



中国资产评估协会
资助课题成果选编

2010
年度

资产评估 理论发展与创新实践

Theory Development and Innovation Practice of Valuation

中国资产评估协会 编

 中国财政经济出版社



中国资产评估协会
资助课题成果选编

2010
年度

资产评估 理论发展与创新实践

Theory Development and Innovation Practice of Valuation

中国资产评估协会 编

 中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

资产评估理论发展与创新实践/中国资产评估协会编. —北京: 中国财政经济出版社,
2014. 11

ISBN 978 - 7 - 5095 - 5738 - 9

I. ①资… II. ①中… III. ①资产评估 IV. ①F20

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 242428 号

责任编辑: 肖 蕾

责任校对: 王 英

封面设计: 汪俊宇

版式设计: 董生平

中国财政经济出版社 出版

URL: [http: // www. cfeph. cn](http://www.cfeph.cn)

E - mail: [cfeph @ cfeph. cn](mailto:cfeph@cfeph.cn)

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

营销中心电话: 88190406 北京财经书店电话: 64033436 84041336

北京富生印刷厂印刷 各地新华书店经销

787 × 1092 毫米 16 开 24 印张 583 000 字

2014 年 11 月第 1 版 2014 年 11 月北京第 1 次印刷

印数: 1—1 500 定价: 90.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 5738 - 9/F · 4640

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

质量投诉电话: 010 - 88190744

打击盗版举报电话: 010 - 88190492, QQ: 634579818

序言 The Preface

为加强资产评估行业的理论研究,解决资产评估行业亟需解决的理论和实践问题,提高评估行业专业化、科学化服务水平,2010年中国资产评估协会(以下简称“中评协”)针对行业实际拟定了18项课题计划。秉承公开、公正、公平的原则,中评协组织行业专家对立项课题进行评审并确定具体承办单位。本批课题研究历时近两年,在中评协相关领导的组织协调下,各课题组成员潜心研究,研究计划顺利完成,所有课题研究成果均于2012年5月通过验收。

2010年课题研究紧贴资产评估行业发展的需求,特别是突出了新业务领域研究,加大实证分析研究的力度,对评估实践具有很好的指导意义。第一,通过开展基础研究,拓宽了行业发展的思路。开展了知识产权相关研究、基于经济学基础的资产评估理论体系框架及学科体系研究、资产评估与财务估值方法比较研究、期权法在资产评估中的应用问题研究、周期性行业评估方法与应用研究等基础研究以及评估行业管理与组织形式国际比较研究等基础综合类研究,为资产评估理论建设打下了坚实的基础。第二,紧跟市场需求,加大新业务研究力度。涉及新业务领域的研究主要包括税基及涉税业务资产评估研究、财政资金绩效评估研究、版权价值评估方法及应用研究、投资性房地产公允价值评估问题研究等,这些新领域的研究将为资产评估更好地服务市场需求提供理论指导。第三,注重实证分析和案例剖析,引导评估机构开展实践。2010年度课题注重通过实证分析,研究资产评估行业发展中的热点难点问题,主要包括:上市公司公允价值评估实证分析研究、资产评估对经济发展贡献的实证研究、资产评估准则实施的实证研究、收益法评估参数确定实证研究等。

此次课题研究工作的开展得到了财政部有关司局领导和相关政府部门的大力支持,他们对课题研究提出了宝贵的建议,并对研究成果给予了充分肯定!为使广大评估人了解此次课题研究成果,同时也为引导和鼓励广大科研院所、评估机构积极参与评估理论研究及实践,继续为评估行业的发展注入强大活力,中国资产评估协会特将2010年度课题研究成果选编成册,便于大家学习和交流。

今后,我们将继续紧跟改革步伐开展课题研究,使行业发展研究服务于行

业发展这一主线，突出课题研究的战略性、前瞻性、实用性，使资产评估能够更加有效地服务财政改革、经济建设和社会发展，促进行业的科学发展，推动评估机构不断做优做强做大，为实现《中国资产评估行业发展规划》提供强力支持。希望本书的出版能够为评估行业相关人员、监管者、理论和教学工作者、关心资产评估行业发展的人士提供一本资产评估最新理论和实践成果的参考书，为我国经济社会发展产生积极的影响。

