



Empirical Study on the Impact of Goodwill in Mergers and Acquisitions on Investment Efficiency of Listed Companies in A-Share Market

Ruoyu Wang

School of Management Mpace, University of Shanghai for Science and Technology, Shanghai, China

Email address:

223471349@st.usst.edu.cn

To cite this article:

Ruoyu Wang. Empirical Study on the Impact of Goodwill in Mergers and Acquisitions on Investment Efficiency of Listed Companies in A-Share Market. *Science Innovation*. Vol. 11, No. 3, 2023, pp. 104-110. doi: 10.11648/j.si.20231103.12

Received: April 1, 2023; **Accepted:** May 6, 2023; **Published:** May 18, 2023

Abstract: Due to the current favorable economic situation in our country, companies are expanding their distribution scope by acquiring other small and medium-sized enterprises, leading to the emergence of goodwill in mergers and acquisitions. Investment efficiency is also an essential indicator for companies as it reflects their return on investment. Therefore, this article aims to find the relationship between the two through literature analysis and empirical research. Firstly, the origin and evolution of goodwill and the factors related to investment efficiency were analyzed through past literature, and the relevant theories related to goodwill in mergers and acquisitions and investment efficiency were discussed. Subsequently, the reasons for setting up research hypotheses were explained, and the corresponding sample selection was briefly summarized. Through regression analysis of variables and robustness tests, two conclusions were drawn. First, goodwill in mergers and acquisitions increased a company's non-efficiency investment, thereby reducing investment efficiency. Second, the inclusion of audit quality in the variables weakened the impact of goodwill in mergers and acquisitions on a company's investment efficiency. Therefore, two policy recommendations were proposed: to reduce a company's goodwill in mergers and acquisitions and to choose audit firms with relatively higher audit quality.

Keywords: Merger and Acquisition, Goodwill Efficiency of Investment, A-Share Listed Companies

并购商誉对企业投资效率的影响研究--基于A股上市公司的实证研究

王若宇

上海理工大学管理学院, 上海, 中国

邮箱

223471349@st.usst.edu.cn

摘要: 由于我国现在经济形势良好, 企业为了扩大自身经销范围, 便开始并购其他中小企业, 并购商誉也就应运而生, 而投资效率同样也是企业不可或缺的一个指标, 它反映着企业的投资回报率。因此, 本文通过文献分析和实证研究意图找出两者之间存在的关系。首先, 通过对于过往文献的分析, 找出了商誉的由来及演变和投资效率的相关因素, 在之后叙述了与并购商誉和投资效率相关的理论。随后阐述了研究假设设立的理由, 并简要概括了选取样本的相应情况。通过对于变量的回归性分析和稳健性检验得出下列两个结论, 第一: 并购商誉加大了企业的非效率投资, 即降低了企业投资效率。第二: 在变量中加入了审计质量, 发现审计质量减弱了并购商誉对企业投资效率的影响。因此提出两项政策建议, 降低企业的并购商誉和选择审计质量相对更高的审计单位。

关键词：并购商誉，投资效率，A股上市公司

1. 引言

现阶段我国处于经济转型期，在此期间上市公司并购重组比比皆是。企业商誉一个企业的非常关键重要的一笔无形资产，对一个企业未来的产品信息的发布，融资，决策，企业的创新发展等各方面均会产生着一定重要的影响。企业配置资产的方法之一就是运用投资，运用投资这个方式可以去产生足够的生产能力并能够获得未来足够的经济利益的流入，而并购作为长期股权投资的一种重要方式，在公司的资产配置中起着万分重要的作用。

由于企业并购重组虽然近年来数量暴增，并购商誉计量问题也日益激增，但其对企业投资效率是否存在影响并未存在很多类似相关的研究。因为企业投资效率的降低会影响企业的经营并也会相应的阻碍公司的发展，更会进一步减少企业的融资水平。如果市场中不能够很好的得到融资，对企业的投资水平也会有所影响从而导致该企业在市场中进行融资会十分困难。审计质量也同样代表着审计单位所出具的审计报告的质量，同时也是影响企业并购商誉计量的一个重要组成部分。故本文选取2007-2020年我国A股上市企业数据进行并购商誉对企业投资效率的实证分析，并提出相应假设研究出其相应联系。让投资者能够清楚地认识到并购商誉对企业的投资效率起着怎样的作用，对投资者的决策提供相对应的理论依据，让其更好的制定相应的财务战略和决策，从而公司能够在投资市场中占据先机。

