**基于股权自由现金流量的商业保理公司价值评估研究 ——以K公司为例**

杨洋 重庆工商大学融智学院 财富管理学院 重庆 401320

【摘 要】商业保理行业是金融行业的特色群体，在提供应收账款管理及催收、应收账款融资、信用风险管理等综合金融服务，为经济发展做出了巨大贡献。随着我国商业保理公司数量的增加，对商业保理公司价值评估方面愈发重要。基于公司战略的财务管理视年角出发，文章应用股权自由现金流量评估模型，以K公司为例，评估公司在2018年12月31日的K公司的价值。为商业保理公司的价值评估提供了一个估算思路。研究结果表明：通过计算 2019—2023 年间K公司每年的股权自由现金流量，可以发现这五年K公司的股权自由现金流量表现良好，这表明K公司经营业绩良好，具有良好的盈利能力。

【关键词】商业保理公司；股权自由现金流量；价值评估

一、引言

截至2018年7月30日，据国家企业信用信息公示平台统计，全国商业保理公司数量11,689家。根据类金融行业的金融服务类公司的经营范围来统计，金融服务类公司中能够从事商业保理业务的公司有1,718家。虽然银行保理仍然是中国保理市场的主要部分，但预计中国保理市场将经历从银行保理主导的市场向商业保理主导的市场的转型，这由多种因素推动，包括政策扶持、银行保理风险偏好与中小型企业融资需求之间的不匹配，以及国外保理商将保理业务和系统销售业务带入中国市场。面对日益剧增的商业保理公司，如何准确评估其价值对企业的意义越来越重要。合理优化案例评 估方案，提高评估过程的科学性，对技术类无形资产价值评估实务具有重要的理论和实践意义。本文以K公司作为一个典范，应用股权自由现金流量对K公司的企业价值进行评估。

评估基准日为2018年12月31日，评估目的为了解A公司的股东全部权益。

本次采用现金流量折现法对被评估单位评估基准日的主营业务价值进行估算，具体方法选用股权自由现金流折现模型。

1. K公司价值评估过程

评估基准日为2018年12月31日，评估目的为了解A公司的股东全部权益。

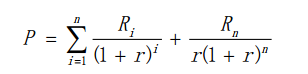
本次采用现金流量折现法对被评估单位评估基准日的主营业务价值进行估算，具体方法选用股权自由现金流折现模型。

1. 收益模型的选取

以未来若干年度内的股权自由现金流量作为基础，采用适当折现率折现后加总计算得出被评估单位的主营业务价值。

在得出被评估单位主营业务价值的基础上，加上非经营性、溢余资产的价值，减去非经营性、溢余负债的价值，得出股东全部权益价值。。

经营性资产价值的计算公式如下：



式中：Ri----被评估单位未来第i年的预期收益；Rn---被评估单位永续期的预测收益；r—折现率；n---被评估单位的未来持续性经营期。本次评估，使用评估对象股权现金流量作为其经营性资产的收益指标，其基本定义为：

股权现金流=净利润-权益增加额+其他综合收益

本次评估采用资本资产定价模型（CAPM）确定折现率。在本模型中，非经营性、溢余资产的范围包括溢余资产和非经营性资产，相应的其他资产的价值等于溢余资产价值和非经营性资产价值之和K公司属于商业保理公司，成立时间虽然不长、但发展前景较好，评估基准日及至评估报告出具日，没有确切证据表明被评估单位在未来某个时间终止经营。最终，我们确定K公司收益期为无限期，预测期为2019年至2023年度。K公司属于商业保理企业，收益口径为预测期的股权自由现金流量。

（二）收入的预测

K公司主要从事商业保理业务。保理业务收入主要为利息收入及手续费收入。根据K公司未来年度融资计划，未来年度投放及收入预测见下表：

表一 收入预测表

| 收入分类  客户类型  项目 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 利息收入 | 3951 | 5480 | 6376.2 | 7321.58 | 7321.58 |
| 手续费收入 | 27453.48 | 42800.53 | 50000 | 58606.4 | 58906.52 |
| 合计 | 31404.48 | 48280.53 | 56376.2 | 65927.98 | 66228.1 |

