

第 1 章 企业价值评估方法的比较研究

1.1 企业价值概述

1.1.1 企业价值的定义

1. 企业

企业是人类协作劳动共同创造使用价值的社会存在形式^[1]。在不同社会形态和不同的社会经济发展阶段，它可以有不同的形式，但企业都有一个根本特征——协作劳动。根据企业经营的目的，可将企业分为三类：自给性企业、资本性企业、政府性企业。

2. 价值及其特性

企业价值是由企业内部资本与劳动的关系以及建立在劳动基础上的企业创造价值的能力决定的。

(1) 资本是企业价值的代表

资本概念经无数经济学家们的不断引申，形成了现在颇有争议的一个概念。希法亭^[2]在罗列了数十种资本的定义之后，认为应“将资本理解为获利的手段”。

西季威克认为资本是被使用的财富，它可以给所有人产生一种新财富的剩余^[3]。

马克思认为，资本是能够带来剩余价值的价值，指出资本争论的核心和目的是要阐明利润的来源与性质。

资本要获得增值离不开劳动，而劳动也越来越离不开资本。只有资本没有劳动，资本只能代表一定的财富，是一堆死物；只有劳

动没有资本，劳动又变成了简单劳动，商品交换就无法进行。通过企业，可以将资本与劳动紧密结合，并创造价值。

(2) 企业价值是资本和劳动结合的产物

企业作为在资本市场上交易的特殊商品，其价格可以通过市场竞争来实现。按照马克思的观点，价格围绕价值上下波动是市场经济的基本规律。因此，为了使企业的价格更加公平和真实，需要确定企业的价值。

按照《资本论》中的定义：价值是凝结在商品中的无差别的人类劳动，是生产商品所消耗的社会必要劳动时间。商品的价值的实体就是劳动，可以用劳动时间来计量商品的价值。

资本与劳动的结合过程是企业创造使用价值的过程。资本与劳动的结合不是一种简单的结合，而是一种在相互融合的基础上重新创造的过程。在劳动过程中，劳动者充分发挥自己的体力和脑力，在资本的帮助下创造出新的使用价值。劳动与资本整合作用的结果便产生新的使用价值，而这种新的使用价值带来了企业价值的不断增值。同时，随着管理技术的进步，企业的管理能力和管理水平对价值的作用也更加明显，提高管理能力将会促进企业价值增值。

资本与劳动的结合，既表现在资本的质和量上，又表现在劳动者的质和量上，随着劳动者素质和劳动技能的提高，其对价值增值的影响逐渐突出^[4]。用李斯特的一句话来说：“财富的生产力比之财富本身，不晓得重要多少倍。”

3. 企业价值的定义

企业作为商品生产的组织，在其本身成为资本市场的商品后，其价值定义出现了难题。企业价值最大化是企业管理的目标，也是财务管理的最终目标。因此，财务管理研究者基于不同的立场，对企业价值的定义进行了探讨。

(1) 王庆成^[5]指出，企业价值是企业全部资产的市场价值，在

对企业进行评价时，看重的不是企业已经获得的利润水平，而是企业潜在的获利能力。

(2)刘贵生对王庆成的观点提出质疑^[6]，认为企业价值是企业重置成本、组织成本和经调整后的未来获利水平的现值之和。

(3)周守华、杨惠敏认为^[7]，管理的目标是股东财富最大化，因为股东承担了企业的全部剩余风险，与债权人和职工相比，股东承担的义务、风险最大，从而享有的权利、报酬也应该最大。

(4)李心愉^[8]指出股东价值最大化和企业价值最大化的异同，认为股东可能为了自身利益，牺牲其他人的利益而追求股东价值最大化，从而无法实现企业价值最大化。

(5)唐玉莲^[9]对产值最大化、利润最大化、净现值最大化、股东财富最大化和企业价值最大化等观点进行了分析，认为企业价值最大化是最终目标，并提出了企业价值最大化实施的可行性。

