

中国注册会计师后续教育系列

企业价值评估

汪海粟 主编



序 言

注册会计师在市场经济社会中担当着“鉴证专家”和“经济警察”的角色,服务于提高财务、会计信息的可信性。截至 2003 年年底,我国共有注册会计师 61 255 人,会计师事务所 4 627 家,其中合伙制 828 家,有限责任制 3 799 家。注册会计师行业是知识密集型行业,时刻面临着知识更新和技能提高的压力,因而注册会计师需要通过坚持不懈的后续教育,做到与时俱进,始终保持充分的业务胜任能力和较高的职业道德水准。仅从职业规范体系的后续教育层面来看,截至 2003 年 5 月,中国注册会计师协会先后制定了六批独立审计准则项目,包括 1 个独立审计准则序言、1 个独立审计基本准则、3 个相关基本准则、28 个具体准则、10 个实务公告和 5 个执业规范指南,共 48 个项目。此外还针对不同业务,发布了 3 个指导意见和审计技术提示。2004 年以来,围绕风险导向审计的最新国际动向,我国还在抓紧制定、修改和完善审计准则项目。注册会计师的后续教育,可谓任重而道远。

本丛书的编写以时不我待的社会责任感,着眼于提供一流专家和大型知名事务所的执业思想和执业经验,帮助注册会计师及时领会最新的执业实务难题和理论热点,全面提升其执业实务技能,促进会计师事务所的质量管理,最终服务于培养为日益开放的中国提供优质、高效、严谨服务的专业中介队伍这一根本目标。

本丛书的出版得到了中国注册会计师协会有关领导的大力支持和上海国家会计学院、北京国家会计学院、厦门国家会计学院等院级领导的密切关注,著名会计学家徐政旦教授也表达了将本系列丛书内涵不断引向深入的愿望。丛书作者均是在中国会计、审计等相关领域有较深造诣的专家,组织选题均是应时之需,具备了相当成熟的基础和严谨的写作

风格,还前瞻性地兼顾了注册会计师行业未来的发展方向。本丛书可以满足注册会计师后续教育培训的需要,亦可作为会计专业研究生及MPAcc 审计教学的重要参考用书。

《中国注册会计师后续教育系列》

编审委员会 2005 年 2 月

前言

发现、判断和增加企业价值是市场经济中与企业相关的人们普遍关心的三大问题。在过去几年里,我们选择其中之一展开了较为深入的研究,并形成了本书的主要内容。本书以转型经济条件下企业价值评估为研究对象,在反思我国企业价值评估以成本法为中心的评估理论和实践的基础上,探讨了与企业价值评估关联的理论和方法,突出了无形资产对企业价值的贡献,强调期权模型在弥补传统评估方法的不足和适应新经济特征的优势,并试图拓展企业价值评估的理论框架与方法体系。

本书的基本框架如下:

一是基础理论的探讨。首先是对企业性质的讨论。系统总结了企业性质的三种理论视角,即营利组织论、契约组织论和无形资产论。在对我国经济转型条件下的两种特殊企业的特点进行了归纳之后,回顾了企业价值评估的传统经典理论。其次,对企业价值评估中的基本概念进行了重新界定和辨析。最后对转型经济中产权模糊问题、国有无形资产资本化问题等影响企业价值评估的社会背景及因素进行了分析。进而构成了我国经济转型期企业价值评估的理论基础。

二是评估实务的分析。这一部分着重研究企业价值评估操作实务,不仅提出了企业价值评估中信息收集分析的基本框架,而且引入了期权评估方法,形成了以市场法、收益法和期权评估方法为主体的企业价值评估方法体系,还讨论了资本成本确定方法及评估结论的调整与披露。同时,也就企业价值评估中的风险防范与转制型高新技术企业的评估实务,以及企业价值评估的方法与工具的操作运用等通过案例进行了分析。