（三）营业成本的预测

K公司主营业务成本为资金成本。K公司的营业成本为贷款利息支出。公司业务特点需大量长期资金投入，日常的流动资金或项目资金主要来源于股东的资本金和银行融资。融资方式最终体现为长期借款，为适应租赁资产的长期性特征，企业未来主要采用融资渠道主要是银行借款、债券等。

贷款利息支出=当期贷款平均额×平均利率

1.当期贷款平均额

结合未来年度业务规模及借款融资计划，分析确定期末借款余额，取期初与期末平均值作为当期贷款平均额。

2.平均利率

当年新增借款余额，按照企业历史年度平均借款年利率预测，原有投放规模借款中，按原有的投放规模成本不变加新增投放成本预测。

表二 未来年度营业成本预测表 单位：万元

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 科目名称 | 项目名称 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
| 主营业务成本 | 利息支出 | 13826.6 | 25021.2 | 32621.2 | 40021.2 | 40021.2 |

（四）税金及附加的预测

对被评估单位预测期营业税金及附加的测算，营业税金及附加项目包括城建税、教育费附加等，根据预测的进项和销项税额，测算企业应缴增值税，然后对预测期营业税金及附加进行测算。

表三 税金及附加预测表 单位：万元

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **序号** | **项目** | **税率** | **2019年度** | **2020年度** | **2021年度** | **2022年度** | **2023年度** |
| 1 | 城市维护建设税 | 7% | 131.71 | 203.40 | 238.65 | 278.74 | 278.74 |
| 2 | 教育费及地方教育费附加 | 5% | 94.08 | 145.28 | 170.46 | 199.10 | 199.10 |
| 3 | 印花税 | 0.05% | 15.68 | 24.21 | 28.41 | 33.18 | 33.18 |
| **合 计** | |  | 241.47 | 372.89 | 437.53 | 511.03 | 511.03 |

（五）销售费用的预测

被评估单位营业费用主要由销售人员工资、劳动保险费、住房公积金、差旅费、业务招待费等与公司经营相关的费用组成。根据公司历史年度的营业费用明细情况分析预测：（1）工资主要按照公司所在地区公司在岗职工平均工资的增长率预测；（2）其他费用按照近年度实际水平或所占主营业务收入平均比重得到。经采用上述方法预测，预测期销售费用如下：

表四 销售费用预测表 单位：万元

| 2019年度 | 2020年度 | 2021年度 | 2022年度 | 2023年度 |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 440.21 | 442.31 | 518.23 | 582.99 | 653.62 |

（六）管理费用的预测

公司营业费用主要由折旧、工资、差旅费等与公司管理工作相关的费用组成。根据公司历史年度的管理费用明细情况分析预测如下：(1)职工工资等按照公司所在地区公司在岗职工平均工资的增长率预测、福利费、职工教育经费等根据历史年度占工资平均比重预测；(2)折旧费根据现有固定资产的情况和更新固定资产情况及会计折旧年限确定；(3)其他费用根据具体情况具体分析按照前三年度水平或所占主营业务收入平均比重得到。

通过以上测**算，对收益**期管理费用项目进行估算，具体见下表：

表五 管理费用预测表 单位：万元

| 2019年度 | 2020年度 | 2021年度 | 2022年度 | 2023年度 |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 1,418.12 | 1,540.09 | 1,607.17 | 1,693.74 | 1,752.19 |

（七）财务费用的预测

被评估单位的财务费用主要为利息收入、手续费等，其中手续费按近年占主营业务收入平均比重进行预测，利息收入按近年的平均值，具体情况见下表：

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 项目 | 2019年度 | 2020年度 | 2021年度 | 2022年度 | 2023年度 |
| 手续费 | 17.78 | 27.46 | 32.22 | 37.63 | 37.63 |
| 利息收入 | -10.75 | -10.75 | -10.75 | -10.75 | -10.75 |
| 合计 | 7.03 | 16.71 | 21.47 | 26.88 | 26.88 |