(6)张明燕、李峰涛从资金来源和资金运用两个角度^[10]分析了企业价值最大化需要解决的三个问题：企业价值能否通过人为的财务活动增加；如果能，财务活动又是如何增加企业价值的；企业价值如何度量。并认为，企业的财务活动能够增加企业价值，这种价值增加是通过利息的抵税作用实现的；另外，不同的资产组合能够创造不同的未来现金流量，会影响企业价值。

(7)原毅军、陈艳莹^[11]认为企业本身作为一种特殊商品，其价值的高低反映了市场对企业提供产品或服务的认可程度，以及对企业长期发展和增值潜力的预期。企业追求价值的持续增加，必须制定正确的战略，建立显著的竞争优势。因此，企业价值有其内在的战略涵义。

4. 企业价值的双重含义

对企业价值的理解可以从企业价值的内涵和企业价值的表现形式两方面进行：

(1) 企业价值的内涵

企业价值的内涵应该是反映企业从产生到现在所积累的社会必要劳动时间的总和，是企业现有资源的价值与这些资源综合作用所产生的未来价值增值预期之和。既然获利是企业的根本，而资本与劳动都只是获利的手段，因此企业的价值应该用资本与劳动结合后企业创造价值的能力来反映。

企业价值是构成企业的各种资源价值的总和，包括有形资源 and 无形资源。

有形资源是指反映到资产负债表上的各种资产的总称，包括流动资产、长期投资、固定资产、其他长期资产和无形资产等。

无形资源是指在资产负债表中无法反映或没有列示的各种资源，包括企业商誉、研发能力、经营者能力、管理效率、特殊资源储备和其他各种没有反映到资产负债表中的资源。

(2) 企业价值的表现形式

企业作为商品，它的具体表现形式是货币，其价值包含在它另外一个商品的价值交换中，即企业的价值和价值量由它们作为交换价值的表现方式产生^[2]。

在具体衡量企业价值时，可以从以下几方面进行考虑：

从会计核算的角度看，企业价值是企业全部资产的账面净值之和；

从市场交换的角度看，企业价值是在资本市场的交换价格；

从未来潜力的角度看，企业价值是未来获利能力的反映。

在确定企业价值时，可以有多种考虑方法：

一种是将企业所包含的各种资源价值加总求和，作为企业价值；一种是根据企业各种资源综合作用产生的收益，以预期收益的价值作为企业价值；一种是将各种资源变现，作为企业价值。

1.1.2 企业价值增值过程分析

投资者购买企业这一特殊商品的目的是获得使用价值，企业

的使用价值是指其带来的收益和回报，即投资者购买企业所取得的收益。

1. 投资回报是企业价值的表现形式

投资回报的表现形式分为两类：投资利润回报和投资现金回报。

投资利润回报是指，在企业收入扣除各项成本和税金产生的净利润中，投资者按照所持股份应该分得的份额。

投资现金回报是指，在企业的现金股利分配中投资者按照所持股份应该分得的现金份额。

投资者将资本投到某企业中，随着企业经营业绩的提高，投资者的资本不断增值，这种增值表现在两个方面，一方面是投资者分得的现金红利；另一方面是随着企业所有者权益的增加，投资者所拥有的股权资本数额上升，在未来股权转让时产生的价值增值。

然而受全球会计诚信危机的影响，企业利润造假现象日益严重，财务报表所反映的净利润往往是通过技术处理做出来的，投资者账面价值增值无法变现的问题突出，现金回报越来越受到重视。

因此，我们得出：投资者以现金、实物资产、无形资产作为工具，用来交换企业的所有权，其目的是为了获得企业产生的收益，这个收益不仅仅是财务报表反映的利润，而且更深刻地表现为盈余分配产生的现金回报，包括企业经营产生的现金红利和投资者出售该企业时取得的现金增值额。

2. 企业价值增值的动因

构成企业价值增值的动因包括三方面：

(1) 投资者需要

投资者投资的目的是为了占有企业产生的新价值，因此投资者会要求企业产生更多的劳动总量（销售收入），并提供有效的劳动（市场需求的商品）这样才能实现企业价值的增值，投资者才能获利。

