

商誉、准则与制度：万亿商誉资产之谜*

李晶晶¹ 关月琴² 魏明海³ 谢素娟³

(1. 哈尔滨工业大学(深圳)经济管理学院, 深圳 518000;

2. 中山大学管理学院, 广东 广州 510275;

3. 中山大学现代会计与财务研究中心, 广东 广州 510275)



内容提要: 本文从商誉的经济实质出发, 结合我国商誉会计准则和并购业绩补偿承诺制度, 分析商誉在形成、确认和后续计量中的关键冲突问题并给予理论和制度解释。本文先从会计准则层面分析了商誉确认会计准则的内在假定与现实条件的冲突, 认为现实条件下基于现行准则确认的商誉天然包含了部分“杂质”和“噪音”。聚焦并购业绩承诺制度, 本文深入剖析了并购业绩承诺制度设计缺陷和衍生的代理冲突异化, 并实证检验业绩承诺制度对并购溢价、商誉确认以及未来商誉减值的影响。检验发现, 并购业绩承诺使得并购溢价和商誉确认金额更高, 加大了未来商誉减值概率。进一步, 本文发现并购业绩承诺制度降低了商誉的价值相关性。本文认为, “倒挤式”商誉确认准则下, 并购业绩补偿承诺制度的“低成本承诺”缺陷和衍生的代理问题变异, 最终引致“商誉(减值)乱象”。为加强会计准则与市场监管制度之间应有的动态匹配性, 本文还就并购业绩承诺制度的完善、商誉资产初始确认与后续处理的会计准则提出了相关改革建议。

关键词: 商誉 并购业绩承诺制度 商誉会计准则 代理冲突异化 价值相关性

中图分类号: F830.91 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—5766(2020)12—0151—17

一、引言

近年来, 随着我国资本市场中收购兼并交易剧增, 随之形成的商誉资产对上市公司合并报表的影响也越来越大。尤其是在并购业绩补偿承诺制度的推动下, “高承诺、高溢价、高商誉”的连锁现象在我国资本市场中得以凸显。2010—2018年, 我国的并购交易总额由9745.68亿元上升为2.48万亿元, 上市公司累计商誉金额也从991亿元快速增加到1.31万亿元, 占相应上市公司净资产总额的比例最高达5.22%。与此同时, 2018年, 上市公司共计提1666.8亿元的商誉减值, 商誉减值的剧增及其不确定性引起了市场的广泛关注。如吉艾科技等上市公司都曾因业绩承诺到期后计提大额商誉减值而受到中小投资者质疑或证券交易所质询。“商誉暴雷”等负面词汇反映出

收稿日期: 2020-08-23

* 基金项目: 国家自然科学基金项目“并购业绩补偿承诺的作用机理与经济效应研究”(71702196); 国家自然科学基金项目“盈余公告前漂移的形成机理研究”(71772181); 国家自然科学基金项目“经理人非财务业绩评价与企业创新研究: 基于高管权力距离视角的分析”(71702197)。

作者简介: 李晶晶, 女, 助理教授, 管理学博士, 研究领域是并购重组、公司治理, 电子邮箱: jingjingli@hit.edu.cn; 关月琴, 女, 博士研究生, 研究领域是公司财务会计与公司治理, 电子邮箱: guanyq5@mail2.sysu.edu.cn; 魏明海, 男, 教授, 经济学博士, 研究领域是财务会计与公司治理, 电子邮箱: mnswmh@mail.sysu.edu.cn; 谢素娟, 女, 副研究员, 社会学博士, 研究领域是管理会计, 电子邮箱: xiesj@mail.sysu.edu.cn。通讯作者: 魏明海。

市场对于巨额商誉从形成确认到大幅减值的质疑与不解,更提示市场参与者及监管层需要重点关注商誉的价值相关性。商誉价值骤减究竟是并购后价值回归的一个客观且中性的现象,还是理论、制度与商誉准则综合作用下冲突的聚集及释放,这需要从理论、准则和制度层面加以深入分析。

商誉是会计学中一个古老的术语,一定程度上反映了会计信息对于价值相关性的追求。西方学者对商誉形成了如下理论观点:好感价值论、超额收益论和总计价账户论(Bourne, 1888^[1]; Leake, 1914^[2]; 杨汝梅, 1926^[3]; Walker, 1951^[4]; Canning, 1929^[5]; Hendriksen, 1982^[6])。关于商誉,我国学者有如下几种代表性观点:葛家澍(1996)^[7]探讨了商誉的本质,并进一步提出了对于商誉确认时点与商誉产生时点之间的不匹配性以及商誉计量可靠性的担忧。常勋(2005)^[8]认为并购计价中存在不满足商誉本质的成分,这是外购商誉(或并购商誉)以交易价格为计量基础不可避免的问题。国际上及我国现有的会计准则对于商誉的计量均以超额收益理论为商誉本质定义,体现为商誉资产化;并依据总计价账户论构建基于交易价格的商誉计量方法(葛家澍和杜兴强, 2007)^[9]。

2004年国际会计准则理事会(IASB)发布了《IFRS3——企业合并》,对商誉定义为:商誉是指企业合并中取得的、不能单独辨认但能给企业带来未来经济利益流入的资产。2006年,我国财政部印发的《企业会计准则第20号——企业合并》给出了商誉计量的方法:“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。”这与国际会计准则关于并购商誉计量的规则一致。然而,学者们对于商誉计量的方法存在质疑。准则给出的商誉计量方法是以合并成本超过购买方持有的被购买方净资产公允价值份额的差值作为计量,而并非为衡量商誉资产价值的直接计量方法,这种基于财务行为的“倒挤式”计量方法一定程度上使得商誉的计量值偏离商誉的实质价值(葛家澍和杜兴强, 2007^[9]; 杜兴强, 2010^[10]; 徐经长等, 2017^[11])。另一方面,在商誉计量环节,管理层需要估计被收购方净资产公允价值等,这些估计也间接决定了商誉初始确认的金额,使得商誉估计中的主观判断空间比其他资产项目更大;商誉减值测试也具有不可核实性,容易受到管理层主观因素以及利益驱动的影响而有失公允(许家林, 2006^[12]; Ramanna 和 Watts, 2012^[13])。

与很多经济学研究场景相似,商誉确认的现实条件与完美假定之间存在显著差异。本文认为,以合并价差“倒挤”衡量商誉需满足两条理想假定:一是并购对价完美等同于并购资产的价值;二是管理层对于合并价差的分配客观而精确。若以上假定无法同时得到满足,现行会计准则下的“倒挤式”商誉确认必然存在噪音,甚至机会主义空间。实践中,交易环境的摩擦使得商誉计量无法满足上述理想假定。现有的国内外文献已发现并购溢价以及管理层对于价差的分配或商誉估计一定程度上受到信息不对称、代理问题和管理者非理性行为等因素的影响(潘爱玲等, 2018^[14]; 陈仕华和卢昌崇, 2013^[15]; 陈仕华等, 2013^[16]; 李增泉等, 2005^[17]; Ang 和 Kohers, 2001^[18]; Uysal 等, 2008^[19]; Cai 和 Sevilir, 2012^[20]; Weitzel 和 Berns, 2006^[21])。

基于商誉确认场景中客观存在的条件缺陷,如何克服现实条件缺陷而使得实践效果与理论预期更相近?即放松完美假定下的机制构建。外部市场监管的重要角色为降低信息摩擦和代理冲突。本着降低估值风险、缓解逆向选择风险和保护中小投资者的目的,证监会于2008年颁布的《上市公司重大资产重组管理办法》中规定,约定采取收益现值法、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。即,收购方可以要求对方就重组资产或购买资产的未来盈利能力许以业绩承诺,针对预期盈利数与实际盈利数之间的差额签订补偿协议。从博弈论和契约经济学的视角,可将业绩补偿承诺分为两层结构:业绩承诺和补偿协议。理想条件下,补偿协议使得业绩承诺可置信,业绩补偿承诺通过设立明确的契约机制,有利于事后重新谈判,减少由于信

