

学校编码：10384

分类号__密级__

学号：18420141150642

UDC__

廈門大學

硕士学位论文

商誉之伤：轻资产企业并购溢价财务风险控制
——以华策影视并购克顿传媒为例

Asset-Light Companies' Financial Risk Control on M&A Premium
——An Analysis of Huace Croton Media Merger Case

吴美惠

指导教师姓名：薛祖云教授

专业名称：会计硕士(MPAcc)

论文提交日期：2017年4月

论文答辩日期：2017年5月

学位授予日期：2017年6月

答辩委员会主席：

评阅人：

2017年4月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。

本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

2017年2月8日，证监会在《关于加强对并购重组商誉有关审核及披露的监管的提案》的答复中提出对并购溢价产生的大额商誉进行重点监管，引导并购重组活动的资产估值回归理性水平。在经济新常态的时代背景下，国内产业结构面临调整优化，为了寻求新的经济增长点，政府积极推进供给侧改革以促进产业结构调整升级，企业并购扩张现象不断涌现，无数资本趋之若鹜。并购重组通常被资本市场视作利好消息，促使上市公司的股票价格在短期内上涨，增加股东财富效益，因此并购往往成为企业实现规模扩张，提升价值的手段。“并购如此多娇，引无数资本竞折腰”，在并购热潮下并购市场呈现出“高溢价、高承诺、高风险”三高的怪象，并且集中于影视传媒、互联网、手游、科技等轻资产类型的企业；高额并购溢价产生的巨额商誉减值风险成为业绩雷区，让人防不胜防，大额商誉减值将直接侵吞企业经营成果，拖垮上市公司发展。

本文采用案例分析法，选取华策影视并购克顿传媒案例进行剖析，从会计确认、价值评估以及协同效应三个角度解释其高额并购溢价产生的原因，研究发现轻资产企业净资产的账面价值难以反映企业价值的真正来源，基于未来收益折现的收益现值法也从某种程度上虚高了轻资产企业的评估溢价，以及收购方对并购后实现协同效应的期许产生了高额并购溢价，从而带来大额商誉；紧接着从并购后的市场反应以及轻资产企业在承诺期间的业绩表现详细解析该类型企业因并购溢价产生的商誉减值风险，“高承诺、低兑现”陷阱，并购过程中的筹资与支付风险以及并购整合阶段的财务风险；最后基于风险管控层面，追根溯源，为轻资产企业应对并购溢价伴随的风险提出充分做好尽职调查、多种估值方法相互验证、净化商誉初始确认金额、完善业绩承诺机制等建议，具有现实意义。

关键词：轻资产；并购溢价；商誉；风险

Abstract

On February 8th 2017, CSRC expressed that it would strengthen the supervision of large goodwill formed by mergers and acquisitions to guide the value assessment to a reasonable level. In order to adapt new normal state, the government promotes the supply-side reform actively to drive the adjustment and upgrading of industrial structure. Mergers and acquisitions of enterprises are happening with increasing frequency, thus attracting a large number of capital scrambles for it. Through mergers and acquisitions, listed companies' stock prices will rise sharply, making it become the most common path for most companies to achieve scale expansion and improve enterprise value. High premium, high commitment, and high risk has been discovered on merger market, especially in Media, Game, Technology and other similar asset-light companies. The risk of impairment of large goodwill has become the business performance "minefield", making the enterprise difficult to deal with. Large amount of goodwill impairment will directly swallow down the company's operating profit, which becoming obstacles to the development of company.

This paper uses case analysis method, analyzing Huace Croton media merger case. From three aspects of accounting confirmation, value evaluation and synergy effect, we found that the book value of the net assets of asset-light company can not faithfully reflect the true source of enterprise value. Discounted cash flows method based on the future income discount is also to a certain extent overestimate the value of the assessment of light assets. Otherwise, the acquirer's desire to achieve synergies after the merger has created a high acquisition premium, resulting the formation of large goodwill. Then observing the market reaction after the acquisition and the performance of the asset-light companies, we discussed large goodwill impairment risk, performance risk, financing and

payment risk as well as integration risk. Finally, from the view of risk control, this paper put forward some countermeasures to deal with the financial risks caused by high premium. For example, comprehensive due diligence, a variety of valuation methods, cleaning-up the initial recognition of goodwill amount, and improving the performance of the commitment mechanism will contribute to cope with relevant risk.