2014年8月

| 目 录 Contents

第一部分 宏观视角下对资产评估方法的解析

第一篇 资产评估与财务估值方法的对比研究	(3)
第一章 资产评估与财务估值的理论体系	(3)
第二章 资产评估与财务估值方法的应用	(8)
第三章 当前市场法估值中的主要难点	(17)
第四章 价值比率选取分析	(25)
第五章 结论与建议	(32)
参考文献	(35)
第二篇 基于经济学的资产评估理论框架与学科体系研究报告	(37)
第一章 资产评估学科的演进、属性与定位	(37)
第二章 资产评估学科理论框架分析和构建	(46)
第三章 高校资产评估学科的功能优化	(59)
第三篇 周期性行业评估方法及其应用研究	(67)
第一章 序言	(67)
第二章 周期性行业的行业盈利周期分析框架	(71)
第三章 资产类周期性行业估值方法研究	(87)
第四章 资本类周期性行业估值方法研究	(104)
第五章 基于剩余收益模型对收益法的改进研究	(120)

第二部分 发展中资产评估业务的探析

第四篇 企业知识产权资本化研究——高新技术产业	(127)
第一章 前言	(127)
第二章 高新技术企业知识产权的资本化分析	(132)

第三章 高新技术企业知识产权的证券化分析	(145)
第四章 完善高新技术企业知识产权资本化的政策建议	(152)
参考文献	(155)
第五篇 中国知识产权质押融资评估研究——基于全国的案例分析	(158)
第一章 序言	(158)
第二章 知识产权质押评估思路及方法——基于案例的分析	(167)
第三章 知识产权质押融资模式及运作机制研究分析	(184)
参考文献	(197)
附录 课题研究参考的主要法律法规	(199)
第六篇 版权价值评估方法及其应用研究	(201)
第一章 版权价值评估对象分析	(201)
第二章 版权价值评估方法分析	(226)
参考文献	(243)
第七篇 税基及涉税资产评估	(246)
第一章 导论	(246)
第二章 税基评估与纳税评估的关系研究	(252)
第三章 批量评估方式与个案评估方式差异研究	(258)
第四章 企业重组涉税评估与非涉税评估比较研究	(261)
第五章 企业重组涉税评估的业务类型研究	(268)
第六章 我国的涉税评估市场需求分析	(278)
第七章 研究结论和对策	(282)
参考文献	(286)

第三部分 实证和案例分析

第八篇 收益法评估参数确定的实证研究	(291)
第一章 引言	(291)
第二章 股权投资回报率估算方法与资本定价模型 (CAPM)	(293)
第三章 企业全投资回报率与加权资金成本 (WACC) 的估算	(311)
第四章 股权流动性溢价与缺少流动性折扣	(318)
第五章 股权控制溢价与缺少控制折扣	(327)
参考文献	(331)
第九篇 知识产权质押融资案例	(332)
第一章 不同类型知识产权质押评估中评估参数的选取	(332)

第二章 A 芯片设计公司专利权质押评估案例	(337)
第十篇 版权价值评估案例研究	(352)
第一章 非诉讼目的下版权价值评估方法应用研究	(352)
第二章 诉讼目的下版权价值评估方法应用研究	(354)
参考文献	(374)

● ● ●

第一部分

宏观视角下对资产
评估方法的解析

● ● ●

第一篇

资产评估与 财务估值方法的对比研究

第一章

资产评估与财务估值的理论体系

资产评估与财务估值具有相同的体系架构，即评估或估值思想发源于经济学的基本理论，运用相关理论发展出体现价值内涵的经济学原则，由支撑学科发展出估值的技术路径。资产评估进一步形成了明确的评估要素和评估准则，财务估值在技术细节的规定性方面则相对灵活。

一 理论基础剖析

资产评估和财务顾问估值进行企业价值评估的理论基础均是基于经济学的价值发现理论，这些理论说明了价值如何产生或如何被发现，主要包括劳动价值论、效用价值论和产权理论。

许多经济学学科的部分重要原理，是资产评估和财务估值的估值基本方法和估值原则的理论基础。主要有均衡理论、资产定价理论、生产要素分配理论。

其他还有交易理论、预期理论、时间价值理论、资产补偿理论、企业价值最大化理论、规模经济理论、行为金融学理论等等，在资产评估实践中分别发展出预期收益原则（对应预期理论）、替代原则（对应资产补偿理论）、最高和最佳使用原则（对应企业价值最大化理论）收益递增或递减原则（对应规模经济理论）。

