权益估价模型在商誉减值测试中的应用

田中禾(教授)　孟伶云

(兰州大学管理学院　兰州　730000)

【摘要】本文对几种权益估价模型进行了比较和评价,探讨了权益估价模型在商誉减值测试中的适用性,同时指出了商誉减值测试的难点,以期为有效进行商誉减值测试提供帮助。

【关键词】商誉　减值测试　权益估价模型

运用减值测试法对合并商誉进行后续计量已成为一种国际趋势。在这种方法下,必须每年确认与购买企业相关的商誉价值的减损从而提供更加有效的财务报表。然而,减值测试法是否可行,换言之,是否存在几种评估合并商誉日后价值的方法,理论界和从业者还存在争论。本文介绍了用于商誉减值测试的估价模型,同时讨论了这些模型的适用性。

一、权益估价模型及其评价

1. 权益估价模型。权益估价模型包括股利折现模型(DDM)、现金流量折现模型(DCF)和剩余收益模型(RIM)。DDM是大部分权益估价模型的基础。在DDM中,公司股权的价值(V)等于所有预期未来股利(DIV)以公司股权成本(r_e)折现的现值,一般假定该股权成本在一定期间内是不变的,DDM表现为:

$$V_0=\sum_{n=1}^{\infty}E_0(DIV_n)/(1+r_e)^n$$

应用DDM的关键是对DIV的预测和对r_e的估计。DIV和r_e成为DDM中的两项重要参数。

(1)DCF。尽管DDM理论性较强,但其适用性较差,尤其当公司在较长时间内没有支付大量股利时。为了提高实用性,DDM衍生了其他形式,最为普遍的形式是DCF,因为其与莫迪格利尼和米勒的融资理论具有直接联系。在该模型下,企业内在价值是企业未来现金流量的现值。使用DCF首先要求估计自由现金流量(FCF),也就是在满足企业经营和投资的所有需要以后能够分配给所有资本提供者的现金。DCF有很多变形,FCF是最普遍的应用形式,其表示可获得的分配给债权人和股权持有者的现金流,而折现率是加权平均资本成本(WACC)。用该模型估计公司负债和股权的总价值,然后从公司总价值中减去公司超额现金的债务净额的市场价值以得到实体价值。由于无限期地预测未来FCF的内在困难,FCF的使用者通过一个特定的终止日代表性地预测FCF,以估计股权负债净额的终值(V_T+netdebt$_T$),FCF表现为:

$$V_0+netdebt_0=\sum_{n=1}^{T}E_0(FCF_n)/(1+r_{wacc})^n+E_0(V_T+netdebt_T)/(1+r_{wacc})^T$$

其中,r_{wacc}代表用加权平均成本表示的折现率。估计负债和股权终值的标准方法假定公司到终止日达到了一种稳定发展的状态,当FCF以不变的增长率g恒定增长时,则终值(TV)=[$E_0FCF_T(1+g)$]/($r_{wacc}-g$)。应用DCF的关键是FCF的预测和折现率的估计。WACC随公司资本结构的变动而变动,使用者一般根据企业的目标负债股权比率假定一个固定的WACC。

(2)RIM。RIM由奥尔森建立,经奥尔森和费尔萨姆的一系列研究逐步发展和完善,目前已成为权益估价及实证会计研究的经典模型。其来源于考虑了净盈余会计的DDM,净盈余会计要求所有影响账面价值的利得与损失都应包括在收益表中。剩余收益(RI)等于会计净收益(NI)减去一项股权费用,该费用等于股权成本乘以股权的期初账面价值,用公式表示为:

$$RI_t=NI_t-r_eBV_{t-1}$$

RIM中的股权市场价值是通过公司股权的当前账面价值(BV_0)加上预期的RI估计的。RIM的使用者通过一个特定的未来终止日代表性地预测RI,并且单独估计终止日股权的市场价值与其账面价值的差额(V_T-BV_T),RIM表现为:

$$V_0=BV_0+\sum_{n=1}^{T}E_0(RI_n)/(1+r_e)^n+E_0(V_T-BV_T)/(1+r_e)^T$$

该模型的使用者经常假定公司在终止日达到稳定状态。当RI以不变的增长率g恒定增长时,则TV=[$E_0RI_T(1+g)$]/(r_e-g)。应用RIM的关键是预测BV、NI和估计r_e。预测BV要求预测净股利,也就是用已投入股本减去以股利形式存在的保留盈余后的净流入。

