

中国资产评估协会
《企业价值与无形资产评估培训班》
之
《企业价值评估指导意见（试行）》概览
及企业价值评估原理、方法、案例

陈少瑜 / 刘云波

2005年5月21日

重庆

演讲人介绍

陈少瑜先生

- 陈先生在资产/企业价值评估、投资与融资咨询、企业重组、企业战略规划及并购咨询等方面具有多年专业服务经验。陈先生还为中国企业提供私募融资、首次公开上市服务、反向收购等专业服务。
- 陈先生谙熟投资过程的所有关键步骤，包括投资机会识别、交易结构设计、可行性研究、财务及经营审慎性调查、商业计划制定、资产及债务评估、合同起草与审阅、工商注册与出资、资产/人员转让等。
- 陈先生积极参与制定了中国资产评估行业规范文件—《中国资产评估准则 / 指南》，包括刚于2005年初公布的《企业价值评估指导意见》，并被中国注册会计师协会任命为《第一届资产评估准则项目组》成员。
- 陈先生是香港会计师公会会员(CPA)、英国特许会计师协会的资深会员(FCCA)，也是国内最早、唯一获得中国注册资产评估师(CPV)资格的非大陆人士。

演讲人介绍

刘云波先生

- 刘云波先生现任北京中天宇资产评估事务所合伙人。
- 刘先生毕业于北京大学和清华大学，获北京大学理学学士，清华大学工商管理硕士，高级经济师，还是中国注册资产评估师，中国注册房地产估价师。
- 刘先生曾主持及参与过多项国内企业的融资与重组项目，为企业提供资产评估与财务管理咨询服务，参与并协助企业的融资活动，在协助企业制订战略规划、商务运作模式、财务模型建立、融资结构设计和企业价值评估方面积累了丰富的专业和实践经验。
- 另外，刘先生还参与起草了中国注册会计师协会/注册资产评估协会主持的《资产评估报告准则》、《资产评估底稿准则》、参与制定《企业价值评估指导意见（试行）》、参与审定《金融不良资产评估指导意见（试行）》，参与了《资产评估指南规范释义》以及中国资产评估师后续教育教材《资产评估工作底稿指南》的编写工作。

演讲内容

1. 《企业价值评估指导意见（试行）》概览
 - 1.1 《企业价值评估指导意见（试行）》发布的意义
 - 1.2 《企业价值评估指导意见（试行）》制定的思路 and 过程
 - 1.3 《企业价值评估指导意见（试行）》的新突破
 - 1.4 《企业价值评估指导意见（试行）》与目前操作惯例的比较分析
2. 企业价值评估原理
 - 2.1 企业价值的基本概念
 - 2.2 企业价值的创造
3. 企业价值的衡量与评估方法
 - 3.1 企业价值评估概览
 - 3.2 企业价值评估的途径与方法
4. 企业价值评估案例分析
 - 4.1 企业价值评估的难点与重点解析
 - 4.2 评估案例分析
 - 4.3 回顾与总结

1.1 《企业价值评估指导意见（试行）》颁布的意义

- 1) 《企业价值评估指导意见（试行）》突破了目前关于企业价值评估所存在的认识误区，对注册资产评估师执行企业价值评估业务提供了重要的指导作用，开创了中国企业价值评估的新局面；
- 2) 促使资产评估机构和注册资产评估师按照统一的执业规范开展企业价值评估业务，有利于提高评估工作质量和注册资产评估师的业务素质、业务水平，从而更好地维护社会公共利益和资产评估各方当事人合法权益。
- 3) 促进企业价值评估经验的交流，代表着企业价值评估实践的总结和升华，构成了中国资产评估理论的重要组成部分。指导意见的实施一方面标志着我国评估理论水平的提高，另一方面也有利于推动国内和国际间评估经验的交流，提升了我国评估在国际评估行业中的地位和影响力。

1.2 《企业价值评估指导意见（试行）》的起草思路和过程

我国将资产评估准则体系划分为业务准则和职业道德准则两个部分，这与国际惯例是基本一致的。

资产评估业务准则在纵向关系上分为四个层次：

1. 资产评估基本准则；
2. 资产评估具体准则，包括程序性准则和专业性准则；
3. 资产评估指南；
4. 资产评估指导意见。

资产评估指导意见是针对资产评估业务中的某些资产评估业务操作的指导性文件，在这个层次上，主要是针对评估业务中出现的实务性问题提出指导意见，某些尚不成熟的评估指南或具体评估准则也可以先作为指导意见发布，待实践一段时间优化或成熟后再上升为具体准则或指南。

1.2 《企业价值评估指导意见（试行）》的起草思路和过程（续）- 原来的思路

第一层次

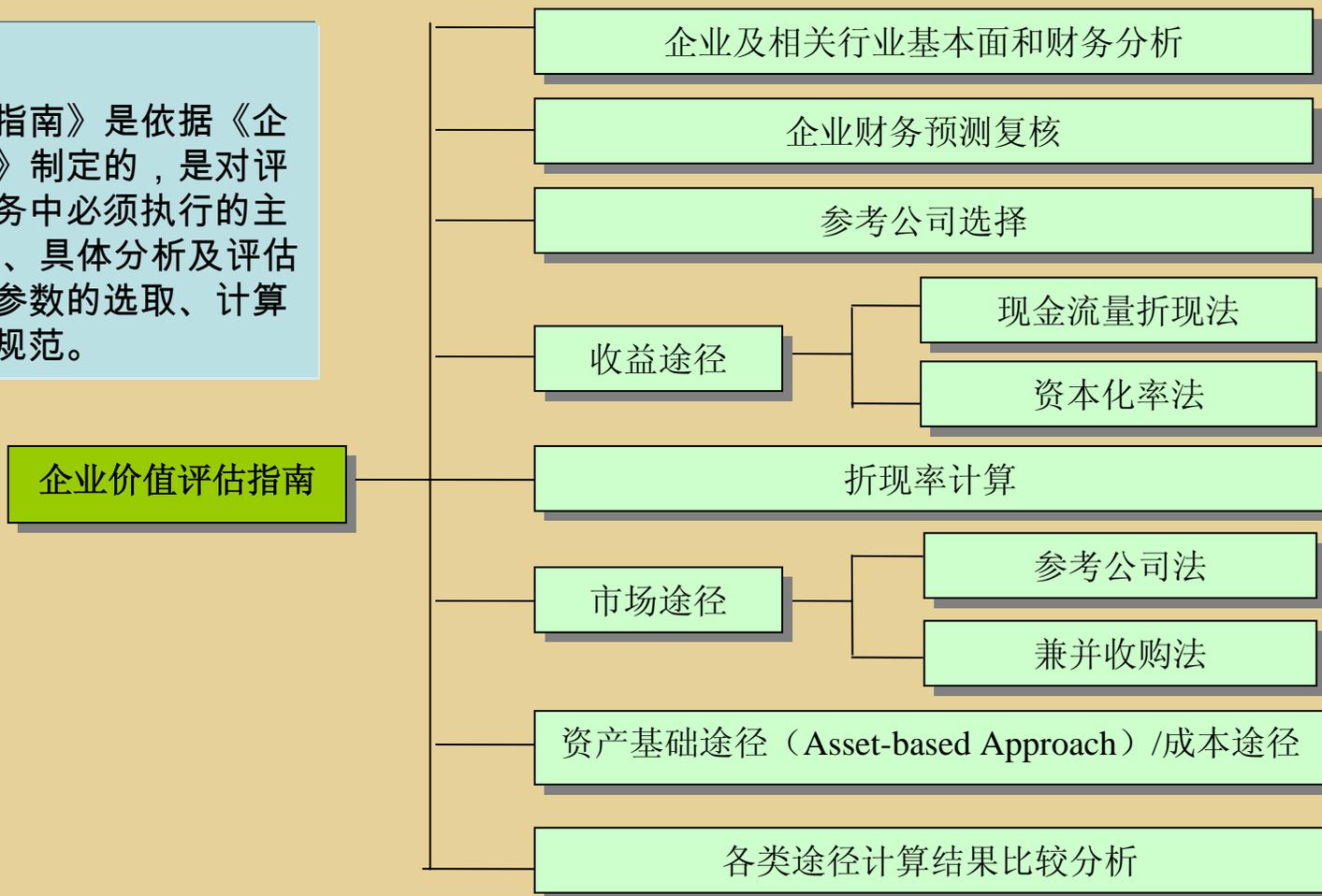
《企业价值评估准则》将针对企业价值评估涉及的专业术语定义、基本要求，评估要求及披露要求等作出基本规范，是制定《企业价值评估指南》及《企业价值评估指导意见》等更详细规范的依据。

企 业 价 值 评 估 准 则
附 录： 专 业 术 语 定 义

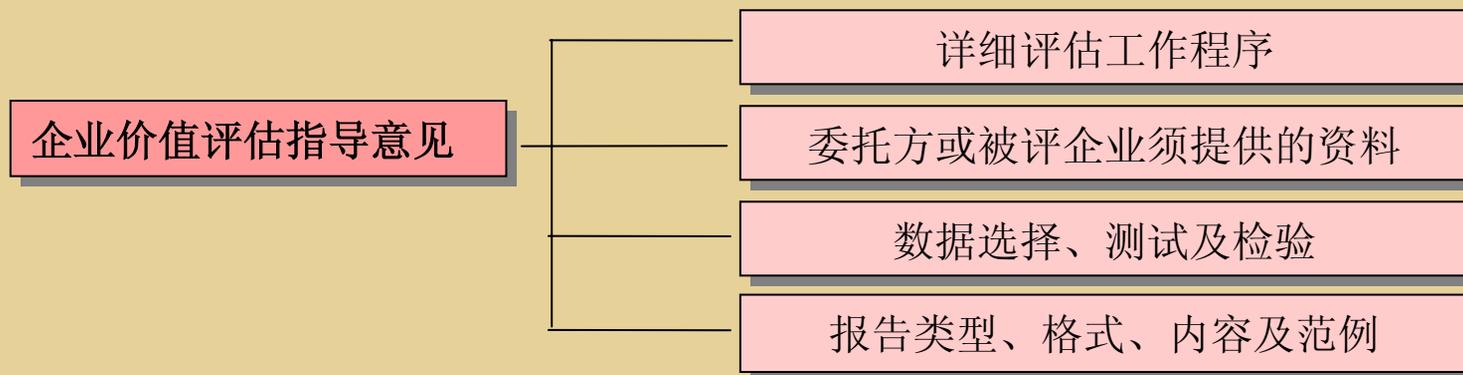
1.2 《企业价值评估指导意见（试行）》的起草思路和过程（续）- 原来的思路

第二层次

《企业价值评估指南》是依据《企业价值评估准则》制定的，是对评估师执行具体业务中必须执行的主要工作步骤/程序、具体分析及评估方法的运用以及参数的选取、计算和确定等的具体规范。



1.2 《企业价值评估指导意见（试行）》的起草思路和过程（续）- 原来的思路



第三层次

《企业价值评估指导意见》是依据第一、二层次准则制定的，是对《企业价值评估准则》和《企业价值评估指南》的解释和补充说明，为评估师执行各项评估业务提供可操作的指导性意见。

注意：第一、二层次的准则属于强制性要求（除许可偏离以外），具有权威性和强制性；第三层次的准则则不具备强制性。

1.2 《企业价值评估指导意见（试行）》起草的思路和过程（续）

《企业价值评估指导意见（试行）》在目前的业务准则上属于第四层次。在中国资产评估协会规划的准则体系中，企业价值评估是作为独立的专业性准则而制定的。协会标准部在2003年下半年在北京先后邀请有关专家在充分借鉴《国际评估准则》和美国、欧洲等国家和地区企业价值评估理论和实务的成果基础上，结合中国现实情况，分别准备了三份代拟稿并通过讨论并稿形成了初稿，再通过近一年与相关部门人员、专家学者的深入讨论，形成了《企业价值评估指导意见（试行）》的讨论稿。

但由于目前企业价值评估准则的制定条件还不十分成熟，这既有理论研究的问题，也存在实践经验积累不足的问题。只有通过相当一段时间的实践和优化后才具备将指导意见提升为具体准则的条件和空间；因此，这个规范文件是以指导意见的形式发布而不是以准则的形式来发布，但这一切都不会也不应该影响或削弱《企业价值评估指导意见（试行）》在目前环境下所具备的开创性指导功能。

1.3 《企业价值评估指导意见（试行）》的新突破

- 1) 澄清了长期以来含糊不清的评估对象;
- 2) 明确了恰当选择和定义价值类型的要求;
- 3) 对评估方法进行了整体性及系统性的规范, 突破评估方法选择的惯模式;
- 4) 突破了收益额计算口径的单一选择
- 5) 明确了折现率进行合理选择的要求
- 6) 明确了预测责任
- 7) 提出了运用市场途径的方法、价值指标与可比性分析程序
- 8) 对企业价值评估存在的主要难点问题进行了分析和规范

1.3 《企业价值评估指导意见（试行）》的新突破(续)

1) 澄清了长期以来含糊不清的评估对象；

在国际评估惯例中，以企业股东（或投资人）权益或部分权益作为交易对象时，对此进行的评估一般称之为企业价值评估(Business Valuation)。实务上，企业价值评估可以进一步分为企业的整体价值(Business Enterprise Value)，即全部权益和付息债务的价值之和，企业全部权益价值(Total Equity Value)和部分权益价值 (Partial Equity Value)。

1.3 《企业价值评估指导意见（试行）》的新突破（续）

在我国，明确涉及企业价值评估的相关规范文件目前主要是1996年原国家国有资产管理局颁布的《资产评估操作规范意见（试行）》，《资产评估操作规范意见（试行）》中对“整体企业资产”评估给出了定义，即“整体企业资产评估是指对独立企业法人单位和其他具有独立经营获利能力的经济实体全部资产和负债所进行的资产评估。整体评估的范围为企业的全部资产和负债”。然而，这一定义并没有进一步对企业整体价值和企业全部权益价值进行区分，只是在第113条介绍方法时，指出可以通过资产扣减负债来得到整体企业资产评估值，但从专业的角度来看，确切的评估对象依然是含糊不清的。在实践中，有不少评估机构在评估报告中或评估过程中混淆了企业整体价值和企业全部权益价值，从而导致产生误导性的评估结论。

1.3 《企业价值评估指导意见（试行）》的新突破（续）

《企业价值评估指导意见（试行）》的第三条和第二十条很好地解决了上述问题，第三条明确指出“本指导意见所称企业价值评估，是指注册资产评估师对评估基准日特定目的下企业整体价值、股东全部权益价值或部分权益价值进行分析、估算并发表专业意见的行为和过程”，第二十条也指出“注册资产评估师应当根据评估对象的不同，谨慎区分企业整体价值、股东全部权益价值和股东部分权益价值，并在评估报告中明确说明。”

1.3 《企业价值评估指导意见（试行）》的新突破（续）

2) 明确了恰当选择和定义价值类型的要求;

