企业并购系列

并购价值评估

非上市并购企业价值创造和计算

(美) 弗兰克 C. 埃文斯 大卫 M. 华晓普 著
郭瑛英 译
汪 洱 审订

机 械 工 业 出 版 社

Copyright © 2001 by Elsevier Science (USA). Translation Copyright © 2003 year by China Machine Press.

All rights reserved.

版权所有，侵权必究。

本书版权登记号：图字：01-2002-6547

图书在版编目(CIP)数据

并购价值评估：非上市并购企业价值创造和计算/(美)埃文斯(Evans，F.C.)，(美)毕晓普(Bishop，D.M.)著；郭瑛英译.—北京：机械工业出版社，2003.6

(并购重组系列)

书名原文：Valuation for MA：Building Value in Private Companies

ISBN 7-111-12428-6

Ⅰ.并… Ⅱ.①埃… ②毕… ③郭… Ⅲ.企业-资产评估 Ⅳ.F270

中国版本图书馆 CIP **数据核字(**2003**)第** 049398 **号**

机械工业出版社(北京市百万庄大街 22 **号 邮政编码** 100037)

责任编辑：陈海娟 责任印制：付方敏

北京铭成印刷有限公司印刷·新华书店北京发行所发行

2003 **年** 8 **月第** 1 **版第** 1 **次印刷**

1000mm×1400mm B5·10.25 **印张·**2 **插页·**257 **千字**

0 001—4 000 **册**

定价：31.00 **元**

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

本社购书热线电话(010)68993821、88379646

封面无防伪标均为盗版

《新华信管理丛书》总序
登上管理的高原

2002 年 7 月，中国正式加入 WTO 半年后，我和其他几位企业老总经历了一次难忘的高原之行。在从西宁出发沿青藏公路挺进青海可可西里藏羚羊保护区的旅程中，这些平时十分活跃的老总，都不同程度地体验了一番高原缺氧的感受。

中国加入 WTO，对企业而言，就如同从平地到高原。在向高处行进的征途中，随着外部自然环境的变化，企业的生存条件越来越严峻和艰难，中国企业正经历着“管理高原缺氧症”的困扰和体验。

作为一家中国的管理咨询公司，新华信以“帮助中国企业争创一流，建立持续发展核心优势”为使命。为了实现这个目标，新华信今后将陆续推出一系列企业经营管理类图书，以帮助中国企业、企业管理人员和一切关心中国企业发展的人们，登上管理的高原。

迄今我仍深深记得，当我们一行人翻越过唐古拉山口，顶着烈日、狂风、暴雨和冰雹，历尽千辛万苦终于抵达目的地——拉萨的时候，当时的心情是何等的激动和欣慰！

如果我们特别为你精选和推荐的图书，能够在你攀登事业

高峰的过程中助一把力，将是新华信全体同仁最大的愿望和快乐。

北京新华信管理顾问有限公司

董事长　赵　民

2002 年 11 月 11 日

《企业并购系列》序

在欧美并购市场疲软的情况下，中国市场活跃的并购活动成为全球企业并购的亮点。中国并购行业的迅速发展主要有三个方面的原因。第一，宏观经济的驱动。世界各国的经济不同程度地进入了缓慢增长甚至低迷的时期，惟有中国的经济一枝独秀，这自然吸引了全球众多投资者的目光。中国进入 WTO 后的更进一步开放，无疑加强了这种趋势。第二，市场竞争的驱动。中国市场在经历了十几年的市场经济洗礼后，目前各非政府管制行业已经全面进入了激烈竞争的市场阶段。面对激烈的市场竞争，企业通过规模化而降低成本，并不断寻找新的利润增长点，已成为企业经营战略的重要措施，从而使得行业整合和跨行业扩张在所必然。第三，资产私有化大环境的驱动。为适合市场经济的需要，许多国营企业正在或即将考虑实行国退民进和国有资产私有化等资产重组活动，涌现了一股新的管理层收购（MBO）和民营企业收购国营企业的浪潮。

另一方面，中国企业并购活动也面临许多中国市场特有的关键障碍。首先，中国在企业并购方面的法律和制度不完善不健全，产权的不明晰和股权转换的困难等，成为企业并购的重要的阻碍因素；其次，地方政府为了树立和扶持地方企业而采取的保护主义措施，使得许多并购无法进行；最后，中国许多企业的老总宁为鸡头不为凤尾的人文特征和不愿放弃企业控制权的狭隘思想，使得许多

企业拒绝参与市场并购活动。

当然，这些阻碍因素只是企业并购时需要注意和解决的问题，并且随着中国经济市场化的逐步完善，这些因素的阻碍作用将变得越来越小，甚至消失。在未来的数年里，中国将会是一个十分活跃的企业并购市场，企业并购和重组将是企业战略发展的重要手段。值得注意的是，世界上许多知名企业是通过一系列并购产生的，所以并购也可以是企业发展的一个战略目标。

但企业并购的成功记录并非令人鼓舞，各种研究统计表明，企业并购的失败率高达 50%至 80%。美国《商业周刊》的研究结果表明，75%的企业收购和兼并是完全失败的。据毕马威、埃森哲和麦肯锡的研究数据，并购后六至八个月的时间里，50%的企业生产率下降，并购后一年内，47%的被并购企业的高管人员离开公司，并购后三年的时间内，62%的企业出现零增长。中国市场企业并购战绩如何，还缺乏系统的研究数据,但大企业兼并小企业失败的例子比比皆是,成功率有可能更低。为什么企业并购失败率如此之高？失败的关键原因又是什么呢？

企业并购可以分为三个阶段：

1. 战略选择阶段：企业如何通过并购扩张？达到什么战略目标？选择什么行业？选择什么目标企业？

2. 并购实施阶段：对并购企业进行价值评估和尽职调查，设计和实施交易方案等。

3. 并购整合阶段：整合企业文化、组织、管理、业务、人员和客户等。

通常文化的整合是企业并购过程中关键的难点，也是许多并购失败的主要原因。并购企业文化的冲突常常导致关键高层管理人员、核心员工以及客户资源的流失，使得并购前所预测的并购应带来的市场优势、技术优势、协同效应和成本节省等化为泡影，从而

导致并购的彻底失败。但文化整合的失败不只是一个整合方法与过程的问题，许多情形起源于在并购战略选择阶段缺乏系统全面的分析和考虑。

中国企业并购市场还处于初期发展阶段，并购的目的、方法、手段和过程等很不专业，很不规范，更谈不上遵循上述三个专业化的过程。许多并购的决策和举措出于头脑发热，或为了融资圈钱而做表面文章，缺乏系统考虑和规划，对并购整合的关注和重视微乎其微。《企业并购系列》的问世，目的是全面系统地向中国读者介绍和分析企业并购与重组的专业过程、方法和实战案例，并期望各位能结合中国市场的实际情况，灵活并充分地应用西方企业并购的知识和经验，使中国企业并购和重组活动成功的概率大幅度提高。

《企业并购系列》主要的读者对象为从事企业并购的企业高层领导和专业人员。其它感兴趣的管理人员、专业人员和 MBA 学生等也自然能从中获益匪浅。

北京新华信管理顾问有限公司

高级合伙人　高晓春博士

前　言

企业经理人员常因为模糊的价值评估而做出失败的投资和经营决策，实际上这些错误是完全可以避免的。准确的价值评估是可能的，并购交易的买卖双赢也是完全可能的。开启成功的钥匙就在本书中。

在为上百家公司、上千名公司管理人员进行价值评估的咨询服务中，我们开发了一些精确评估和成功塑造价值的工具。利用这些工具，企业所有者和经营者可以判断企业的价值、寻求驱动价值的因素，并且在并购交易和日常管理中提高其价值。

在一场并购中，卖方、买方甚至他们的顾问常常就企业价值反复谈判。他们也常为对方不切实际的期望而心情沮丧。以下列出的就是众多不确定性的一部分：

- 通常以息税前收益或息税、折旧及摊销前收益来计算的利润是否反映了对公司股东的真实投资回报？
- 盈利预测是否合理？
- 考虑投资风险的情况下，合适的投资回报率是多少？
- 并购交易是作为一项资产还是股权交易来处理？
- 为了获得最高的价格，卖方是否合理准备并包装好了公司？
- 对卖方而言最重要的个人问题是什么？

- 买方是否找到最好的并购目标，并准确量化了潜在的协同效应？
- 在现有报价上，交易是否可行？

公司估值固然莫测高深，非上市企业的估值就更加模糊不清了。这里所说的非上市企业包括不在公开股票市场交易的企业、虽然公开上市但交易极不活跃的公司或大型公司的某一部门。许多企业家和经营者年复一年地经营管理着企业，但从不知道以下这些基本问题的答案：

- 企业价值是多少？
- 战略投资者愿意出价多少来购买？
- 影响公司股票价值的主要因素是什么？
- 企业股东的真实投资收益率和回报率是多少？
- 投资收益与风险是否相称？
- 股东出卖资产是否为上策？如果是，如何卖？何时卖？

本书为解答以上及相关问题提供了工具。它是为这样的投资人和企业经营者所写，即他们缺乏由自由活跃的市场来提供判断价值的指导。我们对价值评估和投资回报问题的解决方案创造了并购进程中的衡量标准和规则，我们的方法将提高价值融合于非上市公司的年度战略规划中，为股东的投资决策指明了方向。简言之，本书是在企业经营与买卖交易中塑造价值的一幅“路标图”。

许多投资人听说过为公开上市的公司塑造价值，这些公司的股价反映了市场对公司业绩的判断。但是，当股价不存在时，制定成功的战略以及准确地衡量企业经营业绩就变得相当困难。虽然困难，但并非不可能。

我们诚邀读者使用这些工具来正确评估并购交易，或在公司的日常经营中塑造价值。让这本“路标图”为您揭开价值评估的神秘面纱，帮助您创造更多的财富。

弗兰克 C·埃文斯

大卫 M·毕晓普

目　录

《新华信管理丛书》总序
《企业并购系列》序
前言

第 1 章　如何成为并购赢家 …… 1
股东忽视的重要价值 …… 4
独立企业的公平市值 …… 6
战略收购者的投资价值 …… 7
并购双赢的益处 …… 10

第 2 章　非上市企业的价值创造 …… 15
价值和价值创造 …… 17
上市公司价值创造模式 …… 18
非上市企业价值创造模式 …… 20
衡量价值创造 …… 24
分析价值创造战略 …… 27

第 3 章　竞争分析 …… 33
战略规划与价值塑造 …… 37
评估特定的企业风险 …… 38
非上市企业常面临的竞争因素 …… 43

第 4 章　并购的市场和计划过程 …… 45
常见的交易动机 …… 50
兼并收购失败的原因 …… 51
出售战略和过程 …… 53
收购战略和过程 …… 63
尽职调查准备 …… 74

第 5 章　衡量协同效应 …… 77
衡量协同效应的过程 …… 80
衡量协同效应的关键变量 …… 83
协同效应和计划 …… 85

第 6 章　估值方法与基础 …… 87
企业价值评估方法 …… 89
使用投资资本模型定义所评估的投资 …… 90
为什么净现金流能最准确地衡量价值 …… 91
谈判需要正确地衡量回报 …… 94
调整财务报表 …… 96
兼并收购中的投资风险管理 …… 99

第 7 章　收益法——用投资回报及回报率确定价值 …… 106
为什么并购价值可由收益法确定 …… 109
收益法中的两种方法 …… 110
确定合适的长期增长率和终值 …… 116

第 8 章　准确估值的基础——资本成本 …… 119
债务资本成本 …… 123
优先股成本 …… 123
普通股成本 …… 123
资本资产定价模型的基础和限制 …… 124
修正资本资产定价模型 …… 127
组成法 …… 129
伊博森回报率数据总结 …… 134
国际资本成本 …… 138
如何为目标公司确定股权成本 …… 139

第 9 章　加权平均资本成本 …… 145
交互的加权平均资本成本确定过程 …… 148
加权平均资本成本的简化公式 …… 152
计算资本成本的常见错误 …… 154

第 10 章　市场法——应用基准公司和战略交易 …… 157
并购交易法 …… 159
上市公司基准法 …… 163
选择价值乘数 …… 166
经常使用的市场乘数 …… 167

第 11 章　资产法 …… 173
账面价值与市场价值 …… 176
价值的假设 …… 176
使用资产法为非控股权益估值 …… 177

资产法方法论 …… 177
处理非经营性资产、资产盈余或短缺 …… 183
计算调整账面价值的特定步骤 …… 184

第 12 章　价值的溢价和折价调整 …… 187
是否需要溢价和折价调整 …… 189
应用溢价和折价 …… 191
调整幅度的确定 …… 196
收益法中的控制和非控制 …… 197
其他溢价和折价 …… 199
公平市值和投资价值 …… 200

第 13 章　调整初始价值和确定最后结论 …… 201
广义角度的基本需要 …… 203
收益法检验 …… 205
市场法检验 …… 210
资产法检验 …… 211
价值的调整与结论 …… 213
评判真实的价值评估能力 …… 215

第 14 章　交易的艺术 …… 217
独特的谈判挑战 …… 219
交易结构：股票与资产 …… 221
出售条款：现金与股票 …… 227
缩小分歧 …… 229
从另一个角度看交易 …… 232

第 15 章　衡量及管理高科技创业企业的价值…… 235
高科技创业公司的主要特点 …… 238
价值管理从竞争分析开始 …… 239
量化创业公司的价值 …… 243
其他风险管理工具 …… 249
调整价值 …… 252

第 16 章　并购估值案例 …… 253
历史竞争情况 …… 256
潜在的买方 …… 258
宏观经济条件 …… 259
特定行业条件 …… 260
增长 …… 261
计算独立公平市值 …… 261
计算投资价值 …… 276
案例结论的几点考虑 …… 283

词汇表

后记

在兼并收购中，买卖双方都能创造许多价值，通过一场交易而达到双赢的目的。这正是并购交易的魅力所在，也是导致 20 世纪 90 年代美国大规模并购活动的诱因。近年来这种并购热潮已席卷全球。

本书的主题是企业价值——什么创造了价值，怎样衡量价值，怎样塑造价值，以及怎样在兼并收购中取得价值的最大化。这些概念对于并购双方同等重要，因为双方都应该并且能够从并购交易中获益。但是，实际结果却并非如此。由于准备不足或缺乏相关知识，卖方可能在不利的条件下出售资产或是接受偏低的收购价格。另一方面，所有买家都要冒着收购不当企业或业务，或是出价偏高的风险。这就是为什么并购的参与者必须深刻理解价值及其驱动因素的重要原因。

然而，理智的股东和经理人并不只是在并购时才关心价值。价值创造不仅推动着企业的战略规划，也在此过程中为企业寻求战略重点和发展方向。企业的广义目标在于为股东塑造价值，而并购战略支持并完善这一目标。只有当交易能为企业创造价值时，股东和经理人才会执行交易。

在以塑造价值为企业的广义目标下，本书解释了在并购时如何创造价值、衡量价值以及最大化价值。大部分上市公司的高级经理人每天关注价值，因为公司股票价格的变动清楚反映了价值的变化，而股价就是经理人业绩表现的记分卡。但是，非上市企业没有这种市场传导和反馈机制。这些企业的股东和经理人很少了解自己的企业价值几何，也不清楚什么因素能影响企业的价值。由于这些原因，很多非上市企业 (也包括上市公司的某些业务部门) 失去了前进的方向，经营不善。

正是因为价值难以计算和判断，对非上市企业或上市公司某一部门的价值管理特别困难，然而绝大多数的经营活动——即价值创

造或价值破坏的过程——却发生在这一操作层面。

在价值创造的过程中，准确衡量和管理小企业或企业各部门的价值至关重要。这种技能对成功的并购同样具有非常重要的意义，因为大部分的并购交易涉及小企业。虽然我们常常耳闻目睹大型上市公司的大交易，但是事实上，近年来美国发生的并购交易规模平均在 2 500 万到 4 000 万美元之间。集中控股的非上市企业或上市公司的某一业务部门成为大多数并购活动频繁发生的耀眼主角。

因此，关心价值的股东和经理人往往必须为小型企业或大企业的业务部门的价值最大化而努力，但这一层次的实体又没有相应的股价可参考。下面讲述的概念和技能，阐述了在日常管理中衡量和管理价值的方法，尤其是在兼并收购中对价值的管理。我们从理解什么是价值开始讨论。

股东忽视的重要价值

当收购方考察一个潜在的目标企业，通常首先鉴别和量化收购将带来的协同效应。他们建立一个合适的模型，预测收购后目标企业的年收入、调整后的成本水平及期望的净收入或现金流。接着收购企业用其资金成本对未来回报进行折现，得出目标企业的价值。然后，以这种价值估计为基础，并购双方开始一场意图创造价值的谈判。

假如被收购目标不是上市公司，没有公开的股票价格，一般没有人去探究收购目标对其现有股东的价值。但矛盾在于，目标企业为现有股东创造的价值恰恰是其卖点所在。大部分甚至有时几乎全部的协同效应是由收购方创造的，而不是被收购方。因此收购方不

必付给被收购方这部分的价值。但是在我们刚才描述的情况下，收购方倾向于付出这种协同效应的价值，因为收购方并不明了被收购目标作为独立实体的价值。于是，收购方既不清楚收购带来的协同效应的价值，也不知道收购的初步报价应该是多少。

被收购方往往像收购方一样不了解信息或了解的是错误的信息。被收购目标的股东不知道是否应该出售、如何寻找潜在的买家、哪些买家可以支付最好的收购价、怎样使收购价值最大化，或是怎样积极参与并购进程。毕竟，很多被收购方的经理人在其职业生涯中只经历一次这样的交易。他们很少知道企业作为独立实体的价值、什么风险或价值驱动因素对价值的影响最大，或者对战略投资者 (如果有的话) 而言，究竟企业价值多少。内部的审计人员以及外部的会计师、银行家或律师组成了传统的顾问团队，但其中没有人是企业价值评估的专家，很少有人能理解企业价值的驱动因素，理解企业作为独立实体的价值与企业在战略投资者整体布局中的价值这两者之间的微妙差别。

被收购方可以向中介机构寻求咨询服务，最常见的是投资银行家或企业经纪人。但是这些顾问一般以佣金为报酬，其前提条件是也只能是达成一桩并购交易。但是卖方股东的最好选择很可能并不是被收购，而是在被收购以前改善经营管理、重新市场定位而获得更大的收益。中介机构却很少提出这种建议，因为这将推迟得到佣金甚至可能使他们失去佣金。

由于难以听到合理中肯的意见，被收购方常常拖延交易时间。延迟处理是许多企业家最容易做出的感性选择，他们往往将自己与企业视为一体。但是随着时间的推迟，机会也经常就这样擦肩而过。经济、行业、竞争形势等外在的因素变化迅速，极大地影响着企业价值。同时，合并的趋势、技术创新、政策规定和税法的改革也可能影响着并购的机会和价值。

延迟也对资产预算和避税战略造成不利的影响，因为推迟意味着期权选择的减少。当价值快速增长时，这种不利的后果尤其严重。

因此，收购方与被收购方有着相当强大的动力去理解价值、管理价值驱动因素、追踪价值变化，这是有利于双方的举措。

独立企业的公平市值

为了股东价值的最大化，并购双方开始计算目标企业独立的公平市场价值，即卖方现有的价值。这个价值反映了该目标作为独立企业，其规模大小、寻求资本的难易、产品和服务的深度和广度、管理质量、市场份额和客户群、流动性水平和财务杠杆以及综合盈利性和现金流情况。

以这些特征为基础，美国国家税务局的收入准则 59-60 是这样定义公平市值的：“在买卖双方完全自愿、无强迫性交易，并且双方对相关事实合理知晓的情况下，财产的转移价格。”

公平市值包括了如下的假设：

- 买方与卖方是假定的，具有市场典型性，完全自愿交易。
- 假定的买方是谨慎的，但并没有协同效应的益处。
- 企业持续经营，没有被清算。
- 出售企业是为了现金的需要。
- 交易双方有能力，并且愿意交易。

公平市值概念下的收购方是“财务”意义上的买方，而不是“战略”意义上的买方。收购方付出的只是与现有管理水平相应的

管理与资金。这就排除了这样一些买方：他们因为其他的经营活动能为被收购方带来附加价值，以及（或者）为买方自身的经营带来附加价值，比如被同一行业或类似行业的其他企业收购。同时也排除了那些愿意以高价或低价收购目标企业的收购方，他们可能是股东、债权人或关联方，为了获得利益，人为地提高或降低报价，而并非出于财务能力的考虑。

公平市值概念下的被收购方也假定拥有相关事实的充分信息，如市场对价值的影响、企业风险与价值的决定因素、控制程度以及资产的流动性。

投资价值是指收购方在特定环境与投资要求下的价值，这种价值包括了战略收购者期望由收购创造的协同效应或其他益处。

公平市值所表示的是从财务角度出发，卖方可接受的最低价格，因为卖方作为企业的所有者，正享有这些价值带来的益处。非上市企业的控股股东拥有很强的流动性，可以坐享企业经营产生的现金流，或出售企业获得现金。非控股股东和少数权益股东的流动性较弱。结果，非控制性的股权价值通常比其按股权比例应有的价值低得多。

已经计算了独立市场价值的收购方也必须认识到，这只是谈判的起始价格。收购方期望交易创造的最大价值，是投资价值超出公平市值的盈余部分。因此收购方付出的任何高于公平市值的部分，都会减少收购方的收益，而被收购方则获得了这些收益。

卖方常出于非财务因素而出售企业，如将所有权转给子女、退休等。这些个人因素一旦存在，股东理解这些决定的财务影响非常重要。投机型收购者将乘虚而入，尤其在卖方处于不利的个人情况时。这些事实再次证明了必须持续关注企业的价值，必须在战略规划中始终将出售企业资产视为最大化股东价值的良好机会。这样的规划才能有效管理企业价值，也有利于从时间和结构上实现股东的

非财务目标。

战略收购者的投资价值

一个被收购目标企业的投资价值在于，特定的战略收购者通过收购取得的协同效应和综合收益，又称为战略价值。同样的目标企业对不同的战略收购者有不同的投资价值，因为收购者可能得到的协同效应不同。例如，一个收购者可能拥有比其他企业更适应被收购目标的分销系统、产品线或销售区域。一般来说，收购者就是目标企业对其价值最大的企业。充分知情的并购双方事先知道这些战略优势，进而开始谈判。

表 1-1 表现了公平市值与投资价值的区别，这是两个潜在的收购者的投资价值。投资价值超过企业公平市值的部分常被称为控制溢价，但这个词具有一定误导性。虽然典型意义上的收购者确实通过收购取得了目标的控制权，但这部分溢价是为了取得收购所创造的协同效应。因此，更准确地说，这种溢价应被称为收购溢价，主要是由协同效应而不是控制权所产生的，控制权只是激发协同效应的必要权力。

表 1-1　公平市场价值和投资价值

投资价值-2	———————
投资价值-1	———————
收购溢价	
公平市场价值	———————

讨论至此，自然引出的问题是：

- 为什么收购方会支付比公平市值更高的价格？

- 如果收购方必须支付收购盈余，应支付比公平市值高多少的价格？（如收购盈余是多大，分别以绝对金额表示或公平市值的百分比表示。）

本书第 4 章总结的统计数据表明：过去 10 年，在美国收购上市公司的收购溢价的平均数和中位数分别是 40% 和 30%。这些数字并不是基准和目标，支付溢价的基础在于竞争因素、合并的趋势、规模经济以及买卖双方的动机。事实再次强调了在并购谈判前充分理解企业价值和行业趋势的必要性。例如，对于一个公平市值为 1 000 万美元的公司而言，最大投资价值为 2 000 万美元时，比起投资价值只有 1 200 万美元时，该公司拥有更强大的讨价还价的能力。但是，要想在谈判时取得最好的售价，卖方应当努力确定最高的投资价值，有能力支付最高价格的买方，以及每个买家的备选方案，然后相应地进行谈判。

一般来说，收购方应该以公平市值为基础开始谈判。在进入谈判程序前，面对感情因素或“做成这笔交易”的心理作祟时，收购方应设立价格上限。这是买方愿意为收购所支付的高于公平市值的最高价。预先设立价格上限将鼓励收购方关注于价值，而不是赢得交易。当然，价格离公平市值越远，离收购方的投资价值越近，交易就变得越没有吸引力。以价值为导向的收购者认识到：以接近于投资价值的价格收购，要求他们必须充分取得几乎所有预期的协同效应，而且必须及时地获得预期的价值。同时，收购价格越接近买方的投资价值，则该收购为买方股东创造的价值就越少，允许买方犯错误的空间也越小。当卖方要价太高时，买方最好的选择就是拒绝这笔交易，转而寻找具有更大的创造价值潜力的企业。

上述讨论说明了关于投资的一个基础但本质的道理：要明确一

个好企业和一项好投资的区别。一个好企业可能拥有许多优势，但如果投资成本太高就会成为一项不好的投资。反之，如果购买价格低于预期收益，一个不好的企业可能提供很好的投资机会，当战略收购者具有相应优势去弥补被收购目标的劣势时尤其如此。

并购双赢的益处

为了阐述并购双赢的益处，接下来的讨论总结了卡迪纳尔出版公司（Cardinal Publishing Company）的价值评估，有关该公司的详细情况将在第16章介绍，在此仅简要解释其技术性步骤。每个步骤都将在后面的章节中详细描述。不同的技术问题将以斜体字形式出现，附以解释这些问题的参考章节。

卡迪纳尔公司成立于10年前，创业者卢·伯廷（Lou Bertin）先生在广告业经验丰富。他相信许多人同他一样爱好户外活动和乡村生活，喜欢阅读这一类的杂志。作为直邮广告专家，伯廷在创业热情的鼓舞下精心准备了一份商业计划书，投入170万美元，与另外两位各占10%的股东共同成立了卡迪纳尔公司。独特的民谣风格结合优秀的摄影、最少的广告、合适的订阅费以及创新的直邮促销，卡迪纳尔迅速从一个概念发展为拥有几份既专业又赚钱杂志的出版公司。

像许多新兴公司一样，卡迪纳尔公司的风险和种种限制困扰着伯廷。他希望退休或至少得以部分的解脱。虽然卡迪纳尔很成功，但伯廷意识到自己个人的财富越来越与公司的命运相连，风险很大，而多元化才是明智的投资。是否应该评估伯廷80%的股权价值？如果他拥有100%的股权，没有其他少数股东，评估过程和计算方法与80%时的一样吗？在其他股东拥有100%的股权时又将如

何？（参见第 12 章。）

卡迪纳尔公司最近一年的销售额达到 7 500 万美元，调整后的持续性经营的息税前收益为 750 万美元。息税前收益是衡量卡迪纳尔收益的最好指标吗？收入、税前或税后净利润或现金流是不是更好的指标？（参见第 6 章。）卡迪纳尔负债率较高。为了长期的发展，资本性开支将进一步增加。财务杠杆是否影响价值？如果是，怎样影响？（参见第 9 章。）预期的资本性开支是否影响价值？我们怎样衡量这种影响？（参见第 6 章。）

尽管卡迪纳尔发展了一批忠诚而富有的读者，并且读者人数还在增加，但以行业标准来看，公司的产品线太集中。因为卡迪纳尔的风格特殊，公司的发行系统很薄弱——完全依赖于一般分销商——这使得开发新产品和吸引新的广告客户很困难。价值评估如何反映这些风险因素和价值因素呢？如果买方能消除这些弱点又将如何呢？（参见第 3 章和第 8 章。）伯廷的工作人员主要是家庭成员和一些户外运动爱好者，伯廷本人也失去了战略规划的热情，而这种热情是保持历史发展速度所必须的。如果这些人对公司的发展不再有贡献，是否人员应有所调整？如果有人所得报酬高于或低于市场水平，是否应该予以调整？（参见第 6 章。）

伯廷就出售公司的事与商业经纪人及出版业内的人士初步进行了交流。他最担心的是这两年里，几个主要出版商也发行了与卡迪纳尔相似的杂志。虽然新杂志在质量和创意方面不及卡迪纳尔，但它们吸引了更好的广告，在报刊亭都能买到，而且在几份全国性的刊物上刊登了插页广告宣传。这些新的竞争对手迫使伯廷推迟了原定的提价计划。而且，虽然卡迪纳尔努力寻找新的广告客户，但总是无法争取到那些他最想得到的客户。卡迪纳尔的财务报表能反映出这些竞争问题吗？如果需要，应该做哪些进一步的调查呢？在评估价值时这些竞争因素如何反映？（参见第 3 章和第 8 章。）

计算卡迪纳尔的独立公平市值

作为一个中小型公司，卡迪纳尔面临着许多风险，包括有限的资本、较高的财务杠杆、狭窄的产品线、脆弱的发行体系以及较低的管理水平。同时公司拥有忠实的读者群，快速的销售增长，精美的杂志质量和一般的盈利能力，所有这些因素促成了公司 18%的加权平均资本成本。这个数值体现了公司的风险和成长前景。加权平均资本成本等同于折现率吗？等同于资本化率吗？（见第 7 章和第 9 章。）当我们用今年的净利润 480 万美元除以 14%的加权平均资本成本资本化率，公司的独立公平市值最终被定为 3 600 万美元。这是股权的价值吗？（参见第 6 章。）为何只用一年的收益来计算价值？这样如何反映未来年份的增长？（参见第 7 章。）

战略收购者的投资价值

某家规模较大的上市公司想迅速收购这种“田园”类的现有杂志，他们很清楚卡迪纳尔的优劣势。由于收购者通常拥有较强的市场优势、较丰富的产品线，收购能消除卡迪纳尔面临的种种限制，有效促进卡迪纳尔的销售和利润增长，同时减少了经营风险。这些风险的变化如何反映在价值评估中？谁应得到这部分价值？（参见第 3 章。）

因为收购后更有效的管理、更广阔的市场和更强大的分销系统，卡迪纳尔未来几年的息税前收益很可能持续增加。在随后的时间里卡迪纳尔的增长速度将与行业增长速度一致。预期的增长速度与以后的增长如何应用在价值的计算中？（参见第 7 章。）

卡迪纳尔的加权平均资本成本资本化率为 18%，收购方——著名的欧姆尼（Omni）出版公司的加权平均成本折现率大约为 12%。资本化率与折现率有何不同？分别在何种情况下适用？（参见第 7 章、第 8 章和第 9 章。）收购卡迪纳尔后，欧姆尼进入了一个新的市场，面临激烈的竞争，管理能力有所分散。由于风险的加大，欧姆尼相应调整了折现率。收购方能否用己方的折现率去计算卡迪纳尔的投资价值？如果不能，应怎样调整？卡迪纳尔的高财务负债如何影响折现率？（参见第 9 章。）将卡迪纳尔的投资资本预测净现金流先进行协同效应调整，再多期折现后，得到了对某个战略收购者而言，卡迪纳尔的投资资本价值为 5 000 万美元。什么是投资资本的净现金流？怎样计算？应分别预测多少年的现金流？（参见第 6 章。）折现过程如何反映对收益的潜在调整？如何反映风险因素和价值因素变化后的收益率？（参见第 7 章和第 8 章。）5 000 万美元的投资价值高于3 500万美元的公平市值 1 500 万美元，表明买方为收购卡迪纳尔最多可支付 1 500 万美元的收购盈余。买方和卖方的初始谈判价格应分别是多少？买方最多愿意支付多少？当有其他收购者出现时情况是否会变化？如果支付 5 000 万美元，买方是否有意义？为什么？（参见第 1 章、第 4 章和第 5 章。）

卡迪纳尔的资产负债表上，资产将近 4 400 万美元，净资产 1 500万美元。这种资产结构如何影响价值？（参见第 11 章和第 12 章。）卡迪纳尔所在的出版行业的上市公司一般被收购时的息税前收益乘数从 3 到 18，平均为 8。这些因素应怎样予以考虑？息税前收益乘数能计算出股权价值吗？（参见第 10 章。）另一个上市出版公司最近以高于市价 72% 的溢价被收购。估值时应考虑这次交易吗？（参见第 10 章。）

既然卡迪纳尔不是上市公司，流动性较差，是否价值应有所降低？另外，卡迪纳尔有少数股东，所出售的那部分股权具有控制

权，因此价值是否应有所增加？（参见第 13 章。）

收购方有何策略可以减少收购中的风险？（参见第 4 章和第 16 章。）收购方怎样有效地评估协同效应？（参见第 5 章。）

被收购方有何策略可以塑造价值？能事先进行被收购的计划吗？（参见第 2 章和第 4 章。）

显然，在兼并收购中，买卖双方都有所得。但是，为了创造价值，他们必须能够衡量和管理价值。因此，双方必须首先明确和量化那些创造价值的因素。通常，所有这些都必须在一个没有股价参照的非上市企业或上市公司的一个部门里进行。随后的章节将详细阐述怎样在非上市企业的管理中提高价值，怎样在并购中创造、衡量和管理价值。

行文至此，“价值”和“创造价值”已被赋予了丰富的含义。并购的买卖双方必须认识到战略规划是怎样影响获取价值的最大化，这种影响既体现在并购交易中，也反映在企业的日常运行中。在非上市企业、上市公司的部门以及交易清淡的上市公司中，要有效管理价值创造，首先必须衡量价值。这就要求我们准确定义和衡量“投资回报”、“投资”以及“投资回报率”，以便准确计算价值和投资回报。然而这些简单的指标总是错误地被衡量并使用于非上市公司。结果，这些公司真实的经营情况及其导致的价值创造或价值破坏都不为人所知，投资者甚至不知道自己得到的是错误的信息。因此，就让我们从正确理解价值和投资回报的基本概念开始！

价值和价值创造

“价值”表示事物所具有的益处，它可以用多种方式衡量。例如，某个家庭的传家宝可能经济价值不高，但蕴含较高的情感价值。我们的讨论关注经济价值，但也承认，非经济或个人因素常常影响非上市公司的投资决策。当投资人因为个人原因做出决定时，应该定量地分析相应的影响，以便了解由此带来的经济后果。

为了实现一项投资的经济价值，投资人必须通过所有权或交易获得投资回报。因此比较价值和投资回报，要注意相应的市场条件和货币单位将影响投资的流动性。

价值和投资回报包括下列基本的关键概念：

- “回报”（Return）是来源于某项投资的预期未来净现金流，我们将在第 6 章中阐述。收入的衡量只是用经营成果来估计，通常以会计中的权责发生制为依据而不是以投资方的实际现

金收付为依据。以往的收入或现金流记录的是企业经营历史的概貌，但它们与任何现时的投资决策无关。投资人应特别关注的是将来的净现金流，因为这才是投资人的惟一的经济利益。

- “投资”（Investment）的计算过程是将上述的预期未来净现金流用反映风险水平的投资回报率折现而得到的现值。公平市值通常反映对买方而言的经济价值，投资价值则意味着对战略收购者的更高价值，明智的投资人应同时掌握这两种价值。衡量价值的其他指标，如账面价值或历史成本，都是不准确的。只有现有的价值才能反映出当投资者决定继续持有或出售其投资时所具有的财富。
- “风险”（Risk）衡量的是预期未来净现金流的不确定性。在没有风险的情况下，未来的每一美元的回报无论性质多么投机也同样地吸引人。因此，风险是量化公平市值和未来现金流投资价值的基本变量。定量分析非上市公司的风险或投资回报率，需要敏锐的眼光和丰富的知识。但是，它的确是可以准确衡量的，第7章和第9章将详细解释这一点。

上市公司价值创造模式

理解非上市企业的价值创造，首先要分析上市公司的价值模式：在预计未来净现金流回报后，投资者衡量公司的相对风险水平，通过股票价格来反映价值。

投资于公开上市公司的普通股票时，价值创造和投资回报相当清晰。投资者预期的未来现金回报（净现金流）是股利分配和股票升值，后者是由下一期间的预期的现金回报及其增长所决定。因此，

公开上市公司的普通股的价值最终是所收到的现金红利及其增长，这种预期的增长体现为股票的升值。

上述普通股价值理论是建立在预期现金回报被人们广泛接受的基础上，但许多投资决策却以无关的投资和价格数据为依据。公开的证券市场提供现行的股价信息，一些投资者关注投资的历史价值，另一些投资者则关注股票的现有价值。后者的选择是正确的。在财务术语中，投资人的最初投资是“沉没成本”。它不是将来的回报，与投资人的现行决策无关，而且也绝不可能被投资者所改变。另一方面，股票的现有价值则是相关的，因为它代表了投资人相对其他投资方式的现时选择。投资者应关注现有价值，因为决定持有股票就意味着放弃了其他的同样价值的投资方式。

当我们将回报定义为净现金流，投资者注意现行市价，而不是历史价值，此时风险就被量化了。股价和预期回报之间的关系反映了不同的风险水平。为达到投资目的，投资者从大量的风险与回报的组合中选择项目，高风险的投资必然要求较高的投资报酬率。由于能及时获得每天的股价和公司周期性经营业绩，投资者研究现行股票价格和未来现金流相当方便。

现在我们的分析涉及历史收益。常见的市盈率（P/E）是现行股价和前期盈利的比值，但越来越多的投资者认识到将来的情况可能不同于过去，媒体对公司盈利披露的报道也充分证明了这一点。人们通常将上市公司发布的盈利与市场的预期作比较，这种预期基于对未来价值的判断，而历史数据主要用来评价预期的可信度。

研究公开上市公司股票的历史回报率的数据，投资者可以把握风险和预期回报的关系，合理预计回报率。年度投资回报率的测算与以下的数据有关：

- 投资，以期初的现金支出表示。

- 回报，以当期的净现金流入表示。

这些概念将在第8章中阐述，伊博森研究会（Ibbotson Associates）年度报告也提供相关数据。投资者可利用这些数据，将平均历史投资回报与它们的预期水平相比较。

综上所述，上市公司价值估算模式以投资回报和风险为基础，其中投资回报以预期未来净现金流表示，风险以乘数或比例形式表示。这个模式也适用于其他投资方式的分析和比较。股价的变化反映了投资者对预期净现金流、风险或两者兼有之变化的反应。

非上市企业价值创造模式

为非上市企业（也包括上市公司的部门和交易清淡的上市公司）正确评估价值和投资回报，关键在于调整上市公司投资模式，以适应非上市企业的特点。

非上市企业投资难以准确评估，原因在于：

- 资本方很少知道真实的现金回报。传统的计量公司盈利的会计方法往往不能准确衡量股东的投资回报。首先，有关收入的数据常被人为操纵，以达到避税或其他分散收入的目的，不能真实反映公司的经营业绩。其次，权责发生制会计方法下的收入与现金流截然不同。其他常用的收入指标有息税折旧及摊销前收益（EBITDA）、息税前收益（EBIT）以及税前净收入。这些都不是对投资者的现金回报，因为税收、营运资本和固定资产投资必须在得到现金之前先行支付。第三，债务资本成本以利息费

用表示，但没有考虑权益资本成本，于是公司投资回报反映的只是部分而不是全部的融资成本。因此资本方对于真实现金回报并不知情。

- 会计上对“投资”的传统确认方法令人误解。传统的投资回报分析可能将投资者多年前对非上市企业的资本投入作为投资。即使更普通的做法也是以资产的账面价值或公司财务报表的股东权益来表示投资，但这些数字很少能反映现有的价值。为了克服这个缺陷，人们有时以企业拥有的有形资产的评估价值表示投资。但是对一个盈利性好的企业而言，这样做忽视了投资者所拥有的大量无形资产的价值。因此资本方常用于衡量投资的价值并不正确。
- 投资的相对风险——预期未来回报的不确定性——没有规范地加以量化。虽然投资者知道中小型企业风险较大，但他们不了解怎样将风险转化为与之相应的投资回报率。因此，资本方并不清楚合适的投资报酬率应是多少。
- 因为不能准确计算期望的回报，风险没有量化，现有的公平市值就不为人知。当这样的企业或企业的部门被一个战略投资者收购，股东也不知道在考虑收购协同效应后，企业的投资价值究竟是多少。由于相关价值的不可知，资本方很可能错失重要的投资或出售企业的机会。

上述的问题可以用下列三个步骤阐述。

1. 衡量投资回报。估计企业的真实经营回报，以企业投资资本的净现金流表示。这是在满足了企业内部需求，包括税收、运营资金和资本性支出之后对债权人和股东的净现金流。第 6 章描述了这个计算调整过程。为了合理计算回报，我们首先回顾企业的经营历史，判断未来情况可能与过去的不同。非经营性或临

时性的收入或费用项目，如出售资产的费用或收入，不能反映持续经营业绩，应该不予考虑。同样，为减少纳税而进行会计操纵的收入应进行相应调整。例如，股东拥有的房屋由公司使用，公司以高于市价的水平向股东支付房屋补贴或租金，相关费用应调整为市场水平。

调整后的结果是预期净现金流，这是在企业满足了现金需求之后，现有的资本方能享有的部分。现金流的增长率几乎是所有公司的主要价值驱动因素。

为了估计企业对战略投资者的投资价值，我们重新计算现金流以反映所有的协同效应或整合益处，包括收入的提高和成本的减少。第5章将阐述并分析这些益处。

2. 衡量风险。由于每项投资都潜藏着独特的不确定性，这种风险必须加以估计和量化，以决定风险对价值的影响。我们用期望的投资回报率或加权平均资本成本衡量风险。以下的程序将在第8章和第9章进一步阐述：估计一个适合计算企业公平市值和投资价值的投资回报率，相应得出的价值反映了如果企业被收购而成为某个更大企业的一个部门时，现金回报与风险组合的变化。

企业要求的投资回报率体现了风险和预期的未来净现金流。当公司被一个更大的公司收购时，这种风险一般大幅减弱，较低的风险通过一个更低的投资回报率来提高公司价值。

3. 衡量价值。应用步骤1中的投资资本净现金流和步骤2中的加权平均资本成本，估计企业的现有价值，也就是经过风险调整后的预期未来现金流的现值，第7章将予以解释。我们计算两次价值，一次是企业的独立公平市值，另一次是企业的投资价值。当同时存在几个并购投资者，我们应针对不同的风险和回报估计对每一个投资者的投资价值。

这三个步骤计算的是股权的价值，还是债权与股权的价值？

好问题。早先谈到了上市公司模式计算股权价值——股票价格。非上市公司价值创造模式的三个步骤计算的是债权和股权价值。因为我们想知道的是整个公司的价值，无论融资方式是怎样的。第 6 章将说明两者的不同。

这些结果表示了公司作为独立企业的公平市值，以及对战略收购者们的一个或多个投资价值。所有的价值都建立在市场风险和预期净现金流回报的基础上，并以相关的、现在的数值来表示。

为了判断这些价值估计的可靠性和准确性，我们使用各种以市价为基础的乘数来检验，如广为人知的市盈率值。通过应用市场法来进行检验，第 10 章将讨论这一方法。市场法通过比较类似投资方式的价格来确定价值，市场乘数检验公平市值和战略价值。

请注意这三个步骤怎样与上市公司投资模式紧密对应。当评估上市公司的投资时，先考虑的是预期投资回报（以股利或资本利得形式的净现金流），随后应详细地考察市场风险——经济风险、行业风险和公司风险——以评估投资方收到现金流的可能性。最后综合这些回报和回报率变量，确定合适的价格，即该股票的价值。

增长本身能创造价值吗？

许多股东和公司管理者惊讶于这样的现实：公司的收入或资产的增加并不能自动创造价值。规模的增大并不必然导致现金回报的增加或风险的减少。伴随着盈利的增长，通常需要营运资金和固定资产的现金投资，这恰恰减少了公司的预期现金流。所以，只有在降低了风险或创造了正的净现金流，并且考虑了资本再投资的需求后，增长才能增加价值。

当上市公司的投资者发现，一些竞争性因素可能影响公司的预期回报或风险，他们就会相应地买入或卖出股票，于是公司股票的市场价格随之发生变化。这个过程说明了，净现金流回报和回报率的预期的变化怎样影响着股票的价值。非上市企业竞争形势的变化也同样影响着现金流和风险的组合，最终影响企业的价值。投资者应该认识到这些因素的存在，分析它们对价值的影响，根据新的竞争情况调整公司的战略。

衡量价值创造

前文已清晰定义了衡量价值的两个关键指标——回报和回报率。从概念上说，价值创造现在变得既明显又简单：追求能提高回报、降低风险或两者兼有的战略。但是实际应用却困难得多，为了保证有效的价值创造，我们应充分理解这种理论上的目标。

计算价值是将未来回报用一个反映风险水平的折现率折现为现值，表 2-1 显示了估值的数学模型（详见第 7 章）。

表 2-1　多期折现估值模型

$$V=\frac{r_1}{(1+d)}+\frac{r_2}{(1+d)^2}+\cdots+\frac{r_n}{(1+d)^n}$$

其中：

V——价值；

r——收益；

d——折现率；

n——预期期限的最后一年。

假设公式中的回报每一年都是一个常量（constant），表中的多期折现计算可化简为表 2-2 的资本化计算。

表 2-2　单期资本化估值模型

$$V=\frac{r}{d}$$

让我们看以下的例子，它说明了通过增加企业净现金流的方式创造价值。某公司五年前收到初始资本投资 1 000 万美元，去年末的资产负债表上显示公司资本金账面价值 1 500 万美元。截止到评估基准日，公司的有形资产总价值 1 800 万美元。结合公司近年财务报表和未来盈利预测，明年的投资资本净现金流估计为 500 万美元。假设公司的加权平均资本成本为 15%，预期公司的净现金流回报没有实质性变化。该公司当前公平市值的计算见表 2-3。

表 2-3　单期资本化现有价值计算

$$\$\ 33\ 333\ 333=\frac{\$\ 5\ 000\ 000}{15\%}$$

首先请注意这个价值超过了最初的 1 000 万美元投资、1 500 万美元的账面价值以及有形资产评估值 1 800 万美元。因此，与投资者相关的价值就是未来回报的现值，它反映了投资本身带来的当前财务好处。而且，这 3 333 万美元的价值，是建立在预期来年能收到 500 万美元净现金流的基础上的。

为了促进公司价值的增长，管理层计划推出新的产品线，预期将在第 1 年增加投资资本净现金流 20 万美元，第 2 年增加 30 万美元，第 3 年增加 40 万美元，第 4 年增加 50 万美元，之后增加额将保持不变。这些增加的回报，是支付所有费用、营运资本和资本性开支之后可供资本方支配的净现金流。再次假设公司的资本成本为 15%，新产品线创造的价值见表 2-4。

表 2-4　新增收益资本化价值计算

年份	1	2	3	4
投资资本的净现金流（NCF_{IC}）的增加额	$ 200 000	$ 300 000	$ 400 000	$ 500 000
新增净现金流的资本化价值	$ 1 333 333	$ 2 000 000	$ 2 666 667	$ 3 333 333
15%收益率时的现值	$ 1 333 333	$ 1 739 130	$ 2 016 383	$ 2 191 721
累积新增价值	$ 1 333 333	$ 3 072 463	$ 5 088 846	$ 7 280 567
初始价值				$ 33 333 333
总价值				$ 40 613 900

表 2-4 的计算表明公司每年的价值都在增加，因为新产品创造了可持续发生的净现金流的增长。年金被资本化后，得到预测年份新创造的价值，这些数值再折现为现值。因此，增加的投资资本净现金流为资本方增加了价值。

减少企业的风险也可以增加价值。比如，假设该公司无法增加上述的产品线，但可增加一条不同的生产线，需要 100 万美元的初始投资，不产生新的现金流。但是，这种新产品将创造新的客户群，拓展新的市场，降低对单一客户的依赖性。管理层估计这会减低公司的风险，资金成本可从 15%减为 14%，第 18 章和第 19 章将对此详细解释。对价值的相应影响见表 2-5。

表 2-5　降低资金成本新增价值计算

$$\$\ 35\ 714\ 286 = \frac{\$\ 5\ 000\ 000}{14\%}$$

资本化价值	$ 35 714 286
减去：资本投资	- $ 1 000 000
总价值	$ 34 714 286
减去：初始价值（表 2-3）	- $ 33 333 333
新增价值	$ 1 380 953

表 2-5 计算的价值高于表 2-3 的价值，因为 500 万的投资资本净现金流的资本化率是 14%而不是 15%。更低的资本化率表明企业风险降低，说明市场认为将来取得这些回报可能性更大。价值的增加也反映了新产品线需要的 100 万资本性开支。因此，降低的风险为资本方增加了价值。

公司的风险概况能否有较大的变化？
我们能准确衡量这些变化吗？

第 8 章和第 9 章说明计算回报率的过程。虽然其中确实涉及对未来风险的判断和认知，量化回报率的过程却是可靠准确的，尤其对于已成立的公司而言。中型公司——其销售收入从 1 000 万到几亿美元不等——比大型上市公司更不稳定，所以，这些公司的市场价格波动性大。例如，在第 8 章中我们将讨论，在纽约证券交易所交易的规模最小的 10%的公司，几乎比规模最大的 10%的公司的价格波动性高 50%。因此，中型公司的风险可能变化很大。但市场上有相当的信息和技术可用于量化风险变化对股票价值的影响。

分析价值创造战略

应用投资回报率分析工具——杜邦分析，我们可以监测公司价值创造的历史情况和未来潜力。杜邦分析来源于一个世纪前，杜邦公司的科学家分析多元化投资的经营业绩。这种分析将边际利润和资产周转作为影响资产收益率的两大因素。

杜邦公式涉及会计上的“收益”和“投资”概念，我们在前文中已讨论过它们具有误导性。它们使用会计上的收入和账面价值的投资，可能扭曲经营成果和价值评估。但是，在合理调整和谨慎应

用的条件下，杜邦分析可以帮助我们发现和量化价值驱动因素，最终制定并实施战略，以提高投资收益和创造价值。

杜邦分析发现了构成边际利润和资产周转的基础，而这两者又解释了表 2-6 的等式中的净经营资产收益率。

表 2-6　杜邦分析

边际利润率		净经营资产周转率		净经营资产收益率
投资资本净利润/销售收入	×	销售收入/净经营资产	=	投资资本净利润/净经营资产

边际利润，又称为销售利润率，用利润与收入的比值来衡量 1 美元的销售额中有多少利润。如前所述，非经营性或非持续性收入或费用项目应被排除在分析之外。扣除所得税影响之后的利息费用应加回利润中，以免融资成本影响经营业绩的分析。这样得出的结果是标准化的公司税后、资金成本前的净利润，被称为投资资本(I/C)的净利润。提高边际利润的方法是增加收入或减少费用，为此必须关注表 2-7 中的有关因素。

表 2-7　边际利润的价值驱动因素

价值驱动因素	损益表账户
市场 客户 广告和营销政策 销货量 定价	销售收入
生产能力 生产效率 产品设计 原材料选择和成本 人力成本 管理费用及使用	产品成本
仓库和流通费用及其效率 营销、广告和销售成本 管理政策和成本	经营费用
性质 战略 税率	收入税

在评估以上这些影响利润的因素时，管理者应该结合企业的战略计划及优势、劣势、机会和威胁（SWOT）分析，这些内容我们将在第 3 章进一步讨论。通过 SWOT 分析，管理者可以发现和判断改变这些因素的可能性，从而提高盈利水平。

大部分的管理者和股东清楚地认识到提高收入或控制成本与盈利关系密切，并且这种关系有助于塑造公司价值。但是很少有人看到资产运营效率即资产周转率的重要性。它是价值的主要组成部分，衡量一定资产所能产生的相对收入。提高价值的途径就在于，资产的增加带来更大幅度收入的增加，或者收入的减少伴随着资产更大幅度的减少。这个目标可以通过提高主要资产管理水平实现，如改善应收账款回收期、库存周转率和固定资产周转率等指标。表 2-8 列出了影响总资产运营效率的主要因素。

表 2-8　资产周转率价值驱动因素

价值驱动因素	资产负债表账户
客户群 行业实际 信用政策 收款程序 销售折扣 信用损失风险	应收账款收回期
供应商能力 采购、处理及存储成本 客户忠诚度和库存不足风险 生产要求 分销能力 过期风险	库存及其周转
供应基础和采购能力 行业实际 付款政策 现金流能力 现金折扣 信用情况	应付账款，付款期限
现有及预期能力 生产和计划效率 仓储及分销效率 资本限制 零售 /供应商能力和可靠性 自制或购买	固定资产及周转

