

基于收益法构建企业价值评估模型

贺琼 杨朝艳

(武汉理工大学管理学院 武汉 430070)

【摘要】本文在分析收益法的适用性及局限性的基础上,提出了基于收益法的企业价值评估模型,为分析企业价值提供了一条新的思路。

【关键词】企业价值 价值评估模型 预期收益

一、收益法的适用性与局限性

1. 收益法的适用性。企业价值源于企业各要素的有机结合,是企业未来盈利能力和发展潜力的具体表现,它取决于企业未来创造的现金净流量的质量。而收益法的核心是折现企业的未来收益,非常适合企业价值评估。此外,从收益法的评价思路来看,收益折现中的收益额全面考虑了企业的财务和非财务因素,综合了一系列影响企业价值的有形和无形的因素,全面体现公司的整体绩效,克服了成本法将企业各要素价值简单相加的缺陷。

在假设企业持续经营的前提下,收益法的运用还包括以下前提条件:①企业投资者愿意支付的价格不会超过企业未来收益的现值。因为投资的价值在于预期未来收益现值大于目前支付的交易价格。②企业面临的经营环境和外部影响因素是可以预测的。③企业未来持续经营模式能够合理地估计。④企业未来预期收益可计量。⑤未来收益的风险可度量。

2. 收益法的局限性。收益法有坚实的理论基础,容易被理解,但在具体运用过程中也有一些局限,包括:①收益法的使用要求企业有准确的财务数据做基础,否则评估结果可信度将受到质疑。而市场中企业弄虚作假、编制虚假报表的现象时有发生。②需要有发达的资本市场和成熟的风险管理技术作支撑,否则折现系数不易准确估计。③从评估效果来看,该方法没有考虑企业在不确定性环境下不可预测的各种投资机会,而这些机会对企业价值有着极大贡献。④预期收益不确定的企业,如陷入财务困境的企业,当前收益和现金流量通常为负的企业,收益具有周期性的企业等,就不满足收益法的适用前提。⑤在具体操作过程中,由于该方法的技术性及预测的有限性,评估结果难免掺杂评估人员的主观性。

二、基于收益法的企业价值评估模型

1. 收益的确定。收益法关键问题之一是收益额的确定,对收益的不同界定衍生出不同的评估模型。在企业持续经营的前提下,对于投资者来说,只有发放的现金股利才是其真实的现金流入,因此本文的模型以股利折现模型为立足点来分析企业的价值,在这里设定公司每年发放的现金股利为模型中的收益额。股利等于企业期初权益账面净值与其盈利之和

减去企业期末权益的账面价值的差额。

(1)盈利。从盈利构成角度看,盈利包含正常盈利、预期异常盈利和超出市场的预期盈利三部分。若设 t 时刻企业的正常盈利为 N_t 、预期异常盈利为 EX_t 和超出市场预期盈利为 ε_t ,则企业的盈利有如下的表达式:

$$E_t = (N_t + EX_t) + \varepsilon_t \quad (1)$$

从企业盈利的创造过程看,盈利来源于公司的销售收入,成本的控制等日常经营,因此,可以得到 t 时刻盈利的另一个表达式:

$$E_t = I_t \times (1 + g_t) \times P_t \times (1 - T) \quad (2)$$

其中: t 时刻企业的销售收入为 I_t ,销售收入增长率为 g_t ,销售利润率为 P_t ,整个期间公司所得税税率为 T 。

(2)股利。设 D_t 和 a_t 分别为 t 时刻公司发放的现金股利和权益账面价值,则有:

$$D_t = a_{t-1} + (N_t + EX_t + \varepsilon_t) - a_t \quad (3)$$

这里的股利和权益账面价值是一个综合概念,因为权益中可能包括一些利得和损失,股利包括追加的股本发行额或投出的股本回收额等。从经济学的角度来看,公司的正常盈利是正常的股东权益收益率乘于期初权益账面价值,也就是说,正常的股东权益收益率等于此时的权益资本成本。设 t 时刻公司的权益资本成本为 r_t ,则有如下表达式:

$$N_t = r_t \times a_{t-1} \quad (4)$$

2. 模型设计。收益法的原理是资产在未来预期所产生的全部现金流量的现值总和,红利贴现模型是对公司预期红利的贴现,即:

权益价值 V =股利 g_1 /折现系数 1 +股利 g_2 /折现系数 2 +股利 g_3 /折现系数 3 +...