《企业价值评估指导意见（试行）》根据《资产评估准则—基本准则》第十四条的要求，进一步在第十三条里规定“注册资产评估师执行企业价值评估业务，应当根据评估目的等相关条件选择适当的价值类型”，通常在确定评估目的和评估对象后，需要对评估所采用的价值类型进行定义。一般而言，价值类型分为市场价值类型和市场价值以外的其他价值类型，评估的价值类型实际上是评估行为所基于的一系列可能存在的各种明显的或隐含的假设及前提。这些假设及前提往往决定了评估方法的选择和运用以及对评估结果的正确理解。例如在持续经营的假设前提下，一般适用市场价值类型，对特定投资者则可能选用市场价值以外的其他价值类型—“投资价值”作为评估的价值类型。《资产评估操作规范意见（试行）》只是对“公允市场价值”或“市场价值”的概念进行了尝试性的阐述。由于当时理论研究与实务上的局限，没有要求评估人员明确定义所采用的价值类型。而且，当时的规定着重描述了建议使用的评估方法的细节，却没有提请评估机构或人员注意应该对所采用的价值类型、评估途径和方法之间进行适当的选择和配比，才能够实现公允、无偏、不会产生误导的评估结论。

1.3 《企业价值评估指导意见（试行）》的新突破（续）

3) 对评估方法进行了整体性及系统性的规范，突破评估方法选择的惯有模式；

对于评估方法的选用，此次发布的《企业价值评估指导意见（试行）》给出了整体性及系统性的规范要求。例如第二十三条指出——“注册资产评估师执行企业价值评估业务，应当根据评估对象、价值类型、资料收集情况等相关条件，分析收益法、市场法和成本法三种资产评估基本方法的适用性，恰当选择一种或多种资产评估基本方法”。第三十八条指出“注册资产评估师对同一评估对象采用多种评估方法时，应当对形成的各种初步价值结论进行分析，在综合考虑不同评估方法和初步价值结论的合理性及所使用数据的质量和数量的基础上，形成合理评估结论。”，可以说这突破了目前我国企业价值评估实务上一直以来惯有的模式，即《资产评估操作规范意见（试行）》中规定的以成本加和法为主对企业整体价值进行评估，采用收益法对成本法评估结果的辅助验证的评估模式。这必将促使注册资产评估师在执行企业价值评估业务时，根据评估对象、价值类型、资料收集情况等具体条件，合理、恰当地选择评估方法，而不是在任何情况下，都采用成本加和法评估，并采用收益法进行验证这种单一的评估模式。

1.3 《企业价值评估指导意见（试行）》的新突破（续）

4) 突破了收益额计算口径的单一选择；

长期以来，中国评估机构普遍认为会计利润是最主要或者甚至是单一的收益口径。我们都知道在不同的会计政策下，企业会计利润可调节的空间比较大。相对而言，现金流量更能真实准确地反映企业运营的收益，因此在国际上较为通行采用折现现金流量的模型来估算企业的价值。对于现金流量通常采用自由现金流量的概念，其基本计算公式为：自由现金流量=税后净利润+折旧与摊销+利息费用(扣除税务影响后)-资本性支出-净营运资金变动。

《企业价值评估指导意见（试行）》在这方面进行了有益地探索，突破了收益口径地单一选择，第二十六条明确指出“收益法中的预期收益可以现金流量、各种形式的利润或现金红利等口径表示。注册资产评估师应当根据评估项目的具体情况选择恰当的收益口径”。

1.3 《企业价值评估指导意见（试行）》的新突破（续）

5) 明确了对折现率进行合理选择的要求；

多年以来，由于《资产评估操作规范意见（试行）》中规定“折现率可以行业平均资金利润率为基础，再加上3%至5%的风险报酬率。除有确凿证据表明具有高收益水平或高风险外，折现率一般不高于15%”，注册评估师在采用收益法进行企业价值评估时，不论企业性质、市场情况有多大的差异，折现率一般都不会超过15%，少有突破该规定。在一般情况下，注册评估师在确定折现率时通常简单运用风险系数累加法，而不加以应有的解释说明，或简单地运用有关净资产回报率的统计数据，而不加分析地使用。在这样的情况下，很难根据特定企业或业务所面临的实际风险水平，来反映出合理的风险溢价，同时其所采用的折现率与收益口径不一定完全匹配，因此，企业价值一般很难得到合理、可信的反映；相关报告使用者和其他当事方也会对评估结论进行置疑，注册评估师的执业能力和社会公信力也受到广泛的置疑。

1.3 《企业价值评估指导意见（试行）》的新突破（续）

鉴于此，《企业价值评估指导意见（试行）》第二十九条规定“注册资产评估师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。注册资产评估师应当确信资本化率或折现率与预期收益的口径保持一致”。明确指出了要根据具体情况合理确定折现率并要求所选用的折现率与收益口径要匹配。根据国际惯例，在使用折现现金流量模型来计算企业价值时，与上述的自由现金流量相匹配的是加权平均资金成本（WACC）。因此，引入加权平均资金成本（WACC）的概念，意味着中国的企业价值评估与国际惯例的接轨，这是一个非常巨大的进步和突破，必将促使中国的企业价值评估进入更科学、更理性分析的新时代

1.3 《企业价值评估指导意见（试行）》的新突破（续）

6) 明确了预测责任;

资产评估师是否要承担“预测”的责任？资产评估师能不能承担“预测”的责任？对这两个问题的不同理解和回答将直接影响着中国企业价值评估事业的健康发展，也将直接影响着中国注册资产评估师的未来命运。

我们知道，在运用收益法进行企业价值评估时，需要对企业未来一定期限内的收益进行预测，并通过适当的折现率将之折成现值。我们也知道，企业的未来收益能力和收益水平取决于企业的发展目标和战略、企业的经营管理和营销计划、企业的产品定价和材料采购、企业的人力资源和薪酬标准等关乎企业生存和发展的决策。如果注册评估师承担起“预测”的职能，则是不恰当地取代了企业管理层的上述决策行为，试想注册评估师怎能承担起这样的责任？但是，在实务中，某些评估机构或注册评估师往往就“勇敢地”承担了这样不应当承担的责任。

1.3 《企业价值评估指导意见（试行）》的新突破（续）

实际上，无论从国际评估的惯例还是评估机构执业规范的角度出发，注册评估师的责任是对被评估企业、委托方或其他相关当事方的管理层准备和提供的关于未来收益的预测材料进行验证，在此基础上确信预测的合理性。相关的分析、判断与验证工作包括：从专业的角度深入细致地分析理解管理层编制相关预测的依据及其有关说明；是对管理层所提供的预测数据进行分析；考察和评价企业经营业务的稳定性及其发展趋势；审核盈利预测的支持证据是否充分，基本假设是否恰当；以及审核盈利预测选用的会计政策与实际采用的相关会计政策是否一致以及审核盈利预测的计算方法是否适当等。一旦发现重大不合理的假设或结果则评估机构应向管理层提出意见，征询其理由，对不合理的方向管理层提出调整建议，由管理层作出调整，最后仍是由管理层来签署认同所有最终的预测数据，对有关预测的真实性负责。

1.3 《企业价值评估指导意见（试行）》的新突破（续）

在目前中国企业价值评估的惯有做法上，对于预测数据而言，可以说基本上混淆了企业管理层的预测和注册资产评估师的验证责任。这种预测和验证责任的不分已极大地影响了注册评估师在社会公众、相关监管机构中的地位 and 形象。

因此，《企业价值评估指导意见（试行）》第二十七条明确指出“注册资产评估师运用收益法进行企业价值评估，应当从委托方或相关当事方获取被评估企业未来经营状况和收益状况的预测，并进行必要的分析、判断和调整，**确信相关预测的合理性**。注册资产评估师在对被评估企业收益预测进行分析、判断和调整时，应当充分考虑并分析被评估企业资本结构、经营状况、历史业绩、发展前景和被评估企业所在行业相关经济要素及发展前景，收集被评估企业所涉及交易、收入、支出、投资等业务合法性和未来预测可靠性的证据，充分考虑未来各种可能性发生的概率及其影响，不得采用不合理的假设。当预测趋势与被评估企业现实情况存在重大差异时，注册资产评估师应当予以披露，并对产生差异的原因及其合理性进行分析”。

1.3 《企业价值评估指导意见（试行）》的新突破（续）

7) 提出了运用市场途径的方法、价值指标与可比性分析程序；

- 注册资产评估师应当恰当选择与被评估企业进行比较分析的参考企业。注册资产评估师应当确信所选择的参考企业与被评估企业具有可比性。参考企业通常应当与被评估企业属于同一行业，或受相同经济因素的影响。
- 注册资产评估师应当对参考企业的财务报表进行分析调整，使其与被评估企业的财务报表具有可比性。注册资产评估师应当对被评估企业和参考企业之间的相似性和差异性进行比较分析。
- 注册资产评估师在选择、计算、使用价值比率时，应当考虑：
 - （一）选择的价值比率应当有利于合理确定评估对象的价值；
 - （二）用于计算价值比率的参考企业或交易案例数据应当适当和可靠；
 - （三）用于价值比率计算的相关数据口径和计算方式应当一致；
 - （四）被评估企业和参考企业或交易案例相关数据的计算方式应当一致；
 - （五）合理将参考企业或交易案例的价值比率应用于被评估企业；
 - （六）根据被评估企业特点，对不同价值比率得出的数值予以分析，形成合理评估结论。

1.3 《企业价值评估指导意见（试行）》的新突破（续）

8）对企业价值评估存在的主要难点问题进行了分析和规范；

在我国对企业价值评估的理论研究和实务操作中，下述难点问题一直没有得到应有的重视，也没有较好地得到解决，国内的一部分专家学者对有关问题曾尝试进行了部分的实证分析和研究，在此不一一列举。《企业价值评估指导意见（试行）》作为规范性文件首次对上述问题进行了系统性的归纳并针对性提出了解决问题的思路和建议。

（1）收益法（途径）中对偶发事项以及非经营性资产的考虑

《企业价值评估指导意见（试行）》指出，注册资产评估师应当与委托方进行沟通，获得委托方关于被评估企业资产配置和使用情况的说明，包括对非经营性资产、负债和溢余资产状况的说明。并应当在适当及切实可行的情况下对被评估企业的非经营性资产、负债和溢余资产进行单独分析和评估。在具体实务中，除非经营性资产、负债和溢余资产外，还有可能需要对被评估企业的溢余负债状况进行说明并在适当及切实可行的情况下对此进行分析。

1.3 《企业价值评估指导意见（试行）》的新突破（续）

（2）估算折现率时对其他风险因素的考虑

《企业价值评估指导意见（试行）》指出，注册资产评估师在估算折现率时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。我们也进一步建议，注册评估师也应根据具体情况延伸分析工作并对**公司特有风险、国家风险差异**进行分析和比较，以合理估算折现率。

（3）对控制权溢价/少数股东权益折扣的考虑

如何确定控制权溢价和少数股东权益折扣是一个非常困难的问题，国内外有关机构、专家学者对此进行过许多的研究分析，《企业价值评估指导意见（试行）》要求注册资产评估师应当知晓股东部分权益价值并不必然等于股东全部权益价值与持股比例的乘积。并在评估股东部分权益价值时，应当在适当及切实可行的情况下考虑由于控股权和少数股权等因素产生的溢价或折价。对是否考虑了控股权和少数股权等因素产生的溢价或折价，注册资产评估师应当在评估报告中予以披露，以使报告使用者正确理解和使用评估结论。

1.3 《企业价值评估指导意见（试行）》的新突破（续）

(4) 对缺乏流动性折扣的考虑

在对缺乏流动性的股权价值进行评估时，《企业价值评估指导意见（试行）》要求注册资产评估师在适当及切实可行的情况下考虑流动性对评估对象价值的影响，并在评估报告中进行披露。其目的也是使报告使用者能够正确理解和使用评估结论。

(5) 对存在多种经营业务的企业评估时的考虑

如果被评估企业存在多种经营业务，且涉及多种行业，并且业务性质、业务流程和模式及相关产品和服务存在较大差异时，《企业价值评估指导意见（试行）》要求注册评估师应当针对各种业务类型，分别进行分析。而不是笼统地、不加分析地进行评估。

1.3 《企业价值评估指导意见（试行）》的新突破（续）

（6）对长期投资评估的考虑

注册资产评估师进行企业价值评估时，如果被评估企业存在长期股权投资项目，《企业价值评估指导意见（试行）》要求注册评估师不应根据现有的所谓“评估惯例”进行简单的分析处理，而应当对长期股权投资项目进行分析，根据相关项目的具体资产、盈利状况及其对评估对象价值的影响程度等因素，合理确定是否将其单独评估。

（7）对终值计算的考虑

我们知道，在运用收益法进行企业价值评估时，对收益的预测分析一般分为两个主要的部分，一部分是预测期间的收益水平，另一部分是预测期后的收益情况，预测期后的收益情况主要涉及到终值（或称永续价值）的计算，由于终值是企业价值的重要组成部分，需要合理地进行分析和判断，因此，《企业价值评估指导意见（试行）》明确要求注册资产评估师应当根据被评估企业经营状况和发展前景以及被评估企业所在行业现状及发展前景，合理确定收益预测期间，并恰当考虑预测期后的收益情况及相关终值的计算。而不是不考虑实际情况，简单地对终值进行“公式化”的计算。

1.4 《企业价值评估指导意见(试行)》与目前操作惯例的比较分析

企业价值评估指导意见与资产评估操作规范意见（试行）

以及国内操作惯例的比较

	企业价值评估指导意见	资产评估操作规范意见（试行）	业内惯例
一、基本方面			
1.1 制定意见的出发点	为指导注册资产评估师执行企业价值评估业务，维护社会公共利益和资产评估各方当事人合法权益，根据《资产评估准则——基本准则》制定。 (ref:第一条)	为适应资产评估事业发展的需要，提高资产评估工作水平和效率，保障资产评估有关当事人的正当权益而制定。 (ref:第一条)	N/A
1.2 目的	规范企业价值评估和相关信息的披露。 (ref:第二条)	指导中华人民共和国境内为确定资产现行公允价格而进行的各项资产评估，包括涉及国有产权利益主体变动时按规定进行的资产评估及其审核验证。 (ref:第二条)	N/A
1.3 发布机构	中国资产评估协会发布	中国资产评估协会发布，并由原国家国有资产管理局转发	N/A
1.4 有关企业价值评估的覆盖范围	企业整体价值、股东全部权益价值或部分权益价值进行分析。 (ref:第三条+第十二(五)条+第二十条)	独立企业法人单位和其他具有独立经营获利能力的经济实体全部资产和负债。 (ref:第一百零九条)	N/A

1.4 《企业价值评估指导意见(试行)》与目前操作惯例的比较分析(续)

