

企业估值应用剩余收益模型的几个问题

陈耀辉 邵希娟

(华南理工大学工商管理学院 广州 510640)

【摘要】 本文从理清剩余收益模型相关的知识点出发,结合我国的实际情况,对以下问题进行了分析并明确地给出了相应的处理方法:银行存款到底属于经营性资产还是金融性资产;如何进行税收的分摊;如何满足干净盈余关系;应当使用权益剩余收益模型还是经营剩余收益模型。

【关键词】 剩余收益模型 价值评估 公司价值

剩余收益模型是基于应计会计制的评估模型,其充分利用会计信息,明确了会计数据在公司估值中的作用,会计数据作为决定公司价值的变量,直接纳入到公司估值模型中。该模型具有充分的理论依据,美国学者Ohlson和Feltham(1995)为剩余收益模型的定义及其度量提供了完备的理论框架,该模型为理论界最推崇的最经典的估值模型。在使用剩余收益模型进行公司价值评估时,需要对财务报表进行调整,并计算相关比率,报表调整与比率计算结果的正确与否,极大地影响着价值评估的结果。笔者根据实际操作中的切身体会归纳出剩余收益模型在我国实际应用中遇到的特殊问题,并对这些问题进行了详细的分析及给出了相应的处理方法,目的是帮助使用者正确地使用剩余收益模型进行公司价值评估,减少估值误差。

一、银行存款到底属于经营性资产还是金融性资产

Penman(2005)指出,对现金与现金等价物科目的调整可以通过把现金与现金等价物分开进行处理,现金一般以库存现金的形式存在,不带利息,属于经营性资产;带利息的现金等价物(如期限在三个月以内的短期投资)或者投资于短期证券的现金属于金融性资产。这样的处理仅仅适用于像美国这样金融市场发达的国家。因为在美国,其银行存款均为不带息的活期存款,且企业可以随时通过发达的金融市场把多余的

现金投资于短期证券,所以美国企业很少持有银行活期存款,即使持有也可以直接将其全部划分为经营性资产。

然而在我国,由于金融市场不发达,企业比较难通过金融市场安全有效地投资短期证券,而银行存款是带息的,所以企业的货币资金大部分会以银行存款的形式存在。

银行存款包括定期存款与活期存款两大类:定期存款主要是为了获取银行利息而长期存放在银行的现金,在调整报表时我们可以直接将其划分为金融性资产;活期存款一方面带有利息,具有金融性资产的性质,另一方面它是为了满足公司生产营运的需要而暂时存放在银行的现金,具有经营性资产的性质。

通过对管理者的跟踪访谈并结合我们对公司价值评估的实际经验,我们发现大部分公司持有活期存款的主要目的是满足公司生产营运的资金需求,其获得的短期存款利息仅仅是一种派生所得,因此,在实际调整报表时,我们不应该按照Penman(2005)的方法把银行存款均划分为经营性资产,而应该按照我国的实际情况,把活期存款划分为经营性资产,把定期存款划分为金融性资产。

二、如何进行税收的分摊

Penman指出,收益的两个组成部分——经营性收益和金融性收益,都与税收有关,但传统利润表中只有所得税这一

公司和健康的保险公司的对比研究中,其经验是非常有意义的,值得我们借鉴和学习。

主要参考文献

1. 孙立明. 美国财产保险公司的破产成本分析与启示. 金融研究, 2002; 10
2. 陈迪红, 潘竟成. 保险公司动态财务分析初探. 财经理论与实践, 2002; 2
3. 马坚, 周晶晗, 刘新梅. 非寿险公司动态财务分析模型及其借鉴. 金融教学与研究, 2003; 6
4. 雒庆举. 西方发达保险市场风险监管制度及其对中国的启示. 湖南社会科学, 2005; 4

2. 改进偿付能力监管指标体系。2003年3月保监会颁布的《保险公司偿付能力额度及监管指标管理规定》借鉴了美国IRIS的指标体系,这是我国对保险公司偿付能力进行监管的重要进步。但同时也应当看到,随着社会经济的发展、保险公司经营环境的变化,适时地改进预警指标体系和评估方法是提高监管效率的必然趋势。

3. 加强统计学和计量学等数量分析工具的运用。公正、客观、稳定地评估风险是保险业监管的根本任务,在一定程度上使用数量分析工具能提高分析预测能力。美国是一个重视科学、注重统计分析的国家,Logit模型和Probit模型就被成功地运用在保险公司偿付能力研究中,特别是在破产的保险公

项,所以该数额必须被分摊到收益的两个部分中,使这两个部分都反映税后金额。传统报表中的所得税包含了核心经营收益所得税、其他经营收益所得税、营业外收益所得税、净金融费用所得税,因此,调整利润表时需要把所得税税额分摊到核心经营收益、其他经营收益、营业外收益、净金融费用四个部分中,从而清晰地显示出税收对经营性活动和金融性活动的影响。上述各部分所得税金额与传统利润表中的所得税金额的关系式如下:

