更显著。

三、研究设计

（一）样本选择与数据来源

本文研究时间跨度为2010—2017年。研究样本进行了如下筛选：（1）剔除金融类行业本；（2）剔除相关数据缺失的样本。本文数据来源如下：商誉相关数据来自国泰安财务报表附注数据库，其他财务数据来源于国泰安数据库财务报告数据库，部分数据来源于锐思数据库。本文对所有连续变量均进行上下1%的缩尾处理以避免极端值对回归结果影响。

(二)变量定义

1.商誉泡沫。参照Ramamma和张新民等的方法[11,1],本文以超额商誉*GWover*来刻画企业商誉确认泡沫,具体计算时将商誉按照行业进行统计,以商誉的账面价值减去该企业所在行业当年的商誉账面价值平均值作为超额商誉并除以总资产以标准化。此外,为稳健起见,本文还以商誉比总资产为被解释变量构建回归模型,如果两者的负向关系显著,则表明企业社会责任履行越高,商誉确认越低,商誉泡沫可能也就越少。

2.社会责任履行情况。国内研究也有采用润灵环球社会责任评分作为*CSR*替代指标。但润灵数据不能覆盖全部样本,以本文数据与之匹配,则样本量大幅缩减,故本文采用和讯网社会责任评价体系刻画企业社会责任履行情况。

3.控制变量。借鉴张新民等[1]的研究,本文控制变量的定义与说明具体见表1。

表1 变量的定义与说明

变量类型	变量名称	变量代码	变量含义
被解释变量	商誉	*GW*	期末商誉比期末总资产
	超额商誉	*GWover*	期末商誉与行业商誉均值差额比期末总资产
解释变量	企业社会责任	*CSR*	和讯网上市公司社会责任总评分除100
控制变量	企业规模	*SIZE*	期末总资产的自然对数
	财务杠杆	*LEV*	总负债占总资产的比例
	资产报酬率	*ROA*	净利润占总资产的比例
	成长性	*GROW*	营业收入增长率
	现金持有	*CASH*	货币资金占总资产的比例
	固定资产比例	*FIX*	固定资产占总资产比例
	市账比	*MB*	市场价值与账面价值之比
	上市年限	*AGE*	市场价值占总资产的比例
	两职合一	*DUAL*	若董事长与总经理不为同一人取1,否则取0
	董事会规模	*BROAD*	董事会人数
	独立董事比例	*INDEP*	独立董事人数占董事会人数的比例
	大股东控股	*TOP*	第一大股东控股比例
	产权性质	*SOE*	若国有控股取1,否则取0
	年度效应	*YEAR*	年度虚拟变量
	行业效应	*IND*	行业虚拟变量

(三)模型设定

为考察企业社会责任表现对企业商誉估值影响,本文构建一个多元回归模型。为避免逆向因果关系所造成的内生性问题,获取较为一致的估计结果,该模型解释变量采用滞后一期值。

$$GW_{it}/GWover_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CSR_{it-1} + \alpha_{it} CONTROL_{it} + \mu_{it}$$

模型中,*GW_it*和$GWover_{it}$分别为被解释变量商誉和超额商誉,CSR_{it}为主要解释变量。本文采用第三方和讯网上市公司社会责任评级得分刻画。$CONTROL_{it}$为相关控制变量,μ_{it}为残差项。

四、实证结果及分析

(一)描述性统计

表2提供了描述性统计结果。平均而言,样本中变量特征存在明显差异,样本分布较合理。超额商誉的均值为-0.000(实际不为零),中位数为0.076,最大值是0.339,说明部分企业存在较大的超额商誉,中位数大于均值,说明其分布呈左偏状态。商誉最大值0.462,说明部分企业商誉占比偏高。*CSR*总体均值为0.295,总体不高,最大值0.89,整体上说,上市公司社会责任表现欠佳,存在较大的提升空间,且存在企业间差异较大,部分企业履行社会责任情况较好。相关系数分析显示符合预期(如有需要可向作者索取)。

表2 主要变量描述性统计

变量	*N*	*mean*	*sd*	*p*50	*min*	*max*	*range*
GWover	7567	-0.000	0.076	-0.009	-0.155	0.339	0.494
GW	7567	0.047	0.088	0.007	0	0.462	0.462
CSR	7567	0.295	0.184	0.241	0.166	0.891	1.057
SIZE	7567	22.501	1.321	22.28	19.36	26.88	7.528
LEV	7567	0.446	0.207	0.443	0.047	1.153	1.105
ROE	7567	0.046	0.04	0.0417	-0.233	0.218	0.451
GROW	7567	0.435	1.268	0.163	-0.808	12.201	13.011
BM	7567	0.928	1.012	0.593	0	7.241	7.241
CASH	7567	0.173	0.135	0.132	0	0.728	0.728
FIX	7567	0.197	0.151	0.166	0.001	0.734	0.732
AGE	7567	10.14	6.495	8	1	24	23
BROAD	7567	8.843	1.810	9	0	15	15
INDEP	7567	0.371	0.0544	0.333	0	0.571	0.571

