

财务经理新书架



(第2版)

公司战略性估价

Strategic Valuation of Companies
(Second Edition)

(英) 艾伦·格雷戈里 著

王 震
王鸿雁

译

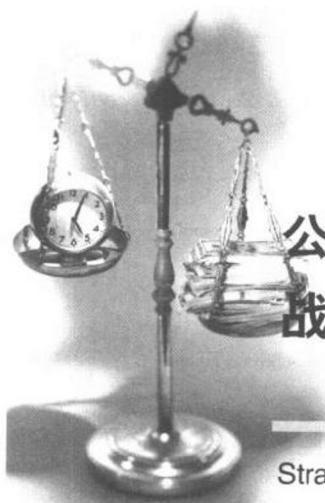
刘 力 审校



电子工业出版社

Publishing House of Electronics Industry
<http://www.phei.com.cn>

财务经理新书架



公司 战略性估价

(第2版)

Strategic Valuation of Companies
(Second Edition)

(英) 艾伦·格雷戈里 著

王震 王鸿雁 译

刘力 审校

电子工业出版社

Publishing House of Electronics Industry

北京·BEIJING

NAAB5164

© Alan Gregory 2001.

This translation of Strategic Valuation of Companies, Second Edition is published by arrangement with Pearson Education Limited.

本书中文简体专有翻译出版权由英国 Pearson Education Limited 授予电子工业出版社。该专有出版权受法律保护。

图书在版编目 (CIP) 数据

公司战略性估价 (第2版) / (英) 格雷戈里 (Gregory, A.) 著; 王震, 王鸿雁译. - 北京: 电子工业出版社, 2002.1

(财务经理新书架)

书名原文: Strategic Valuation of Companies (Second Edition)

ISBN 7-5053-7134-7

I. 公… II. ①格…②王…③王… III. 企业管理: 财务管理 IV. F209

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2001) 第 080749 号

丛 书 名: 财务经理新书架

书 名: 公司战略性估价 (第2版)

著 作 者: (英) 艾伦·格雷戈里

译 者: 王 震 王鸿雁

责任编辑: 何 瑞

印 刷 者: 北京天宇星印刷厂

出版发行: 电子工业出版社出版 <http://www.phei.com.cn>

北京市海淀区万寿路 173 信箱 邮编 100036

开 本: 850×1168 1/32 印张: 11.375 字数: 200 千字

版 次: 2002 年 1 月第 1 版 2002 年 1 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 7-5053-7134-7
F·209

定 价: 23.00 元

版权贸易合同登记号 图字: 01-2000-4029

凡购买电子工业出版社的图书, 如有缺页、倒页、脱页者, 请向购买书店调换。

若书店售缺, 请与本社发行部联系调换。电话 68279077

译者的话

随着中国市场经济改革的不断深入和证券市场的不断完善，公司的融资活动更加多样化，新的金融工具和方式也在不断地出现。同时，公司间的并购活动逐年增加。这些都需要企业不断对其自身的价值或相关公司的价值进行准确的评估。

英国埃克塞特(Exeter)大学公司财务学教授艾伦·格雷戈里(Alan Gregory)的新著《公司战略性估价》，就是一本关于为购买或出售公司或部门及评价各种战略性方案而进行估价的好书。该书全

面地介绍了有关公司估价的理论与方法。书中对有关公司估价的相关理论和实证研究进行了介绍，这包括三类主要的估价模型：基于收益的模型、基于资产的模型和贴现现金流模型。尽管贴现现金流模型在理论上更为成熟，但在实践中业内人士更喜欢基于收益的模型。为此，该书在详细分析各种股东价值的同时，还介绍了基本的市盈率模型及其与贴现现金流模型的联系以及其他常用比率的应用。同时，该书还对近几年来不断受到重视的实物期权技术在估价方面的应用做了介绍。除估价模型外，该书还对接管和兼并估价的特殊方面进行了分析。更为重要的是，该书始终用一个典型公司的案例来分析如何应用这些理论。

由于作者在担任教学与研究活动的同时，具有丰富的咨询经验，从而能够娴熟地将有关公司财务方面的现代理论与估价实践紧密地联系起来。也正是因为这一点，该书不同于国内翻译的其他同类书籍。从国外引进来的外版图书，要么是过多强调理论方面，要么完全是实践中的做法和理念。而格雷戈里教授将二者巧妙地结合了起来。贯穿全书，作者始终将重点放在各种方法在实践运用中的优缺点分析上，简明而清晰地阐述了在实践中为何使用及如何使用这些模型。同时，该书也对新的估价方法做了介绍。从这一点看，该书既适合相关从业人员在实践中使用，也适合高校师生在教学中使用，特别是在 MBA

