**基于商誉视角的企业并购经济后果研究**

**——以游久游戏为例**

# 摘要

由于2012年10月A股IPO的停摆，上市公司在并购重组活动上蠢蠢欲动。到了2014年，国务院发文《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，文中明确指出鼓励市场化并购重组活动，这一政策性鼓励就像打开了并购重组的潘多拉魔盒，直接导致当年的重大并购重组数量有了巨幅提升。随着并购重组而来的是巨额商誉的产生，自2013到2017年，A股商誉总额从2,143.86亿元激增到13,036.59亿元。在所有行业中，传媒业的商誉规模最高，达1,717.36亿元，占2017年A股商誉总额的13.17%；此外，传媒业的商誉风险也是最大的，其商誉总额占净资产的比例达到了26.22%。一旦发生集中性商誉减值事件，此行业将会首当其冲受到巨大影响，从而波及到整个A股市场。游久游戏作为传媒行业的上市公司，其于2014年的并购事件产生了10.88亿元商誉，占其当年净资产的40.73%，风险程度远超同行，此外，游久游戏于2017年和2018年连续两年发生巨额商誉减值，却因不同原因造成，具有典型意义，基于此，本文选择游久游戏公司作为案例分析对象。

本文以游久游戏2014年并购形成的巨额商誉为研究对象，对商誉产生的背景、经过及后续计量等细节进行分析，据此，对游久游戏基于商誉视角的并购经济后果进行了研究，主要发现：（1）游久游戏大股东有利用高估并购标的价值操纵股价之嫌；（2）游久游戏高管利用商誉会计处理进行两次盈余管理；（3）游久游戏巨额商誉减值的计提会对公司的股价造成极大的伤害，但是这一影响并不持久。

通过对游久游戏这一案例的分析，笔者得到以下几点启示：（1）在商誉后续计量方法的选择上，笔者认为系统摊销法更优于减值测试法。因为系统摊销法更能真实反应企业并购的效果，且会倒逼企业对高溢价并购进行慎重考虑；（2）监管层应加强对上市公司及评估机构的监管力度；（3）中介机构应提高对评估结果责任机制的完善程度，建议评估结果实行责任承包制；（4）投资者应加强对商誉的学习，提高自身抗风险的能力。

**关键词：商誉 商誉减值 并购 经济后果**

# Abstract

目录

[摘要 I](#_Toc7640760)

[Abstract II](#_Toc7640761)

[第1章 绪论 1](#_Toc7640762)

[1.1 研究背景 1](#_Toc7640763)

[1.2 研究意义 2](#_Toc7640764)

[1.2.1 理论意义 2](#_Toc7640765)

[1.2.2 现实意义 3](#_Toc7640766)

[1.3 研究内容与方法 3](#_Toc7640767)

[1.3.1 研究内容 3](#_Toc7640768)

[1.3.2 研究方法 4](#_Toc7640769)

[1.4 本文的创新点及不足 5](#_Toc7640770)

[1.4.1 本文的创新点 5](#_Toc7640771)

[1.4.2 本文的不足 5](#_Toc7640772)

[第2章 制度背景、理论基础与文献综述 6](#_Toc7640773)

[2.1 制度背景 6](#_Toc7640774)

[2.1.1 我国商誉会计处理发展历程 6](#_Toc7640775)

[2.1.2 我国商誉会计处理的经济后果 7](#_Toc7640776)

[2.2 理论基础 8](#_Toc7640777)

[2.2.1 商誉本质的相关理论 8](#_Toc7640778)

[2.2.2 合并报表的相关理论 9](#_Toc7640779)

[2.2.3 商誉的后续计量 10](#_Toc7640780)

[2.2.4 并购估值方法 11](#_Toc7640781)

[2.3 文献综述 12](#_Toc7640782)

[2.3.1 关于商誉后续计量方法的比较 12](#_Toc7640783)

[2.3.2 并购溢价因素分析 14](#_Toc7640784)

[2.3.3 商誉减值动机分析 15](#_Toc7640785)

[2.3.4 商誉减值相关经济后果分析 16](#_Toc7640786)

[2.3.5 文献评述 16](#_Toc7640787)

[第3章 案例介绍 18](#_Toc7640788)

[3.1 市场背景介绍 18](#_Toc7640789)

[3.2 并购详解 20](#_Toc7640790)

[3.2.1 并购双方 20](#_Toc7640791)

[3.2.2 并购动机 20](#_Toc7640792)

[3.2.3 并购过程 21](#_Toc7640793)

[3.2.4 对赌协议 22](#_Toc7640794)

[3.2.5 巨额商誉的产生 23](#_Toc7640795)

[3.2.6 确认巨额商誉减值 24](#_Toc7640796)

[第4章 基于商誉视角的经济后果分析 26](#_Toc7640797)

[4.1 基于商誉视角的股价操纵分析 26](#_Toc7640798)

[4.2 基于商誉视角的盈余管理分析 30](#_Toc7640799)

[4.3 基于商誉视角的市场反应分析 33](#_Toc7640800)

[4.3.1 事件研究法步骤 33](#_Toc7640801)

[4.3.2 游久游戏商誉减值对市场的影响 34](#_Toc7640802)

[第5章 结论与建议 39](#_Toc7640803)

[5.1 结论 39](#_Toc7640804)

[5.2 建议 40](#_Toc7640805)

[参考文献 42](#_Toc7640806)

# 第1章 绪论

## 1.1 研究背景

2012年10月，IPO停摆，在此之后的2012-2013年，A股市场表现持续低迷，在此背景下，为了应对业绩及资金压力，A股市场上市公司在并购重组活动上蠢蠢欲动。而到了2014年，国务院发文《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，文中明确指出鼓励市场化并购重组活动，这一政策性鼓励就像打开了并购重组的潘多拉魔盒，直接导致当年的并购交易数量有了巨幅提升。根据表1-1，我国并购交易在2014-2015年有了井喷式的增长。

表1-1：2013-2018年中国并购交易统计（单位：亿元）

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 项目 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
| 并购交易金额 | 16,145.30 | 26,604.86 | 32,884.45 | 32,707.88 | 50,854.90 | 33,380.95 |
| 同比变化 |  | 64.78% | 23.60% | -0.54% | 55.48% | -34.36% |

数据来源：Wind数据库

伴随着重大并购重组数量的增加，商誉总额的增加也呈现巨幅增长的态势。由表1-2可知，在2014-2016年间，商誉总额的增速远超所有者权益的增速，且三年间增长率均超过50%。商誉总额与所有者权益总额的比值也呈逐年上升的趋势，在2017年末达到了3.60%，这一比率在2013年仅为1.08%，风险正在逐步加大。

表1-2:2013-2017年A股上市公司商誉及所有者权益总额情况（单位：亿元）

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 项目 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
| 商誉总额 | 2,143.86 | 3,332.46 | 6,540.89 | 10,529.64 | 13,036.59 |
| 商誉总额增长率 |  | 55.44% | 96.28% | 60.98% | 23.81% |
| 所有者权益总额 | 199,011.00 | 233,113.65 | 277,573.29 | 320,947.43 | 362,348.38 |
| 所有者权益总额增长率 |  | 17.14% | 19.07% | 15.63% | 12.90% |
| 商誉总额/所有者权益总额 | 1.08% | 1.43% | 2.36% | 3.28% | 3.60% |

数据来源：Wind数据库

在剔除金融业上市公司后，A股其他上市公司商誉总额的增速表现更为突出，尤其在2015年，增幅突破了100%。商誉总额与所有者权益总额的比值也明显加大，2017年达到了5.48%，是2013年的4倍还多。

表1-3:2013-2017年A股上市公司（剔除金融业）商誉及所有者权益总额情况（单位：亿元）

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 项目 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
| 商誉总额 | 1,608.55 | 2,757.24 | 5,787.29 | 9,407.10 | 11,929.74 |
| 商誉总额增长率 |  | 71.41% | 109.89% | 62.55% | 26.82% |
| 所有者权益总额 | 122,691.87 | 138,881.89 | 163,041.65 | 190,874.28 | 217,757.84 |
| 所有者权益总额增长率 |  | 13.20% | 17.40% | 17.07% | 14.08% |
| 商誉总额/所有者权益总额 | 1.31% | 1.99% | 3.55% | 4.93% | 5.48% |

数据来源：Wind数据库

另一方面，商誉减值损失的增幅惊人，由表1-4,2017年商誉减值损失较2016年增长了2.2倍之多，当年商誉减值损失总额高达336.17亿元，特别是几家因商誉爆雷引起业绩大翻脸的上市公司更是吸引了众多投资者和监管机构的眼球。

表1-4:2014-2017年A股上市公司商誉减值损失变化情况（单位：亿元）

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 项目 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
| 商誉减值损失 | 16.83 | 26.56 | 78.62 | 114.39 | 366.17 |
| 商誉减值损失增长率 |  | 57.80% | 195.97% | 45.49% | 220.12% |

数据来源：Wind数据库

因此，证监会于2018年11月16日，发布《会计监管风险提示第8号——商誉减值》，文中明确指出要加强对企业对商誉的后续计量的监管，提出的要求具体有：第一，因企业合并形成的商誉，应至少在每年年度终了时进行减值测试；第二，公司不得以业绩补偿为由不进行商誉减值测试；第三，企业在利用未来现金净流量的现值估计可回收金额时，对未来现金净流量、折现率、预测期的预测合理性不足，且缺乏充分、适当的证据支持。公司应运用现金流量折现模型，选择合理的测试指标；第四，公司应聘用具有证券期货相关业务资格的资产评估机构，明确约定该工作用于商誉减值测试，等等。

A股市场如此巨额的商誉若发生集中性的减值事件，将会对市场造成严重的冲击，所以，为了探寻商誉对上市公司并购行为的经济后果，本文将以现有的理论文献为基础，剖析商誉本质及其后续会计处理方式的合理性，再结合特定案例，对因商誉减值导致的企业业绩大翻脸造成的经济后果进行分析。

## 1.2 研究意义

### 1.2.1 理论意义

游戏行业所处的传媒行业作为高溢价并购发生的集中行业，往往会在并购过程中产生巨额商誉，而巨额的商誉在目前商誉减值测试的后续计量基础上会隐藏着巨大的减值风险，对企业的经济利益造成巨大冲击。但是目前针对此行业以商誉为基础进行经济后果的案例研究并不多，且多是基于盈余管理视角的经济后果研究。本文以游久游戏在2014年的并购为基础，以其在2017年年报披露业绩因巨额商誉减值而“翻脸”为研究对象，对其因商誉减值造成的股价操纵、盈余管理和市场反应等经济后果进行剖析，尝试丰富关于商誉造成企业经济后果变化的相关研究体系。

### 1.2.2 现实意义

2019年因商誉爆雷引起的上市公司业绩爆雷现象愈演愈烈，而这一现象对上市公司中小股东、投资者甚至A股市场都产生的极大的危害。基于此，笔者希望通过对游戏行业这一商誉占净资产比例极高行业的某一案例进行深度研究，对其商誉减值背后的原因进行分析梳理，从而为广大中小股东、投资者、中介机构以及监管层在参与相关企业的投资或分析时能提供参考与借鉴意义。

## 1.3 研究内容与方法

### 1.3.1 研究内容

本文的研究内容如下：

第一章：绪论。以目前A股市场巨额商誉频繁“爆雷”背后潜藏的风险为背景，分析本文的研究意义，并介绍本文的研究内容及方法，提出本文的创新点与不足。

第一章：制度背景、理论基础与文献综述。制度背景方面概括了我国商誉会计处理发展历程和经济后果的理论分析；理论基础方面对国内外关于商誉相关的本质、合并报表、后续计量和估值方法等内容进行了归纳总结；文献综述则对国内外学者对于商誉后续计量方法的比较、并购溢价因素、商誉减值动机和商誉减值相关的经济后果的学术研究进行了归纳，并据此提出了笔者的评述，为本文的写作提供了文献基础。

