

波兰最新流行的商业价值评估教科书

“大普里克斯奖”获奖图书

波兰经济图书年度交易会金融和银行类获奖图书

BUSINESS VALUATION



——商业价值评估的理论与方法

[波]马莱克·潘菲尔 安杰伊·沙布莱夫斯基 主编

刘 勇 译

全国百佳图书出版单位
APERTURE 时代出版传媒股份有限公司
时代出版 安徽人民出版社



——商业价值评估的理论与方法
BUSINESS VALUATION

[波]马莱克·潘菲尔 安杰伊·沙布莱 著
刘 勇 译



全国百佳图书出版单位
APERTURE 时代出版传媒股份有限公司
时代出版 安徽人民出版社

图字:12121109 号

BUSINESS VALUATION. A BASIC APPROACH Copyright © 2012 by Poltext Ltd. This edition published by arrangement with Poltext. All rights reserved.

图书在版编目(CIP)数据

商值——商业价值评估的理论与方法 / (波)潘菲尔, (波)沙布莱夫斯基
主编; 刘勇译. —合肥: 安徽人民出版社, 2012. 12

ISBN 978-7-212-05828-9

I. ①商… II. ①潘… ②沙… ③刘… III. ①商业—价值—评估 IV. ①F7

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 231463 号

商值:商业价值评估的理论与方法

[波]马莱克·潘菲尔 安杰伊·沙布莱夫斯基 主编

[波]伊莱娜·里赫娜克 审稿

刘勇 译

出版人:胡正义

责任编辑:陈娟

装帧设计:宋文岚

出版发行:时代出版传媒股份有限公司 <http://www.press-mart.com>

安徽人民出版社 <http://www.ahpeople.com>

合肥市政务文化新区翡翠路 1118 号出版传媒广场八楼

邮编:230071

营销部电话:0551-63533258 0551-63533292(传真)

印制:合肥芳翔印刷有限责任公司

开本:710mm×1010mm 1/16 印张:18 字数:330 千

版次:2012 年 12 月第 1 版 2012 年 12 月第 1 次印刷

标准书号:ISBN 978-7-212-05828-9 定价:46.00 元

版权所有,侵权必究

致中国读者

中国是世界上人口最多的国家，拥有五千多年的历史、文化和传统。能够把这本书奉献给中国读者，我们深感荣幸。

我们在波兰始终怀着极大的兴趣关注中国，中国取得的经济发展成就令人瞩目，在全球经济的影响力日益增强。根据《财富》杂志，从2001年至2011年，《财富》全球500强排行榜中的公司在地理分布上发生了巨大变化。总部位于北美的公司数量从2001年的215家减少至2011年的146家，而中国公司的份额从2001年的10家增加至2011年的73家。

我们感谢波兰总统布罗尼斯瓦夫·科莫罗夫斯基。他于2011年12月对中国进行了国事访问，并与胡锦涛主席签署了《中华人民共和国和波兰共和国关于建立战略伙伴关系的联合声明》，这是一个非常重要的信号，它表明中国正式承认波兰是其战略伙伴。

2012年4月，中国总理温家宝访问波兰期间，在华沙举办了“波兰—中东欧—中国经济论坛”，来自中国的数百名企业代表以及来自中东欧国家的几百名代表参加了论坛。2012年8月和11月，中国银行和中国工商银行在波兰相继开设了分行，为波兰与中国之间建立了直接的金融纽带及合作的新平台。

我们感谢波兰铜业集团(KGHM Polska Miedź SA)、波兰铜业基金会(Fundacja Polska Miedź)为本书出版付出的努力和给予的支持！同时，我们感谢中波经济文化交流基金会(Sinopol Foundation)积极推荐

本书并为本书出版做出的合作协调工作！感谢阿咖塔·格兰黛茨卡 (Agata Grądecka) 女士和田青 (Marek Tian) 先生为本书出版所做的补充翻译工作。

