

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目：高溢价并购的商誉减值与中小投资者利益侵害
—— 基于高伟达并购案例的研究

研究生姓名： 王琛若

指导教师姓名、职称：胡凯 教授 张利平 会计师

学科、专业名称：会计硕士

研究方向：企业理财与税务筹划

提交日期：2022年6月1日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 王琛若 签字日期： 2022.6.2

导师签名： 胡弘 签字日期： 2022.6.4

导师(校外)签名： 张利平 签字日期： 2022.6.6

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

- 1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；
- 2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 王琛若 签字日期： 2022.6.2

导师签名： 胡弘 签字日期： 2022.6.4

导师(校外)签名： 张利平 签字日期： 2022.6.6

Goodwill impairment of high premium M &A
and the infringement of the interests of small
and medium-sized investors

-- a case study based on gaoweida M & A

Candidate : Wang Chenruo

Supervisor: Hu kai Zhangliping

摘 要

近年来,随着中国经济的迅猛发展,大量公司试图通过并购重组的方式,来进行企业转型与产品升级,进一步扩充企业的实力及其竞争优势。所以并购案例在近年来犹如雨后春笋般源源不断的涌现出来。但是,随之带来的隐患便是在溢价并购中积累的商誉占资产总额比重的日益飙升。根据我国现行会计政策,商誉会在每年年末进行减值测试,因此每年都巨额商誉存在减值风险,而一旦商誉减值实际发生,那么就会造成企业当年净利润的严重亏损及其财务数据,股票价格应声下跌,广大投资者利益损失严重。经数据显示,2020年,A股上市公司共发生1.23万起并购事件,商誉总值激增至1.19万亿,共计提商誉减值853.16亿元。而在这其中,又以合计计提296.76亿,占总计提商誉35%的软件服务类上市公司最为引人注目。截至目前为止,国内外学者多聚焦于对高溢价并购动因分析、商誉的确认与计量、计提商誉造成的经济后果等问题的研究,但却少有人进行案例分析研究。

本文的研究问题是:高溢价并购的商誉减值与中小投资者利益侵害。鉴于我国A股市场频繁发生高溢价并购后计提巨额商誉减值的事件,因此本文试图从该现象入手,对案例高溢价并购目的及动因、高额商誉减值成因,以及高溢价并购的商誉减值对中小投资者利益侵害链条做出分析,并最终得出如何保护中小投资者利益的相关结论。

本文首先采用了文献研究法,对商誉、高溢价并购、商誉减值、中小投资者利益的相关文献进行回顾梳理,对本文中涉及到的概念进行了重新界定,同时罗列出了文章所涉及的基础理论,为后文的分析提供理论支撑。随后采用案例分析法,以高伟达这一在2020年计提巨额商誉减值准备的公司为例,通过梳理其并购后商誉累计和减值的全过程,从而进一步分析高溢价并购、及其之后计提巨额商誉减值的动因,以及计提商誉后对中小投资者利益的侵害机理,最终得出结论:盲目高溢价并购企业可能能够在短期内取得亮眼的财务数据和一路飘红的股价,但站在长期角度观之,溢价并购时溢价率越高,代表企业在日后的经营中,其商誉减值的风险越大,一旦确认计提,那么就会发生企业的净利润缩水、财务数据恶化、股价应声下跌等一系列反映,而作为市场中弱势群体的中小投资者,其利益如何保护,就成为了目前亟待解决的问题。

关键词：商誉减值 高溢价并购 中小投资者利益 风险防范

Abstract

In recent years, with the rapid development of the Chinese economy, a large number of companies are trying to carry out business transformation and product enhancement through mergers and acquisitions to further expand the strength and competitive advantage of companies. Therefore, M&A cases have arisen in recent years. However, the hidden risk is the increasing share of goodwill accumulated in the M&A premium in total assets. According to China's current accounting policy, goodwill is tested for impairment at the end of each year, so that every year there is a risk of impairment of a huge goodwill. Once the impairment of goodwill actually occurs, it will cause severe losses of the Company's net profit and financial data, the share price will fall and the interests of investors will suffer serious losses. According to the data, 12300 mergers and acquisitions took place in listed companies in 2020-years, and the total goodwill value rose to 1.19 trillion, with a total depreciation of 85.316 billion yuan. Particularly striking among them are the listed software service providers with a total provision of 29.676 billion, which account for 35% of the total goodwill. So far, scientists at home and abroad have mainly focused on the analysis of the motivation of high-premium M&A., the recognition and measurement of goodwill, the economic consequences of the withdrawal of goodwill, etc. However, only a few people have carried out case studies.

The research question of this paper is: the goodwill impairment of High Premium M&A. and the violation of the interests of small and medium-sized investors. Given the frequent occurrence of the event of the withdrawal of enormous goodwill impairment after High Premium M&A in the Chinese A stock market, this article attempts to begin with this phenomenon, the purpose and motivation of High Premium M&A. analyse the causes of a high goodwill impairment and the impact of the goodwill impairment of High Premium M&A. on the interests of small and medium-sized investors. Finally, you draw relevant conclusions on how to protect the interests of small and medium-sized investors.

First, the relevant literature on Goodwill, High Premium M&A, Goodwill Impairment and the interests of small and medium-sized investors is reviewed and sorted, the concepts defined and the basic theories listed in order to theoretically support the later analysis. Using the example of gaoweida, a company that accumulated huge goodwill impairment reserves in 2020, This paper analyses the motivation of M&A. with a high premium and subsequent accumulation of large goodwill value adjustments as well as the infringement mechanism for the interests of small and medium-sized investors after the acquisition of goodwill. The conclusion is that blind high-premium M&A. companies can receive good financial data and booming stock prices in the short term, but in the long term, the higher the premium rate during premium M&A., the

greater the risk of impairment of goodwill in the company's future operations. Once the provision is confirmed, the net profit of the company shrinks, financial data will deteriorate. The question of how to protect the interests of small and medium-sized investors has become an urgent problem as a vulnerable market group that needs to be solved.

Keywords: Goodwill impairment; High premium M&A; Interests of small and medium-sized investors; Risk prevention

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景与研究问题.....	1
1.2 研究意义及目的.....	3
1.2.1 理论意义.....	3
1.2.2 现实意义.....	3
1.3 研究内容及思路框架.....	3
1.3.1 研究内容.....	3
1.3.2 研究思路框架.....	5
1.4 研究方法.....	6
1.4.1 方法选择.....	6
1.4.2 案例选择.....	6
2 文献综述	11
2.1 并购商誉的相关研究.....	11
2.1.1 商誉的本质.....	11
2.1.2 商誉的确认.....	11
2.1.3 商誉的后续计量.....	11
2.2 商誉减值相关研究.....	12
2.2.1 商誉减值的原因.....	12
2.2.2 商誉减值的后果.....	13
2.3 中小投资者利益研究.....	13
2.3.1 中小股东利益受到侵害的原因.....	13
2.3.2 侵害中小股东利益的方式.....	14
2.3.3 侵害中小股东利益的后果.....	14
2.4 文献述评.....	15
3 概念界定与基础理论	17
3.1 概念界定.....	17
3.1.1 并购.....	17

3.1.2 高溢价并购.....	17
3.1.3 并购商誉.....	18
3.2 基础理论.....	18
3.2.1 委托代理理论.....	18
3.2.2 信息不对称理论.....	19
3.2.3 信号传递理论.....	19
4 案例介绍.....	21
4.1 高伟达公司简介.....	21
4.2 高伟达并购实施及高额商誉形成、计提过程.....	21
4.2.1 并购实施过程.....	22
4.2.2 商誉形成.....	24
4.2.3 计提商誉减值.....	25
5 案例分析.....	26
5.1 高伟达高溢价并购的目的和动因.....	26
5.1.1 增强主营业务能力.....	26
5.1.2 发挥企业协同效应.....	26
5.1.3 自身盈利能力弱化.....	26
5.2 高伟达高额商誉减值成因分析.....	27
5.2.1 过高的业绩承诺.....	27
5.2.2 商誉的初始确认值虚高.....	30
5.2.3 盈余管理动机.....	31
5.2.4 审计机构监管存在欠缺.....	32
5.3 高溢价并购及商誉减值对中小投资者利益侵害分析.....	33
5.3.1 高溢价并购及商誉减值对中小投资者利益影响过程分析.....	33
5.3.2 基于市场反应的中小股东利益影响分析.....	35
5.3.3 基于财务指标层面的中小投资者利益侵害分析.....	41
6 研究结论与建议.....	48
6.1 研究结论.....	48

6.2 对策与建议.....	50
6.2.1 剥离非商誉资源.....	50
6.2.2 完善商誉减值的测试方法.....	50
6.2.3 强化中小投资者投资能力与风险意识.....	51
6.3 研究不足.....	51
6.3.1 研究不足.....	51
6.3.2 展望.....	52
参考文献	53
后 记	58

1 绪论

1.1 研究背景与研究问题

现如今,企业为了增强企业活力、拓展企业业务,纷纷不约而同地选择并购这一方式。在收购其他企业时,收购方往往要付出高于被并购方在并购当日可辨认净资产公允价值的几十倍,甚至上百倍的价款,而多出的这部分金额,将被确认为商誉,同时该商誉将在每年末进行减值测试。一旦有减值风险发生,该商誉将被计提,直接影响本期的利润,进而影响企业股价,侵害投资者经济利益。

根据国泰安数据显示,自 2014 年起至 2020 年,中国 A 股上市公司的并购数量和并购商誉金额均呈现上升趋势。2014 年 A 股市场共发生 946 起并购事件,到 2020 年,这一数字已增长至 12248 起,增长率达 1194.71%;与此同时 A 股商誉总值也从 2014 年的 3410.47 亿,飞升至 2020 年的 1.19 万亿,增长率高达 248.9%。由高溢价带来的高商誉所可能引发商誉减值的风险也就被更加放大。从行业来看,2020 年在所有的 19 个行业中(依照证监会 2012 版行业分类),有 3 个商誉减值超百亿级别,而在这 3 个领域里,又以计提 296.76 亿元的软件服务类企业最为典型。

2013 至 2015 年,我国迎来了互联网行业的兴起,软件服务行业的并购高峰也随之到来。又因为在并购时买卖双方往往会签订 4 至 5 年的对赌协议,所以对于大部分企业来说,能否实现他们的业绩承诺,全由 2017-2020 年业绩一锤定音。可以注意到在 2018 年,有 50%的软件企业都遭受了商誉减值的冲击,累计折旧金额达到 584 亿元,其中商誉减值的金额就达到了 411 亿,这一比例达到了 70%,大规模的减值也导致了整个行业在 2018 年呈现严重的下滑态势,充分展示出了商誉减值的巨大风险。处于影视行业和软件服务行业这类典型轻资产运营模式下的企业是商誉减值的绝对主角,巨额的减值也会对公司的运营造成很大的压力,与此同时,商誉减值的频繁发生,也同样给投资者,特别是中小投资者们带来了巨大的伤害。

在当前交易中,普遍流行的是交易双方共同签署对赌协议,然而又因为一方面在交易初期,收购方对未来普遍乐观,从而夸大了双方并购后的协同效应;另

一方面这种对赌协议往往并不具备准确预测未来业绩的能力,被收购方为了抬高身价主动夸大未来的收益能力,从而提供了虚高的业绩承诺。在这种情况下,被并购方希望能通过高估值被高价收购,而收购方希望高业绩承诺能够向市场释放积极信号,推动公司股价上升,况且溢价部分同样会被计入企业的资产项目,届时财务数据更加亮眼,再次助推股价攀升;此外,与估值更低的资产基础法相比,在目前的并购交易中,交易双方也更倾向于使用报价更高的收益法进行交易,双方由此都能实现利益最大化。因此在上述三者的共同作用下,涌现出了大量高溢价并购的案例。倘若被并购企业顺利完成对赌协议,那么就实现了双赢的既定目标;而一旦届时被并企业未能如愿完成对赌协议,那么首当其冲的面临的的就是公司股价受该不利消息影响,下行压力巨大。紧接着,收购企业会计提大量商誉,由此波及公司利润,进而使公司财务数据恶化。

与此同时,相较于中小投资者单一依靠短期股价涨幅波动赚取利差的收益方式,大股东一方面作为企业坚定的价值投资者,对于公司股价的短期波动并不会十分敏感;另一方面大股东能够按照持有股份的多少获得相应的剩余索取权,即股息红利所得。因此,一旦企业计提高额商誉减值影响股价下跌,首当其冲的受损者往往就是中小投资者。此外,一个很值得注意的现象是:大股东往往可以借助其天然的信息资源优势,在公司对外宣告未达成赌协议前就高位抛售持股进行套现,此类行为严重侵蚀了中小投资者的利益。因此,在A股市场中,高溢价并购导致商誉减值的弊端也在逐渐凸显。

由于上文提到,商誉自2013年来经历了数年的积累,于近几年来到了对赌协议的截止年份,除部分企业确实因为其自身经营不善或外部环境影响等因素无法完成对赌协议,导致计提巨额商誉减值外,也存在不少企业企图“浑水摸鱼”,趁机借外部环境混乱等外部因素,在年底时一次性计提巨额商誉,将之前高溢价并购累积而来的巨额商誉减值风险迅速清零,经历本年计提阵痛过后等待的是风险压力释放后更加亮眼的财务指标与市场在股价上的积极反馈。

通过对商誉减值的成因与其形成过程的梳理,可以看出其存在的共性问题。因此本文将从保护投资者利益的角度,分析上市公司高溢价并购引致商誉减值的过程及治理对策,以期保护投资者的同时,增强资本市场的信心,维护市场稳定运行。

1.2 研究意义及目的

1.2.1 理论意义

首先,本文以软件服务行业这一商誉减值的“重灾区”为研究背景,分析其并购溢价和商誉减值情况,能够充实相关文献,丰富对该行业的研究以及理论分析。其次,目前对于高溢价下商誉减值应对措施的研究主要是站在企业的立场上展开的,本文的立场则主要集中聚焦于中小投资者视角,旨在为中小投资者提供更多防范风险的理论依据。

1.2.2 现实意义

截至2020年,我国A股商誉总值已高达1.19万亿元人民币,相比2014年已经增长两倍有余。巨额的商誉就好像达摩克利斯之剑一般高挂于众企业项顶之上,因此,研究该问题有利于化解现有商誉泡沫,同时预防新一轮高溢价并购所带来的巨额商誉。此外,由于部分大股东可能存在的掏空行为,保护处于信息不对称弱势方的中小投资者势在必行。评价一个国家资本市场合格与否的重要标志,就是看以绝对数量占优的中小投资者其利益能否得到充分的保护,一旦中小投资者们因其利益没有办法得到保证,就会导致该群体投资信心的缺失,大量资本外逃,严重影响本国经济持续平稳健康可持续发展。

此外,通过梳理由高溢价并购后商誉减值侵害中小投资者的整个链条后,能够厘清侵害全过程,进而能够出台更加有针对性的相关政策,同时进一步强化、细化对关键节点、重要环节的监督。因此,该研究对于维护中小投资者权益、稳定投资者信心、维护国民经济健康发展等多层面都有相当大的意义。

1.3 研究内容及思路框架

1.3.1 研究内容

第一部分为绪论,本章将主要阐述研究背景,研究目的及意义、研究内容、思路框架与研究方法。即近年来中国资本市场经历迅速扩张时期,并购事件频繁发

生,与之对应的各企业商誉减值“爆雷”事件也接连发生,面对此类恶性事件严重损害中小投资者利益的现实状况,本文将从保护中小投资者利益的角度出发,分析上市公司高溢价并购最终引致商誉减值的过程及治理对策,以期在保护投资者的同时,增强资本市场的信心,维护市场平稳运行。

第二部分为文献综述,本章将从商誉、溢价并购的相关概念和影响因素进行综合的理论研究,同时对溢价并购与商誉减值之间的逻辑关系进行研究分析,为后续高伟达案例研究具体内容的展开,奠定科学的理论依据。