第三章：案例介绍。先介绍了目前A股市场的商誉现状背景，再对案例分析对象游久游戏产生巨额商誉的并购事件进行详解，从并购双方、并购动机、并购过程、对赌协议、商誉产生和商誉减值等整个事件发生的过程进行详细介绍，并提出问题，为下文的分析做铺垫。

第四章：案例分析。围绕案例，研究上市公司商誉会计处理视角下的经济后果，主要从股价操纵、盈余管理和市场反应三方面入手，结合数据，对不同经济后果下不同商誉会计处理方式进行对比分析，来研究当前会计准则下商誉会计处理的合理性。

第五章：结论与建议。针对上文案例分析得出的目前准则下存在的商誉会计处理及相关方的不合理之处，提出相应的改进建议。

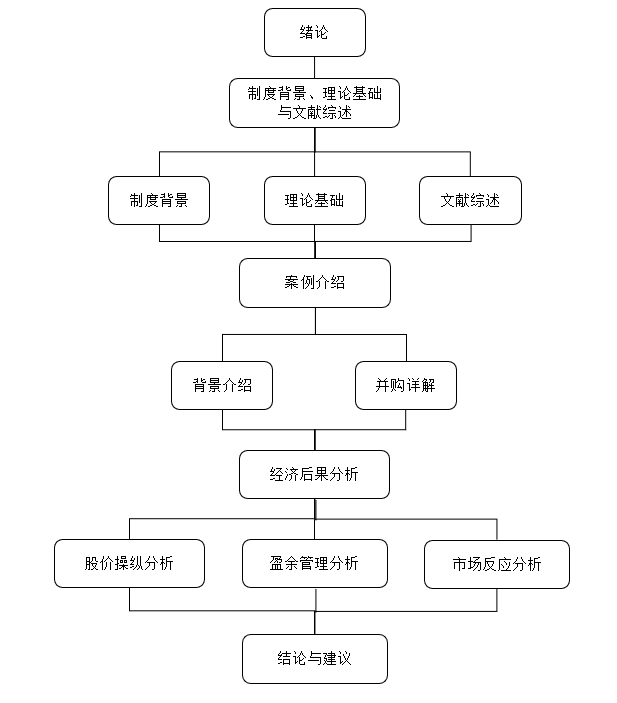


图1-1：论文框架

### 1.3.2 研究方法

1）案例研究法

以游久游戏为例，分析其商誉巨额减值的原因及造成的经济后果，并在此基础上提出对商誉后续计量、商誉减值、监管层、投资者和中介机构等方面的建议。

2）事件研究法

利用累计超额收益率法对游久游戏商誉爆雷前后的市场变化进行分析，得到市场对游久游戏巨额商誉减值的反应情况。

3）用到的其他方法

文献综述法：通过查阅相关文献，了解商誉确认、后续计量方法及减值的国内外研究状况，总结现有政策中存在的问题和不足。

调查研究法：通过查阅游久游戏并购事件前后的各项披露内容，并结合披露商誉巨额减值损失前后媒体的相关报道、专家的点评等信息，全面了解游久游戏并购历程、商誉产生和减值计提的全过程。

## 1.4 本文的创新点及不足

### 1.4.1 本文的创新点

以商誉视角对并购经济后果分析。基于商誉的视角，从股价操纵、盈余管理及商誉减值造成的市场反应等方面对游久游戏并购的经济后果进行分析，分析手法多样，更具有现实意义，可以对传媒行业等其他轻资产类型的企业以参考借鉴意义。

### 1.4.2 本文的不足

1）由于研究的是游久游戏这一单个公司商誉造成的并购经济后果，所以对于除传媒等轻资产类型企业外的其他行业可能不具备普遍的借鉴意义。

2）本文对游久游戏的分析主要使用的是公开披露的资料，可能导致本文的研究会因企业内部与外部信息不对称而受到影响。

# 第2章 制度背景、理论基础与文献综述

## 2.1 制度背景

### 2.1.1 我国商誉会计处理发展历程

我国会计准则关于商誉这一概念的引入最早可以追溯到1995年，当年2月，财政部在印发的《合并会计报表暂行规定》中的第九条提出了“合并价差”这一概念，指：母公司对子公司的权益性投资与子公司所有者权益中母公司所占有份额的差额作为“合并价差”科目，在长期股权投资项目中单独反映。当时虽未明确提出“商誉”这一概念，但这一计算方法却被视为是后期商誉计量方法的雏形。

随后在1995年4月，财政部在出台的《企业会计准则——无形资产》中提出：“购买方所付出的对价减去被收购企业可辨认净资产公允价值的差额被视作并购商誉的会计计量基础，如果商誉为负，则将其作为递延收益，在5年内等额摊销并计入各期损益”。该文件第一次提出“并购商誉”概念，只不过当时是作为“无形资产”科目下的二级科目呈现的。此外，负商誉的后续计量方法第一次被明确确认，但是当时并未对正商誉的后续计量方法作明确规定。

1996年1月，财政部印发《企业会计准则——企业合并（征求意见稿）》，意见稿中第一次对正商誉的后续计量方法作出明确规定，要求企业须采用直线摊销法对正商誉进行摊销，摊销期限为十年。对负商誉的后续计量方法与之前并无区别。在1997年8月，财政部印发的《关于企业兼并有关财务问题的暂行规定》中第十条又一次明确规定了“并购商誉”应作为“无形资产”的二级科目存在。

2006年2月，财政部在制定的《企业会计准则》中首次将“商誉”作为一项独立的科目出现在财务报表中，并且对商誉包含的一系列内容作出了明确的操作规范。如，财政部在《企业会计准则第20号——企业合并》中提出，企业在并购活动中支付的对价小于被收购方企业公允价值的情况，应在购买日当天确认这部分收益，明确规定取消负商誉这一概念。并在《企业会计准则第8号——资产减值》中规定商誉的后续计量方法由减值测试法取代直线摊销法，还对减值测试的强度进行了规定，规定企业应当在每年年度终了至少进行一次商誉减值测试。自此，商誉的后续计量方法由直线摊销法变为减值测试法，并延用至今。

### 2.1.2 我国商誉会计处理的经济后果

我国商誉会计处理由直线摊销法变为减值测试法的初衷是具有积极意义的。一是A股的逐渐国际化，必然要求我国的会计准则与国际会计准则接轨；二是商誉的后续计量方法改为减值测试法，理论上有助于A股市场中的参与者，如企业高管、会计人员、审计师、资产评估师等人员发挥他们的职业判断能力，提高企业经济实质的反映精度。但是，高标准的会计准则需要高质量的执行环境，鉴于我国目前的执行环境并不完善，所以商誉的减值测试法反而给了企业高管更大的职业判断空间，使其将商誉作为调节报表的一种工具，以达到企业高管想要达到的效果，这么做偏离了我国制定商誉会计处理准则的初衷，也背离了企业经济实质的真实反映。以此造成的经济后果主要从三个方面体现，即股价操纵、盈余管理和企业盈利能力。

1）股价操纵。商誉的大小主要受合并方支付对价高低和被合并方的净资产价值决定，笔者发现，合并企业往往会通过低估被合并方的净资产价值，以及高估被收购资产的价格，以高溢价并购的方式，使并购产生巨额商誉。而在并购结束后，大股东会利用信息优势，在股价高位减持或者进行高比例质押股权方式进行套现。

此外，对赌协议的存在也对商誉的高估起到了推波助澜的作用。对赌协议通常会对被收购方未来的收益作出明确约定，若达标则给予一定奖励，不达标则需要对收购方进行补偿，此项协议作为保障收购者的利益存在无可厚非，但是笔者研究发现，对赌协议中被收购方给出的业绩承诺并不代表所购资产的未来超额收益能力，在使用收益法对并购企业进行估值时，对赌协议易使最后的并购价格被高估，从而造成商誉的高估，产生巨大的减值风险，若巨额商誉发生减值，则会导致股价的大幅下跌。

2）盈余管理。目前会计准则规定商誉后续计量方法为减值测试法，且规定一旦确认资产减值损失，后续不得转回，这在一定程度上可以遏制盈余管理的行为。然而，商誉在确认计量的过程中会用到大量的主观职业判断，涉及的内部信息不易被外部获取，这就提高了管理层利用商誉的后续计量进行盈余管理的操作空间。具体的操作方式主要有两个方面，一是在大股东对利润要求较高时期，管理层可以通过低估涉及商誉资产的公允价值，少提或者不提商誉减值进行盈余管理；二是在企业经营业绩不佳时期，管理层可以通过计提巨额商誉减值的方式，进行业绩“洗大澡”，完成盈余管理。

3）企业盈利能力。并购作为企业外延发展的重要战略一直备受上市公司高管重视，在多数情况下，上市公司高管都坚信通过并购战略可以以更直接、简单的方式完善企业的产业广度，甚至可以完成企业的产业转型，淘汰掉落后的产业，补充进新鲜血液，进而实现更高的经济效益。商誉，作为并购交易的“附属产品”往往与并购交易的规模、数量呈正比例关系。但是巨额商誉绝非完全是并购标的未来良好预期的完美诠释，尤其是在热市中，利用盲目并购拉高股价的乱象鱼目混珠。若并购后企业的盈利能力不及预期，则会造成巨额商誉减值的计提，从而会对企业经营造成严重冲击，为了掩盖和弥补这部分减值造成的损失，管理层往往会无暇顾及改善企业的经营能力，进而造成企业盈利能力的进一步恶化。

## 2.2 理论基础

### 2.2.1 商誉本质的相关理论

欲对商誉进行探究，必先探其本质。关于商誉的本质，一直是有关商誉问题争论的基础焦点所在。1914年，英国会计学家Leake指出，商誉（goodwill）一词最早出现在十六世纪中后期的一份遗嘱中，但在当时商誉一词并未引起会计学界的重视。由于商誉最初牵涉的是遗嘱公证和法律诉讼等问题，所以最早对商誉一词进行定义的是司法界。1859年，英国法官在一宗案例中对其进行了定义：“商誉是指企业在经济活动中取得的一切有利条件，包括有利的企业地理位置、商号等，以及与企业经营有关，并由此能使企业受益的一切有利条件。”

在19世纪末至20世纪初，资本主义经济经过了长足的发展，商誉问题也引起了会计学界的广泛关注与探讨。1926年，我国著名的会计学家杨汝梅先生在其著作《无形资产论》中提出：“凡足以使一企业产生一种较寻常收益为高之收益者，均得称之为商誉矣。”1965年，Hendriksen总结了前人的观点，提出了著名的“三元论”，即好感价值论、超额收益论和总计价账户论。随着时代的发展和研究的深入，学者们基于Hendriksen的三元论进一步提出了如协同效应论、核心商誉论和人力资本论等相关理论，但是介于商誉这一概念的复杂性，学术界目前对此并未给出一个统一的结论。就会计学界目前对商誉理论研究的现状归纳，较被认同的观点主要有：超额收益论、总计价账户论和协同效应论。

（一）超额收益论

超额收益论认为商誉本质上是企业未来可获得超额盈利的能力，应确认为一项资产，可由企业预期未来获得超额收益的贴现值表现。大多数学者都对此观点表示认同，并将超额收益现值作为商誉计量的标准。Leake（1914）最早提出了这一观点，随后得到了杨汝梅（1926）、Hendriksen（1965）、葛家澍（1996）、于长春（2010）等诸多学者的认可。实务中，FSAB在1970年发布的《会计准则17号—无形资产》也认可超额收益论揭示了商誉的本质。

但是在实务操作中，超额收益论下商誉的现值计量会受到折现率、评估水平、市场环境、政策等诸多因素的影响，因此，此方法的可靠性也受到了诸多质疑。

（二）总计价账户论

美国学者Canning最早提出总计价账户这一观点，总计价账户论认为商誉是企业整体价值与企业可辨认净资产公允价值的差额部分。在超额收益论下商誉现值计量的可靠性会受折现率、评估水平等诸多因素的影响，而在总计价账户论下，商誉作为一种平衡工具，计量简便且成本低。所以，IASB于2004年发布的《IFRS3—企业合并》和我国财政部于2006年发布的《企业会计准则第20号—企业合并》都采用了这一方法对商誉进行计量。

