

# 我国上市公司并购重组 价值评估方法的选择

宋霞(副教授), 郭涵予

(郑州大学商学院, 郑州 450001)

**【摘要】** 并购重组企业的评估价值与其交易价格的关系十分密切, 由于对同一个标的企业采用不同的价值评估方法估出的价值会有很大的差异, 因此探讨并购重组企业的价值评估方法选择问题具有理论意义和应用价值。本文通过分析2013年深圳证券交易所143宗并购重组案例所选用的估价方法, 归纳出成本法、收益法和市场法的使用情况; 探讨了并购重组企业价值评估方法的使用条件, 发现了最终影响并购重组价值评估方法选择的是企业所处的行业特点、发展阶段和价值类型等因素; 得出了收益法在未来的并购重组企业估价中将占有越来越重要的地位, 成本法在特定行业和特殊价值类型下使用的结论。

**【关键词】** 并购重组; 价值评估; 评估方法选择

## 一、引言

理论界对企业价值评估方法的介绍, 通常分布在财务金融和资产评估两个学科。实务界按照评估目的不同, 把企业价值评估分为三种情况: 一是对已经上市的上市公司股票的价值评估; 二是首次公开发行股票(IPO)前为吸引投资者以达成成功上市目的而对公司价值的评估; 三是对并购重组公司的价值评估。而并购重组是企业快速发展的重要手段之一, 清科研究中心统计数据显示: 2013年, 中国市场全年并购交易1 232次, 交易金额合计932.03亿美元, 2014年上半年, 并购交易就高达784次, 同比提高79.8%, 探讨并购重组公司的价值评估方法具有很强的现实意义。

如何对标的企业进行评估定价是并购重组中的核心问题, 也是现实中比较复杂棘手的一个环节, 因为评估价值与交易价格之间存在密切关系。标的公司的评估价值往往左右着并购重组的交易价格。

美国著名并购专家拉杰克斯研究了世界范围内15个由并购专家所操作过的失败案例发现: 27.78%的企业并购失败的原因是对企业的价值评估不当。所以在进行并购重组企业价值评估时, 根据企业的具体情况, 选择合适的方法评估标的公司的价值是决定并购重组成败的关键之一。

本文结合2013年深圳证券交易所143宗并购重组案例所选用的估价方法——归纳分析成本法、收益法和市场法的使用情况, 分析并购重组企业价值评估方法的使用条件, 得出最终影响价值评估方法选择的是该企业所处的行业的特点、发展阶段和价值类型等因素。

## 二、我国上市公司并购重组价值评估方法选择状况

### (一) 并购重组企业价值评估的作用

从2013年深圳证券交易所143宗上市公司并购重组案例看, 评估价值与交易价格差异率小于等于1%的有111家, 占样本总数量的77.62%, 评估价值与交易价格差异率在1%~5%之间的有6家, 占样本总数的4.2%, 绝大多数并购重组案例的交易定价与评估价值大致相符或基本一致。由此可见, 标的公司的评估价值左右着并购重组的交易价格。

对同一家企业来讲, 不同的评估方法可能会得出不同的价值。中国资产评估协会2011年发布的《资产评估准则——企业价值》中规定: 在对标的企业价值进行评估时有成本法、收益法、市场法三种方法, 评估师需要在充分分析企业情况和评估方法的基础上, 恰当地选择一种或者多种评估方法。在现实中, 当选用的两种不同评估方法出现差异时, 评估师往往倾向于选择对利益相关方更有利的方法。更有甚者, 在不具备条件的情况下, 误用评估方法, 虚假评估, 导致置入上市公司的资产出现大量的“泡沫”。这说明评估机构如果不能正确运用评估方法, 就可能违背评估方法的使用条件, 成为帮助大股东进行利益输送的推手。

