

PEARSON

Valuation for M&A

金融投资入门系列

企业并购价值评估 从入门到精通 (第2版)

Valuation for Mergers and Acquisitions
(Second Edition)

【美】芭芭拉·S. 佩提特 (Barbara S. Pettit)

【美】肯尼斯·R. 费里斯 (Kenneth R. Ferris)

著

李淼 译

简单学习
简单操作
简单盈利

全面解决并购交易中的估值困境

权衡折现现金流模型、收入乘数、经济价值分析和真实期权分析等估值方法

用“操作步骤+实例演示+经验指引”帮助决策者做出关键性抉择

避免陷入赢家诅咒



中国工信出版集团



人民邮电出版社
POSTS & TELECOM PRESS

企业并购价值评估从入门到精通 Valuation for Mergers and Acquisitions

(第2版)
(Second Edition)

【美】芭芭拉·S. 佩提特 (Barbara S. Pettit) 著
【美】肯尼斯·R. 费理斯 (Kenneth R. Ferris)

李森 译

人民邮电出版社
北 京

图书在版编目 (C I P) 数据

企业并购价值评估从入门到精通 : 第2版 / (美) 佩提特 (Petitt, B. S.), (美) 费理斯 (Ferris, K. R.) 著 ; 李淼译. — 北京 : 人民邮电出版社, 2015. 7
ISBN 978-7-115-39466-8

I. ①企… II. ①佩… ②费… ③李… III. ①企业合并—资产评估 IV. ①F271

中国版本图书馆CIP数据核字 (2015) 第104431号

内 容 提 要

价值评估是金融领域的难点和重点之一,尤其在并购交易中,对收购目标进行相对应的估值是交易成败的关键。同时,在估值领域,并没有唯一正确的做法和一一对应的所谓计算公式,很多时候,估值需要经验的指引。本书第一作者是特许注册金融分析师,在价值评估领域具有丰富的教学和实战经验;第二作者是纽约交易所多家上市公司的高管,对价值评估也有独到的见解。

本书立足实战,重点介绍了企业并购交易中的估值方法和操作案例,内容涉及并购动机、估值过程、估值方法、估值中的会计困境处理、并购中的财务报告处理和税负考虑等。在介绍各种传统估值方法和特殊估值方法时,既有操作步骤说明,也有实例演示,更有可贵的经验提示。

本书适合企业决策层、金融分析师及其他金融从业人员、企业管理人员和个人投资者阅读,也适合金融相关专业师生阅读。

◆ 著 【美】芭芭拉·S. 佩提特 (Barbara S. Petitt)

【美】肯尼斯·R. 费理斯 (Kenneth R. Ferris)

译 李 淼

责任编辑 许文瑛

责任印制 焦志炜

◆ 人民邮电出版社出版发行

北京市丰台区成寿寺路11号

邮编 100164 电子邮件 315@ptpress.com.cn

网址 <http://www.ptpress.com.cn>

大厂聚鑫印刷有限责任公司印刷

◆ 开本: 700×1000 1/16

印张: 14

2015年7月第1版

字数: 115千字

2015年7月河北第1次印刷

著作权合同登记号 图字: 01-2014-0825号

定 价: 49.00元

读者服务热线: (010)81055656 印装质量热线: (010)81055316

反盗版热线: (010)81055315

广告经营许可证: 京崇工商广字第0021号

前 言

价值评估是金融领域的核心部分，它探讨了“未来现金流不确定的资产在当前的‘公平’交易价格是多少”这一问题。本书从一个实践者的角度讲解了企业并购交易中估值的基本准则和操作方法。估值被视为一种艺术，而非科学。因此，在该领域中读者会发现，他们更多地需要经验法则而非客观教条的指引。

根据不同的估值目标、公司和行业的特征、分析师的个人偏好和特长，有很多可供选择的估值方法。因此，公司决策层和估值分析师在对目标公司进行价值评估时面临着极多的选择。本书介绍了包括倍数法、折现现金流模型、经济收入模型和期权定价模型在内的一系列估值方法，它们可帮助读者制定切合实际的估值解决方案。由于估值方法大多运用于非金融公司，金融公司的估值方法不在本书讨论的范围之内。

