

DCF 方法的局限性研究

二、DCF 方法存在的缺陷

企业价值评估的 DCF 方法是建立在现金流量现值基础之上的，它隐含的前提条件有以下几点：首先，资本市场是有效率的，资产的价格能完全反映资产的价值；企业能以资本市场利率，借贷足够数量的资金；资本市场按股东所承担的市场系统风险的提供报酬，而非系统性的经营风险则不在受偿之列。其次，企业所面临的经营环境是确定的，不管资本市场还是产品市场都是完善的、“稳定”的，在企业价值评估的前前后后，只要人们预期是合理的，企业环境会以预定的模式发展，不会有太大的改变。第三点，企业也是“稳定的”，企业的投资没有可逆性，投资一旦做出便不得更改；企业满足持续经营的假说。第四点，企业所面临的制度也是稳定的。企业公司所得税是可以预期的，司法管制也有章可循，社会、法律制度也不会突然变迁。第五点，人们是充分的理性，应用一切可以利用的信息进行无偏差的预计，不同的人对同一目标的估计相差无几。

但事实上，即使人们充分的理性，DCF 方法仍然存在着很多严重的缺陷：

该方法不适用于评估处于投资期企业的价值。投资期企业的获利前景以及股利支付比例尚不固定，人们比较难以确定企业股利长期的增长比率。

该方法不适用于经济周期有较大变化的企业。企业的经营周期如果与经济周期有较大的相关性、或不确定性，企业的销售额、利润、股利支付率就很难预测，与该公式所适用企业状况比较稳定的假设悖。

该方法不适用于拥有闲置资产和人员的企业。闲置的资产和人员没有任何产出，很难对这些资产的价值做出合理的定义。

该方法不适用于处于重组期间的企业。处于重组期间的企业，企业的资产结构、产品结构、组织结构、人事结构以及股利政策等等都会发生很大的变化，企业不可能利用历史数据对企业的未来做出令人信服的预言，况且企业重组期间的任何变革都会改变企业的风险状况，原公式的折现因子也要随着重组的发生进行调整，所有的一切增加了企业价值的不确定性。

该方法不适用于处于兼并重组期间的企业。部分的原因如上 所言，兼并收购的发生等于对企业进行了重组，企业兼并重组的原因很多，有的是为了获得“ $1 + 1 > 2$ 的协同效应”、有的是为获得竞争优势，很难预测这些变化对企业获利能力的影响，以及这些因素对企业现金流量继而对股利政策的影响。

该方法的另一个局限性是它不适用于没有上市的企业。这里难度不在于预测非上市企业的股利及其增长率，而在于股利折现率的艰难预测。非上市企业很难通过 CAPM 或 APM 计算出它们的股利折现率。

从折现率角度来讲，DCF 方法不能反映企业灵活性所带来的经营收益，即原公式假定企业资本的机会成本是对企业所承担的系统性风险的回报，而对企业为适应经营环境而做出的灵活性经营决策却没有考虑（因为这些风险不是系统性风险。）DCF 方法这一缺陷决定了该方法不能适用在企业战略领域，企业战略是企业对所面临不确定环境的一种反应，但这种反应往往是非系统性的，非系统性的风险意味着战略性投资的期望收益为 0（按 CAPM 或 APM，该类投资的回报率为 0，企业投资所带来企业价值的增量为 0）这就解释不了企业战略性投资的存在的原因。

DCF 方法隐含的假说是企业的价值与企业评估的时间无关，它并不考虑企业投资和评估的时间选择。实际上，企业价值是时间的函数，企业价值会随着时间的改变而变化。这是由于对同一投资项目而言，投资的时间不同，完工日期就会不同，产品价格也会不同，用

DCF 方法计算的项目收益就会有很大差异。

DCF 方法并不考虑企业战略对企业价值的作用。DCF 方法假设企业的战略已经确定便不会改变，实际上，企业不但是市场中的企业，而且是客观的社会法律制度中的企业，企业为了生存，为了获得更多的利润，企业就要不断地适应所面临的环境。企业战略就是企业对环境变化的一种反应，它会改变人们对企业盈利能力的预期，因而它能影响企业的价值。但 DCF 方法忽视了战略对企业价值的作用。

DCF 方法没有考虑企业项目之间的相互依赖性。在企业的所有项目中，不同项目之间存在着不同的关系，企业项目之间大都存在着一些相互的关联和对公用资源的共享。由于项目价值之间的可加性隐含假设，DCF 方法在静态，它既不考虑项目之间的规模经济问题，又不考虑企业项目之间的关联和共享；在动态，它没有顾及企业项目之间的关系问题。

最后，DCF 方法没有考虑企业投资项目之间时间安排的依赖关系。企业项目的投资次序安排有重大的意义，前一个项目的开发有助于后续项目的推行。但在大多数的情况下，先开发项目的净现值往往是负的，因此 DCF 方法不能反映投资项目在时间安排上的战略意义。