

捍卫现金流量折现法

原作者：Richard Conn

译者：朱军 易亚红

近来，在北美价值评估界的报道中中出现了一些法庭判决批评现金流量折现法不可靠的声音。事实上，司法部门一直推崇以市场法至上的观点，从而反对使用现金流量折现法。比如，Schwartz, Bryan and Board 几位在近期的 Value Examiner 《价值检查者》杂志上写道“在企业价值评估案例中，通常不需要专家证词，使用评估专家是例外情形”。这篇文章只是原文的概要，原文的详细内容发表在美国律师协会的《商业律师》杂志上，严厉批评了专职价值评估专家过去使用现金流量折现法的现象。

现金流量折现法经常被误认为是企业价值评估师在试图反驳市场证据时所用的工具，所得出的结论是为了支持他们的偏见¹。诚然，现金流量折现法对预期现金流量，尤其是对折现率的变化很敏感。但是认为现金流量折现法存在根本性的缺陷这一观点是不正确的。正如片面地指责 2008 年次贷危机引发了全球金融危机有缺公正一样，评估方法不是操控评估意见的罪魁祸首。

一些法律专家与 Schwartz 等人持有相反的观点，他们认为单凭市场证据不足以决定公平市价。关于并购价格，Groll and Leinwand 认为，“在大多数情况下，如果董事会在确定公平市价的过程中只考虑市场价而忽略了一些价值评估分析，董事会成员就有失职之嫌²。”他们还引用了 Smith v. Gorkom, [488 A.2d 858 (Del 1985)] 的案例，出售公司时，董事们未使用其它对公司价值进行财务分析的方法，这一点至少可以说明董事们没有尽到应尽的责任。

¹例：在 Maric. v. PLATO 中，Strine 发现 PLATO 财务咨询师用于现金流量折现中的加权平均资本成本与财务分析相矛盾。在 Plato 原本合理的贝它值 1.12 主动添加了流动性折价。其他主观性折价本身就值得怀疑。在 BACHRACH CLOTHING, INC. a N.D. III. 十一章是关于意见的，Hollis 大法官写道两位专家对现金流量折现法结论的不一致，认为“现金流量折现法易受控制，应采用其他方法加以证实”是可信的。最后，在 Schwartz, Bryan and Board 的案例中，破产法庭指出：“现金流量折现法容易因为不够灵活而受到批评。有经验的熟练的从业者通过此种方法能得到他们想要的任何结果。

²宾夕法尼亚州法律回顾（PENN STATE LAW REVIEW, VOL.116:3,pg.962）

Schwartz 等人认为进行企业价值评估时，相对于收益法（如现金流量折现法），市场法具有一定的优势。而这样的假设存在一些根本性的错误。在评估紧密控股型的私有企业的价值时，寻找市场指标本身就很有挑战性。即使在市场证据充足的条件下，不加思索的认为现金流量折现法不如市场指标可靠也是不正确的。值得注意的是通过使用现金流量折现法计算出的公平市价与市场价值不一致的情况是很少见的。即使法律界人士发现在大量价值评估专家意见中，现金流量折现法得出的结论与市场证据不一致，诉讼律师也应该投诉价值评估专家而不是现金流量折现法。

作为评估师，我们知道进行资产评估有三种基本方法：成本法、市场法及收益法。同时，在西方从事企业价值评估的人员来说，一般不会采用成本法（的评估结论）。在一些特殊情况下，对于一些只有有形资产、母体无主营业务的控股公司来说，成本法是个不错的选择。通常情况下，成本法不适用于评估持续经营的公司。持续经营的公司的价值是通过一系列的无形资产，如良好的信誉、品牌、忠诚的客户群、训练有素的员工、强大的供应商联盟及专利技术，还有良好经营来实现的。

