

Evaluation

21st CENTURY ASSET EVALUATION

 世纪资产评估系列教材

企业价值评估

主编 俞明轩

副主编 王建乐 曾贤刚

 中国人民大学出版社

21 世纪资产评估系列教材

企业价值评估

主 编 俞明轩

副主编 王建乐 曾贤刚

中国人民大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

企业价值评估/俞明轩主编.
北京:中国人民大学出版社,2004
(21世纪资产评估系列教材)

ISBN 7-300-05525-7/F·1751

- I. 企…
- II. 俞…
- III. 企业-价值-评估-教材
- IV. F270

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 042540 号

21 世纪资产评估系列教材

企业价值评估

主 编 俞明轩
副主编 王建乐 曾贤刚

出版发行 中国人民大学出版社
社 址 北京中关村大街 31 号 邮政编码 100080
电 话 010-62511242(总编室) 010-62511239(出版部)
010-82501766(邮购部) 010-62514148(门市部)
网 址 <http://www.crup.com.cn>
<http://www.ttrnet.com>(人大教研网)
经 销 新华书店
印 刷 北京东君印刷有限公司
开 本 787×965 毫米 1/16 版 次 2004 年 5 月第 1 版
印 张 17.25 印 次 2004 年 5 月第 1 次印刷
字 数 315 000 定 价 19.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换



出版说明

资产评估是随着市场经济发展而兴起的社会中介专业服务行业，20世纪80年代末期在我国兴起，至今已有近二十年的历史，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，成为我国社会主义市场经济体系的重要组成部分。

与社会主义市场经济的发展相适应，我国的资产

评估行业虽然还很年轻，但从兴起到现在已经经历了以下几个发展变化：一是从资产的产权来看，资产评估的对象从最初的以国有资产评估为主，发展到包含国有资产和各种非国有资产在内的各类资产；二是从资产的类型来看，资产评估的对象不断扩大，从最初的以土地使用权、房屋建筑物、机器设备、流动资产等为主，发展到包含土地使用权、房屋建筑物、流动资产、机器设备、无形资产、资源性资产、珠宝首饰艺术品等资产在内的各类资产；三是从资产评估的目的来看，资产评估已经深入到市场经济活动的各个领域，从最初的中外合资合作，发展到企业设立、合并、改组、上市、企业管理咨询、税收、抵押、保险、土地出让、国家征用、拆迁、债转股等一系列经济行为。

加入WTO后，我国经济将进一步对外开放，资产评估中介专业服务市场也将进一步开放，资产评估服务的领域将进一步拓展，服务品种和服务质量的要求将越来越高，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，指导资产评估实践，促进资产评估行业的发展。为此，中国人民大学出版社配合中国注册会计师协会，组织编写了“21世纪资产评估系列教材”。该套教材的编写人员有的是国际评估准则委员会评估准则起草组的成员，熟知国际惯例，具有相当的权威性；有的是著名高等院校从事资产评估教学和科研的教授，具有扎实的理论功底和深厚的理论研究基础；有的是资产评估事务所的董事长、总经理、资深的评估师，评估的足迹遍布祖国大地；有的已经走出国门，具有长期的丰富的实践经验。该套教材包括《无形资产评估》、《企业价值评估》、《房地产评估》、《土地使用权评估》、《机器设备评估》、《金融资产评估》、《金融不良资产评估》、《资源性资产评估》、《网络价值评估》、《珠宝评估》、《资产评估会计》、《资产评估案例》等，形成了较为完整的资产评估教材体系。

该套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实践经验，系统阐述了各类资产评估的基本知识、基本理论、基本方法，内容全面、系统、科学、新颖、兼具理论性、实用性和前瞻性。该套教材不仅是大专院校资产评估教学的很好的系列教材，同时也是资产评估师后续教育的参考教材，是值得从事资产评估教学、研究、实践和管理以及其他相关领域工作的专业人员浏览和参考的专业书籍。

