

# 企业价值市场法评估重点、 难点问题讲解

主讲人：赵强

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月



## 课程简介

- 本课程介绍了企业价值市场法评估的概念、分类，包括企业价值市场法评估的上市公司比较法和交易案例比较法等具体操作方式，特别强调了市场法的具体操作步骤、可比标准以及可比标准与价值比率之间的相关关系，最后本课程还介绍了市场法的相关调整事项，包括缺少流动、控制权溢价以及营运资金保有量调整等；

# 教师简介

## 赵 强

- 资深资产评估师
- 北京中同华资产评估有限公司前高级合伙人、高级顾问
- **社会兼职：**
- 中国资产评估协会评估准则技术委员会委员、中国资产评估协会无形资产专业委员会委员、中国资产评估协会资深会员；中国人民大学、河北大学、北京工商大学、中央财经大学、首都经济贸易大学、中央财经大学等多所院校评估专业硕士校外导师
- **研究方向：**
- 企业价值评估、无形资产评估、财务报告目的评估等

不做假账  
朱路基  
二〇一四年四月

## ■ 学习目标

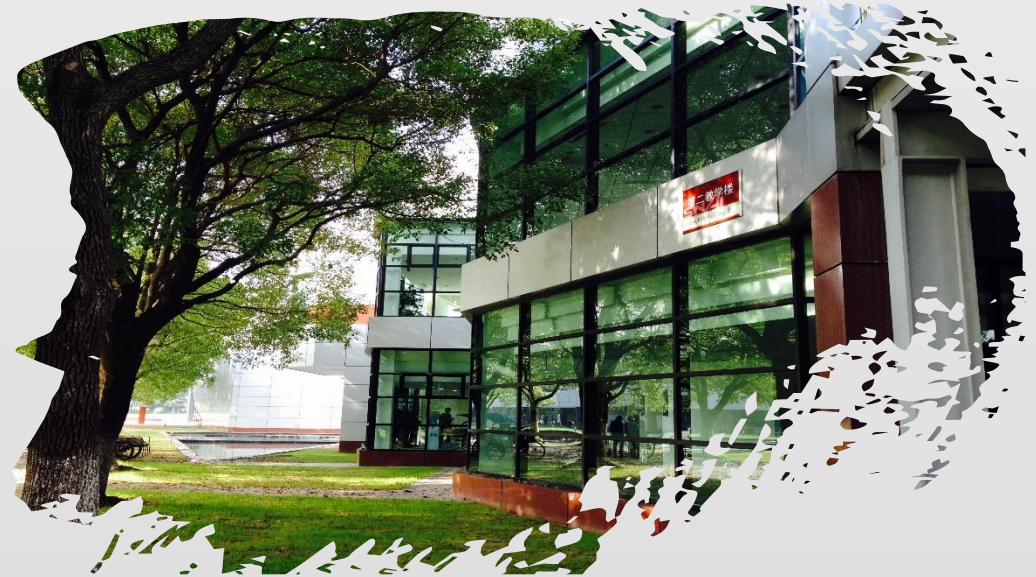
1. 了解企业价值市场法评估的概念、分类以及具体操作步骤；
2. 了解企业业务、企业股权的可比标准以及可比标准与价值比率之间的相互关系；
3. 了解价值比率的实质以及各类价值比率的影响因素并进而可以合理地构建价值比率的修正体系；
4. 了解并初步掌握市场法评估的相关调整事项；

# 主要内容

- 一 企业价值市场法评估概念
- 二 市场法评估的上市公司比较法
- 三 市场法评估的交易案例比较法
- 四 市场法评估可比公司/案例的选择
- 五 市场法评估价值比率的选择与修正
- 六 市场法评估的特别调整事项

# 第一部分

## 企业价值市场法评估概念



不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

# 一、企业价值市场法评估概念

## ◆ 1、市场法（市场比较法）是企业价值评估三种基本方法之一：

### ■ 1) 什么是企业价值市场法评估？

- 企业价值评估准则定义：企业价值评估中的市场法，是指将评估对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定评估对象价值的评估方法；

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

# 一、企业价值市场法评估概念（续）

- 市场法实质是利用活跃交易市场上已成交的类似案例的交易信息或合理的报价数据，通过对比分析的途径确定委估企业或股权价值的一种评估技术；
- 市场法是一种相对估值方法，其理论基础是在市场公开、交易活跃情况下，相同或相似资产的价值也是相同或相似；
- 市场法适用的基础是资产相同或相似的标准明确、有适合的比较的基准和有可比的交易案例

# 一、企业价值市场法评估概念（续）

## ■ 2) 企业相同或相似的标准：

- 根据我们评估对象是整体企业和股权的不同，这里相同或形似的内涵也不同：
- **(1) 企业整体（包含业务资产组CGU）（全投资口径）：**
  - 资产功效相同：经营产品或提供法服务相同或相似；
  - 资产能力相当：经营业绩和规模相当；
  - 资产未来发展趋势相似：未来成长性相同或相似

# 一、企业价值市场法评估概念（续）

- (2) 股权（股权投资口径）：
  - 功效相同、能力相当、发展趋势相似；
  - 资本结构/资产负债率相同或相似
- 由于现实中的绝对相同企业/股权是不存在的，因此在评估操作操作中都是相对相同的“可比对象”。

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

# 一、企业价值市场法评估概念（续）

- 3) 市场法比较基础—价值比率：
  - 企业整体或股权存在适合的比较基础—价值比率；
    - 对比基础实际存在“整体对比”和“单位对比”两种方式，价值比率属于“单位对比”；
  - 市场法实质是以价值比率为对比基础，进行对比分析的，因此，我们要求企业业务、股权可比都仅是过程，我们最终目的是要标的企业的选定价值比率与可比对象的价值比率相同与相似，这才是市场法应用的核心！

# 一、企业价值市场法评估概念（续）

◆ 2、市场比较法分类：根据可比对象选择的不同，市场法可以分为：

■ 上市公司比较法（Guideline Public Company Method or GPC）

- 以与标的企业相同或相似的上市公司作为可比对象（可比公司）、构建价值比率来估算目标企业价值的评估方法；

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

# 一、企业价值市场法评估概念（续）

- **交易案例比较法（Merger & Acquisition Transaction Method or M&A）**
  - 以与标的企业相同或相似企业的并购或收购交易案例作为可比对象、构建价值比率来估算目标企业价值的评估方法；

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

# 一、企业价值市场法评估概念（续）

## ◆ 3、市场法评估的基本步骤：

- 1) 明确可比标准、选择价值比率(Multiples)
- 2) 选择可比对象（可比公司/可比案例）
  - 所谓价值比率就是企业整体或股权价值除以企业自身一个与价值密切相关参数的比率；
- 3) 财务报表数据分析、调整
  - 目标公司与可比公司会计政策的协调；
  - 目标公司与可比公司非经营性资产、负债的剥离；

# 一、企业价值市场法评估概念（续）

- 4) 计算各“可比对象”的相关价值比率(Multiples)
- 5) 调整/修正各“可比对象”的价值比率
- 6) 从各个可比对象价值比率中协调出一个价值比率作为目

标企业的价值比率：

- 平均值法(Average)/加权平均值法(Weighted Average);
- 中间值或众数法(Median/Mode);
- 回归分析法(Regression) ;
- 其他合理的方法;

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

# 一、企业价值市场法评估概念（续）

- 7) 估算目标企业相关参数，计算得出一个结果(Value Indication)作为一个评估初步结论
- 8) 最低营运资金需求量与实际拥有量差异调整
- 9) 考虑是否需要应用折价/溢价调整：
  - 流动性溢价/缺少流动性折扣；
  - 控股溢价/ 少数股权折扣

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

# 一、企业价值市场法评估概念（续）

- 10) 在采用各价值比率估算得出的结论中选择一个最为合理的作为最终评估结论
- 11) 加回非经营性资产净值（一般适用控股权评估）

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

# 一、企业价值市场法评估概念（续）

- ◆ 4、市场法评估的关键及难点问题：
  - 可比对象可比标准的确定
  - 价值比率的选择与适用性
  - 可比对象相关数据信息的可获得性及可靠性
    - 可比对象数据可获得性
    - 数据的获取渠道合法、有效，信息数据全面可靠

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 第二部分

# 市场法评估的上市公司 比较法



不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 二、市场法评估的上市公司比较法

### ◆ 1、上市公司比较法的概念

- 上市公司比较法就是在上市公司中选择可比公司作为“可比对象”，估算标的企业价值的一种市场法评估技术；
- 1) 上市公司比较法的优势：
  - 可以方便地计算其股权的市场价值，便于进行市场价值的对比分析和计算价值比率；
  - 财务数据和其他信息数据容易获得，信息渠道合法、信息可靠性较高，便于进行相关财务分析；

## 二、市场法评估的上市公司比较法（续）

### ■ 2) 上市公司比较法的劣势：

- 上市公司的市值是体现股票市场上的市场价值，我们评估的标的企业都是非上市公司，需要评估的是产权交易市场上的市场价值，两种市场的价值存在差异，需要进行调整、修正；
- 证券交易市场价值与产权交易市场价值之间的差异源自“流动性”的差异，因此称之为流动性差异，采用上市公司比较法评估需要估算缺少流动折扣；

## 二、市场法评估的上市公司比较法（续）

### ◆ 2、可比公司/股权的选择

#### ■ 1) 可比公司的选择标准：

- 有一定时间的上市交易历史，并且近期股票价格没有异动
- 相同或相似行业、主营业务相同或相似
  - 企业价值准则33条：资产评估专业人员所选择的可比企业与被评估单位应当具有可比性，可比企业应当与被评估单位属于同一行业，或者受相同经济因素的影响；
  - 注意通过“借壳”或“重组”转行业的情况；

