

# 瞪羚企业价值评估研究综述

黄健 李礼\*

广西科技大学经济与管理学院

DOI:10.12238/pe.v2i1.6835

**[摘要]** 在瞪羚企业价值评估的研究方面,国内外的相关研究人员在进行企业价值评估时仅考虑企业当前的价值,传统的评估方法已经不适应瞪羚企业当前的市场环境和企业情况。目前国内外学者在对瞪羚企业进行价值评估时,通过将REVA和实物期权模型进行组合,分别评估企业的现有价值和潜在价值,之后加总得到企业整体价值,并和市值进行比较,这一方法为“瞪羚企业”的估值研究提供理论支撑,为当前资产评估领域的评估方法的改进提供一定参考,提高估值准确性。所以将REVA与实物期权组合模型引入瞪羚企业价值评估,对促进瞪羚企业价值评估的发展具有一定的意义。

**[关键词]** 瞪羚企业; REVA; 实物期权模型; 企业价值评估

**中图分类号:** F27 **文献标识码:** A

## Review of research on Gazelle enterprise value evaluation

Jian Huang Li Li\*

School of Economics and Management, Guangxi University of Science and Technology

**[Abstract]** In the study of Gazelle enterprise value assessment, the relevant researchers at home and abroad only consider the current value of the enterprise when evaluating the enterprise value, and the traditional evaluation method has not adapted to the current market environment and enterprise situation of the Gazelle enterprise. At present, when scholars at home and abroad evaluate the value of Gazelle enterprises, they combine REVA and real option models to evaluate the existing value and potential value of enterprises respectively, and then sum up the overall value of enterprises and compare it with the market value. This method provides theoretical support for the valuation research of "Gazelle enterprises". It provides some reference for the improvement of appraisal methods in the field of asset appraisal and improves the accuracy of valuation. Therefore, the combination model of REVA and real option is introduced into Gazelle enterprise value assessment, which has certain significance to promote the development of Gazelle enterprise value assessment.

**[Key words]** Gazelle enterprise; REVA; Real option model; Enterprise value assessment

## 引言

随着中国经济的增长以及国家全面改革战略的展开,瞪羚企业等高成长企业作为创新创业主力军,创造了大量的就业以及经济效益。截止2023年,瞪羚企业数量已达24440家。国内外学者对瞪羚企业价值评估进行研究时,发现单纯使用传统的三大评估方法进行计算已不再完全适用于瞪羚企业当前的市场环境和企业情况,而根据市场和企业特点进行适当的改进及组合更能提升评估结果的准确性。因此,本文对国内外的瞪羚企业价值评估相关文献进行了整理,为推进瞪羚企业的价值评估提供新的思路。如表1所示,本文收集了28篇国内外瞪羚企业价值评估的相关文献,并且对瞪羚企业价值评估相关文献综述进行整理。

## 1 国内外有关瞪羚企业价值评估理论研究

“瞪羚企业”作为高新技术企业,瞪羚企业所处不同生命周

期所适用的评估方法有所差异,所以完善瞪羚企业价值评估方法具有十分重要的研究意义。

表1 不同类别的参考文献数量

| 划分标准        | 类别        | 数量 |
|-------------|-----------|----|
| 按地区划分       | 国内        | 22 |
|             | 国外        | 6  |
| 按论文主题相关程度划分 | 与主题密切相关   | 17 |
|             | 其他        | 11 |
| 按论文发表时间划分   | 近8年发表文献   | 17 |
|             | 其他时间发表的文献 | 11 |

1.1 生命周期理论。在瞪羚企业价值评估方法的选择方面,我们需要对瞪羚企业所处的不同生命周期进行分析,选择合适的企业价值评估方法。肖淑芳、罗丹(2007)认为在当高新技术企业

处在不同的发展阶段时,企业价值来源的组成也会有所差异,所以在对瞪羚企业等高新技术企业进行价值评估时首先需对企业所处发展阶段进行分析<sup>[1]</sup>。肖翔(2003)通过对高新技术企业价值进行评估时所遇到的可比公司选择少、盈利处于亏损以及经营信息缺乏等难点进行分析,认为在对高新技术企业价值进行评估时需要选择适用于不同发展阶段的评估方法<sup>[2]</sup>。张倩(2022)根据高新技术企业的特征,认为应引入企业生命周期理论对高新技术企业进行评估,完善对高新技术企业价值的评估方法<sup>[3]</sup>。

