

并购交易特征因素对合并 对价分摊至商誉的影响研究

黄 勇 张启伟 张玉洁

摘 要：随着企业并购浪潮的兴起，许多企业在完成并购后会形成商誉。过高的商誉会导致企业在并购后的商誉减值测试中承担巨额商誉减值损失。为了探讨并购交易特征对合并对价分摊至商誉的影响，本文从企业经济特点及企业并购特点入手，构建理论研究模型，并选取 2016 年 1 月 1 日至 2021 年 4 月 1 日重大资产重组中的 200 个并购事件进行统计和分析。研究结果表明，商誉与固定资产和无形资产、同行业并购、并购溢价率正相关，而与友好并购负相关。本文的研究结论对于增强减值测试的有效性与公正性，以及保障会计信息的真实性和透明度具有重要意义。

关键词：商誉；合并对价分摊；商誉减值；企业并购；并购交易特征

一、问题提出

商誉是企业并购过程中，为了获得更多的品牌、技术、市场份额等，支付超过被并购企业净资产公允价值部分所形成的资产。商誉的形成，在一定程度上可视为市场及投资者对企业未来增长潜力的积极预期。然而，这并不意味着所有商誉的形成均源自正当理由。部分企业的商誉可能因未适当分摊合并对价或企业管理层基于不良投机动机而导致估值过高。并购可以产生协同效应，能够在未来给企业带来超常收益，增加企业的市值（Ansoff, 1965）。已有研究显示，在并购事件后的三年，受到协同效应促进的企业绩效普遍会有显著提升（冯根福和吴林江，2001）。对于那些未能获得绝对控股地位或在投资者权益保护方面表现不足的企业，其绩效则可能会遭受负面影响。若企业未能实现并购时预设的业绩目标，极有可能面临商誉减值的风险，此举将直接影响企业当年的净利润表现，甚至出现亏损状况。

2006 年，财政部发布的《企业会计准则第 8 号——资产减值》对商誉的后续计量作出了具体规定：企业在初步确认商誉后，应将商誉价值认定为成本减去累计减值准备后的余额。此外，对于因企业合并而形成的商誉，不管是否存在减值迹象，均需要每年进行一次减值测试，并应对那些不再带来超额收益的商誉

作者单位：黄勇，泰安市住房公积金中心；张启伟，中国银行泰安分行；张玉洁，青岛市人民医院。

部分进行冲销。尽管此规定对于维护会计信息的真实性与公允性具有积极意义，但在实践过程中也暴露出若干问题。一是操作复杂性。执行该减值测试流程步骤复杂，不仅消耗大量时间，而且需要较高的经济成本，这对于许多企业来说是一大负担。商誉减值评估的复杂性体现在影响因素的多样性上，这些因素包括基于会计收益的首席执行官（CEO）薪资、管理团队变动、公司当年的财务表现等（Anantharaman, 2015）。鉴于需要权衡诸多变量以进行客观、公平且精确的商誉减值额度判定，这一过程极具挑战性，结果是能有效进行此类评估的机构数量有限（李玉菊，2010）。二是关于主观判断的余地。在执行商誉减值测试时，存在明显的主观性，管理层或许会通过调节计提的商誉金额，进而操纵公司当年的业绩表现（谢德仁等，2016）。面对这些挑战，探索和实施改进策略及优化手段变得尤为关键。这是增强减值测试的有效性、公正性，保障会计信息的真实性和透明度的重要方式。

二、理论分析及研究假设

（一）并购标的资产的特征对合并对价分摊至商誉的影响

商誉的形成根植于企业间的并购活动，它不仅反映了并购双方的经济实质和未来发展预期，而且受到双方经济特征（如公司规模、资本结构等因素）的影响。在众多并购交易特征中，固定资产和无形资产作为交易的核心资产，最为直观地展示了一家公司的规模及其发展潜力。从本质上看，商誉代表了对公司预期超额利润的当前价值评估（Ansoff, 1965）。买方在认定其对目标企业的投资，相较于其他具有类似风险的投资渠道，能够带来更高的超额回报时，便可能会为此支付额外的并购溢价，从而形成商誉。