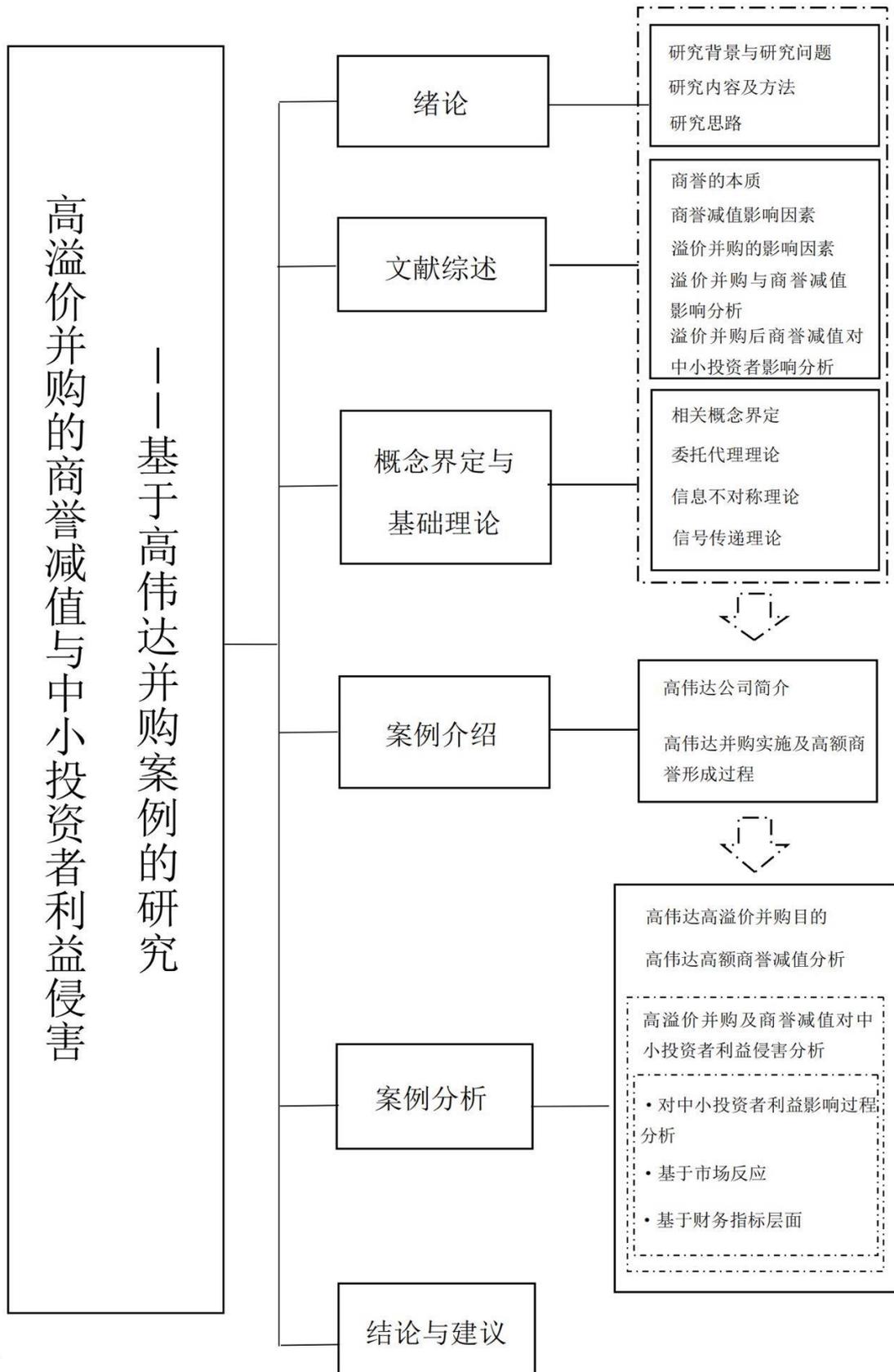
第三部分为相关概念界定和相关基础理论,本章将对高溢价并购、中小投资者、利益侵害等相关概念做出界定。再分别从协同、效应信息不对称及信号传递理论出发,阐述高溢价并购存在的客观性与合理性,为后文打下理论基础。

第四部分是案例介绍,包括了我国上市公司及软件服务业高溢价并购与商誉减值情况、高伟达公司简介以及高伟达并购实施及高额商誉形成和计提过程三部分,本章首先将运用数据分析的方法对我国 2014-2020 年上市公司高溢价并购及商誉减值状况作出整理,通过对其交易规模、交易数量、溢价区间、存在商誉的公司数量、商誉总值等数值的归集,分别对高溢价并购与商誉减值的状况加以分析。其次,再从软件服务行业的角度切入,对整体行业的高溢价并购和商誉减值状况加以分析,引出案例公司的简介、并购实施的过程、高额商誉形成及其减值过程。

第五部分是案例分析,本章将分别探讨溢价并购的目的及动因、商誉减值状况及成因分析、高溢价并购的商誉减值对中小投资者利益侵害的分析,这三大部分进行分析探讨。首先将从企业战略发展角度探讨分析高伟达溢价并购的目的及其动因;其次将对高伟达高额商誉减值的成因进行分析;最后将分析高溢价并购的商誉减值对中小投资者利益的影响,从而建立起“高溢价并购——商誉减值——侵害中小投资者利益”这一链条的内在逻辑关系,同时为后文提出对于中小投资者风险防范的相关建议打下基础。

第六部分:研究结论与对策建议,总结高伟达并购案例中所得出的结论,并对监管部门、高伟达公司以及中小股东提出相关建议。

1.3.2 研究思路框架



1.4 研究方法

1.4.1 方法选择

1.4.1.1 案例研究法

文章选取高伟达公司高溢价并购后计提商誉减值事件为例,多角度分析高伟达高溢价并购动因、计提商誉减值成因以及分析高溢价并购后商誉减值对中小投资者利益影响链条,同时得出结论和对应的解决方案,希望通过本文对高伟达案例的研究,能够为维护资本市场平稳发展和保护中小投资者利益带来一定的借鉴价值。

1.4.1.2 文献研究法

本文首先对国内外有关高溢价并购、商誉减值与中小投资者的关系等问题的科研成果进行了详析并总结,进而对从高溢价并购开始,直至最终确认商誉减值,引发股价下跌,造成投资者利益受损的这一链条的研究进行了更深入的探讨,展开本文案例的研究。

1.4.1.3 事件研究法

本文分别将高伟达第一次大规模集中收购案中收购最后一家企业时对外发布公告的时间,与高伟达发布业绩预告计提巨额商誉的时间做为事件日,再借助事件研究法推演出事件日对应窗口期的超额收益率,进而分别探析股价在短期内会对相应事件做出何种市场反应。

1.4.2 案例选择

本文选取高伟达(300465.SZ)从2016-2017年间4次高溢价并购的全过程,及其随后计提商誉减值对中小股东的影响作为研究对象。

本文选取以上案例的特征和原因如下:

第一，A股上市公司并购案件数量及其商誉规模激增。2014和2015年，我国上市公司的并购热潮开始涌现。无论是从数量还是从规模上来看，都有很大的增长。通过国泰安的数据分析，我们可以看到2014-2020年之间的并购交易和这七年的并购交易走势。

表 1.1 2014-2020 年中国上市公司并购交易概况

年份	交易数	交易规模（亿元）	平均每笔交易资金量 （亿元）
2014	3796	18796.04	4.95
2015	6430	26553.46	4.13
2016	4979	22327.03	4.48
2017	10572	25401.59	2.4
2018	11231	24627.15	2.19
2019	11860	24550.2	2.07
2020	12287	27154.27	2.21

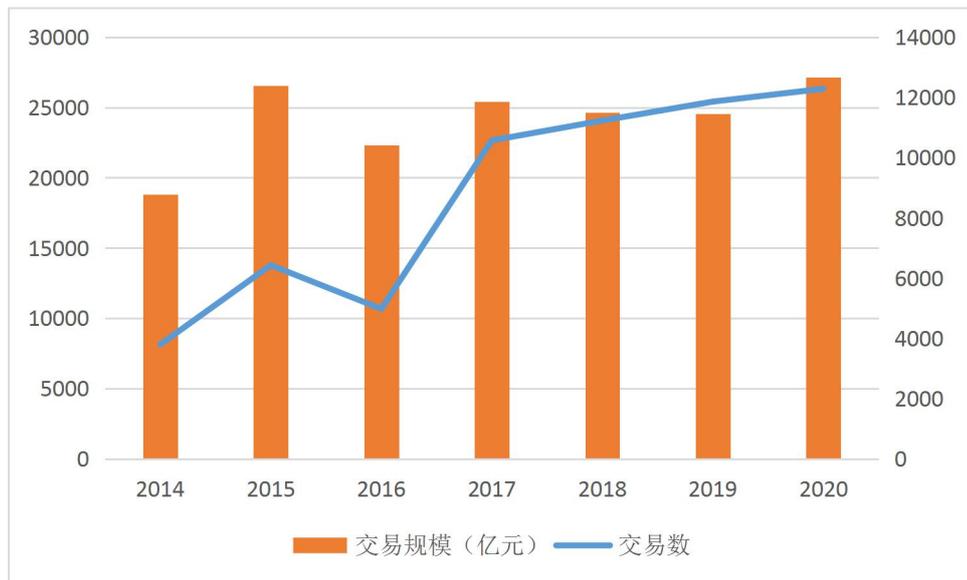


图 1.1 2014-2020 年中国并购市场发展趋势图

数据来源：国泰安数据库

在我国，仅 2015 年，就发生了 6430 宗并购交易，总计 26553 亿元，交易总量和交易额分别增长了 69.38%和 41.27%。同年，企业并购案件总体量创下新高，该数量的绝对值虽然在 2016 年呈下滑趋势，然而交易案件的均值却出现了小幅的增加，2017 年的并购交易继续一片繁荣，交易总量达 10572 宗，同比增加了 112.4%。事实上，交易数自 2015 年达到顶峰后便一直呈下降趋势，但交易总规模总体还是呈现波动式上升的趋势，截至 2020 年，并购数量已达 12287 笔，创下历史新高。

随着并购案件的不断增多，企业积累的商誉也呈现出逐年上升的态势。具体数据见表 1.2 和图 1.2，在 2020 年的 A 股的 3893 家企业中，公布了商誉的就有 2434 家，这一数字在 1.208 兆左右，比 2017 年的数字要少一些。2020 年，有账面显示累计商誉的企业比 2014 年增加了 1.84 倍，但商誉却增加了 3.6 倍。再次证明每笔收购案件的溢价率有了惊人的涨幅。

表 1.2 2014-2020 年 A 股上市公司并购商誉状况统计

年份	上市公司数量	存在商誉的公司数量	期末商誉总额（万亿元）
2014	2613	1395	0.339
2015	2827	1628	0.64
2016	3052	1827	1.043
2017	3485	1968	1.291
2018	3584	2063	1.309
2019	3893	2434	1.259
2020	4343	2573	1.208

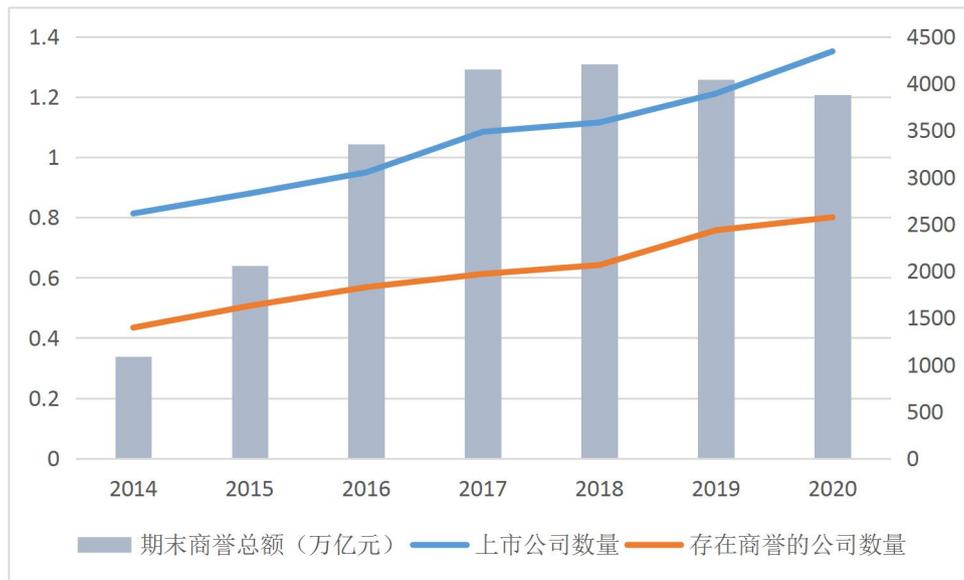


图 1.2 2014-2020 年 A 股上市公司并购商誉情况

数据来源：国泰安数据库

从下表数据可以看出：2020 年，商誉在各行业中的计提呈现出“双高”的特点，即行业内计提公司数量的比例高，以及行业内计提商誉总额占该行业总累计额的比例高。具体分行业看，由于公司绝对数量大，因此商誉净额最大、计提商誉最多的是制造业，排名第二的是信息传输、软件和信息技术服务业，该行业由于存在更新频繁、节奏快等特点，需要整合现有资源，及时转变运营策略，发生大量并购事件，积累巨额商誉随后又因其未达预期的协同效应随之计提减值，所以该行业整体减值总额也十分巨大。

表 1.3 2020A 股上市公司分行业并购商誉及其减值情况

行业	存在商誉的企业数量	计提商誉键值的企业数量	计提商誉键值的企业比例	商誉净值总额 (亿元)	商誉减值准备 (亿元)	减值准备占商誉净额比例
住宿和餐饮业	7	6	8.57%	904.05	4.56	0.50%
制造业	1425	836	58.67%	19259.18	1600.64	8.31%
采矿业	43	27	62.79%	3005.56	266.27	8.86%

信息传输、软件和信息技术服务业	224	138	61.61%	5643.68	607.15	10.76%
卫生和社会工作	12	9	75%	399.34	5.98	1.50%
租赁和商务服务业	42	24	55.81%	1064.55	157.46	14.79%
文化、体育和娱乐业	44	33	75%	1883.18	175.13	9.30%
交通运输、仓储和邮政业	63	23	36.51%	1113.39	25.13	2.26%
科学研究和技术服务业	37	17	45.95%	293.82	46.45	15.81%
批发和零售业	109	81	74.31%	333.31	106.49	3.10%
房地产业	74	47	63.5%	659.99	129.49	19.62%
教育	7	5	71.43%	108.52	2.08	1.92%
水利、环境和公共设施管理业	38	24	63.16%	353.83	22.44	6.34%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	68	46	67.65%	1154.68	102.77	8.90%
农、林、牧、渔业	23	18	78.26%	87.67	16.28	18.57%
建筑业	66	40	60.6%	970	69.83	7.20%
综合	15	14	93.33%	77.99	36.41	46.69%

数据来源：国泰安数据库

本文选取高伟达做为案例企业，该公司处于软件服务业这一商誉减值的“高危”行业，且其在 2016-2017 年间以总溢价率高达 690%的情况下收购 4 家企业，同时于 2021 年一次性计提商誉 7.78 亿元，占其账面总商誉的 84.7%；此外，本次由高溢价并购的商誉减值所引起的股价巨幅下滑也令人震惊。综上所述高伟达无论是在行业还是选题方面均具有典型性。

2 文献综述

2.1 并购商誉的相关研究

2.1.1 商誉的本质

目前，商誉被广受认可的解释是“三元论”，学界将其视为研究商誉的基础。“三元论”分别为好感价值论、超额收益价值论和总计价账户论(Hendrikse, 1982)。好感价值论指目标人群对企业产品的接受并认可的程度。葛家澎(1996)研究发现，超额收益价值论是一种商业资源，其能给为企业创造超额收益。除此之外，超额收益观作为一种收益理念，不仅可以搭棚起会计理论框架，同时也可以真实准确地反映商誉的资产特性(阎德玉, 1997)。总计价账户论认为，商誉由企业整体支付对价价值与并购标的资产可辨认净资产之差倒挤得出(Canning, 1929)。葛家澎、杜兴强(2009)研究发现，商誉是不体现在企业财务报表中的一切对企业未来收益有利的因素之和。

2.1.2 商誉的确认

我国会计准则规定：“并购方合并成本大于被并购方购买日可辨认净资产的公允价值的差额确认为商誉”。在看待“并购商誉的确认”这一问题上，目前学界还有不少学者持有不同观点。吕鹏(2015)指出，现行会计准则在确认商誉时，以合并成本减去净资产公允价值来计量；而在进行商誉减值测试时却以收益法为核心依据，前后依据并不统一，可能会存在误差。王静(2015)研究发现，目前并购商誉杂质过多，其真实水平应仅以被并购企业固有自创商誉和并购时发生的商誉(溢价)构成。掺杂过多杂质的商誉其绝对数量仅仅是一纸空文，因为其中包含的不是商誉的成分无法给企业带来预期的超额收益。

