



上市公司企业价值评估方法的选择与应用

李雪 许一婷

上市公司价值评估是资产评估的一部分,然而,由于企业价值具有复杂性,使得采用任何单一的评估方法都会存在评估结果出现差异的问题,因此,如何使评估结果更加切合实际,尽量避免主观因素影响是上市公司在企业价值评估中方法选择的重点。笔者认为,企业对有形资产的评估应采用现金流量折现法,对组合无形资产的评估则应采用AHP法。

一、有形资产评估中现金流量折现法的应用

目前现金流量折现法是企业价值评估模式中最主要的一种方法,它的理论基础是现值原则,认为上市公司的价值基础是现金流量,即其资产的价值是资产的预期现金流量根据与之相适应的折现率进行折现而得到的现值和,该方法的应用需要以企业持续稳定经营且未来现金流量是正值为前提。下面就现金流量折现法在应用时所涉及的因素及需要注意的问题探讨如下:

1. 反映企业价值的评价指标的确定。反映企业价值的评价指标可以有多种形式,其中现金流量最具现实性和说服力。它具有以下优点:①可以序时动态地反映投入产出关系,便于完整、准确、全面地评价具体投资项目的经济效益;②可以摆脱财务会计中使用权责发生制时所面临的困境;③排除了非现金收付的内部周转的资本运动形式,从而简化了有关投资评价指标的计算过程;④有助于应用资金时间价值的形式进行动态投资效果的综合评价。此外,利润

指标反映的是某一会计期间应计的现金流量而不是实际的现金流量,容易高估投资项目的经济效益,具有较大风险,而现金流量的变化与公司价值的变化更为一致,且人为因素影响的程度较小,能够更准确、客观地反映企业的经营成果。因此,在实务中评估人员更多的是采用现金流量来计算企业价值。

2. 折现率的预测。折现率是将未来值换算为现值的比率,是货币资金的流速。折现率计算的关键是资本成本参数的确定。《企业价值评估指导意见(试行)》规定:“应当综合考虑评估基准日的利率水平、市场投资回报率、加权平均资金成本等资本市场相关信息和被评估企业所在行业的特定风险等因素,合理确定资本化率或折现率”。此外,该文件还规定:“资本化率或折现率与预期收益的口径应当保持一致”,明确要求不同的现金流应当有与其相对应的折现率匹配,以区分是评估企业整体的价值还是评估企业所有者权益的价值。

(1) 企业所有者权益价值评估中折现率的计算。在评估中使用股权现金流量作为经济收益指标时,一般将股权资本成本作为折现率,采用资本资产定价模型(CAPM)计算,其公式为: $KE=RF+\beta(RM-RF)$ 。式中:RF为无风险报酬率, β 为上市公司股票的市场风险系数,RM为上市公司股票的加权平均收益率。无风险报酬率一般以一定期限的国债年利率为准; β 系数可参照上市公司全部行业若干周平均日系数确定;股

票的加权平均收益率可参照上市公司全部行业平均收益率确定。

(2) 企业整体价值评估中折现率的计算。一般使用企业的投资资本现金流量作为收益指标,而投资资本包括债务资本和权益资本两部分,故应分别计算出其资本成本,并在此基础上计算加权平均资本成本。可采用资本资产加权平均资本成本模型(WACC)计算,其公式为: $WACC=KE[E/(E+D)]+KD[D/(E+D)]$ 。式中:KE为权益资本成本,KD为债务资本成本,E为权益的现时市场价值,D为有息负债的现时市场价值, $E/(E+D)$ 与 $D/(E+D)$ 为资本结构。债务资本成本KD可采用现时的市场利率水平,权益资本成本KE的计算同上节所述。

(3) 折现率的计算中应注意的问题。一是债务资本成本和权益资本成本权重的确定应当按照债务和权益的市场价值计算,而不能用账面价值计算。二是在计算债务资本成本时,应首先对债务资本进行分析,区分带息债务和不带息债务。对带息债务,应把长期负债的利息包含在要折现的收益流中,而把其他的利息作为费用支出。如果将不带息债务包括进来,就要估计这笔负债何时能够偿还,然后把还款时的价值折现到现在的市场价值,以便估算负债的权重。

(4) 投资资本折现率所采用的资本结构的选择。对于少数股权的价值评估通常参照公司目前实际的资本结构进行,这主要是因为少数股权没有改变资本结构的能力;而对控股股权价值评估时,如果控股股东有愿望也有能力改变现有

