

企业社会责任履行与超额商誉抑制

范云朋

摘要 在坚决打好防范化解金融风险攻坚战的大背景下,企业社会责任履行对于推动资本市场平稳运行和企业高质量发展具有重要战略意义。近年来上市公司超额商誉带来的巨大商誉泡沫已成为隐藏在资本市场中的重要金融风险因素,给我国资本市场稳定和企业健康发展带来一定的负面影响。企业履行社会责任作为一种自我规制的治理策略和长期价值追求,通过提高信息透明度和企业声誉,抑制了企业超额商誉,且股东责任履行对超额商誉的抑制作用最为显著。企业社会责任履行对于超额商誉的抑制作用主要体现在非国有控股、管理层过度自信、审计师来自非四大事务所和被并购方处于业绩承诺期的企业中。此外,企业社会责任履行可以通过抑制超额商誉来降低企业股价崩盘风险。当前应着力优化监管和治理水平,推动上市公司积极履行企业社会责任,充分释放企业提升社会责任履行水平的正向经济效应。

关键词 企业社会责任;超额商誉;股价崩盘风险

中图分类号 F272;F830.9 **文献标识码** A **文章编号** 1672-7320(2024)02-0132-13

基金项目 中国社会科学院马克思主义理论研究和建设工程重大课题(2022MGC-ZD011);中国社会科学院“青启计划”(2024QQJH119)

党的二十大报告指出,“完善中国特色现代企业制度,弘扬企业家精神,加快建设世界一流企业”^[1](P29)。推动企业履行社会责任、平衡好企业利益与公共利益是加快建设世界一流企业的重要环节。企业社会责任履行反映了企业短期逐利目的之外的长期战略决策,体现出一种自我规制的伦理战略和内部策略^[2](P12-19)。在坚决打好防范化解金融风险攻坚战的当下,企业高质量发展和资本市场稳定对于稳经济和稳预期意义重大,因此要坚持底线思维,切实防范化解资本市场重点领域风险。近年来上市公司超额商誉带来的巨大商誉泡沫已成为隐藏在资本市场中的重要金融风险因素。在当前商誉计量会计准则制定存在不足的情况下,企业管理层对于利益相关者的考量成为解决超额商誉问题的思路之一,这来源于理性的公司并购决策。研究企业社会责任履行是否有助于降低超额商誉,不仅关系到企业社会责任履行的经济效应,更重要的是为降低企业商誉泡沫风险、提高治理效率寻找新的突破口,为防范化解资本市场重点领域风险开辟新思路,助力中国经济社会高质量发展。

近年来,随着研究的不断丰富和立体化,企业社会责任履行水平作为企业非财务表现^①,如何发挥其在推动实体经济和资本市场可持续发展中的积极作用,已成为上市公司的必答题^[3](P133-146)。虽然已有部分研究将企业社会责任履行与并购商誉联系起来,但现有文献较少深入剖析企业社会责任各分项的履行对超额商誉影响的异质性,而且在影响机制方面研究不够深入,对于企业社会责任履行抑制超额商誉的经济后果的研究较少。基于此,本文立足 2010-2020 年中国沪深 A 股上市公司的研究样本,探究

① 非财务表现是指除财务表现以外的反映企业经营状况、发展潜力、管理水平等方面的各种表现。非财务表现使潜在投资者能够更全面地评估企业经营状况,为企业长期发展提供有价值的信息。

企业社会责任履行抑制超额商誉的具体影响机制与内在传导机理,为充分发挥履行企业社会责任的作用并以此推动资本市场高质量发展提供新的实证证据、理论解释和政策启示。

一、理论基础与研究假设

商誉是并购重组的产物,是非同一控制下企业合并成本大于被合并企业可辨认净资产公允价值的差额^[4](P58-64)。一些公司由于在选择并购标的、确定并购方案、商定并购价格等方面存在不规范行为,使得在并购交易中支付了较高的溢价,因此产生了超额商誉,其背后隐含了被合并企业的高业绩承诺,这加大了企业潜在经营风险和未来业绩不确定性,干扰了资本市场的健康发展。当前企业整体较低的传统内部控制水平以及相关法规制度的不完善为超额商誉的产生提供了土壤:一方面,企业传统的内控制度赋予了管理层更大的自由裁量权,对管理层决策的约束力和监督不够;另一方面,2006年起我国对商誉的会计处理方法由摊销转为计提减值,使得企业进行减值测试的过程难以核实。因此,本文认为在相关法规制度难以在短时间内及时完善、传统内控水平相对缺位的背景下,企业高水平履行社会责任不仅能够增加自身财务和非财务信息透明度,降低信息不对称水平,也能够为企业积累更高的声誉,释放非自利信号,接受外部监督,约束管理层行为,缓解代理冲突,进而在确定并购方案和价格时更加审慎,抑制超额商誉的产生。

从企业社会责任内部来看,企业通常具有经济责任、环境责任、法律责任和道德责任等,其中对于经济责任的履行通常能够得到正向反馈^[5](P113-127),而其它维度责任的履行尚未得到资本市场的广泛一致认可。通常履行股东责任与企业生产经营的直接关系会更加密切,股东或直接参与企业并购决策,或监督企业管理层,可以发挥相比员工、供应商、消费者等利益相关者更直接的影响,缓和股东和管理层之间的代理冲突,有利于企业专注于平衡好短期利益和长期价值,因此企业的并购动机和并购决策会更加理性,在企业并购商誉确认和后续进行盈余管理中的机会主义行为也会更少,从而抑制超额商誉及商誉泡沫的出现。而从其它维度的社会责任来看,理论上企业履行这些责任有助于抑制超额商誉,但是这些责任更加偏向隐性契约,需要社会整体形成较为一致的社会氛围(即成熟阶段)才能获得资本市场的认可,因此企业履行这些责任对于超额商誉的影响可能显著低于股东责任履行的影响。