息不完整性或者不确定性引起的契约摩擦。从信号理论的视角,理想状态下,业绩承诺通过披露并承诺标的资产未来预期收益,有利于降低并购双方信息不对称程度,降低逆向选择和估值风险。但在实际运行中,我国现行的并购业绩补偿承诺制度一定程度上不但没有降低代理问题,反而加重了大股东、管理层等信息优势方的利益攫取及机会主义行为(谢纪刚和张秋生,2016^[22];刘向强等,2018^[23];李晶晶等,2020^[24]),也引致“商誉暴雷”等问题(王文姣等,2017)^[25]。

本文在厘清了商誉确认会计准则的内在假定与现实条件冲突的基础上,聚焦我国现行并购业绩补偿承诺制度,分析业绩承诺制度对于并购溢价、商誉确认以及商誉减值的影响。研究发现,并购业绩承诺推高了并购溢价和商誉初始确认金额,加重了未来商誉减值风险。进一步,本文研究了并购业绩承诺对于商誉价值相关性的影响,发现并购业绩承诺制度使得商誉的价值相关性降低。本文剖析了并购业绩承诺制度的设计缺陷,认为“倒挤式”商誉确认准则和并购业绩补偿承诺制度下代理问题的变异,最终联合引致“商誉(减值)乱象”。本文认为并购业绩承诺制度自身的设计缺陷及其引发的代理冲突异化对虚高溢价和虚高商誉确认形成了“政策助力”。现行的并购业绩承诺制度忽略了承诺业绩与估值对价的不对称性,有违于信号理论的核心要义:信号须具有高成本(Akerlof,1970^[26];Spence,1973^[27])。因此,在低违约成本的业绩承诺制度下,劣质资产的出让方有动机给出虚高业绩承诺进而推高了并购对价和商誉确认。从代理冲突视角,并购业绩承诺制度使得并购中的代理冲突加剧异化为“大股东+承诺方”与中小股东之间的冲突,为商誉未来价值骤减埋下隐患,损害处于信息劣势方的中小股东利益。

本文的研究贡献主要有:第一,揭示了现行业绩承诺制度的设计缺陷及其引发的代理问题变异。本文认为,我国的业绩补偿承诺制度一定程度上不仅没有降低商誉确认的代理问题和管理层自由裁量权,反而加重了代理冲突异化加剧,进而推动了虚高商誉确认并加重了未来商誉减值风险,也弱化了商誉价值相关性;第二,从理论、准则和制度层面剖析了我国资本市场“商誉(减值)乱象”的形成机理,有助于监管层、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;第三,尝试提出了中国情境下如何透过监管制度和会计准则的改革更合理实现商誉的确认和计量,以增强商誉的价值相关性和可靠性。

二、理论分析与假设提出

并购交易中的并购溢价、商誉确认及后续商誉减值一直是国内外学者关注的热点话题之一。文献中从制度环境、信息不对称程度等多视角研究了影响并购溢价的因素(Ang和Kohers,2001^[18];Uysal等,2008^[19];Cai和Sevilir,2012^[20];Weitzel和Berns,2006^[21];Bris和Cabolis,2008^[28];温日光,2017^[29])。学者们也从代理问题视角探讨了管理层自利和管理层自由裁量权对于商誉初始确认及商誉减值的影响(Shalev等,2013^[30];Massoud和Raiborn,2003^[31])。

不同于前人研究,本文聚焦于我国并购业绩承诺制度,分析该制度对并购溢价、商誉初始确认以及未来商誉减值风险的影响,并探究其作用机理。并购业绩承诺制度是我国并购交易中的一项目制度创新,其政策初衷在于:(1)通过披露并承诺未来标的资产的业绩,降低信息不对称;(2)降低并购估值风险,保护上市公司投资者利益。理想状态下,根据不完全契约理论和信号理论,业绩补偿承诺制度可以降低契约摩擦和并购双方信息不对称,进而降低估值风险并提高交易公平性。但在实际运行中,我国的并购业绩补偿承诺制度一定程度上反而引致了虚高估值、商誉“井喷”乱象(李秉祥等,2019)^[32]。本文将构建“并购业绩承诺-并购溢价-商誉确认-商誉减值”的研究链条,从理论、准则和制度层面探讨我国资本市场“商誉(减值)乱象”的形成机理并进行实证检验。

1. 并购业绩承诺与并购溢价及商誉确认

现有文献发现并购双方的信息不对称和代理问题将影响并购溢价(潘爱玲等,2018^[14];陈仕华和卢昌崇,2013^[15];陈仕华等,2013^[16];李增泉等,2005^[17];Ang和Kohers,2001^[18];Uysal等,2008^[19];Cai和Sevilir,2012^[20];Weitzel和Berns,2006^[21])。在我国,第二类代理问题是并购交易中的主要代理冲突,关联并购中大股东有动机且有能力和进行利益转移或利益输送(程凤朝等,2013^[33];程凤朝和刘家鹏,2011^[34];周勤业等,2003^[35]),更有学者发现了大股东在资产评估环节与评估机构合谋操纵交易资产定价的证据(赵善学和施超,2011^[36];郭化林等,2014^[37])。

代理问题也会影响合并价差的分配,进而影响商誉确认金额。在实务操作中,合并对价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。其中公允价值调整和商誉合计数通常被称为前文提及的“并购溢价”。按照《企业会计准则第20号——企业合并》的规定,净资产公允价值调整基于合并日被收购方净资产的评估值(即公允价值)确定。合并对价的计量基础也是公允价值,合并对价可能包括现金、股票、其他资产、承担负债,以及或有对价等项目;对这些项目的公允价值进行估计,以及对被收购方净资产公允价值的估计都存在主观判断的空间(Kisgen等,2009)^[38]。这些估计也间接决定了商誉初始确认的金额,使得商誉估计中的主观判断空间比其他资产项目更大(Ramanna和Watts,2012)^[13]。Shalev等(2013)^[30]发现当CEO的薪酬结构中包含与利润挂钩的奖励计划时,合并对价被分配至商誉的部分更大。

理想状态下,并购业绩承诺制度应有助于降低并购双方的信息不对称,进而抑制估值“泡沫”和虚高商誉确认。然而,本文发现并购业绩承诺制度自身的设计缺陷及其引发的代理冲突异化反而对虚高溢价和虚高商誉确认形成了“政策助力”。从业绩承诺制度本身的制度设计视角,现行的并购业绩承诺制度忽略了承诺业绩与估值对价的不对称性,存在理论设计缺陷,业绩补偿承诺的设计有违信号理论的核心内容:信号须具有高成本(Akerlof,1970^[26];Spence,1973^[27])。仅要求承诺方补偿利润差额不足以约束出让方为获得高估值而做出虚高业绩承诺的行为,因此,在低违约成本的业绩承诺制度下,劣质资产的出让方有动机给出虚高承诺(李晶晶等,2020)^[24]。从代理冲突视角,基于承诺方(标的资产原股东)和上市公司大股东的利益驱动,承诺方和大股东有动机通过设置虚高承诺,一方面推高标的资产的估值;另一方面推高上市公司的股价,使得并购中的代理冲突加剧异化为“大股东+承诺方”与中小股东之间的冲突。与代理冲突异化的理论推断相一致,潘红波等(2019)^[39]发现商誉更高的公司,其内部人未来减持套现的次数和规模都更大。可见,在制度存在漏洞且治理不完善的情况下,商誉一定程度上成为了信息优势方进行套利的工具。综合上述分析,业绩承诺制度本身的设计缺陷和衍生的代理冲突变异可能使得业绩承诺制度有违政策初衷,反而成为了信息优势方(如并购方大股东和出让方原股东)推高并购溢价和确认虚高商誉的“政策助力”。因此,本文提出研究假设:

