



# 公司战略与商誉减值

王化成<sup>1</sup>, 林子昂<sup>2</sup>, 李昕宇<sup>3</sup>

1 中国人民大学商学院, 北京 100872

2 清华大学经济管理学院, 北京 100084

3 山东大学经济学院, 济南 250100

**摘要:**近年来,中国A股上市公司商誉减值频发,对资本市场稳健发展构成严峻的挑战。然而,学者们对这一现象的探讨忽视了公司战略的影响。公司战略作为公司的目标以及为实现目标所采取的长期行动计划,能否对商誉减值产生影响,在当下防范化解金融风险的背景下,是一个值得思考的问题。

以公司战略激进度为切入点,选取2007年至2020年沪深两市A股上市公司数据为研究样本。首先,采用多元回归模型考察公司战略对商誉减值的影响;其次,利用逐步法考察公司并购、经营风险、代理问题的中介效应;再次,考察内外部公司治理环境对公司战略与商誉减值关系的调节效应,探讨不同年份和股票板块样本中,公司战略对商誉减值影响的异质性;最后,采用工具变量法、倾向得分匹配法、个体固定效应回归模型缓解可能存在的内生性问题,采用bootstrap抽样方法和Sobel检验方法对公司战略影响商誉减值的作用机制进行稳健性检验。

研究表明,公司战略与商誉减值存在显著正相关关系,公司战略越激进,其商誉减值越大。其原因在于,进攻型公司偏好并购扩张且第一类代理问题严重,导致商誉资产规模较大,同时进攻型公司经营风险偏高且第二类代理问题严重,引发较高的商誉减值风险,进而商誉减值更大。进一步研究发现,有效的内外部治理环境能够影响公司战略与商誉减值之间的关系,即在内部控制质量较差、外部监督较为薄弱的样本中,公司战略对商誉减值的正向效应更为显著;此外,公司战略对商誉减值的影响具有年份和股票板块异质性,在商誉会计监管较强时、在创业板公司样本中,这种正相关关系更为明显。

研究结果提供了公司战略影响商誉减值的证据,在理论上丰富了有关公司战略经济后果和商誉减值影响因素的相关研究,实践上对公司战略定位、商誉减值风险防范、强化资本市场监管具有重要的现实意义。

**关键词:**公司战略;商誉减值;并购规模;经营风险;代理问题

**中图分类号:** F275

**文献标识码:** A

**doi:** 10.3969/j.issn.1672-0334.2024.02.007

**文章编号:** 1672-0334(2024)02-0099-14

## 引言

近年来,中国A股上市公司多次出现集体业绩爆雷和股价暴跌现象,不仅使广大投资者损失惨重,更对资本市场稳定与系统性金融风险防控造成了巨大冲击和严峻挑战<sup>[1-3]</sup>,在2018年至2020年间,分别有

886、828和735家上市公司确认了高达1616亿元、1541亿元和1209亿元人民币的商誉减值损失。巨额商誉规模与商誉减值损失已成为高悬A股市场头顶的“达摩克里斯之剑”<sup>[4]</sup>。因此,探究公司商誉减值的影响因素和防范措施不仅具有重要的理论价

**收稿日期:** 2021-11-23 **修返日期:** 2023-04-27

**基金项目:** 中国人民大学重大规划项目(2021030218)

**作者简介:** 王化成,管理学博士,中国人民大学商学院教授,研究方向为公司财务等,代表性学术成果为“监督还是掏空:大股东持股比例与股价崩盘风险”,发表在2015年第2期《管理世界》。E-mail: wanghuacheng@rbs.org.cn  
林子昂,清华大学经济管理学院博士研究生,研究方向为财务会计等, E-mail: linza23@mails.tsinghua.edu.cn  
李昕宇,管理学博士,山东大学经济学院副研究员,研究方向为公司财务等,代表性学术成果为“员工持股计划能够促进企业创新吗?——基于企业员工视角的经验证据”,发表在2019年第11期《管理世界》, E-mail: lixinyu@sdu.edu.cn

值,更对于当前“健全金融监管体系,防范化解重大风险”的历史任务具有深刻的现实意义。

已有研究认为,高溢价并购<sup>[5]</sup>和管理层盈余管理动机<sup>[6]</sup>是导致商誉减值损失的主要原因,而加强内部控制<sup>[7]</sup>、采用共享审计<sup>[8]</sup>等措施可以有效抑制商誉泡沫。然而,鲜有研究从公司战略视角出发考察商誉减值问题。战略是公司内部财务管理环境的重要组成部分,是公司的目标以及为实现目标所采取的长期行动计划<sup>[9-10]</sup>。不同的公司战略,意味着公司在经营模式、组织结构、内部控制等方面存在差异<sup>[11]</sup>,进而对财务决策,如投资效率<sup>[10,12]</sup>、税收筹划<sup>[13]</sup>、内部控制<sup>[14]</sup>、盈余管理<sup>[15]</sup>、薪酬结构<sup>[16-17]</sup>、经营绩效<sup>[18]</sup>、公司创新<sup>[19]</sup>、社会责任<sup>[20]</sup>、信息披露<sup>[21]</sup>等施加全局性的作用。商誉作为公司并购活动的产物,其减值损失与公司未来收益紧密相关,同样不可避免地受到公司战略的影响。鉴于此,本研究采用中国沪深A股上市公司为样本,实证考察公司战略对商誉减值的影响及其作用机制。

## 1 相关研究评述

### 1.1 商誉减值

目前对商誉减值的研究主要从影响因素和经济后果两方面展开。从商誉减值产生的原因看,商誉减值的成因可以归纳为三个因素。一是会计准则,新会计准则的实施<sup>[22]</sup>和商誉减值相关计提方法,如由摊销变为减值测试<sup>[23]</sup>等,会影响商誉减值金额。二是高溢价并购活动,根据商誉的定义,商誉的本质是公司并购支付的溢价<sup>[24]</sup>。因此,高溢价并购往往伴随高商誉账面价值,蕴含着更大的商誉减值风险<sup>[5,25-26]</sup>,在并购过程中,管理层的过度自信<sup>[27]</sup>、并购支付方式<sup>[28]</sup>均会对并购后商誉资产质量产生影响。三是管理层盈余管理动机,由于商誉的公允价值无法准确核实,商誉减值依赖管理层的预期<sup>[29]</sup>,管理层对商誉减值的处理存在自由裁量权<sup>[6,30]</sup>,管理层可以采用巨额注销或盈余平滑等方式进行商誉减值会计处理以操纵利润<sup>[31]</sup>。

对于商誉减值的后果,已有研究发现商誉减值会加剧股价崩盘风险<sup>[1-2,4]</sup>、降低分析师盈余预测准确性<sup>[32]</sup>、引发资本市场负面反应<sup>[3]</sup>、导致公司未来盈利下降<sup>[26]</sup>、提高公司审计费用<sup>[33-34]</sup>、减少公司投资机会<sup>[35]</sup>等。

### 1.2 公司战略与财务决策

在战略管理领域,学者们对公司战略的划分提出了多种标准,例如,PORTER<sup>[36]</sup>从成本领先与差异化角度对公司战略进行分类;MARCH<sup>[37]</sup>将公司战略划分为开发者和深挖者;TREACY et al.<sup>[38]</sup>将公司战略划分为运营卓越、产品领导和顾客亲密。与其他分类方法相比,MILES et al.<sup>[39-40]</sup>的战略分类由于能够利用档案数据测量公司战略,得到了更多学者的支持,他将公司战略划分为进攻型、防御型和观望型3种类型。其中,进攻型战略较为激进,防御型战略较为保守,而观望型战略则介于二者之间。进攻型公司寻

求产品创新、有较强的市场导向、组织集权度低、内部环境和组织结构较不稳定。相较而言,防御型公司侧重于稳定市场,加强内部控制水平以降低生产成本,组织结构稳定且集权程度较高,倾向以谨慎的渗透方式实现公司发展。

BENTLEY et al.<sup>[11]</sup>基于MILES et al.<sup>[39-40]</sup>的研究,采用6个指标构建了公司战略的测量方法,此后,学术界逐渐提高对公司战略与财务管理交叉学科的关注。财务学者们研究发现,战略越激进的公司往往内部代理问题越严重,内外部信息不对称程度更大,这进一步影响到公司的财务行为。例如,战略激进的公司组织结构不稳定、内部控制质量较低<sup>[13]</sup>,给管理者带来更多盈余管理<sup>[15]</sup>和税收规避<sup>[13]</sup>的空间,公司有更高的违规倾向<sup>[9]</sup>。公司战略激进程度加剧了公司信息不对称程度,增加公司股价崩盘风险<sup>[41]</sup>。然而,也有学者指出战略激进程度越高的公司,其创新活动越活跃,有更多的研发产出<sup>[19]</sup>,并且公司承担更多风险,可以获得较高的盈利水平<sup>[18]</sup>。

