

21 世纪广播电视大学系列教材

成京联 阮梓坪 编著

# 企业价值评估



北京大学出版社  
PEKING UNIVERSITY PRESS

21 世纪广播电视大学系列教材

# 企业价值评估

成京联 阮梓坪 编著



北京大学出版社  
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

21世纪广播电视大学系列教材 IS

企业价值评估/成京联,阮梓坪编著. —北京:北京大学出版社,2006.2

(21世纪广播电视大学系列教材)

ISBN 7-301-09719-0

I. 企… II. ①成…②阮… III. 企业-价值论-电视大学-教材  
IV. F270

中国版本图书馆CIP数据核字(2005)第109028号

书 名: 企业价值评估

著作责任者: 成京联 阮梓坪 编著

责任编辑: 徐 冰

标准书号: ISBN 7-301-09719-0/F·1228

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路205号 100871

网 址: <http://cbs.pku.edu.cn>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

电子信箱: [em@pup.pku.edu.cn](mailto:em@pup.pku.edu.cn)

排 版 者: 北京高新特打字服务社 82350640

印 刷 者: 北京原创阳光印业有限公司

经 销 者: 新华书店

730毫米×980毫米 16开本 23.375印张 394千字

2006年2月第1版 2006年2月第1次印刷

印 数: 0001—5000册

定 价: 32.00元

---

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,翻版必究



# 序

## 企业价值评估

资产评估是随着市场经济发展而兴起的中介专业服务行业,20世纪80年代末期在我国兴起,至今已有二十多年的历史,在为经济改革和对外开放服务、为证券市场发育服务、为政府经济管理服务、保障资产权益有关各方利益、维护市场经济秩序等方面发挥了重要作用,成为与注册会计师和律师并列的三大中介专业服务行业之一,是我国社会主义市场经济体系的重要组成部分。

企业价值评估是资产评估的组成部分,但又不同于传统的单项资产评估、整体资产评估。企业价值评估逾越了前两项资产评估中的“资产”项目——传统财务报表中涉及的项目,而将企业外部环境、行业前景、业务流程、治理结构、人力资源、信用、管理层经营绩效等因素和财务评价等纳入评估体系。

发现价值、认识价值是一切经济和管理行为的依据和前提。而企业价值增值更成为现代企业经营的目标。在现代市场经济中,至少有两方面的因素增加了认识价值的难度。其一不仅是无形的实体有价值,无形的东西也有价值;其二是有形和无形资产的价值都处于不断变化之中。企业价值评估就是要解决这些价值认识方面的困难,对包括企业的各种资产以及企业作为整体的价值做出恰当的估价。

随着我国经济体制改革的进一步深入和经济的飞速发展,尤其是加入WTO以后,企业兼并、收购、股权重组、资产重组、合并、分设、股票发行、联营等经济交易行为的出现日益增多,使得企业价值评估越来越普遍和越来越受到重视。



由于我国尚处于经济体制的转轨时期,市场经济还不发达,适合我国国情的评估理论体系尚未形成;在评估方法上,对于单项资产评估经过模仿和探索开始进入成熟阶段,但对于企业价值评估还刚刚起步。因此,我们迫切需要进一步借鉴国际经验,加强理论研究,总结实践经验,完善我国资产评估理论和方法体系,为资产评估行业的进一步发展奠定理论基础,以指导资产评估实践,促进资产评估行业的发展。

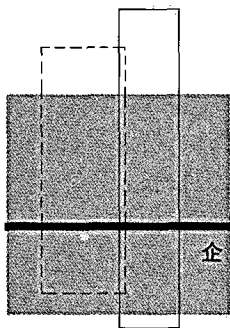
由成京联和阮梓坪撰写的这本教材吸收了我国资产评估理论和实践的最新成果,借鉴国际上先进的评估理论与实践经验,系统阐述了各类企业价值评估的基本理论、基本方法,在理论探索上作了新的尝试。比如书中运用企业理论和企业价值来源理论,较好地诠释了企业价值评估的理论基础;在方法上引入了期权定价理论,具有前瞻性。

一本好的教材应该既能讲透相关理论,又能说明这些理论(直接或变通)运用的多种技巧,包括某些关键的细节。也就是说,既提供理论,又提供理论与实践之间的桥梁。我欣喜地看到本教材既有系统的理论阐述,又用各类案例展现了企业价值评估的全过程,对案例还加注了点评,这为读者将理论运用于实践架起了一座便利的桥梁。

