

商誉“暴雷”是否夸大其实？

——基于“优质公司”的视角*

王 艳¹ 李 涛² 王得力¹ 刘 昆³

(1. 广东外语外贸大学会计学院/粤港澳大湾区会计与经济发展研究中心 510006;

2. 外交学院国际经济学院 102206; 3. 广州市中西医结合医院 510801)

【摘要】是否只有劣质公司才会滥用商誉确认和后续计量的会计准则，引发商誉“暴雷”大幅计提减值，在会计界一直颇存争议。本文从优质上市公司的视角，分析了商誉在形成、确认和后续计量中的关键冲突问题，发现优质公司并不愿意及时计提商誉减值，且商誉减值信息披露的价值相关性较低。在“倒挤式”商誉及商誉减值确认准则下，资本市场可能在商誉减值信息披露前已经吸收了部分商誉减值信息，主要表现为商誉减值信息披露前公司的市净率（MTB）已持续走低。通过案例研究，本文发现上市公司可能会滥用商誉及商誉减值准则，延迟商誉减值的确认和披露，这会导致公司未来业绩急剧下滑。案例分析表明，当并购中使用大量的股份支付时，有可能会导导致被收购方所有者成为上市公司的控股股东，为了达到并购中业绩承诺规定的承诺期业绩目标，控股股东（被收购公司所有者）会与管理层合谋，延迟确认公司的业绩下滑和商誉减值，这会引发上市公司的第二类代理问题。总体而言，本文旨在现行会计准则框架下为如何完善商誉确认和后续计量提供决策支持信息，并在减值测试、并购交易、表外信息披露和公司治理方面提出相关改革建议。

【关键词】商誉；商誉减值；自创商誉；并购交易；第二类代理问题

一、引言

企业并购重组在国企转型升级、“中国制造 2025”、“一带一路”、供给侧结构性改革等诸多挑战与机遇中发挥着重要作用。根据 Wind 数据显示，2019 年我国上市公司的并购交易总额超过 2.28 万亿元，其中商誉占比近 10%，部分公司的商誉金额已超过其股本或市值，但并购后商誉能带来持续超额利润的情况却并不多见。相反，根据商誉减值测试会计准则确认的商誉减值普遍存在“太少、太晚”的问题。商誉的剧增及商誉减值的滞后问题引起了市场的广泛关注（张新民和祝继高，2019）。Ramanna 和 Watts（2012）发现，与其他资产（如应收账款和土地、厂房、设备）相比，商誉资产公允价值估计的主观性更强，难以验证减值的准确性。2018 年底，中国证监会发布了《会计监管风险提示第 8 号——商誉减值》，要求企业密切关注商誉减值迹象，并及时进行减值测试，规范商誉减值

的会计核算和披露。根据中国证监会发布的《2018 年上市公司年报会计监管报告》，商誉和商誉减值披露存在三个严重问题：（1）未考虑业绩承诺的影响、可辨认净资产确认不充分等导致商誉初始确认虚高；（2）未对商誉进行减值测试、减值测试时未考虑归属于少数股东权益对商誉的影响、减值测试时随意变更商誉所涉及的资产组或资产组组合；（3）商誉、商誉减值测试和商誉减值披露不充分等。2019 年 1 月财政部发布有关于商誉后续计量方法是否应变更为系统摊销法的征求意见后，近 900 家上市公司商誉集中“暴雷”，2018 年我国上市公司计提商誉减值损失超过 1700 亿元，分别为 2016 年和 2017 年的 14 倍和 4 倍水平，且商誉账面金额仍高达 1.37 万亿元。整体而言，商誉减值测试流程是否足够严谨并可操作？商誉减值测试代替商誉摊销是否更科学更合理？商誉减值测试信息是否具有价值相关性？会计界一直颇存争议。

* 本文英文版刊发于中国会计学会英文期刊 China Journal of Accounting Studies 第 9 卷第 3 期（2021 年 9 月）。本文为国家社科基金重大项目“深化混合所有制改革的机制创新和实践路径研究”（21ZDA039）的阶段性研究成果。

会计准则是降低交易成本的制度安排,但高质量的会计准则并不等同于高质量的会计准则执行,因此会计信息质量参差不齐(曲晓辉等,2017)。在商誉的后续计量中采用减值测试代替商誉摊销反映了公允价值的广泛使用,这有助于提高商誉会计信息的价值相关性(Godfrey 和 Koh, 2009)。然而,商誉初始确认时,公允价值采用“间接法”而非“直接法”估计,这给管理层带来了自由裁量权,商誉采用减值测试进行后续计量,更给管理层创造了盈余管理的机会,这最终会降低商誉及商誉减值信息的价值相关性(Li 和 Sloan, 2017; Han 等, 2021)。Henning 等(2000)发现商誉兼具资产属性和费用属性,且收购方支付的超额并购溢价与商誉的费用属性部分相关联,在商誉后续计量中采用减值测试,会带来费用属性的商誉难以及时费用化的问题,通过商誉减值确认的费用“太少太晚”。另一方面,具有资产属性的商誉,仅在收购方通过企业合并予以确认,而收购方自创商誉等经济商誉则不能体现在合并资产负债表中。此外,商誉的初始计量依赖于间接法而非直接法,实质上难以完全区分财务报表中确认的商誉究竟是来自于收购方还是被收购方。随着并购交易的完成,商誉采用减值测试进行后续计量,但过程复杂、耗时、昂贵且涉及诸多职业判断的减值测试,却使投资者等利益相关者对商誉减值确认的可靠性产生担忧。商誉作为现金产生单元(未来现金流的来源)的一部分进行减值测试,而现金产出单元价值分为几个部分,即原有业务、合并业务及分配至该单元的商誉,其中原有业务中的自创商誉虽然不在财务报表中体现为商誉,但在商誉减值测试中作为净空值(headroom)却纳入了现金产生单元范畴。因此,即使测试出现金产生单元的价值减值,测试单元中的净空值掩护效应却会抵消可能存在的商誉价值减少,使商誉减值免于确认,现行准则体系下的减值测试结果中,现金产生单元减值与商誉减值之间的相关性是间接的、偏弱的(李明和彭川, 2021)。

为了探讨收购方的自创商誉虽然在企业合并时不确认为财务报表中的商誉,但在并购后商誉减值测试中存在净空值掩护效应的问题,本文首先选择 A+H 股上市公司、深交所盈利能力和信息披露良好的中小型上市公司为优质收购方,并基于其并购前的财务状况和会计信息质量,推证这类公司存在自创商誉。然后,通过观察上述公司披露商誉减值信息时投资者的反应,并分析商誉减值确认前公司的市净率表现,尝试探析企业不愿及时计提商誉减值的动机,论证商誉及商誉减值会计准则的作用边界。进一步,通过“聚力文化”案例研究,分析高商誉和高商誉减值的深层次原因和内在逻辑,揭示包含“杂质”和“噪音”的

商誉和商誉减值准则缺陷衍生的代理问题变异,最终会引致优质公司变为劣质公司。最后,本文针对商誉减值测试、并购交易、表外信息披露以及公司治理提出了相关改革建议。

本文的研究贡献主要有:第一,在商誉确认和后续计量中,并非劣质公司才存在机会主义行为,即使从优质收购方的角度进行研究,商誉减值信息也不具有价值相关性。Henning 等(2000)将商誉分为资产属性和费用属性部分,认为在减值测试模式下,仅费用属性的商誉才存在被费用化“太少、太晚”的问题。在资产属性商誉的范围内,Godfrey 和 Koh(2009)基于信号理论,认为企业通过执行商誉减值测试会计准则可以持续度量商誉价值的变动,及时向投资者传达私人信息,如企业的经营战略和未来现金流等,会计信息的价值相关性会提高。本文认为,在并购交易中商誉使用间接计量的方法确认,很难从企业合并中剥离收购方的自创商誉,之后,商誉作为现金产生单元的一部分进行减值测试,测试单元中的净空值掩护效应会使资产属性和费用属性部分商誉均存在减值确认“太少、太晚”的问题,商誉减值信息披露并不具有价值相关性(李明和彭川, 2021)。特别地,本文针对优质收购方的并购交易行为进行研究,发现优质企业不愿意及时计提商誉减值,投资者反应则表明商誉减值信息披露的价值相关性较低。此外,公司的市净率(MTB)趋势表明,市场在商誉减值信息披露前已经(部分)吸收了商誉减值的相关信息(Li 和 Sloan, 2017)。总体而言,与 Beatty 和 Weber(2006)、Godfrey 和 Koh(2009)及韩宏稳和唐清泉(2019)的研究相比,本文发现即使是优质公司,管理者也会出于防御动机延迟确认商誉减值,并且也没有证据表明确认商誉减值信息增加了财务报告信息披露的价值相关性。商誉确认及后续计量准则的内涵比较复杂,如 Ramanna(2008)发现美国国会议员会向 FASB 施压,迫于压力 FASB 最终选择取消权益结合法并改商誉摊销为仅减值测试(SFAS No. 141; SFAS No. 142),但 Prall(2019)反对将商誉视为消耗性资产。因此,在现行准则框架下,理论界和实务界应聚焦于改进商誉减值测试、降低执行减值测试的成本和复杂性而努力,减少企业的机会主义行为。