综上所述,已有关于商誉减值影响因素的研究主要基于会计准则、公司并购、管理层盈余管理等角度,研究成果较为丰富,但此类研究忽视了公司战略对商誉减值的影响。公司战略决定了公司整体发展方向,对公司财务决策有重要影响。因此,探讨公司战略与商誉减值的关系,理解公司战略对商誉减值的影响机制以及作用条件,有助于丰富商誉减值影响因素的相关研究。

## 2 理论基础和研究假设

基于已有研究成果,本研究认为公司战略越激进,商誉减值越大,具体原因如下。第一,战略激进的公司商誉规模较大。战略激进的公司倾向于发起更多并购活动,尤其是高溢价并购,从而积聚大量商誉资产,增加了商誉减值的概率。具体而言,首先,战略激进的公司偏好规模扩张,如研发新技术、拓展新业务、开拓新市场等<sup>[11,19]</sup>。而并购作为公司规模迅速扩张的捷径,势必得到战略激进公司的青睐和运用。换言之,战略激进的公司更可能发起数量多、规模大的并购活动。如前所述,商誉在公司并购活动中,是合并成本大于标的可辨认净资产公允价值的差额。因此,战略激进公司的密集并购行为必然导致大量商誉资产的累积,从而为计提商誉减值提供了可能空间。其次,战略激进的公司组织结构分散、复杂,管理层更迭频繁,阻碍了有效内部控制的实施<sup>[11,40]</sup>。低水平的内部控制系统助长管理层的道德风险,加剧管理层与股东之间的第一类代理问题<sup>[10]</sup>。由于管理者的薪酬、权力、声望等与公司经营复杂性正相关<sup>[42]</sup>,在代理问题严重的情况下,管理者为最大化其个人效用,倾向于通过大规模并购构建商业帝国<sup>[43-44]</sup>,大量的并购进一步导致了公司商誉资产的急剧增加,为日后的商誉减值埋下了隐患。相比之下,战略保守的公司致力于优化现有产品和服务,对新业务或新市场的拓展缺乏热情,并且普遍呈现出风险规避

的特质。因此,这类公司发起并购活动的意愿较弱,相应的商誉规模相对较小。

第二,战略激进的公司有更高的商誉减值风险。战略激进的公司经营风险较大,商誉减值风险更高。具体而言,由于战略激进公司热衷于技术研发、业务拓展、市场开拓等经营活动,如果经营成功,公司业绩将实现飞速增长,而一旦经营失败,公司将蒙受巨大损失<sup>[10,40]</sup>。由此可见,战略激进的公司经营风险较大。根据超额收益观<sup>[45]</sup>,商誉本质上源于未来期间内公司经营实现的超额收益的经济价值,代表着公司能够获得比同行业其他公司更高的盈利水平。商誉减值程度与公司未来预期现金流密切相关,当公司的预期收益增值难以达成时,便需要计提商誉减值损失<sup>[2]</sup>。如前所述,由于战略激进的公司经营风险较大,其实现预期收益增值的难度势必更大,导致的商誉减值风险更大。相比之下,战略保守的公司专注于现有业务和市场,经营策略稳健、成熟<sup>[11]</sup>。这有助于增强公司未来现金流的稳定性和持续性,从而压缩公司商誉减值的空间。战略激进的公司中,内部控制质量较差,大小股东之间的第二类代理问题较为严重,商誉减值风险更高。具体地,低水平的内部控制系统难以有效地约束大股东,加之中国上市公司股权结构高度集中、投资者保护薄弱,进而导致严重的大小股东代理问题<sup>[46]</sup>。此时,大股东更可能通过制造高额商誉、计提商誉减值侵占中小股东权益。例如,大股东在并购活动中通过讲故事、炒概念的方式增进小股东的乐观预期,借以推高公司股价<sup>[1]</sup>,而后通过计提商誉减值的方式掠夺小股东财富,该现象在A股市场投资实践中时有发生。相比之下,战略保守的公司组织结构集中、管理团队稳定,有助于完善内部控制体系的构建<sup>[11,40]</sup>,相应的代理冲突与资产减值问题亦有所缓和,进而缓解了商誉减值风险。

综上所述,本研究推断,相较于战略保守的公司,战略激进的公司由于商誉规模较大且伴随的商誉减值风险更高,因而商誉减值更大,基于此,本研究提出假设。

H<sub>1</sub> 公司战略越激进,其商誉减值越大。

### 3 研究设计

#### 3.1 样本选择和数据来源

本研究以2007年至2020年沪深A股上市公司为研究样本。公司商誉数据来自Wind数据库,其他财务数据来自CSMAR数据库。本研究剔除了ST和\*ST公司、金融类上市公司以及存在数据缺失的样本。为了缓解极端值对实证结果的干扰,本研究对所有连续变量在1%和99%的水平上进行缩尾处理。本研究最终得到22056个公司-年度样本。

#### 3.2 变量定义和测量

##### 3.2.1 商誉减值

根据韩宏稳等<sup>[2]</sup>和刘莉等<sup>[47]</sup>的研究,本研究采用公司商誉减值损失与总资产的比值测量商誉减值

(GD),并将商誉减值的缺失值替换为0。为便于后文实证结果的汇报,本研究对该商誉减值变量(GD)统一乘以1000。

##### 3.2.2 公司战略

根据王化成等<sup>[10]</sup>、BENTLEY et al.<sup>[11]</sup>和王百强等<sup>[18]</sup>的研究,本研究从如下6个维度刻画公司战略激进度。①研发强度,即无形资产净额与销售收入的比值,相较于防御型公司,进攻型公司更侧重研发和创新;②运营效率,即员工人数与销售收入的比值,相较于防御型公司,进攻型公司的员工创造收入效率更低;③公司成长性,即营业收入增长率,相较于防御型公司,进攻型公司通常具有更高的成长性;④市场开发程度,即销售费用加管理费用与营业收入的比值,相较于防御型公司,进攻型公司更注重新市场扩张,因此销售费用和管理费用更高;⑤组织稳定性,即员工人数波动,相较于防御型公司,进攻型公司更具有动态性和灵活性,组织稳定性较低,员工任期较短;⑥技术效率的承诺,即固定资产与总资产的比值,相较于进攻型公司,防御型公司更多依靠固定资产投入,资本密集程度较高。

本研究对以上6个维度变量进行5年移动平均,在每个年度-行业样本中按从小到大分为5组。对于前5个维度,按照最小组赋值为1,次小组赋值为2,以此类推,最大组赋值为5;对于第6个维度,按照最小组赋值为5,次小组赋值为4,以此类推,最大组赋值为1。而后,本研究基于公司-年度层级,将6个维度的得分进行加总,计算得到公司战略(Str),其取值范围在6~30之间。其中,防御型战略取值在6~12之间;观望型战略取值在13~23之间;进攻型战略取值在24~30之间。Str取值越大,公司战略越激进,Str取值越小,公司战略越保守。

##### 3.2.3 控制变量

本研究参考已有研究<sup>[27-28]</sup>,引入公司基本特征和公司治理特征控制变量。稳健的公司运营状况可以降低现金流波动,减少商誉减值。公司基本特征控制变量包括公司规模、盈利能力、偿债能力、公司年限、成长能力和现金持有比例。此外,考虑到良好的公司治理与股权安排是降低公司代理问题的重要举措,本研究引入公司治理控制变量,具体包括机构持股比例、股权集中度、董事会规模和独董占比。此外,本研究还控制了年度固定效应和行业固定效应。本研究主要变量定义见表1。

#### 3.3 模型构建

本研究构建(1)式对H<sub>1</sub>进行实证检验。为缓解异方差问题对实证结果的干扰,本研究采用稳健标准误进行回归分析,且所有回归系数的标准误均在公司层面进行了聚类处理。

$$GD_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Str_{i,t} + \sum \alpha_k Con_{i,t} + \sum Yea + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,*i*为公司,*t*为年份; $\alpha_0$ 为常数项, $\alpha_1$ 为公司战略对商誉减值的回归系数, $\alpha_k$ 为控制变量的回归系数,

表1 变量定义  
Table 1 Definitions of Variables

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	商誉减值	$GD$	$\frac{1\,000 \times \text{商誉减值损失}}{\text{总资产}}$
解释变量	公司战略	$Str$	对细分指标经年份-行业赋值后,得到公司战略指标,取值范围为6~30,取值越大,公司战略越激进
	公司规模	$Siz$	总资产取自然对数
	盈利能力	$Roa$	总资产收益率
	偿债能力	$Lev$	资产负债率
	公司年限	$Age$	公司上市年限
	成长能力	$Gro$	营业收入增长率
控制变量	现金持有比例	$Cas$	$\frac{\text{现金}}{\text{总资产}}$
	机构持股比例	$Ins$	机构投资者持股比例
	股权集中度	$Top$	第一大股东持股比例
	董事会规模	$Bsi$	董事会人数的自然对数
	独董占比	$Idr$	独立董事占董事会人数比例
	年度	$Yea$	虚拟变量,测量年度固定效应
行业	$Ind$	虚拟变量,测量行业固定效应	

