

# 商誉减值对债务融资成本的影响研究

张卜, 李霁友\*

东华大学旭日工商管理学院, 上海

收稿日期: 2026年4月29日; 录用日期: 2026年5月23日; 发布日期: 2026年6月9日

## 摘要

本文选取2015至2024年A股上市企业作为观测样本, 围绕商誉减值行为展开实证分析, 探究该项因素对企业债务融资成本产生的实际影响。结果表明, 企业计提商誉减值准备后, 债务融资成本会出现明显上升趋势。企业可持续发展水平和信息披露质量在商誉减值影响债务融资成本的路径中起到部分中介作用。进一步发现, 管理层持股比例的提升能够有效削弱商誉减值带来的成本上升效应, 对二者的关联关系形成反向调节。为保障整体研究结论的可靠性, 文章通过更换核心被解释变量测算口径、引入工具变量等方式进行稳健性验证与内生性处理。研究为企业加强商誉风险管理、优化融资决策及监管部门完善商誉会计准则提供了理论依据与实践参考。

## 关键词

商誉减值, 债务融资成本, 企业可持续发展, 信息披露质量, 管理层持股

# Research on the Impact of Goodwill Impairment on Corporate Debt Financing Costs

Bu Zhang, Jiyu Li\*

Glorious Sun School of Business and Management, Donghua University, Shanghai

Received: April 29, 2026; accepted: May 23, 2026; published: June 9, 2026

## Abstract

This paper selects A-share listed enterprises from 2015 to 2024 as research samples and conducts an empirical analysis focusing on goodwill impairment behavior, so as to explore the actual impact of

\*通讯作者。

**this factor on corporate debt financing costs. The research results indicate that corporate debt financing costs will increase significantly after enterprises accrue goodwill impairment provisions. Corporate sustainable development level and information disclosure quality exert a partial mediating effect in the influence path of goodwill impairment on debt financing costs. Further research finds that the increase in managerial shareholding ratio can effectively weaken the cost-rising effect caused by goodwill impairment, and thus plays a negative moderating role in the correlation between the two variables. To ensure the reliability of overall research conclusions, this paper carries out robustness verification and endogeneity treatment by changing the measurement caliber of the core explained variable and introducing instrumental variables. This study provides theoretical basis and practical reference for enterprises to strengthen goodwill risk management, optimize financing decisions, and for regulatory authorities to improve accounting standards for goodwill.**

## Keywords

**Goodwill Impairment, Cost of Debt, Corporate Sustainable Development, Information Disclosure Quality, Management Shareholding**

Copyright © 2026 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

随着产业结构升级与市场竞争加剧,越来越多的上市公司通过资产收购来优化资源配置,拓展业务版图。在这一过程中,收购方对标的企业未来收益的乐观预期往往体现为支付溢价,由此形成了商誉。然而,商誉本质上是一项不可辨认的资源,其价值实现高度依赖并购协同效应与标的资产持续盈利能力。实际并购活动中,不少企业交易定价偏高、溢价幅度大,同时附带了高额的业绩承诺。这种不合理的并购交易模式极易引发后期大规模商誉减值,这使得商誉问题逐渐演变为关乎资本市场稳定与金融风险的重大议题。

在年度财务决算工作中,商誉减值测试是一项必不可少的环节,这一过程高度依赖管理层的主观判断与专业估计,为盈余管理预留了空间。田新民等(2019)指出,部分管理者可能将商誉减值视为利润平滑的工具,掩盖企业真实的经营状况[1]。原红旗(2021)指出溢价并购产生的商誉泡沫直接影响减值测试,一旦标的资产业绩未达预期,超额商誉便面临减值风险[2]。Li等(2011)研究证实,市场会将商誉减值解读为企业盈利能力变弱的预兆,企业随后往往面临收入增长放缓和利润下降的双重压力[3]。张新民等(2022)研究认为,商誉减值的披露与计提容易对公司股价造成负面冲击,健全完善的内控治理体系可以缓解这一不利影响[4]。黄顺武和方春丽(2021)研究证实,商誉减值损失的确认会直接侵蚀企业当期的经营收益,削弱投资者信心,进而加剧了股价波动,提升了资本市场的不确定性风险[5]。

