

行业经济周期与企业价值评估

刘公勤

中国资产评估行业从诞生到现在已经二十余年了，在这些年里，对企业价值的评估，成本加和法一直作为主导方法使用，这种方法相对忽视了企业的管理水平、未来收益能力等因素对企业价值的影响。针对这种情况，评估业内一直对采用收益途径进行企业价值评估进行着不断地摸索与探讨，《企业价值评估指导意见》的发布，为企业价值评估提供了明确的规范与指引。在采用收益法的过程中，企业价值更多地与发展战略、资本运营、财务状况分析等联系在一起。在实际工作过程中，我们注意到企业发展战略、资本运营、财务状况等是与所处行业经济周期密不可分的。企业的收益水平会随着经济周期的波动而出现有规律的波动，对于管理水平较差的企业，其波动幅度往往较大，甚至会因周期的影响，而使企业陷入困境；而对于管理水平较好的企业，则利用企业自身的管理优势、信息优势等，充分利用经济周期的特点，开展资本运作，实施风险对冲，使企业不仅不会为经济周期所累，反而能利用经济周期的规律性增加企业价值。

经济周期就是指总体经济活动出现波动的过程，它一般包括上升和下降两个阶段。经济活动从繁荣到衰退，从衰退到繁荣，这种周期性波动就是经济周期。经济周期是自从市场经济出现以来就有的现象，受宏观经济的影响，行业经济周期与宏观经济周期具有一定的相关性，同时也往往存在一定差异。

任何企业，都不可避免会受到经济环境的影响，也就不可避免会受到宏观经济周期和行业经济周期的影响。一般说来，在经济衰退时期，企业产品销售水平处于滞销状态，由此带来利润及股东收益的相应减少；在低谷期，经济处于瘫痪状况，企业处于亏损状态；当经济开始复苏时，企业产品具有了一定的销售量，盈利能力开始恢复，利润及股东收益开始增长；到经济繁荣时，企业产品销量大增，处于产销两旺的大幅盈利阶段。

随着人们对经济周期的认识和对经济规律的把握不断深入，不少企业已经尝试利用经济周期现象，开展资本运作，实现企业价值的增长。这就要求我们，一方面要重视经济周期尤其是行业经济周期对企业价值评估的影响，另一方面也要考虑企业利用经济周期所做资本运作对企业价值评估的影响。只有将企业的资本运作手段剖析清楚，分析其对企业收益的影响，才能更合理地确定企业价值。

下面就以行业经济周期特征十分明显的航运业为例，谈谈经济周期对企业资本运作及企业价值评估的影响。

一、航运业的经济周期特征

航运业是经济周期特征十分明显的一个行业。下面这张图是波罗的海运价指数（Baltic Freight Index，简称 BFI）1986 年到 2002 年之间的变化示意图。波罗的海指数是由波罗的海航交所于 1985 年开始发布的日运价指数。它是由若干条传统干散货船航线的运价，按照各自在航运市场上的重要程度和所占比重构成的综合性指数。波罗的海指数的构成航线经过数次调整。现在，这个指数已经成为代表国际散杂货航运市场走势的晴雨表。



从这张图中，我们可以很清晰的看到波罗的海指数呈现有规律的波动。根据有关资料统计，每个周期长度大约为 6 年左右，在每个大的周期中，还存在约为 103 周的季节性周期。

下面这张图是 2003 年 5 月至 2006 年 3 月间的近期波罗的海指数变化示意图。



我们可以看到，在不到三年的时间里，波罗的海指数波动范围在 2000-6000

之间，波动幅度非常大。航运市场运价的这种巨幅震动，对企业收益的影响显然是十分巨大的。

需特别指出的，波罗的海指数仅仅反映了国际航运市场中散杂货运输的行情走势，在国际航运市场中，集装箱、原油等的运输价格也具有类似的波动，三者之间既有相关性也有自己独特的特性，但都可以表现为一定的周期性；同时，由于企业具体运输的货物种类、所营运的航线以及企业船舶吨位的不同，其运营周期也具有自身的规律。波罗的海指数不能代表航运规律的全部，在这里仅仅用它来说明航运市场中经济周期的存在。

