

估值是一切投资决策的灵魂
无形资产估值则是这个灵魂之核

无形资产估值

如何发现企业价值洼地

EQUITY
VALUE
ENHANCEMENT

A Tool to Leverage Human and Financial Capital While Managing Risk

[美] 卡尔 L. 希勒 (Carl L. Sheeler) 著
李必龙 罗军 李羿 等译



机械工业出版社
China Machine Press

无形资产估值

如何发现企业价值洼地

EQUITY
VALUE
ENHANCEMENT

A Tool to Leverage Human and Financial Capital While Managing Risk

[美] 卡尔 L. 希勒 (Carl L. Sheeler) 著
李必龙 罗军 李羿 等译



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

无形资产估值: 如何发现企业价值洼地 / (美) 卡尔 L. 希勒 (Carl L. Sheeler) 著; 李必龙等译. —北京: 机械工业出版社, 2017.5

书名原文: Equity Value Enhancement: A Tool to Leverage Human and Financial Capital While Managing Risk

ISBN 978-7-111-56838-4

I. 无… II. ①卡… ②李… III. 企业-估价-无形资产管理 IV. F273.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 085438 号

本书版权登记号: 图字: 01-2017-0736

Equity Value Enhancement: A Tool to Leverage Human and Financial Capital While Managing Risk.

ISBN 978-1-118-87100-3

Copyright © 2016 by John Wiley & Sons, Inc.

This translation published under license. Authorized translation from the English language edition, Published by John Wiley & Sons. Simplified Chinese translation copyright © 2017 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher. Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 John Wiley & Sons 公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行。

未经出版者书面许可, 不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有 John Wiley & Sons 公司防伪标签, 无标签者不得销售。

无形资产估值: 如何发现企业价值洼地

出版发行: 机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码: 100037)

责任编辑: 施琳琳

责任校对: 李秋荣

印 刷: 中国电影出版社印刷厂

版 次: 2017 年 6 月第 1 版第 1 次印刷

开 本: 170mm × 242mm 1/16

印 张: 24.25

书 号: ISBN 978-7-111-56838-4

定 价: 75.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 68995261 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com

版权所有 • 侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问: 北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

在我们的控股公司和我帮助运营的两家家族理财机构里，价值创造的运作方案本身就价值数百万美元，而且可以运用于许多不同的行业或资产类别之中。在这个行业里，多数书籍都聚焦于统计数字，或强调那种过时的唯费用论模式，更是没有其他出版物能像本书这样，深入阐述了如何为超级富裕家族构建驱动价值创造的运作架构。

事实上，当你开始阅读本书时，你就会意识到它所述的对象是处在另一个运作水平的专业人士。一直以来，在我们家族理财机构和上亿美元家族的私密聚会上，我不时地雇请卡尔发表演讲。当你阅读本书时，你就会真正明白我为何要一以贯之地这样做。很高兴你会花时间阅读本书。

——理查德·威尔逊 (Richard C. Wilson)

畅销书《家族理财机构：创建、运营和管理家族理财机构的投资》(*The Single Family Office: Creating, Operating, and Managing Investments of a Single Family Office*) 作者

威尔逊控股公司董事

卡尔的书为估值这个专业带来了一个令人耳目一新的变化。目前，市面上绝大多数权益估值的文献都陷入了技术性和方法论的窠

白，但卡尔却跳了出来，探索了一些独特的概念和工具，诸如治理、关系、风险、知识（GRRK），以及风险的甄别、管理、缓释等。这些都可为企业带来权益价值的提升。

这是一本很有价值的书，尤其是对具有下述特质的估值专业人士：渴望不仅是向客户提供那种日常的大路货服务，希望还能成为整体顾问团队的一分子，帮助企业成事——降低经营风险，善用宝贵的无形资产，并使之价值最大化。

——安吉拉·萨丹（Angela Sadang）

MBA、ASA、CFA、董事

马克斯-潘尼斯有限公司财务顾问部

卡尔是一个非常善于思考的人。在接触家族企业和上市公司时，卡尔运用的是一种系统的方法，而不是依赖于某个单点。我成长于一个在制造领域拥有企业的家族，并与许多家族企业有过合作。我的亲身经历告诉我，卡尔清楚一些家族企业与生俱来的东西，唯有这样，才能为家族企业提供真正的价值。

在评估企业价值、辨识挑战和实施治理方面，卡尔极具天赋。与他合作的经历告诉我，他是一个我非常乐于再次合作的人，因为他创造价值和帮助企业成长的能力，不仅优秀过人，而且始终如一。