第二,本文沿着并购时间轴,将收购方自创商誉嵌入纵向单案例研究,在厘清了商誉确认和后续计量会计准则的内在假定与现实条件冲突的基础上,揭示了政策助力下代理冲突异化的具体路径和内在机理。大量的实证研究结果表明,商誉减值严重依赖管理当局自由裁量权,管理者为获取私人利益隐瞒商誉减值信息,减值测试的结果是根据管理层的主观预期而得,减值确认与企业盈余管理等非

经济因素的相关性更强 (Li 等, 2011; Li 和 Sloan, 2017)。然而, 这些实证研究缺乏对商誉减值背后动机和实现路径的深入分析。2020 年 3 月, 国际会计准则理事会 (IASB) 在《企业合并——披露、商誉和减值 (讨论稿)》(以下简称讨论稿) 中明确, 净空值 (headroom) 可能来自于收购方并购前的自创商誉, 也可能来自于并购后收购方和被收购方的协同效应、且与收购方并购前的自创商誉相关。因此, 为了识别收购方自创商誉在减值测试中的净空值掩护效应, 本文选择了收购方和被收购方业务难以协同的跨行业并购案例。通过案例分析, 本文发现企业并购重组后, 被收购方的控制人通过反向购买成为了上市公司的实际控制人, 其利益与业绩承诺、商誉和商誉减值密切相关。案例公司的大股东在业绩承诺期间存在隐瞒坏消息和延迟确认、披露商誉减值的诱因, 且收购方自创商誉在减值测试中的净空值掩护效应成为“政策助力”, 引发了代理冲突的异化, 即劣质资产的出让方 (被收购方的控制人) 有动机给出虚高承诺 (李晶晶等, 2020), 这最终会消耗收购方的自创商誉并导致优质公司退市和破产。案例分析对大股东和中小股东之间的代理冲突研究将形成文献补充 (Bertrand 和 Mullainathan, 2003; Jiang 等, 2010)。

二、文献综述

商誉一词最早出现在《企业会计准则导论》(Paton 和 Littleton, 1940) 中, 将商誉归类为无形资产, 之后 Hendriksen (1982) 提出商誉“三元理论”, 即好感价值论、超额收益论及总计价账户论。就商誉计量而言, Paton 和 Littleton (1940) 认为商誉反映了企业的超额盈利能力, 企业无法识别为无形资产的超额盈利能力, 可以通过资本化方式直接计为商誉资产。企业并购重组的交易价格为商誉“轧差法”间接计量提供了契机, 但间接计量方法下商誉可能包含无价值部分, 导致商誉兼有资产属性和费用属性 (Henning 等, 2000)。杜兴强等 (2011) 将企业合并产生的商誉区分为预期协同效应和被收购方的自创商誉, 李玉菊等 (2010) 认为商誉应根据企业合并带来超额盈利和现金流量创造能力进行综合评估并计量, 且必须量化并购风险和交易成本等负面影响。近年来, 越来越多的企业在并

购重组中确认了高额商誉, 基于财务行为的“倒挤式”计量方法面临着计量可靠性不足的问题, 学者们也开始研究高商誉的成因。Barth 和 Clinch (1996) 发现商誉具有价值相关性, 商誉的高低与股价和股东超额收益关系显著, Dionne 等 (2015) 基于对 1026 起并购事件的研究, 发现信息不对称会推高并购溢价并导致高商誉, Gu 和 Lev (2011) 发现当企业股价被高估时, 管理层有强烈的动机用股份支付完成并购交易, 这会导致高溢价和高商誉的问题。Xu 等 (2020) 认为企业在商誉的初始确认和计量中会模仿同行, 这种同群效应会滋生管理层的机会主义动机, 合并成本中商誉占比越来越高。Bugeja 和 Loyeung (2015) 发现当被收购方 CEO 薪酬与会计收益相关时, 并购交易定价 (合并成本) 中商誉的占比会增加, 而 Aktas 等 (2013) 认为管理者过度自信导致企业在并购中承认了更多商誉。

商誉的后续计量一直颇有争议。表 1 对比了基于系统摊销法和减值测试法的商誉后续计量的优缺点。在商誉处于摊销的会计准则规范时期, Jennings 等 (2000) 对商誉摊销进行分解, 并发现核心商誉摊销信息不具有价值相关性。在商誉会计规范进入减值测试时期, 学者们普遍认为从理论上商誉减值信息价值优于摊销。因为商誉的确认体现了“资产负债观”理念, 对资产摊销就是将资产视为等待进利润表的“费用库”, 这与“资产负债观”理念相悖 (谢德仁, 2019)。在商誉减值测试模式下, 管理层通过减值测试释放了公司未来现金流的私有信息, 这体现了资产负债观理念。同时, 由于减值测试工作的复杂耗时且执行成本高, 商誉减值测试结果难以核实和审计, 使得商誉会计信息的主观性高于其他资产 (Ramanna 和 Watts, 2012; Li 和 Sloan, 2017; Andreicovici 等, 2020)。Beatty 和 Webber (2006) 发现管理层会基于债务合同、经理人薪酬和防止上市公司退市等动机不及时确认商誉减值。Bostwick 等 (2016) 的研究表明, 当企业确认并披露商誉减值信息时, 也释放了有关未来现金流量减少的信息, 银行等债权人会将商誉减值视为企业价值下降的坏消息, 将缩短企业的债务期限且要求企业提前还款。相反, 如果企业不确认商誉减值并避免披露商誉减值信息, 投资者等利益相关者则不会看穿公司高估商誉余额的伎俩 (Li 和 Sloan, 2017)。

表 1

商誉后续计量方法对比

方法	系统摊销法	减值测试法
内容	将商誉视为一项无形资产, 在合理期限内进行摊销	定期对商誉进行减值测试, 将可收回金额低于账面价值的部分确认为减值损失
优点	保持了会计信息的稳健性, 符合配比原则	反映了商誉资产的经济实质, 提供了较为可靠的会计信息

续表

方法	系统摊销法	减值测试法
缺点	摊销年限难以确定,无法如实反映商誉资产的经济实质	操作方法复杂,成本较高;涉及主观判断较多,容易成为盈余管理的手段
应用	目前只有日本仍在使用,摊销年限为不高于20年	目前为国际通用的计量方法

综上所述,商誉是一个复杂的经济概念,其使用寿命、所代表的未来经济利益,都具有高度不确定性,难以可靠估计一个合适的摊销年限,理论上,相比商誉摊销而言,商誉减值是更合理的会计处理办法。但现行准则用倒挤式方法对商誉进行间接计量,即商誉为并购重组中合并成本超过收购方持有的被收购方净资产公允价值份额的差值,这使得商誉计量值可能包含杂质和噪音。另一方面,商誉减值测试存在不确定性、复杂性和主观性,正如2018年IASB在“准则执行后评价(post-implementation review)”中所指出的商誉减值的多方面问题:高成本(costly)和主观性(subjective);商誉减值测试过程中,对现金产出单元(cash generating unit)的未来现金流预测往往过于乐观(rosy);减值确认信息滞后,待商誉的减值损失被最终确认时,其提供的信息对投资者而言仅有微小的价值。此外,收购方也有质量好坏之分,优质收购方可能拥有大量自创商誉,未确认在合并资产负债表中的商誉中,但在商誉减值测试中作为净空值(headroom)却纳入了现金产出单元范畴,参加减值测试的现金产出单元涵盖的范围大于商誉,自创商誉的遮掩效应使管理层更有理由和动机不及时确认商誉减值。总之,商誉后续计量,之所以仍然存在摊销或减值的争论,并非摊销是“好的”会计处理,而是准则制定者没有提供“好的”减值会计处理规范,企业没有执行好减值会计处理。

鉴于此,本文选取已确认商誉减值的优质企业,通过考察投资者对商誉减值信息披露的市场反应,分析优质企业是否普遍存在延迟确认商誉减值的问题。如果是,进一步分析这类有自创商誉的企业延迟确认商誉减值,是管理层的防御行为?还是管理层拥有自由裁量权导致的机会主义行为?此外,考虑到实证研究仅揭示变量之间的因果关系,研究结论难以为监管层、投资者提供充分、系统的决策信息,本文将以纵向案例研究为切入点,沿着时间轴解析商誉形成、确认、减值的全过程及经济后果,揭示管理层和大股东合谋滥用商誉和商誉减值会计准则的动机、策略和路径,尝试为监管层、投资者和其他市场参与者科学理解商誉及其减值乱象本质提供学理依据。

