



对市场法评估企业价值的思考

长沙理工大学管理学院 张鼎祖

【摘要】 由于种种原因,市场法在企业价值评估中的应用很少。本文通过对市场法在企业价值评估中的应用前提进行分析和探讨,指出市场法是适合目前形势的一种企业价值评估方法;通过对市场法的几个关键环节进行分析和讨论,提出了提高市场法评估结果准确性的处理对策。

【关键词】 价值评估 市场法 可比企业 评估比率

市场法是基于类似资产具有类似交易价格的理论推断。由中国注册资产评估师协会颁布并于2005年4月1日起执行的《企业价值评估指导意见(试行)》的第三十条指出:企业价值评估中的市场法,是指将评估对象与参照企业或与在市场上已有交易案例的企业的股东权益、证券等权益性资产进行比较,以确定评估对象价值的评估方法。本文通过对运用市场法进行企业价值评估的应用前提和几个关键环节进行分析和讨论,探索提高市场法评估结果准确性的方法和原则。

一、市场法的应用前提

运用市场法进行资产评估需要满足两个最基本的前提条件:①要有一个活跃的公开市场;②公开市场上要有可比较的资产(或企业)及其交易活动。由于企业是一类特殊的资产,故企业价值评估也应满足相同的条件。

公开市场是指充分发达和完善的市場,即一个有自愿买者和卖者的竞争性市场。在这个市场上,买者与卖者的地位是平等的,彼此都有获取足够市场信息的机会和时间,买卖双方的交易行为都是在自愿、理智的而非强制或不受限制的条件下列行的。事实上,现实中的市场条件未必能真正达到上述公开市场的完善程度。在公开市场假设下,资产在公开市场上实现的交换价值隐含着市场对该资产在当时条件下有效使用的社会认同。从现实情况看,对于企业价值评估而言,至少已经存在证券市场这样一个活跃的公开市场,而且在公开市场上也有可比企业及其交易活动。因此,市场法应用于企业价值评估的前提条件是基本满足的。

许多文献在谈及企业价值评估的市场法时,均认为我国证券市场尚处于发展阶段,资本市场尚未成熟,证券市场中的交易信息未能真实地反映资产或企业的价值,便据此判断市场法不能够在企业价值评估中被广泛使用,或认为其难以在现阶段“开花结果”。这些结论均显得有些武断。因为交易信息能否真实地反映资产或企业的价值,并不构成运用市场法进行企业价值评估的前提条件。

资本市场的主要功能中,与企业价值评估关系密切的功能是资产定价功能。资产定价功能主要指资本市场通过有效运行,使得价格的确定既在一定程度上反映证券所代表资产的价值,又能通过资本市场供需双方的竞争使得证券价格能充分体

现其供求状况。由于市场预测不完全、信息不对称以及信息垃圾的存在和“噪音”的干扰,定价不可能一步到位,但这并不能否定定价功能的效率。只要整体变化的趋势是在一个可以接受的时间范围内反映证券的真实价格,就表示资本市场定价功能发挥正常,正如价格围绕价值上下波动并不否认价值规律一样。在一个较长的时间范围内,资本市场的定价是基本能够反映会计信息的。在某一个特定的时间段内,资本市场的定价也反映了社会的认同。这一点,即便是我国这一新兴的资本市场,在某一时期也是基本有效的。因此,不能因为资本市场尚未成熟,或是弱式有效,甚至不能达到弱式有效,便片面地否定通过运用市场法进行企业价值评估的可能性。

二、参照企业(可比企业)的选择

运用市场法的关键环节之一是选取参照企业。从理论上讲,一个参照企业应和被评估企业属于同一行业,有相同的增长率和风险。这需要一个发达的交易市场,交易企业的数量多而且行业齐全,同时又要求交易市场规模以保证交易企业的定价是基本合理的。这一条件是非常苛刻的,现实中不可能存在如此理想的可比企业。但是如果能够运用科学的数学方法进行差异修正和价格调整,是完全可以选用在行业与业务组合、风险及增长率方面只有相对差异的公司作为参照企业的。目前,这些数学方法包括直接打分量化修正法、采用多元回归分析方式估计某一价格比率法、计算回归值选用各行各业的公司并根据他们的特征差异给予不同的权重法等。