2. 文献回顾

2.1. 商誉的由来及演变

在早期，会计活动并没有对商誉有着足够的重视。随着时间的发展，国外学者最先开始对商誉下着定义，Cardozo（1571）最先发表了对于商誉的看法，他发表了商誉是作为一个要素可以让企业在日常的经营活动中受益，并能够让企业获得经济利益的流入。最先出现的理论是Bourne（1888）所建立的好感价值论，这种学说主张商誉实质上是消费者对一家公司的好感和信心，好感和信心的由来就是该企业在业内具有良好的声誉，并拥有良好的经营地点，与供货商和经销商良好的经营关系，也正因为这些因素，所以会有人经常支持和光顾该企业，由此给企业带来价值[1]。Leaker（1915）又引入了超额收益论的概念。公司的超额收益就是企业投入资本后剩余的收益，而公司商誉正是可以为某个公司提供一定超额利润的某种资源和能力，其值约等于这个公司在其未来若干年的超额利润的折现值[2]。1929年Canning（1929）提出了总计账户论，认为应将商誉作为企业的资产在财务报表中列示，并且主张商誉应当是企业总的记账账户[3]。Miller（1973）首次量化了企业的商誉价值，在他看来一个企业所处的环境是在不断进行变化的，并在这个环境中的各个要素是相

互关联并互相影响的[4]。Ma和Hopinks（1988）提出了协同效应观。这种看法指出公司是一个整体，其价值并不仅是各个要素价格的简单相加，其价格高于所有要素的平均价格便是该公司的商誉[5]。张鸣和王明虎（1998）都认为，商誉最关键的部分就是公司的优秀员工。这也就是著名的人力资本观[6]。在之后于越冬（2000）发表了商誉作为是种人力资源利益的过多流入，一个企业产生商誉的原因恰恰就在于企业自身的人力资源，通过对这种资源进行垄断，便形成公司自身的商誉[7]。李玉菊（2010）认为公司之所以能够取得巨大利润，关键在于核心技术技能，拥有掌握核心技能的公司，能够在财务报表上确认商誉[8]。

2.2. 投资效率的相关影响因素

投资作为企业三大核心财务问题之一，其中投资也是企业融资目的和利润分配的前提。而投资效率则是衡量投资是否契合公司发展的关键因素。投资效率是投资成果和初始投入两者的比值。Biddle（2009）使用了多国的数据发现企业的报告质量水平越高企业的投资效率越高，并且高的财报质量能够降低企业过度投资能够更好的减少企业的投资不足[9]。发现企业在财务报告编写过程中越加谨慎，投资效率也相应更加高。Chen（2011）发现企业对公司越为控制，会使得公司的投资效率更加低[10]。Gan（2019）发现在公司相应经营者能力越强的时候，会使公司做出更有利于公司整体的投资决策，使得公司的投资效率也更为高。Chad Kown（2020）发现了货币的相应政策和社会资本的分配对着企业投资效率有着显著的影响。在海外文献的相应支持下，国内学者也开始了相应的研究。杨华军（2007）研究表明地方财政干预和管理加大也会导致公司的过度融资导致投资效用降低[11]。辛清泉（2007）指出管理者的工资薪酬越高，则企业越容易导致过度投资[12]。魏明海、柳健华（2007）也发现，在国有企业中，若公司较少派发现金股利就会造成公司的过度投入[13]。此外，姜付秀（2009）发现管理人员所受到的教育和岁数与公司超额投资呈现逆向相关的联系[14]。俞红海（2010）得出结论，掌控的权力和运营的权利两者分开对超额投资有明显影响[15]。刘慧龙（2012）调查发现，如果设立单独董事能够有效减低公司的投资过少[16]。由于企业更注重内控的设计，我国学者也对内控环境和其他外部因素方面产生了浓厚的兴趣。王兵（2018）研究指出由公司中的审计总监兼任监事会减少企业投资效率的降低。林煜恩（2019）发现企业管理层出现贪污枉法行为，往往企业的投资也会过多[17]。贺雪霞（2020）研究发现，想要提高投资水平，如何设计好公司的内控是重中之重，只有一个企业的内控达到一定的水平，其投资效率也会相应水涨船高[18]。邵学峰和胡明（2022）认为企业资产负债率和现金持有量、所在城市金融和信息发展水平以及所属产业类别都会显著影响金融科技对企业投资效率提高效应[19]。根据对现有文献的梳理和研究，掌握了国内外文献对并购商誉和影响企业投资效率影响因素的了解。