H₁:相对不存在业绩补偿承诺的并购交易,存在业绩补偿承诺的收购交易的并购溢价和商誉确认金额更高。

2. 并购业绩承诺与商誉减值

2001年,美国财务会计准则委员会(FASB)在SFAS 142中,将商誉后续处理的方法由分期摊销修改为每年对商誉进行减值测试。2004年,国际会计准则理事会(IASB)发布《第3号国际财务报告准则——企业合并》(IFRS 3),也将商誉后续计量由分期摊销改为每年需进行减值测试。2006年,我国发布《企业会计准则第20号——企业合并》,也将商誉减值作为商誉后续处理的唯一方法。

理想状态下,商誉减值测试有助于反映商誉的真实价值,通过估计商誉的公允价值而对账面上

的商誉金额进行调整,进而为财务报告使用者提供更具有决策有用性和价值相关性的商誉信息,这也是准则制定者修订准则的初衷。然而,现实中,商誉减值测试具有主观性、复杂性和难以预估性。内部人(如管理层)对于商誉是否减值、何时减值、减值多少都有较大程度的自由裁量权。商誉的公允价值估计依托于管理层估计故而难以核实(Ramanna和Watts,2012)^[13],商誉减值的方法实施流程也依然存在技术缺陷(Haswell和Langfield-Smith,2008)^[40]。另外,减值测试受到管理层自由裁量的影响,若管理层/大股东将私利诉诸于商誉减值测试中,商誉是否减值、何时减值、减值多少就可能成为管理层自利的工具,加重外部投资者的信息劣势而令其蒙受损失(Ramanna和Watts,2012^[13];Massoud和Raiborn,2003^[31])。

本文认为并购业绩承诺可能会加重收购方上市公司未来商誉减值风险。一方面,并购业绩承诺制度本身存在制度设计缺陷,低违约成本承诺不足以约束出让方为获得高估值而做出虚高业绩承诺的行为。在低违约成本的业绩承诺制度下,劣质资产出让方的虚高承诺支撑收购方上市公司进行虚高商誉初始确认,进而为后续商誉减值埋下隐患。另一方面,业绩承诺下商誉减值可能成为信息优势方用于释放累积负面消息的机会主义工具。已有研究发现管理层会利用商誉减值进行“洗大澡”(Massoud和Raiborn,2003)^[31]。业绩承诺制度下,上市公司更具有释放累积负面消息的需求。刘向强等(2018)^[23]发现并购业绩承诺会引致上市公司的盈余管理行为。关静怡和刘娥平(2019)^[41]发现业绩承诺成长率加大了上市公司隐瞒坏消息的动机。综合起来,业绩承诺下,一方面,收购方高估商誉而加重了未来计提商誉减值的风险;另一方面,上市公司管理层或大股东有动机通过商誉减值的形式释放积累的负面消息。因此,本文提出研究假设:

H₂:其他条件一定,存在业绩补偿承诺收购交易的上市公司的未来商誉减值概率更高。

三、研究设计

1. 样本选择与数据来源

本文以2010—2017年完成非同一控制下并购事项的A股非金融企业为初始样本,剔除交易额小于100万元、交易目的为借壳、收购方为*ST和ST以及财务数据缺失的并购事项,最终获得1554个最终样本。本文的并购事项初始样本、商誉数据及商誉减值数据均取自Wind,并购业绩承诺数据、目标方财务数据和交易特征数据均经手工搜集获得,其他财务数据均来自于国泰安。为了消除极端值的影响,本文在实证检验部分均对连续变量在1%和99%分位上进行缩尾处理。

2. 实证模型与变量定义

本文在王竞达和范庆泉(2017)^[42]的基础上加入交易特征、标的公司特征以检验并购业绩承诺对并购溢价的影响,具体如模型(1)所示:

$$\begin{aligned}
 Premium_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 PC_{i,t} + \alpha_2 Related_{i,t} + \alpha_3 Pay_{i,t} + \alpha_4 State_{i,t} + \alpha_5 SizeT_{i,t} + \alpha_6 LevT_{i,t} \\
 & + \alpha_7 ROAT_{i,t} + \alpha_8 Size_{i,t} + \alpha_9 Lev_{i,t} + \alpha_{10} ROA_{i,t} + IndB + IndT + Year + \varepsilon \quad (1)
 \end{aligned}$$

其中,交易溢价(Premium)使用交易额减去取得的净资产的账面价值取对数表示。本文控制了是否关联并购(Related)、现金支付金额占交易总额的比重(Pay)等交易特征,收购方规模(Size)、收购方资产负债率(Lev)、收购方盈利能力(ROA)和收购方企业性质(State)等收购方特征,标的方规模(SizeT)、标的方资产负债率(LevT)和标的方盈利能力(ROAT)等标的方特征,此外,本文还控制了收购方和标的方行业及年度。变量的具体定义如表1所示。

为检验并购业绩承诺对于商誉确认的影响,本文通过手工搜集方式获得此次是否签订业绩承诺的并购事件对应的商誉金额并使用搜集得到的单个并购事件新增的商誉金额加1取自然对数作为因变量。本文也从收购方特征、交易特征、标的方特征、收购方行业和目标方行业以及年度固定

效应方面进行控制。变量的具体定义如表 1 所示。本文构建模型(2)检验业绩承诺对商誉金额的影响:

$$GW_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 PC_{i,t} + \alpha_2 Related_{i,t} + \alpha_3 Pay_{i,t} + \alpha_4 State_{i,t} + \alpha_5 SizeT_{i,t} + \alpha_6 LevT_{i,t} + \alpha_7 ROAT_{i,t} + \alpha_8 Size_{i,t} + \alpha_9 Lev_{i,t} + \alpha_{10} ROA_{i,t} + IndB + IndT + Year + \varepsilon \quad (2)$$

本文建立模型(3)检验业绩承诺对商誉减值的影响,变量的具体定义如表 1 所示:

$$GWI_{i,t+n} (GWI_dum_{i,t+n}) = \alpha_0 + \alpha_1 PC_{i,t} + \alpha_2 Related_{i,t} + \alpha_3 Pay_{i,t} + \alpha_4 SizeT_{i,t} + \alpha_5 LevT_{i,t} + \alpha_6 ROAT_{i,t} + \alpha_7 Size_{i,t} + \alpha_8 Lev_{i,t} + \alpha_9 ROA_{i,t} + IndB + IndT + Year + \varepsilon \quad (3)$$

表 1 变量定义及描述

| 变量类别 | 变量名称 | 变量符号 | 变量定义 | |
|-------|--------------|--------------------|----------------------------------|------------------------|
| 被解释变量 | 并购溢价 | $Premium_{i,t}$ | 交易额减去取得的净资产的账面价值取自然对数 | |
| | 商誉额 | $GW_{i,t}$ | 对应并购事项产生的商誉金额加 1 取自然对数 | |
| | 未来期是否发生商誉减值 | $GWI_dum_{i,t+n}$ | 未来第一期至第三期发生商誉减值分别取值为 1, 否则为 0 | |
| | 未来期发生商誉减值的金额 | $GWI_{i,t+n}$ | 未来第一期至第三期发生商誉减值的金额分别取自然对数, 否则为 0 | |
| | 股票价格 | $P_{i,t}$ | 公司在第 $t+1$ 年 4 月的最后一个交易日的收盘价 | |
| 解释变量 | 业绩承诺 | $PC_{i,t}$ | 并购中签订业绩承诺取值为 1, 否则取值为 0 | |
| 控制变量 | 交易特征 | 关联并购 | $Related_i$ | 关联并购取值为 1, 否则取值为 0 |
| | | 支付类型 | $Pay_{i,t}$ | 现金支付金额占交易交易总额的比重 |
| | 收购方企业特征 | 收购方企业性质 | $State_{i,t}$ | 国有取值为 1, 非国有取值为 0 |
| | | 收购方规模 | $Size_{i,t}$ | 总资产自然对数 |
| | | 收购方资产负债率 | $Lev_{i,t}$ | 资产负债率 |
| | | 收购方企业业绩 | $ROA_{i,t}$ | 总资产收益率 |
| | 标的方企业特征 | 标的企业规模 | $SizeT_{i,t}$ | 总资产自然对数 |
| | | 标的企业资产负债率 | $LevT_{i,t}$ | 资产负债率 |
| | | 标的企业业绩 | $ROAT_{i,t}$ | 总资产收益率 |
| | 其他 | 每股商誉 | $GV_{i,t}$ | 商誉金额除以总股数 |
| | | 每股盈余 | $EPS_{i,t}$ | 税后利润除以总股数 |
| | | 每股净资产 | $BV_{i,t}$ | 年度末股东权益减去商誉的差额除以年度末总股数 |
| | | 账面市值比 | $MB_{i,t}$ | 资产除以市值 |
| | | 净资产收益率 | $ROE_{i,t}$ | 净利润除以平均净资产 |
| | | 是否亏损 | $LOSS_{i,t}$ | 亏损企业取值为 1, 否则取值为 0 |
| | | 是否两职合一 | $Isduality_{i,t}$ | CEO 两职合一取值为 1, 否则取值为 0 |
| | | 董事会规模 | $Sup_{i,t}$ | 董事会人数 |
| | 固定效应 | 年度 | $Year$ | 并购年度 |
| | | 行业 | $IndB$ | 收购方企业行业 |
| | $IndT$ | | 标的方企业行业 | |