债务融资作为企业外部筹资的主要渠道,其成本高低直接影响企业的财务弹性与竞争优势。目前已有的研究从不同角度分析了影响企业债务融资成本的因素。企业内控质量与外部审计监督均会影响信贷定价。Dhaliwal等(2011)提出,内控机制不完善的公司通常承担更高的债务融资成本[6]。刘成立(2020)指出,外部审计的专业能力越强,企业承担的利息支出越低[7]。企业披露非财务信息也会对融资成本产生影响,Goss和Roberts(2011)发现,企业主动公开其社会责任履行情况,能够争取到更为优惠的贷款利率,同时获得更长的债务偿还周期[8]。郭雨(2022)研究证实,企业提升碳信息披露的质量可以缓解其债务费用压力,降低债务支出水平[9]。杜春明等(2019)研究指出,企业计提商誉减值会破坏自身债务期限结构的

稳定性, 不利于企业合理统筹长短期负债规模与结构[10]。Sun 和 Zhang (2017)进一步发现, 企业计提的商誉减值规模越大, 其债券信用评价的结果越不理想[11]。

现有文献对商誉减值经济后果的探讨多集中于股价反应、高管变更等股权市场维度, 从债务市场视角展开的考察相对匮乏。为厘清商誉减值影响企业债务融资成本的传导机制, 本文从可持续发展能力与信息披露质量两条路径切入, 利用 2015~2024 年 A 股上市公司数据, 检验二者是否存在中介效应。本文可能的贡献包括: (1) 拓展商誉减值经济后果的研究视角, 将考察范围从股权市场延伸至债务市场; (2) 深化会计信息在债务契约中的作用, 揭示商誉减值影响债务融资成本的具体路径与机制; (3) 为企业商誉风险管理与融资决策提供实践指导, 为优化并购决策、完善内部治理、加强信息披露以缓解融资约束提供可操作的路径。

## 2. 理论分析与研究假设

商誉产生于企业并购交易环节, 是收购主体结合标的企业未来发展潜力, 预估其能够创造的超额盈利价值。在后续测试环节, 商誉减值既可能是对超额商誉的合理修正, 也可能是企业预期未来业绩下滑的真实反映, 还可能是管理层出于平滑盈余目的而实施的机会主义行为。商誉减值信号与其他常规会计信号同属于企业公开信息的范畴, 向外部信息使用者传递企业的经营状况, 影响其对企业风险与偿债能力的判断。但二者在形成基础、计量方式与经济后果方面存在差异。常规会计信号源于企业日常经营活动, 依托经营性资产形成, 具有明确的客观计量标准; 在满足条件时可转回, 其影响具有可逆性。商誉减值信号源于并购活动形成的商誉资产, 缺乏实物依托, 减值测试过程中涉及大量管理层主观估计与专业判断。这一特殊属性使得商誉减值信息既可能真实揭示并购整合失利与资产质量恶化, 也可能成为管理层传递机会主义信号的工具。商誉减值一经计提不得转回, 其对企业利润表的冲击具有不可逆性, 由此引发的信用风险溢价上升与债务融资成本攀升也更为剧烈。

在并购活动里, 交易双方普遍存在信息不对称问题。标的企业为谋求更高收购对价, 会选择性披露自身经营状况与财务数据, 刻意美化对外披露的信息; 而并购方由于无法获取全部关键信息, 很可能在交易中支付过高的溢价, 形成超额商誉。当管理层发现前期确认的商誉存在高估时, 会通过减值测试将溢价剔除。这会向资本市场传递出并购决策存在偏差的负面信息, 债权人在接收到该类信号后, 容易对企业管理层的专业判断能力产生怀疑, 滋生消极的放贷情绪。他们可能会上调贷款利率以及在融资契约中增加保护性条款来缓释信用风险, 这直接关系到企业融资承担的资金成本。

商誉减值反映了管理者对企业未来业绩持有审慎态度, 是企业对资产价值的修正和并购风险的释放。依据信号传递理论, 商誉减值的发生向资本市场释放出企业经营状况趋弱的负面信号, 削弱了外界对企业未来盈利能力的信心。与此同时, 减值损失直接计入当期损益会造成企业当期利润大幅度下跌。随着潜在经营风险加剧, 债权人会要求更高的风险补偿, 进而加重了企业债务融资压力。

管理层在商誉的初始确认及后续减值测试过程中拥有较大的自由裁量权, 这种主观判断空间使得商誉减值有可能成为调节财务报告的工具。管理层可以通过操控商誉减值的金额和确认时点, 实现平滑各期利润、规避退市风险或满足业绩考核等目的。在管理层主观干预下的商誉减值信息披露, 将掩盖商誉的实际状况, 从而加深企业与外部市场间的信息壁垒, 对会计信息的可靠性与相关性造成损害。在此情形下, 债权人因缺乏充分的决策依据而难以作出审慎的信贷判断, 为规避信息失真所引发的不确定性, 他们倾向于收紧融资条件。基于以上分析, 本文提出研究假设 H1。