南京理工大学现代管理研究所所长、教授、博士研究生导师

韩玉启

2005年7月17日



# 前 言

企 业 价 值 评 估

本书是湖南广播电视大学副教授成京联同志与广东五邑大学高级会计师阮梓坪同志长期合作的结果。本书作者排名不分先后,以姓氏拼音字母排列为序。

企业价值评估作为资产评估的一个重要分支,在西方发达国家已有近五十多年的历史,其理论与方法已趋成熟,在我国,企业价值评估才刚刚起步,将企业价值评估作为一完整的理论与方法体系加以研究,只是近几年的事。企业价值评估完整的理论体系尚未形成,企业价值评估方法的运用上也仍然处于模仿阶段,迫切需要进行理论上的总结和方法上的创新,建立符合我国国情的企业价值评估理论和方法体系。基于这一现实,成京联和阮梓坪于2004年联合申报了湖南省社会科学基金项目(项目名称:企业价值评估研究,立项编号:0404026),本书是这一科研项目的主要成果。

本书的主要特点是吸收了我国资产评估理论和实践的最新成果,借鉴国际上先进的评估理论与实践经验,系统阐述了企业价值评估的基本理论、基本方法,在理论探索上有所创新;选择了一些典型的案例,展示了我国企业价值评估的全过程,反映了我国企业价值评估的现状,通过案例点评指出了我国企业价值评估实务中存在的不足及其发展方向。全书深入浅出,简明扼要,通俗易懂,适合作为大学教材和注册资产评估师后续教育用书,也可作为企业管理人员进行企业价值管理的参考书。

本书由成京联、阮梓坪共同拟定写作提纲、分工写作并讨论定稿,最后由阮梓坪、成京联总纂。全书共分上下两篇,上篇分为七章,介绍企业价值评估



的理论与方法；下篇由六个案例及点评组成。成京联完成全书约 12 万字左右的写作，阮梓坪约完成 16 万字左右的写作，五邑大学管理学院研究生冯延超、赵彦荣参与了资料收集，并完成部分章节约 6 万字左右的写作。

本书在写作过程中得到了南京理工大学现代管理研究所所长、教授、博士生导师韩玉启先生的细心指点，湖南广播电视大学校长陈最华教授、副校长杜纯粹教授，五邑大学管理学院院长、教授刘晋博士和樊宏教授对本书的写作提出了宝贵意见，湖南天孜会计师事务所所长陈永宏博士、注册资产评估师吴晓华先生、湖南广播影视集团财务总监胡卫箭先生以及湖南大信会计师事务所所长杨国庆先生、注册资产评估师谢健辉同志为本书的写作提供了大力支持和帮助，在此一并表示由衷的感谢！

书中缺点和错误在所难免，希望广大读者批评指正。

作者

2005 年 11 月 28 日



# 目 录

## 企 业 价 值 评 估

### 上篇 理论与方法

<b>第一章 绪论</b> .....	(3)
第一节 企业价值评估的产生和发展 .....	(3)
第二节 企业理论与企业概念 .....	(7)
第三节 企业价值理论与企业价值评估 .....	(12)
第四节 企业价值评估的实务基础 .....	(20)
<b>第二章 现金流量折现法</b> .....	(28)
第一节 现金流量折现法的基本原理 .....	(28)
第二节 现金流量的计算及预测 .....	(33)
第三节 折现率的确定 .....	(44)
第四节 现金流量折现模型及应用 .....	(51)
第五节 现金流量折现法的扩展——经济利润法 .....	(59)
第六节 现金流量折现法的适应性和局限性 .....	(60)
<b>第三章 成本法</b> .....	(62)
第一节 成本法的基本原理 .....	(62)
第二节 成本法评估的基本要素 .....	(63)
第三节 单项资产具体评估方法 .....	(65)
第四节 成本法对企业整体价值的评估 .....	(70)
第五节 成本法的适用性和局限性 .....	(75)



<b>第四章 相对市价法</b> .....	(77)
第一节 相对市价法概述 .....	(77)
第二节 相对市价法的应用 .....	(79)
<b>第五章 期权定价理论与企业价值评估</b> .....	(85)
第一节 期权概述 .....	(85)
第二节 期权定价模型 .....	(88)
第三节 期权定价模型在企业价值评估中的应用 .....	(95)
第四节 对用期权定价模型评估企业价值的评价 .....	(99)
<b>第六章 企业价值评估的会计处理</b> .....	(101)
第一节 企业价值评估会计处理的原则与要求 .....	(101)
第二节 价值评估的会计处理方法 .....	(102)
第三节 企业投资时价值评估的会计处理 .....	(103)
第四节 企业并购时价值评估的会计处理 .....	(107)
第五节 上市公司价值评估的会计处理 .....	(120)
<b>第七章 企业价值评估报告</b> .....	(124)
第一节 企业价值评估报告概述 .....	(124)
第二节 企业价值评估报告书基本内容与格式 .....	(127)
第三节 资产评估的确认和复议 .....	(138)
第四节 资产评估工作底稿及项目档案 .....	(141)
<b>上篇参考文献</b> .....	(144)