用于价值评估的市场法受追捧的优势在于它来自实际的交易，真正的有意愿的买家和卖家达成一致，同意将真金白银换成有形资产、无形资产、金融证券或其他权益。市场证据都是真实的³。可以肯定的是大量的买家和卖家达成的统一市场价格，买卖双方都同意反映市场供求的市场价格。

想象一下你站在股票经纪人办公室前 1000 人的队伍里，你排在最后一个。大家都等着完成与 XYZ 公司的交易。沃伦巴菲特排在第一个，你排在最后一个。当最后轮到你的时候，股票经纪人告诉你前面 999 个人付的价钱都是每股 10 美元；而且具有相同信息的卖方也接受了订单。此外，你被告知个人订单涉及的资金数目也较大，数目最小的订单是 5 万份。这就是市场法。是否我们就可以说 XYZ 公司的股票为每股 10 美元呢？难道 1000 个买家（还有数量众多的卖家）一致同意以每股 10 美元还不足以让我们相信这个数字就是公允价值吗？答案应该是肯定的。

³一个人作为销售推广时，负责为指定的项目筹集资金，而同一个人被要求为公允价值估价时，作为付钱而不是收款的人，两种情况给出的评估意见竟然不一致。正如悉尼·格林斯特里特在马尔他雄鹰中说的：“这是真正的硬币，你用一美元的硬币可以换 10 美元的谈话。”

然而，用于企业价值评估的市场法引发了一些问题：卖方是如何决定提供某一价格的及买方是如何决定接受某一价格？以 XYZ 公司为例，队伍里第一个投标人沃伦是如何决定付 10 美元一股的价格？这个数字曾出现在他的梦中？那他后面的 999 个买家又是如何决定的？是否在他们去股票经纪人办公室前就决定好了还是只是觉得巴菲特都认为这个价钱合适，所以他们也觉得这个价钱错不了？

关键在于市场法是次要的价值评估法。一般来说，你可能认为有人已进行了计算并且 10 美元代表公平市价。但说到底，市场法反映了有意愿的买卖双方进行了思维分析。思维分析指的是收益法。若市场不稳定，第一个投标人出的价钱是基于他对未来收益的判断⁴。市场越稳健，训练有素、老练的分析师就越容易预测未来收益。分析师利用收益法检测是否市场偏离了公允市值，是否存在无风险套利。当然大家意见各不相同。对于 XYZ 公司来说，股价统一为 10 美元是不可能实现的，因为让大家广泛的同意单一现货价格是不可能的。这同样适用于大多数市场分析师。他们对于既定证券的公允市值也存在分歧。当他们试图证明为什么他们的观点不同于他们的同事时，最终他们还是会谈到未来的潜在收益。

因此，市场价格是通过收益法计算取得的结果，而不能取代收益法。仅仅通过市场法是没有办法获得合理的公平市价的。任何类似的尝试都会导致牵强的循环推理,如:

问：XYZ 公司股票的交易价格是每股 10 美元，市场是如何同意它就是“合适”的价格？

答：想以同一价格（10 美元）购入和卖出的人数相同。

问：买家是如何确定 10 美元就是他们能付的最高价及卖家是怎样确定 10 美元是他们能接受的最低价格？

答：他们会参考其他市场指标，比如类同公司对比法，XYZ 公司是 ABC 公司的翻版，股票交易价格为每股 10 美元。另外，DEF 公司是 XYZ 公司的密切的风险指数并且那个公司的市场参数表明 XYZ 公司的股票应定为每股 10 美元。

⁴ 我不确定用“未来收益”这个词是否合适。这里我指的是未来净现金流。在会计用语中，净收益不等于净现金流。投资者买入企业并不是为了赚取财务报表上的净收益，他们关注更多的是净现金流。

