

第15卷 第3期
(总第49期)
Vol. 15 No. 3

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

《中国会计评论》理事会
(按大学、机构名称拼音字母排序)



北京大学
北京工商大学
北京理工大学
北京师范大学
重庆大学
东北财经大学
对外经济贸易大学
复旦大学
国泰安CSMAR
哈尔滨工业大学
华中科技大学
吉林大学
暨南大学
南京大学
南开大学
清华大学
山西大学
上海财经大学
上海交通大学
苏州大学
武汉大学
西安交通大学
西南财经大学
西南交通大学
厦门大学
云南财经大学
浙江大学
浙江工商大学
郑州航空工业管理学院
中国人民大学
中南财经政法大学
中山大学
中央财经大学
《中国会计评论》编委会



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

2017 · 9

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

名誉顾问

厉以宁/北京大学

梁尤能/清华大学

主 编

王立彦 陈 晓 吕长江 刘 星 刘志远

编 委(按编委姓名拼音排序)

陈 晓/清华大学	刘志远/南开大学
陈信元/上海财经大学	吕长江/复旦大学
刘 峰/中山大学	曲晓辉/厦门大学
刘 星/重庆大学	王立彦/北京大学

特邀编委

靳庆鲁/上海财经大学	吴 溪/中央财经大学
夏立军/上海交通大学	祝继高/对外经济贸易大学

编辑部

罗 炜/北京大学	肖 星/清华大学
李 娟/北京大学出版社	伍利娜/北京大学

主编助理

许 骞/中国农业大学

编辑部 IT 事务

曾建光/重庆大学

地 址

北京大学光华管理学院

(邮编:100871 电话:010-62767992)

北京市海淀区成府路 205 号 北京大学出版社 209 室

(邮编:100871 电话:010-62750037)

图书在版编目(CIP)数据

中国会计评论, 第 15 卷, 第 3 期/王立彦等主编. —北京: 北京大学出版社, 2017. 9
ISBN 978-7-301-29050-7

I. ①中… II. ①王… III. ①会计—中国—丛刊 IV. ①F23-55

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 303447 号

书 名 中国会计评论(第 15 卷第 3 期)
ZHONGGUO KUAIJI PINGLUN

著作责任者 王立彦 等 主编

责任编辑 李 娟

标准书号 ISBN 978-7-301-29050-7

出版发行 北京大学出版社

地 址 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址 <http://www.pup.cn>

电子信箱 em@pup.cn QQ:552063295

新浪微博 @北京大学出版社 @北京大学出版社经管图书

电 话 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

印 刷 者 北京大学印刷厂

经 销 者 新华书店

787 毫米×1092 毫米 16 开本 9.75 印张 165 千字

2017 年 9 月第 1 版 2017 年 9 月第 1 次印刷

定 价 38.00 元

International Price: \$38.00

未经许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有, 侵权必究

举报电话: 010-62752024 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

图书如有印装质量问题, 请与出版部联系, 电话: 010-62756370

《中国会计评论》理事会

(按大学、机构名称拼音字母排序)

CHINA ACCOUNTING REVIEW

理 事

北京大学	吴联生
北京工商大学	毛新述
北京理工大学	陈宋生
北京师范大学	崔学刚
重庆大学	刘 星
东北财经大学	方红星
对外经济贸易大学	陈德球
复旦大学	洪剑峭
国泰安 CSMAR	高 宁
哈尔滨工业大学	王福胜
华中科技大学	刘启亮
吉林大学	赵 岩
暨南大学	熊 剑
南京大学	王跃堂
南开大学	张继勋
清华大学	肖 星
山西大学	张信东
上海财经大学	孙 铮
上海交通大学	徐晓东
苏州大学	罗正英
武汉大学	王永海
西安交通大学	田高良
西南财经大学	蔡 春
西南交通大学	肖作平
厦门大学	叶建明
云南财经大学	陈 红
浙江大学	姚 铮
浙江工商大学	许永斌
郑州航空工业管理学院	张功富
中国人民大学	支晓强
中南财经政法大学	王雄元
中山大学	魏明海
中央财经大学	孟 焰
《中国会计评论》编委会	王立彦

中国会计评论

第 15 卷 第 3 期

(总第 49 期)

2017 年 9 月

目 录

文 章

董事会决策权配置与并购效率研究

——基于商誉减值的事后证据

..... 李 姝 柴明洋 (255)

内部控制重大缺陷与分析师业绩预测

——来自中国上市公司的证据

..... 陈武朝 郝振平 张海燕 (289)

货币政策不确定性损害了资金配置效率吗?

