

我国上市公司商誉现状及减值分析

——以*ST众泰为例

刘瑞琦

上海立信会计金融学院, 上海

收稿日期: 2022年1月19日; 录用日期: 2022年3月21日; 发布日期: 2022年3月28日

摘要

随着国内近几年企业并购活动的日益频繁, A股在2018年商誉已经达到了1.3万亿元的历史新高点, 巨额商誉存在的同时出现了商誉大幅度计提减值的现象。本文选取*ST众泰为代表作为案例背景, 运用数据分析和案例分析法对该企业进行分析。研究发现, 商誉的增加和减值受宏观经济变动和政策调整的影响明显, 商誉过分高估后会对企业资产负债结构产生巨大隐患。最后基于本文已有分析, 创造性地提出有关商誉后续计量的新方法, 为现存实务中对商誉的后续计量方法提供新的思路。

关键词

商誉, 后续计量, 减值测试法, *ST众泰

Analysis on the Present Situation and Impairment of Goodwill of Listed Companies in China

—Taking the Example of *ST Zotye Auto

Ruiqi Liu

Shanghai Lixin University of Accounting and Finance, Shanghai

Received: Jan. 19th, 2022; accepted: Mar. 21st, 2022; published: Mar. 28th, 2022

Abstract

With the increasingly frequent M & A (Mergers and Acquisitions) activities in China for the last few years, goodwill in the A-share market reached a record high of 1.3 trillion yuan in 2018. The exis-

tence of huge goodwill has a phenomenon of significant provision for impairment of goodwill. This paper selects *ST Zhongtai as the representative of the case background, using data analysis and case analysis to analyze the enterprise. It is found that the increase and decrease of goodwill are obviously influenced by macroeconomic changes and policy adjustment, and the excessive overvaluation of goodwill will bring great hidden trouble to the asset and liability structure of enterprises. Finally, based on the analysis, we creatively propose a new method for the subsequent measurement of goodwill, and come up with new ideas for the subsequent measurement of goodwill.

Keywords

Goodwill, Subsequent Measurement, Impairment Test Methods, *ST Zotype Auto

Copyright © 2022 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

随着全球经济一体化不断深入，并购重组逐渐成为企业在短时间内快速成长与扩张的一种简便的方法。然而经历了 08 年全球金融危机，银行借贷日渐困难、市场流动性骤减，企业合并受到重重阻挠。为了促进各个行业的发展，推动我国企业长期稳定的经营，自从 14 年国资委发布并购新规后，国家大力支持企业并购重组，通过重组后会使得有限的资源得到最优的配置，升级更新产业结构，推动产业发展。随后国内公司并购重组猛增，各大企业在寻求优质的资源子公司来进行重组，来达到协同效应的目的。

根据东方财富 choice 数据统计，在 A 股的 3777 家公司至 2019 年末确认商誉，商誉总计高达 1.3 万亿元，商誉约占 A 股总市值的 2.6%，近些年来商誉总额和所占总市值的比例不断持续地增长。上市公司在制定收购对价时往往高估股权，结果就是使大量股权价格溢价直接转至商誉科目，商誉成为了报表中的“垃圾桶”。经过时间的沉淀，业绩承诺不达预期甚至亏损的现象陆续出现，不达标业绩给其带来深重的影响，并购时产生的天价商誉带来的隐患也逐渐得以显现，大量公司面临商誉减值的风险，商誉问题成为上市公司的一颗“隐雷”。高额的商誉和大幅度的减值，都会给企业的持续经营造成巨大压力，投资者的利益受到侵犯，小微投资者更甚，市场秩序受到了强烈的扰乱。

2. 文献综述

2001 年美国财务会计准则委员会(FASB)颁布了与商誉有关的相关准则，我国则于 2006 年出台了《企业会计准则第 20 号——企业合并》，但与商誉有关的问题仍然是学术界争讨的热门话题。关于商誉的本质，葛家澍(1996)教授认为商誉是一种无形资产，但却应该归属于最无形的那一种。他认为商誉的本质实际上属于一种经济资源，额外的收益未来会流向企业。商誉在合并前就实际早已经存在，企业并购只是让商誉得以显现出来[1]。张乃军(2018)认为商誉本质上应该是并购资产未来获取超额收益的能力，不能让商誉成为损害投资者利益的“皇帝的新衣”[2]。杜兴强(2011)提出只单单反映并购商誉存在不合理性，商誉应该包括并购时产生的商誉，而经历过并购后早已存在的自创商誉逐渐浮出水面也应进入并购商誉的考察范围，杜教授提出“干净化”商誉的观点[3]。

常年亏损的公司具有“洗大澡”的可能性动机，通过计提大额的商誉减值来进行盈余管理导致其会计信息的可靠性较低，商誉的减值并不能有效地反映企业未来价值的下降。薛爽(2002)提出投资者对亏损

的公司主要基于权益的账面价值做出决策，而不再依赖会计盈余[4]。徐筱凤和李寿喜(2005)发现亏损公司的会计盈余及净资产均不存在价值相关性[5]。

商誉减值对市场的影响很大，商誉的巨额减值往往会引起市场较大的波动。薛海燕(2019)发现市场对商誉的减值信息做出显著地反应，曾经计提过较高的商誉减值会给投资者留下不好的印象，影响公司的信誉。同时计提较高的商誉减值对公司的盈利能力带来不小的挑战，各项财务指标很难按照预期完成，产生较大的偏差[6]。李玉菊(2018)认为公司商誉发生减值时应该将其作为“所有者权益”处理并列式在“其他综合收益”[7]。韩潇(2019)认为减值测试法更能体现商誉的本质，并且是使我国会计准则与国际会计准则趋向同一的重要表现[8]。Li 和 Sloan (2017)通过分析大量样本得出商誉通过减值测试法会高估的结论，过高不合理的高额商誉最后会带来减值，对企业盈利带来压力。他们同时认为商誉减值的影响具有滞后性的特点[9]。

