

企业股权价值评估的两种方法

曲若鹏

(北京工商大学商学院 北京 100048)

【摘要】在企业价值评估过程中,股权价值评估能帮助内部管理者 and 外部投资者详细客观地了解企业的真正价值。本文结合实例介绍了企业股权价值评估方法的运用及应注意的事项。

【关键词】股权价值评估 现金流量模型

一、企业股权价值评估方法

价值评估是把一个企业作为一个整体,依据其拥有或占有的全部资产和整体获利能力,并充分考虑影响企业获利能力等因素,对企业整体公允价值进行的综合性评估。企业价值评估是一项十分复杂的工作,在评估过程中,对数据的获取和处理,由于技术手段的限制,既会受到客观因素的影响,又会受到评估参与者的主观因素的影响。因此要使企业估值的结果达到十分圆满和准确是很困难的。

目前,在股权价值评估过程中,应用最广泛的定价模型是自由现金流量折现定价模型,自由现金流量折现定价模型不仅考虑了企业的可持续发展能力,而且考虑了资金的时间价

$[(5 \times 80\%) \div (5 \times 80\% + 15)] = 21.05$ (万元); ③经济性贬值 = $(100 - 21.05) \times [1 - (80\%)^{0.7}] = 11.42$ (万元); ④评估值 = $100 - 21.05 - 11.42 = 67.53$ (万元)。

按照方法二计算,此案例出现了两种结果,其原因主要在评估基准日前开工不足造成的影响值上。按照成本法,评估基准日前的开工不足在计算实体性贬值时必须考虑进去,在解法一中,虽然按照方法二的理论推断结果应该考虑了这个因素,但在实体性贬值的具体数值中却没有反映,不具说服力;而在解法二中,按公式计算经济性贬值时这个影响值就出现了重复计算问题,造成评估结果偏高。

其次,用第一种方法来计算该案例。

解法三: ①重置成本 = 100 (万元); ②实体性贬值 = $100 \times [(5 \times 80\%) \div (5 \times 80\% + 15)] = 21.05$ (万元); ③经济性贬值 = $100 \times [1 - (80\%)^{0.7}] = 14.46$ (万元); ④评估值 = $100 - 21.05 - 14.46 = 64.49$ (万元)。

解法三与解法一的结果大致接近,但说服力明显更强:一是明确了评估基准日前的开工不足对实体性贬值产生了影响;二是既然这个影响值在计算实体性贬值时已考虑,那么在计算经济性贬值时就不再扣除,以免重复计算,从而使得结果也符合第二种方法“评估值 = 实际生产能力确认的重置成本 - 按实际生产能力确认的实体性贬值”的理论推算。为此,在不考虑功能性贬值的情况下,方法一和方法二的最终评估结果

值,因而它是评估企业价值的最好模型。

目前评估企业股权价值有两种方法:一种方法是先估计实体价值,然后减去净债务价值;另一种方法是利用股权现金流量模型,将股权现金流量通过股权资本成本进行折现。第一种方法是在求得股权价值的同时能估计出企业的整体价值。第二种方法目标单一,直接求出企业股权价值。

二、案例分析

例:甲公司是一家商业企业,从事商品批发业务,现乙企业欲收购甲公司,现要求评估甲公司股权价值。

甲公司相关数据如下:

资料 1:公司 2009 年、2010 年(基期)的财务报表:

可能趋同,但方法一的估值过程更为清晰,宜采用。

2. 功能性贬值是否应该考虑实际生产能力的影 响。方法二与方法一的一个不同点就是在计算功能性贬值时,是否应该考虑评估基准日后实际生产能力下降带来的影响。理论上,该影响是存在的,但在实务操作中,这个影响却可以不去考虑,因为在确认年超额营运成本时,选择的参照对象必须符合功能如使用时限、未来实际生产能力等一致的要求;同时,功能性贬值是体现资产自身由于技术(设计)落后造成的价值损耗,如果在计算时将外部环境造成的影响因素考虑进去,则使结果甚不明朗,其说服力上受到影响。

综合以上分析,笔者认为,在资产评估实务成本法的具体运用中,外部环境引起生产能力下降造成经济性贬值额的计算还是运用第一种方法,也就是以评估对象的重置成本为量化基数进行操作,它与实体性贬值和功能性贬值是从不同的方面进行平行计算,并不交叉影响其价值。

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: 经济科学出版社, 2010
2. 唐艳, 郭艳. 小议如何确定资产评估成本法中经济性贬值的计算基数. 现代商业, 2011; 9
3. 刘绍收, 孙振嘉. 也谈确定经济性损耗的两种思路. 中国资产评估, 2000; 6