三、中国A股上市公司商誉及商誉减值

(一) A股上市公司的商誉资产

过去十年间,中国A股上市企业有商誉资产的家数及商誉金额迅速增长,如表2所示,截至2016年底,商誉账面金额超过1万亿元,2017年比2013年增长近6倍,商誉上市企业数量占全国企业总数的54.93%。商誉减值方面,A股市场计提商誉减值的企业数量从2009年的60家增加到2018年的881家,增长了13.7倍,尤其是2018年我国A股资本市场出现了商誉“爆雷”,商誉减值损失总金额同比增长355.1%。

表2

2009-2018年A股上市公司商誉及商誉减值情况

单位:亿元

年份	公司数量	存在商誉的公司数	商誉账面价值	存在商誉减值的公司数	商誉减值损失
2009	540	848.01	848.01	60	7.41
2010	657	987.93	987.93	57	12.37
2011	807	1,405.15	1,405.15	72	13.22
2012	961	1,672.31	1,672.31	93	10.37
2013	1,076	2,137.42	2,137.42	130	15.65
2014	1,235	3,343.95	3,343.95	146	23.4
2015	1,480	6,531.60	6,531.60	240	82.96

续表

年份	公司数量	存在商誉的公司数	商誉账面价值	存在商誉减值的公司数	商誉减值损失
2016	1,690	10,847.54	10,847.54	343	154.9
2017	1,901	13,498.54	13,498.54	485	349.62
2018	2,022	13,584.70	13,584.70	881	1613.7

尽管近年来随着并购商誉金额的增加我国 A 股上市公司商誉减值金额有所增长,但是商誉减值比例仍相对较低,如图 1 所示,至 2016 年我国 A 股资本市场商誉账面总金额超过万亿元,商誉减值计提比例却基本维持在商誉账面总金额的 1%,这不仅说明了我国资本市场有巨额的并购商誉悬挂,存在着较大的商誉减值风险,同时也说明了只有少部分的企业确认了商誉减值损失,或者大部分企业并没有确认合理金额的商誉减值损失(孙瑞泽,2020)。2017 年和 2018 年 A 股上市公司商誉减值计提比例出现大幅度上升,2018 年更是首次突破 10% 的计提比

例,导致这两年计提比例大幅上升的因素主要是 2014 年并购热潮过后,过高的业绩承诺在 2017 和 2018 年到期未能得到履行,资产的可收回金额大幅下降。2019 年初,财政部会计准则委员会发布《关于咨询委员对会计准则咨询论坛部分议题文件的反馈意见》,对商誉的后续会计处理进行讨论,并认为商誉后续会计处理应该采用摊销办法。此份讨论意见激起千层浪,上市公司纷纷在 2018 年的年报中披露和确认商誉减值,避免日后商誉后续计量从减值模式改为摊销模式对企业经营业绩带来的巨大冲击。

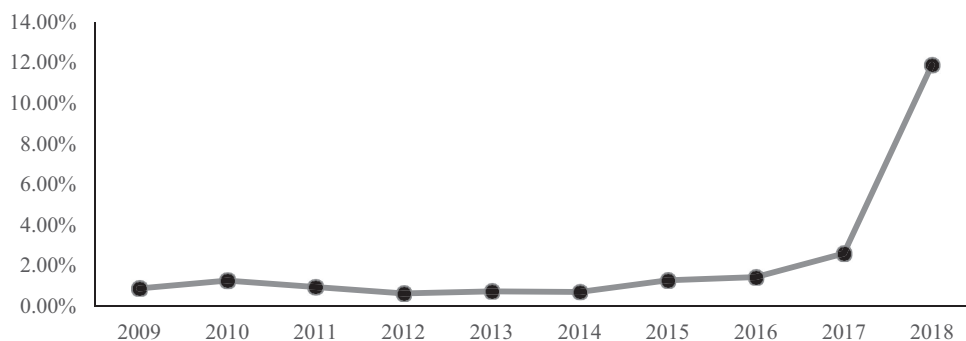


图 1 2009-2018 年商誉减值比例趋势

(二) A+H 股上市公司在商誉减值测试模式下的信息披露

本文已论及,优质公司在资产负债表之外可能拥有自创商誉。王化成等(2008)认为 A+H 股公司由于受境内外两个资本市场的共同约束,呈现出利润持续向好且稳健、信息披露质量高等特征(袁德利和陈小林,2018)。我们认为,优质企业会依据会计准则严格执行商誉减值测试,商誉减值信息披露及时且质量较高,而资本市场也会对商誉减值信息作出相应反应,商誉减值信息具有价值相关性。因此,本文分析了 A+H 股资本市场的商誉减值信息披露和投资者反应。在 124 家 A+H 股交叉上市企业中,我们从中

选择了 10 家公司^① 2017 年计提了商誉减值准备,但商誉减值披露存在诸多缺陷。就商誉减值信息披露时点而言,所有公司都没有对商誉减值发布临时性公告。在定期报告的披露中,也仅中集集团、中远海控、光大证券在中期报告中披露了商誉减值信息,其余公司均仅通过年报披露商誉减值信息,这进一步验证了企业不愿及时披露商誉减值的问题。同时,上述所有公司披露的商誉减值政策内容基本是参照企业会计准则规定的内容,并没有根据企业本年度的具体情况出具有针对性的特殊说明。对于真正涉及到商誉减值测试的折现率等重要参数和确定依据的信息披露,仅中国中冶、光大证券、金隅集团、中国中车这 4 家公司

^① 2017 年 10 家 A+H 股公司确认了商誉减值,分别是潍柴动力、中国石油、上海电气、中集集团、中国中冶、中远海控、上海医药、光大证券、金隅集团、中国中车。

披露了减值测试的参数信息,但这4家所披露的信息比较片面,只提及了减值测试过程中部分重要参数,没有充分披露减值测试涉及到的所有重要参数和依据。在商誉减值测试过程中,资产组的认定和可回收金额计算起着至关重要的作用,虽然10家A+H股公司说明了可收回金额的计算方法,却没有披露可收回金额的计算过程,更没有披露对于相关资产组可收回金额的计算结果。从资本市场反应来看,以信息披露的前后五天为窗口期,在超额市场报酬CAR $[-5, 5]$ 中,潍柴动力、中石油、中国中冶、上海医药、光大证券、金隅集团这6家公司的CAR为正,而上海电气、中集集团、中远海控和中国中车这4家公司的CAR为负,表明投资者对商誉减值信息披露的反应不一致,商誉减值信息的价值相关性较低。此外,本文还考察了上述公司确认商誉减值前后的5年净市率(MTB),从图2可知,公司确认商誉减值的前两年,其净市率(MTB)已经持续下降。Li和Sloan(2017)认为,净市率(MTB)的中长期比率趋势具有信息含量,资本市场很可能在商誉减值信息披露前已经提前获取并吸收了商誉减值信息,商誉减值滞后导致其价值相关性较低。综上,作为优质公司,A+H股交叉上市企业的商誉减值存在确认不及时的问题,信息披露的价值相关性低,且披露存在缺陷,主要体现在:(1)商誉减值信息披露缺乏统一标准,披露内容参差不齐;(2)披露信息内容过于笼统,缺乏实质性信息,难以作为报表使用者决策提供支持;(3)减值测试过程信息的缺失,导致报表使用者和监管者难以判断商誉减值的合理性和准确性。

(三)商誉减值测试模式下深圳交易所公司的信息披露

《中国会计准则第8号-资产减值》规定,对于企业合并所形成的商誉,无论是否存在减值迹象,每年必须进行减值测试,且企业应该披露资产组的划分和现金产生单元的相关信息。受境内外资本市场的共同约束,A+H股上市公司通常是规模大、会计信息质量高、业绩较好的优质公司,我们有理由相信,无论商誉减值测试多么耗时和昂贵,公司管理层会勤勉尽责并严格按照相关规定每年进行商誉减值测试,商誉减值的延迟确认和披露更可能是管理者的防御行为。然而,作为最复杂的会计准则之一,商誉减值确认严重依赖管理当局自由裁量权(Han等,2021)。鉴于商誉减值测试工作的复杂性及高昂会计成本,执行商誉减值测试会计处理不符合成本效益原则等考量,对于中小型

上市企业,还需要进一步分析商誉减值确认和信息披露及投资者反应,以鉴别其商誉减值延迟确认是防御动机还是掏空动机?与A+H股上市公司质量相匹配,本文按照如下标准从深圳证券交易所选择了优质中小板上市公司进行研究(1)盈利能力良好,ROE高于6%^②;(2)信息披露质量好,企业并购前5年深交所信息质量考评结果为A或B;(3)为重大资产重组类企业合并,商誉较高且发生了商誉减值。基于上述标准,本文选择了10家中小板上市公司开展研究,并发现这些公司商誉减值确认与披露的情况与A+H股公司相似,均存在会计信息质量不透明的问题。以商誉减值信息披露的前后5天为窗口期考察投资者对商誉减值信息的反应,发现超额市场报酬CAR $[-5, 5]$ 有正有负且分布不均匀,从图3可以看出,公司确认商誉减值前经历了市净率(MTB)的急剧下降,这意味着资本市场在商誉减值披露之前已经提前捕捉到了商誉减值信息,商誉减值确认滞后且价值相关性较低(Li和Sloan,2017)。