3. 案例背景

3.1. 制度背景

3.1.1. 商誉的初始计量

为规范市场操作，给国内市场带来新鲜血液，同时能更好的融入经济全球化的时代潮流，我国不断完善国内的会计准则，借鉴国际会计准则，并且颁布适合中国国情的实务准则。1995年，国家财政部颁布文件规定母公司为取得子公司权益性资产的投资金额与母公司占子公司所有者权益中的比例的差值作为合并商誉(若数值为负则为负商誉)。商誉从某种意义上是子公司股本和母公司长期股权投资金额的冲抵科目。后续印发具体细致的会计准则中明确规定了商誉是企业合并时购买成本超出购买企业可辨认公允价值中所占有股本比例的超出数额。

3.1.2. 商誉的后续计量方法

1995年后，商誉的后续计量在我国会计准则中认为应当在不超过十年的时间内使用直线摊销法，并且每年的摊销金额应计入当期费用科目，反映在报表中。2006年后，根据最新的国际会计准则，我国颁布有关商誉的新规定，商誉应当作为单独的资产项目，采用测试单元的方法，对产生商誉的资产组每年至少年终时进行一次减值测试，发现有减值迹象则计提相关资产组的商誉减值失[10]。

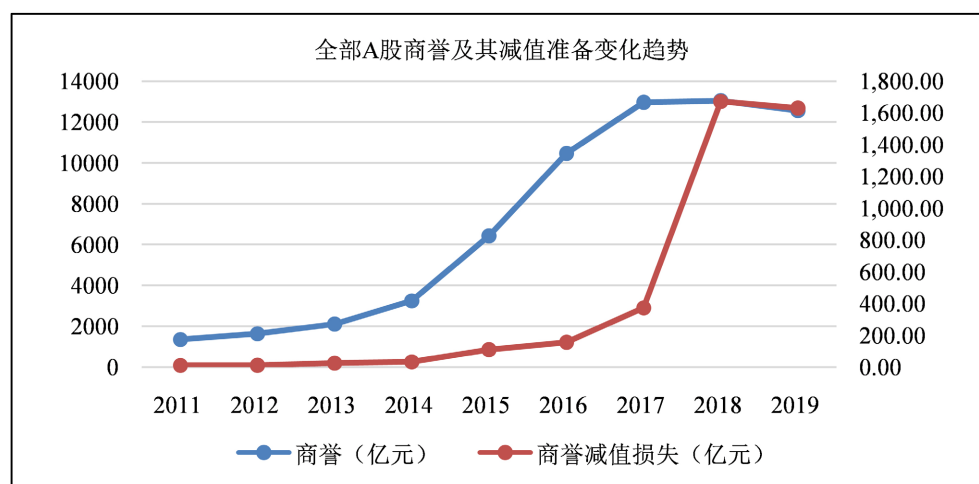
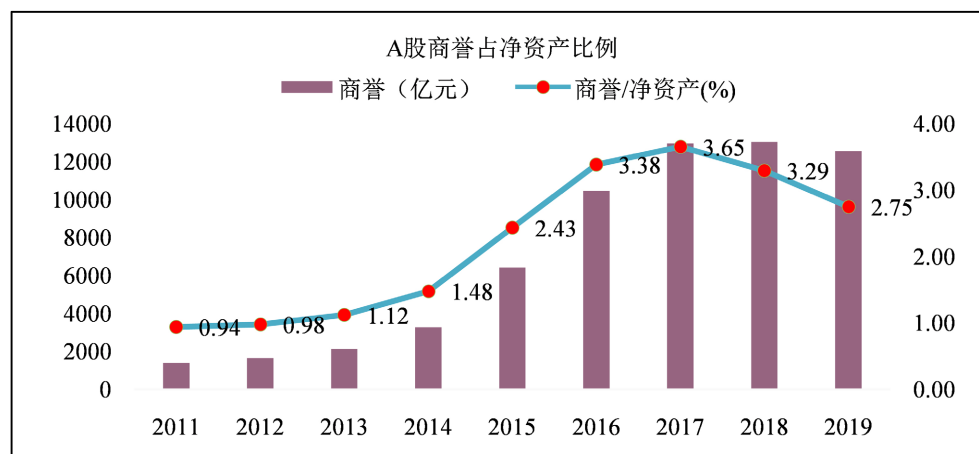
3.2. 市场现状

在国资委在 2014 年颁布了有关并购的新规定后，市场的热情逐渐高涨，并购事件逐日增多。从表 1 和图 1 中也可以看出 A 股的总商誉在 2014 至 2016 年间快速增长，每年的增长率均大于 50%，甚至在 2015 年内相比上一年增长了近一倍左右，一直到 2016 年国家颁布了更加严格的企业并购重组新规才使市场狂热的并购重组浪潮得到平息。由于几年盲目的并购重组，在 2017 年商誉的总值来到了接近 1.3 万亿大关，各种问题不断出现，商誉暴雷事件随之产生，商誉问题造就了无数的黑天鹅，成为 A 股最为危险的雷区。经历了 2018 和 2019 两年大量上市公司商誉暴雷事件后，存在着较高比率的商誉减值损失，在 2019 年商誉总值略有下降，但仍处于一个较高的水平，商誉问题仍不容小觑。同时从图 2 中可以看出，在 2014 年企业并购重组新规颁布后，商誉占净资产的比例也在逐年攀升，虽经历 2018 和 2019 年商誉暴雷事件后占比有减少，但仍高于 2014 年前的比率，处在一个较高的位置。

企业并购重组带来的商誉账面价值的急剧快速增长，在后续若出现经营不善或者市场行情变动等因素导致并购时不能按协议要求完成时，商誉应进行减值测试，存在减值的迹象则进行计提。商誉占公司净资产比值越大上市公司的经营风险和对投资者的影响越大。商誉大幅度的计提会带来巨大的财务风险隐患，不断累积风险，而若出现重大事件爆发则会严重危害到整个 A 股市场，造成巨大的损失，将损害上市公司和投资者的利益。

Table 1. A-share goodwill and its impairment status (Unit: 100 million Yuan)**表 1.** A 股商誉及其减值状况(单位: 亿元)

年份	商誉	同比增长率	商誉减值损失	总体减值率
2011	1371.68	0	13.34	0.97%
2012	1655.01	20.66%	12.61	0.76%
2013	2116.02	27.86%	27.54	1.30%
2014	3264.08	54.26%	35.30	1.08%
2015	6425.83	96.86%	111.55	1.74%
2016	10,462.60	62.82%	157.52	1.51%
2017	12,962.99	23.90%	375.30	2.90%
2018	13,046.68	0.65%	1673.68	12.83%
2019	12,555.06	-3.77%	1631.25	12.99%