履行社会责任有助于改善企业信息透明度,为利益相关者提供更多内部信息。本文认为以履行社会责任为导向的企业本身会更加注重长期价值,而不是短期盈利,社会责任履行水平高的企业及其管理层具有较高的道德标准和社会责任意识,其管理层自律性更强,从而演化成为一种注重诚信的自我约束机制。理性的企业管理层会更加诚实守信,减少机会主义倾向,隐瞒坏消息的利益动机相对较低,向外界提供更高质量的信息,因此企业的信息透明度较高^[6](P153-166)。积极履行社会责任的企业不仅会注重财务自律,产生高质量的财务报告,还会传递更多的非财务信息,使得企业整体信息披露更加真实有效,营造出良好的信息环境,使投资者全面了解企业经营状况,促进合理的投资决策^[7](P214-231)。

提高企业信息透明度有利于降低超额商誉。通常信息不对称是内幕交易或不规范交易能够获得超额回报的客观前提,管理层由于直接参与公司经营管理,能够更为及时便捷地获知企业尚未公开的重要内部信息,具有独特的信息优势,因此为并购支付超额溢价等自利行为提供了土壤。由较高的企业社会责任履行水平带来的信息透明度的提高有助于缓解各方相关者群体的信息不对称程度,尤其是处于复杂激变的并购背景下的目标企业利益相关者^[8](P4-19)。社会责任信息等非财务信息与财务信息互为补充,一定程度上可以规避企业并购中信息优势方的选择性披露、减少并购交易摩擦、降低外来者劣势,制定规范合理的并购价格和并购方案,提高商誉估值的公允性,降低超额商誉和巨额商誉泡沫的出现。

履行企业社会责任有助于为企业积累更高的声誉。现代社会对企业的要求不仅仅是追求经济效益,还希望企业能够关注社会问题,并积极采取措施解决这些问题。尽管企业履行社会责任仍是一种非强制行为,但是愿意承担和履行社会责任的企业一方面可以满足社会的期望和需求,另一方面也会提升

企业声誉和形象,增加客户和消费者的信任和忠诚度,从而带来更好的经济效益。根据声誉价值理论,企业的声誉属于无形资产范畴,声誉的建立是一个长期的过程,会经历多次博弈,是企业行为的一种社会评价表现^[9](P415-441)。企业社会责任履行是影响企业声誉的重要因素之一,是建立良好企业形象的公共管理工具。在当前我国顶层设计引导、监管政策推动、社会氛围宣传的带动下,企业社会责任履行状况越来越受到各界的广泛关注,特别是在资本市场领域中企业社会责任履行水平变得尤为重要。伴随着资本市场的不断发展,新闻媒体报道渠道成为各利益相关者沟通的主要桥梁^[10](P170-189),越来越多的企业开始注重自身声誉资本的积累。

良好的企业声誉有利于降低超额商誉。法律和声誉是维持市场有序进行的两个互补的基本机制^[11](P1-11),由于司法环境的相对滞后和法律制度运用的高额成本,声誉机制对于新兴经济体市场非常重要。鉴于声誉具有长期性和易损性,企业管理层出于对声誉的维护会做出有益于公司长期价值的决策,并平衡企业不同利益相关者的利益,缓解代理冲突问题^[12](P21-29,94)。与传统公司治理的内部控制机制不同,媒体关注是声誉机制的重要实现渠道,作为外部治理力量能够对企业行为进行监督^[13](P2213-2253),尤其在我国的资本市场发展处于相对不成熟阶段的背景下,媒体关注的社会监管作用愈发凸显。在声誉机制的影响下,媒体关注一方面可以降低企业管理层为谋取私利而进行的盲目扩张,抑制管理层的自利动机,另一方面也可以降低管理层操纵商誉的非理性动机,进一步抑制商誉泡沫的形成^[14](P71-83)。基于上述理论分析,本文提出如下研究假设。

H₁:企业社会责任履行对超额商誉具有抑制作用,且在企业社会责任的子维度中,股东责任履行能够更加显著地抑制超额商誉。

近年来,随着企业并购热情的不断高涨,不少研究表明企业并购中确认的高估值和超额商誉是诱发股价崩盘的症结所在^[15](P11-20)。具体来看,超额商誉带来的高估值和高业绩承诺等表面现象会提升投资者信心,使得投资者倾向于大量增持企业股票,带来企业股价的提升,然而其背后实际意味着并购效率不足,并购效率低会使得投资活动产生目标偏离或盈利不足,严重影响企业经营的可持续性^[16](P26-39)。市场个人投资者或机构投资者一旦接收到这样的负面信息会极有可能选择抛售或减持企业股票来规避风险,进而提升了企业股价崩盘风险。因此,本文认为企业积极履行社会责任的行为有助于稳定企业正常经营策略,使得管理层更加注重长期价值,更加谨慎而合理地评估并购预期收益,缓解其进行溢价支付的动机,抑制商誉泡沫的形成,降低投资者对于企业经营业绩的非理性预期,避免羊群效应带来的集体减持股票行为,从而减轻企业的股价崩盘风险。基于此,本文提出如下假设。

H₂:企业社会责任履行有利于抑制超额商誉,进而降低企业的股价崩盘风险。

二、研究设计

基于前文研究假设,本文进一步构建上市公司微观数据库、定义主要研究变量,立足双向固定效应模型,检验企业社会责任履行对超额商誉的影响。

(一) 样本选择

由于2010年之后含有商誉的上市公司数量较为稳定,本文选择2010-2020年中国沪深A股上市公司年度面板数据作为研究样本。考虑到2014年中华人民共和国国务院和中国证券监督管理委员会出台一系列鼓励并购重组的政策文件后,上市公司并购事件井喷式增长,本文在稳健性检验中选择对2015-2020年的数据进行研究。本文使用的企业社会责任履行数据来自和讯网,商誉数据及其他财务数据来自CSMAR数据库。对于收集到的数据,本文进行了如下处理:剔除金融保险类公司数据,剔除ST等特殊处理的样本,以及剔除主要研究变量或控制变量数据缺失的公司数据。为了缓解极端值对回归结果的影响,对所有连续变量均进行了上下各1%的缩尾处理。在上述处理后共获得了6616个企业年度观

