

# 企业价值评估方法的改进:期望现金流量法

余 娟

(武汉科技学院 武汉 430071)

**【摘要】** 本文运用企业价值评估实例,说明常用的收益法采用单一现金流量进行估算存在难以如实地反映资产所创造现金流量的缺陷;提出采用期望现金流量法评估企业价值可以有效克服单一现金流量法的缺陷。

**【关键词】** 企业价值评估 收益法 单一现金流量 期望现金流量

## 一、企业价值评估的有关规定

目前,我国尚未出台企业价值评估准则,有关企业价值评估方法的规定主要有:

1. 2005年4月1日起施行的《企业价值评估指导意见(试行)》第二十七条规定,注册资产评估师运用收益法进行企业价值评估,应当从委托方或相关当事方获取被评估企业未来经营状况和收益状况的预测,并进行必要的分析、判断和调整,确信相关预测的合理性。注册资产评估师在对被评估企业收益预测进行分析、判断和调整时,应当充分考虑并分析被评估企业资本结构、经营状况、历史业绩、发展前景和被评估企业所在行业相关经济要素及发展前景,收集被评估企业所涉及交易、收入、支出、投资等业务合法性和未来预测可靠性的证据,充分考虑未来各种可能性发生的概率及其影响,不得采用不合理的假设。

2. 自2007年12月31日起施行的《以财务报告为目的的评估指南(试行)》第三十二条规定,注册资产评估师运用收益法进行以财务报告为目的的评估,根据评估对象的特点和应用条件,可以采用现金流量折现法、增量收益折现法、节省许可费折现法、多期超额收益折现法等具体评估方法。

可见,收益法是企业价值评估中常用的一种方法。

## 二、案例介绍

A公司2009年拟增资扩股引进北京某集团公司进行股份制改造,委托Z资产评估公司进行企业价值评估,Z公司依据企业资产评估的有关规定,用收益法对A公司在评估基准日的股东全部权益价值进行了评估,评估结果如下表:

A公司股权价值计算表

评估基准日:2009年7月31日		资产占有单位:A公司						金额单位:万元
项目	时间 2009年 8~12月	2009	2010	2011	2012	2013	稳定 增长期	
主营业务收入	47 457.39	113 601.64	109 909.39	102 512.79	99 972.04	97 647.1	97 647.1	
主营业务成本	41 073.01	95 574	93 248.07	8 8674.94	87 537.01	85 554.85	85 894.85	
营业税金及附加	339.59	730.57	799.68	750.93	731.17	729.41	729.41	
主营业务利润	6 044.79	17 297.07	15 861.64	13 086.92	11 703.86	11 362.84	11 022.84	
其他业务利润	206.24	485.59	427.48	416.89	407.19	407.19	407.19	
营业利润	6 251.03	17 782.66	16 289.12	13 503.81	12 111.05	11 770.03	11 430.03	
利润总额	6 251.03	17 782.66	16 289.12	13 503.81	12 111.05	11 770.03	11 430.03	
所得税费用	4 445.67	4 445.67	4 072.28	3 375.95	3 027.76	2 942.51	2 857.51	
净利润	1 805.36	13 336.99	12 216.84	10 127.86	9 083.29	8 827.52	8 572.52	
折旧	6 665.72	16 031.43	16 052.61	16 112.63	16 175.66	16 241.83	16 241.83	
摊销	35.22	84.54	84.54	84.54	84.54	84.54	84.54	
资本性支出	1 533.14	1 533.14	2000	2 100	2 205	2 315.3	8 016.11	
营运资金追加额	-18 830	11 718.38	-369.23	-739.66	-254.08	-232.49	0	
净现金流量	25 803.16	16 201.44	26 723.22	24 964.69	23 392.57	23 071.08	16 882.78	
折现年限	0.208	-	0.917	1.917	2.917	3.917		
折现率	10.32%	10.32%	10.32%	10.32%	10.32%	10.32%	10.32%	
折现系数	0.979 7		0.9139	0.828 4	0.750 9	0.680 7	6.595 9	
折现值	25 279.36		24 422.35	20 680.75	17 565.48	15 704.48	111 357.64	
营业性资产价值	215 010.06							
溢余资产	315.02							
非经营性资产(扣除非经营性负债)	7 975.48							
有息债务	135 569.21							
股东全部权益价值	87 731.34							

### 三、案例分析

Z资产评估公司在采用收益法评估A公司时,具体的评估方法是现金流量折现法。现金流量折现法又称之为贴现现金流量(DCF)法,是通过贴现企业资产创造的预计现金流量来评估企业价值的方法。用该方法评估企业价值可分为四个步骤:第一步,估算目标企业的自由现金流量。自由现金流量是指企业已经扣除了受约束的、必要的支出,是企业可以自由支配的现金,这种自由相对于已经扣除的受约束支出而言有了更大的自由度。第二步,估算贴现率。目前实务中一般以加权平均资本成本为贴现率,其中的股权资本成本根据资本资产定价模型确定。第三步,以加权平均资本成本为贴现率计算企业自由现金流量贴现价值。第四步,估算企业股权自由现金流量价值,即以企业DCF价值减去负债价值计算得出。