资产评估和财务估值从基础理论达到可操作层面，还需借助于相关经济学科的支持。如：财务会计学是企业财务分析和未来收益预测的基础，宏观经济学用于分析判断未来核心价值驱动因素的走向，产业经济学用于分析行业竞争格局以及判断企业收益变动趋势，经济统计学为行业对比以及可比企业和可比交易案例提供分析工具，发展经济学分析宏观市场变化趋势以及产品、服务变动方向和劳动力成本变化规律，还有专门技术领域如机械原理、建筑工程、森林工程、矿产资源等。这些是资产基础法评估单项资产、收益法和市场法判断核心资产可持续盈利能力的必备知识的来源。

与财务顾问形成行业惯例做法不同，资产评估根据执业的需要进一步形成了评估要素，包括评估目的、评估基础日、评估假设、评估对象、评估报告日、评估报告使用者、评估报告相关方、评估方法、评估过程、利用专家工作、评估结论、评估披露、工作底稿等。并对评估执业行为规范化，形成了较完善的评估准则体系，包括基本准则、职业道德基本准则、具体准则、评估指南、评估指导意见等。评估准则将上述理论和方法运用到实务操作规范，是针对评估要素在不同评估主体、评估客体、评估方法、评估程序的制度性规定，也是遵循评估准则执行评估业务时的主要关注点。评估基础理论、相关理论、支撑学科、评估要素和评估准则构成了资产评估的理论体系，如图 1-1 所示：

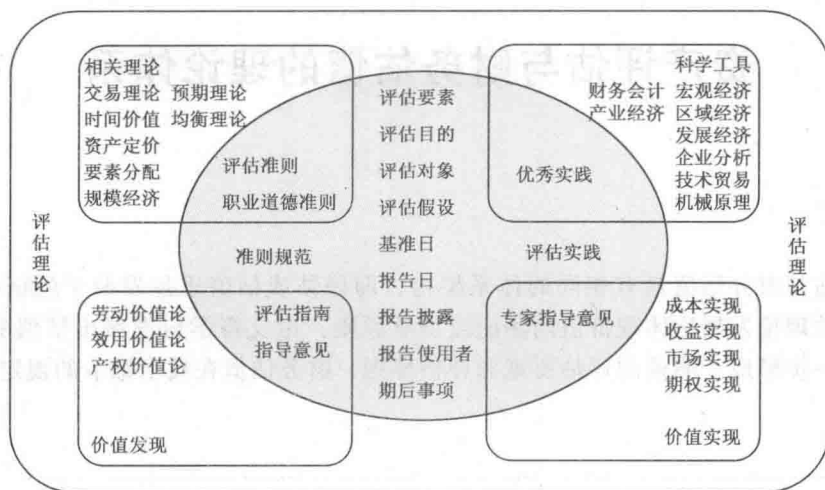


图 1-1 资产评估理论体系

在以上的理论体系基础上，资产评估形成了具有行业特性的评估技术路径，其中对于土地评估报告、矿业权评估报告的引用，既是资产评估利用专家工作的一种形式，也是目前对于土地使用权和矿权评估多头管理的表现。如图 1-2 所示。