问：我同意。但 ABC 公司和 DEF 公司的买家和卖家怎么知道他们交易的是“正确的”价格？

答：他们就是知道。（或者：他们将 XYZ 作为市场上可比较的同类公司。）

对于盈利的企业来说，市场价格的合理与否很快转变为对收益法的讨论。这样的

结果并不奇怪，因为投资者购买这些企业的唯一原因就是期待现金流入超出现金流出，包括最初的投资。因此收益法是用来计算公司现值的最合适的方法。不像毕加索的作品、名贵葡萄酒、首款或经典的保时捷 356c（唉，这些我都买不起），人们开办企业并不是为了审美。而且人们买干洗连锁店、金属冲压工厂及评估咨询机构也是为了获得更多的现金。投资的目的是投资活动完成的时候能够拥有比开始时更多的现金。收益法是唯一一种能够直接预测现金流入、流出关系的方法⁵。

收益法包括两种方式：现金流量折现法和收益资本化法。收益资本化法又可分为好几种，但都需要计算长期平均现金流的年收益及确定能够正确反映公司未来风险的参数⁶。相反，现金流量折现法需要计算长期年度净现金流，通过折现确定每一项资金流入和流出的总价值。就这两种方法而言，人们通常选择第一种：现金流量折现法。因为使用现金流量折现法得出的价值更接近净现值⁷。

相对有效的资本市场应该确保在强劲的市场中交易的资产能够使用公平市价定价。这样的话，套利获利及资产价格将很快恢复到公平市值。考虑到这一点的话，专业的评估师在使用现金流量折现法评估拥有高度可见的公开市场价值的资产（或市场上有类似的资产）时，得出的结论应该同市场价值相当。如果结果不是这样的话，说明评估师太主观或现金流量折现法的假设有问题。

即使这样，有时候使用现金流量折现法得出的价值会与市场价格不符也是正常的。部分原因是：市场价值反映少数非控制权益，而对于现金流折现法控制价值

⁵诚然，收益法中使用的未来现金预测是不确定的，受最终得出的总数的变化的影响。然而，投资者自愿接受风险，因为市场仅以无风险率回报无风险的投资。这样，投资者积极寻求机会将资金做风险投资，经历未来的不确定因素。

⁶对于“参数”和“资本化率”这两个术语，我就不做区分了。因此我采用“参数”。参数为合适的资本化率的倒数。因此，我认为这两个术语可以互换。

⁷例子：A Comparison of Accuracy: Single Period Capitalization vs. Long-Term DCF at http://www.connvaluation.com/caseStudies/Capitalization_vs_DCF.pdf.

才是合适的；在既定负债水平基础上，市场价值代表资产价格的公平市价而现金流量折现法可能采用了其他资本结构为资本定价；市场价值可能反映出以前的一些事件损害了公司价值而现金流量折现法避免了先前的事件，反映的是公司目前的价值。通过这些例子，并不是为了表明市场价值是“不合适的”，而是在不同的价值评估案例中，评估师需要从不同的角度定价。在一种情况下，采用市场价值是不合理的，比如若证券交易量太小或者不活跃，市场价值就无法准确地反映公允市值。这时，评估师就可以理直气壮地说，相比过时的仅为 25 美元的市场交易价格，现金流量折现法更能反映公允市值。

这些特殊情况除外，我们可以假定市场证据能够反映公平市价，如果现金流量折现得出的结果不一致，就值得怀疑。并不是说现金流量折现法有问题，而是评估师使用该方法时的假设存在问题。正如一位评估师最近所说的：作为已经确定下来的方法，在确定价值参数时，现金流量折现法也是理论上最正确的方法。不幸地是，一些评估师为了扩大客户的利益，不惜违反道德规范。只要现金流量折现法的使用符合道德规范及专业标准，法官就不会指责该方法⁸。

准确地说，让我们假定大部分从事价值评估的人员具有较高的道德并且能够致力于维护专业准则。不幸地是，这个行业的名誉被那些为了客户所谓的利益不惜牺牲独立性和客观性的专家玷污了。

⁸ BVWire, March 6, 2013: Issue # 126-1