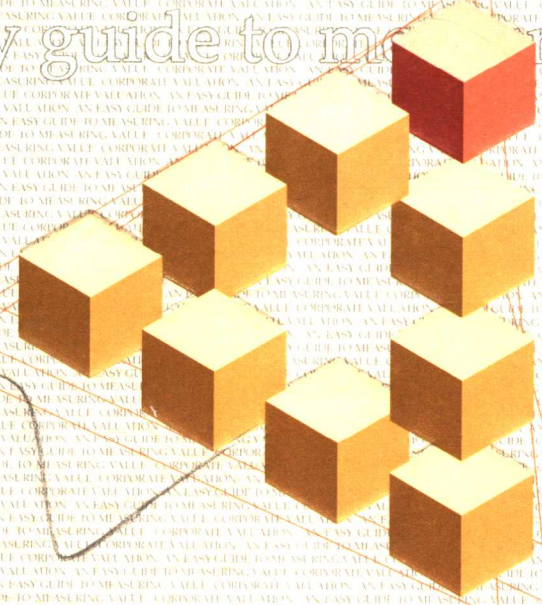


CORPORATE VALUATION

An easy guide to measuring value



公司价值评估

Corporate Valuation An easy guide to measuring value

戴维·弗里克曼(David Frykman) 著
雅各布·托勒瑞德(Jakob Tolleryd)
孙茂竹 范歆 等译



Corporate Valuation An easy guide to measuring value

戴维·弗里克曼(David Frykman) 著
雅各布·托勒瑞德(Jakob Tolleryd)
孙茂竹 范 歆 等译

图书在版编目 (CIP) 数据

公司价值评估/弗里克曼, 托勒瑞德著; 孙茂竹, 范歆译.

北京: 中国人民大学出版社, 2006

ISBN 7-300-07587-8

I. 公…

II. ①弗…②托…③孙…④范…

III. 公司-价值-评估

IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 104716 号

公司价值评估

戴维·弗里克曼

著

雅各布·托勒瑞德

孙茂竹 范 歆 等译

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号 邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室) 010-62511398 (质管部)

010-82501766 (邮购部) 010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司) 010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 河北三河市新世纪印务有限公司

规 格 155mm×230mm 16 开本 版 次 2006 年 9 月第 1 版

印 张 11 插页 1 印 次 2006 年 9 月第 1 次印刷

字 数 181 000 定 价 18.00 元

前言——阅读指南

此书是为不同的读者撰写的，这些读者在公司价值评估方面具备的知识水平、所要花费的阅读时间和学习的目的可能都不相同。尽管本书的主要目的之一是尽可能地简短，我们相信并不是每个人都有时间或者确实愿意阅读整本书。为此，本书的阅读指南将帮助你决定所需阅读的部分。本阅读指南是根据读者不同的知识水平、可用的时间和职业来构架的。

以前有关公司价值评估的知识

很少或者没有

我们的建议是阅读整本书。几乎可以肯定地说，你手上的这本书是你学习有关公司价值评估方面知识的最简捷的途径。标准的教科书通常要厚达 500 页或者更多，而且还需要大量的数学知识和时间。此外，我们建议你按本书章节的顺序阅读，这样你可以轻松地进入公司价值评估的领域。

中等水平

我们建议你阅读以下章节：第 4 章“公司价值评估概论”，对目前使用的最重要的公司价值评估技术快速描画出一个全面的轮廓；第 5 章“基于乘数的价值评估”，帮助你深入了解基于比率的价值评估；第 6 章“折现现金流量价值评估”，详细说明了麦肯锡的折现现金流模型；第 7 章“深层次分析和关键的价值驱动因素”，将提供给你对公司价值评估的最重要因素的有力分析；第 8 章“一个实例：如何在实践中评估公司价值”，我们对虚构的这个样本公司进行价值评估的同时为你提供了一个有用的范例。

