



交易及估值服务

估值快讯 001/2023刊

企业评估中的常见误区（一）

企业和资产的估值是财务报告、首次公开招股和交易中不可或缺的。近年，香港联交所、证监会和香港会计师公会不时就估值专业以及为财务报告和交易而准备的估值中发现的常见问题发表意见和调查结果。本文将简要地总结了有关当局关注的要点以及估值从业者和评估结果用户应保持警惕的五个常见估值误区。我们将在未来的出版文章中继续讨论其他常见的估值误区。

香港联交所的关注^[1]



报告的资产价值的公正性。审计师报告称，没有足够的文件证明在资产评估中采用的假设是合理的，例如，缺少历史财务信息支持却用于财务预测的假设。



调查发现，一些发行人省略了披露与重大不可观测变量相关的量化信息，以及当年使用的估值方法发生变化的原因。

证监会的关注^[2]



缺乏独立的判断和责任：

在一些有独立专业评估的案例中，董事们在评估目标企业的收购对价时仅依赖数据提供者的预测。评估师在没有进行任何尽职调查或其他工作的情况下，只是假设数据提供者的预测可以实现。一些评估师完全否认他们对预测的可靠性负有责任。



盈利的质量可靠性：

没有对目标企业的盈利质量进行分析，并且明显的风险因素，如历史性亏损、销售额的突然和无法解释的增长、与行业同行相比不合理的高利润率、可疑的非经常性项目以及明显有问题或不可持续的收入来源，在很大程度上被忽视。



可比公司的合理性：

评估师和董事必须运用他们的判断力来选择与目标公司有适当相似特征的公司，并确保估值中提到的可比公司概为公平和有代表性。证监会注意到，董事们“挑选”了那些交易倍数较高的公司，而忽略了其他业绩较差的公司。此外，被选作比较的公司比目标公司有更长的时间和更多的盈利记录，但没有进行相应的调整。

¹ 2021 年发行人年报审阅 https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Rules-and-Guidance/Other-Resources/Exchanges-Review-of-Issuers-Annual-Disclosure/rdiar_2021_c.pdf

² 有关董事在考虑企业收购或出售项目时的操守及责任的声明，二零一九年七月 <https://www.sfc.hk/TC/News-and-announcements/Policy-statements-and-announcements/Statement-on-the-Conduct-and-Duties-of-Directors-when-Considering-Corporate-Acquisitions>

香港会计师公会的关注^[3]



常见误区一 - 价值基础的不当应用

对于每个企业的评估, 应根据评估任务的目的来选择价值基础。实际上, 这也意味着选择一个特定的评估方法, 可能会大大改变评估结果。以下是一些常见的价值基础:

| | |
|-------------------------------------|--|
| 公允价值（香港财务报告准则第 13 号） | “在评估日市场参与者之间的有序交易中, 出售一项资产所能收到或者转移一项负债所需支付的价格。” |
| 使用价值（香港会计准则第 36 号） | “预期从资产或现金产出单元产生的未来现金流量现值。现金产出单元是指基本上独立于其他资产或资产组产生现金流的最小可辨认资产组。” |
| 公允价值减去处置成本（"FVL COD"）（香港会计准则第 36 号） | “在熟悉情况的交易方间自愿进行的公平交易中, 销售金额扣除处置成本后的金额。” |
| 市场价值（国际估值准则第 104 号） | “在公平交易中, 自愿的买方和自愿的卖方经过适当的营销, 并且各方在知情、谨慎和不受强迫的情况下, 在估值日应交换的资产或负债的估计金额。” |
| 投资价值（国际估值准则第 104 号） | “一项资产对某一特定所有者或潜在所有者用于个人投资或运营目标的价值。” |
| 清算价值（国际估值准则第 104 号） | “清算价值是一项资产或一组资产按件为基础出售时实现的数值。清算价值应考虑到使资产进入可销售状态的成本以及其弃置成本。” |