为了更好地利用本书，我们建议读者事先了解基本的财务知识及会计基本准则，并掌握 Excel 金融建模的相关知识。

目 录

第一章 估值概论 // 1

市场观察 // 3

1. 为什么进行并购 // 5

1.1 并购历史 // 5

1.2 并购动机 // 7

2. 并购活动创造股东价值吗 // 9

3. 并购溢价 // 10

4. 估值过程 // 11

5. 估值方法 // 13

5.1 相对估值法 // 14

5.2 直接估值法 // 16

5.3 估值方法的应用 // 18

本章小结 // 19

本章注释 // 20

第二章 财务回顾和预测性分析 // 23

市场观察 // 25

1. 财务回顾 // 27

1.1 指标分析 // 28

1.2 分解分析 // 32

1.3 现金流分析 // 41

2. 预测性分析 // 48

2.1 预测性财务报表 // 48

2.2 敏感性、情景和蒙特卡洛模拟法分析 // 56

本章小结 // 57

本章注释 // 58

资料链接 2-1 美泰公司财务报表 // 62

资料链接 2-2 现金流量表准备 // 65

资料链接 2-3 替代性预测项目 // 75

第三章 传统估值方法 // 77

市场观察 // 79

1. 收入乘数 // 81

2. 折现现金流模型 // 85

2.1 操作困境 // 85

2.2 实体价值和股票价值的估测 // 96

2.3 最优实践行为调查 // 98

2.4 跨境情况 // 100

2.5 实例演示 // 101

本章小结 // 108

本章注释 // 109

资料链接 3-1 关于自由现金流模型和收入乘数法常见问题答疑 // 112

第四章 其他估值方法 // 119

市场观察 // 121