Key Words: Asset-light; M&A Premium; Goodwill; Risk

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目录

1 绪论	- 1 -
1.1 研究背景与意义	- 1 -
1.1.1 研究背景	- 1 -
1.1.2 研究意义	- 1 -
1.2 研究内容与方法	- 2 -
1.2.1 研究内容	- 2 -
1.2.2 研究思路	- 2 -
1.2.3 研究方法	- 3 -
1.3 主要创新与局限性	- 4 -
1.3.1 主要创新	- 4 -
1.3.2 局限性	- 4 -
2 企业并购溢价的相关理论与文献综述	- 5 -
2.1 相关理论	- 5 -
2.1.1 并购溢价相关理论	- 5 -
2.1.2 企业价值评估方法	- 8 -
2.1.3 并购财务风险概述	- 10 -
2.2 文献综述	- 12 -
2.2.1 并购溢价文献综述	- 12 -
2.2.2 企业价值评估文献综述	- 14 -
2.2.3 并购溢价财务风险文献综述	- 15 -
3 我国并购市场现状分析	- 17 -
3.1 2011-2016 年我国并购市场发展趋势.....	- 17 -
3.2 轻资产企业并购溢价带来的大额商誉	- 19 -
3.3 轻资产企业商誉减值的四大现象	- 20 -
4 并购溢价的理论分析	- 24 -
4.1 基于会计确认视角	- 24 -
4.1.1 没有买卖就没有商誉	- 24 -
4.1.2 无形资产	- 25 -
4.2 估值泡沫与赢家诅咒	- 26 -

5 轻资产企业并购溢价财务风险控制	- 27 -
5.1 案例简介	- 27 -
5.1.1 并购双方基本情况	- 27 -
5.1.2 并购溢价及业绩补偿安排	- 29 -
5.1.3 并购溢价协同效应	- 32 -
5.1.4 高额并购溢价市场反应	- 33 -
5.2 轻资产企业并购溢价财务风险	- 36 -
5.2.1 商誉减值风险	- 36 -
5.2.2“高承诺、低兑现”风险	- 38 -
5.2.3 融资风险	- 39 -
5.2.4 支付风险	- 40 -
5.2.5 财务整合风险	- 41 -
5.3 轻资产企业并购溢价的财务风险控制	- 48 -
5.3.1 大额商誉减值风险控制	- 48 -
5.3.2 溢价并购融资风险的控制	- 52 -
5.3.3 溢价并购支付风险的控制	- 52 -
5.3.4 财务整合阶段风险控制	- 53 -
6 研究结论与建议	- 54 -
6.1 研究结论	- 54 -
6.2 建议	- 55 -
6.2.1 微观层面	- 55 -
6.2.2 宏观层面	- 57 -
参考文献	- 58 -
致谢	- 63 -

Contents

Chapter 1 Introduction.....	- 1 -
1.1 Research Background and Significance.....	- 1 -
1.1.1 Research Background.....	- 1 -
1.1.2 Research Significance	- 1 -
1.2 Research Contents and Methods	- 2 -
1.2.1 Research Contents	- 2 -
1.2.2 Research Framework.....	- 2 -
1.2.3 Research Methods	- 3 -
1.3 Innovations and Limitations	- 4 -
1.3.1 Innovations	- 4 -
1.3.2 Limitations.....	- 4 -
Chapter 2 Theory and Literature Review	- 5 -
2.1 Correlation Theory	- 5 -
2.1.1 M & A Premium Theory.....	- 5 -
2.1.2 Enterprise Value Evaluation Methods	- 8 -
2.1.3 Summary of Financial Risk of M&A	- 10 -
2.2 Literature Review	- 12 -
2.2.1 Literature Review of Merger Premium	- 12 -
2.2.2 Literature Review of Enterprise Valuation	- 14 -
2.2.3 Literature Review of Merger Premium Financial Risk.....	- 15 -
Chapter 3 Analysis of Current Situation of Domestic M&A Market .-	17 -
3.1 The Development Trend of Domestic M & A Market in 2011-2016	- 17 -
3.2 Large Goodwill Arising from Mergers and Acquisitions Premium	- 19 -
3.3 Four Phenomena of Goodwill Impairment in Asset-Light Companies.....	- 20 -
Chapter 4 Theoretical Analysis of M & A Premium.....	- 24 -
4.1 Based on the Perspective of Accounting Confirmation	- 24 -
4.1.1 No Business No Goodwill	- 24 -
4.1.2 Intangible Assets.....	- 25 -
4.2 Valuation Bubble and Winner Curse	- 26 -
Chapter 5 Asset-Light Companies' M&A Premium Financial Risk Control	- 27 -
5.1 Case Introduction.....	- 27 -