### (二) 深交所2013年并购重组企业价值评估方法选择情况

根据国泰安并购重组数据库、巨潮咨询网和深圳证券交易所网站披露的数据, 2013深圳证券交易所的143宗并购重组交易中, 采用收益法和成本法进行综合评估的交易有85宗, 占并购案例的59.44%。这85宗交易中最终

有37宗选用成本法评估结果作为交易价格制定依据,有48宗选用收益法评估结果确定交易定价依据,并且采用收益法估价的目标企业价值都有较大幅度增值。单独使用成本法估价的有48宗,占并购案例的33.57%。使用市场法和收益法进行评估的交易有8宗,仅占交易案例数量的5.59%。

如表1所示,成本法在我国被广泛应用,但收益法应用比例也在不断上升之中,市场法的应用比例较小,并且一般与其他两种方法结合应用。

**表1 2013年深交所并购重组企业价值评估方法选用情况表**

评估时使用方法	宗数	比例
成本法	48	33.57%
成本法与收益法	85	59.44%
收益法和市场法	8	5.59%
成本法和市场法	2	1.40%
总计	143	100%

数据来源:国泰安并购重组数据库。

### 三、并购重组企业价值估价方法选择的条件

#### (一)选择成本法进行价值评估的条件

成本法是利用资产负债表,评估出企业各单项资产的重置价值并进行加总求和,再减去负债评估值得到,实质就是对企业重置净资产的评估,所以也被称为资产收益法。利用成本法进行价值评估时,所需资料易于获取;评估过程中,常用数据是权威部门发布的价格和资料,可靠性强,评估风险小;最终的评估结果是以资产负债表的形式发布的,可理解性强。特别是对处于亏损状态或者清算阶段的企业,评估机构难以评估其收益时,成本法是一种恰当的评估方法。此外,成本法还能回避证监会关于上市公司重大资产重组对盈利预测的要求,因此受到评估机构的青睐。

但是成本法并不是把企业作为一个有机整体去看待,而是视为单项资产的加总,忽略了目标企业的组织成本,也无法评估报表中未反映的最能体现企业发展潜力的,如商誉、人力资源、企业文化等资产的价值。当两个企业的资产相同但是发展前景迥异时,运用成本法进行单项资产评估再加总,会对两个企业评估出相同的价值,这显然无法体现对企业未来发展前景价值的评价,影响了评估价值的真实性。所以,成本法在国外没有得到广泛使用,我国的理论界也认为成本法在企业价值评估中不该占据主要地位。

目前选择用成本法进行评估时,评估机构给出的理由和选择条件为:“企业缺少运用收益法评估的数据”;“公司整体使用成本法,主要资产使用收益法”;“被评估单位近年来收益情况不佳,净资产为负值”;“公司所处境

业的宏观经济形势不乐观,行业发展前景不好或者难以估计”等。

#### (二)选择收益法进行价值评估的条件

收益法认为企业的价值等同于未来收益的现值之和,企业自由现金流量模型的公式如下:

$$A = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF}{(1+WACC)^i}$$

其中:A为评估企业价值;i为企业的存续期限;FCFF为企业自由现金流;WACC为加权资本成本。

对比成本法,收益法克服了成本法注重企业过去、忽略企业未来的不足,同时把企业作为一项整体资源来考虑,更加符合战略性并购的要求。真实反映企业的内在价值,发挥价值评估的评价作用,这也是为何收益法成为国外主流评估方法的原因。

但在运用收益法进行企业价值评估时,收益额(企业自由现金流)、折现率(使用加权平均资本成本模型衡量)和收益期间(存续期间)的选取都依赖于人为主观判断。特别是收益额预测难度大,存在人为操纵的可能性,在评估时容易出现高估收益低估费用的现象。另外,折现率对市场和企业经营状况敏感度高,任何失误都会影响评估结果的准确性,评估风险较大,对评估人员素质要求也更高。所以,尽管国外广泛应用收益法,但在我国并不十分普遍。

