



企业产权交易定价研究

Research on the Pricing of Enterprise Property Rights Transaction



企业产权交易定价研究

Research on the Pricing of Enterprise
Property Rights Transaction

曹玉贵 / 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

企业产权交易定价研究/曹玉贵著. —北京: 经济管理出版社, 2011. 6

ISBN 978 - 7 - 5096 - 1496 - 9

I. ①企… II. ①曹… III. ①企业产权—产权转让—定价—研究 IV. ①F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 106655 号

出版发行: 经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝8号中雅大厦11层

电话: (010) 51915602 邮编: 100038

印刷: 北京广益印刷有限公司

经销: 新华书店

组稿编辑: 申桂萍

责任编辑: 杜 菲

技术编辑: 黄 铄

责任校对: 蒋 方

720mm × 1000mm/16

16 印张 243 千字

2011 年 7 月第 1 版

2011 年 7 月第 1 次印刷

定价: 38.00 元

书号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 1496 - 9

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部

负责调换。联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

前 言

随着国有企业改革的不断深入，从政策的制定者到实践者，人们越来越认识到企业产权交易的重要性和必要性。但由于我国企业产权交易历史较短，在企业产权交易实践中还存在许多不完善的地方。其中，关于企业产权交易定价是目前普遍关注的焦点，同时也是国有企业产权交易的难点。显然，由于企业产权交易的特殊性，传统的定价方法很难满足规范企业产权交易的需要。因此，如何根据企业产权交易特点，研究企业产权交易定价方法，并尝试应用新的定价方法探讨企业产权交易的价格，应该是一项非常有现实意义的工作。

本书第二章从最基本的概念——产权出发，对企业产权和企业产权交易的基本内涵进行了界定，同时明确了所研究范围，其目的在于为本书进一步研究提供逻辑基础。第三章在对企业性质认识归纳的基础上，根据马克思的劳动价值论，分析了企业产权交易下企业商品的基本特征和价值内涵，并从企业商品价值内涵和评估方法适用条件两个方面，探讨了收益法在企业产权交易下企业价值评估的适用性。第四章主要运用博弈论与信息经济学理论，分析了企业产权交易定价的信息非对称性和博弈类型特征。通过建立信号传递博弈模型，分析了企业产权交易定价的逆向选择和市场均衡问题，提出了防范逆向选择，实现有效市场均衡的政策建议。第五章主要

运用讨价还价博弈，研究了企业产权交易协商谈判定价。利用双向叫价拍卖模型，分析了企业产权交易双方单回合均衡出价策略。依据 Rubinstein 的思路，建立了三回合企业产权交易协商谈判讨价还价博弈模型。第六章主要应用拍卖理论，研究了企业产权交易拍卖定价。在简单比较四种基本拍卖方式出价策略、市场目标等基本特征的基础上，以企业产权为拍卖标的物，建立了企业产权交易拍卖定价模型，研究了该定价模型下产权交易双方的最优报价策略、保留价的设置与最优拍卖机制设计问题，比较了协商谈判与竞价拍卖两种定价机制的交易效率。同时依据收益等价定理成立条件，分析了拍卖结果的影响因素，探讨了不同条件下四种拍卖方式的竞价优势。第七章在深入探讨国有企业产权制度委托—代理关系特征的基础上，根据博弈论监督博弈，建立了企业产权交易定价道德风险和寻租博弈模型，对国有企业产权交易定价可能发生的道德风险、寻租问题进行了博弈分析，并根据分析结果，从“激励悖论”的角度，探讨了国有企业产权交易定价采用竞价拍卖的特殊意义。同时，根据国有企业产权交易市场目标和参与拍卖投标人的资金约束情况，讨论了国有企业产权交易定价采用密封第一价格拍卖的内在合理性。