## 下篇 案例与点评

<b>案例一 机械制造企业价值评估</b> .....	(149)
第一部分 评估报告 .....	(149)
第二部分 评估说明 .....	(163)
第三部分 案例点评 .....	(196)
<b>案例二 房地产开发企业价值评估</b> .....	(198)
第一部分 评估报告 .....	(198)
第二部分 评估说明 .....	(205)
第三部分 案例点评 .....	(238)
<b>案例三 研究性机构价值评估</b> .....	(240)
第一部分 评估报告 .....	(240)

第二部分	评估说明	.....	(247)
第三部分	案例点评	.....	(277)
<b>案例四</b>	<b>外资电子行业企业价值评估</b>	.....	(279)
第一部分	评估报告	.....	(279)
第二部分	评估说明	.....	(284)
第三部分	案例点评	.....	(301)
<b>案例五</b>	<b>高科技企业价值评估</b>	.....	(303)
第一部分	评估报告	.....	(303)
第二部分	评估说明	.....	(307)
第三部分	案例点评	.....	(321)
<b>案例六</b>	<b>债转股企业价值评估</b>	.....	(323)
第一部分	评估报告	.....	(323)
第二部分	评估说明	.....	(332)
第三部分	案例点评	.....	(362)

上 篇

---

# 理论与方法





# 第一章 绪 论

## 企 业 价 值 评 估

### 第一节 企业价值评估的产生和发展

根植于现代经济的企业价值评估与传统的单项资产评估有着很大的不同,它是建立在企业整体价值分析和价值管理的基础上,把企业作为一个经营整体来评估企业价值的评估活动。企业价值评估在欧美等西方发达国家得到了很大的发展,企业价值评估理论的研究已经比较成熟并被广泛运用于实践中;但是在我国,单项资产评估经过模仿与实践,其理论与方法已开始走向成熟,而企业价值评估还是一个新的评估领域,未形成完整的企业价值评估理论和方法体系。

#### 一、企业价值评估在西方国家的产生和发展

早在19世纪中后期,现代评估业就随着欧美等国经济的发展逐渐形成,特别是不动产评估得到充分的重视和发展。由于评估实践的发展急需理论指导,因而与评估相关的理论体系逐步从传统经济理论中分化独立出来。马歇尔成为第一个探讨评估方法(尤其是不动产评估方法)的现代经济学家,他提出和发展了许多在现代评估理论中广为应用的概念,这些概念包括根据收益折现确定价值、建筑物和土地折旧对价值的影响、建筑物类型和土地用途对价值的影响等。在马歇尔的论著及其他以他的思想为基础的论著的影响下,以探讨评估、调查方法并提供经严格定义的价值为主要内容的评估理论最终与价值理论分开,形成了现代评估理论的基础。



20世纪20—30年代,评估首先与不动产业的发展紧密联系起来。其中一个重要因素就是土地经济学从相关的几门学科中独立出来并发展成为一门正规的科学。1927年,Mertzke出版了《不动产评估》一书。该书采纳了马歇尔的观点,在价值理论和评估理论之间建立起有机的联系,将抽象的经济理论运用到评估实务中,建立起了一个以三种评估方法为主的体系,特别是解释了资本化率在评估中的应用。K. L. Hyder等人在30—40年代又发展和强调了三种基本评估方法,建立起了运用成本法、比较法(市场法)和收益法的系统程序。Schmuatz建立了一个评估价值的模型,并随后将其纳入到美国不动产评估师学会1951年出版的《不动产的评估》中。

上述研究实际上主要是对单项资产评估的研究。直到20世纪50年代初期,伴随着产权市场的出现,专门从事企业买卖的产权市场迅速发展,使人们日益清楚地认识到,在市场经济条件下,作为商品生产者的企业本身也是一种商品。在激烈的市场竞争中,企业为求得生存和发展,必须使自身价值在市场中得到承认,并不断寻求增加价值的途径,以实现企业价值最大化。在产权市场上,企业的购买者之所以愿意拥有企业,是因为企业为他们提供了一种获取投资收益的途径。企业创造的投资收益率高,愿意购买它的人就多,它的价值就大。因此,企业价值反映的是企业在未来为其所有者不断提供投资回报的能力。对企业股东而言,股东把资金投入企业,委托企业通过组织各种生产经营活动实现资金的增值。每一名投资者与企业都是契约关系,投资者为企业提供资金,企业则要承诺能够不断为投资者创造满意的回报。如果企业实现的收益低于投资者的预期,投资者将采取出售股份等形式撤回资金,中止与企业的契约关系。产权交易的需要,使企业价值评估应运而生,开始成为一项专门的评估活动。

