

税务

期数 P298/2019 - 2019 年 8 月 19 日

税务评论

无形资产估值中折现率的分析 and 选用——从国际转让定价角度的探讨

(本文原载于《国际税收》2019 年第 7 期)

一、无形资产及其常见的估值方法：从转让定价角度

在以第三产业为主导的发达经济体中，无形资产占据了价值创造的重要地位。随着我国进一步深化供给侧结构性改革和促进产业链升级，无形资产也不断成为高增长高潜力行业和智慧型经济中的重要价值组成部分。

从法律角度来看，无形资产 (Intellectual Property) 通常包含专利和专有技术、商标、版权、商业秘密 (Know-how) 等受到法律保护的几大类。而从经济学和转让定价角度来看，无形资产涵盖的范围可能远远超过以上范畴，企业拥有或控制的任何非有形的、能够为企业带来持续经济利益的非金融资产，无论其是否受到法律层面的保护 (如注册相关权利) 或是否体现在企业的会计和财务报表上，都可能被视作一项或多项无形资产的组合，例如营销渠道和客户名单等。

无形资产交易与转让定价问题密切相关。转让定价主要以国际税收环境下的跨境交易为视角，以独立交易原则为准绳，分析和评估关联企业之间，尤其是跨国关联企业之间的交易定价问题。在各种类别的跨境交易中，与无形资产相关的交易可谓是一项重要且复杂的课题。

无形资产交易从大类上可以分为使用权交易和所有权交易。其中，使用权交易以授权和再授权等交易为典型代表，通常不涉及无形资产最终所有权 (包括法律所有权和经济所有权) 的转让；所有权交易则直接涉及无形资产的所有权在不同企业间发生转移，通常发生在业务重组、兼并收购等背景下，也可能和其他类型的资产、业务的转移同时发生。在无形资产的所有权转让过程中，如何有效确定转让定价往往成为最核心的问题之一，也可能直接影响交易双方的财务和税务结果。

作者：

上海
舒伟

合伙人

电话：+86 21 6141 1036

电子邮件：wshu@deloitte.com.cn

伦敦

孙一顺

经理

电话：+44 20 7007 1807

电子邮件：michaelsun@deloitte.co.uk

因此，为了对关联企业间无形资产的转让定价给出符合独立交易原则的答案，基于转让定价角度的无形资产估值就成为一项十分关键的工作。当交易金额较大、涉及两国甚至多国税收利益，以及国家之间就最新国际转让定价规则的解释产生不同理解时，即使能够就总体估值方法达成一致，也很有可能在具体应用估值方法的层面发生分歧，并最终导致双重征税。

从国际转让定价规则来看，由二十国集团（G20）和经济合作与发展组织（OECD）发起的税基侵蚀和利润转移（Base Erosion and Profit Shifting, 简称 BEPS）行动计划对无形资产相关交易提出了一个全新框架，集中体现在第 8-10 项行动计划成果和修订后的 OECD 转让定价指南中。需要指出的是，OECD 转让定价指南与美国转让定价法规在一些无形资产估值和定价问题上（例如成本分摊协议下的加入支付定价）存在立场上的差异，但后者仍具有十分重要的参考意义。

随着我国积极参与 BEPS 行动计划以及全面修订国内转让定价法规，无形资产估值适用的转让定价方法也相应得到进一步指引。修订后的转让定价法规不仅包含传统意义上交易或利润层面的转让定价方法，也充分参考了 OECD 转让定价指南中提及的估值技术以及相关的资产评估方法，明确提出了成本法、收入法和市场法三种常见的估值方法¹。然而，国内转让定价法规未就如何具体选用资产评估方法，以及在收入法下（例如现金流量折现模型）需要考量的关键性参数给予更多法规层面或案例层面的指导。

正是在上述国际税收背景下，本文试图就应用收入法²进行无形资产估值时，对折现率的选用和评估这一具体而重要的转让定价问题进行探讨。无论选用哪种具体的收入法模型进行无形资产估值，折现率都必须充分考虑收入流的时间价值以及风险程度，并且因不同具体模型而异，收入法下的估值结果可能因折现率的变动而高度敏感。因此，OECD 转让定价指南也明确指出，折现率是采用收入法进行无形资产估值时，可能对估值结果产生重大影响的重要参数，评估者应当予以高度关注³。

