

# An Empirical Analysis of the Impact of Goodwill Impairment on the Company's Stock Price

Songhe Chen, Yuping Lan

International Business Faculty, Zhuhai Campus, Beijing Normal University, Zhuhai Guangdong

Email: crane\_chen@foxmail.com, lanyuping@bnuz.edu.cn

Received: Jun. 10<sup>th</sup>, 2020; accepted: Jun. 24<sup>th</sup>, 2020; published: Jul. 1<sup>st</sup>, 2020

---

## Abstract

M & A and restructuring is an effective measure for companies to expand their business scope and improve their operating performance in the increasingly fierce competition. The number of transactions and the turnover in the M & A market have also hit record highs in recent years. Cases of a hundred times premium are common. Premium mergers and acquisitions are like a "double-edged sword". On the one hand, it may mean that the benefits of enterprises are significantly improved after mergers and acquisitions. On the other hand, premium mergers and acquisitions cause sharp fluctuations in stock prices and increase investment risks. This paper analyzes the establishment of a measurement model of 3,796 listed companies in Shanghai and Shenzhen A-shares in 2018 and 1906 impairment of goodwill cases that year, and studies whether the increase in goodwill caused by premium mergers and acquisitions has a significant impact on the company's stock price fluctuations. The results show that the company whether or not you have goodwill assets, the size of goodwill assets, and whether goodwill impairment events have a significant impact on the stock price fluctuations in listed companies, so this article proposes countermeasures from three aspects: investors, companies, and regulators.

## Keywords

Premium Mergers, Stock Price Fluctuation, Goodwill Assets, Impairment of Goodwill

---

# 关于商誉减值对公司股价影响的实证分析

陈松鹤, 蓝裕平

北京师范大学珠海校区国际商学院, 广东 珠海

Email: crane\_chen@foxmail.com, lanyuping@bnuz.edu.cn

收稿日期: 2020年6月10日; 录用日期: 2020年6月24日; 发布日期: 2020年7月1日

文章引用: 陈松鹤, 蓝裕平. 关于商誉减值对公司股价影响的实证分析[J]. 金融, 2020, 10(4): 305-313.

DOI: 10.12677/fin.2020.104031

## 摘要

并购重组是现如今企业扩展经营范围,在日益激烈的竞争中提高其经营业绩的有效措施,并购市场的成交数量以及成交额也在近年来屡创新高,上市公司纷纷掀起了“并购潮”,其中百倍溢价的案例十分常见。溢价并购就如一把“双刃剑”,一方面可能意味着并购后企业效益显著提高,另一方面,溢价并购导致股价的急剧波动,提高了投资风险。本文通过对2018年全部沪深A股共3796上市公司以及当年发生的1906起商誉减值事件计量模型进行分析,研究溢价并购带来的商誉增大是否对公司股价波动造成显著影响,结果表明公司是否拥有商誉资产、商誉资产大小以及是否发生商誉减值事件均对上市公司股价波动产生显著影响,因此本文从投资者、公司以及监管部门三方面提出应对措施。

## 关键词

溢价并购, 股价波动, 商誉资产, 商誉减值

Copyright © 2020 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

随着国家经济飞速发展,企业紧跟经济发展的步伐,在企业成长的过程中通过不断并购其他企业从而扩大自己的体量,并购过程中的溢价会带来大量商誉,据 Wind 数据库统计显示,截至 2018 年末我国 A 股全部上市公司商誉占合计市值 2.30%,在过去的 2016, 2017, 2018 三年时间里我国 A 股上市公司计提商誉减值实际发生额分别为 114.19 亿、364.86 亿、1658.6 亿呈现出逐年上涨的趋势。

基于近年来的并购市场规模发展迅猛以及上市公司屡屡出现因并购标的公司业绩承诺不达标计提商誉减值产生商誉“爆雷”事件,本文将建立计量模型研究溢价并购后商誉减值风险对上市公司股价影响,有助于上市公司以及投资者理性看待并购事件并适当规避风险,为监管机构对商誉的后续处理提供借鉴意义。

