

企业价值评估与创造

张家伦摇著

立信会计出版社

前摇摇言

企业的目标是价值创造最大化。价值创造是能动性的、连绵不断的,只有追求持续的价值创造,才能使企业之树常青。而价值创造的前提是构筑科学合理的价值评估理论与方法体系。对不同时点上的同一企业进行价值评估,可以确定企业经营是在创值抑或耗值。价值创造是目的,价值评估是基础,因此两者密不可分,这也是作者把两者结合起来进行研究的基本依据。

从学科领域划分的角度而言,企业价值评估与价值创造属于财务管理学范畴,综合性的价值管理是财务管理的根本特征。项目投资决策以净现值大小为尺度,融资和分配决策会影响企业市场价值。财务管理学自19世纪初产生以来,在其理论体系渐趋完备的同时,却存在如下问题而造成理论与实务上的困惑:其一,作为财务管理的核心概念,企业价值的涵义究竟是什么?如何评估之?既然价值创造最大化成为企业财务管理的一个基本思路,所有的财务决策都要以了解企业价值为开端,以价值创造最大化为终结,那么,财务管理就需要在既有的理论框架内嵌入企业价值理论,并提供相应的企业价值评估技术,使之与财务决策融合共生,充当向导与指南。遗憾的是,企业价值评估理

论至今依然游离于主流理财学体系教科书之外 ;其二 ,随着企业资源集群效应的显现 ,企业组织形式的分合演化 ,资本内涵与外延的嬗变 ,那种着眼于单一企业运作传统物质资本的“孤岛式”财务管理受到了供应链竞争和智力资本捌值等内外因素的剧烈冲击。无视理财环境的变化 ,将使财务管理走向歧路。

基于此 ,作者试图从全新的角度构建企业价值创造系统的一个初步分析框架。首次提出理财目标是价值创造最大化 ,认为价值评估与绩效分析是价值创造的基础平台 ,智力资本是价值创造的第一要素 ;内部价值链优化和外部供应链延伸是价值创造的作业系统 ,企业价值报告是投资者与企业之间信息沟通的桥梁。

虽然本人做了很大努力 ,但由于水平有限 ,书中难免存有不足之处 ,恳请读者批评指正。

张家伦

二〇〇九年 苑月

目 录

第 1 章 现代企业价值理论	1
1.1 文献回顾	1
1.1.1 艾尔文·费雪的资本价值理论	1
1.1.2 莫迪利安尼和米勒的企业价值理论	2
1.1.3 拉帕波特的股东价值理论	3
1.2 企业的目标：价值创造最大化	4
1.2.1 企业的理财目标：几种观点的批判	4
1.2.2 企业价值创造最大化：创值论范式	5
1.3 企业价值创造的驱动因素	6
1.3.1 西方经济学家关于经济增长的价值创造观	6
1.3.2 企业价值创造驱动因素的类型	7
1.3.3 企业价值创造系统：一个初步的分析框架	7
第 2 章 企业价值评估原理	8
2.1 价值学说演进的启示	8
2.1.1 哲学意义上的价值理论分析	8
2.1.2 经济学意义上的价值理论分析	8

第 1 章 企业价值评估的意义与对象	1
1.1 企业价值评估的意义	1
1.2 企业价值评估的对象	1
第 2 章 企业价值的特点与评估假设	2
2.1 企业价值的特点	2
2.2 企业价值评估的若干假设	2
第 3 章 企业价值均衡分析 :关于企业本质的一个假说	3
3.1 企业价值均衡分析 :关于企业本质的一个假说	3
3.2 企业价值均衡分析 :关于企业本质的一个假说	3
3.3 企业价值均衡分析 :关于企业本质的一个假说	3
第 4 章 企业价值评估方法分类研究	4
4.1 影响企业价值的因素分析	4
4.2 企业价值评估方法分类研究	4
4.3 各种评估方法的利弊分析	4
第 5 章 企业价值评估方法研究	5
5.1 账面价值调整法	5
5.1.1 基本思想	5
5.1.2 企业账面价值评估	5
5.1.3 企业账面价值的调整	5
5.2 市场比较法	5
5.2.1 基本思想	5
5.2.2 价值乘数(乘数) 的选择	5
5.2.3 调整财务数据	5