目 录

第一章 绪 论	1
第一节 研究背景及意义	1
第二节 企业产权交易定价研究综述	8
第三节 研究目标、主要内容与研究方法	19
第四节 研究的创新点	24
第五节 本章小结	25
第二章 企业产权与企业产权交易	27
第一节 企业产权	27
第二节 企业产权交易	39
第三节 本章小结	51
第三章 企业价值评估方法比较与选择	53
第一节 关于企业性质的理解	53
第二节 企业价值内涵分析	64
第三节 企业价值评估方法比较与选择	73
第四节 本章小结	99
第四章 企业产权交易定价的逆向选择与市场均衡	101
第一节 企业产权交易的信息非对称性与逆向选择	101
第二节 企业产权交易定价博弈类型定位	110
第三节 企业产权交易定价博弈与市场均衡分析	113
第四节 本章小结	121
第五章 企业产权交易的协商谈判定价	123

第一节 协商谈判定价概述	123
第二节 协商谈判定价静态博弈分析与出价策略	130
第三节 协商谈判定价动态博弈分析与讨价还价	138
第四节 案例分析	144
第五节 本章小结	149
第六章 企业产权交易的拍卖定价	151
第一节 拍卖的基本方式与收益等价定理	151
第二节 企业产权交易拍卖定价模型与最优拍卖机制设计	161
第三节 拍卖结果影响因素分析与拍卖方式优势比较	169
第四节 企业产权交易拍卖定价实证检验	177
第五节 本章小结	183
第七章 国有企业产权交易定价问题分析及其方式选择	185
第一节 国有企业产权制度委托—代理关系分析	185
第二节 国有企业产权交易定价道德风险博弈分析	194
第三节 国有企业产权定价寻租行为博弈分析	201
第四节 国有企业产权交易定价方式的相机选择	217
第五节 案例分析——天津狗不理包子饮食（集团）公司国有企业 产权拍卖	225
第六节 本章小结	228
第八章 总结与展望	231
第一节 研究与结论	231
第二节 有待进一步研究的问题	234
参考文献	237
后 记	247

第一章 绪 论

在对我国企业产权交易定价存在问题及国有企业产权交易定价难点进行分析的基础上，通过对国内外企业产权交易定价理论与方法研究现状的综述，分析了目前研究的不足和存在的问题。同时，针对目前研究的不足，明确了本书的研究目标、主要内容及研究方法，并对研究可能的创新点进行了归纳。

第一节 研究背景及意义

一、问题的提出

我国企业产权交易是随着 1988 年 3 月第七届全国人民代表大会第一次会议决定将“实行企业产权有条件有偿转让”作为深化国有企业改革的重要措施而开始创建的。中共十六大报告明确提出：“建立中央政府和地方政府分别代表国家履行出资人职责，享有所有者权益，权利、义务和责任相统一，管资产、管人和管事相结合的国有资产管理体制。”同时提出：“要深化国有企业改革，进一步探索公有制特别是国有制的多种有效实现形式……除少数必须由国家独资经营的企业外，积极推行股份制，发展混合所有制经济”；中共十六届三中全会进一步将产权定位为所有制的核心和主要内容，提出“建立归属清晰、权责明确、保护严格、流转顺畅的现代产权制度”。国家一系列政策的出

台，意味着深化国有企业产权制度和国有资产管理体制改革已得到政策的许可和鼓励。也就是在上述政策引导下，我国企业产权交易从无到有、由小到大地发展起来，现已发展成为一种引人注目的社会经济现象。