——来自企业资本结构视角的经验证据

..... 钟 凯 程小可 王化成 (307)

产业政策引导下企业研发投入与创新产出效率

..... 谭劲松 刘建平 冯飞鹏 (335)

研发合作关系对创新型企业银行贷款可得性的影响

..... 姚 铮 黄艺翔 (363)

成本习性分析中的成本界定和成本动因选择问题研究

..... 马元驹 葛 欣 孙甲奎 (385)

会议信息

2017 年第十六届中国实证会计国际研讨会征文启事 (399)

CHINA ACCOUNTING REVIEW

Vol. 15 No. 3

September, 2017

CONTENTS

Articles

- Allocation of Decision-making Rights of Board and Efficiency of M&A:
Evidence from Goodwill Impairment
..... Shu Li Mingyang Chai (255)
- Internal Control Material Weaknesses and Analyst Earnings Forecast:
Empirical Evidence from China's Listed Firms
..... Wuzhao Chen Zhenping Hao Haiyan Zhang (289)
- Is the Uncertainty of Monetary Policy Harmful to the Capital Allocation
Efficiency? Evidence from Corporate Capital Structure
..... Kai Zhong Xiaoke Cheng Huacheng Wang (307)
- R&D Investment and Innovation Output Efficiency under the Guidance
of Industrial Policy
..... Jinsong Tan Jianping Liu Feipeng Feng (335)
- The Impact of R&D Alliance on the Bank Loan Availability of
Innovative Firms
..... Zheng Yao Yixiang Huang (363)
- The Research on the Definition of Cost and Choice of Cost Driver in
Cost Behavior Analysis
..... Yuanju Ma Xin Ge Jiakui Sun (385)

Conference Information

- Call for Papers for the 2017 Annual Conference (399)

董事会决策权配置与并购效率研究

——基于商誉减值的事后证据

李 姝 柴明洋*

摘 要 本文以中国商誉会计准则执行和上市公司高额商誉减值现象为研究背景,以2007—2012年度发生的非同一控制下控股合并交易事件为研究对象,讨论了董事会决策权配置过程中的代理问题与信息不对称问题对并购效率的影响。研究发现:首先,集权决策降低了主并企业的并购效率,加剧了并购后续期间商誉减值概率和减值金额。其次,引入控制权制衡这一调节代理问题的外生变量后,我们发现股权制衡度对并购集权决策的低效率具有显著的抑制作用。再次,本文从缓解信息不对称的视角加入了财务背景董事这一指标,研究表明国企董事会中的财务背景执行董事有助于降低后续期间商誉减值的概率,并以调节作用的方式缓解了国有企业集权决策对并购的不良影响,但是在民营企业中财务背景董事并未表现出上述作用。本文最后为中国上市公司董事会决策权力分配提出了改进的建议,同时考虑了上述公司治理问题对企业会计后果的影响,包括商誉会计准则的制定、并购定价与商誉估值的公允性问题,有助于促进并购过程中对投资者利益的保护。

关键词 董事会 决策权配置 并购效率 商誉减值

Allocation of Decision-making Rights of Board and Efficiency of M&A: Evidence from Goodwill Impairment

SHU LI MINGYANG CHAI

Abstract Taking the implementation of Chinese goodwill accounting standards and high

* 李姝,南开大学中国公司治理研究院/商学院、中国特色社会主义经济建设协同创新中心;柴明洋,南开大学商学院。通信作者:李姝;通信地址:天津市南开区白堤路南开大学商学院;邮政编码:300071; E-mail:lishu999@126.com。本文为国家自然科学基金重点项目(16AGL006)与教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(16JJD630003)的阶段性研究成果。感谢南开大学刘志远教授、马连福教授、覃家琦教授的批评和建议,感谢编辑及匿名审稿人的意见。当然,文责自负。

goodwill impairment phenomenon of listed companies as the research background of this paper, we use the business combinations under non-same control during year 2007 and 2012 as research objects, discussing the impact of agency problems and information asymmetry in the allocation of decision-making rights of the board of directors on the efficiency of mergers and acquisitions (M&A). It is found that the centralized decision reduces the efficiency of M&A, and increases the probability and amount of the goodwill impairment. Secondly, after introducing the exogenous variables of the control right, we find that the degree of restriction of stock ownership has a significant inhibitory effect on the efficiency of the centralized decision. After that, this paper joins the indicators of financial background directors from the information asymmetry perspective. Our research shows that executive directors in state-owned enterprises who have the financial background are help to reduce the probability of goodwill impairment in subsequent periods, playing an regulating role in alleviating the adverse effects of centralization decisions in M&A. However, there's no evidence shows that executive directors with financial background can alleviate the adverse effects in the private enterprise. Finally, this article puts forward some suggestions for the improvement of assigning the power of decision-making in boards of China's listed company. At the same time, we consider the impact of corporate governance issues on accounting consequences, including the issue of goodwill accounting standards, fairness of M&A pricing and valuation of goodwill, aiding in promoting the protection of interests of investors in the process of M&A.

