

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

企业价值评估

Business Valuation

(第二版)

张先治 池国华 主编

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



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

企业价值评估

Business Valuation

(第二版)

张先治 池国华 主编

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

大连

© 张先治 池国华 2013

图书在版编目 (CIP) 数据

企业价值评估 / 张先治, 池国华主编. — 2 版. — 大连: 东北财经大学出版社, 2013. 7

(东北财经大学财务管理专业系列教材·资产评估方向)

ISBN 978-7-5654-1208-0

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 (2013) 第 128474 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)

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连北方博信印刷包装有限公司印刷 东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 170mm×240mm

字数: 353 千字

印张: 18 1/2

2013 年 7 月第 2 版

2013 年 7 月第 4 次印刷

责任编辑: 李智慧 高 铭 吴 茜

责任校对: 王 娟

封面设计: 张智波

版式设计: 钟福建

ISBN 978-7-5654-1208-0

定价: 32.00 元

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年组织骨干教师力量，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“资产评估方向”)通用专业教材;《资产评估原理》、《房地产评估》是“资产评估方向”所特有的专业教材;《高级财务管理》则作为除“资产评估方向”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。本套教材更加强调理论结合实际,更加强调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。每一部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

第二版前言



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》（第一版）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，结合中国资产评估协会2011年颁布的《资产评估准则——企业价值》，在保持原教材基本特色与优点的前提下，对企业价值评估方法与内容进行修订而形成的一部新教材。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参考教材。

本次修订主要体现在以下几个方面：

第一，体现了《资产评估准则——企业价值》的最新变化。2011年，中国资产评估协会在总结《企业价值评估指导意见（试行）》实施经验的基础上，结合评估理论和实践的发展，制定并颁布了《资产评估准则——企业价值》，并规定该准则自2012年7月1日起开始施行。为反映这一最新变化，本书对企业价值评估基础、程序和方法等内容进行了修订和补充，同时对一些已经不符合理论和实务发展的内容进行了删减。

第二，充实与完善了教学案例与习题。为了便于教师的教学和学生的学习，本次修订总结了第一版在使用过程中的经验，增加了诸多案例和例题，有利于教师对企业价值评估原理和方法的教学，同时也便于学生掌握。

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。

根据我们多年的教学体会，结合教材使用者的反馈，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评估法和期权评估法的

难度，我们建议可不将这两章作为授课内容。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 评估法、期权估价法。

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。

作者

2013年3月1日于大连

第一版前言



“企业价值评估”不仅仅是资产评估专门化方向的专业核心课程，而且应该成为财务管理专业的专业必修课程。纵观财务管理发展史，“价值评估”一直是贯穿财务管理整个发展历程的主线，从莫迪格利尼—米勒的资本结构与股利无关论，到布莱克—斯考尔斯的期权估价理论，无不折射出价值衡量与价值管理在财务管理理论体系中的核心作用。从资产评估发展的角度看，自20世纪50年代产生以来，企业价值评估在欧美等西方发达国家得到了很大的发展，已经成为资产评估专业一个重要的分支。虽然在中国，企业价值评估还是一个崭新的评估领域，但它必将成为资产评估行业未来发展的主要方向。

从实践角度看，进入新世纪以来，企业面临的环境变化更加显著，知识化、信息化、经济全球化的趋势日益加剧，企业经营面临更多、更大的风险，这必然导致企业管理面临更多、更大的挑战。在这种背景之下，对企业价值的衡量和管理，已经成为企业投资者和管理者的一项十分重要的经常性工作。投资者通过价值评估，可以正确分析企业的价值，合理预测发展前景，从而做出收购、兼并、出售等有关资本运营的重要决策。企业管理者通过价值评估，可以价值提升作为管理行动的标杆，增强企业价值管理意识，从而提升企业市场价值。由此可以看出，企业价值评估已经成为财务管理专业及资产评估专门化方向学生必须掌握的基本技能之一，是进入商业银行、投资银行、证券公司、基金公司、会计师事务所、资产评估事务所等单位的基本要求。

基于以上认识，我们编写了《企业价值评估》教材，并将其纳入国家级教学团队东北财经大学财务管理专业系列教材之列，同时作为资产评估专门化方向的核心专业课教材。该书适用于财务管理专业（含资产评估专门化方向）、会计学专业的本科生教学，同时也可供企业、商业银行、投资银行、证券公司、基金公司、会计师事务所、资产评估事务所从事企业价值评估人员培训和自学之用。

