

国
际
经
济
与
金
融
系
列

QiYe JiaZhi PingGu
Yu TouZi JueCe

企业价值评估 与投资决策

冯春丽 李正伦 著

企业价值评估理论

企业价值的宏观经济分析

现代企业价值理论 MM理论分析

修正的MM理论

最优资本结构权衡理论

企业价值理论的发展 利兰德和派尔模型

罗斯模型 优序融资理论 企业价值内涵

从企业利益相关者角度的考察

企业价值的表现形式具有多层次性

企业价值体现了一种利益兼容机制,即企业不同的

利益相关者可以通过企业价值的增长来实现其最终利益

从企业自身角度考察

要素投入比例

企业融资中的委托代理关系 企业能力 企业价值的内涵及其评估

企业价值的内涵

企业价值评估概述

GuoJi Jingji Yu JinRong XiLie GuoJi Jingji Yu JinRong XiLie

评估技术

折现

现金流量

评估技术

基本理论模型

运用DCF模型应注意的方面

案例分析 相关评估技术——市盈率评估法

质量评价

企业价值评估的发展趋势 DCF模型在企业价值评估中的新发展 现金流量与折现率分析 现金流量分析 现金流量与会计收益

现金流量流向与变动分析

现金流量预测 折现率分析 折现率的计算 实证分析综述

企业价值评估中的折现率——企业可持续发展能力 研究角度 企业价值评估的战略导向功能 研究角度选

企业价值评估中的折现率——企业可持续发展能力 研究角度 企业价值评估的战略导向功能 研究角度选

企业价值评估中的折现率——企业可持续发展能力 研究角度 企业价值评估的战略导向功能 研究角度选

企业价值评估中的折现率——企业可持续发展能力 研究角度 企业价值评估的战略导向功能 研究角度选

企业价值评估中的折现率——企业可持续发展能力 研究角度 企业价值评估的战略导向功能 研究角度选

中山大学出版社



国际经济与金融系列 (2)

F270
F433

企业价值评估与投资决策

冯春丽 李正伦 著

中山大学出版社

·广州·

版权所有 翻印必究

图书在版编目 (CIP) 数据

企业价值评估与投资决策/冯春丽, 李正伦著. —广州: 中山大学出版社, 2004.8

(国际经济与金融系列: 2)

ISBN 7-306-02327-6

I. 企… II. ①冯… ②李… III. ①企业—价值—评估 ②企业—投资—经营决策 IV. F27

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 053366 号

责任编辑: 刘学谦

封面设计: 方楚涓

责任校对: 吴其晖

责任技编: 黄少伟

出版发行: 中山大学出版社

编辑部电话 (020) 84111996, 84113349

发行部电话 (020) 84111998, 84111160

地 址: 广州市新港西路 135 号

邮 编: 510275

传 真: (020) 84036565

印 刷 者: 广州市番禺市桥印刷厂

经 销 者: 广东新华发行集团

规 格: 889mm×1194mm 1/32 9.875 印张 280 千字

版次印次: 2004 年 8 月第 1 版 2004 年 8 月第 1 次印刷

定 价: 18.00 元

本书如有印装质量问题影响阅读, 请寄回出版社调换

企业价值评估和
价值管理，是促使
企业持续发展的
新思路。

张培刚

二零零三年

作者简介

冯春丽，女，1965年生，广东外语外贸大学国际经贸学院副教授，华中科技大学经济学院博士研究生。长期从事国际贸易理论与实务的教学与研究，曾编著出版了《国际金融》、《国际贸易理论与实务》、《国际贸易习题集》等书籍，并发表学术论文20余篇。近年来，对资本市场、跨国公司等问题进行了较为深入的研究。

李正伦，男，1965年生，经济学博士，律师，高级会计师。长期从事企业管理和资本运作，实践经验丰富，运筹思路清晰；对企业价值、企业可持续发展和核心竞争力有独到见解。