财务顾问与资产评估有着相同的理论基础、相关理论和支撑学科，但其主要服务于企业间并购，没有形成严格的准则。对于与上述评估准则、评估要素部分，财务顾问估值最典型

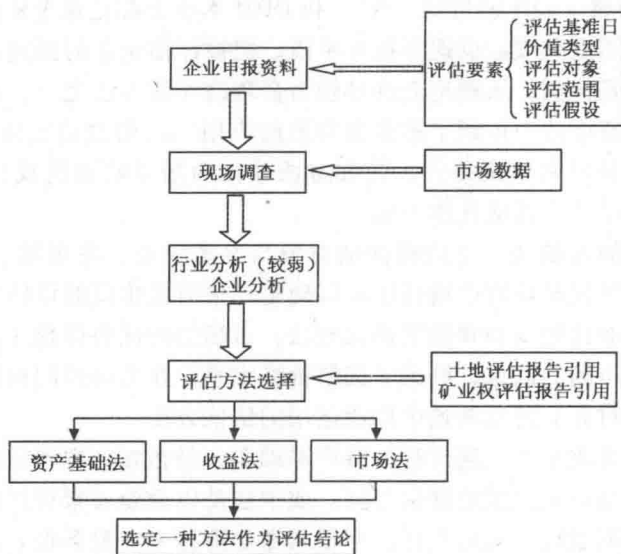


图 1-2 资产评估技术途径

的模式如图 1-3 所示：

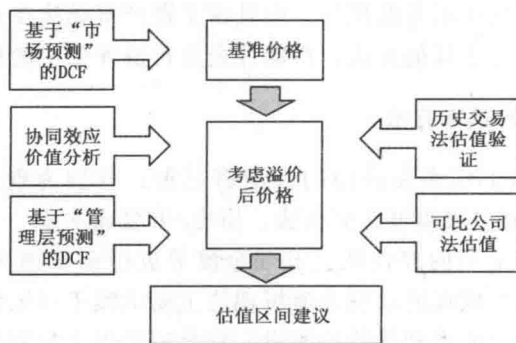


图 1-3 评估准则、评估要素部分最典型的模式

二 资产评估与财务估值的基本方法

（一）资产评估的基本方法

对于企业价值评估常用的基本评估方法有三种：收益法、市场法和成本法。

实务中，收益法较多采用现金流量模型。此外，针对特定的行业，使用一些特殊的方法对企业进行估值。例如，在对房地产企业估值中，往往采用净资产价值估值法（Net Asset Value, NAV），即把在建项目价值和土地价值通过现金流折现方式体现出来。而在对银行类型企业估值中，往往采用股息贴现模型（Dividend Discount Model, DDM）对银行进行估值。因为在维持银行稳定经营的前提下，股息是银行理论上可分配给股东的富余资本，因此采用

DDM 可以直接考察归属于股东的价值。NAV 和 DDM 本质上都是现金流折现法的一种延伸。

收益法利用投资回报和收益折现等技术手段,把被评估企业的预期产出能力和获利能力作为评估标的来估测其价值,从理论上讲是较为合理的评估方法之一,也容易被相关各方所接受,因此在企业价值评估中得到了愈来愈普遍的应用。运用收益法进行无形资产评估时,可以根据评估对象的特点和应用条件,将收益法演化为增量收益折现法、节省许可费折现法、多期超额收益折现法等其他具体方法。

企业价值评估中的市场法,是指将评估对象与参考企业、在市场上已有交易案例的企业、股东权益、证券等权益性资产进行比较以确定评估对象价值的评估思路。市场法中常用的两种方法是参考企业比较法和并购案例比较法。市场法的优势体现在,这是一个基于市场的估值方法,反映了市场的信息,给出了交易价格水平,在考虑控制权溢价后还可以获得收购价格。这是一种在财务和经营领域中广泛运用的估值方法。

企业价值评估中的成本法,通常称为资产基础法,是指在合理评估企业各项资产价值和负债的基础上确定评估对象价值的评估思路。成本法是以企业要素资产的再建为出发点,有忽视企业获利能力的可能性,而且在评估中很难考虑那些未在财务报表上出现的资产,如企业的管理效率、自创商誉、销售网络等。因此,以持续经营为前提对企业进行评估时,成本法一般不作为唯一使用的评估方法。但对于一些传统的而且无形因素对于企业整体价值贡献不大的行业,成本法也有着其他方法不具备的优点,如对于重资产行业可对其重资产的技术性能给予更多关注,同时便于账务处理等,而且由于资产基础法在开展具体评估过程中对于资产状况了解的程度要远深于其他方法,在部分企业价值评估中的作用依然不可替代。

(二) 财务顾问估值的基本方法

财务顾问的价值评估工作主要采用的方法有三种:分别为现金流折现法(Discounted Cash Flow, DCF)、可比公司法和可比交易法、历史/重置成本法。

现金流折现法对企业未来的经营状况及现金流等进行全面预测,然后选择合理的贴现率,将未来的现金流量折合成现值。现金流折现法主要依赖于对被估值企业的现金流和发展速度的预测,以及对于资本成本和终值的假设。现金流折现法中假设的准确性对估值结果的影响至关重要。财务顾问认为,现金流折现法是理论上最完善的估值方法,具有能够全面、综合地抓住并体现行业的运行规律和企业的运营特点、帮助发现并理解主要变量对估值结果的影响和成体系地对企业经营的主要变量予以分析等特点,在估值中通常作为各种估值方法的基础。

可比公司法是基于市场的估值方法,主要使用一组已经在市场上交易的与被评估企业类似的公司作为基础和参考,以这些公司的相关交易和估值数据,作为企业评估的依据。为了使这组公司与被评估企业具有较强的可比性,可比公司法往往考虑公司的规模、业务的相似性、最近的变化趋势等。可比交易法与可比公司法相似,也属于相对估值法,主要使用一组最近的与被评估交易类似的交易作为基础和参考,以这些交易的相关估值和溢价数据,作为目标交易的估值依据。为了使这组交易与被评估交易具有较强的可比性,可比交易法往往考虑交易的方式、所在行业、目标资产特质等因素。