现阶段主要研究的是并购商誉的计量和协同作用方面,或者是企业内部控制对企业投资效率产生影响的问题。国内外目前还未有对A股上市公司的并购商誉对企业投资效率产生如何影响的文献存在,所以本文对于这方面空缺有着一定的填补作用。并且,由于商誉的本质问题,其对企业产生的影响不仅仅是在并购的那一刻存在的,而是对企业的未来会产生影响,它体现了一个公司的融资可能性和融资金额数量所以在研究二者关联时,对企业未来的发展方向和投资目标具有深远影响。

3. 研究假设及研究设计

3.1. 研究假设

3.1.1. 并购商誉与投资效率

首先商誉作为一种在并购之时产生的无形资产,它在形成之时具有独特和不宜复制的特质。由于一个企业的商誉是在不断经营过程中逐渐积累起来的,体现在经营阶段外部投资者通过企业披露的财务报告对企业各个方面的评价。投资活动是企业得以持续经营,扩大产能的基本保障。由于人都是趋利避害的,人们总会选择会为自己带来更大经济利益的公司。所以商誉高的公司能够在众多公司中脱颖而出。但是也正因为能够从众多公司中脱颖而出,也证明该公司拥有相对于更好的融资机会。融资机会更多的公司虽然会拥有充足的现金进行投资,但也会因为投资项目过多,从合理投资变成投资过度,从而产生非效率投资,也正因如此,会降低企业自身的投资效率。

其二,根据信息传递理论,为了在并购中获得更好的商誉,企业会对一切将公示的财务信息进行高质量的披露,从而给在社会上由于信息不对称而不知从何下手的公司提供一种向此企业投资将会带来经济利益流入的利好信号,让投资者有信心选择该公司进行投资,但也正由于此效应的产生,可能会导致加剧企业的委托代理问题。由于可使用资金变得过多,企业经理人可能会采用此项资金进行无目的的铺张浪费或者由于经理人与企业股东的利益并不一致,由于为了让自身能够得到更多的资金而会选择一些净现值小于0会降低投资效率的方案。

最后中国企业在资源配置上也是面临着结构性的问题,根据Ma、Jin(2016)的调查,我国的上市公司在进行投资时往往更加关注公司规模扩大而不是如何提高企业的投资效率。因为企业绩效的改善主要通过增加企业规模。而企业规模的扩大往往会在并购中获得价值更高的并购商誉。所以企业经营者为了获得更好的企业业绩往往看中的是通过选择一些投资项目去提高公司的企业规模,从而公司的并购商誉也会相应提高。也正因此,为了提高公司的规模,企业经营者看重的可能并不是该投资项目会为企业带来多大的经济流入,而是该投资项目是否会对企业规模的扩大有着十分显著的促进作用的。但也正因此,企业经营者为了提高企业规模伴随并购商誉的产生而造成企业的非效率投资。

基于以上分析,本文提出如下假设:

H1: 并购商誉降低了企业投资效率

3.1.2. 审计质量与并购商誉关系

审计是作为独立的第三方监管部门,能够直接对企业的财务报表等方面实施审核,对企业的投资效率造成影响。在现在中国的对外审计主要是以经营风险作为导向的。在审计流程中必须对被审计单位的经营实力,获利能力,偿债能力等可能产生经营风险等方面以及重大的问题作出充分的审计工作,并同时向公司内部对外公开审计结论。采用审计报告,能够最大限度的减少信息不对称。当公司被委托的会计单位的质量越好,就有助于识别公司的风险状况。也就因此审计水平越高,越能够为被审计单位的真实性和可靠性更添加一份保障,也能够降低信息不对称给公司所需要的筹资额带来的影响。