(二)多元回归分析

表3为模型回归的结果,其中回归系数标准误均经过异方差和公司层面的聚类调整(下同)。第1列、第2列报告了以和讯网社会责任评分*CSR*为解释变量,以商誉*GW*和超额商誉*GWover*为被解释变量的模型回归结果、第3列、第4列则列示了增加其他控制变量后的模型回归结果。表3显示,解释变量*CSR*回归系数在1、第2列均为负数,统计显著性水平均为1%。从系数的大小上看,第3列中,*CSR*的系数为-0.013,说明*CSR*评分每上升1% ,初始确认时商誉在总资产的占比就能降低0.13%,第4列*CSR*系数为-0.18,说明*CSR*评分每上升1%,超额商誉在总资产的占比就能降低0.18%。实证结果表明,企业社会责任履行情况越好,并购时商誉资产越低,超额商誉越少,这意味着商誉泡沫越少,实证结果支持假设H_1。表4报告了模型按照企业性质分组的回归结果。第1列、第2列为民营

样本的相关模型回归结果，第3列、第4列为国有样本的相关模型回归结果。在民营企业分样本中，无论被解释变量是商誉*GW*和超额商誉*GWover*，解释变量*CSR*系数均为负值，且显著性水平分别为10%和5%。而第3列、第4列国有样本的模型回归结果中，解释变量*CSR*系数均不显著，分样本回归表明，社会责任表现抑制商誉确认泡沫主要发生在民营企业，而国有样本中，两者之间并无显著的负相关关系，结果和假设H_2一致，说明国企可能承担了更多的社会责任，体现了社会性职能，国有企业社会责任履行可能更多是被动响应，而民营公司则更多地着眼于声誉考虑，其履行社会责任多出于主动选择，履行社会责任旨在形成好公民形象和声誉资本，商誉确认时更谨慎，抑制了商誉泡沫的形成。

（三）稳健性检验

本文进行了以下稳健性检验，以保证研究结论更可靠。

1.本文以和讯网社会责任评价体系*CSR*五个子项得分分别检验，以五个维度的子项得分为解释变量，以主回归模型为基准，考察各维度履行情况对商誉泡沫的影响，实证结果显示（因篇幅未报告），前四个子项的回归系数均在1%水平上显著负相关，与本文预期相符合，只有公共责任子项目的回归系数不显著，但亦为负数。

2.内生性问题是本文研究结论存在的一个潜在担忧。根据本文研究问题，我们采用以下方式控制该问题，以确保研究结论的稳健。（1）企业社会责任活动影响商誉资产定价，而并购产生商誉及其定价同时可能影响公众对企业社会责任活动的评价，在实证分析中两者之间可能具有互为因果关系，产生内生性问题。因此，为尽量减少这种内生性所带来的影响，本文参考宋献中等文献[39]，以前期企业所在行业社会责任评分均值和前期公益捐赠金额为工具变量IV（公益捐赠影响企业社会责任评价，而捐赠金额与企业商誉确认并无直接关联，满足工具变量选择要求）进行两阶段2SLS回归，回归结果显示如表5显示，*CSR*系数分别在5%水平显著为负数，采用工具变量2SLS回归后，二者负向关系依然成立（见表5，由于变量取值样本量有所变化）（第一阶段回归结果略，备索）。如果考虑到异方差，则GMM回归结果优于2SLS回归，因此本文采用两步最优GMM法重新估计，结果保持一致。（2）商誉源于企业并购活动，并购活动产生商誉确认问题，而企业是否进行并购具有选择性，也就是说对于商誉资产确认问题并非外生决定，而是样本选择的结果，为了纠正样本选择偏差，本文采用Heckman选择模型进行检验，第一阶段根据全样本建立是否存在商誉资产的选择方程，参照傅超等研究[40]，以同行业商誉资产、资产规模、上市年限、成长性、资产负债率以及资产收益率为进行Probit回归计算逆米尔斯（Inverse Mills ratio），然后带入主回归模型，检验结果见表6（取全样本，样本量有所变化）。*CSR*系数均显著为负数，表明考虑样本选择偏差之后，研究结论依然成立。