二、运用收入法时可能涉及的多个折现率

首先，无论是从转让定价角度还是一般意义上的商业估值角度⁴，收入法下的无形资产估值可能都没有普遍、一概适用的单一折现率。评估者需要就潜在适用的各种折现率进行逐一分析，并判断其是否适用或是否需要进行调整。

其次，由于不同折现率概念的普及程度和在一般估值实践中的出现频率和被接受程度，加权平均资本成本（Weighted Average Cost of Capital, 简称 WACC）可能成为收入法下折现率的出发点，并在恰当运用时具备相当程度的合理性。然而，在运用收入法进行无形资产估值时，若不加严谨分析而将 WACC 作为“默认选项”，可能会给估值分析的可靠性带来较大的挑战。

如欲垂询更多信息，请联络：

转让定价
全国领导人
北京
贺连堂

合伙人
电话：+86 10 8520 7666
电子邮件：lhe@deloitte.com.cn

华北区
北京
黄晓里

合伙人
电话：+86 10 8520 7707
电子邮件：xiaolihuang@deloitte.com.cn

华东区
上海
梁晴

合伙人
电话：+86 21 6141 1059
电子邮件：mliang@deloitte.com.cn

华南区
深圳
李旭升

合伙人
电话：+86 755 3353 8113
电子邮件：vicli@deloitte.com.cn

华西区
重庆
汤卫东

合伙人
电话：+86 23 8823 1208
电子邮件：ftang@deloitte.com.cn

¹ 国家税务总局关于发布《特别纳税调查调整及相互协商程序管理办法》的公告（国家税务总局公告 2017 年第 6 号）

² 这里的收入法是一个较为笼统的概念，大致可以理解为将无形资产未来所带来的收入流进行折现并得到资产现值的估值方法。在具体应用到无形资产估值时，收入法通常包括直接现金流量折现法（Direct Cash Flow Method）、特许权使用费节约法（Relief from Royalty Method）、多阶段超额收益法（Multi-period Excess Earning Method）、增量现金流量法（Incremental Cash Flow Method）等，以及单一方法的衍生和多种方法的组合。相关参考：IDW. Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland, IDW Standard: Grundsätze zur Bewertung immaterieller Vermögenswerte (IDW S 5) [J]. Die Wirtschaftsprüfung, 2007, 60 (4): 64-75.和 Harald Wirtz. Valuation of Intellectual Property: A Review of Approaches and Methods [J]. International Journal of Business and Management, 2012, 7(9): 40-46.

³ OECD. OECD Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administration 2017 [M]. Paris: OECD Publishing, 2017: 247-317.

⁴ 转让定价原则以独立交易价格（Arm's Length Value）为估值目标，而资产评估通常以公平市场价格（Fair Market Value）为估值目标。本文主要讨论的是转让定价角度的估值，并未讨论两个目标之间的潜在差异。

由于不同无形资产在企业整体资产中的地位可能因行业和企业情形大相径庭，同时处于不同阶段的无形资产其相关收入流的不确定性也可能完全不同，以及可能涉及使用不同种类的收入流，如整体业务收入、特许权使用费收入、无形资产开发支出（Intangible Development Cost，简称 IDC）等，其所对应的风险和融资层级也可能完全不同，因此，从理论上而言，折现率也应当对应而异以体现风险程度的不同。OECD 转让定价指南也指出，WACC 不应成为（收入法下）折现率的假设情形⁵。然而，OECD 转让定价指南亦未就折现率的确定提供进一步指导。

沿着收入法在无形资产估值背景下的不同具体应用，并借鉴部分发达国家在无形资产估值方面的转让定价规定⁶，收入法下与无形资产估值相关的折现率至少可能包含：1.无形资产折现率（IP discount rate，以下简称为 r^{IP} ）；2.授权许可情形下的折现率（Licensing alternative discount rate，以下简称为 $r^{License}$ ）；3.无形资产开发支出折现率（IDC discount rate，以下简称为 r^{IDC} ）。此外，WACC 也是在考虑折现率时有意义的比较标准。