究其根本，总计价账户论只是从计量的角度上解决了商誉的确认问题，并没有从本质上解读商誉。并且，笔者认为总计价账户论下的商誉计量也并非是商誉计量问题的最优解，因企业的整体价值可能包含的还有其他非商誉因素，若合并价差中非商誉因素占比过大，反而会放大商誉计量的不准确性，从而产生一系列负面问题。

（三）协同效应论

协同效应论认为企业是一个协作的整体，经营者有效利用各要素，并使其在企业间共同协作，从而使各要素达到1+1>2的效应。学者Ronald. M和Roger. H（1988）提出商誉正是由企业各要素和各子系统与企业及其所处环境共同协作产生的超额盈利能力。我国学者邓小洋（2001）在其著作《商誉会计论》中认为商誉就是企业中各要素协作形成的协同效应。总的来说，协同效应论认为商誉这种能给企业带来超额收益的能力是企业各要素协作的结果，但是实务中对协同效应的计量还存在操作难度。

不论依据哪种理论对商誉进行确认和计量都是合理的，前提是能够对理论所要求的各影响因素进行准确的判断、区分和计量。但是在实务操作中，商誉的准确确认和计量会受到从业人员水平、管理层干预、市场环境等多方面因素的影响和限制，所以笔者认为对商誉本质的探索还需抽丝剥茧，进一步细化，以提高对其确认和计量的准确性。

### 2.2.2 合并报表的相关理论

实务中，商誉体现在合并报表中，而合并报表的编制所依据的是合并理论，这也是商誉产生的根本原因，所以笔者将其也作为后续研究的基础理论。目前，学术界公认的合并理论主要有：所有权理论、母公司理论和实体理论。下面，笔者分别就商誉在不同的理论中的表现形式进行阐述。

（一）所有权理论

所有权理论是强调母公司对子公司的所有权。它只关注母公司拥有的子公司净资产及净利润的份额，不考虑不属于母公司的那部分份额，也不纳入到合并报表中。而商誉也只按母公司对子公司享有的份额进行确认，少数股权不受商誉影响。

（二）母公司理论

母公司理论主张合并报表的编制是为了母公司股东的需要，站在母公司股东的角度看待母子公司的股权关系，主要强调母公司股东的利益。而在合并发生时，合并报表中的商誉只体现属于母公司股东的那部分。

（三）实体理论

实体理论的核心是母公司对子公司的控制权。在实体理论下，母公司拥有的控制权就相当于母公司可以支配和决定子公司的所有资产、财务政策和经营政策。所以，在母公司控制子公司的前提下，财务报表需要采用完全合并法编制。而这时，由合并产生的商誉属于全体股东。这一理论，也被我国实务界广泛接受。

### 2.2.3 商誉的后续计量

目前关于商誉后续计量的处理方法主要有以下四种：永久保留法、直接冲销法、系统摊销法和减值测试法。

1. 永久保留法

永久保留法认为应将商誉应作一项资产永久性入账。这种方法的出发点在于，其认为合并商誉作为一项资产，在企业各要素的协同效应下，预期会未企业带来越来越多的收益，因此应将商誉永久性的保留在账面上，除非有其他证据表明商誉丧失了这种预期超额盈利的能力，才会将其摊销。实务中，这种方法的弊端在于，合并商誉并不能永久性的为企业带来超额收益，在企业的持续发展过程中，一项合并商誉会逐渐被该项经济活动的自创商誉所取代，而自创商誉在目前的实务界中并不被确认，所以此方法并不合理。

1. 直接冲销法

直接冲销法是指企业在并购取得合并商誉的同时直接将其冲减所有者权益。这种方法承认合并商誉是由企业并购产生的，但是其只是并购中支付价格高于被收购企业净资产公允价值的差额部分，并不是一项资产。实务中，选择这种方法对商誉进行后续计量违背了商誉的本质，不能真实的反应商誉的价值，因此最终被取消使用。

1. 系统摊销法

系统摊销法认为合并商誉是一项资产，并且应当在一定的期限内进行摊销，计入当期损益。这一方法在相当长一段时间内被实务界采用，支持者认为，将商誉作为费用摊销，既符合收入配比原则，资本保全的要求也能被满足。但是反对者认为，若合并商誉的价值在后续年间不降反升，那么系统摊销法会违背会计信息的真实性。

1. 减值测试法

减值测试法是指定期对商誉进行减值测试，若预期该项商誉不能为企业带来收益，则将商誉的价值减少并注销。这种方法有其合理性，因商誉具不确定性，减值测试法不仅符合会计的谨慎性原则，还可将会计信息的相关性提高。但是这种方法也有其局限性，一是因商誉不独立产生现金流，对其减值测试的基础难确认；二是因商誉价值的评估需要很强的专业水平，测试成本较高；三是商誉减值的判断没有统一的标准；四是估值技术的使用可能会增加对利润的操作空间。

经过笔者的整理，目前国际会计实务界已经摒弃了永久保留法和直接冲销法，而系统摊销法和减值测试法则各有支持者。FASB在1970年发布《APB17—无形资产》指出商誉的摊销年限应不超过40年。之后，FASB在1999年又将这一年限规定为20年，但依然遭受了许多质疑。于是，跨入到新世纪后，FASB于2001年发布了《SFAS142—商誉与其他无形资产》规定放弃使用系统摊销法转而使用减值测试法作为商誉的后续计量方法。IASB也于2003年将商誉的后续计量方法确定为减值测试法。我国财政部在2006年发布的《企业会计准则第8号—资产减值》中规定商誉的后续计量应使用减值测试法进行。与此不同的是，目前香港会计准则和日本会计准则委员会对商誉后续计量的方法依然采用的是系统摊销法。

### 2.2.4 并购估值方法

现阶段，我国A股上市公司在并购活动中多以非上市公司为收购标的，又因为我国资本市场发展程度不高，对于收购标的公司的公允价值不能直接获得，所以并购估值就显得尤为重要。并且商誉的大小直接受并购估值的高低影响，不同的方法也会间接影响商誉的大小。为了后续研究的开展，笔者在此简要介绍下目前主流的三种并购估值方法：

1. 市场法

市场法指参考与被收购标的公司具有类似经营状况和发展水平的公司，并分析其经营数据和财务数据，从而得出适当的估值比率对标的公司进行估值。由于我国资本市场发展不完善，且合适的收购案例有限，所以市场法在实务中较难运用。

1. 收益法

收益法是指对被收购标的的未来预期收益进行折现，以确定合适支付价格的方法，其核心在于标的企业预期收益的计算和折现率的选择。收益法的基本公式为：

P ——现值（企业价值）

Fi——未来第i期的收益额

r ——折现率

n ——明确的预测期间

g ——未来收益每年增长率

由此可见，想要获得准确的估值，预期收益的预计和折现率的选择是其中的核心影响因素，但是因为预期收益易受经营效率、市场环境、政策等因素的影响，准确的预测较难实现；此外，折现率的选择也很困难，公式中折现率是不变的，但是实际情况中折现率可能会有所波动，折现率的细微波动可能会造成结果的大相径庭；另外，由于此方法采用的是两阶段模型，永续期增长率的选择也易受主观影响。

1. 成本法

成本法，也叫资产基础法，是指以被评估企业在评估基准日的资产负债表为基础，合理评估企业表内及表外各项资产、负债价值，以确定并购标的价值的评估方法。资产基础法的缺陷在于仅对各单项有形资产进行评估，并不能完全体现资产组合起来对公司的贡献，更不能完全衡量各要素在协作下产生出的整合效应。

在实际评估过程中，收益法和市场法下的估值通常都要高过成本法下的估值，尤其是针对“轻资产”的标的公司，成本法基本不太适用。所以，选择市场法或收益法评估就可能会导致商誉的虚高，而虚高的商誉就像是一颗沉睡的地雷，标的公司未达预期的业绩则是引爆它的引线。所以，对评估方法慎重而合理的使用对商誉风险的控制有着重要的积极意义。

## 2.3 文献综述

### 2.3.1 关于商誉后续计量方法的比较

目前资本市场发展比较先进的国家对于商誉后续计量方法的选择主要在系统摊销法和减值测试法上，而国内外学者对这两种方法孰优孰劣的争论也从未停歇。

早期，Paton和Littleton（1940）在其著作《公司会计准则导论》中指出系统摊销法是商誉正确的后续计量方法，因为合并商誉代表的超额盈利能力不会无限期的持续下去，且企业后续发展带来的盈利能力很可能是企业新的自创商誉。我国会计学界泰斗葛家澍（1996）先生认为把商誉的成本作为费用摊销既符合会计的收入配比原则，又满足资本保全的要求。于越冬（2000）经过进一步研究提出商誉的摊销应视情况来定，若每期都有新的商誉均衡的形成，应采用直线法摊销，若商誉的效用呈递减趋势，则应采用类似加速折旧法进行摊销处理。

直到2001年，FASB提出将商誉后续计量方法由系统计量法改为减值测试法，受到了众多学者的认同。我国财政部也于2006年在新的会计准则中规定，将商誉的后续计量变为减值测试法，与国际接轨。K. G. Chalmers et al.（2011）研究若将商誉的后续计量从系统摊销法改为减值测试法，将会提高财报反映经济实质的能力，但也会加大管理层对报表的操作空间。张婷、余玉苗（2008）认可这一改动，并提出外购商誉是一种未入账的资源和协同效应带来的商誉增值。也有学者认为这种方法同样存在诸多问题。冯卫东（2010）建议应完善商誉减值测试方法，提出可将减值测试与企业获得超额盈利水平及其相关因素相结合进行测试。杜兴强（2010）则认为并购产生的商誉中有一部分不属于商誉，应将其区分出来直接冲减所有者权益，另一部分则进行减值测试。而张敬敏（2010）认为应采用逐年重估的方法对外购商誉的价值进行减值或升值计量。刘永泽、黄晨忱等（2013）则提出美国会计准则对商誉有针对性且考虑实际情况的减值测试值得我国借鉴。

自2013年开始，A股上市公司开始掀起并购潮，A股市场的商誉总额增幅巨大，这期间也发生过多起因商誉巨额减值造成的上市公司业绩变脸事件，引起了学者们对商誉后续计量方法的关注与讨论。国外学者K. Ramanna和R. L. Watts（2012）指出商誉减值测试中的难点在于折现率、未来现金流量等指标的选择和计算上，这些指标主观性强，会使评估结果失真。国内学者王静（2015）认为应将并购产生的商誉划分为“应确认的商誉和不应确认的商誉”，“应确认的商誉”能为企业带来未来经济利益，应减值测试，而“不应确认的商誉”属于并购行为的间接产物，应冲减资本公积或仅作披露处理。郑博，孙宝沙（2016）则提出商誉减值测试法具有参数主观性强、成本高和透明度低等缺陷，支持将商誉后续计量方法由减值测试法改为系统摊销法。黄蔚，汤湘希（2018）通过对A股上市公司2007-2016年合并商誉的样本进行实证研究，得出合并商誉并不能对上市公司长期绩效带来积极影响且报表中披露的商誉背离了其经济实质，因此认同将商誉后续计量方法改为系统摊销法。

### 2.3.2 并购溢价因素分析

商誉减值风险与商誉规模呈正相关性，商誉规模的大小是由并购溢价程度决定的，所以从根源来看，并购溢价程度决定了商誉减值风险程度，笔者归纳了国内外学者关于并购溢价的因素分析，有以下成因：

1. 支付方式角度

国外学者Betton（2008）在研究并购交易不同支付方式时发现，由于使用现金支付对价被并购方需要缴纳相关税费，而股份支付时被并购方只需在转让股票时才产生相关税费，所以股份支付相较现金支付对被并购方具有延迟缴费的优势，所以使用现金支付方式的溢价水平要高于股份支付方式的溢价水平。Moeller（2007）通过研究发现市场会认为并购采取股份支付是一种坏消息，所以并购支付方会为了降低此不利影响从而给予低于现金支付的溢价水平。但是，与国外学者研究结论不同的是，我国学者谢纪刚和张秋生（2013）通过研究中小板上市公司的并购案例发现股份支付方式所产生的溢价水平更高，会导致高商誉。另有学者从上市公司融资难易程度的角度分析得出了同样的结论（葛伟杰等，2014）。