资料来源:本文整理

四、实证结果

1. 描述性统计

本文关键变量的描述性统计如表 2 所示。 $Premium$ ^① 的均值为 18.615, GW 的均值为 16.915。 PC 的均值为 0.599, 说明有 59.9% 的样本在并购交易中签订了业绩承诺。 GWI_dum 的均值为 0.346, 说明有 34.6% 的样本在并购后发生了商誉减值行为。 GWI 的均值为 5.913。 P 的均值为 22.400, 说明上市公司收盘价的均值为 22.400。 GV 的均值为 0.945, EPS 的均值为 0.404。

表 2 描述性统计

| 变量 | 样本量 | 均值 | 标准差 | 中位数 | 最小值 | 最大值 |
|------------|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| $Premium$ | 1180 | 18.615 | 1.803 | 18.936 | 12.939 | 21.795 |
| GW | 1554 | 16.915 | 5.109 | 18.368 | 0 | 21.633 |
| PC | 1554 | 0.599 | 0.490 | 1 | 0 | 1 |
| GWI_dum | 4212 | 0.346 | 0.476 | 0 | 0 | 1 |
| GWI | 4212 | 5.913 | 8.210 | 0 | 0 | 21.066 |
| P | 1418 | 22.400 | 16.010 | 18.070 | 4.310 | 89.890 |
| GV | 1418 | 0.945 | 1.426 | 0.394 | 0 | 17.079 |
| EPS | 1418 | 0.404 | 0.357 | 0.335 | -0.395 | 1.596 |

资料来源: 本文整理

2. 单变量检验

本文按照并购交易中是否签订业绩承诺对并购溢价、商誉金额、是否发生商誉减值和商誉减值金额进行均值差异检验以考察主要变量的组间差异, 单变量检验的结果如表 3 所示。由表 3 可见, 并购交易中签订业绩承诺会导致更高的溢价、更高的商誉金额、未来商誉减值的概率更大以及商誉减值的金额更高。总体而言, 表 3 的结果初步验证了本文的主要研究假设。

表 3 单变量检验

| 变量 | $PC = 0$ | | $PC = 1$ | | 均值差异 |
|------------|----------|--------|----------|--------|-----------|
| | N | 均值 | N | 均值 | |
| $Premium$ | 393 | 17.210 | 787 | 19.316 | -2.106*** |
| GW | 623 | 14.140 | 931 | 18.771 | -4.631*** |
| GWI_dum | 1794 | 0.294 | 2418 | 0.385 | -0.091*** |
| GWI | 1794 | 4.883 | 2418 | 6.677 | -1.793*** |

资料来源: 本文整理

3. 多元回归结果

本文实证检验了并购业绩承诺对并购溢价的影响, 回归结果如表 4 所示。表 4 中 $PC_{i,t}$ 的回归系数为 1.305, 在 1% 水平上显著, 说明签订了并购业绩承诺的并购交易的并购溢价更高。

① 由于部分样本取得的净资产的账面价值数据缺失, 因此并购溢价 $Premium$ 的样本量为 1180 个。

表 4 业绩承诺与并购溢价

| 变量 | $Premium_{i,t}$ | |
|-------------------|-----------------|-------|
| | Coeff | T 值 |
| $PC_{i,t}$ | 1.305 *** | 12.05 |
| $Related_{i,t}$ | 0.210 ** | 2.48 |
| $Pay_{i,t}$ | 1.062 *** | 8.86 |
| $State_{i,t}$ | -0.418 *** | -2.71 |
| $SizeT_{i,t}$ | 0.344 *** | 12.17 |
| $LevT_{i,t}$ | 0.354 *** | 3.35 |
| $ROAT_{i,t}$ | 1.026 *** | 4.51 |
| $Size_{i,t}$ | 0.199 *** | 3.56 |
| $Lev_{i,t}$ | -0.576 ** | -2.22 |
| $ROA_{i,t}$ | -0.757 | -0.95 |
| _cons | 5.103 *** | 4.16 |
| IndB | 控制 | |
| IndT | 控制 | |
| 年份固定效应 | 控制 | |
| N | 1180 | |
| 调整 R ² | 0.550 | |

注:*,**,*** 分别表示在 10%,5%,1% 的水平上存在显著差异;标准误经过异方差调整

资料来源:本文整理

接下来,本文实证检验了并购业绩承诺对商誉金额的影响,回归结果如表 5 所示。表 5 中 $PC_{i,t}$ 的回归系数为 3.047,在 1% 水平上显著,说明签订了并购业绩承诺的并购交易确认的商誉金额更高。综上,假设 H_1 得到验证。

表 5 业绩承诺与商誉初始确认

| 变量 | $GW_{i,t}$ | |
|-----------------|------------|-------|
| | Coeff | T 值 |
| $PC_{i,t}$ | 3.047 *** | 10.21 |
| $Related_{i,t}$ | -0.482 | -1.54 |
| $Pay_{i,t}$ | 1.424 *** | 3.57 |
| $State_{i,t}$ | -1.308 ** | -2.46 |
| $SizeT_{i,t}$ | 0.424 *** | 5.16 |
| $LevT_{i,t}$ | 0.348 | 0.88 |
| $ROAT_{i,t}$ | 1.828 *** | 2.58 |
| $Size_{i,t}$ | -0.027 | -0.15 |
| $Lev_{i,t}$ | -0.480 | -0.59 |

续表 5

| 变量 | $GW_{i,t}$ | |
|-------------|------------|------|
| | Coeff | T 值 |
| $ROA_{i,t}$ | 5.275 ** | 2.01 |
| $_cons$ | 5.644 | 1.50 |
| $IndB$ | 控制 | |
| $IndT$ | 控制 | |
| 年份固定效应 | 控制 | |
| N | 1554 | |
| 调整 R^2 | 0.287 | |

注: *, **, *** 分别表示在 10% ,5% ,1% 的水平上存在显著差异;标准误经过异方差调整

资料来源:本文整理

本文还实证检验了并购业绩承诺对未来商誉减值的影响(假设 H_2),回归结果如表 6 所示。表 6 的第(1)列的因变量为是否进行商誉减值($GW_{i,t+n}$),第(2)列的因变量为商誉减值金额($GW_{i,t+n}$)。其中,表 6 的第(1)列的 $PC_{i,t}$ 的回归系数为 0.322,在 1% 水平上显著,说明签订了并购业绩承诺的并购交易未来商誉减值的可能性更大;表 6 的第(2)列的 $PC_{i,t}$ 的回归系数为 1.240,在 1% 水平上显著,说明签订了并购业绩承诺的并购交易未来商誉减值的金额更大。表 6 的回归结果验证了本文的假设 H_2 。

