

如何确定恰当的折现率？ | 长线·大鱼第 20 期

不论是采用现时盈利还是复杂的现金流折现方法，选择恰当的折现率对计算现值都是必须的。折现率必须反映资金的时间价值以及企业自身情况相关的特殊风险。股权比债券的风险更大，所以对一家企业采用的折现率应该高于该企业发行的正在流通的债券的折现率，而困难在于确定应该高于多少。

折现率可以当做是一个投资者在考虑对一家公司投资时希望得到的回报率。一个高风险的投资也就相应地需要对应高回报。目前，市场上最安全的投资产品是美国政府发行的债券，这些产品被认为提供了无风险的回报率。计算企业的折现率时，通常以美国政府债券为基准，再加上一个利差。我们将考虑两种概念上不同的确定折现率的方法，一种是传统方法，另一种则来自现代金融理论。

确定风险和贴现率的方法

美国财政部的信用风险被认为是世界最低的，美国国债的收益率被认为是其他资产估值时的参照物。企业债券的风险比美国国债要高。当企业破产时，债务的偿还是先于普通股票的。所以，当公司存在债务时，公司股票的风险要高于债券。

选择合适的无风险折现率需要对很多因素作出判断，这些因素包括债券到期日、要考察的日期和时间长度以及数据来源，可能的数据来源包括公司自己公开披露的数字。

其他做法还包括使用 30 年期的债券，以反映公司投资在较长的时间内的特征。当对一个持续经营的公司进行估值时，如果参照美国国债市场的每日、每周或每月度变化，可能会因为市场的变动而引起的估值的不准确，企业的价值不会紧随着国债收益率的变化而变化。要避免对短期国债收益率变动的敏感性，一个做法是将前一年左右的收益率取平均。

在无风险回报率之上，需要加一个与具体投资风险有关的数量，这样就得到一个可以用于计算资产现值的折现率。对一个其在资本结构中既有股权又有债券的企业来说，这一折现率通常也被称作加权平均资本成本（WACC），应等于公司按税后利率开支计算的债务成本和股权成本按比率加权后的成本。

股权成本的计算会牵扯更多的主观判断是因为股权没有到期日和确定的券息的（股票分红基

本上是有公司的董事会决定的)。主要的参照标准是资本市场上其他参与者为风险类似的企业融资项目会给投资者支付多少回报以吸引股权投资。对风险较低的企业,可将二次发行股票的蓝筹股企业作为参照。按行业、成熟度、规模、竞争力前景等,对那些长期持续盈利的企业,折现率就会较低,可能比无风险回报率高几个点;对那些较新、变动较大的企业,融资付出的代价也较高。

投资组合理论: β 和溢价

现代金融理论使用资本资产定价模型来估计股票的折现率。除无风险回报率外,使用 CAPM 模型需要估计两个输入参数,分别是市场风险溢价和 β , 其中 β 被理论的支持者看做度量股票起伏的风险指标。这些变量都是相互关联的,其中一个变化往往会影响其他的变化。参数估计中,主观判断的必要性以及变量间复杂的相互关系意味着审慎的分析应该涵盖多个数据点。

市场风险溢价数据可由精细到分钟级的数据求出,要计算市场风险溢价,需要建立以下三个非常重要的假设:

第一,评估者必须要么选择采用历史数据,要么选择采用对未来表现的某种估计。

第二,对这种估计,必须先给出“市场”的定义,如 S&P500 指数、纽约证券交易所指数或其他的指数。

第三,必须选定评估所用的特定时间期限。可选择的方法有从 19 世纪晚期开始直到估值截止的时间;从 1926 年开始(芝加哥大学开始建立数据库,并且捕捉到了 1929 年大萧条前一个完整的经济周期)到估值截止时间;从估值截止时间往前追溯 30 年的时间(可以反映出与目前业务和财务风险等因素更相关的经济周期);或者包含需要分析的特殊情况的时期,如 21 世纪最初的时候。

“市场风险溢价”这一度量方法在 20 世纪 90 年代晚期实际上变得让人追摸不透,因为所有这些东西似乎都在逐渐消失。曾经存在的溢价,如 20 世纪 90 年代以前的时间段,都衰减到接近零,因为有史以来最大的股票牛市产生的吸引力使投资者不需额外的激励也愿意加入。即使是现代金融理论的坚定支持者,也为“市场风险溢价”这一工具的有效性在 20 世纪 90 年代日渐衰退而感到悲哀。

溢价下降甚至消失的原因包括强有力的市场力量，例如，美国投资者变得更加面向长线投资，美国经济效率的提高，财政政策和货币管理的改善，资本主义在全球范围内的推进，财富的增加和经济基本面起伏的减小，等等。

表 7-1 确定折现率

	价值投资	组合投资
基本折现率	长期美国国债利率	长期美国国债利率
附加折现率	风险评估	市场风险溢价乘以 β

对于 β ，其目的是揭示市场风险溢价中哪一部分是包含在特定公司的股票中的。通过在各种不同假设下比较某一公司的股票价格的波动和整个市场或某一市场指数价格的波动， β 可以确定这家公司的股权折现率估计中相应的部分。

如果一只股票价格起伏比市场的起伏更大，则这只股票会被认为比价格起伏小于市场变化的股票风险更高。将价格波动的这一度量乘以市场风险溢价，从理论上可以得到某只股票具有的特定风险，在此结果上再加上无风险回报率就得到折现率。

回到我们开始的地方：为某企业的股份估计恰当的折现率，需要对该企业的风险相对于美国国债的无风险收益率的溢价差做出判断。现代金融理论认为回报和风险是相关的；价值投资认为回报和所付出的努力是相关的。

来源：《价值投资原理与实战》，（美）劳伦斯 A.坎宁安 著；王勇、董方鹏 译。