



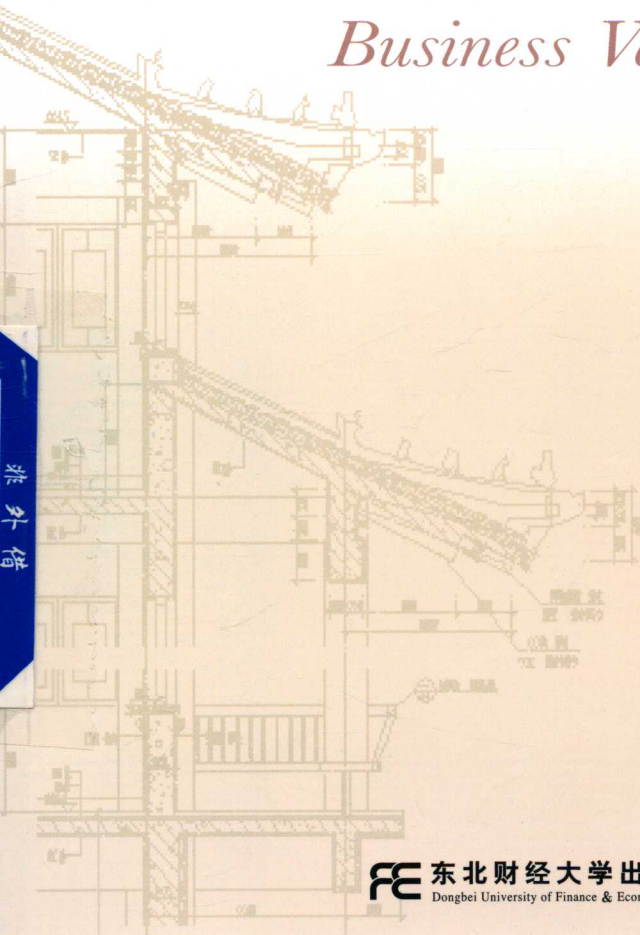
国家级教学团队
东北财经大学财务管理专业系列教材·资产评估方向

◀ 张先治 池国华 主编

企业价值评估

第3版

Business Valuation



非外借

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

国家一级出版社
全国百佳图书出版单位



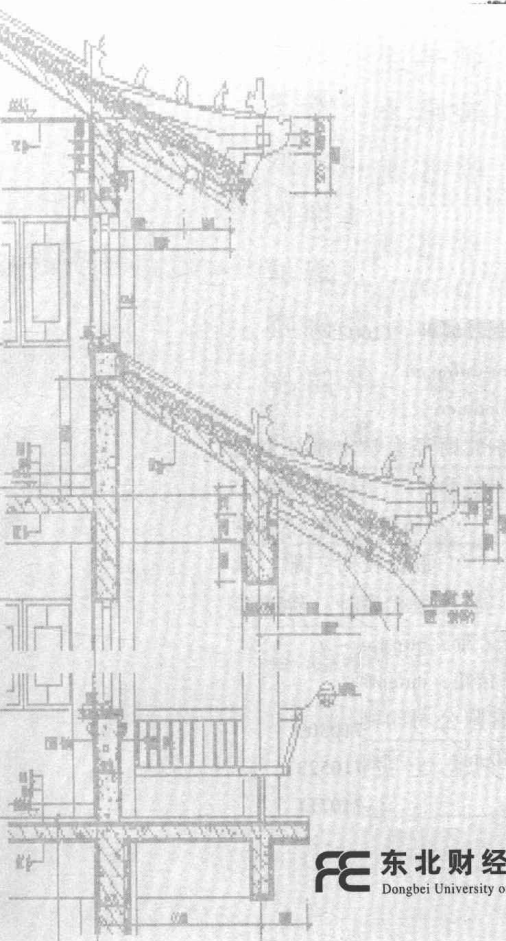
国家级教学团队
东北财经大学财务管理专业系列教材·资产评估方向

◀张先治 池国华 主编

企业价值评估

第 3 版

Business Valuation



FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

大连

图书在版编目 (CIP) 数据

企业价值评估 / 张先治, 池国华主编. —3版. —大连: 东北财经大学出版社, 2017.2

(东北财经大学财务管理专业系列教材·资产评估方向)