H1: 商誉减值会增加企业的债务融资成本。

商誉减值会显著削弱企业可持续发展的健康程度, 进而影响债务融资的成本和效率。商誉减值既反映出前期并购整合的成效未达预期, 也预示着未来经营发展潜藏隐患。企业计提商誉减值会拖累当期利

润表现, 削弱盈利水平与资产增值空间, 阻碍其可持续发展。企业可持续发展状况变差时债权人会对企业的未来前景产生担忧, 其作为风险敏感主体, 基于风险与收益匹配的原则, 会动态调整信贷策略, 对企业提出更高的收益补偿要求。当企业可持续发展能力受损时, 其经营稳定性易受外部宏观环境波动的冲击, 难以形成稳定充裕的现金流入。现金流供给紧张会增加企业还本付息的压力, 长期来看会削弱企业财务偿债基础。这些变化均会使债权人产生风险预警。基于以上分析, 本文提出研究假设 H2。

H2: 企业可持续发展在商誉减值对债务融资成本的正向影响中起到中介作用。

商誉减值的确认与计量全过程深度依赖管理层的主观判断, 这种主观裁量权的存在, 会直接影响企业信息披露质量。现行商誉准则采用公允价值计量与后续减值测试相结合的模式, 这放大了管理层主观判断的空间。管理层的盈余管理行为会破坏会计信息的真实度, 弱化其决策参考价值。当企业信息披露水平较高时, 市场能够更准确地把握商誉减值所传递的经济含义; 反之, 若信息透明度不足, 则容易引发市场的误判。债权人在进行放贷判断时, 通常以企业公开披露的各类财务经营信息作为核心参考依据。充分可靠的信息能够支持债权人更为准确地评估企业的经营绩效、偿债能力及风险敞口, 从而降低信贷决策过程中的信息不对称与不确定性。反之, 若企业信息披露质量较低, 则会向债权人传递出财务信息相关性不足的消极信号。信息不对称导致债权人承担的违约风险敞口扩大, 为获取相应的补偿, 债权人倾向于提高信贷利差, 最终加剧了企业的债务融资成本。基于此, 本文提出研究假设 H3。

H3: 信息披露在商誉减值对债务融资成本的正向影响中起到中介作用。

### 3. 研究设计

#### 3.1. 样本选择与数据来源

本文选择 2015~2024 年 A 股上市公司作为研究对象。对上述原始数据进行了如下处理: (1) 剔除 ST 或\*ST 公司样本; (2) 剔除金融行业公司样本; (3) 剔除存在缺失值的样本; (4) 为消除极端值对实证结果的干扰, 对连续变量在 1%和 99%水平上进行 Winsorize 缩尾处理。

#### 3.2. 模型设计和变量定义

为验证商誉减值对于债务融资成本的影响, 构建模型(1)对假设 H1 进行检验, 若系数  $\beta$  显著为正则假设成立:

$$\text{Cost}_{it} = \alpha + \beta \text{L\_Gw}_{it} + \sum \text{Control}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

为检验商誉减值对债务融资成本影响的中介作用, 加入中介变量企业可持续发展, 构建模型(2)、模型(3)检验假设 H2:

$$\text{Sgr}_{it} = \alpha + \beta \text{L\_Gw}_{it} + \sum \text{Control}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$\text{Cost}_{it} = \alpha + \beta \text{L\_Gw}_{it} + \chi \text{Sgr}_{it} + \sum \text{Control}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

加入中介变量信息披露质量, 构建模型(4)、模型(5)检验假设 H3:

$$\text{Faq}_{it} = \alpha + \beta \text{L\_Gw}_{it} + \sum \text{Control}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$\text{Cost}_{it} = \alpha + \beta \text{L\_Gw}_{it} + \chi \text{Faq}_{it} + \sum \text{Control}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

其中, 债务融资成本(Cost)的测算方式借鉴李广子等人(2009)的研究思路, 将企业利息支出、手续费及其他财务费用的合计金额除以期末负债总额得到对应指标[12]; 商誉减值(L\_Gw)参照谭瑾等(2023)的计量方式, 利用商誉减值发生额与期末总资产的比值加以衡量[13]。选用可持续增长率代表企业可持续发展能力(Sgr), 结合范霍恩静态模型完成指标计算。信息披露质量(Faq)以第三方公开评级结果为量化标准, 按优秀、良好、合格、不合格四个等级, 依次赋予 1 至 4 分, 分数越高代表信息披露规范程度越差。研究

