

第四章 公司价值 评估



第一节 企业价值评估概述

一、企业价值评估的意义

- 价值评估，是一种经济评估方法，目的是分析和衡量企业（或者单位、分支机构）的公平市场价值并提供有关信息，以帮助决策。

正确理解价值评估的含义需注意以下几点：

- 1. 价值评估使用的方法。
 - 是一种经济“评估”方法。不同于“计算”。一方面它使用许多定量分析模型，具有一定的科学性和客观性。另一方面它又使用许多主观估计的数据，带有一定的主观估计性质。
 - 是一种“分析”方法，通过逻辑分析来完成。好的分析来源于好的理解，好的理解建立在正确的概念框架基础之上。

- 2. 价值评估提供的信息

- 不仅仅是企业价值一个数字，还包括评估过程产生的大量信息。例如，企业价值是由哪些因素驱动的，因此，不要过分关注最终结果而忽视评估过程产生的其他信息。
- 是有关“公平市场价值”的信息。价值评估不否认市场的有效性，但是不承认市场的完善性。价值评估认为市场只在一定程度上有效。价值评估正是利用市场的缺陷寻找被低估的资产。
- 价值评估依赖的企业信息和市场信息也在不断流动，新信息的出现随时可能改变评估的结论。因此，企业价值评估提供的结论有很强的时效性。

- 3. 价值评估的目的
 - 用于投资分析。
 - 用于战略分析。
 - 用于以价值为基础的管理。

二、企业价值评估的对象

- “要评估的是什么”
 - 价值评估的一般对象是企业整体的经济价值。
 - 企业整体价值可以分为实体价值和股权价值、持续经营价值和清算价值、少数股权价值和控股权价值等类别。

(一) 企业的整体价值

- 1. 整体不是各部分的简单相加
 - 企业是有组织的资源，各种资源的结合方式不同就可以产生不同效率的企业。
 - 企业单项资产价值的总和不等于企业整体价值。资产负债表的“资产总计”是单项资产价值的合计，不是企业整体的价值。

- 2. 整体价值来源于要素的结合方式
- 3. 部分只有在整体中才能体现出其价值
 - 有些部分是不能单独存在的，如商誉。
 - 可以单独存在的部分，其单独价值不同于作为整体一部分的价值。因此，一个部门被剥离出来，其功能会有别于它原来作为企业一部分时的功能和价值。
- 4. 整体价值只有在运行中才能体现出来
 - 如果企业停止运营，整体功能随之丧失，不再具有整体价值，此时企业的价值是这些财产的变现价值，即清算价值。

(二) 企业的经济价值

- 经济价值是经济学家所持的价值观念。
- 除非特别指明，企业价值评估的“价值”是指未来现金流量现值。
- 它是指一项资产的公平市场价值
 - 所谓“公平市场价值”是指在公平的交易中，熟悉情况的双方，自愿进行资产交换或债务清偿的金额。
 - 区分现时市场价值与公平市场价值。现时市场价值是指按现行市场价格计量的资产价值，它可能是公平的，也可能是不公平的。

（三）企业整体经济价值的类别

- 1. 实体价值与股权价值
 - 企业全部资产的总体价值，称为“企业实体价值”。
 - 企业实体价值=股权价值+债务价值
- 2. 持续经营价值与清算价值
 - 由营业所产生的未来现金流量的现值，称为持续经营价值（简称续营价值）；
 - 停止经营，出售资产产生的现金流，称为清算价值。
 - 在大多数的情况下，评估的是企业的持续经营价值。

3. 少数股权价值与控股权价值

- 少数股权与控股权：非控制与控制；“搭便车”与“方向盘”。
- 这两者如此不同，以至于可以认为：同一企业的股票在两个分割的市场上交易。一个是少数股权市场，它交易的是少数股权代表的未来现金流量；买入企业的少数股权，是承认企业现有的管理和经营战略，买入者只是一个旁观者。另一个是控股权市场，它交易的是企业控股权代表的现金流量。获得控股权，不仅意味着取得了未来现金流量的索取权，而且同时获得了改组企业的特权。在两个不同市场里交易的，实际上是不同的资产。
- 股市交易的只是少数股权。我们看到的股价，通常只是衡量少数股权的价值。少数股权与控股股权的价值差异，明显的出现在收购交易当中。一旦控股权参加交易，股价会迅速飙升，甚至达到少数股权价值的数倍。

三、企业价值评估的模型

- 价值评估使用的模型通常称为定价模型，
- 它的功能是把预测数据转换为企业价值。
- 在实务中使用大量的不同模型，大体上可以分为以下三种类型：

（一）现金流量折现模型

- 现金流量折现模型的基本思想是增量现金流量原则和时间价值原则，也就是任何资产价值是其产生的未来现金流量的现值。
- 从某种意义上看企业也是一个大项目，或者说是一个项目组合。因此，企业价值评估与投资项目的价值评估有许多类似之处：（1）都给投资主体带来现金流量，现金流越大则经济价值越大；（2）现金流都具有不确定性，其价值计量都要使用风险概念；（3）它们的现金流都是陆续产生的，其价值计量都要使用现值概念。

- 企业价值评估与项目价值评估也有许多明显区别：（1）企业的寿命是无限的，因此要处理无限期现金流折现问题；（2）企业通常将收益再投资并产生增长的现金流，它们的现金流分布有不同特征；（3）项目产生的现金流属于投资人，而企业产生的现金流仅在管理层决定分配它们时才流向所有者，如果管理层决定向较差的项目投资而不愿意支付股利，则少数股东除了将股票出售外别无选择。这些差别，也正是企业价值评估比项目评价更困难的地方，或者说是现金流量折现模型用于企业价值评估需要解决的问题。
- 在价值评估领域，现金流量折现模型曾风行一时，目前仍主导着教材和实务。