超额收益的成因多样，包括稳定的客户群体、和谐的员工关系、先进的技术实力、杰出的管理团队等。这些元素主要属于无形资产的类别，对其价值的评估通常较为复杂。当买方预期通过并购活动能够实现更优的未来业绩并据此提高购买价格时，商誉金额也会增加（Bugeja & Loyeung, 2015）。一般而言，若并购标的方具有更高的资产价值，特别是在固定资产和无形资产的价值方面，往往意味着该公司运营状况良好、发展前景较佳、风险较低，因而更可能在并购后产生协同效应（翟进步等，2010）。出于这些考虑，买方通常更倾向于为此类企业支付额外的溢价，预计目标公司在并购前的固定资产和无形资产账面价值越高，其产生的商誉价值也将相应越高。

综合以上分析，本文提出以下假设：

H1a：商誉占合并对价的比例与并购标的方拥有的固定资产正相关。

H1b：商誉占合并对价的比例与并购标的方拥有的无形资产正相关。

（二）友好并购对合并对价分摊至商誉的影响

协同效应理论提出了财务协同效应和管理协同效应对并购及其相关商誉确认的潜在影响，强调了企业合并能够带来的各种潜在优势。具体来说，财务协同效应主要体现在企业合并后，通过规模扩大和资源整

合, 可以实现融资成本的降低 (Li & Sloan, 2017)。这种成本下降, 是因为合并后的企业比合并前各自独立运营的企业在融资市场上拥有更强的议价能力, 能够以更低的利率借入资金, 从而有效降低财务费用。此外, 合并还可能提升企业的信用等级, 进一步减少融资成本, 实现财务协同效应 (张俊生和曾亚敏, 2011)。基于降低财务成本目的实施的并购多为友好并购。本文预测友好收购与恶意收购相比, 产生的商誉值可能更低。

综合以上分析, 本文提出如下假设:

H2: 商誉占合并对价比例与友好并购负相关。

(三) 同行业并购对合并对价分摊至商誉的影响

并购交易的特征及其最终效果受到多种因素的影响, 如并购的性质 (友好与否)、支付方式、持续时间等 (Wen & Moehrl, 2016)。然而, 决定并购价值的核心在于其能否实现协同效应, 即并购能否为企业带来额外的价值。仅当并购预期能产生这种协同效应时, 买方才可能愿意支付额外的价格, 从而在财务报表中形成商誉。

并购能否成功取决于双方广泛而深入的协商。在此过程中, 掌握更多关于目标公司的信息, 有助于更加精确地评估资产的公允价值, 进而在一定程度上防止对商誉的高估。当并购双方来自相同行业时, 因为对行业环境有共同的认知, 双方对对方的业务现状及市场展望有一个基本的理解。在此背景下, 关于并购具体事项的协商更可能基于充足的信息展开, 从而降低了信息不对称的可能性。深入挖掘标的企业的关键信息, 特别是影响未来成长的专业数据, 可以促进双方基于共同利益在价格等方面达成共识 (张学勇等, 2017)。处于同一行业的并购还能提升市场份额, 增强企业的议价力量, 预期并购后将带来超额收益。在这种情况下, 通常会出现较大的溢价和商誉。

综合以上分析, 本文提出如下假设:

H3: 商誉占合并对价的比例与同行业并购正相关。

(四) 并购溢价率对合并对价分摊至商誉的影响

在企业并购中, 管理协同效应是一个关键因素, 即通过并购活动实现管理效率和盈利能力提升的潜力。具体而言, 当具备较强管理能力的企业并购管理较为薄弱的企业时, 通过实施资产重组、改革管理制度、调整人员配置等措施, 有可能提升被并购企业的管理效率并增强其盈利水平。这种管理上的协同效应预期常常促使买方支付超出目标公司净资产账面价值的价格, 产生溢价。该溢价实质上反映了买方对实现协同效应预期价值的评估。溢价的产生, 根本上是买方为预期将获得的超额利润支付的额外费用, 即支付价格与目标公司净资产账面价值的差异 (Zang, 2008)。因此, 更高的溢价表明买方支付了更高的价格, 这不仅展示了买方对完成并购后协同效应有着坚定的信念, 同时也预示了商誉金额的相应增长。

综合以上分析, 本文提出如下假设:

H4: 商誉占合并对价比例与并购溢价率正相关。

三、研究设计

(一) 样本选择及数据来源

本文聚焦于2016年1月1日至2021年4月1日中国公司参与的重大资产重组中的并购事件。通过对深圳希施玛数据科技有限公司CSMAR中国经济金融研究数据库的系统检索，筛选出符合研究标准的并购案例。在此过程中，本文首先排除未达到重大资产重组标准的并购事件，进一步剔除数据出现明显错误或不具备代表性的案例，并排除被处以退市警告的企业。经过这一系列的筛选，最终确定了200个样本作为本文的分析对象。