中国人民大学出版社

2002年6月

主编简介

俞明轩，1985年考入同济大学，1993年和1997年先后在中国人民大学获经济学硕士和博士学位。曾赴香港理工大学建筑及房地产学系访问进修，在北京大学博士后流动站从事科研工作两年。中华建设管理研究会常务理事、全国注册资产评估师后续教育教材编审委员会委员、全国高等教育自学考试指导委员会经济管理类专业委员会委员。从事资产评估教学、科研和实务十多年，参与或主持青岛市、石家庄市、北京顺义、莱西市等城市的基准地价测算课题研究。在中国人民大学商学院讲授工程经济学、房地产评估、投资分析等课程。曾参加中英土地论坛、国际评估论坛及联合国开发计划署资助的“中国资产评估标准国际研讨会”等。主持教育部人文社会科学研究“十五”规划立项课题《国外资产评估行业管理体制及借鉴研究》。在《国有资产管理》、《中国财经报》、《环球时报》、《中国国土资源报》、《中国房地产金融》、《中国资产评估》、*International Journal for Housing Science and Its Application* 等报刊发表三十多篇学术论文。

内容简介

本书力求反映我国近年来资产评估理论与实践方面的最新研究成果，同时也借鉴国际上在企业价值评估领域的实践经验，反映发达国家在这一领域的发展动态。

全书共分为四部分。第一部分为理论阐述部分。这一部分在明晰了企业价值内涵、特点及其影响因素的基础之上，分析国内外企业价值评估的发展状况，并阐述目前国内外企业价值评估的基本原理。第二部分对国内外常用的企业价值评估方法进行了介绍。分别介绍了现金流量折现法、成本法、市场法这三种国内外已经比较成熟的评估方法，阐明这三种方法的评估原理及运用基础。同时还介绍了目前国际上已应用多年，但国内刚刚关注的期权定价法。第三部分介绍了美国、欧洲以及国际上评估准则中关于企业价值评估的内容。第四部分是作者在参阅大量资料过程中形成的一些对企业价值评估的认识和看法。

本书可作为高等院校经济管理类专业相关课程的教材，也可以作为资产评估人员、政府部门有关管理人员和科研院所的有关研究人员及证券业咨询人员的参考书。



前 言

企业是社会生产的基本元素，企业价值评估是传统评估领域的延伸，既具有与传统不动产评估的相似之处，又具有自身的特点，是评估领域的一个新亮点。企业价值评估是社会经济发展的需要，是在产权交易日趋频繁并多样化的背景下产生的。企业价值评估已经引起国际评估界的广泛重视，在我国更具有举足轻重的地位。

20世纪80年代，随着经济体制改革的开展，特别是土地使用权制度改革、住房制度改革和国有资产



管理体制改革的实施，国有土地出让、住房买卖、国有企业上市和中外企业合资、合作等重要举措的实施，土地估价、房地产估价和企业价值评估等几乎同时应运而生，为社会主义市场经济的健康发展做出了重要贡献，为产权交易各方提供了不可或缺的服务，为政府对市场的宏观调控和对企业的有效管理提供了规范的参考依据，同时，也为我国今后评估行业的发展设定了基本的空间格局。

在国际上，评估行业的发展已有近200年的历史，其萌芽和产生是由不动产估价开始的。随着社会进步和经济的发展，产权交易越来越多样化，人们的要求越来越多样化，服务的种类越来越多样化，因此，在评估行业产生了一些新的领域，如机器设备评估、无形资产评估、珠宝评估、企业价值评估等。企业价值评估在从事企业并购、资产管理、金融保险、证券分析等方面，发挥着不可替代的作用。在国际评估准则委员会制定的2003年版《国际评估准则》中，企业价值评估与不动产评估是两个并列的重要组成部分。美国的企业价值评估开展得较早也较深入，美国评估师协会（ASA）还专门制定了企业价值评估准则。英国以传统的不动产估价业务为主，但在2003年英国皇家特许测量师学会改组后，也注重珠宝和企业价值评估等。

与国际上评估行业发展不同的是，我国的企业价值评估活动与不动产评估活动几乎是同步展开的，并且在经济活动中，各自发挥着重要的不可或缺的作用。实践中，我国的国有企业上市评估和资产重组评估可以借鉴的国际经验较少，在这方面，我国的企业价值评估实践者们勇于探索和创新，凭借自身的聪明和智慧，创造性地提出了一系列行之有效的方法，这些评估经验和方法，是我国评估行业的宝贵财富，同时也是国际评估界同行学习的重要参考资料，为国际评估行业的全面发展作出了重要贡献。

本书各章的主笔人分别是：第一章，俞明轩、秦董；第二章，秦董、曾贤刚；第三、第四、第七章，王建乐；第五章，郭熙敏；第六章，王晶；第八章，张祖华；第九章，车成刚；第十章，王诚军；第十一章，林玲、姚慧敏、王建乐。全书由俞明轩总纂定稿，刘玉平教授主审。