## 2. 文献综述

针对溢价并购这一问题,近年来不少学者对其进行了深入的研究,分析了溢价并购产生的原因,以及溢价并购带来的风险后患,从而反思现有监管政策如何改进才能更好的稳定金融市场以及并购后更好的对公司产生经济协同效应。关于近年来高溢价产生原因,根据黄美亮研究结果表明预期协同效应的高估,控制权市场竞争激烈等原因使得近年来并购溢价越来越高[1]。关于溢价并购带来的商誉虚增的原因陈旻认为部分上市公司巨额商誉主要来源于被购方被收购价格不合理以及很难采用公允价值法去精确对被购企业进行估值,还用一方面来源于以往案例显示部分高管主导的溢价并购存在利益输送,导致被购方价格虚增,带来了大量的商誉[2]。在会计处理问题上,郭猛认为在被购方为非上市企业时公允价值难以获取,从而采用股权自由现金流模型,公司自由现金流模型等存在大量假设,因此人为可控性高,而在后续的商誉计量使用的商誉减值测试方法中,是否减值,减值规模、时间等都存在较大的可操作空间,因此上市公司可能以商誉作为操控利润的手段,增加公司潜在风险[3]。

在溢价并购中对上市公司股价波动的传导机制方面,首先根据刘喜和、王结远的实证研究表明高溢价并购并没有显著带了上市公司并购后的经济协同效应,也就是说高溢价并购并没有实质上带来高效的公司管理及财务效应[4]。其次关静怡、刘娥平的研究认为在以往的并购案例中并购溢价往往伴随业绩承

诺增长率从而使得被购方有了高溢价, 高溢价同时伴随商誉价值虚增, 当公司承诺业绩不达标时就会计提大量的商誉减值, 对公司经营业绩产生莫大影响[5]。进而从刘超、徐丹丹的研究发现当溢价并购伴随的商誉虚增再到计提商誉减值一整个过程接下来就会传导到股票市场, 因业绩不达标计提商誉减值使得市场投资者对公司股票失去投资信心, 从而引起股价异常波动[6]。据傅超研究指出当前我国 A 股市场上上市公司存在着利用并购题材操纵股票价格并从中获取暴利的问题, 独立财团顾问以及交易中介机构对估值刻意高估并隐瞒, 提高了股价泡沫破裂以及股价崩盘风险[7]。因此高商誉和面临计提商誉减值均可能通过基本面信息影响投资者的决策引发股票价格异常波动, 基于此本文后续将采用计量模型验证溢价并购后商誉增大对上市公司股价波动的影响。

### 3. 理论与研究方法

#### 3.1. 概念定义说明

本文定义的商誉指的是在现有制度下, 由并购溢价产生的商誉, 商誉通常是指企业在同等条件下, 预期的获利能力超过可辨认资产正常获利能力的资本化价值, 同时并购形成的商誉在业绩承诺期满后可能会由于业绩不达标而计提商誉减值损失。

本文定义的并购溢价是指由于竞买方对预期协同效应的高估, 夺实际控制权以及基于高阶理论高管作出的高度个性化决定等原因, 案例中竞买方支付价格超过标的公司账面价值, 超过部分在财务上认定为溢价, 在财务处理上将超过标的公司账面价值部分扣除交易产生的各项费用后认定为商誉。

本文定义的商誉“爆雷”是指由于上市公司并购当期设定的未来经营预测数据无法实现时, 或是被收购公司经营环境与收购时发生了巨大未遇见的变化, 导致经营业绩大幅度下滑, 就会出现计提商誉减值, 计提商誉减值损失引发二级市场投资者恐慌, 在短期内造成股价异常波动。