这里的折现系数即是股权资本成本,将盈利和股利的表达式代入上式,并整理化简,时刻 t 的权益价值公式为:

$$V_t = a_t + \sum_{i=t+1}^{\infty} \{EX_i / [(1+r_{t+1})(1+r_{t+2}) \cdots (1+r_i)]\} + \sum_{i=t+1}^{\infty} \{e_j / [(1+r_{t+1})(1+r_{t+2}) \cdots (1+r_j)]\} \quad (5)$$

$$V_t = a_t + \sum_{i=t+1}^{\infty} \{[(1-T) \times I_{i-1} \times [(1+g_i^e) \times P_i^e + (1+g_j^e) \times \Delta P_j + P_j^e]$$

$$\times \Delta g_j] / [(1+r_{t+1})(1+r_{t+2}) \cdots (1+r_t)] \quad (6)$$

其中: g_i^e 为市场预期的销售收入增长率, P_i^e 为市场预期销售利润率, Δg_i 为超出市场预期的销售收入增长率, ΔP_j 为超出市场预期的销售利润率。由公式(5)可以得到公司的权益价值等于当前的权益账面价值加上预期异常盈利的现值与超出市场预期盈利的现值之和。根据有效市场假说, 公司过去的信息以及市场上可得到和可预期的信息都反映于公式的股票价格上, 因此, 公司权益的市场价值可表示如下:

$$MV_t = a_t + \sum_{i=t+1}^{\infty} \{EX_i / [(1+r_{t+1})(1+r_{t+2}) \cdots (1+r_i)]\} \quad (7)$$

公式(7)可以估算现有业务的增长和已经公开及预测到的投资机会所能产生的未来收益的价值, 如果将不确定性环境下的各种投资机会考虑进去, 可得出公司权益的内在价值等于公司权益的市场价值与市场预期以外收益的价值之和, 则公司权益的内在价值为:

$$V_t = MV_t + \sum_{i=t+1}^{\infty} \{\varepsilon_j / [(1+r_{t+1})(1+r_{t+2}) \cdots (1+r_i)]\} \quad (8)$$

$$V_t = MV_t + \sum_{i=t+1}^{\infty} \{[(1-T) \times l_{t-1} \times (1+g_i^e) \times \Delta P_j] / [(1+r_{t+1})(1+r_{t+2}) \cdots (1+r_j)]\} + \sum_{i=t+1}^{\infty} \{[(1-T) \times l_{j-1} \times P_i^e \times \Delta P_j] / [(1+r_{t+1})(1+r_{t+2}) \cdots (1+r_j)]\} \quad (9)$$

3. 模型分析。从理论上讲, 该模型兼容了现金收付制和权责发生制的优点, 从公司派发的现金红利出发, 最后却回到权责发生制下的财务会计数据, 使得计算预测过程明朗。从模型最终的表现形式来看, 公司权益价值等于公司当前权益的市场价值与未来超出市场预期盈利的现值之和, 即企业未来可见及预期的信息的价值与不确定性环境下不可见的投资机会的价值。它是基于不完全信息假设下的适合不完全发达市场的企业价值评估, 克服了原有 DCF 法的缺点。从实际操作过程来看, 文中的模型将复杂的预测重点放在对销售收入和销售利润率的增长变化过程中, 提高了预测效率。因为如果预测过程中涉及的因素过多, 不仅成本高, 而且也降低了预测结果的准确性。同时, 从该模型可以看出, 在其他条件不变的情况下, 销售收入增长率和销售利润率提高, 权益价值才能不断增加。事实上, 这两者有相当大的关联性, 未来成长性是企业未来得以迅速增长的保障, 先进的生产技术、优秀的管理层等公司核心竞争力是提高销售利润率的关键点。反过来, 销售收入增长率和销售利润率的大小也是公司经营情况的表现形式之一。