2. 评价。

(1)RIM和DCF的差异。由于理论上的相通,当流量预测趋向于无穷大并采用一致的折现率时,DDM、DCF和RIM提供相同的价值。然而实务中,流量可合理预测的区间是有限的,折现率也会导致估价误差,这些现实的考虑使得理论研究者和从业者都有自己的模型选择偏好。

RIM和DCF之间的最大差异就是RIM的基础是权责发生制,而DCF的基础是收付实现制。RIM和DCF存在许多变

形，尽管DCF在实际中得到了广泛的运用，但是RIM也获得了很多人的认同。

DCF所主张的概念优势依赖于强调现金流的公司的理财根源。实用估价手册主张现金流支配以估价为目的的会计收入，并且提倡DCF优于会计基础的模型。而RIM将公司价值和会计数据联系起来，强调了权益账面价值在公司价值评估中的作用。

（2）RIM的应用优势。许多学者讨论了RIM的应用优势，他们认为，DCF的缺点是需要从营业现金流量中减去长期资本投资来计算FCF。对于成长型公司，其可能会长时期存在负的FCF。RIM的支持者主张在权责发生制下，通过将资本投资支出计入资产负债表作为资产来排除其失真影响。折旧和摊销将该项投资成本在一定期间内分配并费用化，原则上与其产生的收入相配比。Penman和Sougiannis论证并指出与DCF相比，RIM以权责发生制为基础考虑了来自于相对较短期间内预期盈利更合理的估值。另外，DCF对FCF的依赖要求有更多的预测年度以得到稳定状态和正的FCF。

RIM的另一个应用优势是终值以公司股权的市场价值与其账面价值的差额（V_T-BV_T）计量。这一差额明显小于公司市场价值与其负债净值的总和（$V_T+netdebt_T$），即FCF中的终值。这一优势是因为终值经常组成两个模型中公司计算总值的大部分，是具有最大不确定性的估计部分，而最小化终值的影响减小了估价过程中的不确定性。

研究者支持RIM的应用优势主要在于，只要采用了净盈余会计，会计选择（诸如稳健性、研发支出的费用化和不同的折旧方法）并不会影响价值的计算。同样，只要净资产价值和收益是内在稳定的，RIM对其并不敏感。这意味着合并商誉是否摊销与RIM不相关。换言之，RIM提倡者认为会计规则与RIM无关，而DCF需要不必要的附加步骤将以权责发生制为基础的会计计量调整为收付实现制下的会计计量。然而，折旧和摊销这些非付现费用对DCF没有影响，而且现金流量表提供了将权责发生制转变为收付实现制的大部分调整，简化了调整程序。

RIM和DCF都受到未来现金流量不恰当预测的负面影响，估价公式中分子的适当规范、确定适当的折现率以及终值计算存在困难。总之，DCF和RIM之间的相同点多于不同点。另外，如果采用可获得的最好工具的估价过程能够提供足够相关和可靠的估计，那么其就能作为商誉减值测试的基础以及证明取消系统摊销的合理性。