本文所定义的崩盘风险是指学术界常用于衡量未来崩盘风险的两个指标, 负收益偏态系数(NCSKEW)以及收益率上下波动率(DUVOL)的数值大小, 学术界通常认为这两个指标数值越大, 崩盘风险越大。

#### 3.2. 溢价并购后商誉减值风险对股价影响传导机制理论分析

##### 3.2.1. 现有制度下商誉资产的来源及处理

现阶段 GAAP、IFRS、和我国会计准则均只认可外购产生的商誉, 企业无法自创商誉。在 2006 年的企业会计准则修改后根据我国《企业会计准则第 20 号——企业合并》规定在非同一实际控制下的企业合并中, 合并竞买方支付的对价高出标的公司可辨认净资产公允价值部分应在并购后确认为商誉。证监会发布的《会计监管风险提示第 8 号——商誉减值》明确表示收购合并所形成的商誉, 必须每年进行减值测试, 不得以并购方业绩承诺期间为由, 不进行测试。一旦商誉计提减值, 是不能转回的, 等同于直接亏损, 将直接影响上市公司年度业绩。

##### 3.2.2. 经由投资者情绪的短期外部传导分析

根据委托代理理论, 即公司的经营权属于公司的高管公司的所有权属于投资者。由于公司的高管与投资者的目标函数不一致或存在信息不对称, 散户投资者无法充分掌握公司高管经营能力以及公司的真实价值, 面对此类信息容易出现盲目跟风的情况, 从而抬高了股票价格, 形成股价泡沫, 泡沫一旦破裂将引起股价崩盘。

##### 3.2.3. 经由公司商誉的内部长期传导分析

###### 1) 大额商誉面临计提减值风险影响业绩

巨额的商誉往往是溢价并购的产物, 并包含着高估值, 高业绩承诺[8]。然而溢价并购并不往往带来

经济上的协同效应, 巨额商誉进而导致了大量的商誉减值。而且, 在并购完成后如果出卖方无法兑现业绩承诺, 高额的商誉往往存在着计提商誉减值的风险, 使得股票价格产生下行压力, 市场上投资者下调对该公司的预期盈利能力预期收益等, 进一步加剧了股票价格异常波动风险[9]。

#### 2) 商誉增大公司经营压力影响股价

一方面由于溢价并购往往伴随着公司现有负债比率的上升, 营业现金流减少, 因此财务压力会增大, 同时附带业绩承诺的并购事件到期后, 出卖方无法达到先前的业绩承诺会使得部分投资分析机构调低预期利润, 造成投资者恐慌大量抛售该公司股票引起股价异常波动, 进而经由股价把公司的基本面反映出来。另一方面, 市场上的投资者在长期恢复理性后会更多的关注公司的基本面数据, 当投资者发现溢价并购没有对公司生产经营项目产生经济协同效应时, 反而会因标的公司业绩不达预期造成经营压力提升, 公司经营风险变大, 同时溢价部分产生的大量商誉无法给公司带来实际盈利对中长期业绩也无法产生正面影响[10]。投资者也会选择抛售该公司股票, 造成股价持续下跌。

#### 3) 商誉减值主观性强, 容易导致计提滞后

根据《会计监管风险提示第8号——商誉减值》中相关规定表明要进行商誉减值测试, 就要首先确定相关资产或相关资产组合的可回收金额, 但目前国内大部分公司都没有基于自由现金流模型对相关资产进行估值, 这样的大背景下可回收金额的确定充满了主观性。再者, 对于确认协同效应对公司影响大小, 目前也没有准确的方法。公司高管往往出于对自身利益考量, 在并购后出现经营问题时往往倾向于隐瞒负面消息[11]。当隐瞒的负面信息累计到达一定程度后一并爆发, 二级市场投资者情绪受到极大影响, 公司股价因此产生剧烈波动, 使得公司股价崩盘。

