

管理会计应用指引第501号 ——贴现现金流法 解读

叶小杰

引言：如何估值



百济神州



中国特色估值体系

“中特估”不能简单理解为直接拔高国企估值

2023-05-22 11:06 来源：《经济日报》 作者：金观平

今年以来，“中特估”概念股持续发酵。Wind“中特估指数”涨幅明显，“中字头”上市公司表现尤为强劲。

“中特估”，即中国特色估值体系。去年11月份，证监会主席易会满首次提出“探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥”。也就是说，成熟市场估值体系并不能很好地与我国资本市场“新兴加转轨”的特征相匹配，需要综合考量我国市场体制机制、行业产业结构、主体持续发展能力等因素，把握好不同类型的企业的估值逻辑，更好发挥资本市场“定价之锚”的基准和引领作用。

课程简介

- 📌 课程主要内容：对财政部发布的《管理会计应用指引第501号——贴现现金流法》进行解读，为学员更好地理解 and 执行应用指引提供参考借鉴。
- 📌 课程适宜对象：企业财务会计人员、对管理会计感兴趣的人员



教师简介



叶小杰

- 职称：副教授
- 工作单位：上海国家会计学院
- 社会兼职：中国金融会计学会理事、专家委员会委员
- 研究方向：资本市场与公司金融



学习目标

1. 了解贴现现金流法的概念及作用
2. 熟悉贴现现金流法的应用场景
3. 掌握贴现现金流法的应用程序



目录 CONTENTS

01 | 贴现现金流法概述

02 | 贴现现金流法解读

03 | 贴现现金流法总结

04 | 课程要点回顾





01

第一部分 贴现现金流法概述

贴现现金流法的概念

□ 定义

- 贴现现金流法，是以**明确的假设**为基础，选择**恰当的贴现率**对预期的各期现金流入、流出进行贴现，通过**贴现值的计算和比较**，为**财务合理性**提供判断依据的价值评估方法。
- 主要有净现值法、现值指数法和内含报酬率法三种基本方法。



贴现现金流法的概念



□ 价值评估

- 企业价值评估包括对企业整体价值、股东全部权益或部分权益的评估。
- 企业价值评估的实质是企业持续获利能力的评定估算。

□ 估值基础

- 基于公司**是否持续经营**，公司估值的基础可分为两类：持续经营假设和非持续经营假设。
- 在采用贴现现金流法和相对估值模型进行估值时，均以**持续经营假设**为基础来讨论，即假定企业将无限期的经营下去。

贴现现金流法的概念

□ 公司价值分析的主要方法

主要方法	具体方法
成本法	账面价值法、重置成本法、清算价值法
收益法	将公司的未来现金流量贴现到特定时点上以确定公司的内在价值（DCF模型）。 常见：自由现金流模型和DDM模型
市场法	利用同类公司的各种估值倍数对公司价值进行推断 常见：P/E模型、P/B模型、P/S模型等
实物期权法	B-S模型、二叉树模型

