

企业估值方法的比较与应用

戴璐 余明震

财务理论和估值实践中至少有20多种不同的估值方法,这些方法归纳起来有四大类:第一类是历史悠久的资产价值法,是以企业资产为基础的估值;第二类是基于有效市场理论的市场比较法,包括市盈率法、市净率法等;第三类是以资本预算理论和资本结构理论为基础的折现方法,认为企业价值等于未来现金净流入的现值;第四类是基于金融期权理论的期权估值方法。本文主要介绍我国实践中广为采用的五种估值方法,并概括各自的优劣、应用条件和具体的估值技巧。

一、企业估值方法评述

1. 市盈率法及其修正

市盈率(P/E)是普通股每股市价与每股收益的比值。市盈率水平反映了投资者对每股收益所愿支付的价格倍数,它可以用于估计企业的市场价值,即以预先确定的公司市盈率以及预计的盈利水平来测算企业价值。企业价值=估计盈余×市盈率。

由于市盈率可分为静态市盈率和动态市盈率,相应地形成两类市盈率的估值方法。采用静态市盈率估值,一般是以近期的税后利润和给定的市盈率加以估计。为了去除经营波动性的影响,可以采用最近三年或更长期间的税后利润平均值作为盈余的估计。如

果使用动态市盈率法估值,则要使用预测的经营业绩进行估值。

市盈率法在具体用于估值时,往往是基于一定比较对象的相对估值方法。通常先要选择具有可比性的上市公司的市盈率或公司所属行业的平均市盈率,然后根据公司预计的盈余初步测算出公司的价值,再根据估值公司与可比公司或行业平均水平的差异加以调整,最后推算出被评估公司的价值。应用市盈率法的关键是选择合适的比较基础。

市盈率法估算企业价值具有测算直观、简便的优点,所需使用的估值数据往往取自股市,易于获得,故方法应用起来很容易,在现实中的应用也十分广泛,尤其是当其他诸多方法难以应用时,市盈率法往往作为良好的备选方法可供参考。但对于亏损企业而言,市盈率法则缺乏运用条件;而在企业创业初期或开拓出一个全新的细分产业时,由于缺乏合理的预计盈余,市盈率法的使用会受到很大限制。

考虑到市盈率估算模型中的净利润受到折旧政策、财务杠杆变化等非营运因素的影响,对其修正的方法是EV/EBITDA倍数法。这种方法使用企业所有资本投入的价值(EV)替代市盈率法中的市价,以息税前盈利加折旧(EBITDA)替代净利润,它也是一种相对估值法,在实际应用中与市盈率

法近似,需要依据可比对象或可比行业的EV/EBITDA倍数与企业预计的EBITDA来加以估值。但EV/EBITDA较市盈率有明显优势,因为相对于将所有因素都综合在一起的净利润指标,EBITDA剔除了会计方法及财务政策的影响,比以净利润为基础的估值能更清晰地展现企业真实的运营绩效,相对准确地把握企业核心业务的价值。

2. 市净率法(账面净值调整法)

市净率(P/B)是公司的每股市价与每股净资产的比值。与市盈率法类似,市净率法的应用也需要基于恰当的比较对象,如可比公司或行业平均的市净率水平,然后据此估算目标公司的价值。在应用中,市净率可以根据公司的行业特点、成长性、获利能力、股权交易双方讨价还价等因素,对可比市净率加以调整。公司价值=公司的账面净资产价值×可比市净率(P/B)。

采用市净率法估值的优势在于不必考虑资产的收益状况,从而放松了应用过程中对盈利和分红的要求,也相应地避免了市盈率法对微利或亏损公司估值的乏力。而且市净率法同样具有数据取得方便、计算简单等优点。但其缺陷也十分明显,包括:①由于各企业所采用的会计政策不同,账面价值较易被操纵,不同企业净资产缺乏可比性;②来自财务报表的净值是一种历史成本,它与企业创造未来收

益的能力之间的相关性很小,导致估值结果相关性较差;③忽视了知识经济下品牌、人力资源、管理水平等一些重要的价值驱动因素。

3. 股利折现模型

股利折现模型(DDM)是以预计企业未来派发的股息为基础,按照一定折现率计算得到的现值。该模型是基于股东未来投资收益资本化的估价思路,隐含的基本逻辑是公司必须持续地获取经营现金流入,并不断向股东实施现金分红,如果长期没有分红则缺少投资价值。DDM的公式为:
$$P = \sum_{t=1}^n \frac{D}{(1+K)^t} + \frac{F}{(1+K)^n}$$