可比公司/可比案例法是基于资产的替代和资产的效用理论,基于市场对于公开交易公司的估值,为未上市公司建立估值基准,并通过对每种业务建立估值基准来分析一个跨行

业、综合性企业的拆分价值。在估值实践中，应用最多的可比指标主要有市盈率、市净率、市销率、股价/每股红利、市值/EBIT 等指标。

可比公司/可比案例法从理论上来说最贴近市场，最能反映资产的市场价值。但从操作上来说，存在很多困难，比如：很难找到大量的可比公司，很难或不可能对于可比公司业务上的差异进行准确的调整。尽管有关于“有效市场”的假设，但有时很难解释明显类似的公司具有不同的估值水平，而且交易活跃程度也存在较大差异。有的可比公司的估值可能会受到市值较小、缺乏研究跟踪、公众持股量小、交易不活跃等的影响。股票价格还会受到行业内并购、监管等外部因素的影响等等。

历史成本/重置成本法就是在待估企业现有财务资料的基础上，根据市场当前情况进行适度调整，或根据当前市场情况重新购置或建造一个全新状态的评估对象，所需的全部成本减去评估对象的实体性贬值、功能性贬值和经济性贬值后的差额，以其作为评估对象现实价值的一种估值方法。这种方法与资产评估所使用的成本法基本一致，但在财务估值实践中是一种很少采用的方法，只在其他方法都无法使用的情况下使用。

（三）基本方法对比

从方法上看，评估机构在资产评估中常用的基本方法有三种：收益法、市场法和成本法，与财务顾问在估值中所采用的国际上通用的现金流折现法、可比公司法和可比交易法、历史成本/重置成本法基本对应，有着相同的理论基础。

目前资产评估使用较多的收益法与财务顾问的现金流折现法在本质上，是基于现代金融和财务管理理论中的现值原则，即任何资产的价值是资产的预期现金流量。根据和现金流量相适应的折现率，在考虑了风险补偿和时间成本之后进行折现而得到的现值之和。许多研究已经证明，公司的价值基础是现金流量。当现金流量与利润不一致时，公司价值的变化与现金流量的变化更为一致，而与利润变化的关联度很低。从可持续发展角度考虑，选用未来自由现金流量法评估企业价值是合理的。

资产评估中的市场法与财务顾问估值所使用的可比公司和可比交易法相对应，都以当前市场交易价格为基本参考依据，为企业的价值评估提供基础数据。

资产评估中的成本法在合理评估企业各项资产价值和负债以及企业的历史投入的基础上，确定评估对象价值，是当前资产评估机构应用最多的方法。这种方法虽然从理论上不是最完善的，但是在实践中有着不可替代的作用，如对于新建企业、亏损企业、财务不健全企业、存在大量非经营资产、溢余资产等情况下的企业，这种方法能够最有效的反映企业的整体市场价值。虽然财务顾问理论上也可以采用类似路径进行估值，但就实践中情况看，该方法在财务顾问机构罕有使用，就不进行单独比较。从基本估值方法来看，资产评估的收益法等同于财务顾问估值的现金流折现法，资产评估中的市场法等于同财务顾问估值中的可比公司和可比交易法。

第二章

资产评估与财务估值方法的应用

评估方法选用的科学与否事关评估结论的科学性与合理性。在具体的评估事务中，通常会运用多种评估方法对同一评估对象进行价值评估以获得多角度的价值衡量。在实践中，不同的评估方法是从不同的途径和角度对资产价值的衡量，通过对比和分析不同方法下的评估结果可以为相关方提供更为全面的价值参考，更加有利于对核心价值驱动因素的挖掘，有助于最终合理价值结论的确定。

一 估值方法的对比分析

（一）收益法应用情况

1. 资产评估的收益法。收益法在资产评估中的使用比例不断提高，其作为衡量资产价值重要途径的作用逐步得到发挥。在企业价值评估中，收益法在全面反映企业价值方面具有优势，其通常可将影响企业价值的各项有形和无形因素综合考虑，得到对于企业价值相对全面的反映。近年来，收益法应用的技术手段渐趋完善，各种主要模型的应用和参数的确定方法逐步成熟，伴随中国资本市场的信息积累逐渐丰富，收益法广泛应用的条件逐步完善。就实际应用来看，资产评估收益法应用有以下两个重点：