1. 并购动机角度

Wan和Zeng（2016）提出协同效应是高并购溢价的成因，通过研究，他们发现并购双方的行业与技术差别过大时，会更容易产生协同效应，所以会出现更高溢价的情况。Hambrick（1998）、 Malmendier等（2005）通过实证分析得出并购管理层对于管理能力的过度自信也会导致并购溢价的发生。Liu（2017）也通过国内并购案例验证了管理层过度自信与并购溢价呈正相关关系。而潘琰（2007）则通过分析2002-2003年国有资产转让案例，发现代理问题是并购高溢价的成因。林勇峰等（2017）从动机、目的和宏观角度等几方面入手，认为扩张需求、市场炒作和会计准则的不完善是巨额商誉产生的重要诱因。

1. 估值方法角度

由于互联网游戏公司和信息技术类公司一样，多是“轻资产”型公司，所以国内学者李挺伟等（2011）对信息技术类公司的并购案例进行分析，得出在该行业并购案例中多选用收益法衡量被并购公司的价值，而在收益法下会形成并购的高溢价现象。赵善学等（2011）认为由于这样的“轻资产”公司拥有众多无形资产，所以评估师倾向于选择收益法进行评估，使得评估价值远高于报表上的价值。

（四）其他因素

国外学者Alexandridis（2013）研究发现并购溢价与被并购企业的资产规模呈负相关关系。Colombage（2014）通过对澳大利亚跨国公司的并购样本分析，得出并购溢价与被并购企业被并购前的绩效有密切关系。陈仕华（2013）对A股上市公司在2004-2010年间的溢价并购案例进行分析，发现联结企业在之前并购中支付的溢价水平对目标企业之后进行并购的溢价水平有显著的正向影响。于成永（2017）对2009-2015年创业板、中小板上市公司的并购案例进行实证分析得出被并购企业做出的业绩承诺可显著提高并购支付的溢价。

### 2.3.3 商誉减值动机分析

笔者对国内外学者针对商誉减值成因分析的文献进行了梳理，学者们对商誉减值的动机主要有三种观点：一是经济因素，二是企业盈余管理，三是公司治理层面。

部分学者认为经济因素应从两方面考虑，一是外部原因造成的，比如宏观经济环境不如预期、行业环境变化等；另外则是内部原因，如资产经济价值下降等。Jarva（2009）对未提商誉减值但有减值迹象的企业进行实证研究，得出他们在对商誉减值计提时更多考虑经济因素而非盈余管理动机。Gu和Lev（2011）指出高溢价并购会导致商誉减值风险，当在被并购企业业绩不达标时会产生商誉的减值。Li 等（2011）则直接指出是因为并购方在并购时对协同效应的高估造成的高溢价导致了商誉减值。徐玉德和洪金明（2011）指出上市公司会在预期收益能力下降时计提商誉减值，而非出于盈余管理的动机。冯科和杨威（2018）通过对我国资本市场近年来的并购重组案例进行实证研究，得出商誉与会计业绩和市场业绩呈倒U型关系，表明一定的溢价会提高企业的价值，但过高的溢价则会降低企业的价值。

Massoud 和 Raiborn（2003），Lapointe-Antunes等（2008）都发现管理层存在利用商誉减值进行盈余管理的行为。Ramanna和Watts（2012）研究得出管理人员会利用SFAS 142来延迟确认商誉减值，借此操纵利润。Alves（2013）研究得出自从商誉后续计量方法由摊销改为减值测试后，企业减值测试金额与盈余管理呈正相关。冯卫东和郑海英（2013）提出企业在内外环境无变化且资产未发生减值的情况下，也对商誉计提了部分或全部的减值，存在人为操纵业绩的情形。

还有部分学者从公司治理层面研究了与商誉减值的相关性。Beatty和Weber（2006）认为商誉减值与CEO任期呈正相关性。但，另有学者对此持不同意见，其认为CEO任期与商誉减值负相关，因为任期长的CEO要考虑自己的声望而会避免确认商誉减值（Masters-Stout，2008）。Francois和Welch（2011）研究发现，具有金融业从业背景的CFO对确认商誉减值的喜好程度更高。Glaum等（2018）则发现外部环境的监督能促使企业及时确认商誉减值。

### 2.3.4 商誉减值相关经济后果分析

本文将从股价操纵，市场反应，盈余管理和企业盈利能力等角度对确认商誉减值后的经济后果进行分析。

关于股价变化的角度来看，Lapointe-Antunes 等（2009）通过对加拿大上市公司计提商誉减值准备的案例分析，发现计提商誉减值准备与公司股价呈显著负相关关系，表明投资者认为上市公司计提商誉减值准备是坏消息，会看空公司股价。杜兴强（2010）通过对2007至2009A股上市公司的商誉进行实证研究得出，商誉相比其他资产，与股价的相关性更强。陈晓航（2017）通过对创业板发生的并购案例分析，并与沪深两市的公司进行对比，发现投资者得知上市公司并购产生的商誉发生减值后，会抛售公司的股票，但是上市公司大股东和高管却能从并购中获得巨额收益。

关于出于盈余管理动机进行计提商誉减值行为的相关文献已在前文有所引述，在此不再赘述。而从市场反应角度来看，张倩等（2016）研究发现选择性商誉减值的手段会不利于公司价值的提升，并会降低投资者信心，最终导致股价下跌。吕超（2018）通过对2010至2015年A股市场的并购数据进行分析，得出多元化并购产生的并购商誉相关信息不被市场认可的结论。

包勇（2009）则实证研究了A股上市公司的数据，发现商誉不能提升企业的短期盈利能力，且与企业的长期盈利能力相关性不强。郑海英（2014）对A股非金融类上市公司并购商誉进行实证研究，发现大额商誉会短期内提高上市公司绩效，但长期绩效却呈下降趋势，若剔除行业集中度较高企业，则高商誉会使业绩显著下降。

### 2.3.5 文献评述

首先，关于商誉后续计量方法的探讨上出现了较多的不同意见，可能受近两年A股市场因商誉减值问题遭业绩变脸的公司激增，越来越多的学者对商誉减值测试法提出了质疑，普遍认为减值测试法容易让管理层有较大的操纵利润空间，并使管理层有了盈余管理的动机，学者们也提出了不同的改良建议，但大多集中在重新启用系统摊销法和完善减值测试法上，并未提出新的解决途径。

其次，因商誉规模与并购溢价有强相关性，尤其是游戏行业的并购标的都属于“轻资产”企业，并购溢价率高，所以笔者单独将并购溢价成因的相关文献进行了归纳整理，针对并购溢价成因的分析上，学者们各抒己见，国内外在这方面的研究也比较完备，但也并没有特别的创新之处。

最后，对于商誉减值动机的文献，主要围绕经济因素和盈余管理等方面展开，也有国内外的学者从公司治理的角度出发研究商誉的减值问题，这一角度比较新颖。而关于商誉减值的经济后果文献主要考虑了企业确认商誉减值后，股价、市场反应和公司业绩的主要变化情况，但文献大多是实证分析，案例分析还相对较少。

鉴于此，本文将以游久游戏为例，通过案例分析方式来研究商誉视角下的企业经济后果。具体从股价操纵、盈余管理、和市场反应这三个角度下商誉的不同会计处理方式来详解游久游戏管理层是如何进行操作来达到相应的目的。

# 第3章 案例介绍

## 3.1 市场背景介绍

自2014年起，资本市场开始兴起并购狂潮，大多数上市公司虽然在利润分享上一如既往的维持着“铁公鸡”的形象，但是在并购上的溢价支出却毫不手软。

数据来源：Wind数据库

图3-1：A股上市公司商誉总额情况（单位：亿元）

通过查阅Wind数据库，2017年底，我国A股上市公司商誉总额达到了13,036.59亿元人民币，而2014年底，这一数据为3,332.46亿元人民币，4年间增长了近4倍，年均复合增长率高达40.64%，远超同期A股上市公司归母净利润的年均复合增长率6.98%，可见通过溢价并购带来的业绩提升远未达预期。与此同时，A股上市公司商誉总额占所有者权益比重也从2014年的1.43%提升到了2017年的3.60%，虽然看似占比不高，但是巨额商誉有减值的风险，会对上市公司净利润造成巨大的冲击，且此比重相较2014年底提升了2.5倍，对应的风险也是成倍的增长。

如此巨额商誉的暴涨，更是增加了巨大的减值风险。在经历了几年的溢价并购狂潮，2018年各上市公司并购标的的业绩承诺也逐步到期，根据上市公司2017年年报的披露情况，众多上市公司出现“业绩爆雷”现象，而其中的罪魁祸首就是商誉减值对上市公司利润的吞噬，甚至有众多敏锐的投资者将商誉减值风险誉为2018年A股投资中最大的“黑天鹅事件”。

从行业角度来看，根据表3-1，以申银万国划分的28个行业大类数据整理，截止2017年底，商誉总额前五大行业分别为：传媒行业、医药生物行业、计算机行业、电子行业和汽车行业。其中传媒行业在2017年底的商誉总额高达1717.36亿元，此行业的每家企业平均拥有14.55亿元商誉，与此对应的是此行业的这118家企业2017年底的净利润总额仅为317.72亿元，商誉总额是净利润总额的5倍之多。知微见著，类似于这样的现象在A股市场普遍存在，一旦这些企业的巨额商誉发生减值现象，将会对这些上市公司的净利润产生极大的侵蚀，也会对投资者和整个A股市场造成极大的冲击，乐观点说，倘若这些巨额商誉目前未发生减值，它也会像是高悬在这些企业头上的达摩克里斯之剑，让这些企业的管理层们难以高枕无忧。

表3-1：2013-2017年商誉总额前五大行业（单位：亿元）

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 年度 行业 |  | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 2017年 |
| 传媒 | 商誉总额 | 142.24 | 350.42 | 996.39 | 1,418.37 | 1,717.36 |
| 商誉总额增量 |  | 208.19 | 645.96 | 421.98 | 299.00 |
| 医药生物 | 商誉总额 | 182.18 | 392.29 | 714.00 | 1,015.49 | 1,324.20 |
| 商誉总额增量 |  | 210.12 | 321.71 | 301.49 | 308.71 |
| 计算机 | 商誉总额 | 93.51 | 230.42 | 453.69 | 853.39 | 1,016.51 |
| 商誉总额增量 |  | 136.90 | 223.28 | 399.69 | 163.12 |
| 电子 | 商誉总额 | 40.02 | 104.51 | 289.19 | 904.66 | 965.56 |
| 商誉总额增量 |  | 64.49 | 184.67 | 615.47 | 60.90 |
| 汽车 | 商誉总额 | 51.37 | 136.18 | 266.65 | 642.36 | 819.61 |
| 商誉总额增量 |  | 84.81 | 130.47 | 375.70 | 177.25 |

数据来源：Wind数据库，备注：申银万国行业分类

从表3-1还能看出2015年和2016年是传媒行业商誉总额增量最大的两年，这两年的增量总额超过了1,000亿元。一般来说，上市公司在进行并购的同时会与被并购方签订对赌协议，而对赌协议的期限通常是三年左右，也就是说，巨额商誉减值的风险可能会在2018年和2019年对赌期结束之后爆发。

而笔者要分析的案例公司游久游戏就属于传媒行业下细分的移动互联网服务业，属于典型的“轻资产”企业，游久游戏在2014年完成并购游久时代，并购后的三年对赌期内，游久时代的业绩均能达标，但在对赌期结束后，游久游戏在2017年年报预披露时突然发布公告预提巨额商誉减值，业绩突遭变脸，给中小股东和投资者造成了巨大的损失。那么，游久游戏巨额商誉“爆雷”的原因是什么？与之相关联的经济后果又是什么？下面，笔者将对此案例进行拆解分析。