内 容 提 要

企业价值的决定因素、企业价值评估以及企业价值增长是贯串本书的主线，核心是企业的可持续发展和核心竞争力。

本书在对莫迪利安尼和米勒的无套利估价理论（MM理论）、最优资本结构权衡理论和资本结构契约理论等经典理论进行介绍和评述的基础上，借鉴企业价值评估的技术成果，如现金流量折现法、经济增加值法、市场增加值法和期权评估法，以及重要评估参数——现金流量和折现率，通过对评估思路、评估内容、评估程序以及评估指标体系设计等方面的分析，从企业战略管理的角度，构建了以企业可持续发展能力为主线的企业价值评估指标体系，进而从宏观层面上提出了系统的促进企业价值增长的改革对策。

自序

如何正确认识和评估企业价值，是理论界和企业界关注的重要前沿课题。全书充分运用微观经济学、企业理论、财务管理、企业战略管理和金融经济学的相关理论，采取定量分析与定性分析、理论分析和实证分析相结合的论证方法进行了创新性研究，指出企业价值的本质在于企业（未来）配置和利用资源的效率。企业价值提高的关键，在于企业内部机制的有效程度，外部因素通过内部机制作用于企业价值。企业价值体现在以净资产为表现的资产价值、以收入利润为载体的产品价值、以产权为表现的企业价值。

企业价值体现在企业生产经营与管理的各个环节。企业的产品、技术、市场营销、管理和人才，甚至企业文化，哪个方面更重要，财务指标并不能全面和最终反映。财务数字是对以往经营情况和经营历史的记述，说明的是企业的过去，一定程度上可以揭示企业的未来，但不是企业发展的必然延续；通过它可以预测企业的未来，但必须和其他的非财务指标结合起来才能对企业作出切合实际的判断。一定程度上，非财务信息还具有更为扎实的基础，如企业所处的发展阶段，企业生产产品的生命周期，企业的技术开发及趋势发展，企业营销战略及网络建设，企业战略制定及组织架构，企业人力资源及文化建设，等等，这些都是决定企业发展的长期因素。

本书的创新点之一是将财务指标与非财务指标综合运用企业价值评估。财务指标以定量为主，辅以定性；非财务指标以定性为主，辅以定量。

本书对企业发展与壮大必须面对的核心问题——企业的可持续发展与核心竞争力进行了深入探讨，指出两者相互促进与共同发展的关系。核心竞争力是可持续发展的基础，可持续发展又必须依靠核心竞争力。核心竞争力可以体现在企业发展的某一个或某几个方面，如耐克的品牌营销和微软的技术优势等。

全书以企业可持续发展能力为主线，以定性分析与定量分析相结合、全面性与关键性相结合、层次性与相关性相结合的原则，建立了企业价值评估指标体系：将对企业可持续发展能力的评估归结为对企业盈利能力和风险水平的评估。前者涉及企业的现有盈利能力、潜在盈利能力和持续盈利能力三个方面，后者涉及企业财务风险、外部风险和内部风险三个方面，并依据上述原则，采取系统的层次分析法，设计了多层次评估指标。

评估一个企业值多少钱是专业人士的责职，评估一个企业能否正常运转和取得更大的发展是管理者、投资者及关联者重点关注的问题。本书是理论和实践的结合，是作者从事理论研究和证券投资、企业管理与经营的亲身体会，以丰富和完善投资决策过程的正确和效率。本书可以帮助读者树立投资决策信心，掌握投资决策技巧，降低投资决策成本。因此，本书是一本不可多得的工具书，也是一本有价值的参考书，可以放在案旁床头，供政府经济部门人士、股东及投资者、企业主管人员、银行及债权人、供应商及消费者以及风险投资家等决策和参考使用。

目 录

自序	(I)
导论	(1)
一、写作背景与意义	(1)
二、企业价值及其评估相关理论简要述评	(8)
三、全书的总体安排	(14)
第一章 企业价值理论：文献回顾与评论	(21)
第一节 企业价值古典理论	(21)
一、企业价值的理论基础	(21)
二、企业价值的微观经济学分析	(23)
第二节 现代企业价值理论	(30)
一、MM 理论分析	(30)
二、修正的 MM 理论	(33)
三、最优资本结构权衡理论	(35)
四、简要评价	(36)
第三节 企业价值理论的发展	(38)
一、利兰德和派尔模型	(39)
二、罗斯模型	(44)
三、优序融资理论	(49)
第二章 企业价值内涵分析	(51)
第一节 从企业利益相关者角度的考察	(51)
一、企业价值的表现形式具有多层次性	(51)