#### 4) 投资者面临商誉减值主观误判

在面对大额商誉减值导致的净利润下降时, 投资者误认为公司盈利能力大幅下降, 恐慌抛售股票, 但计提商誉减值只是会计处理的一种方式, 并不是实际现金流的减少, 公司的财务状况只是在财务报表上的恶化, 公司的实际经营能力早已在并购发生后逐步展现在公司的基本面中。投资者的过度反应还会引起羊群效应, 进一步加剧股价下跌。

### 3.3. 研究假设

基于上述传导路径分析, 溢价并购带来的商誉增大在多个方面都存在着影响股价的可能, 因此本文提出如下假设:

$H_1$ : 拥有商誉资产加大上市公司股价崩盘风险。

$H_2$ : 标准化商誉占比与上市公司股价崩盘风险呈正相关。

$H_3$ : 计提商誉减值事件增大上市公司股价崩盘风险。

### 3.4. 实证分析方法

本文通过定量分析建立计量经济模型方法对本文假设一拥有商誉资产是否加大上市公司股价崩盘风险进行检验, 同时对假设二标准化商誉比率与股票价格崩盘风险是否存在正相关关系进行检验, 并进一步利用计量模型验证假设三发生商誉减值事件是否加大股票价格崩盘风险。除被解释变量及解释变量外, 本文从公司各层面加入控制变量建立以下模型:

$$Crash_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Explanations_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \alpha_{ind} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$Crash_{i,t}$  为股价崩盘风险衡量指标由  $NCSKEW_{i,t}$  以及  $DUVOL_{i,t}$  衡量, 这两个指标均为数值越大股价崩盘风险越大,  $Explanations_{i,t}$  为方程解释变量主要包括商誉资产虚拟变量  $GWT_{i,t}$ 、标准化商誉比率  $ADJGW_{i,t}$ 、商誉减值虚拟变量  $GWLT_{i,t}$  三个指标, 根据模型设定含义  $Explanations_{i,t}$  的回归系数  $\beta_1$  为正数

即表明对股票价格崩盘风险有显著正向影响,  $Controls_{i,t}$  为模型从公司股东层面、公司财务层面、公司二级市场技术层面加入的控制变量分别为日均换手率、资产负债率、周持有收益率标准差、平均周持有收益率、扣非净资产收益率、营收同比增长率、机构持股比例、总资产,  $\alpha_{ind}$  为行业控制变量。

## 4. 数据与实证分析

### 4.1. 数据选取及变量设定

本文选取 2018 年沪深 A 股全部上市公司共计 3796 家, 本文使用的财务数据以及股票价格信息均来自于 Wind 数据库及国泰安数据库。为保证模型结果可靠性, 本文对存在缺失值的数据进行剔除处理。

#### 1) 对股价影响变量构建

本文参考王文姣等学者在这方面的研究, 选用负收益偏态系数(NCSKEW)以及收益率上下波动率(DUVOL)衡量公司对公司股票价格波动的影响[12]。负收益偏态系数是当年该公司经市场调整后股票周收益率分布偏态系数, 市场调整方法如下式 2 和式 3, 负收益偏态系数越大说明该样本在当年周特有收益率分布偏态系数负的程度越严重, 即出现负极端值的概率越大, 学界通常认为负收益偏态系数大的股票有着高的崩盘可能。

$$R_{i,t} = \alpha + \beta_1 R_{m,t-2} + \beta_2 R_{m,t-1} + \beta_1 R_{m,t} + \beta_1 R_{m,t+1} + \beta_1 R_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$R_{i,t}$  为样本  $i$  在当年第  $t$  周的收益率,  $R_{m,t}$  为市场在第  $t$  周的收益率, 以及加入市场滞后两期与超前两期市场收益, 回归得到样本  $i$  在当年第  $t$  周不能被市场解释的部分收益  $\varepsilon_{i,t}$ 。

$$w_{i,t} = \ln(1 + \varepsilon_{i,t}) \quad (3)$$

$w_{i,t}$  为样本  $i$  在当年第  $t$  周的经市场调整后的股票周收益率, 即样本  $i$  的周特有收益率,  $\varepsilon_{i,t}$  为式 2 回归方程所得的残差。

$$NCSKEW_i = -\frac{n(n-1)^2 \sum w_{i,t}^3}{(n-2)(n-1) \sum w_{i,t}^2} \quad (4)$$