此外，需要强调的是，本文所指的行业经济周期都是在经济大环境相对稳定的条件下，行业自身的波动规律，如果外部大环境发生了变化，这种行业自身的规律很可能被破坏。

二、航运企业资本运作特点

资本运作是以资本增值最大化为根本目的。资本运作不仅仅是上市、兼并或收购，它有更丰富的内涵，包含了资本融通、资本管理和资本经营三个层次的内容。企业内部的资产重组、对外投资经营、吸收外部投资，甚至企业的租赁、托管等都是资本运作的范畴。

由于航运市场周期性的影响，航运企业的收益水平一般也呈周期性变化趋势。为规避周期性对企业收益的冲击，各大航运集团不约而同地实施了各种资本运作手段，实现风险对冲，使各期收益波动幅度减少，力图实现平稳发展。

在实际操作中，航运企业经常采取的应对措施主要有以下两种。

一是减少自有船舶的购置，采用租船方式获得运力。

为应对国际航运业联合兼并、规模扩张的严峻挑战，我国航运企业急需在调整优化船队结构的基础上扩大船队规模。由于我国航运企业资产负债率一般较高，融资较为困难，难以采取传统的方式贷款买船、赢利还贷。通过租赁，可以在减少固定资产支出和负债的同时，扩大船队运力。这样不仅减少了船舶建造风险，回避周期的影响，同时也降低了企业的财务风险。但是，这种运作方式如果运用时机不佳，容易丢失市场机会，加大企业的经营风险。

二是积极面对周期影响，利用对波峰、波谷的预测，大胆进行购船或售船。

航运市场处于低潮时，船舶购建成本较低，这时利用船舶建造周期和航运经济周期的重叠效应，以待建造船舶作为抵押进行融资，签订造船合同，扩充运力。

如果时机把握适当，在完工交船时，恰恰可以赶上航运市场复苏，这时就可以凭借充沛的运力，抓住市场机会。

航运市场进入高潮后期，可以选择将船舶对外出售，获得较高的售船收益。同时，采用售后回租或直接从市场上进行租赁船舶的办法，来解决售船可能带来的运力不足问题。这样，就可以转移风险，“轻装上阵”，从容应对即将到来的市场低潮。

当然，如果对周期变化的判断失误，采用这种运作方式，反而会造成融资风险或是经营风险的加大。

下面用两个实际案例来说明企业利用航运周期进行的资本运作。

案例一：

1997年，亚洲金融危机的冲击使航运市场陷入低谷，我国某航运公司利用这一时机，低价租进一批集装箱船。1998年，沿海散货市场低迷，该公司又将40多艘总计100多万载重吨的散货轮改造成集装箱船，实现了集装箱运输的低成本起步。2003年，该公司判断航运市场将在2004年将从复苏走向繁荣，预先订造了5艘8500箱位和8艘9600箱位的超大型集装箱船。这些超大型船续交付使用时，适逢航运业强劲反弹，该公司以充沛的运力迎接市场的旺盛需求，集装箱运输业务收入从1997年的1亿元增长至目前的200多亿元。由于充分利用了行业经济周期特点，该公司成功实现了低成本扩张。业内有人进行过统计，该集团所订造船舶的平均船价比目前的市场价低三分之一。仅仅是将在建集装箱船进行转让，就可以获得5亿多美元的净收益。

