

企业价值评估 与价值增长

李麟 李骥/著

QI YE JIA ZHI
PING GU YU JIA ZHI
ZENG ZHANG

民主与建设出版社

Qi Ye Jia Zhi Ping Gu

企业价值评估

与价值增长

Yu Jia Zhi Zeng Zhang

李 麟 著
李 骥

民主与建设出版社

图书在版编目(CIP)数据

企业价值评估与价值增长/李麟,李骥著.

-北京:民主与建设出版社,2001

ISBN 7-80112-360-3

I.企… II.①李…②李… III.企业-价值论-研究
IV.F270

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 055891 号

责任编辑	徐昌强
封面设计	伊和轩
出版发行	民主与建设出版社
电 话	(010)65523123 65523819
社 址	北京市朝外大街吉祥里 208 号
邮 编	100020
印 刷	北京振华印刷厂印制
开 本	880×1230 1/32
印 张	13.5
字 数	345 千字
版 次	2001 年 8 月第 1 版 2001 年 8 月第 1 次印刷
书 号	ISBN 7-80112-360-3/F·158
定 价	27.60 元

注:如有印、装质量问题,请与出版社联系。

12/2001

序 一

以泰勒制的科学管理为标志,科学的管理体系从建立到完善也不过 100 多年的时间。然而正是管理的作用,促使现代企业制度和组织的形成,使社会化的大生产成为可能,并且巩固和发展了工业革命以来一切的科学技术成果,创造了人类社会前所未有的物质文明。

19 世纪末 20 世纪初,当电力、机械动力取代畜力而导致生产力的极大解放时,效率便是财富的代名词,生产效率高的企业就能为股东带来更多的财富,于是,以泰勒制为代表的效能主义管理思想便风靡全球;借助连续生产机械的出现和普及,许多独立的工序被集中在一个车间完成,科学管理使整个社会的生产力得到解放。可是,却也因此出现了机器和人的对立,出现了劳资关系的紧张乃至社会的动荡,以人为本的组织行为科学不得不对科学管理思想进行修正,出现了组织行为主义的浪潮。在世界经济历经 1933 年的全球性经济危机、二战的经济复兴之后,产品市场日趋丰富,各国企业在经济一体化和市场全球化的趋势中,面临更加复杂和不确定的竞争环境,结果,以经营环境和生存系统为中心的系统理论、权变管理思想应运而生,并且在管理职能的框架中寻求各种方法的融合与统一。由此可见,经营环境的演变是管理学思想和方法发展的原动力,管理是企业适应内、外部经营环境变化的产物。只有较强适应能力和足够灵活性的企业才能在瞬息万变的环境中立于不败之地,才能创造更多的财富。

企业是人类创造财富的一种组织形式,企业管理是连接财富和资本的桥梁,企业每天都追求财富,但很少有企业真正了解如何管理才能创造财富。在科技和生产力落后的地区,畜力、土地、资源往往是财富的化身,谁拥有的自然资源越多,谁就越富有;在一个市场潜力较大、经营环境相对稳定的环境中,经营规模和市场份额将是经济

实力的体现,规模和市场份额将决定整个市场的价格和竞争的规则,决定企业在行业的霸主地位……虽然这些途径或“原则”依然存在于现实的社会意识或企业行为之中,甚至体现在 MBA 经典教材的教义之中,但剧变中的当代企业,已经出现了一个依靠知识“点石成金”的奇迹;出现了依靠资本市场实现“一夜巨富”的神话;越来越多的企业已经从对自然资源、经营规模和市场份额的依赖中,转向对知识、资本市场价值的寻求,出现了管理虚拟化的趋势。所以,通过有效管理赚取财富的途径并非惟一,只不过要找到适用的条件和前提,并且需要根据环境的变化不断地创新和变革。

21 世纪是新经济社会,传统经济经过近百年的发展,市场趋于饱和,依靠传统工艺的传统产业,企业利润率在下降,规模和市场份额不再是获取高额利润的保障。企业很难在经济一体化和市场全球化的背景中,通过绝对的垄断优势来赚取超额的利润,生产要素和产品的充分流动将使这些努力付之东流。而且电信和网络技术的发展,不但会加速全球互联互通的步伐,促进市场信息的畅通无阻,还会导致科学和技术的快速传播、生产工艺和技能的急速扩散;一时的领先者稍有疏忽,便会发现身后存在为数众多的追随者,以至超额利润在瞬间便会化为乌有。