测值^①。由于可能存在截面相关问题,本文使用公司层面的聚类标准误。

(二) 变量定义

本文主要被解释变量、解释变量、异质性变量、机制变量和控制变量的具体测度如下。

1. 被解释变量:超额商誉(GW_excess)。本文参考已有研究^[17](P174-192),以商誉期望模型残差衡量超额商誉,即用并购特征、行业商誉水平、企业特征、行业以及年份固定效应等对商誉水平回归,以得到的回归残差作为超额商誉的代理变量,模型(1)如下所示:

$$GW_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Paytype_{i,t} + \beta_2 Expenditure_{i,t} + \beta_3 Ind_GW_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Growth_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 ManHold_{i,t} + \beta_8 Dual_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,企业商誉水平($GW_{i,t}$)为标准化的商誉规模,即商誉净额除以期末总资产。并购特征变量包含是否现金支付($Paytype_{i,t}$)和买方支出价值($Expenditure_{i,t}$)。当并购支付方式为现金支付时,变量取值为1,否则为0;买方支出价值为标准化的买方支出价值,即并购重组中买方支付现金、资产或股票价值除以期末总资产。行业商誉水平($Ind_GW_{i,t}$)为同年同行业其他公司标准化商誉的均值。企业特征包括企业规模($Size_{i,t}$)、成长性($Growth_{i,t}$)、盈利能力($ROA_{i,t}$)、管理层持股比例($ManHold_{i,t}$)、是否两职合一($Dual_{i,t}$)。具体如下:企业规模为期末总资产的对数值;成长性为营业收入增长率;盈利能力为总资产净利润率;管理层持股比例为管理层持股数量与股本的比值;当董事长与总经理两职合一时,是否两职合一指标取值为1,否则为0。模型残差代表了实际商誉规模与合理商誉规模之间的差额,残差大于0,说明该企业的商誉水平过高,反之过低。

2. 解释变量:企业社会责任履行(CSR)。本文参考顾雷雷等的研究^[18](P109-127),以和讯网企业社会责任评分除以100作为企业社会责任履行指标。该指标数值越大,表明企业社会责任履行水平越高。和讯网企业社会责任评分指标包含股东责任(CSR_holder)、员工责任(CSR_worker)、供应商、客户和消费者权益责任(CSR_SCC)、环境责任(CSR_envir)以及社会责任(CSR_social)五个分指标,各个分指标分别设立二级和三级指标对企业社会责任履行状况进行全面评价,考核内容较为全面细致。本文同样研究了企业社会责任各子维度责任的履行对超额商誉的影响。

3. 异质性变量。本文选取企业股权性质(Equity)、管理层是否过度自信(OC)、是否由四大会计师事务所审计(Big4)、被合并企业是否在承诺期(Ifpromise)作为异质性变量检验其对于企业社会责任履行和超额商誉关系的影响,原因备索。具体而言:如果上市公司属于国有企业,则取值为1,否则为0;借鉴姜付秀等研究^[19](P131-143),选择高管薪酬比例衡量管理层过度自信,即前三名高管薪酬总额占所有高管薪酬总额之比,如果比例大于行业中位数,则取值为1,否则为0;审计师是否来自国内前四大会计师事务所,若是则为1,否则为0;被合并企业是否在业绩承诺期内,若是则为1,否则为0。

4. 机制变量。本文选取了信息透明度和声誉作为企业社会责任履行影响超额商誉的机制变量。从信息机制来看,本文借鉴辛清泉等的研究^[20](P193-206),选取上市公司信息披露考评分值(Dscore)和分析师盈余预测准确性(Accuracy)作为企业信息透明度的两个代理变量。Dscore由交易所信息披露考核机制给出,分值越大代表信息披露质量越高;Accuracy根据同一年不同分析师预测的每股盈余的中位数然后减去实际每股盈余,再除以上年度的每股股价,本文用1减去该数据的绝对值得到本文所用指标。上述代理变量数值越大,代表企业信息透明度越高。从声誉机制来看,本文选择了600多家重要报刊财经新闻数据,整理得到有关上市企业的正面报道数量、中性报道数量和负面报道数量,数据来源为CNRDS数据库。媒体报道总数(Lntotal)代表了企业在媒体中整体的受关注程度,更能体现“声”;媒体正

① 相比于其他以上市公司为样本开展的研究,本文数据量较少,其主要原因是在构建超额商誉指标时,商誉、并购支付方式、买方支出价值的的数据较少。本文数据量与选用同样超额商誉衡量方式的魏志华、朱彩云的相关研究^[17](P174-192)的数据量基本接近。

面报道(Lnpos)指标由正面报道数量减去负面报道数量取对数得到,以此反映企业在新闻报道中的“誉”。上述代理变量数值越大,代表企业声誉越高。

5. 控制变量。本文参考已有研究^[17](P174-192),选取了企业规模(Size)、企业年龄(Age)、资产负债率(Lev)、固定资产比率(Capital)、是否两职合一(Dual)、前十大股东持股比例(Top)以及并购支出(MA)等作为基准模型的控制变量,同时控制样本的行业固定效应(Industry)和年度固定效应(Year)。变量定义详见表1。

表1 主要变量定义

变量类型	变量符号	变量名称与变量定义
被解释变量	<i>GW_excess</i>	超额商誉,(企业商誉账面价值-行业商誉平均值)/期末总资产
解释变量	<i>CSR</i>	企业社会责任履行,和讯网企业社会责任得分/100
	<i>CSR_holder</i>	股东责任履行,和讯网股东责任得分/100
	<i>CSR_worker</i>	员工责任履行,和讯网员工责任得分/100
	<i>CSR_SCC</i>	供应商、客户和消费者权益责任履行,和讯网供应商、客户和消费者权益责任得分/100
	<i>CSR_envir</i>	环境责任履行,和讯网环境责任得分/100
	<i>CSR_social</i>	社会责任履行,和讯网社会责任得分/100
异质性变量	<i>Equity</i>	企业股权性质,国有控股企业为1,否则为0
	<i>OC</i>	管理层过度自信,高管薪酬比例大于行业中位数为1,否则为0,高管薪酬比例为前三名高管薪酬总额占有所有高管薪酬之比
	<i>Big4</i>	是否由四大会计事务所审计,是为1,否则为0
	<i>Ifpromise</i>	被合并企业是否在承诺期,在为1,否则为0
机制变量	<i>Dscore</i>	上市公司信息披露考评分值,作为信息透明度的第一个代理变量
	<i>Accuracy</i>	分析师盈余预测准确性,作为信息透明度的第二个代理变量
	<i>Lntotal</i>	媒体报道总数,报刊财经新闻中报道数量取对数
	<i>Lnpos</i>	媒体正面报道,报刊财经新闻中正面报道数量减去负面报道数量取对数
控制变量	<i>Size</i>	企业规模,企业期末总资产取对数
	<i>Age</i>	企业年龄,企业成立年数加1后取对数
	<i>Lev</i>	资产负债率,企业期末总负债/期末总资产
	<i>Capital</i>	固定资产比率,企业期末固定资产/期末总资产
	<i>Dual</i>	是否两职合一,董事长和总经理是否兼任,兼任为1,不兼任为0
	<i>Top</i>	前十大股东持股比例,前十大股东持股比例之和
	<i>MA</i>	并购支出,当年取得子公司及其他营业单位支付的现金/期末总资产
固定效应	<i>Industry</i>	行业固定效应,按照证监会2012年行业分类标准分类,制造业使用大类分类,其他行业使用门类分类
	<i>Year</i>	年份固定效应

