



“剩余收益估价”与企业价值创造

中山大学管理学院 宋平

【摘要】 剩余收益估价理论是美国财务学界近十年来最为流行的研究主题,并在实践中广泛应用。剩余收益的核心就在于价值创造,它给企业经营管理提供了一些有益的启示。

【关键词】 股票价值 剩余收益 价值创造

一、剩余收益模型概述

剩余收益模型(RIM)又称为EBO模型,其最早是由爱德华兹和贝尔于1961年提出来的,但其并没有引起理论界太大的重视。1995年美国学者奥尔森在其文章《权益估价中的收益、账面价值和股利》中对该方法进行了系统的阐述,建立了公司权益价值与会计变量之间的关系,使该方法重新得到理论界的重视,并成为近十年来美国财务学界、会计学界最热门的研究主题之一。

所谓剩余收益是指公司的净利润与股东所要求的报酬之差。剩余收益的基本观点认为企业只有赚取了超过股东要求的报酬的净利润,才算是获得了真正的剩余收益。如果企业只能获得相当于股东要求的报酬的净利润,则仅仅是实现了正常收益。即 $RI_{t+1} = NI_{t+1} - rBV_t$,其中: RI_{t+1} 代表t+1期的剩余收益, NI_{t+1} 代表t+1期的企业净收益, BV_t 是t期企业权益的账面价值, r 是投资者要求的必要报酬率。剩余收益需要对资本成本进行调整从而反映会计上未确认但事实上存在的权益资本的机会成本。

剩余收益模型用公司权益的账面价值和预期剩余收益的现值来显示股票的内在价值。在考虑货币时间价值以及投资者所要求的风险报酬的情况下,将企业预期剩余收益按照一定的贴现率进行贴现以后加上当期权益价值就是股票的内在价值。基本公式是: $PV_0 = BV_0 + \sum RI_t \times (1+r)^{-t}$ 。

可以进一步考虑,企业净收益增加的来源是什么?

$$NI_{t+1} = ROE_{t+1} \times BV_t$$

其中, ROE_{t+1} 代表t+1期的净资产报酬率。所以上述模型可以表示为: $PV_0 = BV_0 + \sum (ROE_t - r)BV_{t-1} \times (1+r)^{-t}$ 。

而净资产报酬率ROE可以根据杜邦财务分析体系再分解为资产报酬率、销售净利率、权益乘数等,所有这些参数都可以从企业的会计报表中得到,至于投资者要求的必要报酬率可以根据资本资产定价模型(CAPM)或者是套利定价模型(APT)进行估算。

二、对剩余收益模型的评价

剩余收益模型吸取了折现现金流量模型中货币的时间价值、风险与收益对等原则的优点,同时与传统的方法又有所不同,它不是从利润分配的角度出发,而是从企业的价值创造(ROE)观点来考虑问题。企业的一切生产经营活动都是

围绕价值创造进行的,其结果又会在会计报表上得到最终反映,因此剩余收益模型更为贴切地反映了企业的真实状况。

剩余收益模型利用企业的资产负债表和损益表的数据来计算股票价值,而企业会计核算不可避免地会存在方法上的差异,这就使得会计数据容易受到人为因素的影响,那么这是否会影响股票价值评估的准确性呢?答案是不会。因为,股票价格是以未来收益与当前账面价值为基础的,而复式记账能够进行内在的自我调整,使会计方法选择的差异也会同时在未来收益和当前账面价值上反映出来。由于会计数据对该模型来说极其重要,评估人员只有对会计方法非常熟悉,洞悉企业可能存在的会计调整事项,才能做出客观的估算。

金融分析人员热衷于会计基础的剩余收益模型,因为该模型体现了企业价值成长的驱动因素。只有企业的投资活动才能创造高于股权资本成本的收益,才能提升公司股票的内在价值,投资者才会支付比净资产高的价格。如果企业的收益低于正常收益水平(权益资本成本),投资者不会对这种股票支付任何溢价。至于企业的“增发”和“配股”等融资活动,虽然可增加企业权益的账面价值,但同时也增加了公司的股份数量,在新的融资不能创造出高于资本成本财富的情况下,企业的股票价值就不会得到提升。因此,企业股票价格与其所代表的净资产价值的偏差依赖于企业创造“剩余收益”的能力。

有观点认为,传统的现金流量估价模型用净现金流量公式来估算公司价值时不使用公司财务报表上的数据,以致该方法失去了实用性。事实上,股票价格里包含了多少会计信息是证券市场价格发现功能能否充分发挥的重要判定标准,是体现资本市场效率的主要标志。尽管基于历史成本原则的会计信息遭到了诸多证券分析师的批判,但大量实证研究表明,会计信息对于股价变动具有较强的解释能力。运用会计信息直接进行价值评估,摆脱了传统现金流量贴现模型从会计数字转化为现金流量数字的“曲折”,增加了实用性。美国会计学会就认为剩余收益模型是一种比贴现现金流量模型更准确的模型。

