

● 经济管理

论企业价值评估与全面价值管理^{*}

李晓明¹, 袁泽沛²

(1. 佛山科学技术学院 经济学院, 广东 佛山 528000; 2. 武汉大学 商学院, 湖北 武汉 430072)

[作者简介] 李晓明(1950-), 男, 甘肃靖远人, 佛山科技学院经济学院高级经济师, 主要从事财务管理和企业资本经营研究; 袁泽沛(1949-), 男, 湖北老河口人, 武汉大学商学院工商管理系教授, 主要从事工商企业管理理论研究。

[摘 要] 企业价值取决于预期现金流量的折现值或投资资本加预计经济利润现值。经济利润法与现金流量法相比, 更具有与企业价值相关联又便于层层分解实际考核的双重优点。对经济利润的投资资本回报率等指标进一步分解, 可形成对利润表和资产负债表相关价值链的全员全过程的全面系统管理。通过建立价值管理的保证体系, 培植价值管理的企业文化, 制订严密的循环管理程序, 能有效地创造企业价值。

[关键词] 价值评估; 全面管理; 企业价值

[中图分类号] F275.5 [文献标识码] A [文章编号] 1008-2999(2002)03-0312-07

在市场经济条件下, 股东进行资本投资的最终目的是追求资本的剩余价值, 企业经营的目标是谋求企业价值最大化。深入探讨企业价值的内涵和影响因素以及全面价值管理的特点、程序和方法, 对加强企业价值管理有现实意义。

一、企业价值内涵及评估方法

企业价值是预期现金流量的现值, 是把未来年份的预测现金流量用含有资本成本和风险成本的折现率折算为现值, 这要考虑资本的市场风险成本和利润增长, 一项投资如果回报高于同样风险下的资本成本, 便创造增值资本价值。公司的投资回报率越高, 资本的边际收益越大, 加大投资将产生更多的现金流量和更高的价值。评估企业价值的方法主要有现金流量折现法和经济利润法。

(一) 现金流量折现法

现金流量是企业经营所产生的税后现金流量总额, 可以提供给企业资本的所有供应者, 包括债权人和股东。现金流量等于净营业利润减去净投资, 其中净投资是包含流动资产和长期资产扣减折旧等非现金支出的净额。在净营业利润与净投资中加上折旧, 可得出毛现金流量和总投资。现金流量表示为:

$$\begin{aligned}\text{现金流量} &= \text{净营业利润} - \text{净投资} \\ &= \text{毛现金流量} - \text{总投资} \\ &= (\text{净营业利润} + \text{折旧}) - (\text{净投资} + \text{折旧})\end{aligned}$$

按资本资产定价模型确定股本的单位机会成本, 应为无风险证券回报率(5年—10年期国库券利

率)加上资本投资的市场风险价值。将股本的单位机会成本和负债的利率按比例加权平均,可以确定资本的单位成本。然后参照行业的资本回报率等因素确定折现率,代入以下公式计算企业价值:

$$TV = \sum_{i=1}^t F_i \frac{1}{(1+r)^i} + V_t \frac{1}{(1+r)^t}$$

式中:TV为企业价值; F_i 为*i*年企业现金流量;*i*为年份; V_t 为*t*年企业的终值;*r*为折现率。

(二) 经济利润法及其特点

经济利润的概念最早出现在新古典经济学派马歇尔的《经济学原理》著作中,他写道:“(所有者或经营者)按现行利率扣除其资本利息后,所留下的利润可称为其经营或管理的收益。”马歇尔指的是企业在任意期间内所创造的价值,即经济利润,不仅要考虑会计核算中的费用支出,还要考虑经营活动中所用资本的机会成本。经济利润为投资资本回报率减单位资本成本的差额乘以投资资本,是从经济学的角度出发,衡量投入资本所产出利润超过资本成本的剩余利润。公式如下:

$$\begin{aligned} \text{经济利润} &= \text{投资资本} \times (\text{投资资本回报率} - \text{单位资本成本}) \\ &= \text{净营业利润} - \text{资本成本} \\ &= \text{净营业利润} - (\text{投资资本} \times \text{单位资本成本}) \end{aligned}$$