但是在更能向市场传递真实信息的同时,高的审计质量同时也是一把双刃剑,企业中财务报表中并不那么完善的部分也会被毫无保留的报告出来,这样外部投资者也会因为这更加透明的财务报告而选择其他公司。而商誉作为一种特殊的无形资产有别于与其他的无形资产,容易受管理层主观判断的影响,由于高质量的外部审计,更容易让管理层做出对合并公司的判断。

基于以上分析,管理层聘请的会计师事务所的质量越高,在市场中对其他公司审计的水平越高,越容易识别出企业中的违约行为,对合并企业的保障越足。因此本文提出以下假设:

H2: 审计质量会弱化并购商誉产生的影响

3.2. 样本选取及数据来源

本文选择中国 A 股上市公司2007到2020年间的上市数据作为观察样本。基于调查目的,并参考现有惯例,本文根据下列准则对样品进行筛选:

(1) 考虑到金融类企业资产结构和债务契约所具有的明显特征,因此剔除了此类企业;

(2) 剔除了当年股票交易状况为ST、*ST的上市公司;

(3) 删除了一些信息不足的观察样本。并对除虚拟变量外的全部连续变量上下各 1%的样本进行 winsorize 数据处理,最终获得20329个年度—公司观测值。相关财务数据来源于 CSMAR数据库。

3.3. 模型构建

为了验证并购商誉对投资效率的影响,我们构建如下模型进行假设检验:

$$Ine - Inv_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times GW_{it} + \beta_2 \times control_{it} + Ind + Year + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

为了验证并购商誉对投资效率的影响,我们构建如下模型进行假设检验:

$$Ine - Inv_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times GW_{it} + \beta_2 \times Big4 + \beta_3 \times GW_{it} \times Big4 + \beta_4 \times Control_{it} + Ind + Year + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

3.4. 变量定义

3.4.1. 被解释变量

被解释变量（Ine_Inv）使用Richardson（2006）残差模式加以度量，由其运算所得出的残余偏差的预测值可以反映公司的非绩效投入，而Ine_Inv值越大，则代表其投入效益越低，非效率投资占的比重越大。模型如下：

$$Inv_t = \alpha_0 + \alpha_1 Growth_{i,t-1} + \alpha_2 \times Lev_{i,t-1} + \alpha_3 \times Cash_{i,t-1} + \alpha_4 \times Age_{i,t-1} + \alpha_5 \times Size_{i,t-1} + \alpha_6 \times Ret_{i,t-1} + \alpha_7 \times Inv_{i,t-1} + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中，Inv代表着新的投资花费，Growth 代表成长，Lev表示资产和负债比率，Cash表示现在有的现金，Age表示为企业上市时间，Size为公司规模，Ret采取考虑现金红利在投资的个股回报率，Year和Ind分别表示年份和行业。

3.4.2. 解释变量

并购商誉体现着一个公司的核心竞争能力。在此次实证论文研究之前，对于相关领域的文献进行研究和整理。于是决定借鉴张阳、徐子慧、姜思雨（2021）的研究分别采用商誉净值占总资产的比重（GW1）和企业是否拥有商誉（GW2）来度量并购商誉。

3.4.3. 调节变量

本文在研究并购商誉与投资效率的研究时，将审计质量引用入正文，将审计质量作为该文的调节变量。该变量取决于会计单位是否是四大会计师事务所研究该变量对并购商誉的影响。

3.4.4. 控制变量

控制变量及其定义如图1所示

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	企业金融化	<i>Ine_Inv</i>	Richardson (2006)模型回归残差的绝对值
解释变量	并购商誉	GW1	商誉净额除以总资产
		GW2	存在商誉资产的样本为 1，否则为 0
控制变量	公司规模	<i>Size</i>	资产总额的对数
	财务杠杆	<i>Lev</i>	负债总额/资产总额
	总资产报酬率	<i>ROA</i>	净利润/期末总资产
	成长性	<i>Growth</i>	主营业务收入增长率
	经营现金流	<i>OCF</i>	经营活动中产生的现金净流量/总资产
	账面市值比	<i>BM</i>	账面价值/市场价值
	独立董事占比	<i>Indep</i>	独立董事人数/董事会人数
	董事会规模	<i>Board</i>	董事会人数的自然对数
	第一大股东持股比例	<i>Top1</i>	第一大股东持股数量/总股数
调节变量	审计质量	<i>Salary</i>	薪酬排名前三的管理层薪酬的自然对数
			审计师为国际四大时， <i>Big4</i> =1，反之 <i>Big4</i> =0