表 6 业绩承诺与未来商誉减值

| 变量 | (1) | | (2) | |
|-----------------|--------------|-------|--------------|-------|
| | $GW_{i,t+n}$ | | $GW_{i,t+n}$ | |
| | Coeff | T 值 | Coeff | T 值 |
| $PC_{i,t}$ | 0.322 *** | 3.80 | 1.240 *** | 4.05 |
| $Related_{i,t}$ | -0.165 * | -1.80 | -0.592 * | -1.76 |
| $Pay_{i,t}$ | -0.168 | -1.36 | -0.528 | -1.18 |
| $SizeT_{i,t}$ | -0.060 *** | -2.62 | -0.213 ** | -2.52 |
| $LevT_{i,t}$ | 0.288 *** | 3.01 | 1.045 *** | 2.95 |
| $ROAT_{i,t}$ | 0.322 * | 1.70 | 1.436 ** | 2.01 |
| $Size_{i,t}$ | 0.125 *** | 2.71 | 0.473 *** | 2.82 |
| $Lev_{i,t}$ | -0.105 | -0.44 | -0.296 | -0.34 |
| $ROA_{i,t}$ | -1.882 *** | -2.58 | -6.609 ** | -2.47 |
| $_cons$ | -4.557 *** | -4.12 | -6.653 * | -1.81 |
| $IndB$ | 控制 | | 控制 | |
| $IndT$ | 控制 | | 控制 | |
| 年份固定效应 | 控制 | | 控制 | |
| N | 4212 | | 4212 | |

续表 6

| 变量 | (1) | | (2) | |
|-------------------|--------------|-----|--------------|-----|
| | $GW_{i,t+n}$ | | $GW_{i,t+n}$ | |
| | Coeff | T 值 | Coeff | T 值 |
| 调整 R ² | | | 0.065 | |
| 伪 R ² | 0.056 | | | |

注:*,**,*** 分别表示在 10%,5%,1% 的水平上存在显著差异;标准误经过异方差调整

资料来源:本文整理

4. 进一步检验

(1)业绩承诺、并购溢价与商誉确认:中介效应检验。为验证前面提出的“业绩承诺-并购溢价-商誉确认”的作用链条,本文借鉴 Baron 和 Kenny(1986)^[43]的方法进行如下中介效应检验,以检验业绩承诺对于商誉确认的正向影响是否由于高额并购溢价而导致。具体而言,首先,本文检验了并购业绩承诺对并购商誉金额的正向推动作用;然后,本文检验了并购业绩承诺对并购溢价的正向推动作用;最后,本文将并购业绩承诺和并购溢价同时放入模型(4)以检验“业绩承诺-并购溢价-商誉确认”这一作用链条:

$$\begin{aligned}
 GW_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 PC_{i,t} + \alpha_2 Premium_{i,t} + \alpha_3 Related_{i,t} + \alpha_4 Pay_{i,t} + \alpha_5 State_{i,t} + \alpha_6 SizeT_{i,t} \\
 & + \alpha_7 LevT_{i,t} + \alpha_8 ROAT_{i,t} + \alpha_9 Size_{i,t} + \alpha_{10} Lev_{i,t} + \alpha_{11} ROA_{i,t} + IndB \\
 & + IndT + Year + \varepsilon
 \end{aligned} \quad (4)$$

模型 4 的回归结果如表 7 所示,从中可以看出 $Premium_{i,t}$ 的系数均显著为正,并且 $PC_{i,t}$ 的系数小于模型(2)中 $PC_{i,t}$ 的系数,说明并购溢价具有显著的部分中介效应,并购业绩承诺对商誉金额的正向作用部分是由高额并购溢价导致。

表 7 业绩承诺、并购溢价与商誉金额

| 变量 | $GW_{i,t}$ | |
|-----------------|------------|-------|
| | Coeff | T 值 |
| $PC_{i,t}$ | 1.257 *** | 4.22 |
| $Premium_{i,t}$ | 1.000 *** | 8.84 |
| $Related_{i,t}$ | -0.911 *** | -3.14 |
| $Pay_{i,t}$ | 0.518 | 1.49 |
| $State_{i,t}$ | -1.144 ** | -2.02 |
| $SizeT_{i,t}$ | 0.090 | 1.00 |
| $LevT_{i,t}$ | 0.052 | 0.14 |
| $ROAT_{i,t}$ | 1.629 ** | 2.40 |
| $Size_{i,t}$ | -0.269 | -1.55 |
| $Lev_{i,t}$ | 0.068 | 0.10 |
| $ROA_{i,t}$ | 3.245 | 1.38 |
| _cons | 1.280 | 0.39 |
| $IndB$ | 控制 | |

续表 7

| 变量 | $GW_{i,t}$ | |
|-------------|------------|-----|
| | Coeff | T 值 |
| <i>IndT</i> | 控制 | |
| 年份固定效应 | 控制 | |
| N | 1157 | |
| 调整 R^2 | 0.405 | |

注：*，**，***分别表示在 10%，5%，1% 的水平上存在显著差异；标准误经过异方差调整

资料来源：本文整理

(2)业绩承诺、并购溢价与商誉减值。进一步，本文将检验并购溢价对于业绩承诺与未来商誉减值之间关系的调节作用。本文将并购溢价按照行业年度中位数分为高溢价组和低溢价组，高溢价组 $Prem_dum_{i,t}$ 取值为 1，否则取值为 0。实证结果如表 8 所示。表 8 的第(1)列的因变量为是否进行商誉减值 ($GW_{i,t+n}$)，第(2)列的因变量为商誉减值金额 ($GW_{i,t+n}$)，主要关注变量是交乘项 $PC_{i,t} * Prem_dum_{i,t}$ 。其中，表 8 的第(1)列的 $PC_{i,t} * Prem_dum_{i,t}$ 的回归系数为 0.348，在 5% 水平上显著，说明并购业绩承诺对未来商誉减值的可能性的正向作用在高溢价组更显著；表 8 的第(2)列的 $PC_{i,t} * Prem_dum_{i,t}$ 的回归系数为 1.282，在 5% 水平上显著，说明并购业绩承诺对未来商誉减值金额的正向作用在高溢价组更强。

表 8 业绩承诺、并购溢价与商誉减值

| 变量 | (1) | | (2) | |
|------------------------------|--------------|-------|--------------|-------|
| | $GW_{i,t+n}$ | | $GW_{i,t+n}$ | |
| | Coeff | T 值 | Coeff | T 值 |
| $PC_{i,t}$ | 0.153 | 1.37 | 0.557 | 1.32 |
| $PC_{i,t} * Prem_dum_{i,t}$ | 0.348 ** | 2.34 | 1.282 ** | 2.44 |
| $Prem_dum_{i,t}$ | -0.201 * | -1.74 | -0.487 | -1.28 |
| $Related_{i,t}$ | -0.174 * | -1.90 | -0.640 * | -1.90 |
| $Pay_{i,t}$ | -0.204 | -1.63 | -0.716 | -1.57 |
| $SizeT_{i,t}$ | -0.059 ** | -2.56 | -0.220 *** | -2.58 |
| $LevT_{i,t}$ | 0.279 *** | 2.91 | 1.017 *** | 2.87 |
| $ROAT_{i,t}$ | 0.306 | 1.60 | 1.336 * | 1.86 |
| $Size_{i,t}$ | 0.128 *** | 2.76 | 0.469 *** | 2.79 |
| $Lev_{i,t}$ | -0.127 | -0.53 | -0.342 | -0.39 |
| $ROA_{i,t}$ | -1.899 *** | -2.60 | -6.585 ** | -2.46 |
| $_cons$ | -4.407 *** | -3.94 | -5.744 | -1.55 |
| <i>IndB</i> | 控制 | | 控制 | |
| <i>IndT</i> | 控制 | | 控制 | |
| 年份固定效应 | 控制 | | 控制 | |
| N | 4212 | | 4212 | |