**Figure 1.** A-share goodwill and its change trend of impairment provision from 2011 to 2019**图 1.** 2011~2019 年 A 股商誉及其减值准备变化趋势**Figure 2.** Proportion of A-share goodwill to net assets from 2011 to 2019**图 2.** 2011~2019 年 A 股商誉占净资产比例

3.3. 行业发展现状

本部分选择 9 家汽车同行业企业做比较样本，样本选取时间自 2015~2019 年。其中样本企业的商誉账面价值如表 2 中的数据。

Table 2. Book value of goodwill of nine automobile manufacturing enterprises from 2015 to 2019 (Unit: 100 million Yuan)
表 2. 九家汽车制造企业 2015~2019 商誉账面价值(单位: 亿元)

年度	*ST 众泰	中国铁物	福田汽车	上汽集团	比亚迪	长安汽车	广汽集团	长城汽车	吉利汽车
2015	0	0.02	0.15	4.73	0.66	0.73	3.06	0.02	0.03
2016	0.27	0.02	0.15	6.69	0.66	0.1	3.06	0.05	0.07
2017	65.79	0.02	0.15	7.18	0.66	0.73	1.05	0.02	0.16
2018	62.59	0.02	0.15	14.81	0.66	0.1	1.05	0.04	0.26
2019	1.66	0.02	0.15	14.81	0.66	0.1	1.05	0	0.43

从表 2 中可以看出 2015~2019 年除*ST 众泰商誉变动趋势明显外，其它本行业公司的商誉状况普遍较稳定，大部分企业的商誉在一个较小的幅度内进行波动。ST 众泰在 2017 年以高额的 116 亿元交易对价收购众泰汽车公司后商誉账面价值猛增。在成功重组短短的一年后，永康众泰未能完成收购时制定的相关业绩承。根据 2018 年度报告的数据，永康众泰扣非后净利润为-4.91 亿元，当年计提商誉减值 3.2 亿元，商誉减值处于一个合理的范围。而到了 2019 年众泰汽车公告称预计计提商誉减值约为 60 亿元，与其所处的同汽车行业相比商誉计提的减值损失较多，商誉减值情况明显。

3.4. 公司背景

如图 3 *ST 众泰公司企业发展脉络图所示。*ST 众泰(000980)原名金马股份。金马股份在 2017 年 6 月 6 号披露的信息表明股票简称更改为众泰汽车。众泰汽车股份有限公司，主要核心业务为汽车研发生产，拥有包括众泰汽车在内三大汽车品牌，产品多样，包括小型家用轿车、SUV、以及逐渐兴起的新能源汽车业务。在全国拥有众多的直营 4S 店，所生产的产品遍布国内各大城市的市场，并同时销往海外众多国家和地区，在世界市场也占有重要的一席之地。在 2017 年众泰汽车借金马股份的壳成功实现上市重组，并与福特汽车达成战略合作，制定未来各项战略计划，走向更深更远的市场。

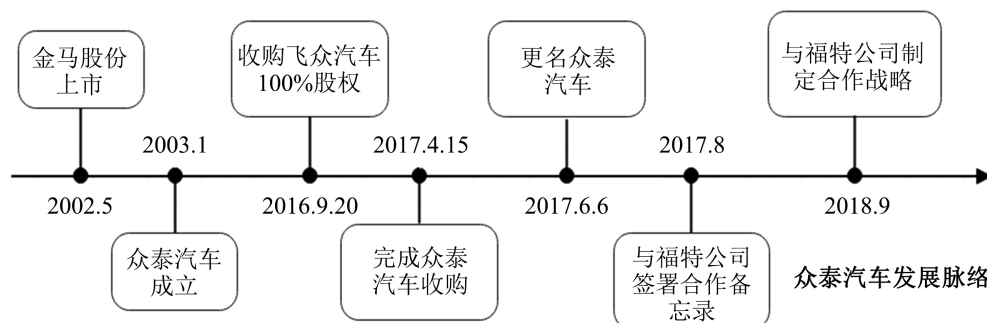


Figure 3. *ST Zotye Auto Company development diagram

图 3. *ST 众泰公司发展脉络图

在 2019 年末*ST 众泰的股权架构如图 4，铁牛集团有限公司为*ST 众泰的实际控制人，所占股权比例为 38.78%，具有绝对的控制权。

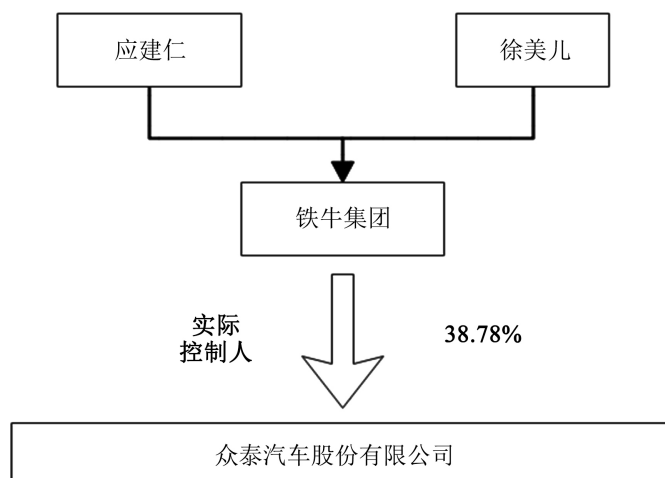


Figure 4. Equity structure of *ST ZOTYE AUTO at the end of 2019
图 4. 2019 年末*ST 众泰的股权架构图

4. 案例分析

4.1. *ST 众泰商誉产生过程分析

4.1.1. 并购动因分析

1) 使用上市公司的平台、加快相关核心业务发展，并扩展新的业务。通过借壳金马股份众泰汽车实现成功上市。众泰汽车使用上市公司平台能在现有的核心业务基础上进一步完善产业链并提升产品的获利能力，能不断提升企业的核心竞争力。此外，上市公司更加多元的融资渠道将帮助众泰汽车加快新型产品的研发及加快业务扩张的步伐，进一步完善生产流程技术，提高生产效率，实现主营业务的多元化发展和企业的可持续发展[11]。