（1）收益预测方面，按照资产评估准则的要求，评估师一般都首先结合被评估企业实际情况，对影响评估分析、判断和结论的各项条件等做出并披露相应的假设，做到评估假设使用的全面性、合理性。资产评估师一般以持续经营为基本前提，假设企业运营的基本经济环境变化不大，企业是在现状基础下持续经营。对于由于交易（如合资、并购等）产生的协同效应，不能纳入评估对象的未来收益预测中。按照目前监管方的态度，对于企业经营相关的问题，如是否能如期达产、新产品是否可顺利销售等，需要评估师判断，不能作为假设条件。

在此前提下，评估师通常会结合对宏观、中观及微观各项可能对收益前景产生影响的

因素的综合分析,以企业在评估基准日的经营生产能力为基础,结合企业已经实施的、可以明确实现的未来生产或扩产计划展开收益预测。预期收益一般现金流量、各种形式的利润或现金红利等口径表示。收益期限方面一般有三种情况,以预计的所开发项目完成销售期限为收益预测期限,销售完成时点能够带来收益的期限即结束,如房地产开发公司;以所从事的相关业务许可证规定年限或主要收入产生资产自身的耐用年限为预测期,如矿产资源开采企业;除上述情况外,大部分企业价值评估以企业经营的永续年限为基础进行预测。

(2) 折现率确定方面,资产评估机构一般根据所对应的现金流类型,选用权益报酬率和企业资本报酬率两类主要折现率,相关的确定模型或方法主要有资本资产定价模型、风险累加法和加权平均资本成本模型等。

2. 财务顾问的折现现金流法。折现现金流法作为一种理论上较为成熟的方法,在财务顾问估值中得到了广泛的应用,通过合理预计企业未来的经营情况模拟企业可产生的现金流,选取合理的折现率,从而取得企业的折现现值,财务顾问在运用折现现金流法中的特点主要包括以下方面:

(1) 在现金流预测方面,财务顾问十分关注价值驱动因素,预测一般基于主营业务或主要经济指标。这种方法不仅简化了预测,而且使整个估值体系的重点放在了考察企业业务的长期发展状况,而非某个单项的具体预测。

(2) 预测期限一般为10—15年,而对于周期性企业或高增长企业可能还要更长一些。财务顾问在具体操作时,常常将预测期拆分为两个阶段:详细进行5—7年的预测,做出尽可能与实际变量(如产量,每单位成本)相联系的完整的资产负债表和损益表。对剩余年份进行简化预测,重点放在一些重要变量上,如收入增长、利润率和资本周转率。

(3) 在确定折现率方面,财务顾问一般使用加权平均资本成本(Weighted Average Cost of Capital, WACC)作为折现率。在计算WACC时需要计算股权融资成本和债权融资成本。股权融资成本一般通过资本资产定价模型(Capital Asset Pricing Model, CAPM)确定,通常采用国内10年期国债的到期收益率作为无风险收益率,参照美国及欧洲等发达市场的市场风险溢价做出一定修正后取得我国市场风险溢价,然后通过在一定的时间跨度内把企业股票的回报率对市场回报率进行回归分析得出待估企业的 β 值。债权融资成本一般情况下使用企业长期的、无期权债务的到期回报率来估算。在我国,企业的长期融资主要还是以银行贷款为主,因此往往以企业现有账上的银行长期贷款的加权平均利率作为企业的债务融资成本。对于那些发行了长期公司债,并且相关交易数据可得的企业,可以以这些债券的交易价格隐含的到期收益率为参考。

在应用折现现金流方法时,财务顾问在估值后期还要进行情景测试和敏感性分析。财务顾问通过将经济环境的变化映射到不同的关键参数,可以分析估值结果对这些关键参数的敏感性,从而得出对企业价值影响最大的关键参数,及其背后所代表的经济环境的变化因素。通过设置情景,财务顾问可以帮助企业分析在不同发展模式和轨迹下企业价值的分布,以反映不同企业战略选择对企业价值的影响,从而帮助企业选择合适的发展战略。财务顾问通过使用这两种分析方法帮助企业分析未来各种可能性和不确定性,从而使企业在相关交易中做出最佳商业决策。

作为委托方的估值咨询机构,财务顾问机构在估值中对于协同效益的判断是并购中重要