在评估这些影响资产运营效率的因素时，管理者也应该回到SWOT分析上，考虑在公司的内部能力和外部环境条件下，改善这些因素的可能性。

在传统的杜邦分析中，边际利润以百分比表示，资产周转率以倍数表示，两者的乘积是资产回报率。这个百分数形式的回报率依据传统会计意义上的“利润”和“投资”计算，因此在本书中不作为重点关注的对象。我们关注的是股东价值，分析的是现在和将来能够提高盈利能力和资产周转能力的战略，考察的是这些战略对净现金流和风险的影响。净现金流是由销量、毛利率、税率及营运资金和固定资产的投资需求决定的。风险则由公司的 SWOT 分析和竞争分析得出，最终通过加权平均资本成本来定量地体现。其中加权平均资本成本反映了公司经过风险调整后的债务成本、股权成本和资本结构。图 2-1 概括了价值创造分析的组成步骤，第 3 章将介绍影响加权平均资本成本的竞争分析，第 9 章解释确定 WACC 数值的方法。

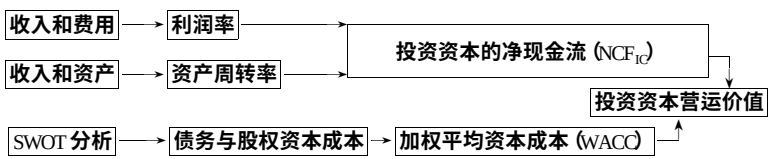


图 2-1　价值创造的组成

图 2-1 从左至右的流程可以总结为如下的几点：

- 收入减去费用，可以得出销售产生的边际利润。
- 收入与资产的比值是使用一定资源产生的销售量，反映了资产使用效率。
- 利润率与资产周转率结合得出 NCF_{IC}，即债权人和股东的现

金收益。

- SWOT 分析考察公司的外部环境和内部能力。
- 债务和股权资本成本由公司的外部环境和内部能力决定。
- 债务人和股东的净现金流收益用 WACC 折现或资本化，得到公司的经营价值，其中 WACC 结合了债务与股权成本。

具备以上这些信息后，价值创造的关键就是制定能最有效提高净现金流或减少风险的战略。在执行过程中，经理人往往偏离这个战略，片面追求销量或资产的增长而不考虑对净现金流的影响。而且这些增长通常伴随着风险的增加，因为公司很可能涉足非主营业务或进入新的不熟悉的市场。所以管理层应该定量分析每一个战略对现金流和风险的影响，客观地评价公司在现有竞争格局下执行战略的能力。

这些价值塑造的概念与一般所称“附加经济价值”战略有何区别？

它们很相似。附加经济价值使用了所有权的调整方法，而价值塑造的目标在于追求如下的战略：

- 通过增加收入、减少费用和更有效地利用资产这三者的组合达到增加净现金流的目的。
- 在一定回报下减少企业的风险，从而降低企业的资本成本。

现在非上市企业的价值创造应该是显而易见了，它采用了上市公司的模式，但要求管理层在缺少公开股票市场价格的条件下，更

多地关注和准确地评估价值。关键问题是探求创造现金流的战略，确保成功的最大可能性。这就要求深入理解并时刻注意上文所述的风险和回报。在下一章里，我们将探讨怎样分析一家公司的战略地位，以便评估和确定风险。

我们已经明确了，企业的价值是由预期净现金流和相对风险水平决定的。为了衡量价值并管理价值创造，人们必须准确评估企业所处的竞争环境，包括分析影响经营的外部和内部环境。许多公司在每年制定战略规划流程中按部就班地进行这些步骤，但是大多数的非上市企业并没有将战略规划的结果与创造股东价值的最终目标联系起来。竞争分析是价值评估的一个基本步骤，无论这种评估是为了并购、改善经营水平还是其他原因。

许多人认为价值评估主要是财务计算。他们分析历史的经营业绩、市场定位和现金流，计算财务比率并与行业平均水平比较；在这些信息的基础上做出预测财务报表；最后依据这些数据计算出企业的价值，并且对他们的评估结果感到信心十足。

这个过程忽视了财务报表的主要弱点：它们描述的只是企业经营业绩的结果，而非原因。企业的成功一般取决于是否能够以合适的数量和质量及时高效地生产产品或提供服务，以及是否能够以合理的成本、富有吸引力的价格有效地推广、销售和分销产品或服务。同时，成功也涉及大量外部和内部因素，这些因素必须作为价值评估的一部分加以评估。本章讨论怎样进行竞争分析，来评价一个公司的战略地位和竞争能力。

风险与价值驱动因素的自测题

很多行业的企业价值评估建立在利润、现金流或收入的乘数基础上。关键是目标公司的优势和劣势决定了合适的乘数，一些因素能影响这些乘数的高低变化，而高超的评估技巧就在于对这些因素有敏锐的直觉。下面列出了 20 个因素，请你从买方或卖方的角度判断这些因素一般是增加还是减少企业价值及相应乘数。答案在问题之后。

1. 具有较强的品牌和良好的客户忠诚度。

2. 销售集中在一些关键客户上。
3. 生产环境及设施保持良好。
4. 行业规模小，用户群有限。
5. 为股东持续提供较高的净现金流。
6. 只是整理、回顾会计报表，而没有审计报表。
7. 具有竞争优势，如技术、地理位置或特殊产品线。
8. 营运资金缺乏，融资能力有限。
9. 总体上，未来经济和行业发展形势有利。
10. 对公司的主要部门或子公司管理不足。
11. 产品组合多样，客户分布在广阔的不同地区。
12. 产品属差异性小的日用品。
13. 所属行业规模大，发展快。
14. 行业内存在大量闲置生产能力。
15. 行业进入壁垒高。
16. 替代品和技术老化的威胁持续存在。
17. 在细分市场上占有较强地位。
18. 通过中间商销售产品，对终端用户了解少，接触少。
19. 是低成本或高质量，或两者兼有的生产商。
20. 曾经与用户、供应商或员工有过法律纠纷。

当企业的利润乘数为 4 到 8 倍时，所评估的价值的变化空间较大。以上列表中的奇数项，一般促使企业价值乘数达到较高水平，而偶数项因素则对价值有负面影响，相应的价值乘数也将降低。这些因素对不同企业的重要性不一样，需要我们在评估中仔细确定不同的权重。最后要注意的是，一项驱动因素可能影响企业独立经营的评估价值，但是因为被并购后的协同效应，影响就消除了。

战略规划与价值塑造

为确立发展目标和方向，企业每年都将部署战略规划。在第一年里企业一般确立一个使命，目的不仅在于定义企业存在的意义，而且帮助管理者和员工发现那些与公司利益相关的关键群体。这些群体通常被称为利益相关者，企业对他们的长期利益负有责任。下面是一份典型的使命宣言：

> 我们的使命是为客户生产高质量的产品，提供优质的服务，同时为股东创造最高的投资回报，为员工提供一个安全高效的工作环境，以及为社区建设做出有益的贡献。

人们一般有意较宽泛地描述使命，比如以上的使命几乎适用于所有的盈利性组织。通过使命这个概念，管理者和员工每年都重温这样两个问题：公司为什么存在？公司长期服务的目标是谁？

以公司存在的意义为起点，管理层开始制定年度战略规划。首先由董事会和高级管理层确立一个长期目标。然后，根据这个目标，公司的各个机构和部门订立与长期目标相一致的中期和短期目标及计划。这些目标计划经历了提议、评估、重提议、最终通过的全过程，直到各个管理层级达成共识。在此过程中，每一个级别的计划都伴随着相应的预算，从财务上说明怎样完成这些目标和计划。

在战略规划的制定过程中，一个关键步骤是进行竞争分析。这种分析一般是通过评估公司的外部环境和内部能力进行，明确公司的优势、劣势、机会和威胁。外部分析考察影响公司经营和竞争地位的外部因素，包括经济和行业情况。内部分析考察公司的自身能

力，包括生产规模和效率、市场营销、促销和渠道的有效性、技术能力及管理层与员工沟通的深度、质量和渠道。SWOT 分析描述了公司所处的竞争环境，有助于制定最适宜的竞争战略。换言之，通过 SWOT 分析，管理层能够根据行业状况和公司竞争情况制定战略。

当为评估价值而准备做竞争分析时，同样也要进行 SWOT 分析。它说明并评估公司怎样经营，怎样与供应商、客户相互影响和依赖，怎样应对竞争。从这些信息中人们可以判断，在行业和经济条件的大环境下，这家企业与竞争对手相比存在的风险。进一步深入分析时，人们就能发现隐藏在企业财务报表的经营结果背后的原因。也就是说，人们能够发现在特定的竞争环境下，为什么企业这样经营。而且，因为投资注重的是将来，竞争分析最终是用来评估企业的预期经营情况。历史提供了可追溯的记录，而价值主要取决于未来。

竞争分析中应用的影响因素也被称为价值因素和风险因素。风险因素导致了公司的不确定性；价值因素反映了公司的优势，这种优势使风险最小化，使净现金流回报最大化。随着对风险因素和价值因素的辨别，企业的战略优势和劣势也逐渐凸显。这些因素最终量化体现在折现率中，反映企业在竞争形势下的总体风险水平，并预测未来净现金流。

评估特定的企业风险

本书第 8 章将介绍折现率的确定过程。折现率的主要要素是非系统风险，它是竞争分析的具体化，衡量公司相对于同行的特定风险。非系统风险一般涉及在三个层次上的评估：

1. 经济。
2. 行业。
3. 企业。

竞争分析从宏观经济环境分析开始，越来越具体，先是关注目标公司所处行业，然后是目标公司的子行业，最后考察企业自身。竞争分析一般注重将来，因为它考虑的是公司未来经营的环境。

宏观环境风险

评估风险首先要考察所有企业共同面临的环境。这些环境包括政治、政策、社会经济、地理和技术因素，但主要关注经济气候。具体的经济因素有经济发展的总体指标 (如国民生产总值或国内生产总值)、通货膨胀率、利率、失业率以及类似因素。通常，企业面向的市场及客户群决定了分析的范围。例如，一个全国性或国际性公司必须考虑宏观经济环境，而对于一个本地公司而言，客户主要在当地，就要更多关注当地省市的经济环境。

对政策、政治、文化和技术因素的研究深度，取决于这些因素对企业经营的影响程度。对某些行业中的企业，如保健行业，政策管制历来较强，就要求详细分析政策因素怎样影响企业的经营业绩；当预期主要规章或政策将有变化时，应该详细分析影响情况。同样，预期技术变化，应相应地考虑这种变化对企业经营的影响。尤其是对于以技术进步为主要成长因素或对技术进步特别敏感的公司，更应该对技术因素作深入分析。

大部分的宏观经济因素不在企业的直接控制之列，但为了评估影响结果，人们必须分析这些因素。

行业分析

行业分析考察某个特定行业的总体吸引力，比较目标公司与竞争对手的相对市场定位。行业定义的范围要尽可能具体化。例如，保健行业可能被细分到家庭护理，其中又分为个人护理和护理用品。同样，饮食服务业可以进一步细分为餐饮业，再分为快餐和非快餐，还可分为是否有酒精饮料。需要注意的是，行业规模将影响分析师细分市场的能力。为了行业成员的利益，规模大的行业往往有专业的组织进行行业研究。

从行业层次到公司层次，管理者必须制定并实施战略，才能将公司引向成功，其目标是在开发公司战略优势的同时，尽可能地减少劣势的影响。

人们发展了多种方法和模型实施战略分析，其中最有名的来自于迈克尔·E·波特（Michael E. Porter）的《竞争战略》。此书提供了一个分析竞争者和行业结构的模型，包括进入壁垒和新进入者的威胁，谈判能力和用户、供应商的影响，替代品或服务的威胁。波特描述了总体战略，包括细分市场领先、差异化和集中化等不同的战略选择。

行业分析的目的在于，发现并分析行业因素怎样影响企业的竞争能力。因为这种分析也是面向将来的，它考察的是企业在特定战略优势和劣势条件下各种可能的经营情况。战略分析应该认识到“定位”的概念，这个概念是建立在多样化、需求、满足及权衡这些因素的基础上的。

波特在随后的其他著作里继续建立这个模型。在他的经典文章《什么是战略》中，波特讨论了“战略重建”的问题，说明了已成立的公司重新制定战略面临的挑战。原文如下：

大多数企业将初次成功归功于独特的战略定位，并且在确定定位时一般都经过仔细而清晰的权衡。各种经营行动都与这种定位一致。但是，随着时间的流逝，发展的压力越来越大，这种定位逐渐模糊。最初的变化是不知不觉的，后来能感觉到连续发生的一点点变化，在此过程中许多已成立的企业逐渐与竞争对手同化。这里的问题不是这些企业的原有定位不再有效，而是它们面对重新开始的挑战，就像一个新入行的企业一样。这个问题产生的现象是：已成立的企业利润增幅减缓，缺少清晰的战略。通过产品的多样化、新客户群的拓展和竞争者的模仿，现有企业失去了原有的战略定位。这些公司为了将产品销售给更多的客户，与竞争对手逐渐趋同。

有一些方法能帮助企业重建战略。首先要做的是仔细考虑现在已做了什么。大多数已成立的企业内部隐藏着独特的核心价值。通过回答以下的问题，我们可鉴别这种独特之处。

- 我们的产品或服务最与众不同的是什么？
- 我们的各种产品或服务中最能盈利的是哪些？
- 哪些客户最满意我们的产品或服务？
- 哪些客户、渠道或购买情况是最赚钱的？
- 我们的价值链中，哪些行为是最与众不同且最有效的？

在这些独特核心的外面是随时间累积的外壳。就像一种海洋甲壳类动物藤壶一样，必须去除这些外壳才能发现隐藏的战略定位。小部分的客户及少数产品可能为公司带来大部分的收入甚至利润，而挑战就在于重新强化这种独特核心，并且使公司的经营活动与该核心相一致。边缘客户或其他产品可以通过出售、忽视或提价等形式予以淡化。

公司的历史对人也是有启发性的。创业者的目标是什么？当时公司的客户是谁？产品是什么？回顾历史，人们可以重新审视最初的战略是否还有效。过去的定位是否能以更现代的方式来执行，以便与今天的技术发展和商业实践更加切合。这些思考可能促使人们更新战略，向企业提出恢复自身独特性的挑战。这种挑战可以激励企业重塑信心并做出必要的抉择。

无论对企业的年度战略规划，还是企业的价值评估，行业分析都是关键的步骤。管理者必须清楚地理解行业的相对优势，影响这种优势的市场和结构特征，以及在这种环境下赢得竞争的必要资源。为了合理地评估企业的经营情况，价值评估师必须熟悉行业分析和战略规划的特殊知识，它们对准确的价值评估和兼并收购决策具有重要的作用。

企业分析

在分析企业的优势和劣势时，我们应该考虑前文所述的外部经济和行业因素。或者说，内部分析应该反映企业外部环境，SWOT分析也不例外。

合理的内部分析将考察企业的经营历史，尤其是竞争因素，即造成财务结果的原因。然后分析预期未来经济和行业环境、与过去的不同之处，以及企业在这种环境下的竞争能力。预测未来经营情况可应用第2章描述的杜邦分析，重点关注边际利润和资产经营效率。企业的每一个主要部门，包括采购、设计和生产、销售、营销与渠道、管理部门，都应从盈利性与资产效率角度评估。每一个业务单位都应进行这种分析，分别评估投资回报率。最后，投资回报应量化为投资资本的净现金流，以及作为加权平均资本成本（WACC）的投资回报率，并随之决定创造了多少价值。

收入的估计应考虑特定的外部环境和企业内部的竞争优势和劣势，按不同的产品线进行划分，估计销售量和价格。其他影响企业净现金流的因素有销售成本、经营费用、所得税、固定资产和营运资金融资情况。这些因素也必须根据企业的内部能力和外部环境进行评估。内部能力如采购、设计和工艺、生产、会计和数据处理等，应根据企业的竞争状况来判断。因此，对企业历史、人力资源、生产能力、技术研发和竞争的定性分析，以及行业分析的结果，全部定量地体现在杜邦公式所分析的数据中。于是，公司未来产生投资回报的能力和竞争风险就得以评估。

现在再回到 SWOT 分析上。前文评估外部因素时应用了 SWOT 分析，这里我们又一次应用了 SWOT 分析，由内部能力和局限性来判断公司的竞争优势和不足。这些内部优势和劣势与外部机会和风险相结合，影响着公司战略规划中的数量预测。而公司的投资回报率或 WACC 则反映了蕴含着内部和外部不确定的各种风险。

非上市企业常面临的竞争因素

传统的财务分析衡量公司的盈利水平、财务杠杆和流动性。第 2 章所讨论的杜邦分析，将边际利润和资产周转率作为盈利性的主要影响因素。财务杠杆则体现了公司通过债务资本融资的程度。负债率往往与偿债保障比率相结合，后者是指公司的收入或现金流与必须支付的固定债务的比值。而流动比率则反映了公司以流动资产偿还流动负债的能力。上述各项因素影响了不同规模的公司，无论是上市公司还是非上市企业。

下面的这些因素对非上市企业尤其重要，我们将在第 8 章中详细讨论。并购双方都应仔细分析每一项因素对价值的影响，这里的

价值不仅是独立公平市值，还有对战略性投资者的投资价值。其中的许多因素在企业作为独立实体时是战略缺陷，但在企业并购后这种缺陷却不复存在。

- 缺少融资渠道。
- 股权结构和股权转移受限制。
- 企业的市场份额和行业的市场结构。
- 管理深度和宽度。
- 严重依赖于个人的知识、技能或关系。
- 营销和广告能力。
- 产品和服务的范围。
- 购买力和相对经济规模。
- 客户集中度。
- 与零售商、供应商的关系和依赖程度。
- 分销能力。
- 会计信息和内部控制的深度、准确性和及时性。

虽然企业价值评估涉及很多财务计算，但它并不只是财务行为，尤其在为兼并收购而进行的估值时更是如此。价值的判断必须考虑企业的竞争环境，这种分析应该严格地与年度战略计划的SWOT分析紧密联系。从分析中人们辨别并评判企业的战略优势和劣势，从而决定最优的成功战略。在这个过程中，必须仔细计算企业作为独立实体的公平市值和对战略收购者的投资价值，因为在收购过程中，企业的竞争形势可能有巨大的变化。将这些竞争因素量化为投资回报率的过程，详见本书第8章和第9章。

为了使兼并和收购（M&A）更富有成效，买卖双方应该深入理解并购规模、条款和趋势，避免被媒体的报道所误导。大多数涉及非上市公司的交易只有有限的报道，如股权转换、销售价格或战略目标，人们通常听到的只是重要的上市公司的大交易。但大规模的并购交易只是整个并购活动的很小一部分，不能代表并购市场的全貌。下文的统计数据来自《并购统计评论》2001 版，为我们提供了有意义的背景资料和视角。在数据来源中的介绍是："《并购统计评论》追踪了至少 10%的公司股权交易，这些交易至少有一方是美国公司，购买价至少为 100 万美元。"

如图 4-1 所示，20 世纪 90 年代美国的并购活动在交易量和交易价值上都有快速的增长。

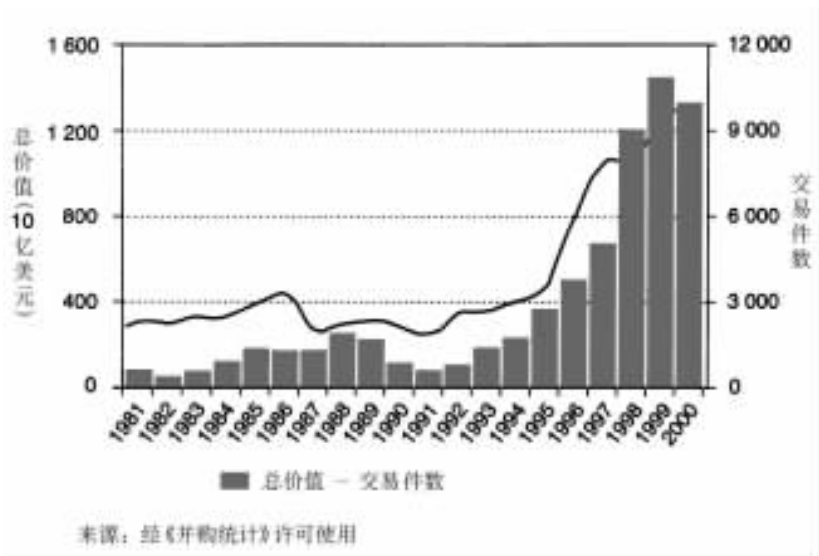
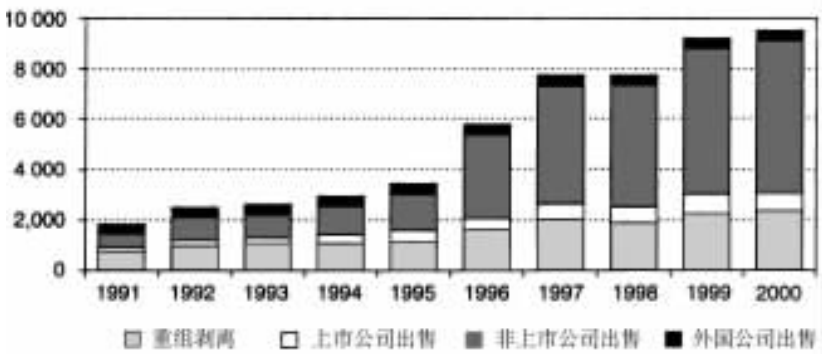


图 4-1　兼并收购趋势（1981 ~ 2000）

图 4-2 说明了在卖方公司中，非上市公司的重要性逐渐增强，从 1990 年占全部交易的 40%上升至 1999 年的 57%。很明显，并购行为最常发生于非上市公司。根据并购统计，平均交易价格从 1995



控制性权益

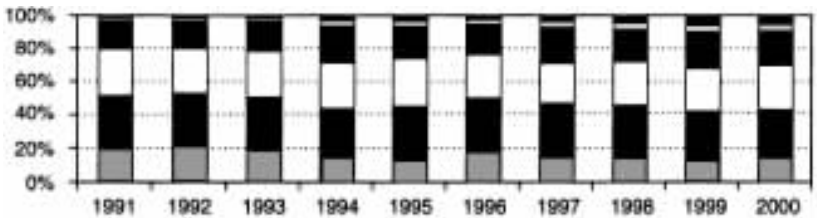
	重组剥离		上市公司出售		非上市公司出售		外国公司出售		总量
1991	849	(45%)	148	(8%)	757	(40%)	123	(7%)	1 877
1992	1 026	(40%)	227	(9%)	1 119	(43%)	202	(8%)	2 574
1993	1 134	(43%)	221	(8%)	1 127	(42%)	181	(7%)	2 663
1994	1 134	(38%)	344	(11%)	1 324	(44%)	195	(7%)	2 997
1995	1 199	(34%)	447	(13%)	1 610	(46%)	254	(7%)	3 510
1996	1 702	(29%)	478	(8%)	3 137	(54%)	531	(9%)	5 848
1997	2 108	(27%)	603	(8%)	4 387	(56%)	702	(9%)	7 800
1998	1 987	(25%)	627	(8%)	4 445	(57%)	750	(10%)	7 809
1999	2 353	(25%)	746	(8%)	5 297	(57%)	882	(10%)	9 278
2000	2 501	(26%)	676	(7%)	5 511	(58%)	878	(9%)	9 566

经《并购统计》许可引用

图 4-2　兼并收购的组成（1991 ~ 2000）

年 1.87 亿美元发展到 1999 年的 4.21 亿美元，交易规模的中位数从 1995 年的 2 500 万美元发展到 1999 年的 4 000 万美元。图 4-3 显示近年来中型交易增多，超过 2/3 的交易其购买价小于 1 亿美元。在非上市公司并购市场，1995 到 1999 年平均购买价格的范围在 1 200 万美元到 8 800 万美元之间，购买价格的中位数范围在 1 300 万美元到 1 900 万美元之间。值得关注的是，这五年间，大约 3/4 的卖方的收入小于 1 亿美元。

出售非上市公司有两个主要原因：首先，缺乏企业管理的继承者，这也是最常见的原因。其次，公司的产品或服务的市场需求大



	500万美元以下	500万~2500万美元	2500万~9999万美元	1亿~4.99亿美元	5亿~9.99亿美元	10亿美元以上	合计
1991	140 (19%)	234 (32%)	198 (28%)	120 (17%)	17 (2%)	13 (2%)	722
1992	197 (21%)	298 (31%)	255 (27%)	158 (17%)	24 (2%)	18 (2%)	950
1993	192 (18%)	342 (32%)	305 (28%)	198 (18%)	17 (2%)	27 (2%)	1,081
1994	185 (14%)	411 (30%)	369 (27%)	290 (22%)	42 (3%)	51 (4%)	1,348
1995	227 (13%)	554 (32%)	492 (29%)	333 (19%)	55 (3%)	74 (4%)	1,735
1996	466 (18%)	858 (32%)	694 (26%)	467 (18%)	79 (3%)	94 (3%)	2,658
1997	457 (15%)	955 (32%)	726 (24%)	625 (21%)	130 (4%)	120 (4%)	3,013
1998	447 (15%)	920 (30%)	818 (26%)	632 (20%)	116 (4%)	158 (5%)	3,091
1999	486 (14%)	899 (27%)	902 (27%)	735 (22%)	167 (5%)	195 (6%)	3,384
2000	579 (15%)	1050 (28%)	978 (26%)	776 (21%)	168 (4%)	206 (5%)	3,757

来源：经《并购估计》许可引用

图 4-3　兼并收购价格分布（1991～2000）

幅增加，要求公司获取足够的资源进行企业的扩张，而出售资产是其中的一种有效途径。

并购统计的数据也表明了收购上市与非上市公司的价格情况，一般以市场价格的中位数与收益的比值即 P/E 值来表示。交易规模越大，P/E 乘数越高。交易可能以现金支付，也可能以股票或现金、股票和债券组合支付，前者的 P/E 值比后者的 P/E 值更低。

图 4-4 揭示了近年来比较常见的收购支付方式，使用现金增多，股票支付和组合支付减少，说明市场认为后者风险更高。

并购数据同时清楚显示了非上市公司和中等规模公司在美国经济中的重要性，即使这些公司的交易比起上市公司的交易引人注目的程度要低得多，但它们构成了总体并购交易活动的大部分，因此，并购双方理解怎样在中小企业衡量并塑造价值是非常必要的。

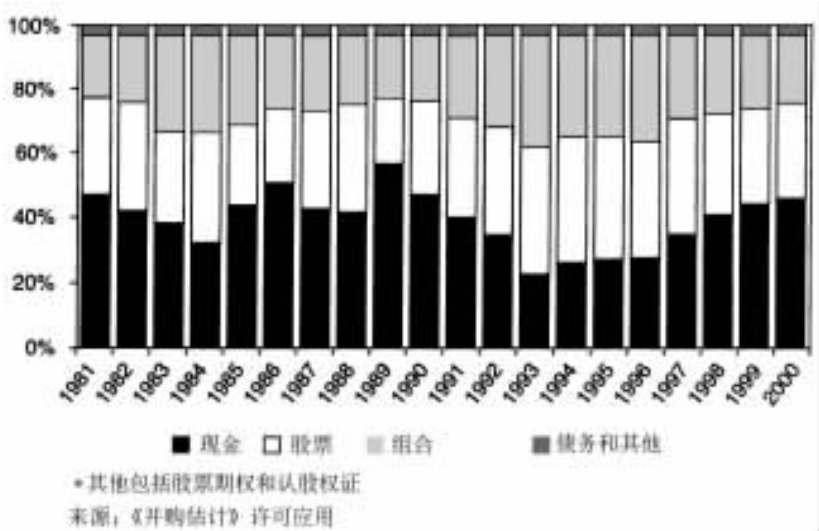


图 4-4　付款方式 (1981 ~ 2000)

常见的交易动机

了解交易对手的交易目的，对己方十分有利。凭借这些信息，并购的一方可以评价自身在谈判中的优势，设计合适的方案来满足对方的财务、战略和个人目标。典型的买卖动机包括如下内容。

常见卖方原因：

- **个人由于年龄老化、健康不佳、家庭压力或精神疲惫，想离开公司。**
- **个人出于对置业的需要.**
- **缺乏继任者，包括家庭成员或所有者间有矛盾或没有领军人物。**
- **高速成长的融资需要。**
- **经营业绩不好或处于财务困境。**
- **作为独立公司，在战略上具有难以克服的劣势。**

- 市场或行业环境造就了当时较高的出售价格。

常见买方原因：

- 产品线或地区市场扩张。
- 获得更好的成长机会。
- 提高收入或缩减成本以增加盈利和现金流。
- 强化竞争优势，减少不利因素。
- 比内部开发更快地获得需要的技术和生产能力。
- 阻止新进入市场的竞争者。
- 更好地应用资本或管理能力。
- 多元化发展，降低风险。

兼并收购失败的原因

由于美国大多数的并购活动涉及非上市公司，并购方成功的数据很有限，而上市公司的并购资料要丰富得多。马克·L·西罗尔（Mark L. Sirower）在《协同陷阱：并购游戏输在哪里？》一书中深入分析了并购交易的后果，并且总结了美国多年来的并购情况。其总体结论是，半数以上的上市公司收购方得不偿失，但被并购方通常得到溢价的补偿。

交易失败的原因有很多，当然，在不同的交易和环境下有不同的原因。最常见的原因有如下几方面：

- 价格太高。一般是因为没有区分投资和目标公司。如果所支付的价格超过了预期未来收益的现值，即使最好的目标公司，也可能是一项糟糕的投资。

- 管理层急于求成。常见于管理层急切地想促成交易或做出业绩，而没有仔细地分析该交易对公司价值的影响。
- 协同效应被夸大。高估了并购后企业预期收入的提高、成本的缩减、运营效率的提高或财务上的益处。
- 没有迅速整合资源。由于并购价格已经包括协同效应，并购方应该及时获得协同效应，及时提高价值。
- 没有准确地估计客户的反映。并购后成立的新企业，可能本身就是某些客户的竞争者，客户将寻找新的供应渠道，以规避过度依赖的风险。
- 对并购第一年的负面协同效应估计不足。兼并收购经常造成负面影响，如名称变更、监管加强、股东关系紧张、对消费者的不便，或关闭某些设施所带来的公众形象受损，以及并购成本等，所有这些负面因素都应从数量上加以分析。
- 错误认识和评估独立公平市值。对于没有公开市价参考的非上市公司，收购方考虑的是包含协同效应的投资价值，而不是更低的独立公平市值。
- 战略不一致。收购的战略益处估计不当。
- 尽职调查不足。在收购前阶段，战略计划草率，对风险和价值估计模糊，或赢得谈判的压力太大，影响了合理决策。
- 企业文化不兼容。可能的原因有缺乏沟通、期望不一或管理风格冲突。
- 对并购的影响考虑不足。竞争对手对并购有一定的反应，但并购方估计不当或没有及时采取相应措施；或者对企业正常运营关注不够，以致错失目标公司的核心人员，影响了日后的盈利。
- 风险分析不当。没有严格地评估并购成功的可能性，忽视了未来管理层的管理权限过大的问题。本书第6章将讨论这个问题。

很多有关并购的书谈到“CEO自大症”，一些CEO们片面追求企业的增长和规模的扩大，但经验不足，董事和股东们又过分乐观，致使经营不善，业绩下滑。关于非上市公司成功并购的信息相当少，而中等规模的市场交易也面临同样的问题。此外，市场上普遍对并购价值及怎样创造、怎样精确评估价值存在误解。

出售战略和过程

如前所述,交易谈判中买方或卖方的成功,取决于从对方角度出发对交易的理解。这种理解包括明确对方财务、战略和个人的交易动机,了解对方的谈判过程。下面我们讨论卖方在并购发生前应准备的工作。

步骤1：分析不卖产生的后果

大部分的卖方从没有出售过企业，同时，感情上的难以割舍又常常占据上风。经验不足和感性因素影响了并购前的充分准备，并且他们也大大低估了准备不足所造成的后果。卖方往往把出售公司等同于出售库存或房产，实际上，企业的复杂程度——财务的、经营的和情感的——远非库存或房产可比。要成功地完成交易，精心充分的准备是必不可少的。

不卖或什么也不做，最主要的后果是丧失机会。以下的四种情况往往导致机会的丧失，并且对卖方具有长期的影响。

1. 对关键的非财务问题识别不清。
2. 对价值驱动的因素判断错误。
3. 对时间的重要性认识不足。

4. 对出售企业的准备不当。

一、对关键的非财务问题识别不清

常见于人的因素，包括如下几个方面：家庭成员、其他股东和员工。非上市企业中，一个或多个家庭成员在企业工作很常见，并且往往占据了关键管理职位。他们个人的财富和职业将由于出售企业受到极大的影响，因此应该仔细考虑。此时主要的决策标准既有财务的，也有个人的，常常要求不得已的痛苦抉择。

合伙人和员工可能赞同或反对出售企业的决策，因此认识这些个人因素与认识财务因素一样重要。

对于这些“人”的问题，卖方自然的倾向是通过推迟决策来忽视矛盾。然而忽视问题并不能解决问题，甚至可能激化矛盾，而且当日后再次遇到问题时所能选择的范围更加狭小。

二、对价值驱动的因素判断错误

企业的管理者易犯这样的错误：忙于日常的事务却失去了对企业目标的洞察力，即我们在第 1 章和第 2 章中所述的最大化企业价值的目标。一旦管理者缺少对长期价值因素的关注，尤其是对独立公平价值和战略价值的思考，重要的出售机会则稍纵即逝，无法把握。除非每年的战略规划过程与价值创造紧密相关，否则企业的价值和投资收益率很难得以提升。

三、对时间的重要性认识不足

企业和行业都将经历成长、发展的自然过程，经历可能创造战略优势和劣势的各种变化。近年来的世界趋势是融合、减少管制和全球化，为创造机会、大幅提高收益提供了良好的外部环境。无视这些因素的存在不仅将与绝好的机会失之交臂，而且也阻碍企业加强竞争力，不利于无形资产价值的提高。

四、对出售企业的准备不当

企业面临着持续变化的竞争条件，获取最优出售价格的准备通常不足。预先制定跨年度的计划对强化企业优势、减少弱势十分有益。但是忽视出售的过程，常常阻碍了计划的制定。

我们可以得出的结论很清楚：什么也不做实质上错失了机会，造成更低的出售价格。积极地计划并持续地关注价值是必须的。

步骤 2：辨别关键的非财务问题

上面我们简要说明了关键的非财务问题通常是个人问题，涉及股东和员工，可能是家庭成员或亲密的朋友。卖方要令人满意地解决这些可能会带来负面的财务影响的问题。当这些问题存在时，我们必须认识到某些决策是出于非财务的原因做出的。首先将问题分类为财务、战略和个人，然后根据各自的标准设定目标，制定总体连续性的计划。当股东力图以财务方法来衡量个人决定时，推迟决策就是不可避免的。

一个常见的问题在于股权的转移和管理者的变更。前者相对容易，通过赠送或出售股权就实现了转移，没有长期的影响。但是后者复杂得多，管理者的变更要求详细地评估继位者的素质和能力，这种变更对企业未来的经营业绩有着举足轻重的影响。

解决非财务问题一般涉及不同的衡量标准，需要专业的咨询意见。这里我们推荐一本优秀的参考书：《传递火炬 :家族企业的继承和财富规划》。

步骤 3：组建顾问团队

企业的所有者在考虑出售企业时，合乎逻辑的第一步是与企业

的会计师、律师及相关银行沟通，一般这也是正确的做法。在这之前，必须考察这些顾问的能力和资格。尽管他们也许已在日常企业事务中证明是称职而忠诚的顾问，却有可能缺乏处理企业并购的合适资历和经验。税务和法律咨询是关键环节，因此外部和内部顾问必须按照相关规则处理并购交易。同时还要注意，这些顾问可能具有希望交易不发生的倾向，因为他们不愿失去目前被并购的这一客户。虽然这并不意味着他们会提供不合适的意见，但被并购方应该意识到，拥有一支积极热情并且志在必得的顾问团队，对成功达成目标意义重大。

其他外部顾问包括价值评估师和中介机构。价值评估和交易顾问服务常常由同一方提供——一般是投资银行，企业应充分考虑他们的业务水平。中介机构可能在并购过程中很重要，但他们缺乏有关价值评估技术方面的知识。这可能导致被并购方不能获得最好的价值最大化的战略意见，不能较好地准备出售，甚至不知怎样卖到一个尽可能高的价格。另一方面，价值评估师却可能缺乏并购实践或行业内的人脉，而这在某些行业的并购活动中是非常基本的。一般来说，一个企业盈利越好，越有利于价值评估师和交易咨询师为企业获得最高的出售价格，因为价格取决于企业利润，而价值则包含了无形资产，此时更需要熟练的顾问。盈利不佳或经营不善的企业通常只以资产价值出售，较少需要中介服务。

相对于做价值评估的内部人员，独立的价值评估师能提供更好的价值服务。企业的首席财务官或会计师可能认为自己作为财务专家应完全胜任价值评估。其实并不尽然，因为这种估值技能需要多年经验的积累。企业的执行管理层深入地参与企业的管理和经营，可能失去了评估主要竞争因素的外部视角。经验不足的评估师在估值和分析过程中，也很难区分独立公平市值和投资价值。

行业环境也会影响对交易顾问的需要和选择。对某些行业来说，最大的挑战在于寻找一个或多个有能力的并购方。对另一些行业来

说，最大的问题是评估哪一个并购方最合适，最有能力支付最高的价格。在每一个案例中，交易的结构和谈判技能都是至关重要的。

本书第 14 章将深入讨论卖方应该密切关注出售后的税后现金。并购顾问应提供多种方案来决定并购的组织，保证以多样的形式收到尽可能多的潜在收益。所以，关于税的建议是必须的，顾问随后要给出怎样处理销售所得的投资建议。

步骤 4：确定可能的选择方案

一旦确立了主要的非财务问题，组建了职业顾问团队，被并购方的下一步工作就是确定可能的并购选择。一般包括：

- 出售给外部企业。
- 出售给某一内部群体。
- 通过赠送转让股权。
- 通过财产计划转让股权。

为达到所有者的财务和非财务目标，每一项选择都各有利弊。同时每一选择也蕴含着不同的风险和收益，顾问团队应充分地加以分析。这里我们重申一些最重要的目标可能并非财务性目标，这些目标应予以仔细地探讨。尤其是在家庭成员牵涉其中时，必须坦率地评估新管理团队管理下企业的竞争能力。当企业的所有者亲手挑选的继任者是家庭成员，并且该继任者成功可能性较小时，顾问团队应预先详细说明潜在风险，以避免将来可能的失败。此外，出于个人原因的决策可能带来严重的财务后果。企业所有者有权决策，必须认识到其决策对出售价格、对企业和对不同股东的影响。

步骤5：对不同方案的财务评估

确定出可能的方案后，顾问团队应详细地评估每个方案的财务影响。包括如下内容：

- 评估出售企业的法律问题。这种“法律审计”应包括检查企业的规章制度、股权证书、转让限制、资产名称、知识产权所有权及其保护、现有的合同、租赁和债务限制条件以及正在进行的诉讼。
- 计算独立公平市值，估计投资价值，评估将企业出售给一个战略投资者可能获得的益处。评估各种股权转让方案的财务影响时应考虑协同效应溢价。
- 考虑是否需要为企业出售做准备。企业的价值评估能发现出影响企业价值的最主要因素，也有助于考虑时间问题。当时的经济和行业条件可能并不理想，或者企业实行改变定位的短期策略能够取得出售价值的最大化，更有益于企业将来的出售。这种准备可能从现在开始持续几个月到一年，但应该让企业所有者在最有利的时候卖出企业。因此，为了获得最有利的出售价格和条款，卖方应在进行并购进程前计算独立公平市值并估计每一个潜在并购方的投资价值。
- 重新考察税的问题和各个方案。再次考虑企业所有者的非财务目标，关注现有交易结构下的税后销售现金所得。
- 做出决策并坚持执行。当所有上述必要的步骤均已完成：分析了并购的个人原因，顾问团队制定了主要的方案，评估了每个方案的个人和财务影响，企业所有者就可做出经过深思熟虑后的决策了。此时，所有者自身应该非常认同这个决策，因为其他选择都造成了某些不想要的后果，而且即使是

最好的选择也很少能达成所有的目标。

- 不要感情用事。因为创业者和其他相关人士常常将企业本身和它的成功区分开来，出售企业的决策大多涉及强烈的感情因素。出售并不等于失败，即使这家企业已经经营不善。出售只是一个为取得个人和财务多重目标的决策，如果以理性和系统的方式达成目标，这种决策恰恰代表了合理的管理。
- 为企业出售做准备。交易顾问具体操作准备和出售过程。以下的几点是交易顾问应该提前认识到的：

  ——提高财务报表的可信度，尤其是一个盈利较好的企业必须有一张正确的资产负债表。不要给收购方任何理由去怀疑企业的已有业绩。准备好由一家信誉较好的会计师事务所审计的5年财务报表，同时提供相关的资料，为尽职调查过程做好准备。

  ——清理资产。消除任何坏账、过时的库存、闲置的厂房设备以及非经营性资产,以免产生怀疑和问题,阻碍并购过程。解决或有债务和相关的法律法规问题。美化企业的环境,修葺一新。

  ——注意保密。在谈判进行阶段或法律文件没有正式签署时，只有关键员工才了解情况。

  ——利用中介机构。谈判过程通常漫长而困难，需要反复的讨价还价。卖方不愿意在这个阶段过早地花费精力。中介机构应处理这些初始步骤，保持卖方的谈判能力持续到最需要的后期。

步骤6：准备招股备忘录

出售进程中的重要一步是准备企业的销售宣传册或招股备忘录。这份文件说明了企业的战略规划，包括长期经营目标和方向。招股备忘录应该事实合理，经得起并购方的详细审查，同时也合理描绘出企业作为并购目标的美好前景。

一份精心准备的招股备忘录不仅仅停留于企业与行业本身，它表达了出售方在一定行业情况下的竞争定位和发展潜能，同时也表现了卖方管理者的远见卓识和战略能力，这种一致而有效的战略使得企业的经营和价值取得最大化。

招股备忘录的主要目标在于清楚地表达企业作为被并购方的战略优势，说明并购方能获得什么样的流程、技能和所有权，其潜台词就是为什么潜在的并购方不能错过这样难得的并购机会。

招股备忘录由如下几部分组成：

一、执行概要

有经验的并购参与者都认为，招股备忘录中最关键的部分是执行概要。为了吸引潜在并购者的注意，它必须充分说明为什么收购本企业是一项好买卖。在薄薄几页纸里，概要展示企业的历史和现有的市场地位、主要的产品和服务、技术成果和生产能力以及最近的经营业绩。其中重点说明企业的战略优势，尤其是适合并购方整合的优势。虽然只是描述性的语言，但优秀的执行概要可以有力地推动企业成为并购目标。

二、描述企业

这部分通常从描述企业的历史开始，发展到对企业未来经营的预测。一般包括以下内容：

- 主要的产品线或服务种类。
- 生产运营、能力和规模。
- 技术能力。
- 分销系统。
- 销售和市场营销方案。

- 管理能力。
- 财务状况和历史业绩。
- 现有资本和股东结构。

三、市场分析

招股备忘录还应该包括市场分析，讨论企业所处的行业和部门、主要的行业发展趋势、新技术的发展以及新产品或服务的介绍。市场分析一般还说明企业现有的竞争地位和保持并提高这种竞争力的战略优势。此外，市场分析也包括企业主要竞争对手的发展战略。

四、经营业绩预测

分析了企业的历史和战略之后，招股备忘录将说明企业未来经营业绩预测，包括损益表、资产负债表和现金流量表，及支持这些预测的假设。

五、交易结构和条款

招股备忘录应说明基本的交易结构信息，详细阐述不出售的项目，以及支付方式的任何限制条件。例如，披露卖方想保留的某些特别无形资产或有形资产，说明在买方或卖方愿意参加交易的假定下的某些债务限制。

在招股备忘录之前，卖方一般向潜在的并购方发出试探信函。这封信简要地描述企业情况，提供企业财务的概要。目的是唤起兴趣，重点说明企业目前情况和历史，最重要的是企业将向何处去。试探信邀请潜在并购方索取进一步的信息——招股备忘录。

表 4-1 展示了“卖方的交易时间表”，涉及一个 12 周的并购过程。12 周视同为一个目标，从时间上说是较快的。时间表反映了并购过程中的各个步骤，重在说明计划、准备的重要性，以及优秀顾问所带来的益处。

表 4-1 交易时间表

制定和执行市场战略	询问初始报价	评估报价和详细尽职调查	谈判及最终定价	结束
● 收集数据 ● 尽职调查 ● 准备市场推广材料 ● 准备调整和价值评估 ● 筛选对象 ● 制定接近方法 ● 决定潜在买方，收集详细信息 ● 签署各方保密协议 ● 确定工作组名单 ● 编写非保密性试探信函、保密性招股备忘录和其他材料（包括公司投资方介绍） ● 开始向目标公司大量投放试探信函 ● 与感兴趣公司签订保密协议并送出保密的招股备忘录 ● 开始选择过程	● 继续联系过程 ● 加强双方信息沟通，促使买方估价 ● 选择买方与管理层会面 ● 安排会面事宜 ● 管理层与买方会面 ● 买方进行行初步的财务、法律和会计上的尽职调查 ● 准备详细的尽职调查 ● 得知买方的初步意向	● 确定价格 ● 确定形式 ● 确定时间 ● 确定条款和条件 ● 判断买方完成交易的能力 ● 估计合并后情况 ● 选择最后的投标者，执行实地调查 ● 向对方发放定义协议草稿和最终投标要求书 ● 利用投标者间的竞争增加交易价值 ● 决定一到两家投标者准备谈判	● 保证排他性 ● 制定主要目标 ● 谈判并执行定义协议 ● 宣布交易 ● 编写调整文件（如有必要） ● 取得买方股东同意（如有必要）	

（续）

制定和执行市场战略	询问初始报价	评估报价和详细尽职调查	谈判及最终定价	结束
4 周	3 周	2 周	3 周	其后
12 周				

对于中等市场规模企业的股东而言，出售企业是他们曾做出的最大财务决策。企业是复杂的个体，在持续变化的行业、经济和政策环境下涉及人、产品、客户和技术。企业的战略地位和价值也是持续变化的，致使价值的衡量难以一蹴而就。此外，企业的所有者不仅要知道企业独立经营时的价值，也应考虑战略收购者取得协同效应后的投资价值。

在一个富有吸引力的价格上，被并购的机会总是存在的。但是，更有可能的是，卖方需要发现并购者或理想的潜在并购者，接着引导他们考虑并购本企业。在预测潜在收购者的欲望和需求后，企业能够有效地定位，使自身的吸引力倍增。这一过程要求卖方花费相当的时间，并且在行业和经济环境最佳的时间推销自己。

很明显，卖出一个好价钱需要运气，更需要预先的精心计划，否则企业所有者出售企业的种种目的就难以实现。

收购战略和过程

收购战略应该切合企业的总体战略目标：增加净现金流并降低风险。为了达到这个目标，在长期的战略规划中，股东和管理者常常面临自我发展还是兼并收购的问题。要促使企业不断强化竞争优势，将资源持续地从经营不善或潜力不大的业务活动，转向更有效

地发挥资源优势的业务。换言之，管理层可将资源从现有的业务转向发展中的业务或收购企业中。

兼并收购其他企业的主要原因是，与内部的自我发展相比，并购更快速地或成本更低廉地提高现金流或减低风险。因此，任何收购的目标都在于，通过比使用资源自我发展更低的付出来收购目标企业，从而创造战略优势。

企业合并的形式

企业合并可以采取多种形式。在一场收购（acquisition）中，收购方购买一家公司的股票或资产。而兼并（merger）则发生在两家公司合并，其中一家被另一家合并，或一个新的企业通过合并诞生。兼并与收购相比主要是法律上的不同。更温和的合并方式是合资企业，一般由两家公司出于特定的目的组建，相互持有第三方企业的股权。在战略合并中，最松散形式的合并是战略联盟和授权许可，前者是两家独立企业为追求一个特定的目标而结成的正式合作关系，后者可能是技术、产品或知识产权上由另一企业授权使用。因此，就控制、投资和责任而言，收购是最强的合并形式，兼并次之。当两家企业想承担较少的责任时，可采取合资、联盟或授权等形式。

计划过程应该明确合并之后的战略，以及期望从合并中获取的益处。在评估这些益处时，不同类型的收购通常可分为如下的几类：

- 横向收购。通过收购同行业的另一家企业，收购方意图取得在市场营销、产品或分销上的规模经济，增加市场份额，改善产品和市场定位。

- 纵向收购。收购方向“上游”或“下游”扩展，收购供应商、分销商或客户。典型的目标是控制稀缺资源、生产供给或质量控制，与特别的客户群取得更多的接触，或是在生产链上取得高附加值的产品或服务。
- 关联收购。收购方看到关联行业有发展机会，可以凭借相关的技术、生产工艺或战略性资源获利，这些资源可以服务于不同的市场或客户群。

第 3 章所述的战略规划过程描述了企业的竞争地位和设立目标，目标就是在减弱劣势影响的同时，探求相对的优势。企业的并购战略应该是这种过程的延续，并购的目标是那些能为收购者发挥优势或减少劣势的行业和企业。当收购计划着眼于这些目标，管理层才能减少用于分析和搜寻投资机会的成本及时间。而不符合这些目标的机会，因为与总体战略计划不一致，很快将被拒绝。因此，收购实际上只是为达到基本经营目标的备选战略之一。当管理层期望更少的投资或责任时，联盟、合资或授权协议都不失为更合适的合并形式。

一般地，收购比内部发展的主要优势在于更快地达到目标。同时，当收购方多元化发展业务时，收购能有效地减少风险。一个现成的企业能为收购方带来以下一项或多项的好处。

- 可追溯的经营业绩。
- 管理。
- 竞争力。
- 产品。
- 品牌。
- 客户群。

内部发展可能缺少以上这些好处。并购目标企业当然也存在不足，并购也相应减少了目标企业的独立价值。收购方应将所有这些特点与自身的竞争力结合考虑，正确地判断并购对将来业绩的影响。

此外，收购也能产生“反弹性”的协同效应，收购方可在更大范围的客户群上发挥这些益处，第5章将予以详细讨论。

收购计划

收购计划应该与企业的整体战略规划紧密相关。一旦收购计划偏离了战略规划，或者两者之间的联系模糊不清，请立刻停止。这也是警告收购者回到企业的基本战略目标，并研究收购是否合适的时候。只有坚持这一标准，才能节省时间和成本，避免用于不适合收购的目标企业，确保收购的合理性。

步骤1：将收购计划与总体战略规划相联系

每一个收购提案应该满足企业的首要的价值创造目标：增加净现金流或减少风险，或两者兼有。预测和价值评估的细节也应支持这一结论。

企业的战略规划和SWOT分析表明了企业的竞争地位——其战略优势和劣势。企业在日常经营中的内在要求是强化优势，消除或减少劣势，充分利用市场机会。企业合并，无论是收购、兼并、联盟、合资还是授权协议，都为了达到同样的目的，但是时间更快或成本更低。因此，收购计划来源于战略规划，比内部发展更有效地达到目标。收购也可能用于防御目的，比如迫

使竞争者离开市场，消除一个弱小的竞争者，防止价格战，或技术保护。

步骤 2：组建有效的收购团队

收购团队的组建结构将影响成功的可能性，由不同部门的管理者组成团队一般更有效，如包括了市场与销售、生产、配送和财务等部门。每个成员从不同的角度来考察目标公司，评估相应的价值。单纯由财务人员组成的团队容易忽视生产问题，而单纯由综合部门人员组成的团队则倾向忽视具体问题。因此，不同背景和知识的成员相互讨论得出的结果，往往更加全面和准确。