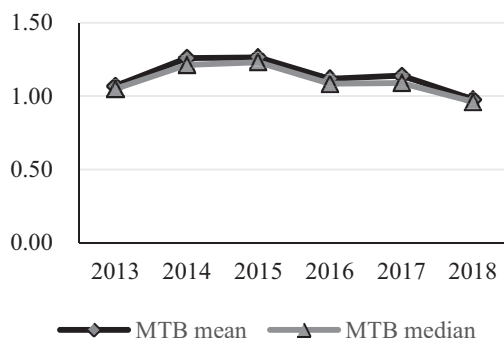


图2 商誉减值前市净率趋势(A+H股公司)

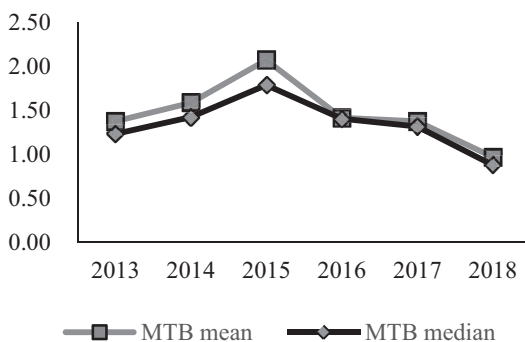


图3 商誉减值前市净率趋势(A股中小板公司)

虽然中小板上市公司商誉减值信息披露情况与A+H相似,但基于测试工作的复杂性和成本效益原则,很难得出

^② 根据《上市公司证券发行管理办法》,公开增发除需要满足公开发行的规定外,还需满足最近三个会计年度加权平均净资产收益率(ROE)平均不低于6%等多个条件。

中小上市公司每年都会严格按照要求进行商誉减值测试,且管理者出于防御动机才延迟确认商誉减值的结论。相反,管理当局可能会滥用自由裁量权,在商誉减值确认时点或金额等方面,进行机会主义盈余管理(Amiraslan 等, 2013)。2020年3月,IASB在讨论稿 Discussion Paper《企业合并-披露,商誉与减值》(Business Combinations—Disclosures, Goodwill and Impairment)中指出,商誉减值发生与减值确认之间存在时间差,而投资者会基于企业和市场的信息提前获取商誉减值信息,商誉减值确认难以成为管理者盈余管理的工具。进一步,当现金产出单元面临重大价值损失或减值不断累积而终于被会计确认时,企业的盈利能力将大幅下降,优质企业也可能蜕变为劣质企业。在上述中小板公司^③中,我们发现浙江聚力文化发展股份有限公司(简称“聚力文化”)在巨额商誉减值确认后第3年扭亏为盈成功实现“ST摘帽”。案例信息与理论分析相悖,难道管理当局的自由裁量权可以使商誉减值延迟确认成为盈余管理的有效工具?还是商誉减值案例背后有更深层的动因和策略?基于此,本文将通过案例分析来厘清商誉、商誉减值及经济后果之间逻辑关系,并从中获得启示。

四、案例分析:商誉、商誉减值及其经济后果

(一) 案例选取

本文选取聚力文化并购苏州美生元信息科技(简称“美生元”)作为案例研究对象。聚力文化属于信息技术行业细分下的家庭娱乐服务业,信息技术行业商誉减值金额从2015年开始急剧上升,2017年和2018年增幅达到了

272%和278.6%;2016-2018年计提商誉减值损失累计额高居各行业榜首。尽管近三年信息技术行业已经计提了576.13亿元的商誉减值,但是该行业仍悬挂着高达8061亿元的商誉,存在着巨额商誉减值风险,是商誉减值的重灾区。信息技术行业商誉规模如此之大,一方面是得益于国家颁布了一系列有利于软件与信息技术行业发展的优惠政策,为信息技术行业的发展提供了保障,传统行业纷纷转向该行业;另一方面,由于该行业企业属于典型的轻资产企业,具有高速增长性,因此并购时较看好企业未来盈利能力。在2015年的并购浪潮中,聚力文化通过收购美生元进军信息技术行业,是传统制造业企业跨界并购轻资产企业的典型案例,且呈现出高估值、高承诺、高商誉三大主要特征。

1. 收购方:聚力文化

聚力文化成立于2000年,前身为浙江帝龙新材料股份有限公司,在2016年之前,公司主营业务为建筑装饰材料的研究开发、生产加工和销售;公司建筑装饰贴面材料业务形成了以印刷-浸胶-压贴为产业链的多花色、多材质的产品供应能力;公司主要产品包括:装饰纸、高性能装饰和PVC装饰材料;产品主要应用于地板、家具、厨卫、门业、装饰装潢等领域;公司凭借品牌、技术和管理等竞争优势成为了国内装饰纸行业龙头企业。图4显示了2015年并购前聚力文化与行业平均水平的净资产收益率(ROE)对比情况,聚力文化在并购前净资产收益率ROE长年保持在7%以上,远高于行业平均水平,且信息披露质量较高,深交所信息披露质量考评为B级,这表明收购方存在自创商誉。



图4 聚力文化并购前盈利能力

2. 被收购方:美生元

美生元成立于2013年,注册资金200万元。主营

业务为手机单机游戏的开发运营、计算机领域的技术开发、咨询与服务、企业管理咨询、企业形象策划及计算

^③ 由于篇幅的限制,没有列报10家中小板上市公司的商誉减值情况表,如有需要,请联系本文作者索取, yan.wang@gdufs.edu.cn。

机软件及辅助设备、文化体育用品、家用电器及通讯设备的销售。美生元最初以手机单机游戏分销为主，2015年后成为手机游戏开发商和分销商，其业务以手机单机游戏为主，手机网游和手机广告为辅。主要收入来自三项业务：一是游戏版权（作为发行商）的版税和游戏运营收入；第二，自研游戏收入并与其他代理商分享；第三，根据移动游戏客户的需求和愿望，从各种在线分销渠道购买移动广告流量，约定移动广告收入。美生元是一家轻资产企业，属于信息技术行业，公司估值受宏观

经济、市场和行业环境的影响，美生元的估值处于高估值水平。

（二）并购方案

1. 并购过程

从表3和表4可以看出，并购交易的整个过程在半年内完成。本次并购交易前，聚力文化的控股股东为帝龙控股，持股比例为18.51%。并购完成后，美生元原执行董事于海峰持有15.32%的股份，成为聚力文化的第一大股东并担任其董事。

表3 聚力文化并购美生元时间进程

时间	并购进程
2015年11月18日	聚力文化收购火凤天翔所持有美生元6%的股权
2015年11月19日	聚力文化收购天津乐橙所持有美生元15%的股权
2015年11月19日	聚力文化收购聚力互盈所持有美生元8.21%的股权
2015年11月20日	美生元召开股东会会议并作出决议，同意将其所持公司合计100%的股权转让给聚力文化
2015年11月20日	聚力文化收购杭州哲信所持有美生元8.6%的股权
2015年11月25日	聚力文化收购霍尔果斯水泽所持有美生元1.07%的股权
2015年12月17日	聚力文化收购杰宇涛所持有美生元1.79%的股权
2015年12月17日	聚力文化收购前海盛世所持有美生元1.07%的股权
2015年12月18日	聚力文化通过了发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金的相关议案
2016年5月	聚力文化完成对美生元100%股权的收购，美生元自此成为聚力文化的全资子公司

表4 并购后聚力文化前十大股东持股情况

股东名称	股东性质	持股比例
余海峰	境内自然人	15.32%
浙江帝龙控股有限公司	境内非国有法人	11.50%
肇珊	境内自然人	7.05%
姜飞雄	境内自然人	4.34%
天津紫田企业管理咨询合伙企业	境内非国有法人	4.26%
杭州哲信信息技术有限公司	境内非国有法人	3.47%
姜祖功	境内自然人	3.45%
苏州聚力互盈投资管理中心	境内非国有法人	3.31%
姜筱雯	境内自然人	3.05%
姜超阳	境内自然人	3.05%

2. 交易价格确定依据与业绩承诺情况

表 5 显示了收购期间的价格确定和业绩承诺, 而表 6

列出了交易期间现金支付和发行的股票数量。美元生属于信息技术行业, 处于高估值水平。

表 5

交易价格确定依据与业绩承诺情况

交易标的	美生元 100% 股权
交易对方	余海峰、肇珊、周团章等自然人以及天津乐橙、聚力互盈、杭州哲信
评估机构	北京中企华资产评估有限责任公司
评估基准日	2015 年 9 月 30 日
交易对价	美生元 100% 股权的评估值为 347,160.69 万元, 确定美生元 100% 股权交易价格为 340,000 万元。
交易方式	发行股份及支付现金的方式
业绩承诺方	余海峰、聚力互盈、天津乐橙和火凤天翔。
业绩承诺	承诺, 美生元在 2015-2017 年度实现的合并报表归属于母公司股东的净利润分别不低于人民币 18,000 万元、人民币 32,000 万元、人民币 46,800 万元。