1. 参照企业(可比企业)的选择途径。

(1)选择非上市公司作为参照企业。大多数企业,尤其是中小型企业,由于规模与上市公司存在较大差距,往往只能够选择规模等因素相当的非上市公司作为参照企业。而寻找这类非上市公司的交易案例远比上市公司困难,主要原因是:①企业产权交易并没有专门详尽记录相关信息的机构,工商登记部门记录的也只是些转让过户及企业的简单信息,其利用价值不大。②用于比较的企业往往跨地区甚至跨国界,因而获得信息更加困难。在我国,由于市场经济体制还不完善,企业产权交易还不是很活跃,地区分割严重,而且目前大部分的产权交易都是跟上市公司联系在一起的,非上市公司的交易相对较少而且信息较少公开,有关这类

企业产权交易的数据缺乏。这一问题的解决,有赖于政府有关部门的管理,尤其是对中小型国有企业产权交易的管理,应实行严格登记制度,并将交易信息公开。如此既可以防止企业产权交易中的违规操作问题,又为其他企业的产权交易提供参考的依据。

(2)选择上市公司作为参照企业。我国证券市场已达到一定规模,截止到2005年2月,我国上市公司已有1 378家,分为22个行业,上市公司最多的是设备、机械、仪表行业,共有219家;最少的是木材、家具行业,只有3家上市公司。除木材、家具行业外,其他行业均有10家(含10家)以上上市公司。在22个行业中基本上均能找到有一定相似程度的几个参照企业,个别行业上市公司较少,可以将市场法作为评估结果的验证方法。上市公司的各种信息强制披露制度、信息质量的审计审查制度等方面的规定,是所有上市公司必须遵守的原则,因此,选择上市公司作为参照企业相对于选择非上市公司而言要容易得多。

2.参照企业(可比企业)的选择原则。为了使选取的参照企业能够具有真实的可比性,应坚持以下几条原则:

(1)适当扩大相关数据的来源。参照企业的所有者权益、进行交易的公开股票市场数据是进行企业价值评估最基本的数据来源,此外,整体企业交易的市场数据、各种证券公司对于相关企业的分析报告、国家有关部门对行业发展的研究和分析报告、被评估企业所有者权益和以往的交易记录等也是有益的数据来源。需要说明的是,被评估企业经营过程中的历史交易数据可能对评估更有意义。

(2)以同行业的企业为基准,尽可能避免使用其他行业企业的数据。参照企业与被评估企业的不一致性是无法避免的,消除这种不一致性在国际上的通行做法是,取该行业中所有企业比率的均值,以使各种不同来源的不一致因素能够相互抵消。也可以选取与被评估企业最为接近的几个同行业企业作为参照企业,再求取平均值,选取的企业数一般不少于3个。

(3)全面分析参照企业的可比性。参照企业的可比性研究要依据客观、独立的原则进行,定性与定量分析相结合,注意类似企业数据的可校验性和可靠性认证。应注重企业在规模和性质等方面的相似性,具体可包括企业规模、产品构成、资本结构、管理制度与管理理念、企业的竞争力、企业的财务状况、账面价值和企业的信誉度等方面。同时,注意资产负债比率的变化,国内企业资产负债率在同行业中的差距较大,在所有者权益的交易中,该指标有时起决定性作用。

(4)重视对财务比率的对比分析。财务比率可以用于可比性评价。由于财务比率与企业的盈利能力和经营状况等直接相关,因而能够更为有效地反映企业价值,因此,重视对财务比率的分析有利于进一步判断企业之间的可比性。如果两个可比企业的财务比率有显著的不同,则完全有理由将该企业剔除。

三、评估比率(估值乘数)的选择

1.常用的评估比率。

(1)市盈率(每股价格/每股收益的比率)。市盈率在估价中得到广泛应用的原因很多。首先,它是一个将股票价格与当前公司盈利状况联系在一起的一种直观的统计比率;其

次,对大多数股票来说,市盈率易于计算,这使得股票之间的比较变得十分简单;第三,它能作为公司一些其他特征(包括风险性与成长性)的代表。此外,人们广泛使用市盈率的一个理由是因为它避免了在估价前对公司风险、增长率和红利支付率等所做的一系列假设,而所有这些假设都是在折现现金流量等评估方法中不得不提出的。这一点其实并不正确,因为市盈率最终的决定因素与折现现金流量模型中价值的决定变量是相同的。