案例二：

2003年11月，在航运市场处于相对低点的时候，某公司于以每艘3690万美元的价格订造了两艘11万吨原油船。船舶在2006年1月交付时，航运市场情况很好，该公司随即以每艘6300到6500万美元的价格出售。扣除利息费用及相关税费的影响，只两年多一点的时间，这项资本运作就为企业带来了大约3000万美元的净收益，相当于造船价格的40%左右。如果将两艘船舶投入运营，以现在的营运水平计算，每年的运营收益大约在200到300万美元左右，即使按照300万美元进行计算，也需要10年时间才能实现相当的收益。从这项资本运作的结果来看，售船收益已大于正常运营所能带来的收益，资本运作已成为企业利润的重要源泉。

三是利用行业上升趋势带来的良好预期，积极融资，实现低成本扩张。

上市对资金需求大的企业是非常重要的融资手段，但融资时间的把握是非常重要的问题。如果在行业景气度高的时候上市融资，肯定会得到一片肯定的掌声，人人都会看好你的前景，争相把钱往你手里塞，但如果换成行业萧条的时候融资，结果肯定不会比上述情况好。

案例三：

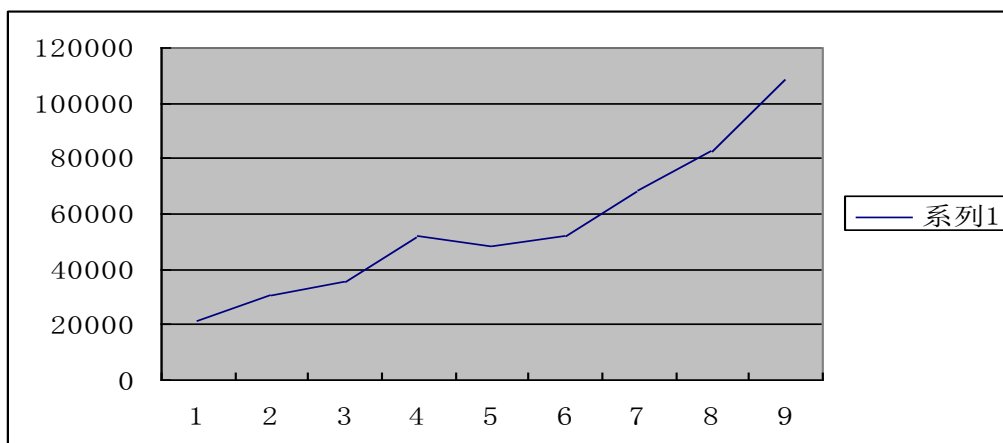
2003年，国际贸易的逐步复苏对集装箱运输行业产生了很大的需求，导致运费高速上涨，世界各地主要港口都出现严重的压港现象，各主要贸易航线频频传出爆仓的信息。

我国某大型航运公司准确把握住这一有力时机，利用短暂的时间对其集装箱航运业务单元进行重组，将集装箱航运、码头、租赁、船代、货代等业务资源一并整合，向海外发售股票，发售过程中得到国际资本市场主要投资者的支持，并赢得超额认购。投资者来自世界不同地域，包括亚洲、欧洲及美国等，主要的战略投资者包括和记黄埔有限公司、Shau Kee Financial Enterprises Limited 及淡马锡控股（私人）有限公司之附属公司。该次发售募集资金总计近百亿港元，使该企业建立起持续发展所需的海外融资平台，并进一步明确了该公司以生产经营和资本经营“两轮驱动”的发展模式。

四是引入上、下游重点客户做为战略投资者，拓展产业链，积极防御行业周期可能对企业带来的负面影响。

延长产业链，从某个方面讲，是抵御本行业风险的一个好办法。如果这种手段，运作得当，可以将这个行业的风险与其他行业的风险分担，互相补充，形成一个小的，独立于行业之外的“小环境”。这样运作，虽然不会“一夜暴富”，但如果运作得当，资金链和供应链能得到保证，从长远看收益是非常稳定和具持续增长能力的。

某航运企业是以石油及石油制品、化学制品运输为主的航运企业，其主要客户为长江沿线各大石油化工厂，1993年该公司联合其主要九个客户发起设立股份有限公司并通过上市募集发展资金。通过与主要客户的合作，公司获得了平稳的发展，其历年收入数据如下：