最后，如果你目前正在经营和管理一家公司，那么你阅读一下第 9

章“价值管理”，本章将对你如何协调股东和雇员的目标以实现价值创造提供有益的启发。

高级水平

如果你已经在公司价值评估方面具有广博的知识，那么也许这本书所涵盖的大部分知识是你已经熟悉的，也许这本书对你来说主要是更新你的这方面知识。我们的目的是尽可能简明地讲解公司价值评估，因此在本书中你不会找到复杂的理论性的数学证明。本书除了适合你用于更新公司价值评估方面的知识，我们相信本书的第5章，这一章对比率进行了广泛的应用，以及第7章对你会有益处。此外，第9章能增加你对于公司价值评估方面的实践知识。你也可以看一下本书结尾部分的补充阅读部分。

可用的时间

30 分钟

你的时间很仓促，那么读一下第4章“公司价值评估概论”的以下部分：

估价理论综述。

折现现金流模型（DCF）。

经济附加值（EVA）。

基于乘数的估价模型。

此外，为了实际应用本书的内容，阅读一下第8章。学习图表及方框部分。

1 个小时

阅读一下第4章中推荐给读者阅读30分钟的部分。如果你想知道更多有关基于乘数的价值评估的知识，可以读一下第5章，如果你对为什么公司价值等于未来现金流的折现以及如何进行DCF分析感兴趣，阅读第6章。最后，将你的大部分时间用于第8章。关注一下图表及方框部分。

2 个小时

阅读一下第 4 章中推荐给读者阅读 30 分钟的部分。然后阅读第 5 章、第 6 章以及第 7 章。第 7 章分析了公司的业务及其关键价值驱动因素。最后，当然并不仅限于此，为了掌握理论以及实际的应用，学习一下第 8 章。

此外，如果你现在正在经营一家公司，尤其你还是管理人员，我们推荐你阅读第 9 章。

8 个小时

阅读全书，8 个小时足够了！

职 业

公司财务人员

我们建议你阅读全书以更新你的知识与技能。阅读第 5 章、第 6 章以及第 7 章，这样可以使你深入地研究这些主题。特别地，检查一下第 6 章中的假设，它将为你提供一个工具箱来检验你的价值评估是否合理。最后，为了理解如何将你每天接触到的理论概念转变为经营公司的具体战略（或者，作为公司财务人士的你，将如何很好地胜任 CEO 的职位），阅读第 9 章。

私人投资者

作为私人投资者，你也许只有有限的时间花费在价值评估方面。要对公司价值进行近似合理评估的最快捷方法通常是乘数价值评估。因此，阅读第 5 章；要理解基本的概念，至少要简短地阅读第 6 章；要说明如何应用所提出的这些概念，学习一下第 8 章。

管理人员

第 1 章至第 3 章将使你很好地理解价值评估及其重要性。加上第 4 章中推荐给读者阅读 30 分钟的部分，你将掌握最重要的价值评估方法的基本要素。要理解如何确定公司价值增长的关键变量以及本行业的价

值驱动因素，阅读第7章。此外，也许对于作为管理人员的你，最重要的是阅读第9章，这一章是有关为实现价值创造最大化的目标而管理公司的方法。

公 式

正如你所看到的，本书首次使用某公式时用阴影部分来表示。当该公式用于计算时不再用阴影显示。这有助于你区分原始公式及其应用。

联系我们

如果你对本书的内容有任何问题、建议或反馈，请给我们发邮件：
david@frykman.com或 jakob@tolleryd.com。

目 录

第1章 导 论	(1)
第2章 模型公司介绍	(5)
第3章 何时需要评估公司的价值	(7)
3.1 为公司发展筹集资本	(8)
3.2 制定一个激励计划以吸引和留住员工	(12)
3.3 实施兼并、收购或剥离	(14)
3.4 股票首次公开发行	(17)
小结	(19)
第4章 公司价值评估概论	(20)
4.1 估价理论综述	(21)
4.2 最重要的几种估价模型	(23)
4.3 估价模型的选择	(34)
小结	(35)
第5章 基于乘数的价值评估	(38)
5.1 乘数的分类	(39)
5.2 选择合适的乘数	(43)
5.3 各种不同的乘数	(47)
5.4 如何获得乘数估价中所需的数据	(59)
小结	(59)
第6章 折现现金流量价值评估	(61)
6.1 估算资本成本——加权平均资本成本	(63)