2.1.3 商誉的后续计量

近年来，商誉暴雷的黑天鹅事件层出不穷，每年计提巨额商誉减值严重影响了资本市场与经济社会的平稳运行，越来越多的学者将目光聚焦到商誉的后续计

量上来。我国在这一领域的会计准则从二十一世纪初便从之前的系统摊销法，逐渐趋同至国际通用的减值测试法。业界学者对此持不同意见。

支持系统摊销法的学者认为，本着配比原则的角度考虑，一切能够为企业贡献经济利益的资产（除土地外），都必须进行费用化处理（葛家澍，1996）。此外，也有学者通过研究发现，一方面企业可以通过短期的并购活动积累大量商誉，用以改善企业财务数据，但另一方面巨额商誉积累在企业账上，从长期角度看并未对企业起到任何积极影响，且每年还有减值风险，故应当每年摊销进行计提（黄蔚、汤湘希，2018）。

支持减值测试法的学者则指出，企业积累的并购商誉其寿命长短会受到内外部环境的影响，一味机械地去每年进行摊销，有违会计基本原则中的可靠性原则（玉廷、戴德明，2005）。Chalmers(2008)与 Aharony J.(2010)分别通过实证研究，用澳大利亚和欧盟各国上市公司的数据分析，他们发现与企业价值更为密切的是减值测试法，而非摊销法。与此同时，也有学者指出，减值测试法能更加合理可靠地帮助公司预测自身现金流（Cheol Lee，2011）。

2.2 商誉减值相关研究

2.2.1 商誉减值的原因

通过对现有文献的整理剖析，发现业内专家目前对商誉减值的成因分析有二：其一是管理层出于盈余管理的角度考虑，选择进行商誉减值；其二则是公司合并后营运困难，不得不进行商誉减值，此二者一个是主动为之，一个是无奈之举。

2.2.1.1 盈余管理

董晓洁（2014）研究表明，一次性计提巨额商誉减值属于盈余管理工具之一，以此可以对企业进行利润操控。张倩（2016）将会计政策变动前的摊销法与变动后的减值测试法互相比较，得出企业可以利用改变计量方式来操纵利润的结论。卢煜、曲晓辉(2016)站在信息不对称的层面研究，发现风险承受能力越高的企业往往越容易导致巨额商誉减值。

2.2.1.2 盈利能力下降

徐焱军（2017）发现，如果被并购的企业经营业绩连年不佳，严重拖累母公司业绩，那么母公司将计提大量商誉减值。张新民（2018）研究后指出，被并购企业业绩持续下滑，且并没有达到并购前收购方所预期的协同效应，那么将计提商誉减值。王竞达等（2017）认为，由高额对赌协议的签订造成的高额并购商誉，将面临很大减值压力。

2.2.2 商誉减值的后果

随着近年来不少企业争相计提巨额商誉减值的情况愈演愈烈，相应的，学界对于商誉减值后果的研究也越来越多。有学者认为，商誉减值不利于资本市场的稳定发展，二者呈现负相关关系，即商誉积累时间越长，一旦发生减值，对资本市场的稳定性破坏越强烈（Bens、Heltzer，2004）。郑海英（2014）指出，高溢价并购后企业短期的营运能力能得到大幅改善，但无法在长期维持。曲晓辉（2017）经研究发现，计提商誉减值对公司在市场上的影响力起负面作用，即一旦该公司以前计提过商誉，那么股民对其投资信心普遍下降，相应的企业在股票市场上的融资机会出现骤减。

2.3 中小投资者利益研究

2.3.1 中小股东利益受到侵害的原因

从内部环境看，大股东为了利益最大化侵害中小股东利益，很大一部分原因出自非理性股权结构的设置。大股东股权一旦大于现金流权，他们就可以趁机完成对自己的利益输送，转移企业利润，从而严重侵害中小股东利益（Claessens、Djankov，1999）。

企业股份制改革不彻底、控股股东的行为不受企业约束、信息披露环节有漏洞、控股股东既得利益无法得到赔偿等，都是大股东侵害中小股东利益的原因（李明辉，2001）。此外，股权集中度，也是诱发大股东掏空的原因之一（屈晶，2019）。

从外部环境看，法律不健全易导致中小股东利益被侵害。对中小投资者有效

的法律保护能维护其利益，进而为他们带来安全感，也增强了投资者对公司的信心（LLSV，2001）。但目前我国对中小投资者的保护所做的还不够，尚无明确法规能够有效限制大股东肆意侵害中小投资者利益，外部约束亟待加强（刘峰，2004）。

2.3.2 侵害中小股东利益的方式

因为多数公司的控制权都掌握在少数大股东手中，所以大股东们拥有多种手段侵害企业及中小投资者的利益，进行财产转移。学术界通常认可的说法是：大股东拥有股权集中的优势，其可以凭借“隧道效应”对外进行秘密的利益输送，这种利益输送主要由控制股利发放、关联企业间交易等做法组成，这种做法能够绕过法律的监管，直接侵害中小股东权益（Johnson，2000）。同时，经过大量研究后，Cheung 和 Rau 指出，当一项并购案件包含关联交易时，其超额收益率往往为负值，即股东在此时的收益为负，股东财富受损。刘峰等（2004）指出，大股东通常会将公司塑造成高成长性、业绩良好的公司，不仅能够获取更多的外部投资，而且能够有效降低监管的风险。赵骏、吕成龙（2012）研究发现，大股东可以利用自己掌控的投票权和话语权，借助兼并、重组、产权交易等方式，实现其个人对利益的追求。值得一提的是，这种行为往往是以牺牲企业及其他中小股东的利益诉求为代价的。据学者周勤业在 2003 年的实证研究显示，大股东虽然能够操纵评估结果进行非理性的交易进而满足一己私利，但是，该行为并不是最主要的侵害小股东权益的方式，更常用的手段是在收购资产时，大股东恶意提高资产的增值额，从而收取更高的交易对价。

彭小平（2011）指出，目前大股东利用各种方式侵害中小股东的情况屡见不鲜，主要采取了贷款担保、资产重组、长期占用公司资金、关联交易、发放高额股利等形式，这些都极大地削弱了中小股东的投资信心，有碍资本市场的健康发展。

2.3.3 侵害中小股东利益的后果

研究表明，大股东侵害中小股东利益，会使得企业营运能力变差的同时重挫投资者投资信心，进一步导致资本市场无法平稳发展。一旦企业内部发生掏空行

为，即将面临并购后营运能力变弱，业绩急速下滑，扰乱市场平稳态势（李增泉，2005）。此外，大股东侵害中小股东利益还表现在：首先通过积极并购或关联交易美化企业财务数据，然后通过隧道行为转移企业利益，使得大量的企业优质资产流失，长期来看严重侵害了公司利益，那么中小股东的利益受到侵害也是在所难免的（张光荣、曾勇，2006）。

2.4 文献述评

首先，学术界对商誉的理解众说纷纭，但大部分学者都赞同“三元论”的观点，认为商誉是基于公司而存在，能够为公司创造额外价值。本文也认同此观点。

其次，就企业并购的商誉确认而言，当前并购商誉中还存在着大量的“非商誉”杂质，使得企业的商誉与其本身的价值存在一定的偏差。关于商誉的后续计量，有学者认为采用系统摊销方法更符合比例原则。另一些学者指出，与传统的摊销方法相比，减值测试方法更能真实地反映公司的运营情况，但是，这种方法在实际操作中很难对各种参数进行合理的预测，有很强的主观性，从而为企业进行利润管理留有余地。

再次，造成商誉减值的主要因素是公司的利润水平降低以及公司的利润管理。商誉的减值将会对企业的当期利润产生影响，降低未来的营运水平，损害投资利益，损害企业的信誉。

最后，业界专家对于中小投资者利益受侵害问题的研究，所持观点态度趋于类似，他们都同意“大股东有侵害中小股东权益的倾向”这一观点。

总体来看，企业并购及侵害中小投资者的相关研究取得了丰硕的成果，但仍存在一些不足之处：

第一，系统性不足。目前的已有文献往往从单一问题出发，分别或对于溢价并购，或对于商誉减值，或对于侵害中小股东权益等进行了单一路径的研究，但却鲜有将其视作一整个侵害链条进行研究的文献。对于一个系统问题，仅从单个的机理和局部问题进行研究，很难把它的形成逻辑完整地展现出来。因此，对“高溢价并购—商誉减值—侵害中小股东权益”这一逻辑链条的系统性分析不可或缺。

第二，具体性不够。目前，国内学术界对商誉的初始确认仍在热烈讨论，

对其成因及经济影响的研究也大多是以实证的方式进行，却鲜有专门的案例分析商誉是怎样产生的，为什么会发生减值，会给公司带来怎样的冲击，会怎样损害到中小投资者的权益。

本文试将以高伟达公司的溢价并购案为例，具体梳理其高额商誉的积累和减值过程，并对其计提减值的原因进行探讨，并从中小投资者的视角寻找切实可行的解决方案，以期为中小投资者的权益保护提供一些切实可行的建议。

3 概念界定与基础理论

3.1 概念界定

3.1.1 并购

并购,指两家或两家以上的相互独立的企业、公司合并为一家企业,通常表现为占优势的一方吸收另外一家或多家公司。这种活动从根本上来讲就是企业控制权通过经济活动在交易主体间的流动,交易双方中,一方为了获得利益让渡所属权;另一方为了获得该权力支付对价。

并购可以根据其收购方所收购而来企业所处的行业,将并购划分为横向并购、纵向并购与混合并购三种形式,其中纵向并购是针对处于同一条产业链上下游之间的企业进行并购,从而打通上下游企业,形成规模效益,提升整体效率;横向并购是针对经营产品同质化程度高,业务范围高度相似的企业间进行并购,从而整合资源、降低成本、占据市场份额;混合并购是面向不同领域、不同经营类型企业间进行的并购,旨在进行战略转型,实现优势互补,分散经营风险。并且混合并购由于业务关联性较弱,信息不透明等原因,更加容易成为高溢价并购的重灾区。

文章的案例企业高伟达公司所进行的跨行业并购活动属于混合并购,且其收购企业横跨大数据技术、区块链技术、金融咨询、数字货币以及广告推广等几大领域,可见其横向拓展之广,而这也就能更好的解释说明高伟达溢价并购的原因所在。

3.1.2 高溢价并购

一旦收购方支付对价超过被收购企业交易日当天可辨认净资产账面余额的公允价值,那么这次并购就属于一次溢价并购,二者之差就是溢价额,溢价额与支付对价之比就是溢价率。目前学界普遍认可如果再一次并购中,溢价率高于百分之五十至百分之六十,那么并购方最终亏损的概率就急剧上升(包明华,2006)。故本文将溢价率高于百分之五十的并购案定义为“高溢价并购”。

此外,判断一次高溢价并购是否合理,需要综合判断本次收购活动能否为企业集团带来预想中的协同效应,以及此次并购活动所带来的收益能否大于付出的合并成本,并购的溢价率越高,代表收购方越看好合并前景,但其风险也相应越大。本文案例公司高伟达,收购4家公司共计花费成本10.52亿元,而这4家公司购买日可辨认净资产公允价值仅为1.33亿元,商誉资产原值激增9.19亿元,溢价率高达690%,远高于上文定义的"高溢价并购"所属范围的50%。

3.1.3 并购商誉

同一控制下的企业合并与非同一控制下的企业合并,两者共同组成了我国现行准则中的企业合并。在同一控制下的企业合并中,仅根据被收购企业原账面价值确认其价值,不形成商誉;而在非同一控制下的企业合并则要根据收购方交易日当天支付对价与被收购方企业可辨认净资产的公允价值的差额来确认商誉。本文要研究的高伟达高溢价并购所积累的商誉,属于非同一控制下合并所产生的并购商誉。

3.2 基础理论

3.2.1 委托代理理论

委托代理关系的出现,是由于经济社会的快速发展,涌现出越来越多碎片化、精细化、专业化的问题,企业初创人此时再用惯用方式,即凭借个人能力试图解决所有问题逐渐开始变得捉襟见肘,拥有更强业务能力与更丰富展业经历的职业经理人由此应运而生。职业经理人受利益人的委托管理公司的日常经营,自此之后,企业的所有权与经营权正式被分拆,委托代理关系正式登上历史舞台。

但归根到底,将企业所有权与经营权一分为二后,双方的利益始终背道而驰,在所难免会出现委托代理问题(Hart, 1986)。首先,委托人和管理层利益有分歧。委托人追求财富最大化,而管理层更看重工资和控制权。其次,另一组存在不可调和的矛盾双方存在于委托人内部,即大股东与中小股东之间的矛盾。大股东一方面处于信息不对称的优势一端,往往掌握第一手资讯,出于对自身利益的考量可能会对外恶意释放虚假消息,在抬高股价后迅速卖出,收割中小投资者;

另一方面大股东将公司的决策权牢牢把控在自己手中，可以运用权力暗中进行利益输送，严重侵害中小投资者利益。

3.2.2 信息不对称理论

信息不对称理论，是指在经济活动中，在各类因素的影响下，市场参与者对于信息的接受时间和接受程度往往存在天渊之别，处于信息优势端的群体，可以利用信息配置不健全不充分的特点，化信息差为资源差，在信息尚未扩散完成之时率先占据市场上的主导地位，获取更多利益。而这部分利益，往往攫取自处于信息差下游的群体（Joseph E. Stiglitz, 1970）。

在本文中，一方面，信息不对称现象存在于并购双方之间。处于信息优势方的被并购方企业为了自身利益最大化，可以有选择的对收购企业进行信息披露，甚至恶意瞒报、漏报关键信息、夸大盈利能力、签订虚高的对赌协议，以此误导收购方企业得出对被并购标的未来过于乐观的结论，推高自身价格，以谋求更高的收益。

另一方面，股东群体内部也会出现信息不对称的问题。相对于绝对数量占优的中小投资者，少数大股东手握信息资源优势，往往可以通过信息差在市场上释放出有益于自身利益的信号，诱导信息来源单一且速度较慢的中小投资者做出与实际情况完全背道而驰的投资决策。正是由于信息不对称，使得大股东对中小投资者利益侵害提供了便利。

3.2.3 信号传递理论

信号传递理论是由信号不对称理论引申研究而来。信号理论由两部分组成，分别为信号传递，以及信号甄别。信号传递是指通过各类型媒介传递的符号，辨认出该符号所透露的产品性质特点；信号甄别是指通过比对不同情况下各类信息来判别其真伪（A. Michael Spence, 1973）。同时，由于交易双方对于信息的掌握程度不同，无法达到帕累托最优，从而陷入劣币驱逐良币的怪相中去，摧毁了稳定的资源配置，打击经济社会持续稳定发展。

在此理论中，代理人拥有更多信息优势，能够在市场中占据主导；而委托人则毫无信息优势可言，自然在交易中心处于劣势被动地位。双方围绕彼此拥有的

信息做零和博弈。

鉴于以上逻辑，作为代理人的公司管理层，可以在高溢价并购时向外界传递出对公司未来盈利肯定的积极信号；同时也可以披露业绩预告时宣布计提巨额商誉减值准备，以此来向市场传递未来公司营运能力下降的消极信号。而作为信息来源结构单一、滞后性差的中小投资者只得以此做出相应的投资判断，进行交易。所以，中小投资者的投资判断极易受到公司管理层传递出信号的误导，一旦公司管理层本着自身利益最大化的角度考虑，恶意对外释放出极具误导性的信号，那么广大中小投资者的利益必定被无情侵害。

4 案例介绍

4.1 高伟达公司简介

本文选取高伟达公司（300465.SZ）2016 至 2017 年期间两次高溢价高商誉并购交易，以及随后商誉减值对中小股东的影响作为研究对象。高伟达软件公司于一九九八年创立，于二零一五年在深圳证券交易所挂牌。目前，公司已成为国内金融信息化领域的领军企业。公司以银行、保险、证券等做为核心目标群体，提供 IT 解决方案、IT 运维服务和系统整合服务，覆盖整个 IT 系统的生命周期。公司自创立至今，已积累了大量的业内经验与实务案例，并在业内取得了良好的声誉。

4.2 高伟达并购实施及高额商誉形成、计提过程

高伟达自 2016 年起积极促进企业转型升级，进行混合并购，先后以 3 亿、2.5 亿、1.2 亿和 4.14 亿，共计 10.84 亿元人民币收购 4 家公司。其业务涉足金融业务、大数据技术、数据链技术、广告推广等众多领域，以期增强协同效应，实现多元化经营，增强企业造血能力。