图1 变量定义。

4. 实证分析

4.1. 描述性统计

本文样本主要采取20329个实验数据，在最先对并购商誉，非效率投资等变量进行描述性分析，得出研究现况。

由下表可知，企业非效率投资（Ine_Inv）的平均数是0.047，与徐霞和蔡熙乾（2021）的研究差别不大[20]。该数据的最大值为0.344，最小值为0，说明一些企业投资情

况良好，而一些企业的非效率投资与平均值则显得格外大。相对于均值来说中位数相对较小。说明很多公司对于投资偏差不大。本文可以作为产生并购商誉的公司降低非效率投资依据。根据解释变量（GW1）均值为0.030，最大数为0.385，最小数为0，与张阳等（2021）的研究未见明显差异[21]，由于极差相对较大，说明不同的并购的企业所确认的并购商誉金额的价值差距较大，这可能与企业自身的因素相关，由于标准差为0.07也说明不同企业之间并购商誉确认额差异性较小。其他指标均在合理范围内。

表1 描述性统计。

Variables	N	Mean	Median	Std. Dev	Minimum	Maximum
Ine_Inv	20329	0.047	0.029	0.056	0	0.344
GW1	20329	0.030	0.001	0.07	0	0.385
Size	20329	22.09	21.914	1.29	19.208	25.849
Lev	20329	0.465	0.463	0.209	0.064	1.211
ROA	20329	0.039	0.037	0.065	-0.363	0.217
Growth	20329	0.447	0.131	1.37	-0.866	10.55
OCF	20329	0.047	0.046	0.072	-0.2	0.261
BM	20329	0.311	0.289	0.152	-0.049	0.781
Indep	20329	0.372	0.333	0.054	0.091	0.571
Board	20329	2.267	2.303	0.178	1.792	2.773
Top1	20329	0.345	0.326	0.149	0.087	0.744
Salary	20329	14.308	14.319	0.886	0	16.328

4.2. 相关性分析

该分析见下表，报告了Pearson相关系数矩阵，GW1与Ine_Inv之间的相关系数为0.185，显著性水平分别为1%，这说明并购商誉显著提升了非效率投资，也就意味着并购

商誉降低了投资效率，与假设H1基本吻合。同时我们发现Ine_Inv跟各个控制变量之间还存在着显著关系，因此准备根据下列多元回归分析来探究其对投资效率的影响。

表2 相关性分析。

	Ine_Inv	GW1	Size	Lev	ROA	Growth	OCF	BM	Indep	Board	Top1	Salary
Ine_Inv	1											
GW1	0.185***	1										
Size	-0.163***	-0.053***	1									
Lev	-0.081***	-0.200***	0.390***	1								
ROA	0.073***	0.017**	-0.015**	-0.360***	1							
Growth	0.033***	0.0100	-0.012*	0.085***	0.021***	1						
OCF	0.00500	-0.00900	0.044***	-0.176***	0.339***	-0.094***	1					
BM	-0.075***	0.118***	0.096***	-0.513***	0.086***	-0.083***	0.027***	1				
Indep	0.020***	0.056***	0.043***	-0.00600	-0.028***	0.030***	-0.039***	-0.020***	1			
Board	-0.051***	-0.122***	0.228***	0.135***	0.031***	-0.048***	0.063***	0.016**	-0.469***	1		
Top1	-0.036***	-0.175***	0.215***	0.072***	0.104***	0.023***	0.075***	0.046***	0.029***	0.036***	1	
Salary	-0.053***	0.137***	0.434***	-0.00900	0.184***	-0.033***	0.090***	0.076***	0.035***	0.039***	-0.031***	1

