

企业价值评估师折现率选取的常见问题(二)资产评估师考试  
PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

[https://www.100test.com/kao\\_ti2020/520/2021\\_2022\\_\\_E4\\_BC\\_81\\_E4\\_B8\\_9A\\_E4\\_BB\\_B7\\_E5\\_c47\\_520868.htm](https://www.100test.com/kao_ti2020/520/2021_2022__E4_BC_81_E4_B8_9A_E4_BB_B7_E5_c47_520868.htm) 一、贴现率与资本化率混淆

贴现率即资本成本，应用于计算所有预期经济收入。包括对所有分配和实现或易于实现的资本的正确评价。资本化率是某些特定经济收入的一个因子（例如，最近12个月、未来12个月或其他时期的收入或现金流）。只有预期长期经济收入水平是固定的，而不是毫无信心时，这两个比率才相等。然而，一些评估师错误地将现值贴现率（即资本成本）作为直接资本化率使用。有时他们会犯相反的错误：将直接资本化率用于贴现预期现金流或其他预期经济收入。

二、利用公司的资本化率评价高风险或低风险的并购预测

资本成本是市场导向型的。它是投资的函数，而不是投资者的函数。如果收购者利用自己的资本化成本设置收购价格，以此贴现高风险收购者的预期现金流，那么当收购公司完成收购之后，它所面临的风险将会增加，更进一步的结果是公司的总风险和资本成本增加。我们可以预期市场将会降低收购者的股票价格，收购者的股票价格因为收购而减少是一个非常普遍的现象。然而不可能分辨出收购的多少，这或者是由于隐性高估了未来现金流，或者是由于对公司资本成本的市场调整。

同样的原则被应用于与收购相关的内部资本预算和项目选择。如果所考虑项目的风险高于或低于作为一个整体的公司行为，那么这个项目的预期现金流应该用更高或更低的贴现率进行评估。在决定潜在竞争项目时，应该认真分析这些项目以恰当反映每一个项目的风险，并将这些项目的现值贴现

率应用于预期项目的计算。三、将历史收益率错误用为预期收益率 评估师应该始终记着资本成本是一个前瞻性概念。资本成本是指预期收益率，市场将以预期收益率来吸引对被研究证券的投资。最常见的错误之一是，通过从行业合成数据，获得的数据来计算最近的平均历史收益率（一个行业得到的收益），并且假设这个平均值是为吸引那个行业中的投资而必需的预期收益。在过去的最近几年中这些收益已为特定企业所获得，它可能远远高于或低于未来为吸引向该行业的投资而支出的资本预期收益。在资料（如年度报告研究）中显示的收益是账面价值，而相关收益测量的是市场价值的收益（这里并不打算评价历史收益所有需要考虑的因素，如长期平均股权风险溢价）。四、与经济收入变量不适合的贴现率 在应用收入方法进行价值评估时，最常见的错误是：在对经济收入进行贴现或资本化时，使用与经济收入不适合的贴现率或资本化率。错误的种类非常多。关于那些错误的讨论，下文仅涉及少数几个。把安全率应用于风险溢价的贴现或资本化。虽然不是最常见的不匹配错误，但是将安全率用于风险溢价的贴现或资本化也是最严重的错误之一。例如，对于评估师们来说，用美国国库券利率对一个高风险的预期收入进行贴现是一个严重的错误。把真实的贴现率应用于名义（现在）的经济收入预期中。一些评估师错误地从现值贴现率中扣除预期通货膨胀率，然后把调整后的贴现率应用于经济收入推算，这个推算包括了通货膨胀。值得注意的是艾伯森协会数据中显示的是名义数据，即包括了通货膨胀的数据。在美国使用收入方法进行价值评估最普通的办法，包括在其他成熟经济学中，是用名义数据（对包括通货膨胀的影响

) 解释经济收入的度量，并且使用名义贴现率。在恶性通货膨胀的国家，更常用的方法是以现实期限解释预期经济收入，使用的贴现率不包括预期通货膨胀。将资本成本应用于由税后收益推导税前收益。无论通过建立模型、CAPM还是DCF计算资本成本，在所有的事例中他们都是支付公司所得税后收益。如果被评估的实体属于实体水平的所得税，那么把用那些方法计算的资本成本应用于税前经济收入的计算是不适当的。从贴现率中扣除短期高速增长来估算资本化率。把现值贴现率用做直接资本化率包括扣除长期持续增长率的评估值。许多公司希望保持短期高增长，而这一增长将持续下降。如果将短期高增长率从现值贴现率中扣除，那么得到的资本化率是保守的，这将导致价值高估。在这种情况下，两阶段或三阶段DCF价值模型常常可得到比直接资本化模型更可靠的价值。