ISBN 978-7-5654-2708-4

I. 企… II. ①张… ②池… III. 企业-价值论-高等学校-教材
IV. F270

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 027649 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连天骄彩色印刷有限公司印刷 东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 170mm×240mm 字数: 375 千字 印张: 19.25

2017 年 2 月第 3 版

2016 年 2 月第 7 次印刷

责任编辑: 高 铭 吴 茜

责任校对: 那 欣

封面设计: 冀贵收

版式设计: 钟福建

定价: 35.00 元

教学支持 售后服务 联系电话: (0411) 84710309

版权所有 侵权必究 举报电话: (0411) 84710523

如有印装质量问题, 请联系营销部: (0411) 84710711

东北财经大学财务管理专业系列教材编委会



主任

张先治 教授 博士 博士生导师

委员 (以姓氏笔画为序)

万寿义 教授 博士 博士生导师

方红星 教授 博士 博士生导师

牛彦秀 教授 硕士生导师

王景升 教授 博士 硕士生导师

刘永泽 教授 博士 博士生导师

刘明辉 教授 博士 博士生导师

刘淑莲 教授 博士 博士生导师

乔世震 教授 硕士生导师

池国华 教授 博士 博士生导师

吴大军 教授 博士 硕士生导师

陈友邦 教授 硕士生导师

陈国辉 教授 博士 博士生导师

姜楠 教授 硕士生导师

秦志敏 教授 博士 硕士生导师

总 序



随着知识经济和信息经济时代的到来，加之经济全球化趋势的日益凸显，社会对财务管理理论、财务管理实践和财务管理人才培养都提出了更高的要求。因此，高等学校必须为社会培养更多符合其特定要求的财务管理人才。自教育部于1998年设立“财务管理”本科专业以来，越来越多的普通高等学校设立了这一专业。在这种背景下，编写一系列理论融汇实际、符合中国国情的优秀的财务管理专业教材，对于培养财务管理人才的重要性是不言而喻的。为此，国家级教学团队——东北财经大学会计学院财务管理系于2005年组织骨干师资力量，由本团队资深教授担纲，编写并出版了本院第一套财务管理专业系列教材，包括《财务管理基础》《企业财务管理》《高级财务管理》《投资管理》《资产评估》等五部教材。

第一套财务管理专业系列教材一经推出，就得到了广大读者的厚爱，为许多高等院校所广泛选用，并针对本套教材的体系结构、知识组合和内容界定提出了许多富有建设性的意见。这也促进了我们进一步完善财务管理专业系列教材的信心与决心。2006年以来，国内外的环境发生了显著的变化，尤其是新《企业会计准则》、新《企业财务通则》以及《企业内部控制基本规范》的颁布，使得原有教材的部分内容需要修改与更新。美国金融危机的爆发，也促使社会公众认识到风险管理尤其是金融衍生投资风险管理的重要性，财务管理教材需要与时俱进，及时反映这一时代背景的深刻变化。另外，东北财经大学会计学院2005年被列为首批资产评估全国教学建设基地院校，并于2006年在财务管理专业下设置了“资产评估专门化”方向，因此，原有的财务管理专业系列教材已经无法满足本科教学的需要，针对“资产评估专门化”方向的人才培养特点，非常有必要增加一些专业教材。

基于此，我们对原有的财务管理专业系列教材进行了全面修订，并以新版的形式呈现在读者面前，分别是《财务管理基础》《公司理财》《高级财务管理》《证券投资》《资产评估》等五部教材；同时，新编了《财务学》《资产评估原理》《企业价值评估》《房地产评估》等四部教材。