Key words Board; Allocation of Decision-making Rights; Efficiency of M&A; Goodwill Impairment

一、引言

并购作为企业资本再配置的一项重要经济活动,也是公司财务领域一个经久不衰的研究话题(Shleifer and Vishny, 2003; Subramanian, 2004; Harford, 2005; Erickson and Wang, 2007; Kropf and Robinson, 2008; Goel and Thakor, 2010; Erel et al., 2012; Schmidt, 2015)。近年来随着中国资本市场的逐步成熟和交易活动的频繁化,国内并购规模也日益增大。根据 Wind 数据库中国企业并购交易规模的统计结果可知,中国企业国内并购的累计交易数量从 2007 年的 1 741 起上升到了 2013 年的 2 289 起,累计交易额也从 5 334 亿元上升到了 9 554 亿元。然而伴随着并购交易数量及交易总额的上升,我们也发现并购过程中代理问题与信息不对称问题导致的低效率决策给主并企业带来了金额巨大的资产减值和经济损失。

按照我国财政部 2006 年颁布的企业会计准则要求,非同一控制下控股合并的主并方取得被购买方控制权之时需按成本法核算长期股权投资并按支付的对价计量其账面价值,在合并资产负债表中长期股权投资与被购买方可辨认净资产公允价值抵销形成的溢价以商誉的方式确认和列报¹,而部分公司过高估值的商誉也给其后续业绩埋下了一颗“不定时炸弹”,在经历并购市场的繁荣之后,被购买方业绩不及预期引起的后续期间商誉减值损失和会计利润大幅下滑问题在中国上市公司呈现出愈演愈烈的态势。以金利科技为例,2014 年计提商誉减值准备 1.16 亿元,其原因在于收购的宇瀚光电经营业绩未能达到预期。又如,中科云网 2014 年计提商誉减值 2.03 亿元,主要由并购的上海味之都等子公司业绩亏损导致。此外,蓝色光标、掌趣科技等上市公司也都通过不断地溢价并购堆积了大量的商誉,2014 年年末商誉的账面价值均超过了 20 亿元,一旦收购标的经营不达预期,巨额商誉减值必将吞噬上市公司多年的业绩²,因此并购重组中产生高额商誉的公司也随之成为中国证监会重点监查的对象。Li et al. (2011)发现商誉减值与随后两年的销售增长、利润增长呈现出显著的负相关关系,这也意味着商誉减值成为公司未来获利能力下滑的一个先行指标;Gu and Lev (2011)也指出商誉减值是公司投资策略低效的一个信号,而且是并购决策不明智(ill-advised)的外在表现。透过相关现象以及前人研究结论,我们不禁思考并购决策的制定者是如何确定并购对价与溢价的、相关的决策权配置又是如何影响并购效率及其会计后果的。按照中国证监会颁布的《上市公司章程指引》(2016 年修订)第一百零七条董事会行使职权的规定:在股东大会授权范围内,上市公司收购出售资产、投资方案的拟订及决定权隶属于公司董事会。³因此,作为并购决策的制定主体,董事会内部的决策权配置如何影响上市公司并购效率与商誉减值的计提是一个值得研究,也是本文想要研究的核心问题。

本文以组织决策效率为出发点,基于并整合了 Jensen and Meckling (1976)、Fama and Jensen(1983)提出的组织决策与代理问题和 Sah and Stiglitz (1986)的组织权力结构与信息传递处理等基础理论,同时结合中国公司治理制度以及上市公司执行准则的背景提出了研究假设,分别从决策权集中度(决策制定权与决策执行权或决策监督权是否存在合二为一的问题)、决策权制衡以