表2 描述性统计结果  
Table 2 Results for Descriptive Statistics

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
$GD$	22 056	1.699	9.198	0	0	73.707
$Str$	22 056	17.895	3.874	9	18	27
$Siz$	22 056	22.346	1.285	19.566	22.204	26.105
$Roa$	22 056	0.028	0.066	-0.311	0.029	0.189
$Lev$	22 056	0.479	0.202	0.072	0.483	0.931
$Age$	22 056	13.084	5.737	4	13	30
$Gro$	22 056	0.166	0.479	-0.641	0.091	3.133
$Cas$	22 056	0.166	0.113	0.011	0.138	0.558
$Ins$	22 056	0.066	0.076	0	0.039	0.356
$Top$	22 056	0.339	0.150	0.087	0.314	0.747
$Bsi$	22 056	8.801	1.783	5	9	15
$Idr$	22 056	0.372	0.054	0.273	0.333	0.571

$k$ 为控制变量序号,  $k=2, 3, \dots, 11$ ,  $\varepsilon$ 为残差项;  $Con$ 为控制变量,  $\sum Yea$ 为年份固定效应,  $\sum Ind$ 为行业固定效应。根据  $H_1$ , 预期  $\alpha_1$ 显著为正。

## 4 实证结果和分析

### 4.1 描述性统计

表2给出变量的描述性统计结果。商誉减值的

均值为 1.699, 最大值为 73.707, 说明在样本期内 A 股上市公司的平均商誉减值损失约占总资产的 0.170%, 最高约占总资产的 7.731%, 与刘莉等<sup>[47]</sup>的研究相近。公司战略的均值为 17.895, 中位数为 18, 标准差为 3.874, 说明不同公司之间的战略选择差异较大, 多为观望型战略, 与孟庆斌等<sup>[9]</sup>和王化成等<sup>[10]</sup>的研究一致。

4.2 相关性检验

表 3 给出各变量之间的相关性检验结果。从检验结果可知, 公司战略与商誉减值的 Pearson 相关系数为 0.105, Spearman 相关系数为 0.124, 且均在 1% 水平上显著,  $H_1$  得到初步验证, 即公司战略越激进, 商誉减值越大。变量之间的相关系数均小于 0.500, 表明变量之间不存在多重共线性问题。相关性分析仅是单变量之间的相关关系检验, 还需要通过对模型进行回归分析, 得到的结果更有说服力。

4.3 多元回归结果

表 4 给出公司战略与商誉减值的回归结果。由表 4 第 (1) 列可知, 在不加入控制变量的情况下,  $Str$  的回归系数为 0.249, 在 1% 的水平上显著; 在第 (2) 列中, 进一步控制了一系列公司基本特征,  $Str$  的回归系数为 0.226, 在 1% 水平上显著; 第 (3) 列在第 (2) 列的基础上控制了年度固定效应和行业固定效应,  $Str$  的回归系数为 0.191, 在 1% 水平上显著。以上结果表明, 公司战略越激进, 其商誉减值越大,  $H_1$  得到验证。就经济意义而言, 以第 (3) 列回归结果为例,  $Str$  的回归系数为 0.191, 而商誉减值的均值为 1.699, 说明  $Str$  每提高 1 单位, 公司面临的商誉减值提高了约 11.242% (0.191/1.699), 可见公司战略对商誉减值具有较为明显的影响。

4.4 公司战略与商誉减值的机制分析

根据本研究的理论分析可知, 公司战略可能影响商誉规模和商誉减值风险, 进而影响公司商誉减值, 具体表现为战略激进的公司并购规模更大、经营风险更高以及代理问题更为严重。对此, 本研究展开如下实证检验。

首先, 本研究参考胡凡等<sup>[26]</sup>的研究, 采用公司并购支付总额的自然对数测量并购规模 ( $M\&A$ ); 参考周泽将等<sup>[48]</sup>的研究, 采用经过行业 and 年度调整后的总资产收益率的波动性测量公司经营风险 ( $Ris$ ); 参考祝继高等<sup>[49]</sup>的研究, 采用应计盈余管理 ( $DA$ ) 测量公司的第一类代理问题; 采用其他应收款占总资产的比率 ( $Rec$ ) 测量公司的第二类代理问题。而后, 本研究采用中介效应模型检验公司战略对商誉减值的影响机制, 如 (1) 式、(2) 式和 (3) 式所示。(1) 式检验了公司战略对商誉减值的影响; (2) 式检验了公司战略对中介变量 ( $Med$ ), 即公司并购规模、经营风险和代理问题的影响; (3) 式进一步检验了在控制中介变量的情况下, 公司战略对商誉减值的影响。

$$Med_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Str_{i,t} + \sum \beta_k Con_{i,t} + \sum Ind + \sum Yea + v_{i,t} \tag{2}$$

$$GD_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 Str_{i,t} + \lambda_2 Med_{i,t} + \sum \lambda_k Con_{i,t} + \sum Ind + \sum Yea + \psi_{i,t} \tag{3}$$

其中,  $\beta_0$  和  $\lambda_0$  为常数项;  $\beta_1$  为公司战略对中介变量的回归系数,  $\lambda_1$  为在控制中介变量的情况下, 公司战略对商誉减值的回归系数;  $k$  为控制变量序号, (2) 式中,  $k = 2, 3, \dots, 11$ , (3) 式中,  $k = 3, 4, \dots, 12$ ;  $v$  和  $\psi$  为残差项。

表 3 相关性检验结果

Table 3 Results for Correlation Test

变量	GD	Str	Siz	Roa	Lev	Age	Gro	Cas	Ins	Top	Bsi	Idr
GD	1	0.124***	0.078***	-0.098***	-0.023***	-0.073***	-0.033***	0.001	0.001	-0.109***	-0.061***	0.030***
Str	0.105***	1	-0.066***	0.108***	-0.137***	-0.100***	0.192***	0.071***	0.142***	-0.129***	-0.053***	0.020***
Siz	-0.041***	-0.073***	1	0.067***	0.387***	0.243***	0.104***	-0.085***	0.313***	0.233***	0.195***	0.033***
Roa	-0.411***	0.051***	0.101***	1	-0.366***	-0.088***	0.307***	0.244***	0.307***	0.108***	0.036***	-0.049***
Lev	-0.025***	-0.123***	0.382***	-0.313***	1	0.194***	0.023***	-0.248***	-0.005	0.109***	0.130***	-0.013*
Age	-0.071***	-0.095***	0.237***	-0.042***	0.181***	1	-0.110***	-0.014**	-0.049***	0.030***	0.068***	-0.005
Gro	-0.061***	0.200***	0.066***	0.201***	0.030***	-0.042***	1	0.032***	0.191***	0.015**	0.020***	-0.011*
Cas	-0.023***	0.062***	-0.104***	0.216***	-0.283***	0.001	0.004	1	0.101***	-0.008	-0.025***	0.007
Ins	-0.052***	0.144***	0.200***	0.249***	-0.002	-0.062***	0.083***	0.095***	1	-0.031***	0.067***	0.008
Top	-0.108***	-0.121***	0.260***	0.132***	0.108***	0.024***	0.032***	-0.002	-0.073***	1	0.055***	0.004
Bsi	-0.066***	-0.051***	0.227***	0.052***	0.135***	0.060***	-0.005	-0.026***	0.063***	0.070***	1	-0.489***
Idr	0.031***	0.026***	0.046***	-0.043***	-0.010	-0.004	-0.008	0.004	-0.012*	0.016**	-0.436***	1

注: \*\*\*为在1%水平上显著, \*\*为在5%水平上显著, \*为在10%水平上显著, 下同。

表4 公司战略与商誉减值  
Table 4 Corporate Strategy and Goodwill Impairment

变量	GD		
	(1)	(2)	(3)
<i>Str</i>	0.249*** (11.615)	0.226*** (11.466)	0.191*** (9.701)
<i>Siz</i>		0.865*** (12.245)	0.478*** (6.528)
<i>Roa</i>		-69.548*** (-19.107)	-66.198*** (-19.400)
<i>Lev</i>		-8.268*** (-14.319)	-6.325*** (-10.827)
<i>Age</i>		-0.118** (-8.407)	-0.149*** (-9.928)
<i>Gro</i>		0.244** (2.262)	0.344*** (3.263)
<i>Cas</i>		2.894*** (4.807)	1.062* (1.659)
<i>Ins</i>		2.862*** (3.225)	5.287*** (5.963)
<i>Top</i>		-2.254*** (-5.071)	-0.574 (-1.294)
<i>Bsi</i>		-0.198*** (-5.215)	-0.088** (-2.318)
<i>Idr</i>		-2.826* (-1.898)	-2.892** (-2.078)
常数项	-2.755*** (-7.980)	-11.349*** (-8.418)	-6.625*** (-4.547)
<i>Yea</i>	未控制	未控制	控制
<i>Ind</i>	未控制	未控制	控制
观测值	22 056	22 056	22 056
调整的R <sup>2</sup>	0.011	0.222	0.261