变量的具体定义与计量方式, 统一汇总至表 1。

**Table 1.** Variable definition table

**表 1.** 变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
被解释变量	债务融资成本	Cost	企业利息支出加上手续费支出和其他财务费用的总额占期末总负债的比重
解释变量	商誉减值	L_Gw	上一年商誉减值金额除以总资产
中介变量	企业可持续发展	Sgr	净资产收益率 * 收益留存率 / (1 - 净资产收益率 * 收益留存率)
	信息披露质量	Faq	上市公司信息披露的考评结果, 1 = 优秀; 2 = 良好; 3 = 合格; 4 = 不合格
控制变量	公司规模	Size	总资产的自然对数
	资产负债率	Lev	总负债/总资产
	第一大股东持股比例	Top1	第一大股东持股数量除以总股数
	所有权性质	Soe	当企业最终控制人为国有性质时赋值 1, 否则 0
	上市年限	Listage	$\ln(\text{当年年份} - \text{上市年份} + 1)$
	两职合一	Dual	董事长与总经理兼任情况, 兼任取 1, 不兼任取 0
	发展能力	Growth	本年营业收入/上一年营业收入 - 1
	现金流比率	Cashflow	经营活动产生的现金流量净额除以总资产
	年度	Year	年度虚拟变量
	行业	Ind	行业虚拟变量

## 4. 实证结果与分析

### 4.1. 描述性统计

**Table 2.** Descriptive statistics

**表 2.** 描述性统计分析

Variable	N	mean	sd	p50	min	max
Cost	14,972	0.018	0.013	0.016	0	0.246
L_Gw	14,972	0.004	0.019	0	0	0.161
Faq	14,972	1.926	0.638	2	1	4
Sgr	14,972	0.027	0.118	0.041	-0.525	0.312
Size	14,972	22.652	1.243	22.464	19.694	26.143
Lev	14,972	0.440	0.191	0.434	0.052	0.902
Top1	14,972	0.310	0.142	0.290	0.084	0.743
Soe	14,972	0.324	0.468	0	0	1
Listage	14,972	2.421	0.631	2.485	1.099	3.401
Dual	14,972	0.292	0.455	0	0	1
Growth	14,972	0.127	0.329	0.082	-0.577	2.117
Cashflow	14,972	0.051	0.061	0.049	-0.167	0.245

表 2 呈现了研究中主要变量的描述性统计特征。债务融资成本(Cost)的均值为 0.018, 中位数为 0.016,

标准差为 0.013, 最小值与最大值分别为 0 和 0.246。这说明, 样本中部分企业未涉及有息债务, 大部分企业的融资成本相差不大, 但个别企业的融资成本处于较高区间。商誉减值(L\_Gw)的均值为 0.004, 中位数为 0, 取值范围为 0 至 0.161, 数据呈现明显的右偏分布特征。这意味着超过半数样本企业未确认商誉减值损失, 整体均值水平主要受少数计提减值企业的拉动。信息披露质量(Faq)作为离散变量, 取值介于 1 至 4 之间, 中位数为 2, 反映出多数样本企业的信息披露质量被评为良好, 只有少数企业被评为优秀或不合格。可持续增长率(Sgr)的均值为 0.027, 中位数为 0.041, 取值范围介于-0.525 至 0.312 之间, 部分企业存在负增长, 但整体可持续增长能力较为稳定。控制变量的统计结果与主流文献保持一致, 此处不再展开说明。

## 4.2. 基准回归分析

**Table 3.** Baseline regression results

**表 3.** 基准回归结果

Variable	(1) Cost	(2) Cost
L_Gw	0.051*** (8.00)	0.032*** (5.50)
Size		-0.000*** (-3.30)
Lev		0.024*** (36.29)
Top1		-0.009*** (-12.82)
Soe		-0.002*** (-8.36)
Listage		0.001*** (3.94)
Dual		0.000 (0.31)
Growth		-0.003*** (-8.35)
Cashflow		-0.004* (-1.89)
_cons	0.018*** (172.64)	0.017*** (8.09)
YEAR	Yes	Yes
IND	Yes	Yes
N	14,972	14,972
r2	0.0887	0.2126
r2_a	0.0870	0.2107

注: \*\*、\*和\*分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平, 系数下方括号内为 t 值, 下表同。