## 3.2 并购详解

### 3.2.1 并购双方

（一）游久游戏

游久游戏的前身爱使股份，成立于1985年1月1日，股票代码：600652，是证券市场上著名的“老八股”之一，“老八股”意即上海证券交易所开业首发的八只股票，可以说爱使股份见证了中国股市近30年来的风风雨雨。爱使股份成立初期从事仪器仪表等电子产品的销售。1996年，同是“老八股”之一的延中实业入主爱使股份，其经营范围也进一步的扩大，包含房地产、投资、船务、建材、百货等。1998年，爱使股份再次易主，新主人是天津大港油田集团，之后，其经营范围逐渐以石油气等能源产业为主。2000年，著名的“明天系”旗下的天天科技入主爱使股份，新整合了煤炭产业的资源，经营范围逐步以石油、煤炭等产业为主，计算机等产业为辅的多元化经营方式。

（二）游久时代

游久时代成立于2012年3月，时任股东分别为：奇虎360下设的子公司齐飞国际持股80%，游久网创始人刘亮持股20%。成立之初主要以刘亮创办的游久网作为游戏资讯平台，通过提供广告服务进行盈利的运作模式。2012年8月，游久时代进入电脑游戏运营领域，经过运营游戏的经验积累，游久时代于2013年切入了手游领域，旗下代理的手游有：“千军”、“刀塔女神”、“终极忍战”等。并且在2013-2014年经过一系列的股权变更，游久时代在被并购前的股东分别为：代琳持股50%，刘亮持股42.5%，大连卓皓持股7.5%。

### 3.2.2 并购动机

2013年爱使股份的主业煤炭行业发展萎靡，当年实现净利润仅为345.08万元，与上年同比下降98.42%，而到了2014年一季度，爱使股份的主业出现了更大的问题，当季实现净利润-3,029.54万元，同比下降了385.71%。

数据来源：公司公告整理

图3-2：爱使股份2009-2013净利润及增速表现（单位：万元）

公司董事会预测煤炭行业的发展会进一步恶化，于是在2014年4月份，公司董事会发布公告提出欲调整产业结构，向轻资产、高收益的领域拓展，并且想要借助互联网时代的浪潮，进军董事会认为的蓝海市场。所以，爱使股份的董事会选中了游久时代作为标的。

### 3.2.3 并购过程

爱使股份自2013年12月31日发布公告筹划重大事项，到2014年1月7日正式发布公告声明将要进行重大资产重组，再到2014年10月16日股权过户完成，历时十个月，经双方协商，总计支付118,000万元取得游久时代100%的股权，其中现金支付39,333.33万元，股份支付78,666.67万元。依据上海东洲资产评估有限公司出具的沪东洲资评报字【2014】第0126231号报告，评估基准日，游久时代的账面净资产为2,819.01万元，资产基础法下评估价值为20,552.96万元，权益法下评估价值为118,200.35万元，由于东洲评估认为游久时代具有“轻资产”的特点，且资产基础法不能很好的衡量游久时代各单项资产组合产生的协同效应以及与主业游戏产业相关的各项无形资源的贡献，所以选择了权益法下的评估价值118,200.35万元作为评估结论，后经双方协商，正式定价为118,000万元。

同时，由表3-2，经瑞华会计师事务所审计，游久时代2013年度的归母净利润为3,093.53万元，同比由负转正，而且瑞华会计师事务所预测游久时代2014年的净利润将会达到9,815.27万元，同比增幅将达到217.28%。

表3-2：游久时代经营情况及预测（单位：万元）

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 项目 | 2012 | 2013 | 2014预测 |
| 资产总额 | 3,841.39 | 6,691.65 |  |
| 负债总额 | 4,881.3 | 4,790.21 |  |
| 净资产 | -1,039.9 | 1,901.44 |  |
| 营业收入 | 6,533.3 | 20,264.06 | 33,862.64 |
| 利润总额 | -1,139.9 | 3,795.62 | 11,566.49 |
| 净利润 | -1,139.9 | 3,093.53 | 9,815.27 |
| 归母净利润 | -1,139.9 | 3,093.53 | 9,815.27 |
| 归母净利润增速 |  |  | 217.28% |

数据来源：公司公告整理

仅因此，就能让爱使股份接受溢价近41倍收购游久时代吗？要知道，在2014年一季度末，爱使股份的账面货币资金只有6,640余万元。笔者认为还有一个很重要的原因让其甘愿掏空腰包：那就是对赌协议。

### 3.2.4 对赌协议

对赌协议也称盈利补偿协议，多出现在并购事件中，是指并购方对被并购方未来盈利的约束条款，若被并购方未来盈利能力未达到约定数据，将给予并购方一定的补偿。爱使股份于2014年2月8日与游久时代的大股东刘亮、代琳签订了对赌协议，该协议对利润预测、实际盈利的确定、补偿原则、补偿方式、违约责任、生效条件等一系列内容作了约定，协议的主要内容经过笔者的梳理，如,表3-3所示。

表3-3：对赌协议主要内容

|  |  |
| --- | --- |
| 游久时代净资产账面价值 | 2,819.01万元 |
| 游久时代评估价值 | 118,200.35万元 |
| 爱使股份实际支付价格 | 118,000万元 |
| 溢价倍数 | 40.86倍 |
| 利润承诺 | 2014-2016年度实现的净利润分别不低于10,000万元、12,000万元和14,400万元。 |
| 补偿安排 | 若2014-2016年度，游久时代各年度实现的净利润小于承诺净利润数，刘亮、代琳将对爱使股份进行补偿。 （1）补偿金额：（截至当期期末累积承诺净利润数-截至当期期末累积实现净利润数）×本次交易总对价÷承诺期内各年度承诺净利润之和-已补偿金额 （2）补偿方式：股份补偿，若股份数不足补偿，则差额以现金补偿。 （3）每年补偿的股份数：每年应补偿金额÷发行价格，双方均分。 （4）现金补偿金额：每年应补偿金额-每年已补偿的股份数额×发行价格 （5）减值补偿：若标的资产期末发生减值，刘亮、代琳应以股份数额进行补偿，差额以现金补偿，双方均分。 |
| 其他约定 | （1）刘亮、代琳对游久时代的盈利补偿及标的资产的减值补偿承担连带责任，合计不超过标的资产的交易价格，即118,000万元。 （2）若刘亮、代琳持有的股份被冻结、强制执行或因其他限制原因不能转让，则应以现金进行补偿。 |

数据来源：公司公告整理

对赌协议签订后的2014年3月18日，爱使股份发布了东洲评估对游久时代的评估报告，采用收益法评估的价值是资产基础法的5倍以上，可见，不能不说对赌协议的存在对评估价值没有起推波助澜的作用。

### 3.2.5 巨额商誉的产生

上海东洲资产评估有限公司对游久时代在2013年12月31日的全部权益价值进行评估，评估价值为118,200.35万元。经双方协商后本次交易金额确定为118,000万元。并于2014年11月4日爱使股份对游久时代产生实际控制权，按交割日前2014年10月31日游久时代的净资产账面价值确定购买日的净资产账面价值为91,566,861.30元，爱使股份支付对价1,180,000,000元，即产生商誉：

商誉=合并成本（支付对价）-购买日游久时代的净资产账面价值=1,180,000,000-91,566,861.30=1,088,433,138.70元。

而游久游戏也在此次并购后，商誉总额跻身到2014年申万移动互联网服务行业的第四名，商誉总额占其所有者权益的比重达到了40.75%，同期，此行业整体的商誉占所有者权益比重为27.61%，游久游戏所承受的商誉减值风险不言而喻。

### 3.2.6 确认巨额商誉减值

爱使股份并购游久时代后于2015年3月14日发布公告，声明将公司今后的业务布局重心放在互联网游戏的研发与运营上，所以正式更名为游久游戏。此后，游久游戏于2015年10月21剥离其煤炭业务，集中精力发展文化产业。在并购游久时代后，游久游戏与游久时代共同度过了3年的甜蜜期，这三年游久时代的利润完成情况如表3-4所示：

表3-4：游久时代2014-2016年净利润完成情况

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 项目 | 2014 | 2015 | 2016 |
| 对赌协议要求最低净利润额 | 10,000万 | 12,000万 | 14,400万 |
| 游久时代实际完成净利润额 | 10,453.89万 | 13,773.49万 | 14,742.44万 |
| 完成度 | 104.54% | 114.78% | 102.38% |

数据来源：公司公告整理

由表3-4可见，2014-2016年度，游久时代都能按对赌协议的要求完成业绩承诺，所以，游久游戏的二股东刘亮和三股东代琳也成功的避免了补偿的风险。

1）第一次巨额商誉减值

在对赌协议结束后，2017年度，游久时代业绩迅速出现了大滑坡。游久游戏聘请北京中锋资产评估有限公司对游久时代以2017年12月31日为评估基准日进行评估，经评估，游久时代净资产账面价值为1,408,085,258.20元，评估价值为1,095,305,200.00元，发生减值，于是计提商誉减值准备312,780,058.20元。确认商誉减值后，游久游戏账面上依然有高达77,565.31万元的商誉。

表3-5：游久游戏2017年度商誉及减值情况

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 项目 | 期初余额 | 本期发生额 | 期末余额 |
| 商誉 | 108,843.31万元 |  | 77,565.31万元 |
| 商誉减值准备 |  | 31,278.00万元 |  |

数据来源：公司公告整理

2）第二次巨额商誉减值

2018年继续重蹈覆辙，游久时代2018年度主营业务收入持续大幅下滑，经营业绩出现亏损，故游久游戏预计将要计提商誉减值准备77,565万元，将账面的商誉彻底清零，从而彻底排除这颗令公司管理层头疼不已的“地雷”。

综上，两次巨额商誉减值都严重侵蚀了公司的利润，对中小投资者也造成了巨大的损失，同时还对A股市场产生了巨大的负面影响，让中小投资者谈“商誉”色变，也让监管层对商誉的减值问题格外关注。那么从本案例来说，游久游戏的巨额商誉减值损失究竟缘何而起？又造成了怎样的经济后果？

# 第4章 基于商誉视角的经济后果分析

可以从事前、事中和事后三个角度对游久游戏巨额商誉减值进行拆解分析，与此对应的经济后果分别是：1）事前对商誉的高估而造成股价操纵的经济后果；2）事中因业绩“洗大澡”要求而计提巨额商誉减值的经济后果；3）事后因巨额商誉减值的计提造成负面市场反应的经济后果。

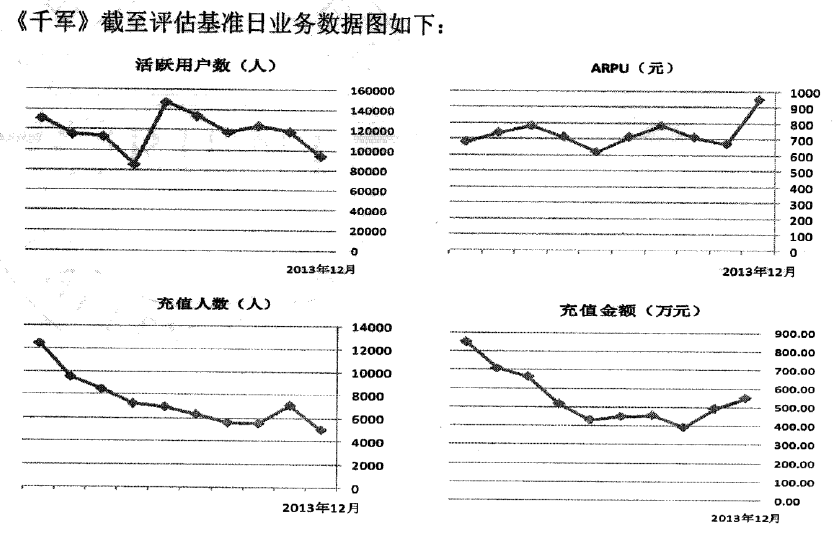
## 4.1 基于商誉视角的股价操纵分析

上市公司的并购重组在市场中往往被投资者视为是利好的表现，高额的并购重组交易金额也向投资者传达出资产优质且拥有良好预期的信号，尤其是对于一家经营重心从重工业向互联网游戏行业转型的上市公司来说，投资者对其会有更美好的想象空间，与此同时，就会催生其股价的快速上涨。之后，大股东就可以以信息优势对其所持有的股份进行减持或高比例股权质押套现，接着，再通过一次性计提减值的方式将累积的商誉宿债推给上市公司，上市公司利润转瞬为负，导致其股价大幅震荡到了退市的边缘。在此过程中，由于中、小投资者处于信息劣势地位而后知后觉，最终成为了损失的承担者。