	企业价值评估指导意见	资产评估操作规范意见(试行)	业内惯例
二、评估的价值类型			
2.1 评估的价值类型	在评估要求中明确规定评估师应当明确评估价值类型及其定义,并根据评估目的等相关条件选择适当的价值类型。 (ref:第十二,十三条)	尝试区分“公允市场价值”或“市场价值”的概念,却没有要求评估人员明确定义所采用的价值类型。 (ref:第七条)	在实践中,未能很好的分清所有的价值类型概念,在评估报告中未明确指出所用的价值类型。混用不同的价值类型,甚至导致评估方法的错误。
三、评估方法			
3.1 总体评估方法	明确收益法,市场法和成本法为评估的三种基本方法;并指出以持续经营为前提对企业进行评估时,成本法一般不应当作为唯一使用的评估方法。 (ref:第二十三/三十四(二)条)	建议主要采用重置成本法(即整体企业的成本加和法)确定总资产,总负债和净资产的评估值,同时采用收益折现法分析,验证重置成本法的评估结果。 (ref:第一百十五条)	<ul style="list-style-type: none"> 成本法较为普遍;较少采用市场法; 逐步开始使用收益法来辅助验证,但当出现会计亏损时,便认为不适用收益法;部分评估师在运用收益法时在具体方法和参数的选用上存在问题;
3.2 具体评估方法	列示了常用的几种方法例如收益法中的资本化法和未来收益折现法,以及市场法中的参考企业比较法和并购案例比较法。要求评估师关注企业在持续经营或清算前提下的不同价值,并要求在运用成本法时应当根据具体情况选择具体的评估方法。并就这些具体的方法进行了相应的介绍。 (ref:第二十四/三十/十八/三十六条)	未能就市场比较法进行说明,而且对收益法需关注方面的说明不够充分。 (ref:第一百十三条/一百十四条)	N/A
3.3 财务分析与调整	要求评估师财务报表进行专业分析与判断,并根据具体情况进行必要的调整,以合理反映企业的财务状况与盈利能力 (ref:第十五/十六/四十五条)	没有相关条文	

1.4 《企业价值评估指导意见(试行)》与目前操作惯例的比较分析(续)

	企业价值评估指导意见	资产评估操作规范意见(试行)	业内惯例
3.4 对非经营性资产、负债与溢余资产的考虑	明确指出评估师应当调整非经营性资产、负债和溢余资产及与其相关的收入和支出；在适当及切实可行的情况下对被评估企业的非经营性资产、负债和溢余资产进行单独分析和评估。 (ref:第十六/十七条)	没有相关条文	甚少将非经营性资产单独考虑或者虽然将非经营性资产单独考虑，但考虑的方法欠科学。
3.5 收益法中的预测收益口径	明确可以现金流量，各种形式的利润或现金红利等口径表示，评估师应当根据评估项目的具体情况选择恰当的收益口径。 (ref:第二十六条)	只规定了单一口径，即未来税后净利润，未考虑现金流量和会计税后利润的差异。 (ref:第一百十四条)	通常以企业会计利润作为预测收益口径可能的误区： <ul style="list-style-type: none"> ■没有考虑非现金支出（包括折旧和摊销等）对现金流量的影响； ■没有考虑资本性支出对现金流量的影响； ■没有考虑营运资金变动对现金流量的影响； ■没有加回扣除税收因素影响后的借款利息
3.6 收益预测的主体和评估师的责任	明确指出评估师应当从委托方或相关当事方获取被评估企业未来经营状况和收益状况的预测，并进行必要的分析，判断和调整，从而确信相关预测的合理性。 (ref:第二十七条)	在认真细致地调查研究和获得翔实可靠数据资料的基础上，预测企业未来收益年期和收益额。 (ref:第一百十四条)	完全由评估机构“炮制”企业财务预测或评估同企业的管理层一起“商定”企业财务预测的各方面。
3.7 终值的考虑	明确在收益法中应当恰当考虑预测期后的收益情况及相关终值的计算。 ((ref:第二十八条)	没有相关条文	可能存在未考虑终值或终值计算错误的情况
3.8 折现率和资本化率的选用	明确应当综合考虑利率水平，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；同时明确评估师应当确信资本化率和预期收益的口径保持一致。（基本与国际惯例接轨） (ref:第二十九条)	提出折现率可以行业平均资本利润率为基础，再加上3%和5%的风险报酬率，并指出除有确凿证据表明具有高收益水平或高风险外，折现率一般不高于15%；且未能提出评估师应当确信资本化率和预期收益的口径保持一致的概念。（与国际惯例很不相同） (ref:第30百十四条)	通常采用以下两种方式确定折现率： <ul style="list-style-type: none"> ■财政部或国资委颁布的有关上市公司或国有企业的净资产报酬率 ■采用风险系数累加法确定折现率（这种方法主观性较大且缺乏科学的验证）

1.4 《企业价值评估指导意见(试行)》与目前操作惯例的比较分析(续)

	企业价值评估指导意见	资产评估操作规范意见(试行)	业内惯例
3.9 市场法 - 参考企业比较法	通过对资本市场上与被评估企业处于同一或类似行业的上市公司的经营和财务数据进行分析, 计算适当的价值比率或经济指标, 在与被评估企业比较分析的基础上, 得出评估对象价值的方法。 (ref:第三十(三)条)	没有相关条文	
3.10 市场法 - 并购案例比较法	通过分析与被评估企业处于同一或类似行业的公司的买卖、收购及合并案例, 获取并分析这些交易案例的数据资料, 计算适当的价值比率或经济指标, 在与被评估企业比较分析的基础上, 得出评估对象价值的方法。 (ref:第三十(四)条)	没有相关条文	
3.11 市场法的运用	明确评估师应当恰当选择参考企业进行比较分析, 恰当选择计算使用价值比率 (ref:第三十一至三十三条)	没有相关条文	
3.12 有关长期投资科目的评估	在企业价值评估涵盖的范围中包括部分权益价值, 实际上包括了长期投资科目中常见的对被投资企业的拥有的权益。同时规定应根据具体情况确定是否对长期投资项目单独进行评估。 (ref:第三/三十七条)	未能提出对长期投资科目采用收益法评估的概念 (ref:第四十七条)	
3.13 对各种折扣或溢价的考虑	明确评估师应当在适当及切实可行的情况下考虑由于控股权和少数股权等因素产生的溢价或折价以及流行性对评估对象价值的影响。 (ref:第二十一条/第二十二条)	没有相关条文 31	甚少考虑 <ul style="list-style-type: none"> ■ 评估价格与实际交易价格的差异 ■ 有价无市 (参考陈少瑜2002年第6期和苏一纯), 该两篇文章为中国评估业历史上首次提出这相关理念。

1.4 《企业价值评估指导意见(试行)》与目前操作惯例的比较分析(续)

	企业价值评估指导意见	资产评估操作规范意见(试行)	业内惯例
3.14 形成合理评估结论	对多种评估方法的初步价值结论进行比较、分析,以形成合理的评估结论。 (ref:第三十八条)	没有相关条文	
四、评估报告			
4.1 信息披露的要求	<p>明确评估师应当在评估报告中披露必要信息,使评估报告使用者能够合理理解评估结论,包括披露:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 评估报告应当包括的十四项基本内容 ▪ 被评估企业的十四种基本情况(对照:第十四条) ▪ 评估对象的存在状况、权利状况和受到的限制 ▪ 所有影响评估分析、判断和结论的评估假设和限定条件,并就其对评估结论的影响进行必要说明。当预测趋势与被评估企业现实情况存在重大差异时,注册资产评估师应当予以披露,并对产生差异的原因及合理性进行分析。 (ref:第二十七(三)/四十四条) ▪ 重点披露评估企业的财务分析、调整以及评估方法的运用实施过程 <ul style="list-style-type: none"> - 披露财务分析、调整情况时,通常应当包括下列内容: <ol style="list-style-type: none"> 1) 被评估企业历史财务资料分析总结和报表汇总资料; 2) 对财务报告、企业申报资料所作的重大或实质性调整; 3) 相关预测所涉及的关键性评估假设和限定条件; 4) 被评估企业与其所在行业平均经济效益状况比较 <p>(ref:第四十六条)</p>	<p>在对资产评估报告内容的规定中包括了一定的披露要求,但只是针对一般的资产评估,而未就收益法的信息披露方面提出明确的要求。 (ref:第一百二十一条)</p> <p>有关资产评估报告内容的规定在《资产评估报告基本内容与格式的暂行规定》(财政部文件一财评字[1999]91号附件)(以下简称“91号文”)颁布后被替代</p>	<p>在很多情况下,未能很好的披露必要的信息,从而使阅读者无法很好地理解评估结论形成的依据,存在哪些限定和重要假设和前提条件,容易产生误导。</p>

1.4 《企业价值评估指导意见(试行)》与目前操作惯例的比较分析(续)

	企业价值评估指导意见	资产评估操作规范意见(试行)	业内惯例
4.1 信息披露的要求	<p>披露评估方法运用实施过程和情况时, 通常应当包括下列内容:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) 选择评估方法的过程和依据; 2) 评估方法的运用和逻辑推理计算过程; 3) 资本化率、折现率、价值比率等重要参数的获取来源和形成过程; 4) 对初步评估结论进行综合分析, 形成最终评估结论的过程。 <p>(ref:第四十七条) (ref:第四十至四十七条)</p>		
4.2 报告类型和格式	<p>提出评估师可以根据评估业务性质、委托方和其他评估报告使用者的要求, 合理确定评估报告的详略程度。(与国际惯例有关完整报告, 简要报告的分类逐渐接轨)。</p> <p>(ref:第四十八条)</p>	<p>规定了评估报告的基本格式和内容, 1999年被91号文替代。</p> <p>(ref:第一百二十一条)</p>	<p>基本参考91号文, 对于企业价值评估在实践中往往不注重关键内容的披露。</p>

展望：“RED”是企业价值评估技术的深化发展的方向和要素

2.企业价值评估原理

2.1 企业价值的基本概念

- 2.1.1 相关的基本概念 — 企业的内涵外延、经济价值、交易价格
- 2.1.2 价值与价格的关系及各自的影响因素
- 2.1.3 股权资本与债务资本的特征比较
- 2.1.4 决定企业价值的关键因素

2.2 企业价值的创造

- 2.2.1 创造企业价值的五类资源要素
- 2.2.2 有形资产与无形资产对企业价值贡献度的比较
- 2.2.3 企业在创造价值过程中所面临的主要挑战

2.1.1 相关的基本概念

什么是企业？

- 以提供产品、服务以及资本为手段、以实现资源增值为目的的经济实体。
- 企业是具有获利能力的载体。
- 企业的本质是多种合同或契约的综合体。

2.1.1 相关的基本概念（续）

- ▶ 相关利益者 (Stakeholders) 的概念
- ▶ 单个“生产”要素 \Rightarrow 多个“生产”要素
- ▶ 与会计 / 会计报告的关系 \Rightarrow 会计事项与非会计事项

2.1.1 相关的基本概念（续）

威廉·配第的朴素表达——“劳动是财富之母，土地是财富之父”



马克思的经典论述——“劳动是唯一的价值源泉”

（《马克思恩格斯全集》第23卷 人民出版社1972 第75页）



“十六大”报告：“放手让一切劳动、知识、技术、管理和资本的活力竞相迸发，让一切创造财富的源泉充分涌流”

（《在中国共产党第十六次全国代表大会上的报告》2002年11月8日 江泽民，第二部分）

2.1.2 价值与价格的关系及各自的影响因素

价值

- 市场价值 / 公允价值 / 经济价值
- 投资价值
- 价值是相对的
 - 取决于涉及的风险与收益（回报/报酬）



本质上，企业价值由构造企业（法人实体）的一系列的经济合同与各种契约中蕴含的一束或多束的产权〔权益〕所决定

2.1.2 价值与价格的关系及各自的影响因素（续）

$$\text{企业整体价值} \equiv \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{FCF}_t}{(1+r)^t}$$

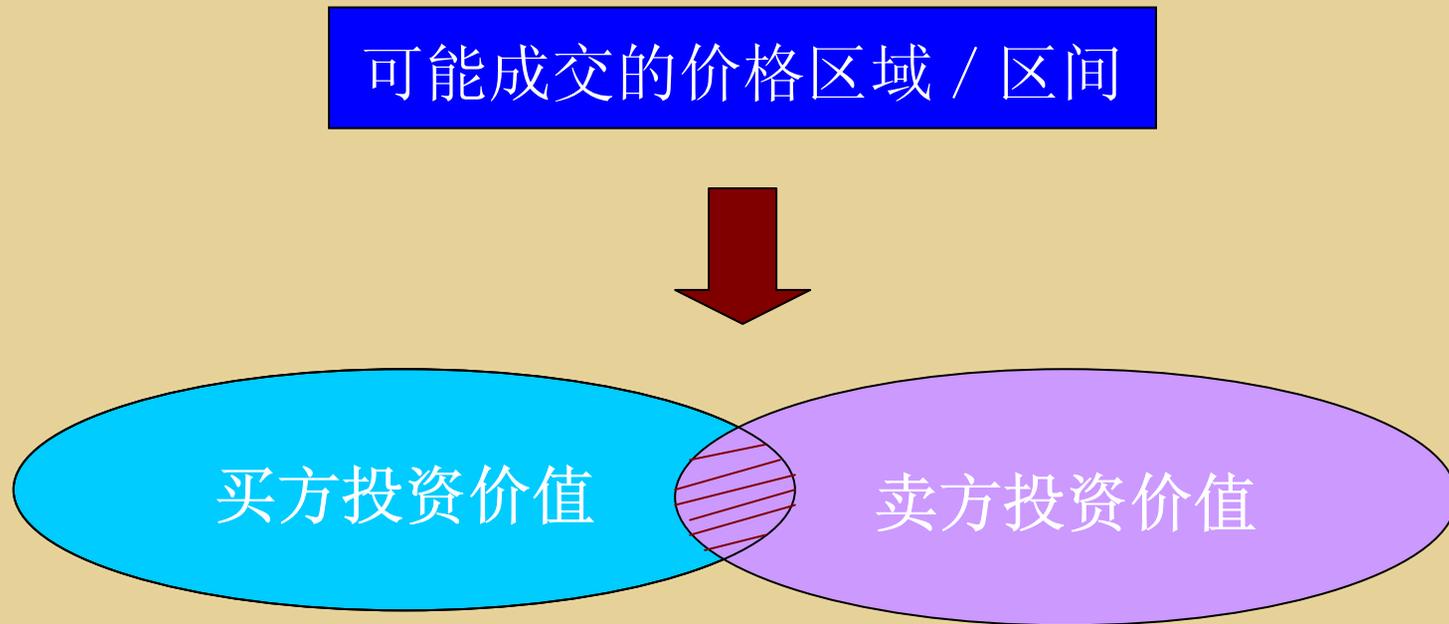
- 市场条件、交易条件（外部）
- 评估对象的条件（内部）
 - 自身的功能、使用方式和利用状态
- 特定的目的（配合经济行为）

2.1.2 价值与价格的关系及各自的影响因素(续)

价格

- 实际的而非理论的
- 受以下因素影响：
 - 谈判技巧
 - 知识
 - 情绪
 - 买方目的（协同效应）
 - 卖方目的（获利、发展）
 - 市场

2.1.2 价值与价格的关系及各自的影响因素(续)