## 二、市场法评估的上市公司比较法（续）

### • 财务经营业绩相似

- 至少应该做到：如果目标企业是盈利企业，则可比公司也应该选择盈利企业；如果目标公司是亏损企业，则可比公司也应该是亏损公司

### • 规模相当

- 目标公司与可比公司业务资产规模等大小相当

### • 成长性相当

- 目标公司与可比公司未来成长性相当；
- 供应渠道/销售渠道方面的要求

### • 其他方面的附加要求

- 地域方面的要求、产品结构、品种方面的要求

## 二、市场法评估的上市公司比较法（续）

- 这些选择标准或条件都是针对企业的“业务”制定的，针对的口径都是全投资口径，不是股权口径。

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 二、市场法评估的上市公司比较法（续）

### 2) 可比股权的选择标准

• 可比股权的选择标准应该在可比公司的选择标准基础上，增加资本结构或资产负债率可比的条件：

- 相同或相似行业、主营业务相同或相似；
- 财务经营业绩相似；
- 规模相当；
- 成长性相当；
- 其他方面的要求；
- 资本结构/资产负债率相同或相似；

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 二、市场法评估的上市公司比较法（续）

- 由于我们可以进行相关调整，因此在经营业绩、规模以及成长性等方面可以不必要求完全一致；
- 我们的目标是尽量选择“更可比”的可比公司；
- 可比对象的选择标准如果按照业务可比选择，则价值比率一般也应该相应选择全投资口径的价值比率；如果按照股权可比选择，则价值比率可以相应选择股权口径的价值比率。

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 二、市场法评估的上市公司比较法（续）

### ■ 2) 可比公司/股的数量:

- 企业价值评估准则对于可比公司/股的选择数量没有统一规定，可以根据需要选择；
- 一般认为上市公司比较法中可比公司/股权的“质量”重于“数量”；
- 当确定好“可比”的标准后，如果可以供选择的可比公司较多，则可以进一步增加“可比标准”的内涵，选择更可比的可比对象；
- 一般认为理想数量在3~6个为好，不是数量越多越好！

## 二、市场法评估的上市公司比较法（续）

### ◆ 3、财务报表数据分析、调整

- 1) 协调目标公司与可比对象之间由于财务会计政策的不同所可能产生的财务数据差异，由于目前国内企业都采用同一会计准则因此一般仅存在会计政策的差异
  - 目标企业与可比公司与会计政策的不同所可能产生的差异；
    - 折旧/摊销政策/存货记账政策
    - 计提坏账准备政策/收入实现标准

## 二、市场法评估的上市公司比较法（续）

### ■ 2) 分析确认可比公司非经营（非核心、溢余）性资产、负债

#### • 非经营性资产：

- 交易性金融资产
- 可供出售金融资产
- 持有至到期投资
- 投资性房地产
- 长期股权投资

#### • 非经营性负债：

- 交易性金融负债

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 二、市场法评估的上市公司比较法（续）

- 3) 分析确认标的企业的非核心、溢余性资产、负债
  - 闲置资产、溢余资产、非生产和经营用资产、长期投资、多余现金和金融性资产、在建工程等；
  - 金融性负债、应付股利、用于非经营性资产的负息负债和其他与主营业务无关的负债；

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 二、市场法评估的上市公司比较法（续）

### ■ 非核心、溢余性资产的组成：

- 闲置资产：没有或者暂时没有发挥作用的多余资产（不包括冗余资产）；
- 非生产经营资产：家属楼、职工子弟学校、医院等；
- 溢余资产：包括能力溢余的资产；
- 长期投资：对外进行的长期股权投资、债权投资（采用合并口径市场法的除外）；
- 多余现金和金融性资产：超过生产经营用的现金；

## 二、市场法评估的上市公司比较法（续）

- 在建工程：正在建设的资产，该资产的未来收益没有被预测到收益法的未来收益中；
- 其他与主营业务无关的资产。

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 二、市场法评估的上市公司比较法（续）

### ◆ 4、对比基础—“价值比率 (Multiples)” 的计算

- 1) 价值比率的概念：价值比率就是企业整体价值或股权价值与自身一个与整体价值或股权价值密切相关的体现企业经营特点参数的比值。
  - 价值比率是市场法评估将标的企业与可比公司进行“对比分析”的基础；
  - 价值比率的实质就是“单位价值”的概念；
  - 市场法对比分析的核心就是进行“价值比率”的对比分析

## 二、市场法评估的上市公司比较法（续）

### 2) 价值比率种类;

#### (1) 按照采用的财务指标对价值比率分类:

$$\text{盈利价值比率} = \frac{\text{企业整体价值} / \text{股权价值}}{\text{盈利类参数}}$$

$$\text{收入价值比率} = \frac{\text{企业整体价值}}{\text{销售收入}}$$

$$\text{资产价值比率} = \frac{\text{企业整体价值} / \text{股权价值}}{\text{资产类参数}}$$

$$\text{非财务价值比率} = \frac{\text{企业整体价值} / \text{股权价值}}{\text{特殊类参数}}$$

## 二、市场法评估的上市公司比较法（续）

### — 盈利价值比率：

$$\text{税息前收益 (EBIT) 价值比率} = \frac{\text{EV}}{\text{EBIT}}$$

$$\text{税息折旧 / 摊销前 (EBITDA) 价值比率} = \frac{\text{EV}}{\text{EBITDA}}$$

$$\text{税后净收益 (NOIAT) 价值比率} = \frac{\text{EV}}{\text{EBIT} \times (1 - T) + \text{折旧} / \text{摊销}}$$

$$P / E \text{ 价值比率} = \frac{\text{企业股权价值}}{\text{利润}} = \frac{\text{股价 (P)}}{\text{每股收益 (E)}}$$

### — 收入价值比率：

$$\text{销售收入价值比率} = \frac{\text{EV}}{\text{销售收入}}$$

## 二、市场法评估的上市公司比较法（续）

### — 资产价值比率：

$$P / B \text{净资产价值比率} = \frac{\text{企业股权价值}}{\text{净资产价值}} = \frac{\text{股价 (P)}}{\text{每股净资产 (B)}}$$

$$\text{总资产价值比率} = \frac{\text{EV}}{\text{总资产价值}}$$

$$\text{长期资产价值比率} = \frac{\text{EV}}{\text{长期资产价值}}$$

- **资产价值比率计算理论上应该采用资产的市场价值，但由于受到各方面因素限制，经常采用账面价值替代。**

## 二、市场法评估的上市公司比较法（续）

- 非财务价值比率可以根据目标企业和可比公司的特点选择，一般具有代表性的包括：

$$\text{矿山可开采储量价值比率} = \frac{\text{EV}}{\text{可开采储量}}$$

$$\text{仓库仓储容量价值比率} = \frac{\text{EV}}{\text{仓储容量}}$$

$$\text{专业人员数量价值比率} = \frac{\text{EV}}{\text{专业人员数量}}$$

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 二、市场法评估的上市公司比较法（续）

- (2) 按照财务指标口径对价值比率分类：

- A、全投资口径价值比率：

- 价值比率的分子/分母都是全投资口径参数

### 全投资口径盈利价值比率：

$$\text{税息前收益 (EBIT) 价值比率} = \frac{EV}{EBIT}$$

$$\text{税息折旧 / 摊销前 (EBITDA) 价值比率} = \frac{EV}{EBITDA}$$

$$\text{税后净收益 (NOIAT) 价值比率} = \frac{EV}{EBIT \times (1 - T) + \text{折旧} / \text{摊销}}$$

## 二、市场法评估的上市公司比较法（续）

全投资口径资产价值比率：

$$\text{总资产价值比率} = \frac{\text{EV}}{\text{总资产价值}}$$

$$\text{长期资产价值比率} = \frac{\text{EV}}{\text{长期资产价值}}$$

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 二、市场法评估的上市公司比较法（续）

非财务价值比率原则上属于全投资口径价值比率：

$$\text{矿山可开采储量价值比率} = \frac{\text{EV}}{\text{可开采储量}}$$

$$\text{仓库仓储容量价值比率} = \frac{\text{EV}}{\text{仓储容量}}$$

$$\text{专业人员数量价值比率} = \frac{\text{EV}}{\text{专业人员数量}}$$

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 二、市场法评估的上市公司比较法（续）

### – B、股权口径价值比率：

- 价值比率的分子/分母都是股权投资口径参数

### 股权投资口径盈利价值比率：

$$\text{P/E价值比率} = \frac{\text{企业股权价值}}{\text{利润}} = \frac{\text{股价 (P)}}{\text{每股收益 (E)}}$$

### 股权投资口径资产价值比率：

$$\text{P/B价值比率} = \frac{\text{企业股权价值}}{\text{净资产价值}} = \frac{\text{股价 (P)}}{\text{每股净资产 (B)}}$$

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 二、市场法评估的上市公司比较法（续）

- 一般不建议采用如下价值比率：

$$\text{净利润价值比率} = \frac{\text{EV}}{\text{净利润}}$$

$$\text{EBIT价值比率} = \frac{\text{股权价值}}{\text{EBIT}}$$

- 构造价值比率需要注意分子和分母口径要保持一致！

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 二、市场法评估的上市公司比较法（续）

- C、销售收入价值比率（分子、分母口径不一致的价值比率）：

$$\text{销售收入价值比率} = \frac{\text{EV}}{\text{销售收入}}$$

$$\text{市销率 (P/S)} = \frac{\text{股权价值}}{\text{销售收入}} = \frac{\text{股票价值P}}{\text{每股销售收入S}}$$

## 二、市场法评估的上市公司比较法（续）

### ◆ 5、可比公司/股权价值比率的计算时限

- 所谓可比公司价值比率的计算时限是指我们计算价值比率时采用的股价数据时间段和财务数据的年限：

#### • 1) 股票价格数据

- 基准日单日股票收盘价或均价；
- 基准日前30日股票收盘价或均价的均值；
- 基准日前60日股票收盘价或均价的均值；
- 基准日前90日股票收盘价或均价的均值；
- 我们建议选择股票价格时限一般不要超过90日；