如表 4.3 所示，高伟达的 4 起并购案件均可定义为高溢价收购案件，累计商誉共计 9.18 亿。

其中，2016 年合计产生 5.85 亿元商誉，占当年公司总资产 34.49%，通过不断的高溢价并购，公司资产规模迅速扩大，与此同时商誉占总资产的比重始终保持较高水平，从 2017 到 2019 年，该比率分别为 41.08%、38.48%以及 38.15%，为之后商誉减值的暴雷埋下了隐患。

表 4.1 高伟达 2016-2017 年并购情况汇总

年份	名称	总价（亿元）	形成商誉（亿元）
2016.6	上海睿民互联网科技有限公司（100%）	3	2.35
2016.9	海南坚果创娱信息技术有限公司（100%）	2.5	2.43
2016.10	喀什尚河信息科技有限公司（100%）	1.2	1.07
2017.4	深圳市深圳快读有限公司（100%）	4.14	3.33

数据来源：高伟达历年财报

4.2.1 并购实施过程

4.2.1.1 收购海南坚果

高伟达在 2016 年 6 月收购了民生电商的上海睿民网络技术有限公司。上海睿民公司以“金融业务”、“大数据技术”为抓手，为用户在网络上提供最先进的技术支持与综合服务。高伟达在并购此企业后，利用其在移动金融，区块链，互联网金融，商业智能等方面深耕数年的丰富业务经验，进一步拓展其业务版图。

截至评估基准日(11.30)，上海睿民可辨认净资产的公允价值为 64,570,851.36 元，与之对应的是高伟达于以 299,999,982.22 元的总对价正式收购上海睿民，最终增值额为 235,429,130.86 元，增值率高达 364.61%。

4.2.1.2 收购海南坚果

高伟达在 2016 年 9 月对海南坚果创娱信息科技有限公司进行了全资并购，该公司主要经营的是以大数据为基础的移动网络数据精准营销，从事移动网络营销中的大数据技术的研发与应用，同时在海量的应用数据分析基础上，构建了一个以硬件为核心的精确数字营销推广平台，为广大国内外移动营销客商提供大数据及数字分析营销服务。

公司的主要获利方式是：运用手机市场营销运营平台和大数据系统，将上游手机市场需求方的销售商品和服务通过下游渠道进行销售，从而获取利润增长点。高伟达希望这次并购能够丰富大数据的应用场景，并进一步提升企业的大数据分析能力，建立更加强大的数据模型分析队伍与研发队伍，增强企业自身硬实力。

截至评估基准日(9.30)，海南坚果可辨认净资产的公允价值为 10,280,312.21 元，与之对应的是高伟达于以 253,660,888.94 元的总对价正式收购海南坚果，最终增值额为 243,380,576.73 元，增值率高达 2367.44%。

4.2.1.3 收购喀什尚河

高伟达于 2016 年 10 月，全资收购了喀什尚河信息科技有限公司，这是一家手机网络广告公司，它通过对手机广告的需求方积极沟通进行市场规划，对产品进行筛选，并利用数据整理和数据分析能力，对用户进行用户画像的大数据统筹分析，同时还可以倒过来根据用户的使用习惯逆向设计广告，进而能在更进一步精准投放广告的同时，也能保证客户的使用习惯得以延续。而喀什尚河正是凭借自己的技术手段优势，可以进一步提升有效的用户转化，减少客户的营销费用，最后将流量转化为利润。高伟达公司希望借助其现有的销售系统与顾客关系，运用新技术、新模式，不断开拓新的业务种类、服务范围，为广大用户提供全天候全角度的资讯科技服务。

截至评估基准日(10.31)，喀什尚河可辨认净资产的公允价值为 8,676,679.96 元，与之对应的是高伟达于以 116,152,537.54 元的总对价正式收购喀什尚河，最终增值额为 107,475,857.58 元，增值率高达 1238.67%。

4.2.1.4 收购深圳快读

高伟达在 2017 年 4 月，对深圳市深圳快读有限公司进行了全资并购，这家专门从事中国国内市场的综合营销公司，从创立之初就专注于网络营销，是一家以用户需求为核心的网络营销解决方案供应商，以其庞大的网络多媒体资源，为用户提供全面的网络整合营销和个性化私人应用定制，为企业主提供精准便捷的广告发布平台。

截至评估基准日（10.31），喀什尚河可辨认净资产的公允价值为49,128,662.43元，与之对应的是高伟达于以381,865,255.73元的总对价正式收购喀什尚河，最终增值额为332,736,593.4元，增值率高达677.28%。

4.2.2 商誉形成

如上所述情况所述,高伟达从2016年开始便通过不断溢价并购的方式,全资收购了上海睿民、海南坚果、喀什尚河和深圳快读这4家企业,累计商誉高达9.18亿。与此同时,如表4.2所示,高伟达合并花费成本共计10.52亿元,而睿民、坚果、尚河以及快读在各自购买日的当天,其可辨认净资产公允价值合计值仅为1.33亿元,与之对应的是这四笔交易的商誉累计额竟为9.19亿元,溢价1162%收购,其中对海南坚果和喀什尚河两家企业的收购,竟各自分别花费其公允价值的10倍和20倍有余,足见高伟达收购时溢价之高,无不令人望其项背。

表 4.2 高伟达并购形成巨额商誉过程

年份	名称	购买日可辨认净资产公允价值 (元)	总对价(元)	增值率
2016.6	上海睿民互联网科技 有限公司 (100%)	64,570,851.36	299,999,982.22	364.61%
2016.9	海南坚果创娱信息 技术有限公司 (100%)	10,280,312.21	253,660,888.94	2367.44%
2016.10	喀什尚河信息科技 有限公司(100%)	8,676,679.96	116,152,537.54	1238.67%
2017.4	深圳市深圳快读有 限公司(100%)	49,128,662.43	381,865,255.73	677.28%

数据来源：高伟达历年财报

4.2.3 计提商誉减值

高伟达于 2021 年 1 月 18 日发布预报，宣布将对旗下睿民、坚果、尚河以及快读 4 家子公司计提商誉准备，由此造成高伟达 2020 年度亏损预计达 5.32 亿元至 6.88 亿元，本次亏损将使得高伟达上市五年来的所有净利“蒸发”，公司净利润直接被击穿。况且公司 2015-2019 年每年都保持盈利态势，所以 2020 年的亏损将是公司上市以来的第一笔亏损。从 2020 年 7 月开始，高伟达的股票已经下跌超百分之六十。值得一提的是，高伟达于 1 月 19 日收盘时，因上述负面新闻而跌停。当天，深圳证券交易所就此事发出了对高伟达的关注函。

在高伟达在 2020 年 3 月 27 日再次发布的《关于 2020 年度计提商誉减值准备的公告》中写到，“公司将计提商誉减值准备 77,782.84 万元，该项减值损失计入公司 2020 年度损益，相应减少了公司 2020 年度合并报表归属于母公司所有者的净利润 77,782.84 万元。”而这一数字已远超高伟达上市以来净利润的总和。

表 4.3 列出了 2020 年本次计提商誉减值的具体情况，三个资产组的计提比率分别高达 66%、96%和 88%。

表 4.3 高伟达 2020 计提商誉减值情况汇总

资产名称	商誉账面减值（元）	公司本期计提商誉减值准备金额（元）	计提比率
上海睿民资产组	235,429,130.86	155,553,277.15	66.07%
海南坚果资产组	243,380,576.73	233,544,190.84	95.96%
深圳快读资产组	440,212,450.88	388,730,933.94	88.31%

（注：深圳快读与高伟达控股子公司尚河科技及其附属公司，在 2020 年度的商誉减值测试中合二为一，组成同一个资产组减值测试，主要是因为两者经营模式和目标市场的融合，以及经营模式的整合。）

数据来源：高伟达历年财报

5 案例分析

5.1 高伟达高溢价并购的目的和动因

5.1.1 增强主营业务能力

高伟达是一家老牌的金融软件供应商，它将充分发挥自身的优势，以应对信息高速发展态势下的新机遇、新挑战，并在其传统金融领域取得新的突破。上海睿民以专业的理财顾问服务为基础，在金融资讯领域有丰富的实践经验及产品研发资源，同时公司还与多家金融机构保持战略合作关系。所以，高伟达能够从上海睿民的资源优势中，对行业现状和顾客的诉求有更深刻的理解，从而完善公司业务，纵向延伸公司产业链条。

5.1.2 发挥企业协同效应

高伟达在深耕主业的同时，也在不断地拓展自己的业务，寻找新的利润增长点，收购海南坚果和尚河科技，使得企业将业务拓展到移动互联网、互联网金融和大数据技术领域；收购上海睿民，则将触手伸向区块链、数字货币等互联网金融业务。2017年，公司通过收购深圳快读，持续其在手机网络业务模块上的积极拓展。

一方面，高伟达试图借助并购企业，增强客户粘性、加强主业财务资讯服务；另一方面，高伟达试图整合新并购而来的企业，横向多维度布局新领域。由此可见，高伟达与其收购的公司在产品、客源、平台以及技术等多种资源上都能够取长补短、相辅相成，有利于形成企业间协同效应，公司的业务版块得到迅速扩充，公司的核心竞争力得到大幅提升，进而使公司抵御潜在风险，保持长久发展的良好势头。

5.1.3 自身盈利能力弱化

高伟达在大量并购前，其业务局限在金融软件供应领域，2014至2016年期间，营业收入增长十分缓慢，净利润甚至出现一路下滑的态势，说明企业在此时

主营业务盈利性差，内生性增长动力严重不足，由此导致了盈利能力变差。而高伟达正是在意识到这一问题后，以主营业务为突破口，积极跨界并购，寻求与被收购企业搭建协同效应，获得新的业绩增长点，解决内生性增长瓶颈问题。

而此时，拥有众多移动互联网、大数据技术、区块链技术等各项新型信息技术企业便成为高伟达眼中的救命稻草，就算付出高额溢价的代价也要坚决吃下。

5.2 高伟达高额商誉减值成因分析

5.2.1 过高的业绩承诺

绩效承诺即对赌协议，其实质上是一份为了让买卖双方对标的资产价值的高低形成统一意见，而一同商议签订的合同，合同中会标注清楚买方所要支付的价款、卖方对买方承诺的未来将要达成的业绩，以及卖方承诺未实现将如何弥补买方损失等一系列条款。原本通过对并购协议的签署，可以使并购交易更公正、透明，也能起到保障投资双方利益的作用。但是，在日常交易中，业绩承诺却往往并没有起到保护双方利益的作用。究其原因有二：一方面，被收购方为了眼下自身标的获利最大化，会主动大幅提升其每年的业绩承诺金额，以及未达成承诺后的补偿金额，让收购者可以放心收购，以换取更多当前的经济收益；另一方面，并购方出于对收购效率层面的考虑，加速造成了高溢价并购的现象，无形中为企业增加了商誉计提减值的潜在风险。

如表 5.1 所示，高伟达收购而来的子公司中，只有上海睿民每年保持稳定完成率顺利完成对赌协议，另外三家公司的业绩承诺完成率每年都在降低，且除了并购当年业绩亮眼外，各标的承诺期内其他年份业绩基本属于“踩点式”精准达标。

值得注意的是在 2019 年，海南坚果和深圳快读以 100.93%和 100.27%勉强达标，内发型增长力尽显疲态。而 2020 年上半年受新冠疫情、国内外经济环境等客观条件的冲击，和去年上半年相比，这四家企业的运营状况都不容乐观。

表 5.1 高伟达子公司业绩承诺完成情况

单位：万元

子公司名称	承诺期	净利润承诺	实现净利润	实现与承诺业绩差	是否完成	完成率
上海睿民	2016 年	2000	2083.83	83.83	是	104.19%
	2017 年	2600	2718.35	118.35	是	104.55%
	2018 年	3380	3494.03	114.03	是	103.37%
合计		7980	8296.21			103.96%
海南坚果	2016 年 4 季度	700	1138.75	438.75	是	162.68%
	2017 年	1800	1821.37	21.37	是	101.19%
	2018 年	2340	2380.77	40.77	是	101.74%
	2019 年	3042	3070.25	28.25	是	100.93%
合计		7882	8411.14			106.71%
喀什尚河	2016 年	400	793.68	393.68	是	198.42%
	2017 年	1131	1227.62	96.62	是	108.54%
	2018 年	1470	1525.69	55.69	是	103.79%
合计		3001	3546.99			118.19%
深圳快读	2017 年	3000	3628.63	628.63	是	120.95%
	2018 年	3900	3981.56	81.56	是	102.09%
	2019 年	5070	5083.74	13.74	是	100.27%
	2020 年	5470	4681.56	-788.44	否	85.59%
合计		17440	17375.49			99.63%

数据来源：高伟达历年财报

值得一提的是，2017 年 4 月，高伟达用 4.14 亿元收购深圳快读，至此，高伟达正式迈入移动互联网营销领域。双方签订了为期 4 年的对赌协议（2017-2020），深圳快读承诺届时预计净利润将达到 0.3 亿、0.39 亿、0.507 亿

和 0.547 亿元。

2017 年，快读科技在转投高伟达的第一年，没有辜负高伟达的期望，公司实现净利润 3628.63 万元，远远超出了 3000 万元的预期，完成率高达 120%。然而，深圳快读在 2018 年及 2019 年便开始“踩点”精准达标：2018 年净利润承诺达成 3900 万，实际达成 3981.56 万，2019 年净利润承诺达成 5070 万，实际达成 5083.74 万，连续两年有惊无险地达成对赌协议约定数额。然而与其他三家子公司不同的是，深圳快读未能平稳渡过对赌协议期，2020 年，即业绩承诺的最后一年，其未完成预期业绩，仅完成当年协议预期的 85.59%。

另外，公司通过 2020 年年报指出，公司将在本年度计提商誉减值准备，对应至各家子公司分别为：上海睿民 1.56 亿、海南坚果 2.34 亿、深圳快读 3.89 亿。然而，上述三家子公司在各自的承诺期间分别为公司带来的净利润为 0.83 亿元、0.84 亿元以及 1.74 亿元。这代表三家子公司自被收购以来所有净收益都随着本次巨额商誉的计提而灰飞烟灭。高伟达用子公司三年创造的净利润为自己当初的高溢价并购行为买单。

由此可知，完成短期内各年的业绩承诺无法确保公司盈利的持续性，收购时签订的高额业绩承诺可能导致高溢价收购，进而触发商誉减值的风险。

由上述分析可知，一方面，并购时的高额业绩承诺不仅可能会造成短期内因双方约定金额过高而无法实现，引发商誉减值；或者短期内勉强达标，但也是通过透支企业未来发展潜力换来的，无法保证公司盈利的持续性。另一方面，高额业绩承诺必定会抬升企业当前的收购价格，造成严重的高溢价并购，但从长期角度看，累计的商誉越多，未来计提商誉减值的风险也就越大。

与此同时，目前在我国签订的业绩承诺，其有效期都在 5 年以内，也就是说，一旦超过承诺期间，被收购公司就无任何业绩压力，纵使其未能实现预期的业绩，母公司也不会对其进行追偿，从而增加企业集团整体的财务风险。此外，失去业绩压力后，被收购企业能否有动力快马加鞭实现盈利也是一个问题，倘若公司失去发展动力，那么将直接导致母公司之前预想的协同效应无法实现，继而进一步逼迫母公司做出计提巨额商誉减值的决定。

5.2.2 商誉的初始确认值虚高

目前在收购项目的资产评估中，一般可以从资产基础法、收益法、市场法这三种方法中选择。通常来说，对同一标的选择不同的方法，得出的评估结果大都大相径庭。收益法是基于企业未来的获利能力，对整体价值进行评估，而在其评估过程中，各程序容易受到各种主客观因素的干扰，一旦双方约定了较高水平的业绩协议，那么被收购企业的估值也水涨船高。所以，在评估标的资产时，选择收益法，往往需要承担估值过高、溢价过高的经济后果，进而为计提巨额商誉减值埋下巨大隐患。

在该案例中，高伟达并购的4家公司均拥有轻资产、高科技的特征，这些企业所拥有大量例如客户群体、丰富经验等这一类型与无形资产更加近似的资源，其具有可识别、非实体、无法具体计量的特征，而这些资源的价值无法完全反映在财务报告中。但是，按照我国目前的会计核算制度，难以对其进行精确的计量且不可将其划归为无形资产，一方面造成了对可辨认净资产公允价值的严重低估；另一方面不得不将其划入商誉，进一步推高了商誉虚值。