其中， r^{IP} 从概念上理解，是对应无形资产所有权人通过授权他人使用无形资产而获得的预期经营净收入的折现率； $r^{License}$ 是对应无形资产的被授权方使用无形资产产生的预期经营净收入的折现率； r^{IDC} 是对应无形资产开发活动的相应成本支出的折现率；而 WACC 如前所述，代表了包含无形资产在内的企业整体资本（即股权和债权资本）的折现率或必要回报率。下文将先后基于理论逻辑和简化示例探讨上述不同折现率的分析和选用，旨在说明不同折现率之间的关系，以期对转让定价实践中折现率的合理性判断提供一定的参考。

三、多个折现率之间的理论联系

在假设情形下，某一无形资产所有权人（位于甲国的母公司 A）考虑将一项无形资产所有权转移至其境外关联方（位于乙国的子公司 B）。同时，假设在转移前母公司 A 承担业务供应链中的全部环节，包括与无形资产开发相关的活动和其他业务活动（采购、生产和销售）。在无形资产转移后，母公司 A 为了继续使用该无形资产（及其后续开发成果）开展业务，将成为 B 公司的被授权人（为便表述，后文称为 A'公司），并向 B 公司持续支付特许权使用费。

从 B 公司的角度来看，在无形资产转移后 B 公司将成为无形资产所有权人，承担一切与后续开发和维护相关的无形资产开发支出。同时，假定 B 公司在转让前后除该项无形资产外并无其他重大资产或业务，B 公司在无形资产转移后，将完全专注于该项无形资产的相关活动，包括招揽和管理技术开发团队，维护和保护无形资产及其后续开发成果等，对应 OECD 转让定价指南中提到的无形资产开发、价值提升、维护、保护和开发利用等关键性活动。因此，可以认为在无形资产发生转移后，B 公司的价值与发生转移的无形资产的价值一致。

实际上，在上述假设情形中，基于一价定律，无形资产价值可以通过检验和比较转让事前（Ex-ante）A 公司整体价值和转让事后（Ex-post）A'公司的整体价值得出。选用多种合理的估值方法，在同一评估时点、相同假设和财务预测条件下，同一无形资产的独立交易价格应当唯一。因此，如果能够有效建立起收入法模型，则等式应当始终成立： $VA - VA' = VB =$ 无形资产价值。

在无形资产转移前，A 公司的整体业务收入流，假设可以合理使用 A、B 公司在内的集团整体 WACC 进行合理折现；在无形资产转移后，A'公司成为无形资产的被授权人，承担无形资产相关的特许权使用费支出，其净收入流对应的折现率定义为 $r^{License}$ ；B 公司在获得无形资产所有权后，其收入流对应的折现率应定义为 r^{IP} ，其中无形资产开发活动支出所对应的折现率（必要回报率）定义为 r^{IDC} ，如表 1 总结。

⁵ 同前注 3

⁶ 例如，美国 2011 年颁布的最新成本分摊协议规定，其中就加入支付相关的无形资产估值方法有非常详细的指引，并被税务机关和业界广泛运用到一般情形下的无形资产估值实践之中。

表 1 与无形资产估值相关的不同折现率

情形/公司	收入流组成	对应的折现率	可能评估的独立交易价格
IP 转让前: A 公司	全部业务收入和支出	WACC ⁷	A 公司整体价值 V_A
IP 转让后: A' 公司	全部业务收入和支出 + 无形资产开发支出 - 无形资产特许权使用费支出	r^{License}	A' 公司的整体价值 $V_{A'}$
IP 转让后: B 公司	特许权使用费收入和无形资产开发支出	r^{IP}	B 公司的整体价值 V_B
IP 转让后: B 公司的无形资产开发支出	无形资产开发支出	r^{IDC}	收入法下不直接适用于公司价值计算, 但与 WACC 和 r^{License} 有密切联系