本书以公司理财和资产评估的基础理论为前提，专门系统论述了企业价值评估

的基本概念、基本程序与基本方法。全书共 11 章，分为企业价值评估理论、企业价值评估方法和企业价值评估应用三大部分：

第一部分为企业价值评估理论，主要阐述企业价值评估的基本理论，包括第 1 章企业价值评估导论、第 2 章企业价值评估基础、第 3 章企业价值评估程序等三章，主要界定了企业价值评估的内涵与目标，讨论了企业价值评估的地位与作用，明确了企业价值评估的内容和方法，阐述了企业目标与企业价值的关系，分析了企业价值评估与收益、风险和增长之间的关系，探讨了会计报告、财务分析与财务预测在企业价值评估中的作用，介绍了企业价值评估的程序。

第二部分为企业价值评估方法，属于本书的核心，着重研究的是企业价值评估操作实务，包括第 4 章基于现金流量的企业价值评估、第 5 章基于 EVA 的企业价值评估、第 6 章基于价格比率的企业价值评估、第 7 章基于资产的企业价值评估、第 8 章基于期权定价理论的企业价值评估等五章，分别介绍了收益法（包括现金流量折现法和 EVA 评估法）、市场法、成本法和期权估价法的基本原理、应用步骤和适用范围。

第三部分为企业价值评估应用，本部分是对以上企业价值评估理论和技术的拓展应用，主要围绕我国企业价值评估实务中的热点问题，探索了国有企业改制中的企业价值评估、特殊情形的企业价值评估、企业价值管理等三个专题，分别对应第 9 章国有企业改制中的企业价值评估、第 10 章特殊情形下的企业价值评估和第 11 章企业价值管理。

本书的特征主要体现在以下方面：

第一，博采众长。在编写过程中，我们既学习和借鉴了发达国家企业价值评估理论的研究成果，又总结和考虑了中国企业价值评估实务的成功经验，力图达到既反映国际企业价值评估的发展潮流，又切实体现中国企业价值评估的实际状况。

第二，体系完整。本书按照“理论、方法、应用”的逻辑主线，既阐述了企业价值评估的基本概念和基本理论，又介绍了企业价值评估实务操作的基本程序与基本方法，同时还针对企业价值评估实务中的热点问题进行了进一步的探讨。尤其是全面介绍了收益法（包括现金流量折现法和 EVA 评估法）、市场法、成本法和期权估价等方法，形成了相对完善的企业价值评估方法体系。

第三，强调应用。鉴于企业价值评估是一门技术含量高、实用性强的课程，我们在编写本书的过程中，尽量结合中国国情，有选择地引入一些实际案例，既有贯彻某一基本原理的大案例，又有解释某一知识点的小案例，同时专门设计了企业价值评估应用板块，以体现我国企业价值评估相关制度规范的内容，反映我国企业价值评估实务中的难点问题。

第四，突出创新。我们在参考和借鉴已有国内外企业价值评估教材的基础上，在教材体系、内容和形式等方面有所创新。在体系上，追求完整系统；在内容上，既反映国际最新发展趋势，又反映中国实践现状；在形式上，改变过去教材编写注

重模型推导的传统，强调模型蕴涵的原理和应用的过程，并通过一些小栏目（如名人名言、真实案例）的设计提高学生学习的兴趣，促进学生的思考，同时在每章之后配备了相应的习题与案例，供教师课堂教学和学生课后复习使用。

本书主要由东北财经大学会计学院财务管理系部分教师编写，由张先治教授和池国华教授主编，负责全书写作大纲的拟定和编写的组织工作，并对全书进行了最后总纂。各章分工如下：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，熊伟讲师、池国华教授；第4章，熊伟讲师；第5章，池国华教授；第6章，徐晶讲师；第7章，胡景涛讲师；第8章，朱荣博士；第9章，陈艳利副教授；第10章，陈艳利副教授；第11章，池国华教授。

本书完稿后，姜楠教授受财务管理专业系列教材编委会的委托，审阅了全书并提出了宝贵意见，出版社的编辑及有关同志为本书出版付出了艰辛的劳动。另外，我们还参考了许多国内外作者的有关企业价值评估方面的资料，在此表示衷心感谢！

