

矿产资源企业价值评估 周期性特征分析及方法选择

董思维¹ 刘晓荣² 王西兵¹

(1.山东工商学院 山东烟台 264005 2.首都经济贸易大学财政税务学院 北京 100070)

【摘要】针对传统企业价值评估方法不能完全满足矿产资源企业周期性特征的现状,通过深入分析影响矿产资源企业价值周期性的各种因素,论证了周期性对矿产资源企业价值评估的特殊影响和难点问题,提出处于不同周期阶段的矿产资源企业价值评估的方法选择。

【关键词】矿产资源企业 价值评估 周期性

矿产资源一直以来都是社会发展进程中的基础能源,它是整个世界发展的重要支撑,也是促进世界经济增长的动力。矿产资源企业拥有一定的矿产资源,并以对这些矿产资源的开发为主营业务,通过对矿产资源的消耗来实现企业的发展,受宏观经济形势与国内政策等因素影响,矿产资源企业发展呈现出一定的周期性特征,传统的企业价值评估理论与方法不能完全满足矿产资源企业的周期性现状,这使评估人员在对矿产资源企业价值进行估值时面临着一定的困难。

一、矿产资源企业周期性特征影响因素分析

(一)国内外经济环境影响

矿产资源企业的周期性在宏观经济方面表现在企业的动态发展和国内外经济波动关联度比较密切,其行业发展的规模、利润与前景等变化与宏观经济指标有着较强的关系。其中,国家的宏观经济指标包括了国内生产总值、产业投资等与国家政策方针高度相关的内容。早在封建社会,经济的增长就是不断波动的,波动程度与人类的生活密切相关,所以经济的波动一直被人们所关注。企业的经营效益受国家经济形势影响较大。经济环境较宽松、增长势头加大、对能源的需求量大时,矿产资源企业的效益就高;经济萧条、增长缓慢、对高耗能行业的需求降低时,矿产资源企业的效益就低。

(二)国家相关政策影响

改革开放以来,针对矿产资源企业,国家制定了宽松的管理政策,使矿产资源产量不断提高,行业发展迅速。2004年以来,国务院通过了《能源中长期发展规划纲要(2004~2020年)》,明确了煤炭的主体地位,同时要求各能源行业全面发展。2005年,胡锦涛总书记提出了建设山西中南部煤炭运输通道的意见。2008年,国务院规定实行

“十一五”后三年关闭小煤矿计划。2010年,由于国内煤炭企业产量不足,我国降低了煤炭进口关税,保证国内煤炭市场的供需平衡。2012年,国家能源局发布《煤炭工业发展“十二五”规划》,要求走新型工业化道路,建立节约高校的生产模式;调整产业结构,加大产业转型力度;鼓励发展大型煤炭企业,将小型企业和零散企业进行兼并;控制煤炭生产规模,维持煤炭供给与下游需求的平衡。近年来,政府通过制定补贴、税收优惠政策等,降低了煤炭行业的经营成本,促进了行业的经济发展。同时,在安全整治、环境保护方面,又对企业进行了一定的限制。

(三)行业自身特点影响

1. 国家有经济波动,也有经济周期,行业亦是如此。矿产资源企业的经济周期(生命周期),即萌芽期、成长期、稳定期与衰退期等。萌芽期的不确定因素很多,企业可能会迅速崛起,也可能会面临倒闭,经营风险较高;成长期企业会扩大生产规模,增加供给量,收益增长率会明显提高,有利于投资者进行投资;稳定期一般持续的时间会比较长,这一时段企业的发展与国家的经济发展同步,增长率也比较稳定;衰退期是企业面临倒闭的过程,或者是由于市场上的新能源的替代企业竞争优势加大,导致矿产资源企业的竞争力衰退。目前,受周期性影响比较大的行业主要有矿产资源企业、建筑业、交通运输业等,当然也包括各类消费品行业。