资本结构使之趋于合理,则也可以基于对评估对象未来的资本结构的合理预测而设定,可以采用行业平均资本结构或行业理想资本结构等。

二、组合无形资产价值评估中AHP法的应用

无形资产作为由企业创新活动、组织设计和人力资源实践所形成的非物质形态的价值创造来源,具体表现在企业的探索能力、组织资本和人力资本等三方面。随着经济的快速发展与变革,尤其是金融危机以后,上市公司发生了重大变化,有形资产和金融资产正在迅速商品化,其投资报酬率趋同于社会平均报酬率,从而不能为企业提供持续的竞争优势与增长优势。而无形资产是企业产品品质、商标、资信、盈利能力等方面综合实力的体现,上市公司要在激烈的市场竞争中立于不败之地,就必须创出品牌,保护品牌,重视无形资产价值,维护企业权益。因此,重视无形资产评估,切实保护好、利用好无形资产已成为刻不容缓的现实问题。

无形资产的功能具有共益性、积累性和替代性,成本则表现为不完整性、弱对应性和虚拟性。无形资产收益在许多情况下可能是由若干种无形资产共同带来的,因此应该正确界定组合无形资产中各种无形资产的价值,这就涉及组合无形资产价值的分割问题。AHP法(Analytical Hierarchy Process)也称层次分析法,是美国学者萨提(Saaty)提出的一种将定性和定量分析相结合的运筹学方法,可以将人的主观判断标准用来处理一些多因素、多目标、多层次的复杂问题。

运用AHP法进行评估可以分为以下四个步骤:①建立问题的递阶层次结构模型;②构造两两比较判断矩阵;③由判断矩阵计算被比较元素相对权重(层次单排序);④计算各层元素的组合权重(层次总排序)。用AHP法进行组合无形资产价值的分割具有如下优点:第一,是在对被评估企业历史业绩、现行结构、未来预期综合分析的基础上完成的,评估中能与被评估单位各级管理

部门进行沟通,能比较客观地反映企业的真实情况及特点,结论比较合理,易于接受。第二,这种方法虽不免带来一些主观性,但却能检验判断的合理性,能对明显不合理的判断进行检测并加以纠正。第三,目前许多企业对无形资产的管理和应用认识不足,AHP法要求评估人员和企业人员共同分析,这样可以使企业正确认识现有的无形资产存量,提高对无形资产资源的管理和利用水平。但AHP法应用于无形资产评估,也存在以下缺陷:一是比例标度的弹性难以正确把握;二是不同的管理人员得到的经验判断相差较大;三是由于需要进行数据分析处理,因而对评估人员的素质要求较高。

(本研究获吉林省教育厅“十一五”社会科学基金项目[2007]第32号、吉林财经大学基金课题[2008]第014号资助。)

(作者单位:吉林财经大学会计学院)

责任编辑 周愈博

● 词条

权衡理论

权衡理论认为,企业可以利用税收屏蔽的作用,通过增加债务来增加企业价值。但随着债务的上升,企业陷入财务困境的可能性也会增加,甚至可能会导致破产,如果企业破产,不可避免地会发生破产成本。即使不破产,但只要存在破产的可能,或者说,只要企业陷入财务困境的概率上升,就会给企业带来额外的成本,这是制约企业增加借贷的一个重要因素。因此,企业在决定资本结构时,必须要权衡负债的避税效应和破产成本。根据权衡理论,负债企业价值等于无负债企业价值加上节税利益并减去预期财务危机成本的现值,即 $V_1 = V_u + T_c B - FPV$ (FPV为预期财务危机成本的现值,包括由于债务过高引起的直接或间接的财务危机成本),企业的最佳资本结构存在于企业负债所引起的企业价值增加与因企业负债上升所引起的企业风险成本和各项费用相等时的平衡点上,此时的企业价值最大。权衡理论的代表人物包括罗比切克(Robichek,1967)、梅耶斯(Mayers,1984)、考斯(Kraus,1973)、鲁宾斯坦(Rubinmstein,1973)、斯科特(Scott,1976)等人。权衡理论以后又发展成为后权衡理论,后权衡理论的代表人物有迪安吉罗(Diamond,1984)、梅耶斯(Mayers,1984)等人,他们将负债的成本从破产成本进一步扩展到了代理成本、财务困境成本和非负债税收利益损失等方面,同时,又将税收利益从原来所讨论的负债收益引申到非负债税收收益方面,实际上是扩大了成本和利益所包括的内容,把企业融资看成是在税收收益和各类负债成本之间的权衡。