无疑，自我国企业产权交易开始以来尤其近几年的蓬勃发展，其成效是明显的，首先在于通过企业产权交易和资产重组，提高了国有资产的运营效率，优化了企业资源的配置。不过，我们在看到这种成效的同时，恐怕也无法回避国有资产流失问题尤其由于国有企业产权交易而发生的交易性流失。这实际是一个效率与公平的选择问题。效率与公平哪个原则应该优先考虑，常常是政府在制定公共政策时头疼的问题。如果说在国有企业产权交易的初期，政府选择了效率优先的原则，那么现在似乎应该考虑国有企业产权交易的公平问题。而所谓的公平，不仅是企业分配问题，更重要的是国有企业产权交易的程序正义问题。而企业产权交易涉及的制度安排，也不仅是卖给谁的问题，其核心实质是定价问题。国有企业产权交易的实践也表明，由于受历史惯性以及国有企业产权自身特征的影响，我国目前国有企业产权交易的制度安排还存在许多不规范的地方。其中，国有企业产权交易的低价转让以及由此引发的国有资产交易性流失，已成为人们普遍关注的焦点。据有关部门统计，自 20 世纪 90 年代以来，国有资产流失呈快速增长态势，每年至少流失 800 亿~1000 亿元。国务院派驻国有大型企业监事会主席李士忠说：“从任国务院稽查特派员到派驻国有大型企业监事会主席，使我最为震惊也是感受最深的，就是国有资产的严重流失。”国有资产流失速度之惊人，流失量之大，已经成为严重制约市场经济发展的障碍，也是滋生腐败，影响市场经济正常秩序的一个社会问题。显然，导致国有资产大量流失的原因是多方面的，但国有企业产权交易定价不合理，应是导致国有资产流失的主要原因。当然，国有企业产权交易定价不合理有些确实是由于经验不足等原因造成的，但主要原因还在于相关理论研究的不足，企业产权交易定价缺乏完备的理论指导。主要表现为：国有企业产权交易能否正确定价，如何能够在促进国有企业产权交易的同时合理确定国有企业产权交易价格，防止或尽量减少国有资产流失等。上述问题的解决，在对我国企业产权交易进一步规范的同时，更亟须从理论上进一步探讨。

事实上，在国有经济的战略性调整和国有企业改造中，大量国有资产从竞

竞争性行业退出，需要有产权交易所这样的市场工具。而目前我国资本市场还不够发达，股市处于低潮，不可能让更多的企业通过资本市场实现优化配置，也需要寻找另外的途径，这条途径就是建立产权交易市场。而在建设和管理企业产权交易市场的过程中，合理定价问题不仅是一个重点也是一个难点。因为价格是交易的基础，在价格信号的引导下，资源才有可能实现合理的配置和有效使用。企业产权交易作为促进资本集中和优化资源配置的一种机制，首先要解决的就是交易价格问题。只有正确的价格，才能促成企业产权的交易。因此，企业产权交易定价已不仅是人们从理论上得出的一个明确结论，也已经成为社会和企业产权交易市场迫切需要解决的问题。而众所周知，在进行企业产权交易活动时，资产评估只是作为双方交易的一张底牌，最后成交价格确定则是双方讨价还价（博弈）的结果。因此，对企业产权交易定价的分析，从根本上讲就是对最终讨价还价过程的分析。虽然我国的专家学者们在企业的产权交易评估和定价领域已经做了大量的研究工作，并且不断地涌现出各种新思想和新观点，但现有对企业产权交易定价的研究大多仍是经验分析，仅通过案例研究，分析我国企业产权交易方式和定价行为。这种研究虽然具有理论意义，但并不能很好地解释目前我国企业产权交易定价实践中存在的诸多问题。因此，社会、市场的迫切需求和现实研究的不理想状况，就使得对企业产权交易定价策略的分析显得尤为重要。

因此，尝试应用经济博弈论和信息经济学理论，在汲取前述研究经验的基础上，将数理推导与现实分析密切结合，对产权交易中的讨价还价问题进行深入浅出却又可信的分析。同时，对协议转让、拍卖等企业产权交易定价的博弈结果进行理论推演，希望能够寻找到一种科学合理的产权交易定价机制，来解决现实产权交易定价活动中存在的主要问题。