(2) 劳动者需要

为了满足劳动者需要，企业必然要扩大生产规模，提高生产效率，促使消费品价格下降，同时劳动者参与企业价值增值的分配（股票期权等），使劳动者能够分享企业的新价值。因此，劳动者对价值的追求便成为企业价值增值的动因之一。

(3) 市场竞争

由于市场竞争的加剧，迫使企业加强管理，提高产品质量和服务，加大技术开发和新产品开发，以扩大生产规模并实现价值增值。因此市场竞争成为价值增值的巨大压力，并转化为动力。

可以说，企业价值增值对人类社会进步起着巨大的推动作用，随着企业价值增值，可以多纳税，增加财政收入，增加对科技教育和其他公共事业的投入并促进社会健康发展。可以说，企业价值增值是现代社会发展的物质基础。

1.1.3 现金流量是企业价值的源泉

企业价值受劳动有效性的影响，劳动有效性包括产品的适销性、资源利用率（即降低成本）增加活劳动等方面。

1. 劳动有效性通过现金流量来表现

劳动有效性主要表现在以下几方面：

(1) 通过降低成本增加企业价值

在市场价格不变的情况下，企业通过提高劳动效率或资源利用率来降低成本，可以在支付较少成本的情况下，相应地增加现金收入，为企业创造更多的价值。

(2) 通过扩大收入增加企业价值

在产品成本一定时，企业通过改进产品质量，开发适销对路的新产品，或扩大市场需求，或提高产品价格，帮助企业获得更多的现金流量，实现价值增值。产品价格的提高主要依靠产品使用价值的增加，或提供市场紧缺的商品来实现。

(3) 通过提高管理能力实现企业价值增值

在信息化时代，通过提高管理能力，实现企业资源的优化并提高效率。尤其在资金管理方面，通过预算管理减少资金占用，提高资金使用效率和周转速度，减少资金占用成本并实现增值。

通过上面的分析我们可以发现，降低成本的目的是为了减少资源的消耗，即减少现金支出；提高效用的目的是为了扩大市场销售收入，取得现金收入；提高管理能力的目的是为了实实现资源优化、提高资金使用效率。因此现金流量对企业价值的影响非常大。

2. 现金流量及循环是价值源泉

现金的循环周转并不断增值，使企业的经营活动得以持续进行，并促使企业价值增值。

现金的内涵包括现金和可以作为现金使用的现金等价物，具体包括 库存现金、银行存款、其他货币资金、现金等价物等。

现金存量是企业于某一时点可以支配的现金余额，是企业通过经营和投融资活动而积累的现金及其现金等价物。保留必要的现金存量的目的是为了满足不同交易需要、预防需要和投机需要。

现金流量是指企业的现金和现金等价物的流入和流出，是一定期间内企业现金流入和流出的数量。具体包括企业经营活动产生的现金流量，投资活动产生的现金流量，筹资活动产生的现金流量。例如购买和销售商品、提供或接受劳务、购进或出售固定资产、投资或收回投资、借入资金或偿还债务等。

经营活动产生的现金流量是企业价值增值的主要因素，只有生产并销售符合市场需求的产品，并通过内部控制降低成本和费用，使经营活动产生的现金流入量抵补现金流出量并产生结余，才能实现企业的持续经营和不断增值。

企业对外投资，引起现金流出，在获得投资收益或者收回投资时，取得现金流入。投资流入扣除流出后产生的投资净现金流量，也构成企业价值的有效组成部分。

筹资活动产生的现金流入量扣除偿债支出、筹资成本等现金流出后，形成筹资现金净流量。这部分现金流量对保证经营活动和投资活动的顺利开展有重要作用，是企业价值的组成部分。