大型公司设有并购部或企业发展部，那些内部没有这些组织的企业应该寻求外部咨询顾问服务，如法律、税务和价值评估。这些外来者能带来内部团队所欠缺的创造性和增值服务。

步骤 3：制定收购标准

虽然收购战略来自企业的总体战略规划，收购方还应制定具体的并购目标，以便判断和追踪并购进程。这些目标一般应演变为收购标准，并且合理利用收购者现有的战略优势，如现金盈余、管理、技术、市场优势或生产能力。另外，大部分的战略目标也包括最小的期望投资收益率。我们用净现金流来衡量收益，同时也要注意现金流的时间和期望的增长率。当管理者的报酬与这些具体标准相联系时，管理者倾向于坚持采用收购标准、关注目标公司的经营记录，有利于并购的成功。

典型的收购标准参数包括目标公司的规模、地理位置、市场定位和经营业绩。例如，要求的市场定位可能是在特定市场的销量占第一或二位，或者是行业内高质量或低成本的领先者。在建立标准时，目标公司现有和预期的增长应该依据这些参数来评估。

另一方面，标准的制定也要从可容忍的风险角度来评判。管理者应该考虑潜在的最不利和最有利的结果，分析企业应对不利环境的能力。

步骤 4：考虑目标公司的弱势和收购者的强势

确立收购目标后，管理者不宜草率地拒绝那些看起来较弱的目标公司。市场上许多企业的战略劣势原因各异，可能是缺乏资金，也可能是分销薄弱。这些限制制约了企业的成长和盈利，也削减了企业的价值。但这些问题可能使它成为一个合适的被收购目标，尤其是当收购方有能力解决这些问题时。因此，收购标准不仅要考虑目标公司作为独立实体的战略优势和劣势，更要看到它被收购后的经营预期。收购条件应该包括是否考虑弱势企业，如果是，在何种情况下。

步骤 5：规范搜寻过程

收购战略应该规范发现或搜寻过程。态度积极的企业很少考虑那些由中介机构带来的项目或主动寻找买家的企业。这些方式很可能失去许多机会，尤其是那些不被其他收购方考虑的不知名的企业。管理者应规范搜寻的来源和过程，包括规定出评价目标公司所需要的最低信息量。

步骤 6：选择搜寻标准，发现目标公司

并购决策决定后，要设立猎取目标公司的标准。换言之，选择搜寻标准。

下面是一些主要的标准：

- 行业。一般是收购者所在的行业或相似的行业。相关问题是，是否考虑纵向收购或横向收购。
- 产品或服务。收购者经常偏好市场上已有的产品或服务。因此，他们寻找的目标公司一般拥有较强的品牌形象或较广阔的产品线和服务，尤其是高价值的组件或产品线。
- 收入。收入常与规模结合考虑，目标公司的收入一般小于收购方。
- 利润。收购者应该决定是要求至少达到最低利润下限，还是可以接受亏损 (参见好转标准)。一个亏损的目标公司在短期内可能会减少收购者的利润，但是实际上利润是否立刻被稀释也存在争议。如果负利润是因为管理薄弱或资金不足以维持增长或更新设备，那么短期内利润可能变负为正。一般来说，目标公司虽然亏损但可以扭亏为盈时，可以在一个较好的价格下收购。
- 是否考虑经营好转。一个近期刚刚亏损的企业或一个破产企业都可能经营好转。一些收购者愿意考虑这种情况，其他收购者则将它排除在外。在一个卖方市场，当众多的买家追逐每一个可被收购的合适目标时，愿意考虑经营好转情况的买方应该是更具优势的。通常这样的买家较少，而此时卖方的开价也更实在。对经营可能好转的企业，为其付出的价钱越低，留给收购者获得协同效应的时间也越多。

- 地理区域。大部分的收购方想在特定的地理区域收购目标公司。随着市场的全球化和贸易壁垒的不断降低，收购者逐渐在全球范围内寻找目标。下一个扩张地点的选择，应该服从于收购方的整体战略计划。
- 是否保持目标公司原有的管理层。这个问题与收购方称职管理者的多少有关。当一家企业的管理者拥有提升的价值时，往往让他们领导新并购的地区或产品分部。当然，扩张的战略应当总是与价值创造相连的。

当并购市场炙手可热时，收购成功的企业的价格很高。这种高价格是否合理，应该通过外购收益法将卖方认为合适的高价格与买方认为合适的低价格联系在一起。前者是卖方建立在对未来业绩的预期基础上，后者是买方建立在现有经营情况和业绩基础上。第14章将进行关于外购收益法的讨论。

- 非上市公司或上市公司。一般来说，这项选择取决于收购与收购方总体战略是否一致。
- 理想化的切合。一家理想的目标公司的产品或服务可能与收购方的市场经营、销售、分销系统和地理要求非常切合，使得资源整合快速有效。但是，收购方应该清醒地认识到，即使是最合适的目标，如果收购价格与风险调整后的回报相比而显得太高，也可能成为一项糟糕的投资。

确定好判断目标公司的标准后，下一步就是发现合适的目标。常见的发现目标的做法有：

- 行业联系。在目标行业通过私人关系寻找目标企业。当收购

方也在同一行业时这种方法更加有效，因为收购方熟悉行业内的公司和行业协会。

- 商业中介。商业经纪人和投资银行联结着收购方与被收购方。通过与这些中介机构的联系，可以有效地传达企业正在寻找的并购目标公司的条件。收购方应该认识到利用中介可能产生一些麻烦，如以下两种压力：

1. 中介费用，或费用的主要部分，取决于交易是否发生。因此，中介机构的主要目标是“促成交易”。
2. 中介机构一般会创造一种紧迫感，迫使收购者匆忙行动以免失去交易。

收购方应抵挡住这些压力，出价应避免高于战略收益和协同效应的结果。对几乎所有的收购者而言，周围有大量的收购项目存在。收购者不应仓促行动,也不应有任何必须进行一场交易的冲动。

- 寻找正确的目标。根据拟定的标准，收购方寻找并接触合适的公司，试探他们的兴趣所在。这个过程比起等待中介机构的撮合更困难，但是常常能找到中介机构所找不到的目标。收购方可以通过这种方式寻找到特别的目标，同时避免了与其他收购者的竞价。

一些价值评估师和中介公司为收购方提供特别服务，寻找收购方想要的目标公司，并负责与他们初次联系。这种外包服务有以下好处：

- 收购任务变为具有时间安排的合同，而不是由收购方时间忙闲而定。

- 评估公司提供这种服务时，可以充分利用与目标公司管理人员的熟悉关系，合理评估目标公司的独立公平市值。
- 专业人员的接触可以避开目标公司的试探，为收购者决定是否进一步深入提供缓冲时间。

目标公司一般想了解潜在的收购者是否支付现金或是否保留现有管理层。如果收购方直接与目标公司在早期接触，难免会遇上这些问题，此时收购方并不想回答，而是希望进一步了解目标公司后再做打算。换作评估师，他们可以轻松地以自己无权决定这些问题而推托和拖延。

步骤 7：建立初次联系的程序规范

程序规范提供了与潜在目标初次联系的标准，包括对以下内容的控制：

- 并购方公司谁能接触这些信息。
- 并购方的什么信息可以披露。
- 并购方的什么战略目标可以讨论。
- 允许参加的人员是谁。
- 签署保密协议的权力归谁所有。
- 要求目标公司至少提供哪些信息。

利用中介既可简化以上与这些信息相关的问题，也达到了双方保密的目的，推进了并购进程。收集好这些信息后，有一种对并购双方都有利的选择，即双方互相合作，买方准备目标公司的价值评估，同时承诺提供所评估的独立公平市值的副本给卖方。

这个评估结果有助于卖方的所有者认识公司自身的价值，更重要的是认识到为什么是这个价值。在此基础上，收购方可以计算包括预期协同效应在内的投资价值，并以此决定是否进一步参加谈判。

步骤 8：建立对顾问团队的监督机制

并购进程的另一步骤是检查参与谈判的管理者是否能够正常地结束交易。并购团队成员往往由于自己深度介入并购，投入了相当的感情而变得不够客观。公司应建立一个委员会检查顾问团队的提案，或是授权一个高级经理负责审批。这种监督机制能防止并购团队感情用事，避免最终支付一个较高的价格。

制定并购战略计划后，最重要的是执行。监督机制要求严格检查每一个提案，确保并购战略服从于企业战略，还要分析目标公司的将来风险和净现金流是否与所支付的价格相称。同时收购方可在谈判前预先设立最高限价，当经过风险调整的回报与这个价格并不相符，则拒绝这个项目。如果决策过程能严格执行，成功并购的可能性就大大加强了。

步骤 9：决定意向书的基调

意向书表示了双方初步达成的协议。在语气和内容上，它可“硬”可“软”，我们推荐后者。这种软性基调代表了一种善意，表明在意向书签署时考虑了相关的问题，但也认识到还有一些问题需要进一步讨论解决。软性意向书可在几周内完成。另一方面，硬性意向书通常更加具体，要求在并购过程的早期有深入的谈判，可能

经过多次修订和几星期时间才达成协议，类似于最终出售条款中的定义性协议。

尽职调查准备

并购双方都应该事先计划并做好尽职调查准备，这是任何并购都必须进行的活动。收购方通过意向书通知被收购方所需要的信息资料，被收购方应在出售计划的初级阶段就开始准备，以便这些信息能方便快捷地提供给潜在的收购者。尽职调查准备使被收购方了解收购方所关心的问题，从而尽可能使本企业表现得符合收购方所想，富有吸引力。表 4-2 是典型的尽职调查问卷的摘要。

表 4-2 尽职调查问题清单

A. 公司概况
——主要员工的简历，全面组织结构图
——大部分近期商业计划书和战略计划文件
——公司公开刊物和有关报道的复印件
——员工福利计划，合同，现有及拟定中的工资协议
——员工管理费用 (历史和预期)
——公司的资格证书，规章制度的复印件
B. 所有者
——股东、认股权证和期权股东名单，包括时间、价格和股数
——融资历史，包括股数、价格、融资额和时间
——近期股票期权概要，如果有，应包括股数、执行价和时间
C. 历史和预计财务信息
——5 年的季度财务报表
——过去 5 年前 10 位客户的销售分析
——产品线的分析，包括价格和具体产量
——各产品线的经营费用分析
——重要财务政策
——至少一年的预算和市场计划
——至少一年的财务预测
——历史和预计的资本化开支分析

(续)

——审计管理建议书 (如有) 及管理层的反馈 (如有)
——应收账款账龄分析和坏账情况
D. 产品和服务
——产品和服务描述
——商业模式，定价政策，产量预测
——现有市场份额
——主要供应商名单
E. 销售与市场
——各产品线的销售和渠道
——销售人员的生产率分析，近期各部门及产品线的销售计划
——广告促销计划及预算
——现有市场资料与广告样本
——网址统计
F. 技术
——技术进步情况
——发展过程回顾，历史和预期技术开支
——专利、执照、版权、商标、知识产权的清单和 /或相关描述
——从外部获得的授权技术
G. 其他
——合作伙伴和分支机构，包括任何协议
——银行贷款协议和出租合同的复印件
——以前的合同和其他文件清单，包括释义性协议的草稿
——外部法律和会计团队

兼并收购活动在中等市场规模的公司中很普遍。虽然因为买卖双方经常是非上市公司，并购活动一般不为人所知，但是这些并购交易占据了美国并购交易活动的大部分。

中等规模公司的并购交易在许多方面的组织并不完善。很多卖方以及更少一些的买方可能在职业生涯中只涉及这么一次交易，他们的法律、税务、价值评估及中介顾问可能具备的经验和学识也不足。一些行业由于解除了管制，成为并购交易的热门，而其他行业的潜在的买方和卖方却不知道该与谁进行交易。

这些外部条件要求买方和卖方充分理解价值和价值因素，了解市场，并且认识到事先计划和准备并购交易的诸多好处。

每个收购方总是面临着潜在的危险，即兼并收购带来的并不是价值的增加，而是减少。因为并购的核心魅力在于协同效应，本章将讨论什么是协同效应，怎样衡量这种效应。

我们在第 4 章中强调了企业收购计划应该与整体经营战略规划紧密相联。或者说，这种收购计划的重点在于促使企业为资本方增加净现金流的同时，保证风险的最小化。典型的收购实际上是一种资本预算决策，收购方以此获得品牌、流程、技术和有形资产，依据经过投资风险调整的预期的未来投资回报，进行资源的分配。

收购的目的是增加股东价值。收购可能拓展公司的产品或市场，提供新技术，提高生产率，或是提升潜在的价值，但是所有这些结果都不是最终的目的。收购必须能减小公司的风险或增加投资资本的净现金流，从而增加股东价值。公司的这个基本目的，时时提醒着收购者，因为许多收购可能使企业偏离股东价值这一核心。

为了强调这一点，让我们考虑当一家上市公司溢价收购另一家上市公司时的投资回报的含义。当甲公司以每股 90 美元收购乙公司 100% 的股权，而乙公司在收购前的市场交易价只有每股 60 美元。这意味着，甲公司每股多付出了 30 美元，比甲公司的股东在公开市场上购买多支付了 50%。通过收购，甲公司实际向股东传达的信息是，收购能带来超过 50% 溢价的价值。因此，甲公司的决策是建立在如下的假设基础上：在并购后管理者具有发挥协同效应的能力，预先支付这种溢价是最有利于股东的。因此在收购后，管理者必须大幅提高利润，才能证明 50% 溢价的价值。成功不是不可能，但要达到如此高的目标，在投资选择时必须进行合理的收购价值评估和分析。

管理者和董事们除了关注股东价值，还要认识到：并购通常是企业具有最大自由度的开支。并购决策比起任何其他决策对股东价值的影响都大，在企业的发展历程中，也很少有别的事件像并购一

样如此迅速和剧烈地改变企业的价值。并购促使企业在相当长的一段时间内坚持既定的战略选择，在执行并购时，企业将发现越来越难以放弃原先的战略，尤其当最初的市场反应不佳时。最终，因为企业为并购付出了高于公平市价的费用，达到协同效应的目标比较困难，从而给投资的成功带来很多不确定性。

衡量协同效应的过程

我们谈这些并购的风险并不是反对并购，而是强调并购方充分理解怎样评估潜在收购的必要性，其中价值创造是收购的目的。

什么是协同效应

要获得协同效应，首先让我们了解什么是协同效应。把它定义为“使得 2 + 2 = 5 的企业合并”或“由合并战略和规模效益而产生的整合利益”都是不准确的，具有误导性。

马克·L·西罗尔（Mark L. Sirower）在《协同陷阱：并购游戏输在哪里》一书中是这样定义协同效应的：

协同效应是两家公司合并后的经营效益比两家独立公司所期望取得效益之和的增加部分。

如果收购方在收购目标公司后可以取得期望效益，那么收购战略的净现值（NPV）就可以用下式来表达：

NPV = 协同效应-所支付的额外费用

在管理学术语中，协同效应指在竞争中的表现优于所期望的，是超出企业自身在竞争市场上赖以生存的竞争优势的部分。

因此，收购公司和被收购公司通过收购本身创造了价值，因为

投资者期望收购能带来超过独立经营时的价值。协同效应能产生的是超出这种期望价值的价值，所以收购过程是否成功是很难定义的目标，而且成功的可能性也因为收购所付出的额外费用而大大降低。如果收购可能带来的潜在价值都体现在收购价中，以额外费用的形式付给了被收购方，那么收购方能获得的价值就所剩无几了。

上述情况也提出了相关的问题，究竟是买方还是卖方创造了协同效应？一般来说，买方增强了收购后企业的竞争优势，比独立企业提高了收入、降低了成本或改进了技术。因此协同价值通常是由买方创造的。

例外也是存在的。当一个收购目标具有一种独特的技术或知识产权，买方可以将其应用在更多的客户中，这种“反弹”协同效应主要是由卖方创造的。虽然买方增强了客户基础，大大地延伸了技术优势的应用，但卖方创造了远高于独立经营时的价值。

协同效应的来源

协同效应主要来源于以下四个方面：

1. 提高收入。
2. 降低成本。
3. 优化技术和生产流程。
4. 财务上的经济性。

提高收入

收入的提高可能是因为销量的增加。通常合并后的企业面向更

广阔的市场，或者提供更丰富的产品线，或两者兼而有之，从而有效地促进了销售的增长。收入的提高也可能来源于某些产品的价格提高，尤其当收购创造了战略优势，如成为某项技术或产品的独家供应商。

预测收入必须谨慎行事，收入的提高依赖于很多外部因素的变化，特别是客户和竞争者的反应。两者都难以预测，并且从很大程度上说，这些也不由收购后的企业所控制。例如，客户方可能有一项政策，避免过分依赖某个供应商。同时企业也要设想竞争者的反应，如竞争者推出新产品和降价。

合并后的企业利用分销体系能拓展产品或服务，提高收入，丰富的产品线也有利于企业参与原先作为独立企业所无法涉足的竞争领域。

降低成本

估计削减的成本相对于预测收入更可靠且易于操作。通过合并双方的类似职能，企业可以合理预测减少的职位、相关的固定资产及管理成本。当收购双方在经营和市场上比较相似时，这种成本缩减的益处就更加明显。

要降低成本，不仅仅应注意职位名称和岗位分类，这些内容在不同企业表现不同，因此区分哪些职能可以取消变得很困难。尤其对工资和薪水的减少要谨慎，因为职位可能削减，但相应的人员可以在合并后的企业里从事不同部门的工作。

优化技术和生产流程

当合并企业采用高效的生产方法和工艺，流程优化就成为可

能，这来源于企业合并后技术和生产过程的改善。流程的改善也带来了创收能力的增强、成本的减少，以及生产效率的提高，或市场分销体系更有效。

财务上的经济性

作为协同效应的第四个来源，财务上的经济性常常被误解。通过被一个更大的企业收购，被收购方可有效地降低资金成本，因为独立经营的风险得以降低。这种财务上的经济性提高了被收购方的投资价值，而不是公平市价。合并也降低了并购后新企业的财务成本，提高了租赁合同、现金管理及营运资金管理的有效性。

尽管被并购方能使用更多的债务融资降低资金成本，但是它的价值并不因此而提高。因为任何一个收购方都能取得这种益处，这种财务上的操作很少有真实的价值创造潜力。

并购企业也能创造某些纳税上的好处，如利用净营业亏损递延税款或合并有优惠税率的企业。尽管如此，收购方应该认识到，大部分财务上的经济性不能从本质上提高企业的战略地位，也很少能积极促成交易的发生。

衡量协同效应的关键变量

在衡量上述来源产生的协同效应时，并购团队的成员应该始终注意以下的三个变量，它们对准确地预测协同效应和估算价值有着重要的影响。

1．协同效应的大小。协同性的价值是通过对净现金流的预测

来加以量化的，包括预测收入、费用、财务和税务成本，以及营运资金和固定资产投资。预测的每一个组成部分，尤其是每一个组成部分的增加和改善，都应该严格地进行评估。收购方应该坚决抵制感情上的倾向，避免过分乐观地估计收入和费用。预测时每一要素都必须准确地加以评估。

2. 取得协同效应的可能性。企业并购预期产生多项协同性，有些很可能成功，另一些则不然。例如，与被收购方董事会有关的管理成本，其被削减的可能性几乎是100%。相反，在激烈的竞争中达到一定的销售目标是很难确定的。人们应该注意这些不同，并在预测时留有余地。计算不同结果的可能性，有助于从数量上把握可能结果的范围，如乐观的、期望的、悲观的或通过蒙特卡洛（Monte Carlo）模拟。管理者应特别注意不好的预测及其结果。
3. 取得协同效应的时间。并购团队应该看到，虽然并购只是一场交易，协同益处的取得却可能需要几年的时间。并购的价值和并购是否成功，与能否根据预期时间表取得现金流的增长密切相关。任何延迟都可能推迟现金流的取得，从而降低它们的现值。但是更要避免急切地缩短提高收入或降低成本的时间，因为取得这些协同效应的时间与取得的数量一样，依赖于对条件的假设。兼并收购的历史上充满了各种不切实际，急于求成从而过高估计协同效应的失败故事。并购的管理者如果屈从于这种压力，那么首先受害的就是自己。

这里我们要强调的是，在检查预期的协同效应时，客观而严格的尽职调查是非常重要的。投资者已经预期了，收购方和被收购方

的价值将比独立经营时有所提高，收购的协同效应应该反映的是超出这种预期之外的提高，其价值必须高于收购方所付出的公平市值之外的费用。因此，每一个预期的协同效应，都必须就协同效应的大小、取得的可能性和取得的时间三方面进行详尽的考察。如果企业忽视这一过程，将不可避免地遭受并购上的挫折。

协同效应和计划

第 4 章讨论的收购计划过程，重在要求将收购计划与企业整体战略计划结合，这里我们强调的是，每一次收购应该根据取得预期协同性的可能性进行评价。马克·L·西罗尔曾经将收购时成功取得协同效应的四个关键要素称为“协同效应的基石”。图 5-1 显示了这四个要素，西罗尔认为缺少任何一个要素都达不到目的。

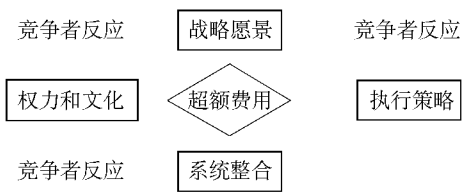


图 5-1　西罗尔的协同效应基石

西罗尔的“协同效应基石”包括：

- 战略愿景。说明了兼并的目的，这是执行并购计划时持续不变的指南。
- 执行策略。为了获得比竞争对手更有利的竞争优势，所要求的具体执行步骤。
- 系统整合。关注并购的执行，同时坚持预定的目标，这些目

标在收购前已详细地制定，并将取得协同效应的时间列表。

- 权力和文化。并购后的企业文化也随之变化，管理者应该制定并执行合理的决策结构，包括合作程序和解决冲突的方法。成功的整合要求新成立的组织自上而下各级都对并购目的有清楚的认识。

协同效应几乎是人们普遍认为的并购的好处，小心这些好处，它们可能只是虚幻的谜雾。

企业合并可能带来经营业绩上的增长，但这种增长必须高于投资者对并购双方独立经营的预期。这种独立经营时就能取得的增长是任何并购要超越的第一个障碍。当收购方支付给被收购方股东超额费用时，协同效应所带来的收益现值应该减去这一费用。因此，支付的超额费用越高，对收购者的潜在益处就越少。收购者还应该看到，自身以支付超额费用的形式将最初的协同效应转移给了卖方，买方得到的是继续取得协同效应的挑战，而这往往是最难的。

协同效应并不神秘，管理者应该对它详细地讨论，准确地预测，合理地将净现金流折现，在精心制定的时间计划下考察成功的可能性。

准确的价值评估要求合理地应用估值方法，要求深入地了解将要出售或收购的企业，要求明确地衡量企业产生的投资回报。所以，为了提高价值评估过程中的精确性，本章将介绍：⑴ 三种估值方法；⑵ 投资资本模型，量化对所评估企业的投资；⑶ 净现金流，准确地评估对资本方的投资回报；⑷ 调整企业的财务报表，真实反映企业的经营业绩；⑸ 处理投资风险的数学方法。

企业价值评估方法

不同的企业在经营性质、市场和资产上各有不同，因此，价值评估有三种不同的方法，如图 6-1 所示。

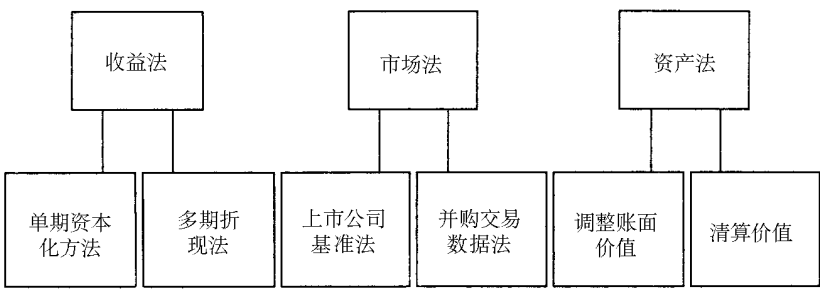


图 6-1　企业价值评估方法

每一种途径都有一些方法应用于不同的程序。比如，我们可以在收益法下，多期折现方法应用折现现金流程序。

第 7 章将讨论收益法，第 8 章和第 9 章探讨收益法所使用回报率的确定过程，第 10 章和第 11 章分别介绍市场法和资产法。企业估值理论要求评估者在每一评估项目时使用三种方法之一，尽管这样做并不现实。比如，一个企业可能缺少正的投资回报来折现或资本化，因此不能使用收益法；缺少用来比较的类似企业，不能使用市场法；当没有使用超额收益方法 (一般不用于兼并收购估值) 时，

资产法不能准确地评估无形资产或商誉的价值，这些价值在资产负债表中并不以市场价值出现。因此，每一种估值方法都具有自身的不足，从而限制其使用，或削弱其在特定评估项目中的有效性。但更重要的是，每一种估值方法侧重价值的不同方面，从一个独特的视角来反映价值的驱动因素。收益法关注将来的投资回报折现，反映相对的风险水平；市场法建立在为另一投资支付价格的基础上；资产法侧重于企业潜在资产的假定规模。使用哪一种方法和各自的可靠性，取决于如下几个因素：每种方法的优劣势，被评估项目的特点，被评估企业的外部条件，企业所处的行业情况。第 13 章将讨论怎样评价这些估值结果，表 13-1 总结了每种方法一般适用的环境。

在本章对兼并收购的估值方法的介绍中，除非特别指出，所有的讨论都假设所评估的企业是持续经营的，是可行的。那些处于清算期或长期衰退的企业，对其估值需要不同的假设和评估程序。

使用投资资本模型定义所评估的投资

就兼并收购而言，对某个企业的投资一般被定义为企业的投资资本，是计息债权和股权的总和。表 6-1 计算了投资资本。

表 6-1 投资资本的计算

资产负债表	
资产 (扣除非经营性资产)	债务 应付债务 负息债务 权益
总经营资产 减去：应付债务	总负债与权益① 减去：应付债务
净经营资产	投资资本

① 所有的经营资产及负债应调整为市场价值

流动资产减去应付债务得到企业的净营运资本；此外，表6-1中的总资产需扣除非经营性资产，所有者权益也要相应地减少。经过扣除，资产负债表的左栏是净经营资产，右栏则是用以支持这些净经营资产的负债和权益资本，即我们所说的投资资本。

请注意企业所有的无形特征，如员工、客户和技术都包括在投资资本的价值计算中。投资资本也被称为经营基础上的企业价值，因为评估的是整个企业，包括净营运有形与无形资产。为什么兼并收购中所评估的是投资资本，而不只是所有者权益？主要原因在于防止由于不同的资本结构造成潜在的价值扭曲。投资资本经常被称为是与债务无关（debt free model）的模型，因为它所反映的企业情况与债务资本和股权资本的结构无关，应该在考虑企业的经营时用股权或债务资本支持之前计算企业的价值。每个收购方可能选择不同的融资方式，但这种选择不应该影响企业的价值，无论用何种方式融资，企业的经营价值应该是一样的。同时还要注意任何与收购有关的债务也应该排除在投资资本之外，因为价值不以收购方的融资选择而变化。

既然投资资本模型不以资本结构评估企业，那么企业的投资回报——收入或现金流——必须以债务前投资回报计算，资本成本或经营乘数要考虑债务和股权两种融资渠道。第9章、第10章和第11章将根据这些观点，进一步讨论投资回报和投资回报率。

为什么净现金流能最准确地衡量价值

如我们在本书第1章和第2章所述，价值创造最终可被定义为提供给资本方的经过风险调整的净现金流。无论公司的股价上升是

因为何种原因，如采用新技术、改善产品线、更有效的经营或其他类似因素，所有这些都为资本方增加了现金流。因此，价值必然可追溯到现金流，这也是在价值评估里经常用到“现金为王”的原因。投资者和管理者习惯于以收益——利息或税之前或之后的所得来表示经营业绩。但是，收益并不是真正能花费的数量，因此不能表示公司提供给资本方的数量。例如，一个公司可能有很好的息税前收益（EBIT），但大部分或所有这些收益必须支付利息、税、公司营运资金的再投入或继续经营所必须的资本性开支，能够回报给资本方的现金收益寥寥无几。

非上市公司的收益常常以税前或税后净利润表示。因为这是一个对股东的投资回报，其中利息费用已经去除，它反映了所有者对债务融资的偏好。但收购方希望看到的是在融资方式前的真实经营情况，因此关注的是对资本的投资回报，而不仅仅是对股东的投资回报。

计算投资资本的净现金流

因为财务报表通常遵循公认会计准则（GAAP），为外部使用者所使用，投资资本的净现金流不常出现在报表中，包括现金流量表。但是它易于计算，如表 6-2 所示。

表 6-2 投资资本净现金流

数学符号	组　成
	税后净利润
+	税后利息费用，利息费用 ×（1-t）
=	投资资本的净利润
+	非现金支出（如折旧和摊销）①
-	资本开支（固定资产和其他经营性非流动资产）①

（续）

数学符号	组　　成
+ 或 -	营运资产变化①,②
+	优先股或其他优先级证券的红利③
=	投资资本的净现金流

① 在预测中，这些数字必须能支持预期将来经营，而不仅仅是以前年度或下一年度预期数字的平均或实际数

② 投资资本模型不考虑债务，所以应该扣除任何流动负债中的负息债务。一般来说，这样做将减低营运产的增长量。

③ 在大部分的评估中此项为 0，因为一般没有优先股或其他支付红利的优先级证券。

从计算过程中我们可以看到，净现金流的好处很明显。它代表了可以完全从企业中取出并且不影响企业持续发展的回报数量，因为公司所有的内部需要都已考虑。这就是为什么净现金流通常又被称为“自由现金流”的原因。

投资资本净现金流（NCF_{IC}）是表示公司真实财富创造能力的惟一指标，它揭示了公司在偿还债务本利之前的回报，消除了不同借款水平的影响。NCF_{IC}衡量的是现金流而不是收益，因为投资人可以花费的只有现金，而不是收益。同时，NCF_{IC}是满足税后和资本性开支、营运资金等内部需求后的净回报，因此它代表了支付税和内部再投资需求后提供给债权人和股东的真实现金流。

公司的净现金可以分几年或长时期进行预测，我们将在第 7 章中解释这一点。在计算长期净现金流或终期净现金流时，应该坚持净现金流各组成部分的关系一致。由于通货膨胀和增长的原因，资本性开支应超过前期资本性开支的折旧。同理，营运资金的变化应导致净现金流的降低，因为应收账款和库存增加需要的现金流出，高于应付账款和其他应付项目增加所产生的现金流入。

谈判需要正确地衡量回报

并购市场的发展程度较低，尤其是中小企业并购市场。如我们前文所述，很多参与者在职业生涯中只参加过一次并购交易，大多数的顾问——会计师、律师和银行家——也很少经历这样的交易。不成熟的参与者以及缺乏有组织的市场，造成了并购市场的现有局面：卖方四处寻找合适的买方，买方则费尽心机地通过私人联系、接触行业协会或邮寄的方式，搜索潜在的并购目标。

在这种环境下，期望经常是不现实的，错误信息充斥着市场，参与者寻求捷径或简单的公式，以便快速方便地计算价值。价值评估通常建立在息税前收益（EBIT）乘数或息税折旧摊销前收益（EBITDA）乘数的基础上。尤其是卖方偏好这种方法，因为它们产生了相对较高的回报数字，看起来和听起来都不错。当然，问题在于这些并不是真实的投资回报，因为它们还没有支付所得税及公司内部再投资的需要。也就是说，不论 EBITDA 还是 EBIT，都不能表示给资本方的现金回报。

究竟并购交易双方应该怎样处理这些困惑呢？一方是无论何种谈判战略，都要知道公司真实价值的卖家，另一方是正在谈判价格的买家。关键是坚持用投资资本的净现金流计算所有的价值，只有这样，估算过程才能产生提供给资本方的真实回报以及准确可靠的投资回报率。当卖方及其中介以没有真实根据的 EBIT 或 EBITDA 乘数报价时，买方可以要求对方解释乘数是如何得出的。知情的参与者，无论买方、卖方还是中介机构就能意识到使用乘数缺乏正当的理由，更重要的是，他们能够解释为什么乘数不能准确地反映价值。

EBIT 或 EBITDA 乘数方法会扭曲价值，最常见的表现包括以下方面：

- 不准确的投资回报——考虑可能的行业和经济环境，计算的 EBIT 或 EBITDA 与历史或将来比较是不现实的。
- 战略价值与公平市值的混淆——投资银行家或经纪人可能报出一个较高的 EBIT 乘数，它来源于一场或几场交易中，其中买方支付了相当高的价格。由于那些交易可能产生了特别的协同效应，较高的 EBIT 乘数是合理的，但是它们并不代表“市场”，尤其对于别的买方而言，这种协同效应可能并不存在。
- 不合理的基准公司——选择规模较大的上市公司，或者是行业领先者的乘数。由于这些基准公司与目标公司相悬殊，乘数并不适用。
- 不合理的时间——选择与评估日相隔较远时间的交易乘数。不同时期经济或行业环境不同，因此不同时间的乘数也不相同。另外一种不合理的方法是混合使用投资回报和乘数——比如，将来源于净收入的乘数应用在 EBIT 上。
- 选择平均乘数——无差别地使用一组公司的平均乘数或中位数，但是目标公司可能与这一组的均值相距甚远。

精明的投资者发现自己的谈判对手以收益乘数的形式报价时，他们会先用投资资本净现金流来决定价值，然后以 EBIT 乘数表示，或用对方愿意采用的其他方式继续进行谈判。

选择净现金流代替收益乘数的另一个原因，是确定投资回报率的客观需要。为了估算价值，投资回报的折现、资本化或乘数过程将应用投资回报率，或其倒数——乘数。计算出的价值是否可靠，

取决于两个主要变量的准确性和可靠性，即回报和回报率或乘数。公开市场能够提供有据可查的多年历史净现金流，包括长期、中期和短期净现金流回报。在美国市场，这些数据最早可追溯至 1926 年，反映了债权人和股东所收到的实际现金回报以及相应的投资回报率。对买方来说，这种回报率表示了预期 (prospective) 的方案，即为取得投资所产生的期望未来 (future) 净现金流回报而支付的现行 (current) 价格。同时这些数据也为价值评估师提供了参考，他们可以借此更好地把握投资风险与预期回报的关系，准确预测不同风险水平所要求的投资回报率。

这里我们要重点强调的是，不存在与其他回报指标类似的历史回报数据，包括经常使用的回报，如 EBITDA、EBIT、税前净利润和税后净利润。这些回报指标反映的都不是能为股东所用的净现金回报，而只是不反映投资额的历史经营业绩。所以，这些历史结果与投资者为预期未来投资回报而支付的价格是无关的。第 8 章将说明使用历史回报率的不足。

调整财务报表

对目标公司财务报表的调整一般是指将报表标准化，把原有的会计信息转换为反映公司真实经营成果、财务情况和现金流水平的数字。财务报表数字与市场价值存在差异，主要因为以下的原因：

- 报表为达到少纳税的目的，可能采取高估费用、补贴、租金，或其他高于市场价格支付给所有者或关联方费用。
- 报表可能调整会计方法，如从收付实现制变为权责发生制，或改变库存、折旧计量方法。

- 报表可能包含非经营性或非经常性项目，如资产盈余或短缺、个人资产挂账在资产负债表上，或公司支付个人费用，以及非持续经营下的收入或费用。
- 资产市价与公司账面价值不同。

报表的标准化调整对小企业而言更有意义，中型或大型企业报表也需要调整，但是其影响不大。比如，高估的 10 万美元费用，对一个年收入 100 万美元的企业价值有重要的影响，但是对一个年收入 5 000 万美元的公司可能无关痛痒。而且，小企业的财务报表更有可能未被审计，或者使用现金收付制而不是权责发生制。因此，小企业的报表需要更多调整，相应的影响也更显著。

调整报表也许只涉及损益表或资产负债表，也许两者都有。例如，从损益表中去除一项非经常性的收入或损失，并不影响资产负债表。

在兼并收购中买方经常能取得对目标公司的控股权，这使得买方能够控制或者操纵公司收入，但是少数权益股东则缺乏这种控制力。因此，上述这第一类调整被称为“控制调整”，在对有控股权的公司估值时才使用。典型的控制调整内容包括：

- 高于或低于市价的报酬以任何形式支付给控股股东。
- 控股股东拥有房产或设备，并将其出租给公司，公司则支付高于或低于市价的租金。
- 在工资表中，以高于或低于市场水平向关联方支付报酬。
- 公司为控股股东购买资产，如汽车、飞机、游船、俱乐部会员许可等，这些并不是必须为每个员工支付的。
- 公司投保但受益人并非公司。
- 向控股股东借款或贷款给控股股东，但利率低于或高于市场利率。

当评估少数权益股东价值时，不进行控制调整的结果就是少数权益的价值极低，甚至为 0，尽管这种情况不太常见。价值被低估反映了小股东相比大股东的劣势。小股东可以通过股东协议中的条款来限制大股东对公司现金流的任意处理，从而增加少数权益的价值。另一种方法是，在控制调整之后采用控制性回报，再以一个少数权益折现用于估值。我们一般不建议采用这种方法，因为它往往不能真实地反映价值，少数权益的折现率并不能反映特定公司少数权益股东和大股东在利润上的数量差别。第 11 章和第 12 章将进一步讨论这些调整要点。

调整资产负债表

调整资产负债表主要是为了将资产从账面价值转换为市场价值。在持续经营的前提下，市场价值通常是“使用中”的资产的价值，它既不是历史成本价、折旧后的账面价值，也不是清算价。同时应考虑资产盈余或不足，参考行业标准，确定应有的平衡。资产负债表不应包括非经营性资产，如所有者个人的飞机、公寓或不用于企业经营活动的房产，相应的变化将影响权益账户，一般影响其中的留存收益账户。当租用关联方的资产时，应比较实际租金与市场租金，判断是否需要调整收入，此外也要考虑有关资产交易是否包含在销售收入中。

第 11 章将详细解释对资产负债表账户的调整。

调整损益表

调整损益表是为了将企业报表上的财务业绩转换为真实的经营

业绩。买方一般购买的是企业的将来回报，当要收购一家企业时，预测回报并评估企业的历史经营情况，更重要的是评估将来的盈利性。预测盈利性一般需要以下的损益表调整：

- 非经常性收入或支出项目。损益表不应包括一次性的收入，如出售资产所得、保险金、不希望再次出现的大削价出售，或者是房产拍卖所得，这些项目不代表企业的持续盈利能力。
- 非经常性支出或损失项目。有些费用可能不会再次发生，如出售资产的损失、搬迁费用、重组费用或其他一次性支出，它们不能反映企业的持续经营支出，应该加回到收入中。
- 非经营性收入或费用项目。超额利息或红利所得，经营中不使用资产的出租收入，非经营性费用（如慈善捐款）或非主营业务费用，这些项目都应在收入中作相应的加减调整。
- 所有者津贴。公司支付给股东或其关联方的薪水、奖金或任何补贴超过或低于市场平均水平的部分应调整为市场水平。如果这些人在公司里并不尽职，却取得市场水平的报酬，而且收购者想以合格人选取而代之时，则不需要调整报表。

调整目标公司以前年度的损益表，使人们对历史经营情况的解读更加准确，也有助于鉴别出在预测中不适于包含的项目。计算企业价值时，采用收益法和市场法都应考虑这些调整。

兼并收购中的投资风险管理

第 8 章和第 9 章将用大量篇幅介绍确定折现率的方法，以便准

确反映特定投资的风险。在资本资产定价模型的基础上，这些方法有助于企业评估师在宏观的经济、行业和特定企业环境下，决定合适的投资回报率。尽管它们在评估资金成本和整体风险上较为准确，其他风险分析工具也是可用的。并购投资决策和合理投资回报率的计算，组成了资金预算分析，更多的高级统计方法可以在其中应用，管理者可以借此进一步了解投资决策的可能结果。

传统统计工具

企业估值应用某些工具来评估企业和市场风险，例如，后文中推导折现率所引用的数据是依据边际回报期望价值的概率分布统计。此外，评估投资风险使用如下的传统统计参数：

- 期望价值——预测回报的加权平均值，权数即发生概率。
- 方差和标准差——方差是一个标准统计量，衡量偏离均值的分布变化。标准差是方差的平方根，是衡量概率分布的离散度或“紧密度”的传统指标。分布越窄，标准差越低；分布越宽，标准差越高。在标准正态分布中，大约68%的分布面积落在均值左右两边各一个标准差范围内，可知实际结果偏离均值一个标准差以上的概率是32%。同理，结果在均值的两个标准差之内的概率约95%，三个标准差之内的概率是99%以上。
- 协方差——衡量分布相对离散水平的统计量，是概率分布的标准差与期望值的比值，表示每单位期望值的风险。

评估不确定性的有效方法是决策树（decision tree），这样称呼是因为它的图形像一棵树，主干在左边，分支向右边延伸。决策树上

的每一个“树杈”代表一个事件或决策可能有两种或多种结果。每个分支都存在发生概率，由此我们可计算出决策树上每个终端分支的期望值。

蒙特卡洛模拟

并购决策经常使用传统的统计工具，而蒙特卡洛模拟（MCS）只是有时应用。在兼并收购分析中，价值通常是单一的“最优”的估值，类似于日常经营决策的预算。也可以决定一个价值范围，但在并购估值中较少用。一般来说，电子制表软件分析可以展示价值随输入变量的变化而变化。价值反映了对每一个输入因素的最优判断，以下问题是对估值结果的补充：

- 估值结果是可能的最优估计，但是目标公司的价值有多大可能确实超过投资价值？换言之，如果我们在价值的基础上做出决策，成功的可能有多少？我们将减少多少价格才能达到比如80%的成功可能？
- 得出的价值与传统价值相比，实际可能的差异有多少？
- 在分析中哪个变量或决策蕴含着最大的风险？哪个创造了最多的机会？对于我们可控的因素，我们抢先行动能增加多少机会、减少多少风险？
- 在一场善意收购中，我们怎样才能利用风险分析中的数据更好地进行谈判和交易？

蒙特卡洛模拟（MCS）这一统计工具可以用于评估在预测过程中内在的不确定性。决策树有助于评估有限的选择或决策的不确定性，而MCS在具有大量决策数目时具有优势。MCS最早用于核物

理领域，名字则起源于在博弈游戏中使用的类似方法。

MCS过程包括以下三个步骤：

- 鉴别问题的主要因素——那些能引起价值变化较大的变量。
- 通过概率方法量化每个变量的不确定性。
- 建立一个模型来描述不同元素间的关系。

利用模型的结果，人们可以评估取得不同结果的可能，比如估计的协同效应或经营目标，以及发现风险和机会。虽然MCS可能解答重要的问题，但它要求使用者经过大量的训练和实践，并且其结果的可靠性也主要取决于正确量化关键变量的不确定性的能力上，因此使用者应仔细评估结果。

实物期权分析

传统的资本预算方法要求预先明确并量化投资的不确定性。因为并购投资跨越时间长和投机性的特点，目标公司的情况可能持续地变化，如外部环境或风险预期的改变。鉴于投资涉及大量的不确定性，如在市场、技术或竞争方面，同时周围的环境总在变化之中，管理者需要一种决策工具，以便对变化及时作出反应。通过应用实物期权（Real Option）方法，管理者可将不确定性视为逐渐出现在投资期间的不同阶段，将企业战略作为不同的期权选择或一系列决策的结果。实物期权分析（ROA）有效联结了投资价值的计算和将来的价值管理方法，始终了解不断变化的投资价值，指导未来的决策过程。

投资者和管理者都会经历这样的情景：应用传统的估值方法计算出不合理或负的回报和价值。最经常发生的情况是这些回报伴随

着极大的未来不确定性，使得所有者和管理者得出结论：他们不应该对一项投资负所有责任。虽然投资可能会带来诱人的回报，但是变幻莫测的市场环境、技术进步和类似的不确定性，使得回报可能难以实现（更像一场风险极大的赌注），以至于当时看来并不是一个好的投资。

传统的估值方法，如多期折现方法，将分散在几个阶段的投资和回报用一个固定的资金成本折现。于是，管理者只有在市场情况发生变化时才能作出反应。实际上，当他们意识到新的战略优势和劣势时，就能够改变战略。传统的估值模型反映的是投资开始时已知的环境和事实，不能反映时间和情况变化后管理者的灵活应变。因此，前者可能会导致不合理或负的价值，在给定的风险水平下判断出预期的回报不足。

实物期权把投资当作是一系列的选择的结果，而不是单一的决策，其自身来源于在公开股票市场进行日常交易的金融期权。金融期权理论，主要是布莱克-舒尔斯期权模型，决定了一个股票期权的均衡价值。这些期权给予持有者一种权利，但并不是义务，以便在到期日之前以一个约定的价格买进或卖出标的物。因此有了期权，投资者就可以购买一个机会来分享企业潜在收益，同时限制不好的风险。投资者只有考虑到投资时无法得知将来信息才会选择是否执行交易。如果到期日情况不好，投资者可以不执行，损失的只是期权费用。

逻辑上说，实物期权分析（ROA）最初应用于这样的行业中：需要投资规模大，盈利周期长，特定项目失败的可能性高。如石油、天然气勘探和采矿业，最初的探索往往不能产生正的回报。医药行业也存在类似的情况，研发初期成功的可能性很低。

在某些情况下，这种实物期权风险管理方法也可作为一种战略投资工具来分析并购目标、对初创企业的投资或研发工作。

如同蒙特卡洛模拟，ROA 期权分析只适用于特定的条件，也要求使用者有充分的知识和经验。ROA 适用于如下情况，但是应在使用传统方法分析之后应用 ROA。

- 存在大量不确定性。
- 投资规模大，通常要求投资者采取一系列难度较高或成本较大的行动。
- 新的信息出现以及竞争情况变化多端，要求管理层及时改变战略。
- 大部分的投资益处来源于将来而不是现有的回报。

因为许多并购投资存在上述情况，ROA 最经常用来评估初创企业和经营跨度较大的收购。此时，价值主要取决于目标公司今后的发展方向和成长潜力，而并非其持续经营能力。同理，研发的最初投资经常建立在一个“平台”的基础上，不是为了即刻获得回报，而是当进一步的情况明朗时，创造机会跟进投资或发展新产品。在所有上述的例子中，价值都是围绕着企业将来的产品和经营，而不是现在的产品或经营。

实物期权概念下的投资一般涉及一组权利的收购，如许可证、专利或类似的好处。虽然这些投资要求小规模的支出，但是管理者可以借此更积极地影响价值。换言之，投资者以相对较少的花费，可以逐步地对投资回报、投资风险、持有期或期间的投资价值施加影响，而这些又影响了实物期权的价值。通过鉴别影响价值和风险的关键因素，这种方法论认识并且量化了管理者的灵活应变的空间。实物期权为持有者提供了机会，对不确定性做出的反应可以是选择执行或放弃。在这个过程中，管理者可以主动地决定以下内容：

- 进一步投资。
- 拓展经营或市场。
- 增加不确定性，如投资于一个新兴市场。
- 通过收入或费用的变化改变投资回报。
- 延长期权时间。
- 完全地退出投资。
- 什么也不做。

在金融期权方面，布莱克-舒尔斯期权方法中影响价值的关键变量是：

- 到期日。
- 无风险利率。
- 执行价格。
- 股票价格。
- 股票价格变化的不确定性。
- 股利。

同样的标准也可应用于并购中的实物期权或经济变量变化不大的类似投资决策中。例如，执行价格与项目执行成本的现值具有可比性，而股票价格等同于项目预期回报的现值。同样，股利类似于支出或持有期内投资价值的减少。

因此，管理者可以通过影响一个或多个实物期权变量来改善战略地位并创造价值。比如管理者在有效期内设法提高监管障碍或延长监管时间，或者投资在其他技术上，也可以改变企业的成本结构以影响收入、费用和最终的现金流，从而影响执行价格或股票价格。在很多新兴市场，管理者实际上鼓励竞争对手投资和创新，以

加速市场、产品和客户的发展，或者扩大投资阻挡竞争对手。有了实物期权投资，更大的不确定性实际上增加了期权的价值。期权使管理者可以等待最好的时机出现，以便执行期权或完全拒绝执行。因此，实物期权分析掌握并量化了投资者是否具备能力，即预先支付费用以获得权利的能力，并且以一个现在确定的价格去执行将来的投资，同时这种能力是建立在分析将来情况的基础上，根据将来的信息判断其对于投资是否有利。

虽然传统的估值理论可能相当准确并有效，但在评估企业和市场风险时，通过应用其他的分析工具，一些并购决策可以变得更加清晰。但是，只有当使用者具备较丰富的经验，才能合理应用蒙特卡洛模拟和实物期权分析。

准确的企业价值评估要求准确衡量投资和投资回报。在并购中，投资资本经常是被估值的量，净现金流则提供了最准确的企业经营业绩的指标。为了确保企业财务报表的准确，标准化调整是必不可少的，以便消除非经营性、非经常性项目或非市场基础的费用对资产负债表或损益表的影响。

并购估值中经常应用风险管理方法，所涉及的最常见的传统统计参数包括期望值、方差、标准差、协方差。当存在大量风险，同时特定变量可以确定的情况下，合理应用蒙特卡洛模拟和实物期权分析将为管理者提供决策的有用信息。

收益法的理论是令人信服的，一项投资的价值是未来收益的现值，其折现率是反映投资风险的回报率。这个理论富有意义，几乎可以应用在任何具有正投资回报的企业中。

成功应用收益法并不是一件易事，因为价值的每一个关键因素——投资回报和回报率——都需要进行预测。在估值过程中，分析师应该仔细分析关键变量及其风险，包括影响回报的价格、产量和费用。如果没有经过这一严格而详细的分析过程，投资项目往往忽视主要的成本或风险，或是建立在非现实的假设上，经不起详细的调查。

为什么并购价值可由收益法确定

比起市场法或资产法，收益法更常用于计算兼并收购的价值。收购者现在投资是为了获得未来净现金流，但是这种不确定的净现金流是蕴含风险的。而收益法方便地量化了价值的这些关键变量。

相反，市场法经常使用市盈率或类似的乘数计算，这些乘数是近期回报的乘数，而不是未来估计回报的乘数。在准确性上，市场乘数不如收益法通过折现率和预期回报所达到的效果。例如，市盈率（P/E）或息税前收益（EBIT）乘数适用于单一年度的收益，但不能准确反映未来几年里收益的预期变化。在合理使用的条件下，乘数反映了一般投资者的偏好，经常作为行业数据被卖方引用。分析师应该理解这些乘数，将计算结果与收益法计算得出的主要结论进行比较。

如我们在第 4 章所讨论，收购分析应该是企业整体战略计划的有机组成，而整体战略又是由预算和预期财务报表支持的。预算迫使管理者量化并支持其计划的财务结果，同理，收益法中决定价

值的预期和前提假设也要求同样的分析和支持。无论收购效益是来自于增强盈利能力、削减成本、优化流程或降低资金成本，收益法都将量化前提假设，以便于对这些条件的考察和评价。收益法也清楚地表达了取得这些效益的时间，以及时间推迟将怎样影响价值。

收益法便于买卖双方计算企业的独立公平市值及对一个或多个战略购买方的投资价值。通过这种清晰的判断，双方易于明确协同效应，并据此作出决策。

并购估值可能涉及概率或实物期权分析的应用，这些分析可以方便地与收益法所使用的预期模型相结合。此外，随着情况的变化，预期模型也易于修改和更新，相关的预测也是最好的预算，便于投资后的分析和控制。

研究收益法，自然会产生以下的问题：收益法所确定的价值，是否包括了企业所拥有的有形资产价值？如果是，怎样包括？

收益法计算出的价值确实包括企业经营中所有有形资产和无形资产的价值。经营这些资产产生了回报，没有这些资产也就没有回报。所以，收益法和市场法确定的价值，包括了企业所有的有形与无形运营资产的价值。

