

中国企业领导制高点 提防投资风险定价偏差

《两大资本市场记》¹曾经提及，企业战略正被差异化资本成本重新定义。部分具备强大稳健的资产负债表之环球企业，能够以大概2%至3%的成本获取资本；对其他企业而言，纵使能够获取新资本，也需要付出明显更高的成本（超过7%）。可是，对那些资本成本不高的企业而言，必须谨慎提防投资风险成本价格偏差，以及未有考虑权益持有人预期回报的资产投资。

自2008年金融风暴后，间中会发现投资经理在预计资本成本和评核拟投资项目时，并未有全面考虑权益风险溢价（ERP）动态多变的特性。针对所选权益风险溢价而言，部分投资经理一般仅依赖未经调整之以往权益风险溢价统计数据，甚或是缺乏明确的证据支持。此等做法缺乏适当分析和调查，可能导致预期项目的风险定价出现偏差。

本期《中国企业领导制高点》将会探讨权益风险溢价在现今环境中的特性，以及经济不稳定如何影响相关计算；另外，亦会提出各种方法，对权

益风险溢价进行持续估算，并概述在稳健的回报率分析上加入隐含权益风险溢价可带来好处的理据。

何谓权益风险溢价？

在标准资本资产定价模型中，相关资产估值为：

权益预期回报 = 无风险回报率 + (资产贝塔值 * 权益风险溢价)

上述公式中的权益风险溢价，乃投资者预期高于广泛权益组合投资或一般风险投资之无风险回报率的溢价。因此，权益风险溢价是大部分投资项目的评核以及厘定最低预期回报的基础。我们与各方均发现，企业往往倾向使用静态权益风险溢价，未有考虑当日市场波动和投资者预期风险。

以无风险利率为例（一般基于财政部证券收益估算），在金融危机期间，随着权益买家转投相对安全的债券，亦有所下降。若资产贝塔值和预期权益风险溢价在此等环境下维持不变，预期回报将会呈现跌幅。这将降低预期回报的门栏，并有机会增加可观投资的数目。可是，这仍需要面对市场实况，尤其是股票市场的发展，以及市场意识到的风险。在金融危机期间，我们发现市场出现更大波动，预期权益风险溢价上升，而且有关情况如今依然持续，反映出投资者认为权益市场存在更多的风险。



纽约大学金融系教授Aswath Damodaran发表文章〈权益风险溢价：厘定、估算与影响〉（2011年版）²，提出权益风险溢价在短期内大幅转变。事实上在2008年9月至11月下旬期间，隐含权益风险溢价徘徊在百分之4.2%和高位8%之间。³德勤⁴就前瞻性权益风险溢价估算（以隐含权益风险溢价和经调整的以往权益风险溢价为基础）进行分析，有关价值在2008年11月至2012年2月期间，则徘徊在5.5%至百分之7.75%之间。上述权益风险溢价变动可对未来投资的预期回报造成重大影响 - 尤其是主要透过权益进行资本化的大型企业。

而且，加权平均资本成本（WACC）亦可对权益风险溢价价值构成重大影响。加权平均资本成本的基本计算方法如下：

加权平均资本成本 = { (权益市值*权益预期回报) + (债务市值*债务成本* (1-税率)) } / [权益市值+债务市值]

可是，从以上公式可见，当公司资本大部分为权益资本时，权益风险溢价的转变将会对权益预期回报造成重大影响，继而是资本成本。

权益风险溢价波动对首席财务官的影响

权益风险溢价在过去数年间波动不断，企业因此可能需要面对投资项目评核失当的潜在风险。为此，首席财务官应采取以下步骤，重新检讨投资项目一般定价方法：

1. 消除静态权益风险溢价的假象。权益风险溢价变化不断，需要检讨现有估值方法。例如，公司是否使用静态权益风险溢价？有关权益风险溢价是否已经过审核，或按季度调整？若不改用动态权益风险溢价进行估算，将会形成定价误差的潜在风险，并作出错误的投资决定。