3.固定效应回归。为了避免企业间个体差异产生的影响，并缓解模型中可能由于遗漏变量而带来的系数偏误，本文采用固定效应重新回归，回归结论依旧成立。

表3 模型（1）回归结果

变量	（1） GW	（2） GWover	（3） GW	（4） GWover
CSR	−0.027***	−0.030***	−0.013**	−0.018***
	（−5.04）	（−6.06）	（−2.31）	（−3.18）
SIZE			0.005***	0.004***
			（3.15）	（2.78）
LEV			−0.104***	−0.101***
			（−7.82）	（−8.05）
ROE			−0.154***	−0.135***
			（−5.15）	（−4.70）
GROW			0.003***	0.003***
			（3.84）	（3.60）
BM			−0.004**	−0.001
			（−2.58）	（−1.17）
CASH			−0.173***	−0.149***
			（−13.39）	（−12.24）
FIX			−0.180***	−0.165***
			（−14.12）	（−13.64）
AGE			−0.001***	−0.001***
			（−3.27）	（−3.43）
BROAD			−0.001	−0.001
			（−1.37）	（−1.53）
INDEP			0.009	0.001
			（0.38）	（0.04）
DUAL			0.003	0.003
			（0.79）	（1.01）
TOP			−0.001***	−0.001***
			（−6.43）	（−6.40）
年度/行业	控制	控制	控制	控制
_cons	0.045***	0.007	0.087***	0.062**
	（5.05）	（0.85）	（2.62）	（1.98）
N	7567	7567	7567	7567
R2_a	0.195	0.004	0.303	0.126

注：括号内为系数对应T值，***、**、*分别表示显著性水平为1%、5%和10%。下同。

五、影响机理分析

本文上述回归结果发现，企业履行社会责任活动能够有效抑制商誉资产确认中的泡沫行为，那么社会责任履行具体是通过何种机制发挥效应？已有文献指出，企业社会责任履行体现了企业更高的文化涵养和道德标准，形成企业良好公民形象和声誉资本，公司治理的透明度层次较高[28]，企业社会责任报告更多的非财务信息

表4 国有和民营分组样本回归结果

变量	(1)民营	(2)民营	(3)国有	(4)国有
	GW	*GWover*	*GW*	*GWover*
CSR	−0.016*	−0.020**	−0.008	−0.008
	(−1.79)	(−2.23)	(−1.40)	(−1.54)
SIZE	0.009***	0.007***	0.001	0.001
	(3.33)	(3.02)	(0.86)	(0.48)
LEV	−0.127***	−0.125***	−0.047***	−0.042***
	(−7.23)	(−7.41)	(−2.82)	(−2.59)
ROE	−0.227***	−0.207***	−0.027	−0.011
	(−5.55)	(−5.23)	(−0.84)	(−0.35)
GROW	0.004***	0.003**	0.002***	0.002**
	(2.77)	(2.54)	(2.67)	(2.48)
BM	−0.008***	−0.006**	−0.002*	−0.001
	(−3.25)	(−2.49)	(−1.89)	(−0.49)
CASH	−0.197***	−0.175***	−0.069***	−0.061***
	(−12.29)	(−11.38)	(−3.50)	(−3.37)
FIX	−0.253***	−0.235***	−0.065***	−0.056***
	(−13.73)	(−13.20)	(−4.62)	(−4.15)
AGE	−0.000	−0.001	−0.000	−0.000
	(−1.15)	(−1.27)	(−0.49)	(−0.88)
BROAD	−0.000	−0.000	−0.001	−0.001*
	(−0.07)	(−0.06)	(−1.51)	(−1.79)
INDEP	−0.008	−0.017	0.041*	0.042**
	(−0.20)	(−0.46)	(1.84)	(2.13)
DUAL	0.000	0.001	−0.004	−0.003
	(0.06)	(0.36)	(−1.40)	(−1.09)
TOP	−0.000***	−0.000***	−0.001***	−0.001***
	(−3.55)	(−3.61)	(−4.96)	(−5.14)
年度/行业	控制	控制	控制	控制
_cons	0.037	0.023	0.059	0.021
	(0.71)	(0.46)	(1.60)	(0.58)
N	4980	4980	2587	2587
R2_a	0.311	0.129	0.273	0.225

表5 工具变量2SLS回归结果

变量	(1)	(2)
	GW	*GWover*
CSR	−0.494**	−0.434**
	(−2.42)	(−2.35)
SIZE	0.033***	0.028**
	(2.60)	(2.46)
LEV	−0.124***	−0.116***
	(−5.74)	(−5.76)
ROE	0.439*	0.383*
	(1.81)	(1.75)
GROW	0.003**	0.003**
	(2.21)	(2.23)
BM	−0.009**	−0.007*
	(−2.24)	(−1.82)
CASH	−0.187***	−0.161***
	(−9.11)	(−8.57)
FIX	−0.182***	−0.169***
	(−9.42)	(−9.45)
AGE	−0.001	−0.001*
	(−1.39)	(−1.70)
BROAD	0.001	0.001
	(0.50)	(0.40)
INDEP	0.088	0.070
	(1.60)	(1.39)
DUAL	−0.001	0.000
	(−0.19)	(0.03)
TOP	−0.001***	−0.001***
	(−3.98)	(−4.03)
年度/行业	控制	控制
_cons	−0.459*	−0.462*
	(−1.71)	(−1.90)
N	5870	5870