表 6

股权转让分配表

交易对方	出售股权比例	获取对价 (万元)	支付方式	
			现金 (万元)	发行股数 (万股)
余海峰	37.98%	129,132		13,043.6
肇珊	17.49%	59,466		6,006.7
天津乐橙	15.00%	51,000	51,000	
杭州哲信	8.60%	29,240		2,953.5
聚力互盈	8.21%	27,914		2,819.6
火凤天翔	6.00%	20,400		2,060.6
周团章	1.79%	6,086		614.7
杰宇涛	1.79%	6,086		614.7
前海盛世	1.07%	3,638		367.5
霍尔果斯水泽	1.07%	3,638		367.5
袁隽	1.00%	3,400		343.6

余海峰等股东与聚力文化签订业绩承诺时, 也制定了相应的业绩承诺补偿条款, 承诺在利润补偿期间, 如果美生元实现的经审计的累积净利润不足承诺净利润数的, 则由净利润承诺方以现金及股份的方式按《现金及发行股份购买资产协议》的约定向聚力文化进行利润补偿。具体如表 7 所示。

表 7

业绩承诺补偿条款

净利润承诺方	原持有美生元股权比例	补偿比例
余海峰	37.89%	56.53%
聚力互盈	8.21%	12.22%
天津乐橙	15.00%	22.32%

续表

净利润承诺方	原持有美生元股权比例	补偿比例
火凤天翔	6.00%	8.93%
合计	67.10%	100.00%

(三) 并购结果

1. 巨额商誉的确认

2015年12月,并购方聚力文化召开第三届董事会第二十六次会议审议通过了发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金实现对美生元并购的相关议案。此次交易购买美生元100%股权采取收益法对标的资产进行评估,评估后的股东权益价值近34.72亿元,增值33亿元,升值幅度为1924.01%。以现金和股份支付方式购买资产,聚力文化在其2016年半年报中确认,美生元的商誉价值已达到30.42亿元(见表8)。聚力文化并购交易中产生的商誉至少来自两个部分:资产属性部分和费用属性部分,前者源于聚力文化对美元生进行重组并赚取超额利润的能力,后者源于并购交易中不合理的溢价。《企业会计准则第20号—企业合并》规定,非同一控制下企业合并中,购买方对合并成本大于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额,应当确认为商誉。具体而言,合并成本被分配至三个项目中(purchase price allocation):被收

购方净资产账面价值、被收购方净资产公允价值调整和商誉。同时,合并成本(交易价格)的计量基础也是公允价值,本案例为现金和股票。收购方合并成本(交易价格)公允价值和被收购方净资产公允价值的估计都存在主观判断的空间,这些估计也使得商誉估计中的主观判断空间比其他资产项目更大,甚至可能包含收购方并购前的自创商誉。

表8 并购商誉确认情况(单位:万元)

项目	美生元公司
现金	51,000.01
发行的权益性证券的公允价值	288,999.99
合并成本合计	340,000.00
取得的可辨认净资产公允价值净额	35,747.30
商誉	304,252.70

聚力文化购买美生元100%股权采取收益法对标的资产进行评估,评估后的股东全部权益价值近34.72亿元,增加值约33亿元,增值率1924.01%。本次评估基准日为2015年9月30日,北京中企华资产评估有限责任公司采取了两种估值方法对美生元价值进行评估。两种方法下评估结果如下表9所示。

表9

美生元资产评估结果

单位:万元

评估方法	账面价值	评估值	增值额	增值率
收益法	17,152.09	347,160.69	330,008.60	1,924.01%
资产基础法		19,103.10	1,951.01	11.37%

根据上表可以看出,收益法比资产基础法评估值高328057.59万元,差异率达到了1717.30%。北京中企华资产评估有限责任公司选择以收益法评估结果作为最终评估结论的原因主要是以下两点:第一,美生元信息科技有限公司是一家以移动游戏研发和发行为主营业务的游戏公司,资产构成具有一般轻资产型企业的特性,企业的固定资产投入较少,主要价值体现在研发能力、客户资源、人才资源和品牌知名度等无形资产上。资产基础法评估思路主要是基于企业各项有形资产价值和负债来确定评估对象价值,不能完全体现各单项资产组合后对整个公司的贡献,也不能完全衡量各单项资产间的相互配合和有机结合产生的整合效应,因此选取资产基础法评估结果会使企业价值偏离其实际价值。第二,聚力文化并购美生元的主要动因就是看好游戏行业的发展前景,看重美生元未来盈利能力,收益法从企业未来获利能力角度来评估企业价值,符合企业

并购的目的。但是我们会发现,采取收益法进行并购估值本身就会使得估值虚高。由于收益法估值的执行是基于一系列的假设条件,而这些假设条件多涉及国家宏观经济政策、产业政策和区域发展政策等因素,一定程度上忽略了这些因素对企业未来经济收益的影响,假设存在不合理之处,预测业绩明显高于实际经营业绩。因此该种估值方法导致了聚力文化对美生元估值虚高。

此外,本文采取可比并购交易法对聚力文化并购溢价情况进行比较分析,分析此次并购是否存在高估合并支付对价进而导致商誉虚高的可能。可比并购交易法是市场法中细分的一种方法,选取与案例公司同时期相类似的信息技术行业并购交易,进行可比并购交易溢价分析。表10数据显示,聚力文化本次并购溢价率高于同行业可比并购交易溢价率,且差距较大,也印证了本文认为聚力文化并购交易中产生的商誉不仅包含资产属性部分,更包含了费用属性部分。

表 10 信息技术行业同时期并购交易溢价情况

收购方	被收购方	溢价率
捷成股份	网聚文化	1342.76%
天神娱乐	合润传媒	325.03%
天夏智慧	天夏科技	1103.71%
智度投资	猎鹰网络	1559.16%
金科文化	杭州哲信	935.59%
凯撒文化	天上友嘉	3195.35%
旋极信息	泰豪智能	602.74%
金财互联	方欣科技	1139.45%
完美环球	完美世界	531.00%
溢价率中位值		1103.71%
溢价率平均值		1192.75%
案例公司溢价率		1924.01%

2. 巨额商誉减值的确认

聚力文化自 2016 年并购美生元之后，在 2016 年度半年报的合并财务报表上才出现了巨额的商誉，聚力文化 2016 年、2017 年年度财务报告没有计提商誉减值，直到 2018 年的财务报告中才计提了商誉减值。而 2018 年计提了巨额的一次性商誉减值准备，金额为 29.7 亿元，约占商誉账面价值的 97%，商誉减值金额位于行业前三水平。如表 11 所示，在这三年中，无论是否计提商誉减值准备，聚力文化年报未披露商誉减值测试中估值的基本财务信息，年度报告中未披露与商誉减值测试相关的信息。基于我国证监会 2018 年底发布《会计监管风险提示第 8 号—商誉减值》、财政部监督检查局 2019 年初发布《关于进一步加强商誉减值监管的通知》，商誉减值全面进入强监管时代，聚力文化在 2019 年初收到浙江证监局关于 2018 年计提商誉减值合理性的问询函，要求聚力文化做出专项说明等原因，聚力文化在 2018 年年报中披露了较多关于商誉减值的信息，但是仍然没有披露影响资产组可收回金额评估的基础财务信息和相关参数。

表 11 2016—2018 年聚力文化商誉减值信息披露情况

披露信息	2016	2017	2018
是否发生商誉减值	否	否	是
商誉减值原因	-	-	披露
估值的基本财务信息	未披露	未披露	未披露

续表

披露信息	2016	2017	2018
资产组分配	未披露	未披露	披露
用于计算现值的贴现率	未披露	未披露	15.24%
可收回净额计算方法	未披露	未披露	现金流贴现法

相较于减值测试的应有目的，现行商誉减值测试程序的有效性受到质疑，本文认为有三方面的原因导致商誉减值滞后、有偏。首先，低违约成本的业绩承诺制度对虚高商誉和商誉减值延迟确认形成了“政策助力”。在本案例中，被收购方的股东权益价值近 34.72 亿元，增值 33 亿元，升值幅度为 1924.01%，其中商誉价值达到 30.42 亿元。此次交易价格按收益法评估，取决于美生元自身对未来营业收入的预测，以及聚力文化对其盈利预测的接受和看好程度。评估机构在对美生元 2015 年第四季度到 2020 年销售收入的预测中，对美生元 2016 年至 2018 年销售收入的增长率预测值达到了 56.7%，49.34% 和 24.78%，增幅均高于我国各年游戏市场销售收入，盈利预测金额和增长率，也高于美生元 2016 至 2018 年实际销售收入和增长率，可见在进行盈利预测时聚力文化高估了美生元的盈利能力，导致了估值虚高并形成了虚高商誉。特别地，被收购方股东余海峰、聚力互盈、天津乐橙、火凤天翔与聚力文化签订了业绩补偿承诺，承诺一旦美生元在业绩承诺期内未能实现目标业绩，聚力文化需确认商誉减值，而被收购方股东必须用现金及股份进行利润补偿。从理论上业绩承诺是被收购方向收购方传递的信号，在近几年业绩承诺签订较为普遍的情况下，业绩承诺具有了同行效应和传染效应。另一方面，被收购方与收购方的信息不对称，导致部分劣质企业利用信息优势给出虚高承诺，带来了高溢价和高商誉（许静静和王宽亮，2021）。之后，2016—2017 年，基于被收购方美生元未确认收益减少，上市公司聚力文化的商誉减值测试结果为无需确认商誉减值，而 2018 年业绩承诺期结束，被收购方美生元确认收益减少，相应地，聚力文化在财务报告中确认了商誉减值。无疑，并购业绩承诺制度存在设计缺陷，对商誉减值延迟确认形成了“政策助力”。