与第一套财务管理专业系列教材相比，本套教材呈现出以下几个特点：

1. 体系更加完整。本套教材中,《财务管理基础》《公司理财》《资产评估》《企业价值评估》为财务管理专业(含“资产评估专门化”方向)通用专业教材;《资产评估原理》《房地产评估》是“资产评估专门化”方向所特有的专业教材;《高级财务管理》则作为除“资产评估专门化”方向的财务管理专业学生的选用教材;《财务学》是除财务管理专业之外的其他专业学生学习财务学相关知识的教材。这样的体系安排可满足不同方向、不同层次、不同专业学生学习财务管理相关知识的教学需要。

2. 内容更加全面。依据《企业会计准则》《企业财务通则》《企业内部控制基本规范》等一系列最新规范制度,结合国内外实务的最新动态,吸收读者反馈的合理建议,在保持原系列教材基本体系、特色与优点的基础上,我们在新系列教材中尽可能地反映了财务管理、资产评估理论和实务的最新进展。

3. 更加突出实务。鉴于目前我国高等院校的大部分财务管理专业本科毕业生均走向社会从事实务工作,因此,在教材中除了强调基本概念和基本原理以外,更重要的是培养学生的操作能力。本套教材更加强理论结合实际,更加强基本方法的运用和基本技能的掌握,穿插了大量真实的案例,突出案例教学。

4. 体例更加合理。教材不仅列出了本章学习目标、学习要点和主要概念,归纳和总结了主要知识点之间的相互联系,而且还配有大量的习题与案例,供教师教学和学生自学使用。

东北财经大学财务管理专业系列教材是国家级教学团队——东北财经大学会计学院财务管理系全体教师共同劳动的结晶,尤其凝聚了众多资深教授和专家多年的经验和心血。当然,由于我们的经验与人力有限,教材中难免存在不足乃至缺陷,恳请广大读者批评指正。

我们的工作尚处于一个开端处,本次再版修订推出的教材仅仅是一个新的起点,而不是终点。随着社会的进步、经济的发展和环境的变化,我们将不断修订,使东北财经大学财务管理专业系列教材不断地与时俱进,及时跟踪反映学科的最新进展。

东北财经大学财务管理专业系列教材编委会

第3版前言



本书是在东北财经大学财务管理专业系列教材《企业价值评估》(第2版)的基础上,为适应企业价值评估理论与实务发展及教学改革的要求,以全国人民代表大会2016年7月颁布的《中华人民共和国资产评估法》(以下简称《资产评估法》)和中国资产评估协会2011年颁布的《资产评估准则——企业价值》为主要依据,在保持原教材基本框架与主要内容的前提下进行修订而形成的。本书适合会计学、财务管理、资产评估等专业的本科生学习,同时也可作为这些专业的研究生教学参考教材。

本次修订主要体现在以下三个方面:

第一,体现了企业价值评估相关法规的发展变化。《资产评估法》是我国资产评估行业出台的第一部基本法,对资产评估行业的发展具有里程碑式的重要意义。《资产评估法》确立了分专业管理的行业管理体制,统一了评估专业人员、评估机构、评估程序、行业协会、监督管理和法律责任等核心内容。为反映《资产评估法》及其他相关法规的最新进展,本书对所涉及的章节内容进行了补充,同时对一些已经不符合最新法规精神的内容进行了删减。

第二,修改调整了教材中的部分内容。本次教材修订根据我们多年的教学体会,结合教材使用者的反馈,针对教材部分不甚合理的内容进行了结构调整和文字修订,目的是增加本教材的科学性和逻辑性。

第三,更换了正文中的案例与习题。对于已经失去时效性的教材案例与习题,本次修订进行了相应的更换,以增强教材内容的可读性,突出可操作性。

本书由国家级教学团队——东北财经大学会计学院财务管理专业教学团队的部分教师编写,张先治教授和池国华教授担任主编。各章执笔人如下:第1章,张先治教授、池国华教授;第2章,张先治教授、池国华教授;第3章,熊伟博士、池国华教授;第4章,熊伟博士;第5章,池国华教授;第6章,徐晶讲师;第7章,胡景涛博士;第8章,朱荣副教授;第9章,陈艳利教授;第10章,陈艳利教授;第11章,池国华教授。