1. 其他估值方法简介 // 123

1.1 价格乘数法 // 124

1.2 企业价值乘数法 // 128

2. 直接估值法 // 131

2.1 折现现金流模型 // 131

2.2 经济收入模型 // 143

2.3 真实期权分析 // 149

本章小结 // 153

本章注释 // 154

资料链接 4-1 如何运用 Black-Scholes 模型对真实期权进行估值 // 157

第五章 估值分析中的会计困境 // 161

市场观察 // 163

1. 估计经济现实 // 164

2. 利润表转化：预测永久性收入和自由现金流 // 166

2.1 循环和非循环事件 // 166

2.2 收入确认政策 // 167

2.3 存货成本政策 // 170

2.4 折旧政策 // 173

3. 资产负债表变化：预测公司的股权价值 // 175

3.1 资产资本化政策 // 175

3.2 资产重估政策 // 178

3.3 表外债务 // 178

4. 现金流量表转变：预测经营性现金流和自由现金流 // 182

本章小结 // 184

本章注释 // 185

第六章 并购中的财务报告和税负考虑 // 187

市场观察 // 189

1. 财务报表：是否进行报表合并 // 190

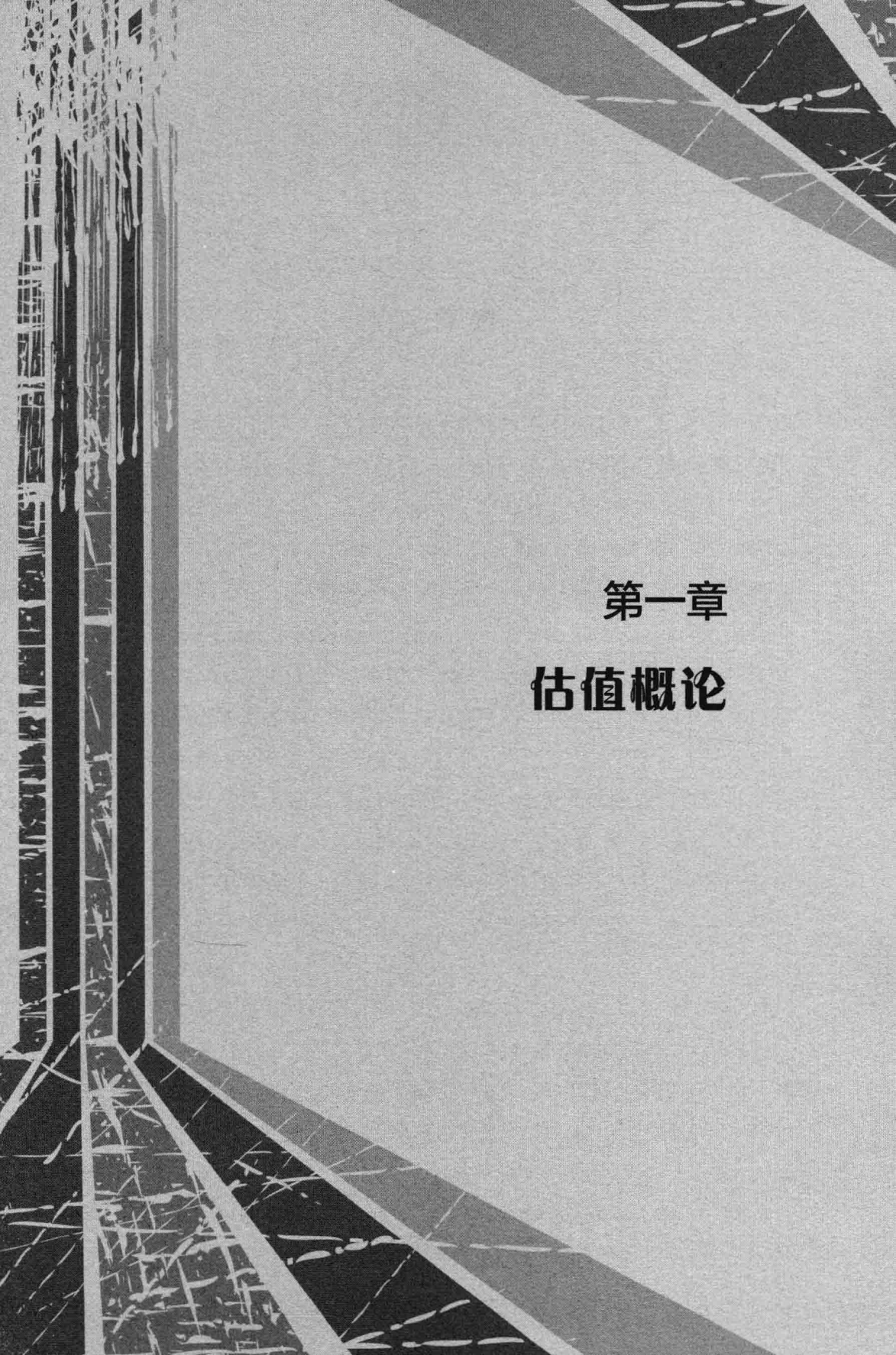
2. 合并财务报表：购入记账法 // 191

3. 非控制性股东权益 // 195

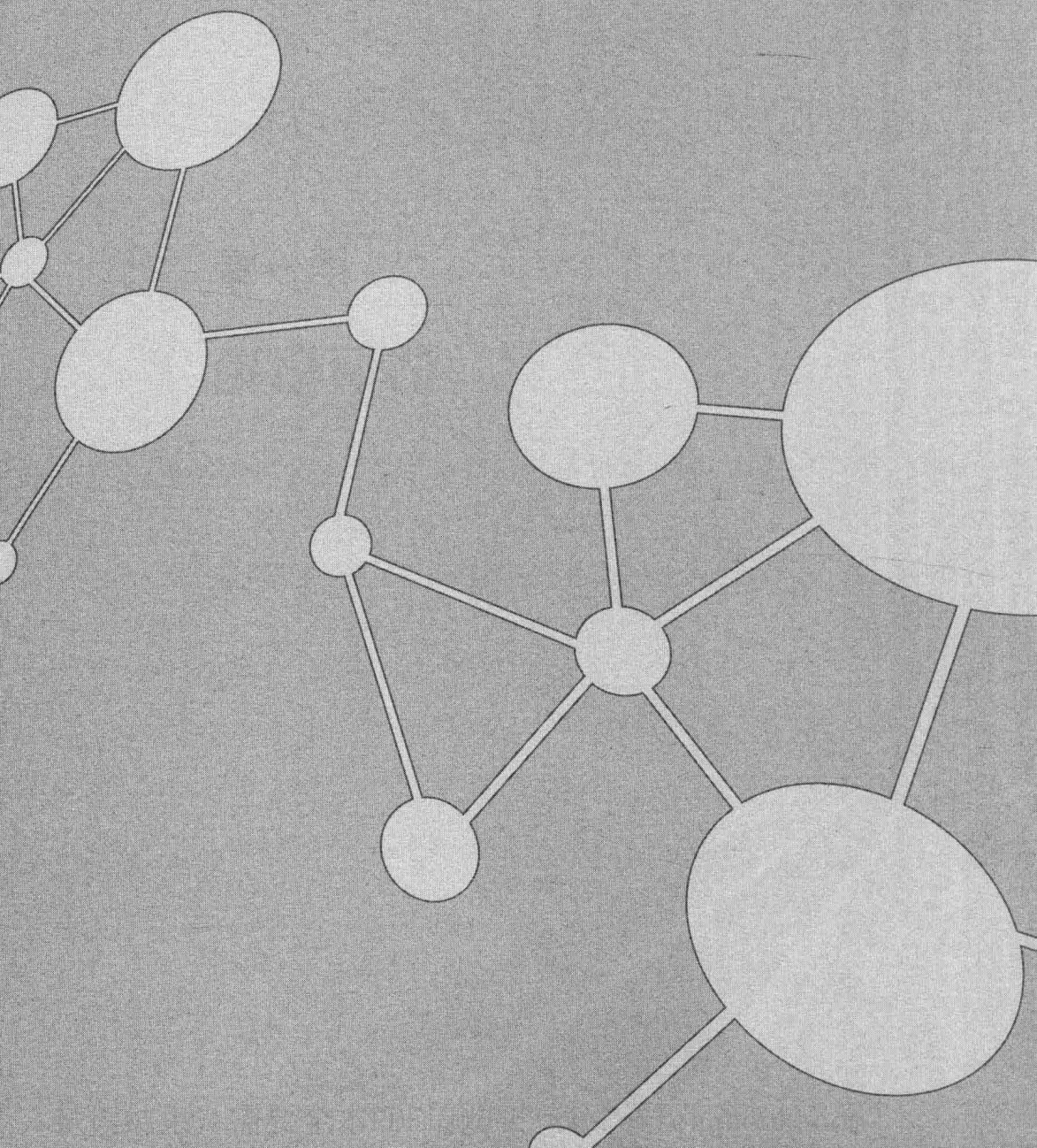
- 4. 商誉计算 // 196
- 5. 并购中的税负考虑 // 198
- 6. 商誉的税负考虑 // 199
- 本章小结 // 200
- 本章注释 // 201

