



# 企业内在价值界定新探

长沙理工大学管理学院 邓英

**【摘要】**在市场经济条件下,合理界定企业内在价值是投资者从事财务活动的基础。本文首先阐述了企业内在价值的现有观点及其不足,然后在此基础上从定性和定量的角度对企业内在价值进行了合理的界定。

**【关键词】**内在价值 现金流量 界定 贴现

在市场经济条件下,合理界定企业内在价值是投资者从事财务活动并做出正确决策的基础。但目前学术界对企业内在价值的界定仍沿用原来的观点,未对其进行拓展,显然已不能满足现代经济活动的需要。定性和定量地对企业内在价值进行合理的界定是本文将要探讨的问题。

## 一、企业内在价值的定性界定

从传统的财务学角度来看,对于企业内在价值目前已形成了相对统一的观点,即企业在其剩余的寿命期间里可以产生的现金流量的贴现值之和,这恰好符合微观经济学对价值的定义。微观经济学认为,价值是未来现金流量的现值。因此,企业内在价值是企业未来经营期间所获得的现金流量的函数,取决于未来现金流量及其贴现率,反映的是企业未来的潜在获利能力的资本化。

乍一看来,现有的对企业内在价值的定性描述似乎正确,但用现代财务理念来进行剖析,笔者认为存在以下不足:

1.内涵不广。如果把企业内在价值局限于未来现金流量的贴现值之和,那么可以得出,衡量企业内在价值的大小可以用现金流量这一经济效益指标,但现金流量并不是衡量企业内在价值的惟一经济效益指标。实际上,在经济增加值

一新型的企业业绩评价指标被普遍应用的今天,经济利润同样可以反映企业经济效益,只不过现金流量是经济效益的一种较为常见的表现形式。正如经济学家Marshall最初提出经济利润时所认为的,企业要真正盈利,其盈利不仅应补偿企业的经营成本,而且必须补偿其资金成本。经济学家Hamilton也指出,只有企业创造的利润大于其权益资金和债务资金的成本时,它才能真正创造价值。汤姆·科普兰、蒂姆·科勒和杰克·墨林也认同现金流量和经济利润是衡量企业价值的两种不同标准,并且指出,对于一个想要创造价值的企业而言,应该选择能使预期现金流量现值或经济利润最大化的战略。除经济利润之外,其他经济效益指标同样可以反映企业内在价值的大小。因此,企业内在价值还应包括未来经济利润贴现值之和等内涵,也就是说,企业内在价值是企业未来经济收益或效益的贴现值之和。

2.角度单一。企业内在价值是企业未来现金流量的贴现值之和这一定性的界定,是建立在股权基础上的一个概念,它认为企业的最终所有者是股东(仅指普通股股东),未来现金流量的贴现值理所当然应该归属于普通股股东。但在实际经济活动中,除了普通股股东,债权人、优先股股东等其他投资

企业担保机构要进行规范管理和监督,政府担保基金的扶持应有针对性,另外,应充分发挥民间担保机构的作用。其次,银行可采用多种借款方式。比如借鉴“投资账户”的管理方式,在向中小企业提供短期资金时,给合格的账户申请者一个可透支额度(并规定相应的利率水平和归还期限等),并根据情况发展调整这种额度。或者借鉴团体借款的方式,即银行对由一组借款人通过内部选择而形成的一个团体发放贷款,同时要求每一个借款人对团体内部的其他成员的贷款归还负连带责任。再次,充分发挥金融租赁业的作用。金融租赁业具有融资功能和推销功能,对国家经济有重要的调节作用,世界上发达国家的融资租赁业已成为一种发展趋势,我国应实现金融租赁业同国际接轨,促使其健康、规范地发展,可以有效解决中小企业融资难的问题。最后,充分发挥典当行的融资功能。典当行是中小企业融资的好伙伴,它可以方便、快捷地满足中小企业的资金需要。各地应规范典当行的发展,为中小企业提供融资服务。