如果企业拥有多余的经营资产或非经营性资产，那么这些资产应该单独评估，所评估出的价值可以加在经营价值中，以决定整个企业的价值。这一过程的讨论见第 11 章。

收益法中的两种方法

虽然以上讨论的收益法假定应用多年度预测，但也可用于一年的预测。这种年数上的不同——一年或多年——造成了收益法两种

主要方法的区别。

单期资本化方法

第一种方法也是较简单的方法，涉及企业一年回报的资本化，这也是该方法被称为单期资本化方法（SPCM）的原因。因为这一方法根据一年的回报计算价值，只有在所选择的回报能反映企业未来长期经营情况时才能产生可靠的价值。所以，如果上一年度的回报或近年平均回报值不能正确反映未来回报，分析师不宜采用这些数据。单期回报的增长率通过资本化来计算。这一数学过程要求第二个关键假设：每年回报大约以一个特定的比率增长直到无穷年度。

SPCM的公式是：

$$PV = \frac{r_0 \ (1 + g)}{d - g}$$

式中 PV——现值；

r——历史或今年的回报作为基准回报，下一年没有增长；

g——代表长期可持续的增长；

d——折现率；

d-g——资本化率。

公式中的关键变量 r，g 和 d 都将在第 8 章中详细讨论。这里要认识到的是折现率反映了投资风险，长期增长率反映了预期回报怎样每年增长直到无穷年度。因此，以 d-g 计算的资本化率来源于折现率，取决于折现率和增长率。资本化率也以乘数或资本化率的倒数表示。资本化率在市场法中可以取自股票市场价格（详细解释见后）。但是我们并不建议这样做，因为市场乘数变化多端，可靠

性更强的资本化率来自于折现率。表 7-1 表示了这些关系，说明了资本化率的变化怎样影响价值和乘数的相对大小。

表 7-1　资本化的计算

计 算 价 值			
回报 / 资本化率	=	价值	
$1 500 000 / 15%	=	$ 10 000 000	
将资本化率转变为乘数			
1 / 资本化率	=	乘数	
1 / 15%	=	6.67	
不同资本化率对价值的影响			
$1 500 000 / 30%	=	$ 5 000 000	乘数 3.33
$1 500 000 / 20%	=	$ 7 500 000	5.00
$1 500 000 / 10%	=	$ 15 000 000	10.00
$1 500 000 / 8%	=	$ 18 750 000	12.50
$1 500 000 / 5%	=	$ 30 000 000	20.00

如同使用其他简单公式一样，使用者应该理解这个公式暗含的假设，否则可能极大地曲解价值。此公式可能采用历史的、现在的或预测的回报，并且预测回报一般如表所示，将上一年度的回报乘以 1 + g，其中 g 是预期的长期增长率。

SPCM 是简单方便的方法，所以经常用于表示初始的价值。必须认识到当所选择的回报流是历史收益时，资本化率可以是市盈率的倒数。

合理应用 SPCM 的关键在于不能忽视这一方法的潜在假设。对于一个特定企业而言，这些假设越不现实，SPCM 的结果就越不可靠。计算中的回报，即分子，必须反映企业长期可持续的经营业绩。此外，增长率 g 必须合理预期在这个回报基础上企业每年取得

增长的能力。当年度增长率产生显著变化时，SPCM的准确性就削弱了，价值可能被严重地扭曲。

你选择哪一个投资回报率，20%还是40%？

选择取决于对“回报”和“投资”的定义。回报是投资者所得的益处，通常以利润或现金流衡量。投资一般是普通股权、投资资本、选定资产或其他证券，如优先股或股票期权。为了避免错误，回报应该与回报率正确匹配。

小心一些陷阱。例如，应用单期资本化计算，假设股权资本化率为20%，则$10 000 000/20%得出$50 000 000的股权价值，$12 000 000/20%得出$60 000 000的股权价值，$20 000 000/20%得出$100 000 000的股权价值。其中$50 000 000是唯一正确的选择。其他价值是将应用在净现金流的回报资本化率与不同回报计算而得。请记住，必须将回报与正确的回报率结合使用。

使用回报率计算股权价值

股权回报	数量	股权价值	
税前净利润	$20 000 000	$20 000 000/40% =	$50 000 000
税后净利润	$12 000 000	$20 000 000/24% =	$50 000 000
股权净现金流	$10 000 000	$10 000 000/20% =	$50 000 000

多期折现方法

与SPCM相对的另一种方法是多期折现法（MPDM）。这种方法使用多年度预测，克服了SPCM假设的潜在限制。一般3到10年的预期未来回报充分考虑了企业长期的业绩情况，可以相对准确地反映预测期的回报变化，这些变化可能是由于收入、费用或资本性开

支的变化。因此，当预期有较大的回报变化时，应该使用 MPDM 方法代替 SPCM 方法。同时，应该认识到，如果 MPDM 中预测的回报反映了单期资本化模型计算中的长期增长率，两种方法将产生同样的结果。

因为并购决策一般涉及大量货币资金，对买卖双方造成长期影响，只有在企业有很稳定的收益和持续增长的情况下才适用 MPDM。

一般来说，MPDM 有两个阶段。第一阶段是对几年时间的预测，第二阶段是对终值的预测，即在预测期间之后的所有时间。MPDM 的数学表达式如下：

$$PV = \frac{r_1}{(1+d)^1} + \frac{r_2}{(1+d)^2} + \frac{r_3}{(1+d)^3} + \cdots \frac{r_n}{(1+d)^n} + \frac{\dfrac{r_n\ (1+g)}{d-g}}{(1+d)^n}$$

式中　PV——现值；

r——回报，即选择的收益或现金流的统称；

d——折现率；

g——长期可持续增长率；

n——预测的最后一期，其后回报是可持续的长期回报；

d-g——资本化率。

注意期末惯例假定回报能在每年末收到。初创企业或新兴行业的风险企业较难预测几年后的情况。相反，成熟行业的已成立企业可以相对准确地预测 7 到 10 年的经营情况。虽然没有明确要预测多少年，但是时间应该足够长来反映回报的预期变化，并且预测期满后有一个较稳定或持续的回报。

企业一旦取得稳定的回报，MPDM 方法就可以将预测期后的回报资本化为终值。如前文的等式所述，终值的计算是首先将预测最后一年的稳定回报加上预测的长期增长部分的和进行资本化，然后

再将这个资本化后的回报折为现值。

使用 MPDM 公式经常出现的几个问题如下：

- 预测期应该有多长？

  预测时间应该足够长，以便反映回报的变化，直到企业取得较为稳定的回报。终值的计算要求稳定或可持续的回报，才能反映不同因素间的长期关系。

- 为什么在终值计算中把资本化价值折现？

  终值代表了预测期后所有预期回报价值的总和，这个资本化价值必须用预测期终一年年末的现值因子折现。

- 终值应该占总价值的多少？

  这个问题没有一个正确的答案，因为终值将根据不同情况变化，如每一项投资的长期增长率。随着预测期减少，终值的相对规模增加；预测期越长，终值变得越不重要。根据折现率，在大约 10 年的预测后，终值的意义较小。

MPDM 公式假定投资回报在每期末收到，因为大部分投资产生的收益在一年中都可能收到，MPDM 公式经常用年中折现惯例进行修订，详见如下的等式：

$$PV = \frac{r_1}{(1+d)^{0.5}} + \frac{r_2}{(1+d)^{1.5}} + \frac{r_3}{(1+d)^{2.5}} + \cdots \frac{r_n}{(1+d)^{n-0.5}} + \frac{\dfrac{r_n(1+g)}{d-g}}{(1+d)^{n}}$$

式中 PV——现值；

r——回报，即选择的收益类型或现金流的统称；

d——折现率；

g——长期可持续增长率；

n——预测的最后一期，其后的回报是可持续的长期回报；

d-g——资本化率。

年中惯例假设回报在每一年中均匀收到，少部分人愿意使用年中惯例计算终值，如上式中折现因子由 n 年变为 n-0.5 年。

确定合适的长期增长率和终值

无论在 SPCM 还是 MPDM 中，价值的计算都受到回报增长率 g 的影响，两者又都假设回报将以这个增长率永远增长，所以一个不现实的增长率可能极大地歪曲价值。

决定增长率的最通常因素包括：

- 总体经济环境。
- 企业所处行业的成长性，包括企业的客户所处行业的成长性。
- 收购可能带来的协同效应。
- 企业的历史增长率。
- 在一定的竞争条件下，包括技术、产品线、市场、定价、销售和市场营销方面，管理者对未来发展的预期。

评价这些因素的关键是 SPCM 和 MPDM 的终值涉及永续模型——假定回报将持续到无穷时间。选择长期增长率的恰当方法是考虑宏观经济因素。例如在美国，人口增长率在 2%以下，国内生产总值的增长率通常少于 3%。因此，各行业的长期加权平均增长率大约为 3%。有了这个标准后，人们就可以考虑具体的行业，决定历史和预期的长期增长率。如果合适，再进一步到企业所在行业的细分行业进行类似的分析。一个全国性的企业可以使用全国范围的

数据，地方性的小企业则根据特定区域的发展情况加以分析。注意所选的增长率将应用在回报上——收益或现金流——所以应该从产品组合、价格和毛利上判断增长率的合理性。

一些企业具有两位数的增长率，充分展现了夺取市场份额并快速成长的竞争优势。当这些竞争因素显示出在可预见的将来，企业可以保持高速增长时，这一时期的预测结果应表现出这些特点。从逻辑上说，随着竞争对手进入市场，新技术的发展、成本降低和价格压力将消除企业的战略优势，高速成长将变得缓慢。随着企业规模的扩大增长率也将趋缓。

价值常常因为长期增长率得以提升，因为增长率意味着企业将保持竞争优势。例如，在一个年增长率为 3% 的行业，用 SPCM 或 MPDM 计算一家公司的长期增长率为 10%，说明这家公司永远以 3 倍于行业增长的速度增长，不断攫取新的市场份额。卖方或他们的代理方常常试图通过不现实的高速长期增长率假设来提高价值，所以买方必须审核这些数字。

总之，长期增长率并不总是 3%。管理者应该详细严格地审查预测过程，关注那些最影响增长率的细节，包括市场、产品、产量和价格。当预期的增长率不能持久，应该反映在 MPDM 的预测中。

表 7-2 说明了长期增长率的变化给价值带来的重要影响。

表 7-2　SPCM 中不同的长期增长率对价值的影响

主要指标		
年回报		6 000 000
折现率		15%
长期增长率		3%，6%，9%
增长率 3%	增长率 6%	增长率 9%
$\frac{\$6\,000\,000}{15\% - 3\%} = \$50\,000\,000$	$\frac{\$6\,000\,000}{15\% - 6\%} = \$66\,666\,667$	$\frac{\$6\,000\,000}{15\% - 9\%} = \$100\,000\,000$

收益法是并购估值时最常用的方法，因为它几乎适用于所有能产生正回报的企业。这个方法是建立在一个被广泛接受的经济理论基础上的：将未来经济效益用反映相对风险的回报率折现，就可计算出价值。这一过程中，企业面对的挑战就在于确定可靠的回报和回报率来计算价值。在收益法中有两种具体方法，SPCM 和 MPDM 具有不同的优势。SPCM 快速方便，MPDM 更准确详细。两种方法产生的价值取决于公式中选择的回报和回报率，同时都要求选择合理的长期增长率。第 6 章已说明了确定回报和使用投资净现金流的益处，第 8 章将解释怎样确定恰当的回报率。

折现率，即资本成本或要求的回报率，反映的是风险；简单地说是反映了不确定性，是项目足以吸引投资的市场要求回报率。折现率由市场决定，这一市场由各种投资选择共同组成，而折现率随着时间变化具有不同的经济环境和风险特征。

《伊博森股票、长短期债券和通货膨胀价值评估 2001 年度报告》这样描述资本成本：

> 资本成本（有时称为期望或要求回报率，或折现率）这一概念具有三方面的含义。从资产负债表的资产看，它是将未来预期现金流折为现值的折现率。从负债角度看，它是竞争环境下企业吸引和保持资金的经济成本，因为投资者（资本提供者）总是仔细分析和比较所有产生回报的机会。从投资者的角度看，它是债权人和股东期望和要求获得的回报。虽然它们看待资本成本的角度不同，但三种含义都涉及相同的数字。
>
> 资本成本是一个预期或前瞻性的概念。虽然过去的经营业绩和其他的历史信息有一定指导作用，经常用于预测要求的投资回报率，但是只有对未来经营的预期才能真正决定资本成本。一个投资者将资本投入公司，期望的是将来公司经营能提供丰厚的回报。如果过去经营情况是投资者最看重的因素，那么没有人会投资初创企业。还要注意到资本成本取决于投资，而不是投资者。
>
> 资本成本也是机会成本，一些人甚至觉得“资本机会成本”是更准确的称呼。投资的机会成本是另一个最好的投资所能取得的期望回报。在一个充满竞争的世界里，投资机会众多，一个特定的投资与另一个最好的投资有着几乎相同的期望回报。

企业的融资方式经常是债务或股权，每一项的成本都应加以确定。债务比股权的成本更低，因为债务一般风险较小，并且利息成本可以在税前列支。股权的回报是非确定性的，比起债务风险较

大，更难以量化。表 8-1 描述了债务与股权的主要区别，特别是对于非上市公司的区别。

表 8-1　债务资本与股权资本的比较

特　　征	公司债或贷款——投资者风险更小	普通股——投资者风险更大
本金的安全性	持有到期本金有保证，虽然债券价值可能因为利率水平而变化	本金没有保证
利润	每年固定的利息回报	根据财务情况、管理层及董事会意愿支付红利
清偿权	比一般债权人和所有的股东拥有优先权	在所有债权人和其他股东之后
抵押	较常见，取决于贷款的性质和条款	较少见
管理控制	没有管理上的控制权，但债务人可能有限制公司某些行为的权利	控制程度取决于权益大小、投票权和法律限制及协议
升值	除了固定利息没有回报升值的潜力	回报增长潜力来自于公司业绩，但可能根据控制程度、股权结构和法律限制及协议而不同

由于不同来源的资本提供者的权利及相应所承担风险的不同，资本成本也有高低之分。随后，资本成本或回报率又决定了企业的价值。一项低风险的投资要求较低的回报率，而在多期折现模型（MPDM）或单期资本化模型（SPCM）计算中，较低的回报率则产生较高的价值。相反，对于高风险的投资，股东要求更高的回报率，造成了较低的价值，如表 8-2 所示。

表 8-2　不同价值回报率的影响

较高的风险和要求回报率产生了较低的价值	中等的风险和要求回报率产生了中等水平的价值	较低的风险和要求回报率产生了较高的价值
600 万美元/24% = 2500 万美元	600 万美元/18% = 3333 万美元	600 万美元/12% = 5000 万美元
结论：风险水平必须与影响价值的回报率水平相称，风险及回报率越高，价值越低		

债务资本成本

假定企业是盈利的，利息费用可以扣除，则企业的债务资本成本通常是其税后利率。当企业的长期债务利率约等于当前的市场利率，债务的账面价值和市场价值基本相同。但是，当企业的债务利率高于或低于估值时的市场利率，债务的市场价值很可能与账面价值不符，对这种差异应进行调整。因为这种差异在非上市公司中很少发生，我们的讨论假定，除非特别指明，债务的市场价值与账面价值相等。

表 8-3 列出了在不考虑特定时间和经济环境的情况下，反映不同投资风险水平的利率情况。

表 8-3　债务成本

美国联邦债券（无风险利率）	其他政府债券	高级公司债券	低级公司债券	非上市公司的抵押贷款	非上市公司的非抵押贷款
5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%

优先股成本

优先股成本是典型的市场成本，是证券的红利回报率。优先股可以设计为可赎回、可转换、可累积或参与型，这些特征将影响证券的回报率。

普通股成本

普通股常被称为“权益”，因为它不产生固定的回报，并且市

场价值可能变化剧烈，其成本较难确定。也正因为此，普通股成本通常表示为几个因素的总和，每一个权益折现率包括如下三个基本组成：

1. 无风险利率——没有违约风险的投资回报率，一般用长期美国政府债券的回报率作为代表。
2. 权益风险溢价——在无风险利率之上的溢价，是权益相对于债务的风险回报。
3. 特定公司溢价——特定公司风险要求的溢价回报。

表 8-4 列出了普通股的一般成本，与具体时间、行业或经济环境无关。

表 8-4　普通股成本

大型市值上市公司（S&P500）	中小型市值上市公司	微型市值上市公司	较大较强的非上市公司	风险资本家和较小较弱的非上市公司
10%	15%	20%	25%	30% 35% 40%

资本资产定价模型的基础和限制

上市公司的权益资本成本通常通过资本资产定价模型（CAPM）来确定，CAPM 是描述和量化投资者行为的资本市场理论的分支。金融教科书上有对 CAPM 的深入讨论。

CAPM 也可以用来决定非上市公司的权益资本成本，最经常应用在那些可以作为备选上市公司的企业中。CAPM 一般不适用于对非上市公司的估值，因为它的前提假设不适应或不同于非上市公司的投资环境。在考察 CAPM 的组成之前，让我们先看看 CAPM 潜在

的假设：

- 所有投资者期望单期终值价值最小，并根据每一组合的期望回报和标准差进行选择。
- 所有投资者可以以特定的无风险利率借入或借出无限资本，对资产的卖空没有限制。
- 所有投资者对预期价值、方差和所有资产回报协方差有着相同的估计（例如投资者的预期具有同一性）。
- 所有资产都可分割、可流动（可以一定价格在市场出售）。
- 没有交易成本。
- 没有税收的影响。
- 所有投资者是价格接受者（如所有投资者认为自身的买或卖行为不会影响股票价格）。
- 所有资产的数量是给定的和固定的。

很明显，CAPM的大部分假设不适合于非上市公司的投资。这些投资很少能充分多样化，却经常流通性较差，交易成本较高，并且投资者的行为常常受避税动机的影响。比如，CAPM假定充分多样化的投资组合，却用于评估投资一个单独企业的价值。这种差别使我们必须考虑特定公司风险溢价，从而使用修正后的资本资产定价模型（MCAPM），我们将在后面的章节介绍。因此，CAPM在评估非上市公司权益，尤其是小企业时不够有效。但是，要有效地量化权益资本成本，读者必须充分理解CAPM的原理。下文总结了CAPM，首先从折现率的三个基本要素开始。

1. 无风险利率。

2. **权益风险溢价。**

3. **特定公司风险溢价。**

CAPM **公式是：**

$$R_e = R_f + B\ (ERP)$$

式中 R_e**——期望回报率，代表市场要求回报率；**

R_f**——无风险回报率，表示无违约风险的固定回报；**

B**——贝塔（**β**），用于衡量某种证券相对市场总体的波动性，也称为系统风险；**

ERP**——权益风险溢价，即普通股长期平均回报率超过长期平均无风险回报率的部分；**

简单地说，权益要求回报率——普通股资本成本——等同于无风险回报率加上经过贝塔修正后的股权风险溢价之和。虽然股权风险溢价反映了投资者对增加的风险要求更高的回报，但贝塔从理论上衡量了特定公司的系统风险。贝塔将系统风险量化为标的股票的市场价格波动性与总体股票市场的价格波动性之比。有几个数据调查公司常规性地提供上市公司的贝塔值，其计算过程的差别很小。因此，对于上市公司的股票而言，人们可以连续追溯市场价格，与市场总体情况进行比较，从而根据 CAPM **准确计算出投资者要求的回报率，即** Re**。当计算一个较大的非上市公司或者一个交易不活跃但有市场价格的上市公司的股权成本时，**CAPM **也可以发挥作用。在这一过程中，首先需要分析类似于目标公司的上市公司组合的贝塔——表示波动性；其次可推导出目标公司合适的贝塔值。**

表 8-5 **展示了应用** CAPM **确定股权资本成本，这与特定的企业、时间或经济环境无关。**

表 8-5　权益成本 CAPM 计算

基本数据		
R_f	评估日的 R_f	= 6.0%
B	以行业内上市公司分析为基础	= 1.2
ERP	历史平均水平	= 7.0%
CAMP 计算		
$R_e = R_f + B$（ERP）		
14.4% = 6.0% + 1.2（7.0%）		

这一计算过程的解释如下。评估日的无风险回报率或资金的安全成本是 6%，就长期平均趋势而言，大型股票的要求权益风险溢价（ERP）超过长期平均无风险回报率 7 个百分点。虽然市场总体的系统风险是 1.0，某些上市公司的波动性，即贝塔研究表明，它们比总体市场波动性更强。因为目标公司与具有该贝塔值的上市公司样本相似，总体市场回报率由 7% 增加了 20%，达到 8.4%。再加上无风险回报率，就产生了目标公司普通股要求的回报率是 14.4%。

上市公司通常比非上市公司规模更大，风险更分散。因此，根据该行业一组上市公司的波动性，来确定行业内某一非上市公司的风险情况是相当困难的，也就是说确定合适贝塔值有一定难度。通常 CAPM 要求目标公司的许多因素通过贝塔进行量化。

修正资本资产定价模型

为了克服 CAPM 的不足，人们开发展修正资本资产定价模型（MCAPM），其中两个额外的溢价增强了预测要求回报率的准确性。

修正资本资产定价模型表示为：

$$R_e = R_f + B\ (ERP) + SCP + SCRP$$

式中 R_e——期望回报率，代表市场要求回报率；

R_f——无风险回报率，表示无违约风险的固定回报；

B——贝塔，用于衡量某种证券相对市场总体的波动性，也称为系统风险；

ERP——权益风险溢价；

SCP——小公司溢价，即要求回报率增加，以补偿小公司的风险；

SCRP——特定公司风险溢价，表示非系统风险，由于目标公司具有特定的优势或劣势，要求的回报率也相应地增加或减少。

SCRP，也被称为阿尔法，反映的是非系统风险，即目标公司单独的风险而不是市场的风险。MCAPM的难点就在于区分分别来自贝塔和阿尔法的风险因素，前者代表了市场的系统风险，后者代表了目标公司本身的风险。

当存在着一组上市公司与目标公司的情况相类似时，MCAPM对于权益资本成本的确定相当有效。比如，有3～6个相似的上市公司，人们就可以分析这些公司的经营和财务特征并与目标公司进行比较。先考虑行业或细分行业的条件，通过贝塔值评估系统风险，接着分析特定企业情况或阿尔法。有了这些数据，就可以通过MCAPM计算出合理的权益资本成本结果。

表8-6说明了应用MCAPM得出权益资本成本的过程，不适用于特定的企业、时间或经济条件。小公司溢价和特定公司风险溢价的应用将在随后的“伊博森回报率数据”一节进行讨论。

表 8-6　权益成本 MCAPM 计算

基本数据		
R_f	评估日的 R_f	= 6.0%
B	以行业内上市公司分析为基础	= 1.2
ERP	历史平均水平	= 7.0%
SCR	历史平均水平	= 4.0%
SCRP	分析得出	= 5.0%
MCAMP 计算		
$R_e = R_f + B\ (ERP) + SCP + SCRP$		
23.4% = 6.0% + 1.2（7.0%）+ 4.0% + 5.0%		

例中 MCAPM 的计算结果是权益资本成本为 23.4%，比表 8-5 中的 CAPM 计算结果 14.4%高 9 个百分点。这一差别是因为 MCAPM 计算中 SCP 和 SCRP 因素的影响。表 8-6 假设估值对象是一个风险较高的小公司，从而要求比表 8-5 中风险稍小的大公司更高的回报率，于是比大公司 14.4%回报率高出 9 个百分点。

组成法

除了 CAPM 或 MCAPM，另一种决定权益成本的方法是组成法。组成法认为任何权益成本都是由以下三个基本要素组成：

1. 无风险回报率。
2. 权益风险溢价。
3. 特定公司风险溢价。

组成模型从概念上与 MCAPM 公式相似，但假设贝塔值为 1，即市场整体的平均波动性，则消除了贝塔因素。所以，目标公司与总体市场风险的所有不同应体现在规模溢价和特定公司溢价中。从

本质上说，组成法假设了公司特定风险因素将导致贝塔值大于或小于 1，可以通过特定公司风险溢价反映出来。数学公式表达如下：

$$R_e = R_f + ERP + SCP + SCRP$$

虽然我们在前文中定义过公式中的每个因素，但在这里我们还要详细描述。这些数据最常见的来源是伊博森每年出版的《股票、长短期国债和通货膨胀（SBBI）价值评估年度报告》。

无风险回报率

这一比率理论上是没有违约风险的，常以美国 20 年国债回报率表示。伊博森从 1926 年开始选择 20 年期国债作研究，是因为以下几个原因：

- 伊博森希望比较时间较长。
- 伊博森希望研究范围包括大萧条时期，因为这种情况以后也可能遇上。
- 1926 年是有合理可信的数据用于研究的最早一年。
- 20 年美国国债是时期最长的国债。

伊博森也研究了短期的风险溢价，但是在企业持续经营前提下的公平市值或投资价值计算中，长期比率更常用，这也反映了这些投资的长期性。

权益风险溢价（ERP）

这一溢价说明了投资于大型上市公司普通股具有更高风险。

小公司风险溢价（SCP）

SCP 说明了投资于小型上市公司具有更高风险。长期来看，小公司股票比大公司股票波动性更大，但是能提供更高的回报，这也是为什么对某些投资者而言，小公司股票或基金更受欢迎。

特定公司风险溢价（SCRP）

SCRP 反映了特定公司和行业的风险，尽管需要通过判断确定 SCRP，但它可以达到准确和严密的要求。SCRP 应该反映公司所处竞争环境的分析，包括外部行业因素和内部公司因素。通过竞争分析选择合适的溢价对于确定准确可信的回报率以进行估值至关重要。

风险和价值决定因素及其重要性因企业而异。例如，库存周转率低下对零售或批发企业十分不利，但是可能对一个服务性企业无关紧要。在确定 SCRP 的过程中判断总是必要的，以下列出了常见的特定公司风险因素及简单讨论：

- 融资渠道不畅。尤其在比较非上市与上市公司时，非上市公司经常面临债务和股权资本的融资数量的限制。在评估成长前景和分散风险的能力时，这一因素应予以考虑，同时要注意当所有者个人担保一项商业贷款时，企业的实际利率很可能超过名义利率。
- 所有权结构和股票转让限制。非上市公司股票没有公开股票市场可以交易，流通性较差，尤其对于少数股东而

言更是如此。非上市公司的股权经常带有转让限制，如常见的特定价格优先拒绝权以及少数股东转让投资的严密限制。

- 公司的市场份额和行业市场结构。小企业往往定位于某一细分市场或细分行业，具有相当的市场份额和竞争优势。市场领导者可能拥有特殊的优势，如专利技术所带来的品牌认知度和定价能力。分析师也要研究行业结构，例如，一个占有20%市场份额的公司，可以在没有任何公司超过 5%份额的行业称霸。但是当另两个竞争对手各自控制了 40%时，占据20%份额只意味着处于市场弱势。
- 管理的深度和广度。中小规模公司管理团队经常存在断层，使得在一个或多个职能方面管理严重欠缺。这些因素应该在考虑企业核心优势时加以评估，包括质量控制、生产能力、市场营销能力和销售潜力等。
- 在关键知识、技能或关系上严重依赖个人。小企业里一个人或几个人拥有关键技术知识、生产技能或客户关系并不罕见。这一特点使中小型企业面临比大企业更高的风险，因为企业的成功与这些主要人物的存在紧密相联。
- 市场营销和广告能力。小公司与大公司或全国连锁店竞争时，一般缺乏财力和营销专家合理地传达给潜在客户本企业的优势。比如独立零售商可能比全国连锁店具有同样或更低的价格，但是连锁店有能力为低价格大造声势，独立零售商却没有这种竞争优势。因此，由于缺乏有效传达的能力，零售商只能坐视市场的流失，即使他们拥有更好的产品、服务或价格。
- 产品和服务的宽度。专业企业的优势来源于对细分市场的专注，但是这种产品的集中性却加大了单一化的风险，过度依

赖于有限的市场。一些专业企业发现，潜在的最大客户只愿意与提供丰富产品的供应商打交道，这迫使他们拓展产品或者把企业出售给一个更大的公司。

- 购买能力和相关的规模经济。由于规模原因，小公司经常达不到大公司所具有的成本或生产效率。通过大量采购打折或大量生产成本降低，大公司具备了某些经营和市场上的突出优势。
- 客户集中。这个问题困扰着很多中小公司，他们正是借助于为最大客户的特殊服务才得以成长壮大。但是在此过程中，中小公司有时过分依赖这些客户，相关销售额占据了总销售额的绝大部分。
- 零售和供应商关系及依赖性。为了创造并坚持专业竞争优势，小企业一般将主要运作或生产零部件外包给供应商，从而变得过度依赖这些供应商，失去了对时间、质量或必需资源的价格的控制。
- 分销能力。大公司拥有宽阔的产品线，于是建立地区或全国的分销系统来保证市场份额和产品形象。小公司则往往依靠经纪人，承担占收入比例相当高的分销成本。例如，独立食品生产商为食品连锁店供应产品，就缺乏大公司影响货架空间陈列的能力，于是只能占据不好的货架位置。没有终端客户的渠道，限制了独立食品商吸引并保留住客户，也妨碍了客户需求的反馈和品牌潜力的挖掘。
- 会计信息、内部控制的深度、准确性和及时性。监管机构对上市公司有着很高的财务信息披露要求，这个过程客观上有助于公司管理层对信息的把握。而小公司则缺少这些数据，管理者对经营情况不甚了解，潜在的买方也对这些数据的质量心存疑问。

对于这些 SCRP 因素要谨慎考虑，有些人可能在选择增长率或回报时就考虑了这些因素，从而采用了较高的销售成本或经营费用。谨慎的目的在于避免在回报率和回报的计算中重复考虑同样因素。同理，量化折现率和溢价时也要注意这个问题。

除了以上所列出的中小公司特别重要的因素以外，每个企业都要就盈利性和成长性进行评估。这主要反映在用 SPCM 或 MPDM 预测公司的回报时，更重要的是，在确定 SCRP 时应该仔细研究这些因素。

伊博森回报率数据总结

以下讨论参考了伊博森出版的《SBBI 价值评估年度报告》，这是严肃的评估师仔细研究的对象。

了解每年伊博森权益风险溢价系列研究的总体过程，有助于我们解释本章和第 6 章及第 7 章中的一些要点，如为什么这些回报率未经进一步调整只可用于年度股权净现金流。研究假设大公司股票组合——如纽约证券交易所的（NYSE）大公司股票或标准普尔 500——购买时间为从 1926 年开始每年的 1 月 1 日，出售时间为每年的 12 月 31 日。每年的投资回报率，根据投资组合股票价值的增加总额加上当年收到的股利而确定。这一过程从 1926 年开始重复直到最近一年，每年的回报是市场回报或称为 R_m。20 年美国国债收入每年回报是特定的 R_f。从每年的 R_m 中减去 R_f 就是每年的权益风险溢价。所有年份的权益风险溢价加总再除以年数就得到长期权益风险溢价的数学平均值，这就是 SBBI 年度手册中 ERP 的回报率。

小公司溢价的确定也采用同样的过程。将纽约证券交易所的上市公司或主要美国交易所的公司根据市值分为 10 组。每一组包含

当年在纽约证券交易所交易公司的 10%。每一组的实际回报减去 CAPM 预测的回报，得出小公司风险溢价。如表 8-9 所示，随着每一组市值的减小，贝塔值增加，说明小公司的投资回报波动性较大，于是 CAPM 估计的回报也增加了。但是即使贝塔值增加，它们也不能充分解释这些组的回报，尤其是小市值公司。为了辨明影响小公司风险溢价的因素，伊博森去除了贝塔造成的回报，使小规模风险溢价与规模的关系充分反映出来，而不包括其他特定的公司风险。

表 8-7　NYSE/AMEX/NASDAQ 上市公司的 10 组规模与组成（1926～2000）①

组别	占总市值百分比的历史平均水平	近期公司数量	近期市值（千美元）	近期占总市值的百分比
1-最大	63.13%	237	11 757 098 230	72.56%
2	14.07%	262	1 797 427 043	11.09%
3	7.64%	285	864 872 122	5.34%
4	4.78%	327	546 712 821	3.37%
5	3.26%	364	400 422 531	2.47%
6	2.37%	412	286 627 260	1.77%
7	1.72%	482	221 635 399	1.37%
8	1.27%	517	137 729 312	0.85%
9	0.97%	869	116 702 549	0.72%
10-最小	0.80%	1 927	74 292 170	0.46%
中型市值规模 3-5	15.68%	976	1 812 007 474	11.18%
小型市值规模 6-8	5.36%	1411	645 991 971	3.99%
微型市值规模 9-10	1.76%	2 796	190 994 719	1.18%

① 占总市值百分比的平均水平说明了在过去 75 年中，NYSE/AMEX/NASDAQ 市场不同市场的 10 组公司各自市值占每年总市值百分比的平均数。近斯公司数量、近期市值及其占总市值的百分比时间为 2000 年 9 月 30 日

来源：芝加哥 CRSP 大学版权所有，许可使用。伊博森股票、长短期债券和通货膨胀 2001 年度报告　版权所有，许可使用。

表 8-8　NYSE / AMEX / NASDAQ 市场各组规模最大的公司及其市值

(2000 年 9 月 30 日)

组　　别	规模最大公司的市值 (千美元)	公 司 名 称
1-最大规模	524 351 578	通用电气公司
2	10 343 765	国民城市公司
3	4 143 902	读者文摘集团公司
4	2 177 448	英格尔哈德公司
5	1 327 582	普莱斯通信公司
6	840 000	学生贷款公司
7	537 693	APAC 客户服务公司
8	333 442	IHOP 公司
9	192 598	SCPIE 控股公司
10-最小规模	84 521	菲伯玛科公司

来源：芝加哥 CRSP 大学版权所有，许可使用。伊博森股票、长短期债券和通货膨胀 2001 年度报告　版权所有，许可使用。

表 8-9　NYSE / AMEX / NASDAQ 市场 10 组公司

超过 CAPM 估计的长期回报率 (1926 ~ 2000)

组别	贝塔	算术平均回报率	超过无风险利率的实际回报率	超过无风险利率的预计回报率	规模溢价 (超过 CAPM 的回报)
1-最大	0.91	12.06%	6.84%	7.03%	- 0.20%
2	1.04	13.58%	8.36%	8.05%	0.31%
3	1.90	14.16%	8.93%	8.47%	0.47%
4	1.13	14.60%	9.38%	8.75%	0.62%
5	1.16	15.18%	9.95%	9.03%	0.93%
6	1.18	15.48%	10.26%	9.18%	1.08%
7	1.24	15.68%	10.46%	9.58%	0.88%
8	1.28	16.60%	11.38%	9.91%	1.47%

（续）

组别	贝塔	算术平均回报率	超过无风险利率的实际回报率	超过无风险利率的预计回报率	规模溢价（超过CAPM的回报）
9	1.34	17.39%	12.17%	10.43%	1.74%
10a	1.43	19.11%	13.89%	11.10%	2.78%
10b-最小	1.41	24.56%	19.33%	10.91%	8.42%
中型市值规模，3-5	1.12	14.46%	9.23%	8.65%	0.58%
小型市值规模，6-8	1.22	15.75%	10.52%	9.45%	1.07%
微型市值规模，9-10	1.36	18.41%	13.18%	10.56%	2.62%

* 根据1926年1月到2000年1月各组超过30天美国国债回报率及S&P500超过30天美国国债回报率估计贝塔值。

** 历史无风险利率由20年国债的75年回报算术平均数（5.22%）得出。

CAPM计算中将股权风险溢价乘以贝塔。股权风险溢价根据S&-P500总回报的算术平均数（12.98%）减去1926到2000年20年期国债回报的算术平均数得出。

来源：芝加哥CRSP大学版权所有，许可使用。伊博森股票、长短期债券和通货膨胀2001年度报告　版权所有，许可使用。

表8-7到表8-9摘自《SBBI价值评估2001年度报告》，每位读者请注意结合上下文才能充分理解表中所示内容。阅读这些表时，请考虑以下方面：

- 表8-7显示了2000年9月30日市值最大的10家上市公司，占据了所有NYSE公司总市值的72%以上，这说明大型上市公司的主导性。
- 表8-7也清楚表明了微型市值公司第9组与第10组，分别占有总市值的0.72%和0.46%。但是表8-8显示第9组公司总股权价值为192 598 000美元，而第10组则为84 521 000美元，所以大部分微型市值公司很可能比大部分非上市公司的规模都大。

- 表 8-9 提示我们第 1 组最大市值上市公司的贝塔值为 0.91，说明大型公司总体上比市场更稳定。相反，第 10 组进一步按规模分为两部分，贝塔值分别为 1.43 和 1.41，说明这些公司总体上比市场平均波动性高出将近 42%。
- 波动性一般理解为风险，表 8-9 展示了每一组公司的算术平均回报。随着公司规模减小，波动性增加，长期回报也增加，反映了投资者要求以高回报补偿高风险。
- 表 8-9 进一步说明大型上市公司长期算术平均回报在 2000 年底为 12.06%。这一回报随着组别的增加而增加，第 10 组的第二部分取得了最高比例，达到 24.56%的平均回报率，而小型公司的平均回报率为 18.41%。这反映了投资者对小公司的信心和更高回报的要求。

国际资本成本

众所周知，投资风险因为国家的政治、政策和经济环境不同而变化。在一些与美国类似的国家 (如英国)，这种变化很小，在另一些发展中国家则变化很大。针对这些国家风险因素调整回报率可能并不准确，但即使是一个近似的调整也是必要的。

以下介绍国家资本成本调整的方法及其相关信息。

国家风险组成法

这种方法是先通过 CAPM 或组成法确定投资回报率，然后在回报率的基础上加上另外的国家风险。通常从《各国风险指南》一书中得到国家风险的数据。

以 CAPM 表达国家风险形式

要以 CAPM 表达国家风险形式，需要一个国家的无风险回报率、国家的贝塔值以及特定国家的权益风险溢价。每个国家的无风险回报率一般以该国的长期政府债券收益率为代表，国际货币基金组织提供各国长期的政府债券收益率。比较各国市场指数与世界市场指数的波动性，可以估计国家的贝塔值，比如美国市场指数是标准普尔 500 指数。另一方面，由于不同国家历史数据保存情况不同，这种估计国家风险的形式也受到限制。

本书限于篇幅，对 CAPM 表达国家风险较简略，这一过程的详细情况请参见伊博森研究会的网站http：//valuation.ibbotson.com 上的文章《国际股权风险溢价报告和国际资本成本报告》。

简单地在资本成本中加入国家风险因素比起以 CAPM 形式表示国家风险相对容易。如果我们需要另一个国家的投资回报率，应分别从以上两个角度着手，获得有关的细节，再决定哪一种方法更适宜。

如何为目标公司确定股权成本

下面我们讨论决定非上市公司普通股要求回报率的三种方法：CAPM，MCAPM 和组成法。CAPM 方法一般因为其前提假设难以达到，所以并不实用。如果管理者在分析市场时，发现了几个与目标公司相类似的上市公司，则 MCAPM 可能是一个较好的方法。当这些上市公司的数据齐全，从它们的贝塔值可以估计目标公司的贝塔值。在 CAPM 或 MCAPM 公式中，ERP 乘以 B 表示作为标准的上市

公司的风险特征，包括行业的风险情况。在研究这些公司的相对优势和劣势后，将它们与目标公司进行比较，进一步以规模大小和特定公司风险调整回报率，在 MCAPM 公式中，以小公司溢价 (SCP) 和特定公司风险 (SCRP) 溢价表示。

在应用这一公式时，即使是最有经验的评估师也难以区分贝塔所反映的风险和 SCP、SCRP 反映的风险。结果，MCAPM 方法中 SCRP 调整的大小总是小于组成法中 SCRP 调整的大小，因为后者没有特定证券的贝塔因素。为了避免重复考虑因素，许多评估师使用组成法代替 MCAPM。

组成法假设贝塔值为 1，因此计算中没有贝塔。如果目标公司看起来拥有小于 1 亿美元的股权价值，上文中每 10 个公司一组的溢价之一可以作为 SCP 的选择。对于那些股权价值小于 2 亿美元的公司，第 9 组与第 10 组的结合或微型市值公司溢价是 SCP 较合适的选择。对于更大的公司，低市值公司的溢价或 MCAPM 都是较好的方法。

一旦决定了小公司溢价，分析师就建立了基本的回报率：如果使用微型公司溢价则回报率为 18%，使用第 10 组公司溢价则回报率为 19%到 25%。这意味着：如果一个投资者收购了微型公司或第 10 组公司并长期持有，将大约取得美国过去 75 年的年均回报；投资的净现金流回报 (企业所得税之后，但在投资者个人所得税之前) 达到 18%或 19%到 25%，同时拥有公开证券市场的良好流动性。

对目标公司的投资必须参照上文中的标准来考虑，大部分的非上市公司小于微型上市公司，并且缺少管理深度，产品线狭窄，市场和客户群局限，融资能力薄弱。分析师应该在这一基础上分析目标公司的外部和内部环境，发现影响风险和价值的因素，与合适的上市公司进行比较，随后量化每一个风险或价值因素，从而决定

SCRP 的大小。

没有经验的评估师常常为调整 SCRP 而困扰，一项特定的风险或价值因素究竟使 SCRP 变化 1%、2%，还是更多？要获得这种尺度的把握，看看市场的结论——大量的投资者在 75 年间花费了数十亿美元得出的结论：首先，相对安全回报的成本，R_f 在 2000 年底约为 6%，其中包括了通货膨胀。其次，投资者进一步以行动说明，要投资大规模上市公司的普通股，必须有权益风险溢价作为回报，这一长期投资大约是增加 6%到 7%，或是无风险回报率的两倍。再次，如果投资风险更高的小规模公司，投资者要求另外的 5%到 10%回报。因此，投资者经历了无风险投资、大型上市公司股票投资、小公司股票投资的过程，随着风险的增加，平均每一层次的回报率增加了 6 到 8 个百分点。基于上述规模与风险的关系，评估师根据对投资者购买目标公司的规模情况，相对于其他市场投资选择，确定特定公司的溢价回报率。

考虑这些回报率的最后一点是，目标公司一般是非上市公司，投资者通常要取得控股权。但是上文引用的回报率是上市公司的数据，且投资者多为少数权益所有者。控制与非控制的不同应该在计算相对回报或随后估值过程的折价或溢价中体现，不应反映在这些股权回报率的确定上。

并购双方往往很奇怪股权资本成本达到 25%或更高，对这些比率感到怀疑，并提出如下的疑问。

> 在 20 世纪 90 年代的后半期，标准普尔 500 公司的平均市盈率为 25，暗示着要求的回报率为 4%。为什么投资于普通股，即使是投资标准 500 这么大规模的公司，也仅收获 4%的回报？从 MCAPM 或组成法得出的非上市公司的股权折现率为 25%，是否现实？

从 4%到 25%的变化之路并非不符合逻辑。让我们从标准

普尔 500 公司开始，它们拥有规模、市场份额、融资能力、管理深度、产品线宽度、品牌和分销系统的优势，并且可能是国际性的优势。与典型的非上市公司相比，即使是一个中等规模的公司，差别也是很大的。

现在，考虑增长预期。投资者以每年预期盈利 25 倍的价格购买股票并不是期望获得 4%回报，而是期望股票价值以较高增长率增加。如我们在第 7 章中所述，单期资本化模型（SPCM）不能有效说明长期和短期预期增长率的差别。SPCM 中资本化率的倒数——市盈率也有同样的限制。一些大型公司具有长期增长潜力的竞争优势，但是这种优势的持续期可能在 4～10 年间，而不是永远存在。但是，股票市场传统的报表体制是单一年度的收益乘数，因此出现高市盈率现象。影响乘数的因素是潜在的收益增长和随之而来的股票价值的增值。

技术错误也会造成误解。25 倍市盈率的倒数 4%实际上是资本化率，不是折现率，是历史收益，而不是将来净现金流。因为市盈率像资本化率一样应用于单一年度的收益，反映的是预期增长。

表 8-10 调和了 4%比率和 25%的股权折现率。解释其间不同的关键“未知项”是大公司股票隐含的长期增长率 10%。

表 8-10　将上市公司的 P/E 乘数转化为非上市公司权益净现金流的折现率

典型的标准普尔 500 上市公司 P/E 乘数	25 倍
将 P/E 乘数转化为历史收益的资本化率（1/25）	4%
乘以（1 + 次年增长率 5%），得到未来收益的资本化率	×1.05
未来收益的资本化率	4.2%
净收益资本化率转化为净现金流资本化率，在长期实践中前者约比后者增加 20%	1.2
权益未来净现金流的资本化率	3.5%

(续)

增加大上市公司的隐含增长率，得到次年权益净现金流折现率	+10%
在规模与特定公司风险因素溢价调整前的未来权益净现金流折现率 (约为大规模上市公司的算术平均回报率)	13.5%
《2000 年伊博森股票、债券和通货膨胀》中第 10 组溢价回报	4.5%
非上市公司的特定风险因素溢价回报	7.0%[a]
未来权益净现金流的折现率	25%

a. 7%的溢价回报是因为非上市公司与自由活跃交易的 S&P 公司在流动性上的显著差别。这种差别一般通过应用缺乏市场流动性的折现率来反映。本表中这一折现率表示了市场性不足，是将上市公司 P/E 值转化为最终的非上市公司回报率的一部分。

来源：Frank C. Evans，“Tips for the Valuator”，Journal of Accountancy (March 2000)，PP.35-41. Reprinted with permission fro the Journal of Accountancy，Copyright 2000 by American Institute of CPAs. 作者的观点仅代表他们自身，不代表 AICPA 的政策。

决定企业的合适的资本成本是价值评估过程中最复杂的环节。非上市公司的权益资本成本不易理解，因为它缺乏持续的市场价格和固定的回报率。应用合适方法，选择合适的以市场为基础的回报率，可以准确确定普通股的要求回报率或折现率。量化特定公司的风险需要职业判断，丰富的经验将有助于这一过程的实现。确立股权折现率时，评估师应该明确目标公司的战略优势和劣势，分析竞争形势和行业情况，量化回报率，从而将预期未来回报进行折现或资本化决定价值。因此，严格评估并确定股权成本，将提高价值评估的准确性，以及正确反映目标公司的风险和价值因素。

第 6 章介绍了投资资本的概念，其中投资资本指公司付息债务和权益的总和，也被称为企业价值，常用于兼并收购中的企业评估。如我们前文所强调的，因为企业融资方式是债务或股权，折现率应该包括债务和股权成本，即加权平均资本成本（WACC）。所以，无论采用单期资本化模型（SPCM）或是多期折现模型（MPDM）计算投资资本价值，债务和股权资本回报必须以债务和股权成本，即 WACC 进行折现或资本化。

WACC 反映了债务与股权的合并成本，权数以各自的市场价值而不是账面价值确定。表 9-1 说明了典型的 WACC 比率，请注意，这些比率不考虑特定时间、行业或经济环境的影响。

表 9-1　加权平均资本成本

大型市值公司（标准普尔 500）	中等市值与低市值公司	较大/强的非上市公司		风险资本和较小/弱非上市公司	
5%	10%	15%	20%	25%	30%

随着低成本债务融资增加，高成本的股权融资减少，WACC 值也逐步降低。一旦达到了最优资本结构，债务的增加只能导致 WACC 升高，说明较高财务杠杆作用带来较高风险。

一个常见的财务问题是，债务相对水平是否影响或怎样影响企业价值。较少或几乎没有的低成本债务将使资本主要由权益构成，从而导致较高的加权平均资本成本；在没有财务杠杆作用时，甚至完全由权益资本组成。很多非上市公司不愿举债，他们没有意识到股权资本同样具有成本，并且股权资本的较高风险要求比债务资本更高的回报率。但是也要看到，全部由股权组成的资本结构创造了较多的灵活性和较低的风险，这使得企业对某些买家来说独具吸引力。

考虑财务杠杆的作用时，我们要持续关注那些为企业创造

价值的特征。资本只是产出的众多因素之一，也是相对容易被复制的因素。因此，价值很少因为资本结构的变化而显著地增加或减少。换言之，投资者一般不能通过资本结构的调整来操纵企业的物理价值。记住，买家可以以自身低成本的债务为原有的流动负债再融资，因此他们不会为收购一家具有财务杠杆作用的企业支付溢价。

为了避免对价值造成潜在的影响，价值评估师应该应用投资资本模型而不是用股权模型来确定债务前价值，即应在考虑融资方式前确定价值。并且，为更好地理解市场情况，评估师通常比较企业与行业标准的债务股权比例，这些标准必须建立在市场价值基础上，而不是账面价值。但是，在此过程中，请注意因为非上市公司相比上市公司而言，融资渠道不够畅通，其举债能力也是有限的。

交互的加权平均资本成本确定过程

确定合适的债务股权权重用于计算 WACC，对上市公司而言一般比较简单，因为债务与股权的市场价值信息是现成的。上市公司的债务市场价值通常等于账面价值，除非某一债券利率与现在市场利率差别悬殊。股权价值可以用公司的股票价格乘以股数来计算。两者价值确定后，就可以计算各自权重，进而得出 WACC。

前文讨论中，债务和股权折现率通过一个公式就可计算 WACC，这也是大学一年级财务课程的内容。但是在评估非上市公司时，计算过程要复杂得多，错误也很常见。因此我们从 WACC 的简单阐述开始，逐渐深入，强调怎样避免可能发生的错误。

表 9-2 包括了在下文计算中使用的基本数据，表 9-3 则显示了初步计算得出 WACC 为 14.4%的过程。

表 9-2　一个典型公司的计算过程

总资产		$ 2 200 000	
其他负债 (应付债务)		$ 200 000	
付息债务		$ 800 000	
总负债		$ 1 000 000	
股权		$ 1 200 000	
债务-股权组合 (账面价值)			
付息债务	$ 800 000	40%	
股权	$ 1 200 000	60%	
投资资本	$ 2 000 000	100%	
投资资本净现金流			$ 500 000
预期长期增长率			3%

表 9-3　加权平均资本成本

应用比率	
股权折现率	20%
名义贷款利率	10%
税率	40%
账面价值资本结构	
债务	40%
股权	60%

WACC 计算

组成	净比率	比例	对 WACC 贡献率
债务@贷款利率 (1-t)	6.0%	40%	2.4%
股权	20.0%	60%	12.0%
账面价值基础上的投资资本 WACC			14.4%

因为非上市公司股票没有持续的市场价格可以借鉴，股权的市场价值以及相应的债务股权权重无法确定。如果 WACC 计算中使用错误的债务与股权权重，就可能歪曲价值，如表 9-4 所示，这是以表 9-2 和表 9-3 数据得出的结果。

表 9-4 单期资本化模型：投资资本净现金流转化为股权价值

(近似计算)(第二步骤)

投资资本净现金流 WACC 资本化率 (14.4%-3.0%)	$ 500 000 11.4%	
投资资本公平市场价值		$ 4 400 000
减去：付息债务		$ 800 000
股权公平市场价值		$ 3 600 000

表 9-4 的计算得出投资资本价值为 440 万美元，从中减去付息债务 80 万美元，得到股权公平市值 360 万美元。这一结果看似正确，但是进一步研究这些数据将发现，结论与 40%到 60%的债务股权比例相矛盾，而这一比例是计算的基础。表 9-3 的 40%债务和 60%股权得到 360 万股权价值，等于投资资本 440 万美元价值的 82%。在计算的这一时点上，我们不知道合适的债务股权比例应该是多少，但我们知道它们不可能同时是 40%比 60%和 18%比 82%。

解决这一矛盾的方法是使用新的资本结构 18%、82%进行第二次计算。如表 9-5 所示，计算得出 WACC 为 17.5%，比先前计算的 14.4%更高。

表 9-5 债务-股权组合 (第二步骤)

投资资本	$ 4 400 000	100%
债务	$ 800 000	18%
股权	$ 3 600 000	82%

WACC 计算 (第二步骤)

组成	净比率	比例	对 WACC 贡献率
债务@贷款利率 (1-t)	6.0%	18%	1.1%
股权	20.0%	82%	16.4%
账面价值基础上的投资资本 WACC			17.5%