上式表明,经济利润是净营业利润超过投资资本机会成本的溢价。经济利润虽与会计净利润有联系,但也有区别,它要对企业的全部资本包含股本和负债均明确计算资本成本,并考虑资本机会成本,而不像会计利润仅将实际发生的债务利息计入财务费用。经济利润法说明公司的价值等于资本投入量加上其预计经济利润的折现值。公式为:

$$\text{企业价值} = \text{投资资本} + \text{预计经济利润现值} \quad \text{股本价值} = \text{企业价值} - \text{企业负债}$$

如果企业每一周期的净利润等于其资本成本,企业价值只等于最初的投资资本。只有当企业的净利润大于其资本成本时,企业价值才大于其投资资本,才有资本增值的经济利润。

在实际计算时,如考虑净利润增长率和新增投资资本回报率,经济利润价值等于经营预测期第一年的恒值经济利润现值,加上该年之后年增长利润以超过单位资本成本的回报率而额外创造的增值经济利润现值。如果预期新增投资资本回报率等于加权平均的单位资本成本,则增值经济利润为零,企业价值仅等于投资资本加上第一年的恒值经济利润价值。如采用无限年折现公式表示,则:

$$TV = G_0 + \frac{J}{b} + \frac{K \frac{g}{h} \times (h - b)}{b(b - g)}$$

式中:TV为企业价值; G_0 为初始投资资本;*J*为预测期第一年中正常的经济利润;*b*为加权平均的单位资本成本;*K*为预测期第一年中正常的净营业利润;*g*为年净营业利润恒值增长率;*h*为预期新增投资回报率。

这个公式中,有两个关键因素可以影响企业价值。一是企业利润及资本的增长率。如果投资资本的回报率相同,增长率较快的企业其价值要高于增长率较低的企业;二是建立在单位资本获利能力和投资机会成本基础上的投资资本回报率,单位投资获利较高的企业,其价值要高于获利较少的类似企业。这些关键因素指标的计算公式为:

$$\text{投资资本回报率} = \text{净营业利润} \div \text{投资资本} = \text{销售利润率} \times \text{资本周转率}$$

$$\text{投资资本} = \text{营业流动资金} + \text{固定资产净额} + \text{其他资产}$$

$$\text{增长率} = \text{新增投资资本回报率} \times \text{投资率}$$

$$\text{投资率} = \text{年新增投资} \div \text{净营业利润}$$

现金流量法难以通过对实际和预计的现金流量的比较来跟踪了解企业经营期投资资本的情况,任何一年的固定资产与流动资金方面的随意的投资,都会影响现金流量及折现值,管理者很容易只是为了改善某一年的现金流量而推迟投资,使企业长期价值创造遭受损失。经济利润法不考虑前后年度资本随意投资额的大小,仅确定单一时期的预计经济利润,并可以同实际产生的经济利润对比分析,以弥补

现金流量折现法的这一不足,有与企业价值相关联又便于对价值实效计算考核的双重优点。

二、影响经济利润的价值因素分解和价值分析

在现代分权控制的企业组织中,每个业务部门在资金和经营管理方面有独立、自主的权力。因此,每一个部门必须管理他们的自有资金,部门经理必须担负起两项重任:成本利润管理和资金管理,对有一定投资决策权的企业部门还要增加投资管理。这些管理活动一般都体现在经济利润的实现过程中。

(一) 影响经济利润的价值因素分解

根据计算经济利润公式,把经济利润分解为投资回报率、单位资本成本和投资资本 3 个因素,对影响资本回报率的销售利润率与资本周转率可进一步分解,其分解后的财务信息可取自利润表和资产负债表。因此,企业可以追踪被进一步细分的价值链,分析评价各部门各作业环节对于创造企业价值的作用。再按逐级细分的价值因素开展价值分析,并采取相应对策,如图 1 所示。