5.1.1 Basic Situation of Both Parties.....	27 -
5.1.2 M & A Premium and Performance Compensation Arrangements	29 -
5.1.3 Merger Premium Synergies	32 -
5.1.4 High M & A Premium Market Reaction	33 -
5.2 Asset-Light Companies' M & A Premium Financial Risk.....	36 -
5.2.1 Goodwill Impairment Risk.....	36 -
5.2.2 Performance Risk	38 -
5.2.3 Financing Risk.....	39 -
5.2.4 Payment Risk.....	40 -
5.2.5 Financial Integration Risk	41 -
5.3 M & A Premium Financial Risk Control.....	48 -
5.3.1 Large Goodwill Impairment Risk Control	48 -
5.3.2 The Control of Premium Merger Financing Risk.....	52 -
5.3.3 Premium Payment Risk Control.....	52 -
5.3.4 Financial Integration Risk Control	53 -
Chapter 6 Conclusions and Recommendations	54 -
6.1 Conclusions.....	54 -
6.2 Recommendations.....	55 -
6.2.1 Micro Level	55 -
6.2.2 Macroscopic View.....	57 -
References	58 -
Acknowledgments	63 -

1 绪论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

新常态下，政府重磅出击，大力推动供给侧改革，在改革热潮的推动下，企业并购扩张现象不断涌现，使得国内并购市场依旧如火如荼，一桩桩看似前途不可限量的并购结合，引无数资本趋之若鹜。并购重组通常被资本市场视作利好消息，促使上市公司的股票价格在短期内上涨，增加股东财富效益，因此并购往往成为企业实现规模扩张，提升价值的手段。随着并购市场上资本的推波助澜，标的企业的评估增值率也水涨船高，高额的并购溢价致使并购商誉节节攀升。然而时间会证明一切，标的企业的业绩不达标情况层出不穷，高额并购溢价产生的大额商誉减值风险好似不定时炸弹，让人防不胜防，大额商誉减值将直接侵吞企业经营成果，拖垮上市公司发展。并购的“蜜月期”终将一去不复返，在时间的检验下一旦标的企业的业绩粉饰被揭穿，出现经营困难，业绩急转直下，则大额商誉的减值风险对企业来说无疑是雪上加霜。

1.1.2 研究意义

在实现企业规模快速扩张的进程中，多数公司对并购扩张情有独钟，虽说并购能够为企业丰富资源，然而盲目的非理性并购不符合企业长远的战略规划，若收购方与标的企业不能协调发展，巨额商誉将会成为业绩雷区。2017年2月8日，证监会在《关于加强对并购重组商誉有关审核及披露的监管的提案》的答复中表示要加强对并购重组形成的大额商誉的监管力度，引导估值回归理性水平。本文在现有研究理论的基础上，从华策影视并购克顿传媒案例切入，探究其形成高额并购溢价的缘由，深入挖掘轻资产类型企业表外资产对并购的影响，发现高额并购溢价给企业带来的财务风险，并在此基础上提出风险应对举措，促进公司更好地发展；与

此同时，也希望为以后涉及此类资产的并购扩张提供借鉴意义。

1.2 研究内容与方法

1.2.1 研究内容

本文抓住近几年我国并购市场呈现出“高溢价、高承诺、高风险”三高的特殊现象进行研究，首先阐述了 2011-2016 年我国并购市场的现状及趋势，发现“三高”现象主要集于影视传媒、互联网、手游、科技等轻资产类型的企业；然后选取华策影视并购克顿传媒案例进行剖析，从会计确认、价值评估以及协同效应三个角度解释其高额并购溢价产生的原因；紧接着从并购后的市场反应以及克顿传媒在业绩承诺期间的表现详细解析该类型企业因并购溢价产生的商誉减值风险，“高承诺、低兑现”陷阱，并购过程中的筹资与支付风险以及并购整合阶段的财务风险；最后基于风险管控层面，追根溯源，为轻资产企业应对并购溢价伴随的风险提出充分做好尽职调查、多种估值方法相互验证、净化商誉初始确认金额、完善业绩承诺机制等建议，具有现实意义。

