

壳资源价值的评估方法及其适用性

冯钰

(西安外国语大学 商学院, 陕西 西安 710128)

[摘 要] 目前常见的壳资源评估方法主要有四种, 包括资产基础法、市场比较法、收益现值法和期权价值评估法, 每种方法有不同的理论依据。分析每种方法的优缺点和适用性, 对于企业壳资源价值的评估具有一定的借鉴意义。

[关键词] 壳资源; 反向收购; 评估方法

doi: 10.3969/j.issn.1673-9477.2018.03.010

[中图分类号] F830.91

[文献标识码] A

[文章编号] 1673-9477(2018)03-030-03

资产基础法体现的是成本价值, 通过资产重组的途径获取壳资源价值; 市场比较法体现的是企业的市场价值, 通过估计可比企业或者行业的定价体现目标企业价值; 收益现值法体现的是企业的内在价值, 通过将企业可获得的收益增加值折现来估计壳资源的价值; 期权价值评估法体现的是金融市场中的价值, 通过实物期权模型来获取壳资源价值。

一、资产基础法及其适用性

资产基础法, 即使用企业的净资产, 以之为中心进行的企业价值评估方法。由于所需的数据和计算方式都较为简单, 目前资产基础法在实务操作中被广泛运用。在具体的企业价值评估应用中, 资产基础法又分为账面价值模型、清算价值模型、充值资本模型。

(一) 账面价值模型

此模型主要运用到目标企业公开披露报表中的资产负债表中的披露资产价值。资产负债表中的资产价值按分类属于历史成本, 因此, 此方法按照历史成本进行的评估不符合实际的市场现值。

(二) 清算价值模型

此模型中, 企业价值被当作目标企业全部资产在当下的清算价值。目标企业将运用此模型, 用清算价值来评估其濒临破产清算的财产作为其企业价值, 因为此时的企业价值相当于其所拥有的财产变卖的价值。

关于清算价值模型的适用范围, 在实际操作中, 加入资本成本的影响, 有形资产占比很大的企业非常适用于此方法。然而, 此方法仅适用于衡量企业的有形资产, 由于缺乏对无形资产的有效评估, 导致无形资产的价值无法囊括其中。针对资本市场中无形资产占比很大的企业, 例如 IT 企业、教育企业等, 此法都不能有效的衡量企业价值^[1]。

(三) 重置成本模型

即使用预估的更新成本或者现有资产的重置成本, 扣除资产应当计提的损耗, 作为企业估值的方法。

重置成本法在实际操作中的使用, 可将被评估资产当时实际的采购价格调整为各项资产现在的重置成本, 或将其调整为现在的价值, 并将评估企业价值当前的通货膨胀率或资产的贬值等因素考虑进去。通过这种方法进行的企业价值评估, 并未将企业实际中影响企业价值的其他因素考虑进去, 包括企业的实际经营绩效、管理层的领导力水平、雇员的整体素质等。因此, 仅仅根据重置成本对一个企业的价值进行评估, 不仅不能全面衡量企业实际的价值, 而且会把企业的组织经营效率和企业经营增加的协同经济效益忽略^[2]。

资产基础法存在的局限: 从进行价值评估的企业自身视角出发, 反向收购中选择的壳公司多为财务状况较差的企业。使用资产基础法对壳公司拥有的资产进行评估, 无法得到企业的实际价值。从反向收购后企业上市融资的视角出发, 民营企业将以壳资源的价值作为其买壳的费用, 使用资产基础法计算得到的企业价值并不适用于反向收购中的壳资源价值评估。

二、市场比较法及其适用性

市场比较法, 即将所选企业与其同行业可类比的企业加以比较, 使用所选企业的实际市场价格来衡量企业价值的方法。市场比较法的计算模型主要分为两类:

1. 通常以所选企业的实际股价为基础, 有实际股价/实际市盈率、实际股价/净资产收益率等。

2. 通常运用所选企业的实际价值为基础, 有实际价值/EBIT、实际价值/企业现金流、实际价值/投资收益等。运用市场比较法来评估企业价值的公式如下:

目标企业预期股票价格=类比企业分类一种比

[投稿日期] 2018-06-25

[基金项目] 2017 年陕西省人文社科项目 (编号: 2017ADR024)

[作者简介] 冯钰 (1993-), 女, 陕西延安人, 硕士生, 研究方向: 跨国公司财务管理。

率均值*目标企业同一指标

目标企业预期的总价值=类比企业分类二种比率均值*目标企业同一指标

运用市场比较法首先要接近类比企业的确定问题,资本市场中的已上市企业通常选用第一类指标比率来衡量企业价值。企业增长可能性、实际股利的支付、股权资本成本都会驱动市盈率。此外,资产报酬率和销售利润也会驱动市盈率的变化。在资本市场中使用市场比较法进行实际操作时,不仅要考虑类比企业的选择问题,还要先一步对所选企业预期的各项比例进行评估^[3]。