表 3 报告了商誉减值与企业债务融资成本的回归结果。第(1)列仅包含核心解释变量商誉减值(L\_Gw), 并控制了年份与行业固定效应。结果显示, L\_Gw 的系数为 0.051, 且在 1%的水平上显著( $t=8.00$ )。第(2)

列进一步引入了企业规模、财务杠杆、股权结构及公司治理等一系列控制变量, L\_Gw 的系数为 0.032, 且在 1%的水平上显著( $t=5.50$ )。这一结果表明, 在控制其他可能影响因素后, 企业计提的商誉减值与债务融资成本之间依然存在显著的正向关系, 研究假设 H1 得到了实证数据的验证。对于控制变量, 其回归结果与理论推演基本一致, 此处不再逐一展开说明。

### 4.3. 中介机制

#### 4.3.1. 企业可持续发展的中介作用

**Table 4.** Mediating role of Sgr

**表 4.** 企业可持续发展的中介机制回归

Variable	(1) Sgr	(2) Cost
L_Gw	-0.713*** (-9.58)	0.020*** (3.34)
Sgr		-0.017*** (-12.51)
Size	0.026*** (24.82)	0.000 (0.97)
Lev	-0.184*** (-22.94)	0.021*** (32.43)
Top1	0.037*** (6.42)	-0.008*** (-12.05)
Soe	0.004* (1.92)	-0.002*** (-8.21)
Listage	-0.012*** (-7.74)	0.001*** (2.81)
Dual	0.001 (0.33)	0.000 (0.36)
Growth	0.097*** (26.64)	-0.001*** (-3.34)
Cashflow	0.432*** (24.07)	0.004 (1.59)
_cons	-0.496*** (-24.56)	0.009*** (4.15)
YEAR	Yes	Yes
IND	Yes	Yes
N	14,972	14,972
r2	0.3092	0.2299
r2_a	0.3074	0.2279

表 4 展示了企业可持续发展(Sgr)在商誉减值影响债务融资成本过程中发挥的中介作用检验结果。第(1)列分析了商誉减值(L\_Gw)对中介变量 Sgr 的影响。L\_Gw 的系数为-0.713, t 值为-9.58, 在 1%的水平上显著为负。这表明, 企业确认的商誉减值越高, 其可持续发展水平越低。企业可持续发展水平下降, 通常预

示着企业成长动能减弱, 或者未来盈利能力面临大的不确定性。因此, 商誉减值预示着企业可持续发展的能力受到损害。第(2)列结果显示, 企业可持续发展(Sgr)的系数为-0.017, t值为-12.51, 在1%的水平上显著为负。这表明, 企业的可持续发展水平越高, 其债务融资成本越低, 这是债权人进行风险规避的结果。可持续发展能力较强的企业通常具有更稳健的经营基础和成长前景, 债权人要求的风险补偿更低。

因此, 实证证据支持了企业可持续发展在商誉减值与债务融资成本的关系中扮演了部分中介角色, 假设 H2 得到验证。商誉减值不仅直接提升了企业的债务融资成本, 还通过损害企业的可持续发展能力, 间接导致了融资成本的进一步增加。

#### 4.3.2. 信息披露质量的中介作用

Table 5. Mediating role of Faq

表 5. 信息披露质量的中介机制回归

Variable	(1) Faq	(2) Cost
L_Gw	2.350*** (8.86)	0.025*** (4.30)
Faq		0.003*** (17.87)
Size	-0.189*** (-38.00)	0.000** (2.22)
Lev	0.770*** (24.66)	0.022*** (32.77)
Top1	-0.350*** (-9.72)	-0.008*** (-11.39)
Soc	-0.153*** (-12.05)	-0.002*** (-6.55)
Listage	0.119*** (13.07)	0.000* (1.94)
Dual	-0.044*** (-4.14)	0.000 (0.94)
Growth	-0.101*** (-6.01)	-0.003*** (-7.62)
Cashflow	-1.228*** (-14.14)	-0.000 (-0.03)
_cons	5.822*** (58.06)	-0.001 (-0.40)
YEAR	Yes	Yes
IND	Yes	Yes
N	14,972	14,972
r2	0.1884	0.2320
r2_a	0.1864	0.2301