另外，企业具有的某些特殊资源（例如管理能力、无形资产等）所具有的潜在增值能力，也应该纳入企业价值的范畴。

因此，现金流量是企业价值产生的源泉，企业获取的现金流入量扣除现金流出量后，仍然有结余，才能保证企业各项经营活动的展开；才能为企业的扩大再生产提供资金；才能保证企业采用先进的管理方法和管理技术提高劳动效率、降低成本；才能使企业进行科研和开发，推出适销的产品，提高企业销售收入；才能招聘优秀员工，获取更大的活劳动，最终实现企业价值增值。

1.1.4 企业价值评估的意义

随着资本市场的不断发展，企业收购兼并、资产重组等活动越来越频繁，企业作为特殊交易的商品正日益引起人们的重视，如何确定企业价值，为企业的交易提供依据，是资本市场的一个难点。因此，正确评估企业价值具有重要意义：

1. 有助于企业实现价值最大化

企业最终目标是追求企业价值最大化^[13]，价值最大化就是企业通过合理经营，采用最优的财务决策，在考虑资金的时间价值和风险价值的情况下，使企业的总价值达到最高。关于企业最终目标的探讨集中在以下几方面：

利润最大化：企业作为自主经营、自负盈亏的市场主体，只有获利，才能保证资本的增值，才能求得发展。同时企业只有盈利，才能促进企业财富的增加，才能评价经营者的绩效。但是在实现利润最大化的过程中，企业利益可能会与社会利益发生冲突，同时无法兼顾短期利益与长期利益的关系，没有考虑资金的时间价值和企业的风险，因此不适应市场发展的需要。

股东财富最大化：是指企业通过合理经营，为股东带来的最大财富，是在考虑资金时间价值和风险报酬的前提下，谋求股东所拥有的份额与股票市场价格最大。但是由于我国证券市场的弱有效性，以及股东利益与企业的其他相关利益者之间的矛盾，导致股票价值无法反映企业真实价值，股东财富最大化失去了作用。

企业价值最大化：采用最佳资本结构、充分考虑资金时间价值和风险，在保证企业长期稳定发展的前提下使企业总价值达到最大。强调企业在满足各方面相关利益者的基础上，实现企业价值的最大增值。

通过比较可以发现，企业价值最大化是在综合考虑多方面因素的基础上，从战略和长远角度出发的企业目标，因此企业价值最大化越来越得到理论界和企业界的认可。通过价值评估，可以对企业价值进行定量描述，根据企业价值变动，判断企业价值在什么条件下可以达到最大化，为企业改进管理提供参考。

2. 有助于企业兼并收购活动的定价

随着资本市场中资产重组活动的日益活跃，兼并收购中企业价值的定价便成为一个重要研究领域，按照许保利的观点^[14]兼并收购失败的一个主要原因是目标企业的定价过高，给收购者带来巨大资金压力。因此，对目标企业的价值进行合理评估，确定适当的收购价格，有助于企业的兼并收购活动的成功。

3. 为企业价值管理提供动态反映

由于企业面临的市场环境在不断变动，企业的经营状况也在发生变化，因此企业价值也处于动态变化之中。

一方面，科技的迅速发展，使企业的产品更新日益迅速，企业通过转移主营业务，开发新产品和提供新服务来适应市场竞争，并导致企业利润和现金流量的变化，引起企业价值变化。

另一方面，企业的发展有其内在规律，都要经历产生、成长、成熟到衰退的发展阶段。在不同的发展阶段，企业的经营目标、发展

策略完全不同，导致企业内部资源配置出现调整，最终影响企业成本和资金收支，引起企业价值产生波动。

由于企业价值的不断变动，要求财务人员必须随时掌握并评价企业价值，通过调整经营策略和财务策略，保持企业价值的最大化。

4. 为理性投资提供决策依据

资本市场的发展为投资者提供了更多的投资渠道和交易品种，股票投资成为众多投资者的宠儿，然而股票投资的风险也成为投资者面临的难题。为了回避投资风险，分析公司的内在价值和 market 价格的差别，并进行理性投资是一项好的选择。