并购的交易金额由评估价值决定，评估价值又决定了商誉的规模大小，而商誉规模的大小又决定了商誉减值风险的大小。所以说，评估环节是控制商誉减值风险及其重要的一环。针对“轻资产”标的企业，市场上多使用收益法进行评估，而收益法又包含折现率、预期持续增长率以及预测业绩等主观性很强的指标，易受评估机构从业人员的主观判断影响。回到本案例，游久游戏并购游久时代就是采用的收益法。游久时代是一家主营网络游戏的公司，网络游戏具有不确定性强、生命周期短的特点，针对这一特点，想要准确预测游久时代未来的盈利能力，不仅需要评估师对游戏行业及市场具有很深的理解，也需要评估师对游久时代的游戏运营和开发模式有很透彻的研究，通过查阅资料，为此案例提供评估服务的上海东洲资产评估有限公司在2013年之前80%以上的业务集中在工业等重资产领域，甚至其在2013年全年并未为软件与服务行业提供过评估服务，所以，为游久游戏并购游久时代提供评估支持显然并不是东洲评估的强项。

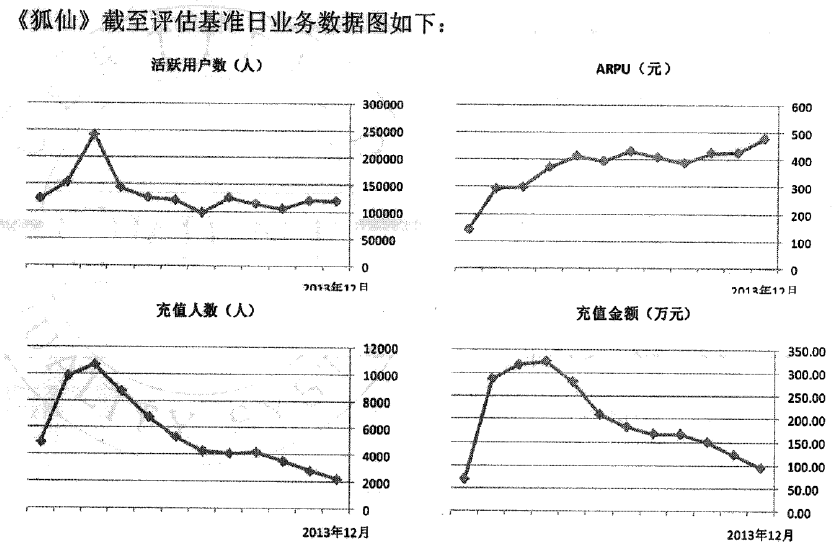
又因被并购公司的盈利能力能够决定其价值，进而决定并购事件中产生商誉的规模，最终影响着商誉减值风险的大小。游久时代所处的网络游戏行业具有不确定性强和时效性短的特点，具体来讲，不确定性强是指如果企业做出了一个爆款游戏，那么这款游戏可以为企业未来1-2年带来及其可观的利润，但是如果做不出爆款游戏，那么这家企业未来的生存可能就会非常的艰难；生命周期短也是网络游戏的明显特征，特别是针对游久时代这家以手游为主业的网络游戏公司，如王者荣耀这样的爆款手游，其生命周期也不过是50.7天。综上，游久时代是一家极度依赖爆款游戏，并且有极大的推陈出新压力。

回归到案例本身，在游久时代被并购前，其有千军、狐仙、龙纹战域等爆款游戏，根据图4-1、4-2、4-3所示，截至评估基准日，这三款主打游戏都有一个奇怪的共性：活跃人数、充值人数和充值金额都呈明显的下降趋势，但是ARPU值（每用户平均收入）却都呈不合逻辑的上升趋势，唯一能解释这一现象的就是：这几款游戏在玩家总人数下降的情况下，却留下了少量的核心玩家，且这部分核心玩家还更进一步加大了充值金额的力度。基于此，评估公司对游久时代给出了溢价近41倍的估值，笔者认为此标的价值难副其实。



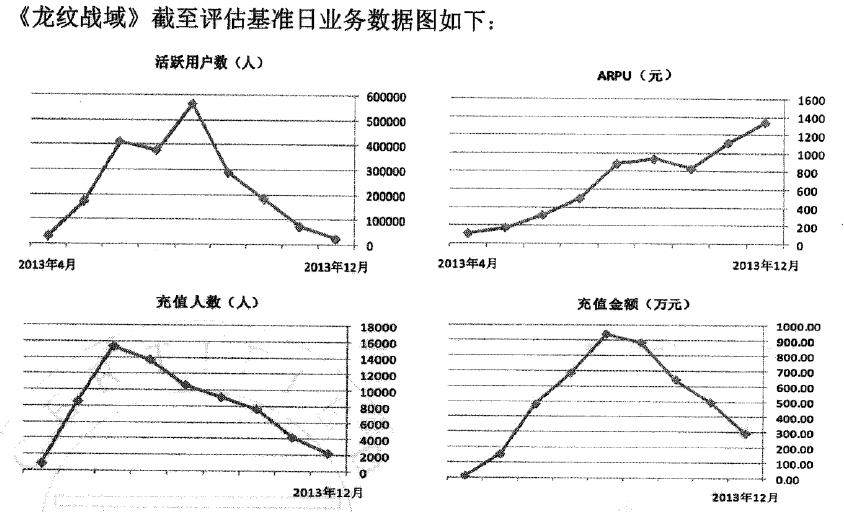
来源：游久游戏公告

图4-1：《千军》截至评估基准日业务数据



来源：游久游戏公告

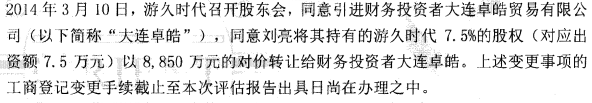
图4-2：《狐仙》截至评估基准日业务数据



来源：游久游戏公告

图4-3：《龙纹战域》截至评估基准日业务数据

最终，在评估公司出具的评估报告中显示，最后的评估价格为118,000万元，但巧合的是，笔者在查阅东洲评估为游久时代出具的沪东洲资评报字【2014】第0126231号评估报告时发现，如图4-4所示，在评估报告出具之前，游久时代股东刘亮将其持有的游久时代7.5%的股权以8,850万元转让给了财务投资者大连卓皓公司，而7.5%股权对应的8,850万元恰恰等于100%股权对应的118,000万元。



来源：游久游戏公告

图4-4：游久时代部分股权转让

在双方达成协议收购价之后，游久游戏于2014年4月4日发布了复牌公告，随之为游久游戏带来了八个一字涨停板，让其股价达到了自其股票上市以来的历史新高。



数据来源：上海证券交易所

图4-5：游久游戏复牌后股价走势

虽然在达成交易后的游久游戏前三名大股东天天科技、刘亮和代琳都对所持股份作出了三年内不减持所持股份的承诺，但是他们却无一例外的都选择了股权质押的方式进行套现。自2015年开始，第一大股东天天科技的股权质押比例高达99.99%，第二大股东刘亮的股权质押比例为60%，第三大股东代琳的股权质押比例为56%。四年来，截止到2018年年底，游久游戏前三大股东通过反复的解押与质押操作，第一大股东天天科技的股权质押比例为93.36%，第二大股东刘亮的股权质押比例为99.99%，第三大股东代琳的股权质押比例为98.15%。前三大股东虽承诺并购重组后三年内不减持所持股份，但是他们通过反复的股权解押与质押方式，将所持全部或大部分股份质押套现，却留下其他中、小股东因游久游戏的两次巨额商誉减值而遭受巨大损失。

## 4.2 基于商誉视角的盈余管理分析

在商誉减值时机的选择上，游久游戏管理层通过操作商誉的会计处理，完成了两次盈余管理。一是基于利润平滑动机，游久游戏管理层并未在游久时代游戏业务出现明显下滑的2016年计提商誉减值损失，而是选择将商誉减值损失推迟一年计提，成功避免了因连续三年归母净利润为负而导致退市的风险。二是基于业绩“洗大澡”动机，在2017年开始计提巨额商誉减值，并且在两年内全额计提完毕，虽会因此戴上ST的帽子，但是却减掉了背负的巨额商誉担子，来年可以轻装上阵，达到了业绩“洗大澡”的目的。

1）基于利润平滑动机的盈余管理

游久游戏于2014年并购游久时代，但在并购完成后直到2015年才完全剥离原本就存在的煤炭业务，剔除煤炭业务对游久游戏业绩的贡献后，游久游戏网游版块的业绩情况如表4-1所示，可以看出，在并购后，游久游戏手游、广告和端游业务收入在2014-2016三年对赌协议期内基本呈上升趋势，但是对赌期结束后直接呈现断崖式的暴跌，导致的直接后果就是3.13亿巨额商誉减值的计提。

表4-1：游久游戏2014-2017年度网游版块业绩（单位：万元）

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 项目 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
| 手游业务收入 | 5,320.63 | 23,520.54 | 24,253.96 | 14,043.44 |
| 手游业务成本 | 1,427.30 | 7,201.68 | 6,723.22 | 6,365.10 |
| 手游业务毛利 | 3,893.33 | 16,318.87 | 17,530.73 | 7,678.34 |
| 广告业务收入 | 1,248.81 | 3,780.74 | 4,673.04 | 2,415.68 |
| 广告业务成本 | 328.58 | 155.81 | 56.19 | 238.25 |
| 广告业务毛利 | 920.23 | 3,624.93 | 4,616.85 | 2,177.44 |
| 端游业务收入 | 826.24 | 3,243.46 | 1,218.52 | 393.28 |
| 端游业务成本 | 435.39 | 581.65 | 331.88 | 195.96 |
| 端游业务毛利 | 390.84 | 2,661.81 | 886.64 | 197.32 |

数据来源：公司年报整理

如表4-2所示，3.13亿巨额商誉的计提，造成的直接经济后果就是游久游戏2017年净利润巨亏4.22亿元，如此巨亏规模也创造了游久游戏及其前身爱使股份自1990年上市以来的最大亏损记录，而尴尬的是，随着游久游戏2018年年报的公布，这一记录必然会被再次打破。

表4-2：游久游戏2014-2017年度经营业绩（单位：万元）

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 项目 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
| 主营业务收入 | 167,523.82 | 142,047.70 | 30,809.30 | 17,655.42 |
| 营业利润 | -24,332.17 | -3,872.65 | 11,817.13 | -43,069.87 |
| 净利润 | -21,215.05 | -2,144.02 | 11,732.00 | -42,231.46 |

数据来源：公司年报整理

为此，游久游戏不得不吞下如此巨亏苦果，究其原因，还是因为游久游戏过分依赖外延式增长带来的收益。根据表4-3，游久游戏在并购后的前三年尚可享受并购带来的外延增长甜蜜果实，但是一旦外延并购的公司业绩不佳，由此产生的巨额商誉减值损失会对合并报表的净利润起到巨大的冲击后果。

表4-3：游久游戏母公司与合并后收入对比（2014-2015含原煤炭业务，单位：万元）

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 项目 | 2014 | | 2015 | | 2016 | | 2017 | |
|  | 母公司报表 | 合并报表 | 母公司报表 | 合并报表 | 母公司报表 | 合并报表 | 母公司报表 | 合并报表 |
| 营业收入 | 670.28 | 167,523.82 | 686.70 | 142,047.70 | 663.78 | 30,809.30 | 679.78 | 17,655.42 |
| 营业利润 | -13,573.33 | -24,332.17 | 9,652.64 | -3,872.65 | -2,941.34 | 11,817.13 | -11,206.30 | -43,069.87 |
| 净利润 | -13,656.77 | -21,215.05 | 10,356.86 | -2,144.02 | -2,962.42 | 11,732.00 | -10,868.92 | -42,231.46 |

