

# 收益法运用中对“非流动性”的考量

——基于非上市公司股权价值评估

唐莹(副教授)

**【摘要】**当前收益法运用实务中,对是否应考虑非上市公司股权所具有的“非流动性”特性及如何考虑均存有争议。通过对现有相关主流观点进行解析和述评,并借鉴已有“资产定价因素”研究成果,描述在“折现率”测算过程中考虑“非流动性”风险的可行路径,以期为实务工作及后续进一步的理论探讨提供参考,促进收益法运用成效的“更优质性”。

**【关键词】**收益法;非流动性;非上市公司;股权价值评估

**【中图分类号】**F273.4

**【文献标识码】**A

**【文章编号】**1004-0994(2018)15-0119-4

针对非上市公司的股权价值评估,理论上收益法最为适用,该方法着眼于未来,并强调以投资者最为关注的“获利能力”为价值核心,与成本法(资产基础法)相比更能避免因人为操控历史数据所造成的价值失真,同时,也能弥补在市场法运用中因非上市公司股权交易的“隐性”特征造成参照案例选择不当所形成的价值偏离。由于收益法结论的科学性、合理性更多是依赖评估师对评估模型参数特性的把握程度所形成的主观判断能力,故在我国评估理论研究起步晚且非上市公司股权价值评估典型案例较缺乏的现实下,实务中还存在较多影响收益法运用的争议,其中以对“非流动性影响股权价值”问题处理的不同见解最为典型。本文以此为研究点,通过对现有观点进行梳理、分析并提出见解,以期为非上市公司价值评估提供参考,并为实务工作以及后续进一步的理论探讨提供参考。

## 一、收益法运用中是否应考虑“非流动性”影响

### (一)现有观点

依术语解析,“流动性是以最小成本快速转换兑现资产的能力”。流动受限的资产因转让困难而使持有者面临更大的交易风险,故在公开市场上自然会影响其价值认定(由此产生的资产价值折损即可称

为“非流动性折扣”或“缺乏流动性折扣”)<sup>[1]</sup>。非上市公司股权正是以“非流动性”为特性,当以市场法参照同类型上市公司案例评估其价值时,考虑“非流动性折扣”的影响具有无可争议的合理性。但若运用收益法,基于“资产的内在价值是其未来现金流量的现值”原理,“内在价值”是否也应像“市场价值”一样与流动性存有关联?对实务案例进行分析,发现此问题存在争议:部分评估师认为股权的“内在价值”重在反映企业盈利能力,与股东的经济行为并无直接联系,故在收益法参数测算中没必要考虑股权“非流动性”影响;而另一部分评估师则认为“内在价值”的形成路径无法脱离市场影响,正如折现率常用的“CAPM模型”本身就是以证券市场上股票、股指波动率间的线性关系为依据,若不考虑“非流动性”影响,此路径形成的结论就难以体现出非上市公司股权与上市公司股权在价值上所客观存在的差异。

### (二)解析及述评

基于对“内在价值”内涵的理解,笔者认为此争议本身应属伪命题。美国资产评估协会对内在价值所赋予的定义是:“内在价值是一个谨慎的投资者在估算所有可以获得的相关信息数据的基础上,认定的标的资产实际的、真实的价值,如果其他投资者分析标的资产也可以获得同样的价值结论,则这个价

值就成为市场价值。”<sup>[2]</sup>此定义一是强调了“内在价值”是源于“个性认定”，二是明确了相关主体对资产特性的独特感知是基于“可获得信息”，三是表明在条件满足的前提下，“内在价值”将因“感知趋同”而具有成为“市场价值”的可能性。

以此来引申，一项通过“非隐蔽信息”所体现的资产特性，如果资产活动相关方对其感知的依据与其他大部分市场参与者趋同，那么该项资产特性所决定的价值部分在其认定的“内在价值”中与在“市场价值”中应无太大差异。将此代入理解“非流动性”在“股权内在价值”认定中所具有的意义：实证表明，证券市场上股票的“换手率”与投资者预期收益呈反向关系，故在投资对象可选情境下，此“市场共识”对一般投资者的行为选择理应具有较大影响力；当“换手”概率存在于预计前景时，投资者选择放弃随时获得资本利得的便利会增添未来现金流的不确定性，依逻辑来看，必是基于风险感知而抱有相对较高的“投资期望回报率”与之对应，这体现了哲学思想上同等条件下“个性”对“共性”的包含，同时也反映出“共性”对“个性”所具有的指导意义。但若投资者本身具有持股后产生协同效应、获得超额收益的特性，其他投资者因此特性难以比拟而基本不具有该市场参与的可能性，此时“流动便利”所具有的价值则因市场窄化、交易困难而对此投资者毫无意义。该投资者基于对“专享特定利益”的期待而能接受其他一般市场参与者所不能接受的股权价值，故在其价值判定过程中，关于“非流动性”的“共性”指导失灵，评定结论将更多以预期收益体现投资者在股权价值感知上的独特性。