## 二、市场法评估的上市公司比较法（续）

### • 2) 财务数据

#### – 收益、盈利类数据

- 评估基准日前12个月；
- 前一个会计年度或本年年化数据；

#### – 资产类数据

- 评估基准日数据；

### • 选择计算价值比率的时限，主要考虑的因素：

- 可比公司股价时效性因素；
- 非正常因素波动所可能产生的影响；
- 如果选择时限较长，则可以减少非正常波动的影响，但时效性就会受到影响；

## 二、市场法评估的上市公司比较法（续）

### ◆ 6、确定标的企业的相关参数（Benefit）

#### ■ 1) 根据不同的价值比率，需要相应的计算出标的企业不同的“相关参数”：

- 盈利类：NOIAT、EBIT、EBITDA、净利润等；
- 资产类：总资产、净资产和长期资产；
- 收入类：销售收入；
- 非财务类：矿山储量、仓库容量和专业人员数量，注册的活跃用户数；

## 二、市场法评估的上市公司比较法（续）

- 2) 标的企业相关参数估算年限：
  - 在估算标的企业相关参数时，需要根据可比公司价值比率的时限，相应的估算标的企业相关参数的时限；
    - 可比公司最近12个月的价值比率需要对应目标企业最近12个月的相关参数；
    - 可比公司最近一个会计年度价值比率需要对应目标企业最近一个会计年度相关参数；
    - 可比公司年度化价值比率需要对应目标企业年度化相关参数；

## 二、市场法评估的上市公司比较法（续）

- 3) 为了利用各价值比率估算标的企业的价值，需要估算标的企业相应的“相关参数”；
- 利用如下公式计算标的企业的价值：

$$Value_{\text{目标公司}} = \left[ \frac{Value}{Benefit} \right]_{\text{目标公司}} \times Benefit_{\text{目标公司}}$$

- 当采用多个价值比率计算得到标的企业价值后需要协调最终评估结论。

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

# 第三部分

## 市场法评估的交易案例 比较法



不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 三、市场法评估的交易案例比较法

### ◆ 1、市场法中的交易案例比较法

- 交易案例比较法就是在近期合并、收购案例中选择与标的企业相同或相似的交易案例作为“对比案例”，利用对比案例作为“可比对象”估算标的企业价值的一种市场法评估技术；
- 由于选择的对比案例是活跃市场上实际成交案例或合理报价，因此可以得知其公允的市场交易价值；
- 如果还可以得到标的企业的相关财务数据进行相关财务分析，则可以采用交易案例比较法评估；

## 三、市场法评估的交易案例比较法（续）

### ■ 交易案例比较法的优势：

- 选择的可比案例直接是产权交易市场上实际成交案例或合理报价案例，因此其价值与标的企业可能交易的市场是同一市场，不需要进行所谓“市场差异调整”，即缺少流动性折扣调整；

### ■ 交易案例比较法的劣势：

- 可比案例选择有一定的困难，相关交易案例的财务数据获取存在一定难度；
- 数据收集渠道不如上市公司数据收集渠道规范、统一，数据可靠性存在一定风险；

## 三、市场法评估的交易案例比较法（续）

### ◆ 2、市场法评估交易案例比较法操作步骤

#### ■ 1) 选择可比交易案例

- 通过专业机构提供的数据终端;
- 各地产权交易所网站;
- 上市公司子公司的并购、重组案例;
- 讨论问题：能否采用本公司之前的评估案例作为可比交易案例？

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 三、市场法评估的交易案例比较法（续）

### 2) 可比交易案例的选择标准

- 经营业务相同或相似；
- 成交日期与基准日相近（最好在近一年内）；
- 交易案例的控制权状态与被评估资产的控制权状态相同；
- 资本结构/资产负债率相似（这条需要根据采用的价值比率口径确定）；

### 3) 可比交易案例的选择数量

- 在采用交易案例比较法评估时，可比案例的选择一定要具有一定数量，具体数量准则没有明确规定，我们建议不要少于8-10个；

## 三、市场法评估的交易案例比较法（续）

- 4) 对比基础—“价值比率 (Multiples)” 的选择和计算
  - 可比交易案例的价值比率一般都是股权口径的价值比率（也可以采用全投资口径价值比率）；

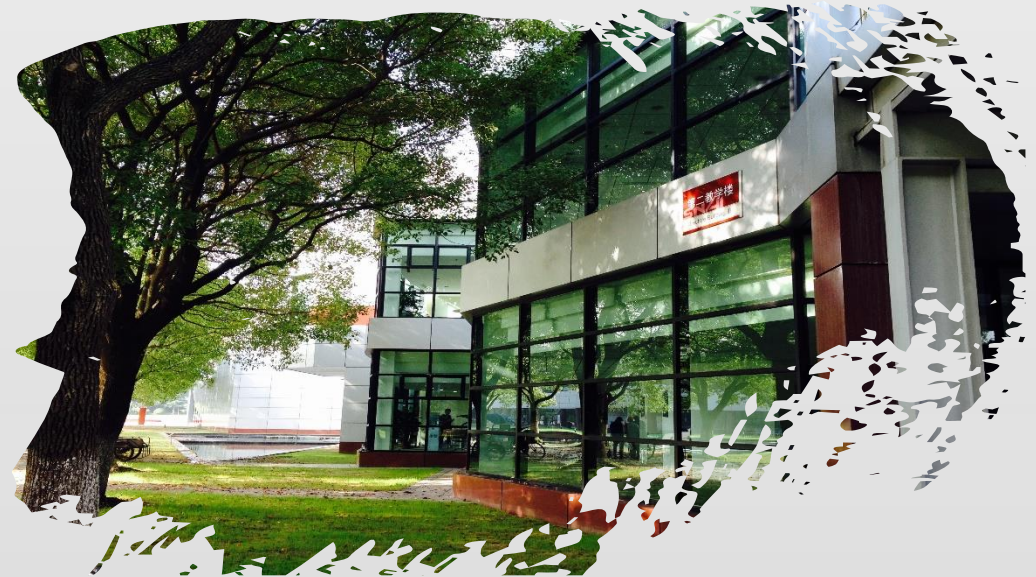
$$P / E = \frac{\text{股权价值}}{\text{净利润}} \quad (\text{市盈率})$$

$$P / B = \frac{\text{股权价值}}{\text{净资产账面价值}} \quad (\text{市净率})$$

$$P / \text{税后收益} = \frac{\text{股权价值}}{\text{净利润} + \text{折旧} / \text{摊销}}$$

# 第四部分

## 市场法可比公司/案例 的选择



不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 四、市场法可比公司/案例的选择

### ◆ 1、市场法选择可比公司/可比案例的目的

- 市场法是通过对比可比公司/可比案例的“价值比率”分析确定标的企业的价值比率，并进而得出标的企业价值的评估方法；
- 市场法选择的可比公司/可比案例的目的是要求可比公司/可比案例的价值比率与标的企业价值比率“可比”；

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## ■ 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

- 价值比率“可比”包含三个层面的要素“可比”：
  - 市场可比：同一市场/可比市场；
  - 经营业务可比：业务相同或相似，未来发展趋势相同或相似；
  - 资本结构可比：资本结构/资产负债率相同或相似；

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

### ◆ 2、市场可比

- **可比对象应该在同一市场/可比市场上选择可比公司/可比案例；**

- 1) 同一市场：根据评估目的确定目标企业将要交易的目标市场，在这个目标市场内选择可比公司/可比案例；

- 2) 可比市场：通常指同一国家或地区内产权市场与证券市场；

- 国内产权交易市场为目标市场，可以在国内证券市场选择可比公司（A股市场和“新三板”市场）；

## 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

### ◆ 3、经营业务可比

#### ■ 可比对象需要选择业务相同或相似；

##### • 1) 可比公司业务可比的选择标准：

- 在股票市场上仅发行A股，并且股票正常交易；
- 可比上市公司的主营经营业务与标的企业相同或相似；
- 财务经营业绩相似；
- 经营规模相当；
- 成长性相当；

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## ■ 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

- 2) 可比案例业务可比的选择标准：
  - 选择可比案例经营业务相同或相似；
  - 成交日期与基准日相近（最好在距离基准日一年内）；
  - 交易案例的控制权状态与被评估资产的控制权状态相同；

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

### ◆ 4、资本结构可比

- 市场法评估采用股权口径价值比率时，需要选择资本结构或资产负债率相同或相似的可比对象；
- 我们采用市场法评估最为重要的关键点是要要求可比上市公司或可比交易案例的价值比率与标的企业的价值比率相同或相似，并不是仅要求标的资产与可比对象两者之间的主营业务可比就可以了。

市场法运用的重大误区！！

## 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

- 业务“可比”并不确保价值比率“可比”

项目	A公司	B公司
企业整体价值 (D+E)	1,000.0	1,000.0
息税前收益 (EBIT)	100.0	100.0
股权价值 (E)	800	200
债权价值 (D)	200	800
资本结构 (D/E)	0.25	4.0
负息负债利率 ( $r_d$ )	5.0%	7.0%
负息负债利息 (I)	10.0	56.0
净利润	67.5	33.0
EBIT价值比率	10.0	10.0
PE价值比率	11.9	6.1

## 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

### ◆ 5、计量参数之间的口径差异及转换关系

#### ■ 财务参数一般可以分为三个口径（层级）：

- **股权口径财务参数=收入-成本费用-负息负债的本金和利息：**

- 存在收入、成本费用和负息负债本金和利息三个自由变化的参数；

- **全投资口径参数=收入-成本费用：**

- 存在收入和成本费用两个自由变化的参数；

- **销售收入口径：只有一个自由变化参数；**

不做假账  
朱路基  
二〇一四年四月

## ■ 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

- 股权口径指标与全投资口径指标的转换：

$$\text{全投资口径指标} = \frac{\text{股权口径指标}}{[1 + \frac{D}{E}(1-T)]}$$

其中，D：标的资产债权市场价值

E：标的资产股权市场价值

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

- 全投资口径指标与销售收入口径指标的转换：

$$\text{销售收入口径指标} = \frac{\text{全投资口径指标}}{\left(1 + \frac{\text{固定成本}}{\text{变动成本}}\right)}$$

其中，**固定成本**：生产经营固定成本

**变动成本**：生产经营变动成本

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

### ◆ 6、市场法评估应该在同一市场/可比市场上选择可比公司/可比案例

- 1) 根据评估目的确定目标企业将要交易的目标市场，在这个目标市场内选择可比公司/可比案例：
  - 国内企业海外并购目的：评估对象将要交易的市场是海外市场，因此我们的评估应该在海外市场选择可比公司/可比案例；