其中  $w_{i,t}$  为第  $i$  个样本在第  $t$  周的市场调整股票周收益率, 本文  $w_{i,t}$  来源国泰安数据库综合市场总市值平均法周特有收益率,  $n$  为样本  $i$  在当年的交易周数。

收益率上下波动率(DUVOL)是根据样本周特有收益率当年平均值把其分成上下两组, 即周特有收益率高于均值组和低于均值组并求这两组的样本的波动率之比, 按照式 5 模型计算出结果。根据许年行和于上尧等人的研究, 在理想状态下, 股票周特有收益率处于上升以及下跌阶段的概率是相等的, 上升幅度以及下跌幅度也是相等的[13]。只有当公司受负面信息影响时上升幅度以及下跌幅度才会出现不等, 并且下跌幅度大于上升幅度。学界通常认为 DUVOL 数值越大股票崩盘可能性越大[14]。

$$DUVOL_i = \log \frac{(n_u - 1) \sum_u w_{i,t}^2}{(n_d - 1) \sum_d w_{i,t}^2} \quad (5)$$

其中  $n_u$  为合计高于周特质收益率均值周数,  $n_d$  为合计低于周特质收益率均值周数,  $\sigma_d$  为第  $i$  个样本在第  $t$  周的周特质收益率。

#### 2) 商誉变量

经过前文数据处理后本文选取 2018 年沪深 A 股全部上市公司共计 3400 家, 对截止 2018 年年报数据没有商誉资产的公司其商誉虚拟变量(GWT)赋值为 0, 对拥有商誉资产的公司其商誉虚拟变量(GWT)赋值为 1, 以此用来研究假设一。同时选取当年拥有商誉资产的上市公司 1906 家, 为了使得数据具有可

比性, 本文对拥有商誉资产的公司商誉资产进行标准化, 即标准化商誉(ADJGW)为商誉资产占总资产比例, 并以此研究假设二标准化商誉占比是否与股价崩盘风险存在正相关。对于研究假设三计提商誉减值风险加大股价崩盘风险, 本文对 2018 年全年曾经发生计提商誉减值事件的公司其商誉减值虚拟变量(GWLT)赋值为 1, 没有发生商誉减值的公司其商誉减值虚拟变量(GWLT)赋值为 0。

### 3) 控制变量

本文参考过往相关研究, 并综合考虑各层面可能对公司股价造成影响的因素, 对本文的计量模型加入控制变量。分别从公司股东层面、公司财务层面、公司二级市场技术层面分别加入控制变量尽量消除内生性, 各主要变量以及控制变量见表 1。

**Table 1.** Definition and description of each variable

**表 1.** 各变量定义及说明

变量类型	变量符号	变量名称	变量定义
被解释变量	NCSKEW	负收益偏态系数	股价负收益偏态系数, 计算方法见式(4)
	DUVOL	收益率上下波动率	股价收益率上下波动率, 计算方法见式(5)
	GWT	商誉虚拟变量	拥有商誉资产为 1, 没有商誉资产为 0
解释变量	ADJGW	标准化商誉	当年期末商誉占总资产比率
	GWLT	商誉减值虚拟变量	当年年内发生过商誉减值为 1, 否则为 0
控制变量	CHANGE	日均换手率	当年公司股票的按日计算的年平均换手率
	DC	资产负债率	当年期末公司资产负债率
	RETSTD	周持有收益率标准差	公司股票当年周持有收益标准差
	RETMEAN	平均周持有收益率	公司股票当年周持有收益平均
	DTROE	扣非净资产收益率	当年扣除非经常损益的净资产收益率
	REVIMP	营收同比增长率	公司当年较前一年营业收入增长率
	IH	机构持股比例	公司当年期末机构持股比例
	LOGIA	总资产	公司当年总资产对数