为了克服收益法应用中收益额确定不准确的问题,证监会2004年颁布了《关于进一步提高上市公司财务信息披露质量的通知》,增加了公司和聘用的评估师在运用收益法进行评估时,对评估企业未来利润实现额进行承诺的要求。这是证监会对使用收益法的监管,也是我国评估行业与国际接轨的过程中体现出的特色。

目前选择用收益法进行评估时,评估机构给出的理由和选择条件为:“企业具有完善的历史经营材料、稳定的业务收入来源、相关收益的历史数据也能够获取”;“企业发展规划较为清晰,提供收益预测数据可靠、被评估单位的未来业务的开展方案详细并具有各方面的可实施性、未来收益有保障”;“企业在继续保持现状的经营管理模式情况下,能够在可预测的未来保持持续盈利,而且评估人员可以预测和量化企业相关的收益费用、投资、风险等因素”。

#### (三)选择市场法进行价值评估的条件

市场法是在市场上选择与标的企业类似的企业,将企业内部的指标要素加以比较,经过必要的调整确定评估价值,包括参考企业比较法和案例比较法。市场法简单易懂,更受普通投资者的欢迎。相比于收益法,市场法的假设少,如果条件成熟,评估结果也更精确,可以考虑与收益法或成本法共同使用,作为验证手段。且市场本身就是“市场价值”的最好信息来源,企业的价值还是要靠市

场来决定,与其缘木求鱼寻求各种评估模型,不如直接选择市场评估数据更加接近真实价值。

但是市场法的应用暗含了一个前提,它不仅要求较为完善的市场环境和大量可比的交易,市场对于企业价值的反映必须是真实有效的。针对我国目前证券市场的现状,市场法的应用仍需谨慎。在选取应用市场法所需的可比公司指标时,还需考虑指标的真实性,是否易于取得,是否多受公司会计政策的影响。所以,选择市场法也不是没有条件限制的,需要对以上的因素加以甄别才可使用。在2013年上市公司并购重组的143例交易中,没有单独使用市场法进行评估的案例,仅有10例交易将市场法作为方法之一与另外两种方法结合使用。

#### 四、影响并购重组企业价值评估方法选择的因素

##### (一)被并购重组企业所处行业的特点

中国注册评估师协会2011年颁布的《资产评估准则——企业价值》中明确规定:“资产评估师应当根据评估对象、价值类型等相关条件,在与委托方和相关当事方进行协商获得有关信息的基础上,对被评估企业和可比企业财务报表进行必要的分析和调整,以合理地反映企业的财务状况和盈利能力”。所以,在上市公司并购重组选择价值评估方法时,通常要考虑其所处的行业类型、所处的发展阶段以及企业的价值类型等,综合多种因素进行方法选择。

不同的行业具有不同的发展特色、市场结构、收益来源,不同行业的市场前景和国家的宏观政策导向也各有特点。在并购重组中,成本法比较适合利润来源是企业的存货和固定资产等,隐性因素和无形资产对企业价值影响较小且都能在账面上进行体现的一类企业;而收益法适合那些“轻资产”的行业,即仅以账面资产价值进行累加无法反映企业的整体价值,这类企业往往具有良好的未来收益性,且收益多来自于难以进行会计计量的无形资产和隐性因素,或未来有确定投资项目可以产生利润;市场法适用于证券市场上存在类似行业且各种会计数据和会计比率都较为可信的情况。不同行业的特点决定着其适用的评估方法不同。国泰安并购重组数据库2013年深圳交易所主板上市公司评估方法选择行业分类情况如表2所示。

通过表2数据分析,制造业、批发零售业和房地产业选择成本法占比较高,源于该类企业的利润多来源于企业的固定资产,加之这些行业宏观经济政策稳定,盈利水平与行业持平。特别是房地产行业,国家近期的宏观调控抑制房地产行业过快增长,未来房地产企业发展前景未知,因此,60%的评估案例选用了成本法。另外一些行业,如信息技术行业,在并购重组中100%选用收益法,因为近年来政府政策提倡以信息化带动产业化,信息技术行业显现出广阔的发展前景和良好的收益性。在文化行业中,

