

摘要:企业经营追求价值最大化,价值评估对企业改进管理、提升价值有重要意义。较通行的两种评估模型是:现金流量折现模型和经济利润模型,各有比较优势。企业价值评估必须通过对企业历史绩效进行分析,预测绩效,估计资金成本,进行连续价值预测,最后计算出企业价值。

关键词:企业价值 评估模型 评估过程

企业价值评估模型与评估过程

沈维涛

一、企业价值评估的意义

企业没有现成的价值数额,它需要对企业进行评估后才能得到。企业价值数值对于企业经营活动又是必需的。在某种程度上,几乎所有的经济决策都包含估价(至少是隐含的)。在企业内部,编制资本预算包括考虑某个项目将如何影响企业价值。战略计划着重强调更大规模的行动将如何影响价值。在企业外部,证券分析人员进行估价以支持他们的购买或售出的决定,而潜在的购买中也估计目标企业的价值和它们可能提供的协同作用。估价对于为原始的公开销售证券定价和通知当事人销售额、不动产外理以及包括经营中企业财产的分割是有必要的。甚至对于信用分析人员来说,虽然他们通常不明确地估计企业的价值,但是如果要对与贷款行为相关的风险保持一个全面的概念,他们必须考虑企业资产的价值。

其实价值评估更重要的是可以作为一种管理企业的手段。我们能够通过价值评估这样一个过程来促进企业的经营者及其他人了解企业的历史与现状,与其他公司的相对优劣势,理解公司潜在的经济价值驱动因素,公司价值增加或减少的因素是什么,什么行为是创造价值的,什么行为又是毁损价值的。促进各级管理者清楚目前从事或策划的业务是否创造价值,以及创造价值的程度,改进管理以提升价值。

二、两种价值评估模型比较

1、现金流量折现模型。现金流量折现模型以一种全面而又简单的方式,囊括了所有影响公司价值的因素。此外,现金流量折现法得到了关于股票市场如何评估公司价值的研究结果的有力支持。

现金流量折现模型的估价可以用两种方式:第一种是预测产权所有者可以得到的现金流量,然后按照产权资本的成本折现预期的现金流量。结果就是估计的产权价值。

巴菲特在计算吉列公司股票内在价值时,被折现的仅是来自股本部分的收

益,即股东的收益。他采用的是两阶段股利模型,假设第一阶段为第1年至第10年,股东收益年增长率为15%;第二阶段期限为第11年~ ,股东收益年增长率为5%,贴现率 $K=9%$,金额单位为百万美元。

价值 = 明确的预测期间的现金流量现值 + 明确的预测期之后现金流量现值
明确预测期之后的价值指终期价值。终期价值可以用简单的公式进行估算,不需再详细预测公司在无限期内的现金流量。

第二种方法是预测所有资本(债务和产权)提供者可以得到的现金流量,然后按照加权平均的资本(债务和产权)成本折现预期现金流量。使用这种方法,得到了估计的企业价值。第二种方法在实际中应用更广泛,因为它不需明确预测债务余额的变化。它的计算方法与第一种方法相同,只是其中被折现的自由现金流量是所有资本产生的。

使用现金流量折现法的第二种方法有几个好处:有助于明确和了解单独的投资和股本拥有筹资来源的价值;在寻求价值创造计划过程中,这一方法有助于确定关键的可利用方面;比较周密,足以处理大多数复杂情况。

2、经济利润模型。所谓经济利润就是扣除调整税的净经营利润与投入资本的资金成本之间的差额。

经济利润 = 扣除调整税的净利润 - 资本费用

= 扣除调整税的净利润 - (投资资本 \times 加权平均资本成本)

例如某公司有投资资本1000元,投资资本回报率为20%,加权平均的资本成为10%,该公司当年的经济利润为100元。

经济利润 = 200 - (1000 \times 10%)

= 200 - 100

= 100(元)

界定经济利润的另一途径是它等于与资本成本之差乘以投资资本。

经济利润 = 投资资本 \times (投资资本回报率 - 加权平均的资本成本)

这种预测方法得出的经济利润价值相同。

经济利润 = 1000 \times (20% - 10%)

= 1000 \times 10%

= 100(元)

在这一模式中公司的价值等于投资资本额加上相当于未来每年创造价值现值的溢价,即投资资本投入量加上相当于其预计利润现值的溢价或折现。

价值 = 投资资本 + 预计经济利润现值

这一公式的逻辑十分简单。如果公司每一周期的利润恰恰等于其加权平均资本成本,那么预计自由现金流量的折现应正好等于其投资资本。换言之,公司的价值恰恰等于最初的投资。只有当公司的利润多于或少于其加权平均的资本成本时,公司的价值才多于或少于其投资资本。因此,相对投资资本而言的溢价或折现必须等于公司未来经济利润的现值。