本书的作者来自波兰，主要来自华沙商学院。他们多年来一直从事商业价值评估方面的工作：进行科学研究，从事商业评估，向学生和管理者讲授实用课程。

我们欢迎各种评论，尤其是来自中国读者对本书所述问题的任何批评意见及建议。

您真诚的朋友
马莱克·潘菲尔
安杰伊·沙布莱夫斯基

2012年8月7日于华沙

前 言

商业价值评估无一例外地总是着眼于实现价值最大化。每家公司的目标都是增加资产,这就需要制定并实施一种长期的价值创造战略。一家企业的经济价值在此具有头等重要性,这种价值应当被理解为企业可以生成自由现金流的能力。企业的重点应当放眼未来,而非过去;放眼实际收入,而非账面利润。一家公司可能生成利润却依然没有现金,这就妨碍它进行任何投资、偿还债务,更不用说向其所有者支付股利。

本书的目标是,提出关于商业价值评估的各种理论、模型及方法,并把它们与公司价值评估的实践加以对比。我们的讨论开始于详细描述价值范畴的各种方法以及类型——从历史范畴和哲学范畴到那些植根于经济理论的范畴。我们将商业价值评估的理论和学说的展划分为五个阶段。

第一个阶段起源于古希腊的经济思想,与一些著名哲学家的工作相关。例如:色诺芬区分了商品的使用价值与交换价值,亚里士多德详细论述了商品的有用性,把它作为商品价值和价格的主要基础,苏格拉底被视为伦理学的先驱,而柏拉图是美德理论的创始人。

第二个阶段涵盖了中世纪。在这个阶段,托马斯·阿奎那经过研究形成了一个观点,他认为商品的公平交换必须建立在等价交换的基础上。

第三个阶段涉及古典经济学的创立者——马克思主义经济学和主观价值理论。亚当·斯密在劳动和生产过程中以及在基于商品使

用性的交换过程中寻找商品的价值。他最终认为这是基本的因素。大卫·李嘉图详细阐述了商品的绝对价值,而卡尔·马克思相信,具体劳动创造使用价值,抽象劳动形成价值。卡尔·门格尔被认为是基于商品使用性和稀缺性的主观价值理论的创始人。自此,价值理论中两个水火不容的趋势开始出现——一个趋势是基于劳动(李嘉图、马克思),另一个趋势是基于商品的有用性和稀缺性(斯密、门格尔),这两个趋势都被后来几代经济学家加以发展并丰富。

第四个阶段是 20 世纪初期美国资本市场扩张而演化出的结果。实践的需要导致各种估值方法的发展,从贴现股利到贴现现金流等。20 世纪中期,在马科维茨、莫迪利阿尼、米勒、夏普和法玛等理论学家中展开了一场争论——争论焦点围绕的问题诸如:企业价值、资本结构及其对企业价值的影响,以及将利润划分为再投资资本和现金股利。

第五个阶段涉及几部著作的出版。1986 年拉帕波特出版了《创造股东价值》,1990 年麦肯锡公司出版了柯普兰等人的《估值》,1996 年达摩达兰出版了《投资估值》。这些作者支持商业价值评估的贴现现金流法,指出资本的经济价值增长的财务指标,并强调正确的加权平均资本成本估值的重要性。

本书呈现的是商业价值评估的各个精选方面,从资本成本计算,到企业风险估值、贴现现金流法估值,再到股利贴现法估值。我们阐明了对不同类型商业以及各种新的公司活动领域进行价值评估的具体特征,例如:处于 IPO 过程中公司的价值评估、无形资产的价值评估以及足球俱乐部的价值评估。我们密切关注评估地质和矿业项目及商业行业的公司价值的重要性,尤其是铜业和银业公司(如波兰铜业集团)以及市场风险对该价值评估的影响;还有石油公司,以埃克森美孚为例。题为《动荡经济中的房地产估值与企业估值》一章也饶有趣味。