¹ 商誉也可能由非同一控制下吸收合并形成并在个别报表中列报,本文的研究对象是控股合并形成的商誉。

² 详细报道参见《证券市场周刊》2015 年第 18 期“商誉减值海啸”。

³ 根据证监会规定,上市公司重大重组方案直接由股东大会投票决策。

及财务信息传递这三个视角研究董事会决策权配置对并购效率和商誉减值的影响。研究发现:董事长兼任总经理或党委书记带来的集权决策导致了较为严重的溢价高估问题,降低了主并企业的并购效率,主要体现在加剧了并购后续期间商誉减值概率和减值金额这两个方面,此外按照产权性质分组检验后并未发现国有企业和民营企业存在显著差异。在引入控制权制衡这一外生变量后,发现股权制衡度对集权决策的低效率并购具有显著的调节与抑制作用,分组检验后还发现:在低股权制衡组,董事长兼任总经理或党委书记仍然会增加并购后续期间商誉减值的概率和减值金额;而在高股权制衡组,兼任与商誉减值的概率和减值金额之间不具有统计意义上的显著关系,即高股权制衡下董事长兼任问题不会对并购效率产生消极作用,这也说明由股权制衡衍生出的决策权制衡机制有助于缓解并购过程中集权决策所导致的代理问题与低效率问题。最后,鉴于并购估值的数据较大程度上依赖于对被购买方过去及未来财务信息的分析和预测,因此本文引入了财务背景董事这一指标,目的是探讨财务背景董事在并购决策中是否向董事会传递了更精确的并购估值信息。本文研究表明国企董事会中的财务背景执行董事有助于降低后续期间商誉减值的概率,并以调节作用的方式缓解了国有企业集权决策对并购的不良影响,这也说明并购中的财务信息传递有助于提高国有企业的并购效率,但是在民营企业中财务背景董事并未表现出上述作用,在后续的实证研究中也进一步分析了这种现象存在的可能原因。

本文可能的贡献主要体现在以下四个方面:(1) 国内有关董事会或管理层集权问题的研究往往忽视了中国政治制度下企业党委组织在公司治理中的作用,本文在设定集权这一指标的代理变量时,不仅考虑了西方治理制度下的董事长兼任总经理形成的决策制定权与决策控制权合一的问题,而且结合中国政治制度考虑了董事长兼任党委书记导致的决策制定权与决策监督权合一的现实问题,丰富了集权决策的研究视角和内涵。(2) 相较前人在董事会监督职能方面的研究,本文进一步加深了人们对于董事会决策职能的认识以及董事会对于公司兼并收购等重大经济决策的影响;与其他单纯基于代理问题的董事会职能研究相比,本文将信息经济学领域的组织信息传递理论与决策权分配较好地融入董事会治理功能的研究,拓宽了并购决策领域的研究视角与理论支撑。(3) 本文使用了商誉减值这一事后会计指标作为衡量并购决策效率的代理变量,这也使得我们能够更客观地观测到被购买方长期财务绩效是否达到购买方的预期。此外,本文也使用了并购事件公告窗口的累计超额收益(CAR)这一传

统度量并购效率的市场回报指标进行相应的稳健性检验,增加了本文研究结论的稳健性与可靠性。(4)本文为中国上市公司董事会制度建设尤其是董事间决策权力的分配提出了改进的建议,同时考虑了上述公司治理问题对企业会计后果的影响,包括商誉会计准则的制定、并购定价与商誉估值公允性、商誉后续减值测试以及对相关信息披露制度的反思,有助于促进并购过程中对投资者利益的保护。

二、准则背景、理论分析与研究假设

(一) 商誉会计准则的制度背景

自财政部2006年颁布新企业会计准则并与国际会计准则趋同以来,我国会计准则的制定在会计目标、确认计量方面都进一步强化了会计信息决策有用的要求。其中,非同一控制下企业合并对于商誉的确认和计量也更加充分地体现了企业并购决策的经济后果。根据会计准则的定义,购买方在购买日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在合并财务报表中确认为商誉。具体地说,购买方在收购被购买方之时,对被购买方资产组存在一种并购协同效应带来的未来现金流或超额经济收益的预期,这个预期使得购买方愿意以超过被购买方可辨认净资产公允价值份额的金额收购被购买方,因此购买方在购买日支付的对价与被购买方的可辨认净资产公允价值份额的差额导致了并购溢价,并在编制合并财务报表时以商誉的方式列报在合并资产负债表当中。在每个资产负债表日,审计师会要求购买方提供被购买方资产组不存在商誉减值的证据。如果被购买方资产组未能达到并购决策制定时的决策者期望收益,则需要根据投资份额以及被购买方资产组的账面价值与可回收金额的差额计提商誉减值。⁴被购买方资产组可回收金额与账面价值的差额越大,则意味着并购后业绩的实现与决策制定时期期望收益的差距越大,因此在决策的经济性上体现为低效率,在会计后果上表现为计提商誉减值损失。从理论上讲,可能存在两类问题导致上述会计后果:其一,代理问题。董事会作为受托人与股东的目标函数不一致,二者利益冲突会导致受托人通过掏空或堑壕进行私人收益的攫取而做出对委托人不利的并购决策和高估的并购