其次，收购完成后上市企业的代理冲突加剧异化。收购方主要通过股份支付完成了交易对价，此次并购实质上为反向购买和控制权转移。因此，并购重组后，被收购方的实际控制人余海峰成为了上市公司的第一大股东，且之后成为了董事长兼总经理，作为信息优势方他拥有自由裁量权。同时，作为被收购方的原股东，余海峰对业绩承诺也负有义务，他有动机在业绩承诺期内不确认商誉减值。

进一步,经查询浙江证监局网站,2016年至2018年期间,美生元在未真实开展业务的情况下,确认来自北京飞翔蓝天文化有限公司、北京乾铭伟业科技发展有限公司等客户的销售收入,并通过北京玄谷数码科技有限公司、南京乐玩游网络科技有限公司等第三方主体实现资金流转。公司存在虚增营业收入、董事长余海峰存在违规占用资金等严重问题。总之,反向购买和控制权转移使得并购中的代理冲突加剧异化为“大股东+管理层”与中小股东之间的冲突,且公司治理结构差、内部控制存在严重缺陷,这引致了商誉“暴雷”的问题(许静静和王宽亮,2021)。

最后,商誉“暴雷”现象并非是对商誉价值的否定,恰恰反映出商誉初始确认及后续计量未能有效反映商誉价值及变动。前文已述,收购方在并购前存在自创商誉,虽然理论上自创商誉不包含在合并财务报表的商誉中,但本次交易采用了发行股份及支付现金的方式,协商交易价格为34亿元,其中现金支付15%,股份支付85%,股价按不低于定价基准日前20个交易日公司股票交易均价的90%确定,最终以20元/股确定的股份数为14450万股。因此,合并成本用公允价值计量,股价等市场价格也自然会包含对自创商誉的考量,用合并成本与被收购方净资产公允价值之差倒挤式出的商誉也天然包含了部分杂质和噪音。在

商誉的后续计量中,自创商誉会带来的净空值掩护效应,导致商誉减值不及时确认。再者,商誉的本质和内涵会成为管理层不及时确认商誉减值的借口。如管理层基于商誉是一种永久性资产而非消费性资产,认为商誉不是等待进入利润表的“费用库”,进而认为商誉不及时确认减值理所当然。再如基于直接计量法下商誉是可以带来超额利润的资产,管理层认为只要公司账面保持盈利,商誉就没有减值迹象、自然也无需测试和确认商誉减值。此外,此次收购发生在2013年开始的并购浪潮中,上市企业通过并购重组从传统的制造业向轻资产行业转型,可能是为了迎合市场和投资者,管理层过度自信使得商誉减值测试的主观性高于其他资产,商誉减值确认可能严重依赖管理当局自由裁量权。

3. 不及时计提商誉减值的经济后果

从图5中可以看出,聚力文化在收购苏州美生元前的市净率(MTB)均保持在2以上且呈明显的上升趋势。聚力文化的市净率(MTB)在2015年达到高峰,且当年聚力文化收购了美生元。但并购交易完成后,在2018年年报确认商誉减值之前,聚力文化的市净率(MTB)呈明显的下降趋势,甚至在2017年跌至2以下,进一步印证了投资者对聚力文化发展前景和巨额商誉资产的负面情绪。

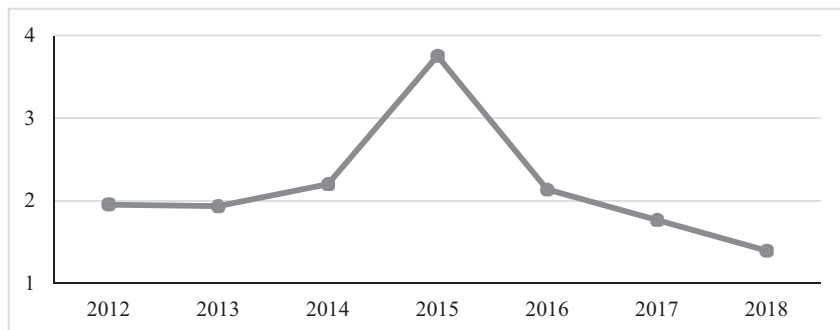


图5 聚力文化市净率 (MTB) 趋势

最终,聚力文化的大规模商誉减值确认,使公司从优质公司蜕变为劣质公司。首先,虽然商誉减值确认对现金流量没有产生影响,但对利润产生了极大的负面影响,这会导致上市企业陷入财务困境、盈利能力持续恶化。其次,公司的大额商誉减值确认向投资者传递了负面信号,导致了公司股价大幅下跌,公司市场价值下降。此外,公司的商誉减值延迟确认可能会加剧资本市场的系统性风险。聚力文化商誉减值导致公司连续两年亏损,被交易所特别处理并带上ST标志,致使公司面临退市风险。商誉虚高会系统性地降低合并企业的资产质量,使资本市场整体的金融风险加剧,商誉最终大额确认减值会使合并企业面临系统

性退市风险,影响资本市场的可持续发展。

2019年10月23日,聚力文化发布公告称,监事会审议通过了罢免于海峰董事长的议案。2月6日召开2019年第二次临时股东大会,选举产生了新一届董事会成员,12月10日,召开第五届董事会第三十一次会议,陈智剑当选聚力文化新任董事长,聚力文化原制造业务(帝龙新材的管理层)团队重新回归董事会和管理层。2020年5月19日,*ST聚力发布关于出售资产的公告,拟将公司持有的文娱板块资产股权全部转让,并在6月17日召开的2019年度股东大会审议通过了《关于转让北京帝龙文化有限公司100%股权的议案》,同时自2020年6月18日起不再将

北京帝龙文化纳入合并范围,完成了财务报表层面的资产剥离,避免文化娱乐版块业务继续拖累公司业绩。6月2日晚间,*ST聚力(002247)发布公告,此前关于撤销对公司股票交易实施退市风险警示的申请现已获得深圳证券交易所审核同意。根据《深圳证券交易所股票上市规则》(2020年修订)的规定,公司股票交易自2021年6月4日开市起撤销退市风险警示,股票简称由“*ST聚力”变更为“聚力文化”,股票代码仍为002247,股票交易涨跌幅限制由5%变更为10%。该案例说明良好的公司治理是解决委托代理问题的有效途径,且剥离劣质业务,才是解决巨额商誉问题的最基本途径。

五、政策建议

2020年3月,IASB发布了Discussion Paper《企业合并——披露、商誉和减值》(Business Combinations—Disclosures, Goodwill and Impairment),讨论稿在审查IFRS 3《企业合并》基础上从以下四个方面探讨会计主体能否以合理的成本,为投资者等外部信息使用者提供更多有关公司合并的有用信息:(1)改善企业合并的披露信息;(2)商誉减值测试的有效性和成本;(3)是否重新引入商誉摊销;(4)如何简化商誉减值测试。结合我国现行的会计准则,本文认为虽然商誉减值测试模式存在缺陷,但重新引入商誉摊销并不能有效解决商誉带来的根本问题,如商誉摊销将导致高商誉企业净利润大幅下降,加剧企业的融资约束,有碍于并购重组下的市场机制发挥作用,对资本市场持续健康稳定发展亦会产生不利影响。为此,本文提出以下建议。

(一) 提高减值测试方法的有效性

1. 重点加强对高商誉公司的商誉减值测试

在并购重组中,假设商誉仅仅包括费用属性部分,收购方的企业合并成本应围绕被收购方的可辨认净资产公允价值上下波动。然而在并购实践中,一般而言企业合并成本远高于收购方的可辨认净资产公允价值,企业确认了大额商誉,说明商誉同时包含了资产属性和费用属性的成分。因此,对于商誉较高的企业,应加强商誉减值测试,以区分资产属性和费用属性的部分,并对费用属性的商誉及时计提足额商誉减值。首先,应对净空值(headroom)进行评估。对于高商誉企业,合理推定收购方在并购前存在自创商誉,在商誉减值测试中,需识别并量化评价这类自创商誉带来的净空值(headroom),降低净空值的遮掩效应,及时确认商誉减值。其次,各监管部门应联动监管,防止商誉集中“暴雷”。证监会于2008年在《上市公司重大资产重组管理办法》中规定,采取收益现值法、假设开发法的估值方法进行评估的重组交易,交易双方应签订业绩补偿协议。在近几年业绩承诺签订较为普遍的情