20世纪50年代以后,企业兼并、重组、出售、股权投资等产权交易活动日益频繁,企业面临的经济环境更加复杂多变,经济金融化在奇迹般地提高了整个经济系统流动性的同时,也带来了不可忽视的风险。它可以在一夜之间给人们带来巨额财富,也可以使亿万资产顷刻之间化为乌有。对企业风险和收益的界定、度量,对企业价值的衡量,已经成为投资者和企业管理者的一项十分重要的经常性工作。投资者对企业价值进行评估并据以做出买卖决策,使得股票市场价格达到新的均衡。企业理财人员通过对企业价值的评估,了解企业的真实价值,做出科学的投资与融资决策,不断提高企业价值,增加所有者财富。

20世纪80年代以来,经济金融化和信息化不断深入,西方工业发达国家



的许多企业已经进入了财务导向时期,现代企业财务管理的目标已经由片面追求利润最大化、所有者财富最大化转变到追求企业价值最大化。企业价值最大化作为财务管理的目标,具有以下优点:(1) 企业价值最大化目标考虑了取得报酬的时间,并用时间价值的原理进行了计量;(2) 企业价值最大化目标科学地考虑了风险与报酬的联系;(3) 企业价值最大化能克服企业在追求利润上的短期行为,因为不仅目前的利润会影响企业的价值,预期未来的利润对企业价值的影响所起的作用更大。进行企业财务管理,就是要正确权衡报酬增加与风险增加的得与失,努力实现二者之间的最佳平衡,使企业价值达到最大。因此,企业价值最大化的观点,体现了对经济效益的深层次认识,它是现代财务管理的最优目标。现代西方企业不仅在财务管理方面以企业价值为导向,企业管理也越来越趋向于以价值为基础的管理,企业价值概念成为企业管理理念中的核心观念,企业价值估价已经成为企业管理的重要手段。

评估方法是企业价值评估的核心问题,直接影响到价值评估的结果及市场交易的实施。经过理论者和实践者六七十年的努力,评估理论在价值理论的基础上基本形成。总体上看,价值评估方法可以划分为三大类:成本法(cost approach),是从历史成本的角度评估企业价值;市场法(market approach),是从目前市场价格的角度评估企业的价值,又称市场比较法;收益法(income approach),是从未来收益的角度评估企业的价值。这三大类评估方法的形成与经济学中的价值理论有着很深的历史渊源。另外也有学者将评估方法分为四类(Cornel,1998):(1) 利用资产负债表进行评估,即直接将企业所有发行在外的证券账面价值进行加总。此法虽然简单,但却易把企业的账面价值与市场价值混淆,因此必须对账面价值加以调整。(2) 加总企业发行在外的所有证券的市场价值来评估企业价值,这通常只适用于上市公司的评估。(3) 通过与价值已知的可比企业进行比较评估企业价值。采用这种方法首先需要计算资本化比率,再用该比率乘以被评估企业的利润,即可估算出该企业的市场价值。(4) 首先预测企业的未来现金流量,将这些现金流量折现后,即可获得企业证券持有人拥有的企业价值。根据这些基本方法,评估师在进行评估时根据具体情况,设计或使用更具操作性的方法,诞生了诸如相对估价法、价格/账面值比率(PVC模型)法、折现现金流量法、期权定价法等方法。

## 二、企业价值评估在我国的发展状况

我国自改革开放以来,涌现出许多新生事物,资产评估事业的蓬勃兴起



就是其中璀璨的一环。这是一个社会公正性中介服务行业,同注册会计师行业、律师行业一样,是市场经济体制建设的重要组织基础。随着对外开放,外资进入中国,合资的要求使得资产评估成为迫切的市场需要。1989年我国进行了第一个资产评估项目,自此以后,全国的资产评估机构和从业人员得到了迅速发展。1991年国务院发布《国有资产评估管理办法》。国有资产的评估与非国有资产的评估都开始走向规范的行业管理。

