



资产评估：苹果树价值投资的故事

罗贤慧 郑孝庭

(九江学院 江西九江 332005)

【摘要】 本文讲述了一个苹果树价值投资的故事,不同的人对苹果树价值的认识不同,从而采用的价值评估方法也不同。苹果树价值投资寓指企业的价值投资,对此,文中讨论了企业价值投资的七种价值评估方法,分析了各种评估方法的依据,指出企业价值评估的最好方法是折现现金流量法。

【关键词】 企业投资 投资价值 评估方法

一、苹果树价值投资的故事

从前有一位聪明的老人,他有一棵极好的苹果树,只需稍加照料就可以结出一大堆苹果,每年可以为老人带来100美元的收入。老人考虑到自己越来越老了,于是他打算退隐来享受余生,便决定卖出这棵苹果树。这位老人很有经验,为了能卖出合理的价钱,他在一种发行量很大的报纸上刊登了一则广告,声称他要将苹果树卖给出价最合适的人。

第一个对广告做出反应的人愿意出50美元,他出这个价钱的依据是,把这棵苹果树砍掉当柴烧卖只能卖50美元,因此他认为这棵苹果树只值50美元。老人说:“你的出价只是这棵苹果树的清算价值。对于一棵果树,就说这棵苹果树吧,如果它已经不能再产苹果了,并且在苹果树的木材价格达到相当高水平以致用它来产苹果还不如把它当柴烧时,你的这个价钱也许是合适的。但是很明显,你把事情看得太简单了,你只看到了事情的一部分,没有完全明白其中的道理,因此你看不出我的苹果树的价值远远超过50美元。”

第二个拜访老人的购买者出价100美元。她出价的依据是:“这个价格正好是今年苹果熟了以后所能卖到的价格。”老人说:“你对这棵苹果树的认识比第一个人强了一些,至少你看出用这棵苹果树来产苹果比把它当柴烧的价值要大。但是你没有考虑明年、后年及以后各年产生的苹果的价值。因此,100美元也不是一个合适的价格。”

第三个购买者是一个刚从商学院毕业的年轻人。他说:“我将通过网络来销售苹果。我计算过了,这棵苹果树至少还可以产15年的苹果。如果我每年可以卖得100美元,那么15年总共可以得到1500美元。因此我愿意出1500美元来买你的苹果树。”老人说:“很明显,从现在开始未来15年中你每年取得的100美元收入,与你现在的100美元是不等价的。你应该回学校去好好学习财务知识,年轻人,走吧!”

第四个来访者是一位很富有的医生。医生说:“我对苹果树没什么了解,但我知道我很喜欢它。我将按市场价格来购买它。上一个小伙子愿意出1500美元,那么这棵苹果树就一定值那么多钱。”老人说:“这是不对的。如果存在一个规范的、有

规律的苹果树交易市场的话,市场价格会告诉你这棵苹果树价值多少。但是,这样的市场是不存在的,即使存在,把价格当作价值也是和前几个人一样是不合理的。”

第五个购买者是一位会计专业的学生。这位学生要求先看老人的账目。这位老人是个谨慎的人,他对各年的苹果收支都做了详细的记录。他很高兴地把账本取了出来。检查完账目后,学生说:“你的账目显示这棵苹果树是10年前你以75美元价格购入的,并且你没有对它提取过折旧。我不知道你这样做是否符合一般会计原则,但假设符合了,这棵苹果树的账面价值是75美元,所以我就出75美元。”老人说:“不错,你们学生的书本知识确实很多、很有学问,但客观环境是复杂的,用书本知识解决实际问题是要更深的学问。你在这方面还需要更多的锻炼。虽然我的苹果树的账面价值是75美元,但是傻子都能看得出它的真实价值要远远超过75美元。”

第六个对苹果树感兴趣的买家是一位刚从商学院毕业的年轻的股票经纪人。她也要求先看老人的账目。仔细看了老人的账目后,她提出要依据这棵苹果树的收益资本化的价值来出价。这位女士对她为什么要以这种方法来出价进行了解释。她说:“尽管这棵苹果树去年给您带来了100美元的收入,但这并不是所取得的利润,它必须扣除掉与这棵苹果树有关的费用,如肥料成本、工具成本、把苹果运到销售点的销售费用、人工费用以及销项税额等。据此可计算出这棵苹果树去年的利润是50美元。而且我还注意到这棵苹果树每年的收入和成本都不一样,因此每年的利润也不一样,我计算了一下,最近3年这棵苹果树的平均利润约为45美元。”

这位女士说:“我认为购买这棵苹果树就像投资一家公司一样,它会年复一年地给我创造利润,我要计算我每年能不能取得45美元收益的投资价值,这个价值我们可以把它称为收益资本化价值。现在还应该确定一个合适的投资收益率。我需要比较其他的投资机会,比如购买别人一块路边的草莓地,我的投资收益率有多大。我要求这棵苹果树的投资收益率不能低于其他投资机会的投资收益率。经过比较,我认为20%的投资收益率是比较合适的。因此,用45美元除以20%的投资收益

率就是这棵苹果树的收益资本化价值了,即为225美元,这就是我的出价。”老人听得很困惑,他说:“感谢你教会了我这么多知识,可是我得好好想想,你能明天再来吗?”