摇摇摇摇几种常用模型的应用	员圆
摇摇摇摇现金流量折现法	员圆
摇摇摇摇基本思想	员圆
摇摇摇摇自由现金流量的界定	员猿
摇摇摇摇实体自由现金流量与股权自由现金 流量	员猿
摇摇摇摇预计未来现金流量	员猿
摇摇摇摇基于资本成本的折现率	员猿
摇摇摇摇后续期价值的估计	员猿
摇摇摇摇现金流量折现模型的应用	员源
摇摇摇摇经济利润法	员缘
摇摇摇摇基本思想	员远
摇摇摇摇经济利润模型的应用	员远
摇摇摇摇期权估价法	员远
摇摇摇摇基本思想	员远
摇摇摇摇期权估值理论	员猿
摇摇摇摇实物期权分析	员猿
摇摇摇摇实物期权思想在企业价值评估中的 应用	员怨
第 源章摇摇企业价值创造的绩效分析 耘粤系统	圆远
摇摇摇摇绩效评估指标的选择标准	圆苑
摇摇摇摇耘粤的基本原理	圆苑
摇摇摇摇耘粤产生的背景	圆苑

源圆缘摇耘粤的涵义	圆猿
源圆缘摇耘粤指标体系	圆猿
摇源圆缘摇耘粤的会计调整与计算方法	圆猿
源圆缘摇耘粤的会计调整	圆猿
源圆缘摇耘粤模式的计算	圆源
源圆缘摇耘粤的实施	圆缘
摇源圆缘摇耘粤的进一步思考	圆缘
源圆缘摇耘粤与 础耘粤 杂耘粤及 悦耘粤的关系	圆缘
源圆缘摇耘粤激励模式实施过程的人性反思	圆苑
源圆缘摇耘粤指标的财务功能	圆怨
 第 缘章摇企业价值创造中的智力资本	圆猿
摇缘圆缘摇智力资本研究的简要回顾	圆源
摇缘圆缘摇智力资本在价值创造中的作用	圆源
缘圆缘摇智力资本与企业价值	圆源
缘圆缘摇智力资本与企业核心竞争力	圆圆
摇缘圆缘摇智力资本管理探析	圆缘
缘圆缘摇智力资本与财务资本的差异	圆缘
缘圆缘摇智力资本管理的一般框架	圆愿
摇缘圆缘摇智力资本价值评估	圆圆
缘圆缘摇西方智力资本测量模型述评	圆源
缘圆缘摇构建智力资本收益折现模型的设想	圆苑

供应链与企业价值创造	四
供应链原理	四
从价值链到供应链的转变	四
供应链与价值创造的关系	四
供应链决策的财务评价	四
物流公司供应链构建决策	四
企业集团供应链构建决策	四
供应链管理的绩效评价	四
供应链绩效评价模型研究概览	四
供应链绩效评价体系构建原则	四
供应链绩效评价体系	四
第 五章 企业价值报告	五
企业价值报告的提出	五
企业价值报告的动因	五
企业价值报告的产生及其对现行财务报告	
格局的冲击	五
企业价值报告的原则	五
企业价值报告的涵义	五
企业价值报告三个原则	五
企业价值报告设计	五
增悦公司“企业价值报告”的基本内容及	
其评述	五
企业价值报告设计的几个问题	五

摇苑源企业价值报告在我国应用的障碍及未来展望	摇摇摇
参考文献	摇摇摇
后记	摇摇摇

第1 章

现代企业价值理论

价值增长一直是现代企业的基本经济目标,受到资产收益、资本结构、资本成本以及税收政策等因素的影响,近年来,人们将行为科学、公司治理、契约理论等因素纳入企业价值理论研究,给现代企业价值理论注入了新的活力。回顾先哲们对企业价值的论述,可以使我们在领略其睿智思想光芒的感受中增进对企业价值的理解。所有这些向我们清晰地勾勒出如下图景:以价值为中心的管理思想,是在价值论理论的基础上,与近代财务理论、企业战略理论以及现代金融学理论不断碰撞、相互融合的结果。

