



第八讲 整体资产评估

王子林

一、整体资产评估的特点

整体资产评估是对由多个(多种)单项资产组成的综合体的获利能力的估价。它的特点是:

1. 以形成特定生产经营能力,能够计量经营成果的资产群体为评估对象。
2. 评估的目的通常是产权交易。不改变产权关系的资产业务不进行整体资产评估。
3. 与单项资产评估正好相反,整体资产评估适用收益现值标准,不能采用其他价格标准。

整体资产评估有两类。一类是评估企业,即把企业作为生产经营能力,视经营成果的大小确定资产的价格。另一类是评估非企业型资产群体,如独立车间、生产线、房地产等,评估的原理与企业评估是一致的。

二、整体资产收益现值的评估方法

为使掌握评估收益现值方法方便起见,我们通过案例分析说明在不同情况下的实用技术。收益额及适用资本化率(设为10%)设已评估。

案例1 甲企业转让,预期今后5年收益额分别为100万元、110万元、115万元、120万元、120万元,第6年将因市政规划拆迁,转移使用的资产重置成本和政府补偿费共1000万元,试评估甲企业转让价。

分析:甲企业转让后有限期经营。在此期间应对资产收益逐年折现。到期后企业资产转移使用,应评估其重置成本,并与政府补偿金一并折为现值。流量现值与存量期末现值的和即为企业收益现值,这就是有限期收益折现法。具体计算如下:甲企业转让价为

$$\left[\frac{100}{1+10\%} + \frac{110}{(1+10\%)^2} + \frac{115}{(1+10\%)^3} + \frac{120}{(1+10\%)^4} + \frac{120}{(1+10\%)^5} \right] + \frac{1000}{(1+10\%)^5} = 1046 \text{ (万元)}$$

案例2 承例1,甲企业将永续经营下去,且收益稳定,呈周期波动(周期为5年)。试评估其收益现值。

分析:整体资产永续经营,适用永续年金法,其公式是:年收益额/适用资本化率。由于收益稳定,并呈周期波动,应加权计算年均收益额。其权数按“时间价值”确定。公式是: $A = \frac{\sum_{i=1}^N [R_i \times (1+r)^{-i}]}{\sum_{i=1}^N (1+r)^{-i}}$, 其中A是年均收益额, R_i 为第i年收益额, r为适用资本化率, N是计算平均值的年数。据此,甲企业收益现值为1120万元(= $\left[\frac{100}{1+10\%} + \frac{110}{(1+10\%)^2} + \frac{115}{(1+10\%)^3} + \frac{120}{(1+10\%)^4} + \frac{120}{(1+10\%)^5} \right] \div \sum_{i=1}^5 (1+10\%)^{-i} \div 10\%$)。

案例3 承例2,甲企业经5年波动以后,转入正常稳定增长的轨道,以第5年收益额为基数,年均递增5%。试评估其收益现值。

分析:显然,甲企业应分段评估。按有限期折现法(如例1)评估前5年流量现值,得425万元。对第6年起的永续经营期应采用类似永续年金法的办法。由于这期间的收益不是固定年金,而是定率增长,可采用收益增长折现法,并运用求极限和的原理,得收益增长折现公式: $P = \frac{R}{r - \Delta r}$, 式中R为增长基数, Δr 为增长率, 并有 $r > \Delta r$ 。按这个公式,到第6年当年资产资本化价格为1500万元(= $120 \div (10\% - 5\%)$)。将第6年的本金价格折成现值并与前5年现值加总,得甲企业转让价格为1356万元(= $425 + 1500 \times \frac{1}{(1+10\%)^5}$)。

整体资产收益现值的评估还可以通过市场比较的途径,这主要是房地产、生产线等非企业型整体资产。此外,还可以运用成本途径来评估,即先评估企业各可确指资产的重置成本,再根据企业是否具有超额利益对评估值追加或调减,用加和法评估收益现值。

三、收益额和负债的评估

1. 收益的内涵。资产评估中的收益均指商品、劳务

的报酬,扣除相应费用之后的净收益。它有3种口径:一是利润总额,除现行财务制度规定的各项收支外,还要加上外单位转来利润,它是整体资产在一定时期内实现的全部利润。二是所得税后利润,即利润总额扣除应纳所得税的余额,理论上说应是企业的净所得。三是净现金流量。这是在计量投资收支、资产收支、营业收支的基础上,综合反映整体资产净收益的概念。是企业净利润加折旧并扣除投资支出(已抵扣投资回收额)的余额。