(三) 描述性统计

限于篇幅,描述性统计结果备索。由描述性统计可知,超额商誉的均值为0.002,中位数为-0.011,均值大于中位数,样本呈明显右偏分布,表明我国上市公司超额商誉平均水平不高,但少部分企业具有较高的超额商誉。企业社会责任履行水平的均值为0.248,中位数为0.222,均值大于中位数,样本呈右偏分布,最大值为0.744,表明我国上市公司的企业社会责任履行水平整体偏低,但少部分企业具有较高的社会责任履行水平。其余变量与文献情况基本一致,均在合理范围,相关性分析结果显示企业社会责任履行与超额商誉存在负相关关系,且在1%水平上显著。

(四) 模型设定

为考察企业社会责任履行对超额商誉的影响,本文选用双向固定效应模型作为主模型的估计方法,

并构建如下计量模型：

$$GW_excess_{it} = \alpha + \beta CSR_{it-1} + \gamma Controls_{it-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中, GW_excess_{it} 代表企业 i 第 t 年并购产生的超额商誉。 CSR_{it-1} 代表企业 i 第 $t-1$ 年的企业社会责任履行水平。 $Controls_{it-1}$ 代表企业 i 第 $t-1$ 年的财务指标、治理结构、并购特征等一系列控制变量, $Industry$ 是行业固定效应, $Year$ 是年份固定效应, ε_{it} 是随机误差项。为尽可能缓解逆向因果关系造成的内生性问题,回归中核心解释变量与控制变量均选择一阶滞后项。

本文借鉴江艇的研究^[21](P100-120),在进一步分析中检验了企业社会责任履行影响超额商誉的信息和声誉机制,设定计量方程如下:

$$M_{it-1} = \alpha + \beta' CSR_{it-1} + \gamma Controls_{it-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中, M_{it-1} 为本文的机制变量,回归中分别代入信息透明度和声誉的代理变量,方程中 β' 的符号和显著性反映了机制的作用。为控制不同机制变量之间的相互影响,本文在实证检验中进行了交叉控制。

三、实证结果分析

基于上文主要变量定义和计量模型设定,本文进一步开展实证检验,最终验证研究假设 H_1 和 H_2 。

(一) 基准回归结果分析

表2为基准回归结果,如列(1)和列(2)所示,企业社会责任履行与超额商誉之间存在负相关关系(1%统计水平显著),估计系数分别为-0.034和-0.021,研究假设1得到验证。对比列(1)和列(2)结果,在加入控制变量后估计系数绝对值变小,这说明加入的控制变量缓解了一部分遗漏变量产生的估计偏误问题。在控制变量方面,企业规模、资产负债率、固定资产比例、并购支出均与超额商誉具有负相关关系,且在1%水平上显著,这与文献结论基本一致。其余控制变量对超额商誉影响不显著。

列(3)至列(7)报告了企业社会责任履行各个分项的回归结果,即股东责任履行、员工责任履行、供

表2 基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	GW_excess	GW_excess	GW_excess	GW_excess	GW_excess	GW_excess	GW_excess
CSR	-0.034*** (-6.584)	-0.021*** (-4.305)					
CSR_holder			-0.118*** (-6.187)				
CSR_worker				-0.038 (-1.645)			
CSR_SCC					-0.017 (-1.258)		
CSR_envir						-0.009 (-0.721)	
CSR_social							-0.025 (-0.911)
控制变量	未控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业和年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	6616	6616	6616	6616	6616	6616	6616
Adj. R ²	0.026	0.185	0.191	0.183	0.183	0.183	0.183

注:括号中为t值,标准误已经过公司层面聚类调整,*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$ 。

应商、客户和消费者权益责任履行、环境责任履行以及社会责任履行和超额商誉的回归结果。回归结果表明股东责任履行的估计系数为-0.118(1%统计水平显著),其余分指标系数为负,但不显著。分项回归结果表明对于企业而言,对股东负责更有利于降低企业超额商誉,避免巨额商誉和商誉泡沫的出现。企业超额商誉出现的主要原因之一是上市公司普遍存在的代理问题,即管理层和股东之间的代理冲突。管理层通常会更加注重短期绩效和管理层自利,会选择超额商誉来增加企业盈余管理空间,或以牺牲股东利益为代价来获取私利,而股东则更加注重企业长期战略发展和投资者等其它利益相关者的权益。因此,当企业的股东责任履行水平更高时,代表了企业承担并履行了对投资者更多的社会责任,表明企业的盈利能力、偿债能力、回报能力、信息披露、创新能力等情况会更充分地被企业自身及投资者等利益相关者考虑到。而其余四个分项责任的履行水平与超额商誉之间为负相关关系,但不显著,表明对于超额商誉而言,企业对于非金钱动机的社会责任履行尚不能带来实际的财务激励效果,体现出企业的“经济人”本质,即对于其它四项需要前期投入成本、直接经济效益较差的社会责任而言,其约束企业超额商誉并产生经济效益的效果并不明显。