(二) 变量定义

本文纳入研究的变量类型包括被解释变量、解释变量和控制变量。其中，被解释变量为商誉值占合并对价的比例及商誉减值数额占企业总资产的比例。解释变量为公司并购交易特点，包括是否友好并购、并购产生的溢价率、是否为同行业并购、无形资产和固定资产。控制变量则包括并购方的杠杆率、并购方的管理者薪酬、并购的相对规模、并购交易的支付方式、被并购方的市盈率、并购方在被并购方所占股比等。此外，本文将固定资产与合并对价的比值取对数（记为*LX*）处理，作为最终的数据表现形式。各变量设定如表1所示。

表1 变量设定

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	商誉	<i>GV</i>	商誉值与合并对价的比值
解释变量	友好并购	<i>FY</i>	被并购方发起或收购方向董事会而不是股东发起的收购记为友好收购，标记为1，否则为0
	溢价率	<i>PM</i>	并购方支出价值与净资产账面价值之间差额占净资产账面价值的比例
	同行业并购	<i>SD</i>	并购方与被并购方处于同一行业则记为1，反之记为0
	无形资产	<i>WG</i>	被并购方可辨认无形资产与合并对价的比值
	固定资产	<i>LX</i>	被并购方可辨认固定资产与合并对价的比值
控制变量	杠杆率	<i>BV</i>	并购方最近财务报表中总资产和所有者权益的比值
	管理者薪酬	<i>BS</i>	如果公司管理者收入与公司利润正相关，则该变量标记为1，反之为0
	相对规模	<i>RE</i>	并购方与被并购方净资产账面价值比值的对数
	支付方式	<i>PH</i>	并购的交易方式完全为现金支付记为1，反之记为0
	市盈率	<i>PE</i>	被并购方合并前的市盈率
	买时股比	<i>PT</i>	并购完成时并购方在被并购方所占的股权比例

(三) 模型构建

本文构建如下模型, 并使用截尾回归 (Tobit) 模型对影响合并对价分摊至商誉的因素分别进行回归分析:

$$GV = \alpha + \beta_1 LX + \beta_2 BS + \beta_3 RE + \beta_4 BV + \beta_5 PH + \beta_6 PE + \beta_7 TD + \beta_8 PT + \varepsilon \quad (1)$$

$$GV = \alpha + \beta_1 WG + \beta_2 BS + \beta_3 RE + \beta_4 BV + \beta_5 PH + \beta_6 PE + \beta_7 TD + \beta_8 PT + \varepsilon \quad (2)$$

$$GV = \alpha + \beta_1 FY + \beta_2 BS + \beta_3 RE + \beta_4 BV + \beta_5 PH + \beta_6 PE + \beta_7 TD + \beta_8 PT + \varepsilon \quad (3)$$

$$GV = \alpha + \beta_1 SD + \beta_2 BS + \beta_3 RE + \beta_4 BV + \beta_5 PH + \beta_6 PE + \beta_7 TD + \beta_8 PT + \varepsilon \quad (4)$$

$$GV = \alpha + \beta_1 PM + \beta_2 BS + \beta_3 RE + \beta_4 BV + \beta_5 PH + \beta_6 PE + \beta_7 TD + \beta_8 PT + \varepsilon \quad (5)$$

其中, ε 为随机扰动项, 其余变量解释同前。将样本数据代入上述模型, 若系数正负号与假设一致且通过了稳健性检验, 则说明假设成立。

四、实证分析

(一) 描述性统计

为了进行深入的分析, 本文设置了六个控制变量, 这些变量旨在剔除其他因素对研究结果可能产生的影响, 从而更准确地评估并购事件本身对企业商誉和绩效的影响。接下来, 通过企查查、巨潮资讯网等多个权威信息来源, 搜集了并购事件相关公司发布的《重大资产重组交易报告书》《拟出售标的资产评估报告》等重要文件, 以获取各项事件的详细数据。利用软件 Stata 对筛选的数据进行了描述性统计分析 (见表 2), 为进一步的相关性分析和回归分析奠定基础。

表 2 描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
<i>GV</i>	198	36 257.200	218 293.200	-3.999	1 384 301
<i>LX</i>	195	-1.263	5.254	-16.858	21.507
<i>WG</i>	198	1 421.579	7 594.301	0	44 694.200
<i>FY</i>	200	0.695	0.307	0	1
<i>SD</i>	199	0.738	0.440	0	1
<i>BV</i>	163	2.767	3.920	-7.546	14.592
<i>RE</i>	146	0.531	1.552	-3.975	2.892
<i>PM</i>	197	1.790	4.871	-6.207	23.226
<i>BS</i>	200	0.410	0.493	0	1