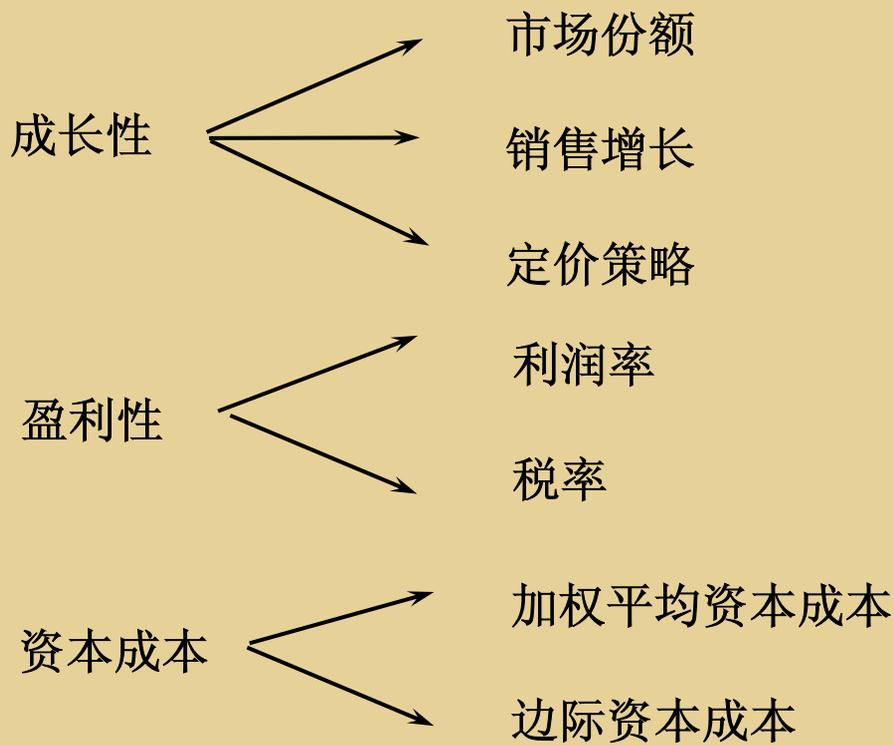
2.1.3 股权资本与债权资本的特征比较

股权资本与债权资本的比较

序号	项目	股权资本	债权资本
1	投资主体	无特定对象	主要为银行等金融机构
2	融资成本	只有在企业满足各项支出（包括利息的支付）后，出现盈余的情况下，才会支付股利（非承诺，一般不固定）	必须在规定的时间内支付约定的利息（成本相对固定且使对外承诺）
3	企业经营管理	可能参与企业经营管理	一般不参与企业经营管理
4	资本退出的难易程度	较难	容易
5	清偿顺序	最后	相对优先（需考虑抵押、担保情况）

2.1.4 决定价值的关键因素

决定企业价值的关键因素



宏观经济因素：GDP增长率、利率、税率等
微观经济因素：价格、成本、竞争、经营杠杆、财务杠杆等

2.2.1 创造企业价值的五类资源要素

创造价值的五种企业资源要素

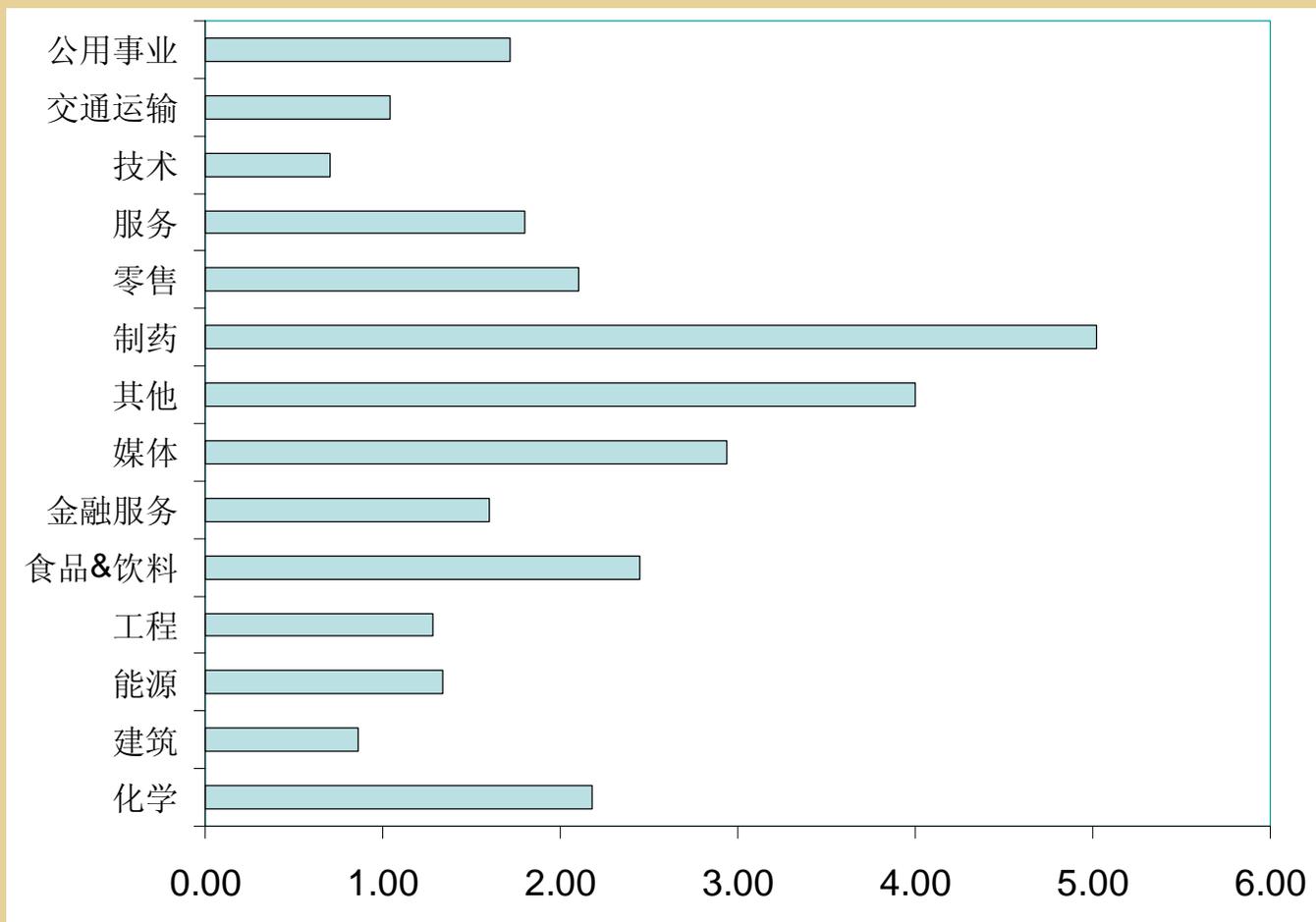


资料来源：“Cracking the Value Code” by Richard E.S. Boulton, Barry D. Libert, and Steve M. Samek; Haper Business; p. 30

2.2.1 创造企业价值的五类资源要素(续)

- 资产可以有形的也可以是无形的
- 资产被定义为一切可以为企业带来未来价值的资源
- 资产可以同时为所拥有的和不为所拥有的，可控制的和非可控制的
- 各类资产都具备产出的能力
- 资产都具有生命周期
- 资产管理应体现在价值的创造，而不是价值摧毁
- 资产来自于内部以及外部的价值

2.2.2 有形资产与无形资产对企业价值贡献度的比较



企业市场价值与净资产价值之比—英国金融时报350指数

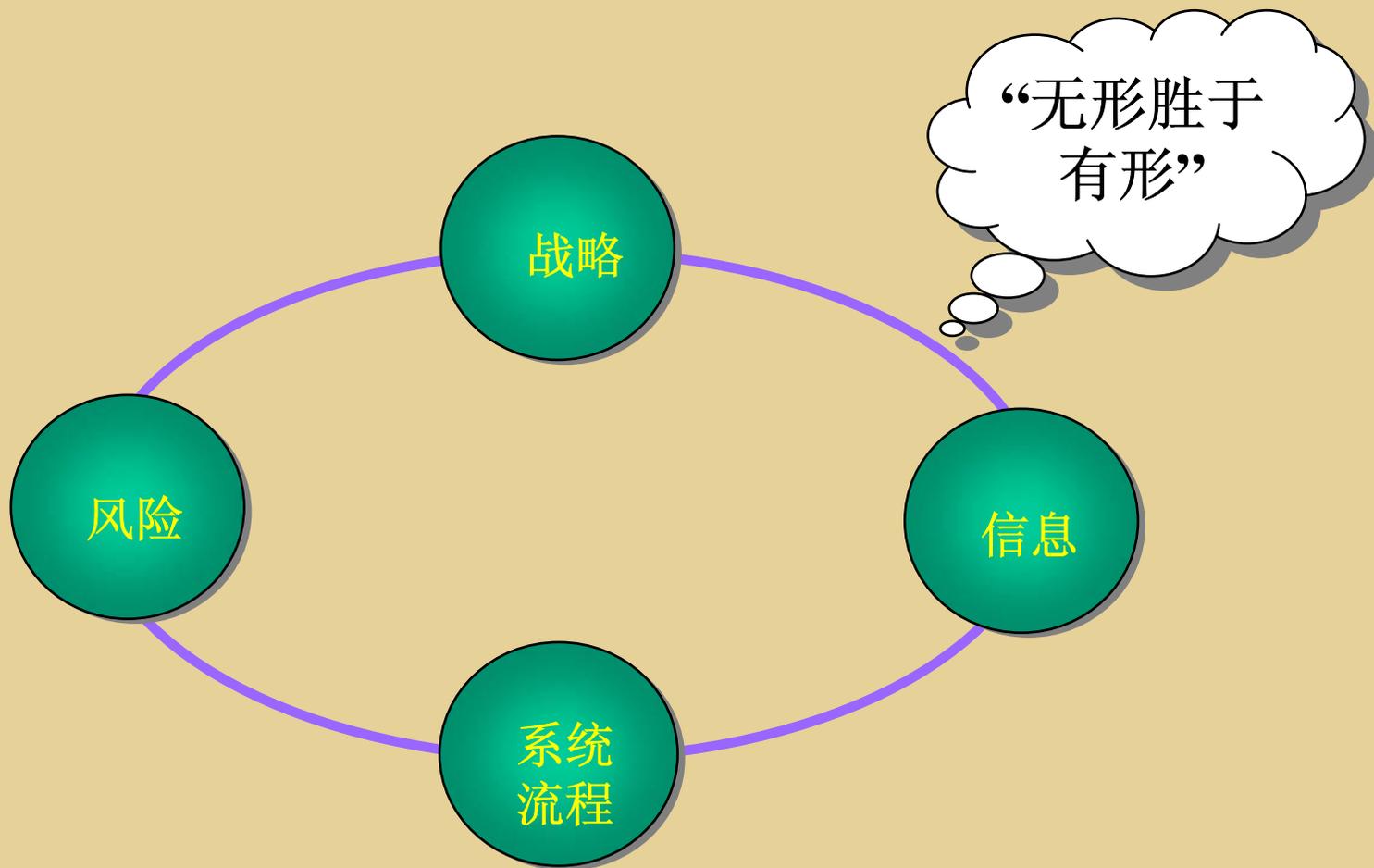
来源：普华永道/彭博资讯

2.2.2 有形资产与无形资产对企业价值贡献度的比较

排名	单位：百万美元	品牌价值		市场价值	品牌价值/市场价值	
		2002	2003		2002	2003
1	Coca-Cola	69,640	70,450	111,215	63%	63%
2	Microsoft	64,090	65,170	303,007	21%	22%
3	IBM	51,190	51,770	153,121	33%	34%
4	GE	41,310	42,340	312,788	13%	14%
5	Intel	30,860	31,110	183,126	17%	17%
6	Nokia	29,970	29,440	74,028	40%	40%
7	Disney	29,260	28,040	42,273	69%	66%
8	McDonald's	26,380	24,700	29,876	88%	83%
9	Marlboro	24,150	22,180	85,056	28%	26%
10	Mercedes	21,010	21,370	42,560	49%	50%

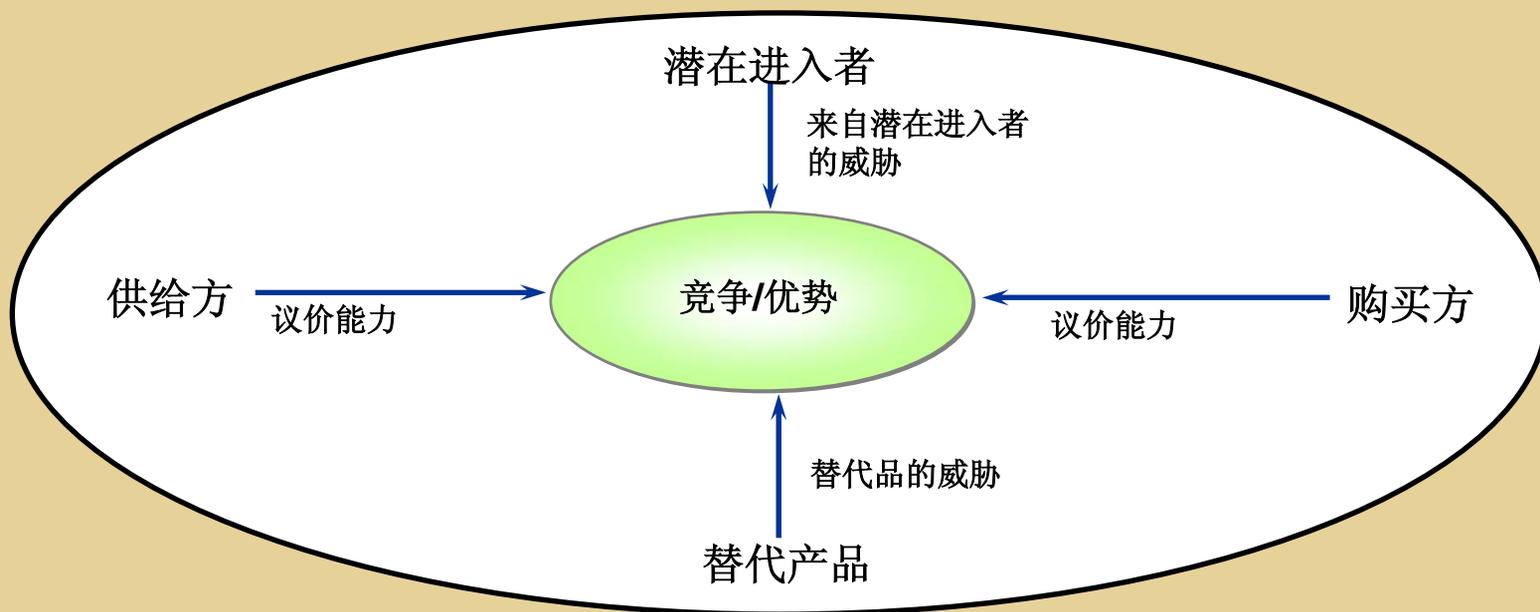
数据来源：普华永道/彭博资讯/商业周刊 全球品牌调查

2.2.3 企业在价值创造过程中所面临的挑战



2.2.3 企业在价值创造过程中所面临的挑战(续)