表 5 呈现了企业信息披露质量(Faq)在商誉减值影响债务融资成本过程中可能扮演中介角色的检验结

果。第(1)列分析了商誉减值(L\_Gw)对中介变量信息披露评级(Faq)的作用。L\_Gw 的系数为 2.350, t 值为 8.86, 在 1%水平上显著为正。这表明, 企业确认的商誉减值越高, 其信息披露评级数值越大。由于数值增大意味着评级变差, 该结果揭示商誉减值积累可能与企业更差的信息披露质量相关联。第(2)列结果显示, Faq 的系数为 0.003, t 值高达 17.87, 在 1%的水平上显著为正。这意味着, 信息披露质量不佳的企业, 往往面临更高的债务融资成本。上述发现与信息不对称理论的逻辑一致。信息披露不充分加剧了外部投资者的信息劣势, 迫使他们通过提升风险溢价来对冲潜在损失, 最终导致企业融资成本相应增加。

因此, 实证证据支持信息披露质量在商誉减值与债务融资成本的关系中起到了部分中介作用, 假设 H3 得到验证。商誉减值不仅直接提升了企业的债务融资成本, 还可能通过损害企业的信息披露质量, 加剧信息不对称, 从而间接推高融资成本。

#### 4.4. 稳健性检验

##### 替换债务融资成本的衡量方式

Table 6. Robustness test results for alternative key variable

表 6. 替换关键变量的稳健性检验结果

Variable	(1) Cost	(2) Cost1
L_Gw	0.032*** (5.50)	0.040*** (4.20)
Size	-0.000*** (-3.30)	-0.002*** (-9.13)
Lev	0.024*** (36.29)	0.081*** (37.29)
Top1	-0.009*** (-12.82)	-0.010*** (-6.56)
Soe	-0.002*** (-8.36)	-0.003*** (-7.27)
Listage	0.001*** (3.94)	0.002*** (3.86)
Dual	0.000 (0.31)	-0.001 (-1.43)
Growth	-0.003*** (-8.35)	0.001 (1.36)
Cashflow	-0.004* (-1.89)	-0.004 (-0.80)
_cons	0.017*** (8.09)	0.020*** (4.64)
YEAR	Yes	Yes
IND	Yes	Yes
N	14,972	14,972
r2	0.2126	0.2699
r2_a	0.2107	0.2681

为增强结论的可靠性, 本文参照许轲名(2022)的研究, 将利息支出与负债总额的比值作为债务融资成本的另一个衡量方式(Cost1), 来进行稳健性检验[14]。表 6 展示了替换债务融资成本衡量方式后的回归结果。第(1)列是基准回归结果, 以原债务成本(Cost)作为被解释变量, 商誉减值(L\_Gw)的系数为 0.032, 在 1%的水平上显著。第(2)列将被解释变量替换为衡量债务融资成本的另一指标(Cost1), 核心解释变量 L\_Gw 的系数为 0.040, 正向显著。比较两列结果可知, 商誉减值与债务融资成本之间的正相关关系始终显著, 研究假设 H1 通过了稳健性检验。

#### 4.5. 内生性问题

##### 工具变量法

为处理潜在的内生干扰问题, 本文选取同一年份同一地域的企业商誉减值平均水平构建工具变量(IV), 依托两阶段最小二乘法再次检验。同一地域的企业面临相似的宏观经济环境、地方产业政策导向以及监管执行力度。当地区经济下行、特定行业景气度回落或地方证监局加强减值测试审查时, 辖区企业的并购标的表现往往同步恶化, 商誉减值计提由此呈现出地区内的同向变动特征。此外, 商誉减值测试涉及大量主观估计, 管理层决策存在参照效应。同地区企业计提减值的规模和时机经由年报披露、分析师报告等渠道传播, 形成一种非正式的地区惯例。出于审慎考虑, 管理层在观察到周边企业普遍计提减值时, 也更倾向于跟进调整自身会计估计。区域商誉减值均值反映的是当地企业群体的整体会计行为倾向, 属于宏观层面的群体特征, 并不会直接对某一家企业的信贷评级、借款利率及债务融资成本形成独立影响。区域商誉减值均值仅能通过作用于企业自身商誉减值行为这一单一路径, 间接影响其债务融资成本, 符合工具变量需满足的排他性约束条件。不过, 地域划分的颗粒度如省级、市级等, 会影响工具变量的有效性, 粒度过细可能导致同地域内样本量不足, 粒度过粗则可能削弱地域特征的差异性。