首先是 WACC 和 r^{License} 之间的关系。A 公司转让无形资产所有权后, 其不再承担无形资产开发活动, 也不再承担相关的研发风险和其他与无形资产开发、价值提升、维护、保护和开发利用相关的任何风险, 仅按收入向 B 支付一定比例的特许权使用费, 因此其整体现现金流量的风险下降 (或可认为将无形资产开发风险转移给了 B), 因此应当有 $WACC > r^{\text{License}}$ 的关系。实务上, 从 WACC 变动至 r^{License} 的过程中 (即从 A 公司变化至 A' 公司), 风险变动程度应可通过无形资产开发活动所对应的经营杠杆系数 (Operating Leverage) 衡量。因此, 通过“削去”WACC 中的研发经营杠杆, 可以得到去经营杠杆后的折现率 (De-levered WACC), 从而估计 r^{License} 。

其次, 无形资产的开发活动通常既可能包含固定性支出, 也可能包含变动性支出。极端情形下, 当无形资产开发活动支出全部为变动性成本, 则意味着相关支出完全跟随外部业务收入变动, 则 B 公司无形资产开发活动的风险程度将无限趋近于 A' 公司的业务风险程度⁸。此时, $r^{\text{IDC}} = r^{\text{License}}$ 。一旦无形资产开发活动支出中包含了一定程度的固定性成本, B 公司无形资产开发活动的风险程度将小于 A' 公司的业务风险程度, 此时 $r^{\text{IDC}} < r^{\text{License}}$ 。在另一极端情形下, 当无形资产开发活动支出全部为固定性支出时, 此时无论 A' 公司的业务风险程度如何, B 公司都必然发生固定支出, 其成本端将不再受到外部业务活动量的影响, 此时 B 公司的无形资产开发活动应当获得的回报接近于无风险回报 (Risk-free rate, 简写 r_f)⁹, 因此 $r^{\text{IDC}} = r_f$ 。现实中, 更有可能的情形是 B 公司同时包含固定性成本和变动性成本的无形资产开发支出, 因此合理的 r^{IDC} 应当介于无风险回报和 r^{License} 之间。

最后来看 r^{IP} 和其他几个折现率的关系。从资产负债表角度来看, 无形资产通常作为一项非流动性资产, 其所对应的折现率应高于流动性资产 (如现金、存货等), 并且由于其价值的不确定性 (如取决于开发利用者的行为和市场反应), 其风险 (即收入成本的不确定性) 也很有可能高于其他长期资产 (如厂房、设备等固定资产), 因此无形资产通常在公司整体资产中属于中高风险等级的资产。从负债和所有者权益角度来看, 企业的融资结构中, 能够承受高风险融资需求的通常不会是债权性资本, 而更有可能是权益性资本, 因此无形资产开发活动支出可能高度依赖权益性资本, 其风险程度可能也更接近与公司的权益资本成本 (r_{equity})。这意味着, 在通常情形下, r^{IP} 应当比公司整体资产的平均资本成本要高, 因此可以推得 $r^{\text{IP}} > WACC$ 。

综上, 以上几个在无形资产估值中常见的折现率, 排除极端和特殊情形后, 在相同假设、方法和财务数据下, 应当有以下数量关系: $r^{\text{IP}} > WACC > r^{\text{License}} > r^{\text{IDC}}$ 。上述分析与运用公式进行理论推导的结果一致¹⁰。

实务中, 直接预测特定无形资产收入流的折现率 (r^{IP}) 可能是一项十分困难的工作, 如果不加以合理分析, 直接使用 WACC 作为无形资产收入流的折现率 (r^{IP}), 可能会对无形资产转移前后交易双方承担的风险及其变化造成误判, 进而使得分析结果难以满足国际转让定价规则的要求, 并可能因此遭到税务机关的质疑 (例如, 因可能高估无形资产价值被无形资产受让方税务机关发起调查)。