4.3. 多元回归分析

我们采用模型（1）对并购商誉与投资效率之间的关系进行了检验，结果如表3所示。

表3 并购商誉与投资效率回归分析。

	(1)	(2)	(3)
Ine_Inv			
GW1	0.149*** (26.83)	0.155***	0.151***
Size		-0.006*** (-13.32)	-0.008*** (-18.03)
Lev		-0.007** (-2.51)	0.017*** (5.45)
ROA		0.064*** (9.28)	0.078*** (11.35)
Growth		0.001*** (2.74)	0.001*** (4.22)
OCF		-0.00900 (-1.59)	-0.016*** (-2.82)
BM		-0.038*** (-11.72)	-0.009*** (-2.63)
Indep		0.023*** (2.79)	0.025*** (3.11)
Board		0.005** (2.03)	0.00100 (0.37)
Top1		0.008*** (3.13)	0.00400 (1.48)
Salary		-0.002*** (-3.64)	0 (0.17)
Cons	0.042***	0.180***	0.195***

	(1)	(2)	(3)
Ine_Inv			
Ind	(100.21)	(18.45)	(18.45)
Year	NO	NO	YES
N	20329	20329	20329
Adj R ²	0.0340	0.0720	0.120
***, **, and * indicate the significance levels of 1%, 5%, and 10%, respectively.			

其中，我们在所列因素（1）单独考虑了并购商誉对公司投资效率的影响，结果表明，并购商誉（GW1）的系数为0.149，且在1%的水平上有着显著的正向影响，这意味着并购商誉显著加强了非效率投资，即并购商誉降低了企业的投资效率。

因为在第一行的回归分析中并没有考察到其他调节变量的影响，所以本文在第（2）列加入控制变量，以表明并购商誉确实加强了非效率投资行为，并且观察调节变量可知降低企业规模，减少财务杠杆，从而增加了资产收益率，让公司保持发展性，并降低公司的现金流，降低账面价值与市场价值的占比，加大独立董事会占比，加大董事会规模，加大第一董事会占股比或者降低董事会薪酬都会增大企业的非效率投资。

在列（3）进一步加入了年份虚拟变量和行业虚拟后，该结果依然表明，并购商誉与非效率投资存在显著的正向关系。说明实验数据与实验假设相吻合，即并购商誉降低了企业的投资效率。

这一结果也证明了我国存在并购商誉的企业对其自身投资存在抑制的效果。

4.4. 稳健性检验

4.4.1. 更换并购商誉的度量方式

本文中，我们将通过企业商誉净值所占总额的百分比衡量企业的收购商誉值(GW1)，为了检查结果是否稳定，所以在之后，我们将进一步采用虚拟变量衡量企业是否拥有商誉度量企业的并购商誉（GW2），即存在并购商誉的企业为1，不存在并购商誉的企业为0，结果如表4所示。

表4 更换并购商誉度量方式。

	(1)	(2)	(3)
	<i>Ine Inv</i>		
<i>GW2</i>	0.002* (1.86)	0.006*** (7.00)	0.005*** (4.78)
<i>Size</i>		-0.006*** (-13.97)	-0.009*** (-19.08)
<i>Lev</i>		-0.015*** (-5.35)	0.010*** (3.30)
<i>ROA</i>		0.053*** (7.67)	0.074*** (10.53)
<i>Growth</i>		0.001*** (3.60)	0.001*** (4.29)
<i>OCF</i>		-0.011* (-1.88)	-0.016*** (-2.76)
<i>BM</i>		-0.036*** (-11.00)	-0.00600 (-1.50)
<i>Indep</i>		0.025*** (2.97)	0.025*** (3.06)
<i>Board</i>		0.00100 (0.49)	0.00100 (0.29)
<i>Top1</i>		0.00100 (0.23)	-0.00100 (-0.43)
<i>Salary</i>		-0.00100 (-1.63)	0 (0.53)
<i>Cons</i>	0.046*** (71.58)	0.192*** (18.97)	0.206*** (19.21)
<i>Ind</i>	NO	NO	YES
<i>Year</i>	NO	NO	YES
<i>N</i>	20329	20329	20329
<i>Adj R²</i>	/	0.0410	0.0940
***, **, and * indicate the significance levels of 1%, 5%, and 10%, respectively.			