二、企业产权交易定价问题透视

由于企业产权交易而发生的国有资产交易性流失的原因是多方面的，就企业产权交易定价而言，主要表现为：

（一）企业价值评估长期使用成本法，造成国有企业价值评估不实

目前，我国在对企业价值评估中常用成本法、现行市价法和收益现值法三种主要的定价方法。有资料显示，在我国目前企业价值评估使用的方法中，成本法是最主要的方法，约占95%。企业价值评估的成本法，虽然原理简单，计算方便，但由成本法评估得出的结果，反映的只是企业生产经营的历史，并不能深刻地揭示企业的整体盈利性和未来盈利增长的趋势，因此由其评估而得出的结果并不是严格意义上的企业价值。企业之所以有价值，其根本在于它所具有的获利能力，能够为所有者带来未来的经济利益。企业虽由单项资产构成，但却不是单项资产的简单加总，而是由各单项资产组成的具有盈利性特征的有机集合体。因此，采用成本法评估企业价值，反映的只是企业各单项资产价值的加总，而不是企业的整体获利能力。当然在我国以往的国有企业产权交易中，企业价值评估很多情况下采用成本法，在当时有其合理的一面，特别是在防止国有资产流失方面，不失为一种比较恰当的选择。但随着我国经济环境条件的变化，这种企业价值评估方法日益显示出其历史局限性。

（二）交易方式主要采用协商谈判，交易定价缺乏充分竞争性

据国务院发展研究中心企业研究所的一项调研发现，2004年以前的国有企业改制样本中，采取协商谈判方式转让国有企业产权的比例高达90%，目前约有70%的国有企业产权交易仍是通过协议转让方式完成的。因此，协商谈判仍然是目前国有企业产权交易的主要方式。但这种交易方式存在的问题也很明显：一是协商谈判转让并不是完全市场化的行为，企业产权转让信息不透明，信息扩散性差，由此导致交易对象的选择不充分；二是交易对象的竞价过程不透明，可能存在“暗箱操作”，导致国有企业产权低价转让，这也是协商谈判定价本身无法克服的内在缺陷；三是国有企业产权主体都是国家，其产权交易实际上相当于从左边口袋拿钱到右边口袋，这就难以避免各级政府在企业产权交易中常常发生“一手托两家”、“拉郎配”的非市场化现象，从而也使企业产权交易双方的谈判流于形式甚至没有必要。

由此可见，国有企业产权交易采用协商谈判定价，虽然法律许可，也是目前常用的方式，但由于缺乏充分的市场竞争或者说不是充分的市场选择，因而无法形成合理的市场价格，最终导致国有企业产权交易定价的扭曲。而扭曲的

市场定价只能给资源配置提供错误的价格引导，造成国有资产的流失。

（三）定价过程既存在道德风险也存在寻租问题

道德风险是委托—代理关系普遍存在的问题，但由于国有企业产权多层次的委托—代理关系，进一步扩大了信息的不对称性，增加了契约的不完全性，从而更进一步强化了代理人的道德风险动机。同时，由于政府官员在国有企业产权委托—代理中既是委托人又是代理人，具有不同于政府的目标函数，再加上多层次的委托—代理和最初委托人监督的动力和能力的缺失，使得政府官员在国有企业产权交易定价中，极有可能利用其特有的代理权发生损害委托人利益的寻租活动甚至集体腐败问题。寻租的结果必然导致国有企业产权交易定价的不公平，造成国有资产的大量流失。实际上，近年来国有企业产权交易中的行贿受贿、贪污腐败、不负责任及偷懒等现象所导致的国有企业产权低价转让，国有资产大量流失的现实便说明了这一点。

上述企业产权交易定价问题的存在，一方面反映出我国企业产权交易定价工作尚处在初期阶段，企业产权的市场价值发现机制尚未形成；另一方面，也从实践的意义上反映出对国有企业产权交易定价理论与方法研究的重要性和紧迫性。