## ■ 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

- 国内上市公司重大资产重组目的：评估对象将要在国内市场交易，因此无论标的企业是国内的还是境外的，都应该选择国内上市公司/并购案例作为可比公司/可比案例；

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

- 2) 当选择的可比对象经营地与目标交易市场不是一个国家或地区时，需要进行国家风险因素、税收差异等方面的修正：
  - 国家风险因素修正主要可以考虑对折现率估算中的ERP考虑国家风险因素差异修正，或者其他合理的修正方法；
  - 税收差异修正主要考虑可比对象注册地与目标交易市场所在地税收方面的差异修正或者选择税后价值比率；

## 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

### ◆ 7、可比公司选的案例

#### ■ 案例一

##### • 1) 案例简介:

- 评估目的：重大资产重组事项--某国内上市公司发行股票购买资产；
- 采用的评估方法：市场比较法中的上市公司比较法；
- 标的企业概况：一家注册地在欧洲波兰的从事汽车零部件生产的企业；

不做假账  
朱路基  
二〇一四年四月

## 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

### • 2) 评估选择的比较对象：

#### - 可比公司一、

- 公司名称：ABC
- 公司地址：\*\*\*\*\*，卢森堡
- 股票代码：XXX
- 上市所在地：Warsaw（华沙）
- 从事行业：汽车零部件制造、销售

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

### – 可比公司二、

- 公司名称：DEF
- 公司地址：\*\*\*\*\*，斯德哥尔摩
- 股票代码：XXX
- 上市所在地：NASDAQ
- 从事行业：汽车零部件制造、销售

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

### – 可比公司三、

- 公司名称：XYZ
- 公司地址：\*\*\*\*\*，USA
- 股票代码：XXX
- 上市所在地：NASDAQ
- 从事行业：汽车零部件制造、销售

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

### • 3) 案例分析：

- (1) 目标公司是一个注册经营地在波兰的公司，但是评估目的要求是在中国（大陆）市场上的市场价值；
- (2) 选择可比公司的要求：
  - 行业相同或相似；
  - 可比公司提供的信息应该国内股票市场上的交易的价值，而不是其他国家和地区股票市场上的交易价值；

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

- （3）我们实际要评估的是一个注册经营地在波兰的从事汽车零部件行业企业的股权，在中国（大陆）市场上的交易价值；

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

### • 因此：

- 可比公司应该选择与目标公司在同一市场上交易的上市公司，因为同样的企业，在不同的市场上所表现的市场价值可能是不一样的；
- 同样从事汽车零部件生产的企业，经营地在不同的国家和地区，由于所在地国家的政治、经济制度和税收政策的不同，对投资者来说需要承担不同的风险，因此市场价值可能也有所不同；
- 如果目标公司的所在地与可比公司的所在地不同，则应该进行国家因素修正。

## 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

- 本案例评估目的实际是评估一家经营地在波兰，从事汽车零部件企业的股权，在中国（大陆）市场上的价值，但是选择的可比公司分别代表的是在Warsaw（华沙）股票市场和美国NASDAQ市场上的价值，即便是同样的一个企业在上述两地市场上的交易价值可能也是不同的，当然跟中国（大陆）的市场交易价值也是不同的；

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

- 标的企业是经营在波兰，但是可比公司分别经营在卢森堡、瑞典的斯德哥尔摩和美国，即便是同一企业，由于经营地不同，可能的经营风险不同，因此市场价值也会出现差异，上述可比公司的选择存在问题，需要进行差异调整；

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

### • 4) 如何进行相关差异调整?

- (1) 同一资产在不同市场表现的市场价值差异目前尚没有一个普遍可以接受的调整方案
- (2) 经营所在地不同的差异调整
  - 经营地点的不同可能产生的主要差异分析;
  - 政治、经济制度不同导致国家风险不同;
  - 国家风险可以借用Aswath Damodaran网站上下载的相关数据估算, Aswath Damodaran下载国家风险估算数据;  
(<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> )

## 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

### ■ 案例二

#### • 1) 案例介绍

- 一家国内企业X公司准备到新加坡收购一家A公司，A公司经营地在新加坡，但其拥有一家在美国的100%子公司B公司，现需要对A公司市场价值进行评估，请问应该如何选择可比公司？

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

### • 2) 案例分析

- 国内X公司需要到新加坡去收购A公司，也就是国内的X公司作为新加坡产权市场的一个参与者，参与到新加坡市场中，并在这个市场上收购A公司，因此评估师需要对A公司在新加坡产权市场上的市场价值进行评估；

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

- 由于A公司拥有100%的子公司B公司经营地在美国，因此在对A公司进行评估时也需要对B公司的市场价值进行评估；
- **对B公司进行评估时需要评估什么地方的市场价值？**

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

- 我们可以设想，X公司通过收购A公司而实际实现对B公司的收购交易有可能交易的市场是那个市场？
  - 有可能是在美国市场收购B公司，这时收购者面临的竞争者是美国市场的投资者；
  - 也有可能是A公司在新加坡将B公司出让给X公司，此时收购面临的竞争者是新加坡市场的投资者；

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

- 上述交易事项可能或者发生在新加坡，或者发生在美国，因此需要评估师判断上述两个市场中那个对于A公司出让B公司是最有利市场，我们评估B公司的市场价值应该选择这个最有利市场；

不做假账  
朱谿基  
二〇一四年四月

## 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

### — 因此：

- 评估师在评估A公司市场价值时应该在新加坡市场上选择可比公司或可比案例；
- 评估师在评估B公司市场价值时应该首先根据委托方意愿以及实际情况分析判断，B公司的最有利市场是美国市场，还是新加坡市场；
- 然后根据最有利市场原则，在最有利市场上选择可比公司或可比案例。

## 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

### ◆ 8、价值比率的选择附加条件

- 企业全投资价值对应企业全投资自由现金流FCFF（Free Cash Flow For the Firm）：

$$\text{FCFF} = \text{EBIT}(1-T) + \text{折旧/摊销} - \text{营运资金的增加} - \text{资本性支出}$$

- 但是由于营运资金增加和资本性支出相对比较固定，如果标的企业与可比对象之间差异不大，市场法评估中一般都采用NOIAT（Net Operating Income After Tax）替代FCFF；

$$\text{NOIAT} = \text{EBIT}(1-T) + \text{折旧/摊销}$$

## 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

- 企业股权价值对应股权自由现金流FCFE（Free Cash Flow for Equity）：

$$\text{FCFE} = \text{利润总额}(1-T) + \text{折旧/摊销} + \text{负息负债本金的增加} - \text{营运资金的增加} - \text{资本性支出}$$

- 如果标的企业与可比对象之间差异不大，市场法评估中可以采用NIOE（Net Income On Equity）替代FCFE；

$$\text{NIOE} = \text{利润总额}(1-T) + \text{折旧/摊销}$$

## 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

- NOIAT是一种税后口径的收益指标
- 如果要保证价值比率“可比”则需要根据所选择的价值比率的不同，增加“可比”条件的内涵
  - 1) 选择全投资税前口径价值比率，即EBITDA价值比率、EBIT价值比率；
    - 需要增加可比条件：
      - 标的企业与可比公司/可比案例适用的企业所得税率可比；

## 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

• 2) 选择全投资口径资产类价值比率，

即总资产价值比率  $\frac{EV}{\text{总资产}}$  ；

— 需要增加可比条件：

- 标的企业与可比公司/可比案例适用的涉及固定/无形资产折旧/摊销会计政策可比；
- 无形资产的账面记录可比；

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

- 3) 选择股权口径的收益价值比率，即市盈率PE；

- 需要增加可比条件：

- 标的企业与可比上市公司/可比案例的资本结构可比，这里的资本结构（D/E）应该基于股权和债券的市场价值基础上计算的；

或：

标的企业与可比上市公司/可比案例的资产负债率可比，这里的资产负债率可以采用账面价值计算；

## 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

- 4) 选择股权口径的资产价值比率，即市净率PB；
  - 需要增加可比条件：
    - 标的企业与可比上市公司/可比案例的资本结构可比，这里的资本结构（D/E）应该基于股权和债券的市场价值基础上计算的；或者标的企业与可比上市公司/可比案例的资产负债率可比，这里的资产负债率可以采用账面价值计算；
    - 标的企业与可比公司/可比案例适用的固定/无形资产折旧/摊销会计政策可比；
    - 标的企业与可比公司/可比案例无形资产账面记录可比；

## 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

- 5) 选择全投资口径的销售收入价值比率,

即  $\frac{EV}{\text{销售收入}}$  ;

— 需要增加可比条件:

- 标的企业与可比上市公司/可比案例的销售成本、费用率可比;

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

- 6) 选择股权口径的销售收入价值比率，即市销率PS；
  - 需要增加可比条件：
    - 标的企业与可比上市公司/可比案例的销售成本、费用率可比；
    - 标的企业与可比上市公司/可比案例的资本结构可比，这里的资本结构（D/E）应该基于股权和债券的市场价值基础上计算的，或者标的企业与可比上市公司/可比案例的资产负债率可比，这里的资产负债率可以采用账面价值计算；