表6 Heckman样本选择模型回归结果

变量	(1)	(2)
	GW	*GWover*
CSR	−0.019*	−0.019***
	(−1.82)	(−3.48)
SIZE	−0.023***	−0.003
	(−4.35)	(−1.29)
LEV	−0.111***	−0.103***
	(−7.20)	(−14.62)
ROE	−0.086*	−0.117***
	(−1.66)	(−4.98)
GROW	0.002	0.003***
	(1.31)	(3.49)
BM	−0.004	−0.002
	(−1.49)	(−1.17)
CASH	−0.160***	−0.146***
	(−10.65)	(−18.44)
FIX	−0.176***	−0.164***
	(−11.75)	(−21.06)
AGE	−0.001**	−0.001***
	(−2.51)	(−5.23)
BROAD	−0.001	−0.001**
	(−1.13)	(−2.08)
INDEP	0.002	−0.001
	(0.07)	(−0.05)
DUAL	0.003	0.003*
	(0.92)	(1.76)
TOP	−0.001***	−0.001***
	(−5.17)	(−9.62)
年度/行业	控制	控制
_cons	0.768***	0.242***
	(6.24)	(4.44)
lambda	−0.198***	−0.052***
	(−6.44)	(−3.79)
N	13357	13357

披露，有助于缓解内部人信息优势能导致的代理问题，如减少盈余操纵等[14]，对管理层的选择性信息披露和负面信息管理具有一定的抑制作用。还有研究发现企业社会责任信息披露具有羊群效应，呈现强制性同形特征，信息披露质量有待提升[41]。

本文理论假设部分推理了一些影响机制，具体包括声誉激励机制和信息透明度效应等几个方面，本部分逐一检验声誉激励和信息透明度的中介效应。

为检验上述机制，本文构建了中介效应模型，采用Baron和Kenny中介效应分析方法，选择企业声誉和信息透明度为中介变量，对下面两组模型(1)、模型(2)、模型(3)和模型(1)、模型(4)、模型(5)进行回归：

$$GW_{it}/GWover_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CSR_{it-1} + \alpha_{it} CONTROL_{it} + \mu_{it} \quad (1)$$

$$REPUT_{it} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{it-1} + \beta_{it} CONTROL_{it} + \varphi_0 \quad (2)$$

$$GW_{it}/GWover_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CSR_{it-1} + \alpha_2 REPUT_{it} + \alpha_{it} CONTROL_{it} + \mu_{it} \quad (3)$$

$$TRANS_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 CSR_{it-1} + \gamma_{it} CONTROL_{it} + \delta_{it} \quad (4)$$

$$GW_{it}/GWover_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CSR_{it-1} + \alpha_2 TRANS_{it} + \alpha_{it} CONTROL_{it} + \mu_{it} \quad (5)$$

上述式中，企业声誉$REPUT_{it}$度量采用上市公司违规行为来刻画，当违规次数越多，声誉越差。参考张宁等做法[42]，本文采用信息披露违规情况来衡量企业声誉，选用发布澄清公告之前的信息披露违规次数来刻画企业声誉，该指标为负向指标，即信息违规次数越多，企业声誉越差。按照杨有红等做法[43]，本文采用上市公司分析师跟踪人数来刻画信息透明度$TRANS_{it}$，样本企业年度分析师跟踪越多，信息越透明，其他变量定义同于

模型(1)。

本文中介效应检验基本程序分为以下步骤:首先,用被解释变量对解释变量进行回归,即本文前述主回归;其次,用中介变量对解释变量进行回归;最后,用被解释变量对中介变变量和解释变量进行回归。在本文中,中介变量分别为企业声誉变量和信息透明度变量。以上两组模型的中介效应检验过程如下,以第一组模型为例,首先检验模型(2)*CSR*的系数β_1,若β_1系数显著为负数,则表明社会责任活动显著提高了企业声誉。其次检验模型(3)回归系数α_1和α_2是否显著,若两个系数均具有统计显著性,则意味着存在中介效应。如果至少有一个变量不显著则需要进行Sobel检验,如果Sobel检验显著,Z值大于临界值,则中介效应显著,根据温忠麟等研究结论,显著性水平0.05对应的临界值为0.97,则意味着中介变量在自变量和因变量之间起到中介作用,否则不存在中介效应。上述两组模型回归及检验结果见表7和表8。表7第三列*CSR*系数显著为负数,说明*CSR*表现越好,违规次数越少,表明企业声誉越高,符合预期,第五列*CSR*和*REPUT*系数均在1%水平上显著,表明声誉在社会责任履行和商誉估值之间发挥了部分中介作用。表8第三列*CSR*系数显著为正数,说明社会责任履行得到了更多分析师关注,提高了信息质量,降低了信息不对称。第五列*CSR*系数显著为正,而*TRANS*系数不显著,需要进行Sobel检验。本文对两组模型均进行Sobel检验,Z值均通过显著性检验。上述中介效应结果表明,企业声誉和信息透明是社会责任影响商誉估值的中介变量,即企业履行社会责任发挥了声誉约束功能,降低了企业与投资者之间的信息不对称,提高了信息透明度,从而约束商誉资产高估值确认,降低了商誉泡沫。