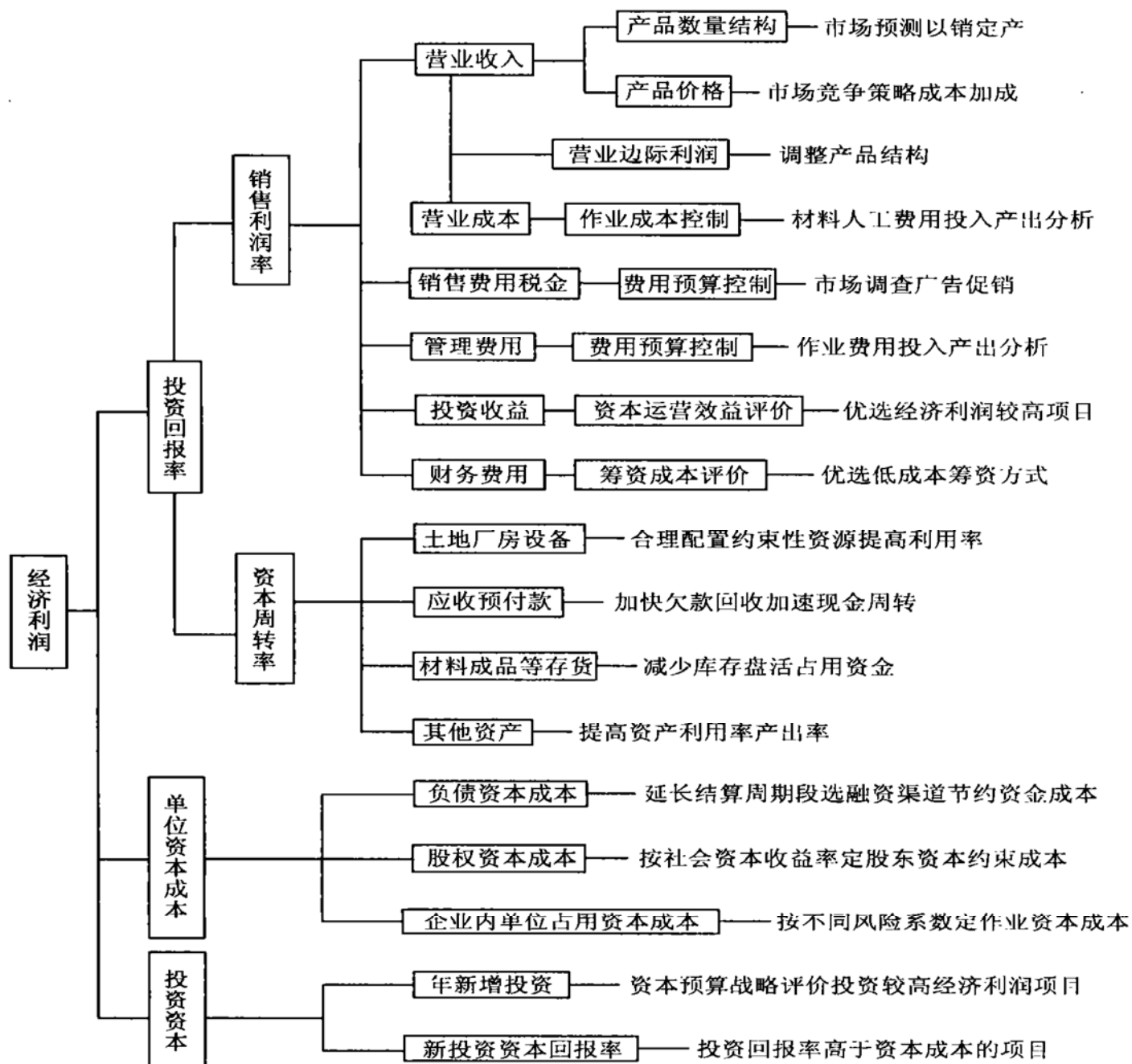


图 1 企业价值链分解剖析图

(二)企业价值因素分析方法

企业为增加其价值,可以按投资资本回报率、资本成本和投资资本增长率的分解因素采取相应措施,主要有:增加其现行投资资本的赢利水平,提高投资资本回报率;增加新增资本的边际收益和新上项目的效益,提高新增资本投资回报率,在新增资本回报率超过单位资本成本有资本溢价的情况下,提高投资资本增长率;降低筹集资本成本。

开展价值因素分析,首先要寻找提高经济利润的途径。如通过提高售价,或削减成本来增加边际利润;要求业务单位削减销售费用、管理费用及辅助费用;降低存货及应收账款水平,加快资金周转,提高销售利润率和资本周转率,增加经济利润。

其次,对部门的业绩评价应与企业价值最大化保持一致性。要把部门业务的发展与企业总体经营战略协调一致。单纯评价投资回报率,容易诱发不注意企业长期发展,从短期利益出发缩减必要的资本投资的倾向。提高部门投资回报率的行为有时会降低企业的价值。采用经济利润评价指标,对于风险不同的投资项目可以选用不同的资本成本,设定不同的风险系数调整资本成本,评价不同部门和不同资产项目的经济利润,引导资本投向高经济利润的项目和部门,提高资本的回报率和资本的集约化经营水平。

再次,还要将经济利润分析从企业或部门扩展到生产经营过程的各个作业产品,单独计算各个产品或客户经济利润。按作业成本法将某些资产分配进单独产品。如存货直接归属于单独产品,专门的生产设备、工具、测试设备等资产可以在特定生产产品范围内使用。按这种约束性资源的被消耗程度在各产品和服务项目间分配,也可采用同一的消耗标准,如机器小时,将折旧、维修、动力费用等分配进产品。把作业成本分析与经济利润分析结合,既能解决企业财务报告被曲解的问题,修正了将企业间接费用主观分配进产品的倾向,又使管理者能掌握生产经营作业链清晰的获利能力情况。并将注意力集中到发生经济损失、有价值缺陷的地方。针对经济利润为负的特定作业、单个产品和客户,及时采取措施,改进治理。从而维持、调节和扩展投资回报率高于单位资本成本的经济业务。