二、企业价值体现了一种利益兼容机制，即企业不同的利益相关者可以通过企业价值的增长来实现其最终利益	(53)
第二节 从企业自身角度考察	(55)
一、要素投入比例	(56)
二、企业融资中的委托代理关系	(56)
三、企业能力	(64)
第三节 企业价值的内涵及其评估	(64)
一、企业价值的内涵	(64)
二、企业价值评估概述	(66)
第三章 企业价值评估技术	(70)
第一节 折现现金流量评估技术	(70)
一、基本理论模型	(70)
二、运用 DCFM 须注意的方面	(77)
三、案例分析	(79)
第二节 相关评估技术——市盈率评估法	(83)
一、市盈率法 (P/E) 简介	(83)
二、简要评析	(84)
第三节 企业价值评估的发展趋势	(86)
一、DCF M 评析	(86)
二、企业价值评估的新发展	(88)
第四章 现金流量与折现率分析	(99)
第一节 现金流量分析	(99)
一、现金流量与会计收益	(99)
二、现金流量流向与变动分析	(109)
三、现金流量预测	(114)
第二节 折现率分析	(123)

一、折现率的性质·····	(123)
二、风险报酬分析·····	(127)
三、折现率的计算·····	(137)
第三节 实证分析综述·····	(142)
一、资本市场效率·····	(143)
二、证券价格与现金流量·····	(146)
第五章 企业价值评估新视角——企业可持续发展能力·····	(149)
第一节 研究角度·····	(150)
一、企业价值评估的战略导向功能·····	(150)
二、研究角度选择·····	(151)
第二节 企业风险性分析·····	(153)
一、外部环境的风险性分析·····	(154)
二、企业自身风险性分析·····	(156)
第三节 以核心能力为主体的企业可持续发展能力·····	(157)
一、企业价值与企业长期竞争优势·····	(157)
二、企业核心能力分析·····	(165)
三、企业价值与企业可持续发展能力·····	(170)
四、小结·····	(175)
第六章 企业价值评估指标体系·····	(176)
第一节 国内外评估指标体系评析·····	(177)
一、关于指标体系的简要评述·····	(177)
二、评价与启示·····	(195)
第二节 评估理论框架的具体内容·····	(200)
一、基本思路·····	(200)
二、建立评估指标体系原则·····	(202)
三、评估指标的技术处理·····	(211)
四、案例分析·····	(215)

第三节	总结	.....	(219)
第七章	我国企业价值及其影响因素的一般分析	.....	(222)
第一节	我国企业价值现状的一般分析	.....	(222)
第二节	治理机制约束	.....	(226)
一、	企业治理机制与企业价值	.....	(226)
二、	我国企业治理现状分析	.....	(233)
第三节	企业投资行为非理性	.....	(237)
一、	企业投资格局的演变	.....	(237)
二、	企业投资行为的非理性	.....	(240)
第四节	资本市场低效率	.....	(245)
一、	虚拟资本与实体经济	.....	(245)
二、	资本市场与企业价值	.....	(247)
三、	我国资本市场效率对企业价值影响分析	.....	(249)
第五节	管理落后的制约	.....	(258)
第八章	提高企业价值的相关对策	.....	(261)
第一节	总体环境分析	.....	(261)
一、	企业制度基础	.....	(261)
二、	市场制度基础	.....	(261)
三、	法制与监管制度基础	.....	(262)
第二节	完善企业治理机制	.....	(266)
一、	企业治理机制发展趋势	.....	(266)
二、	股权结构与治理绩效	.....	(269)
三、	完善企业治理机制的措施	.....	(271)
第三节	提高资本市场效率	.....	(276)
一、	加快资本市场规模扩张	.....	(276)
二、	建立统一的资本市场,提高市场效率	.....	(279)
三、	加强资本市场信息披露的动态监管	.....	(279)