例如, 为投资而对企业进行估值时, 投资价值可以作为对拟议交易进行内部评估和可行性研究的适当价值基础。在这样的基础上, 应在估值中加以考虑协同效应等因素。然而, 这种协同效应被高估的情况颇为常见, 这使得收购方为交易支付了高额的交易对价。另外, 为公开文件而对企业或交易进行估值时, 公允价值或市场价值将是合适的价值基础, 目标企业在公平交易和市场参与者的基础上进行评估, 以确保（少数）股东的利益得到合理的保障。

如果估值的目的是根据香港会计准则第 36 号——资产减值进行减值评估, 则资产的可收回金额应确定为其公允价值减去处置成本（"FVL COD"）和其使用价值中的较高者。这两种评估基础涉及到截然不同的评估方法和考虑因素。例如, 使用价值是用收入法得出的, 即与现金产生单位有关的估计未来现金流量的净现值。另一方面, 公允价值减去处置成本最好是通过市场法, 参考活跃和公开市场上类似资产的报价或近期类似交易的交易对价而得出。

³ 香港商业评估质量倡议, 二零一九年七月 <https://www.hkicpa.org.hk/-/media/HKICPA-Website/New-HKICPA/News/Hong-Kong-Business-Valuation-Quality-initiative/ConsultationPaperProposedStandardsandProfessionalismFrameworkforBusinessValuationintheHongKongMarket.pdf>

在我们审查的一些估值中，减值测试错误地根据公允价值而不是香港会计准则第 36 号规定的使用价值或公允价值减去处置成本来编制。公允价值和公允价值减去处置成本应在处置资产的直接增量成本方面有所不同。与公允价值相比，使用价值必须使用现金流折现法，通常考虑五年的现金流预测期或合理的资产使用寿命。它不应该包括任何资产增值的扩张性资本支出。显然，仅仅通过参考公允价值来记录减值损失并不符合会计准则的目的和要求。

常见误区二 - 操纵溢价和折价的使用

估价师利用溢价和折扣对估值目标进行个别调整。常见的溢价和折价包括控制权溢价（"Control Premium"）、缺乏控制权折让（"DLOC"）和缺乏市场流通性折让（"DLOM"），如下文所述：

| 控制权溢价 | 缺乏控制权折让 | 缺乏市场流通性折让 |
|--|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> 与当前市场价格相比，买方愿意为收购某一特定公司的控股权而额外支付的溢价 | <ul style="list-style-type: none"> 因缺乏控制权而作出的折价 | <ul style="list-style-type: none"> 适用于私人公司持有的股票的折扣，以反映与交易活跃的上市公司股票相比所缺乏的市场性 |
| 常见参考来源 | | |
| <ul style="list-style-type: none"> 由 Business Valuation Resources, LLC 出版的 "FactSet 控制权溢价研究" 来自彭博社、Wind 等的并购交易记录 对已披露的公开交易进行的内部研究，即收购多数控制权和公司的私有化 | <ul style="list-style-type: none"> 用下面的公式从控制权溢价中推算出： $DLOC = 1 - \frac{1}{1 + Control\ Premium}$ FactSet Mergerstat, LLC 的 Mergerstat® Review | <ul style="list-style-type: none"> 由 Stout Risius Ross, LLC 出版的 "Stout 的限制性股票研究参考指南" 布莱克-休斯 Black-Scholes 期权定价模型 首次公开募股前后的估价研究 |

虽然这些参数可能会对估值结果产生重大影响，但估值中采用的溢价和折扣往往受制于评估师的判断，缺乏解释。值得注意的是，在不同的估值日期对同一资产的估值采用不同的参考来源，或使用过时的参考来源，可能是利用这些溢价和折价操纵估值结果的迹象。

关于 DLOM 和 DLOC，我们定期发布我们对香港上市公司已公布的交易中不同评估师采用的来源和数据的研究和总结。详情请见 <https://www.moore.hk/publications?lang=zh-cn>。

常见误区三 - 财务预测中的增长预测没有足够的支持信息

财务预测是收入法下评估结果的关键驱动因素，但其质量往往被忽视，尽管是交易记录有限的企业。实务上，大多数评估师在准备财务预测时，主要依靠估值客户或评估对象的数据提供方所预知和预测的业务前景及业绩。