按照价值规律的要求，股票的价格必然要围绕其价值进行波动。一般我们可以用公式来表示股票价格与其内在价值的关系：

$$M_i = f(V_i)$$

在一个理想的资本市场中，企业价值的变动引起股票价格不断发生变化。价格变化的本质是投资者对企业未来收益、现金流量、投资风险等做出的预期判断，也就是对企业价值做出的预测。

因此，通过对企业价值的评估，确定股票的内在价值波动的规律和趋势，可以为理性投资者的投资决策提供科学依据。

5. 企业价值是衡量企业业绩的重要指标

(1) 企业价值是衡量企业市场发展能力的最重要指标。企业的市场发展能力是决定企业生存和发展的最基本力量，是企业发展的本质所在，而企业价值能最全面、最完整地衡量企业的市场发展能力。

(2) 企业价值是企业各项决策的最基本依据。企业融资决策或资产重组决策最终取决于是否会增加企业的价值。可以说，企业做出的各种决策最终都体现在企业价值问题上。

(3) 企业价值是考核企业管理者绩效的最重要指标。随着企业经营权与所有权的分离，如何考核和激励企业的管理者已成为一

个重要问题，将企业价值增值情况作为考核和激励企业管理者的重要指标，为企业管理水平的优劣提供评判标准。

因此，科学、合理地评估企业价值成为财务管理的重点研究领域。建立科学而有效的企业价值评估模型，对现有评估模型进行修正和完善，对各种评估参数进行量化等研究变得越来越迫切。

1.2 国外企业价值评估方法的比较

1.2.1 价值评估思想起源

1. Irving Fisher 的财务预算理论

企业价值评估思想起源于 Irving Fisher 的财务预算理论 (Financial budget) 他分析了资本价值的形成过程 说明了资本价值的源泉，为现代企业价值增长理论奠定了基础。

早在 1906 年 Irving Fisher 在其专著《资本与收入的性质》中完整地论述了收入与资本的关系及价值的源泉问题^[15]。Fisher 在探讨货币收入时，认为人们的收入种类很多，包括工资、股利、租金、利息和利润等，人们的货币收入有时会大于实际收入，有时会小于人们生活中的实际收入。当货币收入大于实际收入时，人们就会选择储蓄或投资，来获取资本带来的未来收入。因此，资本的价值实际上就是未来收入的折现值，也就是未来收入的资本化。

Fisher 进一步指出，任何财产的价值均来源于这种能产生预期货币收入的权利，从而使财产或权利的价值可以通过对未来预期收入的折现得到。

Fisher 的价值评估理论用非常简单的思想奠定了价值评估的基础，为价值评估理论和思想指明了方向。

2. Modigliani 和 Miller 的价值评估理论 (MM 理论)

按照 Fisher 的观点，企业是可以产生确定收益流量的资本，

企业资本的机会成本就是市场的无风险利率，企业价值就是按照该利率折现的未来收益的现值。

但是在现实中，企业面临的市场不确定，未来收益也是不确定的，在这种不确定的环境中，Fisher 的理论失去了基础。

1958 年 Modigliani 和 Miller 第一次系统地把不确定性引入企业价值评估理论中，创立了现代企业价值评估理论^[16]。

1961 年他们对企业价值评估理论进行了总结，提出和证明了四种评估模型^[17]。

1963 年他们又针对存在企业所得税的情况下，对企业价值评估模型进行了深入研究，为企业价值评估理论奠定了基础^[18]。

Modigliani 和 Miller 推导出在完全资本市场下，人们的行为完全理性时企业价值评估模型：

$$V_0 = \sum_{i=0}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^{i+1}} [X_i - I_i]$$

式中 V_0 ——第 0 期企业价值；

r ——资本市场的收益率；

X_i ——第 i 期企业净利润；

I_i ——企业第 i 期的投资数额或者持有的实物资产。

之后 Modigliani 和 Miller 在基本模型的基础上进行研究，形成了四种方法，包括：

(1) 现金流量折现法

现金流量折现法 (Discounted Cash Flow Approach) 是将企业未来产生的现金流入量和现金流出量分别折现并求差的方法。计算公式为

$$V_0 = \sum_{i=0}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^{i+1}} [R_i - O_i]$$