四、规范外部接管机制	(282)
第四节 提高企业价值管理能力	(284)
一、充分认识企业价值评估和价值管理的重要意义	(284)
二、成功企业价值管理案例分析	(285)
主要参考文献	(294)

导 论

一、写作背景与意义

本选题主要是基于以下三方面的认识。

(一) 资本市场在现代经济体系中的重要地位

20世纪80年代以来,随着科技进步和经济全球化的发展,尤其是在金融创新和金融国际化的推动下,发达国家和国际金融市场上出现了日益明显的金融证券化趋势,即直接金融的发展快于间接金融的发展,表现在企业传统的通过银行来筹资的方式,逐渐向通过资本市场发行证券的方式转变,跨国性证券投资发展迅速。因此,资本市场在整个经济系统中的地位显著上升。资本市场,尤其是股票市场的不断完善和发展,使企业及其投资者的行为发生了显著的变化:

一方面,投资者(企业股权投资人和债权投资人)行为的理性程度在不断提高,他们越来越清醒地认识到,投资获利水平主要取决于企业在未来时期里可能获得的收益以及与此相伴随的投资风险。因而企业的可持续发展,以及未来投资风险的分散与化解成为投资者所关心的核心问题。

同时,投资者对企业的关注,已经不仅仅集中于企业生产过程,而是越来越多地转向企业行为的各种市场表现,尤其是更多地关注于企业各种资产的市场价值,因为它们代表了作为企业资产的直接索偿权持有人——企业投资者的财富价值,而在有效的资本市场中,企业证券的价格能够及时、全面地吸收并反映企业所有的信息。据有关资料统计,1994年,美国可口可乐公司的市场价值总值为610亿美元,投资者最初投入的股权资本仅为80亿美元,因而该公司价值增量为

530 亿美元。换言之，投资者最初每投入 1 美元，到 1994 年已经增值到 7.62 美元。与之形成鲜明对比的是通用汽车公司，其 1994 年市场价值总值为 810 亿美元。虽然绝对值超过可口可乐公司，但其最初的股权资本投入额为 880 亿美元，市场价值增量为 -70 亿美元。说明投资者当初每投入 1 美元，到 1994 年不仅没有增值，反而跌到了 0.92 美元 (Eugene F. Brigham & Louis C. Gapenski, 1996)。

另一方面，与工业化时期不同，当代企业管理层所控制的资源往往是已经完全证券化的资产与负债，如股票、债券、商业票据等。这些资源的流动性乃至这些资源的价值，都受到金融市场的重大影响。因而，资本市场日益成为企业在产品市场之外另一个竞争市场。科学合理的管理行为会提高企业的股票价格；反之，则会减低企业股票价格；而股票价格的变化会直接导致企业投资者财富的增减。在这种财富形成机制下，企业若不能在产品市场的竞争中获得成功，必定无法为股东增加财富。但是，即使企业能出色应付产品市场的竞争，如果它不能最终将产品市场的利润转化为股东长期财富的增加，或者说，在资本市场上缺乏竞争力的话，企业经营就没有获得真正的成功。比如，作为资本市场投资主体的机构投资者，它们更为重视企业是否能够持续增加它们的财富。一旦企业的管理者达不到要求，与用脚投票的小股东不同，这些实力雄厚的机构投资者会行使所有者权利，他们会更换企业的管理人员，或者出售企业股份，使其成为其他企业并购的目标。

显然，投资者需要一种新的工具和标准用于判断投资企业的可持续发展能力和收益风险的大小，而企业管理层也需要更为有效地进行资本市场的竞争。从实践中看，随着资本市场成为企业日益重要的融资场所，股东价值成为衡量管理层经营绩效的主要标准之一。因此，股东权益越来越受到企业管理层的重视，从而促使企业更注重自身盈利能力和市场竞争地位，并加强企业经营的透明度和决策的民主性，促进企业的长期发展和股票市场的稳定。