基于上述一般模型,企业在未来期间发放股利特征的预计或假定不同,会形成许多具体的估值方法,如固定股利模型、固定增长股利模型以及两阶段股利模型、三阶段股利模型等。

按股利折现模型的原理,业绩、规模和成长机会基本相当的企业,会因各自股利政策的显著不同而出现较大差异,这意味着该模型会受到股利政策不同或变化的影响。在现实运用中,股利折现模型的主要局限来自于公司要有一个稳定的股利政策,对于股利不稳定甚至不发放股利的公司,只能模拟计算,难以有效应用。同理,当企业盈利不稳定或处于投资初期、获利前景不确定时以及出现亏损等因素导致暂时不能发放股利的情况时,股利折现模型也不适用。另外,股利折现模型对折现率的选取有一定的主观性,降低了方法的可靠性。

4. 自由现金流量折现法

自由现金流是指“企业产生的、在满足了再投资需求之后剩余的、不影响公司持续发展前提下可供企业资本供应者和各种利益要求人分配的现金”。在计算上,自由现金流量是在支付了经营投入和所得税之后,可供向股东、债权人支付现金股利、利息之前



的全部现金流,其公式为: $FCFF = EBIT(1-X) + D - CE - \Delta WC + \Delta Debt$ 。其中,FCFF=企业的自由现金流,EBIT=息税前利润,X=税率,D=折旧,CE=资本性支出, ΔWC =营运资本的变化量, $\Delta Debt$ =负债的增加。

在自由现金流量折现法下,公司的价值是预期未来自由现金流的折现值。

用自由现金流量进行估值的主要优势在于自由现金流量能很好地衡量企业的盈利能力,该模型可以从根本上抓住企业价值。不过,FCFF模型对未来自由现金流预测的准确性较差,评估者基于不同的理解在具体计算自由现金流的过程中容易出现较大偏差。另外,FCFF模型作为公司的整体估值方法,对没有取得企业控制权的个人投资者并不适合。

除了基于整个公司的自由现金流估算折现值之外,还有基于股权自由现金流的折现估值方法。所谓股权自由现金流是指企业产生的、满足了再投资需求之后履行了各种财务上的义务之后的剩余现金流,即可以作为股利发放的现金流量。由于企业经营

的最终目标是为股东创造财富,这种价值评估方法常用于评估股权价值。但当股权自由现金流出负值时,具有周期性或财务杠杆很高的公司采用股权自由现金流折现估值法通常较为困难。

5. 期权定价模型

所谓期权是指在特定状态下才可获得报酬的一种特殊资产。比如在买入期权情况下,当其基础证券的价格超过预设价值时,才具有认购价值;在售出期权情况下,当基础证券的价格低于其预设价值时才具价值。期权定价最著名的是布莱克/斯科尔斯模型(B/S模型),尽管该模型在理论上存在较大争议,计算过程也很复杂,但对于复杂的、带有期权性质的金融产品估值却有很好的适应性,在中国的公司可转债定价、股票期权定价以及认股权证的估值中应用甚广。

二、企业估值方法的合理选择与应用

企业价值评估方法和评估模型的选用将直接影响到估值结果,进而会影响企业同内外部利益关系人的相关订约及其执行,那么关注各个估值方法的特点,比较其利弊和应用条件,对合理选择这些方法就具有重要的现实意义。

1. 各种估值方法的对比与结合使用

在企业实际操作中,什么是最好的价值评估方法,不仅取决于这些方法能否抓住企业真正的价值,也与价值评估更适合哪些特定用途有关。在以上多个估值法中,以市盈率法、市净率法为代表的市场比较法因计算简单、模型浅显、数据容易取得而在实践中得到广泛应用。尤其是中国股票市场长期以来的齐涨齐跌特征,令股价更多地反映市场供求关系决定的相对投资价值,难以真实反映由企业特有优

势所决定的内在价值,这令市场比较法更适合于股票估值。但市场比较法在估值原理上却十分粗糙,在可比公司的选择上存有较多主观性,而且在估值中使用会计报表数据难以剔除人为操纵性,这些因素会降低估值的可靠性。另外,在应用条件上,当资本市场有效性不足,股价中含有较大的泡沫或价格波动剧烈时,无论市盈率法还是市净率法的估值准确性都会下降,给投资者造成误导。