6.2	计算自由现金流量	(69)
6.3	计算终期价值	(72)
6.4	折现的最终公司价值	(74)
6.5	折现现金流量分析中最重要的变量	(76)
6.6	折现现金流量方法——仅仅是一个计算工具	(77)
6.7	检验你的假设	(78)
	小结	(80)
第7章	深层次分析和关键的价值驱动因素	(82)
7.1	什么是价值驱动因素	(83)
7.2	怎样确认关键价值驱动因素	(84)
7.3	结构化深层次分析	(85)
7.4	通用营业价值驱动因素	(89)
7.5	深层次分析框架	(94)
7.6	暂时垄断——深层次分析的额外工具	(95)
	小结	(101)
第8章	一个实例：如何在实践中评估公司价值	(103)
8.1	对 Mobitronics 公司的深层次分析	(104)
8.2	Mobitronics 公司的折现现金流量价值评估	(109)
8.3	假定情形分析	(121)
8.4	检验基本假设	(122)
8.5	Mobitronics 公司基于乘数的价值评估	(126)
8.6	综合各种评估方法得到公司价值	(131)
	小结	(132)
第9章	价值管理	(134)
9.1	战略发展	(135)
9.2	目标设定	(136)
9.3	行动计划、预算及培训	(138)
9.4	激励计划	(139)
9.5	价值管理成果	(140)
	小结	(142)

后记	(143)
附录 A 关键价值驱动因素列表	(144)
附录 B 价值评估所需的信息列表	(147)
注释	(156)
词汇表	(158)
补充阅读材料	(161)
译后记	(164)

第 1 章

导 论

在过去的十年中，欧洲的公司面临着新的挑战浪潮并经历了巨大的变化。日趋深入的全球化、贸易自由化、欧盟的建立、欧元的引进、资本市场的管制解除，所有这些因素使得金融市场加速了全球化和更加苛求。

只需按一下按钮，或者打一个简短的电话，全球各个角落的投资者就可以在数秒之内买卖股票，建立或改组投资组合。在公司将业绩公布数秒后，有着数千员工的新闻机构就会将此结果传递给世界各地成百上千的财务决策者。

与此相适应，公司的投资者也更加苛求并日益关注股东的回报和公司价值最大化。养老金和对冲基金、投资公司和富裕人士现在都进入董事会，他们的使命不仅仅是在不满意回报的时候出售股份，而是力争改进公司的战略目标，将其定位于股东价值最大化并保护其股份的价值。

这对公司意味着使顾客满意是不够的，同时公司还要在资本市场上证明自己的实力，而且管理层也必须显示其具有最大化公司价值的能力。

企业界也变得日益活跃起来。兼并、收购、剥离以及公司接管也日益成为许多高级经理日常工作的一部分。简单来说，如果经理人员不能有效地工作以使公司价值最大化，那么他或她很可能将会被淘汰，而公司将会成为接管的目标或者遭受其他厄运。事实上，公司价值和股东财富最大化日益成为今天的经理们面临的最重要的任务。

事实上，公司价值和股东财富最大化日益成为今天的经理们面临的最重要的任务。

从 20 世纪 90 年代初开始，“关注于创造股东价值”作为一条教义在全世界的商学院传播开来。现在，刚刚过去十年，从圣地亚哥到汉

城，从赫尔辛基到约翰内斯堡的投资者已经使用股东价值的价值评估方法来指导他们的投资决策。这就有必要了解如何计量公司价值。如果你不清楚市场是如何计量价值的，你就无法有效地工作以使其最大化。