表六 财务费用预测表 单位：万元

（八）折旧与摊销的测算

本次折旧摊销按资产组的折旧摊销会计政策进行计算得出。

表七 折旧与摊销预测表 单位：万元

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 项目\年份 | 2019年度 | 2020年度 | 2021年度 | 2022年度 | 2023年度 |
| 折旧合计 | 33.47 | 5.07 | - | - | - |
| 摊销合计 | 10.73 | 10.73 | 10.73 | 10.73 | 10.73 |

（九）资产减值损失

资产减值损失主要为当年增加计提的风险资产减值准备金，评估人员了解商业保理相关的会计核算处理方法和风险控制管理方法。经与企业访谈，参照企业坏账准备计提比例1%，资产减值损失按当年新增投放金额乘以1%进行预测。

表八 资产减值损失预测表 单位：万元

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 科目 | 2019年度 | 2020年度 | 2021年度 | 2022年度 | 2023年度 |
| 资产减值损失 | -3.65 | 1,742.49 | 1,194.00 | 1,194.00 | - |

（十）营业外收支

被评估单位历史年度营业外收支主要包括税费返还等。根据被评估单位与天津东疆保税港区管理委员会签订的协议，从开业年度（2013年）开始，增值税、企业所得税前4年按地方留存部分100%返还，后5年75%返还，印花税1-9年75%返还。2022年后，由于协议约定优惠时间到期，因此不再预测该收入。

营业外支出偶然性较大且金额较小，因此不进行预测。

表九 营业外收支预测表 单位：万元

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 科目 | 2019年度 | 2020年度 | 2021年度 | 2022年度 | 2023年度 |
| 营业外收入 | 2020 | 2700 | 3000 | - | - |

（十一）所得税计算

按照25%的比率进行计算。

表十 营业外收支预测表 单位：万元

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 科目 | 2019年度 | 2020年度 | 2021年度 | 2022年度 | 2023年度 |
| 应纳所得额 | 17,492.60 | 21,768.92 | 22,911.84 | 21,827.51 | 23,246.41 |
| 所得税 | 4,382.81 | 5,460.20 | 5,741.91 | 5,456.88 | 5,811.60 |

（十二）权益增加额

商业保理行业是一个经营风险较大的行业，行业监管部门出台了相应的法规对经营风险进行防范，根据《关于商业保理试点有关工作的通知》规定，商业保理公司可在不超过净资产10倍范围内开展风险资产业务，根据上述数据测算，未来被评估单位投放规模与所有者权益变动如下：

表十一 权益增加额预测表 单位：人民币万元

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 项目 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 备注 |
| 权益增加额 | 13,412.69 | 9,152.56 | 1,756.01 | 1,640.04 | 0 |  |

（十三）折现率的确定

本次评估采用资本资产定价模型（CAPM）确定折现率，计算公式如下：

Ke=rf+MRP×βL+rc

其中：rf：无风险报酬率；MRP：市场风险溢价；βL：权益的系统风险系数；

rc：企业特定风险调整系数。国债收益率通常被认为是无风险的，因持有该债权到期不能兑付的风险很小，可以忽略不计。本次估值采用35只、剩余年限10年以上的国债于评估基准日（或近期）到期收益率平均值3.9936%作为无风险报酬率。本次评估对于股权风险溢价的确定，我们采用美国纽约大学斯特恩商学院著名金融学教授、估值专家Aswath Damodaran 的方法，通过在成熟股票市场风险溢价的基础上进行信用违约风险息差调整，得到中国市场的风险溢价。根据Aswath Damodaran的计算结果，2019年1月中国市场风险溢价水平为6.94%，我们以此作为本次评估的市场风险溢价指标值。β反映一种股票与市场同向变动的幅度，β指标计算模型为市场模型：Ri = α + βRm + ε。在市场模型中，以市场回报率对股票回报率做回归求得β指标值，本说明中样本β指标的取值来源于Wind资讯平台。被评估单位β指标值的确定以选取的样本自Wind资讯平台取得的考虑财务杠杆的β指标值为基础，计算被评估单位所处行业业务板块的不考虑财务杠杆的β指标值，根据被评估单位的资本结构计算其考虑财务杠杆的β指标值。