## 4.2. 实证分析

### 4.2.1. 描述性统计分析

由表 2 描述性统计分析表可以得出负收益偏态系数和收益上下波动率均值分别为-0.143 和-0.102, 符合以往相关研究相结果, 两指标的标准差分别为 0.829 和 0.530 表明 NCSKEW 指标相差程度大于 DUVOL 指标。GWT 均值为 0.573 说明年沪深 A 股所有上市公司中拥有商誉资产的公司占半数以上。标准化商誉占比指标 ADJGW 均值为 0.062 即在拥有商誉的上市公司中, 商誉平均占总资产 6.2%, 由此可见商誉已经成为公司资产中的一个重要部分。GWLT 均值为 0.248, 说明当年沪深 A 股所有上市公司中有 24.8% 的公司当年计提过商誉减值。

**Table 2.** Descriptive statistics table

**表 2.** 描述性统计表

Variables	Mean	Median	Std	Min	Max	N
NCSKEW	-0.143	-0.161	0.829	-3.696	4.131	3400
DUVOL	-0.102	-0.131	0.530	-2.207	2.791	3400

## Continued

GWT	0.573	1.000	0.495	0.000	1.000	3400
ADJGW	0.062	0.020	0.086	0.000	0.387	1906
GWLT	0.248	0.000	0.432	0.000	1.000	3400
CHANGE	2.325	1.301	2.977	0.030	23.274	3400
DC	44.135	42.035	42.035	0.978	800.924	3400
RETSTD	3.230	1.893	4.319	0.000	76.774	3400
RETMEAN	-0.560	-0.606	0.662	-3.563	5.754	3400
DTROE	0.769	5.973	108.869	-3035.423	2368.677	3400
REVIMP	17.704	10.805	113.688	-98.823	5504.443	3400
IH	37.116	37.272	23.864	0.002	122.790	3400
LOGTA	9.702	9.611	0.654	7.667	13.442	3400

## 4.2.2. 计量模型结果分析

本文利用 Eviews10.0 进行回归分析, 并对所有回归方程均进行了 white 检验, 对存在异方差的回归(2)、(6)采用异方差稳健标准误法进行回归消除异方差, 确保了回归结果可靠性。并且在各方程回归后计算其 VIF 值, 结果均小于 10 即不存在严重多重共线性, 因本文使用横截面数据可认为发生自相关可能性极小。由计量模型结果表 3 可知, 回归结果(1)、(2)是验证假设一上市公司是否拥有商誉资产对股价的影响, 解释变量是否拥有商誉资产虚拟变量(GWT)在两个回归方程中回归系数均为正数, 即拥有商誉使得股价崩盘风险衡量指标数值越大, 且在 5%显著性水平上显著, 说明拥有商誉资产公司股价崩盘风险显著大于无商誉资产公司。回归结果(3)、(4)验证本文假设二即上市公司标准化商誉占比是否与当年股价崩盘风险由显著正相关, 解释变量标准化商誉(ADJGW)在两个回归方程中回归系数均为正数, 即标准化商誉越大股价崩盘风险衡量指标数值越大, 且在 10%显著性水平上显著, 说明标准化商誉占比与股价崩盘风险呈正相关关系。回归结果(5)、(6)验证本文假设三即上市公司当年是否发生商誉减值对股价崩盘风险的影响, 解释变量商誉减值虚拟变量(GWLT)的回归系数均为正数, 说明发生过商誉减值事件使得股价崩盘风险衡量指标数值越大, 且在 1%水平上显著, 说明当年发生过商誉减值事件公司的股价崩盘风险显著大于不发生商誉减值事件公司。针对稳健性检验问题, 本文选取的变量为负收益偏态系数以及收益率上下波动率, 两指标均为衡量股价崩盘风险的指标, 两指标得出的回归结果由上表得知大致上相同, 所以可以近似看作是本文采用了替换被解释变量的稳健性检验, 检验结果证明本文结果具有稳健性。