在新经济社会,以规模和市场份额为基础的传统管理思想面临着巨大的挑战,管理的目标面临着从利润最大化、规模最大化向价值最大化的转变,财富的创造途径和企业的经营思想,将随之发生革命性的变化,21 世纪将是价值管理的时代。

价值管理的思想源于企业价值评估与价值增长理论。20 世纪初艾尔文·费雪(Irving Fisher)的资本价值理论,经莫迪利安尼-米勒(F. Modigliani & H. Miller, 简称 MM)等人的完善和发展,建立了比较完整的企业价值评估理论体系,在 20 世纪 50 年代末进入了实用阶段;70 年代布莱克-斯科尔斯(Black & Scholes)期权定价理论的出现,为企业价值评估理论进一步发展指明了方向;80 年代末期,以期权定价理论为指导的实物期权评估理论的研究进入鼎盛时期;

90年代,随着美国纳斯达克(NASDAQ)资本市场的发育和成熟,以及电信和网络技术的发展,许多高科技企业摆脱了对自然资源的依靠,市场价值出现了快速增长的奇迹,该理论便从企业上市、并购定价的应用,逐渐推广到企业的日常经营管理之中,并成为企业家、投资银行家和证券分析师决策的利器。

剧变中的我国企业在从计划经济向市场经济的转变之中面临着前所未有的变革。改革开放以来,我国取得了令人瞩目的经济成就,企业管理水平也经过20多年的飞速发展,缩短了与发达国家的差距。但我国曾经是一个传统的计划经济国家,一些社会习俗和“惯例”不利于现代企业经营理念的建立和推行;而且封建社会历史过长,没有形成系统而完善的市场经济意识和文化;仅有的一些经验积累和文化沉淀,也因为新经济社会的到来而显得过时。在全球一体化、市场国际化的激烈竞争中,我国企业缺乏市场竞争的历史、文化和动力机制基础,缺乏技术、市场、资金和人才方面的优势,更主要的是缺乏当代企业管理的知识和经验。为赶上世界经济的发展潮流,我国企业必须尽快完成管理思想体系和理论指导基础的重塑。

为感知变革、顺应变革,最终达到通过普及管理知识促成变革的目的,李麟博士从1996年进入北京大学光华管理学院攻读博士学位开始,就在我的指导下着手对现代管理思想和理论的跟踪和研究。在全面系统的理论训练基础之上,李麟博士先后完成了对现代企业理论、现代产权理论、委托-代理理论、企业并购理论、金融资产定价理论、企业价值及评估理论的学习,并且运用博弈论、金融经济学、信息经济学、期权定价等方法对国内企业管理和国企改革中存在的一些问题进行了深入的分析,发表了一些有见地的文章。为将企业价值评估理论和价值管理思想引入国内,以解决国内企业股改上市和并购、重组中的目标判断和价值标准问题,李麟博士对该领域的理论和文献进行了重点研究,形成了自己的博士论文《企业价值评估理论及其应用研究》。

该论文首次对企业价值增长中的投资机会内部化问题进行了透

彻的分析,填补了企业价值增长链条中的一个空白。论文在期权定价理论和方法的启发和指导下,首次提出了企业并购的控制期权假说,以说明“企业并购中的股价变化之谜”,因而在理论上有很高的学术价值;并对国内企业管理和国企改革具有重要的现实意义,这不仅体现在从战略和财务的角度分析了企业通过管理实现价值增长的内在规律,说明了内部经营性管理与通过资本市场实现市值最大化之间的关系,确定了企业并购和资本运作的价值标准和战略逻辑,而且将期权定价的理论和思想运用到我国国有企业的价值增长研究中,分析了国有企业价值侵蚀的机制和体制性因素,说明了政府对国有企业改革政策的相机选择的价值,并提出了对应的政策建议。这篇论文的理论性与现实性,科学性和逻辑性,受到了论文答辩委员会专家的一致好评,并建议将其中的内容公开发表,以供相关政府管理部门决策参考。

本书就是在这篇论文的基础上完成的,论述的逻辑体系并没有多大的改变,但结合了国内企业的经营现状和价值增长中存在的实际问题,对原文的内容和框架做了较大的调整,将理论和数学公式推导集中在第二章,并突出了企业价值增长战略方面的思想和内容,深入浅出地阐述,便于更多的读者阅读。

由于企业的价值评估和价值增长理论尚属新兴的边缘学科,是企业战略科学、企业财务、投资学和金融工程等理论和方法的融合,在实际应用中,该理论还需要不断探索和完善。本书的出现不但为国内企业管理实践带来了新思想和新观点,供从事经济实践工作的人士参考;而且为该理论的普及和应用开了一个头,希望能对从事相关理论研究的人员有所启迪和帮助,为建立和完善有中国特色的企业管理理论体系做出贡献。