摇摇摇摇文献回顾

摇摇摇摇艾尔文·费雪的资本价值理论

摇摇年,费雪在其专著《资本与收入的性质》中,全面论述了收入与资本的关系,对资本预算财务作出了杰出的贡献。

摇摇确定性条件下的资本价值评估

根据我国两位学者李麟、李骥的系统研究,费雪从心理感受方面分析了收入和资本价值的形成过程,解析说明了资本投资决策的机理,成为现代企业价值创造理论的基础。他认为,收入由一系列事件构成,人们每天能够感觉到的系列事件形成了每个人的最终收入。外部事件的重要性在于它们是人们内部事件的源泉,“没有这些外界的事件,人们就不可能产生发达大脑和神经系统”。因而人们的躯体一般不是自主的客体。一旦这些被感知的事件到达自主的客体而不是人们的躯体时便被视作精神收入。^①

人们为了成为真正自主的客体,不懈地利用自然界的物质力量优化自己精神生活的流量(流量)。在劳动与交换中,出现了货币,提升了人们的精神收入。股份公司的出现给人们带来了更多的货币,表现为股东的股利、债权人的利息、工人的工资等。但货币本身没有意义,只有将之用于消费,转为人们的消费品时,货币才真正有意义。所以,人们首先体会到的是享受收入(享受收入),也就是消费产生的精神感受,它由一系列宜人的感觉或阅历构成。人们的享受收入取决于实际收入(实际收入),实际收入是指带给人们内在享受的一系列外在客观事件,包括人们日常生活中的衣、食、住、用等一切物品。因此,从收入计量角度看,实际收入可以用购买这些“事件”的成本衡量,实际收入最具操作性。货币的作

① 参见李麟、李骥:《企业价值评估与价值增长》,民主与建设出版社2004年版,第184-185页。

用不但能给人们带来享受收入,而且能够说明资本的形成与资本价值的确定。

费雪认为,货币收入包罗万象,可以表现为工资、股利、租金、利息和利润等。货币收入有时并不等于人们生活中的实际收入(实际消费获得的享受),这取决于货币收入和实际消费的数额比较。如果货币收入大于实际收入,多余转化为储蓄或投资(货币变资本),资本能够带来一系列的未来收入,资本的当前价值实质上就是未来收入的折现值。简言之,价值是未来收入的资本化。

推而广之,费雪提出了一个在价值评估中具有划时代意义的结论:任何财产或所拥有财富的价值均来源于它能够产生未来货币收入的权利,而这种权利的价值可以通过对未来预期收入的折现获得。利率是连接收入和资本之间的桥梁,正是利率的作用,人们可以在未来价值和现值之间相互换算,而未来价值换算成现值更为重要,因为人们常常依据未来货币流量的净现值对财产或权利定价。人们对资本物品价值的评估实际上是对资本物品未来货币流量的判断。资本价值评估步骤如图 1-2 所示。



图 1-2 费雪的资本价值评估模型

费雪的资本估价思想看似简单,却影响深远,他创造性地分析了未来货币收入与当前资本物品之间的对应关系,提出了折现是确定资本物品价值的有效途径,资本物品的

价值主要取决于两个要素:其一是它产生的预期收入,预期收入与资本物品价值正相关;其二是利率的大小,利率与资本物品价值负相关。费雪的资本价值评估理论自产生之日起一直在现代评估技术中居于经典性的地位,成为牢不可破的主流方法,受到理论和实务界的广泛尊崇。另外,对于确定性条件下的资本投资,费雪认为一个投资项目的价值就是其未来预期现金流量采用相应风险利率折现后的现值。如果项目预期的净现值(净现值)大于零,投资可行;反之不可行。据此很容易推论,如果将建立企业(或并购企业)看作是投资项目,则该企业的价值是其所能带来未来预期净收益采用相应风险利率折现后的现值。这一结论异常重要。费雪的净现值法也被公认为资本预算的最优方法。