三是专项问题的研究。这一部分既有前瞻性的专题理论探讨,又有实证性的

分析研究,还有对国际评估准则的介绍。首先,对价值评估主体的心理误差及优化进行了分析并提出相应对策。其次,针对新经济发展趋势及特点,讨论了企业价值评估面临的理论与方法创新的问题。再次,对我国深市 IT 行业上市公司企业价值及其影响因素进行了实证研究,为无形资产在企业价值中的贡献日益增长的趋势提供了有力的证据。最后,对国外企业价值评估的发展趋势及准则制定情况进行了介绍,以帮助读者掌握企业价值评估的最新动向。

本书由汪海粟负责研究框架的设计及纲要撰写。其中汪海粟负责撰写第一、二、三章,文豪负责撰写第四、五、七、十、十七章,郭强负责撰写第六、八、九、十五章,张世如负责撰写第十一、十二章,刘勇、王同律、文豪共同撰写第十三、十四章,孙洪庆负责撰写第十六章,王诚军负责撰写第十八章。全书最后由汪海粟负责统稿和定稿,文豪协助主编做了大量的文献研究和文字处理工作。

本书在写作过程中,得到中国资产评估协会有关领导、上海、深圳、山西、重庆、浙江、湖北等地资产评估协会的大力支持,北京中企华资产评估有限公司和武汉顺海资产评估公司的有关专家参与了本书的实证分析的研究,可以说本书是一项合作研究成果,同时参考了国内外大量的有关研究文献,在此一并表示感谢!书中还存在许多问题需要进一步的研究和完善,希望读者给予批评和指正。

作 者

2005 年 2 月 24 日

汪海粟教授的简历

现为中南财经政法大学教授、产业经济博士生导师、中南财经政法大学学术委员会委员和 MBA 学院院长、中国资产评估准则起草小组成员、中国工业经济促进会理事、中国注册资产评估师后续教育咨询委员会委员、国家会计学院教学工作指导委员会委员、武汉中小企业协会顾问、武汉国有资产经营公司顾问。2000 年底被国际资产评估准则委员会指定为新兴经济国家专家组成员。科研集中在企业组织结构、资产评估、产业经济学方面，曾在《改革》、《中国工业经济》、《管理世界》、《中国资产评估》等专业杂志上发表论文 70 余篇。出版专著 5 部、译著 1 部、主编和参编专业书籍 20 余部。近年来，作为专家组成员参与《国际资产评估准则》和《中国资产评估准则》的起草工作。主持并完成了 4 项省部科级科研课题，参与并完成了 1 项国家自然科学基金项目和 2 项社科基金项目的子课题的研究。目前正在主持 2 项国家自然科学基金、1 项教育部科研项目和数项省市市政府和企业委托的科研项目。

长期从事资产评估、国有资产管理、企业管理等领域的社会实践活动。参与组建武汉国有资产经营公司的可行性研究，主要观点成为国资管理“武汉模式”的组成部分。作为专家，参与广州药业集团 B 股发行中的无形资产评估问题的专题论证咨询，以及中国证监会和中国注册会计师协会组织的“关于上市公司若干重大无形资产重组案例”的论证。领导和组织了长江三峡迁建工矿企业的资产评估、武汉健民集团、丽花丝宝、武汉锅炉集团、武汉第三棉纺厂等数十项无形资产和企业整体价值评估项目。近年来作为国际资产评估准则委员会专家组成员，先后多次到美国、欧洲、泰国等地参加国际资产评估准则委员会、世界银行等机构组织的学术交流和国际会议。



目 录

第一部分 企业价值评估基础理论

1 企业与企业价值评估理论	3
1.1 企业理论	3
1.2 企业价值评估经典理论	18
1.3 企业价值及其增长理论	22
2 企业价值评估的基本概念	26
2.1 定义及分类	26
2.2 评估的基本动因	28
2.3 现实需求	29
2.4 评估的范围界定	30
2.5 常见概念辨析	33
3 转型经济与企业价值评估	38
3.1 为什么要考虑经济转型因素	38
3.2 关于产权定义的讨论	38
3.3 转型经济中企业价值评估相关问题的讨论	39
3.4 转型经济中的国有无形资产资本化实践	42
3.5 国有无形资产的产权界定	49