表7 声誉中介效应检验结果

变量	(1) *GW*	(2) *GWover*	(3) *REPUT*	(4) *GW*	(5) *GWover*
CSR	−0.013**	−0.018***	−0.221***	−0.013**	−0.017***
	(−2.31)	(−3.18)	(−2.94)	(−2.22)	(−3.08)
REPUT				0.002**	0.003***
				(2.36)	(2.77)
SIZE	0.005***	0.004***	0.001	0.005***	0.004***
	(3.15)	(2.78)	(0.07)	(3.15)	(2.78)
LEV	−0.104***	−0.101***	0.557***	−0.105***	−0.103***
	(−7.82)	(−8.05)	(4.85)	(−7.93)	(−8.18)
ROE	−0.154***	−0.135***	−0.804*	−0.152***	−0.133***
	(−5.15)	(−4.70)	(−1.92)	(−5.12)	(−4.65)
GROW	0.003***	0.003***	−0.015**	0.003***	0.003***
	(3.84)	(3.60)	(−2.00)	(3.88)	(3.65)
BM	−0.004**	−0.001	−0.027	−0.003**	−0.001
	(−2.58)	(−1.17)	(−1.18)	(−2.54)	(−1.11)
CASH	−0.173***	−0.149***	−0.016	−0.173***	−0.149***
	(−13.39)	(−12.24)	(−0.17)	(−13.40)	(−12.25)
FIX	−0.180***	−0.165***	−0.258**	−0.179***	−0.164***
	(−14.12)	(−13.64)	(−2.46)	(−14.09)	(−13.61)
AGE	−0.001***	−0.001***	−0.003	−0.001***	−0.001***
	(−3.27)	(−3.43)	(−1.08)	(−3.25)	(−3.40)
BROAD	−0.001	−0.001	−0.002	−0.001	−0.001
	(−1.37)	(−1.53)	(−0.26)	(−1.37)	(−1.52)
INDEP	0.009	0.001	−0.328	0.010	0.002
	(0.38)	(0.04)	(−1.58)	(0.41)	(0.08)
DUAL	0.003	0.003	0.010	0.003	0.003
	(0.79)	(1.01)	(0.36)	(0.79)	(1.00)
TOP	−0.001***	−0.001***	−0.003***	−0.001***	−0.001***
	(−6.43)	(−6.40)	(−3.65)	(−6.36)	(−6.32)
年度/行业	控制	控制	控制	控制	控制
_cons	0.087***	0.062**	0.256	0.087***	0.062*
	(2.62)	(1.98)	(0.74)	(2.61)	(1.96)
N	7567	7567	7567	7567	7567
R2_a	0.303	0.126	0.049	0.304	0.127

表8 信息透明度中介效应回归结果

变量	(1) *GW*	(2) *GWover*	(3) *TRANS*	(4) *GW*	(5) *GWover*
CSR	−0.013**	−0.018***	3.059***	−0.014**	−0.018***
	(−2.31)	(−3.18)	(3.90)	(−2.44)	(−3.28)
TRANS				0.000	0.000
				(1.53)	(0.99)
SIZE	0.005***	0.004***	4.459***	0.004**	0.004**
	(3.15)	(2.78)	(17.97)	(2.30)	(2.14)
LEV	−0.104***	−0.101***	1.112	−0.104***	−0.101***
	(−7.82)	(−8.05)	(1.12)	(−7.85)	(−8.07)
ROE	−0.154***	−0.135***	59.433***	−0.167***	−0.143***
	(−5.15)	(−4.70)	(15.93)	(−5.33)	(−4.73)
GROW	0.003***	0.003***	−0.136	0.003***	0.003***
	(3.84)	(3.60)	(−1.40)	(3.88)	(3.63)
BM	−0.004**	−0.001	−2.951***	−0.003**	−0.001
	(−2.58)	(−1.17)	(−12.90)	(−2.05)	(−0.82)
CASH	−0.173***	−0.149***	2.305*	−0.173***	−0.149***
	(−13.39)	(−12.24)	(1.93)	(−13.46)	(−12.28)
FIX	−0.180***	−0.165***	1.290	−0.180***	−0.165***
	(−14.12)	(−13.64)	(1.02)	(−14.17)	(−13.68)
AGE	−0.001***	−0.001***	−0.180***	−0.001***	−0.001***
	(−3.27)	(−3.43)	(−6.10)	(−3.10)	(−3.31)
BROAD	−0.001	−0.001	0.009	−0.001	−0.001
	(−1.37)	(−1.53)	(0.09)	(−1.38)	(−1.53)
INDEP	0.009	0.001	1.231	0.009	0.001
	(0.38)	(0.04)	(0.49)	(0.37)	(0.04)
DUAL	0.003	0.003	0.841***	0.002	0.003
	(0.79)	(1.01)	(2.76)	(0.74)	(0.97)
TOP	−0.001***	−0.001***	−0.072***	−0.001***	−0.001***
	(−6.43)	(−6.40)	(−6.41)	(−6.23)	(−6.26)
年度/行业	控制	控制	控制	控制	控制
_cons	0.087***	0.062**	−89.522***	0.107***	0.075**
	(2.62)	(1.98)	(−18.07)	(2.90)	(2.14)
N	7567	7567	7567	7567	7567
R2_a	0.303	0.126	0.396	0.304	0.126