最后,要进行价值影响因素的综合情景分析。确定关键的价值影响因素是一个创造性过程,要将价值影响因素与各项决策相对应,编制有助于决策的价值影响因素树状图和因果关系图。如营业毛利可以按照产品、地域或消费者加以分解,分别分析各自的因果关系。另外,对价值影响因素也不能孤立地看待,例如,价格上涨,使营业收入增加,另一方面可能导致了市场份额的减少。为此,可采取情景分析,假定各种因素对企业或企业内各经营单位价值的影响,以了解价值因素的相互关系,帮助管理者理解经营战略与价值之间的关系。价值影响因素和情景分析将管理行动对企业价值的影响联系起来,分析各种矛盾冲突的影响因素,找出主要的关键因素,采取相应的提高价值措施,使以价值为基础的管理更行之有效。

三、全面价值管理的特点和方法

企业价值除来源于企业内部外还与外部竞争环境密切相关。可表示为:

企业创造的价值=消费者剩余+生产者利润=(消费者效用价值-商品价格)+(商品价格-生产成本)

因而,长期保持竞争优势的企业就要同时实现不低于竞争者对消费者剩余的满足,又能获得更大的销售利润。决定创造价值的消费者效用价值和生产成本又取决于企业在市场竞争中的产品差异化定位、成本定位及经济规模定位。如果以更低的生产成本达到相同或者更高的消费者效用价值,就要根据市场变化情况制定相应的差异化战略、成本领先战略、重点集中战略。因此,以价值为基础的管理是一个系统性、战略性、应变性、综合性和长期性的工作,是一种对企业价值链进行全员、全过程管理的系统性组织活动。他围绕关键的企业价值影响因素在整个企业组织内改善战略和业务决策,以提高企业价