## ■ 四、市场法可比公司/案例的选择（续）

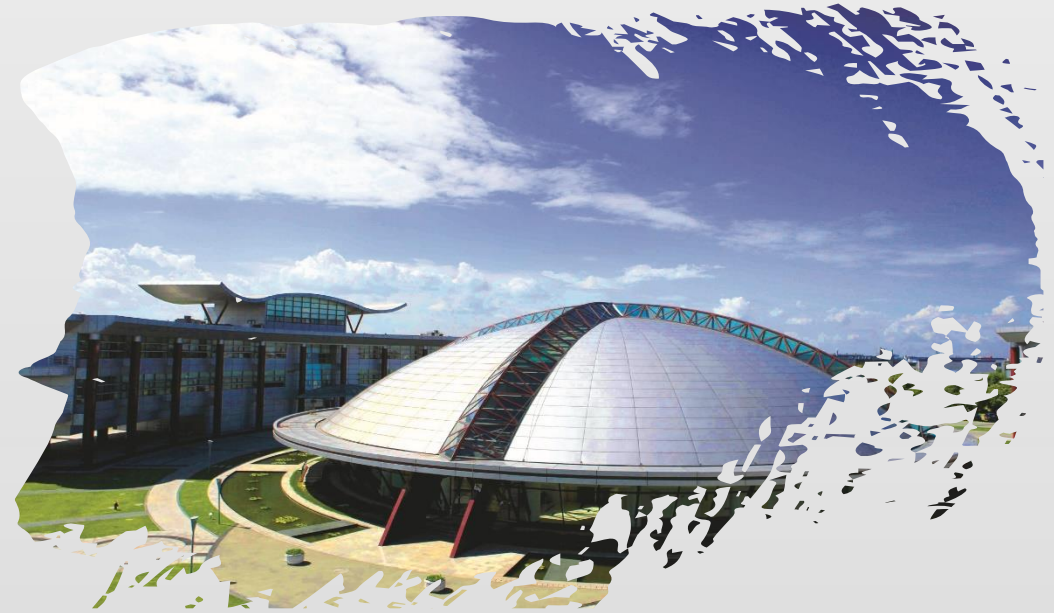
### ■ 讨论问题：

- 1) 商誉减值测试适合采用P/E、P/B和P/S价值比率吗？
- 2) 适合采用税后口径的NOIAT价值比率吗？

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

# 第五部分

## 市场法价值比率的选择 与修正



不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 五、市场法价值比率的选择与修正

### ◆ 1、市场法价值比率选择的原则

#### ■ 1) 可比对象的选择标准与价值比率口径要保持一致；

- 如果可比对象的选择标准是采用全投资口径的选择标准，则价值比率适合选择全投资口径的价值比率；
- 如果可比对象的选择标准是采用股权口径的选择标准，则价值比率适合选择股权口径的价值比率；
- 如果可比公司的选择标准是采用销售入口径，则价值比率适合选择销售收入价值比率。

## ■ 五、市场法价值比率的选择与修正（续）

- 2) 要尽量选择分子与分母的关联度高的价值比率；
  - 所谓分子、分母关联度高是指分母的变化直接会影响到分子的变化，并且这种影响度越高越好；

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 五、市场法价值比率的选择与修正（续）

- 市场法评估基本计算公式：

$$Value_{\text{标的企业}} = \left[ \frac{Value_{\text{可比对象}}}{Benefit_{\text{可比对象}}} \right] \times Benefit_{\text{标的企业}}$$

$$\Rightarrow \frac{Value_{\text{标的企业}}}{Benefit_{\text{标的企业}}} = \frac{Value_{\text{可比对象}}}{Benefit_{\text{可比对象}}}$$

- 上式的含义就是要求Value与Benefit之间存在“正比”关系！！

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 五、市场法价值比率的选择与修正（续）

### ◆ 2、价值比率的实质

- 假设：某企业第一年净现金流为NCF<sub>1</sub>，以后每年净现金流在此基础上按增长率g增长，该企业折现率为k；则：  
采用收益法评估该企业前n年价值Value的公式为：

$$\begin{aligned} Value &= \frac{NCF_1}{1+k} + \frac{NCF_1(1+g)}{(1+k)^2} + \frac{NCF_1(1+g)^2}{(1+k)^3} + \dots + \frac{NCF_1(1+g)^{n-1}}{(1+k)^n} \\ &= \frac{NCF_1}{1+k} \left[ 1 + \left(\frac{1+g}{1+k}\right) + \left(\frac{1+g}{1+k}\right)^2 + \dots + \left(\frac{1+g}{1+k}\right)^{n-1} \right] \\ &= \frac{NCF_1}{1+k} \left[ \frac{1 - \left(\frac{1+g}{1+k}\right)^n}{1 - \frac{1+g}{1+k}} \right] = \frac{NCF_1}{k-g} \left[ 1 - \left(\frac{1+g}{1+k}\right)^n \right] \end{aligned}$$

## 五、市场法价值比率的选择与修正 (续)

- 当  $g < k$  时: 
$$\lim_{n \rightarrow \infty} \left[ 1 - \left( \frac{1 + g}{1 + k} \right)^n \right] = 1$$

- 则该企业无限年的价值:

$$\lim_{n \rightarrow \infty} Value = \lim_{n \rightarrow \infty} \frac{NCF_1}{k - g} \left[ 1 - \left( \frac{1 + g}{1 + k} \right)^n \right] = \frac{NCF_1}{k - g}$$

$$Value = \frac{NCF_1}{k - g}$$

其中,  $NCF_1$ : 第一年净现金流;

$k$ : 折现率;

$g$ : 持续增长率;

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 五、市场法价值比率的选择与修正（续）

- 上述推导得到公式被称为预期收益资本化公式：

$$Value = \frac{NCF_1}{k - g}$$

- 如果将上述公式转换一下，就可以得到：

$$\frac{Value}{NCF_1} = \frac{1}{k - g}$$

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## ■ 五、市场法价值比率的选择与修正（续）

$\frac{Value}{NCF_1}$  实际就是我们定义的盈利类价值比率

- 因此我们可以得到以下结论：
  - 市场法评估实质就是假设标的企业在未来在第一年盈利的基础上以后每年按照一个平均的固定增长率增长，在这种情况下该企业采用收益法评估的价值；
  - 价值比率实际上可以理解为资本化率 $k-g$ 的倒数；

## 五、市场法价值比率的选择与修正（续）

- 企业的价值Value实际等于第一年的盈利指标NCF1与价值比率  $\frac{1}{k - g}$  的乘积：

$$Value = NCF_1 \times \left( \frac{1}{k - g} \right)$$

上式可以解读为采用市场法评估的企业价值与标的企业第一年已经实现的业绩、企业经营的风险因素（折现率）k和业绩预期增长率g三个因素相关！

## 五、市场法价值比率的选择与修正（续）

### ◆ 3、市场法全投资价值比率与收益资本化率的转换关系：

$$EV = \frac{NOIAT_1}{WACC - g} \text{ 或 } \frac{EV}{NOIAT_1} = \frac{1}{WACC - g}$$

其中： EV：企业整体价值；

NOIAT1：第一年全投资税后净收益；

WACC：加权资金成本；

g：NOIAT的持续增长率；

$\frac{EV}{NOIAT_1}$ ：NOIAT价值比率；

不做假账  
朱路基  
二〇一四年四月

## 五、市场法价值比率的选择与修正（续）

- 由上式我们可以得出结论：

- 税后现金流价值比率与且仅与折现率WACC和现金流预期增长率 $g$ 两个因素相关；
- 其中WACC是体现未来经营收益风险因素， $g$ 则是体现未来收益的增长因素。

## 五、市场法价值比率的选择与修正（续）

### ◆ 4、全投资现金流价值比率修正公式：

$$\begin{aligned}\frac{EV_s}{NOIAT_s} &= \frac{1}{WACC_s - g_s} \Rightarrow \frac{NOIAT_s}{EV_s} = \frac{1}{M_s} = WACC_s - g_s \\ &= WACC_s + WACC_G - WACC_G - g_G + g_G - g_s \\ &= WACC_G - g_G + (WACC_s - WACC_G) + (g_G - g_s) \\ &= \frac{1}{M_G} + (WACC_s - WACC_G) + (g_G - g_s)\end{aligned}$$

注：下标G表示可比公司/可比案例指标；下标S表示标的公司指标

◆ WACCs-WACCG和gG-gs分别是折现率修正系数和增长率修正系数。

## 五、市场法价值比率的选择与修正 (续)

### ◆ 5、其他全投资价值比率相关因素分析

#### ■ 1) EBITDA价值比率:

$$EBITDA\text{价值比率} = \frac{EV}{EBITDA_1}$$

#### ■ 我们引入EBITDA/NOIAT比率:

$$NOIAT / EBITDA\text{比率} = \frac{NOIAT_1}{EBITDA_1}$$

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 五、市场法价值比率的选择与修正（续）

■ 则：

$$\begin{aligned}\frac{EV}{EBITDA_1} &= \frac{EV}{NOIAT_1} \times \frac{NOIAT_1}{EBITDA_1} = \frac{EV}{NOIAT_1} \times NOIAT_1 / EBITDA_1 \text{比率} \\ &= NOIAT \text{价值比率} \times NOIAT / EBITDA \text{比率}\end{aligned}$$

■ 上式的含义是：EBITDA价值比率与NOIAT价值比率相关，并且还和第一年净现金流NOIAT<sub>1</sub>与EBITDA<sub>1</sub>比值相关；

## 五、市场法价值比率的选择与修正（续）

- 2) EBIT价值比率:

$$EBIT\text{价值比率} = \frac{EV}{EBIT_1}$$

- 我们引入EBIT/NOIAT比率:

$$NOIAT / EBIT\text{比率} = \frac{NOIAT_1}{EBIT_1}$$

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 五、市场法价值比率的选择与修正（续）

- 则：

$$\begin{aligned}\frac{EV}{EBIT_1} &= \frac{EV}{NOIAT_1} \times \frac{NOIAT_1}{EBIT_1} = \frac{EV}{NOIAT_1} \times NOIAT / EBIT \text{比率} \\ &= NOIAT \text{价值比率} \times NOIAT_1 / EBIT_1 \text{比率}\end{aligned}$$

- 上式的含义是：**EBIT价值比率与NOIAT值比率相关，并且还**与第一年NOIAT<sub>1</sub>与第一年EBIT<sub>1</sub>比值相关；

## ■ 五、市场法价值比率的选择与修正（续）

- 3) 总资产价值比率:

$$\text{总资产价值比率} = \frac{EV}{\text{总资产价值 } TA_1}$$

- 我们引入NOIAT总资产比率:

$$NOIAT / TA = \frac{NOIAT_1}{\text{总资产 } TA}$$

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 五、市场法价值比率的选择与修正（续）

■ 则：

$$\begin{aligned} \text{总资产价值比率} &= \frac{EV}{\text{总资产价值}TA} = \frac{EV}{NOIAT_1} \times \frac{NOIAT_1}{TA} \\ &= NOIAT\text{价值比率} \times \frac{NOIAT_1}{TA} \end{aligned}$$