文化创意、品牌效应和人力资源都是企业收益来源的无形资产,难以通过成本法评估它重置成本,使用成本法评估会低估企业价值,使用收益法评估更为合理。

表2 2013年深圳交易所主板并购重组企业评估方法选择情况的行业分类

行业	成本法所占比重	收益法所占比重	市场法所占比重	合计
制造业	64%	33.33%	1.33%	98.66%
房地产	94.44%	5.56%	0	100%
水电煤气	62.5%	12.5%	25%	100%
批发零售	71.43%	28.57%	0	100%
住宿餐饮	100%	0	0	100%
农林牧渔	100%	0	0	100%
采矿业	100%	0	0	100%
文化传播	25%	75%	0	100%
公共环保	16.67%	83.33%	0	100%
信息技术	0	100%	0	100%
仓储运输	0	100%	0	100%

数据来源:国泰安并购重组数据库。

##### (二)被并购重组企业的不同发展阶段

一个企业的发展分为创业期、成长期、成熟期和衰退期。企业在选择并购重组价值评估方法时,要充分考虑企业所处发展阶段的特征。当企业初创,其发展目标尚不明确,制度和机构也未建立完全,前期投入高、费用大,收益来源也很不稳定,企业的迫切任务是拓展市场以求得生存。评估这类企业价值时,如果运用收益法,通常难以确定未来的收益值。成本费用额也缺乏正常发展阶段的稳定经常性,评估结果的可信度就值得怀疑,可以选择综合成本法和市场法衡量其价值。但是,如果并购是主并方战略投资的需要,譬如风险投资集团,经常选取盈利潜力高的高科技集团作为投资对象,赚取该类企业的上市或者并购后的股票溢价,这种情况下,运用收益法或市场法评估的结果则更加真实可信。

企业渡过初创期,进入成长期和成熟期后,企业市场扩大,收益来源不断增加并趋于稳定。特别当企业进入成熟期后,其经营管理方法和各项制度也在不断规范,企业已经占据了固定的市场份额,品牌优势已经形成,社会形象得以树立。商誉、人力资源等无形资产逐渐为企业带来隐形的收益,这时企业价值已经不能用资产的简单叠加来衡量,更应该体现在它的整体价值、内在价值上,选择成本法评估会低估企业的成长价值和未来收益。

而当一个企业走入衰退期甚至破产清算,企业的收益已经逐渐衰减甚至为负数,能否持续经营仍属未知。对这类企业价值进行评估时,已经无法满足收益法关于企业持续经营的前提,应该采用成本法评估企业存留资产

的重置价值,这样也更易于双方接受。

### (三)被并购重组企业的价值类型

中国资产评估协会2007年颁布的《资产评估价值类型指导意见》中规定:“资产评估价值类型包括市场价值和以市场价值以外的价值类型(投资价值、在用价值、清算价值和残余价值等)”。2005年颁布的《企业价值评估指导意见(试行)》中也规定:“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”。价值类型的确定也直接影响到评估方法中各种指标、参数的选取。

清算价值是指评估对象处于被迫出售、快速变现等非正常市场条件下的估计数额。清算价值可以看作市场价值的一个特例,反映了企业缺乏收益来源,卖方希望尽快处置资产,清偿负债的要求。当企业的并购重组活动是为了挽救处于困境的公司,适用清算价值或残余价值时,选择成本法评估企业价值更加合适。

投资价值多针对特定投资者而言,投资者可以很好掌握投资企业的特定参数和资料,特别在企业间战略性并购,追求合并后协同效应时,运用收益法评估解决了企业未来收益难以确定、参数使用不准确的难点。