表 7 结果表明, 在一阶检验中, 工具变量和商誉减值指标呈现明显正向关联。二阶回归数据反映出, 商誉减值对应系数在 5%水平显著为正, 与主假设(H1)得到的结论保持一致, 进一步验证了主效应的稳健性。另外, 针对工具变量适配性开展了一系列检验, Kleibergen-Paap rk LM 统计数值为 85.441, P 值为 0.000, 拒绝了“工具变量不可识别”的假设; Kleibergen-Paap rk Wald F 检验结果为 93.228, 远超既定临界参考数值, 不存在变量选取偏弱的缺陷。结合多项检验数据证实, 本次选取的工具变量可有效修正模型偏差, 弱化内生因素带来的干扰, 保障整体研究结论真实可信。

**Table 7.** Two-stage regression results of the instrumental variable method  
**表 7.** 工具变量法的两阶段回归结果

Variable	(1) L_Gw	(2) Cost
IV	0.908*** (9.66)	
L_Gw		0.082** (1.96)
Size	-0.002*** (-12.87)	-0.000* (-1.73)
Lev	0.007*** (5.89)	0.024*** (32.76)

续表

Top1	-0.009*** (-8.72)	-0.009*** (-10.74)
Soe	-0.001** (-2.34)	-0.002*** (-8.06)
Listage	0.002*** (6.63)	0.001*** (3.32)
Dual	0.000 (0.94)	0.000 (0.21)
Growth	-0.003*** (-7.08)	-0.003*** (-7.35)
Cashflow	-0.002 (-0.71)	-0.004* (-1.83)
KP rk Wald F		93.228
YEAR	Yes	Yes
IND	Yes	Yes
N	14,972	14,972
r2	0.041	0.136

## 5. 进一步分析

管理层持股机制把管理者与股东的长远利益进行了绑定, 缩小了双方利益分歧, 从根源上弱化第一类代理问题, 是约束管理层自利行为的核心举措。管理层持股达到一定比例后, 其个人财富与企业价值变动的关联度有所提高, 这种利益一致性的增强能够对管理层的机会主义行为形成有效约束, 进而引导其追求企业的长期价值与稳健发展。管理层持股能通过矫正管理层的风险规避倾向, 增强企业在面对资产减值冲击时的韧性。持股管理层会避免“巨额冲销”式的激进减值策略, 确保会计信息真实可信, 向债权人传递出对标的资产未来现金流保持信心的积极信号。在商誉减值的背景下, 代理问题的严重程度可能直接影响减值信息披露的及时性与充分性, 进而影响债权人对企业风险的判断。因此, 本文进一步考察管理层持股(Mshare)在商誉减值影响债务融资成本过程中的调节作用, 回归结果如表 8 所示。

列(1)中商誉减值(L\_Gw)的系数为 0.033, 在 1%的水平上显著为正, 表明商誉减值显著推高了企业的债务融资成本, 与基准回归结果一致。管理层持股(Mshare)的系数为-0.006, 同样在 1%的水平上显著为负, 说明管理层持本身有助于降低融资成本, 这符合其缓解代理问题、增强外部债权人信心的理论预期。交乘项(interaction)的系数为-0.109, 在 1%的水平上显著为负。这一结果表明, 管理层持股显著削弱了商誉减值对债务融资成本的正向影响, 发挥了负向调节作用, 缓解了代理冲突。若管理层持股占比较高, 其利益将与股东逐渐趋同; 管理层主动详尽地公开商誉减值相关信息的意愿也随之增强, 以防因信息隐匿或披露滞后而招致更为严峻的信誉损害。同时, 持股管理层在减值事件发生后更倾向于采取优化资产结构、加强内部管控、主动与债权人沟通等积极补救措施, 降低外部利益相关者的风险预期, 缓解信息不对称和代理担忧, 从而削弱减值对融资成本的冲击强度。

**Table 8.** The moderating effect of managerial ownership  
**表 8.** 管理层持股的调节效应

Variable	(1) Cost
L_Gw	0.033*** (5.78)
Mshare	-0.006*** (-8.50)
interaction	-0.109*** (-3.22)
Size	-0.000*** (-3.64)
Lev	0.024*** (35.70)
Top1	-0.009*** (-13.07)
Soe	-0.002*** (-9.55)
Listage	0.000 (1.03)
Dual	0.000 (1.06)
Growth	-0.003*** (-8.30)
Cashflow	-0.004* (-1.86)
_cons	0.020*** (9.28)
YEAR	Yes
IND	Yes
N	14,972
r2	0.2168
r2_a	0.2147