三、国有企业产权交易定价难点分析

企业产权交易定价是企业产权交易的核心内容，直接关系到企业产权交易的成败，也直接关系到企业产权交易双方的利益。国有企业产权交易如何定价，表面上看是一个技术性的问题，但因为涉及国有资产的重新分配，涉及民营企业参与国有企业产权交易，涉及原有企业职工的利益，涉及资本市场投资者的利益，因此其实质是一种制度安排问题。这种制度安排既包括定价方式的选择，也包括目标企业的价值评估和交易价格的社会监督等问题。

（一）国有企业产权交易定价的特殊性

我国企业产权交易的价格决定不仅具有一般产权交易的特点，更有其特殊性。具体表现为：

1. 企业产权交易的不可重复性

企业产权交易显然不同于一般商品或服务的交易。一般商品或服务通过市场交换,经过一段时间以后,往往可以形成比较正确的交易价格。而企业产权交易则不同,企业产权交易的对象是整个企业,企业作为一个有机综合体,包括了许多方面的内容。因此,与一般商品或服务估价相比较,对企业综合体的估价显得更加困难。同时,由于企业本身的异质性和企业产权交易的稀少性,使得每一次的企业产权交易都具有不同的交易对象(没有两个完全相同的企业),这就决定很难通过试错法逐步接近正确的交易价格。

2. 国有企业产权交易的委托—代理性

一般商品或服务的交易是其生产者与消费者之间的交易,而企业产权交易则是企业的所有者与需求者(可能是个人,也可能是企业或其他机构)之间的交易。国有企业的特殊性在于其产权所有者是国家,企业经营者作为企业产权交易的实际操作者是经国资委授权的代理人。因此,涉及国有企业产权的产权交易事实上是代理人与代理人之间,或代理人与所有者之间的交易。由于代理人与委托人目标函数的非一致性,根据理性“经济人”假设,企业经营者交易的动机并非是让所有者的财富最大化,而是使自己的利益最大化,这就难免造成产权交易过程变形,定价扭曲。国有企业产权交易定价不仅存在代理人的道德风险问题,而且也极易成为代理人寻租的工具。

(二) 企业价值评估方法的选择

企业价值评估是企业产权交易定价的基础,寻求正确的企业产权交易价格,首先要对企业产权交易的对象——企业,进行科学的价值评估。而企业价值评估面临的根本问题是如何根据企业价值的特点选择评估方法。就目前看,国内外流行的评估方法有成本法、市场比较法、收益法(主要是现金流量折现法)。此外,还有一些相近的方法,如近年来在国外比较流行的用于评价企业经营管理状况和管理水平的经济增加值(EVA)等。从科学的角度看,由于评估对象相同,一个企业不管采用什么方法评估,其评估价值应该完全一样,至少相近。但实际上,由于每种评估方法从不同的角度强调了不同要素,所以得出的结果往往不一样,甚至差别较大。另外,企业价值评估有别于资产价值评

估。企业作为资产要素的有机集合体，其价值不是构成其资产价值的简单相加，而是其具有的未来获利能力，企业具有的获利能力不仅与资产有关，更和政策环境、管理团队等因素密切相关，而这一切不确定性的东西往往难以量化，既无法在成本重置中进行计算，也无法以当前市场价格做参考。这样，如何根据企业价值内涵，在充分比较各种评估方法适用性的基础上，科学地选择适用于企业产权交易定价的企业价值评估方法并对其进行有效控制，就成为产权交易定价的难点，同时也成为研究企业产权交易定价不可或缺的重要内容。