2. 受季节影响。一般自11月至次年的3月份为国内的大范围供暖时期,也就是煤炭类行业的旺季,这一阶段煤炭的需求量增加;而到了5月份,天气回暖,煤炭行业进入淡季,则需求会相对较小。

(四)各种不确定因素影响

矿产资源企业具有高风险性,有风险就意味着有不

确定性。例如,煤矿行业具有不可避免的安全风险,矿井中容易引发瓦斯爆炸、火灾等安全事故,造成人员伤亡和财产损失,因此煤产业具有较高的危险性;还有一些资源风险,矿产资源企业对资源储量的依赖性较大,很多矿产资源是不可再生的,这就造成了资源开采的不可控性;又比如受国家宏观经济影响的通货膨胀风险和资本市场的进出口风险、运输风险等;2008年5月,天气转暖,但是煤炭行业的淡季却没有到来,汶川地震使整个西部地区的煤炭行业受到一定影响,由于生产和运输中断,煤炭的价格暴涨。复杂多样的风险因素使得矿产资源企业的周期性规律不明显,使企业价值的评估具备了一定的难度。

现在以煤炭行业为例,分析其近年来业内发展的周期性。煤炭行业一直是大宗原材料行业,是中国的基础能源,在一次能源构成中占70%左右。我国煤炭资源丰富,需求旺盛,煤炭价格也不断提高,但从2008年开始,全球金融危机爆发,市场对于煤炭的需求急剧下降,煤炭价格出现大幅度降低。2009年,我国的经济开始恢复,宏观经济形势好转,下游行业回暖,国内煤炭价格重新迅速上涨。2010年,我国国民经济进一步恢复,能源需求大幅度上升,煤炭价格再次走高。“十一五”期间,煤炭行业开始调整结构,进行产业转型。国家确立了“煤为基础、多元发展”的基本方略,为中国煤炭行业的发展带来了有力的政策后盾。2011年开始,煤炭需求较为平稳,国内煤炭市场需求和产能基本平衡,市场煤炭价格在小幅波动中趋于稳定。但到2011年末,我国的煤炭进口量呈现历史最高,环渤海动力煤炭价格呈明显的下行趋势。进入2012年以来,国际政治经济形势严峻复杂,国家进行“一二五”规划,经济发展趋于平缓,鉴于快速开发建设煤矿迅速积聚的巨大煤炭产能,煤炭供给一侧产能过剩的特点变得日渐明显,煤炭行业继续趋于弱势。2013年,我国的经济形势依旧稳定,高耗能高污染行业走出了黄金时期,煤炭行业业绩继续下滑。

二、周期性矿产资源企业价值评估的特殊性

(一)评估原则和方法的特殊性

1. 不变价原则不适用。受国家有关政策的规定,评估时采用一贯的价款,导致评估结论有时不能合理反映资源储量价值。举个例子,一个煤矿,假设它的储量是1亿吨,产能1000万吨,简化处理可采10年;另外一个煤矿,储量是10亿吨,产能也是1000万吨,根据当地规定,尽管该煤矿10年后采矿权延续不需要缴纳价款,但按照我们目前的评估方法,这两个煤矿的评估值几乎是差不多的,这个结论一般不被投资者认可。出现这种状况的原因就是矿权评估的不变价原则,因为这种原则,完全没有考虑矿产资源的特点,矿产资源由于其稀缺性和周期性,价值