况下,业绩承诺具有了同行效应和传染效应,且信息不对称导致部分劣质被收购方利用信息优势给出虚高承诺,低违约成本的业绩承诺制度对虚高商誉和商誉减值延迟确认形成了“政策助力”。同时,“倒挤式”商誉确认和过程复杂、耗时和昂贵的商誉减值测试流程也成为管理层不及时确认商誉减值的借口。本文发现,滥用监管政策和会计准则,最终会使优质公司蜕变为劣质公司,并会加剧资本市场的系统性风险,因此准则制定机构必须与相关监管机构联动,形成多层次的商誉减值测试监管体系,防止商誉“暴雷”的大面积发生。第三,在减值测试中应允许资产或资产组的使用价值,用未来现金流进行评估。在数字经济时代,制造业与大数据企业合并,实体经济能够通过数据赋能实现转型升级,基于协同效应,大数据等轻资产企业的评估价值和交易价格也会较高。在并购后的减值测试中,如果现金产出单元的现金流仅仅以目前已经实现的现金流为基础,把未来协同效应产生的现金流排除在外,显然有偏。为了减少成本并提高减值测试的可理解性、可操作性,应修改资产或资产组使用价值的内涵和评估规则。

2. 加强商誉减值测试中会计、审计和资产评估机构的联动作用

一般而言,商誉减值测试需经管理层、审计师和评估师的重重审核,管理层在会计准则下负责确认、计量并披露商誉,审计师是基于审计准则检查和验证商誉的真实性和合理性,评估师则是根据评估准则协助管理层对商誉进行价值判断。因此,在商誉减值测试中,应厘清管理层、审计师和评估师的职责和权利义务。具体而言,将商誉减值测试分为三种类型,第一类是管理层对商誉进行独立减值测试,并披露其选用的评估方法、模型和参数。第二类管理者为主、评估师为辅的商誉减值测试,评估师发挥咨询功能,而管理层对减值测试的过程和结果负主要责任。第三类是评估师为主、管理层为辅的商誉减值测试,评估师在整个测试中居于主导地位,对商誉的来源、减值测试的全过程进行监督并宣布测试结果,而管理层需对结果予以披露。审计师作为鉴证方,在上述三种类型中应检查和验证主要假设和关键参数、评估方法、现金产生单元和资产组的合理性,并对减值测试结果予以合理保证。总之,会计、审计和资产评估机构应发挥联动作用,使商誉减值测试真实有效,而不是流于形式。

3. 简化商誉减值测试的流程

目前,无论是否存在减值迹象,我国会计准则均要求企业至少每年年终进行商誉减值测试。但由于商誉减值测试方法复杂、成本高,所有企业每年均进行商誉减值测试

并不符合会计的成本效益原则。建议我国会计准则豁免企业每年必须进行商誉减值测试的要求,以节约信息提供成本,对于商誉没有明显减值迹象的,允许企业不进行商誉减值测试,但需披露不减值测试的原因。此外,结合商誉的系统摊销法,企业应对商誉进行模拟摊销,当累计摊销金额达到商誉资产账面价值的20%时,要求企业必须进行商誉减值测试。

(二) 加强并购交易管理

1. 防止高溢价并购

并购交易中的高溢价是高商誉产生的根本原因,是导致商誉“暴雷”的导火线(Dionne等,2015)。在近年来的并购浪潮中,评估师、律师、审计师、财务顾问和证券承销商等中介机构积极参与,推动交易双方顺利完成了并购重组。相应地,中介机构按交易价格的约定比例,提取了佣金和咨询顾问费,这种利益分享机制可能会导致并购中的高溢价高商誉和高承诺,进而给合并企业带来商誉“暴雷”隐患。如本文案例中北京中企华资产评估有限责任公司采取收益法对被收购方价值进行评估,这使交易价格较资产基础法评估的价值高33亿元,除了客观性理由,中介机构在交易中的利益分享机制也是推高交易价格的原因之一。因此,应不断完善评估机构、保荐机构、会计师事务所、律师事务所等中介机构参与企业并购重组的制度规则,细化相关工作流程和标准,进一步厘清各主体责任边界,压实中介机构“看门人”责任,督促中介机构履职尽责,保护投资者合法权益,促进并购交易市场稳定发展,降低商誉“暴雷”风险。

2. 加强并购中无形资产价值的确认和合理化估值

IFRS No. 3《Business Combinations》给出了一些可辨认无形资产的例子(见表12),包括内部品牌、客户名单和内部非专利技术。

表12 IFRS No. 3企业合并中取得的
无形资产示例

分类	示例
与市场相关的无形资产	商标、商号、品牌
与客户相关的无形资产	客户名单
与艺术相关的无形资产	书籍、音乐作品、图片、视频
基于合同的无形资产	广告合同、施工合同、租赁协议、 特许经营协议
科技型无形资产	专利技术、软件、数据库、非专利技术

然而,我国企业会计准则20号《企业合并》和6号《无形资产》中均未提供此类无形资产示例,2012年颁布的《企业会计准则解释第5号》中虽有一些原则性指引,

如规定满足可分离性标准或合同性权利标准即可在合并报表中识别和确认无形资产,但这些规定在实践中仍然存在一定的模糊性。根据现行会计准则的规定,在合并成本范围内,无法确认的无形资产将确认为商誉,这会引导部分企业少确认无形资产而多确认商誉,因为无形资产的后续计量为摊销,而商誉的后续计量为减值测试。中国证监会发布的《2016年上市公司年报会计监管报告》显示,部分上市公司在企业合并中确认了大量商誉,部分商誉占比达到合并对价的90%,一个可能的原因是上市企业未能充分识别并确认被收购方拥有的无形资产。同样,中国证监会发布的《2018年上市公司年报会计监管报告》指出,在并购重组交易中,对被购买方可辨认净资产的识别和确认普遍不足,被购买方可辨认净资产公允价值被低估,这种现象在新兴产业(如医学生物学、媒体、计算机)中尤为突出,这些行业的并购标的多为轻资产企业,其商业价值很可能来自于表外无形资产(如客户关系、合同权益等)。

IASB在2018年发布的《财务报告概念框架》(Financial Reports Conceptual Framework)中对资产的定义进行了修订,明确资产是由过去的交易或事项形成的、被企业控制的经济资源,其中经济资源是指有可能产生经济利益的权利。该定义废除了会计准则中的确定性门槛,不再强调经济利益的预期流入,因此,更多新型无形资产将被允许纳入资产负债表(如表12所示)。此外,我国会计准则应根据经济合作组织(OECD)在2012年4月发布的《无形资产企业报告:进展报告》(Corporate Reporting of Intangible Assets: A Progress Report),将数字资产等重要生产要素纳入无形资产的确认范围,并完善包括企业合并、合并财务报表在内的会计准则规范和应用指南,提供会计实务中识别和确认被收购方可辨认无形资产的操作指南。总之,通过在并购中尽可能识别和确认被收购方的无形资产,切实降低高溢价高商誉和高承诺,防止商誉“暴雷”隐患。

3. 实施分步式并购

商誉本质上源于并购中的支付溢价,高溢价是高商誉和高商誉减值的根本原因(魏志华和朱彩云,2019)。Xu等(2020)发现商誉确认有同行效应,且与未来商誉减值的概率和金额正相关,若能从并购源头控制高商誉的形成,也就防范了巨额商誉减值风险。商誉产生于非同一控制下企业并购行为,商誉金额为合并对价与被收购方可辨认净资产的公允价值之差,现阶段企业并购多为一步式全资并购被收购方,这样导致了较高商誉的形成与确认。如果实施分步式并购,先收购被收购方部分股份以达到实际控制,后续再对被收购方剩余资产进行并购时,支付对价与被并购方可辨认净资产的公允价值之差则不需要再确认商誉,

而是冲减资本公积,这不仅可以降低高额商誉的确认,降低并购后巨额商誉减值风险,同时有利于收购方更好的了解被收购方的经营状况,解决信息不对称问题,对被收购方有更准确合理的估值。

(三) 强化商誉表外信息披露和加强公司治理

1. 强化商誉表外信息的披露

首先,商誉信息的披露应区别于并购信息的披露。虽然企业并购包括财务指标、交易价格、盈利能力和关键业绩评价指标等重要信息,但不应该用并购信息披露代替商誉披露,在商誉披露中应强化声誉、表外无形资产和协同效应的信息披露,这将有助于投资者了解企业的表外资源产生的可持续竞争优势,帮助投资者和其他利益相关者评估商誉的价值相关性。其次,基于业绩承诺在并购交易中的普遍性,合并企业应持续披露被收购方在并购后的业绩表现。如被收购方为独立会计主体,应按照企业会计准则第35号《分部报告》的规定,持续披露子公司(被收购方)的财务状况、经营成果和现金流量。并购的协同效应应在并购完成后可以通过更高的利润率(成本协同效应)或更高的收入(收入协同效应)量化评估,并可以直接与并购交易中业绩承诺进行比较,这样,就可以推断出商誉在各个资产组分摊的分摊依据、分摊结果、预测资产组或资产组组合现金流量及现值所依据的主要参数,以帮助利益相关者评价企业是否计提商誉减值准备及计提金额的合理性。

