

企业价值评估结论的综合调整

文豪(博士)

(中南财经政法大学MBA学院 武汉 430060)

【摘要】 本文针对企业价值评估结论的综合调整和确定中的关键问题进行了讨论,在分析进行溢价或折价调整的原因基础上,提出了溢价或折价调整的条件,以及对企业价值评估结论进行综合调整的方法。

【关键词】 企业价值 控制权溢价 非流动性折价

为了保证企业价值评估结论的准确性,评估人员一般会同时运用多种评估方法,这些方法从不同角度对被评估企业的价值进行了揭示。但是,要最终确定被评估企业的真正价值,评估人员还需要进行以下三个方面的工作:一是确定是否需要溢价或折价调整,以及溢价或折价的比率;二是综合多种评估方法得出的评估结论,确定被评估企业的最终企业价值;三是需要对价值评估的过程及结论进行适当的披露,以使价值评估结论的需求者能够正确地使用价值评估结论。

一、溢价或折价调整的原因

如果是为了企业整体权益的交易而评估目标企业的价值,则在运用多种评估方法得出评估结论后,可直接综合各种结论得出最终的企业价值。然而,大多数企业的产权交易并非企业整体股权的转让,交易的对象只是企业的部分股权。如果拥有这部分股权从而对企业产生控制力,则其单位股权价值通常是企业无控制力的少数股权单位价值。因此,如果评估人员通过先评估被评估企业整体权益价值,再计算单位股权价值得出待交易的部分股权价值时,没有考虑拥有不同股权的控制力影响,就需要进行溢价或折价调整。具有控制力的股权之所以产生溢价,是因为控制力可以带来以下权力(权利):①选择董事会成员和任命经理层;②决定股票红利发放数额;③决定进行哪些方面的投资以及决定津贴数额;④管理公司可支配的现金流量以及相应资金来源;⑤在公司面临出售还是清算时,可进行自由选择。

与控制权溢价相对应,不具有控制权的少数股权价值也应相应地进行折价调整。少数股权的折价通常通过控制权溢价间接换算得出,其计算公式如下:

$$MID=1-1\div(1+CP)$$

其中:MID表示少数股权折价;CP表示控制权溢价。

例如,假定一上市公司目前市场交易价格是每股50元,当该公司的战略收购者以每股70元收购时,每股20元的溢价除以每股50元的市价,得出40%的控制权溢价。按照上述计算公式,则交易隐含的少数股权折价率为29%,即: $1-1\div(1+0.4)=0.29$ 。因此,通常少数股权折价不是来自收购少数股权,而是源于支付控制性股权的溢价。

此外,如果被评估企业的股权缺少流动性,也会产生流动性不足折价调整,以反映不能迅速将其转化为现金而对企业价值带来的减值影响。

二、进行控制权溢价调整的条件

1. 控制性权益与少数权益。在企业价值评估中,评估人员判断评估的对象是控制性权益还是少数权益,并不是以数量作为标准。控制性权益和少数权益是相对的概念。控制性权益是指拥有一定程度控制力的权益,而不具有控制力的权益被称为少数权益。控制性权益能使收购者有权决定被收购企业的财务和经营政策,并能据以从该企业的经营活动中获取利益,具体表现为:①直接拥有被收购企业50%以上的股权。②虽然直接拥有被收购企业50%以下的股权,但具有实质上的控制性权益。例如,通过协议收购者有权决定被收购企业的财务和经营政策,或取得被收购企业权力机构半数以上投票权等,从而取得实质上的控制性权益。

2. 溢价调整的条件。虽然理论和实证研究均表明,对具有控制权的股权价值应进行折价调整,对不具有控制权的少数权益和流动性不足的权益也应进行折价调整,但是在具体评估实践中,是否进行溢价或折价调整,不仅取决于被评估企业的性质,还取决于评估人员所选择的评估方法。

控制权溢价与被评估企业的特性相关。控制权溢价产生的根本原因在于收购者看到了并购目标企业价值增长的潜力,而这种潜力对于一般的企业而言,通常是不存在的。评估人员合理地确定被评估企业的控制权溢价(或少数权益折价),必须了解其经过并购后的价值增长潜力。当被评估企业存在下列特征时,通过企业控制权的转移,通常可以增加企业的现金流量,从而增加企业价值:

(1)存在协同性。如果被评估企业拥有特殊的资源,通过与另一个企业的合并可以获得更多的利润,那么它被收购后,其价值可能会超过目前独立经营所拥有的价值。

(2)低效管理。如果被评估企业的管理效果不理想或缺乏竞争力,那么更换管理层将增加企业未来现金流量和企业价值。例如,管理层不能有效削减成本或裁减冗员、不能提高管理效率等。

(3)过高的津贴费用。如果管理层津贴费用过高,那么可以通过控制权的转移来调整管理层,通过压缩这些费用从而增加企业未来现金流量。

(4)税收收益。如果通过被评估企业控制权的转移能实现税收利益,则可增加其收购者的现金流量。例如亏损的企业被收购后通过合并财务报表,利用亏损获得抵减税收的利益。

若被评估企业不存在上述特征,评估人员就发现不了收购者如何改变被评估企业现有的经营管理水平以增加未来现金流量,就没有理由假设存在控制权溢价。此外,如果评估人员认为存在控制权溢价,并对初步的评估结论进行调整,还必须考虑评估方法的特点。评估人员必须明确评估方法中隐含的控制程度,是否与所评估权益的控制程度相同。