（三）企业产权交易定价机制的选择

既然企业价值评估值只是作为企业产权交易定价的参考，那么就有必要通过交易过程来考察企业产权交易价格的形成。在经济生活中，存在不同的交易定价机制，既可以由交易双方直接通过讨价还价形成价格，也可以由生产者制定价格，再根据供求关系进行调整，还可以采取拍卖，由竞买者通过公开竞价的方式来确定。由于国有产权交易所具有的一些特殊性，其价格发现过程非常复杂，往往需要设计特别的交易制度。因此，根据国有企业产权交易本身所具有的特殊性，寻求科学合理的定价机制，应是当前国有企业产权着力解决的关键问题。根据信息经济学和合约理论，在信息不完全和不对称的情况下，一个能让参与方说出自己对交易标的真实价值的机制至关重要。拍卖是企业产权真实价值与真实价格的一种理性发现过程，它令人信服地解决了国有企业产权的定价难题，可以有效防止国有资产的交易性流失。国外企业产权交易实践也表明，以拍卖形式完成的企业产权交易在多数情况下是一种非常成功的机制。因此，作为市场效率优化的一条重要途径，拍卖必将在国有企业产权交易中发挥越来越重要的作用。然而，由于拍卖具有不同的具体方式，并在不同的经济环境下表现出不同的竞价优势。因此，在这种情况下，根据国有企业产权交易特点，研究经济拍卖理论，探讨各种具体拍卖方式在国有企业产权交易定价中的适用性，应该是一项非常有现实意义的工作。

第二节 企业产权交易定价研究综述

一、国外研究现状

由于国外把关于企业产权交易问题一般归结为企业并购交易，因此关于企业产权交易定价的研究主要是指企业并购交易定价。国外关于企业并购交易定价的直接研究主要包括以下两个方面：

（一）企业价值评估理论与方法的研究

企业价值评估理论的思想源于 20 世纪初艾尔文·费雪（Irving Fisher）提出的资本价值论。1906 年，费雪发表了《资本与收入的性质》一书，完整论述了资本与收入的关系以及价值的源泉问题，为现代企业价值评估理论奠定了基石。1907 年，费雪在他的另一部专著《利息率：本质、决定及其与经济现象的关系》中，分析了利息率的本质和决定因素，并且进一步研究了资本收入和资本价值的关系，形成了完整而系统的资本价值评估理论框架。

从 20 世纪初到 50 年代末的这段时间，费雪的资本预算理论广为流传，但企业价值评估理论却发展缓慢，主要原因在于费雪的资本价值评估思想很难在实践中应用。直到 1958 年，著名理财学家米勒（Miller）和莫迪格莱尼（Modigliani）发表了影响深远的、给理财学研究带来重大变革的学术论文——《资本成本、公司理财与投资理论》，对投资决策、融资决策与企业价值之间的相关性进行了深入研究。他们认为，企业价值的大小主要取决于投资决策，在均衡状态下企业的市场价值等于按与其风险程度相对应的折现率对预期收益进行折现的资本化价值。莫迪格莱尼和米勒第一次系统地将不确定性引入到企业价值评估理论体系中，精辟论述了企业价值与企业资本结构之间的关系，创立了现代企业价值评估理论。他们推导出在完全资本市场下，人们的行为完全理性时企业价值评估模型，即现金流量折现法（Discounted Cash Flow Ap-

proach, DCF)。该模型的建立使企业价值评估进入了科学的定量化阶段,为企业估价理论的推广和应用奠定了基础。

20 世纪 50 年代以来,理论界对于折现率的认识和计算取得了重大突破,资本市场理论、资产组合理论有了突飞猛进的发展,资本资产定价理论(CAPM)和套利定价理论(APM)已经揭开了金融风险 and 收益之间的对应关系,为人们精确估计企业资本化比率扫清了障碍,从而使得粗糙的现金流量折现法(DCF)日臻完善,逐渐成为人们普遍认同的主流方法。

威斯顿(Weston, 1953)运用统计方法分析了公司并购对生产集中的影响,较为详细地论述了公司价值评估的表格方法,后来他又在《公司价值评估》中提出了公司价值的四种模型,分别对零增长、固定增长、超常增长紧随固定增长等特殊状态进行了建模研究,提出了公司价值评估的四种模型,并被后人称为“威斯顿模型”。

