

企业价值评估模型及其适用性探析

郑晓燕, 陈汝玲

(广东科技学院, 广东 东莞, 523083)

一、企业价值评估的界定

企业价值是企业获利能力的货币化体现, 企业价值评估则是指评估主体对委托人要求的评估基准日特定目的下企业整体价值、股东全部权益价值和部分权益价值进行分析、估算, 并发表专业意见的行为和过程。

二、企业价值评估模型的类型及其适用性

(一) 工作实务中的企业价值评估模型

1. 资产基础法

(1) 资产基础法的模型

企业价值评估中的成本法也称资产基础法, 是指在合理评估企业各项资产价值和负债的基础上确定评估对象价值的评估思路。从理论上讲, 该方法不适合作为企业价值评估的方法, 但是在评估实践中, 该方法也经常用到。

资产基础法下企业价值评估的模型为:

企业整体资产价值 = Σ 单项可确指资产评估值 + 商誉

或者

企业整体资产价值 = Σ 单项可确指资产评估值 - 经济性贬值

(2) 资产基础法的适用性

资产基础法适用于资产继续使用假设下进行的企业价值评估。在继续使用假设下, 重置成本才能为投资者所承认, 评估结果才有意义。另外该方法必须取得充分的历史资料, 特别是需要完善的财务数据资料。

在企业无法确定企业盈利状况并难以在市场上找到参照企业情况下的企业价值评估十分适用于资产基础法的评估, 例如无形资产较少, 特别是不存在商誉的企业, 进入清算状态的企业和开发建设初期的企业等。

(3) 资产基础法的局限性

资产基础法的局限性在于, 其无法把握一个持续经营企业价值的整体性, 也很难把握各个单项资产对企业的贡献。同时, 对于有价值但在资产负债表中没有反映的资产项目, 如企业的商誉, 也很难进行有效衡量。所以, 对于一些高科技企业和服务

性企业, 资产基础法并不适用。

2. 市场比较法

(1) 市场比较法的模型

企业价值评估中的市场比较法是指寻找一个或几个与被评估企业相同或相似的参照企业, 根据参照企业市场价值, 分析、比较、修正、调整两者间的重要指标, 确定被评估企业的价值。市场比较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。

市场比较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。

市场比较法企业价值评估的模型为:

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

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

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 作为替代, 计算价值比率。价值比率的确定成为了市场比较法应用的关键。

(2) 市场比较法的前提条件

选择和运用市场比较法时, 应当关注是否满足一些前提条件。首先, 应该要有一个充分发展、活跃的资本市场。其次, 在上述资本市场中存在着足够数量的与评估对象相同或相似的参考企业, 或者在资本市场上存在着足够的交易案例。除此之外, 还要能够搜集并获得参考企业或交易案例的市场信息、财务信息及其他相关资料。最后需要确信依据的信息资料具有代表性和合理性, 且在评估基准日是有效的。

(3) 市场比较法的局限性

① 资本市场波动较大。目前中国资本市场尚不完善, 市场投机气氛比较浓厚, 股票市场波动较为剧烈。在这样的资本市场中, 运用市场比较法的前提条件受到限制, 市场比较法的适用性也会受到影响。

② 难以寻找与被评估企业相同或类似的可比对象。我国并购市场起步较晚, 市场规模有限, 尤其

【基金项目】2021年广东科技学院 校级课题项目《基于会计信息视角的企业价值评估模型研究》的研究成果(项目编号: GKY-2021KYYBW-11)。

是信息透明度较为欠缺,评估专业人员寻找合适的并购交易案例数据具有相当大的难度。

③价值影响因素难以考虑周全。目前市场比较法在企业价值评估中的使用是以可比上市公司或可比交易案例与被评估企业的相关财务经营指标为基础的,但是财务经营指标只是企业运营情况的一个方面的参考,并不能代表企业的全貌。