表 9-6 中计算 14.5%的债务和股权比例见表 9-7。矛盾又一次

产生了，但这次的幅度较小。

表 9-6　单期资本化方法：投资资本净现金流转化为股权价值（近似计算）（第二步骤）

投资资本净现金流 WACC 资本化率（17.5%-3.0%）	$ 500 000 14.5%	
投资资本公平市场价值		$ 3 400 000
减去：付息债务		$ 800 000
股权公平市场价值		$ 2 600 000

表 9-7 引出了第三次计算的必要，表 9-8 显示了这最后一次的计算，相应的债务与股权比例见表 9-9。

表 9-7　债务-股权组合（第三步骤）

投资资本	$ 3 400 000	100%
债务	$ 800 000	24%
股权	$ 2 600 000	76%

WACC 计算（第三步骤）

组成	净比率	比例	对 WACC 贡献率
债务@贷款利率（1-t）	6.0%	24%	1.4%
股权	20.0%	76%	15.2%
账面价值基础上的投资资本 WACC			16.6%

表 9-8　单期资本化方法：投资资本净现金流转化为股权价值（近似计算）（第三步骤）

投资资本净现金流 WACC 资本化率（16.6%-3.0%）	$ 500 000 13.6%	
投资资本公平市场价值		$ 3 700 000
减去：付息债务		$ 800 000
股权公平市场价值		$ 2 900 000

表 9-9 债务-股权组合 (第三步骤)

投资资本	$ 3 700 000	100%
债务	$ 800 000	22%
股权	$ 2 900 000	78%

这第三次计算产生了债权股权价值，以及最后的 22% 债务和 78% 股权权重，基本与 WACC 计算中 24% 的债务和 76% 的股权比例相一致。为简单起见，这里的计算数字使用近似值，进一步的计算将继续减少剩余的不一致。基本结论是，WACC 使用的债务与股权权重必须得出相一致的债务与股权价值，否则债务股权权重并非建立在市场价值的基础上。

虽然这一例子使用单期资本化方法说明计算过程将取得较理想的结果，但是重复计算最常用于多期折现方法中。后者是多年预测，涉及更多计算，但在概念上，过程是相同的。

加权平均资本成本的简化公式

使用单期资本化方法进行重复计算有一个简化方法。如下的公式里股权公平市值是因变量，其他因素均为已知。

$$E_{FMV} = \frac{NCF_{IC} - D(C_D - g)}{C_E - g}$$

式中 E_{FMV}——股权公平市值；

NCF_{IC}——投资资本净现金流；

D——总付息债务；

C_D——税后利率；

C_E——股权成本；

g——长期增长率。

虽然公式中的回报是投资资本的净现金流，它也可能是不同的回报，如投资资本的净利润。任何回报上的变化必须伴随着相应成本的变化，以免歪曲股权价值。第 16 章的案例中我们将使用不同的回报。

将我们上例中的数据用于这一公式，可得到：

$$2\ 800\ 000 = \frac{500\ 000 - 800\ 000 \times (0.06 - 0.03)}{(0.20 - 0.03)}$$

计算结果是 280 万美元的股权价值，加上 80 万美元的付息债务价值，得到投资资本 360 万美元。在表 9-10 中的加权平均资本成本公式中，这一结构产生了 22% 和 78% 的权重，得出 WACC 为 16.9%。本章前文继续进行迭代计算且没有近似，则得到的结果与此处的计算结果相同。

表 9-10　计算 WACC

组成	净比率	比例	对 WACC 贡献率
债务	0.06	22%	1.3%
股权	0.20	78%	15.6%
账面价值基础上的投资资本 WACC			16.9%

为了进一步确认这一结果，我们从 WACC16.9% 中减去 3%，得到资本化率 13.9%。将投资资本的净现金流用 13.9% 资本化，得到表 9-11 中的投资资本的公平市场价值，也得出了与 WACC 权重相同的债务股权比例。

表 9-11　单期资本化方法确定 WACC 权重

投资资本净现金流 WACC 资本化率（16.9%-3.0%）	$ 500 000 13.9%	
投资资本公平市场价值	$ 3 600 000	100%
减去：付息债务	$ 800 000	22%
股权公平市场价值	$ 2 800 000	78%

因此，简化公式产生了与权重一致的公平市值，不必使用SPCM进行多次计算。但是，尽管有简化公式，评估师依然必须理解其原理和判断。在这种情况下，必须仔细考察计算结果，决定得出的债务和股权比是否与一般趋势及行业结构相一致。同时评估师也要认识到公式使用了特定的债务和股权成本，这些成本必须合适于债务股权比和资本结构。如果公式产生的资本结构包含了很大的财务杠杆，则可能要调整相应的债务股权成本，以便与这种结果协调。

计算资本成本的常见错误

在应用资本成本的原则时，人们经常遇见如下的这些问题，回答错误就会导致失败的投资选择。

- 使用简化公式计算WACC，是否可以采用行业平均债务股权比例，如罗伯特·莫里斯研究会（RMA）年度研究报告提供的数据？

  这些行业平均债务股权比例数据经常来源于实际未调整的资产负债表，包括RMA的数据。但是这些数据加总后，权重依然是建立在账面价值而非市场价值的基础上。非上市公司的财务报表很可能为避税或其他目的而被所有者操纵，任何类似的目的都将改变权益的账面价值，而实际的市场价值主要是由预期净现金流决定的。因为这些数据不能反映市场价值，所以不宜采用。

  行业平均数典型地反映了在会计信息基础上的历史回报率。因为投资是面向未来的，使用历史比率将严重地误导价

值。例如，假设 RMA 的两个净资产回报率（实际上，RMA 的这项数据是以税前利润除以净资产得到的），一个利润较好的行业是 40%，另一个较差的行业是 10%。使用单期资本化方法计算价值，假设回报为 100 万美元，得出以下的结果：

$$\$1\,000\,000 / (40\%) = \$2\,500\,000$$

$$\$1\,000\,000 / (10\%) = \$10\,000\,000$$

注意利润较好的行业拥有更高的回报率 40%，价值更低；而利润不好的行业拥有更低的回报率，却具有更高的价值！这说明了应用历史收益和令人怀疑的账面数对价值有潜在的扭曲影响。第 2 章解释过，比较现金投资和现金回报才能产生有效的比率，其中前者是现有的，以市价衡量；后者是将来能收到的如红利及/或资本增值。这一比率反映了为实际的现金回报而支付的市场价格。

埃博森研究会出版的《资本成本年度手册》提供了一个以市场为基础的回报率。这个年度出版物受大规模公司的影响很大，内容包括行业财务信息，如收入、利润、净资产回报和加权平均资本成本，这些信息以市场价值而不是账面价值为依据。

- 目标公司的资本结构——无论财务杠杆是多或少——对价值影响究竟有多大？

目标公司现有的资本结构对买方的投资价值没有实质的影响。买方拥有融资的其他途径，并且资本通常是价值的一个可能因素，不是创造因素。既然战略购买者为交易带来资本，目标公司的资本结构对该购买方来说并不重要。如果目标公司流动性不好或负债过重，这些问题将降低其独立公平市值。相反，如果买方认为目标公司融资成本低，这将增加其价值。积极的买方可能还会将目标公司的资产作为融资收购的抵押，虽

然这主要是出于融资的考虑，而不只是价值考虑。

- 买方是否应该使用自身的资本成本或回报率来评估目标公司，无需计算目标公司合适的 WACC？

明智的买方或卖方参与交易，都了解目标公司的独立公平市值以及对每一个战略投资者大约的投资价值。确定公平市值需要计算目标公司的加权平均资本成本，进而确定作为独立企业对其现有所有者的价值。

在调整预期收益或净现金流反映协同效应后，确定对某个战略购买者的投资价值要从买方的资本成本开始。这一比率说明了购买方的所有优势，在考虑目标公司的风险后应加以调整。比如，一个 WACC 为 12%的大公司可能考察三个风险不同的目标公司，各自适用的 WACC 分别是 14%、16%和 18%，反映对投资者而言不同的风险水平。简言之，WACC 的意义在于提供了与所感觉到的投资风险相应的回报率，并不反映买方的风险或资本成本。

收购者如果使用同样的比率来评估每次收购的价值，内在的假设是每次收购的风险水平相同，事实并非如此。单一的比率将低估安全的投资而高估有风险的投资，前者的回报率低，而后者要求更高的回报率。

不同投资的风险相差悬殊，为了最大化价值，买方和卖方必须能够辨别和量化风险。在兼并收购中，主要应用收益法的资本成本来实现对风险的判断。

有大量的财务理论涉及确定债务与股权资本成本，并通过加权资本成本进行综合。当人们正确应用这些程序，就可以正确衡量风险，尽量取得最大的回报。

虽然市场乘数广泛地应用在兼并收购的估值中，但大部分是错误的应用。这里我们并不反对使用乘数，而是建议谨慎使用乘数，以免影响价值的真实性。

因为许多并购人员对市场乘数缺乏了解，本章将阐述确定乘数的基本过程，并提出相应的建议。

市场法建立在替代原则的基础上，即“人们不会为一项事物支付超过获得其替代物成本的价格”。因此，市场法即价值的决定基于相关市场对另一相似企业支付的价格。其中，对什么企业是相似的，什么市场是相关的，需要专业判断。专业意见有助于选择合适的乘数去刻划企业的业绩情况。同时这一过程也要求具备相关知识，以便恰当地确定市场乘数反映的是控股权还是非控股权基础上的乘数。最后，判断替代企业也是决定目标公司乘数的必需步骤，目标公司乘数可能是一组公司乘数的均值或中位数，或是在极差范围内或外的值。

与并购估值相关的市场法包括两种主要方法：并购交易法和上市公司基准法。它们分别适用于不同的交易，得出不同类型的价值，两者之间的差异很容易理解。一些乘数或比率均可用于这两种方法计算价值，参见本章中“估值乘数选择”部分。

市场法确定的价值，如同收益法的结果一样，包含了企业经营中使用的有形资产的价值。如果企业拥有多余的经营资产或非经营资产，这些资产可以单独评估，相应的价值应该加上经营价值从而得到整个企业的价值。第 11 章将讨论这一过程。

并购交易法

并购交易法关注上市公司为收购一个企业的控股权而支付的价

格。这些交易里的买方经常是上市公司，因为一般在收购时私人控股的非上市公司无需披露。同时这些交易也常是战略性交易，买方收购同一行业或相近行业的企业，是为了取得不同的协同效应或其他整合好处。因此，支付价格通常反映了对特定买方的投资价值，并不反映公平市值，因为公平市值假定的买方是出于财务上的考虑进行投资。

为了使并购交易法产生合适的价值，交易数据必须是与评估目标相类似的公司数据。此外，预期收购目标公司能产生的协同效应，应该与那些数据所代表的协同效应具有可比性。因此，有大量的战略交易存在，就能产生一定范围的乘数，有助于分析的进行。因为涉及战略交易时，评估师不能充分理解买方的交易动机。买方也许纯粹是出于防御目的，为了使主要的竞争对手出局而进行收购。同样，为收购目标支付的价格，可能看起来比潜在价值高得离谱，但是收购也许使买方在其他地方取得更好利润。在行业的整合过程中，价格和相应的乘数可能急剧增加，也可能迅速跌落，所以，评估师必须仔细分析战略交易。

因为交易数据反映的是收购取得控股权，产生的价值建立在控制的基础上，一般适合直接与其他并购交易进行比较。战略收购及其相应乘数反映一定的协同效应及其他益处，这些益处可能与正在考虑的交易情况不同，因此比较数据需要格外谨慎。

同样，评估师明智的选择是仔细研究一个行业，寻找并购的内在驱动因素。一些外部环境可能只是短期存在的，在买方暂时把握住机会时它们推动了价值和乘数。例如，因为相关管制政策的变化，20 世纪 90 年代健康保健企业的价值大幅增加。但是，政策改变，价值也可能很快下降。因此，一时的反常情况可能发生，关键是要分析它们对价值的长期影响。

交易数据的真正意义在于，它们揭示了有关的战略交易方在有

充分信息的情况下，做什么和支付了多少价格。当信息充分存在时，这些交易本身也说明了这些企业价值和风险的影响因素。

为了说明交易方法的应用，我们假设目标公司生产水泥，2000年中期进入这一市场。其销售额约为3亿美元，行业利润较高，具有最新技术水平的生产设备和充足的原材料储备，但是作为一个独立公司只有中等发展速度。水泥行业的研究数据表明：

- 产品的性质不利于公司和产品的差异化。
- 规模经济可以提高收入和成本的潜在效益。
- 客户群和市场的地理分布广泛，避免了某一地区或行业衰退的风险。
- 行业内近期并购活动频繁。
- 近期高速公路建设预案的通过，表明基础设施建设稳定增长，对水泥的需求将进一步增加。
- 普遍较低的股价，使并购的讨价还价成为可能。

在这些行业条件下，我们从公开渠道收集了如表10-1的交易数据。

表10-1　水泥行业战略收购

日　期	买　方	卖　方	溢价
11/4/99	波特兰塞蒙特斯公司	贾恩特水泥控股公司	51%
1. 出售条款：全部现金支付			
2. 价格为每吨生产容量195美元			
3. 价格是预计EBITDA的6倍			
9/2/99	戴克霍夫	隆星工业	45%
1. 出售条款：全部现金支付			
2. 价格为每吨生产容量235美元			
3. 价格是预计EBITDA的8倍			

(续)

日　期	买　方	卖　方	溢价
3/30/98	南盾公司	梅都萨公司	27.5%
1. 出售条款：买方股权支付			
4/27/00	拉法杰公司[a]	兰环工业	43%
1. 出售条款：全部现金支付			

a. 兰环在 4/28/00 拒绝了要约，因此时间延长到 5/5/00

当涉及的企业是上市公司时，大量的信息可以从公开渠道获得，如交易的性质和条款、支付的价格以及相应的乘数。表中前三项交易得以实现，最后一项最终被卖方拒绝。

这些交易说明，在这一行业的整合中，战略收购方支付了较高的溢价——很可能是公平市价的 40%以上。从这些信息出发，评估师可以详细调查买方和卖方，分析两者在交易时的环境、目的和选择。但是，必须清楚，市场中的买卖双方在参与谈判时，谁更了解这些交易数据和背后的细节，谁就能获益更多。

至此我们讨论的问题有关于行业环境、企业规模和市场地位，而其他竞争因素也应考虑。例如上表中所列的最后一项交易，由水泥行业世界第二大公司拉法杰公司，向第三大公司兰环公司发出收购要约。评估师要进一步分析这样两个大规模公司的交易细节，是否与收购小规模公司的价值有关。但是，这些数据确实反映了在收购时点上，这一行业中战略收购方的定价模式。

买卖双方尤其要对中介机构提供的交易乘数特别小心。这些乘数首先由中介机构以提案的形式向卖方提出，接着投资银行家或经纪人再把这些乘数提交给潜在购买方，以乘数为基础判断发行价。如果这些乘数并不代表现有市场状况或目标公司情况，那么买卖双方都将被误导。没有相似性的乘数，即使表面很诱人，也是不可能

实现的，买卖双方都必须认识到它对价值的潜在影响。

上市公司基准法

基准法根据在公开股票市场上交易的类似上市公司的价格决定价值。同交易法一样，基准法将交易价格与经营业绩或财务状况指标比较，得出乘数，应用乘数确定价值。因为基准公司所交易的股票一般是可流通的少数权益部分，所以结果通常反映少数流通性基础上的价值（流通性也可基于控股权，但使用的回报率不同）。既然兼并收购最常涉及收购非上市公司的控股权益或是上市公司的某一部门，基准公司和收购目标可能在控制和流通性上存在差异，有必要对基准公司的数据进行调整。在美国，1996 年以来美国证券交易委员会（SEC）要求超过 16 000 家上市公司以电子形式披露信息。通过 SEC 的电子数据采集系统（EDGAR），人们可以获得这些上市公司的数据资料。数据库包括了 SEC 的 10-K 年度报告表、SEC 的 10-Q 季度报告表和其他披露材料。此外，人们也可以利用总结这些信息的商业电子数据库。因此，随着收集分析上市公司数据变得更加方便，基准法的应用也越来越广泛。

使用基准法的第一个挑战，是选择与目标公司类似的足够多的上市公司，为比较提供可靠的基础。EDGAR 允许通过标准行业分类（SIC）代码和北美行业分类系统（NAICS）代码搜索，商业数据库允许通过许多其他参数搜索，如销量或利润水平。这些在线的资源也提供数据汇总，为基于经营或业绩标准快速方便地调查公司创造了捷径。因此，如果最初的搜索得到 25 个潜在基准公司，浏览这些数据总结经常就能排除大部分不符合后期调查的公司。一旦基准公司的总体降为 10 到 12 个，评估师可以进一步分析每一个公司，最

终以4～7个公司最有效地代表相应市场。

目标公司的特点决定了搜索是否成功。因为目标公司的规模、行业或产品线特殊，可比较的基准公司可能很少或几乎没有。当初始搜索没有产生足够的基准公司时，搜索的标准可以拓宽到其他NAICS或SIC代码或更广义的行业范围。但是这种决定往往要求谨慎的判断，因为基准公司所确定的市场结果必然是评估目标公司的可靠标准。基准与目标越不相似，结果的可靠性就越差。

如果基于行业参数的初始搜索得出足够多的潜在基准公司总体，就要用进一步的选择标准来决定哪个基准与目标最相近。不同的标准有很多，但最常用的是如下几个：

- 规模。通常根据销售量来确定。
- 产品或服务。当基准公司有多样化的产品或服务，每一项产品或服务及其销量都应与目标公司相比较。
- 所服务的市场。许多行业的市场，因为地理区域、客户、产品、服务或技术分割为不同部分，其中的每一项都可能影响一个公司能否作为基准。
- 财务表现。这里的不同经常反映在产品线、质量或所服务市场的差别，所有这些都应在比较基准与目标时加以考虑。

以这些标准衡量，大型且知名的上市公司，尤其是大型联合企业成为基准公司的可能性较小。它们的规模、产品的宽度、成熟的市场和财务优势通常与中等规模公司不可比。一旦作出了比较，在总体价值判断上，评估师就要特别注意比较得出的乘数和权重。

正如目标公司的财务报表可能需要调整，基准公司的财务报表也需要调整那些非经营或非持续项目，目的都是为了得到最能准确反映企业经营业绩的财务报表。如果一个或多个基准公司使用不同

于目标公司的会计方法，调整也是必须的。常见的一种会计方法调整是库存方法，使用先进先出法（FIFO）或后进先出（LIFO）法。

选定基准公司并且计算出经营乘数后，评估师就要确定适合目标公司的乘数。首先列出那些行业内最影响风险和价值的竞争因素，随后检查基准公司使用的乘数范围。例如，假定所选择的乘数是人们熟知的市盈率（P/E），看看基准公司的市盈率范围。判断这一范围时，考虑每个基准公司的业绩和优势、劣势。从这一分析中，评估师要鉴别什么特征和业绩能带来高市盈率，什么因素导致了低市盈率。同时也要将目标公司的经营业绩、产品以及其他特点与基准公司紧密相联。或者说，区分出那些与目标公司最相近的基准公司。下一步，计算并分析基准乘数的平均数和中位数、上下四分位数以及从最低到最高的极差，考察基准乘数的统计分布，特别注意变异系数，它表示了数据的可靠性与一致性。

之后，回到那些看起来行业内最能影响价值和风险的驱动因素上来，将目标公司与每一个基准公司就这些因素进行比较，再比较两者财务指标，如毛利率、资产使用率、资产收益率和流动性。根据这些定性和定量的因素，评估师就可将这些基准公司排序。

在比较的基础上，评估师要判断目标公司是否达到了基准公司的平均水平——平均数或中位数。如果不是——这一般发生在中小型企业与上市基准公司比较时——那么基准公司的乘数平均值或中位数值可能对目标公司来说是太高了。毕竟，选择基准乘数的平均数或中位数，说明目标公司与所比较的基准公司拥有大致相当的优势。

如果基准显得比目标更强，评估师就应该将目标与基准最低的一至两个乘数进行比较。所有的基准公司比目标公司都更强也并不罕见，此时目标公司所选择的乘数可能处于基准的极差之外。这样的情况下使用基准法并不是无效的，相反，它暗示着，如果一个投

资者考虑多样化投资，包括基准和目标以及各自的风险水平，那么他将为目标公司付出比基准公司更低的收益乘数。

增长率是促使市场乘数提高的因素。所以，评估师要仔细察看在收入和利润方面历史的和预期的增长。更重要的是，要认真研究导致基准公司增长的影响因素，判断基准公司今后的增长潜力。接着同样分析目标公司分别作为独立公司或收购方某一部门时的情况。

以这些分析为基础，评估师可以为目标公司选择一个合适的乘数。它应该反映驱动行业内价值和风险的竞争环境，以及目标公司相对于基准公司的优劣势及相应的乘数。为目标公司所选的乘数也应该与基准公司乘数的均值、中位数和极差具有可比性。

上市公司基准法提供了充分分析行业内公司的机会，以确定这些公司价值的驱动因素是什么，这是此方法的最大益处。在分析的过程中，评估师通常就能洞察那些创造企业优势或促进企业发展的战略，以及产生劣势或阻碍发展的问题所在。得出的结论应该与对行业的分析、对影响价值的竞争因素分析的结论相一致。有了这些分析，就能消除时常围绕着市场法的疑团，理解和判断价值也变得容易得多。

选择价值乘数

人们使用许多不同的市场乘数，其中一些乘数在特定行业被广泛应用，但是有些人在每次评估时总是使用同样的一两个乘数。

我们建议应仔细选择乘数，因为不同经营业绩水平或财务状况的乘数说明了目标公司的不同信息。市场的数据和公司的业绩可能只允许使用特定的乘数。例如，在科技或新兴行业，许多基准公司处于发展期或成立时间较短，收入可能是确定乘数惟一的经营指标，

因为许多公司还没有盈利。但是，公司的最终业绩取决于发生在报表中位于收入之下的费用，收入并不能准确地描述业绩或价值。

如我们在第 6 章解释的，并购分析师考虑的是收购目标公司的控制权益，一般不希望涉及目标公司现有的资本结构可能带来的价值扭曲。同样，应用市场法也有这一顾虑，因此投资资本模型一般优于直接评估权益。所以，乘数的分子应该是投资资本的市场价值（MVIC），而不是股票价值。当分子说明了债务与股权价值，分母也应该相应地包含同样的元素。我们将在下面“经常使用的市场乘数”的部分解释这一点。

另一个需要仔细考虑的是应用乘数或比率的时期，基准公司乘数的时期应该与目标公司的时期大致相同。典型的时期包括最近的财务年度，最近的 12 个月，预期将来的 12 个月，或是历史年度的平均数。如果比率涉及资产负债表，如权益或资产，经常使用最近的资产负债表日的数据。

因为基准公司有不同的财务年度，数据时间不一致是很常见的。但是，明智的方法是仔细考虑这些变化的影响，尤其是对循环经营或季节性强的行业的影响。在有些情况下，时期即使仅相差一个季度，也可能造成显著的不同。

评估师也要对市场水平的总体波动保持敏感，特别是在波动性较大的行业或时期，股票价格和相应的乘数可以在短期内发生巨大的变化。这一事实再次提醒我们，必须仔细分析整体市场趋势和一定时期内基准公司股价及乘数的变化。

经常使用的市场乘数

虽然与财务有关的文献上出现各种各样的市场乘数，但只有少

数几个得到了广泛的认可和应用。应用不同的乘数，得出不同的结果，以下是一些并购估值中最常用的乘数。

P/E　价格/收益，是最常用或最为人们熟知的。普通股的价格是分子，税后利润是分母。这一乘数适用于大部分盈利的公司，其稳定的资产结构与所选择的基准公司的资产结构相类似。这一股权乘数直接产生了股权价值。

P/R　价格/收入，另一个常用的乘数，它假定一个同质性强的行业，可以合理预期产生较一致的收入或现金流。这一乘数的问题在于，分子衡量的是股权，而分母则是债务和股权的回报。更合适的方法是投资资本市场价值（MVIC）与收入之比，得出投资资本价值。

MVIC/EBIT 或 MVIC/EBITDA　投资资本市场价值/息税前收益或利息、税、折旧及摊销前收益经常应用在并购估值中。这些回报包括给债权人的利息回报，因此分子必须是股权和债务的总市场价格。息税前收益乘数或利息、税、折旧及摊销前收益乘数经常未被证实就被引用，尤其是被卖方或其中介机构引用。因此，对于这些乘数应该不断检查其来源。尽管这些来源一般根据道听途说或市场上传言的支付价格，但有时乘数确实反映了对于买方具有独特协同效应的一次性战略交易的特点，这种协同效应可能在任何一场其他交易中都是不存在的。如果正确应用，这些乘数可以提供大量的投资价值和公平市场价值的信息，关键是确保具有可比性的恰当计算可以支持这些乘数。

P/CF　价格/现金流，其中现金流是最普通的总现金流，是净利润加上折旧和摊销（某些行业中还有自然资源的消耗），不是净现金流。不使用净现金流是因为估计每个上市基准公司的净现金流可能很困难。记住，未来经营所必要的融资金额说明了现金流，那些过去发生的资金并不能表示现金流。

P/BV　价格/账面价值，其中账面价值等于资产负债表中的股东权益(这并非价值)。这一乘数常用于银行业的并购估值，虽然经常被引用，但是很少能可靠地衡量业绩或价值，因为它并未正确地衡量公司业绩或财务状况。

虽然其他乘数也可用于计算，但上述所列是最常见的。一些乘数已在某些行业变得特别常用。当遇见这些乘数时，应该仔细加以评价以确定是否准确代表了价值。表 10-2、10-3、10-4 说明了家具制造业 5 个上市公司的不同乘数怎样被用于计算和分析。

表 10-2　股权基础

基准公司上年市盈率					
基准公司	年末股价		上年每股收益		股价/收益乘数
克罗姆克拉夫特	$ 10.50	/	$ 1.25	=	8.40
普拉斯基	$ 17.00	/	$ 2.77	=	6.14
罗	$ 8.00	/	$ 0.91	=	8.79
斯坦利	$ 10.88	/	$ 2.70	=	4.03
温斯洛	$ 9.75	/	$ 2.26	=	4.31
平均数					6.33
中位数					6.14
基准公司 5 年市盈率平均数					
基准公司	年末股价		5 年平均每股收益		股价/收益乘数
克罗姆克拉夫特	$ 10.50	/	$ 1.33	=	7.89
普拉斯基	$ 17.00	/	$ 1.39	=	12.23
罗	$ 8.00	/	$ 0.74	=	10.81
斯坦利	$ 10.88	/	$ 2.05	=	5.31
温斯洛	$ 9.75	/	$ 1.91	=	5.10
平均数					8.27
中位数					7.89

表 10-3　投资资本基础

基准公司上年 MVIC/EBIT 比率					
基准公司	**年末 MVIC 股价**		**上年每股 EBIT**		**MVIC/EBI 乘数**
克罗姆克拉夫特	$ 13.06	/	$ 2.17	=	6.03
普拉斯基	$ 38.95	/	$ 4.24	=	9.19
罗	$ 10.97	/	$ 1.53	=	7.14
斯坦利	$ 16.28	/	$ 4.77	=	3.42
温斯洛	$ 37.44	/	$ 5.04	=	7.43
平均数					6.64
中位数					7.14
基准公司上年 MVIC/EBITDA 比率					
基准公司	**年末 MVIC 股价**		**上年每股 EBITDA**		**MVIC/EBITDA 乘数**
克罗姆克拉夫特	$ 13.06	/	$ 2.64	=	4.95
普拉斯基	$ 38.95	/	$ 6.35	=	6.13
罗	$ 10.97	/	$ 1.84	=	5.95
斯坦利	$ 16.28	/	$ 10.83	=	1.50
温斯洛	$ 37.44	/	$ 5.70	=	6.56
平均数					5.02
中位数					5.95

表 10-4　股权及投资资本基础

基准公司上年价格/权益比率					
基准公司	**年末股价**		**上年每股净资产**		**股价/权益乘数**
克罗姆克拉夫特	$ 10.50	/	$ 9.55	=	1.10
普拉斯基	$ 17.00	/	$ 22.35	=	0.76
罗	$ 8.00	/	$ 3.69	=	2.17
斯坦利	$ 10.88	/	$ 11.19	=	0.97
温斯洛	$ 9.75	/	$ 11.20	=	0.87
平均数					1.17
中位数					0.97
基准公司 MVIC/收入比率					
基准公司	**年末 MVIC 股价**		**上年每股收入**		**MVIC/收入乘数**
克罗姆克拉夫特	$ 13.06	/	$ 23.49	=	0.56
普拉斯基	$ 38.95	/	$ 69.26	=	0.56
罗	$ 10.97	/	$ 15.77	=	0.70
斯坦利	$ 16.28	/	$ 37.21	=	0.44
温斯洛	$ 37.44	/	$ 22.23	=	1.68
平均数					0.79
中位数					0.56

在浏览表中的这些数据时，请考虑前文中讨论的怎样从基准公司数据中为目标公司选择合适的乘数。首先确定哪个乘数或哪些乘数最能代表目标公司的价值，包括是否应该使用股票价格(股权)或投资资本乘数。考察乘数的极差和相应的均值和中位数，同时仔细评价每个基准公司与目标公司在规模、产品、市场、经营和财务特征上的相似性。此外，也应比较目标公司与基准公司的各自优势和劣势，以评估一个乘数是否适用于目标公司。

为目标公司确定的乘数应该能准确说明目标公司与其他投资选择的不同。如果目标公司与这些选择的平均值大致相同，那么接近均值或中位数的乘数可能就是合适的。相反，如果目标公司弱于这些选择，所选的乘数应该反映这种情况。

请记住，基准法产生的乘数反映了少数股东为上市股票支付的价格。如果从这些数据得到的乘数，接着被用来确定非上市公司控制权的价值，必须进行调整以反映这种差异——在控制权和市场可流通性上的差异。当乘数应用于控制权带来的回报，一个控制性、可流通的价值就产生了。

在本章开篇我们提到，要警惕市场法产生的乘数常被错误地用于企业的价值评估，这些数据的误用从反面说明了谨慎是必须的。但是，市场法可以提供大量在评估日关于价格和行业趋势的信息。交易法最可能产生一个对于战略投资者而言控制性、可流通的价值，经常提示了一个信息充分的买方愿意为目标公司支付的价格。基准法则提示了在控制权或少数权益、可流通基础上的公平市值，反映了购买方从财务角度支付的价格。成功的使用两种方法要求两点：一是有足够多的与目标公司类似的公司交易可用于比较，二是有足够多的关于这些交易的数据可用于深入分析。在收集和分析这些信息的过程中，人们可

以了解在某一行业的企业有哪些价值和风险因素。这些信息有助于评估目标公司，也进一步补充了目标公司的竞争情况分析。虽然市场法必须小心使用才能正确评估价值，但是它可能最清晰地阐明价值，因此也是鼓励使用的方法之一。

至此，我们讨论的重点是战略收购创造的价值。两家企业合并产生了协同效应，盈利能力增强，成本费用减少，同时还可以利用合并后产生的其他好处。确定并购收益，要比较两个企业合并后与其各自独立经营时的回报现值，也要考虑这一过程中风险的变化。

然而并非对所有的目标公司都以上述方式评估。有时买方收购的主要目的是为了控制目标公司的资产。在资本密集型行业，资产的价值很重要，收购后有价值的非经营性资产也可以出售，以补偿部分收购成本。某些企业经营不善，回报很少甚至没有回报，这意味着这些企业在独立经营时其净现金流为负，所以也没有无形资产价值，此时企业的独立经营价值完全来源于假定出售资产的价值。

因此，资产法 (有时也被称为成本法) 用于并购估值，主要适用于收购特定的有形或无形资产，或者目标公司的价值局限于特定的有形资产，因为公司经营没有产生足够的无形资产价值。

投机性的购买者经常使用资产法，他们寻找那些在不利条件下必须出售资产或企业的卖方。一个典型的例子是，家族企业严重依赖的核心人物——经常是创业者——不能胜任工作或离开了企业，却没有可接替的人选。这种不幸的局面并不总是在短时间内出人意料地发生，企业的所有者也许等待很久，但没有培养出合适的继承者，或是对子女的能力具有不切实际的期望，或是不愿意替换他们。随着时间的流逝，可能还没有找到继任者，或者继任者被证明不称职，首席执行官却体力不济，健康不佳。在缺乏有效的领导下，企业的经营业绩突然下降，客户们失去了信心，企业的无形价值迅速消散。

精明的买家，有时也被称为“抄底渔夫”，寻找的正是上述的情况，尤其当他们拥有目标公司刚刚失去的关键资源时。此时，在独立经营基础上的目标公司只拥有有形资产价值，所有者必须在相对较低的价位上出售公司。

在快速整合或资本过剩的行业也存在同样的结果，即很少或没有无形价值。整合的驱动力在于规模经济、新技术，或销售流通流程不利于独立经营的小企业。在这些情况下，即使一个企业以最高效率运行，为客户的服务也很好，依然可能不具有总体无形价值——商誉，因为变化的竞争环境使得独立经营的企业处于竞争劣势。

上述情况在企业经营中很常见，尤其当管理层不能积极调整以应对竞争环境时。明智的投资者定期研究行业和企业环境，评估长期竞争能力。当竞争环境不利于自身时，他们改变经营、变现或寻找能带来更好回报的投资，否则只能按资产的价值出售。

账面价值与市场价值

“账面价值”和“净账面价值”是会计用语，都包括“价值”这个词。但是账面价值几乎不能代表市场价值，因为它只是反映了资产未折现的历史成本，是会计程序决定的净值。资产的折旧过程并不表示资产的实际价值，所以特定资产的实际价值不是企业账面上的价值。一项资产的市场价值取决于许多因素，包括替代性资产的市场、技术变化和通货膨胀。某些资产 (比如交通工具) 的市场价值快速降低，而其他资产 (如房地产) 经常是升值的。因此，当资产价值对企业估值具有显著影响时，我们建议仔细评估涉及的主要资产。

价值的假设

资产法或成本法的前提是持续经营或清算假设，前者假定企业

将继续经营，资产评估的是其“使用”价值。相反，如果假定企业不再经营而发生清算，清算假设则是合理的。在顺序清算价值假设下，资产价值是在充足的时间里，为追求更高价格，将资产分割出售所得。在强制清算价值假设下，资产估值发生在强制出售的情况下，如拍卖。在这两种假设下，应考虑企业清算涉及的成本，并从净所得中减去成本。

使用资产法为非控股权益估值

当收购或出售非控股权及少数权益时，使用资产法决定价值一般是不合适的。因为这种方法决定价值的前提是现有资产将出售，暗含的假设是所评估的权益具有决定出售资产的权力。除非有法律文件规定，在大股东没有同意的情况下，少数权益股东一般不能决定出售资产或将所得的现金支付给所有者。同理，我们不能推断少数权益股东可以按比例获得多余现金或其他非经营性资产，尤其当控股股东存在时更是如此。控股的大股东可以首先确定资产是否出售，其次确定出售所得是否分配给股东。

一个常见的使用资产法评估少数权益的情况是为控股公司估值。当这样的公司为了获取增值收益而持有资产时，收益法或市场法资产产生的回报经常不适用于估值。正是因为公司所拥有的资产，才吸引了市场上的买方，所以此时资产法是合适的。

资产法方法论

无论是确定公平市值或清算价值，资产法的一般程序是调整企业的资产负债表，将会计计算的账面价值变为市场价值，包括在资

产负债表上加减一些项目。对特定资产的调整应考虑以下因素。

现金

现金一般不要求调整，当现金头寸是盈余或短缺时例外。

应收账款

应考虑的相关问题是，是否 100% 的应收账款都是可收回的。如果不是，不可收回的应收项目应该去除。考察以下几个方面，以判断账款是否可收回。

- 企业历史上应收账款收回的比率。
- 应收账款账龄。
- 行业坏账比率。
- 企业的信用政策。
- 经济状况。
- 所处行业的状况和展望。
- 企业的主要客户的状况和展望。
- 企业的主要客户所在行业的状况和展望。
- 企业是否拖欠销售人员、厂商或其他销售代理的佣金或其他收益，或者其他销售代理没有从销售点收回应收账款；如果是这样，应收账款的资产价值将因此降低。

存货

行业不同——零售、批发或生产——企业的存货构成也不同。

一般存货由以下几部分构成：

- 原材料。用于生产而购买的材料，但还未在生产过程中使用。可以用后进先出法（LIFO）、先进先出法（FIFO）或平均成本法进行评估，需要加以调整，以反映价值缩减、过时等因素的影响。
- 在制品。在最终产品或服务的生产过程中，但还未完成。价值应该等于资产负债表日的累积成本，包括原材料、直接人工和分摊的管理费用。如果生产经营中断，这一存货的出售价值可能较低。
- 产成品。假定这些产成品可以售出，价值应该等于总生产成本或重置成本，不考虑利润。

不同的存货成本方法（LIFO、FIFO 或平均成本法）对损益表和资产负债表将造成重大影响，必须加以调整。当企业使用后进先出法，报表附注提供了 LIFO 存货储备的数量。如果企业的财务报表没有附注，且使用 LIFO（这是很少见的），企业的会计师应该提供将资产负债表调整为以 FIFO 为基础的必要信息。在通货膨胀时期，先进先出法在损益表上确认了更早且更低成本的存货，造成了较低的商品成本和较高的毛利和税前利润。同时也在资产负债表上留下了最近的高成本存货，它们更接近于现行市场价格。因此，先进先出法倾向于高估利润，但更现实地衡量了存货。相反，后进先出法为商品成本确认了时间更近且成本更高的存货，降低了毛利和税前利润，更准确地衡量了利润。后进先出法在资产负债表上的存货成本是较早时期的，一般低于通货膨胀的现行市价，因此存货余额偏低。

这种存货会计方法的影响大小取决于通货膨胀的水平和存货周

转率的高低。我们不建议将采用不同存货会计方法的企业未做调整就加以比较。也要注意对资产负债表和损益表的调整可能要求对税的调整。这种调整可能是增加流动负债，称为递延税款；或是增加资产负债表上的存货价值，但已扣除了税的影响。同样，损益表上也包括对税的调整。

表 11-1 说明了从 LIFO 到 FIFO 会计方法的转化。该例中的公司在期初有 335 000 美元的 LIFO 储备，期末 LIFO 储备为 440 000 美元。损益表上显示了相应利润的增加，财务报表都已调整了相应的税的影响。

表 11-1　LIFO 与 FIFO 方法下的库存价值

项目	LIFO 方法	LIFO 储备	FIFO 方法
期初库存	2 000 000	335 000	2 335 000
加：购买	4 000 000		4 000 000
可出售库存	6 000 000		6 335 000
减：期末库存	- 400 000	- 440 000	- 840 000
商品销售成本	5 600 000		5 495 000
利润增加额			105 000

预付款

只要买方可以获得所购买的项目，或者收到退回的预付款，这一账户一般无需调整。

其他资产

看看其他可能的调整。一般可能需要调整的项目是短期证券、

其他非经营性资产、限制竞争合约、以前购买的商誉及应收票据，尤其是出售给股东的应收票据。如果这些项目不用于公司的经营，应该从资产负债表中扣除。其他项目应根据其为公司提供的益处，转化为市场价值。

固定资产

当固定资产按市场价值调整后，必须考虑增加价值而产生的税。包括如下几个方面：

- 可能作为递延税款，也可以从增值中扣除税的影响。
- 不纳税单位，如 S 公司，面临不同的税率水平。
- 信息充分的买卖双方都意识到资产增值影响价值，可能在“无税”和“全纳税”方面反复谈判。
- 资产增值部分的税，可能通过一个增加的流动性折现率来反映。这说明买方认识到低账面价值的固定资产提供了更少的税盾，创造了更高的最终可纳税收入。

无形资产

资产负债表上的无形资产一般根据收购成本而定。我们的目标是将这些无形资产从未摊销的账面价值调整为市场价值。如果特定无形资产（如专利、著作权或商标）具有价值，这些价值可以通过收益法、市场法或成本法来确定。

资产负债表上的商誉或一般无形资产价值，也应该以市场价值来代替。

非持续性或非经营性资产和负债

这一类资产和负债包括非持续性的活动和不希望再发生的项目。非经营资产是那些维持经营活动水平不需要的资产。例如一次性的诉讼收入或支出，出售资产的收益或损失，维持正常运营之外的现金，短期证券，非经营性现金带来的利息或红利，为非经营性债务所支付的利息。

当评估控制性权益时，非经营资产通常加上企业经营价值，以计算企业的总体价值。当评估少数权益时，由于少数权益可能并不控制非经营性资产，这部分价值往往不包括在少数权益的总体价值中。

资产负债表表外项目

融资租赁应该记录在资产负债表中，只有在租赁条款不反映市场情况时需要调整。经营租赁不显示在资产负债表中,但是在损益表上以租赁费用影响利润。如果租金不符合市场水平,则需要调整损益表。

担保债务是另一种典型的资产 (对于交易客户) 或负债 (对于生产或服务提供商)，在许多公司是表外项目。与管理层、生产商讨论或查询行业数据，都有助于量化这一交易。

虽然通常调整项目不多，但评估师要仔细考察资产负债表的负债项目。一般的负债调整包括：

- 与资产相关的负债。与应调整资产相关的负债也应予以调整。比如，如果房产从资产项扣除，任何与之相关的负债也应相应扣除。如果随后在总价值层次上，房产价值又加上经营价值 (以

市场租金水平计算),相应的债务也应在房产价值中考虑。

- 付息债务。如果应付票据的利息是一个固定利率，并且与评估日的市场利率明显不同，则应该调整这一债务。这个过程类似于当债券的固定利率不同于市场利率水平时，调整债券的市场价值。
- 计提。一般对休假、病假和退休金或利润分享计划以及员工期权的执行不在资产负债表上体现，但在评估时作为负债应该进行确认。
- 递延税款。资产从账面价值变为市场价值，递延税款就产生了，很可能是递延债务。
- 表外负债。一般未确认项目——尤其对于非上市公司而言——包括担保负债，未决诉讼或其他纠纷，如税务、员工投诉、环境保护或其他监管问题。评估师通过与管理层及法律顾问的讨论能够评估和量化这些负债。另外，对企业进行调查也有助于了解这些或有负债，如是否承诺在将来一定时期从特定的供应商处购买原材料，或为其他企业或个人的债务进行担保或联合贷款。

一般说来，对权益部分的调整只是为了平衡资产或负债调整后的影响。这种调整大部分针对留存收益。另一种调整是减少库藏股，使负债表只反映已发行的流通在外的股票。

处理非经营性资产、资产盈余或短缺

当我们使用收益法或市场法确定目标公司的经营价值时，必须调整它所拥有的特定资产，以反映所评估的总体价值。这一情况常

见于目标公司拥有非经营资产，有多余的经营资产，如现金或固定资产，或者资产短缺如营运资本不足。此时收益法或市场法很可能不能反映这些因素对价值的影响，必须对最初的经营价值进行调整。

在谈判过程中，买方或卖方可能不愿意将非经营资产或多余资产包括在交易中。于是，必须对这些项目进行调整。根据环境的不同，这些调整可能反映谈判规定的出售条款，以及买方在这些条款下愿意支付的价格，而不是特定价值。

计算调整账面价值的特定步骤

在持续经营假设下调整账面价值常被称为调整账面价值法，包括如下五个步骤：

1. 起始点。获得目标公司评估日或距评估日最近的资产负债表。已审计会计报表优于未审计会计报表，权责发生制优于收付实现制。
2. 调整项目。将每个资产、负债和权益项目从账面价值调整为估计的市场价值。
3. 调整资产负债表外项目。评估并加上资产负债表外的特定有形或无形资产和负债。
4. 税务影响。考虑资产负债表调整对税收的影响，以及资产负债表上是否要扣除递延税款。
5. 结束点。在调整基础上，准备一张资产负债表，反映所有项目的市场价值，然后确定投资资本或权益的调整后价值。

资产密集型的目标公司缺乏经营价值，是因为这些公司的回报

不足，却使用资产法或成本法来评估。这些方法通常只在评估控制权益时有效，控制权可以保证销售产生的现金有利于股东。无论是否使用调整账面价值方法来确定“使用中”或清算资产价值，无论清算是在顺序清算还是强制清算情况下，资产法这一估值途径都要调整资产负债表项目为市场价值。其中的调整程序也用于反映非经营性资产价值及资产盈余或短缺，后者可能出现在用收益法或市场法确定经营价值的情况。

在应用溢价或折价调整价值之前，请读者朋友们先休息片刻，做个深呼吸。因为这一环节比起其他调整对价值有更为重大的影响，必须小心从事。这些调整并非自动进行，而且也永远不会是一个常数。从一开始就具有谨慎心理，有助于节省时间和更好地评估价值。

我们先从术语开始，因为在应用溢价或折价过程中，人们经常错误使用各种不同的术语，尤其是少数权益和控制权益。控制权（control）指的是拥有一定程度控制力的权益，无论是少数权益或控制权益。控制权并不总是占多数权益，少数权益也可能具控制力，取决于是否具有不同所有权的权利。少数权益（minority）指的是缺少有影响控制力的权益，无论是占多数或少数权益。占有流通在外股票50%以下的所有权并不意味着缺乏控制；占多数权益但没有投票权却正是缺乏控制。控制与非控制是更准确的用语，但在价值评估中已广泛使用了“少数权益”与“控制权”，本章讨论也将在上述的定义下沿用这种称呼。

是否需要溢价和折价调整

每一种估值方法或程序都会产生不同的价值特征。兼并收购法一般得到控制性可流通的价值；而上市公司基准法则得到控制或少数权益可流通价值；收益法产生控制或少数权益价值，可能具有不同的流通性水平；资产法常用于控制性可流通价值。因此，溢价和折价必须针对每一种方法来考虑，适用于一种方法，可能并不适用于另一种。我们之所以强调这点，是因为价值评估中的常见错误，就是假定是否需要溢价或折价是根据所评估的企业的特征而定。例如，如果目标公司是非上市公司，要收购的是其中的控股权，不应

在每种价值评估方法中都假设控制性就要溢价，缺乏市场流通性就要折价。

正确的方法是区别不同价值评估方法的特点，将这些价值与目标公司的特征比较，决定应有的调整。判断是否因为控制与非控制进行调整，需要回答如下的问题：价值评估方法中隐含的控制程度，是否与所评估权益的控制程度相同？

如果控制程度不同，就可能要求对控制权有溢价，对缺乏控制权有折价。比如，兼并收购法暗含的控制程度约等于收购 100% 的企业权益，如果这一数据用于评估相应的所有权权益，则不需要溢价或折价调整，因为这种方法产生的价值所反映的控制性，与所评估权益的控制程度相适应。如果初始决定的价值特征不同于要评估的权益，那么就要求相应的调整，控制性的要溢价，非控制性的要折价。

在控制与非控制的问题确定后，我们必须考虑市场流动性水平。虽然两者并不相同，但却是相关的，并且流动性受控制性影响。所以，对于流动性水平的调整应在调整控制性之后。类似于前文的程序，判断是否因为流动性进行调整的标准是：价值评估方法所隐含的流动性水平是否与所评估权益的流动性水平相同？

比如，如果上市公司基准法得到的价值是建立在少数权益可流通的基础上，那么评估非上市公司的少数权益，就需要对缺乏流动性进行折价。相反，如果并购方法产生控制性可流通的价值，而所评估的权益拥有这些特征，则不需要为流动性作出调整。

总之，在应用溢价或折价之初，评估师要分析每一价值所具有的控制性和市场流动性特点，然后将估值结果与目标公司的权益特征相比较，确定是否需要进行调整。

应用溢价和折价

如上文所言，虽然就控制性和流动性对价值的调整是相关的，但两者并不相同。只要可能，应该在考虑相关性的同时分开应用。因此，关于控制性的溢价折价调整应在流动性调整之前进行。而且，这些调整以乘数方式进行，而不是简单的叠加。比如，如果少数权益折价 25%，缺乏流动性折价 40%，调整一个原本控制性流通性较好的初始价值 1 000 万美元，调整过程如下：

初始评估的控制性可流通价值	$10 000 000
用少数权益折价 25%进行调整	×（1 - 25%）
	$7 500 000
用流动性不足折价 40%进行调整	×（1 - 40%）
少数权益可流通价值	$4 500 000

控制性溢价

当初始确定的价值没有反映控制能力，我们必须考虑控制性溢价，以反映控制对价值带来的增值作用。

控制溢价来自于美国每年收购上市公司控股权的研究，因为上市公司必须向美国证券交易委员会报告交易结果，这些数据便于收集和分析。在 20 世纪 90 年代，每年都有几百家上市公司的控制性权益被收购。

从控制性溢价的数据中，人们可以得到少数权益或缺乏控制性的折价，因为没有直接市场数据证实这些折价，所以这一过程是必需的。

交易发生后，收购方为上市公司少数可流通权益所支付的高于公平市场价值的溢价，被记录为控制性溢价。研究的结果表明，20 世纪 90 年代折价与溢价惊人地一致。

支付的溢价以收购价格高于交易宣布 5 个工作日前的卖方市场价格的百分比表示，每年的均值在 35%到 45%之间，中位数在 27%～35%之间；相应的控制性不足的折价均值在 26%到 31%之间，中位数在 21%～26%之间。从这些数据中人们可以迅速得出如下的结论：

- 控制权大约比缺乏控制在价值上高 30%到 40%。
- 如果买方支付与这一数字相似的溢价，则做成了一笔好交易。

然而，这些结论从某些方面来说是短视的，也是错误的，结果导致买方作出不当的投资决策。众所周知，人们所研究交易的大部分涉及战略投资者的收购，他们进行收购的主要动机在于获得协同效应和相关的战略益处。虽然买方获得了交易中的控制权益，但价格高于市价的主要推动因素是协同效应而不是控制权。由于这一原因，高于市价的价格与其说是一种“控制”溢价，不如说是一种“收购”溢价。这一溢价反映了多少由控制带来的益处则不得而知。一般认为买方很少支付溢价，除非他们感觉到交易的协同效应。所以，溢价很少是为了控制权而支付的。更清楚地说，虽然收购方不可能对缺乏控制性的收购感兴趣，但是，正是他们感觉到的协同效应，而不是控制本身，才产生了溢价。因此，从以上数据中推论控制性权益比缺乏控制性权益价值多 40%，是没有可靠依据的。

另一方面，如果说为收购支付 30%到 40%的溢价总是经济合理的，买方将对该数据得出更为危险的理解。如我们第 1 章讨论的，对一个收购者而言，目标公司的价值可以变化很大，取决于每

个买家所得到的协同效应和其他整合益处。因此投资价值和溢价大小，应该根据协同效应作个案分析。

我们还要强调的是，虽然控制权溢价研究表明，溢价一般在30%到40%，我们不能得出结论：这些收购总是为买方增加价值。相反，收购研究一贯表明，半数以上的收购没有为买方产生足够的投资回报。因此，我们从这些研究中应该得出的结论是，对大多数交易来说，支付溢价是投资者不明智的投资。

另一个要强调的重点是，控制性溢价很少表示目标公司对收购者的最大投资价值。如第1章所解释的，投资价值反映了所有协同效应的最大价值。支付这一溢价的买方并没有创造价值，这些价值是以溢价支付的形式转移给了卖方。因此，每个谨慎的买家都必须首先认识到，因为目标公司对每个潜在购买者的投资价值不同，购买者各自所能支付的溢价也不同。同时，他们支付的超过公平市值的每一美元溢价，都降低了收购创造的总协同效应。

反之，有些购买者付出了超过30%到40%的溢价，投资也是成功的。这一事实充分说明，每个买方的投资价值取决于每一笔交易独特的协同性。

缺乏控制的折价

缺乏控制的折价反映了控制不足对价值的负面影响，当初始确定价值具有控制的特点，但是所评估权益的所有者缺乏控制时，评估师可以将这一折价用于少数权益或缺乏控制的多数权益。

缺乏控制的折价来自于市场研究数据，在20世纪90年代约为24%。这一数据由控制溢价研究而来，对它的使用要更加谨慎。没有直接的上市公司市场数据推导出这一折价，为了克服这种局限性，也为了有效地区别控制性不同的权益价值，人们从控制性溢价