1.2.2 研究思路

文章的研究框架如图 1-1 所示：

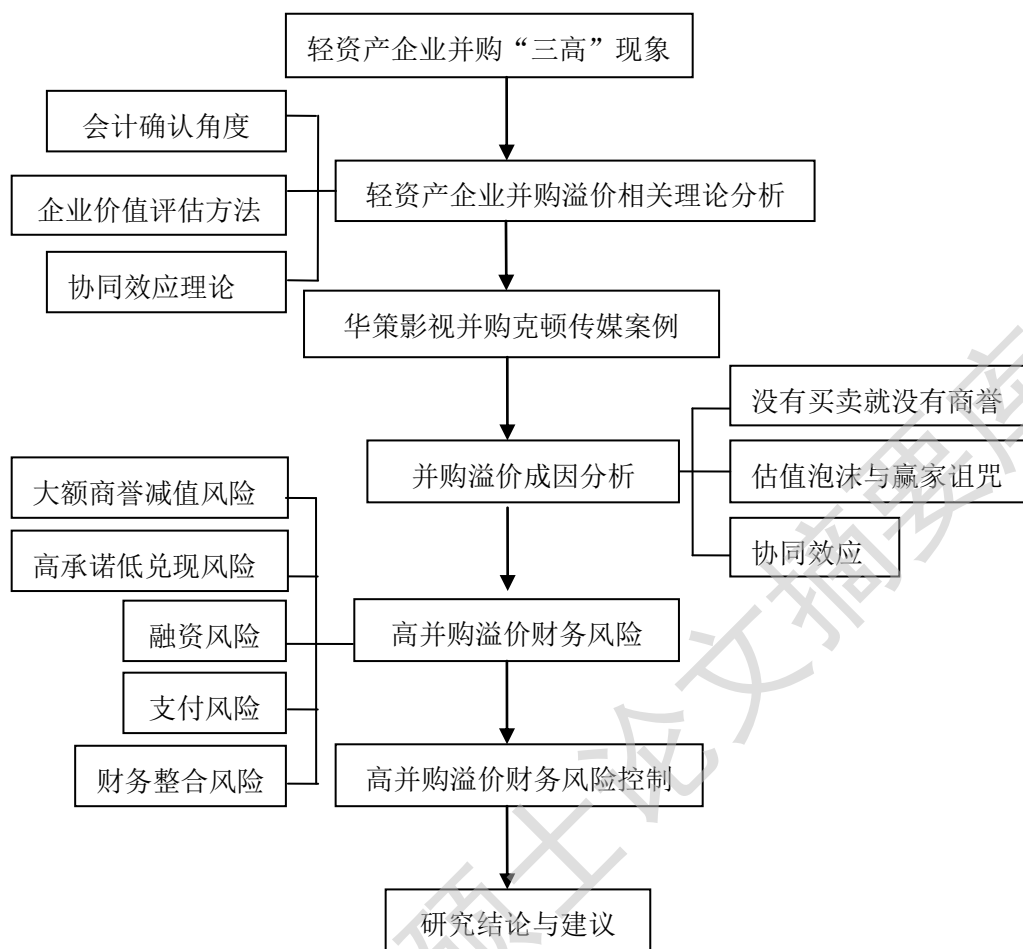


图 1-1：研究框架

1.2.3 研究方法

整体上，文章采用规范研究与案例研究相结合的方法展开，具体包括以下几种方法：

(1) 文献研究法。本文整理总结了国内外与并购溢价相关的文献和理论等研究成果，借鉴其中相关优秀成果作为论文的理论支撑。

(2) 案例分析法。从并购方和标的企业内部出发，收集、分析并整理有关数据资料，深入分析华策影视并购克顿传媒产生高额并购溢价的原因，对其在并购过程中暴露的财务风险给予可行性建议；

(3) 定性分析与定量分析有机结合。在检索数据库得到数据支撑的前提下，收集案例公司内部资料，获取相关信息进行定性分析与定量分析。

1.3 主要创新与局限性

1.3.1 主要创新

学术界对并购溢价的研究大多以并购溢价和绩效的实证研究为主，且样本选取主要是整个并购市场，忽视了某些行业在并购中出现的特殊现象，针对性不强。本文结合市场热点与关注点，以轻资产企业并购扩张为研究对象，通过案例研究，从会计确认与计量、价值评估、协同效应、业绩承诺补偿等不同角度系统性地对轻资产企业并购溢价行为进行追根溯源，同时结合并购后短期的市场反应以及标的企业在承诺期间的业绩表现逐一剖析商誉减值风险，“高承诺、低兑现”陷阱，并购过程中的筹资与支付风险以及后期整合阶段的财务风险等，在此基础上，从并购溢价的形成机理出发，提出充分做好尽职调查、多种估值方法相互验证、净化商誉初始确认金额、完善业绩承诺机制等建议，为轻资产企业并购活动中的估值与定价决策提供解决方案，具有现实意义。

1.3.2 局限性

论文主要采用个案研究方法，以定性分析为主，虽然案例研究的结果不能概括归纳为一个普遍结论，但可以使人们更加深入地了解案例，得到启发；在关于商誉、表外无形资产确认与计量的相关建议中未考虑到成本效益原则以及相关测量技术的不完善，在实务中仍存在较大难度；虽然个人不太认可现有会计准则“倒挤”商誉的做法，但由于所学知识有限又缺乏实务经验，文章提出的观点和相关建议可能存在偏颇。