式中 R 为企业的现金流入量； O 为企业的现金流出量。

(2) 投资机会法

投资机会法 The Investment Opportunities Approach)是从投资者购买能产生收益资产的角度考虑的, 投资者购买资产的目的是为了获得资产的未来收益。Modigliani 和 Miller 认为影响投资者购买决策的因素包括三方面: 一是投资者获得的正常回报率; 二是企业实物资产的获利能力; 三是企业提供的获得超额收益的机会。这些机会一般指企业的商誉 (Good Will) 这些商誉可以增加企业价值。于是企业价值等于持续收益价值加上商誉价值。

企业价值评估模型表示为

$$V_0 = \frac{X_0}{r} + \sum_{i=0}^{\infty} I_i \times \frac{R-r}{(1+r)^i}$$

式中 X_0 ——企业每年持续获得的收益;

I_i ——企业第 i 期的投资;

R ——企业投资收益率;

$R-r$ ——企业投资超过资本市场利率的超额收益率。

(3) 股利流量法

股利流量法 (The Stream of Dividends Approach) 是将股票的价值定义为未来股利流量的现值, 即

$$V = \sum_{i=0}^{\infty} \frac{D_i}{(1+r)^{1+i}}$$

式中 D_i 表示第 i 期的股利。

(4) 收益流量法

收益流量法 The Stream of Earnings Approach 是将企业的收益进行折现来判断企业价值的一种方法。

$$V = \sum_{i=0}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^{1+i}} [X_i - \sum_{i=0}^i r \times I_i]$$

式中 $r \times I_i$ ——为投资的机会成本;

$X_i - \sum_{i=0}^i r \times I_i$ ——为收益流量。

1.2.2 企业价值评估方法的比较

在 Modigliani 和 Miller 的研究基础上,企业价值评估开始进入实用阶段。根据 Copeland、Kaplan 等人的研究^[9]认为企业价值是未来现金流量的折现,价值是衡量绩效的最佳标准,是对企业完整信息的全面反映。

1. 以现金流量为基础的七类价值评估模型比较

(1) 实体现金流量折现模型

实体现金流量折现模型的主要思想是:将公司的业务价值(可以向所有投资者提供的实体价值)减去债务价值以及其他优于普通股的投资者要求(优先股)来确定公司价值。业务价值和债务价值等于各自折现的现金流量,而现金流量要用反映其风险的折现率来折现。

实体现金流量折现模型的计算公式如下:

$$V = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{Fc_i}{(1+r_1)^i} - \sum_{i=1}^{\infty} \frac{FL_i}{(1+r_2)^i} - \sum_{i=1}^{\infty} \frac{Fp_i}{(1+r_3)^i}$$

式中 Fc_i, FL_i, Fp_i ——分别表示企业业务活动、债务、优先股在第 i 期的现金流量;

r_1, r_2, r_3 ——分别表示各自的折现率。

(2) 经济利润模型

经济利润模型认为,企业价值等于投资资本加上相当于未来每年创造价值的现值。用经济利润模型进行企业价值评估时,计算公式如下:

$$V = C + \sum_{i=1}^n \frac{EI_i}{(1+r)^i}$$

式中 C ——投资资本;

EI_i ——第 i 年的经济利润;

n ——折现期。

其中

经济利润 = 投资资本 × (投资资本回报率 -
加权平均资本成本率)

(3) 股本现金流量折现模型

该模型利用股本产生的现金流量进行折现，求取企业价值。股本产生的现金流量用股息和股份重购产生的现金流量表示。

股本现金流量折现模型计算公式如下：

$$\text{企业价值 } V = \sum \frac{\text{股本现金流量}}{\text{折现系数(股权资本成本)}}$$

股东现金流量是净利润加上非现金支出，扣除资产负债表中资产和负债增加所需要的资金，或者利用公式进行计算：

股本现金流量 = 已付股息 + 潜在股息 + 股本重购 - 股本发行

(4) 税前现金流量折现模型

该模型采用税前现金流量与税前折现率，计算公式如下：

$$\text{企业价值 } V = \sum \frac{\text{税前现金流量}}{\text{税前折现率}}$$

式中：税前现金流量 = 税后现金流量 / (1 - 税率)；

税前折现率 = 税后折现率 / (1 - 税率)