(二) 经济利润模型

- 经济利润是指从超过投资者要求的报酬率中得来的价值，也称经济增加值。
- 企业价值评估的经济利润模型：
- 企业价值=投资资本+预计经济利润的现值
- 经济利润模型越来越受到重视，逐步成为最受推崇的模型，不仅受到理论家的赞同，而且许多有影响的咨询公司也在实务中使用这类模型。

(三) 相对价值模型

- 是运用一些基本的财务比率评估一家企业相对于另一家企业的价值。
- 以市盈率模型为代表：
- 每股价值=市盈率×目标企业每股收益

第二节 现金流量折现法

现金流量模型是企业价值评估使用最广泛、理论上最健全模型。

一、现金流量模型的种类

- 任何资产都可以使用现金流量折现模型来估价，其价值都是以下三个变量的函数：

- 价值 =
$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{现金流量}_t}{(1 + \text{资本成本}_t)^t}$$

1. 现金流量

- “现金流量”是指各期的预期现金流量。不同资产的未来现金流量表现形式不同，债券的现金流量是利息和本金，投资项目的现金流量是项目引起的增量现金流量。
- 在价值评估中可供选择的企业现金流量有三种：股利现金流量、股权现金流量和实体现金流量。依据现金流量的不同种类，企业估价模型也分股利现金流量模型、股权现金流量模型和实体现金流量模型三种。

- (1) 股利现金流量模型
- 股利现金流量模型的基本形式是：

- 股权价值 =
$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{股利现金流量}_t}{(1 + \text{股权资本成本})^t}$$

- (2) 股权现金流量模型

- 股权现金流量模型的基本形式是：

- 股权价值 =
$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{股权现金流量}_t}{(1 + \text{股权资本成本})^t}$$

- 股权现金流量是一定期间企业可以提供给股权投资人的现金流量，它等于企业实体现金流量扣除对债权人支付后剩余的部分。有多少股权现金流量会作为股利分配给股东，取决于企业的筹资和股利分配政策。如果把股权现金流量全部作为股利分配，则上述两个模型相同。

- (3) 实体现金流量模型
- 实体现金流量模型的基本形式是：

- 实体价值 =
$$\sum_{t=0}^{\infty} \frac{\text{实体现金流量}_t}{(1 + \text{加权平均资本成本})^t}$$

- 实体现金流量是企业全部现金流入扣除成本费用和必要的投资后的剩余部分，它是企业一定期间可以提供给所有投资人（包括股权投资人和债权投资人）的税后现金流量。
- 大多数的企业估价使用股权现金流量模型或实体现金流量模型。

- **2. 资本成本**

- “资本成本”是计算现值使用的折现率。
- 折现率和现金流量要相互匹配。股权现金流量只能用股权资本成本来折现，实体现金流量只能用企业实体的加权平均资本成本来折现。

- **3. 现金流量的持续年数**

- “n”是指产生现金流量的时间，通常用“年”数来表示。
- 大部分估价将预测的时间分为两个阶段。第一阶段是有限的、明确的预测期，称为“详细预测期”，在此期间需要对每年的现金流量进行详细预测，并根据现金流量模型计算其预测期价值；第二阶段是预测期以后的无限时期，称为“后续期”或“永续期”，在此期间假设企业进入稳定状态，有一个稳定的增长率，可以用简便方法直接估计后续期价值。

- 企业价值被分为两部分：企业价值=预测期价值+后续期价值

二、现金流量模型参数的估计

- 现金流量模型的参数包括预测期的年数、各期的现金流量和资本成本。这些参数是相互影响的，需要整体考虑，这里主要说明现金流量的估计和预测期的确定。
- 未来现金流量的数据需要通过财务预测取得。财务预测可以分为单项预测和全面预测。
- 全面预测是指编制成套的预计财务报表，通过预计财务报表获取需要的预测数据。由于计算机的普遍应用，人们越来越多地使用全面预测。

全面预测步骤

- (一) 预测销售收入
- (二) 确定预测期间
- 预测的时间范围涉及预测基期、详细预测期和后续期。
- 1. 预测的基期
- 基期是指作为预测基础的时期，它通常是预测工作的上一个年度。基期的各项数据被称为基数，它们是预测的起点。
- 2. 详细预测期和后续期的划分
- 实务中的详细预测期通常为5~7年，如果有疑问还应当延长，但很少超过10年。企业增长的不稳定时期有多长，预测期就应当有多长。这种做法与竞争均衡理论有关。

- (三) 预计利润表和资产负债表
- (四) 预计现金流量
- 根据预计利润表和资产负债表编制预计现金流量表，只是一个数据转换过程，

- 1. 实体现金流量
- 经营现金毛流量=税后经营利润+折旧与摊销
- 经营现金净流量=经营现金毛流量-经营营运资本增加
- 实体现金流量=经营现金净流量-资本支出
- 公式中的“资本支出”，是指用于购置各种长期资产的支出，减去无息长期负债增加额。长期资产包括长期投资、固定资产、无形资产和其他长期资产。无息长期负债包括各种不需要支付利息的长期应付款、专项应付款和其他长期负债等。

- 2. 股权现金流量
- 股权现金流量=实体现金流量-债权人现金流量
- =实体现金流量-税后利息支出-偿还债务本金+新借债务
- =实体现金流量-税后利息支出+债务净增加

- (五) 后续期现金流量增长率的估计
- 永续增长模型下:
- 后续期价值 = 现金流量 $t+1$ / (资本成本 - 现金流量增长率)

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/315134100300011124>