## 6. 研究结论

本文以 2015~2024 年 A 股上市公司为研究样本, 检验了商誉减值对企业债务融资成本的影响。研究发现, 商誉减值显著提高了企业的债务融资成本。当企业确认商誉减值损失时, 市场将其解读为前期并购决策存在偏差、标的资产盈利能力不及预期的负面信号, 企业和债权人之间的信息不对称问题由此进一步恶化。债权人为对冲借款违约隐患, 会提高信贷合约中的风险补偿标准, 最终使得企业举债的资金

成本大幅增加。

企业可持续发展和信息披露质量在商誉减值影响债务融资成本的过程中发挥部分中介作用。就可持续发展而言, 商誉减值意味着并购整合未能产生预期的协同效应, 企业依托外延扩张形成的超额获利能力受到削弱。这种可持续发展能力的下滑向债权人传递了未来现金流入不稳定、长期偿债保障减弱的风险信号, 债权人风险预判收紧, 信用定价趋于严苛, 直接导致企业债务融资负担加重。从信息披露质量来看, 商誉减值事项的发生意味着企业财务信息可靠性变差。无论减值计提是否及时充分, 均反映出管理层在并购初期对标的资产价值判断存在偏差, 或后续整合管控出现疏漏。更为关键的是, 减值发生后企业虽可能试图通过补充披露缓解市场疑虑, 但负面冲击已对信息透明度造成实质性损害, 企业和债权方之间的信息差异会不断扩大。债权人无法准确判断企业实际经营与财务现状时, 自身风险预判会随之增加, 进而索取更高的风险补偿, 最终推动企业债务融资成本上涨。

企业提高管理层持股比例有助于减轻商誉减值给债务融资成本带来的负面冲击, 缓解股东与管理层之间的代理问题。当管理层持有较多股份时, 代理冲突得到缓解, 有效抑制了并购决策中的短视行为与减值计提时的“巨额冲销”动机, 信息披露更为真实, 债权人的信任度得以维系, 风险溢价要求相应下调, 削弱了商誉减值对债务融资成本的正向影响。

## 参考文献

- [1] 田新民, 陆亚晨. 中国上市公司商誉减值风险影响因素的实证研究[J]. 经济与管理研究, 2019, 40(12): 114-127.
- [2] 原红旗, 高翀, 施海娜. 企业并购中的业绩承诺和商誉减值[J]. 会计研究, 2021(4): 60-77.
- [3] Li, Z., Shroff, P.K., Venkataraman, R. and Zhang, I.X. (2011) Causes and Consequences of Goodwill Impairment Losses. *Review of Accounting Studies*, 16, 745-778. <https://doi.org/10.1007/s11142-011-9167-2>
- [4] 张新民, 卿琛. 商誉减值隐藏、内部控制与股价崩盘风险——来自我国 A 股上市公司的经验证据[J]. 吉林大学社会科学学报, 2022, 62(2): 82-95+236-237.
- [5] 黄顺武, 方春丽. 并购商誉减值如何影响股价崩盘风险[J]. 金融监管研究, 2021(10): 59-75.
- [6] Dhaliwal, D., Hogan, C., Trezevant, R. and Wilkins, M. (2011) Internal Control Disclosures, Monitoring, and the Cost of Debt. *The Accounting Review*, 86, 1131-1156. <https://doi.org/10.2308/accr-10043>
- [7] 刘成立, 高永昌. 关键事项审计报告准则与审计收费[J]. 财会月刊, 2020(8): 73-80.
- [8] Goss, A. and Roberts, G.S. (2011) The Impact of Corporate Social Responsibility on the Cost of Bank Loans. *Journal of Banking & Finance*, 35, 1794-1810. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.12.002>
- [9] 郭雨, 白春光, 张璐, 等. 碳交易政策下节能服务公司参与减排的合同选择[J]. 工程管理科技前沿, 2022, 41(2): 17-25.
- [10] 杜春明, 张先治, 常利民. 商誉信息会影响企业债务期限结构吗?——基于债权人的视角[J]. 证券市场导报, 2019(2): 45-54.
- [11] Sun, L. and Zhang, J.H. (2017) Goodwill Impairment Loss and Bond Credit Rating. *International Journal of Accounting & Information Management*, 25, 2-20. <https://doi.org/10.1108/ijaim-02-2016-0014>
- [12] 李广子, 刘力. 债务融资成本与民营信贷歧视[J]. 金融研究, 2009(12): 137-150.
- [13] 谭瑾, 权小锋, 徐光伟, 等. 商誉减值影响了企业创新质量吗? [J]. 审计与经济研究, 2023, 38(2): 116-127.
- [14] 许轲名. 并购商誉、审计意见与债务融资成本[J]. 财会通讯, 2022(1): 45-48.