⁷ 虽然从传统财务理论来看, WACC 可能受到股权资本成本、债权资本成本、所得税率等因素影响, 但在资产转移前后, 如仅基于集团整体视角 (本例中仅包含 A、B 两公司), 可以大致认为集团层面的 WACC 没有因资产的内部转移发生即时变化。

⁸ 这一推导也可由贝塔值 (β) 所解释, 也即当无形资产开发支出全部为变动性成本时, A' 公司和 B 公司的“系统性风险”相同, 因此 β 也应相同, 在资本资产定价理论中 (Capital Asset Pricing Method, 简称 CAPM) 将获得完全相同的必要回报率 (也即折现率)。

⁹ 此时, B 公司在无形资产开发活动中的 β 趋近于 0, 按照 CAPM 理论模型, 此时 B 公司的无形资产开发活动应获得接近于无风险回报 (r_f)。

¹⁰ Philippe Penelle. The 2011 IRS Cost Sharing Regulations Examined: An Argument For Focusing on the Intangible Development Costs Discount Rate [J]. Tax Management Transfer Pricing Report, 2012(21)11: 1-9.

四、示例分析

下文就上述折现率之间的关系进行简单的举例验证，并着重就无形资产收入流的折现率 (r^{IP}) 与 WACC 进行比较分析¹¹。假设 A 公司是位于英国的一家汽车零部件制造商，并持有与所生产产品相关的专利技术；B 公司是 A 公司位于德国的一家全资子公司。A 公司于 2018 年 6 月 30 日将专利技术转让给 B 公司并由 B 公司负责所有的相关后续活动；转让后，B 公司将授权 A 公司继续使用该专利技术，并基于 A 公司的销售收入收取特许权使用费。假设该项无形资产的经济可用寿命为 5 年。

无形资产转让前后，相关简化后的财务预测和关键参数分别如表 2 和表 3 所示，所有金额单位为千英镑（或已转换为千英镑），转让后 A'公司和 B 公司产生的整体损益与转让前 A 公司保持一致。

表 2 财务预测：无形资产转让前 (A 公司)¹²

预测年度	2017 (历史)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
折现时间 (年)	不适用	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	5.0
销售收入	10 000	10 800	11 664	12 597	13 605	14 693	15 868
销货成本	7 000	7 560	8 165	8 818	9 524	10 285	11 108
研发支出	550	561	572	583	595	607	619
营销费用	400	406	412	418	424	430	436
其他支出	1 000	990	970	951	951	970	960
营业利润	1 050	1 283	1 545	1 827	2 111	2 401	2 745

表 3 财务预测：无形资产转让后¹³

预测年度		2018	2019	2020	2021	2022	2023
折现时间 (年)		0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	5.0
A'公司	销售收入	10 800	11 664	12 597	13 605	14 693	15 868
	销货成本	7 560	8 165	8 818	9 524	10 285	11 108
	特许权使用费支出	648	700	756	816	882	952
	营销费用	406	412	418	424	430	436
	其他支出	990	970	951	951	970	960
	营业利润	1 196	1 417	1 654	1 890	2 126	2 412
B 公司	特许权使用费收入	648	700	756	816	882	952
	无形资产开发成本	561	572	583	595	607	619
	无形资产净收入	87	128	173	221	275	333

为了推算合理的无形资产折现率 (r^{IP})，并与 WACC 等其他折现率进行比较，以下先就转让前后的集团整体权益性资本成本、WACC 等按照通常的估值实践进行估计（过程略），建立收入法模型计算转让前后 A 公司和 A'公司的整体价值，比较得出无形资产价值（本例中即为 B 公司价值），并基于 B 公司财务预测推算得出相同收入法模型下 B 公司的内含折现率，即为无形资产折现率的 r^{IP} ，进行比较分析。

假定经过合理分析，IP 转让前 A 公司的权益性资本成本 r_{equity} 为 12%，WACC 为 10%¹⁴。IP 转让后，A'公司的折现率（即 $r^{license}$ ）因前述风险的转移，下降为 9%，B 公司无形资产开发活动的折现率 r^{IDC} 约为 4%。¹⁵