⁴ 与商誉相关的资产组或资产组组合存在减值迹象的,应当首先对不包含商誉的资产组或资产组组合进行减值测试并确认是否存在减值损失;然后再对包含商誉的资产组或资产组组合进行减值测试。

溢价(Bae et al., 2002; 李姝等, 2009)。其二, 信息不对称问题。即使代理问题不存在或较轻, 信息获取的数量、质量以及成本等问题也会直接影响到董事会或管理层的并购决策效率(Luybaert and Van Caneghem, 2014; Malenko, 2014), 并最终在商誉减值测试中反映出并购的会计后果。然而, 一方面由于中国商誉减值的会计准则实施相对于美国以及国际会计准则的实施较为滞后, 另一方面国内对于商誉以及商誉减值的研究也大都处在规范性认知的阶段(李玉菊等, 2010; 杜兴强等, 2011), 较少使用实证的方法(郑海英等, 2014)去检验商誉的经济实质与商誉减值的会计后果。相比国外学术界对于商誉准则实施效果的大规模经验研究(Henning et al., 2004; Hayn and Hughes, 2006; Chambers, 2007; Jarva, 2009; Petersen and Plenborg, 2010; Gu and Lev, 2011; Ramanna and Watts, 2012; Filip et al., 2015; Zhang, 2016; Li and Sloan, 2017)以及我国监管机构和实务界的焦点关注(证监会公告[2012]42号; 证监会2013年上市公司年报会计监管报告;《证券市场周刊》, 2015年4月; 中国国际金融公司市场策略研究, 2016年1月)⁵, 国内学术界对于商誉会计的实证研究还未形成足够的重视。

从国外商誉会计准则的发展历程来看, 美国财务会计准则委员会(FASB)在2001年颁布的SFAS 142中率先提出了各会计年度实施商誉减值测试的要求。在此之前, 商誉被要求在一定的会计期间内进行分期摊销, FASB发现摊销作为商誉的后续计量方法不能可靠地反映此类资产的经济实质与内在价值, 而且摊销法对于减值的确认也不够及时。因此, 相较之前的计量方式, SFAS 142对于商誉减值的及时性与金额计提提供了更为详细的指引。相应地, FASB相信减值测试应该可以更好地向投资者提供与商誉相关的预期盈利及现金流变动信息。Chen et al. (2004)较早地研究了新准则能否提升商誉会计信息的及时性与价值相关性, 他们运用收益估值模型(RVM)与价值相关性模型(VRM)进行检验后发现, SFAS 142的实施的确为市场带来了更为及时且与价

⁵ 证监会公告[2012]42号包括下述内容: 注册会计师应当根据风险评估结果和确定的重要性水平, 执行必要的资产减值准备测试程序, 重点关注以下事项: 金融资产、长期股权投资、商誉、长期闲置固定资产、停建在建工程等是否存在减值迹象; 证监会2013年上市公司年报会计监管报告提到, “企业会计准则规定, 企业合并形成的商誉, 无论是否存在减值迹象, 每年都应当进行减值测试。年报分析中发现, 部分公司在非同一控制下企业合并中确认了较大金额的商誉。期末, 如被收购方未实现业绩承诺, 除影响企业合并交易中或有对价的确认和计量外, 该事实的存在很可能表明商誉存在减值迹象, 但相当部分公司未对商誉计提减值, 也未披露是否经过减值测试”; 中国国际金融公司市场策略研究2016年1月以商誉专题研究报告的方式提出, “并购光环下的盲区: 商誉减值风险显现。高价并购导致商誉占比跃升, 被收购企业若无法兑现承诺, 将带来商誉减计风险”。

值相关的商誉会计信息。鉴于摊销法下的商誉减值确认与计量可能给予了管理层过多的自由裁量权, Henning et al. (2004) 从 SFAS 142 在商誉计量的可靠性与及时性改进两个方面入手, 以执行 SFAS 142 的美国公司和执行英国会计准则 SSAP 22 的英国本土公司为研究对象, 比较研究了两种不同会计规则下商誉减值金额计提的可靠性与及时性。他们分别使用了市场模型 (MM) 以及剩余收益模型 (RIM) 去检验模型预测的结果与商誉资产的账面价值变动是否存在显著相关性。结果发现如果只考虑商誉的初始入账价值, 美国公司的减值金额与英国公司的重新估值金额 (revaluation) 均超出了模型预测的金额; 一旦考虑了并购后各期商誉减值的情形, 不论美国公司的减值金额还是英国公司的重新估值金额与模型预测金额均无显著差异。他们认为该结果支持了如下结论: 并购后公司业绩的变动向市场提供了与商誉价值变动相关的信息, 而且管理层难以操纵商誉减值的金额。这意味着 SFAS 142 在限制管理层操纵商誉减值金额方面并没有特殊优势, 因为 SFAS 142 之前的准则或 SSAP 22 也可以做到保障减值金额的可靠性。但是, 他们还发现在执行 SFAS 142 之前, 一大部分美国公司在准则过渡期内发布了商誉减值公告, 而英国公司在面临较强的股东监督压力时也更加倾向于对商誉进行重新估值, 这也说明尽管 SFAS 142 在商誉减值金额计提方面未产生重大实质性改变, 但是却降低了公司延期确认减值的可能性, 进而提高了商誉减值确认的及时性。