第七章 一些最终思考 // 205

- 市场观察 // 207
- 1. 估值过程小结 // 208
- 2. 一些警示 // 209
- 本章小结 // 210
- 本章注释 // 210



第一章 估值概论



市场观察

奔驰、惠普、微软、桂格和 Sprint 公司的共同点是什么？它们除了都是世界著名的跨国公司外，还有一个共同点——都有过失败的收购经历。1994 年，桂格公司斥资 17 亿美元收购了斯纳普公司，但两年后却仅以 3 亿美元的价格将其出售。1998 年，奔驰花费 360 亿美元收购了克莱斯勒，却在 9 年后以 74 亿美元的价格将该公司 80% 的股份卖给了另一家私人企业。惠普、Sprint 和微软都分别在收购电子数据系统、Nextel 通信公司以及 aQuantive 公司时犯下过类似的错误，分别损失了大约 58%、86% 及 98% 的收购成本。更加不幸的是，这些例子并非个例，糟糕的收购案例遍布于全球各个行业和各个经济时期中。

收购失败的原因有很多，其中最常见的原因是收购价格过高。收购方愿出高价，往往出于对目标的估值过高或对收购的协同效应过于乐观。当收购利润很难实现时，收购者往往需冲销掉财务报表中的部分或全部收购账目。桂格和奔驰还可以通过再次出售弥补部分损失；其他一些公司可就没这么幸运了。

但是请不要妄下所有的并购（Mergers and Acquisitions，兼并与收购）都会失败这样的结论，现在很多强健的大公司都是大型并购交易的成果。例如，1998 年埃克森石油公司和美孚石油公司的并购、1999 年沃达丰和曼妮斯曼的并购、兰伯特制药公司和辉瑞公司的并购以及 2004 年 JP 摩根公司对第一银行的收购，通过上述并购活动，产生了石油、天然气、通信、制药和银行业的巨头。事先合理规划并有效执行的收购活动，其成功