¹¹ 需要说明的是，为了控制变量以及简化模型，所有的财务数据和参数均为简化后的假设，并在计算中适当取整；同时，模型直接以财务预测下的营业利润层面收入流进行折现，不再进行调整计算（如非现金项目等），也不考虑无形资产可用寿命到期后的后续经营。

¹² A 公司的简化财务预测：销售收入以每年 8% 的增长率增长，毛利率保持在 30% 不变，研发费用以每年 2% 的增长率增长，营销费用以每年 1.5% 的增长率增长，其他支出包括折旧摊销等项目，按历史数据进行简化预测。

¹³ B 公司（无形资产所有权人）的简化财务预测：特许权使用费收入为 A 公司销售收入的 6%，无形资产开发成本与转让前 A 公司的研发支出预测一致；A'公司（无形资产被授权方）的简化财务预测：A'公司不再发生无形资产开发成本（研发支出），发生特许权使用费支出，两者变动金额和其他财务报表项目与转让前相关金额一致。

¹⁴ 基于传统公司资本结构理论（以 Modigliani-Miller theorem，即 M&M 定理为代表），由于债权资本成本的利息抵税效应（tax shield）等因素，引入适量的债权资本通常可以降低低财务杠杆（或无财务杠杆）的公司的 WACC，因此本例中也采用符合这一理论的假设条件。

¹⁵ 实务上，可以考虑通过从 A 公司 WACC 中剔除原先 A 公司的研发活动经营杠杆得出估计值，过程中需要使用到 r^{IDC} 。估计 r^{IDC} 一种方法为 A 公司税后债权资本成本的估计值。

基于以上财务数据和折现率数据，可建立以下收入法模型，计算得出 A 公司和 A'公司整体价值。A 公司采用 WACC (10%) 进行折现，A'公司采用 $r^{License}$ (9%) 进行折现。

通过前述的 A 公司价值扣减 A'公司价值方式得出 B 公司价值，即无形资产价值，本例中结果为 649 (千英镑)。

表 4 无形资产价值计算：通过 A 公司和 A'公司得出

预测年度		2018	2019	2020	2021	2022	2023
A 公司 (以 WACC 折现)	折现时间 (年)	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	5.0
	营业利润	1 283	1 545	1 827	2 111	2 401	2 745
	折现系数	0.9535	0.8668	0.7880	0.7164	0.6512	0.6209
	营业利润现值	1 223	1 339	1 439	1 512	1 563	1 704
	A 公司价值	8 781					
A'公司 (以 $r^{License}$ 折现)	折现时间 (年)	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	5.0
	营业利润	1 196	1 417	1 654	1 890	2 126	2 412
	折现系数	0.9578	0.8787	0.8062	0.7396	0.6785	0.6499
	营业利润现值	1 146	1 245	1 333	1 398	1 443	1 568
	A'公司价值	8 132					
无形资产价值： A 公司价值 - A'公司价值		649					

基于 B 公司的财务预测，上述无形资产价值可以对应找到其内含的无形资产折现率 r^{IP} ，结果如表 5 所示¹⁶，约为 20.6%。

表 5 无形资产价值计算：通过 B 公司得出

年度	2018	2019	2020	2021	2022	2023
折现时间 (年)	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	5.0
无形资产净收入	87	128	173	221	275	333
折现系数	0.9108	0.7554	0.6266	0.5198	0.4311	0.3926
无形资产净收入现值	79	97	108	115	119	131
B 公司 (无形资产) 价值	649					

注：以计算出 20.6%的 r^{IP} 折现

通过以上分析不难发现，示例中通过合理分析确定的无形资产折现率 r^{IP} ，远高于 WACC (10%) 和权益资本成本 (12%)¹⁷。换言之，若使用转让前集团的 WACC 或权益资本成本对 B 公司收入直接进行折现，将对无形资产价值估值结果造成重大偏差。并且，使用 WACC 相较于使用权益资本成本，对无形资产价值的高估程度可能更大。