从上图可以看出，在该企业经营的 10 年期间内，收入情况以平稳的态势增长，基本没有非常大的起落，企业保持了良性的、可持续的发展态势。

三、企业利用行业经济周期进行资本运作对企业价值评估的影响

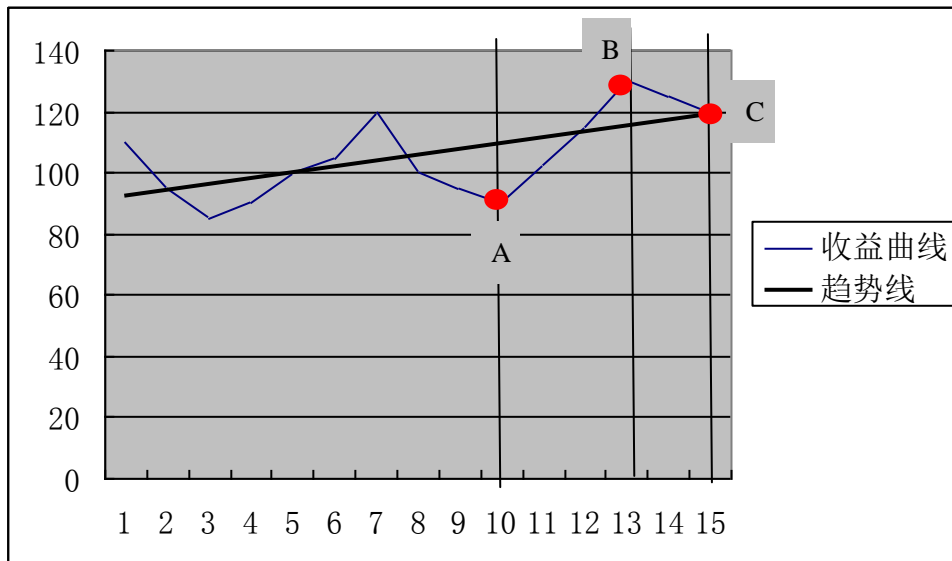
由于利用行业经济周期进行资本运作对航运企业收益水平及能力的重要性，在评估过程中，评估师不仅要充分关注企业的航运业务，同时还要充分考虑到企业资本运作的特点，关注它对未来收益能力的影响。在实务操作中，应在以下几个方面进行必要的关注：

1. 在确定预测期限时，应遵循以下两个原则：

(1)预测期限至少要包括一个完整的发展周期。预测期的选择十分重要，应当与行业、企业特点相适应，而不是现在大多数所做简单地选取五年，如果预测期限不完整，预测数据就不能充分反映收益的周期性，评估价值就会与实际价值会有较大出入。在《企业价值评估指导意见》第 28 条中也提出“根据被评估企业经营状况和发展前景以及被评估企业所在行业现状及发展前景，合理确定收益预测期限”。仍以前面提到的波罗的海指数为例，再简单的以五年为一个航运周期预测，显然是不合理的。

(2)预测期结束时点应停留在行业经济周期波峰与波谷中间的位置。《企业价值评估指导意见》第 28 条还提出，“恰当考虑预测期后的收益情况及相关终值的计算”选择一个典型的预测期后，应当选择具有代表性、典型的终值，否则必然误差很大。由于受到行业经济周期的影响，企业各年度收益状况也会呈现有规律的波动。即使在预测期限之后，这种波动也会存在。为了使预测期后的收益状况更为接近实际，预测期结束时点不应停留在波峰或波谷位置，而应选择波峰与波谷之间收益相对较为均衡的年份作为预测期结束的标志，这样可以减少对预测期