2) 更加有效地发挥双方公司业务的协同效应。众泰汽车以整车研发、制造为核心业务，而金马股份是国内知名的车用零部件生产企业，生产各类汽车零部件，核心业务十分契合众泰汽车，能给其提供充足稳定的汽车零部件的生产。收购一家拥有巨大生产能力的供应商可以提供稳定的生产材料供应。本次并购交易可以帮助上市公司金马股份与众泰汽车实现优势互补，充分把握住契机来发展，突破原有主营业务难以突破的天花板，拓宽了上市公司的护城河。众泰汽车将形成从底层的零部件供应到汽车整车制作的产业链，形成由汽车零部件、传统汽车、新能源汽车为核心的业务体系。众泰汽车使用金马股份的零部件业务生产产品，上下游之间的协同效应明显。

3) 利用上市公司平台，获得更多的技术和资金资源，加快新能源汽车业务发展。近些年，新能源汽车不断兴起，成为众多汽车公司上市公司关注的对象，在新能源汽车的研发制造上取得优势可以给汽车公司带来明朗的发展的前景和巨大的利润。上市公司平台提供更多的生产技术，可以更好解决新能源汽车的研发技术问题。新的技术研发具有不确定性，需要充足稳定的资金流来确保研发的可持续性。上市公司平台可以获得更多的融资渠道，为新能源汽车的研发提供充足的资金供应[12]。

4.1.2. 并购的具体过程

*ST 众泰并购流程图如图 5 所示。众泰汽车的并购重组历程不是那么一帆风顺。众泰汽车苦于难以

获取上市资格而无从拓宽筹资，融资渠道，因此一直有意使用金马股份这个已上市的公司作为壳资源，通过借壳上市的方法来达成上市。金马股份在 2016 年 3 月曾发布公告表明，有意通过交易对价 116 亿元的收购 100% 永康众泰汽车的股权，证监会对此下达询问函，质疑其控股股东、实际控制人等等亲属关系，以及收购价格是否存在合理性。2016 年 10 月 11 日，金马股份对各项细节部分作出调整，重新披露重组方案，众泰汽车整体估值并没有做出改变。众泰汽车前两大股东将手里面的大量股份转让给铁牛集团，使其一跃成为最大的股东和实际控制人。2017 年 4 月，金马股份收到证监会的核准批复，同意其发行股份。同年 6 月，金马股份更名为众泰汽车，通过借壳金马股份众泰汽车完成重组并进入早已梦寐以求的资本市场，获取更多渠道的融资。至此众泰汽车的收购案才告一段落。

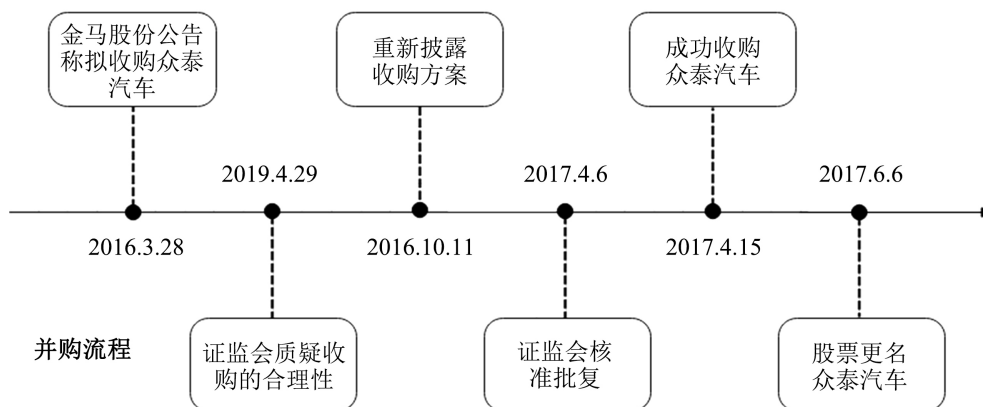


Figure 5. *ST Zotye Auto M & A flow chart

图 5. *ST 众泰并购流程图

4.1.3. 大额商誉的形成过程

2016 年 9 月 20 日通过取得 100% 的股权完成并购上海飞众汽车，并购产生了 0.27 亿元的商誉。

2017 年 4 月 15 日通过取得 100% 的股权完成并购永康众泰，共产生商誉 65.52 亿元，此时商誉账面价值为 65.79 亿元。

2018 年度进行减值测试发现永康汽车存在减值迹象，计提商誉减值，共计 3.2 亿元。因永康汽车连续多年未达到并购时签订的补偿协议承诺的金额，2019 年进行减值测试，有关永康汽车的商誉项目计提减值损失 61.07 亿元，与此同时对上海飞众计提商誉减值损失 0.13 亿元，此时商誉账面价值为 1.66 亿元。

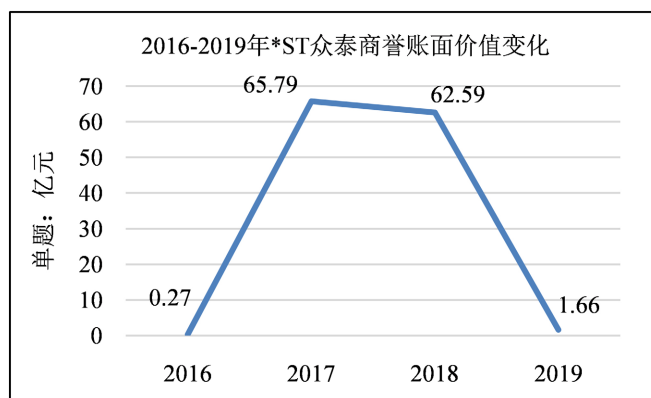


Figure 6. Changes in book value of *ST Zotye Auto goodwill from 2016 to 2019

图 6. 2016~2019 年 *ST 众泰商誉账面价值变化

*ST 众泰 2019 年末享有的商誉大抵区分为一个大资产组和一个小额商誉资产，这些商誉资产的形成其一是并购上海飞众汽车配件有限公司时存在的小额商誉资产，其二是来自于 2017 年被*ST 众泰全资收购成功的永康众泰产生的商誉 65.52 亿元。在图 6 中造成商誉大幅变化的就是上述第二部分资产，其详细的形成过程如表 3 (小额商誉形成过程略)。