类似于美国通用会计准则 (GAAP), 国际财务报告准则 (IFRS) 对于并购形成商誉的后续计量也经历了从使用寿命期摊销法到各年度减值测试法的变革。Petersen and Plenborg (2010) 以国际会计准则理事会 (IASB) 2004 年修订的 IAS 36 为背景⁶, 使用问卷法调查哥本哈根股票交易所的上市公司, 研究公司是如何按照 IAS 36 的要求实施商誉减值测试的, 哪些因素导致准则实际执行中出现了偏差。他们调查了两个主要问题: 公司如何界定现金产出单元 (CGU) 以及如何计量现金产出单元的可回收金额。他们发现商誉减值测试并未形成一种通用的实践方法, 公司规模、商誉大小、通用的估值模型、审计师估值经验、操作手册这五大要素决定了商誉减值测试能否保持较高的准确度以及较好的连贯性。此外, 现金产出单元界定以及商誉估值使用税前折现率 (pre-tax) 还是税后折现率 (after-tax) 也是需要准则制定者进一步考虑的问题。Hayn and Hughes (2006) 基于 SFAS 142 的执行背景检验了并购主体的财务信息披露能

⁶ 中国财政部 2006 年会计准则改革实现了同 IASB 国际会计准则的实质性趋同, 其中 CAS 8 资产减值 (包括商誉减值) 便主要参照了 IAS 36 的资产减值准则。

否帮助投资者有效预测未来期间的商誉减值。他们使用了代表并购特征的指标(并购溢价、公告期股票收益等)与主并公司并购日后经营分部的财务业绩指标(资产收益率、营业收入增长率等)作为预测商誉减值的财务信息,并认为商誉减值可以作为追踪(tracing)并购业绩的一个指标,而且使用并购后的三年或四年作为商誉减值的观测期比较合适,因此商誉是否减值以及减值金额可以作为事后度量长期并购效率的一类会计指标,是否减值与减值金额的大小也是并购效率高低的一个外在表现。他们研究发现并购日后的财务信息披露不足以向会计报告使用者提供充分的关于未来商誉减值的消息,而并购溢价等公告日指标在预测商誉减值时具有更强的解释能力。在 SFAS 142 下由于经营分部与相应报告单元(reporting unit)的识别较为困难,这加剧了投资者和审计师在判断商誉是否减值和评估商誉公允价值方面的难度,并可能增加管理层操纵商誉减值损失金额以及延期确认损失的机会主义行为,因此难以断定 SFAS 142 能够有效地提升商誉减值信息的有用性与可靠性。除此之外,评估困难还会造成商誉虚高以及公司的错误估值,进而导致资产错误定价、降低资源配置效率(Li and Sloan, 2017)。由此可见,不论是 IAS 36 对于商誉可回收金额的估值还是 SFAS 142 对于商誉公允价值的估值操作都存在相当的模糊性和难度,毕马威会计师事务所(KPMG)在其 2010 年发布的研究报告中也指出,“并购方对于被购买主体未来协同效应与成长性的过度乐观以及后续整合成本的低估等错误判断可能会导致重大的商誉减值风险”。

Li et al. (2011)指出,自 SFAS 142 生效并要求企业定期执行商誉减值测试以后,商誉减值的浪潮开始在很多著名的公司中席卷开来,比如 AOL 时代华纳公布了令人震惊的数十亿美元商誉减值损失。他们认为商誉减值损失的估算主要基于管理者对于并购主体未来现金流量的预测并从三个方面观测了商誉减值的经济后果:首先,检验了商誉减值信息是否向市场参与者提供了新的有用信息而且信息含量是如何随着会计管制规则的变迁而变化的;其次,商誉减值损失是否伴随着相应的会计业绩恶化进而阐明商誉减值的本质;最后,将商誉减值追溯到起初的并购事件,进一步检验商誉减值的规模是否与并购支付的溢价存在显著相关关系。他们猜测:相较 SFAS 121,按照公允价值计量且定期进行减值测试的 SFAS 142 在商誉减值金额的计量上应该更为精确和及时,并且市场对于此类信息的反应也应该更加强烈。虽然市场在不同准则背景下均对商誉减值公告向下修正了预期,但是却发现 SFAS 121 的市场反应更加强烈。他们进一步认为这可能是在 SFAS 142 下商誉减值测试更加频繁而导致平均每