第三,建立中小企业基金。为解决我国中小企业的贷款问题和扶持中小企业发展,目前政府建立了许多基金,比如中小企业发展基金、创业基金、科技发展基金、扶持农业基金和技术改造基金等等。这些基金的特点是利息低,甚至免利息;偿还期限长,甚至不用偿还。但是要获得这些基金必须符合一定的政策条件。

第四,对融资工具不要孤立地使用。对融资工具了解太少以及不善于利用,是造成中小企业融资难的重要因素。因此,中小企业应该积极学习利用新的融资工具。

第五,利用互联网实现信息共享来降低筹资成本,加强企业之间的联系。各地区各级政府可以利用当地的政府公众信息网为中小企业开设融资专栏,发布融资信息,为企业之间加强联系提供有利条件。

## 主要参考文献

- ①姚树洁.中国银行业效率的实证分析.经济研究,2004;8
- ②田晓霞.小企业融资理论及实证研究综述.经济研究,2004;5

者也参与企业财务活动并做出正确的决策,这就从客观上要求所有的投资者都必须从自身角度理性地评价企业的内在价值。鉴于此,这一定性的界定显然已不能满足他们的需要。实际上,任何投资者在评价企业内在价值时,都是从自身利益的角度去评价的,其评价结果肯定不一样。笔者认为,不管从什么角度,任何投资者所指的企业内在价值,均是企业能给他们带来潜在现金流量的现值之和,至于企业给别的投资者、与自身无关的现金流量所体现的那部分价值,则不在其考虑范围之内。

3.阐述不清。企业内在价值的决定因素之一是未来现金流量,而未来现金流量对投资者而言,并非都可看成企业给其带来的潜在收益,实际上只有自由现金流量才可归属于投资者。自由现金流量和现金流量是有区别的。自由现金流量是企业在支付了经营费用和所得税之后,向企业权利要求者(普通股股东、债权人、优先股股东)支付现金之前的全部现金流量,是与企业的具体经济业务相对应的,由股权自由现金流量、债权自由现金流量、优先股自由现金流量三部分构成。而现金流量是指企业在履行了所有的财务责任(如债务的还本付息)并满足其自身再投资需要之后的剩余现金流量(如发行优先股,还应扣除优先股股息),实际上是归属于普通股股东的那部分股权现金流量,不存在股权现金流量、债权现金流量、优先股现金流量之分。

综上所述,从定性的角度可将企业内在价值界定为:从特定投资者角度,企业在经营期内能给其带来的未来经济收益(经济收益可采用自由现金流量或未来经济利润等形式的效益指标)的贴现值之和。

## 二、企业内在价值的定量界定

要合理界定企业内在价值,仅有定性的界定是不够的,还必须对其进行定量的界定。要进行定量的界定,应遵循以下基本原则:相对于特定投资者的企业内在价值,应根据与投资者在企业所面临风险相适应的折现率,对其在未来经营期间所获得的经济收益进行折现求和。下面不妨借助自由现金流量这种经济收益形式,从债权人、优先股股东、普通股股东和所有投资者角度对企业内在价值进行计量。

1.从债权人角度界定企业内在价值。从债权人角度界定企业内在价值,是指企业在未来经营期内能给债权人带来经济收益的贴现值之和,是由债权人的未来经济收益和与债权投资风险相适应的折现率所决定的。如果经济收益采用自由现金流量指标来表示,那么债权人每年的经济收益是指债权人可从企业获得的税后利息收入加上到期收回的本金减去对企业进行的新投资额。折现率应遵循配比原则使之与被折现经济收益的风险和类型相适应,从理论上讲,折现率应为债权人的预期投资报酬率,实际上可以选用债权人的资金成本率。鉴于此,拟建立以下计量模型:

$$V_z = \sum_{t=1}^n [I_t(1-T) + P_t - B_t] / (1+i_z)^t$$

其中: $V_z$ 为相对于债权人的企业内部价值; $I_t$ 为未来第 $t$ 年的利息; $T$ 为所得税税率; $P_t$ 为未来第 $t$ 年偿还的本金; $B_t$ 为未来第 $t$ 年发行的新债; $i_z$ 为债权的折现率; $t$ 为预测期的某一年度; $n$ 为预测期。