研究中，间接地计算折价。

通过例子可以很容易地解释计算过程。假定一家上市公司目前交易的市场价格是每股 60 美元，当它被战略收购者以每股 84 美元收购时，24 美元 (84 - 60) 的每股溢价除以每股 60 美元的公平市价，得到 40%的控制性溢价。从这些数据我们可进一步推断，交易暗含着少数权益折价 29%，每股 24 美元的溢价除以每股 84 美元的控制价格，得出 29%。因此，经常被引用的少数权益折价率不是来自于收购少数权益，而是源于支付控制性权益交易的溢价。这个数据的特点要求我们根据其可靠性谨慎调整价值。隐含的少数权益折价可以通过下式的控制溢价计算得出：

$$MID = 1 - 1 / (1 + CP)$$

式中　MID——少数权益折价；

CP——控制溢价中位数。

使用上例中的数字可以验证公式的正确性：

$$0.29 = 1 - 1 / (1 + 0.4)$$

流动性不足折价

这一折价反映了不能迅速将所有权转化为现金，对价值带来的减值影响。

流动性不足折价 (LOMD) 也来源于市场数据，人们普遍认为这些数据比起控制溢价来更为准确。LOMD 百分比的第一个来源是对限制性股票的研究。限制性股票，也被称为“非注册股票”，其发行公司无需向证券交易委员会 (SEC) 注册，因此不能在公开市场出售；或者虽向 SEC 注册，但限制其不得在公开市场交易。这种类型的股票常见于在首次公开发行时出售，增发或是发行与收购有关的股票时出售。对这一股票的典型限制在于防止发生股价稀释，比如

大量的股份同时出售。过去 30 年里，不同组织所做的研究分析了公开交易公司的证券价格，这些公司的股票不得在限定时期出售。交易限制使得这些公司不能在公开市场交易，但可以在私募市场出售。但是这些交易中的买方还是遵从这些限制，为这些不能立即转化为现金的证券只愿支付折价。限制时期因交易而不同，但在 1997 年以前一般不超过 24 个月。从 1997 年开始，一定的持有期限制减少到 12 个月。限制期的缩短说明了流动性不足的折价降低，要求的持有期更短，这些股票的市场活动增加了。研究结果表明，在 20 世纪 90 年代典型的折价大约为 35%。因此，上市公司的少数股东权益虽然只是暂时在一定的固定期限内不能在公开市场出售，但由此失去了 1/3 的价值。这表明市场对流动性的强烈要求，当流动性不足时，价值将大幅减少。

关于 LOMD 的第 2 个数据来源，是已进行了许多年的首次公开发行 (IPO) 前研究。两个组织负责这项研究，其中一个研究 IPO 前 36 个月的股票价格，另一个研究 IPO 前 5 个月的价格，将非上市公司交易价格与股票 IPO 的最初交易价格相比。因为这些公司上市，注册程序要求列出上市以前的股票交易，因此交易数据可以得到。像限制性股票研究一样，这些研究成果表明，折现率均值和中位数惊人地一致，约为 44%。注意上述的两项研究都是关于少数权益投资，因为大部分并购交易的目的在于控制权，这些折现数字并不适用。

控股股东，尤其是拥有 100% 股权的股东，可以立刻决定将公司出售。在控制权内，控股股东可采取必要的步骤为出售作准备，以最有利的形式推介。这些股东也控制了公司的净现金流和自由决定的费用项目。少数股东一般没有这种影响力，因此当权益的流动性不足时投资人对此将更为关心。

控股股东出售公司需要承受较高的交易成本，出售过程也将耗

费大量的时间。在这一过程中经济或行业环境可能发生变化，相应地对公司股票的价格有积极或消极的影响。根据行业情况和收购方式的不同，收购可能以股票或票据形式支付，对于股东而言这种方式不如现金有吸引力。所有这些因素都加剧了控制权益出售的困难，同时也是在决定流动性不足折价时要考虑的因素。

虽然缺乏控制权益的特定市场数据，许多价值评估专家得出结论，折价取决于行业的特点和预期交易成本的大小。发展程度较高的行业交易发生频繁，交易成本较低，交易速度快。在市场被分割的行业或并购活动不发达的行业中，买卖双方很难接触，交易时间长，交易成本高，流动性不足的折价也高。由于这些因素，控制权益缺乏流动性的折价位于 5%到 15%之间，市场环境和交易成本是影响折价高低的主要因素。

调整幅度的确定

虽然人们倾向于将市场数据看作是一个绝对的数字，但应用溢价和折价调整价值决不像开灯关灯一样直接，而是像调光开关一样，根据环境逐渐增强或减弱亮度。评估师在调整折价或溢价时应该认识到，特定的现实和环境可能加大或减少调整力度。比如，一个股东拥有 40%的股权，而另一股东拥有余下的 60%股权，另一种情况是同样的 40%股权由许多股东拥有，其中没有一个拥有超过 1%以上的权益，则在前一种情况下，大股东拥有更少的控制力和影响力。虽然这两种情况都有 40%的股权，但股权的相对控制程度却截然不同。

进一步讨论此问题，请考虑有 2%权益的股东具有的影响力，另 98%股票由另一个单一股东所有。另一种情况是 98%的权益由

两个股东所有，各自拥有 49%的权益。此时 2%的股东变成了“关键的投票者”，虽然股权较小，但影响力很大。以上的例子说明了必须考虑特定因素，表 12-1 列出了这些影响溢价和折价大小的因素。只有具备丰富的评估经验和对市场数据的深刻理解，才能正确地调整价值。

表 12-1　影响调整大小的特定公司因素

影响控制程度的因素
● 影响少数股东表决权能力的股权结构
● 影响少数股东选择董事会成员的股权结构
● 具有“关键投票权”影响的股权形式
● 对少数股东权益法定保护的水平
● 缺乏投票权的股票
● 考虑少数股东权益的历史
影响流动性的因素
● 限制股票的转让
● 阻碍股票转让的买卖协议
● 大量股票的吸引力
● 股利支付的历史和目的
● 行业内具有相对成熟的交易市场
● 行业内整合的趋势或压力
● 对行业感兴趣的买家数量

收益法中的控制和非控制

在第 6 章中，我们讨论了对收入的调整，包括对股东支付超过市场水平的补偿。一般来说，这些控制调整只有在所有者有法定权利执行这些调整时才能进行。在大型交易中这些控制调整可能意义

不大，因为调整结果对利润或现金流的影响微弱。但是对小公司来说，控制调整可以对价值产生很大的影响。应用溢价或折价反映对价值的控制或非控制调整一般是不合适的，控制和非控制对价值的影响应该通过对回报——收入或现金流——的调整来反映，而不是通过溢价或折价。表 12-2 说明了这一点，这里一家公司在超额支付之前的净利润是 500 万美元。支付超额费用 100 万美元给控股股东或其受益人时，隐含的非控制折价为 20%。但是如公司支付超额费用 300 万美元，控制性价值将减少 60%。因此，折价的大小取决于超额费用的大小。当这一费用占调整前净利润的大部分时，控制与非控制价值的差别就加大了。

表 12-2　调整回报计算控制与非控制价值

	较低的超额支付	较高的超额支付
	（单位：百万美元）	
超额支付前净利润（控制性回报）	5	5
减去：超额支付[a]	- 1	- 3
超额支付后净利润	4	2
计算控制价值[b]	5/20% = 25	5/20% = 25
计算非控制价值[b]	4/20% = 20	2/20% = 10
控制不足折价	(25 - 20)/25 = 20%	(25 - 10)/25 = 60%

a. 超额支付包括各种控制调整，如薪水、奖金、福利、支付给关联方的费用以及控股股东可执行其他形式的支付。

b. 假定使用单期资本化方法和 20%的资本化率。

因为控制溢价和非控制折价的市场数据不能准确反映超额费用带来的变化，在以收益为导向的方法中，应该通过调整回报计算控制与非控制的差别，如表 12-2 所示，而不是将控制溢价强加给非控制价值或将非控制折价强加给控制价值。

其他溢价和折价

价值评估中除了对控制和流动性的调整，其他调整因素较少。以下是一些偶尔出现的因素：

- 非投票权折价。这一折价是相对于有投票权的股份而言的。有限的市场研究表明，这一折价小于 10%。虽然这一数字可能小得可怜，但是这些股份一般是少数权益，已经在缺乏控制权导致的低价值中得以体现。
- 关键人物折价。这一折价的目的在于，如果企业的成功过于依赖某个人，则其价值将减少。虽然它可能用于避遗产税，因为关键人物去世没有保险金或其他补偿支付损失，但是通常使用这种折价是欠妥的。对某人的依赖或限制性的管理加大了风险，应该反映在折现率或价值乘数上。
- 组合折价。用于以下这种情况，企业的资产组合不佳，单独考虑每一资产或部门的价值高于一个合并的价值。评估这一折价的大小，要考虑改变所有权结构的成本。
- 抛售折价。这一折价反映了公司的大量股票在同一时间出售对股价带来的负面影响。它常用于上市公司，说明了市场上“充斥”着卖单，但有效需求不足。这一折价也用于非上市公司大量投资于一个上市公司的股票。
- 陷阱式收入折价。有些企业拥有资产且课税标准较低，但一旦企业出售资产，资产增值将导致较高的税率，潜在购买者对这类公司股票的兴趣将因此减少。出售这些公司的股票时应用这一折价。

- 重复计算因素折价。这一折价提醒人们折价因素可能被计算了两次。要避免在回报、回报率或增长率计算中已考虑了这些调整因素，同时又使用溢价或折价对价值进行第二次的调整。

公平市值和投资价值

决定目标公司公平市值时的调整，可能并不适用于特定收购者确定其投资价值。比如，流动性不足折价对调整非上市公司的独立价值是合适的，当收购方是一个上市公司时，投资价值就无需这一折价。

溢价和折价经常构成了企业价值评估中对价值的最大调整。虽然这些调整对并购估值的影响没有对遗产或赠予税避税的影响大，评估师也必须仔细考虑它们。首先要了解每一种评估方法所产生的价值的特点，判断使用溢价或折价是否合适，这需要对作为溢价折价来源的市场数据有充分的理解。这些数据并不代表确定的百分比调整，而是代表了所评估权益的现实和环境，以便决定调整的幅度。最终要求专业性的判断，以背景和经验为基础，评估师可以做出恰当的调整。

当评估师使用一种或多种估值方法得出了初始价值，不可避免会提出疑问：估值是否正确？即根据评估时的情况和有关信息的数量和质量，初步确定的价值是否可靠，是否经得起推敲？

由于初始估值应用了许多定量评估和定性判断,对它的检验也必须完整而系统。价值评估涉及计算,而大部分的后期计算取决于前一步骤数字的准确性。因此准确性是基本因素,所有的计算都应加以检验。

初始价值或不同方法产生结果的平均值，都不是最后的确切价值。得到合理价值的关键在于深入检验估值每一步骤的假设、方法、信息和计算。

广义角度的基本需要

检验过程从基本问题开始，以下问题有助于重新审视评估。

- 被评估的是什么资产或所有者权益？
- 被评估对象是特定资产，股权，还是投资资本？
- 这一资产的特定法律权利或限制是什么？
- 其他所有权是否对这一资产或其回报有优先权？
- 所有者权益是控制性，还是非控制性权益？
- 所有者权益的流动性怎样？
- 评估时间是何时？分析是否包括当时已知或可知的公司相关信息和外部环境情况？
- 独立经营基础上的公平市值是否未考虑协同效应，战略投资者的投资价值是否包括协同效应？是否有其他估值标准？

无论何时，三种估值途径——收益法、市场法和资产法——应

该用于估计价值。其中有些方法可能不合适，因为评估的特点或信息的数量及质量不同。每一种方法根据不同标准计算价值。收益法以未来回报为基础，将回报以反映相对风险水平的回报率折现或资本化。市场法中的基准上市公司和并购法的价值基础是公开市场上的类似公司。资产法的价值来源于假定出售公司拥有的其他资产。因此，每一途径从不同视角考察公司价值。分析师应该尝试使用不同方法，并了解不采用某一方法的原因。

初始价值一旦确定，评估师就可以不再纠缠于细节，而专注于结论。在检验过程中，要试问一个无偏见且有逻辑性的人，是否会得到同样的估值结论，确保结论不受主观上希望价值高或低的影响。同时，要检查价值是否考虑了企业的历史、竞争环境，包括行业和经济环境、内部的优劣势，以及可能的未来情况。还要评估价值是否考虑了买卖双方对市场的了解和交易动机，设想买方和卖方在知情的情况下，是否接受以上价值评估的条件。

在做这些评估时，进一步考察每一估值方法的总体适用性。表 13-1 总结了各种方法的适用条件。

表 13-1　企业价值评估方法概述

收　入　法	市　场　法[a]	资　产　法
公司的价值主要来自于经营	有相当数量的公司与目标公司类似	公司拥有较多的有形资产
公司具有正的收入或现金流	并购交易涉及的收购方与目标公司的环境类似	公司从经营中产生的价值较少
公司拥有较多的无形价值	用于比较的公司有较多数据	公司资产负债表包括其大部分的无形资产
公司风险可以通过回报率准确地量化	能够取得合理表示评估日市场条件与价格的乘数	公司资产价值可以较准确地评估
可以准确地估计公司未来的经营情况	目标公司足够大，可与市场法的公司相比	所评估的所有者权益对资产价值具有控制力

a. 这里讨论的市场法只包括基准上市公司法和兼并收购法。

对适用性的判断，要结合企业的竞争环境，尤其要注意该企业及行业风险和价值的影响因素，以及每种方法怎样处理这些关键变量。分析各种不同方法可能忽视或不够重视的风险和价值的驱动因素，衡量这种因素对价值造成的影响。

当价值的结果与行业经验冲突时，评估师必须思考原因，是否估值观点需要改变（一般可能性较小），或者为什么传统经验不适用于这一特定评估（可能性较大）。另外，这一行业经验是否常用，是否应该考虑？因为经验经常是简单的归纳，不能反映一家企业的特定因素，不应作为估计价值的惟一方法。但是，如果行业内广泛采用这些经验，它们至少应作为合理性的检验标准之一。既然业内人士经常使用，评估师明智之选就是考虑和讨论它们的适用性及合理性。

应用收益法或市场法时，评估师应评估对回报的调整，分析这些调整是否恰当。请再次注意协同效应只是在计算投资价值时使用。而且，收益法或市场法根据企业经营业绩确定价值，高度依赖于估计业绩的合理性上，因此需要根据企业的竞争环境再次检查业绩。这种检查必须没有偏见，应用以下不同估值方法——收益法、市场法和资产法——的标准。

收益法检验

收益法以其理论优势和灵活性最常用于并购估值，投资人认可价值是将未来回报以反映风险水平的回报率折现而得出。除了合理的理论基础，收益法便于计算公平市值或投资价值，便于使用股权或投资资本模型，同时考虑控制性和流动性。收益法可以应用历史或预期回报，也可以将各种利润或现金流作为回报。

收益法中企业价值取决于利润或现金流，这常见于盈利企业，

但收益法不适用于低回报的企业。因此，检验重点是计算价值的两个关键变量：回报和回报率。

要充分地检验收益法确定的价值，必须客观地评估以下方面。

一、公平市值和投资价值

- 计算公平市值选用的回报和回报率，必须反映企业独立经营的经营业绩和风险状况。
- 投资价值应考虑回报的协同效应。回报率应该反映经过目标公司风险调整后，收购公司的风险和资本成本。

二、投资资本和股权

- 考虑并购估值通常使用投资资本模型，以免融资情况影响经营价值。必须恰当且一致地使用投资资本回报和回报率。
- 使用投资资本模型时，注意企业加权平均资本成本是否因为财务杠杆的影响不准确。考虑市场条件是否与资本结构一致，财务杠杆作用下债务和股权成本是否妥当。
- 认识到 WACC 计算中的债务和股权比重是根据市值，而不是账面价值，使用迭代过程或简易公式计算 WACC。

三、衡量回报

- 考虑评估的回报流是否合适，投资资本净现金流一般为资本方提供了最准确的现金回报，也是最可靠的回报率的基础。其他回报的衡量总体上不够准确，易被操纵，而且所依据的回报率通常并不可靠。

- 考虑企业历史经营业绩及其原因，评估达到预期经营业绩的可能性。
- 在特定的经济及行业环境和企业的竞争情况下达到预期的可能性，根据其战略优势和劣势判断。
- 检查对非经营性和非经常性利润和费用项目的标准化调整，其目的是尽可能准确地勾画企业未来经营业绩。还要检查以高于或低于市场价格支付给股东或其受益人的费用调整。一般来说，通常只有在所评估的权益具有控制能力，并可以改变这些费用的情况下，这种调整才是合理的。
- 检查企业的预期产销量，考虑特定经济行业环境下，各种产品或产品线的定价和单位产量。
- 在预期经济行业的环境下，考虑预期费用和毛利率的合理性。
- 在企业所遵循的法律和税务法规下，检查企业在评估日的税务情况，判断预期税率是否合理。
- 检查预期营运资金变化水平及固定资产投资是否合理。如果可能，检查预期应收账款周转率、应付账款、库存和固定资产，与历史业绩和行业标准进行比较。
- 选择单期资本化模型下的长期增长率或多期折现模型的终值，考虑以下因素：

  ——长期经济和行业前景。

  ——企业现有竞争环境和竞争优劣势可能的持续期。

  ——企业的利润、管理能力和与发展速度相适应的融资能力。

  请记住，选择高于行业增长的增长率，意味着企业可能有能力取得不确定的市场份额。
- 如果应用多期折现模型，要分析预期的时间是否足够长，以

反映所有预期现金流的重大变化，并且在预测的最后一年取得稳定的回报，这种回报是长期可持续的。

- 当企业的未来回报可能变化剧烈时，考虑使用概率分析或实物期权分析（见第 6 章），以便把握这种变化对价值的影响。

四、选择回报率

- 检查回报率与衡量业绩的回报是否相称。常见的错误使用回报或回报率的表现包括：
  ——股权与投资资本。
  ——税前与税后回报。
  ——净现金流与净利润。
- 考虑确定股权折现率的方法：
  ——资本资产定价模型（CAPM）的潜在假设很少适用于非上市公司，因此 CAPM 不宜用于评估非上市公司。
  ——当通过基准公司可以得出目标公司的贝塔值时，修正资本资产定价模型（MCAPM）克服了诸多限制。因此如果上市公司基准法可用于市场法，收益法下也可应用 MCAPM。
  ——组合法假定贝塔值为 1，一般适合于评估非上市公司，尤其在不使用上市公司基准法时。
- 考虑规模带来的溢价是否适合目标公司。
- 考虑折现率是否准确反映行业风险，例如以贝塔值或特定公司风险溢价形式反映。
- 考虑折现率是否反映竞争分析中的特定公司风险因素。这一比率还应该体现影响公司经营业绩和相对战略优劣势水平的主要风险因素和价值因素。

五、单期资本化方法

- 要合理使用此方法，所选择的单期回报应该准确地体现公司的长期年度业绩。
- 这一方法假定回报将以一个固定的比率增长至无穷，必须考虑在特定的战略地位和长期经济行业环境下，长期增长率是否合理。

六、控制与非控制价值

- 考虑在收益法中，回报流的选择是决定控制及非控制权价值差别的主要因素。
- 一般说来，当评估缺乏控制权的权益时，不应调整高于市场水平支付给股东或其受益人的费用。
- 如果没有支付高于市场水平的费用，控股权与少数股东的回报大致相同时，控制与非控制价值可能差别并不明显。但是，可以在合理的溢价或折价上反映差别。
- 使用控制溢价或少数权益折价可能有不准确或不合适之处，这些调整所来源的数据也可能有理论上的限制。

七、流动性水平

- 控制性权益一般比少数权益拥有更多的市场流动性，控制性权益缺乏流动性的折价范围在 5%到 15%之间，这一折价反映了买方二次出售控制权益的时间和交易成本。
- 非上市公司的少数权益市场流动性较差，折价比率在 35%到 50%之间。
- 控制程度或流动性水平可能受目标公司许多独特因素的影

响，因此溢价或折价大小取决于这些因素。

八、其他对价值的影响

- 非经营性项目不应包括在企业经营价值的计算中，但应该包括在总体企业价值中。
- 非经营性资产一般不计入缺乏控制的权益价值中，因为这些权益无权清算这些资产。相反，大量流动性的非经营资产，可以提高缺乏控制权益的流动性和安全性，此时，折现率应反映这一财务特点。

市场法检验

虽然市场法比起收益法较少用于并购估值，它所确定的价值同样需要仔细的检验。因为市场法主要以经营业绩或财务情况的一个乘数决定价值，以下两个变量——业绩衡量和乘数——都要求在评估结果时十分小心。

关于市场法和评估所用的乘数的准确性、合理性，请检查以下内容：

- 考虑基准上市公司与目标公司在以下因素方面的相似性：
  ——规模。
  ——产品或服务，及其服务宽度。
  ——市场和客户。
  ——竞争。
  ——管理深度。
  ——财务表现。

——财务杠杆和流动性。

——融资能力。

——客户集中程度。

——对零售商或供应商的依赖性。

——技术和研发能力。

——生产设备的质量和容量。

——财务信息和内部控制的准确性。

- 检查基准公司当年的乘数是否与长期趋势一致，或市场在评估日是否表现得极高或极低。
- 考虑预期的将来环境是否与过去相似，分析两者之间的不同是否准确地反映在当前基准公司的乘数中。
- 比较目标公司与基准公司以下主要经营业绩特征，包括：

——成长性。

——盈利性。

——资产使用效率。

——财务杠杆和偿付能力。

——流动性。

- 考虑基准公司乘数的极差、平均数和中位数，目标公司与哪一个指标最相似和最不相似，是否比所有这些基准公司更强或更弱及其原因。

资产法检验

因为资产法不认可企业的盈利，不适于评估盈利性企业。这一方法最经常用于评估资产密集性企业，或无法产生合理回报的经营不善的企业。

评估资产法的结果时，请检查以下几方面：

- 考虑价值是在持续经营假设还是在清算假设下。清算假设是假定企业不再经营，一般不宜使用收益法或市场法。
- 考虑所评估的权益是否在法律上有权出售资产。因为非控制性权益一般缺乏这种能力，资产法一般不适用于评估经营性企业的少数权益。
- 考虑企业的价值是否主要来源于对资产的所有权而不是来自经营成果。如果答案为是，资产法将更适用。
- 考虑资产评估的质量和可靠性。虽然资产法可能是合适的选择，它的可靠性取决于准确的资产估值。
- 考虑在资产负债表中，目标公司的资产是否具有较低的税率，这将会给买方日后出售资产带来潜在的税务上的负担。

当收益法与市场法的结果不一致时，应该快速检查的问题

市场法的估值结果一般支持收益法的结果。当两者不同时，考虑以下因素：

- 如果评估的是并购估值中常见的控制权益,检查两种方法得出的结果是否都反映了控制权益。估值方法是否在控制权益基础上使用了不同的回报衡量方法？如果其中一种方法根据少数权益回报计算价值,再使用控制权益溢价进行适当调整 ;而另一方法直接用控制性回报反映控制权益,这两种方法的结果有何不同？
- 收益法一般采用预期，市场法一般通过历史回报的乘数计算价值。如果历史和预期回报差异显著，判断这种差异产生的原因，哪一个更准确地表现了评估日企业的潜力。其他的计算方法可能要求更多的调整。

- 市场法最经常使用单期经营业绩的乘数，如每股收益。因为这一乘数是单期回报资本化率的倒数，将乘数转化为资本化率，加上估计的长期增长率，得到隐含的折现率。在考虑使用不同回报（如利润或现金流，税前或税后利润等）的条件下，将这一比率与收益法使用的比率比较。当差异发生时，考查对乘数或比率的调整是否合理，或依据的数据是否可能。
- 兼并收购法取决于交易的特征，一般产生的是依据控制权益的投资价值。首先检查战略交易是否为目标公司提供了合理的市场指标。再将其与通过收益法计算的控制权益基础上的投资价值相比较，看看哪一种计算提供更好的可信度，分析差异的原因。
- 使用上市公司基准方法时，看看基准公司乘数的极差、均值和中位数。此处也允许使用不同的回报流，计算这些乘数产生的资本化率和折现率。然后将这些比率与收益法下的折现率和长期增长率进行比较，比较时注意市场乘数包含潜在的短期增长率。
- 考虑目标公司所选择的乘数，以及相应的回报折现率和增长率。根据收益法的结论评价这些比率的合理性。存在不一致时，目标公司的乘数可能需要调整。

价值的调整与结论

价值评估的每一程序都充分检查后，最后一步就是确定价值。当使用多种方法时，可以将不同的结果平均，但我们不推荐这种方法。计算一个简单平均数意味着每种方法都同样合适，产生同样可

靠的结果。虽然这可能发生，但可能性最大的情况是：其中一种方法更准确地描绘和量化了企业的关键风险和价值驱动因素，能产生最可信的价值。因此，确定价值可以将不同方法的结果以不同权重汇总，其中的权重可以从数学上或主观上进行确定。表 13-2 为调整价值提供了观察检查结果的方便方法。最终，对于权重的选择、权重的数量以及最终的估值都属于职业判断。否则，人们可以应用软件，估值过程就变得相当简单。但是，这一过程太复杂，不能简化为公式或程序。

表 13-2　以折现或溢价调整确定价值

		调整前		调整幅度		调整后			
估值方法	所评估的权益	价值	基础	控制性	流动性	价值	基础	权重	加权组成价值
投资资本净利润资本化	100%	$ 36 000 000	控股，自由交易	0%	10%折价	$ 32 400 000	控制性可流通	70%	$ 22 680 000
基准上市公司法	100%	$ 35 000 000	少数权益，自由交易	30%溢价	10%折价	$ 40 950 000	控制性可流通	20%	$ 8 190 000
兼并收购法	100%	$ 44 000 000	控股，自由交易	0%	10%折价	$ 39 600 000	控制性可流通	10%	$ 3 960 000
控制性可流通基础上的非上市公司 100%权益经营资产的公平市值									$ 34 830 000
加：非经营性资产									$ 1 500 000
控制性可流通基础上的非上市公司 100%权益的公平市值									$ 36 330 000
除以：发行流通在外的股数 2 000 000									÷2 000 000
控制性可流通基础上的非上市公司每股公平市值									$ 18.17

表 13-2 显示了以多期折现法、基准上市公司法和并购法确定初

始价值后的调整过程。在检查每一种方法以确定最终的公平市值时，评估师认为多期折现法产生的结果最可信。预测可以取得的回报建立在公司历史、竞争优劣势和行业环境基础上。投资资本的净现金流回报经过调整，如将高于市场水平支付给股东的费用加回，得到准确的公司盈利能力的指标。回报率则以合理的方法产生，能够准确地反映公司主要的风险和价值驱动因素。

基准上市公司方法使用少数股东的回报，不考虑超额支付给股东的费用，应用 30%的控制溢价，将少数权益转为控制性的公平市值。评估师有充分理由相信基准公司提供了市场价格的准确指标，可以通过这些指标决定目标公司的合适乘数。由于认为 30%控制溢价不太确切，故这一结果在最终的价值计算中仅给予了 20%的权重。如果支付了超过市场水平的费用，一般应将其加回到利润中得到控制性回报，可以在这一基础上使用基准上市公司法直接计算控制价值，因此不必使用控制溢价。

兼并收购法研究了几个战略交易，评估师推论出对特定买方的投资价值。对于行业内充分知情的买方愿意为战略交易的控制权益支付多少价格，这些交易确实提供了相关信息，所以交易虽被确认，但权重较低。

评判真实的价值评估能力

本章总结了可靠估值所要求的风险和价值驱动因素、调整过程和计算。考虑这些问题和计算，评估师应该冷静地判断，在评估潜在出售或收购时自身的估值知识和技能。价值评估应该常规性地分析本章中涉及的要点。这些要点富有意义，有助于评估师理解这些要点背后的估值理论和计算方法。

如果评估师的知识或经历存在差距，请如实地考虑相应后果。并购通常涉及大额的现金和长期承诺，如果评估师对本章所述的价值评估理论和技术不了解，他们很可能在重大决策之前寻找专业人士的帮助。职业中介的成本相对潜在收益一般较小，准确的评估能带来成功的交易，或避免不应有的交易。

在前面的章节中我们强调了管理者和股东理解价值的必要性，只有理解了价值，才能成功地经营企业，合理地估计价值。然而在并购的世界里，许多实际行为发生在决定独立公平市值和投资价值之后。并购进程中，实现一场交易的下一步就是进行谈判——“执行一笔交易”。本章介绍从买卖双方各自的角度考察交易的谈判过程。虽然每次交易是不同的，代表着独特的需求、需要或环境，但这里阐述的概念和原则提供了有效的指导作用，帮助买卖双方达成各自的最终目标：成功谈判，并完满地结束交易。

独特的谈判挑战

广泛的知识和综合的技能是完成谈判任务的必备条件。并购中的谈判者应该是熟练的沟通者，无论在听、说、写方面；应该理解价值，充分了解税法和会计准则。如第 4 章所述，并购团队应该包括法律、税务和价值评估专家，其中有一人作为谈判人。买卖中任何一方如果没有认识到这些要求，往往在谈判时讨论不适当的价格和条款。

在考虑这些交易问题时，重温第 4 章“销售战略和过程”及“收购战略和过程”两小节，可能有助于读者的理解。

有时卖方觉得作为企业的所有者或首席执行官（CEO），他们比别人都更理解企业，因此也最胜任出售企业的谈判。同样，买方的首席执行官或大股东们可能也认为自身的权力就是成功谈判的必要条件。虽然买卖双方拥有充分的知识和能力去接受或拒绝交易，但他们必须认识到自己在谈判进程中只是角色之一，关键要理解谈判团队中每个成员的角色，并坚持这一角色所赋予的使命。

我们强调人际间的交往和沟通技能，因为交易过程常常使买卖双方陷入紧张的谈判，而谈判结果决定了企业长期的经营进程。谈判可能影响许多人的职业，影响着人们的工作地点和工作内容，也影响着个人的财富。并购牵涉了如此多的利益，主要谈判人员却彼此陌生，依赖于几乎不认识的并购团队，因此人际沟通与交往十分重要。

对这些情况有所了解后，谈判者不应该匆忙讨论价格。价格不是价值。价格可能深受交易条款的影响，比如以下条款：

- 交易的现金数量。
- 交易结构——股票 /购买与资产出售 /购买。
- 出售条款——现金与股票或两者组合。
- 不参加竞争的限制条款。
- 卖方的雇佣或咨询合同。
- 卖方并购融资和 /或抵押物及证券协议。

在谈判的早期阶段，要寻求一些基本问题，而不是重大分歧问题的协议，如企业将来的计划、出售后卖方及其他关键人物的角色。在这一时期，双方都可发现并评估卖方的非财务或个人考虑因素，与此同时也可以评价新企业的经营能力。在解决这些初步问题时，买卖双方同时建立了信任，推动了谈判，这将有助于处理困难得多的价格问题。随后，价格的差异可能会变小，双方也许会抓住契机解决潜在的分歧。

讨论价格时，请记住一句格言：“卖方的价格，买方的条款。”有了交易工具，买方经常能确定一个既“切合预算”又使得卖方想卖的价格。常见的情况是，如果买方能够达到或接近卖方的价格，卖方将灵活考虑。

交易结构：股票与资产

明智的卖方意识到，富有经验的买方评价一场潜在收购时，将仔细评估风险。首要的风险评估是考虑从股东手中购买目标公司的股票，还是从公司购买某些资产。

大部分的公开收购上市公司是股票交易，但在中型规模市场，股票和资产的出售都很常见。买方和卖方应该了解这两种不同交易结构的好处。往往交易的一方坚持惟一的结构，并未以创造性的思维考虑其他形式。一般说来，特定结构对一方有利，对另一方来说就是不利，所以双方在制订谈判策略时就应看到不同结构产生的后果。总体上卖方偏好出售股票，因为减低了税负。相反，买方偏好资产收购，因为获得了资产收购上的税收益处，通过收购特定资产和债务降低了风险。因为每一交易的情况不同，各方应该认真评价两种交易结构的优劣，特别是风险和税后净现金流，以便最终谈判获得尽可能好的结果。以下是交易分别以股票和资产的形式出售时的优劣分析。

股票交易

一般地，股票交易中，买方收购了所有的有形和无形资产及所有的债务，包括卖方现有或以前行为造成的未知和或有债务，它们就像“壁橱里的骷髅”一样，令买方在不知情时遭遇意想不到的惊吓。

一、卖方观点

卖方一般偏好股票出售，因为只要股票持有超过一年，股东只

要付一次税即可，个人付税的基础只是出售价格与成本之间的差异。这一税收以长期资本利得税来计算，比起一般的所得税率更优惠。在谈判中，卖方可能设计尽量多的股票出售，尽量少的咨询合同或限制竞争合约形式，因为后者以一般所得税率征税，高于股票出售的资本利得税率。

因为卖方获得了这种税收好处，并且这种结构给买方带来了税负与其他方面的不利因素，在股票交易中卖方一般得到较低的出售价格。此外，股票交易使得买方接受了公司所有已知、未知和或有债务，这可能极大地增加风险。因此，买方往往要求协议中有更深入的陈述和更多的担保，以防止股票收购可能带来的未知潜在债务。

因此，卖方应该确定并且尽量最小化买方在收购时面临的风险。通过采取相应措施，卖方可以使得买方感觉股票交易风险较低。

因为股票交易不受买方青睐，很少有买方愿意购买股票。如果存在少数股东，卖方通常必须取得他们的同意，因此还需要与少数股东单独谈判。

二、风险管理保险

保险是减低风险的常用方法，买方可以以一个合理的边际成本获取债务保险，如限定继承权保险，作为买方现有政策的附加条款。如果买方要求卖方购买这一保险，可能的溢价将比没有保险时高得多。这是一个说明买方可以比卖方减低交易成本的好例子。此时，交易价格将受影响，利益为买卖双方所共享。

三、买方观点

对买方而言，股票收购的主要缺点在于目标公司的固定资产必须以现有税率计算，但这些资产已经因为大量折旧而减值许多。因

此，买方能够注销的收购成本很少，当然也有一些特定的关于税的选择可能避免这种结果出现。

为了降低费用，一些上市公司收购者可能选择将大部分成本归类为一般无形资产价值的摊销，而不是短期的折旧。这反映了上市公司一般更关注收益，而非上市公司收购者更注重税的最小化。

收购股票除了为买方造成税收上的不利，也为买方造成了潜在的风险。买方收够目标公司的所有债务后，主要顾虑在于或有负债、经营不善的退休计划和可能的产品债务，这些债务也许由卖方或其代理现有或以前的行为造成，这种潜在损失要求买方进行更详细的尽职调查。卖方不愿意或不能如买方所愿提供担保或者充分地披露，这些情况都限制了买方。

在收购少于 100% 的股票时，买方还必须与少数股东交涉，少数股东可能采取不同意收购的行动。因为上述这些对买方的负面影响，买方一般可以在股票交易时通过谈判得到一个较好的价格和出售条款。

股票交易虽然有不利因素，但也为买方提供了一些有利之处。因为企业结构没有改变，企业的合同、债务协议和劳动合同得以保持，除非到期或由于股权发生重大变化而同意转让。这些合同的延续使得买方的收购和整合过程更容易。同时，买方也继承了卖方的税收优惠，如资本损失的递延税款。买方可以选择国家税务局 338 条款，它允许股权交易递进制纳税，采取被收购公司的税收类别或支付税款来补偿。作为谈判过程的一部分，买方可能力图将出售转换为咨询合同或非竞争合约，因为对买方来说这些一般可以抵税。

四、套 (collar) 和整体调整

买方购买股票，就收购了企业的“现有头寸”。也就是说，卖

方的营运资本，即流动资产减去流动负债，是企业价值的一部分。如果谈判价格在未来交易到期日内有效，卖方常常“担保”现有头寸达到交易结束日约定价值的一定比例，如 10%。

举例来说，塞尔克公司最近两年的平均营运资金余额为 1 000 万美元。这一标准化的营运资金数量是收购塞尔克流通在外普通股价值的一部分。作为协议的部分，一个 10%的“套”是：如果营运资金少于 900 万美元，收购价格将减少。同样，如果营运资金多于 1 100 万美元，将增加支付额。

资产交易

在资产出售和购买的交易中，只有那些列在收购协议中的有形资产、无形资产及债务才被转让。由于这种交易结构能有针对性地排除一些债务的影响，买方倾向于采用这种结构，但它对卖方不利。

一般的，卖方持有资产交易中的现金、应收账款和应付账款。卖方的任何债务对于买方来说都代表了购买价格和潜在风险的增加。在谈判初期，双方应该明确那些不包括在交易中的资产，不将这些资产列入最后协议中。如果将营运资金的有关组成因素排除在交易之外，买方必须考虑短期和中期现金流以及如果没有卖方的现金、应收账款与应付账款情况下新的融资需要。

一、卖方的观点

卖方出售资产的主要劣势在于出售所得金额将二次纳税，第一次作为资产出售在公司交纳，第二次是当公司清算，出售所得分给股东个人时纳税。

卖方可能面对着其他繁重的税负，比如出售资产后折旧减少，

这部分减少的费用应作为出售时的公司收入征税。公司也必须将商誉作为资本利得立即确认。资产出售所得双重征税，极大地减少了卖方实际所得。但是由于买方偏好资产出售，他们一般更愿意为这种交易支付更高的价格。

因为资产出售只是涉及特定资产和债务的转移，卖方必须为其他不在交易中的债务部分负责。这些债务一般包括或有负债、退休基金、雇员津贴、租赁合约以及正在进行的诉讼成本。卖方也可能面临一次性费用以及资产转让的税负，如房产转让税。当卖方出售部分资产后，正常经营可能暂时受到出售行为的影响，必须调整原有的经营，以适应资产的减少。

资产出售情况下，卖方通常无需过多地披露信息和提供担保，因为买方能够更准确地辨别出交易所涉及的内容。因为购买的只是特定资产，买方也不必进行尽职调查去浏览卖方的法律、公司细节、财务报表、贷款协议等。以上两项只适用于出售股票，但是卖方不应该为以上这些好处所动。如果存在少数股东，资产交易也不如股票交易那样容易引起股东的反对。

二、买方的观点

资产收购时，买方获得的最大的税收好处，是以现有的公平市值购买这些资产，使得买方将收购成本更快地折旧。此外，任何高于公平市值的价格是为某些无形资产所支付的，如专利、版权和一般的商誉，为了避税可以一次注销。

买方在资产收购中获益，因为收购的只是出售部分的债务，可以避免或有负债或未知负债。

因为资产收购所带来的好处，买方通常必须比股票交易支付更高的价格去购买资产。高价格反映了买方的收益和卖方的关于税的不利。然而，资产收购往往给买方带来一些问题，尽管上文所提的

益处可以弥补这些问题。收购资产而不是股票，从技术上说，买方没有成功收购目标公司的员工、客户或合同。虽然买方可能本来就想避免某些员工或合同，但是可能将与其他员工、工会及客户进行艰难的谈判。企业与供应商的关系，包括与银行和债权人的关系，也必须重新建立。另外，买方也许不能使用目标公司的某些执照或许可证，从而使得特定的优势不复存在。但是，资产交易下，买方能够有选择地重新雇佣员工，有机会有选择性地继续最有利的合同。

购买资产时，买方不能延续卖方的优惠税率，一般将失去卖方的失业保险和工人补偿保险。

拟定购买价格

如果交易的结构是资产出售和购买，买卖双方都应该做的第一件事就是准备一份收购的初步价格安排，即使收购价格还没有完全确定。价格草案的目的是鼓励双方考虑计划交易的概念和税。美国国家税收局要求的 8594 表就是一份很好的工具。双方往往在价格、条款、融资甚至是收购价格的分配上都达成了一致，却没有考虑相关的税务结果。错误理解收购价格经常造成失败的交易和艰难的谈判。所以，8594 表格应该在接受试探信函基础上完成。它将有助于保证双方认识到每个资产分配决定的税收后果，及其最终对买方税后净现金成本、卖方税后净收入的影响。

交易结构是复杂的，那些有利于一方的条件很可能不利于另一方。因此，双方必须经常关注买方的税后净成本和卖方来自于交易的税后净所得。一场股票交易的最终条款可能导致出现更低的价格，但增加卖方所得，以及/或降低卖方风险。交易结构上的创新，对于创造互惠双赢的交易至关重要。当双方都明了交易所带来的税

后结果，他们就可以努力减低税收成本，为共同利益而进行谈判。

出售条款：现金与股票

上市公司的大型交易中，买方经常以股权形式而不是以现金形式支付给目标公司，这些交易条件将对交易双方的风险和回报产生巨大的影响。现金交易更简单直接，以买方持有的上市或非上市公司的股权进行交易更复杂且需要足够的细心。

支付现金的情况下，买方股东承担了交易的全部风险。卖方在现金交易中的风险很直接：他们必须决定的只是是否取得了最可能的高价，是否继续持有股权以产生更高的回报。

当卖方收到股权形式的支付时，一定认为这种形式比现金风险更高，波动性更大。此外，在股权交易中，卖方分担了买方交易成功所带来的风险。如果买方是上市公司，收购决定一旦宣布，就可能面临着股价应声而落的风险，使得卖方所收购的股权受到减值的威胁。况且，所得的上市公司股份将受到美国证券交易委员会 144 规则关于锁定期的限制。

因此，如果以股权形式收购，卖方必须仔细判断股权的质量和流动性，确定是否合适；也就是说，卖方必须对买方的股权进行详细的尽职调查。卖方至少应该回答以下关于收购者股权的问题：

- 收购者所处行业的情况与增长潜力如何？
- 收购者的历史经营业绩与将来发展前景如何？
- 收购者股票价格与其前景是否有关，明年的变化趋势如何？
- 是否有限制或推迟出售这些股权的要求？
- 收购者股票的典型交易行为是什么？如果新股东希望出售这

些股份，是否有足够大的市场？

因为出售股份的股东将失去对收购者股权的控制，而如果卖方拥有买方董事会的少数席位，将对买方收购后的政策和经营施加最大的影响。买方有权通过谈判改变这一状况，要认识到少数席位虽然可以对某项决定投反对票，但董事会大多数成员依然可以批准。

因为卖方知道许多买方希望购买公司的信息，他们应该充分利用这些信息。如果以买方的股权支付，卖方就与买方一样承担着收购成功的风险。因此，如果卖方怀疑买方在预测收入或费用的协同效应、取得协同效应的时间上太乐观，卖方将与买方共担不能产生协同效应的风险。

股权交易在某些环境下经常享受优惠的税收待遇。在现有的美国税法下，当卖方被收购时采取换股形式，取得的现金少于出售总额的 20% **，交易部分暂时不交税。卖方在现有股份上的税转移到交换而得的股份上，直到所得股份最后以现金出售时才需纳税。**

卖方应该检查股权中是否包括固定的股票价格或固定的股票交换比率。在固定的股票价格条件下，卖方收到的股份数额是买方在某一天的股权市场价值除以固定价格而得。如果有固定交换比率，卖方将以自身一股换取固定数量的买方股份。此时，如果买方股价下跌，则卖方受损；如果卖方股价上升，则卖方受益。底和顶构成一个套，可以应用在这里限制双方的损失或收益。比如，如果在交易日，股价是虚值，即低于事先约定的价格，那么买方或卖方 (可能两者都有) 可以终止交易。股价套可能向上下两个方向变化 (价格低于或高于约定价)，对买卖双方都是公平的。长期来看，市场价值的暂时变化对交易的影响不大。

卖方也要检查所接受股份所附加的权利。除了转让限制和类似限制，卖方应注意是否有附带权利，即类似于控制权变化规定。这

些权利使得卖方有机会将所得的股份继续带入随后的交易中，在买方出售股权时也能分享收益。相应的规定让卖方在买方股权下次交易时有二次获利的机会。

迄今为止，我们的讨论假定买方为收购支付的是上市公司股权。如果买方以非上市公司股权支付，卖方面临的风险将更大。因为这些股份的价值未知，波动性很大，并且流动性较差，尤其是少数股权，结果股权的价值比起现金大打折扣。卖方可能希望通过谈判为出售股份的市场确定法律保障。这就涉及一个卖权，卖权可以为这些股份提供一个事先确定的价格或通过一个估值过程确定价格，公司必须根据约定的条款收购这些股份。因为没有相互约定在一定时期内为新合并的公司作市场推广，卖方的风险是无法通过出售股份实现应有的价值或变现，所以买/卖协议和正式退出战略也是两种选择。出售或交换非上市公司股权给另一非上市公司的情况较少见，在执行时应谨慎考虑。与此相关的控制溢价，缺乏控制的折价以及缺乏流动性的折价请参见第 12 章。

以换股形式交易的卖方应该认识到自身正在承担着比相同数额现金大得多的风险。如果收购方是上市公司，市场对收购的反应又是负面的，那么卖方的股价可能立刻下跌。另外，卖方也承担着买方的风险，即以收购可以取得协同性为前提。所以股权交易的卖方必须仔细评价买方提供的股权在收购日的价值、收购的成功可能，以及所得到股份的市场流通性，以便这些问题妥善解决。否则，卖方就不能选择买方股权为支付形式，或卖方必须卖一个高得多的价格。

缩小分歧

如果买卖双方互不同意价格，此时该怎么办？首先，各自都应

重新评价进行交易的利弊，包括对各自股东的价值和竞争地位的影响。这一分析将帮助双方着重于价格和成功交易的谈判的价格区间。其次，双方应审视交易结构和买方税后净现金成本及卖方税后净现金收入。应该考虑其他的交易结构可能带来更好的税收结果，有助于缩小双方的分歧。例如，考虑卖方资本利得与一般收入税的不同成本，或是单一税收水平与双重征税的不同成本。着眼点要放在买方的税后净成本与卖方的税后净收入，而不是实际的收购价格，这样才能缩小差距，使双方关注真实的成本与回报。

如果在现有交易结构下不能达成交易，应考虑一个回赚。回赚是一个经营业绩的百分比，为卖方提供机会，创造比现时交易所得更大的价值。回赚经常有利于买方，使他们直到实现收益时才交税。因此，回赚要求卖方分担交易的风险，只有当特定目标实现后才得到相应的回报。回赚本身的计算经常很困难，根据解释不同而不同，还可能引起争议。一些回赚条款的例子如下：

- 收入超过一定基数的百分比。
- 如果总现金流最重要，息税折旧摊销前收益的百分比。
- 如果未来资本和资源的竞争激烈，买方和卖方净利润的百分比。

有众多的经营指标可用，但任何回赚协议最重要的部分是条款的定义。以下定义可能产生歧义或误解：

- 利润指什么？
- 利润是在扣减收入税、年终奖金、公司捐赠和类似项目之前或之后？
- 利润是否是在扣减实际工资和其他形式的津贴之后，或是在

扣减协议和行业标准津贴之后？

- 是否应制定政策，限制总部办公室的管理费用或将企业其他费用分配给各经营单位？
- 收购企业是否应继续独立会计核算，以便于比较和计算回赚？回赚是否应根据合并公司的合并指标计算？
- 限制竞争或商誉摊销是否影响了回赚？

任何回赚计算应有一个图表详细解释，并包括特定且能证实的条款释义。

另一个用于缩小买卖双方分歧、从买方转移给卖方价值的工具是雇佣协议。买方可以用这些协议，支付给卖方可在税前扣除的费用，卖方收到后作为收入缴纳税款。虽然雇佣协议应该反映真实的提供服务的市场价值，但为了采取更优的税率，有时该协议“隐藏”着为收购支付的费用。双方应该仔细确定以市场水平为基础的合适补偿，确保这些补偿能获得税务当局许可。

雇佣协议为卖方提供了许多益处。首先，也是最重要的，卖方将这些费用始终置于工资单上，包括奢侈的员工福利，如交通工具、俱乐部会员资格、带薪休假以及参与退休计划或期权计划。正式的雇佣协议也为卖方提供了持续雇佣的“担保”形式，以及一定程度上“保护”卖方，避免不希望的中止雇佣。这类雇佣协议一般包括特定的年度，规定除非特殊原因不能中止卖方的权利。协议也经常规定，如果双方同意中止协议，则按预先约定好的数量全额支付费用。

卖方的雇佣协议也可能包括常青规定，即除非买方特别通知，卖方将可以永远更新条款。另一个可能规定是有效终止条件，它包括在并购后企业中卖方的岗位描述，如岗位名称和对卖方负责的上级。如果买方想改变这种上下级关系，买方将“有效地终止”，谈

判拟定的所有给卖方的益处都成为应付项目。这一规定的目的在于，使卖方对自身在新企业的确切责任有更确定的把握，同时在环境变化时又有一定的灵活性。这些条件对那些创业者或某些个人很重要，因为他们习惯于作为高级执行者，在工作上不愿意有太多的工作监督和汇报要求。

计划交易之后

卖方关注进行中的交易，谨慎的卖方也应该考虑将来出售的可能性，两者同样重要。如果买方经历了控制权的变化，即买方在一定时期内——一般从收购日开始后 24 到 36 个月——又被收购或兼并，则额外的有利于卖方的规定可能就启动了。最常见的是卖方原本将推迟取得出售收入，现在由于控制权的变化可以立即取得。控制权变化的规定为最初的卖方提供了机会，分享买方在下一次交易中超出卖方在初期交易中所得部分的收益。

从另一个角度看交易

买卖双方认识到，尽管交易中的任一方都拥有相当有经验的咨询师，但交易的一方却无法明显占上风，除非在不利环境或存在极大的潜力时。在中小型规模市场交易中，许多参与者或其咨询师缺乏足够的培训和经验，交易环境也有待改善。结果有很多大交易的例子是由其中一方主导谈判，这些交易大部分都未公开。

更常见的是，买卖双方认识到，他们共同的目标是达成一个互利的交易。当双方已充分理解价值，深入探讨分析了交易结构和条款，最终谈判的协议将反映双方的共同需要。这些需要包括：买方

需要一个同时反映了所涉及的风险和合理回报率的价格，并以有限的资源为收购融资；卖方需要转让所有权，实现一定的个人目标，并考虑税后公平所得，取得递延支付的流动性和确定性，以及在并购后企业雇佣员工时取得一定保证。双方也必须认识到，政府的税收参与了交易，影响着双方利益，必须在双方互利的基础上进行谈判。双方要进一步认识到，企业通常是复杂的个体，不确定性很大，出售/购买协议应明确并合理地表现这些不确定性。

如果上述这些情况都很清楚，双方应该考虑另一方的需求。虽然卖方希望考虑财务目标和某些非财务因素，他们还应相应看到买方的风险敏感性、竞争挑战、资本限制以及现金流需求。

所有这些尽管在书面上看相当合理，但在谈判实践中要达到目标却困难得多。这一事实再次强调了买卖双方在交易前建立信任和理解的益处，同时也说明卖方有必要在预期交易时间之前开始计划过程，只有这样，卖方才能更好地理解和切合买方的需要。更重要的是，卖方可以借此培养一定数量的潜在买方，避免依赖于单一的买方，使己方谈判地位更主动，取得更好的出售回报。

对买方而言，计划和搜寻的过程也是连续的过程。最好的交易往往是那些还没有在市场上出现的企业，要辨别这些机会就必须建立收购的远景和目标。如果完全依赖于中介机构带来的交易，买方将面对许多定价过高的目标公司，这些公司同时也面向市场上的其他买家大力推销。并购过程的复杂性使得大部分的收购或出售并没有在最好的时间幸运地发生。理解价值及其驱动因素以及交易过程的机制，为买卖双方成功交易提供了安全的途径。

互联网浪潮下少有全身而退的投资者，其中非上市高科技创业公司的股东和管理者更经历了惊心动魄的变化，因为这些公司的股价根本就是未知数。因此，有经验的股东们将企业估值视为年度战略规划的核心。至少，独立评估是融资的有用工具，毕竟大部分的创业企业必须为持续的增长不断获取资金，潜在的投资者也更相信经过独立估值的融资企业。

假定一个创业公司处于要求融资的初始阶段，赠予股份看上去有违常理。但是，初期阶段可能是这样做的最好时候，受赠者的利益将与所有者的财产规划联系在一起。如果创业者有信心预期价值日后将大幅增长，就会充分考虑在初期赠予股份。国家税务总局要求赠予股份必须估值，创业初阶段赠予股份税收可能缴纳最少。