上涨是必然的,而且可作为投资者对冲通货膨胀的工具,但这个特点在不变价原则中完全没有体现出来,导致了评估结论有时不能合理反映资源储量的价值。

2. 评估方法要求多样化。现行的矿产资源企业价值评估实务中,评估方法以资产基础法和收益法为主,而资产基础法中的主要资产——矿业权,也以收益途径的评估方法为主。笔者通过对比大量的评估报告,发现每种收益法都没有体现矿产资源企业的一个周期性特点,评估方法与一般的评估方法没有差别。再以煤炭行业为例,这种评估方法在过去可能非常适用也非常合理,找不到其有什么不足,但在当今社会,煤炭行业作为夕阳行业,煤价日益走低,过往的收益法评估处理方式很难得到投资者认同。矿产资源企业的生命周期分为萌芽期、成长期、成熟期和衰退期,评估时需要结合矿产资源企业的生命周期选择不同评估方法。企业的萌芽期主要是现金流出,且未来不确定性较大,预测难度很大,这个阶段采用市场法可能会更合适;对于成长期和成熟期的企业,现金流较为稳定,预测数据难度变小,采用收益法的条件较为成熟;对于衰退期的企业,资源面临枯竭,采用资产基础法可能更为科学。

另外,评估矿产资源企业还要求区分不同经济行为,充分考虑收益法、市场法的适用性。由于收益法和市场法的原理不同,应当区分不同的经济行为来考虑不同方法的适用性,对增资扩股、收购股权这类经济行为,最好选用收益法,这样可以更好地体现企业的内在价值;对市场交易等经济行为最好选用市场法,这样可以充分反映企业的市场价值。

(二)收益法参数选择的特殊性

1. 预期收益的不确定性。由于矿产资源的资源依赖性比较强,比较矿产资源开发的成本一般比较单一,企业的产能也比较固定,这样一来,矿产品的利用率会比较高,使企业的盈利比较迅速。但是市场对其需求随着经济周期的波动比较剧烈。当经济向好时,需求上升;而经济衰退或者萧条时,需求就会下降。另外,矿产资源企业运营时固定成本短时间内无法减少,生产规模大加上成本巨大,使其亏损也非常快。由于本文界定的矿产资源企业是对矿产资源进行采掘、洗选以及销售的企业,所以企业的预期收益要根据销售数量和单价确定出经营收入,加上国家的一定补贴和税收优惠,再扣除各种成本和费用。其中,矿产品价格的确定和各种补贴优惠是受国家经济环境和政策影响的,而产量也受市场的主导地位控制,这就使周期性矿产资源企业的预期收入存在很大程度的不确定性,预测未来收益的难度便会相当大。

2. 收益期分界点难以把握。虽然评估人员已经对行业历史的经济周期波动有了一定的了解,但是企业的发

展受多种因素影响难免会存在偶然性或者突发状况,使得原有的周期被打破或者变更。一方面,利用收益法进行矿产资源企业估值时,都是专业的人员对收益额和增长情况进行预测,既然是人为操作,就存在一定程度的主观性,评估结果会有偏差。另一方面,上述章节中也分析到,对于周期性企业,其增长情况和收益额不会呈现始终稳定的态势,各种因素使评估参数的不稳定升高。针对这两方面,不同机构以及不同的评估人员的收益法预测会有所不同。如果对企业的发展比较乐观,那么评估结果就有可能偏高;反之,则会偏低。另外,倘若周期的时间长短和分界点的确定出现偏差或者错误,就很有可能使投资者和行业分析者陷入误区,造成不必要的麻烦。

3. 折现率的特殊性。收益法中,不同的折现率、资本化率和收益预测值之间有着密切的关系,不同的企业收益性质采用的折现率是不一样的。加权平均资本成本和股权资本成本是目前评估界主要选用的折现率。两种折现率各有优势,但是也有一定程度的局限性。