表2(续)

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
<i>PH</i>	200	0.860	0.347	0	1
<i>PE</i>	199	6.742	14.362	0.801	85.463
<i>PT</i>	194	63.829	42.594	0	100

通过对 198 起有效并购事件的被解释变量进行观察,发现商誉在合并支付中的比值 (*GV*) 极差很大,最高可达 1 384 301,而最低值仅为-3.999。这一现象表明,随着中国企业并购事件的数量持续上升,不同企业在并购过程中形成的商誉值出现较大差异,具体事件中的比例相差甚远。这种差异导致了较高的标准差 (218 293.200),平均值为 36 257.200。造成商誉值差异如此之大的原因之一,可能在于公司的并购规模不一,资产规模较大的企业在执行并购时,由于预期能够实现更大的协同效应,并且这些大型企业本身财务状况较为强劲,能够为并购支付更高的价格,导致商誉值相应较大。

巨额商誉在并购交易中是一把双刃剑。一方面,它可能代表并购方对被并购企业未来前景的乐观预期,认为该企业将带来超额收益,因此愿意支付高于其净资产价值的额外价格。在这种情况下,商誉被视为对被并购方未来盈利能力的一种投资。另一方面,高额的商誉也可能是并购决策不充分、市场状况评估过于乐观或并购价格谈判不理想的结果,这些因素最终可能导致商誉的形成基础并不牢固。如果发现原先对被并购方的评估过于乐观或存在其他风险因素,可能需要重新商讨交易条款,包括调整交易价格,以避免未来出现大规模商誉减值的风险。

同行业并购 (*SD*) 的总体均值为 0.738,高于 0.500,说明在当前所选样本中,同一行业并购的企业居多。同一行业内企业间的并购通常旨在通过规模扩张、提升产能和实现规模经济效益来增强企业的市场竞争力。这类并购允许企业通过整合相似的资源 and 运营能力,优化生产流程和成本结构,进而提高整体的效率和盈利能力。

(二) 相关性分析

对全部影响因素利用软件 Stata 进行相关性分析,分析结果如表 3 所示。

表 3 相关性分析结果

变量	<i>GV</i>	<i>LX</i>	<i>WG</i>	<i>FY</i>	<i>SD</i>	<i>BV</i>	<i>RE</i>	<i>PM</i>	<i>BS</i>	<i>PH</i>	<i>PE</i>
<i>GV</i>	1.00										
<i>LX</i>	0.17**	1.00									
<i>WG</i>	0.24**	0.45**	1.00								
<i>FY</i>	-0.15**	-0.05	-0.06	1.00							

表3(续)

变量	<i>GV</i>	<i>LX</i>	<i>WG</i>	<i>FY</i>	<i>SD</i>	<i>BV</i>	<i>RE</i>	<i>PM</i>	<i>BS</i>	<i>PH</i>	<i>PE</i>
<i>SD</i>	0.10*	0.03	-0.02	0.05	1.00						
<i>BV</i>	0.04	-0.00	0.13	0.01	-0.10	1.00					
<i>RE</i>	-0.05	0.02	0.04	0.05*	0.17*	0.08	1.00				
<i>PM</i>	-0.06**	0.09*	0.05*	-0.5	0.02*	-0.02	0.02	1.00			
<i>BS</i>	-0.02	-0.02	-0.07	-0.06	0.02	0.09	-0.02	0.00	1.00		
<i>PH</i>	0.02	0.06	0.08	0.39	-0.03	-0.02	0.03	0.05	0.02	1.00	
<i>PE</i>	0.06	0.08	0.11	0.10	0.11	-0.02	-0.11	0.012	0.12	0.11	1.00
<i>PT</i>	0.01*	0.02	0.04	-0.08	-0.03	0.16	0.05	0.04	0.06	0.06	0.11

注:**表示在1%水平(双尾)相关性显著,*表示在5%水平(双尾)相关性显著。

由表3可知,在1%的显著性水平上,商誉在合并支付总额中的比值(*GV*)与固定资产在合并支付总额中的比例的对数(*LX*)、无形资产在合并支付总额中的比例(*WG*),以及并购产生的溢价率(*PM*)之间存在正相关关系。这意味着,当固定资产或无形资产在合并支付中所占比重增加,或者并购溢价率提高时,商誉占合并支付总额的比例也随之增加。