数据来源：公司年报整理

过度依赖外延式增长的风险其实早在并购完成后的第二年就初现端倪，当年的三大业务增速已经出现后劲不足的态势，由表4-4可见，游久游戏2016年依靠外延的手游、广告业务的增速分别为3.12%和23.60%，端游业务规模甚至出现腰斩的情况，由于其手游业务占网游版块总收入比重超过80%，外延业务规模非常依赖手游业务的增长，可以看出，在2016年，游久游戏并购后的外延业务增长已现疲态，理应计提商誉减值准备。但是，若在2016年就将并购游久时代得来的商誉计提减值准备，那么游久游戏就要触到因连续三年归母净利润为负而退市的规定。另外，当年处于对赌协议的最后一年，根据对赌协议规定，若游久时代出现商誉减值情况，刘亮和代琳需要对此承担赔偿责任所以，所以为了避免双重损失的出现，游久游戏管理层并未在当年计提商誉减值准备，而是选择推迟一年计提，将商誉作为调节利润的工具进行了盈余管理。

表4-4：游久游戏网游版块业绩增速

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 项目 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
| 手游业务增速 |  | 342.06% | 3.12% | -42.10% |
| 广告业务增速 |  | 202.75% | 23.60% | -48.31% |
| 端游业务增速 |  | 292.56% | -62.43% | -67.72% |

数据来源：公司年报整理

2）基于业绩“洗大澡”动机的盈余管理

早在2017年一季度，游久游戏的营业收入就同比下滑达30%之多，但是根据评估机构出具的评估报告认为，被并购标的游久时代并不存在商誉减值迹象。一季度经营状况已然出现大幅下滑迹象，管理层却对当年的经营业绩保持乐观的态度，未对游久时代计提商誉减值。随着游久游戏2017年中报、三季报和年报的公布，业绩下滑已成必然，最了解企业真实经营状况的莫过于公司的管理层，公司业绩在2017年的持续下滑，也让管理层有了理由在对赌期结束后即对游久时代计提巨额商誉减值，随着2018年游久时代经营业绩的持续下滑，游久游戏也发布公告预计将剩余商誉全部计提减值，完成基于业绩“洗大澡”的盈余管理，使游久游戏可以卸下巨额商誉的重担，来年轻松上阵。

## 4.3 基于商誉视角的市场反应分析

信号传递理论认为，在信息不对称情况下，投资者会根据上市公司披露的信息做出不同的决策。目前学界普遍认为商誉减值对于上市公司来说是一种利空信号，市场会对此做出负面反应。基于此，本文将采用事件研究法，探究投资者对游久游戏披露商誉减值后的反应。

### 4.3.1 事件研究法步骤

事件研究法，即超额收益率检验法，简称CAR检验法。多被用于检验事件发生对股票带来的反应程度的一种统计方法。

由于本案例只是对个股的超额收益率检验，故笔者采用市场调整模型法、常数均值模型法和不变收益模型法这三种方法共同佐证游久游戏披露商誉减值事件的市场反应。

1. 市场调整模型法

此方法为最常用且最简单的一种方法，它假设个股在窗口期内的收益率Rt与对应交易日的市场收益率Rm一致，其计算公式如下：

1. 常数均值模型法

常数均值模型法下，把个股在清洁期内的收益率均值视为rt，进而求出个股在事件窗口期内的ARt，其计算公式如下：

1. 不变收益模型法

不变收益模型法下，假设在清洁期内Rit与Rmt差额的均值Vi是不变的，基于此，需先求出清洁期内的Vi，再将Vi带入窗口期的数据求出rt，进而求出Art，其计算公式如下：

1. 选择清洁期和窗口期。

为了使预期收益率的估算更准确，本案例清洁期定义为[T-190,T-11]，即事件发生日T日的前190日至T日的前11日。本案例将窗口期定为事件发生日T日的前10日至T日的后10日。

通过上述步骤计算出各方法对应的CAR，若CAR大于0，则说明投资者对此事件有积极的反应；若CAR等于0，说明此事件对市场不存在影响；若CAR小于0，说明投资者对此事件有消极的反应。

### 4.3.2 游久游戏商誉减值对市场的影响

笔者对游久游戏2018年1月31日和2019年1月31日发布的业绩预披露事件分别进行了分析，以验证两次预披露商誉减值事件造成的市场影响是否一致。

根据表4-5，通过三种方法计算出的游久游戏2018年1月31日首次预披露商誉减值事件后的AR走势和CAR走势基本相同。市场调整模型法和不变收益法下的AR和CAR走势基本重合，而常数均值模型法的走势与两者稍有不同，但是基本趋势趋同。

表4-5：游久游戏2018年预披商誉减值事件的市场影响

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 窗口期 | 超额收益率（AR） | | | 累计超额收益率（CAR） | | |
| 市场调整模型法 | 常数均值模型法 | 不变收益模型法 | 市场调整模型法 | 常数均值模型法 | 不变收益模型法 |
| T-10 | 0.092469 | 0.100525 | 0.093203 | 0.092469 | 0.100525 | 0.100525 |
| T-9 | -0.097675 | -0.086168 | -0.096940 | -0.005205 | 0.014357 | 0.114882 |
| T-8 | -0.024429 | -0.020253 | -0.023695 | -0.029634 | -0.005896 | 0.108987 |
| T-7 | -0.017518 | -0.013245 | -0.016784 | -0.047153 | -0.019140 | 0.089846 |
| T-6 | -0.017926 | -0.004629 | -0.017192 | -0.065079 | -0.023769 | 0.066077 |
| T-5 | 0.046915 | 0.050972 | 0.047649 | -0.018164 | 0.027203 | 0.093280 |
| T-4 | -0.019729 | -0.022461 | -0.018995 | -0.037893 | 0.004742 | 0.098022 |
| T-3 | -0.006462 | -0.003292 | -0.005728 | -0.044355 | 0.001450 | 0.099472 |
| T-2 | 0.025942 | 0.016472 | 0.026676 | -0.018413 | 0.017922 | 0.117394 |
| T-1 | -0.025348 | -0.034877 | -0.024614 | -0.043761 | -0.016955 | 0.100439 |
| **T** | **-0.097563** | **-0.099219** | **-0.096829** | **-0.141324** | **-0.116174** | **-0.015734** |
| T+1 | -0.088315 | -0.097636 | -0.087580 | -0.229638 | -0.213810 | -0.229544 |
| T+2 | -0.004381 | 0.000403 | -0.003647 | -0.234019 | -0.213407 | -0.442951 |
| T+3 | -0.005790 | 0.001956 | -0.005056 | -0.239809 | -0.211451 | -0.654402 |
| T+4 | -0.065719 | -0.098822 | -0.064985 | -0.305528 | -0.310273 | -0.964675 |
| T+5 | 0.050915 | 0.033105 | 0.051649 | -0.254613 | -0.277168 | -1.241843 |
| T+6 | 0.029266 | 0.015403 | 0.030000 | -0.225347 | -0.261765 | -1.503608 |
| T+7 | 0.024106 | -0.016017 | 0.024840 | -0.201240 | -0.277782 | -1.781391 |
| T+8 | 0.025631 | 0.033792 | 0.026366 | -0.175609 | -0.243991 | -2.025381 |
| T+9 | -0.019468 | -0.009290 | -0.018733 | -0.195077 | -0.253281 | -2.278662 |
| T+10 | 0.002067 | 0.006928 | 0.002801 | -0.193010 | -0.246352 | -2.525015 |

根据图4-6和图4-7，投资者在得知游久游戏在2018年1月31日（即T日）披露预提商誉减值准备的消息后，立即做出了抛售股票的反应，三种模型法计算的结果都能验证此现象，说明游久游戏第一次预披计提商誉减值准备的消息在市场上属于坏消息，并且对股价造成了持续两天的负面影响。

图4-6：游久游戏2018年预披商誉减值事件AR情况

图4-7：游久游戏2018年预披商誉减值事件CAR情况

游久游戏于2019年1月31日预披露计提商誉减值损失的消息，根据表4-6，通过计算，三种模型法同样走势趋同，且市场调整法和不变收益法的走势基本呈重合状态，说明此两种方法在本质上并无不同。

表4-6：游久游戏2019年预披商誉减值事件的市场影响

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 窗口期 | AR | | | CAR | | |
| 市场调整模型法 | 常数均值模型法 | 不变收益模型法 | 市场调整模型法 | 常数均值模型法 | 不变收益模型法 |
| T-10 | -0.020256 | -0.022583 | -0.019400 | -0.020256 | -0.022583 | -0.019400 |
| T-9 | -0.004184 | 0.011892 | -0.003328 | -0.024440 | -0.010692 | -0.022728 |
| T-8 | -0.005585 | 0.001867 | -0.004730 | -0.030025 | -0.008825 | -0.027458 |
| T-7 | 0.026691 | 0.016755 | 0.027547 | -0.003335 | 0.007930 | 0.000089 |
| T-6 | -0.020064 | -0.017693 | -0.019208 | -0.023399 | -0.009763 | -0.019119 |
| T-5 | 0.005833 | 0.011842 | 0.006689 | -0.017565 | 0.002078 | -0.012430 |
| T-4 | -0.018685 | -0.012948 | -0.017829 | -0.036250 | -0.010870 | -0.030259 |
| T-3 | -0.020735 | -0.020690 | -0.019879 | -0.056985 | -0.031560 | -0.050137 |
| T-2 | -0.047667 | -0.046851 | -0.046811 | -0.104652 | -0.078411 | -0.096948 |
| T-1 | -0.019757 | -0.025088 | -0.018902 | -0.124409 | -0.103499 | -0.115849 |
| **T** | **-0.103213** | **-0.097856** | **-0.102358** | **-0.227623** | **-0.201355** | **-0.218207** |
| T+1 | -0.071485 | -0.056595 | -0.070629 | -0.299107 | -0.257950 | -0.288836 |
| T+2 | 0.012520 | 0.028010 | 0.013376 | -0.286587 | -0.229940 | -0.275460 |
| T+3 | 0.034623 | 0.043268 | 0.035479 | -0.251965 | -0.186672 | -0.239981 |
| T+4 | -0.009232 | 0.011041 | -0.008376 | -0.261197 | -0.175631 | -0.248358 |
| T+5 | 0.006564 | 0.007927 | 0.007420 | -0.254633 | -0.167704 | -0.240938 |
| T+6 | 0.022755 | 0.010903 | 0.023611 | -0.231878 | -0.156801 | -0.217327 |
| T+7 | 0.008990 | 0.037687 | 0.009846 | -0.222888 | -0.119114 | -0.207481 |
| T+8 | 0.036996 | 0.039331 | 0.037852 | -0.185892 | -0.079783 | -0.169629 |
| T+9 | -0.010355 | -0.006467 | -0.009499 | -0.196247 | -0.086250 | -0.179128 |
| T+10 | -0.007793 | -0.009338 | -0.006937 | -0.204040 | -0.095588 | -0.186065 |

同样的，根据图4-8及图4-9显示，游久游戏在2019年1月31日（即T日）披露预提商誉减值损失后，也遭遇了投资者的消极反应，这样的反应也同样持续了两天。T+2天之后，由于大盘持续性的上涨，也带动了游久游戏股票的上涨，这次商誉减值事件造成的影响也有所缓解。

图4-8：游久游戏2019年预披商誉减值事件AR情况

图4-9：游久游戏2019年预披商誉减值事件CAR情况

综上所述，笔者认为因商誉减值事件造成的市场反应在公告日当天和公告日后一天会让投资者对游久游戏股票做出抛售的反应，但是，事件造成的持续性影响相对来说比较弱。

# 第5章 结论与建议

## 5.1 结论

通过对游久游戏并购事件及其商誉减值处理作法的分析发现，高溢价并购不仅带来了巨额商誉，同时也带来了巨额风险，而这一风险稍有不慎即会祸及多方。如：巨额商誉减值会对上市公司的利润造成侵蚀，严重的会使上市公司有退市风险；其次，若巨额商誉减值同时爆发，则会波及到整个股市的估值层面，不利于股票市场的稳定性；最后，巨额商誉减值风险不易被投资者察觉，且在现今股票市场的环境下，巨额商誉减值也具有突发性，易对投资者造成巨大冲击。

