

运用资本化超额盈利法评估企业价值

湖南娄底市娄星区财政局 谢 靖

【摘要】 资本化超额盈利法是资产基础法的一种,在美国被视为企业价值评估的经典方法。该方法应用的基本思路是:以资产负债表为导向,从资产角度来评估企业。首先从有形资产和无形资产两方面入手,分别求出净有形资产和无形资产的价值,再相加得出企业价值。在这个过程中要采用收益资本化手段,还应特别关注相关方面的问题。

【关键词】 企业价值评估 资本化超额盈利法 资本化率

资本化超额盈利法是资产基础法的一种。该方法是1920年由美国财政部为评估企业商誉而发明并公布的,现仍在美国被普遍采用,但在我国的评估工作中很少被采用。该方法用于评估企业价值的基本思路是:以资产负债表为导向,从资产角度来评估企业。首先从有形资产和无形资产两方面入手,分别求出净有形资产和无形资产的价值,再相加得出企业价值。在这个过程中要采用收益资本化手段。

一、资本化超额盈利法的具体步骤

1.以资产负债表为导向,用资产加和法评估出企业所有净有形资产的价值。无形资产(如专利权、商标权等)的价值暂不评估。

2.估算出企业在正常水平下盈利的数额。这里的盈利根据企业所处的不同经济环境可以是净利润、息税前利润(EBIT),也可以是现金净流量。

3.估算出企业超额盈利的数额。具体步骤为:①确定一个与已评估出来的企业有形资产价值相适宜的公允回报率,这里的回报率根据具体情况可以是分类回报率,也可以是综合回报率;②用已评估出的有形资产价值乘以公允回报率,从而得出企业净有形资产的盈利数额;③用估算出来的企业正常水平下的盈利数额减去净有形资产的盈利数额,得出企业的超额盈利,或叫做超额经济收益。这是企业所有无形资产即综合无形资产(商誉)产生的回报。

4.估算出一个适当的直接资本化率,并对上述超额盈利进行资本化。经资本化后的超额盈利即为企业的综合无形资产(商誉)的价值。

5.用评估出来的所有净有形资产的价值加上评估出来的无形资产(商誉)价值就得出企业的整体价值。

下面举例说明资本化超额盈利法的具体步骤。

例:A股份有限公司因发展需要,拟整体兼并其主要原材料供应商——甲公司的全资子公司B公司(为未上市公司)。甲公司也准备出售B公司。A公司与甲公司达成购买协议。应A公司的要求,B公司提供了其最近三年的会计报表及相关信息资料,其中最近一年的资产负债表如下。

此外,B公司2002~2004年利润表显示的营业利润分别为450万元、500万元、520万元,财务费用均为160万元,所

得税税率为33%,长期负债利率为8%。

B公司资产负债表(简表)

2004年12月31日

单位:万元

资产	账面价值	评估价值	负债和权益	账面价值	评估价值
1.流动资产	1 800	1 800	1.流动负债	1 300	1 300
2.有形资产	2 700	2 900	2.长期负债	2 000	2 000
机器设备	1 500	1 400			
房屋建筑物	1 200	1 500	3.所有者权益	1 200	2 506
3.无形资产	0	1 108			
资产总计	4 500	5 806	负债和权益总计	4 500	5 806

首先,运用资产加和法评估出B公司2004年12月31日资产负债表内流动资产、有形资产、流动负债、长期负债的价值。资产、负债均采用“公平市场价值”这一常用价值标准评估,评估的结果见上面的B公司资产负债表。

其次,计算2004年12月31日评估后的净有形资产公平市场价值。按定义,净有形资产的公平市场价值=净营运资金+有形资产=(流动资产-流动负债)+有形资产=(1 800-1 300)+(1 500+1 400)=3 400(万元)。

再次,估算净有形资产的直接资本化率。在本例中,我们根据B公司的实际情况,使用了分类资产的要求回报率和直接资本化率。根据每类资产所要求的回报率必须与该类资产的投资风险相匹配原则,我们将投资资产分成营运资金、房屋建筑物和机器设备三类。

(1)营运资金回报率的确定。由于营运资金通常是一种风险很低的资产投资资金,假设评估时的短期无风险利率为5%,则我们将营运资金回报率确定为5%。

(2)房屋建筑物回报率的确定。根据B公司所在地具有不同用途的房地产的租赁、投资回报率,我们假设其平均综合回报率为8%。

(3)机器设备回报率的确定。假设B公司的设备大多为科技含量较高的生产设备,因此,其回报率理应高于一般设备。假如一般设备的融资成本为8%,则我们将B公司的机器设备回报率假定为12%。

(4)净有形资产的综合回报率的确定。根据上述分类资产

□·业务与技术

的回报率及其资产结构可以得出：净有形资产综合回报率=营运资金回报率×资产比率+房屋建筑物回报率×资产比率+机器设备回报率×资产比率=5%×(1 800-1 300)÷3 400+8%×1 500÷3 400+12%×1 400÷3 400=9.2%。

(5)无形资产直接资本化率的确定。首先要假设待评估的无形资产为综合无形资产(商誉),而且在未来若干年内B公司的无形资产(商誉)能产生超额盈利,经分析可以假设B公司无形资产(商誉)的回报率为17%,这个回报率将用于无形资产资本化的确定。