与第2版提出的观点一样，我们建议在本科教学阶段可侧重于企业价值评估概论和方法的学习，同时，鉴于基于EVA估值法和期权估值法的难度，我们建议可不将这两章作为本科教学内容，而对于相关专业的研究生学习，我们建议可采用专题探讨的形式，以企业价值评估的应用为重点，同时可兼顾一些前沿的企业价值评估方法的学习，如EVA估值法、期权估值法。

由于作者水平有限，书中可能会有缺点、错误，恳请读者批评指正，以便我们在下一次修订时加以完善。

张先治

2016年12月于大连



第1篇 企业价值评估概论

第1章

企业价值评估导论 /2

学习目标 /2

- 1.1 企业价值评估的产生与发展 /2
- 1.2 企业价值评估的内涵与目标 /6
- 1.3 企业价值评估的地位与作用 /10
- 1.4 企业价值评估的内容与方法 /12

本章小结 /18

主要概念 /19

基本训练 /19

第2章

企业价值评估基础 /20

学习目标 /20

- 2.1 企业目标与企业价值评估 /20
- 2.2 企业价值评估：收益与风险 /23
- 2.3 企业价值评估：会计报告与分析预测 /29

本章小结 /32

主要概念 /33

基本训练 /33

第3章

企业价值评估程序 /34

学习目标 /34

3.1 信息资料的收集 /34

3.2 现场勘察 /41

3.3 信息资料的整理与分析 /45

3.4 企业价值评估方法的选择与运用 /56

3.5 企业价值评估结果的调整与报告 /56

本章小结 /60

主要概念 /62

基本训练 /63

第2篇 企业价值评估方法

第4章

基于现金流量的企业价值评估 /66

学习目标 /66

4.1 基于现金流量的企业价值评估模型 /66

4.2 现金流量的预测 /70

4.3 折现率的确定 /77

4.4 基于现金流量的企业价值评估模型的具体应用 /82

4.5 基于现金流量的企业价值评估模型应用评价 /89

本章小结 /94

主要概念 /95

基本训练 /95

第5章

基于EVA的企业价值评估 /96

学习目标 /96

5.1 基于EVA的企业价值评估意义 /96

5.2 基于EVA的企业价值评估原理 /99

5.3 对基于EVA的企业价值评估模型的评价 /108

本章小结 /110

主要概念 /111

基本训练 /111

第6章

基于价格比率的企业价值评估 /113

学习目标 /113

- 6.1 基于价格比率的企业价值评估原理 /113
- 6.2 价格与收益比率模型 /119
- 6.3 价格与账面价值比率模型 /125
- 6.4 价格与营业收入比率模型 /129
- 6.5 基于价格比率的企业价值评估模型应用评价 /132

本章小结 /134

主要概念 /135

基本训练 /135

第7章

基于资产的企业价值评估 /137

学习目标 /137

- 7.1 基于资产的企业价值评估概述 /137
- 7.2 基于资产的企业价值评估程序 /139
- 7.3 基于资产的企业价值评估方法 /146
- 7.4 基于资产的企业价值评估方法应用评价 /159

本章小结 /161

主要概念 /162

基本训练 /162

第8章

基于期权定价理论的企业价值评估 /164

学习目标 /164

- 8.1 期权概述 /164
- 8.2 二项式期权定价模型的原理与应用 /170
- 8.3 B/S期权定价模型的原理与应用 /178
- 8.4 实物期权的基本原理 /184
- 8.5 实物期权法在企业价值评估中的应用 /193