三、剩余收益对企业价值创造的启示

“剩余收益定价着眼于公司的价值创造过程”,美国著名会计学家佩因曼教授认为这是剩余收益模型与传统股利折



我国保险经纪业存在的问题及对策

浙江义乌工商学院 陈 飞 中国人寿保险股份有限公司厦门分公司 高 飞

【摘要】 保险经纪业在我国是一个新兴行业,作为一种中介,无论是从保险市场体系的角度来看,还是从保险公司和消费者的角度来看,其都发挥着不可替代的作用。保险经纪业在我国得到了初步发展,但仍存在着社会认知度不高、人才缺乏等问题,本文对此进行了深入的分析,并从实际出发,提出解决问题的具体对策。

【关键词】 保险经纪 保险公司 业务

一、保险经纪人的作用

1. 维护投保人利益的需要。保险经纪人是投保人及被保险人利益的代表者,其自身较高的专业水平决定了他们可以为客户提供适宜的险种、公平的费率和理赔服务。同时,他们深厚的专业知识与丰富的从业经验使他们能够有效地分析和判断保险公司的实力和保险产品的风险性及保障水平,可为保户组合保险责任,并根据保险公司的信誉、管理水平、服

务质量和现金流量折现模型的最大区别。一个公司的投资价值在于其将来获取的收益超过资本成本的能力,价格与账面价值的比率将会随着公司增加“经济价值”的能力增强而增大。如果企业不能获取超过资本成本的收益,那么其股票价格低于净资产的价值也毫不奇怪,这恰恰是资本市场对其内在价值的正确反映。

传统的企业经营绩效评价指标通常有权益报酬率、总资产报酬率、每股收益等。但这些指标都没有考虑资本成本的因素,不能反映资本净收益的状况和资本运营的增值效益。企业有正的利润并不意味着企业资产得到了保值增值。剩余收益模型的核心在于,它从股东利益出发,在评价公司管理层的经营管理活动是否为股东创造了价值时,只有当公司的税后净利润(已扣除债务利息)大于股东对公司的投资资本时,才能认定管理层的经营管理活动为公司创造了价值。由此看来,把权益资本的成本作为考核公司经营业绩的一个指标,正是剩余收益模型与传统财务分析工具的最大区别。

根据传统的“会计利润”计算惯例,许多公司的会计报表都显示公司是盈利的。但事实上,许多公司并没有真正盈利,因为其所获取的“利润”往往小于公司全部投入的资本成本。作为一种新的会计核算方式与管理理念,剩余收益模型纠正了这个错误并明确指出,管理人员必须“为资本付费”,就像支付工资一样。剩余收益模型对资本成本的重视,使企业可以避免隐性亏损。一般企业在进行投资时,只要投资项目的回报率高于贷款利率,就认为该投资是可行的。事实上,如果考虑股东要求的报酬,项目预期现金流量未必能全部实现,用剩余收益模型进行计量,投资该项目可能会遭受损失。

此外,基于剩余收益观念,可以更好地协调公司各个部

门之间的利益冲突,促使公司整体利益最大化。公司的生产、营销、采购、服务是一个复杂的系统,各个部门之间可能存在利益冲突,特别当公司的资源有限时,这种冲突尤为突出。如果从剩余收益角度考虑,就可以较好地解决这个问题。因为不同部门目标的实现都需要一定的投资,如果某项投资能够创造较多的剩余收益,那么其就应该被优先选择;如果其不能创造或创造很少的剩余收益,那么其只能排队等候。

公司价值的来源很多:率先开发出新的产品、进入一个新的行业、现在投入可在未来获益的资本性支出、创新带来的生产成本的降低等。对于公司的高层管理者而言,他们并不是缺少投资项目,而是通常面临着太多的选择。每一个项目经理都会把自己的项目描绘得十全十美,因为他们在公司总体利益条件下还具有不同的私人利益需求。这样,如何选择一个真正好的项目就成为高级管理者的难题。在剩余收益面前,所有这些问题都会迎刃而解,采用剩余收益作为财务衡量指标,所有的决策过程都将归结为一个问题——是否能提高剩余收益。

剩余收益的最大来源无疑是专有技术和产业壁垒,产业壁垒并非每个企业都能具备,创新才是大多数企业的秘诀所在。通过品牌、技术和服务创新,建立更有吸引力的市场,拥有更多的竞争优势,最终建立“剩余收益的永动机”。基于剩余收益理念的核心竞争优势和正确的决策准则是企业生存、发展的基本要求,是保证公司创造价值的必然需要,也是公司基业常青的源泉所在。

主要参考文献

JA Ohlson. Earnings, Book Value, and Dividends in Equity Valuations, Contemporary Accounting Research, 1995; 1