本案例的价值评估是根据企业资产每期最有可能产生的现金流量进行预测的,这种方法通常称为传统法,它使用单一的未来每期预计现金流量和单一折现率计算资产未来现金流量的现值。传统法计算现值只考虑可能的现金流量,即最大可能或最低数量的现金流量,其优点是简单易行。如果资产和负债具有合同约定的现金流量,则这种方法计算的结果同市场参与者对该项资产或负债的估值基本上一致。但是,企业价值还受资产负债表之外因素的影响。收购目标企业的投资者往往并不是购买企业的资产和负债,也不是看中企业的产品或服务,而是更加关注企业未来能够带来的一系列回报,即预期现金流量。在实务中,有时影响资产未来现金流量的因素很多,情况较为复杂,带有很大的不确定性。因此,使用单一的现金流量难以如实地反映资产创造现金流量的实际情况。

### 四、期望现金流量法的运用

1. 期望现金流量法的思路。由于企业是一个持续经营的实体,其寿命一般不可预知。为了合理预测企业价值,实务中一般将其未来现金流量分为两个部分:第一部分为预测期内的现金流量;第二部分为预测期后的现金流量。当估算一个企业的DCF价值时,通常采用的预测期是5年,但随着预测期的延长,不确定性因素会越来越多,预测的难度会越大,预测的可靠性也就越低。而预测期后的现金流量,一般根据企业发展阶段的特点采用现金流量模式进行预测。

为了准确地做出预测,评估人员需重新检验企业的历史经营状况,在获取企业历史信息的基础上,结合未来的发展环境,综合考虑企业未来的现金流量。评估人员通过分析企业过去3年的历史财务数据,判断一个增减趋势,然后估算企业未来的相关数据。但是,财务报表只有在理想模式下才会完美,所以当企业处在高盈利能力期时,财务报表仍然有20%的概率显示为BN(坏消息)。这种不能真实地反映当期财务报表信息和企业未来经营业绩之间关系的信号被认为是财务报表中存在的噪音,或低盈利质量信息。

在我们所处的非理想环境下,信息并非是无偿获取的。资产评估要想获得比其他信息渠道传递更为相关、可靠和符合成本效益原则的信息,评估人员往往凭借主观经验预测企业未来的获利能力、现金流量以及股利分配。而当获得新的信息

需要修正原来的预测时,评估人员又面临着一个成本效益的权衡,以决定应该吸收多少信息。市场上有许多相关的信息源如财经新闻、财务分析师或经纪人的建议等,它们为评估人员修正主观概率提供了依据。正如比弗(1973)所指出的,会计人员正在与其他信息源展开竞争。评估人员同样如此,评估人员应该提高评估报告的信息含量,这样不仅可以保持竞争优势,而且能够减少内部信息所带来的负面影响。

目前实务中广泛采用的单一现金流量折现法只考虑最可能或最低现金流量,缺少充分的说服力,而且采用的折现率是基于市场价格稳定的假设上,而实际上利率是有风险的,若风险随着时间的推移加大,则折现率不可靠。所以,传统法可能会减少评估报告的信息内涵,降低评估报告的公信力,缩小评估人员的职业判断空间。使用期望现金流量法预测资产未来现金流量,则能有效地避免传统法的弊端。

2. 期望现金流量法的运用。期望现金流量法下,企业未来现金流量应当根据每期现金流量期望值进行预计,每期现金流量期望值按照各种可能情况下的现金流量与其发生概率加权计算,它将所有可能的现金流量都考虑了进去,并计算它们的期望值,因而它能更充分地反映企业资产创造的现金流量。该方法将风险体现在现金流量中,要求在估计现金流量的同时考虑风险的大小。而折现率通常采用的是无风险利率,不体现任何风险因素。这种方法注重对企业未来现金流量的直接分析和对计量所用假设的明确表述。

期望现金流量法又称为预期现金流量法,根据现金流量的不确定性,它又可以分为以下两种情况。

一是现金流量金额上的不确定性。例如某项资产预计3年后会带来一项现金流量,有200万元、400万元和600万元三种可能,其概率分别为10%、60%和30%,假设折现率为10%,则3年后预计的现金流量为440万元( $200 \times 10\% + 400 \times 60\% + 600 \times 30\%$ ),其现值= $440 \times (1+10\%)^{-3} = 330.6$ (万元)。

二是现金流量时间上的不确定性。例如,某项资产预计会带来500万元的现金流量,但具体在何时收到很难确定。预计其可能在第1年、第2年或第3年末收到,概率分别为10%、60%和30%,1年、2年和3年期的利率分别为3%、4%和5%,则该项资产预计现金流量现值= $500 \times 10\% \div (1+3\%) + 500 \times 60\% \div (1+4\%)^2 + 500 \times 30\% \div (1+5\%)^3 = 455.49$ (万元)。

期望现金流量现值可能与最佳估计现金流量现值相差较大,因为它取决于时间和金额的概率分布。此外,关于未来现金流量估计的假设可以无止境地进一步精确和提炼,所以运用期望现金流量法估算现值时应当考虑成本效益原则。

#### 主要参考文献

1. 威廉·R.斯科特著,陈汉文,夏文贤,陈靖等译.财务会计理论.北京:机械工业出版社,2006
2. 中国资产评估协会.《以财务报告为目的的评估指南(试行)》讲解.北京:经济科学出版社,2008
3. 刘萍.《企业价值评估指导意见(试行)》讲解.北京:经济科学出版社,2005
4. 姜楠.资产评估学.大连:东北财经大学出版社,2009