实务上，如果无形资产是公司表内资产，也可考虑通过分析相关公司的资产负债表，尤其是资产结构的方式，通过对风险确定性较大的资产进行折现率赋值或估算（如现金、存货等），推算出表内无形资产的折现率区间，即实现对 r^{IP} 的直接估算或与上述方法交叉验证，以有效提高转让定价分析的可靠性。

五、结语

随着 BEPS 行动计划的不断深入，对无形资产交易的分析成为了国际转让定价领域一项重要且复杂的课题。最新的 OECD 转让定价指南已就风险、无形资产关键活动、难以估值的无形资产 (Hard-to-value Intangibles) 等提出了更为全面的指南，但在各国落实到国内法规的过程中，可能因缺少实践层面的规则使得无形资产交易和估值成为具有争议的话题，并可能形成跨国争议案件。

与此同时，包括数字经济在内的新兴经济活动在全球经济中扮演愈发重要的角色，与之相关的无形资产概念和要素流动相较传统产业更为复杂和频繁，与之相关的国际税收问题也显得更加广泛。因此，如何更为全面地考虑无形资产领域的转让定价分析，提高其合理性和可靠性，使之能够适应新时代背景下的国际税收规则，将受到跨国企业和税务机关的长期关注。

¹⁶ 可通过试误法得出结果，本例采用 Excel 电子表格中的 Goal Seek 功能实现。

¹⁷ 通过进一步比较，结果也符合前述 $r^{IP} > WACC > r^{License} > r^{DC}$ 的关系。

本文由德勤中国为本行中国大陆及香港之客户及员工编制，内容只供一般参考之用。我们建议读者就有关资料作出行动前咨询税务顾问的专业意见。如欲垂询有关本文的资料或其它税务分析及意见，请联络：