由于上文提到的轻资产特征，在评估时也选取了更能被认可的收益法评估。如表5.2所示，各家公司在两种评估方法下的评估结果差额巨大，差额从4.5倍至26.6倍不等，溢价率严重偏离正常水平，此项并购结束后累计了巨额商誉，给将来一次性计提巨额商誉藏下了祸根。

同时，高伟达收购睿民的支付方式也值得一提：收购睿民支付对价共计30000万元，其中股票等额抵缴23460万元，占支付总价款的78.20%；剩下的21.8%，由现金趸交。总计发行1475万股，其中每股发行价为15.91元。这种现金+股份的支付方式很容易导致金额的虚增，再次加剧巨额商誉形成。

表 5.2 高伟达收购子公司情况一览

单位：万元

被收购企业	合并对价	支付方式	可辨认净资产公允价值	资产基础法下估值	收益法下估值	合并商誉	溢价率
上海睿民	30000	现金+股份	6457.09	6679.75	30037	23542.91	364.61%

海南坚果	25366	现金	1028	947.03	25233.52	24338	2367.51%
喀什尚河	12006	现金	867.67	未公布	12154.47	10747.59	1238.67%
深圳快读	41400	现金	4912.87	3170.16	41421.01	33273.66	677.28%

数据来源：高伟达历年财报

此外，可以运用信号理论进行分析。高伟达作为收购方，其处于信息劣势一方，对所收购标的企业的信息了解渠道单一，易受外界信息干扰从而做出非理性的投资决策。例如，被并购企业提出高额对赌协议，意在展示自身营运实力的同时表明对未来发展的信心，此行为会对外界释放积极信号，高伟达被动接受该信号，进而下意识进行了高溢价并购。加之上文讨论过高伟达并购案所涉及企业都有轻资产特征，其真实价值不易准确得到，因此高伟达作为劣势的信息下游一方，只得被动接受高估值高溢价收购。

最后再从高伟达风险管理的视角进行分析。一般而言在一起并购案件中，收购双方会在签署对赌协议时约定好，被收购方一旦无法完成既定目标，会对收购方进行未完成业绩的弥补。因此，越高的对赌协议对应的补偿金额也就越大，高昂的补偿金额为收购方吃下了一颗定心丸，理所应当认为可以借此将营运风险迁移到被收购企业的身上，所以在并购时所产生的高溢价的敏感程度也就对应降低。

5.2.3 盈余管理动机

高伟达在 2020 年十月末发布第三季度季度报告时，尚实现毛利 2.35 亿元，但截至 2021 年一月初再次发布业绩预报时，指出公司 2020 年度预计亏损 5.32 亿元—6.88 亿元，再到三月底正式发布公告，要计提商誉减值准备 77,782.84 万元，占高伟达账面累计商誉 9.19 亿的 84.7%。本文认为，这也许与近期有关商誉会计政策变化有某种联系。财政部在 2019 年初发布《企业会计准则动态（2018 年第 9 期）》，宣布了今后对商誉处理办法可能有变，摊销法或许会卷土重来。如果开始使用摊销法，那么目前高伟达在过去积累的巨额商誉就必须平均至每年度摊销，这对于净利润增长刚刚有所缓和迹象的高伟达而言无异于当头一棒。因此，趁具体措施没落实前抢先一步，一次性处理掉巨额商誉，为今后长期亮眼的

财务数据及稳定的公司营运经历一次阵痛，无疑是“明智之举”。

由上述分析可知，高伟达在前几年明知账面积累有巨额商誉而不进行任何相关风险提示；进入 2020 年，在政策可能发生变动和疫情影响的双重作用下，果断计提百分之八十四的商誉，从而降低未来运营难度，消除日后启用新政策的摊销风险。这可以表明，减值测试法在日常运用上因有很强的主观性而有着不小的缺陷，管理层可以对其发生的时间和数额进行调整，以达到盈余管理的目的。

5.2.4 审计机构监管存在欠缺

根据我国现行会计政策，商誉会在每年年末进行减值测试，而高伟达自从 2016 年来进行了 4 次高溢价并购活动，前后累计商誉达 9.18 亿元，短时间内迅速累积如此巨额商誉，其减值风险是很大的。然而如表 5.3 所示，从 2015 年至 2019 年期间 5 年内，前后两任审计机构对高伟达每年都出具标准无保留审计意见，并且对其可能存在商誉减值的情况只字未提。审计机构对被审计单位监管方面的漏洞，造成了本可以得到事前预警的商誉减值最终突然爆发，对公司和投资者的利益造成了严重伤害。

表 5.3 高伟达 2015—2019 审计报告意见类型

年度	报告意见情况	承担服务的事务所名称
2015	标准无保留	信永中和
2016	标准无保留	中汇
2017	标准无保留	中汇
2018	标准无保留	中汇
2019	标准无保留	中汇

数据来源：高伟达历年财报

5.3 高溢价并购及商誉减值对中小投资者利益侵害分析

5.3.1 高溢价并购及商誉减值对中小投资者利益影响过程分析

在一次高溢价并购案例中，往往伴随着被并购方的高业绩承诺，高溢价并购与高业绩承诺通常是相生相伴、成对出现的。商誉一方面要在每年年终进行减值测试，若出现减值风险就要计提商誉减值；另一方面由于在并购时与被并购方签订了对赌协议，如果被收购方未能实现业绩承诺，那么该公司也将会计提商誉减值。只要计提商誉减值，就势必会严重影响企业当年的净利润及其他财务数据。不好的财务数据会向市场传递消极信号，从而引起股价短时间内的大幅度异常波动，进而让大批中小股东利益受到损害。此外，企业在现金流十分充裕的情况下，也可以借助计提巨额商誉做差财务数据，进而为自己本年不分配现金股利做好铺垫，从而继续把持和侵占中小投资者资金，同时这也违背了“一鸟在手理论”中股东更希望获得稳定的、落袋为安的收益的基本原则，导致中小投资者继续蒙受损失。

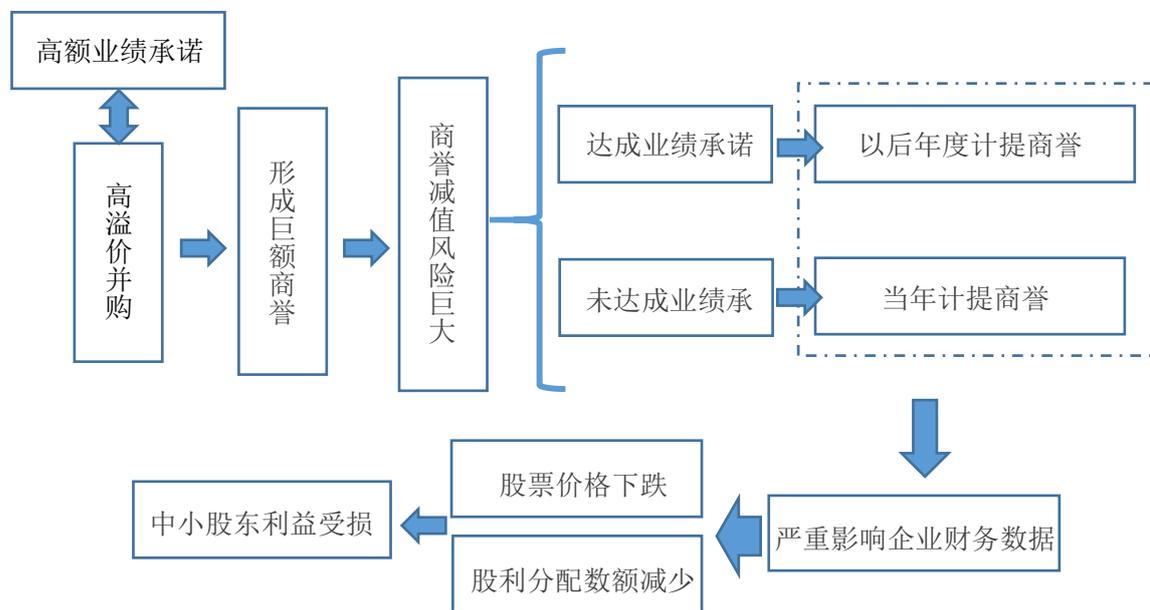


图 5.1 高溢价并购对中小投资者利益的影响链条

而企业一旦发生高溢价并购行为，就会埋下一定风险，当标的公司业绩没能达预期标准，引发商誉进行减值，不但降低了股东对企业营运水平的信任，而且

还会影响到投资者对企业价值的认可，从而影响到公司的股票价格，股东的利益由此受到侵害。值得注意的是，高伟达计提商誉减值的当天，股票价格也随之大幅下滑，并一度跌停，给投资者带来了很大的损失。

为了推动公司的股票价格上涨，企业经营者还可以通过对被并购公司的估值进行“合理化”调整，从而给市场发送积极的讯息，将暂时亮眼的财务数据发布给整个市场。大股东在这一时期能够通过占据信息不对称的有利位置，在企业营运能力下滑时迅速脱手股票份额，以达到其套现的目的，但最终造成的是中小投资者因信息闭塞而没有及时减持，最终被套牢。

如 5.4 所示，自 2018 年高伟系列并购案结束起，公司的几大股东便开始频繁减持自身所持份额，该行为对市场上的中小投资利益造成了负面影响。

表 5.4 高伟达股东增减持情况一览

股东名称	持股变动信息				变动后持股情况				变动开始 日	变动截止 日	公告日
	增 减 持	变动数量 (万股)	占总股 本比例	占流通 股比例	持股总数 (万股)	占总股 本比例	持流通股 数(万股)	占流通 股比例			
鹰潭鹰高	减持	103.48	0.23%	0.23%	1.02 万	22.8%	1.02 万	22.81%	21.4.27	21.4.27	21.4.29
鹰潭鹰高	减持	122.85	0.27%	0.27%	1.03 万	23.0%	1.03 万	23.04%	21.4.26	21.4.26	21.4.29
高伟达	增持	848.35	1.90%	1.90%	848.35	1.9%	848.35	1.90%	-	21.2.25	21.2.25
鹰潭鹰高	减持	5.55	0.01%	0.01%	1.04 万	23.3%	1.04 万	23.31%	20.11.26	20.11.26	21.4.29
鹰潭鹰高	减持	214.89	0.48%	0.48%	1.04 万	23.3%	1.04 万	23.32%	20.11.5	20.11.5	21.4.29
银联科技	减持	34.1	0.08%	0.13%	3710.16	8.25%	3710.16	13.79%	18.4.11	18.4.11	18.4.13
银联科技	减持	100	0.22%	0.37%	3744.26	8.32%	3744.26	13.92%	2018.4.2	18.4.2	18.4.13
银联科技	减持	50	0.11%	0.19%	3744.26	8.32%	3744.26	13.92%	2018.4.2	18.4.2	18.4.13
银联科技	减持	14.86	0.03%	0.06%	3744.26	8.32%	3744.26	13.92%	18.4.2	18.4.2	18.4.13
银联科技	减持	50	0.11%	0.19%	3744.26	8.32%	3744.26	13.92%	18.4.2	18.4.2	18.4.13
银联科技	减持	90.3	0.20%	0.34%	3959.12	8.80%	3959.12	14.72%	18.1.11	18.1.11	18.1.12
银联科技	减持	4.66	0.01%	0.02%	3959.12	8.80%	3959.12	14.72%	18.1.11	18.1.11	18.1.12
银联科技	减持	21.76	0.05%	0.08%	3959.12	8.80%	3959.12	14.72%	18.1.11	018.1.11	18.1.12

银联科技	减持	2.49	0.01%	0.01%	3959.12	8.80%	3959.12	14.72%	18.1.11	18.1.11	18.1.12
银联科技	减持	17.51	0.04%	0.07%	3959.12	8.80%	3959.12	14.72%	18.1.11	18.1.11	18.1.12
银联科技	减持	54.46	0.12%	0.02%	3959.12	8.80%	3959.12	14.72%	18.1.11	18.1.11	18.1.12
银联科技	减持	0.22	0.00%	0.00%	3959.12	8.80%	3959.12	14.72%	18.1.11	18.1.11	18.1.12
银联科技	减持	8.57	0.02%	0.03%	3959.12	8.80%	3959.12	14.72%	18.1.11	18.1.11	18.1.12
银联科技	减持	0.91	0.00%	0.00%	3959.12	8.80%	3959.12	14.72%	18.1.11	18.1.11	18.1.12

（注：表中“鹰潭鹰高”、“高伟达员工”、“银联科技”分别是“鹰潭市鹰高投资咨询有限公司”、“高伟达软件股份有限公司 2020 第一期员工持股计划”与“银联科技有限公司”的简称）

数据来源：高伟达历年财报

5.3.2 基于市场反应的中小股东利益影响分析

上市公司的股票价格和股利政策对中小股东的权益产生最直接的影响，但高伟达公司并未进行股利分配，因此不能从公司的股利政策角度来分析其在并购过程中的作用。有效市场假设是指在一个充分竞争和高度透明的市场上，股价的变化能够及时、充分地反映出公司的全部价值。又由于信息具有非对称性，中小投资者难以有效获取公司的所有信息，他们的投资行为受被动的信号传递理论影响，大多是由公司对外发布的重要决策、财务状况等因素决定的。因此，中小投资者们会在市场上产生大量的买卖行为。

综上所述，本文将通过事件研究法探求高溢价并购、计提商誉减值这两种行为与股票价格波动的内在联系。投资者对一家企业的信任与否，直接决定了该股价的上下波动，但在研究上述问题时，只考虑高伟达自身股票价格波动过于片面，因此还需要引入由市场收益率和个股收益率共同决定的超额收益率。该数值综合考虑了整个市场的发展情况，可以全面地反映出投资者对收购行为的响应。

如果这一行为给市场传达了一个正面的讯息，那么股价上升，超额收益率大于零，这说明投资者可以从此事件中获得更高的利润；反之，那么股价就会下跌，从而导致超额收益率小于零，投资者利益外流。

在计算预期收益率时，需要引入平均收益和风险，公式为：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i * R_{im} + \varepsilon$$

其中 R_i 为个股实际收益率, R_{im} 为市场实际收益率, ε 为随机干扰项。

超额收益公式为: $AR_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i * R_{im}$

由于高伟达是在上海证券交易所挂牌的,因此,本文选取上证指数(000001)的市场收益率来计算超额收益率。

本部分以合并公告日、亏损预告公告日为事件日,将事件发生前后 10 天,共计 21 个交易日统一划归进窗口期,研究该时间节点期间股票价格及超额收益率的动态变化关系。为了获得更加拟合真实情况的数据,此处将估计期定在窗口期前一百个交易日,得到的回归方程为: $R_{it} = 0.6 + 1.34R_{im}$

5.3.2.1 高溢价并购短期影响分析

考虑到案例企业高伟达在短时间内进行了一系列并购交易,为了避免其他外界因素的干扰,此处以 2016 年 10 月 17 日,案例企业连续并购三家企业中的最后一家——喀什尚河时的对外宣告日期为评估事件日。窗口期则定在评估事件日前后各十天,即从 2016 年 10 月 7 日起,到 2016 年 10 月 27 日为止,前后总共二十一天时间。本文从这一时期股票市场的变化入手,探讨了投资者对高溢价收购行为的响应和这一行为对中小股东权益的影响。

表 5.5 并购短期市场反应

日期	高伟达收 盘价	高伟达股票收 益率	上证指数收盘 价	上证指数市场 收益率	超额收益率
2016.9.26	17.92	-7.05%	2980.43	-1.76%	-6.28%
2016.9.27	18.52	3.35%	2998.172	0.60%	4.73%
2016.9.28	18.23	-1.57%	2987.858	-0.34%	-0.91%
2016.9.29	18.25	0.11%	2998.483	0.36%	-0.05%
2016.9.30	18.36	0.60%	3004.703	0.21%	0.11%
2016.10.10	19.5	6.21%	3048.143	1.45%	3.48%
2016.10.11	19.42	-0.41%	3065.25	0.56%	1.09%
2016.10.12	18.94	-2.47%	3058.498	-0.22%	-2.11%