次的减值规模降低,因此市场的反应就不会像 SFAS 121 下一次巨额披露的影响那么强烈。他们还发现分析师在观察到商誉减值信息后向下修订了盈利预测,这也表明商誉减值可能包含公司未来业绩变差的管理层私有信息。此外,研究结果还表明商誉减值与随后两年的销售增长、利润增长呈现出显著的负相关关系,这意味着商誉减值成为公司未来获利能力下滑的一个先行指标,它与 Godfrey and Koh (2009)的研究发现较为接近,即商誉减值与公司未来的投资机会显著负相关。最后,他们发现并购支付的溢价与随后的商誉减值规模呈现显著的正相关关系,这也表明过高的并购溢价很可能导致接下来商誉减值事件的发生,该结论与 Shleifer and Vishny (2003)提出的 SV 模型相吻合:如果并购支付的对价小于并购带来的协同效应(synergies),即并购在未来产生的净现金流量或节约的成本大于并购支付的对价,便可以避免以后会计期间的商誉减值,反之则会导致商誉减值的会计后果。Gu and Lev (2011)以 eBay 公司收购 Skype 公司为研究的出发点,发现并购事件发生之后 eBay 公司的股票价格出现了崩塌式的下跌,他们认为这一现象的背后原因是 eBay 公司使用了虚高估值的股票进行收购,股份支付的金额远大于并购协同效应带来的收益,这引发了日后巨额商誉减值损失的计提行为。他们使用了行业调整后的市盈率、可操作性应计盈余以及股票发行后的相对收益率这三类指标作为股票是否过高定价(overprice)的代理变量,研究发现过高的股票定价更容易导致未来的商誉减值,同时并购后的股票回报也显著为负。因此,他们认为商誉减值是公司投资策略低效的一个信号,也是并购决策不明智的外在表现。此外,他们还考虑了公司治理要素对于商誉减值的影响,进一步的研究发现公司治理弱化引起的代理问题会导致虚高的并购溢价以及更高的商誉初始确认金额。

回顾商誉会计准则的制度变迁历史以及国内外学者对于商誉准则的研究可以发现,商誉作为并购溢价在会计确认与计量上的体现,准则制定者旨在追求和持续改进其估值的可靠性与及时性。当然,不论通过使用者的直觉判断还是实证研究的数据结论都可以观察到商誉年度减值测试方法在提升信息及时性方面的作用;然而,商誉从早期的摊销法变更为减值测试法之后,在初始计量与后续计量上却又面临更为严重的估值可靠性问题(比如交易双方合谋虚增并购估值),这也是实务处理以及市场监管者亟须解决的一个难题。从中国的现实情况来看,商誉减值的不可转回性虽然不能完全解决估值可靠性问题,但也在一定程度上抑制了管理层利用商誉减值操纵盈余的空间,需要进一步解决的问题就是管理层是否会通过与审计师合谋推迟确认商誉减值或是故意降低减

值的金额。从并购后果来看,并购协同效应带来的内在价值与商誉初始取得成本的差异也直接反映了并购决策的效率性。过高的并购溢价会导致高额商誉的形成,而被收购主体在未来期间一旦面临经济政策或经营环境的重要变化,则可能引起该主体现金流量与利润的下滑,进一步影响商誉减值金额的计提。因此,并购在溢价的初始计量上是否理性可靠,会直接关系到商誉在后续计量中是否会发生减值,而并购定价的可靠性及效率既依赖于组织内部决策制定者对标的企业相关信息(比如未来可能面临的经营环境不确定性)的掌握程度,又取决于决策制定者与股东目标函数的一致性,即股东与并购决策者之间的代理问题也会影响并购的决策质量,这也是我们接下来要深入讨论的话题。

