



资产评估

市场法评估企业价值

市场法评估企业价值



一、市场法的评估技术思路

市场法评估的基本模型

企业价值评估中的市场法是指将评估对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定评估对象价值的评估方法。市场法也被称为相对估值法，是国际上广泛运用的一种评估方法。

市场法所依据的基本原理是市场替代原理，即一个正常的投资者为一项资产支付的价格不会高于市场上具有相同用途的替代品的现行市价。

$$\frac{V_1}{X_1} = \frac{V_2}{X_2}$$

$$V_1 = \frac{V_2}{X_2} \times X_1 = \frac{P_2}{X_2} \times X_1$$

其中， V/X 为价值比率， V_1 为被评估企业的价值， V_2 为可比对象的价值。 X 为其计算价值比率所选用的经济指标。企业的市场交易价格可以在一定程度上反映其价值。因此对于可比对象，评估专业人员一般使用其市场交易价格 P_2 作为替代，计算价值比率。因此价值比率的确定成为市场法应用的关键。

市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

市场法评估企业价值



市场法应用的基本原则

包括可比性原则、可获得性原则、及时性原则、透明度原则及有效性原则。

1. 可比性原则是运用市场法进行评估的关键，主要包括行业可比、规模可比、成长预期可比、经营风险可比、财务风险可比等几个方面。

2. 可获得性原则是指案例的市场交易信息及可比对象的产品信息、财务信息等可以通过正常途径获取。

3. 及时性原则是指评估人员运用市场法进行评估时应当将最新的市场情况纳入评估过程中。

4. 透明度原则意味着信息的开放、良好的沟通及对信息的充分解释。

5. 有效性原则建立在市场合理有效的假设基础之上。有效市场假设认为，信息对称、理性的投资者，证券价格完全反映了所有可获取的信息，证券能够被合理定价。

市场法评估企业价值



市场法常用的两种具体方法

（一）上市公司比较法

上市公司比较法是市场法评估的一种具体操作方法。该方法的核心就是选择上市公司作为标的公司的“可比对象”，通过将标的企业与可比上市公司进行对比分析，确定被评估企业的价值。

1. 可比公司的选择

了解被评估企业自身的业务特性、市场情况、经营绩效以及其所在行业的、行业同类型公司的特点，以确定合适的可比公司。

2. 价值比率的选择和调整

（1）价值比率的选择

基本因素方法、统计方法、常规方法。

市场法评估企业价值



(2) 口径的一致性。价值比率的分子、分母应匹配，如P/S指标的分母代表企业整体收入，分子代表权益类，匹配性较弱。

应剔除会计核算方式、计量方法、税率等差异。

(3) 应用价值比率时应进行调整。常用的方法包括主观调整、矩阵法及回归法。

3. 缺乏流动性因素的影响

目标公司可比公司

(非上市公司) (上市公司)

在采用上市公司比较法对非上市公司进行评估时，需要调整缺乏流动性因素的影响。

市场法评估企业价值



(二) 交易案例比较法

交易案例比较法是市场法评估的另一种具体操作方法。该方法的核心就是选择交易案例作为标的公司的“可比对象”，通过将标的企业与交易案例进行对比分析，确定被评估企业的价值。

1. 交易情况差异调整

差异调整主要是对交易条件差异和时间性差异调整

类型	内容	关注
<u>交易条件差异</u>	交易条款	看是否附带交易条款
	交易方式	对特定投资者交易需调整协同效应的影响
<u>交易时间差异</u>	距离评估基准日的时间	