高程德

2001年6月1日

(作者系北京大学光华管理学院教授,博士生导师)

序 二

20 世纪 90 年代是企业大改组的年代,经过 10 多年国际投资环境的动荡和以“杠杆收购”为主要手段的企业兼并浪潮的洗礼,企业内部组织结构和外部竞争方式正在进行一场巨大的调整。与发达国家的市场体系相比,我国正处于体制大转型时期。我国的市场体系又有自己的特点,再加上体制性制约因素,国内企业在改制上市、资产重组中也出现了不少问题,主要表现在:一是国有企业治理机制不完善与体制改革大环境有关,很容易受外界尤其是政府的影响,企业经营偏离价值最大化目标;二是资产重组脱离价值最大化目标,追求规模最大化并不意味着一定能够实现价值最大化,相反有可能使原有的核心能力丧失。1997 年的金融危机中许多韩国大型企业倒闭正是说明了这个问题,企业大并不等于有效率,改善企业外部环境,改善内部治理机制才是关键,它是保证企业实现价值最大化的基础。本书所讨论的有关价值最大化问题对我们认识某些问题具有重要的借鉴意义,如国有资产和国有权益不可分割、不可转让所带来的国企价值侵蚀问题,这个问题越来越成为完善资本市场、加快国企改革的关键。

不久我国将正式加入 WTO 组织,我国企业将面对全方位、全过程的国际竞争,要想生存和发展,必须按国际标准来培育自己的核心竞争力。以世界眼光来深化企业改革已经成为政府和企业共同面对的课题:首先是改善企业生存环境,即改革政府对企业的管理方式,消除政府对企业的干预,降低交易成本,提高管理效率;二是改善国内企业的内部治理结构,建立有效的激励制约机制,提高经营管理水平,增强企业活力;三是建立对员工的培训和再培训体系,迅速提高人才素质。这样我国企业才能顺应日趋激烈的竞争环境而发展壮大。

在经典的经济学教科书及大量的企业理论文献中，“利润最大化”是企业所追求的最高市场原则，但是价值管理的思想将使我们对此一认识发生改变，因为对于管理者来说，短期“利润最大化”并不意味着长期“价值最大化”，价值最大化才是正确的选择。原因是利润最大化固然符合理性人假设，但投资需要时滞，利润回报只有在未来才能得到实现，经营期间所有收益折现值之和才能体现整个投资的价值，而追求价值最大化本质上就是追求未来收益现值的最大化。因此，价值最大化应成为企业和经营者追求的首要目标。

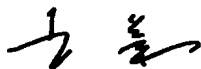
这本书的重要性在于，一是新的现实与变化使企业管理面临着新的挑战，即企业如何在不断变化的市场环境中进行价值管理并实现价值最大化；二是对于上市公司企业管理层而言，如何通过科学的管理来合理引导股市对企业股票的预期，使企业成为资本市场关注的焦点；三是在变化莫测的股市中培养股民的投资理性，引导股民正确选择股票与规避投资风险；四是对于从事投资银行业务的人员来讲，该书可以为企业股票的发行定价和兼并重组提供理论上的帮助，使目前杂乱无章、动机各异、不记成本与收益的并购重组纳入到战略思考的框架；五是战略在国内是一个新兴的概念，进入我国的时间还不长，但战略科学在企业经营管理中的作用不可忽视。目前国内企业面临的最大问题是战略决策缺乏科学的技术与方法支持，这本书将为经营者提供有益的启示。

价值管理将成为 21 世纪企业管理的核心思想，国内研究企业价值评估与价值增长内在规律的书很少，李麟、李骥的《企业价值评估与价值增长》正是国内开始这项研究的开端。

1998 年下半年，我给北大光华管理学院的博士研究生开过有关中国资本市场的课程，李麟同学的积极参与及对一些问题的深入见解给我留下了深刻的印象，李麟博士现就职于中国工商银行。我的博士生李骥，在北大经过 5 年系统的经济学训练，学术基础扎实，2000 年底又获得了国际贸易研究国内最高奖——安子介国际贸易研究奖。对于学生的进步我表示欣慰，希望他们继续努力，在自己的