根据价值评估的历史和当前实践,基于商业评估师的经验和直觉,我们得出的结论是,价值评估既是一种理论(作为基于价值的管理最原始和最重要的成分之一),也是一门艺术。然而,我们应当充分意识到,即使使用商业价值评估的最好理论和方法,也不能自动地反映(尤其是在短期内)我们资产的真实市场价值。我们不可能阐释某些不可预测、不可预见的事件,例如:经济周期的快速变化、政治变革、战争、恐怖袭击、资本市场玩家多变的偏好、舞弊和腐败,或者创始人、管理者的辞职。这类事件导致公司的价值迅速被重估,甚或公司破产,关于这方面的内容,生活中有丰富的例证。把风险纳入估值模型,并不能完全消除不可预测事件对公司价值评估的影响。

本书主要面向三类读者群体:

- * 管理层和监事会的成员、管理者、投资者、负责创造企业价值的人员;

- * 分析师、从事不同类型商业和企业资产价值评估工作的经纪公司的员工;

- * 公司估值、财产估值及基于价值的管理等领域的金融专业和管理专业的本科生、研究生、博士生和大学研究员。

撰稿作者既有来自华沙商学院、罗兹大学、华沙金融教研室的大学研究人员,也有波兰顶尖公司的关键管理人员,例如波兰铜业集团和切赫化工集团。

每一章节的编者和作者力求他们呈现的影响商业价值评估的复杂模型和详细因素尽量明晰、可读。因此,每一章都包括具体的结论、自测题及推荐阅读的文献。

本书的波兰语版已经成为流行的商业价值评估教科书,并被一些波兰大学采用。2011年11月,本书荣获“大普里克斯奖”(GRAND

PRIX),并在波兰经济图书年度交易会上荣获金融和银行类图书奖。本书的中文版将于2012年底出版。

我们感谢来自华沙商学院商业管理教研室的同事,感谢他们多年来的鼓励、批评性讨论以及提供的研究建议和总结。我们尤其要感谢价值管理研究所所长兼商业管理教研室主任安杰伊·赫尔曼(Andrzej Herman)教授,他创造舒心的氛围激励了我们的学术和教研工作,于是近年来我们在基于价值的管理和商业价值评估领域出版了大量的著作。

我们还要感谢本书的审稿专家伊莱娜·里赫娜克(Irena Lichniak)教授,她是华沙商学院企业研究所的所长。她的意见和建议使得我们能够在结论和论点方面做到更加严谨并弥补了不足之处。

我们还要感谢来自昆迪语言服务公司(Quendi Language Services)的翻译团队。

我们欢迎各种评论,尤其是来自读者对本书所述问题的任何批评意见及建议。

马莱克·潘菲尔

安杰伊·沙布莱夫斯基

目 录

第一章 企业估值的历史、准则和技巧

马莱克·潘菲尔
安杰伊·沙布莱夫斯基

- 价值范畴的哲学、社会学和经济学背景 / 2
- 20 世纪和 21 世纪企业估值技巧的发展 / 9
- 企业估值准则 / 13
- 企业价值创造的生成器和一致性 / 15
- 企业估值使用的方法 / 17
- 结论 / 19
- 自测题 / 20
- 延伸阅读 / 20

第二章 资本成本的计算

马辛·派克希克

- 资本成本的定义和应用 / 22
- 基本的股权成本计算模型 / 25
- 基本的债务成本计算模型 / 33
- 计算加权平均资本成本的实例分析 / 36
- 结论 / 39
- 自测题 / 39
- 延伸阅读 / 40

第三章 企业风险估值

扬·克里斯多夫·索拉什

- 企业价值创造过程中风险管理功能的演化 / 42
- 企业风险的类型 / 51
- 风险管理质量对公司估值的影响 / 52
- 结论 / 53
- 自测题 / 54
- 延伸阅读 / 54