2016.10.13	19.06	0.63%	3061.346	0.09%	-0.26%
2016.10.14	19.25	1.00%	3063.809	0.08%	-0.34%
2016.10.17	18.95	-1.56%	3041.166	-0.74%	-0.23%
2016.10.18	19.31	1.90%	3083.875	1.40%	0.17%
2016.10.19	21.25	10.05%	3084.719	0.03%	7.37%
2016.10.20	22.4	5.41%	3084.458	-0.01%	8.22%
2016.10.21	21.71	-3.08%	3090.941	0.21%	-1.51%
2016.10.24	22.96	5.76%	3128.247	1.21%	3.62%
2016.10.25	22.85	-0.48%	3131.939	0.12%	-1.79%
2016.10.26	23.51	2.89%	3116.312	-0.50%	3.03%
2016.10.27	22.31	-5.10%	3112.35	-0.13%	-5.70%
2016.10.28	24.22	8.56%	3104.27	-0.26%	7.26%
2016.10.31	24.04	-0.74%	3100.492	-0.12%	0.04%

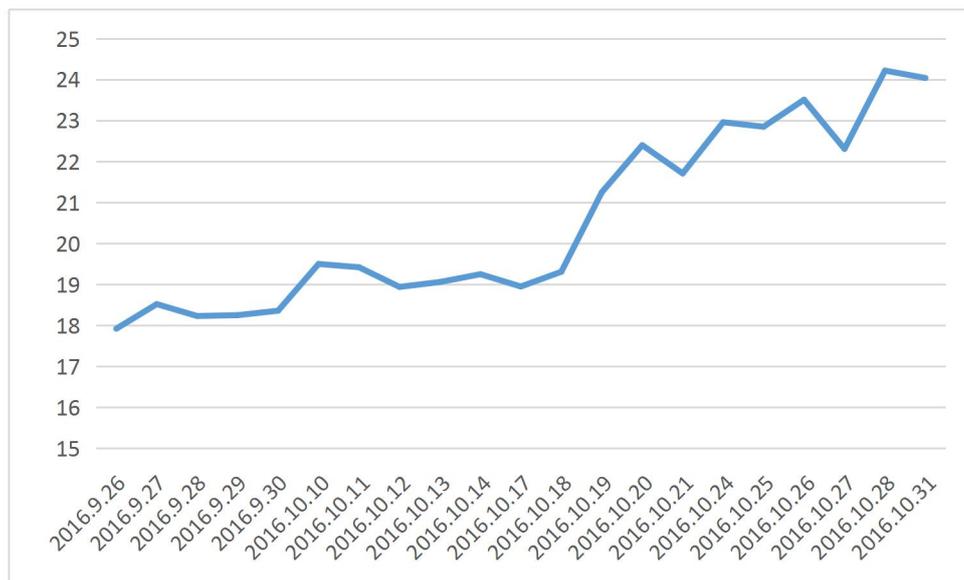


图 5.2 高伟达并购日股价变动

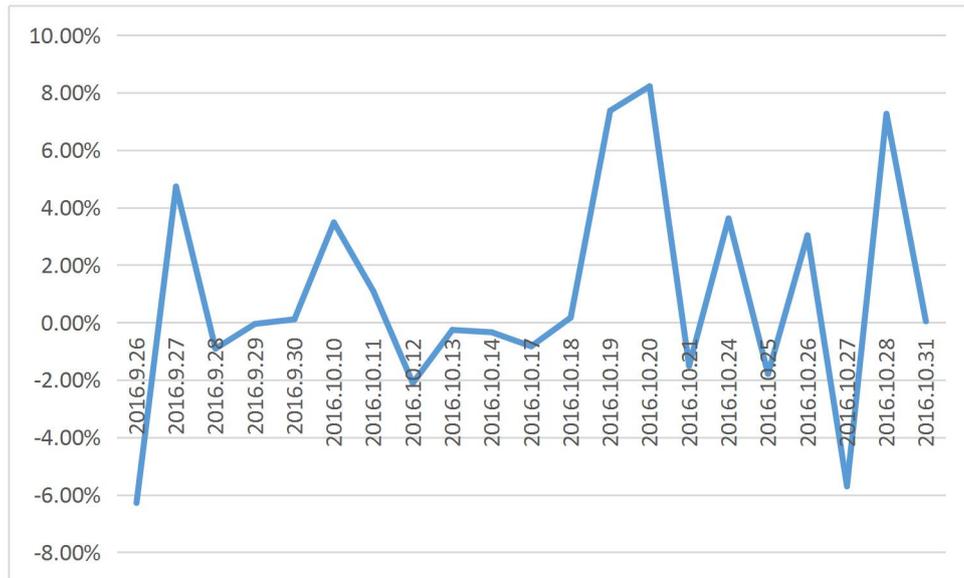


图 5.3 高伟达并购日超额收益率变动

数据来源：国泰安数据库

根据企业股票价格和超额收益率在并购窗口期内的整体变动显示，当企业正式对外宣布并购后，股价一路攀升，有好几日都呈现逆市上扬的趋势，这意味着公司的高溢价收购事件给市场注入了一剂强心针，让投资者对公司的发展充满了信心，而此时公司的超额收益率也在快速的上升，从负转正，这证明并购事件对外释放出的正面信号成功给了小股东们带来了更多的利益。

5.3.2.2 商誉减值短期影响分析

在商誉减值的计提所带来的短期股价波动方面的研究上，将 2021 年 1 月 18 日高伟达对外发布 2020 年预计预报当天，视作事件日。本次业绩预告正式对外界公开高伟达即将计提 6.45 至 7.94 亿元的商誉，后经确认最终计提 7.78 亿，超过账面总累计商誉额的百分之八十。此外，在当天被一同确认的消息还有企业当年的亏损额为 5.32 至 6.88 亿元，这一数字已远高于公司上市以来的净利总和。

表 5.6 预亏公告发布日市场反应

日期	高伟达收 盘价	高伟达股票 收益率	上证指数收盘 价	上证指数市场 收益率	超额收 益率
2021.1.4	12.33	2.15%	3502.958	0.86%	1.57%
2021.1.5	12.33	0.00%	3528.677	0.73%	-0.24%
2021.1.6	11.98	-2.84%	3550.877	0.63%	-3.26%
2021.1.7	11.47	-4.26%	3576.205	0.71%	-5.76%
2021.1.8	11.75	2.44%	3570.108	-0.17%	1.39%
2021.1.11	11.35	-3.40%	3531.498	-1.08%	-6.04%
2021.1.12	11.06	-2.56%	3608.339	2.18%	-1.44%
2021.1.13	10.6	-4.16%	3598.652	-0.27%	-2.11%
2021.1.14	10.92	3.02%	3565.905	-0.91%	2.77%
2021.1.15	11.08	1.47%	3566.378	0.01%	-0.25%
2021.1.18	11.13	0.45%	3596.224	0.84%	0.17%
2021.1.19	10	-10.15%	3566.381	-0.83%	-12.57%
2021.1.20	9.32	-6.80%	3583.092	0.47%	-7.06%
2021.1.21	9.4	0.86%	3621.264	1.07%	0.04%
2021.1.22	8.92	-5.11%	3606.75	-0.40%	-5.47%
2021.1.25	8.5	-4.71%	3624.238	0.48%	-5.82%
2021.1.26	8.41	-1.06%	3569.429	-1.51%	-2.79%
2021.1.27	8.48	0.83%	3573.341	0.11%	3.03%
2021.1.28	8.37	-1.30%	3505.176	-1.91%	-5.70%
2021.1.29	8.16	-2.51%	3483.069	-0.63%	-4.26%
2021.2.1	8.24	0.98%	3505.284	0.64%	0.04%

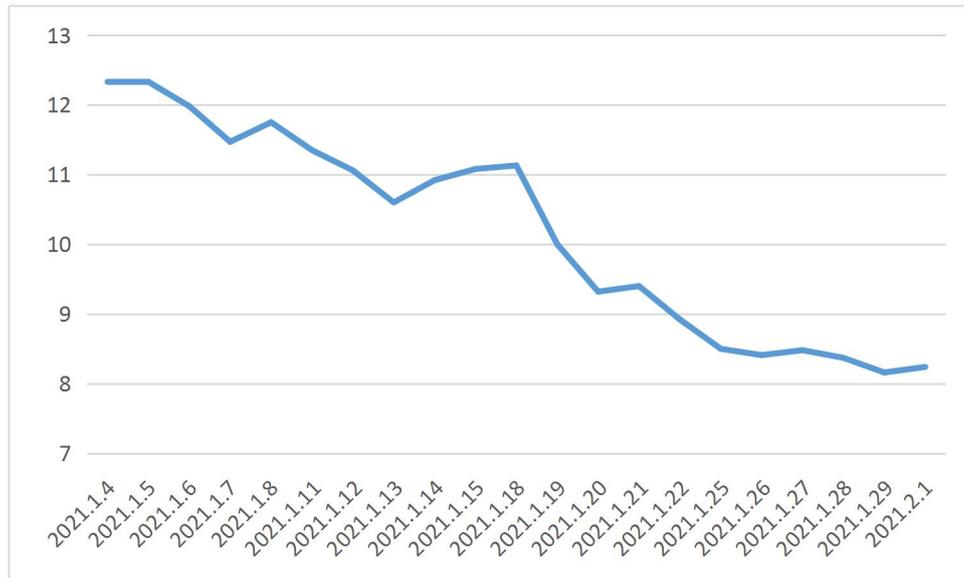


图 5.4 高伟达预亏公告日股价变动

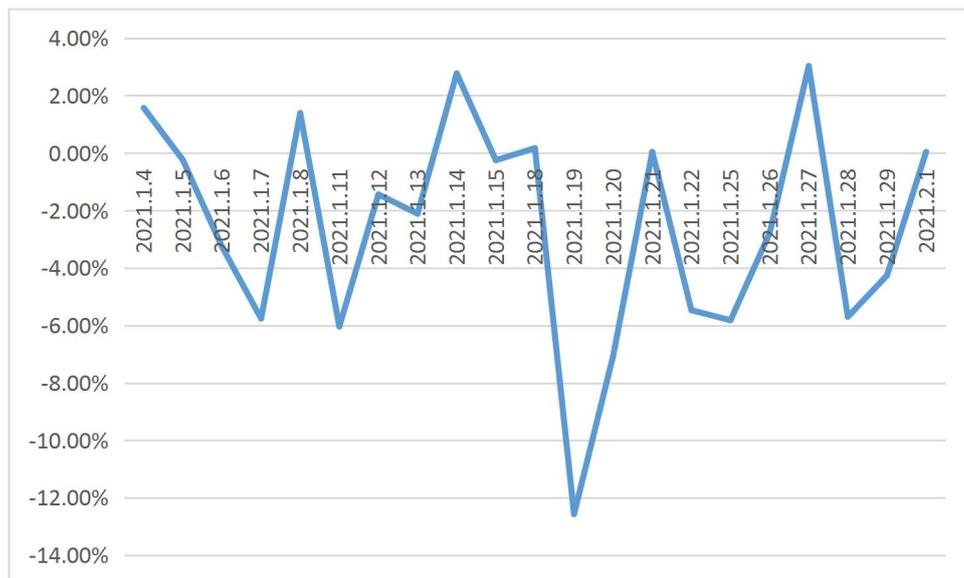


图 5.5 高伟达预亏公告日超额收益率变动

数据来源：国泰安数据库

根据企业股票价格和超额收益率在计提商誉窗口期内的整体变动显示，股票价格自高伟达对外宣告计提商誉前就开始异常波动，随后在透露消息当天迎来跌停。说明市场在接收到企业因计提商誉释放的负面信号后，相应快速做出了反应，股价崩盘随之而来。与此同时，中小投资者也从市场中被动接收到企业运营能力欠佳的信号，随之而来的就是丧失投资信心，大量抛售所持股票，其核心利益遭到重创。

综上所述，在短时期内，高溢价并购行为的发生可以对股价起到积极的引导

作用：并购消息一经宣告，投资者普遍看好企业未来发展，由此带来的乐观情绪不断外扩，吸引更多投资者购进公司股票，助推股价进一步上涨，中小投资者看似从中获利；但从长远的角度看待高溢价并购，带来更多的似乎是风险。由当初高溢价并购带来的高商誉积累的越来越多，随之而来其减值风险也就越来越大，一旦在某一次年末的商誉减值测试中检验出减值风险，那么势必将面临一次性计提巨额商誉减值，继而严重影响当年净利润的危险情况，然而一旦经营业绩与财务数据出现恶化，那么投资的恐慌情绪将蔓延至整个市场，届时投资者疯狂抛售股票，股票价格一落千丈，又因为大股东具有信息端的天然优势，可能早在公司对外宣布计提商誉前就已经在高位卖出持股，获得超额利润。而高溢价并购后计提商誉减值的苦果终究大都由中小投资者承担，中小股东的权益在此过程中被严重侵害。

5.3.3 基于财务指标层面的中小投资者利益侵害分析

一旦此前预想的协同效应无法在企业间正常发挥作用，那么以往累计的高额商誉将无法继续存续，其需要在年末计提减值，而这会导致企业的自有资产被侵蚀，进而严重侵害投资者利益。本节选用通过分析对比案例企业并购前后财务数据的方法进行研究，重点探讨企业的盈利、成长和偿债能力是否在经历并购后有了明显改善，进而理顺之间的逻辑关系，并尝试带入中小股东的视角，研究财因并购影响务指标的变化与中小投资者利益之间的联系。文章选取案例企业高伟达自2014年上市前到2020年计提商誉减值这七年间的财务指标，并根据指标的整体走势与各事件发生的时间进行比对，从而判断各事件与财务指标之间关系。

5.3.3.1 盈利能力分析

自2015年上市后，高伟达的业绩增长除第一年为负外，后续两年一直呈现高速上升态势，从2015年的-5.75%一路高歌猛进到2017年的35.7%，然而从2018年开始，随着高伟达的两家子公司上海睿民和喀什尚河的三年业绩承诺各自到期，其业绩业绩也开始随之下滑，2018年、2019年高伟达的业绩增速分别为20.61%和10.45%，盈利能力逐年下降。2020年，高伟达转盈为亏，这是公司自2015年登陆A股市场以来，第一次发生亏损。但高伟达的本次亏损，实则是为

2016、2017 年非理性高溢价并购四家子公司的持续扩张行为付出代价。

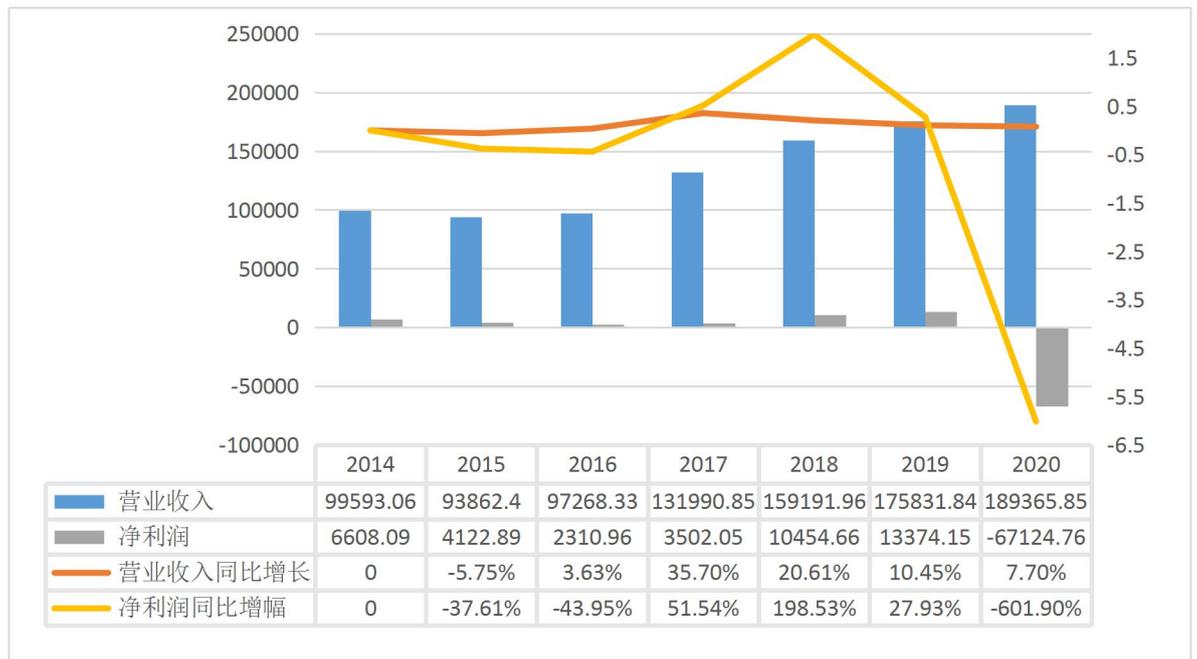


图 5.6 高伟达 2014-2020 营业收入与利润变动（单位万元）

数据来源：高伟达历年财报

从 2015 年开始，高伟达的业绩在过去的 5 年里保持喜人的增长态势，其营业收入与净利润均翻了两番。但是好景不长，高伟达由于在 2020 年确认计提巨额商誉减值准备而造成了 6.62 亿元的亏空，营业收入增幅降低至近年来新低的 7.7%，净利润同比降幅达到令人震惊的 601.9%，业绩下行压力激增。此外，扣除当年计提的商誉减值，高伟达的全年净利润只有 1.16 亿，相比 2019 年回落 13%，该利润规模降低至 2018 年同等水平。同时，基本每股收益 -1.5 元/股，19 年同期为 0.3 元/股，同比下降 600%。