注：括号内的数据为t值，下同。

根据中介效应检验的思路，如果(1)式和(2)式中的回归系数 $\alpha_1$ 和 $\beta_1$ 显著不为0，则说明公司战略对商誉减值和中介变量存在显著影响；且(3)式中的回归系数 $\lambda_2$ 如果显著不为0，回归系数 $\lambda_1$ 的绝对值较(1)式中的回归系数 $\alpha_1$ 有所下降，说明中介变量是公司战略对商誉减值的影响机制。

表5给出中介效应检验的回归结果。由于公司战略对商誉减值的影响已经在表4中得到检验，此处不再重复汇报。由表5可知，在第(1)、(3)、(5)和(7)列回归结果中，*Str*的回归系数显著为正，说明公司战略越激进，公司的并购规模越高、经营风险越高、代理问题越严重，与本研究预期相符。在第(2)、(4)、(6)和(8)列回归结果中，并购规模、经营风险、代理

问题的回归系数均显著为正，说明公司并购规模越大，经营风险越高、代理问题越严重，公司的商誉减值损失越大。且*Str*的回归系数仍显著为正，系数绝对值较之表4的0.191有所下降。综上所述，表5的结果通过了中介效应检验，证明了并购规模、经营风险和代理问题是公司战略对商誉减值的影响机制，表明战略激进的公司商誉规模大且商誉减值风险高，进而导致公司商誉减值更大。

## 5 进一步研究

### 5.1 内外部治理环境异质性分析

本研究通过分析发现战略激进度与商誉减值存在正相关关系。在此基础上，本研究进一步探讨公司内外部治理机制对公司战略与商誉减值之间关系的影响。

根据委托代理理论，监督约束机制是一种缓和委托代理问题进而提高公司治理水平的有效途径。从公司内部环境看，内部控制作为公司治理的一个重要方面，是防范化解各类重大风险，提高公司管理效率的重要手段<sup>[50]</sup>，已有研究表明，有效的内部控制可以提高会计盈余持续性<sup>[51]</sup>、减少违规行为<sup>[52]</sup>、促进企业创新<sup>[53]</sup>、提高投资效率<sup>[54]</sup>、增加现金持有价值<sup>[55]</sup>等，而内部控制缺陷则会降低企业运营效率<sup>[56]</sup>和并购业绩<sup>[57]</sup>。既然战略激进公司的代理问题较为严重，监督效率低下，那么完善的内部控制系统可以制衡大股东掏空、约束管理层行为，减少并购产生的商誉泡沫<sup>[7]</sup>。因此，本研究认为内部控制质量较高的公司，公司战略对商誉减值的正向作用会被削弱。从公司外部环境看，外部治理是内部治理的重要补充。例如，聘请高质量审计能够有效地提高会计盈余质量<sup>[58]</sup>、抑制商誉减值泡沫<sup>[59]</sup>、降低公司股票的非系统性风险<sup>[60]</sup>。因此，本研究认为，国际四大会计师事务所由于审计质量更高，可以抑制公司战略对商誉减值的正向影响。

为了检验内外部治理环境对公司战略与商誉减值之间关系的调节作用。本研究参考王亚男等<sup>[31]</sup>的研究，采用迪博内控指数测量公司内部治理质量(*IC*)，内部控制指数越高，则公司内部治理质量越高。考虑到量纲的差异，将该指数除以1 000。本研究在(1)式中引入公司内部治理质量和战略激进度与公司内部控制质量的交互项(*Str*·*IC*)，分析公司内部治理环境的调节作用。此外，本研究参考郭照蕊等<sup>[59]</sup>的研究，采用四大审计(*Big*)作为虚拟变量，以上市公司是否聘任国际四大会计师事务所审计测量公司外部治理质量，若上市公司聘任的会计师事务所为国际四大会计师事务所，则*Big*取值为1，否则取值为0。本研究在(1)式中引入四大审计和战略激进度与四大审计的交互项(*Str*·*Big*)，分析公司外部治理环境的调节作用。本研究建立多元回归模型如下

$$GD_{i,t} = \rho_0 + \rho_1 Str_{i,t} + \rho_2 IC_{i,t} + \rho_3 Str_{i,t} \cdot IC_{i,t} + \sum \rho_k Con_{i,t} + \sum Ind + \sum Yea + \phi_{i,t} \quad (4)$$

表5 公司战略与商誉减值机制分析结果

Table 5 Mechanism Analysis Results of Corporate Strategy and Goodwill Impairment

变量	M&A (1)	GD (2)	Ris (3)	GD (4)	DA (5)	GD (6)	Rec (7)	GD (8)
Str	0.243*** (11.031)	0.181*** (9.274)	0.001*** (4.347)	0.133*** (8.211)	0.001*** (3.313)	0.185*** (9.446)	0.001*** (8.430)	0.187*** (9.419)
M&A		0.040*** (7.101)						
Ris				24.405*** (9.550)				
DA						6.759*** (5.190)		
Rec								4.060* (1.660)
常数项	-4.614** (-2.335)	-6.440*** (-4.421)	0.152*** (12.654)	-8.891*** (-6.872)	0.236*** (8.643)	-7.885*** (-5.344)	0.078*** (6.871)	-6.898*** (-4.709)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Yea	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	22 056	22 056	18 244	18 244	21 850	21 850	22 044	22 044
调整的R <sup>2</sup>	0.105	0.263	0.205	0.220	0.079	0.266	0.100	0.262

$$GD_{i,t} = \omega_0 + \omega_1 Str_{i,t} + \omega_2 Big_{i,t} + \omega_3 Str_{i,t} \cdot Big_{i,t} + \sum \omega_k Con_{i,t} + \sum Ind + \sum Yea + \eta_{i,t} \quad (5)$$

其中,  $\rho_0$ 和 $\omega_0$ 为常数项,  $\rho_1 \sim \rho_3$ 、 $\omega_1 \sim \omega_3$ 为估计系数,  $k$ 为控制变量序号,  $k = 4 \sim 13$ ;  $\phi$ 和 $\eta$ 为残差项。  $\rho_3$ 和 $\omega_3$ 反映了内外部治理环境对公司战略与商誉减值关系的调节效应, 基于上述分析, 本研究预期 $\rho_3$ 和 $\omega_3$ 显著为负。

表6给出内外部治理环境调节效应的分析结果。由表6可知, 在第(1)列中, 公司战略与公司内部控制质量交互项的回归系数为-0.243, 且在1%水平上显著为负; 可见对于内部控制质量较差的公司, 公司战略对商誉减值的影响程度更大。在第(2)列中, 公司战略与四大审计交互项的回归系数为-0.093, 且在1%水平上显著为负; 可见对于外部审计质量较差的公司, 公司战略对商誉减值的影响程度更大。综上, 良好的内外部治理环境可以有效缓解公司战略加剧商誉减值的效应。

### 5.2 并购年份与股票市场异质性分析

商誉减值与政策环境密切相关, 2018年11月16日, 中国证券监督管理委员会发布了《会计监管风险提示第8号——商誉减值》, 进一步加强商誉减值事项的监管, 这引起了实务界对商誉摊销与减值测试的争议。若对商誉的减值核算变更为摊销会计方法, 则意味着商誉资产质量不佳的公司在以后会计年度都会面临商誉减值带来的利润压力。因此, 在会计准则可能变更的情况下, 公司选择抓住机会进

表6 内外部公司治理环境异质性分析结果

Table 6 Results of Internal and External Corporate Governance Environment Heterogeneity

变量	GD	
	(1)	(2)
Str	0.309*** (11.504)	0.197*** (11.722)
IC	4.429*** (9.019)	
Str · IC	-0.243*** (-8.500)	
Big		1.610** (2.448)
Str · Big		-0.093** (-2.296)
常数项	-8.648*** (-7.240)	-6.734*** (-5.831)
控制变量	控制	控制
Yea	控制	控制
Ind	控制	控制
观测值	22 056	22 056
调整的R <sup>2</sup>	0.264	0.261

行盈余管理。基于此,本研究将2018年作为政策的变更点,考察2007年至2018年和2019年至2020年两个时期公司战略对商誉减值的影响差异。具体而言,本研究采用并购年份虚拟变量( $Pos$ ),当时间段为2019年至2020年时取值为1,否则取值为0。本研究在(1)式中引入并购年份虚拟变量和战略激进度与并购年份虚拟变量的交互项( $Str \cdot Pos$ ),分析并购年份异质性效应。