■ 上式的含义是：总资产价值比率与NOIAT值比率相关，并且还和第一年NOIAT<sub>1</sub>与总资产比值相关；

## ■ 五、市场法价值比率的选择与修正（续）

- 4) EV收入价值比率;

$$\text{EV/收入价值比率} = \frac{\text{EV}}{\text{销售收入 } Revenue_1}$$

- 如果引入NOIAT/收入比率:

$$\text{NOIAT / 销售收入比率} = \frac{\text{NOIAT}_1}{\text{销售收入}_1} = \frac{\text{NOIAT}_1}{\text{Revenue}_1}$$

## 五、市场法价值比率的选择与修正（续）

- 则：

$$\begin{aligned} \text{EV销售收入} &= \frac{\text{EV}}{\text{销售收入}} = \frac{\text{EV}}{\text{NOIAT}_1} \times \frac{\text{NOIAT}_1}{\text{Revenue}_1} \\ &= \text{NOIAT价值比率} \times \frac{\text{NOIAT}_1}{\text{Revenue}_1} \end{aligned}$$

- 上式的含义是：EV收入价值比率与NOIAT价值比率相关，并且还和第一年NOIAT<sub>1</sub>与销售收入比值相关；

## 五、市场法价值比率的选择与修正

### ◆ 6、市场法股权口径价值比率与收益资本化率的转换关系

:

$$E = \frac{\text{股权净收益} NIOE_1}{CAPM - g} \text{ 或 } \frac{E}{NIOE_1} = \frac{1}{CAPM - g}$$

其中：E：企业股权价值；

$NIOE_1$ ：第一年股权净收益， $NIOE = \text{利润总额}(1-T) + \text{折旧/摊销}$ ；

CAPM：股权折现率；

g：NIOE的持续增长率；

$\frac{E}{NIOE_1}$ ：股权净收益价值比率；

不做假账  
朱路基  
二〇一四年四月

## 五、市场法价值比率的选择与修正（续）

- 由上式我们可以得出结论：

- 股权净收益价值比率与且仅与折现率CAPM和股权净收益预期增长率 $g$ 相关；
- 其中CAPM是体现未来经营收益风险因素， $g$ 则是体现未来收益增长因素；

## 五、市场法价值比率的选择与修正（续）

### ◆ 7、股权净收益价值比率修正公式：

$$\begin{aligned}\frac{E_s}{NIOE_s} &= \frac{1}{CAPM_s - g_s} \Rightarrow \frac{NIOE_s}{E_s} = \frac{1}{M_s} = CAPM_s - g_s \\ &= CAPM_s + CAPM_G - CAPM_G - g_G + g_G - g_s \\ &= CAPM_G - g_G + (CAPM_s - CAPM_G) + (g_G - g_s) \\ &= \frac{1}{M_G} + (CAPM_s - CAPM_G) + (g_G - g_s)\end{aligned}$$

注：下标G表示可比公司可比案例指标；下标s表示标的公司指标

◆  $CAPM_s - CAPM_G$ 和 $g_G - g_s$ 分别是折现率修正系数和增长率修正系数；

## 五、市场法价值比率的选择与修正（续）

### ◆ 8、其他股权投资口径价值比率相关因素分析

#### ■ 1) 市盈率 (P/E) :

$$\text{市盈率 } P / E = \frac{\text{股权价值}}{\text{利润收益}}$$

#### ■ 如果引入NIOE (Net Income On Equity) 净利润比率

:

$$NIOE / \text{净利润比率} = \frac{NIOE_1}{\text{净利润}} = \frac{NIOE_1}{NetProfit_1}$$

不做假账  
朱路基  
二〇一四年四月

## 五、市场法价值比率的选择与修正（续）

■ 则：

$$\begin{aligned} \text{市盈率} P/E &= \frac{\text{股权价值} E}{\text{净利润}} = \frac{\text{股权价值} E}{NIOE_1} \times \frac{NIOE_1}{\text{净利润}_1} \\ &= NIOE \text{价值比率} \times \frac{NIOE_1}{\text{净利润}_1} \end{aligned}$$

■ 上式的含义是：市盈率P/E与NIOE价值比率相关，并且还和第一年净现金流NIOE<sub>1</sub>与净利润<sub>1</sub>比值相关；

## 五、市场法价值比率的选择与修正（续）

- 2) 市净率 (P/B) :

$$\text{市净率 } P / B = \frac{\text{股权价值}}{\text{净资产价值}}$$

- 如果引入NIOE/净利润比率:

$$NIOE / \text{净资产比率} = \frac{NIOE_1}{\text{净资产}} = \frac{NIOE_1}{\text{净资产}}$$

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 五、市场法价值比率的选择与修正（续）

■ 则：

$$\begin{aligned} \text{市净率P/B} &= \frac{\text{股权价值}E}{\text{净资产}} = \frac{\text{股权价值}E}{NIOE_1} \times \frac{NIOE_1}{\text{净资产}} \\ &= NIOE\text{价值比率} \times \frac{NIOE_1}{\text{净资产}} \end{aligned}$$

■ 上式的含义是：市净率P/B与NIOE价值比率相关，并且还和第一年股权净收益NIOE<sub>1</sub>与净资产比值相关；

## 五、市场法价值比率的选择与修正（续）

### 3) 市销率 (P/S) :

$$\text{市销率 } P/S = \frac{\text{股权价值 } E}{\text{销售收入}_1} = \frac{\text{股权价值 } E}{\text{Revenue}_1}$$

### 如果引入NIOE/销售收入比率:

$$NIOE / \text{销售收入率} = \frac{NIOE_1}{\text{销售收入}_1} = \frac{NIOE_1}{\text{Revenue}_1}$$

## 五、市场法价值比率的选择与修正（续）

■ 则：

$$\begin{aligned}\text{市销率P/S} &= \frac{\text{股权价值}E}{\text{销售收入}} = \frac{\text{股权价值}E}{NIOE_1} \times \frac{NIOE_1}{\text{Revenue}_1} \\ &= NIOE\text{价值比率} \times \frac{NIOE_1}{\text{Revenue}_1}\end{aligned}$$

■ 上式的含义是：市销率P/S与NIOE价值比率相关，并且还

■ 与第一年股权净收益NIOE<sub>1</sub>与销售收入<sub>1</sub>比值相关

；

不做假账  
朱路基  
二〇一四年四月

# 第六部分

## 市场法评估的特别调整事项

- 1、缺少流动性折扣/控制权溢价调整
- 2、最低营运资金保有量调整



不  
微  
账  
2018年4月

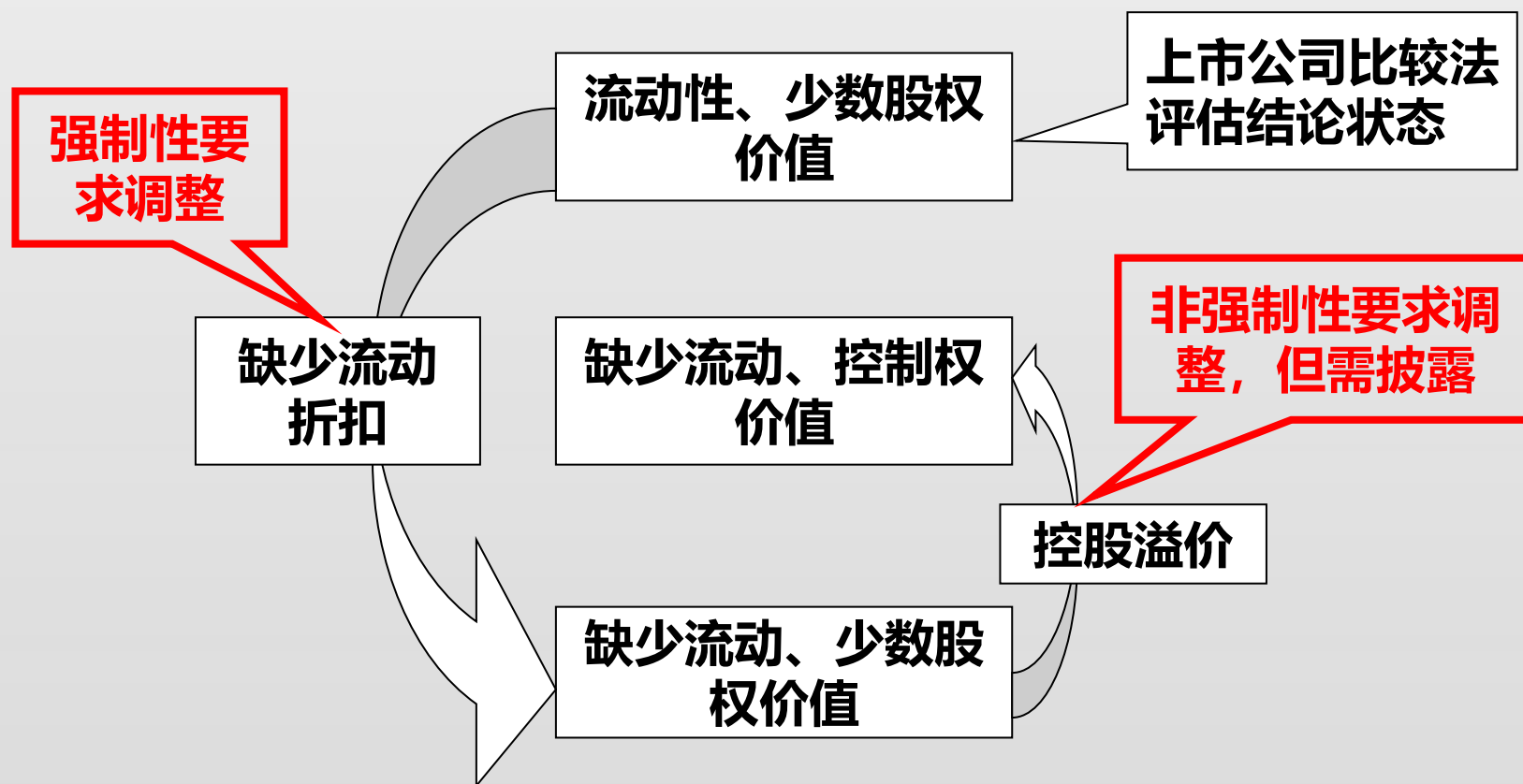
## 六、市场法评估的特别调整事项

### ◆ 1、市场法评估结论流动性/缺少流动性、控制/缺少控制状态调整

#### ■ 1) 上市公司比较法评估结论的流动性、控制权状态

- 由于上市公司比较法采用上市公司的股票交易价格计算股权市值，因此这个“市值”应该是代表流动性、少数股权的价值；
- 当被评估股权状态与上述状态不一致时需要进行调整；