第四章 市场风险对波兰铜业集团 估值的影响

雅罗斯瓦夫·罗曼诺夫斯基
拉多斯瓦夫·扎沃任斯基

- 波兰铜业集团简介 / 56
- 实践中的金融风险管理 / 56
- 赢利和亏损背景中的对冲 / 65
- 市场条件对波兰铜业集团估值的影响 / 65
- 结论 / 70
- 自测题 / 72
- 延伸阅读 / 72

第五章 原油市场变化对公司估值的影响： 埃克森美孚公司实例

沃伊切赫·波托茨基

- 原油市场变化对财务业绩和石化公司市场估值的影响 / 74
- 以埃克森美孚公司为例说明宏观经济因素对财务业绩和公司价值的影响 / 78
- 原油价格的统计学特征 / 84
- 原油市场两个不稳定维度 / 85
- 原油价格的长期预测 / 87
- 原油价格和埃克森美孚公司经营利润的预测建议 / 88
- 结论 / 90
- 自测题 / 91
- 延伸阅读 / 91

第六章 动荡经济中的房地产估值与企业估值

伊丽莎白·蒙臣丝卡

- 动荡的后工业经济 / 95
- 处于十字路口的经济和估值 / 97
- 估值的全球维度 / 100
- 全球信息功能紊乱 / 102
- 波兰的企业估值与房地产：方法与法律的矛盾 / 103
- 结论 / 107
- 自测题 / 108
- 延伸阅读 / 108

第七章 使用贴现现金流法的公司估值

马莱克·潘菲尔

贴现现金流的实质 / 110

贴现现金流估值过程 / 110

贴现现金流法的局限 / 119

尤特绅卡控股股份公司的估值 / 120

结论 / 127

自测题 / 128

延伸阅读 / 128

第八章 使用股利贴现法的商业估值

安杰伊·沙布莱夫斯基

把现金还给所有者:资本利得、股利和股份回购 / 130

未来股利预测 / 133

股利贴现模型 / 136

结论 / 145

自测题 / 145

延伸阅读 / 146

第九章 地质和矿业资产估值方法:

赫伯特·维特

波兰铜业集团的实践

根据项目所处的发展阶段进行估值的方法及其选择综述 / 148

项目估值的理念和方法 / 151

波兰铜业集团收购项目的范例 / 159

结论 / 162

自测题 / 162

延伸阅读 / 163

第十章 客户价值度量

芭芭拉·多别佳娃-克罗娜

价值交换是客户估值的基础 / 166

评价客户价值的方法 / 168

客户估值的实际应用 / 180

结论 / 183

自测题 / 184

延伸阅读 / 184

第十一章 无形资源的估值

莫妮卡·马辛科芙丝卡

无形资源及其对企业价值的影响 / 186

无形资源与无形资产 / 188

总无形资源估值:智力资本 / 190

无形资源各个项目的估值 / 195

结论 / 200

自测题 / 201

延伸阅读 / 201

第十二章 IPO 过程中的公司估值

多洛塔·波迪多沃娜-塔诺芙丝卡

募股公司的关联资本和非关联资本的意义 / 204

公司估值阶段的募股步骤和投资信息 / 207

决定 IPO 过程中公司估值准确性的因素 / 208

募股公司中的贴现和过低定价效应 / 209

2005—2010 年第三季度华沙证券交易所募股公司过低定价的分析 / 213

案例分析 / 214

结论 / 224

自测题 / 224

延伸阅读 / 225

第十三章 足球俱乐部估值:以尤文图斯为例

米查尔·格沃多夫斯基

商业和经济 / 228

足球商业元素 / 229

足球对经济增长的影响 / 231

证券交易所的足球俱乐部 / 233

足球俱乐部的估值方法 / 237

2012 年欧洲足球锦标赛和波兰经济发展 / 250

结论 / 250

自测题 / 251

延伸阅读 / 251

结语——商业价值评估面临的挑战 / 253

参考文献 / 257

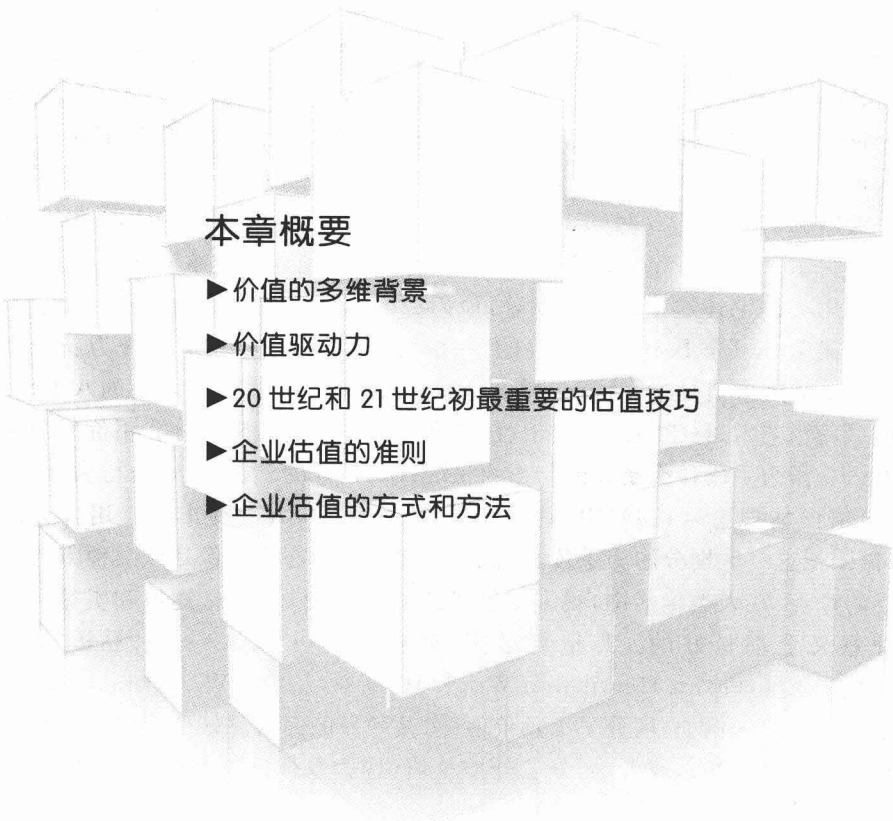
互联网网页 / 272

作者小传 / 273

第一章 企业估值的历史、准则和技巧

过去、现在,甚至贴现将来的事件,都会在市场价格中得到反映……但是,它们通常与价格变化的关系反映并不明显。

——路易·巴舍利耶(Louis Bachelier)



本章概要

- ▶ 价值的多维背景
- ▶ 价值驱动力
- ▶ 20 世纪和 21 世纪初最重要的估值技巧
- ▶ 企业估值的准则
- ▶ 企业估值的方式和方法

价值范畴的哲学、社会学和经济学背景

对于理解人们为何评价不同的事物,无论该事物是一个观念、一个物件,还是一个人,价值理论都包含许多不同的方式,价值的起源应当从古代哲学尤其是当时被称为伦理学(即价值论)的一部分之中寻找,它着眼于分析善的概念。现在,价值理论的不同版本在心理学、社会学或经济学中找到了它们的经验背景。