(二) 异质性分析

本文认为不同企业性质、不同管理层自信程度、是否四大审计、是否在承诺期等四方面的差异会影响企业社会责任履行与超额商誉的关系,因此需要进行异质性分析,回归结果如表3所示。

表3 异质性分析回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	非国有	国有	非过度自信	过度自信	非四大审计	四大审计	不在承诺期	在承诺期
	GW_excess	GW_excess	GW_excess	GW_excess	GW_excess	GW_excess	GW_excess	GW_excess
CSR	-0.038*** (-4.383)	-0.008** (-1.964)	-0.016*** (-2.824)	-0.029*** (-3.411)	-0.024*** (-4.581)	-0.012 (-0.527)	-0.012*** (-3.373)	-0.053*** (-3.129)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业和年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
组间系数差异	-0.030***		0.013***		-0.012***		0.041***	
N	4435	2179	3675	2941	6319	292	4521	2094
Adj. R ²	0.168	0.224	0.203	0.168	0.183	0.405	0.221	0.183

注:括号中为t值,标准误已经过公司层面聚类调整,*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1;经验p值用于衡量组间系数差异的显著性,通过自抽样(Bootstrap)1000次得到。

1. 企业股权性质。本文根据企业是否由国有控股划分样本,并分别对企业社会责任履行与超额商誉进行回归,表3中列(1)和列(2)报告了回归结果。结果表明,企业社会责任履行对超额商誉的抑制作用在非国有控股企业中更为显著,这可能与非国有控股企业的制度环境更为宽松有关,因为相比国有企业而言,非国有企业的公司治理水平较低,企业管理层的话语权较大,管理层的“短视”行为极易可能导致超额商誉的出现。本文对非国有控股企业和国有控股企业进行描述性统计发现,相比于国有控股企业,非国有控股企业社会责任履行水平的均值更小(0.236<0.274),方差也更小(0.118<0.173);超额商誉均值更大(0.010>-0.013),方差更大(0.068>0.040),这一定程度上反映出非国有控股企业的管理劣势。

2. 管理层过度自信。本文根据企业管理层是否过度自信划分样本,并分别对企业社会责任履行与超额商誉进行回归,表3中列(3)和列(4)报告了回归结果。结果表明,无论管理层是否过度自信,企业社会责任履行对超额商誉的抑制作用均显著,但组间系数差异结果显示管理层过度自信时其抑制作用更

显著,这表明管理层过度自信时企业具有更强的扩张意愿,企业并购会有更高的支付溢价,在这种条件下企业社会责任履行对超额商誉的约束会产生更明显作用。

3. 是否由四大会计师事务所审计。审计师是否来自四大会计师事务所代表了审计师的审计水平,第三方外部审计的存在对于企业公司治理具有较好的外部监督作用,尤其是对于企业并购行为而言。本文根据企业是否由四大会计师事务所审计划分样本,并分别对企业社会责任履行与超额商誉进行回归,表3中列(5)和列(6)报告了回归结果。结果表明,当企业由非四大会计师事务所审计时,企业社会责任履行对超额商誉的抑制作用更显著,这表明高质量的审计可以抑制企业超额商誉,对于企业社会责任履行具有一定替代作用。这也意味着对于采用非四大会计师事务所的企业而言,企业社会责任履行水平越高,越可以弥补外部审计质量不足的问题,对企业内部经营可以产生一定的约束。

4. 被合并企业是否在业绩承诺期。已有文献表明业绩承诺期是影响超额商誉的关键因素之一,本文参考已有研究^[22](P71-77),根据被合并企业是否在业绩承诺期划分样本,分别对企业社会责任履行与超额商誉进行回归,表3中列(7)和列(8)报告了回归结果。结果表明,无论被合并企业是否在承诺期,企业社会责任履行对超额商誉的抑制作用均显著,组间系数差异结果显示被合并企业在业绩承诺期时其抑制作用更显著,这可能由于在承诺期的被合并企业的高并购估值仍未发生减值,从而商誉泡沫更大。

(三) 稳健性检验与内生性检验

为了使回归结果更加可信,本文进一步从替换变量测度、缩短样本年份、加入内部控制类变量等方面开展稳健性检验,以及通过工具变量、广义矩估计、倾向得分匹配、加入遗漏变量、双重差分和引入企业社会责任履行评价分歧等方法进行内生性检验。限于篇幅,图表备索。

1. 稳健性检验

第一,替换超额商誉代理变量。本文参考魏志华和朱彩云的研究^[17](P174-192),选择两种方法重新度量超额商誉:一是经过行业中位数调整的标准化商誉GW_excess1;二是经过行业均值调整的标准化商誉GW_excess2。结果表明,超额商誉与企业社会责任履行、企业股东责任履行之间负向相关关系依然成立(1%统计水平显著)。

第二,替换企业社会责任履行的代理变量。和讯网在统计企业社会责任履行情况时将企业社会责任履行水平分为5个等级,企业社会责任履行得分大于80分为A等级,大于60分为B等级,大于40分为C等级,大于0分为D等级,低于0分为E等级,本文参考严甜甜等的研究^[23](P111-128),对不同企业社会责任履行等级赋以不同分值进行回归,对A、B、C、D、E等级分别赋以5、4、3、2、1分。回归结果显示,企业社会责任履行与超额商誉的负向相关关系依然成立,估计系数为-0.003(5%统计水平显著)。

第三,缩短样本年份。本文缩短样本年份为2015-2020年。回归结果显示,2015-2020年企业社会责任履行与超额商誉系数为-0.071,股东责任履行与超额商誉系数为-0.176,均在1%的水平上显著。与基准回归结果相比,2015-2020年回归结果系数在仍保持显著的基础上有更大的绝对值,这暗示在商誉泡沫大量存在的时期,企业社会责任履行、股东责任履行对超额商誉的理性抑制作用更加明显,结论支持本文研究假设。

第四,加入内部控制类控制变量。为了排除一般所述传统公司治理水平可能造成的混杂影响,本部分额外引入了一系列控制变量。首先参考李志斌等的方法^[24](P112-124),本文以迪博内部控制指数作为内部控制的代理变量;在此基础上,本文还引入一系列被认为和内部控制有关的传统公司治理变量,包括实际控制人拥有上市公司所有权比例、股权制衡度、管理层前三名薪酬总额、管理层持股比例、董事会规模和独立董事占比,可以认为已经对一般所述的公司治理水平有了很好的反映。回归结果表明,在加入内部控制类控制变量排除传统公司治理水平的影响后,企业社会责任履行和股东责任履行都在1%统计水平上与超额商誉显著负相关,表明企业社会责任履行确实有与传统公司治理因素相独立的对超额商誉的影响。