在本书出版过程中得到了中国人民大学出版社王克方、钱伟等同仁的大力支持。同时，在此向所有对本书的完成给予直接或间接帮助和支持的前辈、同事和朋友表示衷心的感谢！由于本书涉及范围广、内容新以及笔者学识所限，瑕疵与疏漏之处在所难免，恳请广大读者不吝赐教。

俞明轩

2004年4月于北京





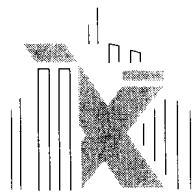
江苏大学 江苏大学

目 录

第一章	企业与企业价值 (1)
第一节	企业的概念和发展演变..... (2)
第二节	企业价值的内涵..... (6)
第三节	企业价值评估的目的和特征 (11)
第二章	企业价值的影响因素 (14)
第一节	企业外部环境 (15)
第二节	企业内部化能力因素 (21)

	第三节 企业战略管理	(24)
第三章	企业价值评估的国内外状况	(27)
	第一节 企业价值评估在国外的发展现状	(28)
	第二节 各国具体的企业价值评估简介	(30)
	第三节 国外的企业价值评估发展展望	(32)
	第四节 企业价值评估在国内的发展历史及现状	(33)
	第五节 国内企业价值评估存在的问题	(34)
第四章	企业价值评估的基本原理	(39)
	第一节 价值来源理论	(41)
	第二节 价值构成理论	(45)
	第三节 资金的时间价值理论	(47)
	第四节 资本资产定价模型	(54)
	第五节 企业价值评估的统计学基础	(59)
第五章	现金流量折现法	(63)
	第一节 基本原理与参数估计	(64)
	第二节 股利折现模型	(71)
	第三节 股权自由现金流折现模型	(79)
	第四节 企业自由现金流折现模型	(82)
第六章	成本法	(87)
	第一节 成本法的基本原理	(88)
	第二节 成本法评估企业价值的概述	(102)
	第三节 成本法评估企业价值的基本程序	(104)
	第四节 资产清查和估算的具体方法	(118)
第七章	市场法	(124)
	第一节 市场法的基本原理	(125)
	第二节 市场法的基本方法和参数的获得	(128)
	第三节 市场法调整及其适用范围	(139)
第八章	期权定价在企业价值评估中的运用	(144)
	第一节 期权的有关知识	(145)
	第二节 期权定价模型	(151)
	第三节 将企业股权或企业资产视为看涨期权进行估价	(159)
	第四节 对布莱克-斯科尔斯模型的评价	(170)

第九章	企业资产评估操作	(172)
	第一节 资产评估操作的准则及规范.....	(173)
	第二节 资产评估操作的程序及其工作底稿.....	(187)
	第三节 资产评估报告书的内容与编制.....	(197)
第十章	国外企业价值评估准则	(207)
	第一节 美国专业评估执业统一准则.....	(208)
	第二节 欧洲评估准则.....	(215)
	第三节 国际评估准则.....	(219)
第十一章	企业价值评估中的问题探讨	(225)
	第一节 企业并购中的企业价值评估.....	(226)
	第二节 企业价值评估中的因素重要性分析.....	(235)
	第三节 关于期权的一些问题探讨.....	(237)
附录	全国注册资产评估师考试试题	(247)
参考文献	(262)



21 世纪中国会计系列教材

第一章

企业与企业价值

重点问题

- 企业的概念及其经历的发展阶段
- 企业价值的内涵
- 企业价值评估的目的及特征

第一节 企业的概念和发展演变

一、企业的概念

企业是企业价值的载体，准确理解企业的含义是进行企业价值评估的前提条件。西方国家给企业的定义是：一种把土地、资本、劳力和管理等生产要素集合起来的组织，进行讲究效率的经营，以达到创造利润的目标。

我们一般认为，企业是为了满足社会需求，以营利为目的，实行自主经营、自负盈亏、独立核算，具有法人资格，从事商品生产和经营的基本经济单位。企业一般具有以下几个基本特征。

1. 企业是一个经济组织

企业是一个经济组织首先表明企业是一个投入产出系统，即从事经济活动。其次表明它具有经济性的目标，即实现盈利。盈利是企业创造附加价值的组成部分，也是社会对企业所生产的产品和服务的一种认可，以及给予企业的报酬。企业的经济功能是企业这个投入产出系统的基本功能。