的可能性是非常大的。

在收购规划阶段，一项重要的工作就是对目标公司和预期的协同效应进行合理估值。高估目标公司价值以及收购所能带来的协同效应，极有可能导致过度投资甚至收购失败。

在金融业，人们最常听到的一句话是：“这值多少钱？”不论是投资于股票、债券还是公司，对投资进行估值都是公司决策层或分析师的首要任务。

公司金融中关于价值的基本定义是：某项（或一系列）资产今后所能产生并提供给所有者的未来现金流的现值。因此，估值的一个重要步骤就是对投资项目的未来现金流建模，并选择现金流估值的方法。金融建模这种估值方法耗时且不精准，因此分析师们通常选用一些快捷的估值方法。接下来的章节将讨论一系列的估值方法，例如折现现金流模型、价格和企业价值乘数、经济价值分析和期权分析。本书仅讨论上述方法在并购估值中的应用，而不涉及其他应用。



本章将讨论以下问题

- 为什么进行并购？
 - 在并购过程中会创造股东价值吗？
 - 为什么收购者为掌控目标公司需支付溢价？
 - 评估一家公司的主要步骤有哪些？
 - 在进行公司估值时，最常用的估值方法是什么？
-

1. 为什么进行并购

企业可通过以下两种方式进行扩张：系统性成长或者并购其他公司。虽然 21 世纪的前十年，并购的数量和规模都打破了纪录，但并购活动并非刚兴起的。下面我们简单描述一下并购的历史并从中总结企业进行并购的主要原因。

1.1 并购历史

并购活动的发展相当迅速。马蒂诺瓦和雷恩伯格（2008）回顾了过去一个世纪的交易活动，从中找出了六个并购高潮期，分别是 1890—1903、1910—1929、1950—1973、1981—1989、1993—2001、2003—2007。他们的调查显示，每次并购高潮一般都在危机或衰退中结束，例如最近的并购高潮期因 2007 年的次贷危机结束。各个时期，并购风潮兴起的原因各有不同，但可以清楚地看到，自从 19 世纪末开始，并购活动主要受到以下三个因素影响：工业和科技浪潮、监管变化以及信贷投放量。

19 世纪 90 年代至 20 世纪初，第一次并购风潮兴起。美国各个行业开始建立起托拉斯这样极度水平一体化的垄断型企业，比如 1899 年建立的美国新泽西州标准石油公司、1901 年建立的美国钢铁集团和 1902 年创建的国际收割机公司。当政府制定法律禁止这种危害有效市场竞争的行为后，并购型企业开始进行纵向一体化的投资扩张。这一点在石油和天然气行业中体现得尤为明显，该行业内的公司由只经营石油开采业务到全面发展精炼、运输以及零售业务。

大部分并购活动发生于 20 世纪 20 年代的第二次并购风潮中。第一次并购风潮中未被纳入体系的小型企业，在本次并购风潮中被大公司合并或收购，以便扩张规模，与行业内的垄断型企业竞争。1929 年，经济危机的

爆发及之后带来的大萧条，导致本次并购风潮结束。自此开始直到 20 世纪 50 年代第二次世界大战结束，收购和兼并活动都极为少见。

20 世纪 50 年代到 70 年代初，世界经历了第三次并购风潮。当时，公司希望分散收入现金流，降低相对风险。在这种趋势下，产生了一批综合型公司，这些公司开始从事多种彼此毫不相干的业务。通用公司的案例便是典型。然而，今天的资本市场不会再向高度分散化经营的公司提供高溢价。事实上，多元化折让率影响着这些高度分散化经营公司的股价，因为股票市场不能合理衡量这些复杂公司的收益。^①相比综合型公司，股票市场更钟爱从事单一行业的公司，因为后者更易于被了解和估值。本次并购风潮在 1968 年达到了顶峰，并随着 1973 年石油危机的爆发而结束。

20 世纪 70 年代末到 80 年代初，通货膨胀率较高，相伴而生的是较高的借贷成本。为了保持盈利，许多公司寻求减少营运成本和融资成本的方法，当企业的规模达到临界大小时，它们更易于在行业的波动中存活下去。基于此观点，收购和兼并活动不断发生，第四次并购风潮开始。许多公司通过并购来扩大规模，以形成巨型公司规模优势。20 世纪 70 年代末到 80 年代初，有些行业的并购率甚至达到了 25% ~ 30%。