那么到底什么是公司的价值？我们用类比的方法来说明。将公司比做一颗果树（见图 1—1）。树上的水果大部分是过去的成果，这也可比做一个公司所创造的利润。这种成果，或者是树上的水果，在一个特定的时间及时地说明了这棵大树的健康状况，而树上的水果，就像利润，是过去季节努力的成果，这种成果是可以看得见的。

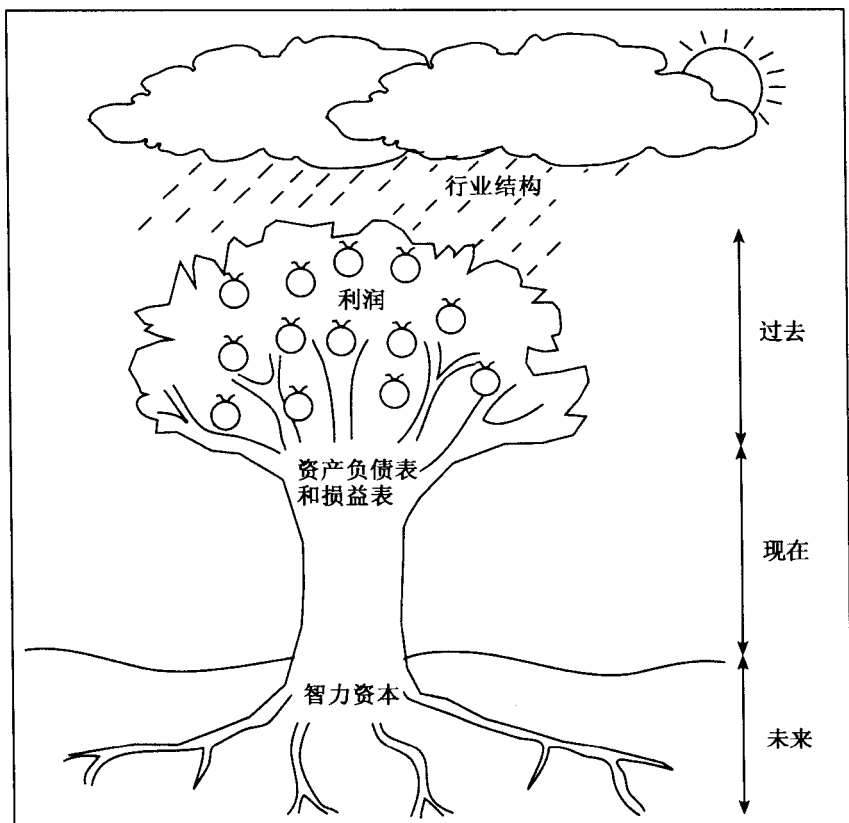


图 1—1 类比树

同样，我们也可以将大树的枝干比做公司的资产负债表和损益表。它们反映了公司过去和现在的健康状况。但是这幅图还不完全，它没有

说明这棵大树未来结出果实的能力，对公司来说就是其未来产生利润或者正的现金流的能力。

为了更全面地了解和预测公司的未来，我们必须分析大树的地下部分，也就是大树的根部，以及外部的条件，诸如雨水、阳光等等，这些因素都影响着大树的生存。在处理或分析公司的时候我们使用类似的推理方法。

当你购买一家公司的时候，你所购买的是它的现在和未来，而不是它的过去。

对一家公司及其价值的分析不能只依赖于对其现在和过去的资产负债表和损益表的分析。这些只能说明它的过去和现在。为了了解公司未来的财务业绩，我们必须分析公司的根部系统，分析它的内部资源、智力资本和它的环境——公司所处的行业结构。