——詹姆斯·希尔（James M. Hill）

私募股权运作集团主席

班尼士-弗雷兰德-寇博兰-阿尔诺夫有限责任合伙企业前管理合伙人

本书揭示的真理，既普适又尚未被大众所认识：价值创造于人与人之间的关系网、人们相互的交谈和承诺。如果不能超越数字看到文化和系统的因素，就很难解释全球范围内并购活动价值毁损的惨淡记录。对于正在寻求持续价值创造战略的执行官、顾问和投资者来说，卡尔的书是必读之物！

——保罗·斯维尼（Paul Sweeney）

伯克利调研集团（英国）有限公司执行董事

虽然顾问是为客户提供咨询的，但卡尔（基于他 20 多年的经验和研究）却

是以这些顾问为服务对象，以便他们能够更好地为其客户提供帮助。作为一个专业评估师，我完全赞同卡尔的观点：要想看清驱动经营业绩的谜底，GRRK非常重要！我可以确定，读了本书之后，评估师和其他顾问将能够成为可信赖的顾问，能为客户提供他们所需的提升其企业价值的咨询建议。

——王诚军

PhD、FRICS、ASA、FCPV、FCPA

中和评估有限公司副董事长、资深合伙人

对于企业老板、大公司以及为这些公司提供各种服务的人来说，卡尔的这本书是一个唤醒的钟声。卡尔揭示了与企业价值有关的有形资产和无形资产的动因。对于企业老板及其顾问来说，他的视角弥足珍贵。

目前，市场上有很多企业价值的误解和误估方式，这就更加彰显卡尔解读方式的深刻和重要了。他做了一件经典的工作：为理解企业价值的有形资产和无形资产动因奠定了基础，并为评估和优化顾问团队提供了方法。此外，本书还为顾问清晰地阐述了价值创造的来源。

对于多元服务的提供商，卡尔提倡差异化的重要性，方法是通过超越自己的专业技术知识，提供能够帮助老板提升企业价值的宝贵视角及其相关建议（建立在对生态系统的了解之上）。总之，本书为所有企业领导和服务于他们的专业人士，提供了深刻的洞见和不可或缺的学习工具。

——卡罗兰·罗宾斯 (Carol E. Robbins)

企业执行力的策动者和数据智能品牌培育商

这不是一本将会躺在书架上的书，因为它是一个可以运用的工具。卡尔把复杂的概念转变为易懂易行的建议。那种被卡尔称之为“技术短视”的做法，每年都要蚕食掉企业老板大量的金钱（本不应该如此）。顾问和老板要想让巨额的世代财富得以顺利传承，那么卡尔的这本书就是必读之物。

——埃里·哈丁 (Ailie Harding)

橘子维基有限合伙企业和传承规划网 (PlanforTransition.com) 合伙人

从卡尔的书中，你会发现现代企业的基本特征，即需要通过独特的方式，创造有效的无形资产。作为一个教授，本书让我意识到：商学院应该帮助学生辨识资产负债表无法披露的无形资产。本书打开了一扇新的窗口，向读者展示了如何利用创新的思维和方法，超越传统估值分析的局限，判断一家企业的价值。

——汪海粟

企业价值研究中心理事

中南财经政法大学教授

卡尔的书成功地给评估界和咨询界留下了这样一种深刻的印象，即风险的甄别和度量并非是一项什么人都可以做的事。真正的机会在于是否能够建立一种战略和文化，以便老板及其顾问能够协调他们的行为，巧用他们的知识和关系。

本书的重点是论述了风险管理和缓释的必要性，在实践中，这往往被忽略了。实际上这种要求会把这个行业的半吊子和专业人士区别开来。并且，它使顾问在能够获得利润丰厚的项目的同时，还能使老板及其顾问在流动性和遗产的运作上得到与众不同的成果。

——约翰·帕格里阿 (John K. Paglia)

PhD、CFA、CPA

佩珀代因大学格拉齐亚迪奥商学院，金融系副主任、副教授

卡尔通过创建治理、关系、风险和知识 (GRRK) 的系统框架，已经越过了估值分析的范畴局限。GRRK 给予顾问一个相关的工具，他们可以借此把治理转化为文化，把关系转化为顾问委员会，把风险转化为机会，把知识转化为洞见。

在把 GRRK 应用于估值活动的过程中，顾问和客户可以分享能够产生下述结果的洞见和机会：促使客户业务的成长，扩展它们在市场的影响，培育带来新收入来源的专业人脉网。企业服务业正从小时费率转向按价值定价的时代。