那么，这一巨额风险主要源自何方？根据本案例，产生巨额商誉减值风险的根源主要有以下几点：

1. 并购的估值层面

并购标的物的估值价格，主要会受到市场环境、政策制度、对赌协议及评估机构的专业素养等方面的影响。回归到本案例，游久游戏并购游久时代支付的对价溢价高达41倍，笔者认为，如此高的溢价主要受到了对赌协议和当时市场环境的影响。一方面，评估机构乐观的估计了游戏行业的未来市场发展情况，从而为评估价格奠定了高溢价的基调；而对赌协议的存在，不仅提高了游久时代的议价能力，也让游久游戏在支付高额对价时打消了疑虑。

1. 商誉的会计处理层面

商誉的后续处理一直是会计学界争论不休的焦点话题，尤其目前A股市场存在巨额的商誉减值风险，越来越多的学者开始对商誉减值测试法的合理性提出了质疑。商誉减值测试法具有主观性强、易被用于利润操纵的特点。本案例中，通过将减值测试法和系统摊销法对商誉的后续计量进行对比，发现商誉减值法更易被企业利用，使企业在业绩不佳时采用集中减值的手段进行业绩大清洗；而系统摊销法更能准确的反应并购的成效，若并购效果不佳，则商誉摊销的压力会让企业失败的并购无从躲藏。

1. 企业的盈余管理层面

国际会计准则最早将商誉后续计量方法由系统摊销法改为减值测试法，我国的会计准则制定者后续也积极跟进，初衷是为了更真实的反映商誉的公允价值。但是，一方面由于我国资本市场监管层面还不够完善；另一方面上市公司大股东和管理层为了一己私利，利用信息优势和主观判断，使商誉减值成为了其操纵利润的工具。如游久游戏在并购完成后，游戏业务在2016年已经呈现出后劲不足的态势，但是大股东和管理层在当年未对商誉计提减值准备，使得游久游戏在当年避免了出现连续三年净利润为负数的尴尬情况。此外，在2019年，游久游戏预计将商誉余额全额计提减值准备，虽然在2019年，游久游戏会因此而戴上St的帽子，但是却避免了下个会计年度会继续因为巨额商誉减值风险而最终造成退市的悲惨局面。

## 5.2 建议

1）基于计量方法层面

笔者通过查阅相关文献和对案例的深入分析，发现商誉的减值测试法虽有其道理，但在如今国内的资本市场和监管层面下，此方法并不适合。相比而言，笔者认为系统摊销法可能是更优解，主要原因有：首先，商誉系统摊销法能真实反映并购事件的成效。若此次并购事件能够为上市公司带来协同效应，能在未来给上市公司带来极大的收益，那么对于未来的收益而言，摊销不会造成很大的影响；其次，商誉系统摊销法可以倒逼上市公司慎重的选择那些“花架子”企业，迫使上市公司降低并购的溢价率。最后，商誉系统摊销法可以让投资者明确的得知上市公司未来商誉的摊销额，可降低投资者的风险。

1. 基于监管层面

造成商誉减值风险如此巨大的另一原因就是上市公司的披露不及时，笔者认为，披露不及时的重大责任该由监管层来承担。监管层作为资本市场的管家，不仅应做到督促上市公司对商誉的产生、使用的评估方法、后续计量等方面进行及时披露，同时也应对没有做到及时披露的上市公司加大处罚的力度。

此外，监管层也需加强对评估机构的监管力度。由于多数评估机构在评估报告上会说明对于评估标的的价值只有一年的责任期，而巨额商誉减值的爆发通常在并购发生之日起三至四年以后，这时，巨额商誉的根源追查不到评估机构，无疑给了评估机构寻租空间，对巨额商誉风险的控制是极为不利的。

3）基于中介机构层面

中介机构的评估决定着标的资产的价值高低，这也是商誉产生的根源。相对而言，中介机构评估“重资产”公司的溢价程度较低、准确性较高，而评估“轻资产”公司的溢价程度较高、准确性却较低。一方面，这是由被评估企业的性质决定的，另一方面则由中介机构在评估过程中的主观选择决定的，比如评估方法、折现率、持续增长率等指标的选择上则完全由评估师的职业判断决定。评估机构需要提高对评估师的考核标准，如实行责任承包制，使评估师在选择适当的评估方法之前会三思而后行。

4）基于投资者层面

投资者作为资本市场信息收集的弱势群体，需要不断提高自身的抗风险能力。一方面，投资者应通过学习认识到商誉的本质和风险，尽量选择投资无巨额商誉的标的；另一方面，投资者应摒弃以投机的心态去炒股，而是选择回归价值投资，理性的选择投资标的，为净化市场环境也尽一把力。

# 参考文献

1. Alexandridis. G., Fuller. K. P., Terhaar. L., et al. Deal size, acquisition premia and shareholder gains[J]. Journal of Corporate Finance, Vol.20, No.4, 2013, pp1~13
2. Alves. S. The Association Between Goodwill Impairment and Discretionary Accruals: Portuguese Evidence[J]. Journal of Accounting Business & Management, Vol.20, No.2, 2013, pp84-98.
3. Beatty. A., Weber. J. Accounting Discretion in Fair Value Estimates: An Examination of SFAS 142 Goodwill Impairments[J]. Journal of Accounting Research, Vol.44, No.2, 2006, pp257~288
4. Colombage. S. R. N., Gunasekarage. A., Shams. S. M. M., et al. Target’s organisational form and returns to Australian bidders in cross-border acquisitions[J]. Accounting & Finance, Vol. 54, No.4, 2014, pp1063~1091.
5. Francois. B., Welch. K. Top Executive Background and Financial Reporting Choice[R]. Working Paper, Harvard Business School, 2011
6. Glaum. M., Landsman. W. R., Wyrwa. S. Goodwill Impairment: The Effects of Public Enforcement and Monitoring by Institutional Investors[J]. Social Science Electronic Publishing, 2018
7. Gu. F., Lev. B. Overpriced Shares, Ill-Advised Acquisitions, and Goodwill Impairment[J]. Accounting Review, Vol.86, No.6, 2011, pp1995~2022
8. Hambrick, D. C. Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris[J]. Administrative Science Quarterly, Vol.42, No.1, 1997, pp103~127
9. Jarva. H. Do Firms Manage Fair Value Estimates? An Examination of SFAS 142 Goodwill Impairments[J]. Journal of Business Finance & Accounting, Vol.36, No.9, 2009, pp1059~1086
10. K. G. Chalmers., J. M. Godfrey., J. C. Webster. Does a goodwill impairment regime better reflect the underlying economic attributes of goodwill? [J]. Accounting and Finance, 2011, 51(3):634-660
11. Lapointe-Antunes. P., Cormier. D., Magnan. M. Equity recognition of mandatory accounting changes: the case of transitional goodwill impairment losses[J]. Canadian Journal of Administrative Sciences, Vol.25, No.1, 2008, pp37~54
12. Lapointe-Antunes. P., Cormier. D., Magnan. M. Value relevance and timeliness of transitional goodwill-impairment losses: Evidence from Canada[J]. The International Journal of Accounting, Vol.44, No.1, 2009, pp56~78
13. Li. Z., Shroff. P. K., Venkataraman. R., et al. Causes and consequences of goodwill impairment losses[J]. Review of Accounting Studies, Vol.16, No.4, 2011, pp745~778.
14. Liu. N., Chen. W. Executives’ Overconfidence, Political Connection and Acquisition Premium of Enterprises[J]. Journal of Service Science & Management, Vol.10, No.3, 2017, pp260~279
15. Malmendier. U., GEOFFREY. TATE. CEO Overconfidence and Corporate Investment[J]. Journal of Finance, Vol 60, No.6, 2005
16. Massoud. M. F., Raiborn. C. A. Accounting for Goodwill: Are We Better Off?[J]. Review of Business, Vol.24, No.2, 2003, pp26~33
17. Masters-Stout. B., Costigan. M. L., Lovata. L. M. Goodwill impairments and chief executive officer tenure[J]. Critical Perspectives on Accounting, Vol.19, No.8, 2008, pp1370~1383
18. Moeller. S B., Frederik. P. S., René M. S. How Do Diversity of Opinion and Information Asymmetry Affect Acquirer Returns?[J]. The Review of Financial Studies, Vol.20, No.6, 2007, pp2047~2078
19. Paton. W. A., Littleton. A.C. An introduction to corporate accounting standards[M]. American Accounting Association, 1940
20. P. D. Leake., Goodwill: Its Nature and How to value it [J]. The Account, 1914, pp81~90
21. Ramanna. K., Watts. R. L. Evidence on the Use of Unverifiable Estimates in Required Goodwill Impairment[J]. Review of Accounting Studies, Vol.17, No.4, 2012, pp749~780
22. Ronald. Ma., Roger. Hopkins., Goodwill-An Example of Puzzle-Solving in Accounting[J]. Abacus, Vol.24, No.1,1988,pp75~85
23. Wan. R. Y., Zeng. H. Technology Diffusion and Acquisition Premium in M&A[J]. Proceedings of the 22nd international Conference on industrial Engineering and Engineering Management 2015. Atlantis Press, 2016, pp35~43
24. 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]. 管理世界, 2013.05：144-156
25. 陈晓航. 并购形成商誉及其减值损失分析—基于创业板与沪深两市对比[J]. 时代金融, 2017.05：156-157
26. 邓小洋. 商誉会计论[M]. 上海：立信会计出版社, 2001
27. 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]. 中国会计学会会议论文集, 2010：8-28
28. 冯科, 杨威. 并购商誉能提升公司价值吗？—基于会计业绩和市场业绩双重视角的经验证据[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2018.33(3)：20-32
29. 冯卫东. 知识经济下商誉·企业并购商誉会计问题研究—基于企业资源观视角[C]. 商誉会计研讨会论文集, 2010:40-50
30. 冯卫东, 郑海英. 企业并购商誉计量与披露问题研究[J]. 财政研究, 2013.8：28-32
31. 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]. 会计研究, 1996.1：3-8
32. 葛伟杰, 张秋生, 张自巧. 支付方式、融资约束与并购溢价研究[J]. 证券市场导报, 2014.01：40-47
33. 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, 2018.8：39-51
34. 李挺伟, 韩立英. 上市公司并购重组企业价值评估方法选择研究[J]. 中国资产评估, 2011.06：12-17
35. 林勇峰, 鲁威朝, 陈汉文. 商誉与商誉减值：基于上市公司现状的深层分析[N]. 上海证券报, 2017.4.15：004
36. 刘永泽, 黄晨忱, 苏春华. 关于合并商誉会计处理的几点思考[J]. 会计之友, 2013.9：68-70
37. 吕超. 并购类型、并购商誉与市场反应[J]. 财会通讯, 2018.15：103-108
38. 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
39. 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
40. 徐玉德, 洪金明. 商誉减值计提动因及其外部审计监管—来自沪深A股上市公司的经验证据[J]. 会计师, 2011.03：4-7
41. 杨汝梅. 无形资产论 [M]. 上海：立信会计出版社, 2009
42. 于成永, 于金金. 上市公司业绩承诺、公司治理质量与并购溢价[J]. 中国资产评估, 2011.08：06-10
43. 于越冬. 人力资本与企业商誉的经济实质[J]. 会计研究, 2000.2：40-45
44. 张敬敏. 自创商誉的确认与计量研究[C]. 商誉会计研讨会论文集, 2010：112-128
45. 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, 2016.06：166-172
46. 张婷,余玉苗. 合并商誉的本质及会计处理：企业资源基础理论和交易费用视角[J]. 南开管理评论, 2008.4：105-110
47. 赵善学, 施超评. 上市公司并购重组企业价值评估增值情况研究[J]. 中国资产评估, 2011.08：06-10
48. 郑博, 孙宝沙. 并购潮背景下上市公司合并商誉计量问题研究[J]. 会计师, 2016.11：8-9
49. 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