第二天,当这位年轻的女士再次来找老人时,老人似乎还是很困惑,他说:“昨天你说的45美元的年利润我不是很明白,我知道你是按会计原理计算出来的,但我认为它是低于真实水平的,因为有些费用我根本就没有支付,比如你所说的卡车的折旧费用。我认为要根据你每年能从苹果树投资中获得的现金来计算苹果树的价值。我简单地测算了一下,这棵苹果树还有15年的经济寿命,前5年内每年可以获得50美元的现金,后10年中每年可以获得40美元的现金。在第15年年末这棵苹果树当柴卖可以获得20美元的现金。我们需要做的就是确定为了获得未来的这些现金,现在需要付多少钱。”

年轻的女士说:“这很简单嘛!你是想把包括清算价值在内的所有未来现金净流入都折为现值。这称为折现现金流量法。但是你还需要确定折现率。”

老人说:“美国国库券利率为8%,但它是无风险的。而投资这棵苹果树未来能产生的现金都具有不确定性,是有风险的,因此我愿意提高折现率到15%的水平。我算了一下,将以上各年的现金流按15%的折现率折现的价值为270.49美元。取一个整数,我愿意把270美元作为我的卖价。”

年轻的女士说:“很好,你真精明,其实你采用的折现现金流量的方法和我采用的收益资本化方法在原理上是一致的,如果运用得当,两者最终计算出来的结果也应该是一致的。但是根据我的判断,你测算的现金流量有点高了。因此,我只愿意出价250美元。”

老人感到年轻女士的讲解很有道理,便露出了满意的笑容,他说:“好吧,就按这个价格成交,我从未说我要等到最高的出价,而只是说最合适的出价。”

二、苹果树价值投资故事的启示

苹果树价值投资的故事向我们介绍了几种资产价值评估的方法。这些方法,不论是对单一资产还是对一个企业的总体资产的评估,都是可以发挥作用的。我们可以把这棵苹果树想象成一家企业。那么对于一家企业,到底采用哪一种方法来评估其价值是最合适的呢?

故事中提到的第一种方法是以清算价值作为企业的评估价值。很显然对于有生产能力的企业,这种方法是不合适的。因为企业未来能够产生的价值远远大于其清算价值。只有在企业真正进入清算阶段时,这种方法才是合适的。

故事中提到的第二种方法是以企业某一年的收入作为企业的价值,这显然也是不对的,因为如前所述,企业只要没有进入清算阶段,它就会持续经营下去。如果企业只存续一年,那么这种方法也许有一定的合理性。但很明显,一般企业不会在一年后就关闭,它将在以后各年度中给其所有者继续创造收入,因此,只用一年的收入来评估企业的价值显然不是一种合适的评估方法。

故事中提到的第三种方法是以企业未来能够产生的总收入作为企业的评估价值。但是我们都知,资金是有时间价值

的,未来的现金由于时间差一般在价值上会小于目前的等量现金价值。因此,这种方法由于未考虑到折现率而高估了企业的价值。并且,第三种方法和第二种方法都有一个共同的重大缺陷,就是简单地以收入作为未来的现金流量,而没有扣除掉为取得这些收入而必须支付的费用。

第四种方法是以市场价值作为企业的评估价值。正如苹果树主人所指出的,采用这种方法的前提条件是资产具有相似性,它们以规范的方式交易且市场相当发达。但是作为一家企业,它具有唯一性的特点,现实中不存在条件完全相同的多个企业。而且市场的交易方式及发达程度也难以达到理想的水平。就算这些条件都具备,以市场交易价格作为企业的评估价值的做法也是欠妥的。因为谁也不知道别人的交易价格是否合理。

第五种方法是以账面价值作为企业的评估价值。这种方法也是不合适的,精通会计学的人由于机械地运用会计原则,往往更容易犯这种错误。由于受会计原理、会计原则和会计方法的限制,企业的账面价值受客观环境变化的影响,往往并不能真实地反映企业的价值。会计账目中可能存在许多被高估的资产和负债以及被低估的资产和负债,甚至还有许多资产和负债未被记录上,也许这正是会计制度需要改革的原因。但是不管如何完善会计制度,由于企业之间存在着巨大的差异,因此即使运用统一的会计制度,也很难准确地反映各个企业的真实价值。

第六种方法是收益资本化的评估方法。它是运用企业每年能产生的收益除以投资者要求的回报率从而计算出企业的投资价值。它与苹果树主人所提出的折现现金流量的方法在原理上是相通的,其计算的结果应当是一致的。但是其前提条件是新生成的现金净流量应该按合理的折现率(或投资者要求的回报率)来计算所获得的回报。

第七种方法是折现现金流量的方法。这是目前绝大多数人认可的最好的企业价值评估方法。企业价值应该为其未来能够产生的所有现金净流量的折现价值之和。只要能够合理地预测企业未来的现金净流量,并且采用合理的折现率,就可以立即计算出企业的价值。折现现金流量的方法与收益资本化的方法相比较,其优点是不必主观判断企业的各种长期资产(或资本支出)的摊销年限及人为地选择摊销方法,只要客观地计算现金流入量与流出量以及二者相抵后的现金净流量。因为现金流量是个客观数据,而采用收益资本化方法计算的企业每年的收益额是一个主观数据。据此,笔者认为折现现金流量方法比收益资本化方法更易于被人们所接受,是目前企业价值评估方法中的一种最好的方法。

主要参考文献

1. 张晓慧. 关于资产评估收益法中折现率测算问题的探讨. 集团经济研究, 2007; 9
2. 胡玄能. 三种资产评估方法的比较与建议. 会计之友, 2006; 7
3. 康秀梅. 企业并购重组中资产评估方法的选择. 内蒙古科技与经济, 2006; 1