

## 浅谈企业估值方法

近年来，随着我国金融体制改革的深化，政府开始允许民营资本进入金融业，并提出综合经营的发展方向，同时，这一领域也在按照既定的时间表向外国资本开放。我国金融业已经逐步成为国内和国际并购市场中最活跃的交易领域，金融企业价值评估的问题自然也引起了各界广泛的重视。

### 一、企业价值评估的主要方法

随着企业价值评估理论的不断推出，企业价值评估方法已发展得相当丰富，仅美国官方推荐投资者分析上市公司所采用的评估方法就至少有 17 种。本文将符合价值原理的企业价值评估方法分为资产价值法、比较法、收益现值法、期权估价法四类。

#### (一) 资产价值法

资产价值法是将构成企业的各种要素资产的评估值加总求得企业整体价值的方法。它建立在历史成本的基础上，只注重企业资产的现实价值，不考虑资产价格的变动及企业的未来发展，是一种静态的评估方法。主要分为账面价值法、重置成本法等。

1．账面价值法 账面价值法是根据传统会计核算中账面记载的净资产确定并购价格的方法，既不考虑资产的市价，也不考虑资产的收益，但取值方便。该类方法对价值判断的准确程度取决于资产的账面价值与市场实际价值的差异程度。

2．重置成本法 重置成本法是现时条件下被评估资产全新状态的重置成本减去该项资产的实体性贬值、功能性贬值和经济性贬值估算资产价值的方法。

评估值：重置成本－实体性陈旧贬值－功能性陈旧贬值－经济性陈旧贬值。

因重置成本法是基于企业重置各生产要素为假设前提的，因此，当被评估企业明显存在生产能力闲置、资源浪费时，评估时要认真慎重计算经济性贬值，并详细说明评估依据和计算过程。

#### (二) 比较法

1．市场比较法 市场比较评估法就是在市场上找出一个或几个与被评估企业相同或相似的参照性企业。分析、比较被评估企业和参照性企业的重要指标，在此基础上，修正、调整参照性企业的市场价值，最后确定被评估企业的价值。在运用市场比较评估法时，选择什么样的公司作为参照物对分析的结果起着决定作用。在实际操作中，选择可比公司的方法是：考虑增长前景与资本结构等方面，选择相似的同行业或相关行业的公司，这样就可以从大量的上市公司中选出几个可比的上市公司。

2．市盈率法 市盈率法是根据目标企业的收益和市盈率确定其价值的方法。由哈佛大学的约翰·Y·康贝尔 (John . Y . Campbe11) 和耶鲁大学管理学院的罗伯特·J·席勒教授共同创立。企业的价值 = 收益指标 × 标准市盈率

### (三)收益现值法

收益现值法是指在评估时依据企业在正常、连续经营条件下，将评估对象剩余寿命期间每年或每月的预期收益用适当的折现率折现并进行累加得出评估基准日的现值，再以此估算资产价值的方法目前比较流行的主要有现金流量折现(DCF)法、EVA评估法等。

1. 现金流量折现(DCF)法。现金流量折现法又称拉巴鲍特模型法以现金流量为基础的价值评估的基本思路是资产的价值等于其预期未来全部现金流量的现值总和，是在考虑资金的时间价值和风险的情况下，将发生在不同时点的现金流量按既定的折现率统一折算为现值，再相加求得目标企业价值的方法。

$$V_t = FCFL / (1+WACC)$$

其中： $V_t$ ，第  $t$  期末的企业价值； $FCF_t$ ，第  $t$  期末的自由现金流量； $WACC$ ，企业税后的加权平均资本成本。

2. EVA 评估法 EVA 价值评估方法实际上是收益法的一种特殊形式，它的核心思想是企业的价值在于其未来增值的能力。EVA 衡量的是企业(或企业的业务部门，以下同)资本收益与资本成本之间的差额，也就是企业税后净营业利润(After-Tax Net Operating Profit，简称~NOPAT)与全部投入资本成本(包括权益资本成本和债权资本成本)之间的差额。用公式表示为：

$$EVA = NOP - NA \times WACC$$

$$WACC = K_e[E / (E+D+Ps)] + K_d[D / (E+D+PS)] + K_{pa}[PS / (E+D+Ps)]$$

其中：NA，资本投入额； $WACC$ ，企业的加权平均资本成本； $WACC$ ，资本加权平均成本； $K_e$ ，股权资本成本； $K_d$ ，税后债务成本； $K_{pa}$ ，优先股成本；E、D、Ps 分别代表公司股权资本、负债和优先股的市场价值

### (四)期权估价法

所谓期权，是赋予其持有者在特定时间或者特定时间以前，按照特定价格买进或卖出一项资产的权利的一份契约期权只包含权利而不包含义务，其持有者可自由行使权利，故又称为选择权。为取得该权利，期权购买者需在购买期权时向其卖方支付一定金额的保险金，称其为期权价格期权总价值由期权的“内在价值”和“时间价值”两部分构成，其中，内在价值是期权的执行价值与资产市场价值之差，时间价值是期权所具有的超出基本的内在的价值期权价值估算的较为成熟的方法有两种：一是以考克斯、罗斯、鲁宾斯坦等为代表的二项树估价模型；二是费雪·布莱克和梅隆·舒尔斯创立的布莱克—舒尔斯模型。在期权定价模型中，最著名的是 Black—Scholes 模型。与现金流量折现法相比，期权定价法更适合于创业企业价值的评估