此外,考虑到中国在2009年10月30日设立创业板,创业板公司的并购交易活动较为活跃。然而,创业板公司并购具有轻资产、高估值、高溢价、高风险等特征<sup>[61]</sup>,业绩补偿承诺在创业板公司并购交易过程中得到广泛使用<sup>[62]</sup>,当被收购方未能履行业绩承诺时,商誉减值的可能性和金额均明显提高<sup>[63]</sup>。因此,创业板公司更容易发生商誉减值。基于此,本研究进一步探讨公司战略与商誉减值之间的关系是否在创业板公司中表现得更为明显。具体而言,本研究采用创业板虚拟变量( $Gem$ ),当样本公司为创业板公司时取值为1,否则取值为0。本研究在(1)式中引入创业板虚拟变量和战略激进度与创业板虚拟变量的交互项( $Str \cdot Gem$ ),分析股票市场异质性效应。

表7给出并购年份和股票市场异质性效应分析结果。由表7可知,在第(1)列中,公司战略与并购年份虚拟变量交互项的回归系数为0.271,且在1%水平

上显著为正,说明公司战略对商誉减值的影响存在年份差异,在2019年至2020年,公司战略对商誉减值的影响程度更大。在第(2)列中,公司战略与创业板虚拟变量交互项的回归系数为0.211,且在5%水平上显著为正,说明对于创业板公司,公司战略对商誉减值的影响程度更大。综上,公司战略对商誉减值的影响存在板块差异,创业板公司商誉减值受公司战略影响更为明显。

## 6 稳健性检验

### 6.1 更换主要变量的测量方法

为增强实证结果稳健性,本研究更换了回归模型中的主要变量。首先,参考孟庆斌等<sup>[9]</sup>和孙健等<sup>[15]</sup>的研究,采用进攻型战略虚拟变量( $Pro$ )和防御型战略虚拟变量( $Def$ )测量公司战略。具体而言,当 $Str$ 大于23时, $Pro$ 取值为1,否则取值为0;当 $Str$ 小于13时, $Def$ 取值为1,否则取值为0。表8给出替代主要变量测量的回归结果。由表8的(1)~(3)列可知, $Pro$ 的回归系数显著为正, $Def$ 的回归系数显著为负,说明进攻型公司的商誉减值损失更高,防御型公司的商誉减值损失则相对较少, $H_1$ 得到进一步验证。

其次,本研究参考胡凡等<sup>[26]</sup>、邓鸣茂等<sup>[4]</sup>和叶建芳等<sup>[34]</sup>的研究,分别采用公司计提的商誉减值准备与总资产的比值( $GD\_New1$ )、商誉减值损失与营业收入的比值( $GD\_New2$ )和商誉减值损失的自然对数( $GD\_New3$ )测量公司商誉减值水平。由表8的(4)~(6)列可知, $Str$ 的回归系数均显著为正, $H_1$ 得到进一步验证。

### 6.2 内生性检验

本研究结果可能存在内生性问题:①既可能是战略激进的公司更可能发生商誉减值,也可能是发生商誉减值的公司更可能选择激进战略,故存在互为因果内生性问题。②本研究的样本可能存在自选择偏差,故存在自选择内生性问题。③可能存在某些宏观因素同时影响公司战略和商誉减值,故可能存在遗漏变量内生性问题。对此本研究进行如下处理。

第一,本研究采用工具变量法缓解潜在的互为因果内生性问题。首先,本研究参考孟庆斌等<sup>[9]</sup>和王化成等<sup>[10]</sup>的研究,采用同行业公司战略激进度均值( $Str\_M$ )作为第一个工具变量。公司战略受所处行业环境的影响,行业整体战略激进度越高,行业内的公司往往会制定较为激进的战略。此外,本研究采用公司年报积极语气程度( $Ton$ )作为第二个工具变量。本研究认为,公司年报语气体现了管理层对公司状况的认识和态度。具体地,公司年报预期较为积极,意味着管理层对公司现状和未来发展较为自信,更可能采取激进的公司战略;反之,若公司年报语气较为消极,则公司更倾向于采取保守的公司战略。因此,该工具变量满足相关性假设。而公司年报是对公司整体运营状况的总结,年报的积极语气对商誉减值难以有直接的作用效果,且尚未有相关证据表

表7 并购年份和股票市场异质性效应分析结果

Table 7 Results of M&A Year and Stock - market Heterogeneity Effects

变量	GD	
	(1)	(2)
$Str$	0.147*** (7.884)	0.161*** (10.751)
$Pos$	-2.832*** (-2.791)	
$Str \cdot Pos$	0.271*** (4.686)	
$Gem$		-1.879 (-1.047)
$Str \cdot Gem$		0.211** (2.269)
常数项	-5.706*** (-3.971)	-7.193*** (-6.695)
控制变量	控制	控制
$Yea$	控制	控制
$Ind$	控制	控制
观测值	22 056	22 056
调整的 $R^2$	0.263	0.265

表8 主要变量替代测量的回归结果  
Table 8 Regression Results for Alternative Measures of Major Variables

变量	GD			GD_New1	GD_New2	GD_New3
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Str</i>				0.001*** (4.855)	0.001*** (5.636)	0.175*** (11.992)
<i>Pro</i>	1.491*** (4.410)		1.437*** (4.251)			
<i>Def</i>		-1.011*** (-5.925)	-0.942*** (-5.535)			
常数项	-2.854** (-2.076)	-2.714** (-1.963)	-2.857** (-2.076)	0.001 (0.131)	-0.035 (-1.270)	-12.766*** (-10.002)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Yea</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	22 056	22 056	22 056	22 056	22 056	22 056
调整的R <sup>2</sup>	0.258	0.257	0.258	0.192	0.123	0.176

明公司年报语气能直接影响公司商誉减值,因此,该工具变量满足排他性假设。而后,本研究分别应用两阶段最小二乘法(2SLS)和广义矩估计法(GMM)进行回归分析。

第二,本研究采用倾向得分匹配法(PSM)缓解潜在的自选择内生性问题。在进行倾向得分匹配之前,需要将样本区分为实验组和控制组。考虑到公司战略为连续变量,因此,本研究参考王化成等<sup>[10]</sup>的研究,不考虑观望型战略样本,而后生成公司战略虚拟变量(*Str\_Dum*)。当公司战略为进攻型时,*Str\_Dum*取值为1,定义为实验组;当公司战略为防御型时,*Str\_Dum*取值为0,定义为控制组。本研究选取公司规模、盈利能力、偿债能力、公司年限、成长能力、现金持有比例、机构持股比例、股权集中度、董事会规模和独董占比作为协变量,随后采用核匹配方法对样本进行筛选。匹配后实验组样本为1431个,控制组样本为1152个。匹配后的协变量标准化偏差均在20%范围内,说明倾向得分匹配有效减少了样本偏差。倾向得分匹配结果的平均处理效应(ATT)为2.122,*t*值为7.823,在1%水平上显著,说明倾向得分匹配估计结果与基准回归模型较为接近,进一步验证了本研究的结论,即激进的公司战略促进了商誉减值。然后,本研究应用匹配后的样本进行回归分析。

第三,为了缓解个体不随时间变化的遗漏变量对本研究回归结果的干扰,本研究采用公司个体固定效应模型(FE)缓解潜在的遗漏变量内生性问题。

表9给出考虑内生性问题的回归结果。表9的(1)~(3)列给出工具变量法回归结果。其中,第(1)列

为第一阶段回归结果,同行业公司战略激进程度均值和公司年报积极语气程度的回归系数为正,符合本研究预期。此外,第一阶段F检验统计值为121.419,说明工具变量选择不存在弱工具变量问题。(2)列和(3)列分别为应用2SLS和GMM估计的第二阶段回归结果,可见,公司战略拟合值(*Str\_Pre*)的回归系数在1%的水平上显著为正,说明在考虑了互为因果内生性问题以后,公司战略对商誉减值的促进作用仍然存在。第(4)列给出采用倾向得分匹配后的回归结果,公司战略的回归系数依然在1%水平上显著,与前文回归结果保持一致。第(5)列给出个体固定效应模型的回归结果,公司战略的回归系数依然在1%水平上显著,进一步加强了本研究结论的稳健性。

### 6.3 影响机制检验: 改变检验方法

PREACHER et al.<sup>[64]</sup>提出bootstrap方法进行中介效应检验。相比逐步法,bootstrap具有较高的统计效力<sup>[65]</sup>。直接效应和间接效应均显著说明存在部分中介效应;直接效应不显著但间接效应显著说明存在完全中介效应。bootstrap抽样次数默认为50,本研究将此设定为rep(500)。本研究参考魏志华等<sup>[66]</sup>的研究方法,对H<sub>1</sub>进行中介效应检验。此外,本研究还进行了中介效应的Sobel检验。表10给出bootstrap检验和Sobel检验的结果。由表10可知,bootstrap抽样检验结果表明公司的并购规模、经营风险和代理问题在公司战略对商誉减值的影响中均存在部分中介作用,且经营风险起到的中介效应最大,占总效应的11.400%。Sobel Z值均显著为正,说明部分中介的结果成立,即公司战略扩大公司并购规模、提高经营风