根据《大英百科全书》:“价值”这个术语最初的意思为事物的值,主要应用于交换价值的经济学意义,比如在 18 世纪政治经济学家亚当·斯密(Adam Smith)的著作之中。19 世纪,在各种各样的思想家和学派的影响下,价值的意义在广义上被扩大到更加广泛的哲学旨趣领域:新康德主义者鲁道夫·赫尔曼·陆宰(Rudolf Hermann Lotze)和阿尔布雷赫特·立敕尔(Albrecht Ritschl);“重新估定一切价值”理论的提出者弗里德里希·尼采(Friedrich Nietzsche);亚历克修斯·迈农(Alexius Meinong)和克里斯蒂安·封·厄棱费尔(Christian von Ehrenfels);无意识哲学家爱德华·封·哈特曼(Eduard von Hartmann),他的《价值论纲要》(1909)首次在标题中使用“价值”这一术语。雨果·孟斯特伯格(Hugo Münsterberg)通常被认为是应用心理学的创始人,韦尔伯·马绍尔·厄本(Wilbur Marshall Urban)的《价值评估的本质和规律》(1909)是首次用英语论述这个主题的专著,他们二人把这项运动引入美国。拉尔夫·巴顿·佩里(Ralph Barton Perry)的《一般价值论》(1926)一书被誉为新方法的杰作。他认为价值是“任何包含利益的事物”。后来,他探索了价值的八个领域:道德、宗教、艺术、科学、经济、政治、法律和习俗。人们通常区分实用价值与内在价值——作为手段什么是好的与作为目的什么是好的。在《人性与行为》(1922)与《价值评估理论》(1939)中,约翰·杜威(John Dewey)提出了实用主义的解释,试图把这一区别分解为手段与目的,尽管后者的努力更像是以某种方式强调如下的观点:在人类生活中,很多实在的事情——例如健康、知识和美德——在两种意义上都是好的。其他哲学家,如刘易斯(C. I. Lewis)、乔治·亨利克·封·莱特(Georg Henrik von Wright)以及弗兰克纳(W. K. Frankena)扩大了这些区别——例如,区分了工具价值(对某种目的而言是好的)与技术价值(对做某事而言是好的),或者,区分了分摊价值(作为整体的一部分而言是好的)与最终价值(作为整体而言是好的)。

价值论作为一门科学从狭义和广义两方面分析价值。狭义上,价值论分析

存在于不同科学分支中的价值理论以及价值类型,例如:道德、宗教、美学或经济学。广义上,价值论寻求不同的价值概念,它们植根于善的概念。尤其是,价值论探讨价值的本质——价值是什么,它的客观性或主观性如何,它是怎样被创造出来的。再者,价值论对价值进行分类并建立价值的层级,还分析价值是怎样在不同的时间和地点被创造并演进的。

塔塔尔凯维奇(Wł.Tatarkiewicz)[1997]强调,自从公元前4世纪,在哲学学说中,对价值的研究成为哲学的三个部分之一,称为伦理学或价值论,这两者可以互换使用。

苏格拉底(Socrates)(前469—前399),被视为是伦理学的创造者,他认为知识是终极的美德。“美德是真实的善。美德是单一性的,正如每种美德都是知识。获得知识我们就获得了善,因此,就获得了利益和幸福。”[塔塔尔凯维奇,1997]然而,知识虽然可以被获得,但是它并非一种天生的美德。苏格拉底着重提出了以下建议:你应当获得知识,把它当作终极价值和人的最重要伦理行为而传承下去。“苏格拉底认为,应当与他人分享的教育工作的任务(我们关于善的知识)是真实的美德,即真实的文化。他认为,这是人的最重要任务,由此,思想、美德与幸福得到了统一。”[希维扎夫斯基(Świeżawski),2000,73页]

雅典的色诺芬(Xenophon of Athens)(约前430—约前355),是苏格拉底的同时代人,他把家庭管理的概念引入人类思想。在色诺芬的著作《家政论》中,他探讨了家庭管理的实用方面。他重视农业,认为需要从物质和道德方面激励奴隶,一个国家的粮食需要自给自足,需要发展专门化。他已经区分了商品的使用价值与交换价值。由此,他扩大了易货经济中金钱(当时是银)作为财富源泉的功能。