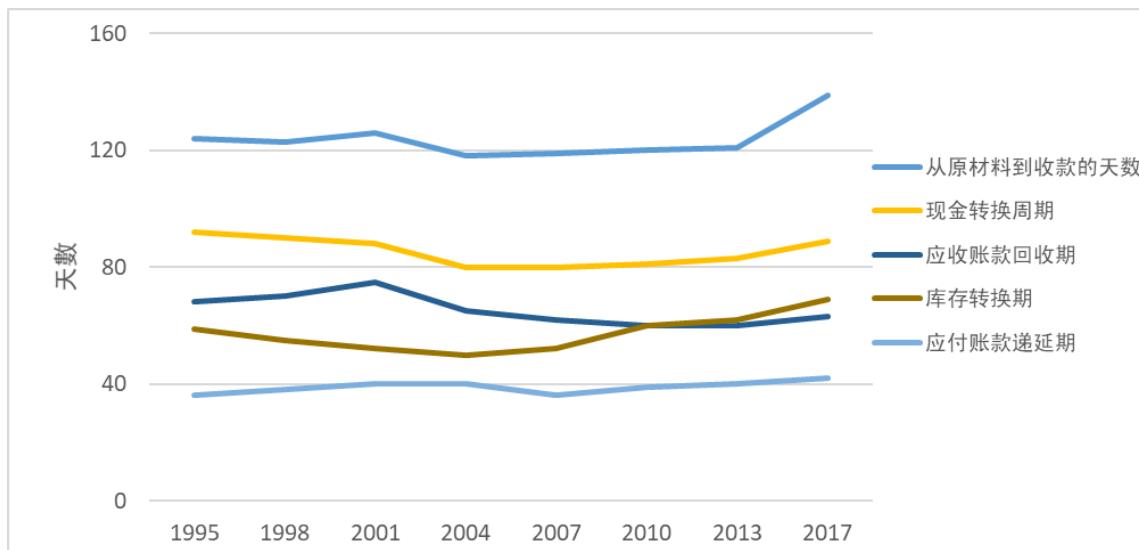
不幸的是，这些财务预测在收入增长和利润率方面往往过于乐观。然而，评估师往往对其进行最小的调整，这将导致估值的膨胀。我们认为，对于任何财务预测都应该详细分析并考虑宏观经济和实体的个体因素。特别是，预测的收入应通过销售合同来验证，或有完善的商业计划来支持。另外，对于新签订的合同，应询问合同的对手方是独立第三方还是关联方。在现实中，连续大幅同比增长和利润率的大幅提升不容易实现和持续的。

总而言之，评估师应该对提供给他们的财务预测保持专业的怀疑态度，并与客户适当沟通，以获得公允合理的财务预测和评估结果。

常见误区四 - 财务预测中低估净营运资金的变化

在收益法下，公司的价值是通过对预期现金流折现得出的，其中一个组成部分是净营运资本（"NWC"），简称营运资本，在不同年份之间的变化。虽然这种变化可以巧妙地说明企业增长的稳健性，并可能对估值结果产生重大影响，但相对于收入、盈利等其他组成部分，它们通常受到更少的关注。

评估师通常会对目标企业的现金转换周期进行分析，即通过研究其应收账款、应付账款和存货的历史周转天数，得出每个预测年度所需的营运资金水平。一般情况下，周转天数常年保持稳定，如下图所示（数据来源于一项学术研究）：



来源: "My Worst Investment Ever Podcast on 30 March 2022 by Andrew Stotz, PhD, CFA"及大华国际数据处理