值。由于创造企业价值的主体是经营和使用资本的人员,所以价值管理的重点不在方法上,更重要的是造成全员关注企业价值创造,形成全员全过程的人人算账、处处理财的企业文化。

全面价值管理在管理程序上,实行价值目标规划、价值指标分析、价值管理评估、价值问题处理四个阶段的循环管理。(1)目标规划:评价战略决策方案,在不同经营战略之间做出抉择,确定企业价值目标。(2)价值指标分析:分解企业价值目标,并测算实现特定目标的资源投入和产出效益,自上而下分层确定应达到的具体价值绩效目标。(3)价值管理评估:以价值评价责任中心为基础,明确以经营作业和价值环节划分责任中心的绩效指标,并对执行结果进行追踪评价。(4)价值问题处理:发现价值缺陷,确认关键的价值影响因素,在各种影响因素中权衡轻重,找出影响价值的主要问题,采取价值对策。每次循环管理都上新的台阶,提高价值管理的水平。价值管理的保证体系,具体包括以下内容:

(一)建立现金流量管理的资金控制体系

资金运动及其会计信息具有综合性,以资金管理为龙头可以带动企业其他方面的管理活动,实现对生产经营活动的控制。动态现金流量管理是为确保企业战略目标实现的价值管理手段。企业战略制定以后,随之要确定今后一个时期企业的经营和财务目标,以及资金规划。根据产品分战略和经营及财务目标,企业各子公司和部门会同所属各级单位制定今后 3 年或 3 年以上的生产、销售、投资和融资的现金流入和现金流出的滚动预算;其次,按经济利润大小调整各单位建立内部投资的优先顺序。对能创造价值并在产业中占有较强地位的分部和子公司,给予优先投资,对不产生经济利润的分部取消投资。这样,测算现金流量一方面使企业作资本预算,可量入为出,把投资回报放在首位,把资本预算建立在未来动态经营预算和自有资本积累的基础上,防止盲目举债乱投资。另一方面保持投资融资和经营资本积累的动态平衡,使企业发展战略的实施有坚实的现金基础。

此外,加强资金管理,办好企业财务结算中心,监控现金流量运行。财务结算中心可以通过信贷管理这一功能,对风险不同的投资项目选用不同的单位资本成本,评价不同部门和项目的经济利润,引导资本投向经济利润高的项目和部门。通过财务结算中心随时监控企业现金流量,调剂余缺,平衡预算。

(二)建立市场价值评估的战略管理体系

企业经营面对的外部竞争环境主要包括产业市场与消费市场两个方面。产业寿命周期可分为四个阶段:开发期、成长期、成熟期和衰退期。在衰退期,销售和利润大幅度下降,生产能力严重过剩,竞争激烈,企业可能面临一些难以预料的风险。只有了解产业目前所处的寿命周期阶段,才能决定企业在某一产业中是进入、维持还是撤退,进行正确的战略决策,避免过大的风险,提高整体盈利水平。企业在经营中会遇到各种市场竞争风险。高额利润会吸引潜在竞争者的进入,会瓜分原有的市场份额,激发现有企业间的压价竞争,减少毛利。传统产品会遇到替代品的威胁,要及时评价新老产品的性能价格比,做出产品决策。还有原料供应者提价和产品购买者压价的讨价还价的威胁,从而增加企业成本,减少收入。企业竞争优势也会随市场竞争环境的变化而演变。当优势发展时,经济利润增长,价值流入。当优势维持时,经济利润保持不变,价值稳定。当新的竞争者进入和市场环境及消费者效用价值变化,企业又不能应变,竞争优势会被削弱,经济利润下降,价值流出。通过对产业寿命周期和各种竞争因素相关的价值指标分析,对风险及时识别,建立风险评估体系,量化风险损失,进行风险控制,强化风险管理,预防各种风险的发生。另外,建立适时改变竞争策略的预警系统,跟踪监控产品市场份额和消费者需求的动态变化。经常对消费者的市场需求和需求价格弹性以及产品市场份额进行预测、分析,评估企业在整个产业中的地位、新的市场机会、以及相对竞争者的比较优势和劣势。通过评估市场价值,调整经营战略。