Table 3. The impact of goodwill on the risk of stock price collapse

表 3. 商誉对股价崩盘风险影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	NCSKEW	DUVOL	NCSKEW	DUVOL	NCSKEW	DUVOL
GWT	0.069807** (2.435059)	0.043603** (2.433831)				
ADJGW			0.402909* (1.784841)	0.265938* (1.798909)		
GWLT					0.091117*** (2.800332)	0.070629*** (3.476595)
CHANGE	0.000131 (0.023137)	0.0000358 (0.01009)	-0.004799 (-0.509516)	0.002418 (0.40262)	-0.000421 (-0.074414)	-0.000093 (-0.026363)

## Continued

DC	-0.000587 (-1.073297)	-0.000338 (-0.987851)	-0.000663 (-0.705029)	-0.000408 (-0.737472)	-0.000645 (-1.180275)	-0.000381 (-1.116951)
RETSTD	0.017131*** (5.131889)	0.009655*** (4.628213)	0.028175*** (5.189351)	0.015017*** (4.633321)	0.017898*** (5.348368)	0.010246*** (4.903941)
RETMEAN	-0.313275*** (-13.55601)	-0.173351*** (-12.0031)	-0.351599*** (-11.01955)	-0.228042*** (-9.574731)	-0.305401*** (-13.12733)	-0.167462*** (-11.52877)
DTROE	-0.000034 (-0.026975)	0.0000661 (0.839947)	-0.0000283 (-0.15705)	0.0000792 (0.989446)	0.0000081 (0.064301)	0.0000724 (0.921372)
REVIMP	0.000281** (2.332008)	0.000108 (1.429858)	0.000202 (1.451573)	0.0000695* (1.673326)	0.0003** (2.49482)	0.00012 (1.594909)
IH	0.000753 (1.093664)	0.000256 (0.594273)	0.001595* (1.686481)	0.00089 (1.463733)	0.000796 (1.155826)	0.000328 (0.762714)
LOGTA	0.066211** (2.488944)	0.043643*** (2.625165)	0.072747* (1.888489)	0.042599* (1.794493)	0.073255*** (2.808536)	0.04728*** (2.903215)
	NCSKEW	DUVOL	NCSKEW	DUVOL	NCSKEW	DUVOL
CONSTANT	-1.064335*** (-4.333479)	-0.695133*** (-4.528846)	-1.1584*** (-3.18847)	-0.708933*** (-3.142211)	-1.111434*** (-4.566474)	-0.722335*** (-4.753326)
INDUSTRY	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	3400	3400	1906	1906	3400	3400
R	0.080032	0.050432	0.096433	0.088944	0.08055	0.051601

表中\*, \*\*, \*\*\*分别代表在 10%, 5%, 1%显著性水平上显著

## 5. 结论与建议

### 5.1. 投资者方面：理性面对并购公告警惕高商誉

本文通过利用 2018 年沪深 A 股全部上市公司实证分析证明溢价并购带来的商誉增大显著增大上市公司股价崩盘风险，且崩盘风险与标准化商誉占比呈正相关关系，发生商誉减值事件进一步加大拥有商誉资产公司的股价崩盘风险。基于同国际各大股票交易市场比较，我国股票交易市场具有投资者中散户投资者占比高、换手率高、投机性交易占比高等特性，我国 A 股市场的投机氛围容易使得投资者具有“眼球效应”。所以投资者应当在面对公司发布的并购公告时应该更关注于标的公司本身给公司带来的效益，避免盲目追热点形成股价泡沫，同时在投资过程中警惕拥有高商誉并且伴随高业绩承诺的公司，因为一旦业绩承诺无法达成需计提商誉减值时将对公司当年业绩造成极大负面影响，从而影响公司基本面对致使公司股价崩盘风险变大，同时也要理性面对计提商誉减值事件避免“羊群效应”。