同时,商誉在合并支付中的比值(*GV*)在1%的显著性水平上与企业进行友好并购(*FY*)负相关。这表明,在友好并购的场景下,商誉在合并支付总额中的比例通常较低。

此外,在5%的显著性水平上,商誉在合并支付总额中的比值(*GV*)与企业进行同行业并购(*SD*)正相关。这表明,当企业进行同行业并购时,商誉在合并支付总额中的比例通常更高。

尽管相关性分析能够提供一些基本的结论,但它只能提供较为初步的分析结果。为了深入探究各影响因素对商誉影响的具体细节,本文将采用回归分析方法进行进一步的研究。

(三) 回归分析

本文利用软件Stata,分别对各解释因素与控制变量进行截尾回归分析,分析结果如表4所示。

表4 模型回归结果

变量	<i>GV</i>				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>LX</i>	0.039** (0.029)				
<i>BV</i>	0.056* (0.029)	0.014 (0.641)	0.007 (0.631)	0.010 (0.492)	0.018** (0.010)

表4(续)

变量	GV				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>RE</i>	-0.021 (0.615)	-0.018 (0.650)	-0.030** (0.014)	-0.037* (0.020)	-0.051** (0.014)
<i>BS</i>	-0.037 (0.772)	-0.061 (0.630)	-0.013 (0.917)	-0.041 (0.750)	-0.053 (0.733)
<i>PH</i>	0.030 (0.858)	0.074 (0.652)	-0.095 (0.598)	0.044 (0.793)	0.025 (0.879)
<i>PE</i>	0.004** (0.002)	0.004* (0.002)	0.002 (0.654)	0.002 (0.730)	0.002 (0.617)
<i>PT</i>	-0.001 (0.749)	0.000 (0.948)	0.000 (0.924)	0.000 (0.928)	-0.000 (0.859)
<i>SD</i>				0.230* (0.091)	
<i>FY</i>			-0.381* (0.065)		
<i>PM</i>					0.043*** (0.002)
<i>WG</i>		0.003*** (0.001)			
常数项	-0.222 (0.275)	-0.179 (0.364)	-0.395* (0.098)	-0.347 (0.152)	-0.232 (0.243)
<i>Sigma_</i> 常数项	0.757*** (0.000)	0.743*** (0.000)	0.745*** (0.000)	0.764*** (0.000)	0.744*** (0.000)
样本量	145	145	145	145	145
$\overline{R^2}$	0.155	0.179	0.108	0.147	0.158

注：列（1）—列（5）分别为模型（1）—模型（5）的回归结果。括号内为标准误，*、**、***分别表示10%、5%和1%的显著性水平。

表4列（1）的回归结果表明，在1%的显著性水平上，并购中形成的商誉占比的增加与固定资产占买支支出比例的增加（*LX*）正相关，其回归系数为0.039，从而支持假设H1a。

此外，在控制变量方面，商誉在合并对价中的占比在10%的显著性水平上与买方企业的杠杆率（*BV*）正相关。这意味着，买方企业的杠杆率越高，其并购中形成的商誉占比也越高。同时，商誉占比在5%的显著性水平上与标的企业的市盈率（*PE*）正相关，表明市盈率越高，商誉占比也越高。

这些分析结果揭示了商誉在合并对价中所占比例与固定资产占比、买方企业杠杆率、标的方市盈率之

间的关系, 为深入理解商誉形成的经济动因提供了有力的数据支持。

表4列(2)的回归结果表明, 在1%的显著性水平上, 并购中形成的商誉占比的增加与无形资产占买方支出比例的增加(*WG*)之间正相关, 回归系数为0.003, 这一结果支持假设H1b。

在控制变量方面, 商誉占合并对价比例在10%的显著性水平上与标的公司的市盈率(*PE*)正相关。这意味着, 标的企业的市盈率越高, 形成的商誉占比也越高。

综上, 商誉在并购支付中所占比重的增加, 与无形资产在买方支出中所占的比重增大, 以及标的公司市盈率的增高有着正相关关系。这反映了无形资产的价值以及市场对标的公司未来盈利能力的预期, 在并购中对商誉形成具有重要影响。

表4列(3)的回归结果表明, 商誉占合并对价的比例在10%的显著性水平上与友好并购(*FY*)负相关, 当企业为友好并购时, 产生的商誉与合并对价比例较低, 回归系数为-0.381。假设H2成立。

表4列(4)的回归结果显示, 商誉占合并对价的比例在10%的显著性水平上与同行业并购(*SD*)呈正相关关系, 即当企业为同一行业并购时, 产生的商誉与合并对价比例较高, 回归系数为0.230。假设H3成立。

