

A股

资本市场中企业并购现象逐年上升。然而，对并购过程中目标企业的价值进行评估，则是并购过程中最重要的环节。目前，在企业价值评估中主要运用的评估方法有收益法、资产基础法和市场法。不同的评估方法有不同的适用情况，以及不同的评估参数，最后得到不同的评估结果。因此，在并购过程中，选择何种评估方法对目标企业进行估值是迫切需要解决的问题。

来源 | 经理人传媒旗下《经理人》杂志

■ 文 / 徐琴峰*

来源/公众号

随着我国资本市场的不断发展，经济主体的交易日益活跃，资本市场涌动，企业并购活动频繁，产业整合越来越加速。以近10年维度，并购案例数均在1000笔以上，且在2015年达到了顶峰1693次，并且平均每1-3家上市公司就会发生一次并购交易。

2020年，一场突如其来的疫情对于一些现金流比较充裕的上市公司来说也是一种机会，可以通过企业并购的方式对一些现金流比较短缺的企业进行并购重组，加快了市场并购整合的速度。

要确定并购过程中企业的价值，就需要选择适当的评估方法对并购企业评估基准日的价值进行评估

。目前，较主流的评估方法有市场法，收益法以及成本法（企业价值评估中又称为资产基础法），除此之外，基准地价修正法，假设开发法，清算法等也是个别企业并购过程中所采用的方法。

以近十年A股市场

并购过程中所采用评估方法的统计，2012年至2021年，近13902笔并购交易（原始数据来源于国泰安

CSMAR数据库）来看，收益法和资产基础法的使用频率远远超过了其他方法。而在两种方法中，收益法是目前并购过程中企业价值评估中最常用的方法，比率达到了40%。

估方法

● 资产基础法

在企业价值评估中，资产基础法是成本法的多次应用，评估的目的是要评估被并购企业的净资产（股东权益）的价值。计算公式为“净资产 = 资产 - 负债”。因此，评估的范围是被并购企业的所有的资产和所有的负债。企业资产的价值是组成企业的不同要素资产的评估值的和，一般情况下，可按照资产负债资产这一列对企业的资产进行分类后逐一来对每项资产求评估值，如流动资产和非流动资产的评估价值之和，或者有形资产和无形

资产及商誉的评估值之和。企业负债

的价值往往以财务报表里的账面值作为评估值的参考依据。

实务中关于资产评估值的计算有两种方法，净资产账面价值法和重置成本法。

净资产账面价值法。根据企业财务报表上的数据，跟调整系数运算得到评估值，其计算公式为“资产评估值 = 资产账面价值 × (1 + 调整系数)”。其中，资产账面价值来源于审计之后的财务报表，评估人员需根据资产的实际情况确定资产的调整系数。

该方法计算简便，数据获取容易，但是对于一些会计政策具有较大弹性的企业，其资产账面价值可根据会计政策作相应的调整，净资产账面价值方法得到的结论存在一定的误差及人为的调整；并且资产账面价值是一历史数据，不能反映资产未来的盈利情况。

重置成本法

。重置成本法计算并购企业资产的价值，是指在现行条件下，重新购买或者建造被评估对象之后，再减去其购买至评估基准日期间的各类编制之后，差额即为评估值。在并购过程中，重置成本法考虑了并购的机会成本，决策过程中所考虑的问题更加全面，此为该方法的优点。但是，在实际并购实务中，从技术角度而言，“重置”是有一定的难度的。

● 市场法

市场法是单项资产评估中应用最广泛的方法，在企业并购过程中，也有一定的应用。市场法，主要是要找被评估对象的参照物，对于企业而言，其参照物往往是同行业规模相当的同类型企业，然后根据其参照企业的评估值进行修正，得到被评估企业的价值。

在并购过程中，市场法又变成了间接比较法。往往根据企业的经营状况，找相应的财务比率，然后根据类比企业价值以及财务比率得到被评估企业的价值。计算公式

如：

并购过程中

，若被评估的企业有同

行业类似的可比公司并持续经营，且 β 系数

接近1，即风险程度和整个市场平均风险差不多，则可用市盈率作为财务比率评估

企业价值：计算公式为“标的公司企业价值 = 标的公司净利润 × 可比市盈率”；

并购过程中，若被评估的企业有同行业类似的可比公司并拥有大量资产，净资产为

正的公司则可用市净率作为财务比率评估企业价值：计算公式为“标的公司企业价

值 = 标的公司净资产 × 可比市净率”；

并购过程中，若被评估的企业有同行业类似的可比公司且销售成本较低的服务类公

司，或者销售成本率

趋同的传统行业公司，则可用市销率作为财务比率评估企业价值：计算公式为“标

的公司企业价值 = 标的公司销售收入 × 可比市销率”。

市场法在企业价值评估中，从理论上来说，其所需要的参数都能够直接从市场中获取，是客观存在的指标，而无需人为地进行确定，但是，由于我国的资本市场尚处于初步发展阶段，且对于并购企业而言，企业和企业之间的交易案例有明显区别，因此，在实际并购过程中，市场法应用受限。