(二) 董事会决策权配置与并购效率:研究假设的提出

董事会作为公司治理的主体,在公司的并购重组等关键决策中扮演着至关重要的角色(Malenko, 2014)。在探讨和评价并购价值创造的驱动因素及并购绩效时,一部分研究聚焦于多元化及协同效应、战略拟合、产业演进与产业关联度、政治关联等非治理因素的视角(Andrade et al., 2001; Harford, 2005; Kropf and Robinson, 2008; Hoberg and Phillips, 2010; 周绍妮、文海涛, 2013; 张雯等, 2013);也有部分学者从治理要素的视角进行研究,发现股东控制权、高管私有收益、高管个人风格以及董事的职能与社会特征等治理要素对并购绩效或效率也存在显著的影响(Cremers and Nair, 2005; Moeller et al., 2005; 蒋弘、刘星, 2012a; 田高良等, 2013; 刘春等, 2015)。尽管已有较多的文献从监督职能乃至咨询功能的视角来研究董事对于并购绩效的影响(李善民等, 2009; 陈仕华等, 2013),但是很少有学者从董事的决策职能去探究董事会决策权配置对并购效率的影响及其会计后果。按照本文的思路设计,在研究董事会决策权配置如何影响并购效率时,我们首先需要辨别不同产权性质下董事会决策权在组织内部是以分权还是集权的形式分配,然后深入分析决策权集中度、决策权制衡度下企业组织的代理问题以及信息传递问题对董事会决策效率的影响,之后再进一步研究董事会成员的财务背景以及与之相伴的知识型决策是否影响并购效率、对上市公司商誉减值的会计后果存在何种作用,同时针对上述一系列问题提出相应的研究假设。

青木昌彦、张春霖(1994)以转轨经济中的内部人控制现象为研究问题,提出了基于不同产权性质的内部人控制的定义,“在私有化的场合,多数或相当大量的股权为内部人持有;在企业仍为国有的场合,在企业的重大战略决策中,内

部人的利益得到有力的强调”。从中国的现实情况来看,有别于西方国家上市公司企业股权高度分散情形下董事会制衡经理层的情形,中国上市公司更多地表现为两类内部人控制:以国有企业为代表的高管控制和以民营企业为代表的大股东控制。从组织内部权力架构来看,国有企业和民营企业均保留了现代公司治理制度下的董事会班子与经理人班子;此外,鉴于中国党政合一的政治体制,国有企业内部均设立了党委组织,同时部分民营企业也设立了党委组织。在国有企业当中,董事长和总经理往往由相应的政府监管部门(比如,各级政府下属的国资委)直接任命,党委书记则由上级党委组织任命,这样便形成了董事长、总经理、党委书记为代表的国有企业权力体系的“三驾马车”。按照《中央组织部、国务院国资委党委关于加强和改进中央企业党建工作的意见》⁷(2004)的规定,国有企业党组织参与企业重大问题决策,要坚持和完善“双向进入、交叉任职”的企业领导体制,也就是说除了公司法规定的董事会与经理层职能格局,党委在国有企业中也发挥着决策参与的职能,这种体制被视为实现公司治理与党组织政治核心作用有机结合的有效途径。从决策权的配置结构来看,董事会被赋予了现代公司治理制度中的决策制定权与监督权,经理层则被赋予了决策执行权,那么在中国特色政治制度下党委组织在国有企业(或部分民营企业)中是以什么样的角色参与决策及治理的呢?现有的普遍观点是决策监督角色(马连福等,2013;陈仕华、卢昌崇,2014),这也意味着国企董事会的一部分决策监督权限由企业党委组织分担,尤其在参与企业重大投资、并购重组等相关活动时党委组织也显得更为重要。从国内外已有研究文献来看,董事会权力度量的切入点往往是观察董事长与总经理两职合一(duality)现象是否存在于企业组织内部(Finkelstein,1992;Finkelstein and D'Aveni,1994;Rashid,2013;Duru et al., 2016)。另外,考虑到中国政治体制下的国有企业党委治理特色和并购事件对于企业的重大影响,因此在测度董事会内部集权程度和董事长个人权力大小时,我们不仅要考虑董事长与总经理两职合一的状况,还要判断董事长是否兼具其他权力特征,比如其是否兼任企业党委书记。基于上述背景,本文也将决策集权定义为两种形态:董事长兼任总经理或董事长兼任党委书记,它们各自代表董事会决策制定权与执行权的高度集中以及决策制定权与监督权的高度集中。那么,相较权力分散的情形,董事会集权决策会导致并购效率的高还是低呢?

⁷ 《中央组织部、国务院国资委党委关于加强和改进中央企业党建工作的意见》指出,“建立和完善企业党组织参与重大问题决策的机制,坚持和完善‘双向进入、交叉任职’的企业领导机制,国有企业的党委成员可以通过法定程序分别进入董事会、监事会和经理班子,董事会、监事会、经理班子中的党员可以依照党章及有关规定进入党委会……”。