贴现现金流法的概念

□ 成本法、收益法和市场法的比较

- 成本法：回首过去看现在
- 市场法：站在现在看现在
- 收益法：展望未来看现在

适用性

只有合适与不合适之分，没有好坏之分！

贴现现金流法的概念

□ 收益法

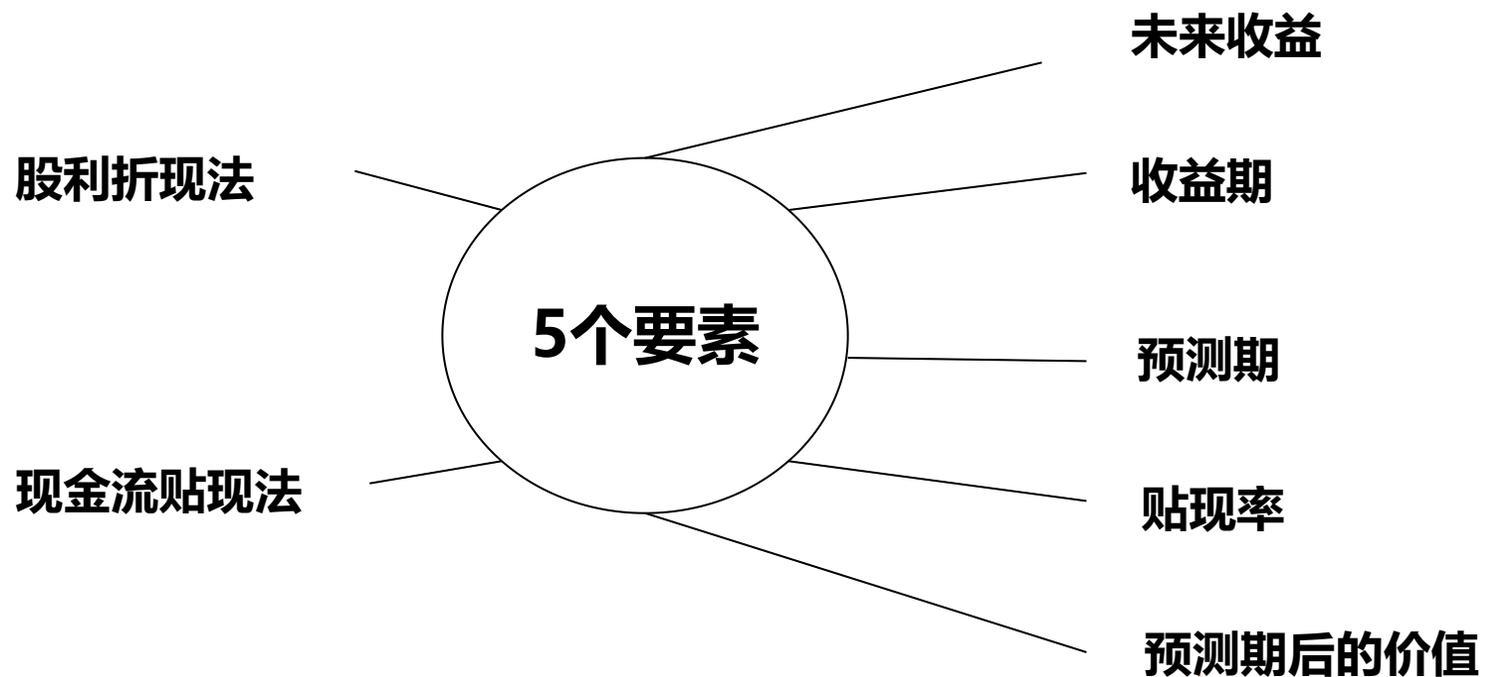
- 预测企业未来收益并将其贴现。
- 从企业价值评估的本质出发，**收益法**是企业价值评估的首选方法，但需具备前提条件：
 - 企业有盈利，并且可预测。
 - 与企业收益相联系的风险也可预测。
- **最适宜采用收益法的企业：收益稳定的成熟企业**

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+k)^t}$$



贴现现金流法的概念

□ 收益法五要素



贴现现金流法的意义

□ 为什么在投融资管理指引中?

- 价值评估是投融资管理的前提
- 贴现现金流法是估值的常用方法
- 符合“现金为王”的理念





02

第二部分 贴现现金流法指引解读

主要内容

01



总则

02



应用环境

03



应用程序

04



工具方法评价

05



附则

一、总则

□ 介绍贴现现金流法的概念及适用性

- 第一条：概念解释
- 第二条：适用场合

概念界定



一、总则

□ 概念解释

- 第一条：贴现现金流法，是以明确的假设为基础，选择恰当的贴现率对预期的各期现金流入、流出进行贴现，通过贴现值的计算和比较，为财务合理性提供判断依据的价值评估方法。