2.从优先股股东角度界定企业内在价值。相对于优先股股东,企业内在价值是指企业在未来经营期内能给优先股股东带来的经济收益的贴现值之和。优先股股东在未来可获得的经济收益一般是优先股股息,折现率为优先股股东的资金成本率。因此,相对于优先股股东的企业内在价值可以建立以下计量模型:

$$V_y = \sum_{t=1}^n d_t / (1+i_y)^t$$

其中: $V_y$ 为相对于优先股股东的企业内在价值; $d_t$ 为未来第 $t$ 年的优先股股息; $i_y$ 为优先股股权的折现率; $t$ 和 $n$ 的含义与前面相同。

3.从普通股股东角度界定企业内在价值。传统意义上的企业内在价值是在股权的基础上定义的,实质上体现的是企业在履行所有财务责任并满足再投资需要后能给普通股股东带来的未来经济收益的贴现值之和。具体来说,未来第 $t$ 年的股权自由现金流量(FCFE $_t$ )的计算公式为:FCFE $_t = EAT_t + D_t - W_t - F_t - d_t - P_t + B_t$ 。其中: $EAT_t$ 为未来第 $t$ 年的企业税后利润; $D_t$ 为未来第 $t$ 年的折旧额; $W_t$ 为未来第 $t$ 年的增量营运资本; $F_t$ 为未来第 $t$ 年的固定资产支出; $d_t$ 、 $P_t$ 、 $B_t$ 的含义与前面相同。折现率为联合企业或兼并后目标企业的资金成本率。同样,可以建立以下计量模型:

$$V_p = \sum_{t=1}^n FCFE_t / (1+i_p)^t$$

其中: $V_p$ 为相对于普通股股东的企业内在价值; $i_p$ 为普通股股权的折现率; $t$ 和 $n$ 的含义与前面相同。

4.从所有投资者角度界定企业内在价值。约翰·伯尔·威廉姆斯在《投资价值理论》一书中指出,企业内在价值取决于其资产在整个剩余期间内所能产生的并以适当的折现率进行折算的现金流量之和。而一个企业的全部资产是由债权人、普通股股东和优先股股东共同投资形成的,故相对于所有投资者来说,整个企业的自由现金流量是由股权自由现金流量、债权自由现金流量、优先股自由现金流量三部分构成的。而折现率一般为负债资金和权益资金的加权平均成本,负债资金成本带有刚性,为负债的税后利息率,权益资金成本取决于收购方对风险的态度和预期收益,为收购方的预期收益率。因此,可以建立以下计量模型:

$$V_s = \sum_{t=1}^n FCFE_t / (1+i_s)^t = \sum_{t=1}^n \{ FCFE_t + [I_t(1-T) + P_t - B_t] + d_t \} / (1+i_s)^t = \sum_{t=1}^n [EBIT_t(1-T) + D_t - W_t - F_t] / (1+i_s)^t$$

其中: $V_s$ 为相对于所有投资者的企业内在价值;FCFE $_t$ 为整个企业未来第 $t$ 年的自由现金流量; $i_s$ 为所有投资者的折现率;EBIT $_t$ 为企业未来第 $t$ 年的息税前利润; $n$ 、 $t$ 、 $T$ 、 $P_t$ 、 $B_t$ 、 $d_t$ 、 $D_t$ 、 $W_t$ 、 $F_t$ 的含义与前面相同。

总之,不管在何时、在何地、相对于何人,企业内在价值是建立在企业能给投资者带来未来经济收益的基础之上的,投资者在参与企业财务活动时应特别注意这一点。

### 主要参考文献

李心合.公司价值取向及其演进趋势.财经研究,2004;10