六、进一步拓展分析

(一)外部信息披露制度要求的影响

企业社会责任信息一般属于自愿披露范围,我国企业社会责任缺失导致恶性事件频发,2008年以来,交易所开始对公司治理板块和深证100板块等几类公司要求强制披露社会责任报告。理论上,源于政治和社会环境等压力强制披露社会责任信息,目的在于响应政策性要求,投资者的认可程度较低,这就削弱了声誉激励效应,而企业主动自愿披露社会责任信息,其动机旨在传递更多的内部信息,通过信号传递维护形象和提升企业声誉。陈国辉等研究发现强制和自愿披露社会责任对盈余管理行为影响存在差异,对于自愿披露的企业,应计盈余管

理和财务重述水平均显著负相关,而强制披露企业,上述关系不显著[44]。可见,信息披露方式可能导致社会责任信息行为对商誉估值的抑制效应存在异质,因此,本文按照社会责任信息披露方式进行分组检验。表9报告了分组检验结果。结果表明,对于强制披露社会责任的样本组,社会责任*CSR*系数均不显著,而其他样本组中社会责任*CSR*系数显著为负数,说明对于强制披露社会责任信息的企业而言,社会责任履行对商誉估值泡沫的抑制效应不明显,这一抑制效应主要发生在非强制披露社会责任信息企业。原因在于,强制要求披露社会责任信息的企业多是出于对监管层的强制性政策反应,多是应规性披露[40]。相比较而言,自愿披露社会责任信息的企业,其披露动机是通过履行社会责任和相关信息披露来发送出信号,有助于其获取政府的支持,缓解与利益关系方的信息不对称,积累社会资本,提高企业形象和声誉。

(二)内部控制环境差别

内部控制是实施公司治理的基础工作,良好的内部控制提升治理效果,能够改进企业决策,规范公司治理行为,因而内部控制质量直接影响社会责任履行,内部控制质量的提升有助于提高企业社会责任的履行水平[1]。

内部控制质量高的企业风险管控体系相对完备,在企业并购过程中能够开展充分、有效和审慎的风险评估,从而抑制商誉估值泡沫的发生。内部控制也能够缓解信息不对称,保证信息沟通渠道通畅,通过传递高质量相关信息,制定合理的并购策略,增强并购议价能力,减少无意估值食物和蓄意操纵抬高商誉行为。另外,内部控制质量高的企业通常具有良好的管理组织架构,管理层权力制衡能力强,上下环节控制到位,从而有利于优化并购目标,规避并购合谋行为,避免高溢价支付形成的高商誉。本文按照内部控制质量高低分组,检验不同的内部控制环境下,社会责任对商誉泡沫抑制效应是否存在差异。表9结果显示,在内部控制质量高的样本组,社会责任*CSR*系数在5%水平显著,说明内部控制质量高的企业,抑制效应更明显。内部控制为企业提供良好的制度保障和行为约束,内部控制有效执行能够抑制商誉泡沫的形成和扩散。

表9　进一步拓展分析回归结果

变量	(1)强制披露 *GW*	(2)强制披露 *GWover*	(3)其他 *GW*	(4)其他 *GWover*	(5)内控质量高 *GW*	(6)内控质量高 *GWover*	(7)内控质量低 *GW*	(8)内控质量低 *GWover*
CSR	0.001	−0.008	0.018***	0.022***	−0.016**	−0.020***	−0.012	−0.015**
	(0.17)	(−0.77)	(−2.63)	(−3.23)	(−2.27)	(−2.97)	(−1.49)	(−1.97)
年度/行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
_cons	0.086*	0.049	0.107***	0.089**	0.133***	0.096***	0.113**	0.110**
	(1.69)	(0.88)	(2.79)	(2.46)	(3.42)	(2.59)	(2.19)	(2.23)
N	678	678	6562	6562	3709	3709	3531	3531
R2_a	0.260	0.376	0.318	0.131	0.318	0.147	0.324	0.126