针对所选企业,市场比较法首先需要选择与目标企业相符的可类比企业,在适用范围内的案例可运用市场比较法中对可比因素的调整进行调整案例相关因素。通过不少于三个的可用于类比比较的案例,并运用调整后的相关因素进行评估,可得出所选企业在市场比较法下的企业价值。通常,适用于此法的案例多产生于高度有效的资本市场和活跃度高的监管环境,而传统保守的市场环境则不会产生相关的交易案例。

市场比较法存在的主要缺点是我国缺乏基本的使用基础。通过前述的理论分析,从资本市场的欠发达和信息监管的信息不对称,到市场中可比交易的缺乏,都是其中的原因。作为很多企业寻求上市的途径,反向收购中的壳公司通常较为稀缺,其中的壳资源价值则作为实现上市的途径。由于壳的稀缺,使用市场比较法所需的类比企业的寻找难上加难,几乎无法实现。资本市场中对目标企业的类比行业难以寻找,所以无法满足市场比较法的首要条件。另外,即便市场比较法所需的类比企业可以找到合适案例,但对各项指标的调整,如企业商誉、商标等无形资产等无法进行合理调整。因此,市场比较法在我国缺乏最基本的使用条件,不适用于我国的企业价值评估。

三、收益现值法及其适用性

收益现值法认为,基于对资产的投资收入必须大于其投资成本,所以基于理性经纪人假设,收益现值法的企业价值评估中,壳价值等于投资在未来可变现的收益。所满足收益现值法的使用条件,首先需要获得投资收益的未来价值,如反向收购后的股票流通权价值、完成节课后企业获得的节税政策优惠等;其次,关于未来投资收益的计算需要选择合理的指标,将无风险利率及其溢价的综合作为折现比率,可以很好地完成反向收购中壳资源价值评估,无风险利率及其溢价运用了国债利率和结合各方面综合考虑的因素。这些原因使得理论界更偏好使用收益现值法作为壳资源价值评估的方法。当缺乏有效活跃的市

场和可类比企业的案例时,以及企业无形资产无法合理评估、企业资产为负值的情况时,收益现值法的使用可以很好地实现对企业价值的合理有效评估。

收益现值评估方法包含了资本市场股利现值、企业经济利润、企业自由现金流量三种模型。

(一) 股利现值模型

资本市场股利现值对企业价值的评估从资本市场中股票投资收益分配的角度,将所有投资股利的现值作为企业价值。这个方法适用于可以直接预测到的有稳定年度红利的企业,并且企业的实际现金流量必须为正值。在波士顿矩阵中,拥有较为稳定发展周期的是现金流企业,发展阶段较为成熟,此时目标企业对于投资活动的投资收益和未来会产生的资本现金流量符合长期目标^[4]。

(二) 经济利润模型

经济利润指的是目标企业期初的投资支出与资本报酬率和加权平均资本成本差的乘积。

Stern Stewart (1991) 认为,作为评价目标企业价值的一种方法,经济利润模型指的是抽取代理投资者对项目收益的超额收入得到的利益。通过所选企业目标财务状况和经营绩效的各项数据来界定企业价值,将投入项目的期初投资成本与项目只能够实际所得的项目收益加总可以得到企业价值的理论值。

从理论意义上讲,经济利润是企业各年年度收益效果的直接反应。但将其与现金流量贴现模型做横向对比,经济利润模型不仅不需要将投资项目期间的小额资本投入成本纳入考虑,而且仅凭一个项目期间的经济利润预期和计算,就可以确定出企业价值的大小。简便的方法给企业评估带来了极大地方便,迎合了企业将更多时间投入到价值和利益创造中取得经营理念。对企业价值的合理评估可以将企业中关于绩效考核的制度重新统一起来,岗位职责和企业经营目标相背离的现状将会因此更好的统一。从理论的角度来看,经济利润模型对企业价值评估拥有很好的适应性和沿革性,能很好的实现目标企业对价值评估的需求。

(三) 现金流量模型

现金流量折现模型,包括资本投资人、企业债券所有人和企业的实际现金流量现值。运用此模型从目标企业本身的角度,可选择目标企业未来可以预期的现金流量的现值去进行价值评估。

运用收益现值法评估目标企业的价值,可通过计算出所选企业的股权和债券所包含的现值,或者单一使用所选企业的自由现金流量现值作为企业价值。关于股权价值的现金流量和企业实际的自由现金流量可分别使用企业投资此项的资本成本和企业