2. 内生性检验

第一,工具变量法。本文借鉴李新丽等的研究^[25](P142-158),选取位于同一年份同一省份的其他企业的企业社会责任履行水平均值、股东责任履行水平均值和滞后两期的企业社会责任履行水平、滞后两期的股东责任履行水平分别作为企业社会责任履行、股东责任履行的工具变量,并运用两阶段最小二乘法进行内生性检验。回归结果表明工具变量有效,企业社会责任履行与超额商誉之间存在显著负向相关关系,股东责任履行与超额商誉之间存在显著负向相关关系。

第二,广义矩估计法(Generalized Method of Moments,以下简称“GMM估计”)。GMM估计回归结果表明企业社会责任履行、股东责任履行与超额商誉之间存在负相关关系,分别在5%、1%的统计水平上显著,结果依然支持本文研究假设。

第三,倾向得分匹配法。本文选取企业规模、企业年龄、资产负债率、固定资产比率、是否两职合一、前十大股东持股比例以及并购支出等,同时考虑年度和行业的影响,采用logit回归,利用最近邻原则估计样本企业进入处理组(企业社会责任履行水平高于中位数或股东责任履行水平高于中位数)的倾向匹配得分,卡尺范围为0.0001。平衡性检验结果显示,匹配后相关控制变量的标准化偏差小于5%,t检验结果不能拒绝处理组和控制组无显著差异的原假设,这表明匹配后高企业社会责任履行和低企业社会责任履行组(或高股东责任履行和低股东责任履行组)的主要特征变量差异较小。本文基于倾向得分匹配法得到的回归结果依然支持研究假设。

第四,加入遗漏变量。本文加入营业收入增长率、现金比例、是否国有控股、独立董事比例、管理层薪酬水平、研发投入等公司特征以及人均地区生产总值、居民消费价格增长率、地区市场化水平等地区特征。回归结果表明超额商誉和企业社会责任履行、股东责任履行之间的负向相关显著关系依然在1%的统计水平上成立。

第五,双重差分法。为了进一步检验企业社会责任履行与超额商誉之间的内生性问题,本文在此通过双重差分法和三重差分法检验政策冲击效果的方式验证企业社会责任履行对超额商誉的影响,结果均通过了平行性趋势和安慰剂检验,表格备索。具体来说,本文将检验两个政策的影响:第一,2016年国务院国有资产监督管理委员会印发《关于国有企业更好履行社会责任的指导意见》;第二,2015-2016年间国家发展和改革委员会将52个城市列为社会信用体系改革试点。企业是否为国有企业和是否属于试点城市并不受企业商誉的影响,故而具有一定的外生性。回归结果表明,对于政策项,无论是代表《关于国有企业更好履行社会责任的指导意见》还是社会信用体制改革的DID项都对超额商誉造成了显著的负向影响;在考虑国有企业与非国有企业的差异时,三重差分模型结果表明社会信用体制改革政策确实造成了超额商誉的下降。

第六,企业社会责任履行的评价分歧(以下简称“CSR评价分歧”)。本文采用离散度指标衡量CSR评价分歧,其依托不同评级机构的观测而生,较少受到企业经营状况的影响,因此为控制内生性问题提供了补充证据。本文在此引入上海华证指数信息服务有限公司推出的ESG表现指标(以下简称“华证ESG指标”),计算华证ESG指标与和讯网CSR指标排名之间的标准差,作为CSR评价分歧^①。CSR评价分歧和超额商誉的回归结果表明CSR评价分歧越大,企业超额商誉越高,从侧面证明了CSR本身的确会对超额商誉产生影响,而非仅由企业决策或经营状况所致。

四、影响机制分析

为进一步探究企业社会责任履行抑制超额商誉的影响机制,本文从信息和声誉两条渠道入手进行

^① ESG与CSR紧密相关。一般认为ESG包括CSR未直接涉及的公司治理内容,因而内涵更广^[26](P1-45),但大部分文献仍将ESG和CSR交换使用^[27](P83-99)。由于使用其它评级机构的CSR指标会使得样本损失较多,因此本文在此选择华证ESG指标用于计算CSR评价分歧。

机制检验。为了排除不同影响机制之间的交叉影响,本文进行了交叉控制。由于每个机制都有两个代理变量,故在表格中只放出控制其中一个代理变量的结果,表格备索。

(一) 信息机制

信息机制的回归结果如表4所示,列(1)和列(2)为企业社会责任履行和股东责任履行与上市公司信息披露指数的回归结果,结果表明二者与上市公司信息披露质量正相关(1%水平显著),系数分别为0.776和3.264,表明更多地履行社会责任和股东责任的企业,相应地有更高的企业信息透明度。列(3)和列(4)为企业社会责任和股东责任与分析师盈余预测准确性的回归结果,结果表明二者与分析师盈余预测准确性正相关(1%水平显著),系数分别为0.027和0.156,表明更多地履行社会责任和股东责任的企业,相应地有更高的企业信息透明度。信息透明度的两个代理变量得到了一致性结果,这反映了企业社会责任履行和股东责任履行确实有助于提高企业信息透明度,降低并购双方的信息不对称水平,从而抑制商誉泡沫。为了进一步验证结论的稳健性,本文还做了中介效应检验和1000次重复取样的Bootstrap检验,结果仍然成立,表格备索。

表4 信息机制回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Dscore	Dscore	Accuracy	Accuracy
CSR	0.776*** (8.416)		0.027*** (5.553)	
CSR_holder		3.264*** (14.551)		0.156*** (10.465)
Lntotal	0.022** (1.997)	0.017 (1.575)	0.004*** (5.645)	0.003*** (5.128)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业和年份	控制	控制	控制	控制
N	4445	4445	6189	6189
Adj. R ²	0.085	0.127	0.140	0.158