第一,利率作为我国宏观调控的政策性工具,一直以来都没有实现市场定价,国债的期限不同,利率也不同,因此预测无风险报酬率有一定的难度。

第二,资本资产定价模型的基本假设是资本市场是一个有效的市场,在投资方面几乎没有任何的限制。这种要求假设比较苛刻,进而影响了该模型的适用性。

第三,目前的数据库已经能够对 β 值进行计算,但是 β 值会随着企业的周期性不断变化。

第四,市场风险溢价的确定不仅要考虑资本市场风险溢价的选择,还要把握企业内部各种系统风险与非系统风险。

三、周期性矿产资源企业价值评估方法选择

1. 市场法在周期性矿产资源企业价值评估中的适用性。市场法应用于矿产资源企业价值评估,一是要寻找相同或者类似的矿产资源企业,二是要明确可比公司的指标因素。要确定可比公司的因素,就要知道反映公司经营的各项指标,在此基础上进行比较,得出评估价值。因此,市场法的应用前提是拥有一个公开活跃的市场氛围,市场上具有较多的相似交易企业可以用来参照,且这些企业具有相同的财务变量。但是,目前我国资本市场还不健全,没有充分发挥市场在资源配置中的决定性作用。同时,周期性企业受国家宏观经济形势等因素影响股票价格有较大的波动性,整体的交易案例较少;市场法的模型中,市盈率评估模型受经济因素左右,市净率评估模型不能评估净资产账面值为负数的企业。因此,在我国单纯靠市场法对矿产资源企业价值进行评估有所欠缺。

2. 期权估价法在周期性矿产资源企业价值评估中的适用性。矿产资源企业运用期权估价法评估企业价值时

要求企业在未来的经营过程中要具有一定的自由选择权以及投资潜力。对于这个方法能更好地应用在具有高风险、高收益的高新技术企业,具有长期性投资选择权的企业,而且要求这种企业具有特种行业经营权,或者是财务状况具有一定困难的企业。但是矿产资源是经营资源储量这种传统业务的能源基础产业,对于高新技术没有过高的要求。而且,由于我国目前资本市场的价格机制不健全,依靠这个方法进行评估还需要进一步的研究,故周期性企业不适合采用期权估价法估值。

3. 资产基础法在周期性矿产资源企业价值评估中的适用性。评估人员在运用资产基础法时是以资产负债表、利润表和现金流量表为参照的,该方法要求充分履行评估报告程序,需要对企业的流动资产、不动产、机器设备、无形资产等组成企业生产经营活动的各项资产进行评估后汇总,还需要评估负债,最后得出企业的净资产。而在评估许多房屋建筑物、机器设备以及矿产的时候,需要专业的评估人员现场进行勘察测算等,花费的时间人力成本较大。同样资产基础法无法体现出矿产资源企业的周期性特征。所以单纯用资产基础法评估矿产资源企业价值有一定局限性。

4. 收益法在周期性矿产资源企业价值评估中的适用性。收益法是目前在企业价值评估中应用较为广泛、技术方法日趋成熟的一种方法。其主要的技术思路为通过对企业未来时间内的预期收益的合理量化,并采用与之对应的折现率或资本化率进行折现,从而达到正确判定企业价值的目的。因此,使用收益法进行企业价值评估对企业有着严格的限定条件,首先要求企业未来的收益能够合理预测;其次,与收益相对应的折现率可以通过相关计算取得;最后,获得收益的期限是确定的或可判断的。从收益法的理论发展路径来看,收益法拥有着较为坚实的理论基础,通过未来收益来判断企业价值时,不仅考虑到企业未来的获利能力,而且充分考虑了企业所面临的外部环境,诸如宏观经济环境、行业周期、企业未来发展前景等因素。对于周期性企业来说,从表面上来看,企业的发展基本符合应用收益法进行评估的条件,因此,可以使用收益法对周期性企业进行企业价值评估。

但是,通过查阅实务中使用收益法进行企业价值评估的大量案例,发现评估人员在使用收益法的过程中,对收益额的预测一般都是在经济稳定向上的状态下进行的。面对宏观经济不景气、经济发生剧烈波动的情形下,收益法的应用就会面临一定的挑战。未来现金流的不稳定性,折现率的风险会高于一般情况,企业存续期间的不确定性等因素,都会对收益法的应用带来难题。收益额、折现率、收益期等因素的微小变动,都会对企业的价值产生影响。因此,在对以上三个因素进行确定的过程

对会计账簿的几点认识

赵振权

(湖北松滋农村商业银行 湖北松滋 434200)