及时的 WACC 加权平均资本成本来折合成现值。企业的实际自由现金流量包含了所选企业所有的现金流量,在此基础上需减去企业在相关项目投资的费用和相关资本成本的费用。企业的实际自由现金流量指的是特定时期内,企业可以支付给股权所有人和负债所有人的现金流量扣除税费。

目标企业的实际价值,对一个项目起初的投入成本期初投资资本与项目只能够实际所得的项目收益加总可以得到企业价值的理论值。企业现金流量模型的运用只能根据预期的项目收益来计算,使得其实际适用性打了折扣。当壳公司面临被收购的情况下,企业对未来项目收益的预期基础也就不复存在^[5]。

收益现值法存在的局限主要在于其对企业收益增加预测的依赖性。面临反向收购的企业多不存在持续经营的基础,所以收益现值法需要的收益增加预测失去了计算基础。因此收益现值法不适用于壳资源价值评估。

四、期权价值评估法及其适用性

反向收购作为一种企业并购重组的方法,其过程中包括了实物期权的范畴。企业并购过程中,体现了多种实物期权。对反向收购中的借壳方来说,在反向收购中投入的投资成本后期实现企业上市的结果,是其在反向收购活动中付出的对价。在支付中,反向收购的当事双方对此对价进行协商确定,这一对价一定意义上对价是可变的。对价比借壳方预期的投资收益低时,可以预期的投资收益将促使借壳方支付这一对价一完成反向收购交易。对价比借壳方预期的投资收益高时,可以预期的投资损失将促使借壳方放弃支付这一对价,导致反向收购交易失败。企业进行反向收购后,借壳方不但拥有对目标企业进行合理处置的权力,还可以在证券市场上进行合理的融资和投资活动。

在企业价值评估中,结合实物期权的评估方法为壳资源价值评估带来了新的研究方法。反向收购中引入实物期权,也可以对目前企业价值的评估方法进行更新和改进。在企业价值评估中,使用实物期权的方法对反向收购中的壳资源价值评估可以对借壳方管理层提供风险把控,也可以为借壳后的企业提供收益增长的可能。提供实物期权法,能够有

效地帮助借壳方对壳资源的选择和壳公司价值的评估带来合理方法。

修正的期权价值评估方法在国内外已有文献对上市公司并购中价值评估的研究多使用资产基础法和收益现值法。由于企业价值评估的传统方法都有其局限性和缺点,并不适用于反向收购中壳资源价值的评估。采取将传统方法中的收益现值法和期权价值评估方法相结合,可以更好地反映基于借壳方视角的壳资源价值评估,对借壳方进行壳公司的选择具有重要意义。通过把壳资源可能产生的未来价值,包括反向收购后的流通权价值、收入增加值、税收优惠增加值,这三方面采用实物期权法进行折现并带入所研究的企业案例当中,可以分析得到反向收购中的壳资源价值。

期权价值评估法的主要优点是:将此法运用到壳资源价值评估中,可以很好地反应壳公司具有的期权特性。在理论界,有学者将反向收购视为一种机会的价值。反向收购可以为借壳方带来未来投资收益。在国内外,开始将壳资源价值评估问题看做美式期权的问题,它将不可预期的投资所带来的收益视作评估资产的价值,此论点符合反向收购中的壳资源价值评估。然而,在反向收购的实务操作中,将美式期权运用到壳资源价值评估中仍有较多阻碍,计算美式期权的各项指标选取则是重中之重的难题。

综上所述,在进行壳资源价值评估时,可以根据各种方法的计算基础和适用范围选择适合企业方法,以达到合理评估壳资源价值的目的。

参考文献:

- [1]赵坤,朱戎.企业价值评估方法体系研究[J].国际商务财会.2010(12):32-35.
- [2]唐艳.商誉价值评估:割差法和超额收益法的探讨[J].商业会计.2011(9):11-13.
- [3]孙烨,罗党论.政府竞争、资源配置与上市公司“壳资源”转让[J].2011(2):11-20.
- [4]吴志松.“借壳上市”在中小房地产企业融资中的应用探讨[J].会计之友.2014(9):21.
- [5]宋盛楠.地方政府对上市公司并购的影响研究[D].北京交通大学,2014.

[责任编辑 陶爱新]

The evaluation method of shell resource value and its applicability

FENG Yu

(Business School, Xi'an International Studies University, Xi'an 710128, China)

Abstract: At present, common shell resource evaluation methods mainly involve four kinds--asset base, market comparison approach, income present value method and the option valuation method, each of which has different theoretical basis. This paper analyzes the advantages and disadvantages and applicability of each method, which has certain reference significance to the evaluation of enterprise shell resource value.

Key words: shell resources; reverse mergers; evaluation methods