正如上面所提到的，而且我们也将在全书中展示，在对一家公司进行价值评估的时候，我们感兴趣的是未来的财务业绩，它的过去（例如，过去一年的财务数据），主要在于它对于预测公司未来有指导作用。

为什么理解公司价值评估和价值创造过程如此重要？

首先，没有其他任何方法能够如此全面地说明一个公司的现状和对未来的预期。其次，只有了解公司价值评估你才能理解如何使你的公司价值最大化。没有有关公司价值评估所必需的知识而制定的价值最大化战略往往不具有多少价值创造的潜力。再次，公司的价值变化是一种长期地评价目前管理工作的最好的方法。最后，在一家有着许多股东的公司，通常所有者们至少有一个共同的目标，那就是使股东价值最大化。重要的是各方就价值的计量及如何使其最大化达成共识。

本书是为那些愿意理解公司价值评估知识以及想知道如何使公司价值最大化的读者而编写的。本书为所有财务专业人士、高级管理人员以及商学院的学生介绍了公司价值评估方面的知识。以下给出的是本书的目的：

本书是为那些愿意理解公司价值评估知识以及想知道如何使公司价值最大化的读者而写的。

- 介绍有关公司价值评估的知识并向投资者、管理人员、雇员或者董事会成员提供有关价值评估的框架。
- 对现存的公司价值评估模型进行回顾并讨论在给定条件下如何选用某一模型。
- 深入阐述麦肯锡的折现现金流价值评估模型（DCF）和基于乘数的价值评估模型，并用公式来解释大量重要的价值评估乘数。
- 理解价值评估模型和工具的前提假设的重要性并使这些假设尽可能

能精确。

- 一种在不同的价值评估模型之中运用数学关系来检验价值评估结果的技术。
- 讨论在给定的价值评估中确认和检查驱动公司价值提升的因素。
- 分析公司业务及其环境的一种结构技术。
- 阐述关注股东价值创造的管理模式，即价值管理（VBM）。

上述这些目的将通过以下 8 个章节来达到：

第 2 章 我们以 Mobitronics 公司为例来说明不同情况下适用的价值评估。

第 3 章 说明典型情况下的公司价值评估案例及其概要。

第 4 章 对最常用的价值评估模型和技术进行综述。

第 5 章 通过解释最常用的价值评估乘数来深入阐述基于乘数的价值评估。

第 6 章 深入阐述麦肯锡的折现现金流价值评估模型。

第 7 章 讨论公司价值创造、财务与经营价值驱动因素，解释公司所谓的“深层次分析”的结构技术与框架。

第 8 章 使用第 5 章、第 6 章和第 7 章介绍的框架逐步对公司进行全面的价值评估，从深层次分析到公司的终期价值。

第 9 章 解释 VBM 及其应用。

在进一步阐述之前，我们要强调的是公司价值评估并不是一门精确的科学。无论谁进行价值评估，都带有价值评估者的观点和信仰。因此，谨记以下几点是必要的：

- 所有的公司价值评估都是主观的，而不是客观的数学演算。价值评估模型完全依赖于所输入的数据，而这些数据又是以价值评估者对公司的观点为基础的。
- 公司的利益各方对公司进行价值评估通常有不同的目的。在每种情况下通常至少有两方的利益截然不同。
- 价值评估背后的争论是重要的——你可以使用不同的价值评估模型来达到你所希望的价值，这取决于你所输入的数据。因此，你必须能够验证你所使用的数据及其假设。

在下一章我们将介绍 Mobitronics 公司，在全书中我们将以此公司为例。

第 2 章

模型公司介绍

在全书中，为了尽可能简单实用地解释不同的价值评估模型，我们将使用实际的案例。我们使用的模型公司是 Mobitronics 公司，^[1] 它是一家移动运营商，总部在比荷卢（Benelux）。在这一章中，我们将介绍并描述 Mobitronics 公司（见表 2—1）。