Table 3. Generating process of goodwill of 6.552 billion yuan of Yongkang Zotye
表 3. 永康众泰 65.52 亿元商誉产生过程

并购的商誉产生过程 单位：亿元	
项目	金额
永康众泰资产基础法评估价值	40.57
永康众泰收益法评估价值	116.01
评估结果差异率	185.95%
最终选定方法：	
收益法	116.01
账面原值	21.95
增值率	428.52%
永康众泰可辨认净资产公允价值	40.58
并购商誉	65.52
并购商誉/合并成本	56.43%

4.2. *ST 众泰商誉减值过程分析

4.2.1. 偏离实际的大额商誉

Z 值模型是由爱德华·阿特曼教授对企业破产和非破产研究时选取的一些财务指标建立的一种预测公司财务状况以及是否处于破产边缘的模型。对于已在市场上上市的企业破产指数模型公式为 $Z = 0.012(X1) + 0.014(X2) + 0.033(X3) + 0.006(X4) + 0.999(X5)$ 。若 Z 值小于 1.8 则说明企业财务状况堪忧，处于破产的边缘；若 Z 值介于 1.8 与 2.99 之间则企业处于为灰色区域，财务状况不稳定；若 Z 大于 2.99 则表明企业状况良好。Z 值得分越高，企业破产的概率就越小。

通过对*ST 众泰披露的财务报表中的指标进行分析，通过建立 Z 值模型，分析*ST 众泰几年来的财务现状，选取相关财务指标，经计算得出结果如表 4。

根据 Z 值分析的结果可以看出 2016 年前*ST 众泰的 Z 值测试数值较大，大于或接近 2.9，财务指标总体趋于稳定，财务状况良好。然而就在完成对永康众泰的并购后*ST 众泰的企业状况急转直下，2016 年并购完成后当即 Z 值小于警戒线 2.9，财务指标不达标，Z 值结果表述为不稳定和堪忧，处于一种极有可能破产的边缘。这一结果表明，并购永康众泰的行动并不是一个明智的选择，其超额获利能力令人担忧，此次并购形成的 65.52 亿的商誉明显虚高，并不符合相关实际。

Table 4. Z-value Model analysis table of Zotye Automobile from 2016 to 2019**表 4.** 众泰汽车 2016~2019 年 Z 值模型分析表

指标名称	2016	2017	2018	2019
X1 营运资本/总资产(%)	30.02	9.87	9.54	-8.15
X2 留存收益/总资产(%)	8.74	4.85	7.34	-43.08
X3 息税前利润/总资产(%)	2.81	4.76	2.60	-56.52
X4 当日总市值/负债合计(%)	390.92	148.69	58.92	42.29
X4' 股东权益合计(含少数)/负债总计(%)	110.98	103.46	117.98	45.47
X5 营业收入/总资产(%)	41.17	62.49	45.46	14.61
Z 值分数	3.33	1.86	1.11	-2.16
Z 值 - 同比增减	0.00	-1.47	-0.75	-3.28
Z 值结果描述	良好	不稳定	堪忧	堪忧

4.2.2. 商誉减值产生原因

永康众泰汽车 2017~2019 年经营业绩未完成并购时制定的业绩承诺数值，主要是因为宏观经营环境发生了改变，车辆购置税优惠幅度减小导致全国汽车整体销售量下降；新能源汽车还处于发展阶段，各项规定都还没有制定完整，补贴政策发生了调整，推广目录需要重新申请导致新能源汽车销售不景气等等，这些都使汽车销量未达到原有的计划，导致销售额下降，利润未达预期。

永康众泰汽车在并购时签订的《盈利预测补偿协议》(以下称《协议》)承诺 2016 年至 2019 年归母净利润不低于表 5 中的金额。若在 2016 年至 2019 年的某一年度，永康众泰汽车当年年末实际净利润小于先前双方共同达成的《协议》内计算的承诺净利润，按照《协议》中的相关规定补偿义务人要对补偿上市公司相应金额。

Table 5. Performance commitment of *ST Zotye from 2016 to 2018 (Unit: Ten thousand Yuan)**表 5.** 2016 年~2018 年*ST 众泰业绩承诺完成情况(单位: 万元)

业绩年度	财务指标	业绩承诺	已审财务数据	完成比例	差异金额	差异比率
2016	扣非后净利润	121,000	123,328.86	100	2328.80	1.92%
2017	扣非后净利润	141,000	134,158.06	95.15%	-6841.94	-4.85%
2018	扣非后净利润	161,000	-49,142.60	-30.52%	-210,142.60	-130.52%
2019	扣非后净利润	161,000	-	-	-	-

从表 5 可以看出，在 2016 和 2017 年内，永康汽车大体上完成了并购时签订的业绩承诺，差异金额和比率不是很大，属于可控合理范围之内。然而在 2018 年，永康众泰扣非后净利润为负值，这也就说明其未能达到原有的补偿协议规定的业绩承诺。在 2019 年度审计报表中审计事务所无法确认当年永康众泰的具体的财务数据，审计事务所在报告中指明：“由于业绩承诺未完成，没有实现对赌协议，按照现有的会计规定，应计提商誉减值损失”。

4.3. 商誉减值的影响

4.3.1. 公司股价波动严重

通过采用事件分析法来观察*ST 众泰计提大额商誉减值事件后对其股价的影响。事件分析法(Event study)是通过选取某一特定事件, 观察并研究该事件在发生前后对股票收益率的影响。