最后,估算B公司整体权益价值。

(1)估算超额盈利。估算B公司未来正常收益水平。在此,我们采用息税前利润(EBIT)作为经济收益指标。假设B公司2002~2004年利润表所反映的营业利润水平尚未达到其预期的正常值,则我们将按此公式确定其正常盈利水平:正常盈利水平=前3年平均营业利润×(1+调整系数)。假设经分析的调整系数为20%,则其正常盈利水平=(450+500+520)÷3×(1+20%)=588(万元),则正常的经济收益=营业利润+利息=588+160=748(万元)。那么,超额盈利的数额=正常水平下的盈利数额-净有形资产的盈利数额=748×(1-33%)-3 400×9.2%=188.36(万元)。

(2)估算无形资产价值。无形资产价值=超额盈利数额÷直接资本化率=188.36÷17%=1 108(万元)。

(3)估算B公司整体权益价值。B公司整体权益价值=净有形资产价值+无形资产价值-长期负债价值=投资资本价值-长期负债价值=3 400+1 108-2 000=2 508(万元)。

为了验证上述评估结果的合理性,我们运用投资资本的直接资本化率来重新估算B公司整体价值。企业投资资本是所有者权益与带息债务资本之和,为了求得投资资本直接资本化率,我们根据收益法有关原理,运用如下数学公式计算:直接资本化率(C)=投资资本现值的折现率(K)-期望的长期增长率(G)。在上述公式中,投资资本现值的折现率可以用加权平均成本来代替。而加权平均资本成本=利率×(1-所得税率)×带息债务资本÷投资资本+所有者权益÷投资资本×所有者权益回报率。

假设B公司所有者权益平均投资回报率为22%,企业长期增长率为0,则加权平均投资成本=8%×(1-33%)×2 000÷3 200+1 200÷3 200×22%=11.6%,则B公司投资资本的税后净现值=748×(1-33%)÷11.6%=4 320.34(万元)。此结果与前面评估的投资资本价值4 508万元(3 400+1 108)相差不大,尚属合理。差异产生的主要原因是还没有一个精确方法来估算净有形资产直接资本化率及超额盈利直接资本化率,特别是超额盈利直接资本化率。

二、运用资本化超额盈利法应注意的问题

1.适用范围。该方法最适合应用于评估中小企业(公司)中的无形资产和有形资产的价值,在特定的评估目的下也适用于评估大型企业集团的价值。

2.评估中所采用的企业在正常水平下的盈利指标如净利润、息税前利润、现金净流量等一定要根据被评估企业的具体经济情形来合理分析确定,注意所选用指标与所采用和计

算的相关数据的匹配性,不能随意套用。

3.合理估算被评估企业的正常盈利水平。首先,对被评估企业过去的盈利数据要认真分析,对多计或少计费用及不正常的经营收益都应予以剔除。其次,应特别关注企业现在及未来的发展状况,特别是未来的盈利能力,这对于处在成长期的企业来说特别重要。再次,对企业资产负债表所体现的资产负债状况也要加以分析,要与企业未来发展状况及其所处行业的平均水平相比较,以合理确定企业的未来负债状况和利息费用。总之,在确定企业正常盈利水平时,历史盈利数据只能作为参考,即不能不加分析地用企业评估前一年的盈利数作为计算依据,也不能简单地把最近几年的盈利数进行简单加权平均。不恰当地使用历史盈利数据会导致企业无形资产价值被高估或低估,进而导致企业价值被高估或低估。

4.合理确定两个直接资本化率。这是资本化超额盈利法成功运用的关键。而合理分析并准确把握评估事实及依据又是恰当确定两个资本化率的关键。评估事实及依据包括:①被评估企业所处行业的基本状况;②被评估企业现在的财务状况、盈利水平及其可预见的未来的变化发展趋势;③评估时的宏观经济指标及走势、资本市场相关指标水平等。我们只有在评估时准确分析判断具体经济情形和事实,才能合理确定资本化率。

5.企业出现的负商誉的处理。企业之所以出现负商誉是由于企业的整体经济收益低于其净有形资产的正常合理的回报。负商誉的出现说明企业的持续经营价值低于各项有形资产价值的总和。此时,企业资产的清算价值要高于其持续经营价值。当出现这种情况时,我们首先要分析相关评估指标及其数据的合理性和恰当性。比如正常盈利水平、两个直接资本化率、评估企业单项资产的价值标准等是否恰当、合理等。其次要分析所评估的企业单项资产中是否存在较多的非生产经营性资产(在评估大型企业集团时经常会碰到这种情况),因为这部分资产作为净有形资产的一部分计算了收益回报,而实际上该部分资产与生产经营基本上或完全无关,不会产生收益。这样就使超额盈利数额被低估了,从而使所评估出的无形资产(商誉)价值出现了较大的偏差,不能真正体现企业的整体价值。当出现这种情况时,建议将非生产经营性资产分离出来单独进行评估处理,对其他部分资产则应采用资本化超额盈利法进行评估(这种评估处理方式尤其适用于大型企业集团的并购、重组)。

6.关于企业评估价值贬值或增值的考虑。在资本化超额盈利法前期评估工作中要运用资产加和法,用资产加和法评估出的企业净有形资产价值在绝大多数情况下是企业整体价值的主要组成部分。由于用资产加和法评估得出的价值是可进行市场流通交易的有100%控股权的企业权益价值,因此当评估对象的市场交易流通性较差或评估对象是部分股权价值且这部分股权价值的变动对企业控股权有很大影响时,我们则需考虑评估对象的贬值或增值问题。

主要参考文献

王少豪,刘登清.企业价值评估案例.北京:中国财政经济出版社,2004