农业企业价值评估方法的选择与完善

西北农林科技大学经济管理学院　**祝兰芳**　**王征兵**(博士生导师)

【**摘要**】国内学者对企业价值评估特别是对日益发展壮大的农业企业的价值评估的研究较少。本文试从农业企业价值评估的意义出发,对农业企业所适用的价值评估方法的选择与完善进行探讨。

【**关键词**】农业企业　价值评估　价值管理

在我国,价值管理在农业企业中未能受到普遍重视,而就农业企业价值评估工作本身而言,评估过程往往比评估结果更为重要。企业价值评估的过程是农业企业认识价值驱动因素、不断地调整经营管理战略的过程,而且农业企业价值评估工作中所倡导和体现的经营观念也将转化为企业较强的生存能力和竞争能力,从而有助于实现企业价值最大化目标,促进农业持续、稳定、健康发展。本文对价值评估方法在农业企业中的适用性作些讨论。

一、现金流量折现法

现金流量折现法(DCF)被许多专家认为是最具理论意义的价值评估方法,并被广泛应用于各种价值评估。

根据折现现金流量的定义,价值就是期望现金流量的现值,其估价的一般模型是:

$$V=\sum_{t=1}^{n}\frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

其中:V代表企业价值;CF_t代表第t期的现金流量;r代表各期现金流量的折现率。

根据现金流量的变化特征,现金流量模型可分为永续增长模型、固定增长模型、两阶段增长模型、三阶段增长模型及多阶段增长模型。

与其他企业价值评估方法相比,现金流量折现法最符合价值理论,能很好地体现农业企业价值的本质。具体表现为:①现金流量折现法立足于未来,关注的是企业未来的收益能力和企业成长机会的价值,这恰好与反映农业企业的内在价值的要求相符,更符合农业企业的特点。②应用现金流量折现法,能通过各种假设反映企业管理层的管理水平和经验,其评

模式2、模式3:人力资源当期个体价值与效绩价值内涵一致,所以模式相同,即人力资源当期个体价值(效绩价值)=(人力资源当期个体投入成本+人力资源当期个体实现的新增价值)×价值调整系数。其计算公式为:$V_I=[L_I+(OP+RI+DL)\times H\div n]\times R_I$。其中:$V_I$为人力资源当期个体价值(效绩价值);$L_I$为人力资源当期个体投入成本;$R_I$为价值调整系数(根据人力资源效绩考评的分数求得);n为群体员工人数;OP、RI、DL、H的含义同前。

模式4:人力资源当期个体分配价值模型,其计算公式为:$P_i=T\times S_i=T\times(V_I\div\sum V_I)$。其中:$P_i$为人力资源当期个体分配价值;T为分配总额;$S_i$为分配标准;$V_I$为人力资源当期个体绩效评价;$\sum V_I$为人力资源当期绩效价值总值。

该方法具有很大的创新性,为解决人力资源价值计量问题提供了一个全新的思路。但是在确定分割比率时,忽略了人力资源与非人力资源的非同质性;对于持续亏损企业而言,人力资源当期价值会被低估,并且忽略人力资源价值是需多年累积并将在以后为企业带来长远收益的现实。

2. 完全价值法。该方法由张文贤提出,计算公式为:

$$V=\sum_{t=1}^{T}\frac{F_t(Y_t+M_t)}{(1+r)^t}$$

其中:F_t为行业调整系数,调整第t年行政垄断行业的企业因行政垄断因素而产生的完全价值的差异,$0<F_t\leq1$,其他行业的企业在计量人力资源价值时,取$F_t=1$。

当人力资源的必要劳动和剩余劳动创造的价值的增长率都可以确定时,可将上述公式改写为:

$$V=\sum_{t=1}^{T}\frac{F_t[Y_0(1+g_1)+M_0(1+g_2)]}{(1+r)^t}$$

该方法也存在和前面的以工资报酬为基础的人力资源价值的计量方法相类似的问题。为此,张文贤设想引入随机报酬价值模式,并将S_i定义为某职工在职位i上所创造的全部价值,那么从理论上来说就形成了人力资源个体价值的比较准确的计量公式。但S_i也是一个未知量,这是在用新的未知量来确定一个原来待定的求知量。

智力资本、人力资源整体价值、人力资源团队价值、人力资源个体价值之间的关系以公式表示如下:人力资源整体价值=智力资本价值×人力资源在智力资本中所占的比重;人力资源团队价值=人力资源整体价值×该团队人力资源价值在企业人力资源整体价值中所占的比重;人力资源个体价值=该个体所在团队人力资源价值×该个体对该团队人力资源价值的贡献度。

主要参考文献

①段兴民,张志宏.中国人力资本定价研究.西安:西安交通大学出版社,2005

②孙玉甫.人力资产定价.上海:立信会计出版社,2005

估过程也有利于农业企业识别价值、加强管理。③与市场法必须选择具有可比性的企业相比，由于折现现金流量模型的预测效果取决于预测结果和折现率选择的准确度，可评估上市企业也可评估非上市企业，而不必选择具有可比性的企业。这正适应于我国目前的农业企业大多数是小规模的非上市企业的现状。

二、相对估价法

相对估价法，也可称市场比较法，是通过参照市场上“可比”企业的价值来确定目标企业价值的一种方法。相对估价模型中最常用的三种模型分别为市盈率模型（市价/净利）、市净利模型（市价/净资产）和市销率模型（市价/销售收入）。企业运用市盈率估价的模型可表示为：$V_i=R_i\times PE\times S$。其中：V_i代表目标企业i的价值；R_i代表企业i的每股盈利；PE代表可比企业的市盈率；S代表非上市目标企业的流动性折扣修正系数。