2. 企业是一个社会性组织

系统论认为，系统由若干相互依存、相互制约的子系统组成，并有其独特功能。每一系统又从属于更高一级的系统，是更高一级系统的子系统。企业作为一个投入产出系统，必然要与外界进行能量、资源、信息的交换。企业需要从外界获得生产经营活动所需的人力、物力、财力，同时向社会提供其所需要的产品和服务。

企业作为社会性组织意味着不可避免地要承担社会责任，其经济绩效必然受到外界利益相关者的影响。利益相关者指的是企业环境中对企业决策有影响的任何有关者，如：政府机构、职工、顾客、供应商、社会公众等。随着市场竞争的加剧，公众对企业的社会期望越来越高，希望企业不仅要追求经济目标，而且要追求社会目标。在这种社会环境下，企业只有识别了那些认为企业应对他们负责的群体，充分关注他们对企业的期望并承担相应的社会责任，才可能营造对企业有利的生存环境，对企业的长期稳定的发展产生较有利的影响。

3. 企业是依法设立的独立实体

企业既是一个经济概念，也是一个法律概念。企业作为社会的组成部分进行生产经营活动时，必定受到法律制度的规范。从法律角度讲，企业是具有自己独立财产的组织机构，以自己的名义进行民事活动并承担相应责任，享有民事权利和义

务。企业是自负盈亏、独立核算和自主经营的经济实体。

4. 企业是自主经营的主体

“自主经营”意指企业可以对其生产经营活动进行自主决策，并自负盈亏。也就是说，企业有独立决策其生产经营活动的权利，同时也要承担其决策所带来的后果。

二、企业的经济学分析

在传统经济学理论中，企业被假设成一个“黑匣子”，即以利润最大化为目标的投入产出系统。通过对生产函数的研究，确定企业在什么条件下生产是最有效率的。应该说这种传统经济学对企业的分析从一个侧面解释了企业的经济行为，但并没有解释企业为什么存在以及企业的本质是什么。

1937年，科斯发表了具有划时代意义的《企业的性质》一文，在这篇论文中提出了企业为什么存在的假设，提出了有名的交易费用的学说。他指出：“经济理论一直因未能清楚地说明其假设而备受困扰。……全部内容就是必须认识到市场交易中存在交易费用，并将这些交易费用结合到经济学家过去未能进行的分析中去。所谓交易费用是指市场经济交换过程中产生的费用，包括运输费用、佣金、谈判所花费的时间、其他费用等等。”科斯还指出：“建立企业有利可图的主要原因似乎是，利用价格机制是有成本的。……当存在企业时，契约不会被取消，但却大大减少了。某一生产要素或它的所有者不必与企业内部同它合作的一些生产要素签订一系列的契约。一系列的契约被一个契约替代了。通过契约，生产要素为获得一定的报酬同意在一定限度内服从企业家的指挥。”也就是说，如果能够使企业内部组织交易的费用比通过市场进行交易的费用少，那么企业就会在经济体系中扮演一个角色。

科斯还研究了企业规模的问题。他指出：“首先，当企业扩大时，对企业家功能来说可能会减少，也就是说，在企业内部组织追加交易的成本可能会上升。自然，企业的扩大必须达到这一点，即在企业内部组织一笔额外交易的成本等于在公开市场上完成这笔交易所需的成本，或者等于由另一个企业家来组织这笔交易的成本。”即企业的界限应该设定在其运行范围扩展到企业内部组织附加交易的费用等于通过市场或在其他企业中进行同样交易的费用那一点上。

虽然企业家在创办企业时考虑的并不是市场交易费用问题，但科斯的企业存在假设至少说明了企业家为什么可以通过创办企业来追求财富最大化，即企业家追求利润的主观原因导致了交易费用减少的客观结果。

对于企业性质的探讨，有两种影响较大的观点。一种是科斯在其《企业的性

质》一文中提出的，“可以假定企业的显著特征就是作为价格机制的替代物”。科斯认为，企业和市场是两种可相互替代的协调生产的手段。也就是说，在企业之外，价格运动调节生产，对生产的调节通过一系列市场交易来实现的。在企业内部，企业的组织者替代了市场实现对生产的调节。可以说科斯基本上把企业理解为一种与市场调节机制有相同功能的行政协调机制。另一种观点是1976年由詹森和麦克林提出的。他们认为，企业就是为个人之间的一组契约关系充当连接点，这一组“契约关系”就是劳动所有者、物质投入和资本投入的提供者、产品的消费者相互之间的契约关系。