续表 8

| 变量 | (1) | | (2) | |
|-------------------|--------------------|-----|---------------|-----|
| | $GWI_dum_{i,t+n}$ | | $GWI_{i,t+n}$ | |
| | Coeff | T 值 | Coeff | T 值 |
| 调整 R ² | | | 0.066 | |
| 伪 R ² | 0.0571 | | | |

注:*,**,*** 分别表示在 10%,5%,1% 的水平上存在显著差异;标准误经过异方差调整

资料来源:本文整理

(3) 并购业绩承诺与商誉价值相关性。基于 Feltham 和 Ohlson (1995)^[44] 的价值框架,商誉的价值相关性一直受到学者们的关注。现行并购业绩承诺制度下,劣质资产出让方愿意模仿优质资产而给出高额业绩承诺,引致虚高商誉初始确认。换言之,业绩承诺制度的制度缺陷和衍生的代理问题下使得“商誉”中的杂质更大。进一步,商誉减值可能是业绩承诺制度下信息优势方操纵信息的自利工具,故而削弱商誉减值对于商誉的公允价值调整作用。综合起来,并购业绩承诺可能弱化了商誉的价值相关性。基于此推断,本文参照 Francis 等 (2005)^[45] 和胡志勇等 (2020)^[46],使用修正的 Ohlson 模型 (Asset-based pricing model) 检验业绩承诺对于商誉的价值相关性的影响,具体如模型 (5) 所示:

$$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 GV_{i,t} + \alpha_2 GV_{i,t} * PC_{i,t} + \alpha_3 PC_{i,t} + \alpha_4 EPS_{i,t} + \alpha_5 BV_{i,t} + \alpha_6 Size_{i,t} + \alpha_7 Lev_{i,t} + \alpha_8 ROE_{i,t} + \alpha_9 MB_{i,t} + \alpha_{10} Isduality_{i,t} + \alpha_{11} Sup_{i,t} + IndB + Year + \varepsilon \quad (5)$$

其中,被解释变量 P 为 i 公司在第 $t+1$ 年 4 月份最后一个交易日的收盘价。 GV 为每股商誉,具体计算为商誉金额除以总股数。本文还控制了每股盈余 (EPS)、每股净资产 (BV)、公司规模 ($Size$)、资产负债率 (Lev)、净资产收益率 (ROE)、账面市值比 (MB)、两职合一 ($Isduality$)、董事会规模 (Sup)、公司是否亏损 ($LOSS$)。此外,本文还控制了行业固定效应 ($IndB$) 和年度固定效应 ($Year$)。业绩承诺对商誉价值相关性的影响如表 9 所示,交乘项 $PC_{i,t} * GV_{i,t}$ 的回归系数为 -1.294 ,在 10% 的水平上显著,表明并购业绩承诺降低了商誉价值相关性,进而支持本文的理论推断。

表 9 商誉的价值相关性

| 变量 | $P_{i,t}$ | |
|-----------------------|-------------|--------|
| | Coeff | T 值 |
| $GV_{i,t}$ | 4.926 *** | 9.38 |
| $PC_{i,t}$ | 0.497 | 0.57 |
| $PC_{i,t} * GV_{i,t}$ | -1.294 * | -1.69 |
| $EPS_{i,t}$ | 7.084 *** | 3.64 |
| $BV_{i,t}$ | 2.939 *** | 11.59 |
| $LOSS_{i,t}$ | 0.529 | 0.38 |
| $Size_{i,t}$ | -3.298 *** | -7.27 |
| $ROE_{i,t}$ | 3.385 | 0.43 |
| $MB_{i,t}$ | -36.065 *** | -15.12 |
| $Lev_{i,t}$ | 10.172 *** | 5.34 |

续表 9

| 变量 | $P_{i,t}$ | |
|-------------------|------------|-------|
| | Coeff | T 值 |
| $Isduality_{i,t}$ | 0.239 | 0.41 |
| $Sup_{i,t}$ | -0.006 | -0.03 |
| $_cons$ | 78.181 *** | 8.65 |
| $IndB$ | 控制 | |
| 年份固定效应 | 控制 | |
| N | 1418 | |
| 调整 R^2 | 0.601 | |

注: *, **, *** 分别表示在 10%, 5%, 1% 的水平上存在显著差异; 标准误经过异方差调整

资料来源: 本文整理

5. 稳健性检验

本文通过使用 Heckman 两阶段模型缓解研究设计中可能存在的内生性问题。首先, 本文引入收购方和标的方公司是否异地 ($Distance_{i,t}$) 衡量并购双方信息不对称程度, 并作为外生变量加入第一阶段模型, 由于是否重大资产重组会影响并购中业绩承诺的签订, 因此本文在第一阶段模型中控制了是否重大资产重组 ($Major_{i,t}$)。第一阶段的回归结果如表 10 第 (1) 列所示, 第二阶段回归的结果如表 10 的第 (2) 列和第 (3) 列所示, 其因变量分别为 $GWI_dum_{i,t+n}$ 和 $GWI_{i,t+n}$ 。结果显示, 在控制了 IMR 之后, $PC_{i,t}$ 仍然在 1% 的水平上通过了显著性检验, 表明并购业绩承诺加重了上市公司未来商誉减值概率。

表 10 Heckman 两阶段检验

| 变量 | (1) | (2) | (3) |
|------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | $PC_{i,t}$ | $GWI_dum_{i,t+n}$ | $GWI_{i,t+n}$ |
| $Distance_{i,t}$ | 0.277 *** (2.73) | | |
| $PC_{i,t}$ | | 0.316 *** (3.71) | 1.216 *** (3.95) |
| $Major_{i,t}$ | 0.811 *** (5.97) | -0.049 (-0.47) | 0.163 (0.40) |
| $Related_{i,t}$ | -0.171 (-1.43) | -0.148 (-1.57) | -0.589 * (-1.71) |
| $Pay_{i,t}$ | 2.683 *** (14.10) | -0.250 (-1.60) | -0.870 (-1.45) |
| $SizeT_{i,t}$ | 0.086 *** (2.89) | -0.073 *** (-2.84) | -0.263 *** (-2.79) |
| $LevT_{i,t}$ | 0.015 (0.12) | 0.292 *** (3.02) | 1.039 *** (2.92) |
| $ROAT_{i,t}$ | 3.229 *** (9.64) | 0.076 (0.27) | 0.815 (0.75) |
| $Size_{i,t}$ | -0.262 *** (-4.45) | 0.151 *** (2.93) | 0.576 *** (3.04) |
| $Lev_{i,t}$ | -1.239 *** (-4.01) | -0.049 (-0.20) | -0.213 (-0.24) |

续表 10

| 变量 | (1) | (2) | (3) |
|-------------------|---------------------|----------------------|---------------------|
| | $PC_{i,t}$ | $GWI_dum_{i,t+n}$ | $GWI_{i,t+n}$ |
| $ROA_{i,t}$ | -2.309** (-2.47) | -1.678** (-2.27) | -6.022** (-2.23) |
| $IMR_{i,t}$ | | -0.140 (-1.20) | -0.335 (-0.81) |
| _cons | 3.204** (2.52) | -4.654*** (-4.16) | -7.354** (-1.97) |
| IndB | 控制 | 控制 | 控制 |
| IndT | 控制 | 控制 | 控制 |
| 年份固定效应 | 控制 | 控制 | 控制 |
| N | 4201 | 4201 | 4201 |
| 调整 R ² | | | 0.066 |
| 伪 R ² | 0.3384 | 0.0564 | |