本章小结 /200

主要概念 /200

基本训练 /200

第3篇 企业价值评估应用

第9章

国有企业改制中的企业价值评估 /204

学习目标 /204

9.1 企业价值评估在国有企业改制中的意义 /204

9.2 国有企业改制中企业价值评估的特点 /206

9.3 企业价值评估方法在国有企业改制中的运用情况 /212

9.4 国有企业改制中企业价值评估相关问题探讨 /218

本章小结 /224

主要概念 /224

基本训练 /224

第10章

特殊情形下的企业价值评估 /226

学习目标 /226

10.1 多元化经营的企业价值评估 /226

10.2 周期性经营的企业价值评估 /240

10.3 陷入财务困境的企业价值评估 /248

本章小结 /254

主要概念 /255

基本训练 /255

第11章

企业价值管理 /257

学习目标 /257

11.1 企业价值管理的内涵与意义 /257

11.2 企业价值创造及其驱动因素 /260

11.3 企业价值管理基本框架 /266

11.4 投资者沟通与价值实现 /278

本章小结 /280

主要概念 /282

基本训练 /282

附录

资产评估准则——企业价值 /283

主要参考文献 /290

第 1 篇 企业价值评估概论

第1章

企业价值评估导论

学习目标

本章的学习目标是使学生了解企业价值评估的产生与发展，了解企业价值评估的基本概念。具体目标包括：

了解企业价值评估的产生与发展以及我国企业价值评估的现状；

了解企业价值评估的内涵和目的，了解企业价值评估的作用；

了解企业价值评估的内容，了解企业不同类型的价值评估方法，了解企业价值评估类型的划分。

1.1 企业价值评估的产生与发展

企业的根本目标是追求价值最大化，这也是企业的核心。但是，究竟是什么原因让价值成为企业的核心呢？在管理的实践中应该怎样实现企业价值最大化呢？如何知道在管理过程中是否实现了这个目标？企业价值评估的存在可以让我们解决这些问题。

2015年，万达集团在体育产业动作频频。1月21日，万达集团出资4500万欧元购买马德里竞技俱乐部20%的股份并进入董事会，成为并列第二大股东。这是中国企业首次投资欧洲顶级足球俱乐部。2月10日，万达集团再次出手，牵头三家知名机构及盈方体育传媒集团管理层，战胜11家来自全球的竞争对手，成功并购总部位于瑞士的盈方体育传媒集团100%的股权，其中万达集团控股68.2%，万达因此一跃成为世界体育产业的龙头企业。8月27日，万达集团又以6.5亿美元并购美国世界铁人公司100%的股权。万达这一重大投资使中国首次拥有了一项国际顶级赛事的产权，成为中国体育产业发展的标志性事件。并购完成后，万达体育将成为

全球规模最大的体育经营公司^①。当然，如果没有企业价值评估在并购中的贡献，这些并购就不会如此顺利地完成了。

那么，何为企业价值评估呢？它为何有如此神奇的力量？了解它的历史以及发展概况是认识其本质的关键。

1) 企业价值评估的产生

企业价值评估是评估行业的一个独立分支，因此其产生要追溯到评估行业。评估行业的发展在国际上已有近200年的历史，其萌芽是对非正式的民间不动产的估价，随后因为个体之间不动产转让事项的日益频繁和多样化，自发的经验评估已经不再能够满足社会的需求，这样就促使了资产评估行业的产生。起初，资产评估主要局限于房地产、机器设备等单项不动产领域。但是随着产权交易的产生和快速发展，尤其是国外并购热潮的出现，无形资产评估、企业价值评估等新领域也相继出现。

总体而言，企业价值评估是因评估企业整体价值的动机而产生的，它所评估的内容当然离不开企业整体，其产生初期主要涉足的三个方面更能体现它的特点^②：

第一，评估一个整体企业的价值。它不仅仅与企业购并问题紧密相关，还与新证券的合理定价有关。

第二，评估企业股权（所有者权益）的价值。由于部分股权的转让和交易的情况比企业整体转让或交易的情况要多得多，因此主要部分是股权的价值评估。但由于部分股权的价值难以与具体资产对应，所以仍需评估企业价值。

第三，评估企业无形资产的价值。无形资产不可能离开企业而独立产生作用，只有依附于企业其他有形资产并与它们共同作用才能产生经济效益。因此，无形资产的评估总是和企业价值评估紧密相连。

由以上三个方面可以看出，企业价值评估和企业的整体息息相关，同以往的单项资产评估截然不同，更加体现出组织资本的价值。

2) 企业价值评估的发展

在巨大的市场需求推动和资本市场日益重视企业价值创造的背景下，企业价值评估得到迅速发展，尤其是在美国、英国等西方发达国家，不仅在应用领域得到极大拓展，企业价值评估理论也因实践的推动而日益完善。