第二部分 企业价值评估实务

4 企业价值评估信息的收集与分析	59
4.1 信息收集与分析的意义	59
4.2 企业价值评估中的信息收集	60

4.3	信息分析方法	69
5	成本法	79
5.1	成本法的原理	79
5.2	成本法的适用条件	79
5.3	账面价值与市场价值	80
5.4	过时贬值与通货膨胀	80
5.5	资产账面价值调整	80
5.6	调整账面价值的程序	86
5.7	成本法的缺陷	86
6	市场法	88
6.1	市场法的原理	88
6.2	市场法的适用条件	89
6.3	运用市场法评估企业价值	89
6.4	Tobin's Q 模型在企业价值评估中的应用	93
6.5	市场有效理论与我国资本市场的有效性	95
7	收益法	98
7.1	收益法的原理	98
7.2	收益法的适用条件	99
7.3	利润与现金流量	99
7.4	收益法中的计算方法	100
7.5	企业所处经济环境分析	102
7.6	现金流量的预测	112
7.7	折现率	116
8	期权定价法	117
8.1	传统评估方法的局限性	117
8.2	期权的理论基础	118

8.3	期权定价模型	122
8.4	应用案例	127
9	资本成本	132
9.1	资本成本与加权平均资本成本	132
9.2	资本资产定价模型	134
9.3	套利定价模型	141
9.4	资本资产定价模型与套利定价模型比较	143
10	价值调整与报告	145
10.1	产生溢价或折价调整的原因	145
10.2	控制权与少数权益	146
10.3	是否需要进行溢价或折价调整	146
10.4	流动性不足折价	148
10.5	最终价值结论的确定	148
10.6	评估过程及结论的报告	149
11	企业价值评估中的风险及防范	151
11.1	企业价值评估风险的界定	151
11.2	企业价值评估风险形成的原因	152
11.3	企业价值评估风险防范对策建议	155
12	转制型高新技术企业价值评估	161
12.1	转制型高新技术企业的界定	161
12.2	转制型高新技术企业评估特点分析	161
12.3	转制型高新技术企业价值评估对策	163
13	企业价值评估分析工具	166
13.1	寿命周期模型分析及应用	166
13.2	层次分析法	176
14	ABC 钢铁责任有限公司企业价值评估案例	189

14.1	案例的基本情况	189
14.2	案例的初步分析思路	189
14.3	案例分析的重点：企业收益的预测	194
14.4	案例分析的核心因素：折现率的选择	218
14.5	结论及检验	222

第三部分 企业价值评估专题

15	资产评估中的主体心理误差及优化	229
15.1	资产评估中主体心理活动与信息处理	229
15.2	评估中容易发生的心理误差	231
15.3	评估主体心理误差的优化	233
16	新经济条件下的企业价值评估	236
16.1	新经济条件下企业组织形态及价值形态的再认识	236
16.2	新经济条件下的企业价值评估	247
16.3	新经济条件下企业价值与无形资产的关系	260
17	企业价值及其影响因素实证研究	263
17.1	背景及文献综述	263
17.2	研究模型及结果的分析解释	269
17.3	实证研究结果及其解释	272
17.4	结论及启示	283
18	国外企业价值评估概况	284
18.1	国外企业价值评估发展动向	284
18.2	国外企业价值评估准则	288
	参考文献	305

第一部分

企业价值评估基础理论

- 企业与企业价值评估理论
- 企业价值评估的基本概念
- 转型经济与企业价值评估

企业与企业价值评估理论

1

1.1 企业理论

1.1.1 企业性质

关于企业的定义,不同的学科和不同的学者基于各自的学术视野给出了不同的解释,我们认为有必要做以下归纳。

1.1.1.1 营利组织论

持这种观点的学者认为,企业是从事生产经营活动的,以营利为目的的,具有独立核算、自主经营、自负盈亏、自我约束、自我发展能力的法人组织。理解这一定义,需要把握以下三点:

首先,企业是建立在社会分工基础之上的生产经营组织。分工在提高生产效率的同时促进了技术的进步,从手工业工场制度向采用机器和机器体系的现代工厂制度的历史性转化,正是专业化分工的结果。所以,亚当·斯密在《国富论》中就用专业化分工导致缝衣针工厂产生的例子,说明分工既是提高生产率的源泉,也是企业产生的动因。他发现只要交易机会继续存在,专门制造一种商品以便与其他专业人员制造的另一种商品交易,就可以赚取利润。企业作为组织劳动分工的一种形式,其出现是因为用这种方式比直接利用市场组织分工更有效率。马克思在《资本论》中,通过引入“分工协作”概念来阐释企业的起源及形态演进。他认为“社会生产力的发展是企业出现的先决条件,最低限额的单个资本和劳动力成为商品是资本主义企业出现的社会经济条件;“数量较多”的工人结合起来进行简单协作,在历史上和逻辑上都是资本主义企业产生的起点;分工协作不仅提高了个人生产力,而且创造了集体生产力,即社会生产力在原来单独劳动的基础上有了量的改变和质的飞跃。社会生产力的提高带来了一连串相应的经济后果,企业的制度形态也随之发生变化。竞争和信用在企业规模的扩张股份公司的出现上起着强有力的杠杆作用。剩余价值的秘密在于,资本家可以不费分文地获得分工协作带来的诸多好

处,即可以无偿地利用“社会生产力”。因此,在马克思看来,企业无非是人类利用社会生产力的一种载体,其性质如何,则要看剩余价值归谁所有。

其次,营利是企业存在的基本目的。新古典经济学关于经济人的假设和马克思关于资本追逐利润的分析都表明企业的存续以能否取得利润为前提。经济人假设是新古典经济学三大假设之一,即人被设想为完全有理性的人,能计量苦乐的人,始终处于深思熟虑地权衡和比较他的边际成本-效用的持续过程中的人。以利润最大化为目的的企业家是经济人的典型代表。企业作为市场经济的主体,经过长期发展已形成了相应的营利机制和模式。新古典经济学只是一门专门研究市场机制运作的经济理论,它把市场之外的其他经济组织置于视野之外,满足于把企业当作一个追求利润最大化的市场行为主体。马克思在论述资本流动规律时,也强调由于生产成本和平均利润机制的作用,形成了资本在不同地区、不同部门和不同企业间的流动。

再次,企业是具有独立财产权利的法人组织。确立法人财产权是在利益多元化和国家作为平等民事主体的前提下进行的,是市场经济发展的必然要求。按现代经济学的分析,法人财产是由多个投资主体投资形成的,法人组织受股东委托,承担资本运营的职能。由此可以认为,法人财产权是一种以使用收益为目的而设立的物权,是一种收益物权。法人享有对法人财产的使用权,而收益权则为财产所有人和财产利用人共同享有,同时,法人还不可避免地享有对法人财产的处分权。至于享有多少处分权,依法律规定而定。法人财产权是一个涉及经济学、法学的复合概念,“公司”、“财产”属经济学的范畴,“法人”、“财产权”则属民法的范畴。其实,随着市场经济的深化和科学技术的进步,可以考虑从产权的角度诠释法人财产权。如果说所有权是由占有、使用、处分和收益等四项基本权能构成的,那么,产权可以理解在这四种权能的不同排列与组合,企业财产组织形式的差异决定了法人财产权的结构差异,个人业主制企业向公司制企业的演进过程伴随着企业相关利益主体产权形式和结构的调整和优化。

1.1.1.2 契约组织论

美国著名经济学家科斯在1937年出版的《企业的性质》一书中,通过对市场和企业的比较研究,认为企业是节约交易费用的产物,是由契约所规定的组织。科斯认为,市场和企业是资源配置过程中可以相互替代的两种手段。二者的差异在于对资源配置的范围不同。市场是对企业外部配置资源的手段,而企业则是企业内部资源有效配置的手段。即市场主要是通过价格机制来指导资源的流动,从而使资源得到合理配置,而企业则是依靠管理实现内部资源的整合。价格与管理的取舍决定于二者成本的比较优势。如果企业配置资源的成本高于市场配置资源的成



本,则企业没有存在的必要。所以企业存在的前提必须是配置资源的成本低于市场。根据科斯的观点,市场上每一笔交易的发生都有一个契约成本。而在企业内部,许多在市场上进行的交易都是通过内部管理协调实现,结果是能够节省某些成本。这也是企业契约理论的主要观点。由此,科斯认为,企业是一系列(不完全)契约(合同)的有机组合。企业契约理论是用与契约有关的研究方法来对待企业中存在的问题,从而揭示企业运转的内在机制。理解这一理论需要作出以下说明:

第一,关于交易费用。市场与企业都是协调经济活动的组织形式,如果市场协调资源的费用(即交易费用)超过了企业内管理资源的费用,企业就会替代价格制度来配置资源。所谓交易费用,是指市场交易中存在的发现相关价格、谈判及契约执行等费用。显然,这里交易费用的产生是基于“信息是有代价且不完全”的判断。

第二,关于企业机制。企业区别于市场,关键在于两者存续机制的差异。市场是以价格机制配置资源,买卖的形成以信息完全和不能相互强制为前提,所以,有人认为市场要求平等。而企业的运行则必须依赖管理,在这里管理是指由生产经营活动所决定的权威与服从的对立和统一。在企业内部,人们或是由于契约的规定,或是由于生产过程的强制,或是由于专业能力的差异,不得不服从权威。正是这种以权威-服从关系为特征的企业协调机制使节约交易费用成为可能。

第三,关于企业边界。即企业与市场的相互替代取决于市场与企业在配置资源时增加的边际成本孰高孰低。企业制度的创新旨在寻求降低配置资源边际成本的路径,例如运用让经营者享有剩余索取权,进而制约因信息不对称引起的内部人控制行为。

1.1.1.3 无形资产论

随着世界范围内的经济结构由工业经济向知识经济的演进,现代企业因技术进步和市场深化,已成为消耗有形资产,形成无形资产的经济组织。这一解释关心的不是企业赖以产生的动因,而是企业赖以存续的能力。所以,我们不得不介绍理论界关于企业存续状况取决于其实际拥有和支配的无形资产的讨论。

首先,关于企业核心能力的讨论。由市场竞争决定的企业间的优胜劣汰,企业的可持续发展能力就成为经济学和管理学普遍关注的问题,并形成了以普拉哈德和哈默为代表人物的关于企业核心能力的理论。他们两人1990年在《哈佛商业评论》发表的《公司核心能力》一文奠定了该理论的基础。他们认为,核心能力是组织中的积累性知识,特别是关于如何协调不同的生产技能和有机结合多种技术流的知识。其具有三大特征:一是延展性,即核心能力为企业进入多产品市场提供支持,保证企业一系列产品或服务的竞争优势;二是用户价值,即企业依靠核心能力能为客户提供可识别的价值差异;三是独特性,即竞争对手难以模仿,与其他企业

资源相比,受替代品威胁相对较小。普拉哈莱德和哈默强调核心能力的培育发生在技能和技术层面、整合核心能力层面和核心产品市场份额层面等三个层面上,因此,企业短期竞争力来源于现有产品的性价比,而长期竞争优势则来源于企业能实现低成本、反应迅速、独特的“核心能力”。

其次,关于企业战略资源的讨论。安蒂思·潘罗斯在《企业成长理论》一书中认为,企业在传统经济理论中被看作“黑匣”,实际上,正是企业内部资源的集合构成了企业经济效益和发展方向的基础。她指出,企业不仅仅是一个管理单元,而是一个具有不同用途,且随着时间推移由管理决策决定的生产性资源的集合体。这一观点将目标集中在资源禀赋和要素市场上,强调是要素市场而不是产品市场形成了决定企业成功的环境,企业能否获得和保持竞争优势,取决于企业在“有缺陷的”和“不完全的”要素市场中获取并开发战略资产的能力。由于要素市场是有缺陷的和不完全的,在获取、模仿、替代战略资源和投入要素方面就存在进入障碍,这些障碍阻止了竞争者获得和复制企业战略资源的可能,由此造成了企业相互之间的异质性,并使企业获得持续竞争优势成为可能。该观点的支持者同时承认,战略资源的价值可能会随着时间的流逝及环境的变化而有所下降,因而需要通过投入增量战略资产和改善存量战略资产维系企业的竞争能力。