表9 考虑内生性问题的回归结果  
Table 9 Regression Results for Consideration of Endogeneity

变量	工具变量法			倾向得分匹配法	个体固定效应法
	<i>GD</i>	<i>GD</i> (2SLS)	<i>GD</i> (GMM)	<i>GD</i> (PSM)	<i>GD</i> (FE)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Str</i>				0.235*** (6.854)	0.250*** (8.153)
<i>Str_M</i>	11.553*** (4.107)				
<i>Ton</i>	0.912*** (14.913)				
<i>Str_Pre</i>		0.566*** (3.886)	0.190*** (11.821)		
常数项	4.004*** (3.221)	-14.507*** (-4.468)	-6.177*** (-5.772)	-3.011 (-0.619)	-12.995*** (-3.350)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Yea</i>	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制	未控制
个体固定效应	未控制	未控制	未控制	未控制	控制
观测值	21 586	21 586	21 586	2 583	22 056
调整的 $R^2$	0.181	0.239	0.259	0.375	0.132

表10 Bootstrap 检验和 Sobel 检验结果  
Table 10 Results of Bootstrap Test and Sobel Test

变量	中介变量			
	<i>M&amp;A</i>	<i>Ris</i>	<i>DA</i>	<i>Rec</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
bootstrap间接效应	0.009*** (6.846)	0.017*** (5.648)	0.007*** (3.569)	0.004* (1.810)
bootstrap直接效应	0.186*** (11.993)	0.134*** (9.481)	0.188*** (11.044)	0.192*** (12.726)
Sobel Z	5.834***	7.099***	3.474***	2.539**
Sobel Z-p值	(0)	(0.002)	(0.0005)	(0.011)
Goodman-1 Z	5.823***	7.093***	3.469***	2.533**
Goodman-1 Z-p值	(0)	(0.002)	(0.0005)	(0.011)
Goodman-2 Z	5.845***	7.105***	3.478***	2.544**
Goodman-2 Z-p值	(0)	(0.002)	(0.005)	(0.011)
中介效应占比	0.049	0.114	0.035	0.019

注: bootstrap检验括号内的数据为  $t$  值。

险和加剧代理问题,进而增加商誉减值。

## 7 结论

本研究基于现阶段金融风险防范背景,以 2007

年至 2020 年中国沪深 A 股上市公司作为研究样本,探讨了公司战略对商誉减值的影响。同时,本研究考察了其中可能存在的作用机制,区分了内外部治理环境对公司战略与商誉减值之间关系的调节效应。

实证结果表明:①公司战略与商誉减值之间存在正相关关系,即实施进攻型战略的公司商誉减值更大;②进攻型公司商誉减值大的原因可能是因为其商誉规模更大且伴随的商誉减值风险更高;③进一步研究发现,公司内外部治理环境对公司战略与商誉减值之间的关系起到了显著的调节作用,当公司内部控制质量和外部审计质量较高时会显著削弱二者的正相关关系。此外,公司战略与商誉减值的正向作用存在时间与板块差异,具体而言,证监会于2018年发布的《会计监管风险提示第8号——商誉减值》加剧了进攻型公司的商誉减值计提行为,公司战略加剧商誉减值的现象主要发生在创业板公司。

本研究贡献和可能的创新点在于:①丰富了公司商誉减值影响因素领域的研究。已有研究主要从会计准则、公司并购、管理层盈余管理等角度考察公司商誉减值的成因,忽视了公司战略层面的影响因素。鉴于战略对于公司经营模式、组织结构、内部控制等方面的统筹性影响,其与商誉减值之间同样可能存在重要且密切的联系。本研究基于公司战略的角度,探讨了商誉减值更深层次的原因。②拓展了公司战略经济后果的相关研究。已有关于公司战略的研究主要集中于其对投资效率、盈余管理、研发创新、经营绩效、薪酬契约、税收筹划、现金持有等财务决策的影响,较少研究关注公司战略对商誉减值的重要作用,本研究考察并提供了公司战略与商誉减值的基本关系以及潜在影响路径的经验证据。

本研究具有一定的启示意义和政策参考价值:①对于公司管理者来说,实施进攻型战略可能给公司带来商誉减值的风险,管理者应该认识到过激的并购扩张以及代理问题会催生巨额商誉,积累潜在的经营风险。管理者应该注意公司战略特征、减缓并购扩张步伐、稳定公司经营风险、降低代理问题。此外,优化公司内部治理体系、加强外部监督机制,能够有效降低进攻型战略带来的商誉减值。②对于市场投资者来说,投资者要注意进攻型公司更可能发生商誉减值,在投资过程中应慎重考虑公司战略对股价的影响,认识并理解公司战略潜在的商誉减值风险。③对于监管当局来说,在会计准则可能变更的预期下、以及在并购活跃创业板中,公司战略对商誉减值的影响更为明显,可能加剧资本市场波动。因此,相关部门应该建立健全资本市场监管制度,加强对战略激进公司,特别是创业板公司的引导和监管、稳定资本市场发展、防范和化解重大金融风险。

本研究仍存在一定的不足:①本研究对公司战略的测量方法具有一定的局限性,受限于数据的可获取性和中国公司现状,本研究借鉴已有研究,从6个方面对公司战略进行刻画,尽可能减少测量偏误,但公司战略是公司整体的规划和安排,仍需更为全面的指标进行测量。②由于商誉减值的披露受到管理层动机的影响,披露的商誉减值信息存在缺失,如何

更好地测算企业真实的商誉减值情况,值得未来进一步探究。

#### 参考文献:

- [1] 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. *中国工业经济*, 2018(6): 156-173.  
YANG Wei, SONG Min, FENG Ke. M&A goodwill, investor overreaction, and stock price bubbles and crashes. *China Industrial Economics*, 2018(6): 156-173.
- [2] 韩宏稳,唐清泉,黎文飞.并购商誉减值、信息不对称与股价崩盘风险. *证券市场导报*, 2019(3): 59-70.  
HAN Hongwen, TANG Qingquan, LI Wenfei. Goodwill impairment losses, information asymmetry and stock price crash risk. *Securities Market Herald*, 2019(3): 59-70.
- [3] 张新民,卿琛,杨道广.商誉减值披露、内部控制与市场反应:来自我国上市公司的经验证据. *会计研究*, 2020(5): 3-16.  
ZHANG Xinmin, QING Chen, YANG Daoguang. Internal controls and market reaction to goodwill impairment loss: empirical evidence from Chinese listed firms. *Accounting Research*, 2020(5): 3-16.
- [4] 邓鸣茂,梅春.高溢价并购的达摩克斯之剑:商誉与股价崩盘风险. *金融经济研究*, 2019, 34(6): 56-69.  
DENG Mingmao, MEI Chun. The sword of Damocles hanging over the head of high-premium mergers and acquisitions: goodwill and stock price crash risk. *Financial Economics Research*, 2019, 34(6): 56-69.
- [5] GU F, LEV B. Overpriced shares, ill-advised acquisitions, and goodwill impairment. *The Accounting Review*, 2011, 86(6): 1995-2022.
- [6] RAMANNA K. The implications of unverifiable fair-value accounting: evidence from the political economy of goodwill accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 2008, 45(2/3): 253-281.
- [7] 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. *厦门大学学报(哲学社会科学版)*, 2018(3): 55-65.  
ZHANG Xinmin, QING Chen, YANG Daoguang. Internal control and curb of abnormal goodwill: empirical evidence from Chinese listed firm. *Journal of Xiamen University (Arts & Social Sciences)*, 2018(3): 55-65.
- [8] 李璐,姚海鑫.共享审计能抑制并购商誉泡沫吗?来自中国上市公司的经验证据. *审计与经济研究*, 2019, 34(5): 32-42.  
LI Lu, YAO Haixin. Can shared auditors inhibit M&A goodwill bubbles? The evidence from Chinese listed companies. *Journal of Audit & Economics*, 2019, 34(5): 32-42.
- [9] 孟庆斌,李昕宇,蔡欣园.公司战略影响公司违规行为吗. *南开管理评论*, 2018, 21(3): 116-129, 151.  
MENG Qingbin, LI Xinyu, CAI Xinyuan. Does corporate strategy influence corporate frauds. *Nankai Business Review*, 2018, 21(3): 116-129, 151.
- [10] 王化成,张修平,高升好.企业战略影响过度投资吗. *南开管理评论*, 2016, 19(4): 87-97, 110.  
WANG Huacheng, ZHANG Xiuping, GAO Shenghao. Does corporate strategy influence overinvestment. *Nankai Business Review*, 2016, 19(4): 87-97, 110.