一、总则

□ 适用场合

- 第二条 贴现现金流法一般适用于在企业日常经营过程中，与投融资管理相关的**资产价值评估、企业价值评估和项目投资决策**等。
- 贴现现金流法也适用于其他价值评估方法不适用的企业，包括**正在经历重大变化**的企业，如债务重组、重大转型、战略性重新定位、亏损或者处于开办期的企业等。



二、应用环境

□ 介绍应用贴现现金流法所需的内外部环境

- 第三条：环境概述
- 第四条：企业战略及会计政策
- 第五条：内外部环境的支持

二、应用环境

□ 环境概述

- 第三条 企业应用贴现现金流法，应对**企业战略、行业特征、外部信息**等进行充分了解。



二、应用环境

□ 企业战略及会计政策

- 第四条 企业应用贴现现金流法，应从**战略层面**明确贴现现金流法应用的可行性，并根据实际情况，建立适宜贴现现金流法开展的沟通协调程序和操作制度，明确信息提供的责任主体、基本程序和方式，确保信息提供的充分性和可靠性。同时，企业应考虑评估标的未来将采取的**会计政策**和评估基准日时所采用的会计政策在重要方面是否基本一致。



二、应用环境

□ 内外部环境的支持

➤ 第五条 企业应用贴现现金流法，应确认内外部环境对贴现现金流法的应用可提供充分支持，如现金流入和现金流出的可预测性、贴现率的可获取性，以及所有数据的可计量特征等。通常需要考虑以下内容：

- （一）国家现行的有关法律法规及政策、国家宏观经济形势有无重大变化，各方所处地区的政治、经济和社会环境有无重大变化；
- （二）有关利率、汇率、税基及税率等是否发生重大变化；
- （三）评估标的的所有者和使用者是否完全遵守有关法律法规，评估标的在现有的管理方式和管理水平的基础上，经营范围、方式与目前方向是否保持一致；
- （四）有无其他不可抗拒因素及不可预见因素对企业造成重大不利影响。

三、应用程序

□ 介绍应用贴现现金流法的流程及注意事项

➤ 第六条：整体程序

➤ 第七条：贴现期

➤ 第八条：现金流

➤ 第九条：贴现率

➤ 第十条：合理性判断

➤ 第十一条：分析报告

三要素

三、应用程序

□ 整体程序

➤ 第六条 企业应用贴现现金流法，一般按以下程序进行：

- （一）估计贴现现金流法的三个要素，即，**贴现期、现金流、贴现率**；
- （二）在贴现期内，采用合理的贴现率对现金流进行贴现；
- （三）进行合理性判断；
- （四）形成分析报告。

估计三要素

贴现

合理性判断

分析报告

三、应用程序

□ 贴现期

- 第七条 企业应充分考虑**标的的特点**、**所处市场因素波动的影响**以及有关法律法規的规定等，合理确定贴现期限，确保**贴现期与现金流发生期间相匹配**。
- 贴现期可采用**项目已有限期**，亦可采用**分段式**，如以5年作为一个期间段。企业在进行资产价值评估时，尤其要注意标的资产的**技术寿命期限**对合同约定期限或者法定使用期限的影响。

三、应用程序

□ 现金流

- 第八条 企业应用贴现现金流法，应当说明和反映影响现金流入和现金流出的事项和因素，既要反映现金流的变化**总趋势**，也要反映某些重要项目的**具体趋势**。
 - （一）企业应用贴现现金流法进行**资产价值评估**，要基于行业市场需求情况、经营风险、技术风险和管理难度等，分析与之有关的预期现金流，以及与收益有关的成本费用、配套资产等；并**合理区分**标的资产与其他配套资产或者作为企业资产的组成部分，所获得的收益和所受的影响；同时，要准确评估标的资产使用权和收益权的**完整性**，并评估其对资产预测现金流所产生的影响。