以此描述论断，投资者对“未来回报”的预期实质是基于其关联自身特性而对“资产价值实现方式”所做的预计，此预计决定了“市场共识”是否会对其“价值个性认定”产生影响力，这是收益法评估参数选取的起点，自然也将导向评估资料搜集的具体方向、路径。故即便是将运用收益法评估的结论界定为“内在价值”，其并非就应因“不以交易事实为前提”而对“非流动性”不予考虑，同时也并不是仅因定量模型原理来源于市场，才必须运用“非流动性折扣”参数来体现非上市公司股权价值特性（此应是“果”而非“因”）。目标一致的情况下，三种评估方法本是殊途同归（如收益法“折现率”与市场法“市盈率”间本存在可转换性），“非流动性”相关参数存在的依据应是基于对“股权”流通受限条件及其再进入市场可

能的判定，而并非是争议起源以评估方法原理为前提。依实际来看，投资者持股动机可通过其持股比例予以探析，拥有控制权的股东因其决策关联企业经营，其对“回报”的预期就绝不仅限于现金流收益，加之控股权交易本身存在严苛规则限定，故非上市公司股权“非流动性”的特性因极低再流动几率而对控股权价值并无影响力。基于此，“非流动性”对非上市公司股权价值的影响应局限于对少数股权的价值评定，以此为前提，无论运用市场法还是收益法，不管对此如何定量，都应谨慎考虑。

## 二、收益法运用中应考虑“非流动性”影响

### （一）现有观点

现有非上市公司股权价值评估实务案例中，“非流动性”影响的处理模式主要有两类：一类是按传统路径获取具“流动性”的估值结论，然后通过相应办法额外测算出“非流动性折扣率”，再以“具‘流动性’的估值结论 $\times(1 - \text{非流动性折扣率})$ ”作为最终评定值，此路径与市场法运用中就“非流动性”影响考虑的模式趋同。虽有“估值修饰”（指通过调整评定值反映评估师在估值过程中的欠考虑因素）之诟病，但由于参数获取容易、操作相对简便，故该处理模式基本已成为主流。另一类则是基于“非流动性”对股权价值的影响是源于投资者对风险的界定，因而强调应在估算折现率时对其进行充分考虑，但由于“风险估计”本是收益法运用的难题，故此模式实质上极其挑战评估师的专业能力，在实务运用中没有第一类模式普及。

### （二）解析及述评

上述两类模式中，笔者更赞同使用调整折现率的方法来体现“非流动性”对非上市公司股权价值的影响。这是因为：

一方面，在现代资产评估偏向“咨询”而非“鉴证”的功能取向下，估值过程其实较估值结论更具重要性，折现率的计算过程展示了评估师基于专业对各类风险的客观考量。其中对“非流动性”与期望报酬率的关系描述将为委托者判断是否将“非流动性”影响纳入其行为决策考虑提供科学依据，额外扣除比例数值的做法无法反映参数关联，本质上是以缺乏充足定性分析的定量体现评估师对因“欠考虑因素”形成错估风险的规避，故实质上已削弱估值行为本身的可靠性，不利于行业自律。

另一方面，实务中关于“非流动性折扣率”测算

的“相应办法”本身也存在颇多问题。一种是较典型的“拿来主义”，即直接采纳国内外相关研究领域的经验数据(如EVCA指南“最低水平25%”、BVCA指南的“10%~30%”、国内赵强等专家提出的“20%~25%”)<sup>[3]</sup>，但“非流动性”本身与宏观经济环境、行业特质以及企业资本结构、红利分配政策、委估股权规模等个体特性关联紧密，不考虑适用条件就直接采纳极其盲目，易增大结论误导的可能性。另一种是以国内具相似特征的上市公司为参照，将其法人股与流通股交易数据之差异代入比拟，此做法在理论上较为科学，但就客观性而论，参照目标是否完全可类比还需斟酌考虑，因为上市公司法人股与非上市公司股权“非流动性”特性的起因并不相同，法人股是“交易欠灵活”，而非上市公司股权是“交易欠市场”，持有非上市公司股权所将面临的交易成本与交易障碍实质上远大于持有上市公司法人股。此外，“上市公司法人股与流通股之差异”是建立在信息相对对称的外部环境基础上进行的对比，而“上市公司股权与非上市公司股权之差异”则不能否认信息不对称环境对此所具有的巨大影响力，因而两类差异数据的比较口径实质上不一样，必须通过因素调整实现偏差修订。对此，当前实务中多以量化因素形成系数，再以“可参照折扣率 $\Pi(1+\text{调整系数}_i)$ ( $i=1,2,\dots,n$ , 对应各对比因素)”描述修正路径，但各因素调整比例到底应如何确定才合适?对该问题的处理目前因欠科学依据而较主观随意。