(1)甲公司资产负债表(单位:万元)。

项 目	2009年	2010年
货币资金	18 000	22 500
应收账款	120 000	150 000
存货	180 000	225 000
其他流动资产	60 000	75 000
流动资产合计	378 000	472 500
固定资产净值	414 000	517 500
长期资产合计	414 000	517 500
资产总计	792 000	990 000
短期借款	66 000	82 500
应付账款	48 000	60 000
其他应付款	84 000	105 000
流动负债合计	198 000	247 500
长期借款	132 000	165 000
负债合计	330 000	412 500
股本	330 000	412 500
未分配利润	132 000	165 000
股东权益合计	462 000	577 500
负债与股东权益合计	792 000	990 000

(2)甲公司利润表(单位:万元)。

项 目	2009年	2010年
营业收入	1 600 000	2 000 000
营业成本	800 000	1 000 000
营业和管理费用	320 000	400 000
折旧	9 600	14 000
财务费用	15 840	19 800
营业利润	454 560	566 200
营业外收入	0	0
营业外支出	0	0
利润总额	454 560	566 200
所得税(30%)	136 368	169 860
净利润	318 192	396 340

资料 2:假设资产负债表中“货币资金”全部为经营资产,“应收账款”不收取利息,“应付账款”等短期应付项目不支付利息,财务费用全部为利息费用。

资料 3:公司股票的 β 系数为 2,证券市场的无风险收益率为 7%,证券市场的平均风险溢价率为 5%。

资料 4:公司预计 2011 年销售收入增长率为 6%,并进入稳定增长期,公司经营营运资本占销售收入的比重不变,净投资资本中净负债比重保持不变,税后利息率保持 2010 年的水平不变,预计税后经营利润、净经营性长期资产总投资、折旧摊销的增长率将保持与销售增长率一致。试用现金流量折现法确定 2010 年末公司的股权价值。

用第一种方法进行评估分三步:

1. 2010 年经营营运资本=472 500-60 000-105 000=

307 500;2011 年经营营运资本=2011 年销售收入×经营营运资本占收入比=2 000 000×(1+6%)×307 500÷2 000 000=325 950;2011 年经营营运资本增加=2011 年经营营运资本-2010 年经营营运资本=325 950-307 500=18 450;2010 年净经营性长期资产总投资=长期资产净值变动+折旧摊销=103 500+14 000=117 500;2011 年净经营性长期资产总投资=117 500×(1+6%)=124 550;2011 年折旧摊销=14 000×(1+6%)=14 840;2011 年净经营资产净投资=净经营性长期资产总投资+经营营运资本增加-折旧摊销=124 550+18 450-14 840=128 160;2011 年净经营资产=2010 年净经营资产+2011 年净经营资产净投资=825 000+128 160=953 160。

2. 2011 年净金融负债=2011 年净经营资产×负债比率=953 160×247 500÷825 000=285 948。

3. 2011 年税后经营利润=2010 年税后经营利润×(1+6%)=434 812,则 2011 年的实体现金流量=税后经营利润-净经营资产净投资=434 812-128 160=306 652,由此可求得股权资本成本为 17%,加权平均资本成本是债权资本成本与股权资本成本二者加权,也可算得为 13.58%,则企业的实体价值=306 652÷(13.58%-6%)=4 045 540.9,股权价值=企业实体价值-净债务价值=4 045 540.9-247 500=3 798 040.9。

第二种方法的思路是利用股权现金流量进行折现,即股权现金流量=净利润-净经营资产净投资×(1-30%)=税后经营利润-税后利息费用-净经营资产净投资×(1-30%)=434 812-5.6%×285 948-128 160×0.7=329 086.91。又因为企业从 2012 年进入稳定增长期,同时企业实体现金流量和股权现金流量的增长率相同,都为 6%,所以股权价值=329 086.91÷(17%-6%)=2 991 699.2。

三、结论

企业在进行投资决策过程中离不开价值评估尤其是股权价值评估。从上述运算过程可以看出,不同的思路所得出的股权价值的结果是不同的,而且差异很大。现金流量模型是企业价值评估使用最广泛、理论上最健全的模型,主导着当前实务工作,其基本思想就是增量现金流量原则和时间价值原则,即任何资产的价值是其产生的未来现金流量按照含有风险的折现率进行计算的现值。在处理类似上述案例的方法上,第一种方法是间接法,即将企业实体现金流量进行折现,剔除期初的净债务(用金融负债减去金融资产的净额)得出基期企业的股权价值;而第二种方法是直接法,即将股权资本成本与企业收入增长率折现相抵,可直接得出企业的股权价值。

【注】本文系北京市属高校人才强教高层次人才资助计划项目“会计与投资者保护”(项目编号:PHR20100512)以及教育部人文社科青年基金项目“制度变迁背景下会计稳健性的经济后果及其测定”(项目编号:10YJC790374)的研究成果。

主要参考文献

1. 高秀兰.基于现金流量的企业价值评估.商业时代,2010;27
2. 刘春萍.自由现金流量及其在企业价值评估中的作用探析.商场现代化,2009;1