综上所述，高伟达在 16、17 年的集中高溢价并购，虽然在短期内有效地改善了公司的盈利水平，但也因此累积了巨额商誉。随着对赌协议相继到期，商誉减值也接踵而至，企业财务数据也出现“跳水式”下降。

下文将罗列高伟达七年来的年报数据，对其业绩变动做出进一步分析。

表 5.7 高伟达营业收入变动情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
营业收入(亿元)	9.96	9.39	9.73	13.2	15.92	17.58	18.94
营业收入增速	-	-5.75%	3.62%	35.66%	20.61%	10.43%	7.74%

数据来源：高伟达历年财报

将七年高伟达营业收入单独列示可以更加清晰的看出，公司除 2016、2017 收购子公司使得其营收增速快速提升外，自 2018 年其子公司安稳度过承诺期后，公司的业收入增长速度便连年持续走低态势。这这六年期间，营业收入增速分别为-5.75%、3.63%、35.7%、20.61%、10.45%、7.7%，突出展现其高开低走格局，前三年激增，后续年度变动趋势持续下降。

表 5.8 高伟达净利润变动情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
净利润	6608.09	4122.89	2310.96	3502.05	10454.66	13374.15	-67124.76
净利润增速	-	-37.61%	-43.95%	51.54%	198.53%	27.93%	-601.90%

数据来源：高伟达历年财报

再单独提取出近七年高伟达净利润数据，同其营业收入走势类似，同样走出了前期平稳上升，后期断崖式下降的态势。由此可见，公司在 16、17 两年高溢价频繁收购各家公司后，并购红利随时间推移慢慢消散，企业发展再次停滞，紧接着企业利润受计提巨额商誉事件波及，产生巨额亏损，20 年整年企业财务陷入营业收入正增长，净利润负增长的窘境。

5.3.3.2 成长能力分析

本节将分别从主营业务收入增长率、净资产增长率，以及总资产增长率三个方面对高伟达自 2015 年以来的成长能力，结合企业高溢价并购及其后计提商誉减值的事件发生时点做以分析。

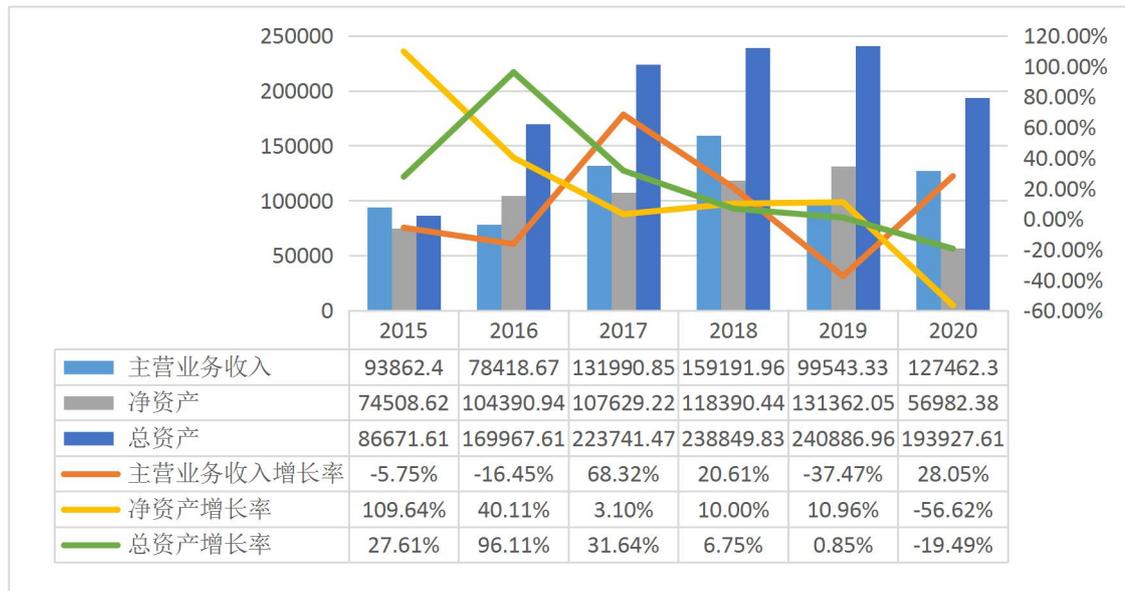


图 5.7 高伟达成长能力指标分析图

数据来源：高伟达历年财报

根据上图所示，组成高伟达成长能力的各项数值都伴随着企业高溢价并购和计提商誉事件的发生时点，做出了相应反馈。

首先，从主营业务收入增长率进行分析：2016 年以前，高伟达尚未开始频繁并购活动，此时的主营业务收入值处于历史较低水平，主营业务收入增长率数值小于零，表明此时公司的主营业务盈利能力水平较低，现有的核心业务竞争能力下滑，在市场中的占有率节节走低，急需新的增收增长点来挽救颓势。继 2017 年上半年公司完成了此次系列并购案后，高伟达的主营业务收入增幅创历史新高，一路攀升至 68%。这表明，高伟达的一系列跨行业混合高溢价并购至少在实施初期，成功改善了财务数据，确实是卓有成效地缓解了公司此前的发展颓势。但在此之后公司分数据再次陷入挣扎的泥潭，整体呈现震荡下行的走势。2019 年的主营业务收入数值已下降至基本与 2015 年公司刚上市时持平，再度证明其市场萎缩的状况通过短时间的大量并购也许会得到改善，但长时间看来此举治标不治本。

其次，从净资产增长率进行分析：2015 年-2019 年，高伟达净资产缓慢增长，且其增长率不断下滑，哪怕是在此期间收购了 4 家子公司，依旧无法无法改变净

资产增长率一路下滑的惨状。2020年，伴随公司计提巨额商誉减值，公司净资产及净资产增长率双双创下历史新低，净资产甚至回落至2015年公司刚上市时期的水平。

最后，从总资产增长率分析：2016-2017年，公司借助4次高溢价并购，使得其总资产猛增至刚上市时的2.58倍。但2020年由于子公司深圳快读未兑现业绩承诺，公司计提巨额商誉导致公司总资产数值下滑。此外，公司的资产变动率仅是借助2016年的一波收购浪潮中得到大幅跃进，自此之后该数值一路下滑，再次证明单单依靠高溢价并购获得短期漂亮业绩数据的行为并不是长久之计，从长期来看该行为反倒对企业的成长能力起到揠苗助长的作用，不利于企业未来的长期可持续发展。

5.3.3.3 偿债能力分析

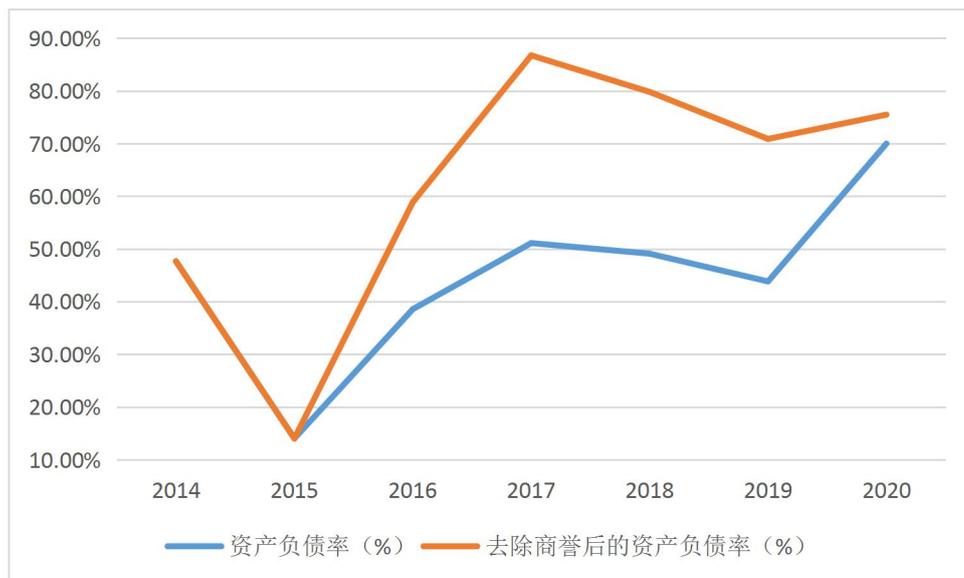


图 5.8 高伟达 2014-2020 资产负债率

表 5.9 高伟达 2014-2020 资产负债情况一览

单位：万元

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
资产	67919.34	86671.61	169967.61	223741.47	238849.83	240886.96	193927.61
商誉	0	0	58628.56	91902.22	91902.22	91902.22	14119.38
去除商誉后的资产	67919.34	86671.61	111339.05	131839.25	146947.61	148984.74	179808.23
负债	32377.79	12163	65576.67	114374.29	117290	105613.64	135759.38
资产负债率 (%)	47.67%	14.03%	38.58%	51.12%	49.11%	43.84%	70.01%
去除商誉后的资产负债率 (%)	47.67%	14.03%	58.90%	86.75%	79.82%	70.89%	75.50%

数据来源：高伟达历年财报

在我国会计准则中，将商誉划归为资产类项目，因此商誉累计数额的波动会导致公司资产负债率随之波动，企业的偿债水平也就一同变动，进而出现资本结构恶化的征兆。

由图 5.8 和表 5.9 可以看出，高伟达在 2015 年刚上市时，资产负债率处于历史最低水平，仅为 14%。此时公司尚未开始收购子公司的一系列动作，账上也并没有因并购获得的商誉。2016 年，随着高伟达持续推动其并购计划，企业在之后两年内资产负债率有了惊人的增幅，其中 2016 年达到 38%，2017 年更是高达 51.12%，创历史新高，资产负债率的激增表明资本结构越来越糟糕。

高伟达的资产负债率在 2016 年大规模收购案件爆发前后相比，看似仅有小幅度稳定上升并最终徘徊在 50% 的合理区间内，然而实际情况是一旦在计算资产负债率时，把含在资产当中的商誉剔除出去，那么该数值将激增至 80% 附近，资产结构十分不合理。紧接着，2020 年预提商誉减值准备后，公司的资产负债率飞速上涨到 75%，站在债权人的角度，这一数值已远超其安全边际值，投资风险急速上升。

由此可以看出，企业高溢价并购、计提巨额商誉等事件对于一家公司偿债能力的影响是十分显著的。一方面，当企业进行大规模高溢价并购时，企业的偿债水平会因为商誉这资产项目的扩充快速提升，资产负债率变低，财务数据十分亮眼；但当企业因经营不善导致亏损，或减值测试表明上有需要进行计提时，首当

其冲受到波及的便是企业的资产负债率，其数值随商誉泡沫被急速挤压而快速增大，偿债能力快速恶化；另一方面，当企业进行大规模溢价并购时，表面上资产负债率的确变低，偿债能力加强，但实际上该数值的变化并非是由于企业对资产结构进行优化带来的结果，从某种意义上说，其只不过是分子不变，扩大分母的数字游戏罢了。

外部报表使用者，尤其是处于信息不对称劣势方的中小投资者，对资产负债率的认知可能会受企业高溢价并购、计提巨额商誉等事件的影响，从而无法得知企业的真实偿债能力，进而严重干扰其投资决定，自身利益无法得到有效保障。

最后，值得注意的是，高伟达在 2020 年计提过商誉减值后，账上仍有高达 1.41 亿的商誉，一旦公司未来不积极正视其资产结构、公司营运问题，那么伴随着这 1.41 亿商誉的减值风险，其偿债水平很可能进一步下滑。

6 研究结论与建议

6.1 研究结论

本文以高伟达高溢价并购后计提巨额商誉减值为案例进行研究,探讨公司短期内频繁进行高溢价并购行为,及其高溢价并购后巨额累计商誉减值的成因,同时对高溢价并购及商誉减值对中小投资者利益侵害的链条机理进行了梳理分析,并提出了相应的建议,以尽可能更好地保护中小投资者利益。本文得出的研究结论如下:

高伟达高溢价并购的原因有:(1)增强主营业务能力。高伟达能够从各被收购公司所积累的资源优势中,对行业现状和顾客的诉求有更深刻的理解,从而完善公司业务,纵向延伸公司产业链条。(2)发挥企业协同效应。高伟达与其收购的公司在产品、客源、平台以及技术等多种资源上都能够取长补短、相辅相成,有利于形成企业间协同效应,公司的业务版块由此得到迅速扩充,核心竞争力得到大幅提升,进而使公司抵御潜在风险,保持长久发展的良好势头。(3)自身盈利能力弱化。高伟达在大量并购前,营业收入增长十分缓慢,净利润甚至出现一路下滑的态势,说明企业在此时主营业务盈利性差,出现内生性增长动力严重不足,盈利能力变差的问题。高伟达正是在意识到这一问题后,以主营业务为突破口,积极跨界并购,寻求与被收购企业搭建协同效应,获得新的业绩增长点,以求解决内生性增长瓶颈问题。

高伟达巨额商誉减值原因有:(1)过高的业绩承诺。并购时的高额业绩承诺可能会造成短期内因双方约定金额过高而无法实现,引发商誉减值;或者短期内勉强达标,但也是通过透支企业未来发展潜力换来的,无法保证公司盈利的持续性,日后由于未达承诺额计提减值。(2)商誉的初始确认值虚高。高伟达并购的4家公司均拥有轻资产、高科技的特征,运用收益法并购形成的商誉中,包含大量诸如客户群体、专利技术、丰富经验等这一类可识别、非实体、无法具体计量的,与无形资产更加近似却被划归为商誉的“非商誉杂质型”资源。一方面造成了对可辨认净资产公允价值的严重低估;另一方面不得不将其划入商誉,进一步推高了商誉虚值。(3)盈余管理动机。高伟达在前几年明知账面积累有巨额商誉而不进行任何相关风险提示;进入2020年,在政策可能发生变动和疫情影

响的双重作用下，果断计提百分之八十四的商誉，从而降低未来运营难度，消除日后启用新政策的摊销风险。（4）审计机构监管存在欠缺。高伟达自从 2016 年来进行了 4 次高溢价并购活动，前后累计商誉达 9.18 亿元，短时间内迅速累积巨额商誉，其减值风险是很大的，但审计机构对高伟达连续 5 年每年都出具标准无保留审计意见，并且对其可能存在商誉减值的情况只字未提。审计机构对被审计单位监管方面的漏洞，造成了本可以得到事前预警的商誉减值最终突然爆发。

高溢价并购及商誉减值对中小投资者利益侵害链条为：高溢价并购，往往伴随被并购方的高业绩承诺一同出现。受高额对价影响，企业积累巨额商誉，而商誉一方面要在每年年终进行减值测试，若出现减值风险就要计提商誉减值；另一方面由于在并购时与被并购方签订了对赌协议，如果被收购方未能成功实现业绩承诺，那么该公司也将会计提商誉减值。只要计提商誉减值，就势必会严重影响企业当年的净利润及其他财务数据。不良的财务数据会向市场传递消极信号，从而加剧股票价格短时间内的大幅度异常波动，进而让大批中小股东利益受到损害。