二、权益估价模型在商誉减值测试中的适用性

RIM在实证会计研究领域得到了广泛应用，许多实证理论研究从大样本结果中得出结论，RIM在解释股票价格和股票收益方面比其他形式的估价模型做得更好。但这并不能说明RIM可以直接用于商誉减值测试，因为这样的减值测试针对的仅仅只是单个公司或公司的一个报告单元内部的购买商誉这一特定资产，而且理论研究没有指出一般情况下哪一个模型更好。尽管许多研究者称RIM在解释股票价格方面做得更好，但是证券分析师对样本公司的收益和股利进行了多年的预测，发现这些公司的情况并不能代表所有公司的情况。理论研究使用当前股票价格作为评定估价模型解释力的基准，这暗含假定股票价格能够反映其内在价值。假定与当前股票价格的匹配能力是用于评定商誉减值的估价模型的优越性的主要标准，那么商誉减值测试最直接的方法是基于公司当前股票价格（如果市场价格存在）的估计，而不是基于估价模型提供的对股权内在价值的估计。

RIM和DCF在商誉减值测试中得到潜在应用。这两种模型都来源于DDM，使用共同的程序来估计用于估价分析的RI和FCF，因为都要求完整的预算财务报表。预算财务报表包括公司的战略、预计当前和非当前的投资、资本结构的预期变化等内容。公司的管理者能提供该信息，证券分析师能够根据该信息编制预算。完整的财务预算表包括灵敏度分析、由于没预料到的竞争压力产生的总边际成本变化的影响和情境分析、新产品的开发或者竞争者的收购等内容。证券分析师根据这些细节和对公司盈利水平的预测来估计股权的内在价值。估价过程中的适当目标不是在某一时点的估计而是一组合理价格区间，这是因为较大的区间能反映估价过程中较大的潜在不确定性。估价要遵守一定的规则和有组织地进行，但从根本上讲是不精确的；而且，由于考虑到与上述提到的学术研究中用股票价格当作大样本估价基准相比，当前证券价格不能反映其内在价值，从而公司估价经常被提倡。

三、商誉减值测试的难点

合并商誉减值测试面临几个潜在的困难。当前会计准则规定，在购买日将商誉当作一种剩余或者支付目标企业的价款与目标企业净资产公允价值之间的差额。如果商誉是以利用RIM或者DCF估计的股权整体价值减去净资产公允价值来进行后续计量，那么商誉继续以一种剩余来计量。

因此，无论是初始计量还是后续计量，商誉都不是一项可以分离的资产，从而必须在当前会计标准或者建议的减值测试方法下以一种剩余来计量。计算商誉的剩余在本质上将会使得其价值的解释复杂化。计算净资产的公允价值时的任何计量误差都将会影响到商誉的计算值，在购买日多支付或者少支付价款。不存在普遍接受的独立于净资产公允价值的计量合并商誉的方法。

以下两方面的因素使商誉的后续计量进一步复杂化：第一，目标企业经常被吸收到母公司或者它们的子公司，削弱了对单个企业的绩效评估和会计计量；同时，计量合并商誉独立于企业合并日后的企业商誉。第二，即使目标企业保持其独立性，合并商誉的变化与企业合并后的自创商誉是不能区分的，排除了两类商誉的单独计量和减值测试。如果一般公认会计原则（GAAP）是一个完全以公允价值为基础的体系，那么这种分离没有什么关系，因为会公平地对合并商誉和自创商誉进行估价。但是在当前的GAAP中，减值测试继续着现存无形资产的不一致处理：购买无形资产的成本确认为资产，自行研发的无形资产的成本确认为资产，而自创商誉的成本立即费用化。不但合并商誉应该资本化，后续的减值测试间接地将自创商誉资本化，那些没有从外部购买商誉的公司会继续费用

论国有股股东博弈与加强公司治理

熊美勇　李善民

（湘潭大学商学院　湖南湘潭　411105）

【摘要】本文提出在股权分置改革完成后可通过国有投资主体非对应交互持股来缓解资本市场资金的压力，实现国有股权结构优化调整，并从博弈论的视角论证了国有股股东通过合作是可以加强公司治理的。

【关键词】股权结构　国有股股东　公司治理　博弈

股权结构是决定公司治理机制有效性的最重要的因素，这是因为股权结构决定着公司控制权的分布，决定着所有者与经营者之间的委托代理关系的性质。发达市场经济中公司运作的历史表明，公司股权集中度与公司治理有效性之间关系的曲线是倒U形的，股权过于分散或过于集中都不利于建立有效的公司治理结构（吴敬琏，2001）。因而对于任何一般的大企业而言，重要股东实现效用最大化的所有权结构既不是高度集中的，也不是过度分散的，而是适度集中的。