(1) 企业价值评估因资本市场的发展而日益受到重视

我投资的原则是，先评估公司的内在价值，再使之与市场价值对比，如果内在价值高于市场价值，则买入该公司的股票，甚至买入整个公司。

——沃伦·巴菲特

股东财富的增加不是靠短期盈利实现的，资本市场的短期膨胀也不可能为股东创造实实在在的财富。无论对于企业管理者，还是投资者、分析师和投资银行家等

① 王萍. 并购美国世界铁人，万达成为全球规模最大体育经营公司 [N]. 企业家日报，2015-08-31.

② 王少豪. 企业价值评估 [M]. 北京：中国水利水电出版社，2005.

资本市场参与者而言，只有采用科学的估值模型对企业进行价值评估，才能制定合理的经营和投资决策，致力于企业的长期价值创造或投资于能创造长期价值的企业。如果市场参与者忘记了这些简单的原理，后果可能是灾难性的，如20世纪70年代大型企业集团的兴衰、80年代美国的恶意收购案、90年代日本泡沫经济的破灭、1998年东南亚金融危机、因特网泡沫、金融危机等都是例证。

(2) 企业价值评估应用领域的拓展

长期以来，人们关注企业价值的大小，主要是由于企业并购活动的存在。企业价值评估服务于企业的产权转让和产权交易。但是，随着企业价值评估理论与方法的不断发展，企业价值评估的业务范围已经由传统的企业并购领域拓展到其他领域，如员工持股计划服务的评估、公平鉴定为目的的评估、经济损失的评估等。^①

尤其需要指出的是，随着证券市场的不断完善，投资者越来越清醒地认识到，投资获利水平不取决于过去的业绩而取决于企业未来的预期收益，而企业价值评估正是着眼于企业未来的收益来判断其当前的价值。同时，企业管理者为提升企业价值也需要实施以价值为基础的管理。通过专业人员对企业价值进行评估，以企业价值为依据，才能科学地进行投融资决策和股利分配决策，实现企业价值最大化。因此，企业价值评估咨询的服务领域也逐渐由传统的交易拓展到企业理财。

(3) 企业价值评估方法的不断创新

20世纪40年代开始的信息技术革命，特别是20世纪80年代兴起的高科技革命，导致知识经济的全面崛起，从而也对企业价值评估技术提出了新要求。

传统企业价值评估方法是对已经实施或者正在规划的投资项目进行预测，但却对未来的投资机会束手无策，因此无法解释高科技企业为何在发展初期的微利状态下仍能获得超乎寻常的高股价。于是，如何对高科技企业进行合理的估价就成为企业价值评估的难点。比如，谷歌母公司Alphabet2016年2月1日公布2015年第四季度财报，各项指标超出市场预计。受此利好消息影响，当天盘后交易时段，该公司股价猛涨，涨幅一度达到8%，最终上涨近6%，最新股价超过795美元。该公司各类股票的合并市值达到5550亿美元，超过苹果的5340亿美元，一跃成为全球市值最高的公司。但是，华尔街分析师认为Alphabet未来52周内的最高市值可达7340亿美元，而苹果则预计可达11000亿美元——如实现，将成为首个市值突破万亿美元大关的公司。亿万富翁和激进投资人Carl Icahn就曾在2015年5月公开表示，苹果的股价“被严重低估”了，该股票的合理交易价格应该为每股240美元左右。依此价格计算，苹果的市值则高达13000亿美元^②。

1972年，布莱克-斯考尔斯(Black-Scholes)期权定价模型的提出使期权定价理论获得了飞速发展，同时给企业价值评估提供了一种新思路。高新技术企业的特点是要么不成功，丧失掉初始投资，要么取得巨大成功，获得极高水平的报酬率。

^① 汪海粟. 企业价值评估[M]. 上海: 复旦大学出版社, 2005.

^② 根据相关媒体报道整理。