2. 决定如何持续对权益风险溢价进行估算。正如Damodaran教授在其研究所述，基本方法有三种：

- 根据投资者、金融高管和学者的调研数据；
- 利用历史数据进行估算；以及
- 利用未来现金流估值，以计算隐含权益风险溢价估值

以上方法各有优点和缺点。比如说，以调研数据进行估算，估值受到样本规模不同而呈现很大变化。利用历史数据进行估算亦存在其他不同问题，从出现高水平错误，以至新兴市场国家的历史数据不足。目前，企业为投资决策目的而进行权益风险溢价估算，通常会根据未经调整的历史数据。例如，晨星公司制作的年度摘要以及对自1926年起的以往股市回报分析⁵，单凭历史数据的分析当然会出现问题，视乎市场动态，相关分析未必在任何特定时间均为适当。历史数据可用作评估可能会适合的前瞻性权益风险溢价，但未具有决定性。

为免误堕以上陷阱，可利用第三种方法，以未来现金流预估为基础，对权益风险溢价进行估算。隐含权益风险溢价的前提在于每当投资者为资产定价时，他们会按照该资产的预测现金流，暗示其预期回报。这原则可用于以不同方法计算隐含权益风险溢价。隐含权益风险溢价的主要好处是以现有投资者购入资产为基础，且具备前瞻性的特点。

3. 认清各国市场的权益风险溢价有异。投资者在不同国家自然会预期不同的回报。如今，很多国际企业为增长目的，而寻求投资新兴市场的机会。在计算此等投资之估值以及预期回报时，必须考虑投资所在国家相关因素以估算回报率，而非利用以美国数据为基础的内部固定最低预期回报率。鉴于新兴市场的波动与风险，企业往往使用基于未经调整的美国历史权益风险溢价进行计量，从而低估投资者投资新兴市场的预期回报。正如Damodaran教授所述，很多新兴市场的权益市场规模细小或交投淡泊，难以利用历史数据甚或预期未来现金流，对权益风险溢价进行估算。

4.认清各行各业的权益风险溢价有异。另一个有机会导致定价偏差风险的范畴，就是当企业拓展至不同行业，或是自身行业中新兴并具有高增长潜力的范畴。例如，拥有稳定收入的报业公司拓展业务至新社交媒体；他们所用的最低预期回报率，到底是以其行业经验与相对稳定的现金流，或是投资者投资社交媒体等风险较高、波动较大的项目时之预期回报为基础？后者将提高建议进行投资的前瞻性权益风险溢价估值。

总而言之，鉴于市场动荡不稳，我们建议首席财务官须具备灵活调整预期回报率的能力，并全面考虑不同行业与地理环境对权益风险溢价所构成的影响。否则，在评估投资机遇时便要面对错误定价的潜在风险。

务必采用动态权益风险溢价

除了上述为建立并采用更加灵活的方法估算前瞻性权益风险溢价的理由以外，如今的首席财务官亦提出其他理由以应付有关问题。首先，近年美国与国际会计准则均对公允价值估算提出更高的要求；有关估值惯常使用基于现有估值技术的收益估值法，而此等分析亦需要前瞻性权益风险溢价的最新估值。第二，在并购项目中，董事会和投资经理在评核交易项目时，均需要适当的资本成本估值；这对降低潜在减值和账面商誉减值而言，尤其关键。若交易未能顺利进行，则必须利用前瞻性权益风险溢价的最新估值，适当地评估商誉减值之金额。

鉴于前瞻性权益风险溢价估值变化不断，首席财务官应具备个别财务规划与分析团队，以时常评估和估算前瞻性权益风险溢价与资本成本（最低限度为每季一次）。估算前瞻性权益风险溢价并无任何灵丹妙方，在估算时加入隐含权益风险溢价分析，可有助反映真实市况现状。若估算预期回报率时涉及判断，缺乏前瞻性权益风险溢价动态估算，将可能导致风险与关连资本成本定价出现重大错误。