通过选取*ST 众泰 2020 年 1 月 21 日发布预计体大额商誉减值作为基准事件日, 选取时间前后 4 个交易日作为窗口期, 记为(-4, 4)。具体公式如下:

$$\text{股价收益率} = (\text{当日收盘价} - \text{前一日收盘价}) / \text{前一日收盘价} \quad (1)$$

$$\text{超额收益率} = \text{公司股价收益率} - \text{当日深证指数收益率} \quad (2)$$

通过对图 7 至图 9 的观察分析, 我们可以清晰地看出投资者对*ST 众泰公布商誉减值这个事件有着较为明显的反应。在(-4, -2)窗口期内*ST 众泰股价较为稳定, 涨跌幅度不大, 在一个正常的范围之内。而在(-1, 4)窗口期内股价持续下跌, 最后由一股 2.92 元跌至一股 2.22 元, 创下了至上市以来的历史新低。同时事件后的(0, -4)窗口内股价收益率均为负值, 并在排除了市场当日涨幅影响后, *ST 众泰超额收益率也大多低于市场均值, 投资回报较差。短时间内股价波动巨大, 给企业带来负面影响, 损害了投资者投资的信心。投资者对此事件十分敏感, 甚至对公司经营报告的真实性的真实性提出了质疑[13]。

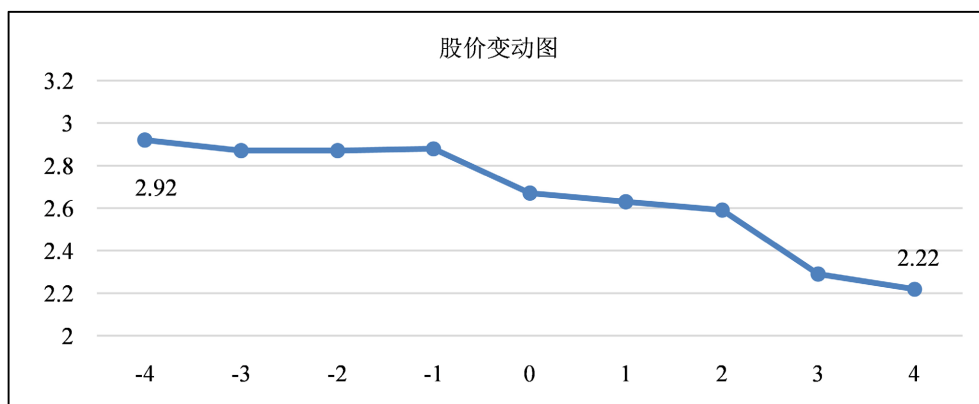


Figure 7. Stock price change chart of *ST Zotye in the 4 trading days before and after the event
图 7. 前后 4 个交易日*ST 众泰股价变动图

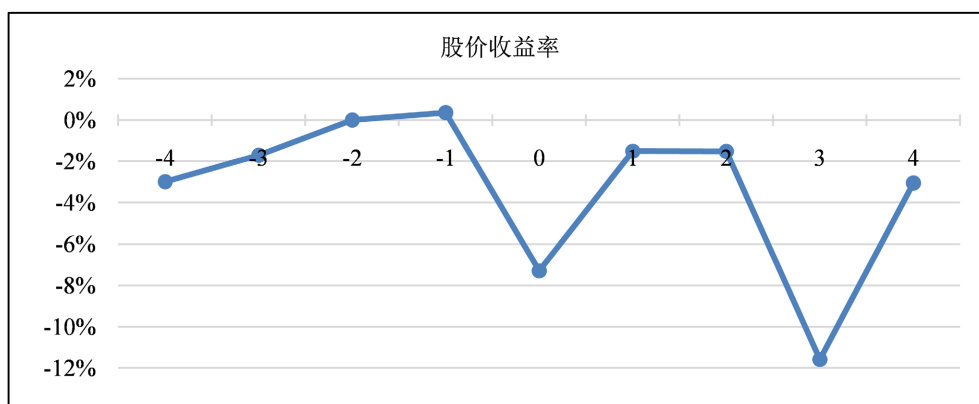


Figure 8. Stock price return rate of *ST Zotye in the 4 trading days before and after the event
图 8. 前后 4 个交易日*ST 众泰股价收益率

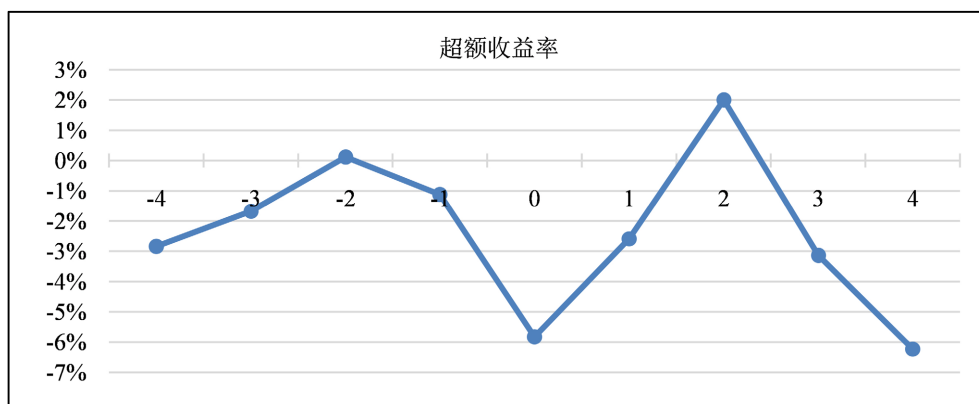


Figure 9. Four trading days *ST Zotye return of ST Zotye

图 9. 前后 4 个交易日*ST 众泰超额收益率

4.3.2. 现金流短缺

从表 6 反映的现金流量来看, 在 2015 年至 2019 年, *ST 众泰有三年的经营活动产生的现金流为负, 且在 2018 和 2019 两年的经营活动更是分别达到了 23.14 亿, -57.91 亿以上的负值, 经营活动收到的现金弥补不了支付的现金流。

从表 6 中现金流量数据可以看出, *ST 众泰的主要资金流量来源于筹资活动, 用筹到的资金去弥补经营, 投资活动中产生的负现金流。同时可以看出*ST 众泰的短期借款额度在逐年增加。短期借款可以弥补企业的现金流短缺问题, 给企业带来日常经营活动中必备的自愿, 但短期借款的缺点是融资成本较高, 到期还本付息, 这为一家公司带来了不小的债务压力。*ST 众泰在 2016 年前的短期借款金额还属于正常的控制范围, 而在 2016 年出现了应收账款难以收回, 投资活动出现重大问题, 为维持公司正常的现金流运作, 借入了大量的短期借款以弥补公司的负现金流问题。但是大量的短期借款会导致以后更大的财务问题。一旦筹资活动出现问题, 还本付息的压力将会压垮一家公司, 甚至导致破产。