四、确定性条件下的股东生产投资决策

在收入一定的情况下,只要存在投资行为,人们就必须在当期与未来消费之间进行取舍抉择,以获取跨期消费最大化。企业能够帮助投资者实现这一目的。因此,从这个意义上说,企业目标可以看作是使投资者财富最大化,投资者财富在企业中的反映便是企业价值。费雪认为,一般而言,人们的投资行为会受“时间偏好”的影响,人们对现在财货与未来财货的主观评价是不一样的,常常愿意“加速将来收入的到来——把它移向现在”,宁肯现在多消费,未来少消费。然而,人们同时又对收入的选择有多种方案或取舍机会,如果在未来时期获取收入的现值大于放弃当前收入的损失时,人们宁肯放弃当前的消费,重新安排其投资

组合,以期获取更高的未来收入,这种组合的改变称为“投资机会”。正是未来预期高收益的投资机会而不是企业的当期收益能够使股东(投资者)获得每一期的消费,也正是未来预期高收益诱致股东再投资,以期获取更多的未来现金流入。未来现金流入的数量、时间分布和隐含的风险最终决定了股东拥有的企业价值的大小。

海希雷夫(Heikkinen)、迈耶斯(Myers)、韦斯顿(Weston)等人借助于几何分析方法发展了费雪的“投资机会”理论,主要内容如下:

(1) 没有债务情况下的投资价值。其研究假设是:企业投资的所有产出收入都是确定的;没有交易成本和税收;存在完全竞争市场;股东在初始阶段拥有财富 W_0 ;在期末拥有财富 W_1 ;股东的总效用函数为 $U(W_0, W_1)$,无委托代理问题。

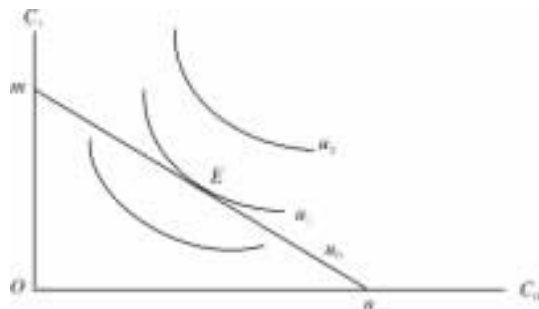
在上述假设下,股东效用函数等价于企业目标函数。在股东效用函数稳定不变的前提下,股东通过安排当期消费与下期消费间的不同组合来最大化其效用。当 $U(W_0, W_1)$ 一定时(为某一常数),当期消费与下期消费之间存在此增彼减的替代关系。这种替代关系在效用无差异曲线上表现

图中: W_0 ——当期消费;

W_1 ——下期消费;

U ——效用无差异曲线(U_1, U_2, U_3);

AB ——收入约束线。



摇摇摇摇摇摇

图 10-1 股东无差异曲线

股东的无差异曲线离原点越远,股东的效用越高。然而股东在最大化其效用时会受到两种机会的约束:其一是生产投资机会,即放弃当期的消费以换取未来更多的财富;其二是市场机会,即当期收入与未来收入之间交换的机会,比如在资本市场的借贷机会。

如果引入生产可能性曲线(如图 10-2 所示),股东所拥有的初始财富为 $\bar{C}_0$,期末财富为 $\bar{C}_1$ 。当股东投资 ΔC_0 的当期财富时,下期就会获得 ΔC_1 的数额的消费。在生产可能性曲线上, ΔC_0 与 ΔC_1 呈此增彼减的关系,一单位当期消费 ΔC_0 投资后能转换成下期消费 ΔC_1 的数量称为边际转换率 (MRT),即 $\frac{\partial \Delta C_1}{\partial \Delta C_0}$ 。股东为增大其效用,通过投资行为,从初始财富拥有点 $(\bar{C}_0, \bar{C}_1)$ 达到点 (C_0, C_1) ,在 (C_0, C_1) 点, $\frac{\partial \Delta C_1}{\partial \Delta C_0}$ 越复杂,股东投资实现效用最大化,相应地,企业价值达到最大化。当然,在无资本市场的情况下,拥有不同效用函数的股东,在生产可能性曲线上的切点会有所不同,节俭者边际转换率的绝对值较小,其切点在 $\bar{C}_0$ 上;挥霍者边