三、应用程序

□ 现金流

- 第八条 企业应用贴现现金流法，应当说明和反映影响现金流入和现金流出的事项和因素，既要反映现金流的变化**总趋势**，也要反映某些重要项目的**具体趋势**。
 - （二）企业应用贴现现金流法进行**企业价值评估**，一般按照以下程序进行：
 1. 从相关当事方获取**标的企业未来经营状况和收益状况**的预测资料，充分考虑并分析标的企业的资本结构、经营状况、历史业绩、发展前景和影响标的企业生产经营的**宏观经济因素、标的企业所在行业发展状况与前景**，以及未来各种可能性发生的概率及其影响，合理确定**预测假设和权重**，进行未来收益预测。

三、应用程序

□ 现金流

- 第八条 企业应用贴现现金流法，应当说明和反映影响现金流入和现金流出的事项和因素，既要反映现金流的变化**总趋势**，也要反映某些重要项目的**具体趋势**。
 - （二）企业应用贴现现金流法进行**企业价值评估**，一般按照以下程序进行：
 2. 确定预测现金流中的**主要参数的合理性**，一般包括主营业务收入、毛利率、营运资金、资本性支出、成本及费用构成等，尤其要注意企业**会计盈余质量**对企业估值所产生的影响，需要调整并减少企业的非经常性损益、重组成本、非主营业务对会计报表的影响。

三、应用程序

□ 现金流

- 第八条 企业应用贴现现金流法，应当说明和反映影响现金流入和现金流出的事项和因素，既要反映现金流的变化**总趋势**，也要反映某些重要项目的**具体趋势**。
 - （二）企业应用贴现现金流法进行**企业价值评估**，一般按照以下程序进行：
 3. 确定预测现金流，应区分以**企业整体**还是以**所有者权益**作为企业价值评估的基础。通常，企业整体价值评估采用**企业自由现金流**作为预测现金流的基础；企业所有者权益价值评估采用**股权自由现金流**作为预测现金流的基础。

三、应用程序

□ 现金流

- 第八条 企业应用贴现现金流法，应当说明和反映影响现金流入和现金流出的事项和因素，既要反映现金流的变化**总趋势**，也要反映某些重要项目的**具体趋势**。
 - （三）企业应用贴现现金流法进行项目投资决策，需要充分考虑并分析项目的资本结构、经营状况、历史业绩、发展前景，影响项目运行的市场行业因素和宏观经济因素，并要明确区分项目的预测现金流，同时要**合理区分**标的项目与其他项目，或者作为企业的组成部分，所获得的收益和所受到的影响，尤其要注意可能存在的**关联交易**，包括关联交易性质及定价原则等对预测现金流的影响。

三、应用程序

□ 贴现率

- 第九条 贴现率是反映当前市场货币时间价值和标的风险的回报率。贴现率的设定要充分体现标的的特点，通常应当反映评估基准日类似地区同类标的平均回报水平和评估对象的**特定风险**。同时，贴现率应当**与贴现期、现金流相匹配**，当使用非年度的时间间隔（比如按月或按日）进行分析时，年度名义贴现率应调整为相应期间的实际贴现率。
- （一）**资产价值评估**采用的贴现率，通常根据与资产使用寿命相匹配的无风险报酬率进行风险调整后确定。无风险报酬率通常选择对应期限的国债利率，**风险调整因素**有政治风险、市场风险、技术风险、经营风险和财务风险等。

三、应用程序

□ 贴现率

- (二) 进行企业价值评估采用的贴现率，需要区分是以**企业整体**还是以**所有者权益**作为价值评估的基础。通常，企业整体价值评估采用股权资本成本和债务资本成本的**加权平均资本成本**作为贴现率的确定依据；企业所有者权益价值评估采用**股权资本成本**作为贴现率的确定依据。
 - **资本成本**，是指筹集和使用资金的成本率，或进行投资时所要求的**必要报酬率**，一般用相对数即**资本成本率**表达。
 - 企业的股权资本成本通常以**资本资产定价模型**为基础进行估计，综合考虑控制权程度、股权流动性、企业经营情况、历史业绩、发展前景和影响标的企业生产经营的宏观经济因素、标的企业所在行业发展状况与前景等调整因素。