注:*,**,*** 分别表示在 10%,5%,1% 的水平上存在显著差异;标准误经过异方差调整

资料来源:本文整理

五、主要结论与政策建议

商誉具有很强的复杂性与主观性,外部市场监管与会计准则本应发挥降低交易成本的作用而增强商誉的价值相关性。从准则层面,无论是我国会计准则还是诸如国际会计准则、美国会计准则等国际主流会计准则,对商誉的确认都趋同于基于合并价差的一体化确认,后续的计量方法也存在机会主义空间。从监管层面,我国的并购业绩承诺制度很大程度上诱发了巨额商誉,使得报表中的“商誉”很大程度上偏离了商誉的经济实质,一定程度上成为代理问题变异的成本或表征,为未来的商誉减值埋下隐患,并降低了商誉的价值相关性。

本文发现,并购中若签订了业绩承诺,其并购溢价显著高于未签订业绩承诺的并购交易;相应地,形成的商誉初始确认金额也更大。更重要的是,本文发现业绩承诺增加了未来商誉减值的概率和商誉减值的金额,也使得商誉的价值相关性下降。与前文的理论推断结论一致,业绩承诺制度不仅没有充分发挥降低估值风险、维护并购交易公平性的作用,反而加重了估值风险(Overvaluation risk),推动了在市场中饱受诟病的“巨额商誉”和“商誉爆雷”。

准则与监管的共同相互作用诱发了我国资本市场中的商誉乱象。本文从并购业绩承诺制度和商誉会计准则两个层面分别给出了改善建议或改革设想。

1. 并购业绩承诺制度的完善

当前情况下缓解商誉资产问题的首要可行办法在于改善和优化业绩承诺制度,弥补其制度缺陷,增强监管强度,进而缓解代理问题并增强商誉的价值相关性,主要有:第一,优化契约设计。国际成熟资本市场中的 Earn-out 契约,大都与并购支付对价相挂钩,即标的业绩实现的程度将直接影响收购价。而我国目前的业绩承诺补偿机制仅与业绩差额挂钩,忽视了估值及市场的放大效应,从而降低了承诺方所需付出的成本,增强了承诺方及其背后的利益方提供虚高业绩承诺的动机。为了减少承诺方等信息优势方的机会主义动机,可考虑将并购业绩承诺制度进一步改善为与标的估值或对价挂钩,进而增加承诺成本(Spence, 1973)^[27]。第二,强化穿透性监管。监管机构需将监管范围扩大至业绩承诺契约所涉及的各种隐性参与主体,增加对于承诺方实际控制人、上市公司原大

股东等主体的约束,从而有效而直接约束控股股东对于业绩承诺制度的机会主义行为,穿透性监管代理冲突背后的利益主体,从根本上抑制利益主体进行虚高承诺的动机。

2. 商誉会计准则的改进

准则基本逻辑应与市场特征相匹配。本文认为商誉会计准则的改进存在两种逻辑:其一,一体化确认,后续分情况计量;其二,分类别确认,后续分类别计量。现行的准则采用第一种逻辑,即将合并价差超过被合并资产公允价值部分“一体化”地确认为商誉,后续酌情进行减值处理。就现实情况看,第二种逻辑可能更适合于我国的资本市场。原因在于,我国资本市场中的投资者依然以个人投资者为主,专业能力不足,个人投资者很难识别商誉的真实价值;若能做到分类确认或将现有的商誉科目按照价值的确定程度进行分类确认、计量和披露(类似于或有负债的逻辑),则可以让投资者更容易获取商誉中的价值相关信息。具体而言:第一,业绩承诺制度下商誉的动态确认。基于前文对于业绩承诺制度的改进建议,将并购业绩承诺制度改善为与标的估值或对价挂钩。在或有支付的情境下,初始确认的商誉就可以不是完整对价与标的物公允价值的差值,而是根据实际对价支付情况逐渐确认,从而弱化商誉剧增剧减的风险。就可行方案而言,可以在商誉科目的基础上设置明细账户,并且报表中可以对确定性程度不同的这两部分商誉进行单独明细披露,作为投资者进行投资决策的依据。并且,随着时间推移以及确定性程度的改变,可将确定性程度低的部分商誉结转为确定性程度高的商誉。第二,完善商誉减值测试的方法。由于商誉减值测试是一种不可核实的估计(Ramanna和Watts,2012)^[13],具有主观性和复杂性,如何合理限制信息优势者在减值测试环节的自由裁量权是商誉减值过程监管的重中之重,也是从后续计量的角度提高商誉价值相关性的最重要的关卡。本文提出两种改进方法以约束商誉减值测试环节的管理层自由裁量权。其一,利用大数据和文本分析技术,从减值公告、减值测试描述、证监会回函等多来源大数据总结提炼出商誉减值的合理要点,从而推动减值准则科学化并细致化减值测试环节,对于减值原因和减值时点给予必要细节化指引,缩小管理层自由裁量权。其二,强化外部治理对于减值测试环节管理层自由裁量权的约束。相比于外部中小投资者,审计机构等外部治理中介具有更强的专业能力和信息获取及分析能力,进一步明晰和强化外部治理机制(如外部审计师)在减值测试环节的责任也将有利于在减值测试环节约束管理层的自由裁量权。

参考文献

- [1] Bourne, J. H. Goodwill[J]. The Accountant, 1888, 22, (9): 604 - 606.
- [2] Leake, P. D. Goodwill: Its Nature and How to Value It[J]. The Accounting, 1914, 17, (1): 81 - 90.
- [3] 杨汝梅. 无形资产论[M]. 上海:立信出版社出版, 1926.
- [4] Walker. Accounts' Present Concept of Goodwill Depends upon Unusual Earnings Power[J]. The Journal of Accountancy, 1951, (1): 100 - 103.
- [5] Canning, J. B. The Economics of Accounting[M]. New York: The Ronald Press Company, 1929.
- [6] Hendriksen, E. S. Accounting Theory[M]. Richard Irwin Inc., 1982.
- [7] 葛家澍. 当前财务会计的几个问题——衍生金融工具、自创商誉和不确定性[J]. 北京:会计研究, 1996, (1): 3 - 8.
- [8] 常勋. 也谈商誉会计[J]. 太原:会计之友, 2005, (2): 7 - 8.
- [9] 葛家澍, 杜兴强. 中级财务会计学(上)[M]. 北京:中国人民大学出版社, 2007.
- [10] 杜兴强. 商誉的性质及对权益计价的影响——理论分析与基于企业会计准则(2006)的经验证据[C]. 商誉会计研讨会论文集, 2010.
- [11] 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]. 北京:中央财经大学学报, 2017, (3): 109 - 118.
- [12] 许家林. 商誉会计研究的八十年:扫描与思考[J]. 北京:会计研究, 2006, (8): 18 - 23.
- [13] Ramanna, K., and R. L. Watts. Evidence on the Use of Unverifiable Estimates in Required Goodwill Impairment[J]. Review of Accounting Studies, 2012, 17, (4): 749 - 780.
- [14] 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]. 天津:南开管理评论, 2018, (3): 35 - 45.