三、企业的发展演变

企业是商品经济发展的产物，在商品交换发展到一定程度，尤其是中间商介入生产和交换之间后，才出现了最原始的企业。而在此之前出现的自给自足的生产组织形式，如为了自己消费的家庭、手工作坊都不能称为企业。一般认为企业发展经历了私营企业、股份公司、跨国公司这几个发展阶段。

1. 私营企业的发展

私营企业是指个人企业以及在个人企业基础上形成的合伙公司、两合公司和有限责任公司。私营企业的类型主要有个人企业、合伙公司、两合公司以及有限责任公司。

个人企业是最早、最原始的企业形态，它是由个人独资设立、经营的企业。随着市场规模的扩大、企业的扩张和发展，个人企业会遇到资本扩张的矛盾。资本扩张有两种方式：一是资本积聚，即企业通过将自身利润转化为资本来谋求发展，但这种资本扩大的途径会受到很多限制；二是资本集中，集中是个别资本的集合，这种方式可以突破单一资本积聚的限制，加快资本扩张的速度，但资本集中所带来的产权变化必然导致企业形态的变化。

合伙企业是直接由个人企业结合形成的企业形态。通常认为合伙公司起源于中世纪欧洲内陆商业城市，当时出现了家族合作社与其他企业合作的企业形态，但直到1673年法国国王路易十四颁布的商事条例，才第一次在法律上承认这种组织的合法地位。合伙公司实现了资本的集中，但由于合伙企业成员承担无限责任，这种资本集中受到了一定的限制。两合公司就是在这个基础上发展起来的。

两合公司指一种以承担无限责任的所有者为主，又存在承担有限责任的所有者的企业形态。其中无限责任所有者掌握公司控制权，有限责任所有者以其出资额承担有限责任，不参与日常经营管理。两合公司在一定程度上突破了资产集中的限制，但因存在无限责任所有者难以承担的法律风险，这种企业形态也是一种

过渡形式。随后发展起来的是有限责任公司。

有限责任公司指企业所有者按其出资比例承担责任并参与决策。1895年，德国学者黎赫曼（Lehmann）在其所著的《股份有限公司发展史》中指出，股份有限公司起源于17世纪初荷兰及北欧各国设立的殖民公司。他以1602年荷兰东印度公司的创立为近代股份有限公司创立的标志。有限责任公司的特征是出资者按其出资额承担有限责任，但出资者数量受到法律限制，《中华人民共和国公司法》规定，一般情况下，法定股东数须是2人之上50人之下。承担有限责任的特点有利于资本的集中，但出资者受数量限制，不能向社会筹资，资本集中仍有限制。

2. 股份有限公司

股份有限公司的出现和发展需要立法条件的支持，这种支持反映在两个方面：一是严格规定了公司的组织程序和会计制度，并加强政府对公司的监督。二是严格规定了公司的经营状况要对外公布。

股份有限公司有三个主要特征：

(1) 资本证券化，这是股份有限公司最本质的特征。出资者希望能在一定时间收回投资，而企业则希望资本能长久留在企业以供使用，而资本证券化解决了这样的矛盾。资金在证券市场可以自由转让，满足了投资者在一定时点收回投资的要求，同时企业通过发行股票可以获得稳定的资本以满足日常生产经营的需要。股份有限公司与有限责任公司的区别之一就在于股份有限公司没有出资者数量的限制，资本可分成小额等量的股份，不仅可以吸引大额出资者，也可吸引大量的小额投资者。资本集中的范围和程度都大大地增加了。

(2) 有限责任制，指股份有限公司出资者承担有限责任，这与有限责任公司相似。

(3) 所有权与经营权相分离，即企业的所有者不负责资产的经营管理，由代表股东的董事会和职业经理人负责企业的经营管理活动。最初，企业的大股东负责经营管理企业，随着企业的发展，企业所有者逐步转变为证券投资者，对企业的日常经营管理的影响逐渐减少，企业经营管理渐渐成为一项独立的事业。

3. 跨国公司

跨国公司是指同时在两个以上的国家进行生产经营活动，并在生产经营所在国进行分散决策的企业。跨国公司是随着企业国际化进程发展起来的。一般认为，企业国际化进程有三个发展阶段。第一阶段，向海外市场出口产品或服务的阶段。在这一阶段，企业只是被动接收来自海外的订单，对海外市场持观望态度，并没有积极主动打开国外市场。第二阶段，企业主动到国外销售自己的产品