3. 收益法

收益法是评估实务当中很常用的方法,它的基本核心是预测未来的收益现金流,再根据货币时间价值,折现回评估基准日,以此来预测评估时点上资产的价值。

根据现金流参数的不同,收益法又分为以下几种:

(1) 基于 EVA 经济利润模型

经济利润也称为经济增加值(EVA),是指企业税后净营业利润减去资本成本后的余额。相比于自由现金流量,经济利润更适用于作为企业绩效的评价指标。它的核心公式为:经济利润=净利润-股权资本成本

(2) 基于 FCFF 企业自由现金流折现模型

企业自由现金流量也称为实体自由现金流量,其可以理解为全部资本投资者共同支配的现金流量。全部资本提供者包括普通股股东、优先股股东和付息债务的债权人。企业自由现金流公式为:

企业自由现金流量=股权自由现金流量+债权自由现金流量

企业自由现金流量=(税后净营业利润+折旧及摊销)-(资本性支出+营运资金增加)

$$OV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}$$

$$EV = OV - D = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} - D$$

(3) 基于 FCFE 股权自由现金流折现模型

股权自由现金流量是指股东可自由支配的现金流量。它的核心公式为:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+R_e)^t}$$

股权自由现金流量=企业自由现金流量-债权自由现金流量=(税后净营业利润+折旧及摊销)-(资本性支出+营运资金增加)-税后利息费用-偿还付息债务本金+新借付息债务

因此,根据以上预测出股权自由现金流 FCFE,可以得出折现模型。

(4) 基于 DCF 股利折现模型

股利折现模型理论的实质是股利决定股票价值。因此该模型的参数关键在于对于股利的定义。

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1+R_e)^t}$$

股利折现模型的应用,要求标的企业的股利分配政策较为稳定,且能够对股东在预测期及永续期可以分得的股利金额作出合理预测。

股利折现模型通常适用于缺乏控制权的股东部分权益价值的评估。

(二) 理论研究中的企业价值评估模型

以上三种方法是关于评估业务实践过程中常用到的三种评估方法。除此之外,在理论学术界,主要应用以下两种模型评估企业价值。

1. 资产收益率

资产收益率是业界应用最为广泛的衡量盈利能力的指标之一,该指标越高,表明企业资产利用效果越好,也说明企业在增加收入和节约资金使用等方面取得了良好的效果,否则相反。管理层出于战略管理的目的,通常十分密切地关注这一指标,而监管人员在作盈利性分析的时候,也要关注这一指标。研究主要是将该指标与同组的可比企业进行横向比较,或者与历史状况进行纵向比较。

2. 托宾 Q 理论

托宾 Q 理论是经济学家托宾于 1969 年提出的一个著名系数,即托宾 Q 系数(也称托宾 Q 比率)。该系数为企业股票市值对股票所代表的资产重置成本的比值。在西方国家,Q 比率多在 0.5 和 0.6 之间波动,因此,许多希望扩张生产能力的企业会发现,通过收购其他企业来获得额外生产能力的成本比自己从头做起的代价要低得多。

托宾 Q 比率是公司市场价值对其资产重置成本的比率,反映一个企业两种不同价值估计的比值。分子上的价值是金融市场上所说的公司值多少钱,分母中的价值是企业的基本价值减去重置成本。

其计算公式为:

Q 比率 = 公司的市场价值 / 资产重置成本

当 Q>1 时,购买新生产的资本产品更有利,这会增加投资的需求;

当 Q<1 时,购买现成的资本产品比新生成的资本产品更便宜,这样就会减少资本需求。

企业价值评估的模型种类有很多,但每个模型都有自身的特点和不足。无论选择哪一个模型,都一定要契合评估目的和使用背景,这样评估的值才会更接近客观事实,才能达到我们的评估目的。

【作者简介】郑晓燕(1980.11-),女,汉族,广东省茂名市人,硕士,讲师,研究方向为企业价值评估。陈汝玲(1999.11-),女,汉族,广东省湛江市人,本科在读学生,研究方向为企业价值评估、资产评估。