综上，本案例表明：高溢价并购在短期内，确实能够为收并购双方以及投资者带来良好的效应，并购方企业用高溢价换取优质且潜力十足的子公司以及亮眼的财务数据；被并购方企业能够实现较高的盈利目标以及折现速度。而高溢价并购对整个市场传递出了强劲的积极性信号，资金大量买入，投资者由此获得超额收益。但是，从长期角度看，高溢价并购更像是一场与资本市场之间高风险高收益的零和博弈，赌赢了转的盆满钵满，赌输了赔上整个公司的身家性命。因为高溢价并购的前提是收购方看好被并购方的前景，并想与之联手形成可观的协同效应，在自身能够加速转型的同时进一步提振营运能力。可一旦双方合并后没有产生预期的协同效应，或该效应未达预期水平，反而因为高溢价并购造成了整个企业的营运困难，那么企业就会计提商誉减值，对整个财务指标造成冲击的同时，加剧了财务风险，该消息释放进入市场后，股价因声下跌，中小投资者因消息闭塞无法及时出逃，经济利益最终被市场吞噬。

针对本文案例所存在的问题，为了预防类似由高溢价并购商誉减值所引发的对中小投资者利益造成侵害的风险，将在下一节提出相关建议。

6.2 对策与建议

6.2.1 剥离非商誉资源

目前频繁导致市场上高溢价收购的一大原因是，在我国现行的会计准则中，将收购方支付价款与被并购企业可辨认净资产公允价值的所有差额都归集进入到了商誉里。然而在并购交易中，往往有大量诸如客商资源、平台引流能力、过往丰富经验、先进管理理念等这一类具有可识别、非实体、无法具体计量的特征且与无形资产更加类似的资源，因不满足我国对无形资产定义，而计入商誉，这就使得商誉金额冗余严重，其中包含了大量非商誉资源，因此本文提出的建议是：

(1) 企业在并购时进一步细化对可辨认净资产公允价值的评估。在并购时遇到与被并购方资产负债项目剥离出现争议的无形资产时，聘请专业资产评估团队进行划分，并将其公允价值单独入账，尽量避免商誉注水。(2) 国家可以进一步外扩对无形资产定义的外延，将更多同属于无形资产性态的“非无形资产”正式划归其中，并在报表中标注清楚，便于报表外部信息使用者了解具体信息。

此外，做为高溢价并购的另一个影响因素，被并购企业虚高的业绩承诺也是需要重点照顾的对象。在实际操作中，可以考虑把业绩承诺中溢价部分进行再剥离处理，并将其列入长期待摊费用科目，然后采用“摊销法+减值法”结合法处理，即将该项列入长期待摊费用后按期摊销完毕，此外在对赌协议无法达成目标时，也可做计提减值处理。

6.2.2 完善商誉减值的测试方法

首先，现行会计准则对商誉减值测试的数额没有具体要求，仅要求每年年底进行测试。目前仍有大量数额巨大的商誉存在于市场中，因此可以对现行制度进行追加，追加对商誉进行数量级上的划分，对满一定数额的商誉必须设定相应的时间节点，或设置更为频繁的测试频率，以起到真正的测试风险作用。

其次，在商誉的后续处理方法上，也可以尝试将减值测试法与系统摊销法合二为一，从而避免突如其来的商誉减值危机。参照上节处理业绩承诺溢价部分处理，此二者相结合能成功约束管理层盈余管理行为的同时，还可以避免企业非理

性的高溢价收购行为,从而减少巨额商誉形成的机会,从源头上化解潜在的减值风险。

6.2.3 强化中小投资者投资能力与风险意识

由于相较于大股东一方面作为企业坚定的价值投资者,对于公司股价的短期波动并不会十分敏感;另一方面大股东能够按照持有股份的多少获得相应的剩余索取权,即股息红利所得;小股东的盈利方式非常单一,即依靠短期股价涨幅波动赚取利差从而获得收益。加之大股东与中小投资者之间存在着先天信息不对称的现象,因此当企业业绩出现下行压力时,大股东可以借助优势信息资源提前抛售持股,高位套现,而当市场真正接收到下跌信号,股价做出下跌反映时,中小投资者的利益将被严重侵害。

因此,中小投资者应该踏实学习理财知识,建立逐步建立价值投资的投资理念,放弃短期投机。具体而言,对于企业高溢价并购其他公司的行为,做为身处信息流下游的中小投资者,既然没有先天的信息优势,那就应该通过主动学习提升自己的投资能力,谨慎看待该行为,做到不跟风投资,保持独立思考能力,也能在一定程度上抵挡一部分外界外界信息的误导和干扰。此外,还要在关注公司交易动态、行业发展趋势的同时,警惕那些已累计了大量并购商誉的企业,鉴于企业未来有可能出现对赌协议未完成、业绩下滑情况或公司出于盈余管理方面的考量,届时一次性计提巨额商誉,最终的结果就是中小投资者用自己的利益为公司的巨亏买单,所以投资者在进行投资时,要倍加慎重。最后,投资者除了对企业风险要有自己的判断外,也要对自身的风险承受能力有清晰的认识,并根据可承受风险能力设定投资计划,以最大化的保护自身利益。

6.3 研究不足

6.3.1 研究不足

尽管本文通过研究得到了一些有价值的结论,但仍存在以下不足。(1)研究样本不足:具体分为样本数据不足和数量不足两方面。首先,高伟达的财务数据最远只获取到其上市前一年,即2014年数据,且该年份数据的完整性不够充

分。因此在对高伟达公司进行财务分析时，数据时间跨度不够长且不够完整，可能会导致数据分析阶段无法从更长远的角度出发去探求问题本质。其次，市场上对企业活动的影响因素非常多，本文对案例公司高伟达发生高溢价并购与高商誉减值的原因探讨或许只是其中的一部分原因，加之作者视野有限，因此结论并不能以偏概全地去解释所有上市公司该行为活动的动机之所在。（2）实践性不足。由于缺乏社会工作实践的相关经验，文章对案例企业高伟达的一系列分析均是基于相关理论知识进行的，因此推出的结论及相关建议对具体实践环节的指导作用仍具有局限性。

6.3.2 展望

目前市场上各企业内部仍冗余着巨量商誉，其所带来的减值风险犹如“达摩克利斯之剑”高悬头上，投资者利益岌岌可危。关于如何更好地保护中小投资者利益，仍有待于进一步探讨。

参考文献

- [1] Aharony J, Barniv R, Falk H. The Impact of Mandatory IFRS Adoption on Equity Valuation of Accounting Numbers for Security Investors in the EU[J].*European Accounting Review*,2010,19(3):535-578.
- [2] Brian Cadman, et al, Economic Determinants and Information Environment Effects of Earnouts: New Insights from SFAS 141 (R), [J]. *Accounting Research*, Vol. 52, No. 1 (Mar., 2014), pp. 37-74.
- [3] Canning J B. *The Economics of Accountancy: a critical analysis of accounting theory*[M]. The Ronald Press Company.1929.
- [4] Chalmers K, Clinch G, Godfrey J M. Adoption of International Financial Reporting Standards: Impact on the Value Relevance of Intangible Assets[J].*Australian Accounting Review*,2008,18(3):237-247.
- [5] Cheol Lee. The Effect of SFAS 142 on the Ability of Goodwill to Predict Future Cash Flows[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*,2011,30(3):236-255.
- [6] Christopher S. Armstrong, et al.The Efficacy of Shareholder Voting: Evidence from Equity Compensation Plans[J]. *Accounting Research*, Vol. 51, No. 5 (Dec., 2013), pp. 909-950.
- [7] Glazer R T. New accounting for business combinations, intangibles and goodwill impairment[M].2002.
- [8] Hendriksen. *Accounting Theory*[M]. Richard Irwin Inc. Homewood Illinios.1982.
- [9] How Ethical are Managers' Goodwill Impairment Decisions in Spanish-Listed Firms? [J]. *Springer*,2015,132(1):45-57.
- [10] Leake P D. Goodwill: Its Nature and How to Value It[J]. *The Account*,1914,(1):81-90.
- [11] Li Z, Shroff P K, Venkataraman R, et al. Causes and Consequences of goodwill impairment losses[J]. *Review of Accounting Studies*,2011,16(4):745-778.
- [12] Noraini binti Omar, Norman Mohd-Saleh, Mohd Fairuz Md

- Salleh, KamranAhmed. The influence of family and government-controlled firms on goodwill impairment[J]. Emerald Group Publishing Limited,2015,5(4):64-78.
- [13] Shavin Malhotra and Ajai S Gaur. Spatial geography and control in foreign acquisitions[J]. International Business Studies, Vol. 45, No. 2 (Feb., 2014), pp. 191-210.
- [14] Suzanne Sevin. Richard Schroeder. Earnings management: evidence from SFAS No.142 reporting[J]. Emerald Group Publishing Limited,2005,20(1):109-119.
- [15] 董梦瑶. 定向增发式并购业绩承诺期间的盈余管理研究 [J]. 财会通讯, 2019(2):13-17.
- [16] 傅超, 王靖懿, 傅代国. 从无到有, 并购商誉是否夸大其实?——基于 A 股上市公司的经验证据[J]. 中国经济问题, 2016(06):109-123.
- [17] 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.
- [18] 葛家澍, 杜兴强. 财务会计理论: 演进、继承与可能的研究问题[J]. 会计研究, 2009(12):14-31+96.
- [19] 郭永清, 施雨琛. 商誉减值问题研究——以华谊兄弟为例[J]. 中国资产评估, 2020(03):4-13.
- [20] 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[J]. 证券市场导报, 2019(03):59-70.
- [21] 韩潇. 企业商誉减值会计处理动机及后果探析[J]. 财会通讯, 2019(10):66-70.
- [22] 黄蔚, 汤湘希. 商誉后续计量方法改进是否应该重新考虑引入摊销——基于合并商誉本质的实证分析[J]. 经济问题探索, 2018(08):39-50+66.
- [23] 胡凯, 漆圣桥. 上市公司大股东股权质押是否损害了中小投资者利益? [J]. 兰州大学学报(社会科学版), 2020, 48(01):82-92.
- [24] 姜付秀, 支晓强, 张敏. 投资者利益保护与股权融资成本——以中国上市公司为例的研究[J]. 管理世界, 2008(02):117-125.
- [25] 李丹蒙, 叶建芳, 卢思绮, 曾森. 管理层过度自信、产权性质与并购商誉[J]. 会计研究, 2018(10):50-57.

- [26] 李海英, 郑妍妍. 机构投资者对中小投资者利益保护效应分析: 基于股价信息含量的实证检验[J]. 中央财经大学学报, 2010(12): 50-55.
- [27] 李玉菊, 张秋生, 谢纪刚. 商誉会计的困惑、思考与展望——商誉会计专题学术研讨会观点综述[J]. 会计研究, 2010(08): 87-90.
- [28] 刘希宋, 张德明. 中小股东权益保护机制和公司治理[J]. 管理科学, 2003(03): 2-5.
- [29] 陆俊刚, 黎东标, 李建英. 上市公司商誉成因及估值风险防范[J]. 中国资产评估, 2018(10): 39-42.
- [30] 吕鹏, 师书丽. 商誉计量与减值测试原则的矛盾及其影响研究——基于中航黑豹发行股份购买资产的案例[J]. 会计之友, 2015(10): 60-63.
- [31] 孟荣芳. 上市公司并购重组商誉减值风险探析[J]. 会计之友, 2017(02): 86-89.
- [32] 潘爱玲, 刘文楷, 王雪. 管理者过度自信、债务容量与并购溢价[J]. 南开管理评论, 2018, 21(03): 35-45.
- [33] 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[J]. 山西财经大学学报, 2016, 38(04): 101-113.
- [34] 曲晓辉, 卢煜, 张瑞丽. 商誉减值的价值相关性——基于中国 A 股市场的经验证据[J]. 经济与管理研究, 2017, 38(03): 122-132.
- [35] 沈建林, 俞伟英. 发行股份支付对价模式下并购重组形成的商誉问题探讨[J]. 中国注册会计师, 2017(12): 95-99.
- [36] 施金龙, 吴欢欢. 合并商誉减值测试的探讨[J]. 会计之友, 2014(33): 13-15.
- [37] 宋建波, 张海晴. 商誉后续计量方法的探讨: 预期导向还是经济后果导向[J]. 财会月刊, 2019(03): 3-8+178.
- [38] 孙芳城, 罗摺. 合并商誉减值测试计量的比较研究[J]. 财会通讯(学术版), 2006(12): 61-63.
- [39] 王博. 上市公司并购重组业绩承诺的问题、监管难点及对策[J]. 南方金融, 2019(9): 80-85.
- [40] 王静. 基于商誉本质的确认与计量思考[J]. 财会通讯, 2015(25): 90-93.
- [41] 王秀丽. 合并商誉减值: 经济因素还是盈余管理——基于 A 股上市公司的经

- 验证据[J]. 中国注册会计师, 2015(12):56-61.
- [42]王志宏, 杜丽丽. 商誉之惑:商誉的公允价值计量[J]. 财会月刊, 2016(31):66-69.
- [43]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[J]. 会计研究, 2017(10):71-77.
- [44]吴虹雁, 刘强. 商誉减值会计经济后果分析[J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2014, 34(09):53-65.
- [45]吴先聪, 张健, 胡志颖. 机构投资者特征、终极控制人性质与大股东掏空——基于关联交易视角的研究[J]. 外国经济与管理, 2016, 38(06):3-20.
- [46]吴育辉, 吴世农. 股权集中、大股东掏空与管理层自利行为[J]. 管理科学学报, 2011, 14(08):34-44.
- [47]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[J]. 会计研究, 2013(12):47-52+97.
- [48]徐经长, 张东旭, 刘欢欢. 并购商誉信息会影响债务资本成本吗?[J]. 中央财经大学学报, 2017(03):109-118.
- [49]徐文丽, 张敏. 对商誉本质的重新认识[J]. 上海大学学报(社会科学版), 2009, 16(01):39-44.
- [50]徐玉德. 商誉减值计提动机及其外部审计监管——来自 A 股市场的经验证据[C]. 商誉会计研讨会论文集:中国会计学会, 2010:31-41.
- [51]阎德玉. 论商誉会计理论重构——兼评商誉会计“三元理论”[J]. 中南财经大学学报, 1997(01):66-71+142.
- [52]阎献平. 股权分置改革与保护中小投资者利益[J]. 理论探索, 2006(01):89-91.
- [53]袁敏. 并购风险计量初探——以蓝色光标为例[J]. 财务与会计, 2016(21):37-39.
- [54]翟进步, 李嘉辉, 顾桢. 并购重组业绩承诺推高资产估值了吗[J]. 会计研究, 2019(6):35-42.
- [55]张乃军. 莫让商誉成为“皇帝的新衣”——关于商誉处理的理性分析[J]. 会计之友, 2018(18):2-5.

- [56]张倩,刘斌,杨茵. 准则弹性、盈余管理与市场反应——基于商誉减值准备计提的经验证据[J]. 华东经济管理, 2016, 30(06):166-172.
- [57]张笑. 浅析商誉的会计处理方式[J]. 中国注册会计师, 2019(04):98-99.
- [58]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[J]. 厦门大学学报(哲学社会科学版), 2018(03):55-65.
- [59]张新民,祝继高. 经营资产结构影响高商誉企业的市场价值吗——基于A股上市公司的实证研究[J]. 南开管理评论, 2019, 22(02):114-127.
- [60]郑海英,刘正阳,冯卫东. 并购商誉能提升公司业绩吗?——来自A股上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2014(03):11-17+95.

后 记

时光荏苒，现在坐在窗前的我看着校园里的那棵三人联手合抱才能勉强将之合围的晚樱逐渐开始抽芽，才猛然想起这已经是我第二年看到它抽芽的样子了，而这一季的花期，是来与我辞行的。

不敢说在校这三年期间过得如这醉人的樱花般灿烂似火，但也是多姿多彩，快乐充实的三年。出神地望着楼下这片朝霞似的晚樱，眼前却浮现出的是在校期间的点点滴滴，经历了的事，想感谢的人，纷至沓来。

首先，想感谢我的恩师。身为师者，您传道授业解惑，在引领我共同遨游知识的海洋时并没有嫌弃学生愚笨；做为挚友，您博学慎思笃行，教会我生活的智慧与生命的真谛。

其次，想感谢我的同学、朋友们。感谢你们在考试周对我不抛弃不放弃，感谢你们在我懒癌发作不想起床时拼命把我拽下床去自习；感谢你们在我健身想偷懒时严格监督我完成训练；感谢你们在我身边，有你们真好。

此外，我一定要感谢我的家人。感谢你们能接受身处最低谷的我，感谢你们对我不求回报的包容与爱。我爱你们！

最后，我想认真感谢自己，感谢那个三年前奋不顾身、孤注一掷的自己。冲吧少年，永远做那个哪怕身处阴沟但仍要仰望星空的勇敢少年！

祝你永远以梦为马，不负韶华！