回顾资产评估事业在我国发展的历程,大体可分为四个阶段:第一阶段是1989—1993年,这是产生与初步奠定基础的阶段。这期间出台了有关资产评估的全国性行政法规,对评估的程序、目的、范围、原则、管理等方面的工作要求作出了系统的规定,确立了我国社会主义市场经济条件下资产评估工作的基本依据、基本方针和基本政策,形成了初步的法律基础。第二阶段是1993—1995年,这期间成立了中国资产评估协会,开始了政府监督指导下资产评估的行业自律性管理体制。1995年3月,中国资产评估协会代表中国资产评估行业加入国际评估标准委员会,使中国的资产评估事业与国际市场接轨。第三阶段是1995—1996年,这是评估事业走向规范的阶段,1995年我国发布了《注册资产评估师执业资格制度暂行规定》和《注册资产评估师执业资格考试实施办法》,建立了我国的注册资产评估师制度,这期间组织了全国统一考试,在公平竞争的机制下,确认了我国第一批拥有资格的评估师队伍。第四阶段是1996年至今,这一阶段发展的标志是我国发布了《资产评估操作规范意见》,这标志着我国的资产评估(主要指单项资产评估)行业在技术操作方面已经开始走向成熟,具有中国特色的资产评估方法和管理都已经基本上稳定下来,已经能够满足市场经济的发展对资产评估的需要。

但是企业价值评估在我国出现的时间并不长,直到近几年才逐渐引人注目;建立符合我国国情的企业价值评估理论和方法体系已变得越来越迫切。

我国经济体制改革要求彻底摆脱传统的计划体制的束缚,走上建立社会主义市场经济体制的道路,产权制度改革成为了重要一环。我国的产权制度改革主要是国有企业财产组织形式和经营方式的改革,改革的目标是:在宏观层次上、社会总量上保持公有制为主体;在微观层次上建立以多元所有者形成的、以混合所有制为主体的企业所有制结构,建立起现代企业制度。在这个过程中,我国不但出现了多种企业财产组织形式和经营方式,发生了与传统计划经济体制下极不相同的经济行为,而且出现了企业资产大规模的产权变动:(1)企业兼并、承包、租赁、联合、集团化有了很大发展,股份制逐渐成为主要的企业财产组织形式,大批计划经济体制下的工厂,逐步按《公司法》





改造、改组成为有限公司、股份有限公司、国有独资公司和股份合作制企业。(2)企业的整体买卖、企业的分割式买卖和资产折股,尤其是上市企业的股票交易有了较快的发展。(3)企业《破产法》冲破重重阻力得到贯彻实施,破产清算、企业整体式和资产分割式拍卖等成为司空见惯的事情。(4)企业以资产作抵押向银行贷款,以企业资产为其他企业作经济担保,企业向保险公司投保和发生事故后向保险公司索赔。(5)国有和非国有控股公司迅速发展,投资者(个人机构)开展以保值增值为目标的股权投资管理。

以上产权交易活动的频繁开展,极大地促进了企业价值评估的发展,企业价值评估的结果成为这些活动顺利进行的基础和依据。

企业价值评估在西方国家获得了巨大成功,其中一个重要的推动力就是西方企业普遍重视企业价值管理。企业价值评估作为国际上流行的先进手段,是我国企业管理的未来发展趋势。因此,推行以价值评估为手段的价值最大化管理,将成为推动我国企业持续发展的一个重要手段。

## 第二节 企业理论与企业概念

我们研究企业价值评估,准确理解企业的含义是必不可少的。不同的学科,由于其研究对象不同,其对企业内涵与本质的界定也不同。

### 一、一般观点

在我国,关于企业的定义是运用属加种差的方法得出的,一般认为:企业是依法设立的、以盈利为目的的、从事生产经营活动的、独立核算的经济组织。根据这一定义,企业具有如下特征:

1. 企业是一个社会经济组织。企业作为一个社会组织,首先是由许多人组成的,有着自己的组织机构(如股东大会、董事会、管理委员会等)和工作程序(如公司法、公司章程等)。作为一个经济组织,企业拥有独立的法人财产,并以这些法人财产承担各种经济义务。因此,企业是一定人员与一定财产的组合。

2. 企业是以盈利为目的的从事生产经营活动的社会经济组织。所谓生产经营活动是指创造社会财富和提供服务的活动,这些活动包括生产、交易、服务等。企业从事生产经营活动的根本目的在于盈利,这是区别于其他经济组织的根本点。比如政府的经济管理部门有的也参与经济活动(如中央银行在公开市场上从事证券、黄金、外汇等买卖活动),由于不是以盈利为目的,因