- 分析企业的发展战略与各种业务
- SWOT 分析
- 不仅是涉及运营层面，还涉及财务层面
- 识别关键的价值驱动因素



3.企业价值的衡量与评估方法

3.1 企业价值评估概览

3.1.1 企业价值评估的对象与实质内容

3.1.2 企业价值评估的操作步骤

3.1.3 保持评估师执业能力先进性的“十八般武艺”

3.2 企业价值评估的途径与方法

3.2.1 收益途径的使用

3.2.2 市场途径的使用

3.2.3 成本途径的使用

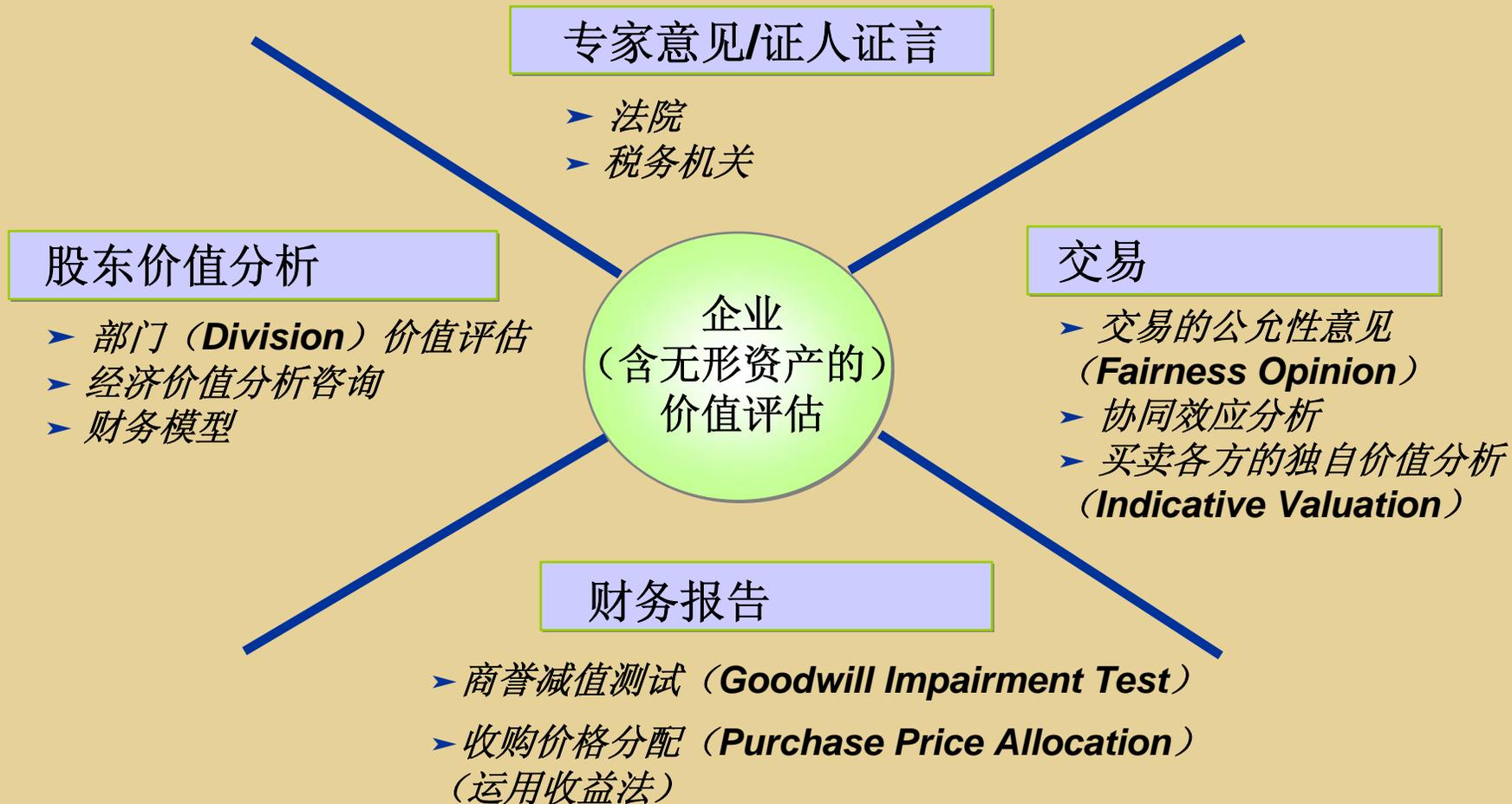
3.1.1 企业价值评估的对象与实质内容

什么是企业价值评估（Business Valuation）？

- 是指在一个既定的时点，对一个经济实体（公司或企业）或业务的整体价值作出判断及评价
- 企业价值评估的实质是对各种契约/合同相对应的众多经济权利所反映的价值作出判断及评价
- 企业价值评估可以指企业整体资本的价值评估或权益资本的价值评估。

3.1.1 企业价值评估的对象与实质内容(续)

—企业价值评估的不同应用范畴

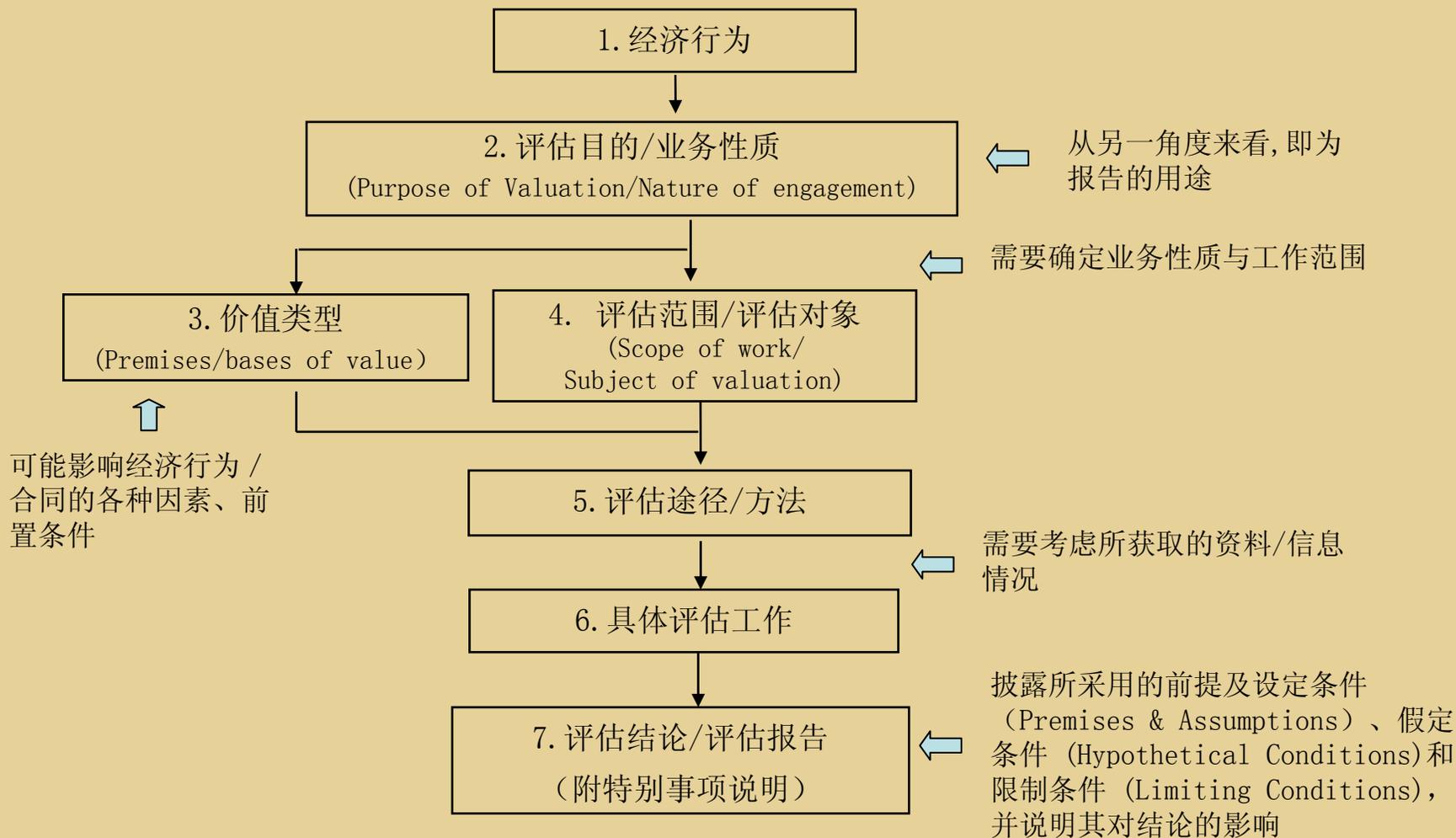


3.1.1 企业价值评估的对象与实质内容(续)



3.1.2 企业价值评估的操作步骤

— 企业价值评估的基本流程



3.1.2 企业价值评估的操作步骤(续)

价值类型

- 最常用的价值类型为公允市场价值
- 一般假定企业会持续经营
- 公允市场价值定义：
- “买卖双方均自愿地、非强迫地在对被交易权益/股份相关情况拥有合理理解的情况下进行公平交易而成交的金额”——美国评估师协会(ASA)

3.1.2 企业价值评估的操作步骤(续)

— 确定评估的价值类型

公允价值

- 在买卖双方均自愿地、非强迫地在对被交易权益/股份相关情况拥有合理理解的情况下进行公平交易而成交的金额。
- 表示某一假定的买家（身份未知）可能愿意支付的金额，不反映特定的买家由于协同增效作用或出于其他方面的考虑，而愿意支付的额外代价。
- 公允市场价值不反映特定的买主的特定考虑。

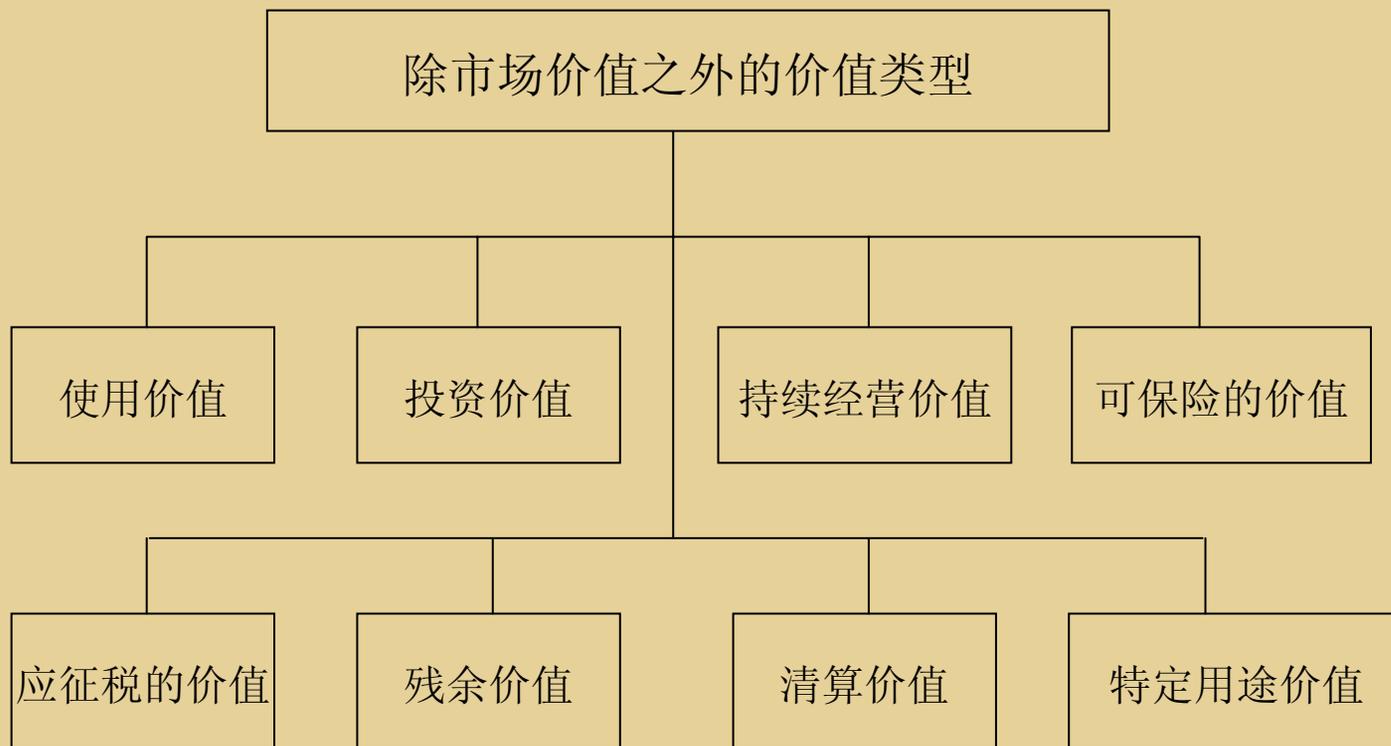
市场价值

- 根据国际评估准则（“IVS”），市场价值是指“自愿的买卖双方在拥有合理理解的情况下，在评估基准日慎重地、非强迫地进行公平交易的估计金额”
- 市场价值的概念反应的是市场整体的理解和行为，是评估市场经济下大部分资产的价值基础。

3.1.2 企业价值评估的操作步骤(续)

— 确定评估的价值类型 (续)

其他价值类型



3.1.2 企业价值评估的操作步骤(续)

流程要点

步骤一：全面理解企业经营状况与其投融资行为

步骤二：选择合适的评估途径

步骤三：确定评估参数

步骤四：正确表述评估结果/结论

3.1.3 保持评估师执业能力先进性的“十八般武艺”

“执业能力 competence”

1) 十八般武艺

“十八般兵器”之称是从“十八般武艺”一词演化而来。“十八般武艺”始见于南宋华岳编的兵书《翠微北征录》。谢肇淅《五杂俎》中对“十八般武艺”的具体内容作了记述：“一弓、二弩、三枪、四刀、五剑、六矛、七盾、八斧、九钺、十戟、十一鞭、十二筒、十三挝、十四殳、十五叉、十六把、十七绵绳套索、十八白打。”

又有文献记载十八般武艺是指九长九短：九长是枪、戟、棍、钺、叉、钺、钩、槊、环；九短是刀、剑、拐、斧、鞭、铜、锤、杵。

3.1.3 保持评估师执业能力先进性的“十八般武艺”(续)



3.1.3 保持评估师执业能力先进性的“十八般武艺”(续)

十八般武艺(上篇)

会计

审计

尽职调查与
财务分析

税务

财务管理
(投资项目评估/融资方案)

企业管理
(战略分析、竞争分析)/SWOT

内部控制与成本分析、质量管理.....