【摘要】会计账簿由账或帐、账户逐渐发展完善而来,它连接会计凭证和财务会计报告。在手工记账环境下,会计账簿靠人工从记账凭证逐一录入,在电算化核算环境下,这一过程由软件的“记账”功能完成。会计信息的真实性主要由会计账簿去管控。现在说“做账”,其实很大程度上就是要做好记账凭证。

【关键词】账 账户 会计账簿 会计信息 真实性

会计账簿由具有一定格式、相互联系的账页所组成,用来序时、分类地全面记录公司、企业、行政事业和其他经济组织所发生的经济业务事项的会计簿籍。设置和登记会计账簿,是重要的会计核算基础工作,是连接会计凭证和会计报表的中间环节,为了给经济管理提供系统的会计核算资料,各单位都必须在会计凭证的基础上,设置和运用会计账簿,把分散在会计凭证上的大量核算资料,加以集中和归类整理,生成有用的会计信息,从而为编制会计报表、进行会计分析以及审计提供主要依据。这些年从事会计工作的经历,让我逐步加深了对会计账簿

的认识。

一、对账的认识

在1940年版的辞源与商务印书馆1980年版的新华字典里,没有“账”只有其前身“帐”。“帐”字有三个意思:一是用布或其他材料做成的帷幕,如蚊帐;二是关于银钱财物出入的记载;三是债务,如欠帐还钱。其中1980年版的新华字典在括号中注明,在第二和第三种意思时,也可用“賬”,即简化后的账。“账”字粉墨登场始于《企业会计制度2001》和《企业会计准则2006》的发布。“帐”让人联想到古时候我们将铜钱串起来的“巾”(用丝或麻做成的较细

中,需要进行大量的主观判断。这些判断的结果将大大影响最后的估值结果。

对于矿产资源企业来说,其最主要的收入来源是销售矿石资源带来的未来收益,但因矿产品价格受国际、国内市场的影响,经常会产生较大的波动,这导致未来矿产资源企业的收益预测的不确定性大大增加了;同时,基于矿产资源企业本身的矿产资源品位以及对资源储量的探测存在较大的不确定空间的性质影响,进而影响了对预期收益年限的确定。目前,在整个宏观经济增速放缓,矿产资源的开发从急速扩张的时代,迈入了平缓发展时期,世界各国都对矿产资源的勘查、开发政策进行了相应的调整。继而诱发了矿产品国际、国内市场价格的调整,进而进一步加大了对未来收益预测的不确定性,这大大降低了收益法的实际应用效果。

根据上文所述,周期性矿产资源企业的价值评估需要结合矿产资源企业生命周期,选择市场法、收益法、资产基础法等不同评估方法。企业的起步期主要是现金流出,未来收益预测难度很大,采用收益法存在明显缺陷,这个阶段采用市场法可能会更合适,特别注意可比公司

的业务结构和经营模式;对于成长期和成熟期的企业,现金流较为稳定,预测数据较容易,采用收益法的条件较为成熟,可适当增加敏感性分析,或者运用复合实物期权模型;对于衰退期的企业,资源面临枯竭,采用资产基础法可能更为科学,合理量化实物资产价值,充分履行评估报告中的流程。由于收益法和市场法的原理不同,评估人员应当通过界定不同的经济行为来考虑不同方法的适用性,对增资扩股、股权转让这类经济行为,应尽可能采用收益法,以充分反映其内在价值,对交易流转等经济行为,最好选择市场法,以充分体现企业的市场价值。

主要参考文献

1. 刘树成,张连成.中国经济增长与经济周期(2007).北京:中国经济出版社,2008
2. 刘树成.2011年和“十二五”时期中国经济增长与波动分析.经济学动态,2011;7
3. 孙晓涛.周期性行业论析.华北电力大学学报,2012;6
4. 刘澄清.矿产资源企业价值评估探讨.中国资产评估,2013;7