注:括号中为t值,标准误已经过公司层面聚类调整,*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1。

表5 声誉机制回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Lntotal	Lntotal	Lnpos	Lnpos
CSR	0.609*** (3.453)		0.441** (2.392)	
CSR_holder		1.660*** (3.572)		1.760*** (3.766)
Dscore	0.070** (1.990)	0.055 (1.573)	0.130*** (3.649)	0.107*** (3.043)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业和年份	控制	控制	控制	控制
N	4445	4445	4445	4445
Adj. R ²	0.315	0.315	0.210	0.212

注:括号中为t值,标准误已经过公司层面聚类调整,*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1。

(二) 声誉机制

声誉机制的回归结果如表5所示。列(1)和列(2)为企业社会责任履行和股东责任履行与媒体报道总数的回归结果,结果表明二者与媒体报道总数正相关(1%水平显著),系数分别为0.609和1.660,表明

更多地履行社会责任和股东责任的企业会受到更多的媒体关注和报道。列(3)和列(4)为企业社会责任履行和股东责任履行与媒体正面报道的回归结果,结果表明二者与媒体正面报道正相关(5%和1%水平显著),系数分别为0.441和1.760,表明更多地履行社会责任和股东责任的企业会得到更多的媒体正面报道和赞誉。声誉机制的两个代理变量得到了一致性结果,这反映了企业社会责任履行、股东责任履行可以为企业带来更高的声誉资本,一方面激励企业管理层更加自律并增强自我约束,另一方面可以增强外部监督作用,从而抑制商誉泡沫。为了进一步验证结论的稳健性,本文还做了中介效应检验和1000次重复取样的Bootstrap检验,结果仍然成立,表格备索。

五、拓展性研究:经济后果检验

本文进一步探讨企业社会责任履行通过抑制超额商誉对企业股价崩盘风险的影响。本文参考权小锋等的研究^[28](P49-64),以收益率的上下波动率衡量股价崩盘风险(DUVOL),利用中介效应模型进行检验,模型构建如前文的模型(2)及下文的模型(4)(5):

$$DUVOL_{i,t} = \alpha_0 + \beta_0 CSR_{i,t-1} + \gamma_0 Controls_{i,t-1} + \sum Industry + \sum Year + \vartheta_{it} \tag{4}$$

$$DUVOL_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 CSR_{i,t-1} + \mu_1 GW_excess_{i,t} + \gamma_1 Controls_{i,t-1} + \sum Industry + \sum Year + \omega_{it} \tag{5}$$

由于企业社会责任履行和股东责任履行与超额商誉的回归结果在基准回归中已有描述,在表6中不再列示。从表6列(1)和列(2)可以看出,企业社会责任履行能够促进股价崩盘风险降低,回归系数为-0.154(1%水平显著);加入超额商誉后,其系数显著为正,表明超额商誉会带来股价崩盘风险的提高,与此同时企业社会责任履行的系数仍然显著为负。在使用Sobel检验后,结果表明,Sobel检验Z统计量为-2.137,且p<0.01,由此表明存在显著的中介效应。从列(3)和列(4)可以看出,股东责任履行能够降低股价崩盘风险,回归系数为-0.324(1%水平显著);加入超额商誉后,其系数显著为正,表明超额商誉会带来股价崩盘风险的提高,与此同时股东责任履行的系数仍然显著为负。在使用Sobel检验后,结果表明,Sobel检验Z统计量为-2.231,且p<0.05,由此表明存在显著的中介效应。综上所述,企业社会责任履行及股东责任履行可以通过抑制超额商誉来降低企业的股价崩盘风险,验证了研究假说2。

表6 经济后果检验回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	DUVOL	DUVOL	DUVOL	DUVOL
CSR	-0.154*** (-3.480)	-0.148*** (-3.355)		
CSR_holder			-0.324*** (-2.686)	-0.294** (-2.439)
GW_excess		0.264** (2.463)		0.257** (2.392)
Sobel Z	-2.137***		-2.231**	
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业和年份	控制	控制	控制	控制
N	6469	6469	6469	6469
Adj. R ²	0.039	0.040	0.039	0.039

注:括号中为t值,标准误已经过公司层面聚类调整,*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1。

六、结论与政策建议

近年来我国资本市场并购活动不断增加,大量上市公司积累了超额商誉,履行企业社会责任作为企

业转型和高质量发展的重要导向,是否能够抑制超额商誉,受到广泛关注。本文以2010-2020年中国沪深A股上市公司数据为研究样本,实证分析企业社会责任履行对超额商誉的影响。研究表明:第一,企业社会责任履行有助于抑制超额商誉,且股东责任履行对超额商誉的抑制作用最为显著;第二,企业社会责任履行对超额商誉的影响存在异质性,在非国有控股、管理层过度自信、审计师来自非四大事务所和被并购方处于业绩承诺期的企业中影响更加显著;第三,企业社会责任履行主要通过提高信息透明度和企业声誉资本两条渠道降低超额商誉;最后,经济后果检验发现企业社会责任履行可以通过抑制超额商誉来降低企业股价崩盘风险。基于此,本文提出如下政策建议:

首先,积极肯定企业提升社会责任履行水平的正向经济效应。一是出台具有针对性的补贴政策和税收政策,优化企业履行社会责任的成本环境;二是出台更加权威、全面、细致的监管规则,进一步量化对上市企业的考核指标,加快推进并完善企业社会责任履行的整体制度框架;三是资本市场改革加大对企业社会责任履行的政策激励,构建科学合理的激励相容机制,培育和壮大责任投资人队伍;四是关注企业社会责任履行的经济效应的差异性和非对称性,一方面要制定相关的扶持政策,将更多资源和政策优惠配置到非国有企业和公司治理水平较低的企业之中,另一方面要鼓励、支持和打造重视环境责任、员工责任和道德责任等非金钱动机的发展氛围,帮助其实现正向经济效应。