注:括号内为系数对应T值,***、**、*分别表示显著性水平为1%、5%和10%。因篇幅原因,仅列示主要变量回归结果。

七、研究结论及讨论

本文以中国上市公司为样本分析了企业社会责任履行情况对于商誉资产估值泡沫的抑制效应,并进一步对作用机制进行分析。本文研究结果表明,企业社会责任履行越好,商誉资产越低,商誉泡沫越少,且这一发现主要是在民营企业样本非常显著。进一步,本文通过中介效应检验证实了社会责任履行情况抑制商誉泡沫的作用机制:社会责任履行具有信号效应,社会责任履行情况较好的企业,通常信息不对称程度更低,从而抑制高商誉确认的盈余管理行为;社会责任履行具有声誉约束功能,有助于企业形成和维护良好的企业声誉,社会责任履行情况越好,声誉维护机制越能有效抑制高估商誉行为。本文研究还发现,自愿披露具有更强烈的抑制效应;内部控制质量高的企业,抑制效应更显著。

本文不仅拓展了企业社会责任影响的相关研究,而且丰富了商誉理论。本文结论也具有较强的政策含义,为新兴市场国家的制度建设提供了新的证据支持,从市场角度理解企业社会责任行为具有一定的启示意义。国企社会责任履行相对来说更多体现了国企本身的社会性职能,多是非经济性考量和被动选择,而民营企业则更多的是主动履行社会责任以积累企业声誉,能有效约束企业行为,商誉估值更加合理,减少了商誉泡沫。因此,引导企业主动履行社会责任,发挥声誉激励机制有利于社会福利水平的提升。

本文研究为企业社会责任活动积极性的经济后果提供了经验证据。但由于并购交易支付方式多样、交易中存在业绩承诺等行为以及其他隐形因素,商誉估值问题及其复杂,将上述情形纳入商誉影响因素研究是未来

方向之一。

参考文献：

[1] 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):59-69.

[2] Bens D A ,Heltzer W , Segal B . The information content of goodwill impairments and SFAS 142 [J]. Journal of Accounting, Auditing & Finance, 2011, 26(2):527-555.

[3] 王文姣，傅超，傅代国. 并购商誉是否为股价崩盘的事前信号?——基于会计功能和金融安全视角[J]. 财经研究，2017(9):77-88.

[4] 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):156-173.

[5] Abughazaleh N M , Al-Hares O M , Roberts C . Accounting discretion in goodwill impairments: UK evidence [J]. Journal of International Financial Management & Accounting, 2011, 22(3):165-204.

[6] Li Z , Shroff P K , Venkataraman R , et al. Causes and consequences of goodwill impairment losses [J]. Review of Accounting Studies, 2011, 16(4): 745-778.

[7] RamannaK , Watts R L . Evidence on the use of unverifiable estimates in required goodwill impairment [J]. Review of Accounting Studies, 2012, 17(4):749-780.

[8] Olante M E. Overpaid acquisitions and goodwill impairment losses - evidence from the US [J]. Advances in Accounting Incorporating Advances in International Accounting, 2013, 29(2):243-254.

[9] 谢纪刚，张秋生. 股份支付、交易制度与商誉高估——基于中小板企业并购的数据分析[J]. 会计研究，2013(12):47-52.

[10] Giner B, Pardo F. How ethical are managers' goodwill impairment decisions in Spanish-listed firms? [J]. Journal of Business Ethics, 2015, 132 (1):21-40.

[11] 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):0-281.

[12] Li K K , Sloan R G . Has goodwill accounting gone bad? [J]. Review of Accounting Studies, 2017, 22(2):964-1003.

[13] 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]. 会计研究,2018(10):50-57.

[14] Kim Y, Park M S, Wier B. Is earnings quality associated with corporate social responsibility? [J]. The Accounting Review. 2012, 87 (3): 761-796.

[15] Beurden P V, Gössling T. The Worth of Values - A Literature Review on the Relation Between Corporate Social and Financial Performance [J]. Journal of Business Ethics, 2008, 82(2):407-424.

[16] Hayn C, Hughes P J. Leading Indicators of Goodwill Impairment [J]. Journal of Accounting Auditing & Finance, 2006, 21(3):223-265.

[17] 冯卫东，郑海英. 企业并购商誉计量与披露问题研究[J]. 财政研究，2013(8):29-32.

[18] 叶建芳，何开刚. 不可核实的商誉减值测试估计与审计费用[J]. 审计研究，2016(1):76-84.

[19] Glaum M, Keller T, Street D L. Discretionary accounting choices: The case of IAS 19 pension accounting [J]. Social Science Electronic Publishing, 2018, 48(1):139-170.

[20] AdamskaA ,Dabrowski T J . Do investors appreciate information about corporate social responsibility? Evidence from the Polish equity market [J]. Engineering Economics, 2016, 27(4):364-372.

[21] Dhaliwal D. Li O, Tsang A, et al. Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting [J]. The Accounting Review 2011, 86 (1): 59 - 100.

[22] 田志龙,程鹏璠,杨文. 企业社区参与过程中的合法性形成与演化百步亭与万科案例[J],管理世界,2014(12):134-151.

[23] Chen J C, Roberts R W.Toward a more coherent understanding of the organization-society relationship: A theoretical consideration for social and environmental accounting research [J].. Journal of Business Ethics.2010, 97 (4):651 - 665.