3.1.3 保持评估师执业能力先进性的“十八般武艺”(续)

十八般武艺(中篇)

法律

(公司法、合同法、
金融法、自然资源……)

工程

(建筑、机械)

环境保护

经济

(宏观、微观)

国际贸易
与国际金融

政治外交

3.1.3 保持评估师执业能力先进性的“十八般武艺”(续)

十八般武艺(下篇— 1)

统计分析

(Regression, interpretation, use of dBase information)

计算机技巧

(Words, Excel, Powerpoints)

访谈与收集资料能力

(Inter-personal, internet browsing, interactions, collection & marshalling of information)

3.1.3 保持评估师执业能力先进性的“十八般武艺”(续)

十八般武艺(下篇—2)

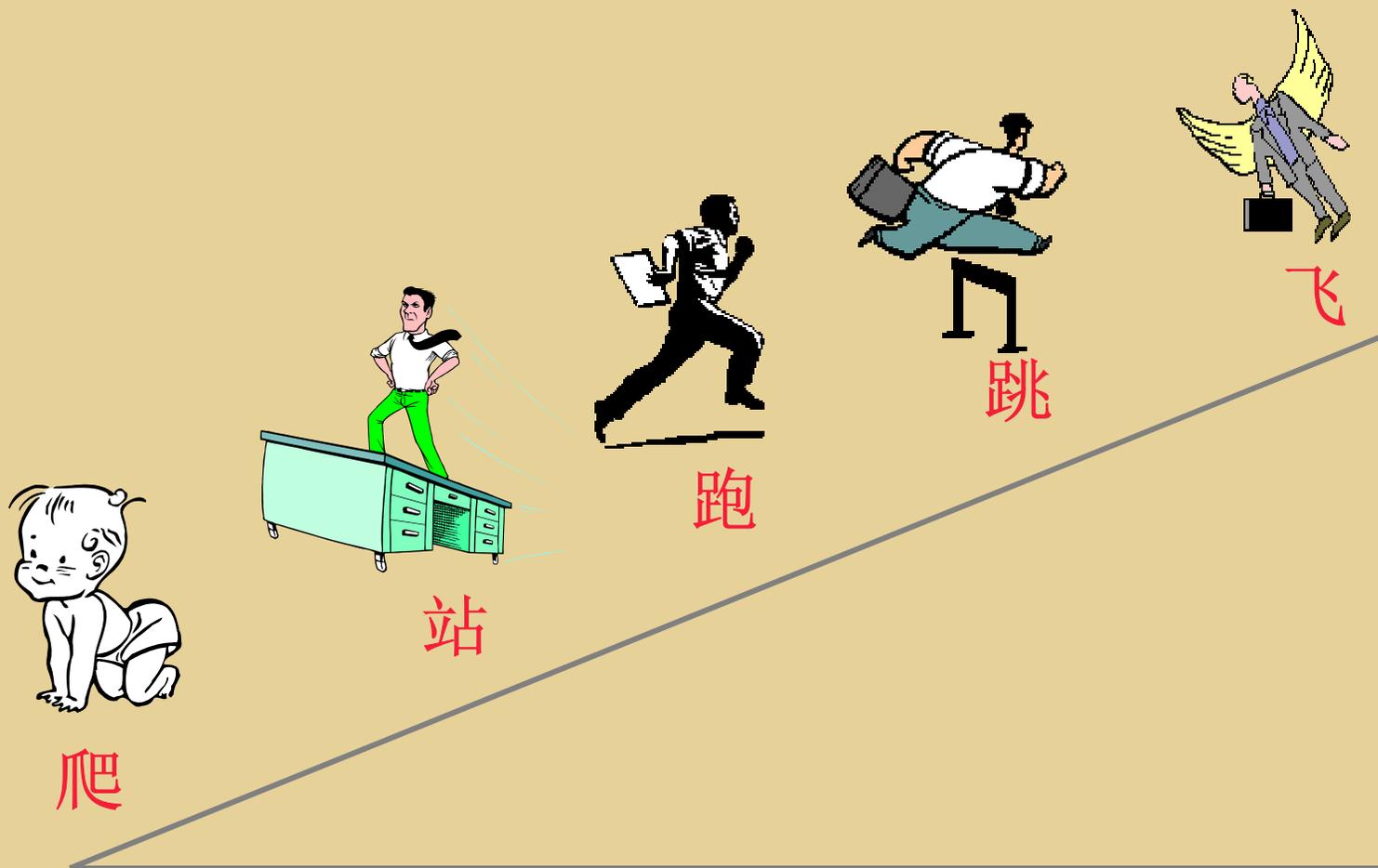
行业与相关市场经验与知识

评估业务能力

(理论、实践与经验、职业道德、“知己勿误人”、不帮倒忙)

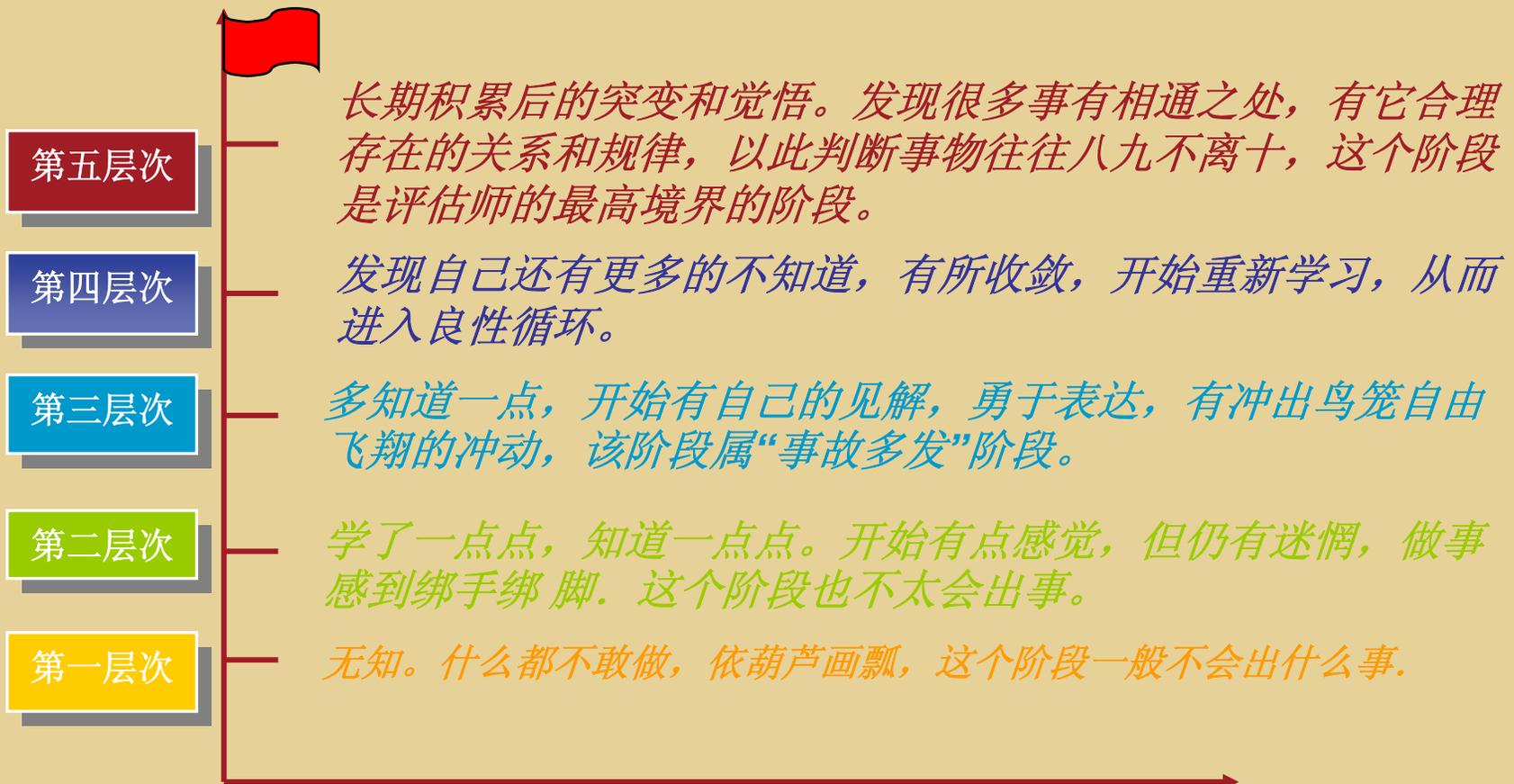
万佛朝宗，揉和一切在其中。拿捏功夫

3.1.3 保持评估师执业能力先进性的“十八般武艺”(续)

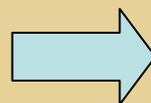
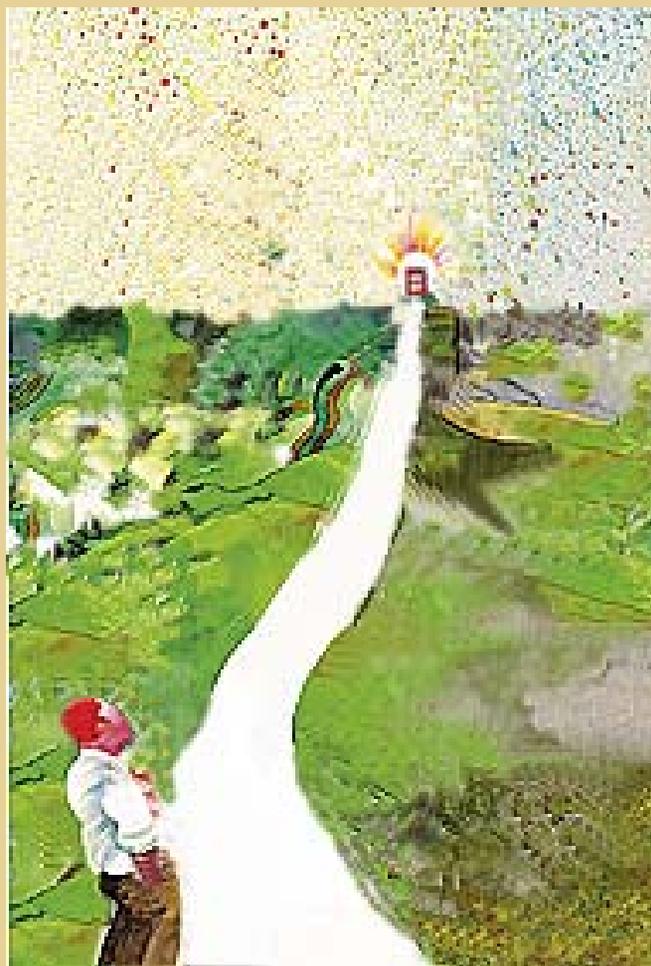


3.1.3 保持评估师执业能力先进性的“十八般武艺”(续)

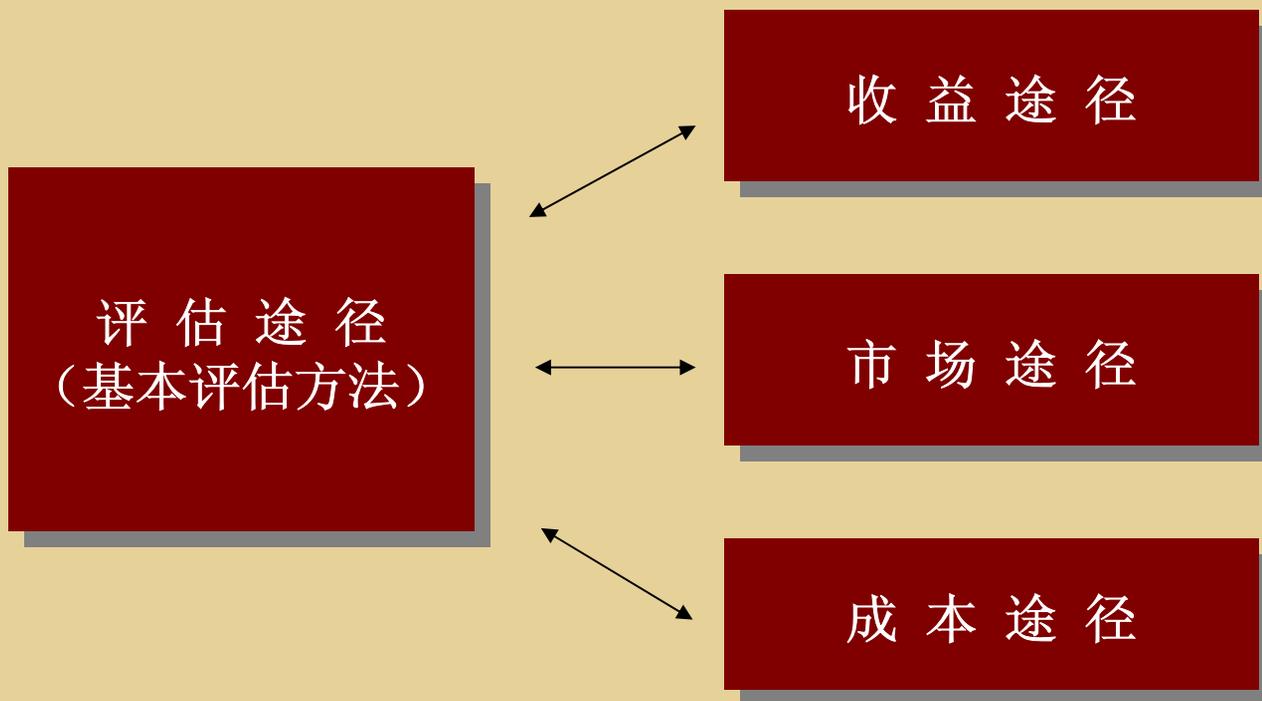
一个行业的成长，说到底要靠每一个专业人士的成长。评估师的从业状态分为五层次：



远看青山，近观峥嵘



3.2 企业价值评估的途径和方法



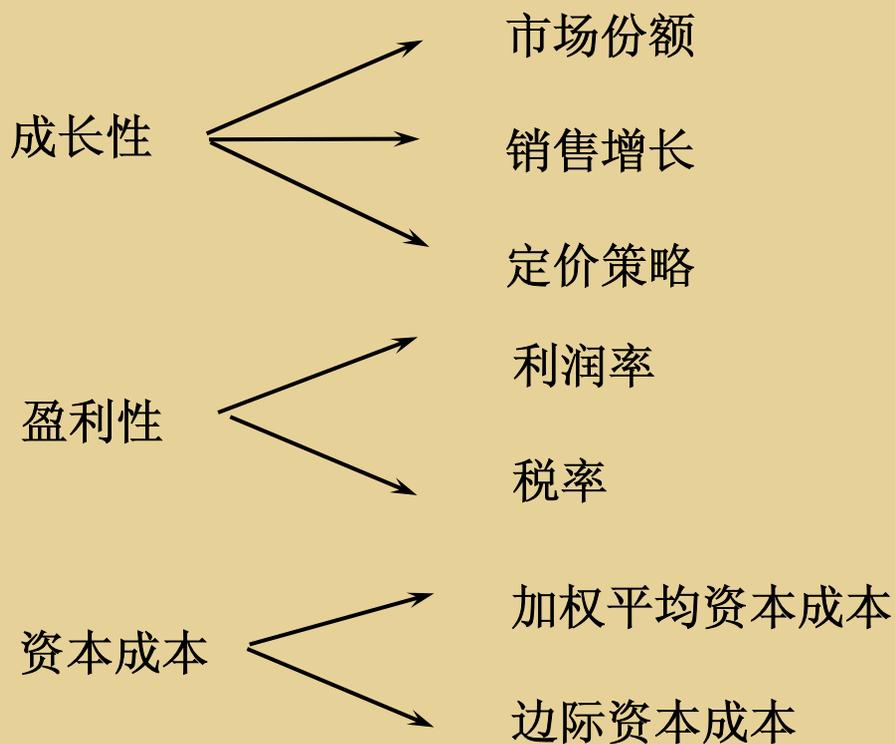
3.2.1 收益途径的应用

收益途径 (Income Approach)