相比之下,基于现金流折现估值原理的股利折现模型、公司自由现金流折现模型和股权自由现金流折现模型,能够基于股利现金流或自由现金流抓住公司的内在价值,并避免市场比较法的诸多局限,如无法剔除价格泡沫和人为操纵会计利润、净资产等问题。但各类折现模型在应用中面临的共同制约是需要合理预测现金流和正确选择折现率,否则得出的折现值仍可能缺乏预测能力和指导意义。基于中国资本市场的现实条件,由于上市公司分红派现政策仍然极具波动性,股利折现模型的应用会大打折扣,而自由现金流折现模型可以不受股利发放政策的制约,也优于账面价值评估方法和市场比较法,具备广泛使用的条件。在西方发达国家该模型已被证明其有效性,相对于单纯的会计指标也具有明显的信息增量。在两种主要的FCF折现法中,公司自由现金流折现是对整个企业估值,通常应用于并购或企业控股情况下的估值。而股权自由现金流折现则是基于股权的估值。

鉴于上述几种估值方法的侧重点不同,站在企业发行股票、并购、重组、资产出售等财务决策者的角度,将几种估值方法得出的定价结果相互参照、印证,对正确理解被交易资产或股权的价值是必须的。

2. 价值评估中主要参数的使用问题

题

上述各类估值模型中涉及一系列具体参数,需要在概念和计算取数上加以规范、明确,才能增强模型应用的可靠性和有用性。

基于现金流的折现法在应用过程中合理选择折现率是运用的关键。折现率的意义是在一定风险下投资者所要求的必要报酬率,很多估值运用中都会以待估企业的资本成本率来代替。就计算技术而言,折现率对估值的结果高度敏感:折现率的一个微小变动将导致估值结果发生较大的变化,那么在对折现率做出不同选择时,可能导致企业估值结果大相径庭。为了科学合理地确定折现率,资本资产定价模型提供了许多引导,根据这一模型折现率的确定需要基于有效资本市场环境计算风险调整折现率,为简化计算在实际应用时也会以被估值企业所属行业的平均投资报酬率来代替。

无论是现金流折现法还是市场比较法,都需要公司估计未来时期的收益或现金流,这要求合理预计公司的成长性和波动性。一般来讲可以采用多种方法估计公司的增长率,如基于公司过去的增长率或使用公信度较高的证券分析人员的预期以及基于公司的基本面自行估计等。如果能综合多种方法,将有助于得出更合理的预测数字。

此外,在估值中需要合理假定增长的期限,前文已述的固定增长股利模型由于符合永续年金特征,可以假设期限到无穷,而股利折现的二阶段模型和三阶段模型都是基于不同期限内股利的增长率假定进行估值,对这些模型可以根据企业实际的股利分布特征更近似于哪类情况而加以选择确定。

3. 拓展模型应用的假定条件与敏感性测算

由于理论上的估值模型都是基于

一定的假设和约束条件,如假设企业生产经营规模、成本结构、税率、折现率等因素不变。但这些因素不可能一成不变,在现实应用中需要判别估值对象在评估时更接近于哪类假设条件,以及对假设条件做必要的放松。对于模型中需要放松的假设条件,可以借鉴敏感性分析的思路,针对放松的条件处于不同情况下的多个取值水平或取值区间,分别测算对应的估值结果并加以综合比较。在敏感性分析中,也可以同时放松多个条件,将各个条件的取值水平组合起来,在每个组合上分别测算相应的估值结果,并从中分析每个条件取值的变化对整个估值结果的边际影响。基于敏感性分析,评估者可以从中发现对企业估值影响较为重要或较为敏感的因素,还可以通过预计估值影响因素的上下限,来确定估值结果的合理区间。敏感性分析会使企业估值方法的应用更为灵活,增强了结论的动态性。

三、结论

企业估值需要评估企业整体的获利能力、成长性等重要方面,而非简单地加总计量全部资产的价值。企业的估值是对企业未来发展的潜能和盈利能力的预估,这种估值的结果并非单纯服务于投资者的投资决策和经营者的各类财务决策,还会极大影响到行业发展和关乎整个证券市场的健康发展。在具体运用估值方法的过程中,不仅要熟悉透彻各种估值模型,还要考虑到现行财务模型难以量化或清晰界定的质性因素。这些因素包括企业内部股权结构、公司治理状况、技术创新能力或特许经营权、宏观经济走势、资本市场的行情和行业发展态势等,需要进行动态调整。

(作者单位:中国人民大学商学院
对外经贸大学国际商学院)

责任编辑 雷蕾