顾问应该运用这本书提升自己的服务内涵，成为按自身价值定价而非按时间定价的、被客户十分信赖的顾问。

——维托·哥伦布 (Vito Colombo)

特鲁利咨询公司负责人

卡尔的著作是对应用经济学领域的一个上佳的贡献，因为它本质上是在设法理解人类的行为。当然，之所以成功，是因为它说到点子上了。这可并非易事，而且它可不是一个小小的贡献。

无论是对顾问还是对客户，卡尔的著作都很重要，因为它提醒我们要关注那些能够提升预期结果实现概率的关系和做法。这可是一本远离书架且应置于手边的书，读者可把它作为一本有关实务指南和最佳实践来源的书，应经常翻阅使用。

——理查德·莱文 (Richard Levine)

科罗拉多矿业、法律和经济学院客座教授

大多数企业老板认为，他们的价值来自财报上显示的东西，即销售额、毛利、息税摊销折旧前利润或净利润。不过，所有的收购方购买的都是未来，而非过去，并且未来主要是由无形资产驱动的。在本书中，就企业老板为何应该和如何使用 A 级顾问来甄别和善用其无形资产，使自己的时间、努力和投资都得以最大化的问题，卡尔给出了一个令人信服的论述。

——蒂莫西·马洛特 (Timothy G. Malott)

海岸有限合伙制企业合伙人

SHP 证券合伙制有限公司总裁、首席执行官

对于所有商学院、私募基金公司或投资银行来说，本书是物有所值的必读之物。卡尔选择了权益估值这样一个深奥的主题，并使它焕发了生机——使它超越了“交易”层面的含义，而且还为那些竭力成为战略价值架构师的人，凿出了一条前行的路径。

他对价值、价格、财值和风险之异的理解发人深思、激人奋进、令人着迷，而且充满了智慧和事实依据。坦率地说，我真希望我能在 3 年前就拥有这本书。认真有条理地阅读本书，将会使你财源滚滚。

——劳拉·艾布拉姆斯 (Lara Abrams)

劳拉·艾布拉姆斯沟通有限合伙企业管理合伙人

我真希望在我制定我们的代际投资规划时就看到这本书。卡尔的所述超越了事务性咨询，涵盖了每个顾问和家族成员都应该考虑的不同观点。把注意力聚焦于供应商 - 客户关系的成本效益分析这个关键指标，是很有价值的一种考量，但却往往被依据朋友推荐而选择供应商的人所忽略。

阅读本书使我意识到，分析供应商 - 客户关系的方式不能仅仅依据通常的所涉之物，还应包括把供应商视作一个可使权益保值增值的知识库所能带来的相关价值。这种价值来自有风险共担之心的供应商，起始于供应商的选择流程，并可一直延续到遥远的未来。

——比尔·汤森 (Bill Townsend)

创始人，畅销书《跨界思维》(Interminds) 作者

在几乎 40 年的生涯中，我做过投资银行和私募基金公司管理团队的顾问、公司董事和小企业老板。卡尔先生的书很专业地描述了这些领域（还有另外几个）如何优化专业服务的方式。我真希望我能在 40 年前就读到这本书！我会因此而避免支付我已经交付的很多学费！

——凯文·阿尔伯特 (Kevin K. Albert)

名流创投公司执行董事

当今，中国企业间的竞争焦点已经发生了明显的变化：企业间竞争的主要依托，由有形资产转到了无形资产，尤其是在整体经济处在下行的环境中更是如此。

那么，什么是无形资产呢？

迄今为止，众人的理解基本没有超出知识产权的范畴，包括企业家、高管和学者，而且这种知识产权主要涉及专利和商业秘密，几乎无他！

本书的作者给出了非同凡响的洞见。他把企业的资本分为两大类：财务资本和人力资本。作者认为，企业的无形资产建立在企业的人力资本之上，而且，当今企业的成败关键取决于企业善用人力资本的水平。

那么，什么才是企业的人力资本呢？这是本书的核心主题和最大亮点。

作者认为，企业的人力资本就是治理、关系和知识，以及管理风险的能力。本书把这提炼为 GRRK，即治理（governance）、关系（relationship）、风险（risk）、知识（knowledge），并予以系统的阐述。