1.2 完善瞪羚企业价值评估方法的必要性研究。潘俊、陈志红、吕雪晶(2011)经分析后认为在对瞪羚企业等高新技术企业价值进行评估时,需要综合考虑企业价值的影响因素,选择适用性较高的企业价值评估方法<sup>[4]</sup>。蒋大富、梅雨(2011)通过对传统方法以及瞪羚企业等高新技术企业的特征进行分析,认为高新技术企业价值评估需要综合考虑企业的现有价值以及未来潜在价值,所以需要传统评估方法进行完善<sup>[5]</sup>。刘宏岩(2018)也对传统的三大基本评估方法进行了分析,指出由于高新技术企业创立时间短、轻资产且历史数据较少等特点,故需要对传统评估方法进行改进<sup>[6]</sup>。Safwan Mchawrab(2016)通过对高新技术企业行业进行分析,指出市场法以及DCF的缺陷与不足,随即也提出将实物期权法引入高新技术企业价值评估的必要性<sup>[7]</sup>。

## 2 国内外有关REVA的瞪羚企业价值评估理论研究

2.1 完善REVA估值模型,准确反映企业真实价值。贝克德瑞等学者在1997年《最好的财务业绩评价指标研究》REVA考虑了企业的振兴市场价值而且修正后的经济增加值,计算更加的简便与易于理解,更能准确反映企业的真实价值。以Seoki Lee(2009)为代表的学者通过对300多家酒店进行实证案例研究,对比分析了REVA、EVA与企业市场价值之间的相关性,最终得出REVA与企业的市场价值(真实价值)的显著性最高的结论<sup>[8]</sup>。尤春明(2011)通过分析REVA理论的局限性,对高速增长阶段的REVA模型、稳定增长阶段的REVA模型以及REVA过渡阶段的模型进行修正,进一步完善了REVA估值模型<sup>[9]</sup>。温素彬、蒋天使等(2018)以云南白药为例,认为通过REVA所计算的企业价值被高估,但与传统评估方法相比,综合考虑了企业的资本成本,有效反映了企业的内在价值,所以也需要对REVA模型进一步完善<sup>[10]</sup>。

2.2 基于REVA对瞪羚企业价值评估的可行性与适用性研究。饶真榕(2010)在《REVA在我国应用的有效性研究》提出虽然REVA相对于传统的价值评估方法能够更好地对企业的真实价值进行评估,但是将REVA引入瞪羚企业等高新技术企业的价值评估的可行性有待进一步的考究,必须结合企业实际情况进行具体的分析<sup>[11]</sup>。李欧、于兆河(2016)对评估高新技术企业时构建REVA价值评估模型的可行性与适用性进行了分析,发现评估得出的企业价值和被评估企业的市场价值如出一辙,进一步说明验证REVA价值评估方法在瞪羚企业等高新技术企业价值评估的适用性<sup>[12]</sup>。

## 3 国内外有关实物期权模型的瞪羚企业价值评估理论研究

3.1 基于实物期权模型对瞪羚企业价值评估的可行性研究。

随着实物期权模型的相关研究范围在不断被拓宽,所涉及的企业种类也逐渐变得丰富。Kellogg、Charles(2000)提出利用实物期权模型对高新技术企业进行评估,并且认为实物期权模型所测算的评估结果更为准确<sup>[13]</sup>。Eduardo、Mark(2001)以亚马逊公司为评估对象,得出实物期权法所得出的企业价值更贴近当前股价的结论<sup>[14]</sup>。Bockman et al(2008)在对小水电项目投资的价值评估中也选取了实物期权模型,认为实物期权模型所得到的结果更加有信服力<sup>[15]</sup>。刘丽(2018)对手游企业采用实物期权模型进行评估,通过计算分析比较,最终发现实物期权模型更加适合高新技术企业的股权价值评估<sup>[16]</sup>。赵雅琪(2022)根据独角兽企业成长性强、无形资产占比高、高收益等特点,认为传统评估方法并不适用于高新技术企业价值评估,而实物期权模型则更适用于人工智能独角兽企业<sup>[17]</sup>。