使用市盈率的另一个理由是它更能够反映市场中投资者对公司的看法。Penman的实证研究表明:市盈率(P/E)与当前和预期的盈利率有关。如果当前的利润率(ROE)比预期的ROE低,则P/E会很高。如果当前的ROE比预期的ROE高,则P/E会很低。因此,P/E反映了市场对盈余持续程度及走势的认识。换句话说,P/E是由当前和预期盈余水平之间的关系决定的,而不是由当前和预期盈余水平的绝对数量决定的。有些公司预期盈余很低,但当前盈余更低,所以P/E仍然很高。这样,如果投资者对零售业股票持乐观态度,那么该行业公司股票的市盈率将较高。这是市盈率的一个弱点,特别是当市场对所有股票的定价出现系统误差的时候。如果投资者高估了某行业股票的价值,那么使用该行业公司股票的平均市盈率将会导致估价中的错误。

(2)市账率(每股价格/每股账面价值的比率)。资产的市场价值反映了该资产的盈利能力和预期现金流,而账面价值反映的是它的初始成本。采用市账率主要有以下三个原因:①账面价值提供了一个价值相对稳定和直观的度量,投资者可以将其作为与市场价格进行比较的依据。对于那些不相信或不使用未来现金流量折现方法所计算的价值投资者而言,账面价值提供了一个非常简单的比较标准。②市账率提供了一种合理的跨企业比较标准,投资者可以通过比较同行业中不同公司的市账率来发现价值被低估或高估的企业。③即使是那些盈利为负,而无法使用市盈率进行估价的企业也可以使用市账率进行估价。这一估算比率适用于那些资产占重要地位及大部分资产和负债具有流动性特点的单位,如银行、保险公司、证券公司等。在这些行业中,资产的账面价值经常是其市场价值的保守估算。

采用市账率也存在一些缺陷:首先,账面价值和盈利一样会受到折旧方法和其他会计政策的影响。当企业之间采用不同的会计政策时,将难以使用市账率对不同的企业进行比较。同样,当不同国家采用的会计制度或会计准则存在重大差异时,利用市账率进行跨国间的企业价值评估也将失去意义。其次,账面价值对于某些没有太多资产的服务行业企业来说意义不大。第三,如果企业连续多年亏损,那么企业权益的账面价值可能为负,相应地,市账率也可能会变为负值。此时利用市账率进行企业价值评估也将失去意义。最后,账面价值反映的是初始成本,如果在获得一项资产后,其盈利能力显著增加或降低,那么,其账面价值就会与市场价值产生显著差异。

与市盈率相同,在使用市账率评估企业价值时,通用的方法是选择一组参照企业,计算这一组企业的平均市账率,然后根据被评估企业与参照企业间的差别对平均市账率进行主观调整。但这一方法仍然存在两个问题:第一,参照企业是主观

确定的,参照企业与被评估企业存在各种潜在偏差;第二,由于调整往往是基于评估师的判断而产生,因而这些潜在偏差无法通过主观调整解决问题。

(3)价格/销售收入比率(P/S)。该比率因其独特的优点而备受关注,首先,它不像市账率可能会是负值而变得毫无意义,P/S在任何情况下都可以使用,甚至对于最困难的公司也可使用。其次,与利润和账面价值不同,销售收入不受折旧、存货等会计政策的影响,因而也难以被人为地扩大。再次,P/S并不像市盈率那样易变。因此,用P/S进行价值评估更为可靠。例如,对于一家周期性公司,其市盈率变化要比P/S变化频繁得多,这是因为利润比销售收入对经济状况的变化更为敏感。最后,在检验公司定价政策和其他一些战略决策的变化所带来的影响方面,P/S是一个十分便利的工具。

不过,采用P/S比率也有些弊端。用销售收入来代替账面价值或利润的一个重要原因就是它的稳定性好。然而这种稳定性也不是绝对的好事情,在公司的成本控制出现问题时,它会失去价值评估的准确性。在这种情况下,尽管利润和账面价值有显著的下降,但是销售收入可能不会大幅下降。因此,使用P/S比率对一个存在亏损或资不抵债、处境艰难的公司进行价值评估时,可能因为无法识别各个公司成本、毛利率方面的差别而得出错误的评价。

(4)其他比率。除了上述常用的三个比率,还有其他的比率,每个比率都有其适用的情况,应根据企业特点、评估目的等因素加以选择,如:①价格/顾客数目乘数。在互联网公司和手机生产公司中经常使用。②价格/产品生产数目乘数。经常用于评估软饮料和消费品生产公司的价值。③价格/产品生产数量。经常用于评估水泥生产公司等。④价格/潜在顾客数目。用于互联网公司的评估。⑤市盈率/未来几年内每股盈余的增长率乘数(PEG)。该比率主要用于增长性行业,例如奢侈品、保健品及技术行业等。⑥公司价值/息、税、折旧、摊销前盈余乘数(EV/EBITDA)。⑦公司价值/不含财务杠杆的自由现金流量乘数(EV/FCF)。