(三)建立全面预算的价值指标体系

现代企业业务经营的多角化和经营地域的广泛化以及分权管理等特征,使得统一目标规划和分权管理控制在整个企业的经营过程中占据更重要的地位。这些都要求企业经营目标一致,使企业形成一个有序和紧密联系的资金运动大系统。而要做到这一点,就要求每年编制出企业的核心经营项目和资金的全面管理计划,而这种计划的价值表现就是全面预算。在每一个会计年度开始前,把经营作业过程

的价值链层层分解,按价值量指标反映企业各项收入与费用的构成情况,以会计预算方式将企业年度经营目标及各部门和各项目应控制的价值指标公布于众,为企业的经营管理提供预算约束的价值指标信息。全面预算是协调、控制、考核企业各级各部门、各作业中心的依据。全面预算主要包括经营预算、财务预算和专门决策预算三部分。企业全面预算的各项预算前后衔接,互相勾稽,是以企业的经营目标为出发点,以市场需求的研究和预测为基础,以销售预算为主导,进而包括生产、成本和现金收支等各个方面。整个预算体系是以预计的财务报表作为终结。全面预算应采取统一的格式和编制程序,纳入计算机信息系统管理,建立预算网络,自动跟踪检查,与会计期内的实际发生额相对比,分析差异,考核绩效,促进企业员工进行价值思维、价值创造。

(四)建立价值责任中心的考评组织体系

开展全面价值管理,是以小组为单位。因此,应按所负责任和控制范围的不同,分为作业成本中心、利润中心和投资中心。成本中心是以达到最低成本来考评目标的组织单位;利润中心是以获得最大净利润为目标的组织单位;投资中心则是以获得最大投资收益和经济利润为经营目标的组织单位。通过对不同的责任中心分别进行相应的责任目标考核,就可以实现对整个企业价值管理的全方位控制。从经济利润分解出的价值指标:投资报酬率、资本成本、资本占用额,以及进一步分解的作业成本和费用作为各责任中心的绩效考核指标。成本中心的责任目标和考核指标主要有:可控成本、标准成本、费用预算;利润中心的责任目标和考核指标主要有:利润、营业利润率;投资中心的责任目标和考核指标主要有:经济利润、投资回报率、总资产周转率。

由于员工并不直接关心价值指标,所以各责任中心除了考核财务指标外,还要应用平衡计分卡的方法,按创造经济利润的因果链,依次对客户、企业内部经营过程、员工学习和成长三个方面制定非财务指标。如:客户满意程度、市场占有率、交货率、产品合格率、优质品率、产品创新程度、生产周期、员工培训及技术、管理水平提高程度、内部控制制度和工作程序健全程度等。促进企业的全过程价值管理。