- [11] BENTLEY K A, OMER T C, SHARP N Y. Business strategy, financial reporting irregularities, and audit effort. *Contemporary Accounting Research*, 2013, 30(2): 780–817.
- [12] HABIB A, HASAN M M. Business strategy and labor investment efficiency. *International Review of Finance*, 2021, 21(1): 58–96.
- [13] HIGGINS D, OMER T C, PHILLIPS J D. The influence of a firm's business strategy on its tax aggressiveness. *Contemporary Accounting Research*, 2015, 32(2): 674–702.
- [14] BENTLEY-GOOD K A, NEWTON N J, THOMPSON A M. Business strategy, internal control over financial reporting, and audit reporting quality. *AUDITING: A Journal of Practice & Theory*, 2017, 36(4): 49–69.
- [15] 孙健, 王百强, 曹丰, 等. 公司战略影响盈余管理吗?. *管理世界*, 2016, 32(3): 160–169.  
SUN Jian, WANG Baiqiang, CAO Feng, et al. Does business strategy affect earnings management?. *Journal of Management World*, 2016, 32(3): 160–169.
- [16] 王欣, 欧阳才越. 公司战略会影响高管薪酬契约有效性吗?. *财经论丛*, 2021(8): 81–90.  
WANG Xin, OUYANG Caiyue. Does corporate strategy affect the effectiveness of the executive compensation contract?. *Collected Essays on Finance and Economics*, 2021(8): 81–90.
- [17] KONG X W, JIANG F, ZHU L. Business strategy, corporate social responsibility, and within-firm pay gap. *Economic Modelling*, 2022, 106: 105703-1–105703-9.
- [18] 王百强, 侯黎然, 孙健. 公司战略对公司经营绩效的影响研究. *中国软科学*, 2018(1): 127–137.  
WANG Baiqiang, HOU Canran, SUN Jian. The impact of business strategy on corporate performances. *China Soft Science*, 2018(1): 127–137.
- [19] 袁蓉丽, 夏圣洁, 王化成. 战略激进度与公司创新. *经济理论与经济管理*, 2020(3): 86–98.  
YUAN Rongli, XIA Shengjie, WANG Huacheng. Business strategy and corporate innovation. *Economic Theory and Business Management*, 2020(3): 86–98.
- [20] YUAN Y, LU L Y, TIAN G L, et al. Business strategy and corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 2020, 162(2): 359–377.
- [21] HABIB A, HASAN M M. Business strategies and annual report readability. *Accounting & Finance*, 2020, 60(3): 2513–2547.
- [22] BEATTY A, WEBER J. Accounting discretion in fair value estimates: an examination of SFAS 142 goodwill impairments. *Journal of Accounting Research*, 2006, 44(2): 257–288.
- [23] GUTHRIE J, PANG T T. Disclosure of goodwill impairment under AASB 136 from 2005–2010. *Australian Accounting Review*, 2013, 23(3): 216–231.
- [24] JOHNSON L T, PETRONE K R. Is goodwill an asset?. *Accounting Horizons*, 1998, 12(3): 293–303.
- [25] LI Z N, SHROFF P K, VENKATARAMAN R, et al. Causes and consequences of goodwill impairment losses. *Review of Accounting Studies*, 2011, 16(4): 745–778.
- [26] 胡凡, 李科. 股价高估与商誉减值风险. *财经研究*, 2019, 45(6): 71–85.  
HU Fan, LI Ke. Overvaluation and goodwill impairment. *Journal of Finance and Economics*, 2019, 45(6): 71–85.
- [27] 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. *会计研究*, 2018(10): 50–57.  
LI Danmeng, YE Jianfang, LU Siqi, et al. Management overconfidence, nature of property rights and goodwill from M&A activities. *Accounting Research*, 2018(10): 50–57.
- [28] 谢纪刚, 张秋生. 股份支付、交易制度与商誉高估: 基于中小板公司并购的数据分析. *会计研究*, 2013(12): 47–52.  
XIE Jigang, ZHANG Qiusheng. Share-based payment, M&A deal mechanism, and overvalued goodwill: based on the small and medium-sized listed companies. *Accounting Research*, 2013(12): 47–52.
- [29] RAMANNA K, WATTS R L. Evidence on the use of unverifiable estimates in required goodwill impairment. *Review of Accounting Studies*, 2012, 17(4): 749–780.
- [30] FILIP A, LOBO G J, PAUGAM L. Managerial discretion to delay the recognition of goodwill impairment: the role of enforcement. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2021, 48(1/2): 36–69.
- [31] ABUGHAZALEH N M, AL-HARES O M, ROBERTS C. Accounting discretion in goodwill impairments: UK evidence. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 2011, 22(3): 165–204.
- [32] 曲晓辉, 卢煜, 汪健. 商誉减值与分析师盈余预测: 基于盈余管理的视角. *山西财经大学学报*, 2016(4): 101–113.  
QU Xiaohui, LU Yu, WANG Jian. Goodwill impairments and analysts' earnings forecasts: from the perspective of earnings management. *Journal of Shanxi University of Finance and Economics*, 2016(4): 101–113.
- [33] GHOSH A, XING C Y. Goodwill impairment and audit effort. *Accounting Horizons*, 2021, 35(4): 83–103.
- [34] 叶建芳, 何开刚, 杨庆, 等. 不可核实的商誉减值测试估计与审计费用. *审计研究*, 2016(1): 76–84.  
YE Jianfang, HE Kaigang, YANG Qing, et al. Unverifiable estimates in goodwill impairment test and audit fees. *Auditing Research*, 2016(1): 76–84.
- [35] GODFREY J M, KOH P S. Goodwill impairment as a reflection of investment opportunities. *Accounting & Finance*, 2009, 49(1): 117–140.
- [36] PORTER M E. *Competitive strategy: techniques for analyzing industries and competitors*. New York: Free Press, 1980.
- [37] MARCH J G. Exploration and exploitation in organizational learning. *Organization Science*, 1991, 2(1): 71–87.
- [38] TREACY M, WIERSEMA F. *The discipline of market leaders: choose your customers, narrow your focus, dominate your market*. New York: Basic Books, 1997: 56–61.
- [39] MILES R E, SNOW C C, MEYER A D, et al. Organizational strategy, structure, and process. *Academy of Management Review*, 1978, 3(3): 546–562.
- [40] MILES R E, SNOW C C. *Organizational strategy, structure, and process*. Stanford: Stanford University Press, 2003.
- [41] HABIB A, HASAN M M. Business strategy, overvalued equities, and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*, 2017, 39: 389–405.
- [42] GRINSTEIN Y, HRIBAR P. CEO compensation and incentives: evidence from M&A bonuses. *Journal of Financial Economics*, 2004, 73(1): 119–143.
- [43] JENSEN M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 1986, 76(2): 323–