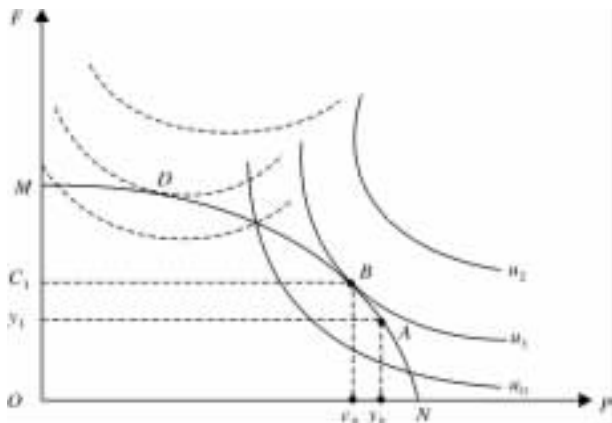


图 1-10 生产可能性曲线 配置

际转换率的绝对值较大,其切点在 B 点上。

如果将投资者货币收入线复合到图 1-10 中,则如图 1-11 所示。

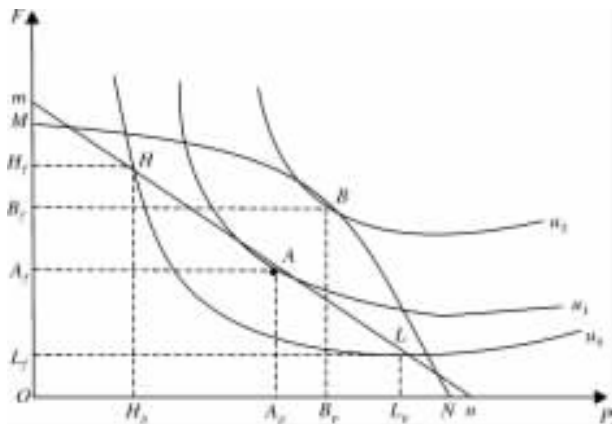


图 1-11 生产可能性曲线对“时间偏好”的效应

在图 1-11 中,由于 $\frac{F}{P}$ 跃升, $\frac{P}{F}$ 跃升,且 $\frac{F}{P}$ 跃升,表明运用当期储蓄换取未来消费(由收入线 HL 决定)相

比,人们可以从收入中使用较少的金额进行投资换取较多的未来消费,进而可以获得更高的效用。换言之,生产可能性曲线增强了人们改变消费时间偏好的冲动,投资比储蓄更有价值。

(圆) 存在借贷行为情况下的投资价值。股东效用最大化除了受到生产投资机会约束之外,还会受到资本市场线(悦竟藏造,则藏咸圣莫悦云篇)的约束。假定股东可以在一个完全竞争的资本市场上依照市场利率则自由借贷,则资本市场线的斜率运越原孕越原(员垣则),资本市场线穿过股东拥有财富的初始点月(赠,赠)。基于效用最大化的追求,股东通过资本市场的借贷行为在资本市场上移动,直至股东的边际替代率刚好等于资本市场线的斜率为止(见图员缘)。

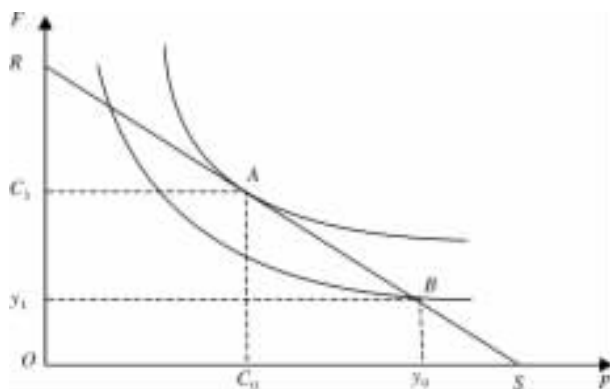


图 1-5 资本市场线

在月点,股东时间偏好的主观感受率(即股东效用曲线上该点切线的斜率姑且用则表示)小于市场利率则因