资产评估中适用收益概念,最能体现整体资产盈利能力的是净现金流量,如果得不到净现金流量的相关数据,可以用净利润,它反映了假定折旧与投资支出持平情况下业主权益的变动。利润总额在所得税制多变和不规范的情况下,比净利润的概念更具有适用性。

上述定义下的收益现值,均反映归业主所有的资产。如果整体资产即企业,收益现值既不是包括全部负债在内的总资产,也不是含有长期负债的总投资,而是对收益拥有占有权的业主资产。这就要求在整体评估时注意收益的内涵;如果要按收益途径评估总资产(含负债),就必须在收益额中相应加上支付给负债的报酬(利息、租赁费等),并在含税口径上保持一致;如果按加和法评估业主权益,要以汇总资产重置成本额中扣除负债价格,然后再考虑超额利润的因素。

2. 收益预测。资产评估的收益预测,旨在说明现有资产运营的长期趋势。一种适用方法是因素调整法,即以现实资产运营实绩为基础,考虑未来一定时期的重大因素的影响,如市场、价格政策、原材料来源、进出口政策等,调整收益额。运用这种方法,要特别注意超额利润以及亏损等影响因素的发展变化情况。这种办法适用于正常经营企业的评估。另一种办法是生产能力法,即根据该整体资产的生产能力,参照社会正常经营水平,按量一本一利关系,预测收益。

3. 负债评估。负债对企业收益的影响不同,其价格也不同。从理论上讲,债权债务都应考虑其“时间价值”和偿付率来评估。在实务上,只是对期限较长,特别是长期负债进行评估。评估方法是按长期负债还本付息条件,用适用本金化率进行折现处理。其原理和方法与债权评估类同。

四、适用本金化率的确定

本金化率是对资产收益进行本金还原的比率,是一定的资产收益率。本金化率与折现率实质上完全一致,折现系数是1与本金化率之和的倒数。确定本金化率,就是选择资产收益率,有三项要求。(1)资产收益率的计算口径必须与收益预测和资产确认的口径保持一致。

(2)资产收益率既不是按评估对象当前盈利水平确定,也不是按该资产预期收益率确定,而是由社会平均水平和行业特点来决定。(3)适用本金化率以社会平均收益率为基准,考虑行业风险或评估对象的风险报酬综合确定。国家政策性微利企业适用本金化率以行业平均收益率为基础。

社会平均资产收益率可根据国家汇总财务报表,按正常年份的平均水平,并按评估口径进行调整后确定。风险报酬是对投资风险的补偿,风险越大,报酬越大,才能吸引投资,以全社会平均来看,高低相抵,构成平均收益率的组成部分。可以采用如下公式计算:

$$\text{风险报酬率} = (\text{社会平均收益率} - \text{企业存款利率}) \times \beta$$

式中 β 是被估资产运营风险相对于社会平均风险的比率,对于完全竞争性行业(至少价格放开、原料、市场和投资放开)可用行业平均收益率与企业存款利率的差,除以社会平均收益率与企业存款利率的差。非完全竞争性行业可以类比竞争性行业,根据行业竞争状况,科技进步,盈利、亏损和破产的概率等因素进行调整确定。



国有企业改革 应当是全方位的

陈东琪、王立新在6月13日的《光明日报》上撰文认为,把国有企业推向市场,需要从多方面进行改革,从企业生产过程看至少包括人的因素和物的因素这两方面。

就人的因素而言,主要是推进就业市场化。他们认为可以先搞试点,然后由点到面,分步推进,风险就可以通过时间差来分解。同时逐步建立退休、待业保险制度。

就物的因素而言,包括资产的产权和经营权两方面的改革。他们认为脱离产权改革仅仅下放经营权,难以转换企业机制。国有企业的产权改革可以有三种选择:一是国有民营(企业经营),二是股份化,三是个人所有。中国既不能搞全盘私有化,也不可能完全股份化,这三个途径应该兼行。在按此三个途径完成产权改革之后,还是可以保证“以公有制为主体”的,所不同的只是“公有”中的“国有”分量下降,“集体所有”的分量增加。

(丁 茂楠)