由结果可知并购商誉在未添加调节变量时的系数为0.002，且在1%的水平上有着明显的正向关系，在（2）列和（3）列分别添加了调节变量和虚拟变量时发现结果与正文并无明显差异，说明并购商誉确实降低了企业的投资效率。

4.4.2. 个体固定效应模型

在该部分，引入了面板数据固定效应模式，在正文中我们又分别限制了行业和年度的个体固定效应，在稳健性检验中，公司个体固定效应被我们进一步调控，以调控不随时间变化的个体方面的遗漏问题，结果如表5所示，与正文未见明显差异，并购商誉确实降低了企业的投资效率。

表5 个体固定效应模型。

	(1)	(2)	(3)
	<i>Ine Inv</i>		
<i>GW1</i>	0.168*** (19.94)	0.221*** (25.36)	0.192*** (22.01)
<i>Size</i>		-0.013*** (-16.99)	-0.019*** (-20.08)
<i>Lev</i>		-0.013*** (-2.99)	0.028*** (5.95)
<i>ROA</i>		0.091*** (11.37)	0.110*** (14.00)
<i>Growth</i>		0.002*** (5.95)	0.002*** (5.16)
<i>OCF</i>		-0.041*** (-6.35)	-0.032*** (-5.02)
<i>BM</i>		-0.054*** (-13.43)	0.00100 (0.11)
<i>Indep</i>		0.00900 (0.77)	0.00900 (0.78)
<i>Board</i>		-0.00500 (-1.04)	0.00400 (0.90)
<i>Top1</i>		0.019*** (3.05)	0.021*** (3.43)
<i>Salary</i>		0.002** (2.07)	0.001* (1.72)
<i>Cons</i>	0.042*** (93.98)	0.319*** (16.25)	0.404*** (17.33)
<i>FIRM</i>	YES	YES	YES
<i>Year</i>	NO	NO	YES
<i>N</i>	20329	20329	20329
<i>Within R²</i>	0.0220	0.0780	0.125
***, **, and * indicate the significance levels of 1%, 5%, and 10%, respectively.			

4.4.3. 审计质量、并购商誉与投资效率

我们采用模型（2）对审计质量对并购商誉与投资效率之间关系的影响进行了检验，结果如表6所示。其中，我们在列（1）单独考虑了审计质量的影响，结果表明，GW1×Big4的系数为-0.054，且在10%的水平上显著，说明审计质量弱化了并购商誉显著对投资效率的影响。同时，我们在第（2）列加入控制变量，发现结果审计质量确实弱化了并购商誉对企业投资效率的影响，且结果依然显著。在列（3）进一步加入了了年份虚拟变量和行业虚拟后，该结果依然显著。这与本文的预期假设相一致，即审计质量抑制了并购商誉对投资效率的影响。

表6 审计质量、并购商誉与投资效率。

	(1)	(2)	(3)
	<i>Ine Inv</i>		
<i>GW1</i>	0.150*** (26.57)	0.158*** (27.09)	0.153*** (24.58)
<i>Big4</i>	-0.008*** (-4.54)	0.006*** (3.18)	0.006*** (3.16)
<i>GW1×Big4</i>	-0.054* (-1.76)	-0.079*** (-2.61)	-0.051* (-1.71)
<i>Size</i>		-0.006*** (-13.56)	-0.008*** (-18.12)
<i>Lev</i>		-0.007** (-2.36)	0.017*** (5.60)
<i>ROA</i>		0.064*** (9.28)	0.078*** (11.38)
<i>Growth</i>		0.001*** (2.76)	0.001*** (4.23)
<i>OCF</i>		-0.009* (-1.66)	-0.017*** (-2.91)
<i>BM</i>		-0.038*** (-11.71)	-0.009*** (-2.59)

	(1)	(2)	(3)
	<i>Ine Inv</i>		
<i>Indep</i>		0.022*** (2.70)	0.024*** (3.01)
<i>Board</i>		0.005** (1.98)	0.00100 (0.34)
<i>Top1</i>		0.008*** (2.99)	0.00400 (1.36)
<i>Salary</i>		-0.002*** (-3.64)	0 (0.05)
<i>Cons</i>	0.043*** (98.44)	0.188*** (18.35)	0.198*** (16.92)
<i>Ind</i>	NO	NO	YES
<i>Year</i>	NO	NO	YES
<i>N</i>	20329	20329	20329
<i>Adj R²</i>	0.0360	0.0720	0.121