五、应用价值评估的超收入方法导致不符合实际的资本成本

资本成本分析的一个应用是对价值指标进行合理性检验。价值指标通过超收入方法得到。在超收入方法中，要估算两个资本化率：1. 有形资产的资本化率（或收益率）；2. 额外收入的直接资本化率（超过必需的投资回报的额外收益）。资本化率可以通过超收入方法，利用本章中前面部分讨论的差异很大的方法获得。超收入方法建立在资产收益，而不是资本收益的基础之上。然而，超收入方法估算的价值应该反映直接资本化率。如果我们通过资本成本估算方法计算现值贴现率，并扣除长期持续增长的合理估计，那么直接资本化率与其推导数值非常相似。表1 - 3提供了这样一个合理性检验的例子。表13 公正性检验完全股权资本化率是否与我们用内生模型得到的资本化率大致相等？1.

使用超收入方法对完全股权直接资本化率进行分析：股权净现金流量270美元用显示股权价值除1205美元等于对股权使用直接资本化率（ $270\text{美元} \div 1205\text{美元} = 22.4\%$ ）22.4%  
2. 股权内生方法计算直接资本化率：20年期政府债券利率7.0% 小额股票股权风险溢价（将一般股权溢价与小额股票溢价相结合）15.8% 被研究公司特定风险溢价5.0% 总需求收益率（现值贴现率）27.8% 扣除预期持续增长率4.0% 等于将直接资本化率应用于股权净现金流量23.8% 根据合理性检验，超收入方法的结果是合理的。如果我们将270美元现金流按23.8%的比例资本化为股权，通过超收入方法获得的数值与1205美元相比，我们可以得到1134美元的显示价格。即使资产和资本需求收益率不同，这些价值指标也会在相对合理的范围内下降。如果价值指标明显不同，我们就应该重新检查我们计算和假设的条件。在上面的例子中，我们仅仅处理股权的直接资本化率。这是因为评估师们使用的大多数数据的来源犯了如下错误：它们仅仅显示了股权收益而不是资本收益。然而，超收入方法与最小化所有权收益相比，前者更经常用于评估价值控制所有权收益。然而，总投资资本的收益，正如WACC度量所显示的那样，是相关的。因此，在可行性测试中也应该考虑总投资资本的直接资本化率。

### 六、预测增长超过被评估资本所支撑的增长

随着业务扩展，公司一般需要附加劳动力资本和资本支出来支撑水平逐渐提高的运作。将现金流作为未来经济收入度量的一个好处是迫使评估师认真考虑这种需要。然而，这些投资需求常常被低估。当资本成本被用于评估时，它评估的仅仅是价值评估日的投资资本。现金流的计算考虑了如下因素：资本配备中必要的再投资和为

了支撑预测运作的附加劳动力资本。然而，如果被贴现的项目不被现金流项目中的资本支出和劳动力资本津贴完全支撑，那么将需要附加投资来获得那些预测的结果。在这一事例中，现存投资的显示价值高于需要注资的现值。

七、资本结构映射的内部不一致 被研究公司的资本结构应该反映使用资本成本的加权平均方法和为消除杠杆效应对贝塔进行调整的方法。资本结构映射建立在市场价值基础之上。在估算股权市场价值的过程中，评估师们经常假设一个资本结构，而最终按照估算的市场价值计算的股权市值得到的资本结构，却与所假设的资本结构不同。在这些事例中，不得不调整资本结构映射，并不断重复这个过程，直到估算的股权市值的最终资本结构与估计资本成本的映射一致。更糟的一种情况是不能计算市值资本结构，而仅仅使用账面值。如果公司获得的经济收入高于平均值，那么股权市值可能超过账面价值。这不仅对于被研究公司是正确的，而且对于被用来估算计算行业平均资本结构的样本公司也是正确的。如果股权言过其实，那么在资本结构中低成本债务的假设比例将会太高，这将导致WACC的低估和价值的高估。

八、得到的是价值标准而不是约定价值的假设 一个常见错误是它所反映的是资本结构而不是公司实际资本结构（因此推导的WACC和公司实际WACC不同），价值标准是小股东所有权收益的公平市场价值。如果收购方使用自己的WACC，那么其计算结果应是收购方的投资价值而不是公平市场价值。而且，如果股权所有权收益是最小化所有权收益，那么股东无法对资本结构进行变动。

100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 [www.100test.com](http://www.100test.com)