柏拉图(Plato)(前427—前347)潜心于研究善和正义。作为苏格拉底的门生,柏拉图创造了美德理论,这些美德对任何社会的生活而言都至关重要。这些美德有刚毅、正义、审慎和节制[希维扎夫斯基,2000]。柏拉图在国家规范理论的基础上分析了这些美德。相较于真实的善,他更看重理想的善。对柏拉图而言,真实的善只不过是达到理想的善以及任何善或正义的一种手段。柏拉图是古代第一位对价值进行完整分类的作者[里尔(Reale),2008],其分类包含四个项目:第一是宗教价值。第二是精神价值。在《权力》中,柏拉图说:“在诸神(我们的主人)以及次于诸神的人物之下,你最为珍视的应当是你的灵魂,把它放在第二的位置。”第三是身体价值,里尔称之为性命价值(vital value)。柏拉图虽然把第三位置指派给身体,但是他做出了一个重要的保留:“这里,我们需要沉思我们为什么珍视身体,我们是否出于真实的原因或出于虚假的伪装而习惯这样做。在此,裁决权属于法律制定者。我认为,他将由此向我们展示估值的规则:他将会告诉我们,那不是美好、强壮、柔韧或伟岸的身体,甚至不是一个健康的身体,

这一点尤其具有价值——尽管这是普通的情感——同样，具有相反特征的身体其价值也是如此。正是处于这两种对立面之间的中间状态才令我们以最审慎、最安全的方式行事。”柏拉图把外在物品放在第四位，即指“拥有金钱和世俗物品”。[普拉瓦(Prawa),1997,161—164 页]

然而，古代最著名的思想家无疑当推亚里士多德(Aristotle)(前 384—前 322)。亚里士多德不仅发展了哲学的众多分支学科，而且发展了家庭管理。他提出了众多涉及金钱的问题。柏拉图集中关注善的概念，而亚里士多德还专注于研究个体倾向完美的驱动力以及人们的经验行为。美德无法被演绎出来，它们需要凭借经验加以寻找。他还强调正义美德的重要性，因为正义美德涵盖所有其他美德。他把分割引入“分配正义(根据几何比例并考虑人与人之间的差异，涉及商品和维度) $A:B=a:b$ ，以及补偿(可交换的——根据算术比例而不考虑人的表现) $a-y:a=a:a+y$ ”[希维扎夫斯基,2000,147 页]。

对经济学家而言，最有兴趣的是亚里士多德涉及经济学和家庭管理的概念系统。该系统有三个组成部分。第一是关于家庭管理作为一门科学的《经济论》。第二是理财学，即通过商品交换获取金钱以及聚集金钱的艺术。第三是关于金钱的科学。在借助金钱比较不同商品的实用性，他步色诺芬的后尘。这里，有趣之处在于如下的事实：亚里士多德认为金钱是社会准绳的一个元素，源自于人们交换商品的需要。[斯坦基维茨(Stankiewicz),1987]他关于交换交易的思想也非常有趣。亚里士多德认为，使用性问题是计算价格的一个重要因素。在他的分析中，劳动成本取代荣誉。高登(Gordon)认为：“对亚里士多德而言，典型的交换交易是两个人之间的关系，他们同时是买方和卖方，他们各自与对方交换自己的生产剩余。”值得记住的是，“这些人各自必须得到满足，因此，在交换发生之前，成本和实用性的问题得以平衡”。[高登,1964,123—124 页]

根据马克斯·舍勒(Max Scheler)的观点，价值是客观、规范的(道德上它们是强制性的)。舍勒反对对价值采取主观的观点，区分了价值与精神特质(ethos)。精神特质是由特定的人(或一群人，或某一文化)创造并认可的价值领域，它是主观的，可能与客观领域截然不同。

价值彼此相互联系，产生层级。最低的位置属于功利价值(有用—无用)——至于这个类别的价值是否确属必要，舍勒犹豫不决。价值层级接下来的层次是：

- 享乐价值(愉快—不快)——这些是纯粹的感官价值，涉及嗅觉、听觉、视觉、触觉和味觉。

- 性命价值(涉及生命与死亡，诸如力量、健康、年龄和充实)。

- 精神价值，分为：

- 认知价值(纯粹认知真理的意愿)；