Mobitronics 公司成立于 1992 年，其目的是在快速发展的移动电话领域占据一席之地。十年之后的今天，Mobitronics 公司的年营业额达到 46.4 亿欧元，占据着约 22% 的市场份额。在过去的几年中它的市场发展良好，而且已经拥有广大的消费群体，其中的大部分都是公司客户。公司有 550 名员工。Mobitronics 公司已经上市 4 年，投资银行的分析家一般都支持该公司并给予高度评价。公司盈利丰厚，息税折旧摊销前利润（EBITDA）率为 44.3%，公司持续高速增长，财务风险低，发展稳定而且财力充足。

表 2—1

Mobitronics 公司的主要业绩

成立	1992 年
2002 年营业额	46.4 亿欧元
息税折旧摊销前利润率	44.3%
2002 年收益增长率	11%
市场份额	22%
客户数量	9 130 000
员工数量	550

Mobitronics 公司在移动通信行业有两种主要的产品，即移动电话和预付电话卡。公司采用的是差异化战略，为客户提供更全面的服务包，

公司因此增加了来自每位客户的收入。Mobitronics 公司的战略是成功的，公司来自每位使用者的平均收入（average revenue per user, ARPU）高于竞争者。

最近，公司每月来自每位客户的收入大约是 42 欧元。Mobitronics 公司拥有的客户数量要远远多于它的竞争者。由于公司的客户较为忠诚，拖欠的风险较小，这使得公司的收入更为稳定。目前它的客户中有 65% 为公司客户，35% 为个人客户。此外，在继续差异化战略的同时，Mobitronics 公司设法随着市场的增长而发展并成功地维护了它的市场份额。

Mobitronics 公司已经开始显现运营的规模经济。收入中的成本，15% 是工资，12% 是交通费，7% 是转售商佣金，5% 是折旧。

公司只在比荷卢运营，该市场的历史年增长率为 40%，但是最近的增长率大约是 10%。目前，公司在比荷卢地区之外没有业务，也没有进一步的国际化计划。

Mobitronics 公司有两个主要的竞争者。它们都实行低成本战略，关键是它们都提供同样的基本服务选择。它们各自的市场份额大约是 29% 和 49%。Mobitronics 公司面临的主要风险来自于客户可能要求的新技术开发。大量拥有第三代移动技术的公司进入该市场，这会使竞争加剧并潜在地造成价格压力。

今天该市场的全部市值大约是每年 210 亿欧元，专家预计在未来的 5 年该市场和 Mobitronics 公司的年增长率为 10%。此外，技术的更新增加了预计的难度。

在下一章中，我们将以 Mobitronics 公司为例介绍不同的价值评估情况。

第 3 章

何时需要评估公司的价值

- ◆ 为公司发展募集资本
- ◆ 制定一个激励计划以吸引和留住员工
- ◆ 实施兼并、收购或剥离
- ◆ 股票首次公开发行
- ◆ 小结

无论你是一家公司的未来投资者、董事会成员还是经理，了解该公司的市场价值总是非常有益的，而且，在一些情况下是非常必要的。在某些情况下，相关主体需要对公司的价值进行评估，并且不同主体评估公司价值的目的很不相同，因此，理解并能够辨别这些情况是很重要的。在本章中，我们将通过分析 4 种需要评估公司价值的具体情况，阐述为何需要对企业的价值进行评估，观察实施评估的主体有哪些，考虑各个主体参与价值评估的目的是什么。

在某些情况下，相关主体需要对公司的价值进行评估，这些主体参与评估时的目的各不相同。

在接下来的内容中，我们将以 Mobitronics 公司的情况为例进行说明。该公司于 7 年前首次进行外部筹资，之后促成公司股票在证券市场上首次公开发行（IPO），并于去年进行了一次战略性收购。

在本章中，我们将分别介绍以下 4 种需要评估公司价值的具体情况：

- 为公司发展募集资本。