2. 案例获取渠道

交易案例信息的获取难度相对较大。

- ①汤森路透等服务商；
- ②国内的各产权交易所（披露的财务、经营信息不全面，作用有限）；
- ③上市公司的收购案例对收购对象情况的披露较为全面。

市场法评估企业价值



市场法应用的操作步骤

（一）选择可比对象

力求现金流、成长潜力和风险水平方面的相似，可以从行业因素、规模因素、成长预期、经营风险、财务风险等角度加以考虑，分析比较。

（二）规范被评估企业和可比对象的财务报表

1. 会计政策差异调整内容

- （1）存货成本核算
- （2）收入确认（建筑行业）
- （3）折旧差异
- （4）税收差异
- （5）其他问题（坏账的计提）



2. 特殊事项调整内容

(1) 非经常性项目调整

(2) 非经营性及溢余资产调整（先剥离、再加回）

(三) 计算各种价值比率

1. 考虑其内涵的一致性，分子及分母应匹配；

2. 数据口径一致性，在计算时应剔除各类会计政策或会计估计方式差异因素的影响；

3. 计算价值比率的方式应保持一致性。（时点型指标、时期型指标）

市场法评估企业价值



（四）选择用于被评估企业的价值比率

1. 以分母的性质来分类，主要包括盈利比率、资产比率、收入比率和其他特定比率。

行业	指标
制造业	市盈率乘数
银行业	市净率乘数
服务业	市销率乘数
医院	单位床位收入乘数

2. 以分子的性质分类，主要包括权益价值比率及企业整体价值比率。

类型	指标
少数股东权益	权益价值比率
资本结构相似	
控股股权价值	企业整体价值比率
资本结构差异较大	

市场法评估企业价值



(五) 将被评估企业与可比对象进行比较

定性的SWOT分析、定量的财务经营状况分析等。

(六) 对价值比率进行调整

调整的方式主要有主观调整、矩阵法及回归法。

(七) 将调整后的价值比率应用于被评估企业

(八) 综合考虑市场法评估结果的差异

1. 针对各种价值比率得到的不同评估结果，合理选择其中一个结果或者对各评估结果进行加权平均，作为评估结论。

2. 对于不同价值比率计算结果赋予权重的大小往往依赖于评估经验，例如，服务性企业通常基于收入评估价值，资本密集型企业基于净利润或净资产，房地产企业基于毛现金流评估价值等。

(九) 进行溢价和折价的调整

评估人员在确定评估结果时应进行控股权的溢折价考虑。

市场法评估企业价值



二、可比对象的选择

一般标准

（一）行业性质或者经济影响因素

1. 同行业或类似

若被评估企业为多元化经营企业，不宜简单地归入某一行业，而应对被评估企业各业务板块分别选取同行业可比对象进行评估并加总，然后在考虑多元化折价/溢价的基础上综合确定评估结果。

2. 如果被评估企业属于新兴行业或很难找到足够数量的相同或十分相近的可比对象，可扩大范围，在受相同经济因素影响的行业中寻找可比公司。

（二）业务结构

主营业务收入、利润的结构上相似，并且已稳定经营一段时间。

（三）经营模式

指同行业的企业即使从事于同一业务，其中也会存在多种经营模式，而不同的经营模式可能导致财务指标上的巨大差异和经营风险的差异。

市场法评估企业价值



（四）企业规模

按照其销售收入、资产总额、从业人员数量或产能等指标来判断，不同行业的划分标准略有不同。

（五）资产配置和使用情况

指在选择可比对象时应当关注企业的资源配置是否合理以及资源是否有效使用。

（六）企业所处经营阶段

企业的经营阶段大致可分为初创、成长、成熟及衰退四个阶段。不同阶段的发展速度是不同的，在初创阶段发展速度比较缓慢，成长阶段属于快速发展期，成熟阶段发展比较稳定，衰退阶段开始走下坡路。另外，不同阶段的企业面临的风险也可能存在较大差异，比如，初创阶段的企业，未来发展的不确定性比成熟阶段的企业更大，面临的风险也更大。

市场法评估企业价值



（七）成长性

成长性是指公司实现可持续成长的能力，处于同一经营阶段的企业，其成长性也可能有较大差异。在选择可比对象时，评估人员即使无法找到与被评估企业有相同的预期成长性的企业，也应当保证可比对象与被评估企业有着相同或相近的发展方向。

（八）经营风险

经营风险是指在企业经营的过程中，由于市场需求的变化、生产要素供给条件的变化以及同类企业间的竞争给企业的未来收益带来的不确定性的影响。影响经营风险的因素主要包括可控及不可控的风险。在选择可比对象时应当重点考察可控风险的差异。