***, **, and * indicate the significance levels of 1%, 5%, and 10%, respectively.

5. 研究结论与建议

首先分析了并购商誉对企业投资效率的影响后续添加了相关控制变量和虚拟变量证明并购商誉都显著降低了企业的投资效率。在后续研究中加入了审计质量的影响,随后发现审计质量确实降低了并购商誉对企业投资效率的影响。并得出以下结论:第一,以A股上市公司来说,企业的并购商誉的价值越高,越可能导致企业产生非效率投资,导致企业投资效率的下降,也正因此企业在进行并购时应该更加注重对于并购商誉价值的计算,从而降低对于公司投资带来的影响。第二,公司的规模,财务杠杆,总资产收益率,企业的成长性,企业的经营现金流,账面市值比,独立董事占比,董事会规模,最大股东的占股比和管理层薪资都会在不同程度上对企业的投资效率产生相应的影响,公司的管理人员可以从这些方向出发,通过对于这些因素的控制来进行对于企业投资机会最好的帮助。第三,企业的审计质量很大程度上影响了企业的并购商誉对企业投资效率产生的影响。因为审计质量越高,其向外界传输的积极信号相对来说较多,能在一定程度上消除信息不对称对投资者产生的影响,从而更加让投资者对其产生青睐,也就会让企业获得相对于其他公司获得更多的融资机会,让自身在市场中脱颖而出。

参考文献

- [1] Bourne, J. H. Goodwill [J]. The Accountant, 1888, (9): 604—606.
- [2] Sterrett R B J E. Goodwill. Its Nature and How to Value Itby P. D. Leake [J]. The American Economic Review, 1915, 5 (1): 84-85.
- [3] Canning JB The economics of accountancy [J]. The Ronald Press Company, 1978.
- [4] Miller, Malcolm C. Goodwill: an aggregation issue [J]. The Accounting Review, 1973, 48 (2): 280-291.
- [5] RONALD, MA, ROGER, et al. Goodwill—an Example of Puzzle-Solving in Accounting—a Reply [J]. Abacus, 1992.
- [6] 张鸣, 王明虎. 对商誉会计理论的反思 [J]. 会计研究, 1998 (4): 5.
- [7] 于越冬. 人力资本与企业商誉的经济实质 [J]. 会计研究.
- [8] 李玉菊, 张秋生, 谢纪刚. 商誉会计的困惑、思考与展望——商誉会计专题学术研讨会观点综述 [J]. 会计研究, 2010, 000 (008): 87-90.
- [9] Biddle G C, Hilary G, Verdi R S. How Does Financial Reporting Quality Relateto Investment Efficiency? [J]. Social Science Electronic Publishing.
- [10] Chen S, Zheng S, Song T, et al. Government intervention and investmenteffecticiency: Evidence from China [J]. Journal of Corporate Finance, 2011, 17 (2): 259-271.
- [11] 杨华军, 胡奕明. 制度环境与自由现金流的过度投资 [J]. 管理世界.
- [12] 辛清泉, 林斌, 王彦超. 政府控制、经理薪酬与资本投资 [J]. 经济研究, 2007, 42 (8): 13.
- [13] 魏明海, 柳建华. 国企分红、治理因素与过度投资 [J]. 管理世界, 2007 (4): 8.
- [14] 姜付秀. 管理者背景特征与企业过度投资行为 [J]. 管理世界, 2009 (1): 10.
- [15] 俞红海, 徐龙炳, 陈百助. 终极控股股东控制权与自由现金流过度投资 [J]. 经济研究, 2010 (8): 12.
- [16] 刘慧龙, 吴联生, 王亚平. 国有企业改制、董事会独立性与投资效率 [J]. 金融研究, 2012 (9): 14.
- [17] 林煜恩, 刘雪芳, 朱健齐. 反腐败对投资效率的影响: 基于可持续发展视角 [J]. 华东经济管理, 2019, 33 (8): 13.
- [18] 贺雪霞, 王宇. 内部控制与公司投资效率 [J]. 会计之友,
- [19] 邵学峰, 胡明. 金融科技有助于提升企业投资效率吗?——基于中国A股上市企业的实证研究.
- [20] 徐霞, 蔡熙乾. 电子政务能提高企业投资效率吗?——基于电子政务县级试点的准自然实验 [J]. 经济管理, 2021, 43 (11): 17.
- [21] 张阳, 徐子慧, 姜思雨. 并购商誉, 外部监督与审计师定价策略 [J]. 会计之友, 2021 (21): 8.