[24] Richard M L, Kathee R. Closing the credibility gap: The challenges of corporate responsibility reporting [J]. Environmental Quality Management, 2010, 16(4):1-6.

[25] Zimmerman M A, Zeitz G J. Beyond survival: Achieving new venture growth by building legitimacy [J].Academy of Management Review.2002, 27(3):414-431.

[26] Allman D, Myers T, Schellenberg J, et al. Peer networking for the reduction of drug-related harm [J]. International Journal of Drug Policy, 2006, 17(5):402-410.

[27] Elkington J. Accounting for the triple bottom line [J]. Measuring Business Excellence, 1998, 2(3):18-22.

[28] Gelb D S ,Strawser J A . Corporate social responsibility and financial disclosures: An alternative explanation for increased disclosure [J]. Journal

of Business Ethics. 2001, 33(1):1-13.
[29] Hoi C, Wu Q, Zhang H. Is corporate social responsibility (CSR) associated with tax avoidance? Evidence from irresponsible CSR activities [J]. The Accounting Review. 2013,88 (6):2025 - 2059.
[30] Gao L, Zhang J H. Firms' earnings smoothing, corporate social responsibility, and valuation [J]. Journal of Corporate Finance.2015,32(2): 108 - 127.
[31] Lizzeri A. Information revelation and certification intermediaries [J]. Rand Journal of Economics, 1999, 30(2):214-231.
[32] Chi H, Shen H C, Kang F. Corporate social responsibility, investor protection, and earnings management: Some international evidence [J]. Journal of Business Ethics. 2008,79 (1/2):179 - 198.
[33] Hong Y, Andersen M L. The relationship between corporate social responsibility and earnings management: An exploratory study [J]. Journal of Business Ethics 2011,104 (4): 461 - 471.
[34] Cho S, Lee C, Pfeiffer R J. Corporate social responsibility performance and information asymmetry [J]. Journal of Accounting and Public Policy. 2013,32 (1):71 - 83.
[35] Vilanova M, Lonzano J M, Arenas D. Exploring the nature of the relationship between CSR and competitiveness [J]. Journal of Business Ethics, 2009, 87(1):57-69.
[36] 张建君. 竞争—承诺—服从:中国企业慈善捐款的动机[J]. 管理世界, 2013(9):118-129.
[37] 刘春济, 朱梦兰. 谁影响了谁:产权性质、企业社会责任溢出与表现[J]. 经济管理, 2018, 40(12):107-124.
[38] 黄速建, 余菁. 国有企业的性质、目标与社会责任[J]. 中国工业经济, 2006(2):68-76.
[39] 宋献中, 胡珺, 李四海. 社会责任信息披露与股价崩盘风险——基于信息效应与声誉保险效应的路径分析[J]. 金融研究, 2017(4):161-175.
[40] 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
[41] 蒋尧明,郑莹."羊群效应"影响下的上市公司社会责任信息披露同形性研究[J]. 当代财经,2015(12):109-117.
[42] 张宁, 刘春林. 企业声誉与媒体权威性在证券市场传闻澄清中的作用——关于上市公司应对证券市场传闻的实证研究[J]. 商业经济与管理, 2012(6):81-89.
[43] 杨有红, 闫珍丽. 其他综合收益及其列报改进是否提高了盈余透明度?——分析师行为及股价同步性的证据[J]. 会计研究, 2018 (4):20-27.
[44] 陈国辉, 关旭, 王军法. 企业社会责任能抑制盈余管理吗?——基于应规披露与自愿披露的经验研究[J]. 会计研究, 2018(3):19-26.

[责任编辑:杨志辉]

Can Corporate Social Responsibility Inhibit Goodwill Bubbles?

Xu Gang

(School of Accounting, Anhui University of Finance and Economics, Bengbu 233030, China)

Abstract: The boom of M&A has exacerbated goodwill bubbles. Using a sample of Chinese listed companies, this paper finds that CSR fulfillment can effectively inhibit the goodwill bubbles. It arrives at the conclusions as follows: good CSR performance can reduce goodwill and decrease the excess goodwill, which is more significant in non-state-owned enterprises. The intermediary effect research shows the influence mechanism: CSR fulfillment restrains goodwill bubbles by enhancing reputation and improving information transparency. Further research finds that voluntary disclosure can exert an inhibitory effect. The fact that high internal control quality can strengthen the inhibitory effect is more obvious. According to the paper, the research shows that CSR fulfillment, as an effective governance mechanism, plays the function of signal transmission and reputation constraint, and improves the fairness of goodwill valuation, thus restraining goodwill bubbles, and reducing risks and maintaining market stability. The conclusion suggests that voluntary disclosure is more effective than mandatory disclosure. Therefore it is necessary to cultivate internal governance environment and external institution so that the corporate can actively fulfill their social responsibilities.

Keywords: corporate social responsibility; goodwill bubbles; constraint effect; reputation mechanism; information transparency; internal control quality