- [15]陈仕华,卢昌崇.企业间高管联结与并购溢价决策——基于组织间模仿理论的实证研究[J].北京:管理世界,2013,(5):144-156.
- [16]陈仕华,姜广省,卢昌崇.董事联结、目标公司选择与并购绩效——基于并购双方之间信息不对称的研究视角[J].北京:管理世界,2013,(12):117-132,187-188.
- [17]李增泉,余谦,王晓坤.掏空、支持与并购重组——来自我国上市公司的经验证据[J].北京:经济研究,2005,(1):95-105.
- [18]Ang, J., and N. Kohers. The Takeover Market for Privately Held Companies: the US Experience [J]. Cambridge Journal of Economics, 2001, 25, (6): 723-748.
- [19]Uysal, V. B., S. Kedia, and V. Panchapagesan. Geography and Acquirer Returns [J]. Journal of Financial Intermediation, 2008, 17, (2): 256-275.
- [20]Cai, Y., and M. Sevilir. Board Connections and M&A Transactions [J]. Journal of Financial Economics, 2012, 103, (2): 327-349.
- [21]Weitzel, U., and S. Berns. Cross-Border Takeovers, Corruption, and Related Aspects of Governance [J]. Journal of International Business Studies, 2006, 37, (6): 786-806.
- [22]谢纪刚,张秋生.上市公司控股合并中业绩承诺补偿的会计处理——基于五家公司的案例分析[J].北京:会计研究,2016,(6):15-20.
- [23]刘向强,孙健,袁蓉丽.并购业绩补偿承诺与审计收费[J].北京:会计研究,2018,(12):70-76.
- [24]李晶晶,郭颖文,魏明海.事与愿违:并购业绩承诺为何加剧股价暴跌风险? [J].北京:会计研究,2020,(4):37-44.
- [25]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].上海:财经研究,2017,(9):76-87.
- [26]Akerlof, G. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism [J]. Quarterly Journal of Economics, 1970, 84, (3): 488-500.
- [27]Spence, A. M. Job Market Signaling [J]. The Quarterly Journal of Economics, 1973, 87, (3): 355-374.
- [28]Bris, A., and C. Cabolis. The Value of Investor Protection: Firm Evidence from Cross-border Mergers [J]. Review of Financial Studies, 2008, 21, (2): 605-648.
- [29]温日光.谁要求更高的并购溢价? 基于国家集体主义的视角[J].北京:会计研究,2017,(9):55-61,97.
- [30]Shalev, R., I. X. Zhang, and Y. Zhang. CEO Compensation and Fair Value Accounting: Evidence from Purchase Price Allocation [J]. Journal of Accounting Research, 2013, 51, (4): 819-854.
- [31]Massoud, M. F., and C. A. Raiborn. Accounting for Goodwill? Are We Better Off [J]. Review of Business, 2003, 24, (2): 26-33.
- [32]李秉祥,简冠群,李浩.业绩补偿承诺、定增并购双价格偏离与整合效应[J].北京:管理评论,2019,(4):19-33.
- [33]程凤朝,刘旭,温馨.上市公司并购重组标的资产价值评估与交易定价关系研究[J].北京:会计研究,2013,(8):40-46.
- [34]程凤朝,刘家鹏.上市公司并购重组定价问题研究[J].北京:会计研究,2011,(11):40-46.
- [35]周勤业,夏立军,李莫愁.大股东侵害与上市公司资产评估偏差[J].北京:统计研究,2003,(10):39-44.
- [36]赵善学,施超.上市公司并购重组企业价值评估增值情况研究[J].北京:中国资产评估,2011,(8):6-11.
- [37]郭化林,项代有,王平裔.上市公司 δ 值异常:大股东侵害还是盈余管理——基于2009—2011年的数据[J].杭州:财经论丛,2014,(4):47-54.
- [38]Kisgen, D. J., J. Qian, and W. Song. Are Fairness Opinions Fair? The Case of Mergers and Acquisitions [J]. Journal of Financial Economics, 2009, 91, (2): 179-207.
- [39]潘红波,饶晓琼,张哲.并购套利观:来自内部人减持的经验证据[J].北京:经济管理,2019,(3):109-125.
- [40]Haswell, S., and K. Langfield-Smith. Fifty Seven Defects in Australian IFRS [J]. Australian Accounting Review, 2008, 18, (44): 46-62.
- [41]关静怡,刘娥平.业绩承诺增长率、并购溢价与股价崩盘风险[J].深圳:证券市场导报,2019,(2):35-44.
- [42]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].北京:会计研究,2017,(10):71-77,97.
- [43]Baron, R. M., and D. A. Kenny. The Moderator-Mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations [J]. Journal of Personality and Social Psychology, 1986, 51, (6): 1173-1182.
- [44]Feltham, G. A., and J. A. Ohlson. Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities [J]. Contemporary Accounting Research, 1995, 11, (2): 689-735.
- [45]Francis J., K. Schipper, and L. Vincent. Earnings and Dividend Informativeness When Cash Flow Rights Are Separated from Voting Rights [J]. Journal of Accounting and Economics, 2005, (39): 329-360.
- [46]胡志勇,徐建挺,黄琼宇,余思明.信任与盈余价值相关性[J].北京:会计研究,2020,(5):48-61.

Goodwill, Accounting Standards and Institutions: A Theoretical Framework on Trillions of Goodwill Assets

LI Jing-jing¹, GUAN Yue-qin², WEI Ming-hai³, XIE Su-juan³

(1. School of Economics and Management, Harbin Institute of Technology, Shenzhen, 518000, China;

2. Business School, Sun Yat-sen University, Guangzhou, Guangdong, 510275, China;

3. Center for Accounting, Finance and Institutions, Sun Yat-sen University, Guangzhou, Guangdong, 510275, China)

Abstract: In recent years, the rapid increase in mergers and acquisitions (M&As) in China's capital market has created a large amount of goodwill assets that has exerted great impacts on Chinese listed firms. Drawing from current goodwill accounting standards, this study discovers the conflicts between the inherent assumptions and realistic conditions of the accounting standards for goodwill recognition, which suggests that the current accounting standards for goodwill contains some defects.

In order to reduce overvaluation risk, adverse selection problems and to protect minority investors, the China's Securities Regulatory Commission (CSRC) issued the 'The Administration Measures for Significant Asset Restructuring of Listed Companies' in 2008. According to the Measures, the acquirers can require acquirees to make performance commitments on the future profitability of target assets, and sign a compensation agreement for the difference between the expected profit and the actual profit. For the transactions which are valued based on discounted future expected cash flows, CSRC explicitly stipulated that the acquirees should sign performance commitment contracts with acquirers to make sure that the acquirers could evaluate targets credibly based on their expected future performances.

The original intention of the performance commitment regulation is expected to alleviate information asymmetry, thereby reducing moral hazard and adverse selection problems in M&As. From the perspective of game theory and contract theory, performance compensation agreement can be divided into two parts: performance commitments and compensation agreements. Ideally, the compensation agreement makes the performance commitment credible, and the performance compensation commitment through the establishment of a clear contract mechanism is conducive to renegotiation after the transaction, reducing contract frictions caused by incomplete information or uncertainty. From the perspective of the signaling theory, performance commitments by disclosing and promising future expected profitability of the target assets are conducive to reducing the information asymmetry between acquirer and acquiree, and alleviating adverse selection problems and overvaluation risks.

However, we find that the current performance commitment contract is designed as a costless promise with low default cost, which violates the core meaning of the signaling theory, that is, the signal must have a high cost, and resulting in the parties at an information advantages make use of the regulation loopholes opportunistically. Under the performance commitment system with low default costs, the owners of inferior target assets have an incentive to give false high-performance commitments, which lead to a higher valuation and initial goodwill recognition, generating potential risks for the sudden decline in the value of goodwill in the future, which will damage the interests of minority shareholders who are at an information disadvantage.

Further, this study focuses on performance commitment regulation in M&As, analyses potential defect in current performance commitment policies and aggravated agency conflicts caused by it, and empirically investigates impacts of the performance commitment in M&As on premium, initial goodwill recognitions, and goodwill impairments. The empirical results show that the performance commitment increases the premium and the initial goodwill amount, increases the probability of future goodwill impairments, and lowers the value relevance of the goodwill. The empirical results imply that the low-default-cost commitment and induced agent problem would lead to problematic goodwill impairment risks. The largest shareholders of listed companies and owners of target assets may have strong incentive to make 'opportunistic' high performance commitment, resulting in the aggravated agency conflicts between them and minority shareholders.

Finally, to ensure due dynamic matching between the accounting standards and the market supervision system, this study puts forward relevant policy recommendations on the improvements for the performance commitment regulation in M&As, goodwill accounting standard and goodwill impairment procedures.

Key Words: goodwill; performance commitment regulation in M&As; goodwill accounting standards; aggravate the agency conflicts; value relevance

JEL Classification: G32, G34, G38

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2020.12.009

(责任编辑:张任之)