● 收益法

收益法是企业价值评估过程中应用最广泛的一个方法，评估人员在并购过程中对企业价值进行评估是，往往首选的

就是此方法。比如自由现金流

折现模型，就是用企业未来的预期自由现金流作为收益进行折现求现值的方法。在

实务操作过程中，由于企业持续经营假设，往往需要预测被并购企业很久之后的收

益，因此，实务中往往将未来的现金流分成两阶段，第一阶段为预测期，第二阶段

为预测期后（永续期），评估计算公式为“被估企业价值”。其中， $FCFF_i$ 为企业

第*i*年的自由现金流， $WACC$ 为加权平均资本成本

率， n 为预测期的年限， g 为永续期现金流的增长率。

该方法的优点是便于理解且计算过程简便。但同时该方法的缺点也不容忽视，对于企业价值评估而言，企业所处的市场环境、金融环境及政策环境等存在很大的不确定性，比如2020疫情之后如雨

后春笋般大量出现的社区团购

，近两年，其收益有了飞速增长，但短暂的爆发期之后，渐渐趋于平静，不少社区

平台出现大洗牌，优胜劣汰，橙心优选、京喜拼拼、十荟团均已撤出战场。

因此，要对被并购企业未来的收益进行预测，无论是短期的还是长期的都不是一件简单的事情，甚至有时候预测的结果是没有任何意义的。同样，对于贴现率而言，现有的模型中使用的贴现率往往自始至终都是同一个，但在实际企业经营过程中，企业未来所面临的风险是不确定的。

● 其他评估法

除上述三个基本的评估方法之外，企业在并购过程中，偶尔还会选择其他的评估方法，如：基准地价系数修正法，勘察成本效用法，综合评价法，偿债能力分析，报表折算法，假设开发法，采用处置收入扣减清理费用的评估方法，清算价格法，决策树法，残值计算法，以及近年来出现的期权法等等。

各评估方法的适用性

从“不同年度并购交易中评估方法的选择对比图”可以看出，近10年来，资产基础法和收益法仍是并购过程中，目标企业价值评估最常选择的评估方法。

从趋势角度，收益法在并购过程中的运用逐渐广泛起来，地位在不断提升，在2015年的并购交易中，有近一半的并购交易采用了收益法，且这个比例一直保持在40%上下。那是因为在上市公司并购交易中，投资者最关心的往往就是资产的盈利能力，并购后目标企业能给上市公司带来的预期收益，而收益法恰恰就是从“收益”这一角度来对资产的价值进行评估的，因此，其更能被投资者，被收购方以及监管部门多接受。而且，随着我国资本市场制度的不断完善，预测未来收益的技术手段逐渐丰富，收益法的应用会越来越普遍。除此之外，资产基础法仍是并购过程中普遍选择的评估方法。

相对其他方法而言，资产基础法在参数的选择以及运用过程中，更加的简便，以目标企业的财务报表作为基础，指标相对客观，更易于在评估过程中的验证。

制造业是各行业中分布最广的行业，其发生并购交易的比例在各行业中最高的，在总计13,902笔交易案例中，涉及到制造业的并购案例达到了6138笔。可以看到，制造业并购交易中所用到的评估方法主要是，资产基础法和收益法，两者占比相当，都在35%~40%之间。传统的制造业以加工、制造为主，新兴制造业以新材料、新能源为主，无论是何种制造业，其价值主要体现在实物类的有形资产中，如设备、房屋等，而资产的价值和其获利能力往往是相当的，因此，在实务并购过程中，无论选择资产基础法或是收益法，对目标企业价值进行评估，差异往往不会太大。

在过去十年间，房地产行业发生的并购交易比例也较高，总计896次。相较于其他行业而言，房地产行业中，资产基础法的比例特别高，占比三分之二以上，达到了67.86%。造成该现象的原因是由于房地产行业本身最核心的价值在于，其土地使用权以及在建项目的价值，而这刚好就是资产基础法在评估过程中最关注的指标。

总结而言，资产基础法，市场法和收益法是并购中对目标企业价值评估最常用的方法，选择适当的方法对目标企业估值是并购的关键，是保护和平衡并购方与目标企业的重要手段。随着我国资本市场的逐渐完善，并购环境的不断成熟，评估方法的选择必然会更加多样、科学，评估结果会更贴近目标企业的真实价值。

本文参考文献

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):6.

周欣. 中国石油行业并购目标企业价值评估研究[D]. 北京交通大学, 2015.

刘越. 财务可行性分析在企业并购中的应用——基于企业价值评估[J]. 财会通讯：中, 2017(4):4.

李学彦, 李梅芳, 王红艳.
国际财务管理中企业价值评估方法的比较研究——基于企业并购视角下[J]. 中国农业会计, 2016(7):3.

熊为峰. 基于并购视角的企业价值评估探讨[J]. 商讯, 2020, No.225(35):110-111.

常荣庆.
企业并购中的目标企业价值评估风险及防范研究——以QS公司并购LW公司为例[J]. 当代会计, 2020(11):2.

郭泰岳. 上市公司并购中目标企业价值评估研究——以互联网企业为例[J]. 技术经济与管理研究, 2020(1):6.

童珍珍, 王明国. 基于投资型并购企业价值评估方法的选择探讨[J]. 北方经贸, 2020(9):3.

如涉及版权请告知删除，我们对文中观点保持中立