Table 6. Fund Movement analysis table of *ST Zotye from 2015 to 2019 (Unit: 100 million Yuan)

表 6. 2015 年~2019 年*ST 众泰资金运动情况分析表(单位: 亿元)

现金流量情况	2015	2016	2017	2018	2019
经营活动产生的现金流	1.45	-0.05	0.09	-23.14	-57.91
投资活动中产生的现金流	-0.86	-1.50	-1.89	-12.15	-16.85
筹资活动中产生的现金流	1.42	-0.78	41.44	14.87	61.93
现金及现金等价物的增加	2.02	-2.33	39.63	-20.42	-12.83
短期借款	3.95	5.01	18.42	21.56	47.73

4.3.3. 偿债能力低下

资产负债率的大小反映了公司在一个较长时期的偿债水平的高低, 资产负债率越高说明通资产条件下企业的负债比重就越大, 企业拥有更大的财务杠杆。从表 7 和图 10 中可以看出, *ST 众泰的资产负债率基本是在逐年增加, 由 2015 年的 38.78% 上升至 2019 年的 68.7%, 高于整体汽车行业平均水平比率的 58.6%。在 2015 至 2019 年, 财务杠杆数值在不断升高。较高的财务杠杆比率虽然能提高盈利水平, 以小的杠杆撬动大的杠杆, 但是也会进一步的放大财务风险, 使得公司处于一种高风险之中。速动比率和流动比率

则从短期反映了公司的偿债水平,影响着企业的日常经营。2015年至2019年,*ST众泰的流动比率和速动比率总体趋于下降的趋势,流动比率由2015年的2.12跌至2019年的0.88,在2019年甚至流动资产小于流动负债,短期偿债能力在不断下降,日常经营活动受到了影响,财务状况十分脆弱,令人堪忧。

Table 7. 2015~2019 *ST Zotye solvency analysis table
表 7. 2015年~2019年*ST众泰偿债能力情况分析表

财务指标	2015	2016	2017	2018	2019
流动比率	2.12	1.65	1.21	1.22	0.88
速动比率	1.64	1.10	1.01	1.05	0.77
总资产	34.09	41.13	331.72	324.79	204.37
总负债	13.22	19.49	163.63	149.00	140.49
总资产负债率	38.78%	47.39%	49.33%	45.88%	68.74%

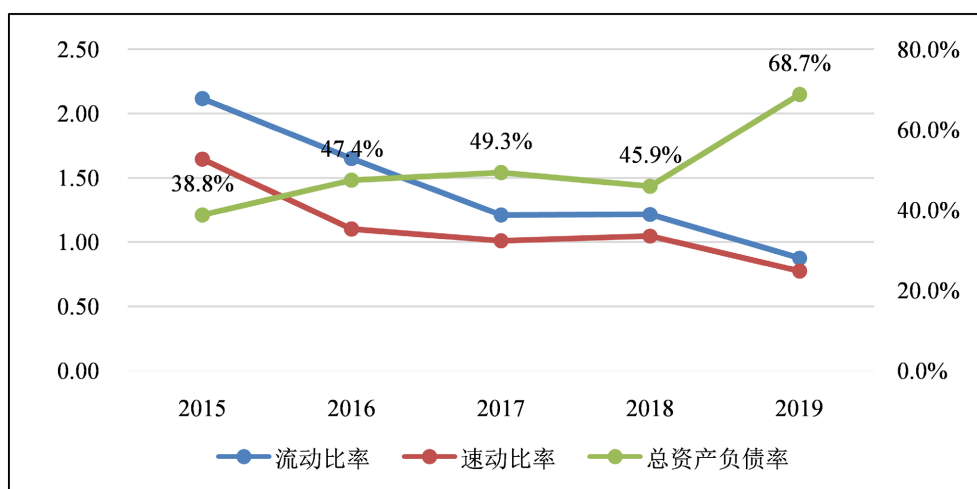


Figure 10. 2013~2019 *ST Zotye debt paying ability trend chart

图 10. 2013年~2019年*ST众泰偿债能力情况趋势图

4.3.4. 营运能力低下

一家企业对于存货的管理十分重要,存货过少则会导致不能满足生产要求,达不到生产最大化,而存货过多则会管理变得十分复杂,需要支付更多的仓储费用,以及较低的周转率存。存货的量需要维持在一个动态平衡的范围内。

随着国内市场汽车行业转型,新能源技术的革新,加之汽车车辆购置税的提升,传统的汽车制造企业受到了冲击,汽车整车累积在仓库,存货周转率降低。2019年正逢*ST众泰公司出现财务危机,商誉减值严重,企业内部的现金流周转受阻,宏观形势带来的影响对*ST众泰的冲击更为巨大。从表8中可以看出,在2017年完成对众泰汽车收购,子公司众泰汽车账面上的存货并入母公司金马股份报表,存货总值提升,但是总资产周转率和存货周转率达到近几年的新高,说明并购永康众泰确实产生了协同效应,对原公司的财务产生正向的影响。但在2018和2019年,由于经营原因和宏观因素导致其未能按原要求完成相关业绩承诺,*ST众泰的销售受阻,存货累积,存货周转率和周转天数增高。本文认为这些数据

的增高可能来源于两个方面的原因。一是现金流周转出现问题，存货的购买生产销售环节全套受阻，不能按时按需求满足各个生产线的正常生产，最终导致存货的累积。二是*ST 众泰突然对商誉进行大额减值让其供货商和顾客对其公司的财务水平产生质疑，为了自身公司安全的持续经营不愿意再与之合作，供应商难觅，顾客购买的货物减少，导致*ST 众泰的存货累积。

Table 8. 2015~2019 *ST Zotye operation capacity analysis table
表 8. 2015 年~2019 年*ST 众泰运营能力情况分析表

财务指标	2015	2016	2017	2018	2019
存货总值	6.11	10.40	30.15	24.10	14.11
总资产周转率	0.51	0.45	1.12	0.45	0.11
存货周转率	2.07	1.57	8.34	4.71	1.65
存货周转天数	173.97	229.17	43.19	76.50	217.55