三、模型应用

在资本市场发达的今天, 许多经营决策都在一定程度上涉及企业价值评估, 如企业收购兼并、资产重组等活动, 确定企业价值具有深远意义。尤其在资本市场投资决策中, 价值评估的结果决定决策的动向。本文将应用新模型分析在证券投资中企业价值如何决定短期和长期投资决策。

1. 长期投资。长期投资与短期投资的不同之处在于, 长期投资注重的是公司未来的发展, 在乎公司长远的成长性和未来盈利的增长, 而不是公司股票价格的暂时性波动。文中的

公式(5)和(8)分析长期投资的前提假设是, 关于企业现金流的所有信息都反映在模型中, 模型确定的是公司的内在价值。公式(8)表示股票的市价不等于其内在价值, 还有一部分价值是不可预期的、不确定的, 这是符合国内市场的情况的。在市场条件下, 人们还是尽量想得到公司内在价值的确切数据, 对超出市场预期的盈利进行各种估计, 虽然得出的结果不一定是内在价值的真实值, 却是众多市场参与者的一个预测评价。这些预测评价相互作用, 最终使得市场价值向着内在价值的方向波动。用长远的眼光来看, 成熟的企业, 超出市场预期的盈利可能服从随机游走模型; 成长中的高科技企业, 超出市场预期的盈利可能遵循递增的趋势, 也有可能突然出现危机, 从下一期开始盈利为零。而不管是投资者的预期也好, 企业实际的发展状况也好, 它们都只是众多可能结果中的一种。文中的模型只是提供了一种分析思路。

2. 短期投资。对于短期投资, 投资者利用短期波动的差价来获利, 因此, 对市场的任何变化和消息非常敏感。从文中的模型出发, 投资者对于超出市场预期盈利的预测会因为信息的改变而变化。将文中的模型稍做变化, 得到如下公式:

$$MV_{t+1} = MV_t + \sum_{i=t+1}^{\infty} \{\varepsilon_j / [(1+r_{t+1})(1+r_{t+2}) \cdots (1+r_j)]\} \quad (10)$$

该评估模型表示公司权益 $t+1$ 时刻的市场价值等于 t 时刻权益的市场价值与超出市场预期盈利现值之和, 超出市场预期的盈利表示在短期内公司会出现的各种可能的经营状况。如果在时刻 t , 市场有信息显示公司盈利超出了市场预期, 则一部分投资者会认为公司将会具有很好的成长性, 短时间内, 投资者的这种预测会推动股票价格上升。

四、结论

本文提出的模型为分析企业价值提供了一种新的思路, 结合市场价格、现金流量、会计数据和影响企业价值的有关因素, 来分析企业长期和短期价值的关联与区别。最主要的是, 该模型考虑了不确定性环境下不可预期的企业投资机会的价值。其次, 将一些影响企业价值的错综复杂因素转为企业成长性最具有代表性的变量, 即销售收入情况, 将预测过程简化为正确合理预期销售收入的情况是问题的关键, 这表明, 要增加企业价值, 归根到底要提高企业销售收入的质量。另外, 该模型中没有假设企业的经营风险是一成不变, 折现系数是动态的, 与收益的不确定性相匹配。但这并不代表本文模型是最完美的, 每种评估模型都有其适用性和局限性, 在实际操作中要根据企业具体情况选择合适的评估模型。

主要参考文献

1. 陈力农. 公司分析与价值评估. 上海: 上海财经大学出版社, 2008
2. 刘伍堂. 我国当前评估实践中应用收益法存在的问题分析及对策. 中国信息界, 2004; 5
3. 王景升. 企业价值评估的理论与方法研究. 理论界, 2005; 12
4. 朱锡庆, 黄权国. 企业价值评估方法综述. 财经问题研究, 2004; 8