其次,监管机构要强化相关领域监管,优化监管和治理水平。一方面,要积极构建具有中国特色的企业社会责任评价标准,强化上市公司的社会责任治理,促进企业更加注重自身的信息透明度和声誉资本,推动企业社会责任建设。另一方面,要健全资本市场和商誉监管,就信息披露和商誉后续处理问题制定新的会计准则,从源头上降低超额商誉的规模,同时合理缓释商誉减值计提的负面影响,约束企业的盈余管理行为;监管机构应进一步加强投资者教育,促使投资者树立正确的责任投资理念,防止盲目的跟风式并购和跨界并购,以免引起股价的较大波动,营造一个具有健康生态环境的资本市场。

最后,上市公司要积极履行企业社会责任,同时理性判断并购决策是否合理。近年来中国上市公司履行企业社会责任的水平有下降趋势,其中,企业履行员工责任、供应商、客户和消费者权益责任、环境责任和社会责任的水平都出现了一定幅度的下降,而企业履行股东责任的水平则呈现小幅上涨趋势。这表明企业在维持基本经济责任的同时减少了道德责任履行,这限制了道德约束的重要作用。企业应当更加注重社会责任履行,发挥各方利益相关者对大股东、管理层等决策者的约束作用,避免非理性并购决策和超额商誉,基于长期导向实现可持续发展。

参考文献

- [1] 习近平.高举中国特色社会主义伟大旗帜 为全面建设社会主义现代化国家而团结奋斗——在中国共产党第二十次全国代表大会上的报告(2022年10月16日).北京:人民出版社,2022.
- [2] 鱼乃夫,杨乐.高管异质性、企业社会责任与上市公司违规行为——来自A股主板上市公司的经验证据.证券市场导报,2019,(12).
- [3] 李小荣,徐腾冲.环境—社会责任—公司治理研究进展.经济学动态,2022,(8).
- [4] 高榴,袁诗森.上市公司并购重组商誉及其减值问题探析.证券市场导报,2017,(12).
- [5] 朱小能,白楠楠.企业社会责任对公司债发行定价的影响研究.社会科学,2023,(1).
- [6] 罗进辉.媒体报道的公司治理作用——双重代理成本视角.金融研究,2012,(10).
- [7] A. Lizzeri. Information Revelation and Certification Intermediaries. *The RAND Journal of Economics*, 1999, 30(2).
- [8] 徐士伟,陈德棉,陈鑫.企业社会责任与并购绩效——来自中国上市公司的经验证据.投资研究,2017,36(6).
- [9] G. J. Mailath, L. Samuelson. Who Wants a Good Reputation? *The Review of Economic Studies*, 2001, 68(2).
- [10] 陈志锋,陈瑜阳.媒体报道在供应链上的溢出效应研究——企业坏消息隐藏的视角.经济管理,2022,44(8).
- [11] 钱颖一.市场与法治.经济社会体制比较,2000,(3).
- [12] 田高良,封华,于忠泊.资本市场中媒体的公司治理角色研究.会计研究,2016,(6).
- [13] A. Dyck, A. Morse, L. Zingales. Who Blows the Whistle on Corporate Fraud? *The Journal of Finance*, 2010, 65(6).

- [14] 毛志宏,李丽.企业ESG表现能抑制并购商誉泡沫吗.现代经济探讨,2023,(7).
- [15] 赵彦锋,赵慧娴,石青梅.超额商誉是否影响审计意见?南京审计大学学报,2021,18(3).
- [16] 邹燕,李梦晓,孟欣.管理层权力、并购效率与股价崩盘风险.财经科学,2021,(6).
- [17] 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.中国工业经济,2019,(11).
- [18] 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.金融研究,2020,(2).
- [19] 姜付秀,张敏,陆正飞.管理者过度自信、企业扩张与财务困境.经济研究,2009,(1).
- [20] 辛清泉,孔东民,郝颖.公司透明度与股价波动性.金融研究,2014,(10).
- [21] 江艇.因果推断经验研究中的中介效应与调节效应.中国工业经济,2022,(5).
- [22] 王竞达,范庆泉.上市公司并购重组中的业绩承诺及政策影响研究.会计研究,2017,(10).
- [23] 严甜甜,李婉丽,钟宇翔.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.经济管理,2022,44(10).
- [24] 李志斌,阮豆豆,章铁生.企业社会责任的价值创造机制:基于内部控制视角的研究.会计研究,2020,(11).
- [25] 李新丽,万寿义,程俊.企业社会责任承担影响信息风险吗?——基于边界调节和中介传导的双重检验.管理学报,2022,35(1).
- [26] S. L. Gillan, A. Koch, L. T. Starks. Firms and Social Responsibility: A Review of ESG and CSR Research in Corporate Finance. *Journal of Corporate Finance*, 2021, 66(3).
- [27] 谢红军,吕雪.负责任的国际投资:ESG与中国OFDI.经济研究,2022,(3).
- [28] 权小锋,吴世农,尹洪英.企业社会责任与股价崩盘风险:“价值利器”或“自利工具”?经济研究,2015,50(11).

Corporate Social Responsibility Fulfillment And Excess Goodwill Restraint

Fan Yunpeng (Chinese Academy of Social Sciences)

Abstract In the current context of resolutely preventing and mitigating financial risks, the role of corporate social responsibility has emerged as critically strategic in maintaining the stable performance of the capital market and corporate high-quality development. Recent years have seen a concerning trend: a significant goodwill bubble driven by excessive goodwill accumulated by listed companies. This trend has introduced a notable financial risk in the capital market, which may negatively impact the stability of the capital market and corporate healthy development. CSR plays a crucial role in curbing this excessive corporate goodwill, by enhancing information transparency and strengthening corporate reputation. The aspect of fulfilling shareholder responsibilities stands out in its ability to significantly rein in excessive goodwill. This effect is particularly pronounced in non-state-owned enterprises, those with overly confident management, firms audited by non-Top Four accounting firms, and businesses within their performance commitment periods. Moreover, CSR's ability to restrain excessive goodwill goes a long way in reducing the risk of stock price collapses in companies. In light of this, there is a pressing need to concentrate efforts on optimizing regulatory and governance standards. This includes urging listed companies to actively engage in their CSR duties, thereby fully unleashing positive economic effects that come from businesses.

Key words corporate social responsibility; excess goodwill; stock price crash risk

■ 作者简介 范云朋,中国社会科学院金融研究所助理研究员,北京 100710。

■ 责任编辑 杨 敏