## 六、市场法评估的特别调整事项（续）



## 六、市场法评估的特别调整事项（续）

- 2) 交易案例比较法评估结论的流动性、控制权状态
  - 由于可比交易案例都是非上市公司股权的交易案例，因此这些交易股权都是代表缺少流动性的；
  - 是否代表控制权或缺少控制权取决于可比交易案例的控制权状态或缺少控制状态；

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 六、市场法评估的特别调整事项（续）

### ■ 3) 缺少流动性折扣/控制权溢价概念

#### • (1) 缺少流动性折扣概念

- 缺少流动性折扣实质就是证券市场与一般产权市场之间的交易价格差异，这个差异主要就是体现在两个市场上资产“流动性”的差异；

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 六、市场法评估的特别调整事项（续）

- 国内估算缺少流动性折扣的研究的历史回顾：
  - 法人股交易价格研究；
  - 股权分置改革支付对价研究；
  - 新股发行价格研究；
  - 采用非上市公司并购市盈率与上市公司市盈率差异研究缺少流动折扣率；

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 六、市场法评估的特别调整事项（续）

### ◆ 法人股缺少流动折扣率研究结果

法人股交易价格估算缺少流通折扣结论表

序号	法人股交易年度	案例数量	法人股价格/流通股交易价均值(%)	缺少流通折扣率(%)
1	1998 年度	70	19.3	80.7
2	1999 年度	74	24.27	75.73
3	2000 年度	189	18.5	81.5
4	2001 年度	1,100	23.6	76.4
5	2002 年度	252	21.75	78.25
6	2003 年度	259	26.54	73.46
7	2004 年度	363	36.5	63.5
8	2005 年度	107	36.2	63.8
<b>9</b>	<b>合计/平均</b>	<b>2,414</b>	<b>25.83</b>	<b>74.2</b>

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 六、市场法评估的特别调整事项（续）

### ◆ 股权分置改革支付对价缺少流动研究结果

缺少流通折扣率汇总表（按行业）

序号	样本点分类行业	样本数量	缺少流通折扣率 <sub>1</sub> 平均值	缺少流通折扣率 <sub>2</sub> 平均值	缺少流通折扣率 <sub>3</sub> 平均值
1	采掘业	18	14.00%	14.19%	26.39%
2	传播与文化产业	7	16.89%	14.07%	28.62%
3	电力、煤气及水的生产和供应业	52	14.84%	14.01%	26.79%
4	房地产业	46	17.89%	15.15%	30.22%
5	建筑业	23	16.30%	14.65%	28.61%
6	交通运输、仓储业	50	13.58%	14.04%	25.78%
7	金融、保险业	11	10.65%	16.62%	25.56%
8	农、林、牧、渔业	24	15.27%	15.53%	28.47%
9	批发和零售贸易	63	18.28%	13.32%	29.16%
10	社会服务业	30	14.94%	14.49%	27.29%
11	信息技术业	60	17.47%	13.37%	28.41%
12	制造业-电子	39	16.71%	14.54%	28.78%
13	制造业-纺织、服装、皮毛	45	16.38%	16.10%	29.77%
14	制造业-机械、设备、仪表	163	17.52%	5.05%	29.87%
15	制造业-金属、非金属	92	16.35%	14.84%	28.78%
16	制造业-木材、家具	3	15.63%	11.66%	25.46%
17	制造业-其他制造业	13	18.01%	12.40%	28.10%
18	制造业-石油、化学、塑胶、塑料	116	19.68%	14.98%	31.65%
19	制造业-食品、饮料	46	15.05%	14.53%	27.41%
20	制造业-医药、生物制品	65	16.60%	13.46%	27.83%
21	制造业-造纸、印刷	19	21.93%	14.15%	32.92%
22	综合类	51	18.42%	13.51%	29.46%
23	<b>全部整体</b>	<b>1,036</b>	<b>16.94%</b>	<b>14.42%</b>	<b>28.92%</b>

原始数据来源：Wind 资讯

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 六、市场法评估的特别调整事项（续）

### ◆ 新股发行价格研究缺少流动折扣率（一）

新股发行价方式估算缺少流通折扣率计算表(按行业)

序号	行业名称	样本点数量	发行价平均值	第一天交易价	30日交易均价	60日交易均价	90日交易均价	缺少流通折扣率(%)				
								第一天交易价计算	30日交易均价计算	60日交易均价计算	90日交易均价计算	平均值
1	采掘业	28	9.92	20.63	21.17	21.01	20.52	44.60%	44.60%	44.20%	43.61%	44.25%
2	传播与文化产业	6	11.20	30.24	29.17	28.98	28.14	65.30%	64.75%	64.59%	63.44%	64.52%
3	电力、煤气及水的生产和供应业	27	6.31	12.69	12.74	12.65	12.65	47.81%	47.64%	46.84%	46.31%	47.15%
4	电子	50	10.40	24.56	23.26	23.19	22.90	52.97%	51.87%	51.84%	51.54%	52.05%
5	房地产业	22	9.62	20.53	20.71	21.03	20.96	50.79%	51.51%	52.12%	50.42%	51.21%
6	纺织、服装、皮毛	39	9.28	16.59	16.16	16.03	16.03	39.51%	38.64%	38.41%	38.71%	38.82%
7	机械、设备、仪表	137	12.27	25.97	25.47	25.21	24.98	48.48%	47.27%	46.89%	46.39%	47.26%
8	建筑业	23	8.57	14.33	14.67	14.75	14.69	39.50%	40.15%	40.28%	39.50%	39.86%
9	交通运输、仓储业	38	7.08	13.20	13.36	13.53	13.93	42.45%	44.22%	45.59%	46.84%	44.78%
10	金融、保险业	19	12.90	19.89	20.29	20.30	20.21	32.58%	34.53%	35.28%	35.42%	34.45%
11	金属、非金属	78	8.75	18.10	18.04	18.08	17.94	45.21%	44.79%	45.24%	45.32%	45.14%
12	木材、家具	5	9.00	14.53	13.70	13.06	12.57	28.20%	25.25%	21.48%	17.47%	23.10%
13	农、林、牧、渔业	25	11.33	24.31	24.30	24.37	24.20	50.52%	49.56%	48.76%	47.80%	49.16%
14	批发和零售贸易	25	7.20	21.62	22.20	22.32	22.24	55.11%	55.38%	55.38%	55.20%	55.27%
15	其他制造业	17	11.50	24.12	23.68	24.02	24.53	48.10%	47.02%	47.64%	48.31%	47.77%
16	社会服务业	24	11.56	25.81	25.85	26.74	26.74	53.10%	52.74%	53.38%	52.99%	53.05%
17	石油、化学、塑胶、塑料	86	9.77	20.45	19.83	19.79	19.68	49.21%	47.73%	47.45%	46.75%	47.78%
18	食品、饮料	28	13.68	26.28	26.02	25.58	25.34	49.44%	48.88%	48.17%	47.78%	48.57%
19	信息技术业	70	16.69	34.78	34.46	34.18	33.70	48.39%	48.13%	47.79%	47.04%	47.84%
20	医药、生物制品	55	14.20	28.16	27.38	27.29	26.94	49.47%	48.03%	47.82%	47.15%	48.12%
21	造纸、印刷	24	11.30	20.36	19.86	19.66	19.44	43.15%	41.17%	40.29%	39.52%	41.03%
22	综合类	3	8.35	15.72	15.92	15.88	15.93	47.39%	47.64%	47.56%	48.03%	47.65%
23	合计/平均值	829	10.49	21.49	21.28	21.26	21.10	47.43%	46.82%	46.71%	46.31%	46.82%

原始数据来源：Wind资讯

不做假账  
李路基  
二〇一四年四月

## 六、市场法评估的特别调整事项（续）

### ◆ 新股发行价格研究缺少流动折扣率（二）

新股发行价方式估算缺少流通折扣率计算表（按上市年份）

序号	年份	样本点数量	发行价平均值	第一天交易价	30日交易均价	60日交易均价	90日交易均价	缺少流通折扣率(%)				平均值
								第一天交易价计算	30日交易均价计算	60日交易均价计算	90日交易均价计算	
1	2000年	140	8.45	20.66	20.88	21.02	21.16	56.22%	56.70%	57.09%	57.45%	56.87%
2	2001年	64	9.40	21.01	20.93	20.90	20.77	51.61%	51.71%	51.82%	51.73%	51.72%
3	2002年	68	7.19	15.37	15.46	15.33	15.17	51.46%	52.21%	51.88%	51.57%	51.78%
4	2003年	67	7.48	12.18	12.09	12.14	12.16	38.07%	37.71%	37.79%	37.94%	37.87%
5	2004年	97	8.52	14.01	13.39	13.04	12.77	36.09%	34.17%	32.47%	30.95%	33.42%
6	2005年	14	6.87	9.96	10.00	9.94	9.90	29.00%	29.23%	29.17%	28.94%	29.08%
7	2006年	76	8.33	15.79	15.88	16.35	17.03	41.70%	42.56%	44.92%	47.38%	44.14%
8	2007年	118	11.59	33.71	33.28	33.20	32.59	62.46%	62.40%	62.71%	62.04%	62.40%
9	2008年	74	12.03	23.65	21.20	20.20	19.01	45.84%	39.37%	36.66%	32.62%	38.62%
10	2009年	111	23.48	39.18	39.21	39.38	39.34	38.37%	38.36%	38.49%	38.26%	38.37%
11	合计/平均值	829	10.33	20.55	20.23	20.15	19.99	47.43%	46.82%	46.71%	46.31%	46.82%