经济利润模式优于现金流量贴现模式之处在于,经济利润对于了解公司在任何单一年份的经营情况来说,是一个有效的衡量,而自由现金流量法却做不到。例如,不可能通过对实际的和预计的自由现金流量进行比较来跟踪了解公司的进展情况,因为任何一年的自由现金流量都取决于在固定资产与流动资金方面的高度随意的投资。管理阶层很容易只是为了改善某一年的自由现金流量而推迟投资致使长期的价值创造遭受损失。

三、企业价值评估的过程

1、分析历史绩效。对公司历史绩效的分析主要目的就是要彻底了解公司过去绩效,可以为判定和评价对今后绩效的预测提供一个不可少的视角。历史绩效分析主要是对公司的历史会计报表进行分析,并集中于公司的关键的驱动因素。

现代企业财务管理体系设计

仇瑞欣

随着我国经济的进一步发展和理财环境的不断变化,市场竞争将日趋激烈,对企业财务管理提出了新的要求。因此,建立适应国际、国内市场经济的现代企业财务管理体系至关重要。

一、体系结构

财务管理体系是指企业在一定的战略目标下,对企业总部及其所属公司的经营活动和投、融资活动实施价值化管理的体系。企业的经营活动是由投资、融资和运营活动组成的,这是财务的基础,财务管理要通过企业预算和计划、采购、销售、报表管理、资金管理、业绩评估等基本系统实现对经营活动的有效控制。

1、预算体系。企业预算是指企业通过建立涵盖收支所有环节的全面预算管理系统,实现资源最优配置和价值最大化的一种方法,具体内容包括资本性支出预算、长期资本筹措预算、

销售预算、产量预算、采购预算、成本预算、各项费用预算、现金预算和总预算,达到对所属各级各部门的协调、控制和考核作用,使企业的基本经济活动得到有效的管理,从而为企业进入市场,以市场为导向奠定基础。

2、报告体系。通过会计信息的及时编报,使经济活动得以真实可靠、全面完整的总结和分析,为企业下一步财务决策提供可靠的财务信息。对此,国际通行方法中有许多特色的做法值得借鉴。第一,报告方式的不断创新。不断缩短结账周期和提高采用资料的准确度,以适应产品周期不断缩短、竞争日趋激烈、创新不断加速、经营活动不确定性日趋显著的新经济的要求。一方面,定期报告仍将存在,作为财务成果分配的依据;另一方面,建立能提供实时财务信息的报告制度。第二,会计报告传递方式的变化。报告的传递将实现网络化和无纸化,信息的公开程度将大大提高,信息内容也将更加多样化。

2、预测绩效。预测绩效就是对公司今后经营所产生的现金流量的分析。这一过程必须全面地考察公司影响价值创造的各种因素,做出合理的估算。

3、估计资金成本。资金成本是影响企业价值的重要因素。需要指出的是资本成本的组成部分一定要与计算被折现的现金流量的口径一致。

4、连续价值的预测。如前所述的两阶段模式,公司的预期现金流量可分为两个时期,公司的价值定义如下:

价值 = 明确的预测期内现金流量现值 + 明确的预测期后现金流量现值

这个等式的第二部分即连续价值,系指明确的预测期以后公司预期现金流量的折现价值。因为连续价值占公司价值的大部分,所以必须采取一些假设来简化明确的预测期后的现金流量的预测过程,并作高质量的估计。连续价值在价值总额中的比例很高,但并不意味着公司的大部分价值将在连续价值期间实现。它经常意味着初期年份的现金流量已由资本投资和流动资金投资的外流抵

销。而这些投资可以在以后的年份里产生较高的现金流量。

估计连续价值的一个重要问题是预测期长度。在预测期内我们通常假设为一个不稳定的发展期,即投资资本回报率与资本成本不相等,其差额为正或负。但长久的竞争最终使投资报酬率等于其资本成本。因此预测期的长短会间接影响价值大小。对此必须根据行业的发展状况与公司的竞争战略地位来作出估计,公司将在多少年后进入一种均衡状态。

然后对预期后的各项参数进行估计。这些参数包括净营业利润、自由现金流量、新资本回报率、净营业利润的增长率、加权平均资本成本。最后利用以下公式即可算出连续价值:

$$\text{连续价值} = \frac{\text{NOPLAT}(1 - g/r)}{\text{WACC} - g}$$

其中: NOPLAT = 扣除调整税后的净营业利润

g = 增长率

r = 新投资资本回报率

WACC = 加权平均资本成本

5、计算企业价值。以企业的加权平均资本成本对预测的自由现金流量和连续价值进行折现,来确定企业经营的价值总额,再将现金流量未纳入自由现金流量和经济利润的任何非营业资产的价值计入,以估算整个实体的价值,最后再将所有债务、混合证券、少数股东权益或优于剩余权益的其它债权从市场价值中扣除。

最后还应对评估结果进行审查。如计算结果是否符合预测时所指的价值驱动因素,结果与市场价值是否相差太大,是否有合理的理由等。

参考文献:

(美) 汤姆·科普兰等著, 贾辉然等译: 价值评估, 中国大百科全书出版社, 1998. 2

(作者单位: 厦门大学管理学院 福建 361005)

(责编: 诸海)