美国西北大学经济学教授阿尔弗雷德·拉佩波特(Alfred Rappaport)在他的专著《创造股东价值》(Creating Shareholder Value, 1986)和许多论文中,对现金流量折现法进行了发展,并精心设计了一个可以在计算机中实现的企业价值评估模型。该模型最重要的意义在于其论述了如何应用财务模型来制定战略计划和提高股东的收益。

汤姆·科普兰(Copeland)、蒂姆科勒(Koller)和杰克·默林(Murlin)于 20 世纪 80 年代末在《价值评估——公司价值的衡量与管理》一书中提出的麦肯锡价值评估模式,堪称企业价值评估研究的里程碑。该模式在资本预算的现值方法和 MM(F. Modigliani & M. H. Miller)定理的基础上,明确提出了企业价值源于企业未来现金流量和投资回报能力的价值驱动观点,并提出了以收益法为核心的企业价值评估模型。

美国纽约大学商学院阿斯跃思·达蒙德理教授在其《价值评估》一书中,较为详细地讨论了价值评估的各种实用方法,包括现金流量法、相对估价法和期权法,并对各种方法的理论推导和应用中经常遇到的问题进行了详细讨论。这种企业价值评估方法的讨论具有典型的代表性,国外大多数专著如罗杰·莫林的《公司价值》、艾伦·格雷戈里的《公司战略性估价》、布瑞德福特·康纳尔的《公司价值评估》等均采用了这种方式。

英国伦敦工商管理学院的拉马兰·德哈姆教授提出了企业价值等级评估模式,该模式以发达国家(英国)和发展中国家(印度、巴基斯坦、阿根廷、马来西亚等)的评估实践为基础,对企业评价与评估提出了独特观点。但这种评估更类似于我国目前的企业绩效评价方法,只注重企业绩效高低的考核。

美国哈佛商学院、麻省理工大学、密歇根大学的教授提出了帕利普—伯纳德—希利估价模式,他们在《企业分析与评估》一书中提出了从企业战略分析、会计分析、财务分析、预期分析到企业价值评估的实用评估模式和具体的评估方法。该模式强调以现金流量折现法和价格乘数法来评估企业价值,也就是国内评估界所称的收益法与市场法。

为弥补 DCF 方法的不足,1974 年美国麻省理工斯农管理学院的梅耶斯(Myers)提出了衡量企业价值的调整现值法(Adjusted Present Value, APV)并得到许多人的推崇,被称为 DCF 的替代方法。该方法隐含了可加性原则,运用这一方法可以通过对企业资产的分解来理解各部分资产对企业整体价值的贡献。可以说,与 DCF 方法相比,APV 方法是一个进步。但由于它的琐碎和复杂,以及在调整资本化率的问题上面临着与 DCF 方法同样的难题,实际应用效果远不如预期的那么乐观。

以企业战略灵活性和管理适应性为基础的实物期权定价方法的面世,为企业价值评估方法的进一步发展指明了方向。在 1973 年以前,人们无法利用传统的 DCF 方法对企业战略灵活性、管理适应性进行定价。1973 年,布莱克(Black)和斯科尔斯(Scholes)及莫顿(Merton)期权定价方法的面世,使得适用于企业战略灵活性和管理适应性的实物期权定价模型以及实物期权理论的逻辑框架基本确立,并且在评估实务中得到了应用,这一理论对处于“非常时期”的企业价值评估意义非凡。

(二) 公司收购定价理论与方法的研究

国外尤其是西方发达国家关于企业并购定价的直接研究,主要是对上市公司收购定价的研究。随着西方公司收购活动的兴起,许多学者对收购定价进行了研究,尤其对多个收购者之间的出价竞争进行了研究。一般研究认为,当存在多个收购者相互竞争时,收购者的策略会有很大的变化。在竞争性标购模型中,一般假设目标股东有一个保留价格,并且在高于保留价格的出价中,他们总是接受最高的出价。在这个假设下,多个收购者之间的出价竞争过程就简化为他们轮流出价的拍卖