（九）财务风险

可比对象应当在财务风险程度上尽可能相似，在进行此比较前，应对可比对象和被评估企业的财务报表进行调整，使它们基于相似的编制基础。

评估专业人员在选择可比对象时，应注意筛选标准的统一性、筛选对象的全面性。

市场法评估企业价值



上市公司选择的关注要点

（一）历史数据充分性

可比对象一般需要有一定时期的上市交易历史；可比对象经营情况要相对稳定一些。

（二）股票交易活跃程度

可比公司应当为交易活跃的上市公司，交易越活跃，价值越公允。

（三）企业注册地

可比公司注册地点不同，相应的会计、税收、产业政策可能也会有较大差异。因此在选择可比公司时，应当注意其注册地与被评估企业的可比性。

（四）业务活动地域范围

上市公司比较法中的可比公司均具有一定规模，其经营业务的区域范围一般较大。在不同的地域范围经营业务，其面临的经营风险、客户群体、政策优惠、行业壁垒均有较大差异。

市场法评估企业价值



交易案例选择的关注要点

- (一) 交易日期应尽可能与基准日接近
- (二) 关注可比案例资料的可获得性和充分性

三、价值比率的选择及确定

价值比率的概念和分类

(一) 价值比率的概念

价值比率是指以价值或价格作为分子，以财务数据或其他特定非财务指标等作为分母的比率。

$$\text{价值比率} = \frac{\text{资产价值}}{\text{与资产价值密切相关的指标}}$$

市场法评估企业价值



（二）价值比率的基本分类及其测算

1. 权益价值比率和企业整体价值比率

按照价值比率分子的计算口径，价值比率可分为权益价值比率与企业整体价值比率。

（1）权益价值比率。主要包括P/E（市盈率）、P/B（市净率）等。

（2）企业整体价值比率。主要包括EV/EBIT、EV/EBITDA（企业整体价值与息税前折旧摊销前利润比率）、EV/销售收入等。

2. 盈利价值比率、资产价值比率、收入价值比率和其他特定价值比率

$$\text{盈利价值比率} = \frac{\text{企业整体价值} / \text{股权价值}}{\text{盈利类参数}}$$

$$\text{资产价值比率} = \frac{\text{企业整体价值} / \text{股权价值}}{\text{资产类参数}}$$

$$\text{收入价值比率} = \frac{\text{企业整体价值}}{\text{销售收入}}$$

$$\text{其他特定价值比率} = \frac{\text{企业整体价值} / \text{股权价值}}{\text{特定类参数}}$$

市场法评估企业价值



评估专业人员在选择、计算、应用价值比率时，应当考虑以下几点：

一是选择的价值比率有利于合理确定评估对象的价值；

二是计算价值比率的数据口径及计算方式一致；

三是应用价值比率时对可比对象和被评估企业间的差异进行合理调整

(1) 盈利价值比率

①P/E（市盈率）
$$P/E = \frac{\text{企业股权价值}}{\text{利润}} = \frac{\text{股价}}{\text{每股收益}}$$

当公司收益以稳定的增长率（g）增长时，我们可以利用股利固定增长模型，得到稳定增长公司的股权资本价值：

$$P_0 = \frac{DPS_1}{r-g}$$

P_0 ——股权资本价值 DPS_1 ——下一年预期的每股股利 r ——股权资本成本

g ——预期股利增长率

$$P/E = \frac{P_0}{EPS_0} = \frac{b \times (1+g)}{r-g}$$

市盈率指标的确定因素为企业的增长潜力、股利支付率（b）、风险等。其中最主要的驱动因素是企业的增长潜力。

市场法评估企业价值



价值比率的选择

(一) 价值比率的选择原则

类型	重要性
亏损企业	资产基础价值比率（分母）
资本结构差异	全投资口径的价值比率（分子）
高科技行业	收益基础价值比率（分母）
成本、利润稳定	收入基础价值比率（分母）
税收政策差异	税后的收益基础价值比率（分母）

(二) 价值比率的选择方法

1. 基本因素方法

主要考虑运用与公司价值相关性最高的变量，例如，如果被评估企业的价值与其收益相关度最高，而该企业的收益预测也比较可靠，则选择盈利类价值比率进行评估将会比较准确、可行。

2. 统计方法

可以对各种价值比率进行回归，其中相关性最高的就是可以进行最佳解释的价值比率。资产比率相关因素主要有预期增长率、股息支付率、风险和净资产收益率；收入比率相关因素有预期增长率、股息支付率、风险和净利润。

市场法评估企业价值



3. 常规方法

根据多年来的实践和总结，评估某些行业常用的价值比率。

表 4-2 各行业常用价值比率（了解）

行业	通常选用的价值比率	
金融业	银行	P/B, P/E
	保险	财险: P/B
		寿险: P/EV
	证券	经纪: P/E、营业部数量、交易活跃账户数量 自营: P/B
基金	P/AUM (管理资产规模)	
采掘业	EV/Reserve、EV/Resource、EV/ <u>AnnualCapability</u>	
房地产业	P/NAV (净资产价值)、P/FCFE	
制造业	钢铁行业	P/B、EV/钢产量
	消费品制造业	P/E
	机械制造业	P/E
	生物制药业	PEG
基础设施业	EV/EBITDA、P/B	
贸易业	批发: P/E	
	零售: EV/S	
信息技术业	处于初创阶段: EV/S、P/B	
	处于成长阶段: P/E、PEG	
	处于成熟阶段: P/E	

市场法评估企业价值



①对于盈利容易发生显著变动的周期性行业，如航空、资源和钢铁等行业，各类以盈利为基础的价值比率均不太适用；而基于资产账面价值或重置价值的比率、基于营业收入的比率等，因其受周期性影响相对较小，可以结合行业情况进一步选择。但在能够相对准确地预测行业周期的前提下，也可采取周期平均的方法，使P/E、EV/EBITDA等盈利类指标重新具有适用性，使评估结果接近企业的内在价值。