2. 加强公司治理并减少第二类代理问题

我国完成股权分置改革之后,股份支付成为并购交易中的主要支付方式,在高溢价高商誉和商承诺的并购方案中,被收购方股东可能获得大量的股票,并购重组演变为实质上的反向购买和控制权转移。一方面,被收购方的实际控制人转变为上市公司的实际控制人、甚至是董事长和总经理,另一方面,被收购方的实际控制人对业绩承诺也负有义务,这将使并购中的代理冲突加剧异化为“大股东+管理层”与中小股东之间的冲突,在业绩承诺期内不确认商誉减值、进而延迟确认大额商誉减值并引发商誉“暴雷”。为了防范第二类代理问题,我们建议:一是加强内部控制(特别当被收购方控股股东进入合并企业董事会时),二是加强监事会职能(特别针对董事会中缺少中小股东代表席位的情况),三是强化外部治理(如让审计师和独立董事评价被收购方业绩承诺完成的情况)。此外,投资者和监管机构应持续关注业绩承诺期后的公司业绩及商誉减值情况,通过加强公司治理减少商誉“暴雷”的风险。

主要参考文献

杜兴强,杜颖洁,周泽将. 2011. 商誉的内涵及其确认问题探讨. 会计研究, 1: 11~16

韩宏稳,唐清泉. 2019. 商誉减值规避、盈余管理与股价崩盘风险. 中国会计评论, 2: 203~234

李晶晶,郭颖文,魏明海. 2020. 事与愿违: 并购业绩承诺为何加剧股价暴跌风险? 会计研究, 4: 37~44

李明,彭川. 2021. 商誉理应减值还是摊销? ——兼评IASB《讨论稿》. 会计研究, 1: 26~43

李玉菊,张秋生,谢纪刚. 2010. 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. 会计研究, 8: 87~90

曲晓辉,卢煜,张瑞丽. 2017. 商誉减值的价值相关性——基于中国A股市场的经验证据. 经济与管理研究, 3: 122~132

孙瑞泽. 2020. 深市公司商誉减值与监管应对分析. 证券市场导报, 11: 49~56.

王化成,李志杰,孙健. 2008. 境外上市背景下治理机制对公司价值的影响——基于融资决策传导效应的研究. 会计研究, 7: 65~72

魏志华,朱彩云. 2019. 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, 11: 174~192

谢德仁. 2019. 商誉这颗“雷”: 减值还是摊销? 会计之友, 4: 2~5

许静静,王宽亮. 2021. 商誉、信息不对称与企业避税. 证券市场导报, 9: 60~69

袁德利,陈小林. 2018. 企业跨境上市、战略风险治理与竞争优势. 管理评论, 6: 184~195

张新民,祝继高. 2019. 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. 南开管理评论, 2: 114~127

Aktas, N., E. D. Bodt, R. Roll. 2013. MicroHoo: Deal Failure, Industry Rivalry and Sources of Overbidding. Journal of Corporate Finance, 19: 20~35

Amiraslani, H., G. E. Iatridis, P. F. Pope. 2013. Accounting for Asset Impairment: A Test for IFRS Compliance Across Europe. Centre for Financial Analysis and Reporting Research (CeFARR)

Andreicovici, I., A. Jeny, D. Lui. 2020. Disclosure Transparency and Disagreement Among Economic Agents: The Case of Goodwill Impairment. European Accounting Review, 29 (1): 1~26

Barth, M. E., G. Clinch. 1996. International Accounting Differences and Their Relation to Share Prices: Evidence from UK, Australian, and Canadian firms. Contemporary Accounting Research, 13 (1): 135~170

Bath, M. E., W. R. Landsman. 2010. How did Financial Reporting Contribute to the Financial Crisis? European Accounting Review, 19 (3): 399~423

- Beatty, A., J. Weber. 2006. Accounting Discretion in Fair Value Estimates: An Examination of SFAS 142 Goodwill Impairments. *Journal of Accounting Research*, 44 (2): 257~288
- Bertrand, M., S. Mullainathan. 2003. Pyramids. *Journal of the European Economic Association*, 1 (2-3): 478~483
- Bostwick, E. D., K. Krieger, S. L. Lambert. 2016. Relevance of Goodwill Impairments to Cash Flow Prediction and Forecasting. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 31 (3): 339~364
- Bugeja, M., A. Loyeung. 2015. What Drives the Allocation of the Purchase Price to Goodwill? *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11 (3): 245~261
- Dionne, G., H. M. La, A. S. Bergeres. 2015. Does Asymmetric Information Affect the Premium in Mergers and Acquisitions? *Canadian Journal of Economics*, 48 (3): 819~852
- Godfrey, J. M., P. S. Koh. 2009. Goodwill Impairment as a Reflection of Investment Opportunities. *Accounting and Finance*, 49 (1): 117~140
- Gu, F., B. Lev. 2011. Overpriced Shares, Ill-Advised Acquisitions, and Goodwill Impairment. *Accounting Review*, 86 (6): 1995~2022
- Han, H., J. J. Tang, Q. Tang. 2021. Goodwill Impairment, Securities Analysts, and Information Transparency. *European Accounting Review*, 30 (4): 767~799
- Henning, S. L., B. L. Lewis, W. H. Shaw. 2000. Valuation of the Components of Purchased Goodwill. *Journal of Accounting Research*, 38 (2): 375~386
- Hendriksen, E. S. 1982. *Accounting Theory*. Richard IrwinInc
- IASB. 2020. Business Combinations Disclosures, Goodwill and Impairment. *IFRS Standards Discussion Paper* (3): 1~108
- Jennings, R., J. Robinson, R. B. Thompson II, L. Duvall. 1996. The Relation Between Accounting Goodwill Numbers and Equity Values. *Journal of Business Finance & Accounting*, 23 (4): 513~533
- Jiang, G., C. M. C. Lee, H. Yue. 2010. Tunneling Through Intercompany Loans: The China experience. *Journal of Financial Economics*, 98 (1): 1~20
- Li, K. K., R. G. Sloan. 2017. Has Goodwill Accounting Gone Bad? *Review of Accounting Studies*, 22 (2): 964~1003
- Li, Z., P. K. Shroff, R. Venkataraman, I. X. Zhang. 2011. Causes and Consequences of Goodwill Impairment Losses. *Review of Accounting Studies*, 16 (4): 745~778
- Paton, W. A., A. C. Littleton. 1940. *An Introduction to Corporate Accounting Standards*. Sarasota, Fla: AAA
- Prall, K. 2019. Is Goodwill a Wasting Asset International Valuation Standards? *Council Perspectives Paper*, 9: 1~16
- Ramanna, K. 2008. The Implications of Unverifiable Fair-value Accounting: Evidence From the Political Economy of Goodwill Accounting. *Journal of Accounting & Economics*, 45 (2-3): 253~281
- Ramanna, K., R. L. Watts. 2012. Evidence on the Use of Unverifiable Estimates in Required Goodwill Impairment. *Review of Accounting Studies*, 17 (4): 749~780
- Xu, L., Y. Guan, Z. Fu, Y. Xin. 2020. Peer Effect in the Initial Recognition of Goodwill. *China Journal of Accounting Research*, 13 (1): 57~77

Has Damage from Goodwill Impairment Grown in China? Analysis and Response

Wang Yan et al.

Abstract: From the perspective of high-quality acquirers (with generated goodwill), this study analyses the conflicting issues in the formation, recognition and subsequent measurement of goodwill and finds that good enterprises are not willing to make a timely provision for goodwill impairment, and the reaction of investors implies a low value relevance of goodwill impairment disclosure. Further, trends in the market-to-book ratio indicate that the market has absorbed goodwill impairment information before its disclosure. This paper finds that listed companies may abuse goodwill and goodwill impairment standards by delaying the recognition and disclosure of goodwill impairment, which could lead to a sharp decline in the companies' future performance. The case study shows that when a large number of stock payments are used in a merger or acquisition, it may result in the owner of the acquired party becoming the controlling shareholder of the listed company. In order to meet the performance targets during the commitment period after the merger or acquisition, the controlling shareholder (the owner of the acquired company) is likely to conspire with the management to delay the recognition of the company's performance decline and goodwill impairment, which triggers the Type II agency problem for the listed company. Overall, this study tends to provide some useful suggestions about how to disclose and refine goodwill impairment information under the current goodwill framework and offer suggestions to improve impairment testing, mergers and acquisitions (M&A) transactions, off-balance sheet information disclosure and corporate governance.

Key Words: Goodwill; Goodwill impairment; Self-generated goodwill; M&A transactions; Type II agency problem