表4列(5)的回归结果显示, 商誉在合并支付中的比例在1%的显著性水平上与并购产生的溢价率(*PM*)存在正相关关系。这意味着, 并购中形成的溢价率越高, 产生的商誉相对于合并支付的比例也越高, 且回归系数为0.043, 从而验证了假设H4。

此外, 在控制变量中, 商誉占合并对价比例在5%的显著性水平上与买方与标的方的相对规模(*RE*)负相关, 即买方相对于标的方规模越大, 商誉占比越低。商誉占比也在5%的显著性水平上与买方企业的杠杆率正相关, 即买方企业的杠杆率越高, 商誉所占的比例也越高。

这些分析结果揭示了并购中的溢价率、买方与标的方的相对规模以及买方企业杠杆率对商誉占合并对价比例的影响, 对并购过程中商誉形成因素进行探索。特别是, 并购溢价率的正相关关系强调了溢价对于商誉增加的直接影响, 而买方杠杆率的影响则反映了财务结构对并购决策中商誉形成的影响。

(四) 稳健性检验

为进一步检验回归结果是否稳健, 本文将改变被解释变量的衡量方式, 将商誉占合并对价的比例替换为商誉值的对数, 以探究在被解释变量改变的情况下, 上述结论是否依旧成立。建立被解释变量被替换后的模型如下所示:

$$\log GW = \alpha + \beta_1 LX + \beta_2 BS + \beta_3 RE + \beta_4 BV + \beta_5 PH + \beta_6 PE + \beta_7 TD + \beta_8 PT + \varepsilon \quad (6)$$

$$\log GW = \alpha + \beta_1 WG + \beta_2 BS + \beta_3 RE + \beta_4 BV + \beta_5 PH + \beta_6 PE + \beta_7 TD + \beta_8 PT + \varepsilon \quad (7)$$

$$\log GW = \alpha + \beta_1 FY + \beta_2 BS + \beta_3 RE + \beta_4 BV + \beta_5 PH + \beta_6 PE + \beta_7 TD + \beta_8 PT + \varepsilon \quad (8)$$

$$\log GW = \alpha + \beta_1 SD + \beta_2 BS + \beta_3 RE + \beta_4 BV + \beta_5 PH + \beta_6 PE + \beta_7 TD + \beta_8 PT + \varepsilon \quad (9)$$

$$\log GW = \alpha + \beta_1 PM + \beta_2 BS + \beta_3 RE + \beta_4 BV + \beta_5 PH + \beta_6 PE + \beta_7 TD + \beta_8 PT + \varepsilon \quad (10)$$

分别将数据代入模型（6）—（10），利用 Stata 软件进行回归分析，分析结果如下：

在替换被解释变量后的分析中，商誉在合并支付总额中所占比例与固定资产相对于合并支付的价值比值的对数之间的相关性得以保持，回归系数的正相关关系没有变化，表明固定资产的比值越大，商誉所占的比例也越大。这一发现说明假设 H1a 的结果具有较高的稳健性。

对于无形资产与合并支付比值的对数，商誉所占比例与其之间的相关性依旧存在，但显著性水平从 1% 降至 10%，回归系数略有增加。回归系数的正相关关系未改变，说明无形资产比值的增加仍然正向影响商誉占比。这表明，尽管显著性水平有所下降，假设 H1b 的结果依然显示出一定的稳健性。

此外，商誉占合并支付比例与友好并购的相关性保持不变，显著性水平和回归系数的符号均未发生改变。这一结果表明，在友好并购的情形下，商誉占比趋于增加。因此，可以认为假设 H2 的结果显示了良好的稳健性。

综合以上分析，即使在替换被解释变量后，商誉占比与固定资产、无形资产以及友好并购之间的关系依旧保持相关性，证明了这些假设结果的稳健性，为进一步的研究提供了坚实的基础。商誉占合并对价的比例依然与同行业并购正相关，且显著性水平与回归系数的符号均未发生改变。当企业为友好并购时，商誉占比相对较大，但回归系数相较原回归结果增加幅度较大，并且除同行业并购以外，商誉占比的系数也分别在 1% 与 5% 的水平上与支付方式、买方企业的杠杆率显著为负。综上，可以认为假设 H3 的结果较为稳健。

商誉占合并对价的比例依然与并购产生的溢价率相关，但显著性水平从 1% 降至 5%。回归系数的符号未发生改变，即并购产生的溢价率越大，商誉占比也越大。综上所述，假设 H4 的结果较为稳健。