众所周知，我国上市公司大多是由原国有企业改制而成，股权结构普遍不合理。因此，我国上市公司要改善治理结构，提高企业价值，建立规范的现代企业制度，就必须大规模地推动股权结构的优化调整。笔者认为，进行国有股减持首先要认清我国股权分置和国有股减持两者的改革顺序。

如果资本市场不解决流通股与非流通股股权分置问题，盲目进行国有股减持，一方面将使国有股在减持过程中难免有“圈钱”之嫌；另一方面也将会对资本市场带来较大的冲击，使国有股减持所带来的好处无法显现。有人认为，在股权分置改革完成后，为追求大股东效用最大化，越来越多的国有控股上市公司的大股东将由绝对控股地位转变为相对控股地位，实现由所有权高度集中向适度集中的转变。显然，这种股权结构优化调整压力将使资本市场承受巨大的卖盘，正是由于担心市场的承受能力，所以现在为获得流通资格的大股东的卖股设定了时间和数量上的限制，这种限制虽然缓解了资金市场紧张的状况，却延误了国有股减持工程，也将影响国有控股上市公司股权结构优化调整和治理水平的提高。

为了探寻新的减持路径，笔者提出不同的国有投资主体（主要是指国有资产监督管理机构及其下设投资公司、资产经营公司等法人性公司，下同）非对应交互持股的“多米诺骨牌式”存量减持方案，即以上一轮减持推动下一轮减持。从理论上来说，只要每一个国有股股东都把减持变现资金用于再购买其他企业拟减持的国有股，那么不论减持的规模有多大，资金问题都能够迎刃而解，因为总体减持规模与总体再购买规模正好相等（当然，也不排斥国内外非国有资本承接国有股减持资金）。那么，一个企业内共存多个国有股股东是否能够改

化自创商誉产生的支出。

减值测试的上述两方面的问题没有考虑应用价值评估模型，而且价值评估模型并不能解决这些问题。

四、结论

进行商誉减值测试存在很多困难，主要为采用适当的模型、预计未来现金流量及不能将合并商誉从合并后期间的整体企业商誉中分离出来。基于RIM和DCF的固有理论相通和对公司盈利水平的预测报表的普遍需要，当RIM和DCF使用内在一致的折现率、增长率以及具有稳定的状况，所有的实体无论采用RIM还是DCF都会得出相同的估计值。那么，仅有的问题是不管哪种模型的特征都会导致该种模型受到个别公司在实际情况下的选择偏好。

关于估计理论和模型规范的研究仍在继续。例如，DCF和RIM都没有明确包括实物期权的价值和从实物期权价值中得出企业合并的合并额外费用。实物期权代表做出企业决策而非融资决策的机会，这种期权由于上述不同的估价方法会有不同的估值。

RIM和DCF都使用估计和能提供估价合计商誉（不是合并商誉）价值的合理基础。商誉的剩余本质、预测预算财务报表的内在不确定性，以及估计折现率和要求的收益率缺乏准确性等增加了限制。如果GAAP推进无形资产的公允价值会计，商誉估价中存在的一些问题就会消失。在公允价值报告下，以公允价值计量企业商誉（包括自创商誉）与其他资产的会计计量是一致的，使用RIM或者DCF评估企业商誉价值的提议是对公允价值会计的取代，这创造了一个先例。

主要参考文献

1. 周长信.商誉减值测试：FASB与IASB相关规定比较.证券市场导报，2002-10-13

2. 谢诗芬，彭玉龙.权益估价、会计信息、公允价值：模型与启示.财经理论与实践，2003；4

3. 吴爱兰.剩余收益法和折现现金流量法的比较研究.山东工商学院学报，2004；6