3.2 其他评估方法与实物期权模型相结合的可行性研究。目前传统评估方法和实物期权法组合模型的适用性研究也成了企业价值评估的重要研究方向之一。黄进斌(2006)和周学江(2016)在对高新技术企业价值评估的研究中,认为引入模糊数学模型可以弥补了传统实物期权模型存在的不足<sup>[18,19]</sup>。艾婷婷(2022)通过对瞪羚企业价值评估方法的研究发现通过FCFF模型和实物期权法的改进B-S模型组合能够有效弥补这一缺陷<sup>[20]</sup>。赵紫薇、李谦(2022)在采用实物期权模型的基础上,引入蒙特卡洛模拟对收益法改进计算出企业的碳资产价值,有利于电力企业加大对碳资产价值的重视<sup>[21]</sup>。周文望(2022)在对专精特新企业价值进行评估时,考虑到其处于成长期、研发投入高等特点,选择EVA折现模型和B-S模型组合的模型,这对“专精特新”企业价值评估有着极大的研究意义<sup>[22]</sup>。对于实物期权法的相关研究,国外学者将金融期权的定价方法应用到企业估值领域,进行了深层次的研究拓展,不过国内对于实物期权法的应用专门针对“瞪羚企业”的相关研究较少。

## 4 基于REVA与实物期权组合模型的瞪羚企业价值评估理论研究

4.1 传统评估方法在瞪羚企业价值评估的局限性。瞪羚企业作为处于发展阶段的高新技术企业,目前传统评估方法在瞪羚企业价值评估中存在着较多的缺陷。王少豪(2001)通过分析高新技术企业的特征,发现高新技术企业存在着无形资产占比较大的现状,所以常见的现金流量法、相对估值法以及期权评估法等传统方法不适用于高新技术企业价值评估<sup>[23]</sup>。Aswath(2001)对瞪羚企业价值评估通过折现法进行折现,对瞪羚企业价值进行有效评估,从基本分析方法的角度评估企业价值<sup>[24]</sup>。同时,他对现金流量折现法、期权法以及相对估价法等方法进行了梳理,这些评估方法在瞪羚企业价值评估研究中提供一定的参考以及具有一定的适用性<sup>[25]</sup>。蒋璐梅、张永忠(2016)通过分析传统的评估方法,认为传统评估方法的局限性较大,传统方法在瞪羚企业价值评估中还是存在着较大的缺陷<sup>[26]</sup>。

4.2 REVA与实物期权模型结合的可行性与适用性。由于传统评估方法在瞪羚企业价值评估中存在着较大的缺陷,国内学者通过研究认为REVA与实物期权模型的组合模型对瞪羚企业价

值评估具有很大的可行性与适用性。林德文(2020)提出通过REVA与B-S模型相结合,能在企业价值评估中解决评估时碰到的不确定问题,能够得到一个更准确的评估结果<sup>[27]</sup>。丁丽君(2022)也提出构建REVA与实物期权模型的组合模型,通过构建REVA模型对企业的现有价值进行测算,并且通过构建B-S模型对企业的潜在价值进行评估,REVA与实物期权的组合模型对企业价值的评估更合理准确<sup>[28]</sup>。

## 5 文献述评

虽然我国学者对瞪羚企业价值评估研究在不断深入但由于发展时间较短,在瞪羚企业价值评估的实践中还存在着较多缺陷。本文分析了传统评估方法、REVA以及实物期权模型的优缺点,并且对国内外有关REVA与实物期权模型的组合模型在瞪羚企业价值评估中的相关文献进行了整理。

单一的REVA与B-S模型在瞪羚企业价值评估中具有局限性,国内外学者也对两种模型进行了改进,例如在对瞪羚企业等高新技术企业的价值评估中,将REVA和实物期权模型进行组合,分别评估企业的现有获利能力和潜在获利能力,之后加总得到企业整体价值,并和市值进行比较,通过REVA与实物期权模型的结合来弥补传统且单一的评估方法在对瞪羚企业等高新技术企业价值评估中的缺陷。从而为“瞪羚企业”的估值研究提供理论支撑,为当前资产评估领域的评估方法提供一定参考,提高估值准确性。

## 【基金项目】

2023年度广西研究生教育创新计划项目;(项目编号 GKYC202346)。

## 【参考文献】

[1]肖淑芳,罗丹.高新技术企业价值来源与评估初探[J].北京理工大学学报(社会科学版),2007,(03):64-67.