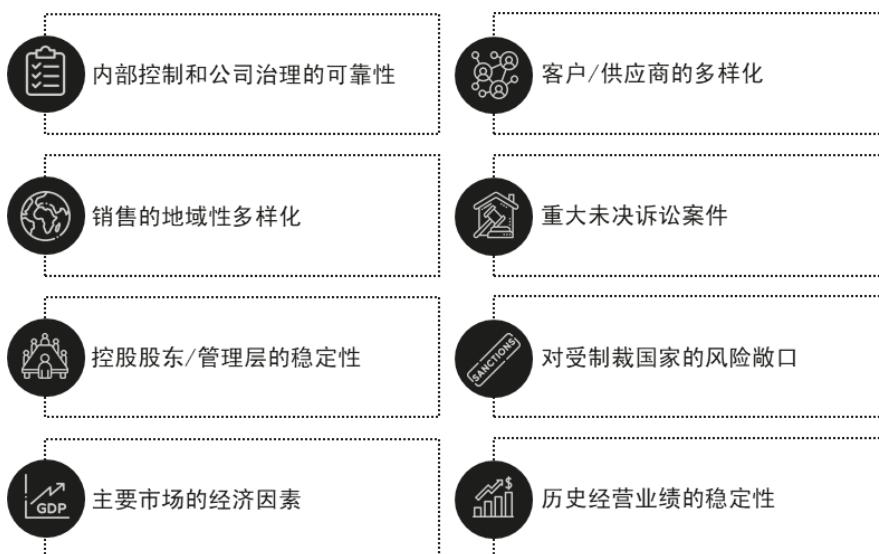
如果历史数据出现波动, 可以参考业内同行的数据。这项分析的总体目标是了解有多少营运资金可以由企业自身“融资”获得, 有多少需要从外部融资获得。后续需跟进的问题是这种外部融资的方式和数量。在我们审核的一些评估中, 短期借款经常被预测以抵消预测期内 NWC 的变化。根据我们的经验, 这在现实企业中实际上是很难发生的, 因此有必要对主体的融资活动进行进一步调查。

常见误区五 - 在加权平均资本成本中缺乏对公司特定风险的解释

在收益法下, 常采用评估对象的加权平均资本成本 ("WACC") 视作预期现金流贴现的折现率。WACC 由股权成本和债务成本组成, 两者常用根据评估对象的资本结构进行加权得到。推算股权成本以及 WACC 的一个关键参数是公司特定风险, 从我们所审查的评估来看, 该风险通常在从 0% 到 10% 以上。

应该注意的是, 在 WACC 中即使是微小的增减, 其复合效应都可能是巨大的, 特别是对未来数年现金流的预测。不幸的是, 对于公司特定风险, 评估师普遍不提供他们所考虑的定量或定性的调整因素, 更不用说是否有用以支持该数据的行业信息或文献。

采用定量模型为评估对象推算出适当的公司特定风险是具有挑战性的, 因为每个评估对象都是独特的, 而且大多数评估, 如公司治理评估, 都是定性的。然而, 适当的公司特定风险推算应考虑到可能影响投资者投资决策的项目:



结论

在评估实务上，由于纷繁复杂的评估方法、算法和参数，相应产生了企业评估中常见的误区。为了维护利益相关者的权益，估值从业者和评估结果的使用者应该对会计和估值标准保持警惕，谨防估值中的常见误区。我们将在往后的出版物中继续讨论其他企业评估中的常见误区。

我们可以如何帮助？

大华国际交易与评估部为任何规模的客户提供咨询，从小型个体企业到中型上市公司和大型企业。利用我们的本地专业知识和全球网络的协作能力，我们在为各行业的企业提供咨询服务方面建立了强大而可靠的业务记录。如果您希望在各种类型的评估、财务尽职调查和其他交易咨询事项上获得指导，请随时与我们联系。

联络信息



罗柏达
董事总经理 - 咨询服务
电话 +852 2738 7769
电邮 patrickrozario@moore.hk



马志坚
董事 - 交易及估值
电话 +852 2738 4633
Whatsapp +852 6938 9310
电邮 kennethma@moore.hk



更多相关资讯，请浏览：
www.moore.hk/services/advisory/transaction-valuation



www.moore.hk

We believe the information contained herein to be correct at the time of going to press, but we cannot accept any responsibility for any loss occasioned to any person as a result of action or refraining from action as a result of any item herein.
© 2023 Moore Transaction Services Limited