核心经营收益所得税=传统利润表中的所得税-其他经营收益所得税-营业外收益所得税+净金融费用所得税

通过查阅相关资料并结合我们的实际经验,我们发现Penman(2005)对税收进行上述处理的原因主要是由于美国企业所得税制实行的是超额累进所得税率,因此在计算经营性活动所得税和金融性活动所得税时需要将传统利润表总所得税额进行分摊处理。

然而,我国企业所得税制实行的是比率税率(25%),各项活动的所得税率与总所得税额无关,仅仅与各项活动的税前收益有关,因此在计算经营性活动所得税和金融性活动所得税时完全没有必要像Penman(2005)那样从传统利润表总所得税额出发进行税收分摊处理。

综上所述,在我国,对于税收分摊处理我们可以直接通过各项活动的税前收益乘以固定税率(25%)得出,即:

经营性活动所得税=税前经营收益×25%

金融性活动所得税=税前净金融费用×25%

三、如何满足干净盈余关系

把收益放在股东权益表中报告,而不是放在损益表中报告,这就叫干净盈余会计。为了使用剩余收益模型进行企业价值评估,需要把传统的干净盈余报表调整为干净盈余报表,即把传统的净利润调整为综合收益。尽管Penman(2005)对如何调整美国企业报表的干净盈余进行了详细的说明,但是,由于我国新会计准则与美国会计准则的科目名称与科目含义并非完全相同,因此,我们无法直接照搬该方法。为此,我们按照Penman(2005)调整干净盈余的精神实质,对我国新会计准则的会计科目进行了归类调整,把净利润调整为综合收益,从而使调整后的报表满足干净盈余关系。具体的归类调整可按以下公式进行:

来自销售的经营收益(税后)=(营业收入-折扣或折让-营业成本-营业税金及附加-销售费用-剔除非经常项目后的管理费用)×25%

其他核心收益(税后)=(其他业务利润+投资收益的经营部分-资产减值损失+管理费用的非经常项目部分+汇兑损益和其他财务费用+营业外收入-营业外支出+公允价值变动收益)×25%

金融费用(税后)=(利息支出-利息收入-来自净利息费用的税收收益-投资收益的金融部分-影响利润总额的其他科目)×25%

综合收益=来自销售的经营收益(税后)+其他核心收益(税后)-金融费用(税后)-少数股东损益

四、应当使用权益剩余收益模型还是经营剩余收益模型

公司实体价值=公司权益价值+净金融负债的公允价值
用权益剩余收益模型估计公司权益价值的立足点是股东,用经营剩余收益模型估计公司价值的立足点是整个公司。

权益剩余收益模型的表达式:

$$V_0^E = CSE_0 + RE_1 / (1 + R_E) + \dots + RE_t / (1 + R_E)^t + CV_t / (1 + R_E)^t$$

其中, $RE_t = E_{at} - R_E \times CSE_{t-1}$, 即: 剩余权益收益=综合收益-对权益账面价值要求的收益; CSE_t 表示第 t 期普通股股东权益账面价值; R_E 表示公司权益的资本成本。

经营剩余收益模型的表达式:

$$V_0^{NOA} = NOA_0 + REOI_1 / (1 + R_A) + \dots + REOI_t / (1 + R_A)^t + CV_t / (1 + R_A)^t$$

其中, $REOI_t = OI_t - R_A \times NOA_{t-1}$, 即: 剩余经营收益=税后经营收益-对净经营资产要求的收益; NOA_t 表示第 t 期净经营资产账面价值; R_A 表示公司业务的资本成本。

通过比较可以发现,无论是净经营资产账面价值还是税后经营收益与普通股股东权益账面价值和综合收益相比都因少考虑了金融活动方面的因素而更容易求得。由此可见,经营剩余收益模型在计算过程中较权益剩余收益模型方便。但是,一直以来由于我国旧会计准则规定金融资产(负债)按账面价值计量,因此在计算公司权益价值时只能使用权益剩余收益模型。然而,自从我国新会计准则规定金融资产(负债)按公允价值计量后,我们就可以通过使用经营剩余收益模型计算得出公司实体价值,再减去当期净金融负债的公允价值以求出公司权益价值,这样将比直接使用权益剩余收益模型计算公司权益价值简单得多。但这里需要特别注意的是:金融资产和金融负债的值必须是时点值,而不能使用平均值,如评估2008年6月份的公司价值,必须使用2008年6月末的净金融负债价值计算,而不能使用2008年1~6月末的净金融负债的平均值计算。

综上所述,由于我国新会计准则规定金融资产(负债)按公允价值计量,因此今后在应用剩余收益模型对我国企业估值时,不管是求公司实体价值还是求公司权益价值,均应该使用经营剩余收益模型进行计算。

主要参考文献

1. Ohlson J., Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation, Contemporary Accounting Research, 1995; 11
2. 佩因曼著. 刘力, 陆正飞译. 财务报表分析与证券定价. 北京: 中国财政经济出版社, 2005
3. 罗斯等著. 方红星译. 公司理财. 北京: 机械工业出版社, 2007
4. 布雷利, 迈尔斯, 艾伦著. 方曙红译. 公司财务原理. 北京: 机械工业出版社, 2007
5. Feltham G., Ohlson J., Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities, Contemporary Accounting Research, 1995; 11