收益法在预测未来预期收益时,考虑的是公司整体状况,因而一般认为已包含了控制权溢价。而对成本法评估结果是否包含控制权溢价则还存在不确定性。因为成本法是根据被评估企业资产负债表调整得出其整体价值的,所以通常认为运用成本法得出的企业价值包含了控制权溢价。但也可能存在控制权转移后,新的管理层可能改变融资结构或资产结构,从而实现控制权溢价。因此,在运用成本法时,评估人员应更加谨慎地考虑是否有必要进行控制权溢价调整,并根据具体情况做出合理的假设。

三、关于流动性不足折价的讨论

在企业价值评估中,评估人员考虑流动性不足折价是基于以下假设:受到流动性限制的股权价值低于可自由交易的股权价值。流动性不足折价可看成是反映不能迅速将该股权转化为现金而对企业价值带来的减值影响。在美国,根据约翰·艾莫理的研究,按照一个企业上市之前其股票私下成交的价格与股票上市后公开交易的价格之间的差额确定流动性不足折价,流动性不足折价的平均值约为43%。同时考虑到私下交易者可能会预见到5个月内股票会上市,这一平均值可能低于流动性不足折价。在我国,即使是上市公司,也存在着大量的非上市流通的国有股,这些国有股的转让价远低于市场上流动的的股权价值,这也是流动性不足的一个表现。评估人员在判断是否应进行流动性不足折价时,同样应考虑所采用的评估方法所隐含的流动性水平是否与所评估的权益的流动性水平相同。例如,在运用市场法评估非上市公司股权价值时,所选取的可比企业是上市交易的企业,这时就应当考虑流动性不足折价。

四、企业价值评估结论的最终确定方法

为了避免使用单一评估方法产生偏差,评估人员往往借助多种评估方法从不同角度揭示被评估企业的价值。这时就涉及如何综合多种评估方法的结果,确定最终评估结论的问题。有些评估人员采用简单平均的方法得出最终评估结论的做法并不可取。因为,通常某一种方法更能准确地揭示企业的关键风险和价值驱动因素,因而得出的评估结论更加可信。于是,对多种评估方法的结果采取加权平均的方法最终确定的评估结论是可取的。例如,运用多种方法评估某一企业价值,并经过各种调整后运用加权平均方法得出最终评估结论。

其过程见表1。

表1 各种调整过程及最终评估结论 金额单位:元

		收益法	市场法	成本法
	评估的权益	100%	100%	100%
调整前	评估值	40 000 000	32 000 000	28 000 000
	评估基础	控股、自由交易	少数权益、自由交易	控股、自由交易
调整参数	控制性溢价	0%	30%	0%
	流动性折价	10%	10%	10%
调整后	评估值	36 000 000	37 440 000	25 200 000
	结论基础	控股、自由交易	控股、自由交易	控股、自由交易
加权平均	权重	70%	20%	10%
	加权值	25 200 000	7 488 000	2 520 000

最终评估结论:35 208 000

注:表中数字均为假设,仅反映调整过程及加权平均方法。

虽然加权平均法是一种可行的确定企业价值最终评估结论的方法,但具体权重的确定仍要依赖评估人员的专业判断。通常,评估人员应考虑各种方法对待评估企业的适用性,如果某种方法更全面地揭示了待评估企业的价值特性,就可以考虑给予更高的权重。表2给出了不同被评估企业适用的不同评估方法:

表2 不同企业适用的评估方法

成本法	市场法	收益法
<ul style="list-style-type: none"> 企业拥有较多有形资产,且资产负债表包含了大部分无形资产 企业在经营中产生的价值较少 	<ul style="list-style-type: none"> 存在相当数量的可比企业 能够取得合理表示评估基准日市场条件与价格的乘数 	<ul style="list-style-type: none"> 企业价值主要来源于经营,并能估计未来经营状况,具有正的收益 企业拥有较多无形资产 企业风险可量化

五、结论

企业的价值评估通常涉及不同方法的运用和多种假设条件,因此在对价值进行初步估值后,如何对不同方法和不同条件下的评估结论进行综合分析和调整,从而得出对企业价值的合理判断非常重要。本文通过对企业价值评估中溢价和折价调整的原因和条件进行分析,认为对控制权溢价的调整,必须明确价值评估方法中隐含的控制程度是否与所评估权益的控制程度相同;在判断是否应进行流动性不足折价时,同样应考虑所采用的评估方法所隐含的流动性水平是否与所评估权益的流动性水平相同。评估人员可以根据被评估企业的关键风险和价值驱动因素,以及自己的专业判断,选择确定最终评估结论的方法。

主要参考文献

1. 弗兰克C·埃文斯,大卫M·毕晓普著,郭瑛英译.并购价值评估.北京:机械工业出版社,2003
2. 布瑞德福特·康纳尔著,张志强,王春香译.公司价值评估:有效评估与决策的工具.北京:华夏出版社,2001
3. 汪海粟.企业价值评估.上海:复旦大学出版社,2005