2 企业并购溢价的相关理论与文献综述

并购溢价现象已经引起社会各界的广泛关注，国内外学者着重从信息非对称、高管过分自大以及协同效应等角度考察并购溢价的影响因素，本章将基于这三个角度对现有的相关理论和研究文献简要进行梳理归纳。

2.1 相关理论

2.1.1 并购溢价相关理论

(1) 信息非对称理论

信息非对称理论主要阐明不同个体之间信息分布的差异和不均匀性，并购中的信息非对称风险是指收购方对标的公司的了解程度与标的公司所有者、高管掌握的信息之间存在差距，标的企业利用信息优势向收购方隐瞒自身缺陷等对自己不利的信息，凸显甚至虚构对自己有利的信息而产生的风险。鉴于收购方对标的企业的信息掌握不充分，标的企业便会存在侥幸心理，采取与中介机构合谋蓄意掩盖真实信息甚至虚构有利信息等机会主义行为来蒙蔽收购方，使收购方在未能充分了解标的企业的或有负债，潜在风险等信息的情况下盲目支付高额的并购溢价（Ang & Kohers, 2001）。在这种情况下，收购方很有可能会遭遇“赢家诅咒”^①：费尽千辛万苦选择了刻意隐藏不利信息的标的企业，无形中给并购后的整合埋下隐患，损害企业价值（Kropf & Robinson, 2008）。

为了弥补并购活动中由于信息非对称产生的风险，收购方不得不花费时间和精力去搜索信息以便挑选合适的标的企业实施并购，从而产生金额较大的信息搜寻成本（Bruner, 2004），使得收购方愿意付出高额的并购溢价（Hansen, 1987）。标的

^①“赢家的诅咒”理论（winner's curse）由卡彭、克拉普和坎贝尔率先提出，他们注意到，在任何形式的拍卖会上，高估拍卖物价值的一方可能出价超过所有竞标者从而中标。然而，赢得的项目常常总是价值被高估的那一类，不能清楚认识这种可能性的中标者，很可能会由于超额支付竞标项目的实际价值而遭受惩罚。除非在竞标过程中充分考虑了这些不利因素，否则将导致夺标者仅获得低于平均水平的收益，甚至是负收益。

公司的信息披露程度与并购溢价成反向关系，信息披露越少意味着标的公司的信息透明度越低，为了获得更多的相关信息，并购方不得不为此支付更高的信息搜寻成本，相应抬升并购溢价。

Buch & DeLong (2004) 认为如果一个国家要求企业披露的信息越充分，信息透明度高的话，那么收购方就能比较轻松地攫取其所需要的关于标的企业的信息。这种观点得到了 Eckbo & Langohr 的支持，标的企业相关信息的披露程度很大程度上决定了收购方对其信息的掌握情况，在并购谈判时影响标的资产的定价决策。

(2) 自大假说

作为行为金融学的主要研究成果，自大假说认为人是过度自信的，该理论指出人类的大脑会主动地低估其他信息而高估自己想要的某些信息，在心理上赋予自身认知的信息较大权重，而忽视实际信息的权重，集中体现在对自身知识的准确性以及能力水平深信不疑。

Roll (1986) 创造性地提出了管理层自大假说，试图以管理层非理性为切入点来说明收购行为，出于虚荣、自负等心理因素的影响，公司的高级管理人员在评估资产价值时盲目乐观，高看自身对目标企业的领导和管理能力，致使在并购谈判中支付部分本不必要的对价。

当资本市场不成熟或者公司缺乏完善的治理结构时，贝塔系数较高，表明并购增加了企业风险，此时容易导致低效或非增值扩张；由于过度自信，高管偏向高估并购收益轻视相关风险 (Mueller, 1977)。

Hayward & Hambrick (1997) 通过对 106 个并购样本进行研究发现，并购溢价程度与收购方高管近期的业绩贡献、媒体舆论对首席执行官的评价以及高管的地位息息相关；过于自信的高管实施的并购对股东财富产生的不利影响主要体现在过分自信的高管更有可能支付高额的并购溢价。管理层过分自信的心态令其在并购过程中高估项目的 NPV，引发过度投资，从而产生低效并购 (Heaton, 2002)。

Malmendier & Tate (2003) 实证检验了公司高管的自大对并购决策和特征的影响，最终得出收购方高管的骄傲自大程度与并购活动呈正向关系，即，与理性或适度自

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库