企业价值评估在我国是一门崭新的学科，它包括的内容广泛，涉及问题繁多，目前仍处于探索与创建阶段。由于作者水平有限，加之时间仓促，书中纰漏，甚至错误之处在所难免，敬请读者批评指正，以便修改、完善。

作 者

2009年7月18日于大连



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 /21

学习目标/21

- 2.1 企业目标与企业价值评估/21
- 2.2 企业价值评估：收益与风险/24
- 2.3 企业价值评估：会计报告与分析预测/30

本章小结/32

主要概念/34

基本训练/34

第3章

企业价值评估程序 /35

学习目标/35

- 3.1 信息资料的收集/35
- 3.2 现场勘察/42
- 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 企业价值结果的调整与报告/56

本章小结/60

主要概念/62

基本训练/62

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 /64

学习目标/64

- 4.1 基于现金流量的企业价值评估模型/64
- 4.2 现金流量的预测/68
- 4.3 折现率的确定/75
- 4.4 基于现金流量的企业价值评估模型的具体应用/80
- 4.5 基于现金流量的企业价值评估模型应用评价/86

本章小结/91

主要概念/92

基本训练/92

第5章

基于EVA的企业价值评估 /94

学习目标/94

- 5.1 基于EVA的企业价值评估意义/94
- 5.2 基于EVA的企业价值评估原理/98
- 5.3 对基于EVA的企业价值评估模型的评价/106

本章小结/108

主要概念/109

基本训练/109

第6章

基于价格比率的企业价值评估 /111

学习目标/111

- 6.1 基于价格比率的企业价值评估原理/111
- 6.2 价格与收益比率模型/117
- 6.3 价格与账面价值比率模型/124
- 6.4 价格与营业收入比率模型/128
- 6.5 基于价格比率的企业价值评估模型应用评价/130

本章小结/132

主要概念/133

基本训练/134

第7章

基于资产的企业价值评估 /135

学习目标/135

- 7.1 基于资产的企业价值评估的意义与类型/135
- 7.2 基于资产的企业价值评估程序/137
- 7.3 基于资产的企业价值评估方法/142
- 7.4 基于资产的企业价值评估方法应用评价/154

本章小结/156

主要概念/157

基本训练/157

第8章

基于期权定价理论的企业价值评估 /159

学习目标/159

- 8.1 期权概述/159
- 8.2 二项式期权定价模型的原理与应用/165
- 8.3 B/S 期权定价模型的原理与应用/172
- 8.4 实物期权的基本原理/179
- 8.5 实物期权法在企业价值评估中的应用/187

本章小结/194

主要概念/194

基本训练/194

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 /200

学习目标/200

9.1 企业价值评估在国有企业改制中的意义/200

9.2 国有企业改制中企业价值评估的特点/202

9.3 企业价值评估方法在国有企业改制中的运用情况/206

9.4 国有企业改制中企业价值评估相关问题探讨/212

本章小结/218

主要概念/218

基本训练/219

第10章

特殊情形下的企业价值评估 /220

学习目标/220

10.1 多元化经营的企业价值评估/220

10.2 周期性经营的企业价值评估/231

10.3 陷入财务困境的企业价值评估/237

本章小结/242

主要概念/243

基本训练/243

第11章

企业价值管理 /245

学习目标/245

11.1 企业价值管理的内涵与意义/245

11.2 企业价值创造及其驱动因素/248

11.3 企业价值管理基本框架/252

11.4 投资者沟通与价值实现/264

本章小结/265

主要概念/266

基本训练/266

附录

资产评估准则——企业价值 /267

主要参考文献 /274

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了企业的核心呢？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。

以合适的价格做了合适的交易^①

2012年10月22日，俄罗斯国有石油巨头俄罗斯石油公司与英国石油公司BP和俄罗斯私人财团AAR达成协议，以550亿美元的价格从两大股东手中各购买所持俄罗斯第三大油企秋明—英国石油公司（TNK-BP）50%的股权。收购完成后，俄罗斯石油公司和天然气公司的产量将超过美国埃克斯美孚，成为全球最大的上市企业。

^① 根据相关媒体报道整理。