再次,关于企业家贡献的讨论。以美国学者熊彼特为代表的学者认为企业家群体是现代资本主义赖以发展的重要因素。熊彼特指出企业家的作用在于创新。哈耶克认为企业家是获利信息的敏感者。卡森则认为企业家是专门为稀缺资源的配置做出判断性决策的人,企业家的职能是在不确定的经济环境中,凭借自己的信息获取能力和信息处理能力对稀缺资源的优化配置做出非重复性和非程序化的判断性决策。归纳他们的观点,现代企业的可持续取决于企业家人力资本的特性:一是企业家人力资本的稀缺性。企业家是一种极为稀缺的资源,他们拥有经济发展所需要的特殊人力资本,企业家的才能和素质左右了企业的生存和发展。二是企业家人力资本具有边际报酬递增性。企业家人力资本的使用过程就是企业家从事企业经营、管理的过程,即企业家发现、分析和解决实际生产经营问题的劳动过程。这一过程说到底是企业家人力资本价值的追加和增值过程。三是企业家人力资本的自我认识性。人力资本所有者对自身价值以及能够产生的剩余价值的“自我价值判断力”是人力资本的根本特性。所谓“自我价值判断力”,是指人力资本所有者对其市场价格和企业产生剩余价值的大小是有直接认识的,能够判断自身价值的大小。

根据国际资产评估指南规定,无形资产是指“不具备物理形态、赋予其拥有者权益和特权、通常能为其拥有者带来收益的资产”。按来源可划分权利类、关系类、

组合类无形资产和知识产权四大类无形资产。权利类无形资产是由书面或非书面契约的条款产生的,对于契约方具有经济利益,如供货合同、销售合同以及其他的特许授权;关系类无形资产通常是非契约性的,能短期存在但对于关系方具有巨大的价值,如工作人员的组合、与顾客的关系、与供应商的关系、与分销商的关系等;组合类无形资产是指从无形资产总体价值中减去可确指无形资产的评估价值后所剩余的部分。与组合类无形资产相类似的概念有顾客光顾率、超额收入和剩余价值等,组合类无形资产通常被称为商誉。商誉有时也被称为企业获得的高于其可确指资产公平回报的超额收益,或企业整体价值高于其可确指资产价值总和的额外价值。知识产权是无形资产中的一个特殊类型,通常受法律保护,未经授权不得使用,如商号、著作权、专利权、商标、商业秘密和专有技术等。据此,我们可以认为上述核心能力、战略资源和企业家人力资本的讨论都是从不同角度强调无形资产对企业存续的贡献,形成了关于企业性质研究的无形资产理论体系。

1.1.2 两种特殊的企业形式

以上关于企业性质的分析是以发达市场经济中普遍存在的经典企业为研究对象,在我国的转型期,还应关注国有企业和股份合作制企业等需要或正在改制的企业类型。所以,有必要对这两种企业类型展开专门讨论。

1.1.2.1 国有企业

之所以在企业理论的讨论中专门研究国有企业的性质,是因为在经济转型时期,国有企业重组引发的价值评估要求我们全面认识该类企业的性质。

国家握有资产以调控经济、稳定社会、服务政治是其问世以来已成定论的规律,古今中外,概莫能外。自产业革命以来,现代国家因三次技术革命对人类物质文明产生的巨大影响,拥有的资产不论是在量的扩张上,还是在质的升华上,都是史无前例的。尤其是二次世界大战后,由于政治力量对比发生的深刻变化,在以私有制为主体的西方市场经济国家兴起了国有化运动,国家在拥有传统的非经营性资产的同时,通过投资兴办、兼并、收购等方式形成了庞大的国有经营性资产体系,出现了法国电力公司、意大利工业复兴公司、英国钢铁公司等一批具有特殊法人地位的大型国有企业。这些企业特别之处在于:一是单项法令调整,它们大多是由议会在特定的历史背景下,出于维护国家利益的考虑,通过制定区别于一般商法的单项法令而成立。法国电力公司就是法国议会根据战后电力工业成为制约国民经济的瓶颈,而中小型私人电厂又无力进行大规模投资的具体国情,于1946年4月立法组成的由国家全额投资的国有企业。而意大利工业复兴公司则是在大萧条时期,意大利议会为挽救三家濒临破产的银行而组建的具有“企业病医院”性质的国