(五)建立战略成本管理体系

战略成本分析是针对企业逐项经营活动,比较企业和关键竞争对手的单位成本,发现成本差异程度,确定产生成本优势或劣势的原因。从而发掘那些与成本相关的经济活动,是产生竞争优势的源泉。在战略成本分析基础上确定成本控制目标和标准,进行战略成本控制。首先,规划、控制产品生命周期成本。计算分析发生在产品生命周期内全部成本,包括预计成本的费用和产品投产后的制造成本。计算生命周期成本,有利于在产品生命设计阶段应用价值工程方法考虑产品的无效成本、废置成本和环境成本,并有效地管理控制这些成本。在产品成本形成的源头上使设计方案能体现以一定的成本完成一定的质量及功能,削减无用成本,在产品开发初期就进行价值管理。其次,在产品生产销售过程中,采用作业成本控制。先确认耗用企业辅助资源的所有作业,把辅助资源的费用追溯到对应的作业中。然后,按确定的成本驱动比例,将所有作业成本追溯到产品中。将产品生产经营的作业链和相应资源消耗的价值链结合起来分析,把价值工程原理再应用到产品生产的成本控制中,分析作业消耗量与产出量的关系,确认作业贡献于最终产品和劳务的作业成本动因,剔除和改良不增加价值的作业以及无效的不合理支出。然后,对层层分解的作业成本中心再实施科学的标准成本控制,分析考核成本差异,实行成本否决制,督促降低成本。企业成本竞争力不仅取决于企业内部活动,而且还取决于供应商和前向销售渠道价值链中的成本。要分析供应商供货成本,并采取招标采购、定点供货等方式降低进货成本。下游企业的成本和利润是最终消费者所支付价格的一部分,同下游企业合作,改造或者重新设计前向渠道的价值链,降低整个产业成本,增加消费者剩余,提高整个产业的共同竞争力,创造企业价值。

(六)建立人力资源和企业文化的激励约束体系

在现代知识经济社会,掌握知识和技术的人力资源成为企业发展的主导。企业治理结构中存在股东及其董事会委托总经理代理经营;总经理又委托部门经理代理管理下级单位员工两种委托代理关系。这就要求建立有效的激励和约束机制及合理的分配制度。分析代理人寻找收益与努力工作所花费成本

间的平衡关系和影响因素,通过对人力资源的投入和产出价值分析,设计合理的分配方案和工资、奖金、福利、特权、认股权和股利等人员激励和约束制度。从而协调股东、管理者和员工的利益一致,把企业全过程价值管理变成全员的自觉行动。并奖励创造企业价值的员工,交流价值管理的经验,弘扬创造企业价值的精神,形成全面价值管理的良好氛围和企业文化。

[参 考 文 献]

- [1] Alfred Marshall. Principles of Economics; Vol. I[M]. New York: MacMillan & Co, 1890.
- [2] [美] 汤姆·科普兰,等. 价值评估[M]. 贾辉然,等译. 北京: 中国大百科全书出版社, 1997.
- [3] [美] 汤姆森·斯迪克兰德. 战略管理[M]. 段盛华,等译. 北京: 北京大学出版社, 2000.
- [4] [美] 罗伯特·S·卡普兰,等. 高级管理会计[M]. 吕长江译. 大连: 东北财经大学出版社, 1999.
- [5] 财政部关于印发《国有资本金绩效评价解释》的通知[J]. 国有资产管理, 1999, (8).
- [6] 邹昭. 企业战略分析[M]. 北京: 经济管理出版社, 2001.

(责任编辑 邹惠卿)

Enterprise Value Valuation & Total Value Management

LI Xiao-ming¹, YUAN Ze-pei²

(1. Foshan University Business School, Foshan 528000, Guangdong, China;

2. Wuhan University Business School, Wuhan 430072, Hubei, China)

Biographies: LI Xiao-ming (1950-), male, Senior Economist, Foshan University Business School, majoring in the financial management and capital operate of enterprises; YUAN Ze-pei (1949-), male, Professor, Wuhan University Business School, majoring in business enterprise management.

Abstract: The value of enterprises can be determined by the discount present value for expected cash flow, or the present value for capitalized cost and estimated economic profit. By comparison, the second method is in more connection with the target and more convenient for practical checking at different levels. Therefore, total management to concerned value chains, including profit tables and capital debt tables, can be set up on further analyzing the repaying ratio of capitalized cost to economic profits and other indexes, etc. The value of enterprises can also be effectively realized with value management's security system, strict cycling managing sequence, and the enterprises' culture.

Key words: valuation; total management; value of enterprises