工作与学习中取得更多的成绩。

鉴于这本书所讨论问题的重要性,价值管理必将越来越成为国内企业界与学术界共同关注的热点,因此我很愿意把这本书推荐给大家,希望这本书能在国内企业的经营管理中、在股民们的投资决策中、在投资银行家的企业定价和兼并重组中,给大家有所启迪和帮助,从而以抛砖引玉之言引起国人对企业价值评估和增长领域的关注。



2001年5月29日

(作者系前中国证监会副主席,现任国家开发银行副行长)

目 录

序一	高程德	(1)
序二	王 益	(5)
前言		(1)
第一章 从效能主义到价值管理:管理思想的演变		(9)
第一节 早期管理思想的火花		(11)
一、管理思想的渊源		(11)
二、管理成为财富创造的第四要素		(13)
三、厂商“黑箱”之谜		(16)
第二节 从泰勒制到组织行为科学		(19)
一、泰勒与科学管理运动		(20)
二、科学管理思想与经济发展		(24)
三、科学管理思想的缺憾		(26)
四、“以人中心”的组织行为科学		(28)
五、组织行为科学在管理中的应用		(31)
1. 轮岗制度		
2. 管理参与和管理层级的“扁平化”		
3. 管理七职能(POSDCORB)		
第三节 融合与统一:以环境与生存系统为中心		(34)
一、法约尔主义与管理五要素		(35)
二、探求普遍适用的原则		(37)
三、系统理论对一般管理理论的修正		(40)
四、权变管理学派的主张		(42)
第四节 价值管理时代的到来		(45)

一、战略管理的兴起·····	(46)
二、价值管理理论的完善和发展·····	(49)
1. 企业价值理论	
2. 实物期权理论	
3. 金融工程	
4. 博弈论和信息经济学	
5. 价值管理的产生	
三、价值管理时代的来临·····	(55)
第二章 企业价值评估和价值增长的理论基础 ·····	(59)
第一节 企业价值评估经典理论 ·····	(59)
一、艾尔文·费雪的资本价值理论 ·····	(60)
1. 确定性情况下费雪资本价值评估理论	
2. 确定性情况下股东的生产投资决策	
3. 确定性情况下费雪资本预算决策方法与其他方法的比较	
二、莫迪利安尼-米勒的价值评估理论·····	(76)
1. 现代企业价值评估理论的建立	
2. 企业价值评估方法的归纳和总结	
3. 存在所得税时的企业价值评估模型	
第二节 企业价值评估主流方法 ·····	(92)
一、现金流量折现方法·····	(93)
1. 权益法(equity approach)	
2. 实体法(entity approach)	
3. 现金流量折现方法评述	
二、相对比较乘数方法 ·····	(112)
1. 市盈率法	
2. 价格/账面价值比率法	
第三节 企业价值评估理论的新发展 ·····	(116)
一、DCF方法内在理论逻辑的局限性 ·····	(117)
1. 风险调整折现法与确定性等价方法的比较	

2. 风险调整折现法与资本资产定价理论	
二、企业价值评估理论的新发展	(127)
1. DCF 方法的新动向	
2. 企业价值评估期权方法的兴起	
3. 本书分析方法介绍	
第三章 企业价值增长的基本内容	(137)
第一节 价值最大化	(137)
一、利润最大化不能代替价值最大化	(138)
二、规模最大化不能代替价值最大化	(142)
1. 世界范围内的反垄断潮流	
2. 全球化和网络化动摇了规模经济存在的基础	
3. 需求个性化和产品周期短暂化使市场风险增加	
4. 不利于企业对环境变化的适应性和灵活性	
第二节 环境分析	(148)
一、整体环境分析	(148)
1. 政治法律	
2. 经济状况	
3. 社会文化	
4. 技术	
二、具体环境分析	(150)
1. 行业进入的威胁	
2. 企业供应商、客户的讨价还价能力	
3. 替代品的威胁	
4. 同行业企业之间的竞争程度	
三、价值增长机遇	(153)
第三节 增长机会的内部化决策	(155)
一、投资机会的市场价值和预期价值	(155)
二、影响预期价值的决定因素	(157)
1. 生产能力分布差异的影响	