### 二、方法的适用性与局限性评价

### (一)资产法的局限性

资产法是按照企业重建的思路，通过将构成企业的各种要素资产的评估值简单加总求得企业整体价值的方法。因而它无法体现和反映对企业收益具有决定作用的商誉等无形资产的价值。然而，企业的商誉等无形资产往往对企业收益具有决定性作用，尤其是商誉对于商业银行来讲具有着非常的重要性。可以说整个金融系统是建立在信心的基础之上。因此，对其评估的准确与否将直接影响我国金融企业的总体价值。这样，在应用成本法评估金融企业价值时，它对无形资产估价表现出来的局限性将更加突出。同时，我国商业银行的实际不良贷款率较高，并且反映不够真实，如应收款、抵债资产及各种垫款也有损失等，也给以资产价值为基础的成本法的应用带来极大的困难。

### (二)市场法的适用性

市场法的应用，一方面需要有健全有效的资本市场为基础；另一方面，需要找出与目标企业相似企业的最近平均实际交易价格，并将其作为估算企业价值的参照物。但目前无论是我国资本市场的发育程度，还是可比企业的数量都难以完全满足市场法应用的前提。从我国资本市场基本情况看，我国股票市场还处于发展的初级阶段，更多地表现为市场的“政策市”特征，在影响我国股市的因素中起主导作用的仍然是与股市有关的政策、重大消息等，这显然与成熟股市的半强式是有差距的。另外，我国股市与整个宏观经济的走势背道而驰，还远远没有发挥其应有的经济状况评价功能。股票指数还不能成为真正的宏观经济运行情况的“晴雨表”，还不具备西方已经达到半强有效股市的股票指数对宏观经济的预警功能。同时由于企业的唯一性，要找到与被评估企业在经营和财务上完全一致即“等同效用”的参照企业几乎是不可能的。

### (三)收益法的合理性

收益法是根据企业预计的未来收益来评估企业的价值，关注的是被评估企业的未来财务表现，符合企业经营中不断追加投资和收回投资的动态过程，比较真实地模拟了企业在未来经营中收益的实现途径和过程。因此，它是三种评估方法中最符合经济学原理，理论上最为成熟的评估方法。它虽然技术性较强，但揭示的内容最为细致，因此，在国际资产评估业、投资银行业和企业的管理分析中受到了广泛的重视。

### (四)期权法的突破性

应用期权定价理论和方法对创业企业价值进行评估，考虑创业企业的特点和与其相关的不确定性因素，可以弥补现金流量法的缺陷，使得创业企业价值评估更趋于实际。但这种方法让企业的管理者接受起来有一定的困难，这是由于利用此模型计算企业价值的主观性较大，参数的选择有一定的随意性，整个计算过程也较为困难，不像其它方法那样容易让人接受。

## 三、金融企业价值评估方法选择分析

### (一)方法选择分析

- 1．由于金融企业是一类典型的固定资产很少，而无形资产占一定比重的特殊企业，无形资产评估的准确与否直接影响到了银行的总体价值，同时资产价值法也不能提供人们普遍关注的权益价值信息，所以我们认为资产价值法不适用于商业银行进行价值评估
- 2．通过对我国资本市场反应信息可靠性和金融企业可比公司选择的局限性分析，我们认为市场法不适用于我国商业银行价值评估。
- 3．虽然期权定价模型是企业定价研究领域中的一项重要突破，但也有其局限性。期权定价公式包含着较为严格的假设条件，例如标的资产收益率服从正态分布，方差在期权有效期内保持不变，并可通过过去的数据进行估计等。但现实中企业的投资项目收益特征难以完全符合该假设条件，尤其是在对标的资产收益率方差的测定上当历史上没有类似投资项目收益资料时，则无法利用期权定价公式测定其价值
- 4．相比较而言，收益现值法是比较适合的方法。首先，商誉对于金融企业来讲具有非常重要的作用。如前文所述，金融企业经营建立在信用的基础上，生存的先决条件是维持较高的信誉。按明斯基（Minsky）的认识，金融业由于其高负债经营的行业特点决定了金融企业具有内在的脆弱性，整个金融系统是建立在信心的基础上的。从宏观层面讲，金融企业的价值评估不能独立于外部环境，金融企业的经营状况和一个国家的经济安全、经济形势紧密结合，单独评价一个金融企业不可避免地要与对国家的评级联系起来。由于我国的大型金融机构几乎都是国有资本，其中国家信誉已是这些金融机构赖以存在的重要条件

## (二)方法选择结论

每种价值评估方法都有不同的优点和缺点。现实中选择什么样的方法受到可获得的公司信息及市场信息的影响。无论选择哪种方法，在整个价值评估过程中，都应始终坚持尊重市场、重视评估过程、甄别并吸收新信息三个重要原则。针对金融企业的特殊风险，采用收益现值模型评估方法可以考虑从折现率上进行调整的做法，不仅可以充分单独地考虑金融企业的风险因素，同时把收益、风险和回报的持续性三方面也结合了起来。综上所述，采用收益现值法对金融企业进行价值评估，克服了金融企业价值评估中的两大重要难题，即，商誉问题和风险问题。因此收益现值模型比较适用于金融企业的价值评估。