(二) 企业经营环境的巨大变化

与工业经济时代相比，现代企业的经营环境发生了巨大变化。其基本特征从宏观上讲，是国际化、金融化和知识化，从微观上说，就是顾客化 (customers)、竞争化 (competence) 和变化 (change)，即所谓的“3C”。在这样的宏微观环境下，对企业发展起决定性作用的战略性资源，已经从传统的自然资源转向以智力为基础的无形资产，后者通常包括四大类：①市场资源，即企业拥有的与市场相关联的无形资产，如企业品牌、商誉等；②知识产权，如生产技术专利权、商标等；③人力资源，即企业员工的优秀品德和能力的总和，包括创新能力、领导能力、团队精神等；④组织管理资源，即用以保证企业正常运转的基本知识因素，如企业文化、信息处理能力、管理哲学等。

在新的经营环境中，以规模和市场份额来决定企业市场地位以及整个市场价格和竞争规则的传统管理思想面临巨大挑战。那么，企业资源配置进而创造财富的新的标准是什么？如何判断企业长远发展的关键因素？更进一步说，涉及企业财务决策、业务重组、激励补偿等诸多方面内容的企业战略管理系统，应该如何进行相应的调整？等等。无疑，对这些问题的研究，代表了一种新的企业经营理念或企业哲学的兴起，并将丰富和发展企业管理的有关理论。

(三) 提高企业治理效率的需要

市场经济的中坚力量是现代大中型股份制企业，这种所有权和经营权的分离，形成了所有者和经理阶层之间的委托-代理关系，具有信息不对称、激励不相容和责任不对等三方面特征，它也是企业治理 (corporate governance) 所要解决的核心问题。随着资本市场的发展，导致了股权的广泛分散和单个股东对于企业控制力的下降，而经理阶层获得了日益重大的企业控制权，代理冲突也因此发展到相当严重的地步。正如美国著名管理学家钱德勒指出：“现代工商企业在协调经济活动和分配资源方面已经取代了亚当·斯密的所谓市场力量‘无形

的手’。……，由于获得了原先为市场所执行的功能，现代工商企业已成为美国经济中最强大的机构，经理人员则已成为最具影响力的经济决策者集团。因此，在美国，随着现代工商企业的兴起，出现了所谓经理式的资本主义。”（钱德勒，1987）

为提高企业治理效率，建立一种有效的激励与约束机制势在必行，而其关键在于建立一种委托代理双方共同认同的标准。与上面论及的企业经营环境的巨大变化（包括资本市场的发展）相联系，这个标准必须能够提供监督和评价企业经营绩效更为充分的信息，包括企业发展的可持续性、风险性以及管理层的经营能力和努力程度等信息，从而有效引导管理层关注企业长期发展、并通过科学的管理以实现企业投资者财富的长期增值。显然，传统的以财务会计信息系统为主体的企业绩效评价体系，对此已力不从心，这就需要推出一种能够全方位评价企业业绩，供所有信息使用者用于决策参考的、崭新的企业绩效评价体系，以提高企业治理结构效率。正因如此，从20世纪90年代初开始，西方许多机构都把企业绩效评估的研究方向从“创利”转为“创值”，同时还把“创值”的概念延伸到企业管理中，使许多英美跨国大公司都废除了传统的利润挂钩奖励制，建立了以“创值”为中心的激励机制^①。

综上所述，在新的经济环境中，企业投资者需要一种新的企业评价体系和方法，而企业更需要一种新的经营理念和管理系统。本文进行的“企业价值评估研究”也正是由此而来。

根据第三章的分析可以确定：“企业价值”这一术语具有极为丰富的内涵，涵盖了企业发展的可持续性、风险性、战略性等多方面的特征，而企业价值评估体系则包含了企业生存和发展至关重要的非财

^① 所谓创值，是指在考虑了资本投资的风险基础上，企业创造了高于资本机会成本的经济效益。创值越高，企业为股东带来的财富也就越高。详见刘苟佳等，“创值论及其对企业绩效的评估”，《经济研究》，2002（7），原文该处引自：O'Hanlon, John & Ken Peasnell, 1998, "Wall Street's Contribution to Management Accounting: the Stern Stewart EVA Financial Management System", Discussing Paper, the Management School, Lancaster University.