②对于盈利相对稳定、周期性较弱的成熟行业，投资者注重的往往是利润和现金流的增长，因此，选择盈利比率相对较为适合。

③对于新兴行业，其近期的盈利预测可能较低，甚至为负，无法真实体现公司的价值，因此可以采用PEG等增长性指标，弥补P/E等对企业动态成长性估计的不足。此外，相对于利润，投资者对新兴行业通常更为注重收入及相关经营数据（如用户规模、网站点击数等），因此EV/S和其他特定比率在新兴行业也应用较广。

市场法评估企业价值



价值比率的调整

（一）价值比率的调整内容

1. 财务绩效调整

主要是盈利能力、运营能力等方面的差异进行调整。

（1）盈利能力：销售净利率、营业利润率、主营业务净利率、总资产报酬率、净资产收益率、资本金利润率、主营业务收入、EBIT、EBITDA。

（2）运营能力：总资产周转率、流动资产周转率、总资产、净资产。

（3）偿债能力：资产负债率、速动比率、流动比率、风险控制能力（净资本/各项风险资本准备之和，评估对象为证券公司）。

（4）成长能力：营业收入增长率、资本扩张率、股东权益增长率。

2. 规模及其他风险因素差异调整

风险主要通过折现率来调整。

3. 成长性差异调整

一般采用增长率 g 来表示。

市场法评估企业价值



4. 其他风险因素调整

企业其他方面的风险因素包括对单一供应商及客户的过度依赖、竞争力脆弱、销售收入波动、高比例固定成本、过度依赖新产品、高财务杠杆等。这些调整目前尚未有实证研究成果，因此只能进行定性分析。

在采用交易案例法时，还应当注意交易条款、交易方式、交易时间等方面的因素调整。

(二) 价值比率的调整方式

1. 因素调整

在比较各公司间价值比率之后，应该考虑影响价值比率的主要因素，并看看是否可以解释其中的差异。

2. 矩阵法

在矩阵方法中，可以把价值比率根据因变量分成4块。例如，应用资产比率（P/B），资产报酬率（ROE）将比率分块。

过高估价 高 P/B 比率 低 ROE 之间	高 P/B 比率 高 ROE 之间
低 P/B 比率 低 ROE 之间	过低估价 低 P/B 比率 高 ROE 之间

市场法评估企业价值



矩阵左下方和右上方均属合理区域，但如果处于左上方或右下方，则可能存在过高或过低估价。

3. 回归法

矩阵法的局限在于很容易识别极端值，但对于并没有过分高估或低估的公司不容易分辨。而回归法则是区分公司间差异更具有说服力、更通用的方式。

市场法评估企业价值



价值比率的确定

（一）价值比率计算的统计方法

1. 中位数

许多微利企业的股票交易价格较高，此时计算出来的市盈率可能高达数百、数千甚至更高。如果可比对象的价值比率包括该类极端值，那么采用平均数计算可能会产生较大偏差，因此采用中位数可以很好地避免极端值的影响。

2. 算术平均值

算术平均值可以用来反映一组数据的平均水平。价值比率的汇总分析，可以采用算术平均或加权算术平均等方式计算价值比率。

3. 调和平均值

调和平均值是算术平均的一种变形，指的是倒数的算术平均值的倒数。调和平均数虽不常用且易受极端值影响，但是在计算利润率或价值比率时不失为一个有益的方法。

4. 变异系数

变异系数反映观察值对于平均值的离散程度，也称为标准差系数，计算方法是用样本的标准差除以样本平均值。变异系数可以用来比较不同价值比率样本的离散程度，可以以此为依据选择最适合的价值比率。

市场法评估企业价值



（二）价值比率计算的时间区间

价值比率的计算一般可以选择评估基准日前12个月或评估基准日前几年价值比率的平均值。

若选择前12个月的，分情况：

（1）时点型价值比率可以选择评估基准日股票价值为基础计算价值比率的分子，以评估基准日前12个月的相关财务数据为基础计算价值比率的分子。

（2）区间型价值比率可以以评估基准日前若干日的交易均价为基础计算价值比率的分子，以评估基准日前12个月的相关财务数据为基础计算价值比率分母。

（3）考虑到上市公司的财务报告是按季度披露的，当超过90天时可能会使价值比率包含因为上市公司新财务数据的披露对股票价格造成的系统性影响，因此在对区间型价值比率的分子进行计算时，建议选择30天或60天。

（4）如果在此期间可比对象发生突发事件，造成上市公司股价异常波动，则需要考虑是否应当调整日期，剔除可比对象股票价值异动的的影响。

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/915031141043011222>