- 定义：通过一种和几种方法，将企业预期未来收益进行折现来得出企业价值或权益价值的途径
- 常见方法有现金流量折现法、资本化法等
- 关键的三个部分
 - 预期收益指标（包括自由现金流量、税息前利润等）
 - 折现率
 - 永续价值

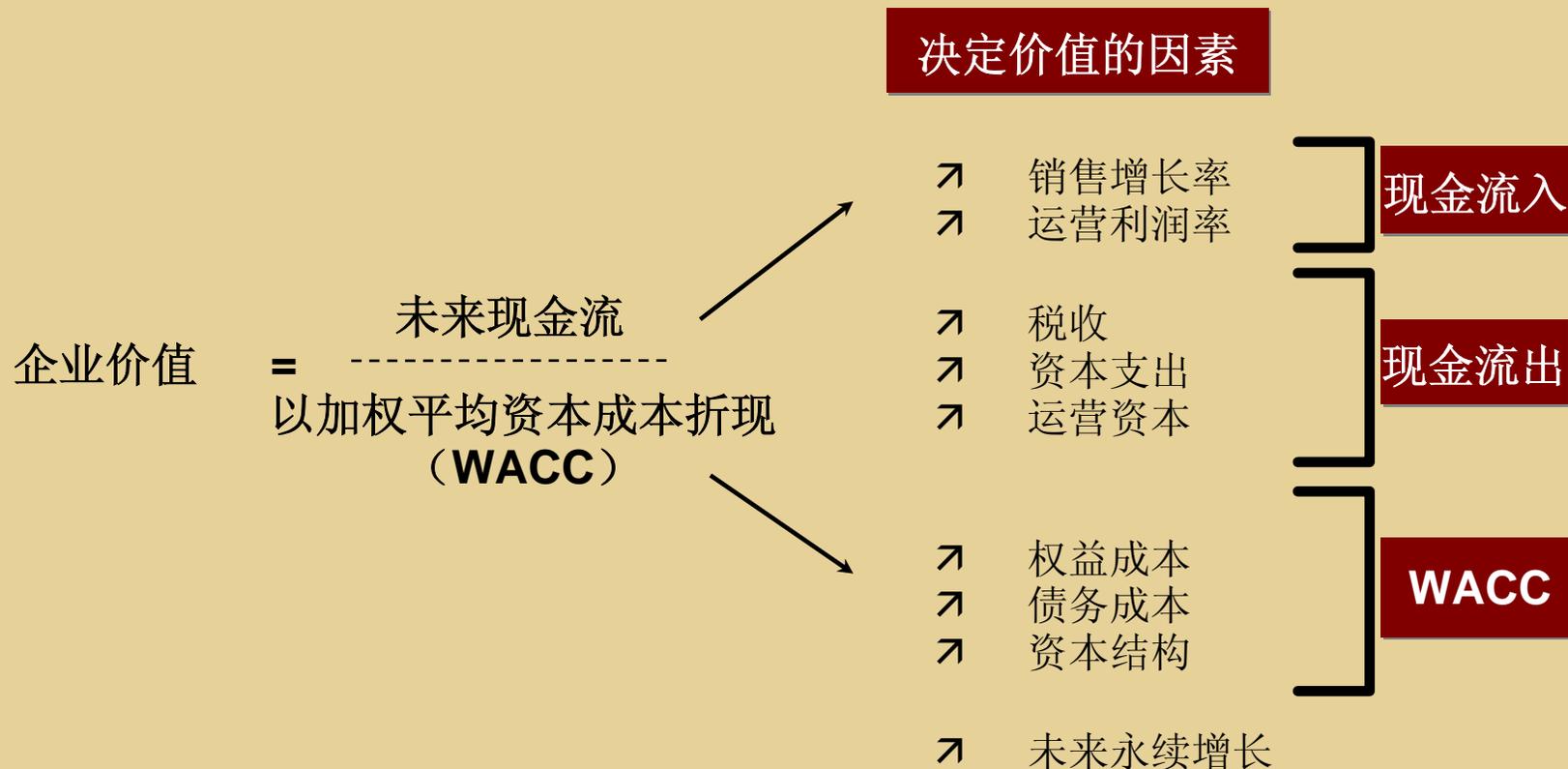
3.2.1 收益途径的应用(续)

决定价值的关键因素



宏观经济因素：GDP增长率、利率、税率等
微观经济因素：价格、成本、竞争、经营杠杆、财务杠杆等

3.2.1 收益途径的应用(续)



$$\text{权益价值} = \text{企业价值} - \text{负债价值}$$

3.2.1 收益途径的应用(续)

运用收益途径的好处

- 与企业获利能力相联系
- 对企业要进行全面、系统的剖析
- 通常与市场途径同时运用
- 回归到91号令第22条的指导思想

3.2.1 收益途径的应用(续)

- 对企业目前的财务及经营状况进行分析
- 对企业目前的财务会计制度、管理信息分析制度和内部控制体系的了解
- 对企业过去三年资产负债表和损益表重大科目及其各年之间的变动的了解

3.2.1 收益途径的应用(续)

- 对企业目前的财务及经营状况进行分析以检验
 - 有无偶发（非正常发生）项目
 - 有无逾余资产或非经营性资产
 - 是否需要以前年度损益的调整
 - 有无其他特殊项目

3.2.1 收益途径的应用(续)

■ 对以下领域重点分析

- 应收帐款
- 其他应收款
- 固定资产
- 应计未计或有负债（应提未提的福利费、应交未交的税金、法律诉讼、对外担保，等等）
- 存货
- 其他应付款
- 在建工程

3.2.1 收益途径的应用(续)

收益途径 – 现金流量折现法

- 自由现金流量定义

$$FCF = NI + DEPR + INT - CAPEX - NWC$$

其中：FCF = 预期的归属于所有投资者（包括权益投资者和债权人）的自由现金流量

NI = 税后净利润

DEPR = 折旧与摊销

INT = 利息费用(扣除税务影响后)

CAPEX = 资本性支出

NWC = 净营运资金变动（包括对营运资金及正常经营所需现金的考虑）

3.2.1 收益途径的应用(续)

收益途径 – 现金流量折现法（续）

- 企业管理层与评估/咨询人员的角色
 - 现金流量预测由企业管理层提供，由企业管理层承担有关的预测责任
 - 咨询人员对现金流量预测提出问题或挑战，并在必要时进行相应的调整

3.2.1 收益途径的应用(续)

收益途径 – 现金流量折现法（续）

- 企业未来发展计划和现金流量的合理性审核
 - 销售收入增长与企业市场定位和行业发展趋势(价格)相一致
 - 产品销售成本和毛利水平考虑企业历史的财务数据和同行业其他企业的盈利状况相一致
 - 销售费用、管理费用应参照企业以前年度的历史数据，并考虑今后的发展产生的影响

3.2.1 收益途径的应用(续)

收益途径 – 现金流量折现法（续）

- 折现率：
 - 将预测的未来现金流量折算为现值的折现率是资本提供者要求的回报率，并与被评估企业特定风险有关
 - 折现率的计算：
 - 通常通过计算加权平均资本成本WACC (Weighted Average Cost of Capital) 估算折现率
 - 其他方法，例如风险因素累加法

3.2.1 收益途径的应用(续)

收益途径 – 现金流量折现法（续）

加权平均资本成本的计算

$$WACC = \frac{E}{D + E} * K_e + \frac{D}{D + E} * (1 - t) * K_d$$

其中，WACC=加权平均资本成本

K_e = 权益资本成本

K_d = 债务资本成本

t = 企业所得税率

E = 权益市场价值

D = 付息债务市值

$D / (D + E)$ = 目标资本结构

3.2.1 收益途径的应用(续)

收益途径 – 现金流量折现法（续）

加权平均资本成本(WACC)的各项参数

$$WACC = \frac{E}{D + E} * K_e + \frac{D}{D + E} * (1 - t) * K_d$$

	解释	获得途径
E	权益的市场价值（注）	通过考察参考公司
D	债务的市场价值（注）	通过考察参考公司
Ke	权益资本的成本	通过CAPM模型获得
Kd	债务资本的成本	通过考察市场债务融资成本获得
t	被评企业的所得税率	被评企业一般情况下适用得税率

注：通过考察参考公司的权益和债务的市场价值(equity and debt capitalization)，从而获得目标资本结构(gearing ratio)，用于计算WACC。

3.2.1 收益途径的应用(续)

收益途径 – 现金流量折现法（续）

资本资产定价模型(CAPM)的计算公式

$$K_e = r_{f_1} + \text{beta} * (r_m - r_{f_2})$$

其中： K_e = 权益资本成本

r_{f_1} = 目前的无风险利率

beta = 权益的系统风险

r_m = 市场组合的历史平均收益率

r_{f_2} = 历史平均无风险利率

3.2.1 收益途径的应用(续)

收益途径 – 现金流量折现法（续）

- 风险因素累加法考虑因素：
 - 无风险利率
 - 市场权益风险升水
 - 公司规模风险调整
 - 行业和市场经营风险调整
 - 财务风险调整
 - 管理风险调整等

3.2.1 收益途径的应用(续)

收益途径 – 现金流量折现法（续）

- 利用CAPM模型计算权益资本成本举例

$$K_e = r_{f_1} + \text{beta} * (r_m - r_{f_2})$$

r_{f_1} = 目前的无风险利率 = 5%

beta = 权益的系统风险 = 1.1

r_m = 市场组合的历史平均收益率 = 15%

r_{f_2} = 历史平均无风险利率 = 6%

权益资本成本 $K_e = 14.9\%$

3.2.1 收益途径的应用(续)

收益途径 – 现金流量折现法（续）

- 加权平均资本成本的计算举例

$$WACC = \frac{E}{D + E} * K_e + \frac{D}{D + E} * (1 - t) * K_d$$

K_e (A) = 权益资本成本 (14.9%)

K_d = 债务资本成本 (8%)

t = 企业所得税率 (33%)

$D/(D+E)$ = 目标资本结构 (40%)

$E/(D+E) = 1 - 40\% = 60\%$

$$WACC = 60\% * 14.9\% + 40\% * (1 - 33\%) * 8\% = 8.94\% + 2.144\% = 11.084\%$$

3.2.1 收益途径的应用(续)

收益途径 – 现金流量折现法（续）

企业价值的计算

$$\begin{array}{l} \text{企业价值} \\ \text{(含债务价值)} \end{array} = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+r)^t}$$

其中， FCF = 自由现金流量

r = 折 现 率

t = 年 限（可以是无限大）

3.2.1 收益途径的应用(续)

收益途径 – 现金流量折现法（续）

企业价值的计算—永续价值的计算

$$\text{永续价值} = \frac{FCF_n * (1 + g) / (r - g)}{(1 + r)^n}$$

其中， FCF_n = 第n年（预测期间的最后1年）
的自由现金流量

r = 折 现 率

g = 永续期间的年增长率

3.2.1 收益途径的应用(续)

收益途径 – 现金流量折现法（续）

企业权益价值的计算

企业权益价值 = 企业价值 – 付息债务价值

3.2.2 市场途径的应用

市场途径 (Market Approach)

- 利用参考公司的相关数据估算价值乘数（如市盈率），并与被评估企业相应的基本数据或指标（如净利润）相乘来计算得到权益价值
- 应用时，通常是识别、分析同类企业或交易案例的所蕴含的价值乘数或经济指标来估算权益价值
- 两种常用的方法
 - 参考公司比较法
 - 并购案例比较法

3.2.2 市场途径的应用(续)

■ 参考企业比较法

通过对资本市场上与被评估企业处于同一或类似行业的上市公司的经营和财务数据进行分析，计算适当的价值比率或经济指标，在与被评估企业比较分析的基础上，得出评估对象价值的方法

■ 并购案例比较法

通过分析与被评估企业处于同一或类似行业的公司的买卖、收购及合并案例，获取并分析这些交易案例的数据资料，计算适当的价值比率或经济指标，在与被评估企业比较分析的基础上，得出评估对象价值的方法。

3.2.2 市场途径的应用(续)

■ 各种价值乘数的运用

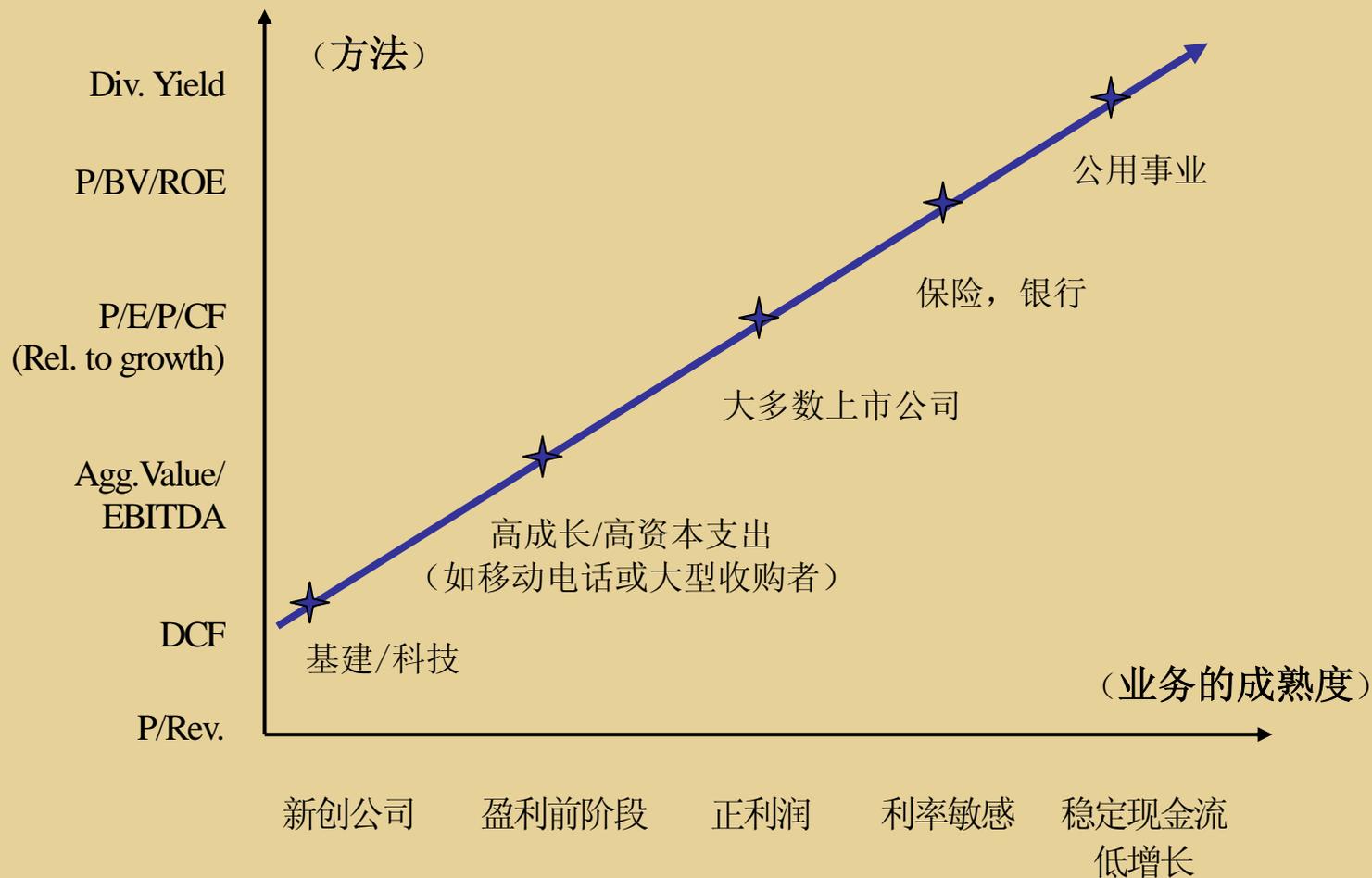
- P/E (市盈率)
- P/EBITDA (市价与扣除息税折旧摊销前利润之比)
- MVIC/Sales (投入资本市值与销售收入比)等
- 各种比率的适用性