北京

朱桢

合伙人

电话：+86 10 8520 7508

传真：+86 10 8518 7326

电子邮件：andzhu@deloitte.com.cn

哈尔滨

徐继厚

合伙人

电话：+86 451 8586 0060

传真：+86 451 8586 0056

电子邮件：jihxu@deloitte.com.cn

沈阳

徐继厚

合伙人

电话：+86 24 6785 4068

传真：+86 24 6785 4067

电子邮件：jihxu@deloitte.com.cn

成都

汤卫东 / 张书

合伙人

电话：+86 28 6789 8188 / 8008

传真：+86 28 6500 5161

电子邮件：ftang@deloitte.com.cn

tonzhang@deloitte.com.cn

香港

展佩佩

合伙人

电话：+852 2852 6440

传真：+852 2520 6205

电子邮件：sachin@deloitte.com.hk

深圳

李旭升

合伙人

电话：+86 755 3353 8113

传真：+86 755 8246 3222

电子邮件：vicli@deloitte.com.cn

重庆

汤卫东 / 张书

合伙人

电话：+86 23 8823 1208 / 1216

传真：+86 23 8859 9188

电子邮件：ftang@deloitte.com.cn

tonzhang@deloitte.com.cn

济南

蒋晓华

合伙人

电话：+86 531 8518 1058

传真：+86 531 8518 1068

电子邮件：betjiang@deloitte.com.cn

苏州

管列韵

合伙人

电话：+86 512 6289 1297

传真：+86 512 6762 3338

电子邮件：kquan@deloitte.com.cn

大连

徐继厚

合伙人

电话：+86 411 8371 2888

传真：+86 411 8360 3297

电子邮件：jihxu@deloitte.com.cn

澳门

邵偉文

合伙人

电话：+853 2871 2998

传真：+853 2871 3033

电子邮件：raytang@deloitte.com.hk

天津

白凤九

合伙人

电话：+86 22 2320 6699

传真：+86 22 8312 6099

电子邮件：bilbai@deloitte.com.cn

广州

李旭升

合伙人

电话：+86 20 8396 9228

传真：+86 20 3888 0121

电子邮件：vicli@deloitte.com.cn

南京

许柯 / 胡晓蕾

合伙人

电话：+86 25 5791 5208 / 6129

传真：+86 25 8691 8776

电子邮件：frakxu@deloitte.com.cn

roshu@deloitte.com.cn

武汉

钟国辉

合伙人

电话：+86 27 8526 6618

传真：+86 27 6885 0745

电子邮件：gzhong@deloitte.com.cn

杭州

卢强 / 何飞

合伙人

电话：+86 571 2811 1901

传真：+86 571 2811 1904

电子邮件：qilu@deloitte.com.cn

fhe@deloitte.com.cn

上海

梁晴

合伙人

电话：+86 21 6141 1059

传真：+86 21 6335 0003

电子邮件：mliang@deloitte.com.cn

厦门

钟锐文

合伙人

电话：+86 592 2107 298

传真：+86 592 2107 259

电子邮件：jichung@deloitte.com.cn

关于德勤中国税务技术中心

德勤中国税务团队于二零零六年成立德勤中国税务技术中心，旨在不断提高德勤中国的税务服务质量，为客户提供更佳的服务及协助税务团队出类拔萃。德勤中国税务技术中心编制、发布了“税务评论”、“税务要闻”等系列刊物，从技术的角度就新近颁发的相关国家法规、法例作出评论分析与介绍；并对疑点、难点作出专题税务研究及提供专业意见。如欲垂询，请联络：

中国税务技术中心

电子邮件：ntc@deloitte.com.cn

主管合伙人/华北区

张博

合伙人

电话：+86 10 8520 7511

传真：+86 10 8518 1326

电子邮件：juliezhang@deloitte.com.cn

华南区（香港）

陈嘉华

合伙人

电话：+852 2852 1628

传真：+852 2851 8005

电子邮件：sarahchan@deloitte.com.hk

华东区

朱正萃

合伙人

电话：+86 21 6141 1262

传真：+86 21 6335 0003

电子邮件：kzhu@deloitte.com.cn

华南区（内地）

张文杰

总监

电话：+86 20 2831 1369

传真：+86 20 3888 0121

电子邮件：gercheung@deloitte.com.cn

华西区

张书

合伙人

电话：+86 28 6789 8008

传真：+86 28 6317 3500

电子邮件：tonzhang@deloitte.com.cn

如欲索取本文的电子版或更改收件人信息，请联络陆颖仪 Wandy Luk (wanluk@deloitte.com.hk) 或传真至+852 2541 1911。

关于德勤

Deloitte（“德勤”）泛指一家或多家德勤有限公司，以及其全球成员所网络和它们的关联机构。德勤有限公司（又称“德勤全球”）及其每一家成员所和它们的关联机构均为具有独立法律地位的法律实体。德勤有限公司并不向客户提供服务。请参阅 www.deloitte.com/cn/about 了解更多信息。

德勤亚太有限公司（即一家担保有限公司）是德勤有限公司的成员所。德勤亚太有限公司的成员及其关联机构在澳大利亚、文莱达鲁萨兰国、柬埔寨、东帝汶、密克罗尼西亚联邦、关岛、印度尼西亚、日本、老挝、马来西亚、蒙古、缅甸、新西兰、帕劳、巴布亚新几内亚、新加坡、泰国、马绍尔群岛、北马利亚纳群岛、中国（包括香港特别行政区和澳门特别行政区）、菲律宾与越南开展业务，并且均由独立法律实体提供专业服务。

德勤于 1917 年在上海设立办事处，德勤品牌由此进入中国。如今，德勤中国为中国本地和在华的跨国及高增长企业客户提供全面的审计及鉴证、管理咨询、财务咨询、风险咨询和税务服务。德勤中国持续致力为中国会计准则、税务制度及专业人才培养作出重要贡献。敬请访问 www2.deloitte.com/cn/zh/social-media，通过我们的社交媒体平台，了解德勤在中国市场成就非凡的更多信息。

本通信中所含内容乃一般性信息，任何德勤有限公司、其成员所或它们的关联机构（统称为“德勤网络”）并不因此构成提供任何专业建议或服务。在作出任何可能影响您的财务或业务的决策或采取任何相关行动前，您应咨询合资格的专业顾问。任何德勤网络内的机构均不对任何方因使用本通信而导致的任何损失承担责任。

©2019。欲了解更多信息，请联系德勤中国。