市场价值是在一定的交易环境中,交易双方在自愿公平的情况下,对于目标企业价值的最优认识和标准。在市场价值类型下,成本法、收益法和市场法均可以使用,目前我国大多数并购交易的评估价值都是企业的市场价值。除了需要采用清算价值和投资价值两种情况外,在评估企业价值时,如果采用其他非市场价值类型,就会需要考虑很多非市场因素,等同于把交易定价过程的博弈提前到评估阶段,误解了企业价值评估的参考意义,甚至影响评估机构评估的独立性。

另外,在选择评估方法时,还要考虑各种方法所需要的资料是否便于取得。如果市场上存在与评估企业类似的可比企业,并且各项财务指标真实可信、易于获取,可以选取市场法作为评估或检验的手段。但是,交易目的也是需要考虑的因素之一,例如企业置入资产、吸收合并时一般选取的都是未来收益良好的资产或企业,就会选择收益法进行评估,且这种评估会出现较大的增值率,反之,如果企业处于减资撤股时,大多运用成本法评估其价值。

### 五、结论

从深圳证券交易所2013年的143宗上市公司并购重组案例可以看出:标的公司的评估价值左右着并购重组的交易价格;并购重组企业价值的评估方法仍然以成本法为主,但收益法的选择也得到了重视,市场法的选择比例较小且没能单独使用。

从并购重组企业选择评估方法的条件可知:在标的企业不能满足收益法要求,无法使用收益法进行评估时,才不得已选择成本法。以此可预见,随着我国资本市场的发展和完善,涉及企业未来收益的数据资料容易取得时,便会有更多选择收益法来评估标的企业价值的机会,这和西方发达国家目前的情况是一致的;在成本法和收益法之间,收益法更符合决策有用性原则,也更能体现出并购重组的目的;用市场法评估企业价值时,除了要考虑标的企业与参考企业间的可比性,还要重视其会计政策选择差异等因素的作用,所以在大多数情况下市场法不便于单独使用。

在并购重组企业价值评估的实践中,首先分析标的企业个体的特点:所处的行业和当时的价值类型是决定选择成本法或收益法的重要因素。然后厘清标的企业所处的发展阶段和价值类型:企业不同的发展阶段会有不同的价值类型,发展阶段可以决定价值类型,除了清算价值类型要选择成本法外,投资价值类型、市场价值类型都更倾向于收益法。通过影响并购重组企业价值评估因素的分析,可以看出,在住宿餐饮、农林牧渔、采矿业和房地产业等传统行业大量选择成本法,个别选择收益法,而信息技术、仓储运输和公共环保、文化传播等现代先进产业主要选择收益法。所以,收益法在未来的并购重组企业估价中将占有越来越重要的地位,成本法会在特定行业和特殊价值类型下使用。

### 主要参考文献

- 上海证券交易所,中国资产评估协会联合课题组.上市公司2009年度并购重组资产评估专题分析报告[J].国有资产管理,2010(6).
- 程凤朝,刘家鹏.上市公司并购重组定价问题研究[J].会计研究,2011(11).
- 程凤朝.中国上市公司并购重组实务与探索[M].北京:中国人民大学出版社,2013.
- 程凤朝,刘旭,温馨.上市公司并购重组标的资产价值评估与交易定价关系研究[J].会计研究,2013(8).
- 王竞达,瞿卫菁.创业板公司并购价值评估问题研究[J].会计研究,2012(10).
- 李师.企业并购重组资产价值评估与交易价格关系研究[J].财会通讯,2014(8).
- 岳公侠,李挺伟,韩立英.上市公司并购重组企业价值评估方法选择研究[J].中国资产评估,2011(6).
- 黄珍文.公允价值的应用对资产评估业的影响分析[J].审计月刊,2008(3).
- 肖时庆.证券市场资产评估问题研究[D].厦门:厦门大学博士论文,2001.