虽然该方法是目前国际资本市场上公司估价的一种重要方式，但是根据相对估价法的评估思路，进行企业价值评估需要满足两个基本前提：需要有一个活跃的产权市场，同时企业可以找到比较好的可比对象；参照企业及其与被评估企业可比较的指标、参数等资料是可以收集到的。

作为最直接的评估方法，相对估价法发挥作用依赖于发育成熟的市场条件，并要求能找到与被评估企业相同或相类似的参照企业，而我国目前大部分农业企业地处农村，上市农业企业所占的比例非常低。并且，由于农业企业的非标准性，也使得在实际评估过程中确定调整差异事项变得非常困难。可见，相对估价法并不能有效、合理地对多数农业企业价值进行评估。

三、经济利润法

经济利润法又称经济增加值估价模型。经济增加值（EVA）是一定时期的企业税后经营净利润（NOPAT）与投入资本的资金成本的差额。企业价值=期初投资资本+预期EVA现值；EVA=税后营业净利润-全部资本成本=（销售收入-经营成本-所得税）-（全部投入资本×加权平均资本成本率）。从上式我们可以看到，经济利润法与现金流量折现法在本质上是一致的，但是经济利润法相较现金流量折现法具有可以计量单一年份价值增加的优点。

经济利润法注重企业的可持续发展，着眼于企业的长远发展，鼓励企业的经营者对能给企业带来长远利益的项目进行投资，如新产品的研究和开发、人力资源的培养、进行农业基础设施的投资等，而这恰恰符合农业企业价值评估的要求，因此应用经济利润法不但符合农业企业的长期发展利益，而且也体现了一种新型的企业价值观。

四、期权估价法

期权定价模型可以用来评估具有期权特性的任何资产的价值，其中最常用的是二项式期权定价模型和布莱克-斯科尔斯模型。这两种方法的基本原理较类似，布莱克-斯科尔斯公式可以从二项式期权定价模型中推导得出，但比二项式期权定价方法更为科学、实用。布莱克-斯科尔斯模型可表示为：$C=SN(d_1)-Xe^{-R_f t}N(d_2)$。其中：C代表欧式看涨期权的价格；S代表股票价格；X代表期权的执行价格；t代表期权距到期日的时间；R_f代表无风险利率；$N(d_1)$和$N(d_2)$代表累积正态密度函数。另外，d_1、d_2计算如下：

$$d_1=\frac{\ln(S/N)+(R_f+\partial^2/2)t}{\partial\sqrt{t}}$$

$$d_2=\frac{\ln(S/N)+(R_f-\partial^2/2)t}{\partial\sqrt{t}}=d_1-\partial\sqrt{t}$$

实物期权评估方法是对传统净现值（NPV）方法在评估思想上的一次超越和完善。虽然该方法已经广泛应用于项目投资决策评估，但是除高科技初创企业外，尚未能真正应用于一般的企业价值评估。从实物期权的思想来看，该方法在企业价值评估中具有巨大的潜在应用价值，但是从量化的角度考虑，其比收益现值法要复杂得多，距离实际应用仍有很大的差距。

五、调整账面价值法

调整账面价值法也称重置成本法，使用这种方法所计算出的企业价值实际上是对企业账面价值的调整。调整账面价值法假设企业的价值等于所有有形资产和无形资产的成本之和减去负债。其公式可表示为：企业价值评估值=∑企业各单项资产评估值。调整账面价值法立足于历史，关注的是再造一个企业的成本。运用调整账面价值法评估农业企业价值具有很大的局限性，首先在于仅从历史投入的角度考虑企业价值，而没有从资产的实际效能和企业运行效率角度考虑。无论企业效益好坏，只要企业原始投资额相同，则评估价值一致。其次用调整账面价值法评估企业整体价值时，是把各项资产单独评估后相加而成，根本没有考虑资产组合的价值效用，所以更不能反映农业企业的长期发展潜力和价值。因此一般不宜采用调整账面价值法对在持续经营假设前提下的农业企业进行价值评估。

六、自由现金流量法

企业的价值最大化也就是指企业所有利益相关者的价值最大化。因此，在农业企业价值评估中，应能合理反映企业对农民收入拉动效应的价值。如果用自由现金流量法评估农业企业价值，则考虑企业对农民收入拉动效应后的定价模型可调整为：

$$V=\sum_{t=1}^{n}\frac{CF_t}{(1+r_1)^t}+\sum_{t=1}^{n}\frac{S_t}{(1+r_2)^t}$$

其中：V代表农业企业的整体价值；t代表时间；CF_t代表第t年的现金流量；S_t代表农业企业在第t年对农民收益的贡献；r_1代表与企业现金流量相对应的风险折现率；r_2代表与农民收入相对应的风险折现率。

总之，农业企业整体价值的合理评估需要运用许多不同层次的思路和方法。我们应当根据具体实际，考虑农业企业对农民收益的贡献并选择比较适合的因素进行深入的分析研究，从而选择合适的、能够合理反映农业企业整体价值的评估方法。

主要参考文献

①潘伟光.经济全球化与中国农业企业跨国发展.北京：中国农业出版社，2004

②王少豪.高新技术企业价值评估.北京：中信出版社，2002