20 世纪 80 年代也是政府撤销管制、众多新兴工具出现及市场创新和发展的时期。该时期的典型特征是垃圾债券的涌现。垃圾债券即是由信用较低的公司发行的债券。^②在高风险投融资交易的信用可得性方面，杠杆收购和杠杆再资本化异军突起。^③之前盲目扩大规模而购入许多不相关部门的企业，趁此机会将那些经营不善的部分处理掉并将重心回归到核心业务。1987 年的股票市场崩溃和几家高杠杆率公司的突然破产为这次并购风潮画上了句号。

20 世纪 90 年代，新的收购标准出台，第五次并购风潮开始。特别是在 90 年代晚期，先驱者们通过收购来获取知识战略型资产，并得到高额

回报，此举激励其他公司纷纷效仿。在此期间也出现了大量大规模的跨境收购活动。随着经济全球化的发展，许多公司通过并购活动，以时间最短、成本最低的方式在海外占据一席之地，保证其在国际经济中的地位。此次活动也深受欧盟、南美南方共同市场和北大西洋自由贸易协定等跨国贸易组织建立的影响。

除此之外，一些公司企图通过收购和兼并活动来推进完全竞争性行业的发展。在这些行业中市场参与者众多，利润率较低。这些“推进者们”发现并不是每个市场参与者都能适应这种经济状况，这为“推进者们”创造了并购的契机。在这段时期内，石油和天然气行业中出现了美国石油公司和英国石油公司的并购、埃克森和美孚公司的并购；制药行业出现了法玛西亚、普强和孟山都三家公司的并购以及史克必成公司和葛兰素公司的并购；汽车行业出现了沃尔沃和福特的并购、黛米恩公司和克莱斯勒公司的并购。网络泡沫的破灭及之后的萧条宣布此次并购风潮的结束。

但是，时隔不久，并购活动再次兴起，2003年开始的第六次并购风潮是前两次风潮的延续：跨境并购和行业内部整合不断出现，20世纪80年代开始的杠杆交易再次兴起。低利率的环境再加上看似毫无止境的可得性信贷使得杠杆收购交易量增加，私人直接投资公司不断参与其中。投资者此时寻求分散化的收益和高回报率，不断向新的资产领域投资。他们投入大量的资本购买股权，收购部门之后进行拆分重组再将其高价卖出。直到2007年信贷危机爆发，此次并购风潮才结束。

在我们撰写本书时，一些市场参与者认为新一轮并购风潮正在兴起。当然，下此结论还为时过早。

1.2 并购动机

公司进行收购的动机多种多样。股东价值最大化是并购的主要理由之

一；而另外有一些理由则欠妥，甚至是令人质疑的。

理论上说，当公司进行收购活动可创造价值时，即收购者和目标者合并后的价值高于其分别运营时的价值之和时，该收购才可行。从另一个角度看，还需考虑兼并或收购交易所带来的协同效应。协同效应有三种形式：经营协同、财务协同和管理协同。

经营协同效应来源于收购者和目标者的合并运营。第一种经营协同效应是收入增长，包括在特定市场上获得定价权或在合并后有能力和创造新的销售份额。例如，运用其中一家公司的销售力量或分销网络，将一家公司的产品卖给另一家公司的顾客。第二种经营协同效应是减少成本。如上所述，许多家公司利用并购活动达到规模效应的最低条件，降低产品成本。收购活动还能够减少之后的广告、营销或研发成本。增加收入与降低成本效应通常在水平一体化的并购中发挥作用，也可能在垂直一体化的并购中发挥作用。

财务协同效应主要指降低融资成本。相较于小公司，大公司更易于获得更大、更廉价的资金池。第三次并购风潮的理论依据之一便是通过分散化经营不相关的部门，帮助公司降低风险并提升其负债能力，降低税前融资成本。风险降低的好处来源于债权相对于股权的赋税优惠策略。因此，一个公司资本结构中债务余额越多，其用于融资的净税收支出越少。^④然而历史表明，尽管财务协同效应是价值的源泉，特别是杠杆交易或杠杆收购交易的价值源泉，公司还可能会高估风险降低程度和税收优惠政策。但是它并非是收购或兼并的唯一动机。

当一个高效的管理团队代替了低效的管理团队时，便会产生管理协同效应。收购的一大优点是为收购者提供一个替换能力不足的经理人的机会，从而提升目标公司的业绩。

不幸的是，不是所有的收购和兼并活动都是以创造股东价值为目的