考虑财务杠杆的β指标值与不考虑财务杠杆的β指标值换算公式如下：

βU =βL /[1+（1-T） ×D/E]

式中：βL：考虑财务杠杆的Beta；βU：不考虑财务杠杆的Beta；T：所得税率。

表十二：β计算表

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 对比公司名称 | 股票代码 | 债权比例[D/（D+E）] | 权益价值比例[E/（D+E）] | 所得税率% | 有财务杠杆贝塔（βL） | 无财务杠杆贝塔（βU） |
| 法尔胜 | 000890.SZ | 54.73% | 45.27% | 25% | 0.6723 | 0.3526 |
| 宝德股份 | 300023.SZ | 64.83% | 35.17% | 15% | 1.2758 | 0.4970 |
| 新力金融 | 600318.SH | 40.39% | 59.61% | 25% | 0.6386 | 0.4234 |
| 平均值 |  | 53.32% | 46.48% |  |  | 0.4243 |

由于选取样本上市公司与被评估单位经营环境不同，同时考虑被评估单位自身经营风险，考虑企业特有风险调整为2.5%。通过以上计算，依据KE = RF +β（RM-RF）+α，计算被评估单位2019年至2023年度股权资本成本为11.96%。

（十四）评估值测算过程与结果

根据以上估算，我们对被评估单位业务价值进行估算，2019年至2023年度具体估算结果如下：

表十三 测算结果表 单位：万元

| 项目 | 2019年度 | 2020年度 | 2021年度 | 2022年度 | 2023年度 | 稳定增长年度 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 股权自由现金流 | 0.00 | 7,347.01 | 15,465.49 | 14,733.57 | 15,691.33 | 15,691.33 |
| 折现率 | 11.96% | 11.96% | 11.96% | 11.96% | 11.96% | 11.96% |
| 预测期价值 | 0.00 | 6,201.61 | 11,659.43 | 9,921.59 | 9,438.33 | 78,916.41 |

（十五）非经营性、溢余资产、负债的评估

1.非经营性、溢余资产价值的估算

2018年12月31日，K公司持有的非经营性、溢余资产包括可供出售金融资产等，具体情况见下表：

表十四 非经营性、溢余资产测算表 单位：万元

| 被投资单位 | 投资日期 | 持股比例 | 账面价值（万元） | 评估价值（万元） |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| A公司 | 2018/7/25 | 10.83% | 57,500.00 | 62,204.86 |

2.非经营性、溢余负债价值的估算

被评估单位溢余负债为递延所得税负债，金额为265.25万元。

（十六）股东全部权益的市场价值确定

通过以上测算，根据公式股东全部权益的市场价值=主营业务价值+其他资产价值，最终计算K公司评估基准日股东全部权益的市场价值为178,076.98万元。

三、研究启示

基于股权自由现金流模型估值方法对K公司价值评估，研究表明，股权自由现金流量对于商业保理公司自身来说非常重要。商业保理作为我国保理行业的一个重要组成部分，既要发挥其服务贸易融资的功能，也要注重商业保理公司自身的发展壮大。正确地对商业保理公司进行价值评估，显得尤为重要。

参考文献

1. 韩家平，关于保理业务的几点认识，孔炯炯等主编，商业保理概论，复旦大学出版社，2016 年。

作者简介：杨洋(1990-)，男(汉族)，重庆市，重庆工商大学融智学院助教，注册房地产估价师，资产评估师。研究方向：企业价值评估，房地产评估。