基于以上分析，将“非流动性”作为折现率影响因素纳入收益法估值过程中考虑显然更为严谨，“非流动性”风险与预期收益的关联探讨将使估值过程更趋理性。

### (三)在折现率测算过程中考虑“非流动性”风险的可行路径

当前股权价值评估折现率测算实务中，“CAPM(Capital Asset Pricing Model, 资本资产定价模型)”基本上已成为权益资本报酬率的测算范式，但该模型视阈集中于系统风险，无法对“公司规模”“非流动性”“账面市值比”等实质上影响收益率的其他因素作出解释，故在收益法运用过程中要以风险视角将“非流动性”影响纳入考虑，理应基于因素拓展对CAPM进行修订。笔者梳理现有“资产定价因素”相关理论研究成果，认为“APT(Arbitrage Pricing Theory, 套利定价模型)”和“Fama-French三因子模型”的原理对此最具可借鉴性，故以此导向思维，通过以

下描述体现“‘非流动性’影响预期收益率”具体参数的构建路径：

首先，基于APT原理，设置“非流动性”对应风险报酬率作为CAPM拓展要素。CAPM强调资产收益仅取决于市场组合，而Stephen Ross(APT理论创始人)却基于对套利行为的理解，指出驱动资产价格的因素众多，当相同风险因素的资产具有相同的预期收益率时，市场就无套利机会。以此为指向，在市场竞争均衡的状态下，资产的收益实质上与多项风险因素均存在线性关系，预期收益率即为无风险报酬率与一揽子风险相关报酬率(即 $\sum_{j=1}^k$ 第j个因素的风险溢价 $\times$ 第j个因素的载荷)的合集<sup>[4]</sup>。APT由于并未就因素要目进行说明而受到诟病，但不可否认其对风险溢价的研究较CAPM更具深广性。基于该模型原理，将持有非上市公司少数股权所面临的风险局限于显性的系统风险与“非流动性”风险，即可以双因素模式构建特定范围内的APT(或拓展性的CAPM)公式： $E_{ri}=r_f+\beta_{im}\times(E_{rm}-r_f)+\beta_{il}\times E_{illiq}$ ，公式中的 $\beta_{il}\times E_{illiq}$ 代表投资者因“非流动性”风险的存在而额外期望的报酬率，其中 $E_{illiq}$ 为因“非流动性”所要求的补偿， $\beta_{il}$ 为其对应风险系数，通过对 $E_{illiq}$ 的定量分析，体现出在非上市公司股权估值过程中对“非流动性”风险的特殊考虑。

然后，模仿Fama-French三因子模型中因子影响测算方式对 $E_{illiq}$ 予以定量。Fama和French认为利用“市值”及“市净率”就足以解释除系统风险以外的还会引起资产个体收益差异的各项原因，因而以“市值[以B(大)、S(小)体现数据特征]”和“账面价值比[市净率的倒数，以H(高)、M(中)、L(低)体现数据特征]”为标志，以排序指标交叉拟合的方式设置六组投资，用SMB(Small Minus Big, 反映小市值投资组合回报率与大市值投资组合回报率之差)、HML(High Minus Low, 反映账面价值比高投资组合回报率与账面价值比低投资组合回报率之差)两参数体现因子影响，由此创新定价公式： $E_{rit}=r_{ft}+\beta_1\times(E_{rmt}-r_{ft})+s_i\times E_{SMBt}+\frac{1}{N}\sum_{i=1}^n\frac{|r_{ik}|}{Vol_{ik}}+h_i\times E_{HMLt}$ <sup>[5]</sup>。以“建立排序标志—指标测算—样本排序—样本划分—求差取值”路径为参照，即可将 $E_{illiq}$ 定量结论模仿定义为“按股权‘流动性’特性标志排序分组后的样本组平均收益率之差”，通过排序标志的科学性来证明估值过程的合理性。