（五）结果分析与讨论

固定资产的规模不仅反映了一家公司的市场地位和经营稳健性，还是评估其未来发展潜力的一个关键指标。大规模的固定资产通常意味着公司具有较高的市场占有率和较好的经营状况，这在并购中被视为降低风险和稳健发展的信号。

固定资产规模较大的公司在并购谈判中往往拥有较强的议价能力。这是因为这些公司的固定资产不仅可以直接增加产能，还可以通过提高效率、优化生产布局等方式进一步发挥协同效应。因此，买方为获得这些潜在优势和减少并购风险，往往愿意支付高于资产评估值的价格，从而在并购对价中形成较高比例的商誉。

这种现象的存在验证了研究假设，即固定资产规模与买方支出价值之间存在正相关关系。随着固定资产规模的增加，买方为了获得并购目标公司而愿意支付的溢价也相应增加，这导致商誉占合并对价的比例提高。

本文对 200 个并购事件的详细分析揭示了无形资产在并购评估和商誉形成中的重要作用。通过对标的企业资产评估报告的细致审查，发现无形资产主要包括专利权、土地使用权、商标权、人力资源等可量化

的资产类别。这种偏重容易估价的无形资产, 而不是难以确定价值的项目如研发费用, 有助于提高评估结果的准确性。这些无形资产的价值相对容易被量化和认定, 可以有效减少后续进行二次评估的需求, 降低了评估过程中的不确定性。这种评估方法的选择, 不仅提升了财务报告的可靠性, 也为并购决策提供了更为坚实的数据支持, 确保了并购过程的顺利进行和财务健康。

本文分析确认了商誉占比与并购溢价率之间的正相关关系, 与研究假设相符。这一关系说明, 当并购中的买方看好标的企业的未来前景, 认为通过并购能够实现超额收益时, 买方愿意支付高于标的企业净资产账面价值的额外价格, 即溢价。此溢价率的计算方法为: $(\text{买方支出价值} - \text{标的方净资产账面价值}) \div \text{标的方净资产账面价值}$; 而商誉占比的计算则是通过买方支出价值与标的方净资产评估值之差除以买方支出价值来确定。

正相关关系的揭示具有深远的理论与实践意义, 凸显了并购溢价在很大程度上体现了买方对标的公司持有的无形资产、技术创新能力、独特经营模式以及市场上的特殊地位等因素的价值评估。这表明, 并购方认识到这些元素的价值, 并期望通过并购实现的协同效应能够产生超额收益, 从而带来长期的经济回报。

五、结论及建议

(一) 结论

本文基于并购特点提出了五个假设, 并通过选取相关的解释变量和控制变量构建了理论研究模型。实证研究结果表明:

第一, 商誉与固定资产和无形资产的正相关性。企业的资产结构, 特别是拥有较多固定资产和无形资产的企业, 在并购中通常具有较强的资产获利能力和议价能力, 从而能够以较高的价格完成交易, 形成较高的商誉。

第二, 商誉与友好并购的负相关性。友好并购有利于促进更充分彻底的信息交流和更全面细致的企业了解, 有助于买方对并购后可能产生的协同效应和效益进行充分评估, 从而在一定程度上降低不确定性和风险, 使得最终确定的并购价格更加合理, 相应的商誉值也更低。

第三, 商誉占比与同行业并购的正相关性。属于同一行业的企业并购有利于资源的有效整合和市场规模的扩大, 很可能会产生协同效应, 买方因此更可能认为并购具有较高的价值, 愿意支付额外的价格, 从而形成较高的商誉。

第四, 商誉与并购产生的溢价率的正相关性。溢价的产生往往基于买方对标的企业未来超额获利能力的认同, 愿意为预期的协同效应支付更高的价格, 形成较高的商誉值。

这些发现为理解并购中商誉形成的影响因素提供了重要视角, 为并购实践中的定价策略和商誉管理提出了有益指导。在并购决策过程中充分考虑并购双方的资产结构、并购性质、行业背景以及预期的协同效应对商誉形成的影响, 能够更精准地评估并购交易的价值和风险。

(二) 建议

由于企业管理层在商誉确认过程中享有较大的自主决定权,存在着通过调整商誉值以实现企业或个人短期目标的动机,这种行为可能会损害投资者权益,并对资本市场的健康发展造成影响。《上市公司监管指引第8号——上市公司资金往来、对外担保的监管要求》的颁布,标志着监管机构对并购中商誉管理的重视,通过要求无论商誉大小都必须定期进行减值测试,以增加企业在确认商誉时的谨慎性。然而,商誉减值测试的过程不仅复杂而且成本高昂,存在漏洞,需要进一步完善相关法律法规。