5. 研究结论与启示

5.1. 研究结论

根据选取*ST 众泰这一典型性案例，进一步发掘出我国上市公司关于后续计量存在的问题。本文研究发现在并购新规颁布后，上市公司开始寻找优质企业资源进行合并，欲发挥企业之间的协同效应，在竞争激烈的市场上取得优势。然而高额不合理的对价支付带来巨大的账面商誉，按照现行会计规定，被并购方要达到相关业绩承诺补偿，达到后则不需要计提商誉减值，但这也说明了商誉存在无穷无尽的减值压力，一直是公司账面的雷区。一旦后续发生的内外部事件使业绩承诺不达标，则会存在计提减值的风险。巨额商誉的减值给企业带来了大量的影响，企业股价波动明显，现金流短缺，偿债能力下降，营运能力低下等等，这些都给上市公司带来了莫大的挑战。企业应当时刻关注商誉，做好未来的规划，预防经营不善、商誉减值给企业和投资者带来不可弥补的伤害。

5.2. 启示

研究中发现减值测试标准不够统一，操作手法也随之多变，现以超额收益观为基本出发点，以超额获利能力的有限性和子公司商誉逐步转化作为母公司的自创商誉的数值，给出一种后续处理办法。

以当下会计准则中关于并购商誉的初始计量为基础(实际支付对价和被收购公司所有者权益公允价值的差额)，将并购流程简化后进一步将商誉理解为，以企业当下的实际资本参与投资活动，将未来预计超额收益折现到当下，并将其确认为商誉反映在企业的合并报表之中，即商誉反映企业为了未来获得超额收益付出的成本。

将子公司给母公司带来的收益变动作如图 11 所示处理，处理环节简述为：每笔的收益变动应考虑其是否有“超额收益”部分出现，将超额收益折现额 A2 冲减商誉账面价值，将 A1 与 B 确认为投资的收益。进而本方法需要一个所谓的超额收益之界定，考虑同行业净资产利润率等指标作折算得出 A 与 B 之分割，再做相应实务处理。

本文建议的后续处理方法，是以历史成本原则为基础，以超额收益观作为衡量依据，以超额获利能力存在时限和自创商誉不予确认等立论为基础的一种方法。较减值和摊销而言，对所处理的商誉界定更契合“核心商誉观”，处理思路来源与摊销的理论考量更一致。

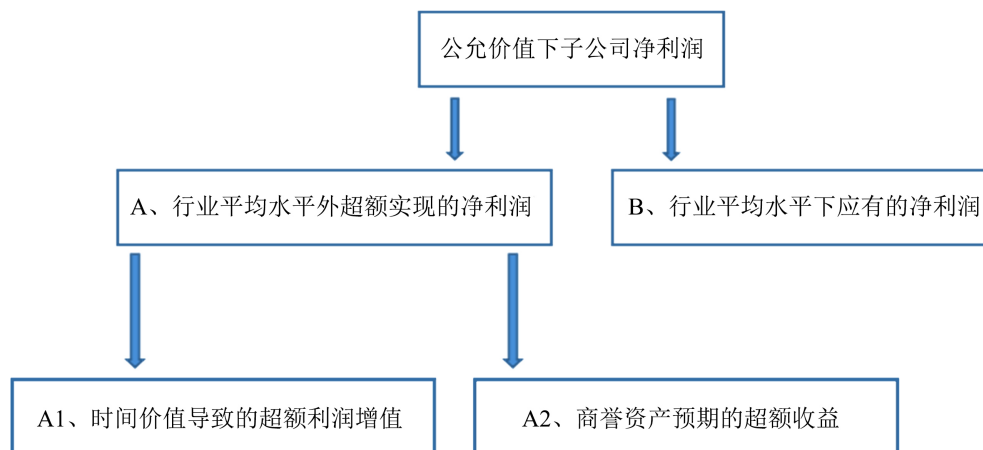


Figure 11. Split diagram of income changes (taking net profits of subsidiaries as an example)
图 11. 收益变动拆分图示(以子公司实现净利润为例)

提出这一思路旨在给当下缺乏参考指标的商誉以价差确认账面价值和减值测试无指标反映准确度的两个问题以参考，处理思路中的抵减亦可视为外购商誉转化为自创商誉的一种不完全精确的测度，同时用以提高投资者接收信息的有效性。

参考文献

- [1] 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.
- [2] 杜兴强, 杜颖洁, 周泽将. 商誉的内涵及其确认问题探讨[J]. 会计研究, 2011(1): 6.
- [3] 张乃军. 莫让商誉成为“皇帝的新衣”——关于商誉处理的理性分析[J]. 会计之友, 2018(18): 2-5.
- [4] 薛爽. 亏损公司的股票价格是如何确定的[J]. 中国会计与财务研究, 2002(4): 100-133.
- [5] 徐筱凤, 李寿喜. 企业盈亏、流通股规模与股票定价——来自中国证券市场的经验证据[J]. 经济经纬, 2005(1): 77-80.
- [6] 薛海燕. 网络游戏企业合并的商誉风险研究[J]. 中国商论, 2019(3): 141-142.
- [7] 李玉菊. 商誉会计准则: 存在的问题与改进建议[J]. 证券市场导报, 2018(3): 36-40.
- [8] 韩潇. 企业商誉减值会计处理动机及后果探析[J]. 财会通讯, 2019(10): 68-70.
- [9] Li, K.K. and Sloan, R.G. (2009) Has Goodwill Accounting Gone Bad? *Review of Accounting Studies*, 1-40.
- [10] 宋建波, 张海晴. 商誉后续计量方法的探讨: 预期导向还是经济后果导向[J]. 财会月刊, 2019(3): 44-46.
- [11] 胡文雯, 任宇飞. 上市公司“高商誉”风险问题研究——关于现行准则对商誉处理的反思[J]. 中国物价, 2019(12): 42-44.
- [12] 顾楹瑶. 我国上市公司商誉减值的现状、成因与危害[J]. 现代商贸工业, 2019, 40(29): 153-155.
- [13] 杨威. 宋敏. 冯科. 并购商誉、投资者过度反应与股价泡沫及崩盘[J]. 中国工业经济, 2018(6): 18.