三、应用程序

□ 贴现率

- (三) **项目投资决策**采用的贴现率，应根据市场回报率和标的项目本身的预期风险来确定。一般地，可以按照标的项目本身的特点，适用资产价值评估和企业价值评估的贴现率确定方法，但要注意区分标的项目与其他项目，或者作为企业组成部分所产生的风险影响，对贴现率进行调整。

三、应用程序

□ 合理性判断

- 第十条 企业应用贴现现金流法进行价值评估，一般从以下方面进行**合理性判断**：
- （一）**客户要求**。当客户提出的特殊要求不符合市场价值为基础的评估对有关贴现期、现金流或贴现率的相关规定时，其估值结果是基于客户特殊要求下的投资价值而不是市场价值。
 - （二）**评判标准**。贴现现金流法作为一项预测技术，评判标准不在于贴现现金流预测最终是否完全实现，而应关注预测时的数据对贴现现金流预测的支持程度。

三、应用程序

□ 分析报告

- 第十一条 贴现现金流法分析报告的形式可以根据业务的性质、服务对象的需求等确定，也可在资产评估报告中整体呈现。当企业需要单独提供贴现现金流法分析报告时，应确保内容的客观与详实。贴现现金流法分析报告一般包括以下内容：
- （一）**假设条件**。贴现现金流法分析报告应当对贴现现金流法应用过程中的所有假设进行披露。
 - （二）**数据来源**。贴现现金流法分析报告应当清楚地说明并提供分析中所使用的有关数据及来源。

三、应用程序

□ 分析报告

- 第十一条 贴现现金流法分析报告的形式可以根据业务的性质、服务对象的需求等确定，也可在资产评估报告中整体呈现。当企业需要单独提供贴现现金流法分析报告时，应确保内容的客观与详实。贴现现金流法分析报告一般包括以下内容：
- （三）**实施程序**。编制贴现现金流法分析报告一般按照以下程序进行：合理选择评估方法；评估方法的运用和逻辑推理；主要参数的来源、分析、比较和测算；对评估结论进行分析，形成评估结论。
 - （四）**评估者身份**。当以内部评估人员身份开展评估工作时，评估人员与控制资产的实体之间的关系应当在评估报告中披露；当以外部评估人员身份开展评估工作且以盈利为目的为委托方工作时，评估人员应当对这种关系予以披露。

四、工具方法评价

□ 优缺点

- 第十二条 贴现现金流法的主要优点是，结合历史情况进行预测，并将未来经营战略融入模型，有助于更全面的反映企业价值。
- 第十三条 贴现现金流法的主要缺点是：测算过程相对较为复杂，对数据采集和假设的验证要求繁复，资本成本、增长率、未来现金流量的性质等变量很难得到准确的预测、计算，往往会使得实务中的评估精度大大降低。

五、附则

□ 附则

➤ 第十四条 本指引由财政部负责解释。





03

第三部分 贴现现金流法总结



总结

□ 贴现现金流法指引特点

- **逻辑清晰**，按照概念解释、适用性、应用环境、应用程序、应用评价的框架进行阐述，并且在应用程序的说明上清晰合理，逻辑“自治”。
- **指导实务**，具有较强的应用性，能够对实务上进行价值评估起到指导作用。

总结

□ 贴现现金流法指引综合评价

- 衔接《基本指引》《投融资管理应用指引》，突出应用性
- 框架性的程序介绍，更多的体现为管理会计的理念、思维，更深入的指导有赖于后续的案例库



SNAI ❤️ AFDI

04

第四部分 要点回顾



课程要点

贴现现金流法概述

贴现现金流法的概念、价值评估
价值评估的主要方法
贴现现金流法在应用指引中的地位

贴现现金流法指引解读

贴现现金流法的应用环境
贴现现金流法的应用程序
贴现现金流法的优缺点

贴现现金流法总结

贴现现金流法指引特点
贴现现金流法指引综合评价



谢谢大家!