最典型的估值要求来自用员工期权作为激励手段，创业公司缺乏足够资金支付给员工富有竞争力的薪水，员工期权往往是吸引优秀专业人士的最有效工具，一旦公司将来首次公开发行股票，期权将非常诱人。评估创业公司的股票价值为合理判断期权在发行日的公平市值奠定了基础，也为日后美国证券交易委员会的审查作好了准备。此外，鉴于今后的上市，评估认股权证对财务报表而言也是必要的。

像任何其他公司一样，一个创业公司可能涉及法律问题，如股东纠纷、主要合伙人之间合作破裂、违反知识产权保护以及合同纠纷。创业公司在缔结买卖协议或购买核心人物的生命保险时都可能咨询评估师的意见。

尽管以上所述都是评估创业企业价值的原因，但最主要原因是价值评估有益于公司实现主要的财务目标：股东价值的最大化。有了关注价值的年度战略计划，股东和管理者才能带领公司向最好的方向前进。因为估值是计划的重心，管理者就可以持续地评价公司的战略地位，掌握独立经营的企业价值与出售或兼并后的增值。

本章的目的在于解释评估和管理高科技创业企业的独特问题，以便为股东创造最大价值。

高科技创业公司的主要特点

典型的成长期公司只有有限的可追溯历史，很少或没有收入，营业利润也没有。高科技创业企业不仅具有这些特点，而且不确定性较大，因为这些企业处于新兴市场或行业，没有传统的商业模式，也没有业绩的评判标准。由于公司可能正在研发新产品，潜在的客户群是试验性或完全未知的，这进一步加剧了不确定性。

因为创业企业的成功与产品研发、生产和市场营销的成本与时间紧密相关，预测必须准确和详尽。如果不能认真说明关键的预测变量，包括价格、产量、成本、资本性投资以及各自的时间，则很可能错误计算公司的真实经营业绩并影响到最终的价值。

持续的技术更新和短暂的产品生命周期影响着预测的准确，造成了价值的波动。我们将在后文中讨论，这些问题要求人们仔细注意竞争因素，区分公司的战略优势和劣势，因为它们最终决定了计算价值所选择的回报率或乘数。

有形资产以及公司资产规模对于科技型公司并没有那么重要。当技术是主要的资产时，公司的大多数或全部的价值与无形资产联系在一起，包括人。这些比不动产、厂房和设备脆弱的资产所拥有的价值可能将更迅速地消亡。因此，企业必须建立持续的内部控制去鉴别新形成的知识产权并获得足够的法律保护。

尤其是医药或生物公司，法规经常是主要的障碍。如果必须获得政府机构如联邦食品药品管理局（FDA）的批准，公司应拥有相应的专业经验与资本以保证适当的授权、允许和许可证。在这方面已

成立公司一般比初创公司更具优势。

足量资本是常见的限制，因为最初的融资，无论来自于创业者、天使投资人或风险资本家，一般是为了在一定时间以一定成本推动公司从一个发展阶段前进到另一个阶段。“烧钱速度”要求公司在预期成本和时间界限内维持生存，因为高科技公司的贷款能力很小或没有。对于缺乏有效经营的产品或服务、客户群以及有形资产的公司，只允许有限的债务融资，并且一般利率较高，对管理上施行严格的限制。

一个公司是 .COM 公司本身并不能保证成功。虽然互联网已创造了巨大的新市场和分销渠道，只有少量的互联网公司有实际的高价值，所有公司都经历了大量的波动。进一步说，许多上市互联网公司交易价格低于初始发行价。市场表明投资者正在怀疑许多高科技和互联网公司的商业模式，尤其是那些持续亏损的公司。

价值管理从竞争分析开始

同样的关键估值术语——净现金流和风险，也适用于高科技公司，包括互联网企业。虽然管理者也关注行业性的术语，如平均客户销售额或单位广告收入的页面访问量；但是在一个快速发展的市场，关注的重点应更多地放在公司的能力或创造新的或改进产品及服务上，以及保持持续性的竞争优势和现金流。

外部分析

创业企业首先要分析外部环境或行业情况，由于竞争者往往是大公司的小部门或未知者，外部分析难度较大。新技术出现后，其

应用面临着很大的不确定——在什么市场，什么产品，何时提供。例如，大量的软件公司由于竞争的加剧或间接应用的出现而陷于技术应用的困境，目标市场在过程中不断发生变化。客户迅速地出现又迅速地消亡，因为分销渠道塑造改变着技术的终端用户。

随着技术的发展，销售增长情况急速变化，相应的产品和客户逐渐清晰，价值也相应地上下波动。这种不确定使得风险资本家在新技术企业早期投资中要求很高的回报。没有关于公司潜在产品、客户和竞争者的可靠信息，高风险必须被高回报率所补偿。

新兴市场经常出现客户集中的现象，这是因为创业企业获取信息、市场推广或分销能力不足，无法充分地接触所有潜在客户。典型的创业公司，尤其在早期阶段，缺乏在生产、营销、销售和渠道、融资上的一项或多项核心竞争力，从而不能在技术价值的基础上充分获利。那些认识到以上局限性并拥有必要竞争力的公司将迅速改变自身的价值，将技术从概念转变为产品、客户或现金流。

创业公司的独立公平市值可能非常低或是零，但上述的变化过程说明了独立公平市值与战略投资价值截然不同，后者可能达到很高的价值。战略投资者经常可以比创业公司更迅速更成功地将技术转化为现金流。因此，管理者必须不断地分析那些阻碍成功的不足。这些阻碍包括对产品投放市场的时间和成本反复审查，造成价值随着公司技术发展的成败而剧烈升降。挫折或延迟将使公司在独立经营情况下特别脆弱，烧钱速度和贷款限制威胁着公司的生存。所以，退出战略也是持续规划的一部分，包括将公司定位为适合于收购或兼并的对象。

内部分析

内部分析最重要的是不断检查技术怎样引导产品或服务、市

场、客户和最终的现金流。首先要重新审视商业计划和预测，尤其是检查完成和提高产品的成本，检查那些与预测产量、定价以及毛利密切相关的竞争优势。不确定性可能要求调整预测——金额数量或时间——或是通过概率分析量化可能的结果。

评价公司能力总要求比较竞争对手，但是有关这方面的商业咨询机构可能很少。要知道的信息包括谁是竞争对手，他们怎样融资，怎样与行业内其他公司联系，产品发展上的技术进步是什么。最终，这些不确定必须通过概率和回报率或乘数进行量化。

由于核心人物通常是发展期的关键，请特别注意管理者和技术专家。执行经理经常是科学家或研究技术人员，他们管理经验或技能不足，尤其是在销售与营销、产品或融资上。虽然这些领域的竞争力不像初期那样重要，也要求公司不断成长壮大，走向成熟。

如果计算机科学家、工程师或研究科学家很关键，必须调查他们的能力，判断公司是否失去他们或取代他们时依然能经营，尤其是在紧缺劳动力市场上。也要检查对研究结果的法律保护和产品发展上的革新，分析保密协议和不竞争协议。

当创业公司发展了产品原型但是以合适成本批量生产的能力不足时，商业计划必须阐述对产品专门技术的需要和建设厂房的成本及时间。计划也必须提供早期产品的保证，判断是否在产品上有潜在的或有负债。能力上的不足并不意味着公司的必然失败，但它们确实限制了公司的发展，必须为下一个增长阶段制定退出战略。

将新概念或新产品引入市场要求不同于产品开发的能力。在评价公司市场与销售能力时，必须对公司盈利所要求的合适价格和数量特别敏感，确定预期的分销渠道是否可行。例如，一个外科产品的市场领先者最近发现自身狭窄的产品线迫使公司严重地依赖分销商，但这些分销商却缺乏技术知识来销售他们的产

品。由于不能在独立经营时有效地获取客户，这家公司出售给另一个市场领先者，后者的丰富产品线和销售网络立刻使产品占据了市场。

早期的公司可能并没有完全遵守法律法规对公司的要求，其法律情况也可能阻碍所有权的转移，尤其在优惠的税收环境下。公司也可能以不同价格发行了几类证券，其中一些的价格确定较武断，从而不利于新股票价值的确定。

大部分的创业公司提供股票期权以吸引和保持关键人物，这些期权对每股价值将产生很大的影响。期权的成本不作为损益表上的费用，但可以在公司税前扣减。相应的税收节省是几个知名的上市公司经营现金流的主要来源。

公司必须买回期权或经历股权的稀释。因为期权一般在 3 ~ 5 年内授予，在 10 年内执行，所以对股价的影响不是即刻产生的。

但是管理者应该认识到股份价值的影响，员工和管理者都应该仔细关注非上市股份的期权价值如何计算。应用布莱克-舒尔斯模型可能高估非上市公司股票期权的价值，因为它们缺乏流动性，因此宜采用其他的估值程序来计算。

强调规划

虽然许多已成立公司没有正式的战略规划也能生存甚至发展很好，创业公司实际上非常需要规划过程。一份详尽的战略计划——包括评价优势、劣势、机会和威胁——强调管理层持续关注市场和客户以及服务于他们的产品。

缺少规划一般说明了公司的薄弱环节：在关键职能位置上缺少或需要专家。这种不足的结果是不能合理地预测能力、成本和公司走出发展期趋向成熟的时间，还有目标不确定，发展方向模糊，对增加风险和降低价值的未来现金流估计不足。

如果计划能够连续有效地执行，公司的战略优势和劣势就能不断地被区分和评价，于是公司在独立经营下的持续经营价值也就一目了然。如果战略劣势明显，或者关键能力不足，计划自然就转向其他战略，如出售给战略投资者、兼并方甚至清算以减小损失。

量化创业公司的价值

如第 2 章所强调的，投资者必须衡量价值才能关注价值，因此估值是战略规划的内部部分。估值量化了每个外部和内部竞争因素的风险和回报结果，也量化了价值的变化。这一过程为管理者创造了增加现金流同时最小化风险、最大化股东价值的路标图。评估一个创业公司时，常用的方法是收益法和市场法，但是比传统应用有一些变化。

两个常用的估值方法，市盈率法（P/E）乘数和单期资本化法很少用于评估创业企业，尤其是高科技公司。处于发展期公司的利润或现金流，即使有也很少能代表长期的潜力，成功的创业企业首先经历非常快速的发展，随后竞争加剧，新技术发展减缓到正常的速度。收益乘数和资本化过程都不能准确地描述这些预期增长的变化。因此，投资者有足够的理由怀疑高技术公司 100 倍的收益乘数。收益比起将来的潜力也许不合情理地低，短期和长期的增长预期是大相庭径的，因此乘数经常并无意义。

同样，投资者必须警惕乘数的使用，它们来自于以往的战略交易。首先如果交易涉及创业企业，上文所述的问题也同样存在。其次，战略交易的乘数经常反映特定战略收购可取得的协同效应，如果乘数来自于行业领先者，价值很可能估计错误。将市场为亚马逊或雅虎建立的乘数应用在评估小公司上是很不合理的，前者是相当成功的企业，无论在规模、发展、客户群和品牌认知度上，初创公

司都不具备这些优势。

估值的优先程序

有了上文所述的各种顾虑，是否存在一定程序为初创企业计算可靠的价值呢？一个清楚的选择是多期折现模型（MPDM），其中包括了反映公司随发展期而变化的回报预测。MPDM 也便于通过敏感性分析和概率分析来调整。因为市场乘数常被引用，如收入乘数或其他水平的收益，它们可以谨慎地应用。由于收益法和市场法内在的限制，我们也可应用期权定价方法评估创业企业。从根本上说，所有这些方法都应该建立在公司初创期的基础上得出有说服力的价值。

市场乘数经常用于评价初创公司，因为它们相对易于理解，并且以市场为基础、易于应用，因此也常常应用于行业。初创企业估值使用乘数的主要问题是将静态的指标用于一个非常动态的环境。如第 10 章所述，市场乘数可以来源于基准上市公司（如一个市场乘数法）或收购公司（如一个收购乘数法）。一般来说，前者所得结果是可流通的少数股权价值，因为来源是上市公司可流通非控制性权益；后者所得结果是可流通或非流通的控制权益，因为来源一般反映整个公司被收购情况下的乘数。我们将在后面讨论到，传统的 P/E 乘数很少用来为创业企业估值。甚至息税折旧前收益（EBIT）或息税折旧摊销前收益乘数也很少用，虽然两者不常用的程度不同。相反，收入乘数却较常见，主要是因为创业企业经常没有收益来应用乘数。但是，既然事实上在公司的收入下可能发生那么多的费用，某种收益水平的乘数将对收入乘数起到较好的补充作用。比如息税研发和折旧摊销前收益（EBITRAD），因为一些初创企业承受着高昂的研究开发（R&D）费用。另外，也有一些非常行业性的乘数，如网站的注册用户量乘数可能是互联网公司较好的价值指标。如我

们在第 10 章中强调的，分析一般的上市公司乘数时，重要的是要注意上市公司与非上市公司的明显差别。那些吸引公众投资的公司一般都享有平均水平以上的收入增长，无论在现在还是对将来的预期；同时具有超强的融资能力。初创企业在产品和服务上的发展不可能比一个已上市的公司更成熟。

创业公司估值案例

下面让我们来看一个作者假定的公司，它刚完成第一年的经营。德尔菲公司提供网页设计、主机服务以及商业用户和居民的高速互联网接入。这家公司希望在随后的 18 ~ 24 个月上市，财务上需要独立的价值评估。尽管如此，德尔菲预期随后的四年将继续经营亏损。表 15-1 显示了主要的历史和预测财务数据。

表 15-1　德尔菲公司：历史及预期财务概况 (百万美元)

	历史	预　期					
	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
收入	$ 1.12	$ 3.28	$ 8.44	$ 13.69	$ 17.22	$ 31.76	$ 52.53
减：经营费用	3.05	3.52	4.80	6.81	9.90	15.15	19.37
等于：EBITRAD	(1.93)	(0.24)	3.64	6.88	7.32	16.61	33.16
减：研发费用	3.65	3.00	8.81	12.62	9.12	7.34	10.75
等于：EBITDA	(5.58)	(3.24)	(5.17)	(5.74)	(1.80)	9.27	22.41
减：折旧及摊销	0.10	0.14	0.25	0.33	0.42	0.54	0.64
等于：EBIT	(5.68)	(3.38)	(5.42)	(6.07)	(2.22)	8.73	21.77
减：利息费用	2.18	0.13	0.24	0.30	0.39	0.43	0.43
等于：税前利润	(7.86)	(3.51)	(5.66)	(6.37)	(2.61)	8.30	21.34
减：所得税	-	-	-	-	-	0.17	4.70
等于：净利润	(7.86)	(3.51)	(5.66)	(6.37)	(2.61)	8.13	16.64

就目前的财务指标而言，只能使用收入乘数。我们已研究了可以作为德尔菲基准的上市公司，也研究了类似的公司收购。我们筛

选了 6 个基准上市公司和 7 个被收购公司，它们的收入在 4000 万美元以下，如表 15-2 所示。要确定合适的乘数，我们必须分析每个公司与德尔菲的相关性及汇总结果。选择的乘数（这里是收入乘数）用于目标公司的收入确定一个价值指标，最常用的是样本的中位数。6 个基准上市公司的收入乘数中位数是 10.0，7 个被收购公司则为 7.0。通过进一步分析，人们可以看到大部分的被收购公司小于样本上市公司，而且还没有各自的产品生命周期，没有公开交易。考虑中位数必须十分小心，因为使用中位数意味着假定所估值的公司与典型的基准公司一样好，这对非上市创业公司来说是很难成立的。

表 15-2　德尔菲公司：市场法分析

Ⅰ：基准上市公司乘数

	收入（百万美元）	价格/收入	价格/收益	MVIC/EBITRAD	MVIC/EBITDA
公司 A	$ 35.2	15.5	nm	nm	27.4
公司 B	$ 24.5	12.5	17.1	15.2	14.5
公司 C	$ 4.8	8.7	45.3	20.9	16.3
公司 D	$ 39.8	10.7	35.0	19.3	15.4
公司 E	$ 24.1	7.3	nm	nm	10.1
公司 F	$ 10.4	9.3	nm	nm	11.2
中位数		10.0	35.0	19.3	15.0

Ⅱ：并购公司乘数

	收入（百万美元）	价格/收入	价格/收益	MVIC/EBITRAD	MVIC/EBITDA
公司 A	$ 1.5	7.0	nm	na	na
公司 B	$ 5.1	18.8	27.1	na	na
公司 C	$ 38.1	2.1	na	na	na
公司 D	$ 2.2	8.9	na	na	na
公司 E	$ 14.3	2.9	nm	na	na
公司 F	$ 4.5	12.0	76.2	na	na
中位数		7.0	nm		

MVIC——投资资本市场价值（如付息债务加上股权资本）；
EBITDA——息税折旧摊销前收益；
EBITRAD——息税折旧摊销研发费用前收益；
nm——无意义；
na——不适用。

虽然德尔菲预期在前四年经营亏损，但预计在第二年获得正的 EBITRAD，因此，我们在分析中考虑了 EBITRAD 乘数。由于许多被收购公司规模较小，可能没有公开交易（所以也不受 SEC 的披露规则制约），所以在收购时 EBITRAD 乘数信息不一定能取得。在我们的分析里，7 场收购里只有一个有足够的信息以确定 EBITRAD。至于市场乘数分析，虽然 6 个基准公司中的 3 个经营亏损，但 6 家公司都有正的 EBITRAD。EBITRAD 乘数的中位数是 15，但是样本标准差非常高，说明仔细分析每个 EBITRAD 乘数是相当重要的。

使用将来收入或 EBITRAD 乘数时，要记住将任何新增股权考虑在内，股本的扩张对将来收入和收益是十分必要的。还有必要将源于未来乘数的价值折现为现值，因为我们用将来的价值指标来确定今天的价值。正因为结果要折现为现值，部分促使多期折现模型中的预测现金不足和折现率成为价值指标的必要条件，其中折现率是由收益法的分析所决定，价值则用未来收入和 /收益乘数确定。

多期折现确定的价值一般不像市场乘数法那样易受公开市场变化的影响。多期折现涉及将未来现金流或其他收益水平折回现值，使用两期或三期模型。在两期模型中，价值计算建立的基础是预期未来几年的收益现值与终值的现值之和。其中的终值经常由收益乘数或现金流乘数决定。在三期模型中，有一个中间步骤。因为创业企业不太可能在预测期后达到一个稳定的增长期，一个中间水平的增长将持续数年，之后再计算终值。

如表 15-1 所示，德尔菲管理层预测公司将在 6 年内高速增长（第 2 到 7 年）。在随后的 4 年，收入增长将稳定在每年 15%，第 7 年盈利水平将基本稳定。在第 10 年后，由于激烈的竞争、行业的成熟和一般的经济周期，增长率将保持在比通货膨胀率稍高的水平

上。这样，我们执行了三阶段多期折现模型。使用 30%的折现率，基于市场组成和公司特定的风险因素，我们的 MPDM 模型结果产生了德尔菲 1 070 万美元的股权价值，如表 15-3 所示。

表 15-3　德尔菲公司：多期折现分析 (百万美元)

	预　计					
	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
净利润	$ (3.51)	$ (5.66)	$ (6.37)	$ (2.61)	$ 8.13	$ 16.64
加：折旧及摊销	0.14	0.25	0.33	0.42	0.54	0.64
等于：总现金流	(3.37)	(5.41)	(6.04)	(2.19)	8.67	17.28
减：资本性开支	0.90	0.79	1.00	0.85	1.80	0.60
减 营运资本的增加	0.80	1.26	1.26	1.28	3.42	4.62
减：偿还本金	0.13	0.39	0.66	0.93	1.33	1.56
加：新的代款	0.90	0.79	1.00	0.85	1.80	0.60
等于：股权净现金流	(4.30)	(7.06)	(7.96)	(4.40)	3.92	11.10
乘以：折现因子	0.8771	0.6747	0.5190	0.3992	0.3071	0.2362
现金流现值	(3.77)	(4.76)	(4.13)	(1.76)	1.20	2.62
预测现金流现值						(10.60)
2005 年后 4 年的现金流现值						7.79
终值的现值						13.49
股权公平市值 (近似)						10.70

在多期折现模型中，投资资本的净现金流是首先考虑的回报衡量指标，因为它最准确地描绘了创造价值的经营业绩。传统行业公司产生资本开支及营运资金的资本流出和收益，而高科技创业公司经常经营亏损，尤其是互联网公司，从营运资金中产生现金流入，如客户预付款支撑了亚马逊公司的高速增长。此外，会计准则对待长期开支并一不致。厂房和设备成本资本化，而塑造产品品质和市场份额的研发和广告费用当期计入损益。最初投资者的融资选择以及公司相应的债务股权比例，也通过财务杠杆作用造成价值的扭曲。为了避免这一点，投资资本模型描述融资方式前的经营情况，反映了公司股权和付息债务所带来的净现金流。

预测的重点要放在取得预期收入的产量、价格、毛利和必要的资本再投资。基于公司竞争地位的战略分析，评估师能判断价格和毛利目标。关键是将来而不是过去，因此历史的亏损或现有不佳的业绩不应该歪曲将来的前景。例如，现有的产品并不是重点。由于短暂的产品生命周期和持续的技术更新，估值的关键是公司生产产品的能力，即取得持续竞争优势的能力。因此，预测应该反映公司的战略计划和相关的竞争分析，不断解决不确定性问题。

其他风险管理工具

对历史较短的创业企业而言，尤其在充满了不确定性的新兴行业，有思想的投资者和管理者下一个必须处理的问题是能否达到预测的目标。公司能否成功地评估和管理这些不确定性将决定未来大部分的经营情况，而今天的价值又取决于未来的经营。因此，敏感性分析应引入价值评估。随着公司的发展，管理者应该持续不断地重新检查和反思预测。为创业企业估值是一个典型的持续进行且费时费力的进程。

传统的概率分析要求管理者分辨可能的结果（如乐观、最可能的和悲观的情况），然后分析不同结果发生的可能性。当然这些结果取决于公司取得如下关键指标的能力，最常用的有收入、营业利润、资本再投资和最终的投资资本净现金流。所以，每一个指标可以作为分析的一个变量，拟定一个可能结果的矩阵或表格。比如我们假定德尔菲成功地研发了软件（软件 A），这反映在公司的预测收入中。第二个软件（软件 B）正在研发，未反映在预测中。软件 B 从软件 A 取得输入数据，用于新形式的网页设计，其他公司也在研究同类产品但还未进入市场。为了进行战略规划，公司要求单独估值

以决定软件 B 对公司价值的影响。执行这一分析中，管理者认为有如下三个可能的情况：

1. 悲观情况，没有成功开发 B，公司被迫在两年后放弃这一项目，增值为零。
2. 最可能的情况，两年后 B 研发成功，在可预见的未来收入增长了 10%到 60%，增值 1 000 万美元。
3. 乐观情况，一年后 B 成功开发，在随后的五年收入增长了 40%到 90%，增值 3 000 万美元。

这三种情况的概率分别为 20%、50%和 30%。每种情况的预计现金流折为现值，再按管理层的估计概率计算产生了约 1 400 万美元的增值，如表 15-4 所示。对应于这一表格或定量分析，我们有更基本的定性分析，旨在区分那些最可能影响每个结果的竞争和经营因素。这使我们回到了行业和市场竞争分析，判断公司与其他同行相比的核心优势与劣势。范围包括吸引新客户的成本，营业额周转率，毛利率，以及将新产品投放市场的时间和成本。

表 15-4　德尔菲公司：概率分析

情景	概率	增值	计算
悲观	20%	$ 0	$ 0
最可能	50%	$ 10 000 000	$ 5 000 000
乐观	30%	$ 30 000 000	$ 9 000 000
估计增加价值			$ 14 000 000

持续的竞争分析过程影响了创业公司的商业计划，主要参数和相关概率的敏感分析以及电子表格也相应变化更新。在初始估值完

成后三个月，我们的公司在软件 B 的研发上取得了进展。但是，一个竞争对手已经开发了类似的应用，因此降低了德尔菲的预期增长。软件 B 一年后成功开发的概率增加了，但是预期收入的增长由于增加的竞争威胁必须降低。然而，新增价值却增加到 1 600 万美元，这是通过蒙特卡洛模拟 (MCS) 得出的结果。上述的传统情景分析产生了在特定情景下“最好的猜测”区间中的一个值。蒙特卡洛模拟或概率分析考虑了所有可能的输入参数的组合，产生了描述每个输入变量可能结果的概率分布。价值的计算结果包括了最可能的结果和一系列有一定概率但不太可能的结果。蒙特卡洛模拟参见第 6 章，它比标准敏感性分析提供了一个更完整的可能结果分析。

这一过程的变化在于准备“要求经营业绩分析”(RPA)，以便取得一个目标股价。如果投资者或管理者相信公司目前值一个特定的价值，或想在将来特定时间取得目标价值，RPA 决定了什么样的经营业绩——最终是现金流——才能产生这一价值。然后管理者制定相应的步骤达到要求的现金流和相应的股价目标。或者，战略分析和相应的估值推断这一目标价值不能如计划取得。

投资者可以使用其他工具在高度不确定的环境下管理风险。如果投资者或风险资本家能够执行一个“跟进”的投资——比如，一种对后期再融资首先拒绝的权利——这一权利在特点上类似于一个对公司股份的买权。期权定价方法建立在买方等待、收集和分析新竞争者数据并决定是否以后购买股权的基础上。因为一个期权的价值基于标的资产的价值，资产法、收益法和市场法等典型方法均不适用于期权定价。在到期日，一个买权的价值等于股价减去执行价。在到期日前，一个买权价值等于股价减去执行价的现值，其中两个价格都以期权的风险调整。每个期权定价模型的基础是标的股票价格的波动性，现有股票价格和执行价格的差别，以及距到期日

的时间长短。实物期权分析（ROA）请参见第 6 章。

调整价值

如表 15-3 所示，MPDM 分析的结果说明德尔菲约 1 070 万美元的价值。鉴于这家公司的创业性质以及我们对收益法和市场法所用数据的信心，我们认为公司的价值如收益法所确定（MPDM 方法）的 1 070万美元。这里，我们认为最好应用市场法的结果就是检验 MPDEM 的合理性。这个价值暗示着收入乘数为 9.5，稍低于 6 家基准公司中位数 10.0，高于 7 家被收购公司的中位数 7.0。考虑第 2 年 430 万美元的负现金流和 30% 的折现率，这一价值表明第 2 年收入的 5.95 倍乘数。考虑第 2 年和第 3 年总的净现金流为 - 1 130 万美元，这一价值是第 3 年 EBITRAD 的 10.2 倍乘数。这一数字低于 6 家基准公司 EBITRAD 乘数中位数 15.0。基于每家基准公司与被收购公司的分析，表 15-2 概括了这些公司与德尔菲的比较，我们认为 1 070 万美元的价值是合理的。

只要合理地使用相应的工具，高科技创业公司的价值可以较准确地加以衡量。如果存在合适的数据，市场乘数应该支持 MPCM 决定的价值。这些新兴公司的成功管理取决于持续计划、预算和估值。在这个过程中，MCS 和 ROA 将有利于风险的进一步管理。

用实例来展示本书所讨论的理论和程序，读者将更易于理解。这一章我们将以一个完整的案例来说明前文中许多概念的应用，在评估众多公司的基础上，我们虚构了卡迪纳尔出版公司兼并收购案例。由于我们负有为客户保密的义务，在此所有的细节包括基准上市公司都是虚构的，但作者相信它们代表了典型的中型市场规模的并购环境，而这一环境是买方或卖方都必须准备应对的。卡迪纳尔出版公司或案例中虚构的上市公司如与任何一家实际公司相似，纯属巧合。我们设计这一案例，旨在展示已知现实背景下合理的估值程序。这些程序可能并不适用于其他估值情况。我们试图展现一个真实的场景，案例中的一些因素并不完全清晰，一些问题也还未解决，信息是不充分的，但必须作出假设和估计，这些都是现实环境的真实写照。

案例从第 5 年末开始，卡迪纳尔面临着竞争威胁，很清楚公司需要规划转型。首先要确定卡迪纳尔的独立公平市值，我们应用投资资本的净利润而不是净现金流来衡量回报。因为这一指标是卖方及其中介经常谈论的“语言”，它说明了利润指标的用途。虽然也可用单期资本化方法，但是对于这样一个规模的交易，我们倾向于采用多期资本化方法，因为后者提供了更丰富的细节。卡迪纳尔的独立公平市值也可以通过基准上市公司法进行计算，我们将简要应用兼并收购法和账面价值调整法。综合这些估值方法的结果，我们最后将得出在卡迪纳尔投资资本和权益独立基础上的公平市值结论。

虽然案例中介绍了一些潜在的买方，但是欧姆尼出版公司是其中最强的战略购买者。例中将估计不同的协同效应，应用多期折现方法计算卡迪纳尔投资资本与权益对于欧姆尼的投资价值。

通过这个例子，我们力图给读者完整的解释，使读者理解估值过程的每一步骤。这里我们根据总体经济情况、行业背景、目标公

司和基准公司的竞争局势，结合对价值评估的深入理解，对价值进行合理的判断和调整。在决定价值时，评估师作为假定的买卖双方的代理人评定公平市值，也为战略购买者决定投资价值。这些参与者将以评估日的现实和环境为基础作出估计和假设。这就是卡迪纳尔案例所带来的挑战，我们相信你会发现我们的价值评估结论是合理的。

历史竞争情况

卡迪纳尔出版公司在 10 年前由企业家卢·伯亭创立，此前他是一个成功的广告公司管理人员。卡迪纳尔在伊利诺依州法律下属于 C 类公司，流通在外的普通股 100 万股，其中 80% 由伯亭持有，剩余 20% 由另两个投资者共同持有。过去 5 年卡迪纳尔每年分配现金红利，但在去年因为内部现金需求和较低的利润，减少了红利。

在以前的职业生涯中，伯亭曾在直邮广告方面取得了巨大的成功，他将此经验应用在卡迪纳尔的经营中。通过行业邮寄地址和消费者研究数据，伯亭发现了一个没有完全开拓的市场，这一市场主要由郊区居民组成，他们喜欢简单的“乡村”生活。开始只是一个关于乡村菜谱和农村生活的趣事，后来他的公司发展了针对这一市场的 6 份月刊。其中任何一份的年订阅费用不超过 24 美元，这意味着几乎没有广告。这些杂志都推介户外运动、简单的田园生活以及美国乡村不同地方不同季节的各种活动。

最初，伯亭只有很少的工作人员，包括记者、摄影师和生产人员。随着杂志的发展和销量的增加，出版、印制、编辑和财务人员也逐渐增多，但公司依然在每个关键部门依靠一个核心人员。因为公司很少作广告，这些杂志的印制、特点、设计和编排都相似，有

助于成本的控制。公司以美丽的田园风光摄影作品最为著名，一致的编排、优质的摄影和田园故事也为公司建立了较好的品牌认知度。每一份杂志都注明了公司独特的徽标——谷仓房顶的轮廓线，其中有一座炮塔和公鸡形状的风向标。

随着公司的成长，伯亭开始考虑现有广告策略是否合适。虽然读者的反馈是喜欢杂志简单没有广告，但是缺少广告限制了公司的收入基础，而且从某种程度上说，也限制了多元化的能力。卡迪纳尔不能给读者提供其他形式的信息，如在线、面对面、电视、广播或磁盘，因此以卡迪纳尔读者群为目标读者的广告主一般不愿意在卡迪纳尔出版物上发布广告。

印制生产上的挑战也同时存在。卡迪纳尔对所有杂志排版一致有效降低了资金成本，但是公司的高速增长和创造性需求对编排能力造成了压力。如果投资行业内的一项最新技术并且将现有生产能力扩大一倍，在不影响质量的情况下单位生产成本将显著降低，还可以支持编排更复杂的广告，但是缺少资金阻碍了这些技术进步。

卡迪纳尔的增长大部分由债务融资来支撑，这部分是因为伯亭决定无论纳税情况如何都支付股利。少数股东由于承担了投资于初创企业的风险，希望每年都有现金回报；但伯亭需要资金来为先前不成功的创业还贷。为了这一目标，在过去的 5 年里他自己的薪水和福利每年共计 100 万美元，而同一时期的市场水平是 25 万美元。伯亭的叔叔杰佛瑞·梅耶作为市场副总每年的报酬有 10 万美元，却很少来工作，他的不胜任影响了卡迪纳尔的运转。

这两年里，几个因素逐渐迫使伯亭出售公司。他的家庭有心脏病史，最近的年度体检中，医生也建议他多休息。他深知自己应对公司日常挑战所需的精力和热情都在下降，但卡迪纳尔面对来自于立体媒体公司的竞争却越来越强大。其中主要是好房子好花园和泰姆弗纳公司及赫斯特出版公司出版的系列女性杂志，如欧普拉贝尔

弗雷。每个竞争者都具有威胁卡迪纳尔独立经营的大量资金、市场、渠道、创造性和定价能力。这些媒体公司已不局限于纸质媒体，而是扩展到网页、互联网、研究报告、广播电视、书籍、购物中心和相关的服务。至今为止，伯亭能抵挡这些竞争依靠的是卡迪纳尔对自身市场和客户的了解、产品质量以及读者的忠诚。但是，出版行业的创新和整合使伯亭认识到，主要的出版商可以在几年内积累这些行业经验并成功地复制卡迪纳尔的最好点子。他也意识到自己对创业的乐趣远胜于公司成长后所需的管理和经营。

潜在的买方

最近有一家私人权益基金与伯亭联系，他们专门关注不同行业内具有成长潜力的公司。初次会谈，伯亭感到他们的焦点在于希望 5 年内公司快速成长，然后上市或出售给大出版商从中牟利。因为他们没有在杂志出版方面的相关经验，伯亭不想将公司出售给他们。

另一个投资银行家代表世纪出版公司与伯亭接触，世纪出版公司是一家私人控股的非上市公司，成功地经营着 10 余种旅游和休闲类出版物。为了开拓新的市场，他们正在考虑投资于卡迪纳尔或另一技术类期刊。虽然双方尚未进展到价格问题，但世纪出版公司透露其主要支付方式将是股票。伯亭自己拥有卡迪纳尔，深知非上市公司股权流动性匮乏，尤其是少数股权。因此，他谢绝了与世纪出版公司的进一步讨论。

最后，欧姆尼出版公司与伯亭联系。这是一家在纽约证券交易所（NYSE）上市的跨媒体公司，其市值在“中型规模”上市公司中位列 30%到 50%间。他们也认识到北美乡村类杂志的市场潜力，

尤其对老年读者兴趣很大，并且已针对这一读者群开展了一些成功的媒体服务。为了更快地进入家庭市场，他们将收购卡迪纳尔作为关键的一步。

由于卡迪纳尔不能充分利用信息技术巩固与忠实客户间的关系，欧姆尼尽管尊重卡迪纳尔，却认为卡迪纳尔是“肥胖而快乐的恐龙”。欧姆尼感觉到卡迪纳尔是一个潜在的金矿，矿产并不在于其现有的产品而是没有开发和利用的客户信息。欧姆尼希望使用新的分析型客户关系管理软件来收集和分析客户信息，以便决定客户所想所需和愿意消费的产品和服务。一旦具备了这些信息，欧姆尼作为一个跨媒体公司就可以为客户提供更深入的附加产品和服务。

看起来欧姆尼也很有可能在不改变伯亭薪水的前提下提高卡迪纳尔的利润，通过经营整合在前 4 年里每年增加大约 100 万美元的净利润。这一过程很可能需要 18 个月，但公司的目标是在收购日后 12 个月完成。

欧姆尼企业发展部人员与伯亭初次会面后，将相关的工作交给了投资银行公司梅里尔戈德曼。为了有效地进行谈判，伯亭组建了一支富有经验的团队，包括法律、税务和价值评估咨询顾问，来确定卡迪纳尔独立经营的公平市值，确定包含了协同效应后对于欧姆尼的最大价值，以及谈判成功的战略。这一团队分析了如表 16-1 到表 16-6 的信息，确定了卡迪纳尔独立经营的公平市值见表 16-7 和 16-18，及包括协同收益在内对于欧姆尼的投资价值见表 16-19 到 16-20。

宏观经济条件

谈判开始时，宏观经济正处在一个长期持续增长的结束期，主要经济指标表明在随后的 12 个月内将出现大幅的经济衰退。对于

出版行业，分析师预测各主要广告客户的广告开支将缩减，一些实力较弱的出版商将被淘汰。利率相对较高，但没有迹象表明货币当局未来将降息。

上年经济增长率为 2.9%，预期今年增长率为 2.1%。低通货膨胀率、较小的联邦预算赤字以及稳定的股价都支持着美国经济的温和增长。国内消费者信心在下降，但经济条件有所改善，尤其在欧洲和亚洲地区。随着某些国家的经济好转，产成品和原材料的进口价格有望上升。

上年失业率在预期的 4.8%以下，预计失业率将缓慢增长，主要因为美国劳动力市场趋紧。基准利率比起去年将下降，30 年国债的平均收益率预期为 6.5%，比去年有所增加。

总之，消费支出平缓，通胀率与利率在下降。经济与就业增长增幅放慢，但依然健康。这些情况预示着一个稳定而温和增长的经济。

特定行业条件

在上年的良好业绩后，杂志出版商将面对着温和的需求和降低的利润。虽然杂志部分只占总广告支出的 5%，但其增长率在出版行业名列前茅。关键原因在于品牌发展的趋势在加强，许多杂志许可生产商使用相应的杂志名字。预计这种授权许可的形式将继续，同时对客户的研究将更加细化，有更多的产品支持着行业的成长。

过去几年杂志的供应急剧增加，即使在报刊亭销量减少的情况下依然如此。过量的供给，加上便利店和街头报刊亭减少带来上架销售的降低，杂志出版商承受的竞争压力显著增加。

虽然大型出版商占据着杂志销量的主体，但是大部分的杂志是由独立出版商发行的。其他影响独立经营的因素包括纸价上涨、邮寄成本升高、印刷规模不经济以及不能在零售商店中占据有利的广告位置。

增长

伯亭预计卡迪纳尔如果继续独立经营，包含通胀率在内的增长率将达到 4%。在特定的行业条件下，这个速度与近期到中期内行业预测是一致的。与卡迪纳尔过去 5 年里 15%的复合增长率相比，这一增长率相对缓慢。为简洁起见，本案例明确了增长率及某些行业和竞争因素，但没有提供相应的研究与分析过程。

计算独立公平市值

表 16-1 至 16-6 说明了卡迪纳尔历史经营情况和行业平均财务比率。以下我们将卡迪纳尔的净利润调整为投资资本净利润。

表 16-1　卡迪纳尔出版公司：最近 5 年的损益表和留存收益 (以绝对值表示)

	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
净销售收入	$ 42 900	$ 49 300	$ 56 700	$ 65 200	$ 75 200
销售成本	24 400	28 000	32 100	37 800	44 700
毛利	18 500	21 300	24 600	27 400	30 500
营业费用	11 600	13 800	16 200	18 900	22 200
营业利润	6 900	7 500	8 400	8 500	8 300
其他收入 (费用)	250	200	200	200	200
出售土地利润	0	0	0	1 500	0
息税折旧摊销前收益	7 150	7 700	8 600	10 200	8 500
折旧费用	900	1 100	1 400	1 400	1 600
息税前收益	6 250	6 600	7 200	8 800	6 900
利息费用	2 000	2 100	2 100	2 100	2 300

(续)

	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
税前净利润	4 250	4 500	5 100	6 700	4 600
所得税	1 500	1 600	1 800	2 350	1 600
净利润	2 750	2 900	3 300	4 350	3 000
留存收益—期初余额	1 650	3 900	6 200	8 500	11 200
减去：股利	500	600	1 000	1 650	900
留存收益—期末余额	3 900	6 200	8 500	11 200	13 300

表 16-2　卡迪纳尔出版公司：最近 5 年的损益表及留存收益 (以百分比表示)

	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
净销售收入	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
销售成本	56.9%	56.8%	56.6%	58.0%	59.4%
毛利	43.1%	43.2%	43.4%	42.0%	40.6%
营业费用	27.0%	28.0%	28.6%	29.0%	29.5%
营业利润	16.1%	15.2%	14.8%	13.0%	11.0%
其他收入 (费用)	0.6%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
非经营收入	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	0.0%
非经营费用	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税折旧摊销前收益	16.7%	15.6%	15.2%	15.6%	11.3%
折旧费用	2.1%	2.2%	2.5%	2.1%	2.1%
息税前收益	14.6%	13.4%	12.7%	13.5%	9.2%
利息费用	4.7%	4.3%	3.7%	3.6%	3.1%
税前净利润	9.9%	9.1%	9.0%	9.9%	6.1%
所得税	3.5%	3.2%	3.2%	2.6%	2.1%
净利润	6.4%	5.9%	5.8%	7.3%	4.0%

表 16-3　卡迪纳尔出版公司：第 1 至第 5 年末资产负债表

	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
资产					
流动资产					
现金及其等价物	$ 2 250	$ 2 500	$ 2 850	$ 2 100	$ 1 650
应收账款	12 400	$ 13 100	$ 13 900	14 950	16 300
库存	3 200	3 400	4 700	6 000	7 650
流动资产合计	17 850	19 000	21 450	23 050	25 600
固定资产	10 600	13 150	13 750	14 600	16 600
其他资产	1 500	1 400	1 400	1 700	1 400

(续)

	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
总资产	$ 29 950	$ 33 550	$ 36 600	$ 39 350	$ 43 600
负债					
流动负债					
应付账款	$ 7 800	$ 7 500	$ 8 150	$ 8 500	$ 9 100
应计费用	3 600	3 200	3 400	3 200	3 200
长期债务到期部分	4 500	4 750	4 800	5 200	5 600
流动负债合计	15 900	15 450	16 350	16 900	17 900
长期负债	8 450	10 200	10 050	9 550	10 700
总负债	24 350	25 650	26 400	26 450	28 600
权益					
所有者权益					
普通股	1 700	1 700	1 700	1 700	1 700
留存收益	3 900	6 200	8 500	11 200	13 300
所有者权益合计	5 600	7 900	10 200	12 900	15 000
负债及权益合计	$ 29 950	$ 33 550	$ 36 600	$ 39 350	$ 43 600

表 16-4　卡迪纳尔出版公司：第 1 至第 5 年末资产负债表

	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
资产					
流动资产					
现金及其等价物	7.5%	7.5%	7.5%	5.3%	3.8%
应收账款	41.4%	39.0%	38.0%	38.0%	37.4%
库存	10.7%	10.1%	12.8%	15.2%	17.5%
流动资产合计	59.6%	56.6%	58.6%	58.6%	58.7%
固定资产	35.4%	39.2%	37.6%	37.1%	38.1%
其他资产	5.0%	4.2%	3.8%	4.3%	3.2%
总资产	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
负债					
流动负债					
应付账款	26.0%	22.4%	22.3%	21.6%	20.9%
应计费用	12.0%	9.5%	9.3%	8.1%	7.3%
长欺债务到期部分	15.0%	14.2%	13.1%	13.2%	12.8%
流动负债合计	53.1%	46.1%	44.7%	42.9%	41.1%
长期负债	28.2%	30.4%	27.5%	24.3%	24.5%
总负债	81.3%	76.5%	72.1%	67.2%	65.6%
权益					
所有者权益					
普通股	5.7%	5.1%	4.6%	4.3%	3.9%
留存收益	13.0%	18.5%	23.2%	28.5%	30.5%
所有者权益合计	18.7%	23.5%	27.9%	32.8%	34.4%
负债及权益合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

表 16-5　卡迪纳尔出版公司：最近 5 年现金流量表

	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
经营活动产生的现金流				
净利润 / (损失)	$ 2 900	$ 3 300	$ 4 350	$ 3 000
其中非付现费用、收入、损失及利润：				
折旧及摊销	1 100	1 400	1 400	1 600
出售土地利润	0	0	(1 500)	0
应收账款的减少 (增加)	(700)	(800)	(1 050)	(1 350)
库存的减少 (增加)	(200)	(1 300)	(1 300)	(1 650)
应付账款的增加 (减少)	(300)	650	350	600
应计费用的增加 (减少)	(400)	200	(200)	0
经营活动净现金流	2 400	3 450	2 050	2 200
投资活动产生的现金流				
购买固定资产	(3 650)	(2 000)	(2 550)	(3 600)
处置固定资产	0	0	1 800	0
其他资产的减少 (增加)	100	0	(300)	300
投资活动净现金流	(3 550)	(2 000)	(1 050)	(3 300)
融资活动产生的现金流				
股利	(600)	(1 000)	(1 650)	(900)
长期债务的增加 (减少)	2 000	(100)	(100)	1 550
融资活动净现金流	1 400	(1 100)	(1 750)	650
增加 (减少) 的净现金流	250	350	(750)	(450)
年初现金余额	2 250	2 500	2 850	2 100
年末现金余额	$ 2 500	$ 2 850	$ 2 100	$ 1 650

表 16-6　卡迪纳尔财务比率小结

	行业标准[a]	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
流动资产 /流动负债	1.3	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4
流动资产减去库存 /流动负债	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
销售收入 /应收账款	6.4	3.5	3.8	4.1	4.4	4.6
销售成本 /库存	10.9	7.6	8.2	6.8	6.3	5.8
销售成本 /应付账款	8.0	3.1	3.7	3.9	4.4	4.9
总负债 /负债及权益	0.42	0.81	0.76	-.72	0.67	0.66
息税前收益 /利息费用	3.9	3.1	3.1	3.4	3.7	3.0
税前利润 /总资产	0.12	0.14	0.13	0.14	0.16	0.11
税前利润 /净资产	0.64	0.76	0.57	0.50	0.50	0.31
销售收入 /固定资产净值	11.2	4.5	4.9	5.3	5.6	6.0
销售收入 /总资产	11.2	4.5	4.9	5.3	5.6	6.0
销售收入 /营运资金	2.1	1.4	1.5	1.5	1.7	1.7
销售收入 /营运资金	17.5	22.0	13.9	11.1	10.6	9.8

a 行业标准由 5 个基准上市公司的最近一年的财务指标平均而得。

标准化调整

表 16-7 表现了将卡迪纳尔的损益表转化调整后投资资本税前利润的过程，即调整为息税前收益（EBIT）

表 16-7　第 1 至 5 年投资资本的标准化净利润（单位：千美元）

	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
投资资本的税前利润（EBIT）①	6 250	6 600	7 200	8 800	6 900
调整②					
超额薪酬支付	600	750	800	750	750
出售土地的利润	0	0	0	- 1 500	0
总调整额	600	750	800	- 750	750
投资资本的调整后税前净利润①（调整后 EBIT）	6 850	7 350	8 000	8 050	7 650
投资资本标准化税前净利润③					8 000
所得税：联邦及州所得税，估计为 40%④					3 200
投资资本的标准化净利润					4 800

① 投资资本是减去利息费用前的收入，因此它是对债权人和股东的回报。
② 调整：与标准化调整相关的研究与支持性论述见本章文中。
③ 这一数据代表了卡迪纳尔第 5 年末的长期经营利润。另一种方法是将第 5 年的投资资本调整后税前净利润 $ 7650000 按预计长期增长率 4%增长，得到近似的数值。
④ 税率由卡迪纳尔财务公司提供。因为这一计算使用税前投资资本模型，不考虑利息费用的抵税作用。另一方法是将所得税减去利息费用的 40%。
来源：卡迪纳尔第 1 至第 5 年损益表。

一、卢·伯亭的薪酬

卢·伯亭的薪酬方案超过了市场水平。卡迪纳尔人力资源专家的研究表明：与卡迪纳尔规模相当的出版公司 CEO 的市场薪酬水平相比，伯亭现有的薪酬，可以节省如下金额，这是考虑了与支付薪酬相应的管理费用后的结果。

年	节省金额 (美元)
1	600 000
2	750 000
3	800 000
4	750 000
5	750 000

二、杰弗瑞·梅耶的薪酬

这一职位是公司成功经营所必须的，薪酬水平对于一个合格的市场副总也是合适的，因此，无需调整。

三、市场研究

过去 5 年中的 3 年里，卡迪纳尔为市场调研花费了 20 万到 30 万美元，以便更好地了解客户。也许有人认为这并不是经常发生的费用，应该加回到利润中，但客观地说，这些成本使得公司为客户提供了独特而有吸引力的产品。因为它对于公司保持长期竞争力是必须的，我们认为这属于经常发生的成本。

四、出售土地的利润

公司第 4 年出售土地，得到 180 万美元，利润 150 万美元。因为这不属于公司的经营利润，标准化调整中我们将其减去。

五、其他资产

这些资产包括邻近公司的空置土地以及为伯亭私人所用位于圣马丁的度假别墅。它们并不产生收入或费用，因此不必调整损益表。它们的市场价值可以加入经营价值中，得到卡迪纳尔的总股权价值。

风险和价值因素

下面我们将讨论影响折现率和资本化率的因素，这些因素与卡迪纳尔独立公平市值相适应。表 16-8 和 16-9 展示了这一过程。

表 16-8　评估日时股权净利润应用的比率

符号	项　　目	增　　加	比　　率
	长期债券收益率①		6%
+	股权风险溢价 (R_m - R_f)②		7.5%
=	大型市值股票的平均市场回报		13.5%
+	规模风险溢价③		5.5%
=	调整为第 10 组公司的平均市场回报		19%
特定公司风险溢价：			
+	行业风险 (更大、更强的竞争对手)	3.00	
+	财务风险 (债务较多)	2.00	
+	管理风险 (薄弱的管理和缺乏后续计划)	2.00	
+	客户基础 (品牌忠诚度高)	(1.00)	6.00
=	股权净现金流回报率④		25.00
+	转化为净利润的回报率⑤		3.00
=	股权净利润回报率		28.00
-	长期可持续增长率⑥		- 4.00
=	股权净利润的资本化率		24.00

① 20 年美国联邦债券收益。

② 投资大型公开上市公司股票比无风险 20 年期美国债券所增加的风险产生了股权风险溢价。

③ 纽约股票交易所第 10 组微型上市公司的投资风险产生了规模风险溢价。

④ 这是回报率，或折现率，直接应用于净现金流，以投资者税后回报为基础。

⑤ 使用公司预期净利润与净现金流的比率，可以将净现金流回报率转化为净利润的回报率。

⑥ 长期可持续增长率见文中案例。

注：以上比率适用于本案例中的价值评估条件。本表提示了得出这些比率的过程，其中的数字只用于说明。对特定估值合适的比率必须考虑风险、经济和行业因素、有效期、所评估权益的规模以及评估目的。

表 16-9　加权平均资本成本 (WACC) 和投资资本净利润的资本化率

应用的比率：	
净利润回报率 (表 16-8)①	28.00%
债务成本 (基准利率 +)	10.00%
税率	40.00%
资本结构 (市场价值)②：	
债务	45.6%
股权	54.4%

计算 WACC 及资本化率

组　成	净　比　率	比　例③	对 WACC 的贡献
债务@贷款利率 (1-t)④	6.00%	.456	2.74%
股权回报率	28.00%	.544	15.23%
投资资本净利润的加权平均资本成本率			17.97%
减去：长期可持续增长率⑤			- 4.00%
投资资本净利润的资本化率			13.97%

① 表 16-8 得出的净利润回报率是股权折现率 28%。表 16-8 还说明了股权资本化率 24%，但没有用在这里的计算中。WACC 资本化率计算见表 16-9。

② 股权-债务组合以市场价值为基础。通过第 9 章的公式计算而得。这里的回报是投资资本的净利润，而不是 NCF_{IC}。为调整这一差别，C_E 从表 16-8 中的净现金流比率 25%改为净利润比率 28%。

③ 贷款利率 10%降低为债务资本成本 6%，利息费用减少带来税务补贴，债务成本净额因此而减少。

④ 长期可持续增长率见本文叙述部分，从折现率中减去这一增长率得到资本化率。

⑤ WACC 资本化率应用于投资资本净利润，如股权和债务基础上的利润回报。如果卡迪纳尔没有债务，这一比率等同于股权净利润。然后从投资资本价值中减去卡迪纳尔的实际付息债务，得到股权价值。