- 329.
- [44] MORCK R, SHLEIFER A, VISHNY R W. Do managerial objectives drive bad acquisitions?. *The Journal of Finance*, 1990, 45(1): 31-48.
- [45] LEE C. The effect of SFAS 142 on the ability of goodwill to predict future cash flows. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2011, 30(3): 236-255.
- [46] SHLEIFER A, VISHNY R W. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 1997, 52(2): 737-783.
- [47] 刘莉, 任广乾, 管文星. 商誉减值、高管薪酬与债务期限结构. *证券市场导报*, 2021(8): 48-57.  
LIU Li, REN Guangqian, GUAN Wenxing. Goodwill impairment, executive compensation and debt maturity structure. *Securities Market Herald*, 2021(8): 48-57.
- [48] 周泽将, 罗进辉, 李雪. 民营企业身份认同与风险承担水平. *管理世界*, 2019, 35(11): 193-208.  
ZHOU Zejiang, LUO Jinhui, LI Xue. Identity and risk-taking in private enterprises. *Journal of Management World*, 2019, 35(11): 193-208.
- [49] 祝继高, 李天时, YANG Tianxia. 董事会中的不同声音: 非控股股东董事的监督动机与监督效果. *经济研究*, 2021, 56(5): 180-198.  
ZHU Jigao, LI Tianshi, YANG Tianxia. Adverse opinions in the board: non-controlling shareholder directors' monitoring incentives and effects. *Economic Research Journal*, 2021, 56(5): 180-198.
- [50] 林斌, 何漪漪, 孙烨. 中小创公司应否强制实施内部控制规范体系?. *证券市场导报*, 2019(8): 35-40, 58.  
LIN Bin, HE Yiyi, SUN Ye. Should SME and GEM companies enforce internal control system? Analysis based on insider perspective. *Securities Market Herald*, 2019(8): 35-40, 58.
- [51] 李姝, 梁郁欣, 田马飞. 内部控制质量、产权性质与盈余持续性. *审计与经济研究*, 2017, 32(1): 23-37.  
LI Shu, LIANG Yuxin, TIAN Mafei. Internal control quality, nature of property right and earnings persistence. *Journal of Audit & Economics*, 2017, 32(1): 23-37.
- [52] 杨道广, 陈汉文. 内部控制、法治环境与守法企业公民. *审计研究*, 2015(5): 76-83.  
YANG Daoguang, CHEN Hanwen. Internal control, legal environment, and law abiding corporate citizen. *Auditing Research*, 2015(5): 76-83.
- [53] 王亚男, 戴文涛. 内部控制抑制还是促进企业创新? 中国的逻辑. *审计与经济研究*, 2019, 34(6): 19-32.  
WANG Yanan, DAI Wentao. Does internal control inhibit or promote corporate innovation? The logic of China. *Journal of Audit & Economics*, 2019, 34(6): 19-32.
- [54] 李万福, 林斌, 宋璐. 内部控制在公司投资中的角色: 效率促进还是抑制?. *管理世界*, 2011, 27(2): 81-99.  
LI Wanfu, LIN Bin, SONG Lu. The role played by the internal control in companies' investment: is it a promotion of efficiency or a repression thereof?. *Journal of Management World*, 2011, 27(2): 81-99.
- [55] CHEN H W, YANG D G, ZHANG J H, et al. Internal controls, risk management, and cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 2020, 64: 101695-1-101695-20.
- [56] 杨旭东. 内部控制对企业运营效率的影响研究: 基于 A 股上市公司的经验证据. *审计研究*, 2019(6): 61-69.  
YANG Xudong. A study on the influence of internal control on the operational efficiency of enterprises: empirical evidence from A-share listed companies. *Auditing Research*, 2019(6): 61-69.
- [57] CAPLAN D H, DUTTA S K, LIU A Z. Are material weaknesses in internal controls associated with poor M&A decisions? Evidence from goodwill impairment. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 2018, 37(4): 49-74.
- [58] FRANCIS J R, YU M D. Big 4 office size and audit quality. *The Accounting Review*, 2009, 84(5): 1521-1552.
- [59] 郭照蕊, 黄俊. 高质量审计与上市公司商誉泡沫. *审计研究*, 2020(4): 80-89.  
GUO Zhaorui, HUANG Jun. High-quality audit and the goodwill bubble of listed companies. *Auditing Research*, 2020(4): 80-89.
- [60] 张宏亮, 王法锦, 王靖宇. 审计质量对股票非系统性风险的抑制效应研究. *审计研究*, 2018(3): 104-111.  
ZHANG Hongliang, WANG Fajin, WANG Jingyu. An empirical research on the interrelationship between external audit quality and stock nonsystematic crash risk. *Auditing Research*, 2018(3): 104-111.
- [61] 王竞达, 瞿卫菁. 创业板公司并购价值评估问题研究: 基于我国 2010、2011 年创业板公司并购数据分析. *会计研究*, 2012(10): 26-34.  
WANG Jingda, QU Weijing. Valuation in GEM company M&A: based on M&A transactions of GEM company in 2010 and 2011. *Accounting Research*, 2012(10): 26-34.
- [62] 潘爱玲, 邱金龙, 杨洋. 业绩补偿承诺对标的企业的激励效应研究: 来自中小板和创业板上市公司的实证检验. *会计研究*, 2017(3): 46-52.  
PAN Ailing, QIU Jinlong, YANG Yang. Research on the incentive effect of valuation adjustment mechanism in M&As: evidence from listed companies on SEM and GEM board in China. *Accounting Research*, 2017(3): 46-52.
- [63] 张海晴, 文雯, 宋建波. 并购业绩补偿承诺与商誉减值研究. *证券市场导报*, 2020(9): 44-54, 77.  
ZHANG Haiqing, WEN Wen, SONG Jianbo. M&A performance compensation commitments and goodwill impairment. *Securities Market Herald*, 2020(9): 44-54, 77.
- [64] PREACHER K J, HAYES A F. SPSS and SAS procedures for estimating indirect effects in simple mediation models. *Behavior Research Methods, Instruments, & Computers*, 2004, 36(4): 717-731.
- [65] 温忠麟, 叶宝娟. 中介效应分析: 方法和模型发展. *心理科学进展*, 2014, 22(5): 731-745.  
WEN Zhonglin, YE Baojuan. Analyses of mediating effects: the development of methods and models. *Advances in Psychological Science*, 2014, 22(5): 731-745.
- [66] 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): 174-192.  
WEI Zhihua, ZHU Caiyun. Does excess goodwill become the burden of corporate operation: explanation from the perspective of product market competitiveness. *China Industrial Economics*, 2019(11): 174-192.

# Corporate Strategy and Goodwill Impairment

WANG Huacheng<sup>1</sup>, LIN Ziang<sup>2</sup>, LI Xinyu<sup>3</sup>

1 Renmin Business School, Renmin University of China, Beijing 100872, China

2 School of Economics and Management, Tsinghua University, Beijing 100084, China

3 School of Economics, Shandong University, Jinan 250100, China

**Abstract:** In recent years, the frequently goodwill impairment of Chinese A-share listed companies has posed a significant challenge to the robust development of the capital market. However, researchers overlooked the impact of corporate strategy on goodwill impairment. Corporate strategy is the long-term planning and actions aimed at achieving corporate objectives. Whether it exerts an influence on goodwill impairment is a question worth exploring, especially in the context of preventing and resolving financial risks.

Taking a corporate strategy perspective and using data from A-share listed companies in China from 2007 to 2020, we employ a multi-regression model to investigate the impact of corporate strategy on goodwill impairment. Subsequently, utilizing the stepwise method, we delve into the mediating effects of M&A, operational risks, and agency problems. We then investigate the moderating influence of the internal and external corporate governance environment on the relationship between corporate strategy and goodwill impairment. The heterogeneous effect of corporate strategy on goodwill impairment across different years and stock sectors is also examined. Finally, we adopt IV-2SLS, PSM, and fixed-effect regression models to address potential endogeneity issues, and use the Bootstrap method and Sobel test to test the robustness of the mechanisms through which corporate strategy influences goodwill impairment.

The empirical results reveal a significantly positive relationship between corporate strategy and goodwill impairment. That is, the more aggressive the corporate strategy, the greater the goodwill impairment. This can be attributed to aggressive companies' preference for M&A and the presence of serious agency problems between shareholders and managers, resulting in a larger scale of goodwill assets. Additionally, aggressive companies face higher operational risks and severe agency problems between large and minority shareholders, leading to an increased risk of goodwill impairment. Further research reveals that an effective internal and external governance environment can moderate the relationship between corporate strategy and goodwill impairment. This positive effect of corporate strategy on goodwill impairment is more pronounced in companies with poor internal control quality and weak external supervision. Furthermore, the positive impact of corporate strategy on goodwill impairment exhibits heterogeneity in terms of years and stock sectors. Specifically, the impact of corporate strategy on goodwill impairment is more pronounced in firms subject to stricter accounting supervision and in those listed on the Growth Enterprises Market sector.

This study provides evidence that corporate strategy affects goodwill impairment. This study is of great significance both in theory and practice. In theory, this study contributes to the literature on the economic consequences of corporate strategy and determinants of goodwill impairment. In practice, it provides insightful implications for corporate strategy, goodwill impairment risk prevention, and capital market supervision.

**Keywords:** corporate strategy; goodwill impairment; M&A; operating risk; agency problem

---

**Received Date:** November 23<sup>rd</sup>, 2021      **Accepted Date:** April 27<sup>th</sup>, 2023

**Funded Project:** Supported by the Major Program of Renmin University of China (2021030218).

**Biography:** WANG Huacheng, doctor in management, is a professor in the Renmin Business School at Renmin University of China. His research interest focuses on corporate finance. His representative paper titled "Monitoring or tunneling? The proportion held by the big shareholders and the risk of the crash of the stock price" was published in the *Journal of Management World* (Issue 2, 2015). E-mail: [wanghuacheng@rbs.org.cn](mailto:wanghuacheng@rbs.org.cn)

LIN Ziang is a Ph.D candidate in the School of Economics and Management at Tsinghua University. His research interest focuses on financial accounting. E-mail: [linza23@mails.tsinghua.edu.cn](mailto:linza23@mails.tsinghua.edu.cn)

LI Xinyu, doctor in management, is an associate researcher in the School of Economics at Shandong University. His research interest focuses on corporate finance. His representative paper titled "Can employee stock ownership plan promote corporate innovation? Empirical evidence from the perspective of employees" was published in the *Journal of Management World* (Issue 11, 2019). E-mail: [lixinyu@sdu.edu.cn](mailto:lixinyu@sdu.edu.cn) □

(责任编辑: 刘思宏)