后的收益低估或高估造成的评估值偏离的风险。具体运用方法如下图：



图中，横轴为预测年度（第一个周期为历史年度），纵轴为预测收入（或净利润、现金流等指标）。根据上面讲的，预测期间包括一个完整的周期，在确定预测期终点时，我们有 A、B、C 等三个时间点可供选择。选择 A 点作为预测期终点，会使未来年度收益处于行业经济周期波谷的位置，造成企业价值低估；而选择 B 点作为预测期终点，又会使未来年度收益处于行业经济周期波峰的位置，造成企业价值高估；而 C 点处于行业经济周期波峰与波谷的中间位置，代表了行业经济周期运行的平均水平，采用这一点作为预测期终点，可以客观反映企业未来年度所处行业经济周期的平均水平，具有较强的代表性。

2. 在对未来年度收益进行预测时，可考虑企业资本运作的影响。

根据现行会计制度规定，企业会将船舶或建造合同的出售通过营业外收支进行核算。评估师要充分关注它对企业收益的影响，不能仅仅把它作为非经常性损益进行调整，不能在未来年度收益预测时不考虑它的影响。在现场勘察与调查阶段，要强化对在建工程的勘察，了解建造船舶的目的，并核实它对未来运力的影响，判断企业未来可能进行的资本运作。评估师在根据企业提供的资本运营计划和盈利预测做出自己的分析、判断时，可以将资本运作做为企业经营活动的有机组成部分，合理考虑它对未来收益的影响。在预测周期的低谷，应根据企业历史年度资本运作的情况，合理预测其相关支出，并考虑与企业正常资本支出的关系；在预测周期的上涨期或高峰期，应考虑企业出售相关资产的影响；在对资本运作事项进行预测时，相关船舶合同及船舶出售价格应参照历史数据中航运周期对船

船价格的影响进行确定，而不应简单地按评估准日价格进行考虑。

但需要强调的是，为避免误会和更好的限定评估结果的使用条件，建议将所考虑的资本运作对评估结论的影响在报告中予以明确的披露。

3. 在确定折现率时，也要考虑资本运作的影响

由于企业进行资本运作，各年资本结构会出现较大差异，财务风险也就不同。同时，由于行业经济周期性的影响及企业资本运作，各年经营风险也会出现较大差异。在充分利用经济周期进行资本运作的情况下，企业的实际情况可能与不利用资本运作的情况存在较大的差别，往往会出现企业在波谷时大量融资建造船舶的情况。企业此时的资产负债率会加大（这并不意味着企业的经营状况出现了恶化），财务风险加大，而波峰时资产负债率会下降。我们如果在收益预测中考虑了经济周期和资本运作的特点，在确定折现率时，对各种风险的估计应当有恰当的考虑，要保证收益口径、收益期和折现率三者的一致，如何利用折现率将这种有规律的变化完美的表现出来，需要我们再做更多认真的研究和探讨。

上面就航运企业的运营周期对企业资本运作及企业价值评估的影响进行了一些论述。其实在各行各业中，都存在时间或长或短、幅度或大或小的运行周期，这就要求评估师在评估过程中，注意宏观经济分析及行业分析，把握行业运行规律，并在评估过程中充分考虑它们的影响。

以前，我们在实际工作中，不论是采用什么评估方法（尤其是成本法），更多的是对企业历史和现实资料的简单利用和整理，对评估程序的简单复制，忽视了对企业和对行业特点的合理分析和判断，因此很难做出令人信服的答卷。

最近一年多来，尤其在《企业价值评估指导意见》出台后，这些现象有了根本的转变。指导意见首先从根本上扭转了对企业价值概念的认识，明确了企业价值评估所指的是“企业整体价值、股东全部权益价值或部分权益价值对象”，同时还引入了国际上先进的概念和方法，也推翻了成本法在企业价值评估中的垄断地位（类似这用行业周期的变化对企业价值的影响，用成本法根本无法解决，也不需要考虑）。现在，指导意见对评估行业甚至对企业（客户）的影响已经日益显现，这对我们评估师也提出了更高的要求和挑战，所有的从业人员一定要做更深刻的思考和努力，共同将评估业推向一个更高的境界。