■ 案例

- 股票上市 (例如: 浦东发展、民生银行、招商银行)

3.2.2 市场途径的应用(续)

如何运用价值比率？



3.2.3 成本途径的应用

成本途径

(Cost Approach or Assets-based Approach)

- 企业价值是基于企业所包括资产的公允市场价值的加和。国内称之为“成本加和法”
- 净资产价值 = 流动资产价值 + 固定资产价值 + 无形资产价值
+ 其他资产价值 - 负债价值
- 对于其中某些资产而言，重置成本法是适用的
- 重置成本法是用现时条件下重新购置或建造一个全新状态的被评资产所需的全部成本，减去被评估资产已经发生的实体性陈旧贬值、功能性陈旧贬值和经济性陈旧贬值，得到的差额作为被评估资产的评估值的一种资产评估方法

3.2.3 成本途径的应用(续)

- 适合用于
 - 控股公司
 - 清算中的公司
- 不适用于
 - 拥有大量无形资产（包括商誉）的公司

3.2.3 成本途径的应用(续)

运用成本途径中比较棘手的评估事项

关税及进口增值税

部分实物资产的评估（物理的，功能的和经济上的）/机器设备的陈旧程度

土地使用权及其他无形资产

流动资产和负债

- 有问题的应收款项
- 周转缓慢及陈旧的存货
- 或有负债

3.2.3 成本途径的应用(续)

- 成本途径的缺陷
- 与企业获利能力脱节
- 对资产功能性与经济性贬值考虑不足
- 有时造成价值偏高，有价无市
- 有时造成价值偏低，忽略无形资产

4.企业价值评估案例分析

4.1 企业价值评估的难点与重点解析

4.2 评估案例分析

4.3 回顾与总结

4.1 企业价值评估的难点与重点解析

1. 对收益途径整体性及系统性的考虑
2. 收益途径中对资本性支出等追加资本的考虑
3. 收益途径中对偶发事项以及非经营性资产的考虑
4. 估算折现率时对其他风险因素的考虑
5. 对控制权溢价/少数股东权益折扣的考虑

4.1 企业价值评估的难点与重点解析（续）

6. 对缺乏流动性折扣的考虑
7. 综合性企业集团公司的评估
8. 市场途径中对价值指标的选择
9. 市场途径中对可比企业或交易案例的分析与对比
10. 对多种评估方法的结果进行比较、分析、取舍，以形成合理的评估结论

4.1 企业价值评估的难点与重点解析（续）

企业价值评估需重点关注的领域 (1999年提出的十大“误区”)

1. 评估标的含糊不清引致误导性或错误的评估结果
2. 价值类型选用不当造成评估方法的误用
3. “会计亏损”的概念与收益法在“会计亏损”状态下的运用
4. 股东收益直接折现法的误差
5. 折现率的选用缺乏一致性的认识

4.1 企业价值评估的难点与重点解析（续）

6. 每股股权（净资产）价值不应按股权比例简单计算
7. 不承认“负商誉”的怪现象
8. 预测与验证的责任未分清
9. 委托方的角色错位
10. 使用单一方法，没有利用其他方法进行验证

4.2 案例分析

	案例11	案例13	案例12
项目背景	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 中外合资企业 ▪ 咨询业 ▪ 外方买中方股权 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 拟引进外资，再上市 ▪ 乳制品 ▪ 净资产评估 ▪ 集团（母公司+10家控股子/联营公司） 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 中外合资企业 (60:40) ▪ 酿酒业 ▪ 100%权益 ▪ 股权结构重组
重点事项: 1)折现率	<p>CAPM (股权折现率)</p> <p>√ (无风险+市场风险+国家风险+小规模+特定风险)</p>	<p>√ WACC, CAPM</p>	<p>√ (WACC, CAPM)</p>
1)溢价/折扣	未考虑	未考虑	√ (澄清了结果未考虑少数股权折扣和流动性折扣)
1)终值	√ (无期限)	√ (无期限)	√ (无限期)
1)现金流与折现率的配比	√	√	√
1)现金流	√ (股权现金流 - FCF) (没有债务)	√ 母公司+子公司 上市计划 FCF 帐务调整	√ 从未盈利，但假设持续经营 (FCF 自由现金流量) 由管理层进行预测
1)股权分布	√		√
1)多种评估方法	未考虑		考虑了收益法和市场法
1)非经营资产	考虑	考虑了(无闲置资产)	考虑 (Disclaim)

4.2 案例分析(续)

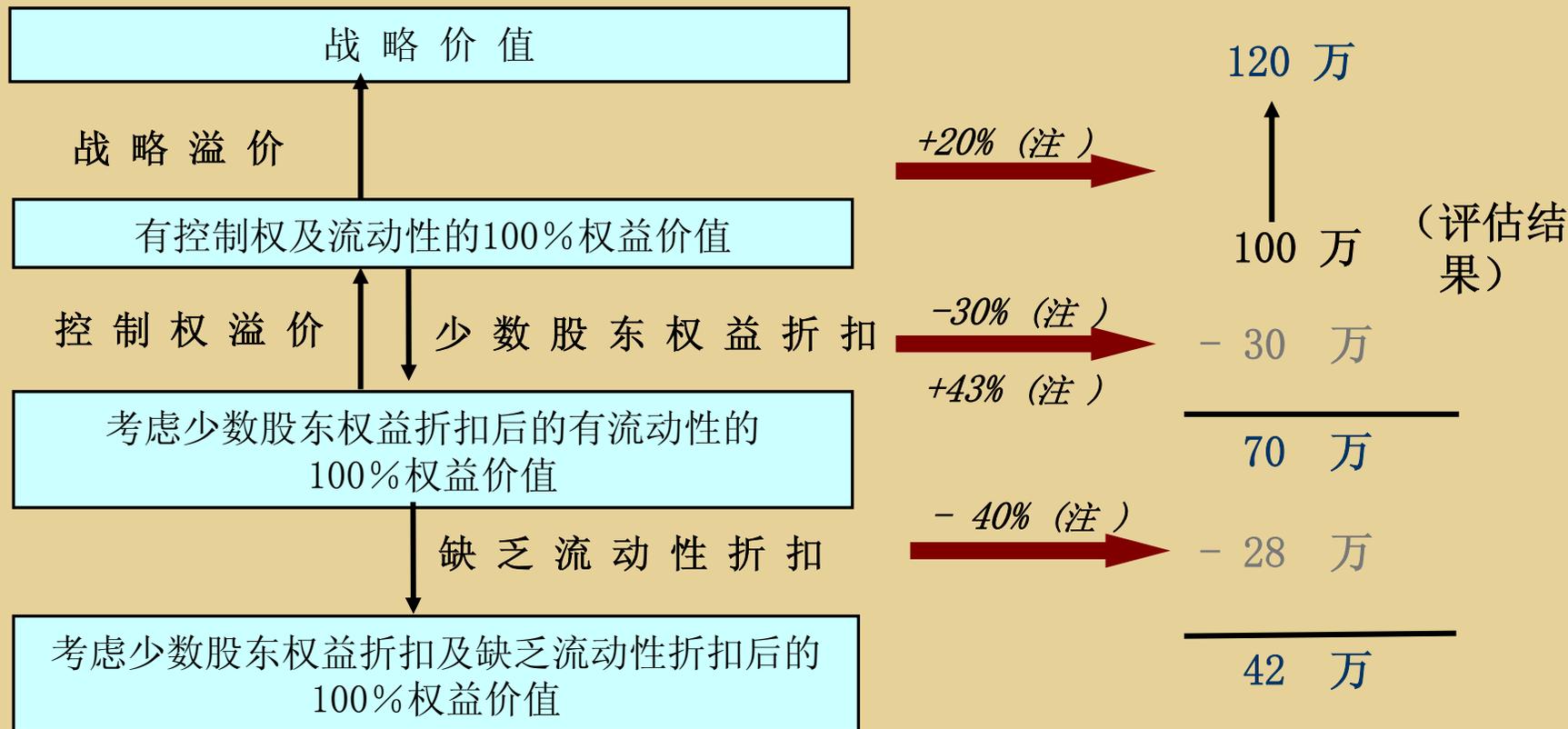
	案例1	案例2	案例4
项目背景	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 增资扩股 ▪ 目标公司由四家单位合资成立 ▪ 业务：有价证券、企业评级 ▪ 整体资产评估 ▪ 中外合资企业 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 化工行业（合成树脂） ▪ 股权转让 ▪ 整体资产评估 ▪ 外资企业 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 增资扩股 ▪ 科技企业(OLED显示屏) ▪ 由中国某集团和上海某大学组建 ▪ 资产、负债评估
重点事项： 1)折现率	√（叠加法）	√（叠加法）	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 净资产收益率 ▪ 行业净资产现金流量率 ▪ 个别因素 √
1)溢价/折扣	未涉及	未说明是否需考虑	未考虑
1)终值	未考虑清算价值 √（有限经营期）	考虑清算价值 √（有限经营期）	√（无限期）
1)现金流与折现率的配比	未考虑	未考虑	未考虑
1)现金流	√（净利润）	√（净利润）	√（历史无盈利） （自由现金流量） （定义不对）
1)股权分布	√（有说明）	√（未说明分布及转让比例）	未说明
1)多种评估方法			
1)非经营资产	未考虑	考虑 √	未考虑

4.2 案例分析(续)

	案例8	案例15	案例10
项目背景	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 中外合作企业 ▪ 外方仅作为供应商，并不享有收益权 ▪ 外方拟全面收购该企业 ▪ 经营性净资产 ▪ 变电站自动化系统 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 通讯设备 ▪ “不可流通” ▪ 中外合资企业（外方控股） ▪ 中方股权转让 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 液化石油气、天然气供应的公用事业 ▪ 国有独资、大型企业 ▪ 控股参股22家
重点事项:	(WACC, CAPM)	(WACC, CAPM)	(叠加法)
1)折现率	√	√	√ (无风险+风险报酬率)
1)溢价/折扣	未考虑	√ (不可流通折扣) 75%	未考虑
1)终值	√ (growth = 5%) (lower discount rate)	√ (无限期: g = 2%)	√ (无期限)
1)现金流与折现率的配比	√	不配比 股权现金流 WACC	未考虑 – 不配比
1)现金流	√ (自由现金流量)	√ (股权现金流)	√ (股权现金流量)
1)股权分布	√	√	未明确说明
1)多种评估方法	收益法 市场法		
1)非经营资产	未考虑	考虑	未考虑

4.3 回顾与总结

— 正确表述评估结果/结论



可能的交易价格：42万—120万

4.3 回顾与总结（续）

—“资产”评估与“企业价值”评估的对比

实物资产

(房屋建筑物)

企业”部分”活动

具体操作比较机械化

直观、刚性

实质 – “资产价值”

无形资产

(a bundle of property rights)

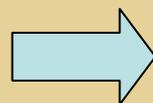
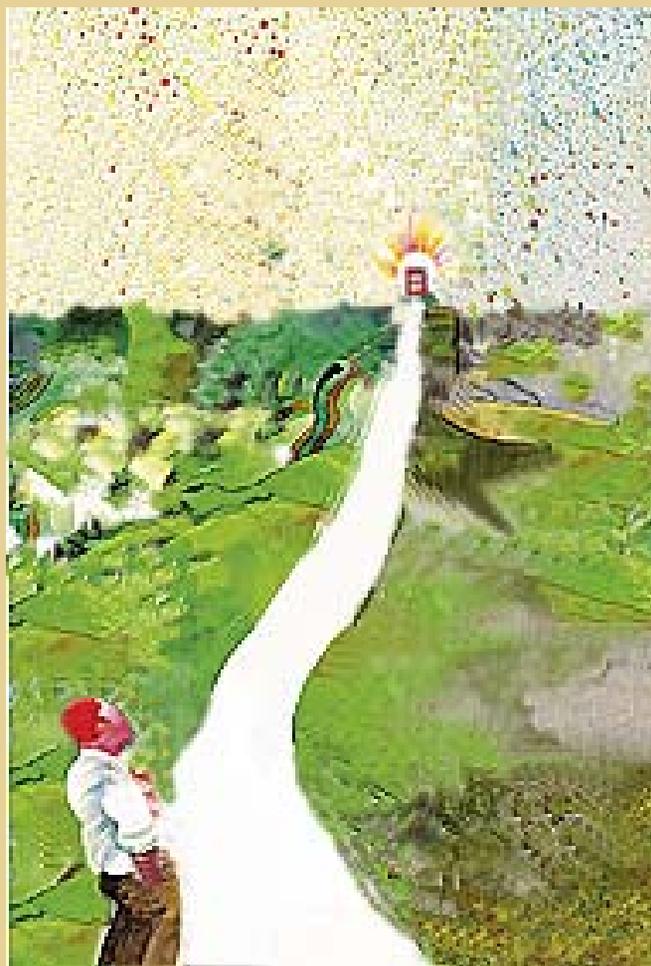
企业的所有一切经济活动

具体操作系统化

初初看上去，好象很有弹性，但实质上却是很“刚性”的[且需要在迷雾、迷茫中寻找真相]

实质 – 股东可分享的“剩余”价值或企业净资产最后索取权

远看青山，近观峥嵘



问题与讨论