为应对这些挑战,本文提出以下建议:

第一,加强监管和法规。应继续完善与并购活动相关的法律法规,明确商誉的评估、确认和减值测试的标准和流程,减少主观判断的空间。此外,应增强透明度和信息披露要求,确保投资者能够获得准确、全面的信息。

第二,强化内部控制和治理机制。企业应加强内部控制系统,确保并购决策过程中有充分的市场调研、财务分析和风险评估。同时,建立健全的决策机制和责任追究制度,确保并购行为符合企业长期发展战略和股东利益。

第三,提高商誉减值测试的效率和科学性。改进商誉减值测试方法,降低测试成本,提高测试的准确性和可靠性;探索利用现代财务技术和大数据分析,优化减值测试流程。

第四,培养专业人才和提升公众意识。加强对财务人员和资产评估师的专业培训,提升专业能力和伦理水准。同时,通过教育和宣传,提高公众对并购中商誉管理重要性的认识。

这些措施可以有效地降低不合理并购行为的发生,保护投资者权益,促进资本市场的稳定和健康发展。

参考文献:

- ANANTHARAMAN D, 2015. Understanding the evolution of SFAS 141 and 142: an analysis of comment letters[J]. *Research in Accounting Regulation*, 27(2): 99-110.
- ANSOFF H I, 1965. *Corporate strategy*[M]. New York: McGraw-Hill.
- BUGEJA M, LOYEUNG A, 2015. What drives the allocation of the purchase price to goodwill? [J]. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(3): 245-261.
- LI K K, SLOAN R G, 2017. Has goodwill accounting gone bad? [J]. *Review of Accounting Studies*, 22(2): 964-1003.
- WEN H, MOEHRLE S R, 2016. Accounting for goodwill: an academic literature review and analysis to inform the debate[J]. *Research in Accounting Regulation*, 28(1): 11-21.
- ZANG Y, 2008. Discretionary behavior with respect to the adoption of SFAS No. 142 and the behavior of security prices[J]. *Review of Accounting and Finance*, 7(1): 38-68.
- 冯根福,吴林江,2001.我国上市公司并购绩效的实证研究[J].*经济研究*, (1):54-61.
- 李玉菊,2010.基于企业能力的商誉计量方法研究[J].*管理世界*, (11):174-175.

谢德仁, 崔宸瑜, 廖珂, 2016. 上市公司“高送转”与内部人股票减持: “谋定后动”还是“顺水推舟”? [J]. 金融研究, (11): 158-173.

翟进步, 贾宁, 李丹, 2010. 中国上市公司收购兼并的市场预期绩效实现了吗? [J]. 金融研究, (5): 133-151.

张俊生, 曾亚敏, 2011. 上市公司内部人亲属股票交易行为研究[J]. 金融研究, (3): 121-133.

张学勇, 柳依依, 罗丹, 等, 2017. 创新能力对上市公司并购业绩的影响[J]. 金融研究, (3): 159-175.

Impact of M&A Transaction Characteristics on the Allocation of Merger Consideration to Goodwill

HUANG Yong, ZHANG Qiwei, ZHANG Yujie

Abstract: With the rise of mergers and acquisitions (M&A), goodwill is generated after the completion of M&A in many enterprises. Goodwill is an asset formed when an enterprise pays more than the fair value of the net assets of the acquired or merged enterprise to obtain more brands, technologies, and market shares during the M&A. Excessive goodwill may lead to huge goodwill impairment losses in the post-merger goodwill impairment test. This paper constructs a theoretical research model based on the characteristics of enterprise economy and M&A to explore the impact of M&A transaction characteristics on the allocation of merger consideration to goodwill. We selected 200 M&A events in major asset restructuring from January 1, 2016 to April 1, 2021 to conduct statistical and analytical models. The findings show that fixed and intangible assets, M&A in the same industry, and M&A premium rate are positively related to the value of goodwill. In contrast, friendly M&A is negatively related to the goodwill. The findings have important implications for enhancing the effectiveness and fairness of impairment testing, as well as safeguarding the truthfulness and transparency of accounting information.

Keywords: goodwill; merger consideration allocation; goodwill impairment; corporate merger and acquisition; M&A transaction characteristics

(责任编辑: 蒋 琰)