这才是企业估值的关键点，也是不被重视的一些节点，更是估

值结论出错从而导致投资决策失误的根本原因。

同时，GRRK 也应该是当今中国企业管理的核心。

如今，面对愈加残酷的市场环境，企业若想让自己与众不同，并能生存和发展，甚至蒸蒸日上，那么，系统地学习和运用 GRRK 就是一条必由之路。

本书第 1 ~ 4 章由李必龙翻译，第 5 章由郭海翻译，第 6 ~ 8 章由罗军翻译，第 9 ~ 11 章由李羿翻译，全书由李必龙统一校对修改。

译者

2017 年 3 月

虽然卡尔不是一个专业运动员，但无论是从字面的含义，还是从比喻的角度，他的成长路径既像举重运动员，也像马拉松运动员。他一向从容面对自己的成功和失败（无论是个人的，还是企业的），把一个煤块之躯精炼成钻石般的辉煌。在一个需要实干家、思想家，而非修补匠的专业领域，他带来了上佳的品质、丰富的色彩和清澈的内涵。

一位退役的美国海军陆战队作战军官、策略师和公司经营的审计专才，加上对企业金融的高度关注，为大家带来了一位具有下述能力特征的估值顾问：既能扮演在公司治理、企业商务、合伙制度、企业税务和信托责任纠纷，损害赔偿领域的诉讼后援专家；还能致力于深度估值、卓越战略以及提供上市与非上市公司股权和经营风险咨询服务的活动家与代言人。

简而言之，他是一位战略价值架构师。

在过往的 25 年间，卡尔撰写和审核了数千份的估值报告、经营协议、财务文件、商业计划书、公司档案以及行业和市场的数据报告，他都会一如既往地，以严谨的态度对待自己经手的每件事情。

虽然这位无畏的美国税务局和法院注册的专家证人拥有 170 多

个案例的丰富阅历，但他的激情却是在估值行业和公司价值的提升上。他的相关专业贡献体现于与下述主题相关的 300 多份报告和权威论文：企业和股权估值，贴现问题，与甄别、衡量、管理及缓释集中风险相关的尽职调查。

他既是一位注册估值分析师（CVA），也是一位卓越的导师（由注册估值师和分析师全国协会认可），还是这个机构的理事。与此同时，他还是注册企业评估师（由企业评估师协会授予）和特聘高级评估师（由美国评估师协会授予），也是这两家机构的理事。他还是一些营利组织和非营利组织理事会和委员会的活跃成员。

无论是哪个行业，卡尔的绝活儿在下述事宜上都是独一无二的：甄别和量化与无形资产相关的经营风险，以及与人力资源相关的一些要素：公司治理、人脉关系、相关风险和相关知识（GRRK），这些都是本书的主题。更重要的是，作为行业人脉的连接器和守护人，他会为企业推荐合适的人来以合适的方式提供合适的咨询方案，因而在业界深具影响力。

现今，多数估值报告都采用了某种勾选和食谱类的方法，但卡尔是一位大师级的专家，不仅懂得企业为何存在某种风险因子和价值动因，还知道如何应对，并且清楚它们对最终估值报告结果有何种影响。

专业人士常常受制于技术视野和交易心态，但卡尔却通过提出看起来似乎简单的下述问题，挑战专业人士和整个商界。

如果我们声称知道是什么因素影响了公司的实际风险，以及它们对价值度量和管理的影 响，那么，我们为何要接受服务费越低越好的概念呢？如果一位医生能告诉你，你的心脏病会在何时及为何会发作，还会提供有效的解决办法，使它不至于复发，那么，它的内涵价值是多少呢？对多数老板而言，家族所拥有的最大资产就是一家企业的血泪辛劳及其股东权益。如果在能确保这种罕有资产健康的同时，还有一种战略能确保它不仅保值还能增值，你们、我们打算怎么做？保值的代名词不就是防御以及控制和安全的幻觉吗？那么，在一个充满着不确定性的市场里，与权益升值相关的咨询服务价值几何呢？当我们将这些要素置之不理时，相关的经济影响会是什么呢？

说实话，如果我能在自己的余生与那些家族、创始人、老板、董事、高管及其顾问一起，把价值 8 位数的公司提升至 9 位数或 10 位数的企业，与此同时，还有闲暇时光徜徉于我那被树木、牧草和成群动物点缀的牧场，那么，我就会乐不思蜀了！

也许，就像 Showtime 电视剧《清道夫》(Ray Donovan) 里的人物雷·多诺万一样，我就是为一个富裕家族的企业和小盘股公司“铲事的人”，而且我的衬衫上还写着：“你认为我价值几许，你就支付多少。但别忘了，这里还有一个寻求慰藉的企业高管和退伍军人度假的牧场。也许，你们当中有人支付得起这种度假之旅，但他人并非如此。”

有时本书会提供一点精妙的点拨，有时可能会提供一些启示，但那些不想进行创造性思维的人注定会继续囿于窠臼。熟稔有其优点，但无情的事实却是：时间并非静态之状，变化不可避免，还是让我们领航变革吧！