教学中使用。因此，该书的翻译出版对于发展和丰富我国公司估价理论，推动我国企业的投融资和并购活动具有重要的意义。

由于时间仓促，加之译者水平有限，对于翻译中可能出现的不够准确和不够严谨之处，恳请广大读者及同仁提出宝贵意见。北京大学光华管理学院刘力教授抽出宝贵时间对本书进行了审校，译者在此表示衷心的感谢。

译 者

2001 年 10 月



前言

1. 本书的内容范围

本书试图从总体上涵盖为了购买或出售某个公司或部门，以及为了评价各种战略性方案而进行的估价。由于涉及一些特殊的考虑，对少数股权的估价和为了诉讼或税收目的而进行的估价不包括在本书内。

2. 本书所包括的估价模型

本书包括了三类主要的估价模型：基于收益的模型、基于资产的模型与贴现现金流模型。在最后一类模型中，影

响价值的因素是公司的未来现金流预期和资本的机会成本。由于最后一类模型日益重要，因而本书的重点包括以下几个方面：

- 对基本的贴现现金流模型（DCF）的解释；
- 对自由现金流模型（FCF）的详细描述；
- 对自由现金流模型与“股东价值”模型之间联系的解释，包括对会计收益、账面价值及市场价值之间的联系的解释；
- 对计算“股东价值”的不同方法及其优劣性的比较；
- 对资本成本（包括复合金融工具的成本）计算的详细讨论；
- 对公司在明确的预测期期末的“终值”的估计。

此外，业内人士对基于收益的估价模型更为认可。本书对此类模型的优势与劣势以及适用性进行了讨论和说明，包括：

- 基本的市盈率模型（PE）及其与贴现现金流模型的联系；
- “息税前收益（EBIT）”比率以及何时使用它；
- “现金收益”模型的应用；
- 收益与市场价值之间关系的经验证据。

3. 估价的其他方面

除了上述估价模型外，本书对接管和兼并估价的特殊方面

进行了分析。事实证明，从长期的股东价值角度看，大多数接管并不能增加财富，因此这类分析尤其重要。

金融理论的近期发展强调：由于可以在各种战略性方案之间进行选择而带来的管理上的灵活性能增加公司的价值。本书的最后一章描述了这种灵活性如何产生所谓的“实物期权”，并解释了如何用期权定价技术对实物期权进行估价。

4. 本书的研究方法

本书的研究方法是：使用每一个特定的估价模型去解释所涉及的问题，并且使用定量案例说明每个模型的应用情况。然后，本书通过对特定情况下各个模型优势与劣势的进一步定量说明来比较各个模型。同时，本书对模型如何应用公开会计数据的方法也做了说明。

本书的重点始终放在以下方面：

- 各种方法在实践中的优点与缺点；
- 在实践中，如何应用和为什么应用这些模型；
- 简化模型可以运用的实际条件及何时需要更为复杂的模型。

本书的一个主要目标是：对可用的最新技术及其在未来如何应用进行解释。

5. 第2版的改动

除了一般的修订之外，第2版中的特别改动之处包括：对技术公司进行的估价，对无形资产（尤其是研发活动及“智力资本”）进行估价的讨论，在理论上和实际中使用会计数据进行估价的更多资料，以及关于实物期权在估价中的重要性的更多资料。更详细地说，新增加的内容是：第3章和第6章增加了关于会计收益、账面价值和市场价值之间的理论关系，以及对上述关系的近期经验证据；第4章在对资本成本的最新经验证据的基础上进行了修订，增加了在估计加权平均资本成本方面的新的案例；第5章增加了在使用价值驱动因素估计自由现金流方面的新的案例研究，即估计技术公司和网络公司的自由现金流；第6章增加了基于 Ohlson 估价模型和对无形资产估价的近期证据而进行的详细的案例分析；第7章增加了英国公司所进行的成功或失败的海外收购的资料；第8章增加了实物期权估价的进一步的案例，包括与技术公司和网络公司中的各种实物期权相关的案例。