该模型按照税前现金流量为参数进行评估，为企业价值评估提供了新的思路。该模型的缺点在于不同的所得税率可能会对企业价值产生影响，同时企业采取不同的避税政策也会对企业评估价值产生影响。

(5) 修正现值模型

修正现值模型认为一个企业的价值应该等于无财务杠杆时企业的价值 (NPV)，加上筹资方式带来的附加影响的净现值 (NPVE) 其计算公式为

$$V = NPV + NPVE$$

式中：NPV 为企业无财务杠杆时的净现值，计算公式为

$$NPV = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i} - P$$

式中 CF_i ——企业第 i 期产生的现金流量；

P ——原始投资额。

(6) 权益现金流量模型

权益现金流量模型通过对企业产生的属于所有者权益的现金流量进行折现，确定企业价值，折现率为企业的权益资本成本。其计算公式如下：

$$\text{企业价值 } V = \sum \frac{\text{权益产生的流量}}{\text{权益资本成本}}$$

权益现金流量模型同股本现金流量模型比较相似，利用权益产生的现金流量和权益资本成本进行价值评估。

(7) 加权平均资本成本模型

加权平均资本成本模型认为企业的价值应该等于企业产生的所有现金流量，以加权平均资本成本作为折现率的现值。其计算公式为

$$V = \sum_{i=0}^{\infty} \frac{CF_i}{(1+WACC)^i}$$

式中 CF_i ——企业第 i 期产生的现金流量；

$WACC$ ——加权平均资本成本。

该模型以企业产生的全部现金流量为参数进行评估，利用加权平均资本成本作为折现系数，比较符合企业价值的内涵，是目前应用比较广泛的一种模型。

2. 现金流量折现模型的具体应用

目前通用的现金流量折现模型隐含的原理是任何资产的价值都是其未来收益按照一定折现率折现的现值。计算公式如下：

$$V = \sum_{i=0}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i}$$

式中 CF_i ——第 i 期的现金流量；

n ——企业的存续年限。

其中 CF 为未来各年度现金流量的预测值，以企业历史年份的销售收入、销售利润率、销售收入增长率、所得税率、固定资产和流动资产追加边际资金为基础，预测企业未来时期的现金流量。这种方法在假设企业经营活动保持稳定增长的前提下，利用收入与现金流量的配比关系进行预测，有其合理性。

在所有的以现金流量为基础的企业价值评估模型中，依据对现金流量和折现率的不同定义，存在两种企业价值评估的基本思路：一种是把股东作为企业最终权益的索取者，企业价值就是股东价值；另一种是把企业的资金供给者整体作为企业权益的索取者，企业价值是整个企业价值，包括股东权益、债务价值和优先股价值。第一种思路称为权益法的企业价值评估模型，第二种称为自由现金流量的企业价值评估模型。

(1) 权益法评估模型

权益折现模型是将股东在持有期内获得的红利和股票价格波动收益进行折现的评估方法。计算公式为

$$\text{每股价值} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DV_t}{(1+r_s)^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{P_t}{(1+r_s)^t}$$

企业价值 = 每股价值 × 企业总股份数

式中 P_t ——第 t 期股票价格波动收益；

DV_t ——第 t 期每股股票的红利；

r_s ——股票的必要回报率。

由于公司的股利分配是不固定的，于是出现了许多股利分配方式，其中比较典型的是固定增长模型，两阶段股利折现模型和三阶段股利增长模型。

A. 固定增长模型

股票股利在一定时期内按照固定的比率增长，则有

$$DV_t = DV_{t-1} \times (1 + g)$$