原始数据来源：Wind资讯

不做假账  
朱路基  
二〇一〇年四月

## 六、市场法评估的特别调整事项（续）

### ◆ 缺少流动折扣率研究结论--非上市公司购并市盈率与上市公司市盈率对比方式

缺少流通折扣率

序号	年份	非上市公司并购	上市公司	缺少流通折扣率
		市盈率平均值	市盈率平均值	
1	2023	20.73	30.46	<b>30.0%</b>
2	2022	21.72	33.54	<b>32.0%</b>
3	2021	23.03	36.43	<b>32.7%</b>
4	2020	23.59	37.09	<b>28.1%</b>
5	2019	20.75	35.97	<b>36.0%</b>
6	2018	22.42	33.55	<b>29.3%</b>
7	2017	16.14	36.57	<b>54.3%</b>
8	2016	19.64	44.07	<b>52.4%</b>
9	2015	20.23	50.35	<b>56.8%</b>
10	2014	23.02	39.84	<b>42.2%</b>

原始数据来源：Wind, iFind, 产权交易所

不做假账  
朱路基  
二〇二四年四月

## 六、市场法评估的特别调整事项（续）

- **(2) 股权控股溢价/缺少控制折扣的概念**
  - 所谓控制权是指根据公司法和企业章程中规定的赋予公司出资股东对企业经营决策管理的权利，也就是企业经营管理的控制权；
  - 股权资产实际具有收益权和控制权两类权力，仅评估收益权价值时，可以理解为是缺少控制权的价值；评估收益权+控制权价值时，实际评估的就是具有控制权的股权价值；

## 六、市场法评估的特别调整事项（续）

- 由于拥有控制权的股东拥有许多少数股权股东所不享有的利益，因此对按比例计算出来的股东权益价值来说，控制权股权与同样比例的不具有控股权的股权相比存在一个溢价，反之，不具有控制权的股权的价值与同样比例的具有控股股权的价值相比存在一个折扣；

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 六、市场法评估的特别调整事项（续）

- 控制溢价和缺少控制折扣两者之间是相互对应的，也就是说控制溢价是在缺少控制价格基础上溢价；缺少控制折扣是在控制价值基础上的折扣；
- **缺少控制折扣率 =  $1 - 1 / (1 + \text{控制溢价率})$ ；**

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 六、市场法评估的特别调整事项（续）

### ■ 控制权溢价与缺少控制权折扣国内研究

#### • 非上市公司控制权溢价与缺少控制权折扣研究

- 借鉴国际研究思路，利用目前国内并购数据信息系统收集相关数据进行了研究；
- 采用股权交易的比例都低于50%是案例和股权比例超过50%的案例，估算两组并购市盈率的差异估算的控制溢价率/缺少控制折扣率；

#### • 上市公司控制权溢价与缺少控制权折扣研究

- 分析上市公司控制权转让价格与控制权转让第一次公告日股价、第一次公告日前30日、60日和120日股票均价之间的差异；

## 六、市场法评估的特别调整事项（续）

### ◆ 控制权溢价/缺少控制折扣研究结论（非上市公司）；

非上市公司控制溢价、缺少控制折扣率估算表

序号	年份	少数股权交易		控股权交易		控股权溢价率	缺少控制折扣率
		并购案例数量	市盈率(P/E)	并购案例数量	市盈率(P/E)		
1	2023	821	20.19	482	22.20	9.98%	9.08%
2	2022	402	14.71	292	16.26	10.53%	9.53%
3	2021	738	20.65	870	22.53	9.09%	8.34%
4	2020	529	15.05	633	16.13	7.17%	6.69%
5	2019	320	14.13	531	14.70	4.04%	3.89%
6	2018	286	22.78	389	25.12	10.28%	9.32%
7	2017	527	15.47	547	18.04	16.63%	14.26%
8	2016	471	19.91	452	21.85	9.77%	8.90%
9	2015	290	18.18	309	20.26	11.46%	10.28%
10	2014	444	16.31	421	18.35	12.55%	11.15%

并购交易案例数据来源：Wind，iFinD，产权交易所

不做假账  
朱路基  
二〇二四年四月

## 六、市场法评估的特别调整事项（续）

### ◆ 控制权溢价/缺少控制折扣研究结论（上市公司）；

上市公司控制权溢价率/缺少控制折扣率统计表

序号	年份	收集上市公司控股权交易案例数量	第一次公告日股价		第一次公告日前30日股价值		第一次公告日前60日股价均值		第一次公告日前120日股价均值		整体平均值	
			控制权溢价率	缺少控制折扣率	控制权溢价率	缺少控制折扣率	控制权溢价率	缺少控制折扣率	控制权溢价率	缺少控制折扣率	控制权溢价率	缺少控制折扣率
1	2023	66	6.6%	6.2%	10.9%	9.8%	11.7%	10.5%	13.1%	11.6%	10.6%	9.6%
2	2022	53	9.7%	8.8%	16.7%	14.3%	16.8%	14.4%	15.8%	13.6%	14.7%	12.8%
3	2021	71	9.6%	8.7%	15.3%	13.2%	16.5%	14.1%	15.5%	13.4%	14.2%	12.4%
4	2020	63	15.3%	13.3%	22.4%	18.3%	23.5%	19.0%	23.2%	18.8%	21.1%	17.4%
5	2019	74	21.1%	17.4%	27.4%	21.5%	27.6%	21.6%	23.1%	18.8%	24.8%	19.9%
6	2018	34	25.6%	20.4%	31.5%	24.0%	27.7%	21.7%	21.0%	17.3%	26.5%	20.9%
7	2017	24	38.0%	27.5%	41.0%	29.1%	38.7%	27.9%	38.8%	27.9%	39.1%	28.1%
8	2016	31	17.9%	15.2%	25.7%	20.5%	24.7%	19.8%	23.3%	18.9%	22.9%	18.6%
9	合计/平均	416	18.0%	14.7%	23.9%	18.8%	23.4%	18.6%	21.7%	17.6%	21.7%	17.5%

不做假账  
朱路基  
二〇二三年四月

## 六、市场法评估的特别调整事项（续）

- 4) 缺少流动性折扣调整方式
  - (1) 问题的提出：

### 市场法缺少流动折扣率方式对比分析表

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 六、市场法评估的特别调整事项（续）

### • （2）缺少流动折扣率调整方式分析

- 第一步：

$$EV_{\text{可比上市公司}} = \text{上市公司收盘价或均价} P_{\text{可比上市公司}} \times \text{全部股数} + \text{债权市场价值} D_{\text{可比上市公司}} = E_{\text{可比上市公司}} + D_{\text{可比上市公司}}$$

- 第二步：

选用价值比率  $EV_{\text{可比上市公司}} / \text{相关指标} Index_{\text{可比上市公司}}$ ，通过对比分析得到标的企业的价值比率和企业价值；

- 第三步：

$$E_{\text{标的企业}} = (EV_{\text{标的企业}} - D_{\text{标的企业}}) \times (1 - DL\text{OM})$$

这里的  
DLOM为  
缺少流动  
折扣率

不做假账  
朱路基  
二〇一四年四月

## 六、市场法评估的特别调整事项（续）

- 采用上述方式估算标的企业的股权价值的方式存在以下问题：
  - 当上市公司与标的企业资本结构存在较大差异时，上述计算过程的就可能存在将标的企业债权D“打折”的实际效果

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 六、市场法评估的特别调整事项（续）

### • 比较合理的缺少流动折扣率的方式如下：

– **第一步：**  $EV_{\text{可比上市公司}} = \text{上市公司收盘价或均价 } P_{\text{可比上市公司}} \times$   
全部股数  $\times (1 - \text{DLOM}) + \text{债权市场价值 } D_{\text{可比上市公司}}$

$= E_{\text{可比上市公司}} \times (1 - \text{DLOM}) + D_{\text{可比上市公司}}$

– **第二步：** 采用价值比率  $EV_{\text{可比上市公司}} / \text{相关指标 } Index_{\text{可比上市公司}}$ ，通过对比分析得到标的企业的价值比率；

– **第三步：**  $EV_{\text{标的企业}} = EV_{\text{标的企业}} / \text{相关指标 } Index_{\text{标的企业}} \times \text{相关指标 } Index_{\text{标的企业}}$

$E_{\text{标的企业}} = EV_{\text{标的企业}} - D_{\text{标的企业}}$

## 六、市场法评估的特别调整事项（续）

### ■ 5) 控制权溢价的调整方式

- 控制权溢价的调整与缺少流动折扣的调整方式类似，可以参考缺少流动折扣的方式调整。

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 六、市场法评估的特别调整事项（续）

### ◆ 2、营运资金最低保有量调整

- 进行营运资金最低保有量调整的必要性；
- 市场法评估企业价值时，采用盈利类和收入类的价值比率会使交易者更多的关注标的企业的损益表，忽视标的企业的资产负债表，而企业交割时往往剔除一些现金和应收款等流动资产；

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

## 六、市场法评估的特别调整事项（续）

- 市场法评估企业或股权价值时，我们都是默认企业和股权内部包含完整的业务资产组（CGU），因此这个CGU中必须要包含足够的营运资金；
- 市场法评估结论的营运资金需求量调整就是针对上述情况设定的一个必要步骤，其核心就是要明确在采用盈利类和收入类的价值比率估算企业价值时，实际应该隐含标的企业应该具有的最低合理的营运资金水平；

## 六、市场法评估的特别调整事项（续）

- 当标的企业不具有最低营运资金水平时需要进行相应调整，具体调整方式与收益法估算营运需求量类似；

不做假账  
朱镕基  
二〇〇二年四月

# 谢谢！

电话：010-68090010

Email: ZhaoQiang@Ztonghua.com



不做假账  
朱镕基  
二〇〇一年四月