[2]肖翔.高新技术企业价值评估方法研究[J].数量经济技术经济研究,2003,(02):61-64.

[3]张倩.生命周期视角下的高新技术企业价值评估[J].市场周刊,2022,35(01):44-46.

[4]潘俊,陈志红,吕雪晶.高新技术企业价值创造模式创新及其评估体系构建[J].科技与经济,2011,24(6):42-46.

[5]蒋大富,梅雨.高新技术企业价值评估的方法选择[J].财会月刊(下),2011,(8):65-67.

[6]刘宏岩.高新技术企业的投资价值评估[J].企业改革与管理,2018,(5):4-5.

[7]Mchawrab S.M&A in the high tech industry: value and valuation[J].Strategic Direction,2016,32(6):12-14.

[8]Seoki.Lee,Woo Gon Kim.EVA,refined EVA,MVA,or traditional performance measures for the hospitality industry.International Journal of Hospitality Management,2009,28:439-440.

[9]尤春明.浅谈对REVA的改进[J].北方经贸,2011,(7):119-120.

[10]温素彬,蒋天使,刘义鹏企业EVA价值评估模型及应用[J].会计之友,2018,(1):147-151.

[11]饶真榕.REVA在我国应用的有效性研究[J].东方企业文化,2010,(01):199.

[12]李欧,于兆河.基于REVA的高新技术企业价值评估研究[J].辽宁石油化工大学学报,2016,(02):74-78.

[13]Kellogg,D.,J.M.Charles.Real-Options Valuation for a Biotechnology Company[J].Financial Analysts Journal,2000,56(3):76-84.

[14]Schwartz.,S.Eduardo.,M.Mark. Rational Pricing Of Internet Companies[J].The Financial Review,2001,36(4):7-25.

[15]Bockman T, Fleten S, Juliussen E, Langhammer H, Revdal I. Investment timing and optimal capacity choice for small hydropower projects [J]. European Journal of Operational Research, 2008, 190: 255 - 267.

[16]刘丽.基于实物期权法的手游企业股权价值评估[J].财会通讯,2018,(11):17-21.

[17]赵雅琪.实物期权法在人工智能独角兽企业价值评估中的应用研究[D].哈尔滨商业大学,2022.

[18]黄进斌.实物期权在高新技术投资项目价值评价中的应用研究[D].西南交通大学,2006.

[19]周学江.实物期权在高新技术企业价值评估中的应用[D].浙江财经大学,2016.

[20]艾婷婷.基于收益法和实物期权法的大数据企业价值评估[D].江西财经大学,2022.

[21]赵紫薇,李谦.“双碳”战略下基于实物期权法的电力企业价值评估[J].绿色科技,2022,24(13):234-239.

[22]周文望.基于实物期权模型的专精特新企业估值研究[D].华东师范大学,2022.

[23]王少豪.高新技术企业创业公司的评估特点及方法[J].中国资产评估,2001,(2):26-29.

[24]Aswath D. Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset [M]. Hoboken: Wiley, 2001: 4-30.

[25]阿斯跃思·达蒙德理价值评估[M].北京:中国劳动出版社,2004:1-27.

[26]肖翔.高新技术企业价值评估方法研究[J].数量经济技术经济研究,2003,(02):61-64.

[27]林德文.关于高科技企业估值方式的探究[J].财会学习,2020,(13):182-183.

[28]丁丽君.互联网企业价值评估方法的选择及应用[J].市场研究,2020,(03):42-43.

## 作者简介:

黄健(1998—),男,汉族,江西赣州人,硕士研究生在读,研究方向:资产评估。

李礼(1980—),女,湖南娄底人,硕士,副研究员。研究方向:企业管理,旅游管理。