2. 技术分布差异的限制作用	
3. 企业资产分布的影响	
三、投资机会的内部化决策	(160)
1. 没有技能、资产约束的投资机会内部化决策	
2. 技能、资产约束下的投资机会内部化决策	
3. 接近现实条件的投资机会内部化决策	
第四节 企业价值增长战略	(168)
一、价值增长战略	(168)
1. 企业价值增长的一般战略	
2. 企业核心能力与价值增长	
二、内部经营性战略与外部交易性战略	(172)
1. 内部经营性战略	
2. 外部交易性战略	
三、价值增长战略的相机抉择过程	(176)
第四章 企业价值增长的基本途径	(181)
第一节 发现利润区	(182)
一、追逐利润的新视野	(182)
二、以客户为中心的获利模式	(186)
1. 向客户提供全面的服务方案	
2. 关注收益递增领域	
3. 利用标准赚钱	
4. 延伸服务领域,寻找利润区域	
三、顺应变革时代	(190)
1. 感知变革	
2. 促成变革	
3. 在变革中新生	
第二节 实现利润增长	(195)
一、打破行业惯例	(195)
案例 1: 吉列公司迟延决策的代价	(197)

案例 2:城市电信关注客户补偿性行为	(199)
案例 3:通过作业流程重整实现增长	(200)
二、培育增长动势	(202)
1. 增长的前提和基础	
2. 获得增长的权利	
3. 培育增长的动势	
第三节 培育核心能力	(208)
一、核心能力	(209)
1. 核心能力的特点	
2. 我国企业的核心能力培养	
二、我国企业培养核心能力存在的问题	(212)
1. 战略缺乏长期适应性	
2. 没有培养核心能力的历史和文化基础	
3. 缺乏价值创造观念	
三、培养和锐花我国企业的核心能力	(217)
第五章 兼并收购:企业价值增长的超常规战略	(225)
第一节 兼并收购与企业价值增长	(226)
一、并购中的生产集中和资本扩张	(226)
1. 第一次并购运动	
2. 第二次并购浪潮	
3. 第三次并购浪潮	
4. 第四次并购浪潮	
5. 第五次并购浪潮	
二、企业并购中的风险	(236)
1. 采取并购方式的企业成功者寥寥	
2. 通过并购在股票上赚钱的股东不多	
三、影响企业并购成功的因素	(242)
第二节 企业并购与控制期权	(244)
一、并购成功的关键:控制期权的获得和使用	(245)

1. 获得最优规模
2. 产品和生产流程的组合
3. 专业化和协同作用
4. 获取“皇冠上的珍珠”

二、有关期权的基本原理 (248)

1. 期权

2. 企业并购中的控制期权(option to control)

3. 企业并购中股价变化之谜

三、利用控制期权获得价值增长 (263)

1. 延缓期权(option to defer)

2. 分阶段建设期权(time-to-build option)

3. 经营规模变化的权利(option to alter operating scale)

第六章 企业价值增长的治理机制安排..... (273)

第一节 企业中的激励机制..... (273)

一、企业的契约 (274)

1. 契约理论中的企业

2. 企业契约的不完全性

3. 完整的不完全契约与企业的剩余索取权

二、委托-代理关系中的激励问题 (279)

1. 委托-代理问题的基本要素

2. 委托-代理问题的基本分析框架及评述

第二节 实现价值增长的有效治理机制设计..... (287)

一、改善治理机制,提高经营效率..... (288)

二、市场竞争、治理机制与企业绩效..... (291)

1. 提供充分信息

2. 优胜劣汰的生存动力

3. 竞争发展的动力

4. 市场上存在激发竞争的因素

5. 促进行业效率

三、不同治理机制企业的经营绩效比较	(296)
1. 财产权与经营权不分离的企业	
2. 财产权与经营权分离的企业	
四、经营者与所有者:利益冲突与激励设计的应用研究 ...	(299)
1. 经营者与所有者的利益冲突	
2. 对经营者的控制方式	
第三节 治理机制在价值增长实践中的应用	(304)
案例 1:特许经营与连锁经营管理	(304)
案例 2:自来水行业的所有权归属与企业效率	(305)
案例 3:全美教师保险及年金协会公司治理机制	(307)
案例 4:合同的不完全引起的法律纠纷案例	(311)
第七章 跨国经营中的价值增长	(315)
第一节 国际环境与跨国经营的类型	(317)
一、跨国经营的国际环境	(317)
二、跨国经营的类型	(319)
1. 资源导向型	
2. 市场导向型	
3. 效率导向型	
4. 战略导向型	
5. 其他类型	
第二节 跨国经营的价值增长过程	(324)
一、跨国经营的价值增长分析	(324)
二、跨国经营价值链与国际竞争	(327)
第三节 影响跨国经营的内、外部因素	(331)
一、传统理论对企业跨国经营的解释	(331)
1. 维农与小岛清的理论	
2. 规模经济学说与垄断优势理论	
3. 内部化理论	
4. 国际生产折衷论	