当前学术界针对股票“流动性”考量的研究成果较多,本文基于对前人分析的梳理,赞同在评估实务中将排序标志定位于以“流动比”为衡量基础的“Amihud非流动性比率”:一方面,该比率属于“价量结合法”(即将价格变化与交易量结合考量“流动性”)的分析成果,在反映“流动性”思维特性上较“时间法”“价差法”“交易量法”更为全面(“时间法”形成指标如“零收益比率”,侧重以“即时性”反映;“价差法”形成指标如“买卖价差”,侧重以“宽度”反映;“交易量法”形成指标如“换手率”,侧重以“深度”反映;“价量结合法”可从“弹性”“宽度”“深度”三个维度综合反映);另一方面,该比率公式  $\frac{1}{N} \sum_{i=1}^n \frac{|r_{ik}|}{Vol_{ik}}$  (N为时间区间内交易天数; $r_{ik}$ 为股票i在第k天的收益率; $Vol_{ik}$ 为股票i在第k天的成交金额)中的各项参数在实务中相对较易获取,因而使其运用具备了较高的可行性。依说明,“非流动性比率”是以“内生”视角描述股票的“流动性”,强调股票“流动性”与“交易量对价格的冲击系数”间应是呈反向变动关系(“非流动性比率”越小,股票的流动性就越高),故以对各股票“非流动性比率”的测算值导向样本排序,对投资者潜在“同行业选股”需求也极具参考意义。

在估值实务具体运用中,应遵循前述“求差”路径:第一步,将参照目标锁定为待估股权企业所属行业上市公司,并按统计方法抽取一定数量的交易股票为样本(为排除“特异性”,不选择ST类股票);第二步,以公式测算各样本的“非流动比率”并以其导向排序;第三步,以超1/3的比例在序列首、尾选取“高流动性”“低流动性”样本组(如按“非流动性比率”升序排列,可将排在前40%的样本定义为“高流动性”组,排在后40%的样本定义为“低流动性”组,降序排列则相反);第四步,测算各样本组等权平均收益率;第五步,将“低流动性”样本组等权收益率减去“高流动性”样本组等权收益率,以此差额即可对  $E_{illiq}$  进行数值界定。

最后,依常规方法测算 $\beta$ 值。针对 $\beta_{im}$ (系统风险系数),可以参照WIND资讯行业统计数值,就“财务杠杆”“经营杠杆”因素予以修订,即以常用

公式“ $\frac{\beta_1}{1+(1-T_1)(D_1/E_1)} \times [1+(1-T_2)(D_2/E_2)] \times (1 + \frac{\Delta EBIT_2/EBIT}{\Delta S/S})$ ”确定。该公式中,下标1为所参照上市公司数值,下标2为待估企业数值;经营杠杆本应以“固定成本/可变成本”确定,但此方面的数据不易获取,故以相对近似的“息税前利润变化的百分比/营业收入变化的百分比”代替。针对 $\beta_{il}$ (“非流动性”风险系数),可参照市场模型“ $E_{it} = \alpha_i + \beta_{im}$ ”,利用统计软件以“低流动性”样本组收益率回归测定,由于以回归方式求 $\beta$ 值的做法在实务中已非常成熟,加上本文研究重点不在于此,故对此就不再赘述。

### 三、结语

本文通过对“内在价值”的概念进行解读,透过“‘内在价值’与‘市场价值’实为体现价值认定上的‘个性’与‘共性’”来理解股权价值评估中何时应考虑“非流动性”影响,提出不应将收益法原理作为“是否考虑‘非流动性’影响”问题的判定依据,同时基于对估值过程完整性和参数构建科学性的考虑,认为参照“APT”和“Fama-French三因子模型”在“折现率”测算中考虑股权“非流动性”影响更为合适,望以此吸引更多实务工作者参与探讨,以减少争议并促进现代估值活动更严谨地进行。

#### 主要参考文献:

- [1] 赵强,苏一纯. 企业价值评估中股权缺乏流动性减值折扣研究[J]. 中国资产评估,2002(1):5.
- [2] 赵强. 资产评估价值类型的探讨[J]. 中国资产评估,2012(12):26~28.
- [3] 胡晓明. 非流动性折扣的度量与行业差异分析[J]. 会计之友,2016(24):2~5.
- [4] 姚欢,王杰琼,陈先语,杨志浩. 套利定价理论文献综述[J]. 经济研究导刊,2013(9):11~12.
- [5] 刘辉,黄建山. 中国A股市场股票收益率风险因素分析:基于Fama-French三因素模型[J]. 当代经济科学,2013(4):27~31.

作者单位:重庆商务职业学院会计学院,重庆400030