2.选择评估比率的原则。《国际评估准则》和美国、欧洲价值评估规范中,对市场法中选择评估比率,有较为明确的指导性原则。在确定评估比率时应注意坚持以下原则:

(1)结合被评估企业的实际情况选择评估比率。通过上述分析可知,不同的评估比率有其各自的优缺点,适用于不同的情形。而被评估企业已具有不同于其他企业的特性,因此,结合被评估企业的实际情况选择评估比率是保证合理评估企业价值的基础。

(2)对评估比率的可靠性进行验证。即使在最为相似的企业之间,其各自的比率也可能存在较大的差距,这些差距的成因分析是应用市场法的基本前提。将各种比率与决定这些比率的重要因素放在一起考虑,可以更深刻地理解增长率、资本成本、股票溢价等因素对这些比率的驱动作用。要准确地选择评估比率,首先应考虑可比企业与待估企业在规模、产品或服务、市场和客户、财务表现、融资能力、财务杠杆和流动性、技术和研发能力等方面的相似性;其次应比较可比企业与待估企业的主要经营业绩,包括成长性、盈利性、资产使用效率、财务杠杆和偿债能力、流动性。

(3)注意相关数据的调整。类似企业与被评估企业的评估比率的差异是不可避免的,为了消除这种差异并提高可比性,在不违背有关规定的情况下,可以对某些数据进行调整。通常需要调整的事项或交易有以下几种情形:①对于非常规和不能再次发生的事项和非经营项目进行一定的调整;②当把被评估企业的以往交易作为评估参照时,可能需要根据时间因素引起的变动以及经济环境、行业和企业的变动进行调整;③在条件允许的情况下,应对所评估企业的所有者权益与类似企业的权益[(具有市场交易能力或缺乏市场交易能力的权益)]之间的差异进行调整。

(4)尽可能地多选用比率指标。为了全面评估参照企业的相对价值,必须设计出其他比率,对参照企业的相对价值进行综合评价。至于具体选择和设计哪些估值倍数,应视参照企业的可比性而定。因此,在我国目前情况下尽可能多选用比率指标,以各评估比率计算得出的企业价值求取平均值或求取加权平均值。实践中,可利用综合加权估值倍数法来提高准确性,这一方法的出发点在很大程度上是以相对价值作为依据的。国内一些大型评估机构应用市场法时,曾选用了销售收入、调整后无债净收益、无债净现金流量、息税折旧前收益、息税前收益、调整后其他项收益等六项指标与企业价值的比率,分别计算后求取平均值,结果比较理想。

四、其他特殊因素的处理

运用市场法评估时还要注意对特殊因素的处理,即对评估值进行合理必要的增减调整。尤其是以下几种情形:

一是选取上市公司作为参照企业对非上市公司价值进行评估。这里面有一个上市公司与非上市公司变现能力的差异问题,其价值显然不同:一方面是变现的快慢,另一方面是变现值的高低。同类企业的股价有高低,要结合企业情况做具体分析。因此,用市场法评估非上市公司的价值时扣减相应比率是合理的。

二是控股权转让。如控股权加大价值的问题,投资者提出要控制多数股权,如控制50%以上的股权,控股者就有许多特权,如人事管理权、经营管理权、财产处置权、利润分配权等。对这些特权附加一定的价值是合理的。

三是非流通股转让。由于我国的特殊情况,目前,证券市场上的股权分置改革尚未完事,只有一部分股票可以自由流通,占相当大比例的国有股和法人股尚不能流通。显然不能直接利用与流通股评估相同的方法来对目前尚缺乏流动性的国有股和法人股进行评估。

对于上述特殊情形,笔者认为,科学合理的做法应是:运用回归分析方法,确定一个合适的折扣率或附加值,然后对未考虑特殊情形时的评估价值用合适的折扣率或附加值进行一次调整,就可基本确定企业的价值。

主要参考文献

- ①全国注册资产评估师考试用书编写组.资产评估.北京:中国财政经济出版社,2004
- ②李国运.对资本市场有效假说的评论.财会月刊(会计),2005;2
- ③埃文斯,毕晓普.郭瑛英译.并购价值评估:非上市并购企业价值创造和计算.北京:机械工业出版社,2003