献词 | Equity Value Enhancement

我有六句心里话要由衷地献给我的家庭、我的军旅大家庭、企业老板 / 执行经理、可托付的顾问、我的团队和我的编辑。

我的家庭：我珍爱的妻子萨拉是一个使我左脑保持活跃的人。她是一位艺术家，一个天赐之物。我俩都是再婚且有五个孩子。实际上，这里也免不了存在由于工作和生活的失衡而恶化的爱恨纠葛。但这就是我俩的世界！

我的军旅大家庭：萨拉和我都曾服役于美国海军陆战队。对于在此服过役的那些人及其家庭，我们总是有一种特殊的亲切感。本书净收入的一个相当比例将会敬献给这个群体中的献身者，以示铭记！

企业老板 / 执行经理：有些企业可能不在《财富》500 强之列，但它们直面挑战，驾驭集中度很高的风险，它们是美国经济的脊梁！我们应该为这些公司及其成功提供尽可能多的便利。本书是献给你们的——企业老板 / 执行经理。你们懂得的价值远非数字所限。

可托付的顾问：企业老板是一群顶级精英，他们的知识和关系远超他们的所得报酬。此外，还有一些贴心顾问，他们并不以其技术职称定义自己。相反，他们会善用自己的知识和关系，极力为企业客户和合作同行谋利。

他们是连接器。他们投入时间和资源，培育深层的关系，不仅仅是为更多的交易。这就是我为何视自己为管家、总参谋长和“战略价值架构师”。对于信奉“群体之力”合作思维的可托付顾问，我把本书奉献给你们。

我的团队——凯丽、拉菲克和胖子：没有你们持续不断的提醒，我常常连日期都记不清楚，也不知道何时应该给谁打电话，应该去哪儿。你们就是我那神奇的生态系统，给了我宝贵的时间并让我有幸知道那些最佳的人力资本。愿富足丰盈与你们和你们的家人相伴。

我的编辑——阿德里安·莫克：我在这个行业已经有 30 几年了，但我并不总是能够找到合适的词汇来表达我的思想，达到沟通与所意之间的最佳平衡。如果你喜欢紫色，喜欢芝加哥，喜欢尽心尽力做好编辑的人，请联系阿德里安·莫克。

指手画脚的批评家，无足轻重；指出强者如何跌倒，或实干家在哪里可以做得更好的人，也无关紧要；荣誉属于那些真正在竞技场上拼搏的人，他们是一群脸庞沾满灰尘、汗水和鲜血的人；荣誉属于那些顽强奋斗的人，他们屡败屡战但仍拥有巨大热情和奉献精神——没有努力就不会犯错或失手；荣誉属于那些投身于高尚事业的人，他们敢于追求伟大梦想，并最终取得伟大成就或虽败犹荣。这些勇士的境界是那些冷漠和怯懦的灵魂永远无法理解的，因为他们无法知晓胜败的真谛！

——西奥多·罗斯福 (Theodore Roosevelt)

1910 年 4 月 23 日，美国第 26 届总统西奥多·罗斯福在法国巴黎做了一次精彩的演讲。虽然时过境迁，但其所表现出的智慧还是一如既往地散发着光芒！

我认识卡尔已经 20 多年了。记得第一次见面后，他不仅送我到其办公室的门口，而且还送到了电梯，送到了楼下的大堂，甚至送到外面我的车旁。彼时，我就知道这是一位我将与之做业务的人。在与他人的交谈中，他总是引领着话题。当然，自那次起，我们就相互转介我们的优质客户和顾问。

哲学家和诺贝尔文学奖得主阿尔贝·加缪（Albert Camus）说过：“对未来的真正慷慨是把一切都献给现在。”

之前，没有一本估值和创造股权价值的书能像卡尔这本书对我产生如此大的影响。然而，我并不感到惊讶。通常，估值都把自己表现为一种学术活动，但实际上，它是一种能改变人生的工具。说实话，是时候该有人把这种观点说出来了。

在其一生之中，富裕个体的最大风险是他们无法在这个星球上取得卓越的成就，就像卡尔所说的无法“从成功到卓越”。

对有些人来说，成功可能就是自己一生中金钱或资产的累积数量，但对多数人来说，成功却是在自己社区行善所花的不那么好算的时间指标。实际上，成功是一种子孙后代铭记其家族名字或遗赠的方式。卡尔的书弥补了这个整体“生态系统”视角和家族“相关方”视角之间的差距。多数人往往认为这是顾问和客户之间的问题，