内 容 简 介

本书全面地介绍了有关公司估价的理论和方法。首先回顾了传统的估价模型及其在现代的应用，接着详细地介绍了贴现现金流模型、资本成本、自由现金流模型等内容，还介绍了一些新的估价方法，如实物期权技术在估价方面的应用，对技术公司和网络公司的估价等。本书注重估价理论与估价实践的结合，始终将重点放在各种估价方法在实践中的优缺点上，阐述简明而清晰，特别适合于实践中从事有关投融资活动和财务管理与咨询工作的广大从业人员阅读，也可作为MBA学员的教材和教学参考用书。

作者简介

艾伦·格雷戈里

(Alan Gregory)

埃克塞特 (Exeter) 大学公司财务学教授、企业管理系主任。他以前曾是格拉斯哥 (Glasgow) 大学和威尔士 (Wales) 大学会计与财务系的教授。在埃克塞特大学, 他给工商管理硕士 (MBA) 和经济学硕士 (MA) 讲授金融学和投资学课程。

他目前的研究兴趣包括接管和并购、资本成本和股票市场的效率。最近出版的著作包括对英国并购企业的长期绩效研究、对英国资本成本的研究以及关于股票价格对董事交易活动的反应、“伦理的”单位信托基金的业绩评价方法等内容。他也是一名特许管理会计师, 并为“五大”会计师事务所所在决定资本成本方面担任顾问。

1/25/04

目 录

第 1 章 结论	1
1.1 估价的范围和宗旨	3
1.2 对估价有潜在兴趣的各方	6
1.3 机会成本原理	8
1.4 主要估价模型概览	10
1.5 接管估价中的额外因素	16
1.6 对灵活性估价	18
1.7 对技术公司估价	18
1.8 小结	19
第 2 章 传统估价模型及其现代应用	21
2.1 引言	23

2.2 会计数据的局限性	25
2.3 基于收益的估价方法	33
2.4 基于资产的估价方法	48
2.5 小结	56

第3章 基本的贴现现金流模型 59

3.1 引言	61
3.2 永续常数增长模型的贴现现金流	71
3.3 通货膨胀与估价	72
3.4 估计未来通货膨胀率	76
3.5 国际通货膨胀率	81
3.6 股利增长模型与自由现金流模型	82
3.7 自由现金流模型	86
3.8 市盈率模型及其与自由现金流模型、股利贴现模型的关系	91
3.9 会计利润、账面价值和贴现现金流价值之间的基本联系	95
3.10 自由现金流模型与“非连续”投资现金流	97
附录 3.1 常数增长公式的推导	101
附录 3.2 常数增长假设条件下的股利贴现模型、自由现金流模型与 市盈率模型的等价证明	102

第 4 章 贴现现金流模型中的资本成本	105
4.1 引言	107
4.2 历史观点	111
4.3 未来估计或预期收益	114
4.4 单一指数风险定价模型: 资本资产定价模型	115
4.5 资本资产定价模型的应用	121
4.6 资本资产定价模型的替代选择	130
4.7 杠杆水平的变化对权益资本成本的影响	137
4.8 其他种类的资本成本	144
4.9 加权平均资本成本	165
4.10 估计加权平均资本成本的案例	167
4.11 基准收益率与资本成本	172
4.12 小结	173
附录 4.1 用 Excel 表格计算 Black-Scholes 期权定价模型	175
 第 5 章 预测自由现金流与计算终值	 177
5.1 变量之间的关系	179
5.2 预测的基本原理	185
5.3 预测自由现金流: 预测期间与终值	195
5.4 明确的预测期间	196
5.5 转变期间的预测	198
5.6 终值的计算	199

5.7	会计利润与现值之间的关系	207
5.8	会计收益与现值之间关系的实例	211
5.9	技术公司和网络公司的自由现金流	223
5.10	税收与终值	224
5.11	对战略经营单位的估价	225
5.12	对公司整体的估价	226
第 6 章	应用自由现金流的现代方法	229
6.1	引言	231
6.2	剩余收益或经济利润模型与现金流收益率模型	234
6.3	经济利润模型与现金流收益率模型在实践中的应用	255
6.4	小结	270
第 7 章	接管与兼并估价中的额外因素	273
7.1	引言	275
7.2	兼并利益	275
7.3	有关海外经营估价的特殊考虑	289
7.4	兼并的经验证据	293
第 8 章	通过灵活性增加价值	297
8.1	引言	299
8.2	公司估价中的基本期权类型	301

8.3 对实物期权的估价	303
附录	321
附录 A Glynwed 公司 1999 年 12 月 31 日调整后的账户	323
附录 B 贴现系数表	328
附录 C 年金系数表	329
词汇缩略	331
参考文献	337