一、经济条件

随着宏观经济发展趋缓，预计将来 12 个月的广告开支将减少，这将给所有杂志带来负面影响。

二、行业和竞争考虑

行业销售由大型出版集团控制，他们与广告主联系紧密，拥有强大的分销体系。独立出版商面对着较高的经营成本，如纸张成本、邮寄费用以及较落后的技术。大量的杂志年内发行，但超过半数在 12 个月内倒闭，剩余杂志中的 95%在 5 年内倒闭。

三、财务情况与融资能力

公司负债较多，缺少资金进行技术更新。

四、管理

卢·伯亭已接近退休年龄，是公司惟一有高级管理能力的员工。公司缺少市场营销管理，高级管理团队薄弱。

五、读者情况

卡迪纳尔市场研究提供了大量数据，这些数据说明了需求未满足的北美读者的消费习惯和阅读口味。虽然较大的出版公司开始认识到这一潜在市场并着手开发，但卡迪纳尔作为独立经营企业要利用这些信息盈利，既缺乏资本又缺乏市场推广能力。

六、客户基础

因为杂志具有精美的照片、家庭气氛和低廉的费用，读者对卡迪纳尔的杂志具有相当的品牌忠诚度。

七、单期资本化模式计算独立公平市值

表 16-10 计算了投资资本的净利润 4992000 美元，表 16-9 计算得出加权平均资本成本，在两者的基础上，我们得到卡迪纳尔

100%股权的独立公平市值为 19434000 美元，投资资本总额为 35734000 美元。这一计算应用了单期资本化方法，因为卡迪纳尔在第 1 年到第 5 年回报很稳定，通过单期回报可以较准确地估计公司的经营业绩。另外选择长期增长率为 4%，在上述的经济、行业和公司条件下这一比率较适合于卡迪纳尔。

投资资本模型通常应用在兼并收购估值中，债务与股权的比重根据市值而不是账面价值进行调整。选择净利润而不选净现金流作为回报，尽管一般来说净现金流更常用。回报率从净现金流调整为净利润以免回报与回报率不匹配。

表 16-10 中的投资资本价值 35733715 美元分别除以第 5 年的标准 EBIT 和息税折旧摊销前收益（EBITDA）得出了 EBIT 和 EBITDA 乘数，如表 16-11 所示。

表 16-10　单期资本化方法下投资资本价值转化为股权价值

	价值（千美元）
标准化的投资资本历史净利润（表 16-7）	$ 4 800
在历史净利润基础上长期可持续增长 4%	× 1.04
标准化的投资资本预期净利润	$ 4 992
投资资本净利润的 WACC 资本化率（表 16-9）	13.97%
投资资本价值	$ 35 734
减：付息债务	$ 16 300
股权独立公平市值	$ 19 434

表 16-11　独立公平市值：调整后的 EBIT/EBITDA 乘数

	第 5 年	隐含的 EBIT 乘数	隐含的 EBITDA 乘数
第 5 年的标准化 EBIT	$ 7 650	4.67	
第 5 年的标准化 EBITDA	$ 9 250		3.86

基准上市公司法计算独立公平市值

基准上市公司法使用第 5 年的 3 个投资资本标准回报和经营乘数，得到了卡迪纳尔 100% 权益下的独立公平市值。我们找到足够多印刷出版行业的上市公司，它们与卡迪纳尔情况类似，因此可以用基准上市公司法在公开市场其他类似投资的价格基础上确定卡迪纳尔的价值。

基准上市公司法所应用的投资资本模型中，对债权人与股东的回报包括 EBIT、EBITDA 以及收入。这些回报与投资资本的市场价值（MVIC）比较，不与每股股权价格比较，因为回报是对债权人和股东而言的。基于对基准公司的研究与分析，考虑他们的经营业绩和战略优劣势，以及行业条件与趋势，我们根据不同的业绩衡量标准将这些公司与卡迪纳尔进行比较，然后计算每个基准公司的以下比率，包括其中位数与平均数：

- MVIC/EBIT。
- MVIC/EBITDA。
- MVIC/收入。

为了寻找合适的基准公司，我们确定如下的标准。

一、基准上市公司

- 行业：标准行业分类 SIC2841：印刷与出版。
- 规模：年收入介于 750 万美元与 7.5 亿美元（10 倍于卡迪纳尔的规模）之间。

- 时间：评估日的交易。
- 类型：少数权益交易。
- 经营：盈利公司，财务流动性好，有适当的财务杠杆，自由活跃交易。
- 增长：最近的历史增长率与预期增长率基本相似。
- 国别：美国公司。

选择的基准公司如下：

基　准　公　司		
名　　称	上一财年	上一财年的收入
CRP 公司	第 5 年 12 月 31 日	144 496 402
黑夜骑手	第 5 年 9 月 30 日	66 851 000
行业趋势	第 5 年 6 月 30 日	597 165 000
汉诺威媒体	第 5 年 3 月 31 日	361 822 000
休闲生活	第 5 年 12 月 31 日	662 501 000

以下是各公司的简介。

- CRP 公司：多元化的媒体公司，发行新技术类的 9 种期刊，也提供市场调研服务。
- 黑夜骑手公司：有 3 个子公司，出版与摩托车、货车运输和纹身有关的特殊兴趣类杂志。
- 行业趋势：出版 21 种行业类期刊与报纸，与待业协会结盟。
- 汉诺威媒体：出版、制作和发行基督教杂志，提供在线服务和书籍、礼品及文具。
- 休闲生活：定位于旅游市场，出版 3 份关于旅游和休闲的杂志。

从现有的公开渠道，我们收集了 5 家上市公司的信息，包括各

自的年报和美国证券交易委员会要求的 10 - K 表格，以及从各种股票研究报告及行业分析报告得到的信息。我们分析了各个公司的经营业绩、财务表现和现金流，根据行业和经济条件考虑各自的竞争地位。从以上这些数据中，我们总结了如表 16-12 的公司经营情况。

表 16-12　基准公司每股经营业绩

	每股 MVIC	每股 EBIT	每股 EBITDA	每股收入
CRP	$ 19.85	$ 1.12	$ 1.32	$ 15.27
黑夜骑手	$ 5.32	$ 1.62	$ 2.83	$ 17.73
行业趋势	$ 61.05	$ 9.63	$ 11.70	$ 88.48
汉诺威	$ 13.69	$ 1.58	$ 1.93	$ 11.80
休闲生活	$ 28.03	$ 4.92	$ 5.73	$ 63.70

根据表 16-12，我们在表 16-13 中得出了各种经营乘数，包括投资资本的市值比 EBIT、EBITDA 和每股收入，以及各自的中位数与平均数。这些乘数反映了投资者对这五家公司价值的认识，为卡迪纳尔的价值乘数的选择奠定了基础。

表 16-13　基准公司每股经营乘数

	MVIC/EBIT	MVIC/EBITDA	MVIC/收入
CRP	17.66	15.07	1.30
黑夜骑手	3.29	1.88	.30
行业趋势	6.34	5.22	.69
汉诺威	8.67	7.10	1.16
休闲生活	5.70	4.89	.44
平均数	8.33	6.83	.78
中位数	6.34	5.22	.69

卡迪纳尔的战略地位与经营业绩与基准公司进行比较，同时要考虑上述的各种风险因素，包括卡迪纳尔在管理上的限制、沉重的负债、读者的品牌忠诚以及更大更强的竞争对手。表 16-14 说明了卡迪纳尔与基准公司在某些财务表现上的比较。

表 16-14　比较卡迪纳尔与基准公司

	讨　论	与基准公司比较
流动性	卡迪纳尔的流动比率和速动比率都高于表 16-6 所示的行业平均水平。去年卡迪纳尔的流动负债增加，现金头寸下降	稍弱
资产管理	与任何一家基准上市公司比较，卡迪纳尔的总资产、应收账款、库存和固定资产相对其销售收入都明显偏高。这说明资产使用上的效率较低，大大减少了投资人的现金流	很弱
财务杠杆	卡迪纳尔的债务占总资产的比例虽然在过去 5 年里稳步下降，但债务水平高于 5 个基准公司中的 4 个	弱
盈利性	卡迪纳尔强大的盈利能力多少弥补了与基准公司相比资产管理上的不足	相当
成长性	卡迪纳尔过去 5 年里每年复合增长率达 15%，低于 5 个基准公司中的 3 个，但预期长期增长率与基准公司及行业标准类似	相当

在上述比较的基础上，表 16-15 显示了在考虑卡迪纳尔业绩与风险情况下根据基准公司所选择的价值乘数。

表 16-15　基准公司法基础上计算卡迪纳尔的投资资本价值

项目	第 5 年正常收益	×	价值乘数	=	预期投资资本价值
MVIC/EBIT	7 650	×	5.00	=	38 250
MVIC/EBITDA	9 250	×	4.00	=	37 000
MVIC/收入	75 200	×	.50	=	37 600

基准公司法估计股权价值

表 16-16 中投资资本的价值减去公司长期负债的市场价值，得到股权价值，在市场法下近似为 2 100 万美元。

表 16-16　基准公司法基础上计算卡迪纳尔的股权价值

项目	预期投资资本价值	-	长期负债的市场价值	=	预期股权价值
MVIC/EBIT	38 250	-	16 300	=	21 950
MVIC/EBITDA	37 000	-	16 300	=	20 700
MVIC/收入	37 600	-	16 300	=	21 300

兼并收购法计算独立公平市值

在寻找市场数据中，我们发现了可以用于比较的一场收购。这场交易发生于第 5 年的第一季度，格兰提出版公司收购了西部媒体。西部媒体是美国西南部地方报纸和电子新闻服务的 6 家连锁机构之一，在纳斯达克市场上市。格兰提的收购价格比西部媒体收购前股票价值溢价 72%，以格兰提的股票支付，是西部媒体预计 EBITDA 的 9 倍。过去 10 年格兰提进行了大量的收购地区性新闻机构的活动，反映了这一行业的长期整合趋势。进一步分析这些交易，我们认为交易所支付的价格和相应的乘数表现的是格兰提独有的协同效应，不能为卡迪纳尔的估值提供可靠的基础。总之，将市场建立在一场交易结果的基础上是不合适的。

放弃调整账面价值法

从公司所拥有的资产角度考虑卡迪纳尔的独立公平市值，应该调整账面价值。这一方法假定价值来自于特定有形资产和无形资产的出售，并不认为一般无形资产来源于公司的技术、客户基础、品牌以及其他商誉。一般的商誉价值可以通过收益盈余法计算，但不适用于兼并收购的估值。它只用于评估很小的公司，如专业服务机构，因此不用于评估卡迪纳尔。

独立公平市值的小结及结论

表 16-17 总结了卡迪纳尔独立公平市值的计算。应用我们在第 13 章中所述的价值调整，股权公平市值最后确定近似 2010 万美元，其中包括卡迪纳尔的非经营资产。

表 16-17　折现/溢价调整确定最终价值

		调整前		调整幅度		调整后			
估值方法	所评估的权益	价值	基础	控制性	流动性	价值	基础	权重	加权组成价值
投资资本净利润资本化	100%	$ 19 434 000	自由交易	0%	7%[a]	$ 18 074 000	控制性可流通	60%	$ 10 844 000
基准上市公司法	100%	$ 21 000 000	自由交易	0%	7%[a]	$ 19 530 000	控制性可流通	40%	$ 7 812 000
控制性可流通基础上的非上市公司 100%权益的经营资产的公平市值									$ 18 656 000
加：非经营性资产									$ 1 400 000
控制性可流通基础上的非上市公司 100%权益的公平市值									$ 20 056 000
除以发行流通在外的股数									1 000 000
控制性可流通基础上的非上市公司每股公平市值									$ 20.06

a. 缺乏流动性的折价估计为 7%，约等于出售公司的交易成本。

计算投资价值

投资价值的计算将使用多期折现方法，考虑收购所能取得的协同效应。

风险和价值因素

要评估欧姆尼投资卡迪纳尔的价值，必须确定股权折现率和加

权平均资本成本。表 16-18 显示了从表 16-8 和表 16-9 调整而得的折现率。欧姆尼是一家中型规模的上市公司，因此对其在规模上的调整要远远小于对卡迪纳尔的调整。此外，卡迪纳尔被欧姆尼收购后，大部分的特定公司风险因素得以消除。对于欧姆尼来说，收购后更多竞争对手的出现带来了一定风险，但这些风险也由于欧姆尼的规模和市场优势不复存在。然而，由于欧姆尼不具备卡迪纳尔所服务的乡村市场经验，要加上 1%的风险溢价反映欧姆尼进入了一个把握性较小的市场。欧姆尼的财务优势消除了卡迪纳尔独立经营时的财务与管理风险因素。

表 16-18　评估日股权净现金流应用的回报率 (折现率)

符号	项　　目	增加	比　　率
	长期债券收益率①		6%
+	股权风险溢价 (R_m - R_f)②		7.5%
=	大型市值股票的平均市场回报		13.5%
+	规模风险溢价③		1.00%
=	调整为中型市值公司的平均市场回报		14.5%
特定公司风险溢价：④			
+	行业风险 (更大,更强的竞争对手)	1.00	
+	财务风险 (债务较多)	0.00	
+	管理风险 (薄弱的管理和缺乏后续计划)	0.00	
+	客户基础 (品牌忠诚度高)	(1.00)	0.00
=	股权净现金流回报率⑤		14.50%

① 20 年美国联邦债券收益。

② 投资大型公开上市公司股票比无风险 20 年期美国债券所增加的风险产生了股权风险溢价。

③ 经验表明欧姆尼的规模依然需要大约 1%的规模风险溢价。

④ 欧姆尼缺乏相关市场经验，因此风险增加了。欧姆尼收购卡迪纳尔的协同效应部分来自于以下风险因素的消除或减少：薄弱的管理和卡迪纳尔收购前沉重的债务。欧姆尼认为潜在的客户基础降低了风险。

⑤ 这是回报率或折现率，直接应用于净现金流，以投资者税后回报为基础。

虽然对于收购后是否能保持卡迪纳尔原有的忠实读者保持疑问，欧姆尼的管理层还是被这一市场的潜在规模深深吸引。卡迪纳尔缺少相关的技能和资源来利用这些销售潜力，欧姆尼却可以取得这些协同效应，并且以此减少收购的风险。

表 16-18 中股权折现率 14.5%，表 16-19 的债务与股权市值确定债务成本 9%，两者结合得到 WACC 折现率 12.23%以及 WACC 资本化率 8.23%。

表 16-19　加权平均资本成本 (WACC) 和投资资本净现金流的资本化率

应用的比率：	
预计净现金回报率 (表 16-8)①	14.5%
债务成本 (基准利率)	9.00%
税率	40.00%
资本结构 (在欧姆尼的市场价值基础上②)：	
债务	25%
股权	75%

计算 WACC 及资本化率

组　成	净　比　率	比　例③	对 WACC 的贡献
债务@贷款利率 (1-t)④	5.40%	.25	1.35%
股权回报率	14.50%	.75	10.88%
投资资本净现金流的加权平均资本成本率			12.23%
减去：长期可持续增长率⑤			- 4.00%
投资资本净现金流的资本化率⑥			8.23%

① 预期净现金流所用的折现率参见表 16-18。

② 欧姆尼的股权—债务组合以各自市场价值为基础。

③ 债务股权结构比例 (见 b)。

④ 欧姆尼贷款利率是基准利率。

⑤ 长期可持续增长率见本文叙述部分。

⑥ WACC 资本化率应用在投资资本净现金流，即包括了给债权人和股东的回报净现金流。

很明显，比较表 16-19 中欧姆尼的 WACC 折现率 12.23%和表 16-9 中卡迪纳尔折现率 17.97%可以看出，卡迪纳尔由于欧姆尼的规模和业务深度在收购后比收购前的经营安全得多。因此，欧姆尼对卡迪纳尔投资价值超过独立公平市值的第一个因素就是降低风险。

标准化、协同效应和净现金流调整

表 16-20 显示了欧姆尼收购卡迪纳尔的预期投资资本净现金流的调整和计算。

表 16-20　投资资本基础上卡迪纳尔最大投资价值价值 (单位 :千美元)

项　　目	第 6 年	第 7 年	第 8 年	第 9 年	终年
投资资本标准化税前收入以预期独立经营时每年 4%的比率增长	7 956	8 274	8 605	8 949	9 307
协同效应					
伯亭的超额薪水	750	750	750	750	750
董事费用	40	40	40	40	40
遗散费用	- 800	- 800	0	0	0
交易成本	- 800	0	0	0	0
收入提高	0	1 000	1 000	1 000	400
销售成本的经济性	0	300	500	700	300
经营费用减少	200	400	400	400	100
总协同效应调整	- 1 610	1 690	2 690	3 190	1 590
调整后投资资本税前利润	6 346	9 964	11 295	11 839	10 897
税收 (40%,联邦及州)	- 2 538	- 3 986	- 4 518	- 4 736	- 4 359
投资资本标准化净利润	3 808	5 978	6 777	7 103	6 538
投资资本的净现金流调整					
折旧	1 800	2 400	2 000	2 000	2 000
资本化开支	- 6 500	- 4 500	- 4 000	- 4 000	- 2 400
营运资本变化	- 100	- 500	- 550	- 600	- 650
投资资本的净现金流	- 992	3 378	4 227	4 503	5 488

(续)

项　　目	第 6 年	第 7 年	第 8 年	第 9 年	终年
最终价值所用的资本化率 (折现率 12.23 减去长期可持续增长率 4%) 除以 8.23%					÷ 8.23%
最后一年投资资本净现金流的资本化价值					66 683
年中法 12.23% 折现因子 (第 10 年年末)	0.9 439	0.8 411	0.7 494	0.66 678	0.6 303
预期年份净现金流及资本化终值的现值	- 936	2 841	3 168	3 007	42 030
投资资本 (总现值) 的投资价值					50 110
减：付息债务的市场价值					- 16 300
股权投资价值					33 810
减：卡迪纳尔经营性股权并购前的市场价值 (表 16-17)					- 18 656
卡迪纳尔并购后经营性股权价值 (最大的投资价值) 的增加					15 154

一、卢·伯亭的薪酬

关于伯亭每年超过市场水平的 75 万美元，应将净现金流调整为与独立经营基础估值时相同。欧姆尼推断卡迪纳尔的管理薄弱，需要以市场水平的报酬支付一个首席执行官的薪酬。而且如果可能，伯亭应该继续留任，发挥他的专业知识辅助收购的进程。在组织交易时，考虑继续支付给伯亭超过平均水平的薪酬，对于买方来说这些费用可在税前扣除，而且对卖方只征收个人所得税。购买价格也可因为薪酬的超额支付得以降低，当然双方都应就有关法律问题咨询税务与法律专家。

二、杰弗瑞·梅耶的薪酬

不必调整梅耶的薪酬，预期收购后他不会在公司留任，另有人取而代之，公司将继续支付同样薪酬。

三、市场研究

市场研究信息对欧姆尼来说十分重要，尤其是收购者相信自身可以充分挖掘这一新兴市场。不必调整。

四、经营资产

欧姆尼不打算购买，所以不要求调整这些项目的回报。所以它们不作为公司经营价值的部份，但要加入对投资资本和股东的总体价值中。

五、董事会费用

卡迪纳尔每年与董事会有关的管理费用有 40 000 **美元，收购后将不再有这笔费用。**

六、遣散费用

欧姆尼管理层估计在收购后的前两年，每年要支付辞退员工的遣散费用约 800 000 **美元。**

七、交易成本

欧姆尼管理层估计与收购卡迪纳尔相关的法律、税务和中介成本将总计 180 **万美元，在收购时支付。**

八、提高收入

欧姆尼拥有更先进的客户关系管理软件，更多样化的分销系统

以及更强大的获取广告收入的能力。利用这些优势，卡迪纳尔第 6 年的收入增长将超过收购前预期 4%的水平，如表 16-20 第一行所示，投资资本的税前净利润在第 7 年到第 9 年将每年提高 100 万美元，第 9 年以后每年提高 40 万美元。此后，卡迪纳尔的增长率将近似于行业的年平均增长率 4%。

九、销售成本的经济性

一旦第 6 年改善了资本性开支，销售成本有望降低，如表 16-20 所示。这里我们再次强调在现实的评估情况下，这些预计的变化都有大量的分析和细节予以支持。

十、经营费用的改善

欧姆尼通过自身丰富的广告和分销系统减少了卡迪纳尔经营成本，第 6 年减少 20 万美元，第 7 到第 9 年减少 40 万美元，以后每年减少 10 万美元。

十一、折旧费用

折旧费用将增加，因为收购后的前几年资本性开支增大。

十二、资本性开支

欧姆尼将把最新的出版技术和多余的生产能力用于满足卡迪纳尔的部分需求。由于卢·伯亭本人也是交易的组成部分，公司的生产将保留在原有地点，第 6 和第 7 年资本性开支大幅增加，将卡迪纳尔的设备全部更新为现有标准。此后，资本性开支将与销售增长相适应。

十三、营运资金

营运资金将如表 16-20 所示增长，这与欧姆尼的现有经营情况

一致。欧姆尼的管理层并不期望收购时通过清算卡迪纳尔的多余应收账款和库存能产生大量现金流。在中期至长期，营运资金预期增长率为 4%。

多期折现法计算欧姆尼的投资价值

预期投资资本净现金流反映了协同效应和现金流的调整，卡迪纳尔的 100% 投资资本及股权投资价值分别为 50 110 000 美元和 33 810 000美元，如表 16-20 所示。

案例结论的几点考虑

研究完这个案例，读者可能怀疑估值的可靠性。大部分的读者，尤其是那些有着丰富估值经验的读者，将认为作者低估或高估了一个及多个竞争问题的重要性。你们是对的！虽然这一过程在正确执行时是正确的，但并不确切。

如果有读者就以上的信息准备参与卡迪纳尔的并购谈判，我们鼓励各位考虑如下的问题：

- 你仔细阅读过卡迪纳尔的每种杂志并与其主要竞争对手比较过吗？
- 你确信了解这一行业从“出版”到“媒体”公司的转变吗？
- 你对卡迪纳尔的设备有何印象？
- 你对卡迪纳尔员工的能力和士气有何印象？
- 你对伯亭的能力、动力和将来的计划有信心吗？
- 你对卡迪纳尔“忠诚的客户群”有信心吗？

- 你对上文所述协同效应的准确性、盈利的取得和估计的时间有信心吗？
- 如果作为一个卖方，你对欧姆尼的意图感觉如何？你对他们取得预期协同效应的信心有多大？
- 你怎样评价两个公司合并的有效性？
- 根据这一案例的事实与情况，交易作为资产出售和股票出售以及现金支付和股票支付各有什么优缺点？

这些问题不仅仅是细节，它们是交易过程中必须量化的定性变量，合理解决才能得出可靠的价值并为出售或收购决定提供坚实的基础。它们也是使得价值评估复杂化的问题；是为了取得交易成功，对于买方比对于卖方而言更重要的问题，并且需要具有一定的准确性。当然，估值要求合理的方法和恰当的应用。但是，最终这些定性的问题必须考虑、分析并量化。只有对这些问题给出了最合理的解答，你才可能对自己的价值评估结果充满信心。

就像我们在本书的第一段所述，通过这样的价值评估，买方和卖方可以在兼并收购中取得双赢。关键是理解什么是价值，什么是价值的驱动因素，以及为了在经营中塑造价值和怎样准确地衡量价值。

词汇表

Accounting controls	**会计控制**
Accounts receivable	**应收账款**
Accruals	**计提**
Acquisition（s）	**收购**
Acquisition analysis	**收购分析**
Adjusted book value	**调整账面价值**
Advertising capacity	**广告能力**
Advisory team	**顾问团队**
Alliances	**战略联盟**
Amazon.com	**亚马逊公司**
American Stock Exchange（AMEX）	**美国证券交易所**
Annual strtegic plans	**年度战略计划**
Asset approach	**资产法**
Asset turnover	**资产周转**
Balance sheet adustments	**资产负债表调整**
Beta	**贝塔**
Black-Scholes Option Model	**布莱克-舒尔斯期权定价模型**
Blockage discounts	**抛售折价**
Book value	**账面价值**
Bottom fishers	**抄底渔夫**
Buildup method	**组成法**
Buisiness combinations	**企业合并**
Buyer	**买方**

Capital	资本
Capital asset pricing model（CAPM）	资本资产定价模型
Capitalization of Earnings	收益资本化
Cardinal Publishing Company	卡迪纳尔出版公司
Cash positon	现金头寸
CEOs（chief executive officers）	首席执行官
CEO hubris	CEO 自大症
Change-in-control provisions	控制权变化条款
Cleaning house	清理资产
Coefficient of variation	变异系数
Cohn，Mike	麦克·科恩
Collars	套
Common stock	普通股
Company analysis	公司分析
Competitive analysis	竞争分析
Competitive Strategy	竞争战略
Contiguous acquisitions	关联收购
Control	控制
Control adjustments	控制调整
Control premiums	控制溢价
Corporate cultures	公司文化
Cost approach	成本法
Cost of capital	资本成本
Cost reductions	削减成本
Country risk	国家风险
Creation of value	价值创造
Customers	客户

Deal	交易
Debt	债务
Debt-free models	无债务模型
Decision trees	决策树
Deferred taxes	递延税款
Depreciation	折旧
Discounted Cash Flow	折现现金流
Discounts	折价
Distribution capability	分销能力
Double counting	重复计算
Due diligence	尽职调查
DuPont analysis	杜邦分析
Earnings before interest and taxes	息税前收益
Earnings before interest，taxes，depreciation，and amortization	息税折旧摊销前收益
Earnings before interest，taxes，research and development，depreciation and amortization	息税折旧摊销研发费用前收益
Earnings	收益
EDGAR	电子数据采集恢复系统
Effective termination clauses	有效终止条款
Employment agreements	雇佣协议
Equity	权益
Equity risk premium	权益风险溢价
Evergreen provisions	常青条款
Executive level	执行层
Executive summary	执行概要

Expected value	期望价值
Failure of M&As	并购失败
Fair market value	公平市值
Family businesses	家族企业
FDA	美国食品及药品管理局
Financial economies	财务经济性
Financial statements	财务报表
Finished goods	产成品
First in，first out（FIFO）	先进先出
First-year negative synergies	第一年负协同效应
Fixed assets	固定资产
Form 10-K annual reports	10-K表年度报告
Form 10-Q quarterly reports	10-Q表季度报告
Gernally accepted accounting principles（GAAP）	公认会计准则
Geographic area	地理区域
Gifing of stock shares	赠送股权
Going concern premise	持续经营假设
Goodwill	商誉
Growth	增长
Guideline public company method	基准上市公司法
Health care industry	保健行业
High-tech start-ups	高科技创业公司

Horizontal acquisitions	**横向收购**
Ibbotson Associates	**伊博森研究会**
I/C	**投资资本**
Ideal fit	**理想的切合**
Inaction	**无为**
Income approach	**收入法**
Income statement adjustments	**损益表调整**
Income to invested capital	**投资资本收入**
Industry	**行业**
Industry analysis	**行业分析**
Industry market structure	**行业市场结构**
Initial contact	**首次接触**
Initial public offerings (IPOs)	**首次公开发行**
Insurance	**保险**
Intangible assets	**无形资产**
Intergration	**整合**
Interest-bearing debt	**付息债务**
Interest rates	**利率**
Internal accounting controls	**内部会计控制**
Internal development	**内部发展**
Internal Revenue Service	**国家税务局**
International cost of capital	**国际资本成本**
International Equity Risk Premia Report and International Cost of Capital	**国际股权风险报告及国际资本成本报告**
Inventory	**库存**
Invested capital model	**投资资本模型**

Investment	投资
Investment value	投资价值
IPOs	首次公开发行
Joint ventures	合资企业
Key person discounts	关键人物折价
Lack-of-control discounts	非控股折价
Lack-of-control interests	非控股权益
Lack-of-marketability discount	流动性不足折价
Last in，first out（LIFO）	后进先出
Legal issues	法律问题
Letter of intent	意向书
Liabilities	负债
Licensing	授权许可
Liquidation premise	清算假设
Macroenvironmental risk	宏观环境风险
“Make-it-happen” pressure	做成交易的压力
Management	管理
Marketability	市场流动性
Market analysis	市场分析
Market approach	市场法
Marketing capacity	营销能力
Market multiples	市场乘数
MVIC/EBIT	投资资本市值/息税前

	收益
MVIC/EBITDA	投资资本市值/息税折旧摊销前收益
Market share	市场份额
Market structure	市场结构
Mergers and acquisitions	兼并收购
Mergerstat	并购统计
Mergerstat Review	并购统计评论
Midyear discounting convention	年中折现法
Mission statements	使命宣言
Modified capital asset pricing model	修正资本资产定价模型
Monte Carlo simulation	蒙特卡洛模拟
Motivations	动机
Multiple-period discounting method	多期折现模型
NASDAQ	纳斯达克
Negotiation (s)	谈判
Net book value	账面净值
Net cash flow	净现金流
Net cash flow to invested capital	投资资本净现金流
Net present value	净现值
New York Stock Exchange (NYSE)	纽约证券交易所
Nonfinancial issues	非财务问题
Nonpublic company value creation	非上市公司价值创造
Nonpublic entities	非上市实体
Nonrecurring/nonoperating assets and liabilities	非重复性/非经营性资产和负债

Nonvoting shares	无投票权股份
North American Industry Classification System (NAICS)	北美行业分类系统
Off balance sheet assets	资产负债表外资产
Off balance sheet liabilities	资产负债表外负债
Offering memorandum	招股备忘录
Operating strategy	经营战略
Opportunity cost	机会成本
Outsourcing of acquisition process	收购过程的外包
Ownership structure	所有权结构
Passing the Torch	传递火炬
Past performance	历史经营业绩
Planning	规划
Porter，Michael E.	迈克尔·E·波特
Portfolio discounts	组合折价
Preferred stock	优先股
Premium (s)	溢价
Prepaid expenses	预付费用
Price	价格
Price/book value (P/BV)	价格/面值
Price/cash flow (P/CF)	价格/现金流
Price/earnings (P/E) ratio	市盈率
Price/revenues (P/R) ratio	价格/收入比
Price-to-earnings (P/E) multiple	价格收益乘数
Process improvements	流程优化
Product and services	产品和服务

Products	产品
Profit margin	利润率
Public company value creation model	上市公司价值创造模型
Purchasing power	购买力
Raw materials	原材料
Real option analysis (ROA)	实物期权分析
Reconciliation	调整
Required performance analysis (RPA)	经营业绩目标分析
Research and development (R&D)	研究开发
Return	回报
Revenue enhancements	增加收入
Revenue Ruling	收入规则
Revenues	收入
Risk	风险
Risk analysis	风险分析
Risk drivers	风险因素
Risk-free rate	无风险利率
Robert Morris Associates (RMA)	罗伯特莫里斯研究会
Rule 144	144 规则
SBBI Valuation Edition 2001 Yearbook	SBBI 价值评估 2001 年度报告
SCP	小公司溢价
SCRP	特定公司风险溢价
SEC	美国证券交易委员会
Second guess	无据猜测

Seller (s)	卖方
Selling brochure	销售宣传册
Services	服务
Single-period capitalization method	单期资本化方法
Sirower, Mark L.	马克·L·西罗尔
Small company premium	小公司溢价
Specialists	专家
Specific company risk	特定公司风险
Specific company risk premium (SCRP)	特定公司风险溢价
Stand-alone fair market value	独立公平市值
Standard deviation	标准差
Standard Industry Classification (SIC)	标准行业分类
Standard & Poor's 500	标准普尔 500
Statistical analysis	统计分析
Stock	股票
Stocks, Bonds, Bills and Inflation	股票、长短期债券和通货膨胀
Stock transactions	股票交易
Stock transfers	股权转让
Strategic planning	战略规划
Strategic value	战略价值
Strategic vision	战略愿景
Substitution	代替法
Supplier relations	供应商关系
SWOT analysis	SWOT 分析
Synergy	协同效应
The Synergy Trap	协同性陷阱

Systematic risk	**系统风险**
Systems integration	**系统整合**
Target company	**目标公司**
Taxes	**税收**
Team (s)	**团队**
Technology and process improvements	**技术和流程优化**
Terms of sale	**出售条款**
Timing factors	**时间因素**
Transaction data method	**交易数据法**
Trapped-in gains	**陷阱式收入**
Turnarounds	**经营好转**
U.S. Food and Drug Administration	**美国食品及药品管理局**
U.S. Securities and Exchange Commission	**美国证券交易委员会**
Valuation	**价值评估**
Value	**价值**
Value creation	**价值创造**
Value drivers	**价值驱动因素**
Value management	**价值管理**
Value reconciliation	**价值调整**
Variance	**方差**
Vertical acquisitions	**纵向收购**
Vision	**愿景**
Warranty obligations	**担保债务**

Weighed average cost of capital	**加权平均资本成本**
“Win-win” beneffits of M&As	**并购双赢益处**
Work in progress	**在制品**
Yahoo！	**雅虎**

后　记

价值评估是兼并收购的核心，一场并购的过程充满了各方对企业价值的评估和谈判。企业的价值如同一个万花筒，不同的收购方和被收购方具有不同的视野。如果说这本身已经是五彩斑斓的，那么非上市企业的价值评估就更加纷繁复杂。难得的是，本书的两位作者条分缕析，清晰地阐述了兼并收购非上市企业所面临的种种问题，通过从理论和实践上对价值评估的探讨，将塑造价值的因素一一呈现在读者眼前。本书的构架和语言使得读者易于跟随作者，一边思索一边深入到价值评估的实质。

非上市企业的价值评估是科学性和艺术性的结合，其中既有经典的模型，也有对战略的判断，还有将预期转化为实际协同效应的经营和运作。正如作者在最后一章的案例中提出的开放性问题一样，每一案例都具有不确定性和其他可能性，这也正是价值评估的独特魅力所在。衷心祝愿各位读者阅读本书有所思、有所得。

在翻译本书的过程中，杨如冰博士给予了我最真诚的帮助。我们的讨论小到用词，大到模型的应用，伴着清茶成为我温馨的回忆。同时，我所尊重的汪洱女士，以细致而敏锐的眼光为本书的翻译提出了许多良好的建议，保证了译文的准确和可读性。在此向两位女士表示深深的谢意。我也要感谢我的丈夫和儿子，虽然他们远在千里之外，但每日的电话是我重要的精神食粮，激励我认真严谨

地完成翻译。

为本书的策划和出版做出了重要贡献的有：赵民、高晓春、胡少敏、许朝辉、张江燕、王敏、陈辉、王坦、陈立华、景迎和段佳琳。在此，我向所有给予我帮助的家人和朋友们表示衷心的感谢。

在编译的过程中我们力求做到表述的准确、清晰，但是由于时间和水平所限，难免有不妥之处，欢迎读者指正，以便在再版时进行修正。为信请致：annieguo89@sohu.com，wanger@sinotrust.com.cn。

译者

2003 年 5 月

一品智慧丛书

传播领域新知·指导专业实战

一品智慧丛书·一品营销智慧

- 人员推销教程 :理论·技巧·案例
- 营销业务与法律 :企业规范化营销要诀
- 制胜在终端 :市场终端的 APEPM 系统化行销
- 新企划力 :创意思考解决难题的六大能力
- 新企划人 :一个新鲜企划人的自我修炼
- 市场推广业务手册 :锁定成功的要诀
- 业务 EQ :顶尖销售人的自我修炼

一品营销智慧·企业营销智囊库系列

本系列丛书每一分册均汇集了 100 个国内外企业成功的典型范例,与市场上众多的同类书籍相比,本系列图书具有两大特色 :一是案例短小精悍,且以国内案例为主,我们不追求案例素材的面面俱到,只看重它运作成功的"神来之笔";我们目睹过太多国外公司的辉煌业绩,但我们更需要"亲身体验"国内企业的成功整合 ;二是案例分析与知识介绍有机衔接。本系列图书在案例之后特别为读者提供了精当的点评,为了帮助读者更好地体会与运用案例中的妙处,还设计了"相关知识链接"部分以供学习参考。

- 100 个成功的品牌策划

给品牌取名≠塑造品牌,"创品牌"也并非只是可口可乐、宝洁等国际知名品牌的专利,任何一家企业都应该问 :究竟什么是品牌?从

哪些方面着手去创建和管理一个品牌？需要什么样的品牌战略？在您轻松阅读本书时都将找到答案。

- 100 个成功的广告策划

能提出具有创意的广告构想已属难能可贵，要让佳构被人接受也同样不易，如何让构想发展成真正伟大的创意，达到使商品畅销抢购、供不应求的境界呢？本书将为您提供众多精彩的广告实战案例，让您通过向高手学习，达到好中最好。

- 100 个成功的公关策划

公关需要创意，需要灵感，需要天才！如何使商品由“养在深闺人未知”变成“天下谁人不知君”——来策划一场成功的“公关秀”吧！所有的技巧与方法都将由本书娓娓道来。

- 100 个成功的卖点策划
- 100 个成功的促销策划

企业需要促销，重视促销，促销是冲破难局、取得竞争优势的“倚天一剑”。本书告诉您如何策划成功的促销活动，为您创造光明的远景。

一品营销智慧·行业营销实战精典系列

- 第一流的汽车营销 精典案例全接触
- 第一流的房地产营销 精典案例全接触
- 第一流的文化产品营销 精典案例全接触
- 第一流的服务业营销 精典案例全接触
- 第一流的高新技术产品营销 精典案例全接触

企业是立足于地面上的，而第一流的营销却可以让您的企业一飞冲天。不同行业熠熠生辉的品牌无一不借营销之力。本系列图书通过案例的形式揭示了各行业成功企业“打天下”的成功经验，并以专论的方式进行了系统的总结与归纳。想赢得商战胜利的经营者，不可不读！

一品营销智慧·顾客关系管理系列

- 制胜之理
- 制胜之道
- 制胜之法

没有哪一个时代像今天一样，把顾客对企业的影响力看得如此重要。企业所有的活动都在围绕着顾客进行运作，顾客对于企业的重要性无论怎样形容都不为过。企业要引进和实施顾客关系管理，就必须知其然又知其所以然。本丛书浓缩智慧、提炼精华，将为您提供最切实的帮助。

一品智慧丛书·一品管理智慧

- 我为会展狂 如何经营成功的会展
- 100 个领导高手的故事
- 高科技竞争与创新 :竞争优势策略分析模式实证

一品管理智慧·总裁成功系列

《总裁成功系列》汇集了领袖论与实践、企业战略以及充分发挥人力资源潜力三方面的书籍。

- **总裁思维：像真正的 CEO 一样思考与行动**

讲述了本书从企业的经营环境和经营理念出发，总裁应如何认识企业的优势和劣势，并制定相应的战略目标和战略措施，合理地运用人力、物力、资金、技术和无形资产，达到企业的战略和经营目标。另外，本书还阐述了总裁领导企业实现目标所必需的领导能力和危机处理与应变能力。

- **领袖公仆论：一个体现领导能力实质的简单故事**

领导能力无疑是一个出色的 CEO 所必需的关键素质。本书阐述了有关领袖实质的一个简单而深邃的道理：领导能力的基础不是权力，而是基于个人关系、关爱、服务意识和牺牲精神而产生的权威。

- 永远忠诚：美国海军陆战队领导能力训练和实践借鉴

本书借鉴美国海军陆战队的领导实践，从招募优秀人才、基本培训、行动领导和组织领导等领导实施方面，阐述领导能力的另一个重要因素：培养一支忠贞不渝的追随者队伍。

- 战略远见：制定前瞻性战略的战略决策工具

本书介绍了如何确定经营战略的基本要素，如何将这些要素应用到你所在的行业和企业中，以及如何使用一种全新的方法将这些要素结合起来，用以了解和制定你以前并不知道的战略。

- 战略概念：战略规划的思想和实现过程

企业的战略，决定企业是否在做正确的事情，在激烈竞争的市场环境下，战略尤其重要，也是企业成功的关键。本书详细阐述了经典的战略规划的全部过程、步骤和工具，使企业能制定出适合自己的，并行之有效的前瞻性经营战略。

- 战略创新：形成创造性成功战略的革新思想和工具

你可能已经发现，以前的战略方法，包括可持续竞争优势这一热门概念，都已经变得毫无作用。企业可取的方法是通过系统地创造和利用机会，决定自己的发展道路。这是有远见卓识的思想家们一直采取的方法，也是本书所要讨论的内容。本书出了许多重大企业战略的模型，将令你耳目一新，对你的企业有所裨益。

- 充分释放智力资本的潜能：从人类本性出发揭示企业内部智力资本的奥秘

本书深入剖析人性和人类行为的基本要素，提出人力资源管理的新思路和新方法，以使员工在企业内能有效地协作和积极地创新。

- 未来人力资源管理：48 位世界思想领袖谈人力资源管理变革

人才是公司最宝贵的财富，吸引优秀的人才，并充分挖掘和发挥人力资源的潜力，是企业 CEO 最重要的工作和经常面临的难题。本书汇总了世界上 48 位思想领袖，对 21 世纪人力资源管理和变革的

真知灼见。

一品管理智慧·专业经理业务实战手册系列

- 物流经理业务手册——掌握工作方法与技巧的捷径
- 品质经理业务手册——掌握工作方法与技巧的捷径
- 顾客服务经理业务手册——掌握工作方法与技巧的捷径
- 产品研发经理业务手册——掌握工作方法与技巧的捷径
- 培训经理业务手册——掌握工作方法与技巧的捷径
- 信息经理业务手册——掌握工作方法与技巧的捷径

企业部门经理的工作是关乎企业生存与发展的一个重要的环节。此中意义不言而喻。您怎样才能成为部门业务顶级人才与卓越领导者？——来阅读本丛书吧！本丛书从实际出发，运用简捷、适当的笔触介绍了部门经理在工作中所能遇到的各个方面业务的处理手段与技巧。并引用了大量实例，许多成败的经验都可供借鉴。无疑这将增加的适用性。也许其中的一个方法、一个观点、一个策略就将会使您受益无穷。

一品管理智慧·采购业务运作精要系列

- 企业采购业务运作精要：基于 ERP、SCM 与电子商务
- 供应商管理业务精要：轻松成为竞争赢家
- 采购谈判与合约业务精要：占领先机从纸上开始

在新的竞争环境中，企业越来越面临着缩短交货期、提高产品质量、降低成本和改进服务的压力。同时，传统的标准化生产方式已不再能使企业继续获得效益，市场环境要求企业必须具有根据每一个顾客的特别要求定制产品或服务的能力。于是，有战略眼光的企业便开始寻求一种变通方法——即转向实施供应链管理，与供应链伙伴进行运营协作，共同寻求降低运营成本的途径。而采购管理就是供应链管理的关键环节，采购业务的运作与管理就成为了重要的战略砝码！本丛书就将这一重要砝码的运用精要一一呈现给您。

一品管理智慧·咨询业务精进指要系列

- 咨询业务的全程运作
- 咨询顾问专业沟通技能
- 咨询顾问培训技能提升
- 进阶高级咨询顾问
- 高级咨询顾问专业必备手册
- 咨询工具与专业表格
- 咨询顾问分析力提升与思维创新
- 创办咨询公司：战略与运营

本丛书基于大量的咨询实践，由诸多高级咨询专家的参与设计，全面而又深入地阐述了咨询业界最佳实践的基本原则和实效技能，以实用性为准绳，以可读性为导向，使您循序渐进地去领略、探索、体验一个既陌生又熟悉的咨询世界，相信您必将会成为一名优秀的管理咨询顾问！

“一品智慧丛书”读者服务卡

编号：_____ 区域_____ 存档号_____

感谢您购买本书，请您详细填写本卡寄给我们，以便能够为您提供更优秀的图书，并可获得精美礼品。

您购买的图书书名：_____

您得知或获得本书的途径：

书店_____市（县）_____书店

商场　学校　书店　网站

其他_____

您认为本书：

	很好	好	尚可	差	很差
专业性：	□	□	□	□	□
文笔：	□	□	□	□	□
内容：	□	□	□	□	□
装帧、版式设计：	□	□	□	□	□
选题水平：	□	□	□	□	□
印刷质量：	□	□	□	□	□

您认为本书的定价：

□太高□偏高□合适□太低□偏低

（您认为最合适的价格为_____元）

您感兴趣的经济、法律类读物有：

□管理学□金融□营销□人力资源管理□财税□法律理论□法律实务□其他_____

您感兴趣的经济、法律读物类型是：

□原版图书□原版教材□国内参考书□翻译本教材□翻译本参考书□其他_____

哪些因素影响您购买图书：

□封面（底）推荐作者及出版社□封面设计及版式□前言□

索引及目录□插图及表格□价格□其他_____

您急需的图书有：

_____

_____

您的建议和要求：

_____

_____

_____

请附您的资料

姓名_____年龄_____

文化程度_____职业_____

职务_____

通讯地址_____

_____

邮编_____电话_____

E-mail _____

如果您愿意翻译英文版经济法律类书籍，或出版编著的经济法律类著作，请另附您的简历和联系办法。

请寄：

北京·机械工业出版社·经济法律图书编辑室·一品智慧丛书策划　收　邮编：100037

或发电子邮件至：

E-mail：cmplily@yahoo.com.cn；lilychen33@sohu.com

谢谢您的合作！您将获得我们寄上的精美礼品一份！

《一品智慧丛书》部分可供书目

一品智慧丛书·一品营销智慧

序号	书　　名	定　　价
1	人员推销教程：理论·技巧·案例	26.00
2	营销业务与法律：规范化营销要诀	29.00
3	制胜在终端：市场终端的 APEPM 系统化行销	20.00
4	新企划力：创意思考解决难题的六大能力	15.00
5	新企划人：一个新鲜企划人的自我修炼	12.00（估）
6	市场推广业务手册：锁定成功的要诀	25.00
7	业务 EQ：顶尖销售人的自我修炼	16.00
一品营销智慧·企业营销智囊库系列		
8	100 个成功的品牌策划	26.00
9	100 个成功的广告策划	23.00
10	100 个成功的公关策划	26.00
11	100 个成功的卖点策划	25.00
12	100 个成功的促销策划	24.00
一品营销智慧·行业营销实战精典系列		
13	第一流的汽车营销：精典案例全接触	28.00
14	第一流的房地产营销：精典案例全接触	28.00（估）
15	第一流的文化产品营销：精典案例全接触	28.00（估）
16	第一流的服务业营销：精典案例全接触	28.00（估）
17	第一流的高新技术产品营销：精典案例全接触	28.00（估）
一品营销智慧·顾客关系管理系列		
18	制胜之理	26.00
19	制胜之道	26.00
20	制胜之法	26.00（估）

一品智慧丛书·一品管理智慧

序号	书　　名	定　　价
1	我为会展狂：如何经营成功的会展	19.00
2	100 个领导高手的故事	18.00
3	高科技竞争与创新：竞争优势策略分析模式实证	18.00
一品管理智慧·采购业务运作精要系列		
4	企业采购业务运作精要：基于 ERP、SCM 与电子商务	32.00
5	供应商管理业务精要：轻松成为竞争赢家	19.00
6	采购谈判与合约业务精要：占领先机从纸上开始	25.00（估）
一品管理智慧·企业管理智囊库系列		
7	100 个成功的会展策划	28.00（估）
8	100 个成功的人力资源管理	28.00（估）
9	100 个成功的商业计划	28.00（估）
10	100 个成功的运作管理	28.00（估）
11	100 个成功的物流运作	28.00（估）
12	100 个成功的资本运作	28.00（估）
13	100 个成功的项目管理	28.00（估）
一品管理智慧·企业危机解决方案系列		
14	危变：企业人力资源管理危机解决方案	29.00
15	智变：企业财务危机解决方案	28.00（估）
16	谋变：企业营销危机解决方案	28.00（估）
一品管理智慧·总裁成功系列		
17	未来人力资源管理：48 位世界思想领袖谈人力资源管理变革	35.00（估）
18	领袖公仆论：一个体现领导能力实质的简单故事	20.00（估）
19	战略概念：战略规划的思想和实现过程	28.00（估）
20	总裁思维：像真正的 CEO 一样思考与行动	28.00
21	战略远见：制定前瞻性战略的战略决策工具	19.80
22	战略创新：形成创造性成功战略的革新思想和工具	28.00
23	永远忠诚：美国海军陆战队领导能力训练和实践借鉴	20.00
24	充分释放智力资本的潜能：从人类本性出发揭示企业内部智力资本的奥秘	20.00（估）
25	战略实践：正确的战略行动实践案例	25.00（估）

(续)

序号	书　　名	定　　价
一品管理智慧·专业经理业务实战手册系列		
26	物流经理业务手册——掌握工作方法与技巧的捷径	29.00
27	品质经理业务手册——掌握工作方法与技巧的捷径	26.00
28	客户服务经理业务手册——掌握工作方法与技巧的捷径	26.00
29	产品研发经理业务手册——掌握工作方法与技巧的捷径	21.00
30	培训经理业务手册——掌握工作方法与技巧的捷径	25.00（估）
31	信息经理业务手册——掌握工作方法与技巧的捷径	25.00（估）
一品管理智慧·成功企业运作模式系列		
32	解读研发：企业研发模式精要·实证分析	26.00（估）
33	解读营销：企业营销模式精要·实证分析	26.00（估）
34	解读管理：企业管理模式精要·实证分析	26.00（估）
35	解读资本运营：企业资本运营模式精要·实证分析	26.00（估）
36	解读创新：企业发展模式精要·实证分析	26.00（估）
一品管理智慧·咨询业务精进指要系列		
37	咨询业务的全程运作	25.00
38	咨询顾问专业沟通技能	25.00（估）
39	咨询顾问培训技能提升	25.00（估）
40	进阶高级咨询顾问	25.00（估）
41	高级咨询顾问专业必备手册	25.00（估）
42	咨询工具与专业表格	25.00（估）
43	咨询顾问分析力提升与思维创新	25.00（估）
一品管理智慧·并购重组系列		
44	制胜并购：面向市场的计划和整合指南	30.00（估）
45	兼并收购和其他重组活动：过程、手段、案例和解决方案的综合方法	65.00（估）
46	并购估值：非上市公司的价值创造	20.00（估）
47	并购之后：并购后成功整合的 7 个规则	20.00（估）

一品智慧丛书·一品法苑智慧

序号	书　　名	定　　价
1	律师金融业务实战百事通	36.00
2	律师知识产权业务实战百事通	32.00
3	律师房地产业务实战百事通	35.00（估）
4	律师证券业务实战百事通	25.00
5	律师公司业务实战百事通	32.00
6	律师涉外经贸业务实战百事通	36.00

一品智慧丛书·一品职场智慧

序号	书　　名	定　　价
1	外企高薪职位面试指导（2003 版）	32.00
2	守住蛋糕的 76 条法则：个人职场维权完全手册	26.00

一品智慧丛书·一品生活智慧

序号	书　　名	定　　价
1	买房致富——房产投资完全秘笈	28.00
2	慧眼识食品：家庭食品选购与识别	16.00
3	慧眼识汽车：家用汽车及汽配产品选购与识别	18.00
4	慧眼识家居：家庭建材及家俱选购与识别	18.00（估）
5	慧眼识家电：家电产品选购与识别	18.00（估）
6	慧眼识通信：家庭通信产品选购与识别	18.00（估）
7	慧眼识美容：家庭美容化妆用品选购与识别	18.00（估）
8	慧眼识服饰：家庭服装服饰产品选购与识别	18.00（估）
9	慧眼识医药：家庭医药用品及保健品选购与识别	18.00（估）
10	慧眼识 IT：家庭 IT 产品选购与识别	18.00（估）
11	慧眼识欺诈：明辨消费的陷阱	18.00（估）

注：1. 本表所列价格如与图书标示价格不符，以图书标示价格为准。

2. 本书目所列图书为 2003 年 6 月份前出版品种。

联系我们：

“一品智慧丛书”

北京·机械工业出版社·经济法律图书编辑室

邮编：100037　　**电话：**(010) 88379706

http：//www.cmpbook.com

E-mail：cmplily@yahoo.com.cn；lilychen33@sohu.com