尾注

- 1 Ajit Kambil 与 Robert C. Olsen：《两大资本市场记：德勤首席财务官研究》
- 2 纽约大学斯特恩商学院Aswath Damodaran教授：〈权益风险溢价：厘定、估算与影响〉；详情请见www.damodaran.com
- 3 纽约大学斯特恩商学院Aswath Damodaran教授：〈权益风险溢价：厘定、估算与影响〉
- 4 本文所使用的“德勤”系指Deloitte LLP（和Deloitte LLP的附属公司）。请参阅 www.deloitte.com/us/about中有关Deloitte LLP及其附属公司法律结构的详细描述。
- 5 伊伯森公司：〈伊伯森SBBi估值手册：股市、债券、票据与通胀的过往市场表现（1926-2010）〉



德勤《企业领导制高点》由Deloitte LLP 德勤企业领导菁英会全球调研总监Ajit Kambil博士指导下，与企业领导菁英会培训及活动规划高级经理Lori Calabro，制作，并由德勤中国企业领导菁英会总监梁小慧改编至中国版本。

德勤企业领导菁英会凭借我们的服务能力广度，交付前瞻性观点和新颖洞见，协助首席财务官应对自身角色复杂性、驱动企业价值增长以及顺应市场上瞬息万变的战略变革。

如欲了解德勤企业领导菁英会更多详情，欢迎浏览我们的网站 www.deloitte.com/cn/cfocentre

联系

聯絡我們以獲取更多相關資料

刘伟杰

全国主管合伙人 - 中国企业领导菁英会

电话：+852 2852 1015

电子邮件：danlau@deloitte.com.hk

梁小慧

总监 - 中国企业领导菁英会

电话：+852 2852 1620

电子邮件：saleung@deloitte.com.hk

关于德勤全球

Deloitte (“德勤”) 泛指德勤有限公司(一家根据英国法律组成的私人担保有限公司，以下称“德勤有限公司”)，以及其一家或多家成员所。每一个成员所均为具有独立法律地位的法律实体。请参阅 www.deloitte.com/cn/about 中有关德勤有限公司及其成员所法律结构的详细描述。

德勤为各行各业的上市及非上市客户提供审计、税务、企业管理咨询及财务咨询服务。德勤成员所网络遍及全球逾150个国家，凭借其世界一流和高质量专业服务，为客户提供应对最复杂业务挑战所需的深入见解。德勤拥有约200,000名专业人士致力于追求卓越，树立典范。

关于德勤大中华

作为其中一所具领导地位的专业服务事务所，我们在大中华设有21个办事处分布于北京、香港、上海、台北、重庆、大连、广州、杭州、哈尔滨、新竹、济南、高雄、澳门、南京、深圳、苏州、台中、台南、天津、武汉和厦门。我们拥有近13,500名员工，按照当地适用法规以协作方式服务客户。

关于德勤中国

在中国大陆、香港和澳门，我们通过德勤·关黄陈方会计师行和其关联机构包括德勤华永会计师事务所(特殊普通合伙)，以及它们下属机构和关联机构提供服务。德勤·关黄陈方会计师行为德勤有限公司的成员所。

早在1917年，我们于上海成立了办事处。我们以全球网络为支援，为国内企业、跨国公司以及高成长的企业提供全面的审计、税务、企业管理咨询和财务咨询服务。

我们在中国拥有丰富的经验，并一直为中国会计准则、税制以及本土专业会计师的发展作出重大的贡献。在香港，我们为大约三分之一在香港联合交易所上市的公司提供服务。

本文件中所含数据乃一般性信息，故此，并不构成任何德勤有限公司、其成员所或相关机构(统称为“德勤网络”)提供任何专业建议或服务。在做出任何可能影响自身财务或业务的决策或采取任何相关行动前，请咨询合格的专业顾问。任何德勤网络内的机构不对任何方因使用本文件而导致的任何损失承担责任。