### 5.2. 公司方面：理性并购，及时进行商誉减值测试

近年来掀起的并购潮导致控制权市场竞争异常激烈，控制权市场竞争激烈进一步加剧了并购溢价，高溢价不仅对公司财务方面造成影响，同时带来的商誉使得市场积聚大量风险，危害到正常的生产经营活动。高业绩承诺下高溢价带来的高商誉在面临业绩及承诺不达标时，一旦计提商誉减值就会显著加大公司股价崩盘风险，所以上市公司高管应理性并购，及时公布进行商誉减值测试，避免一次计提大量商誉减值对公司股价造成大幅影响。

### 5.3. 监管部门：加强对高溢价并购监管力度

监管部门在面对高溢价并购公告时应及时对并购交易双方发送问询函，并建立严格的事后追责制度，比如并购后商誉占净资产比例高于 50%的公司管理层五年内不得减持等。我国《企业会计准则第 8 号



——资产减值》规定每年年终企业应该按照资产组或资产组组合对商誉进行减值测试,但具体的减值操作步骤并没有明确的说明,从而导致部分公司没有及时计提商誉减值,或者计提额度非真实值等,业绩承诺期满一次性计提大额商誉减值极大打击投资者信心,破坏市场稳定。因此相关监管部门应该加强制度建设,严格进行监管维护投资者利益确保市场稳定有序。

## 参考文献

- [1] 黄美亮. 基于高并购溢价的商誉及其减值研究[J]. 商场现代化, 2019(21): 165-166.
- [2] 陈麾. 关于巨额商誉减值的思考——基于商誉形成原因及后续计量[J]. 现代商业, 2019(23): 189-191.
- [3] 郭猛. 关于上市公司并购重组中的商誉减值问题分析[J]. 中国商论, 2019(19): 145-146.
- [4] 刘喜和, 王洁远. 溢价并购、商誉减值与股票收益率波动效应[J]. 金融经济研究, 2019, 34(3): 83-93.
- [5] 刘娥平, 关静怡. 寅吃卯粮: 标的公司盈余管理的经济后果——基于并购溢价与业绩承诺实现的视角[J]. 中山大学学报(社会科学版), 2019, 59(4): 197-207.
- [6] 刘超, 徐丹丹, 郑忱阳. 商誉、高溢价并购与股价崩盘风险[J]. 金融监管研究, 2019(6): 1-20.
- [7] 傅超, 杨曾, 傅代国. “同伴效应”影响了企业的并购商誉吗?——基于我国创业板高溢价并购的经验证据[J]. 中国软科学, 2015(11): 94-108.
- [8] 高榴, 袁诗淼. 上市公司并购重组商誉及其减值问题探析[J]. 证券市场导报, 2017(12): 58-64.
- [9] 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[J]. 中国工业经济, 2019(11): 174-192.
- [10] Zhu, W. (2016) Accruals and Price Crashes. *Review of Accounting Studies*, 21, 349-399. <https://doi.org/10.1007/s11142-016-9355-1>
- [11] Kothari, S.P., Shu, S. and Wysocki, P.D. (2009) Do Managers Withhold Bad News? *Journal of Accounting Research*, 47, 241-276. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00318.x>
- [12] 王文姣, 傅超, 傅代国. 并购商誉是否为股价崩盘的事前信号?——基于会计功能和金融安全视角[J]. 财经研究, 2017, 43(9): 76-87.
- [13] 许年行, 于上尧, 伊志宏. 机构投资者羊群行为与股价崩盘风险[J]. 管理世界, 2013(7): 31-43.
- [14] 谢凤鸣. 我国上市公司股价崩盘风险研究[J]. 时代金融, 2019(30): 61-62+67.