

► 资产评估是并购成败的关键 ◀

PEARSON
Prentice
Hall

HZ BOOKS
华章经管

资产评估

Valuation

Avoiding the Winner's Curse

(美) 肯尼思 R. 费里斯 (Kenneth R. Ferris) 著
芭芭拉 S. 佩舍雷·佩蒂 (Barbara S. Pécherot Pettitt)



机械工业出版社
China Machine Press

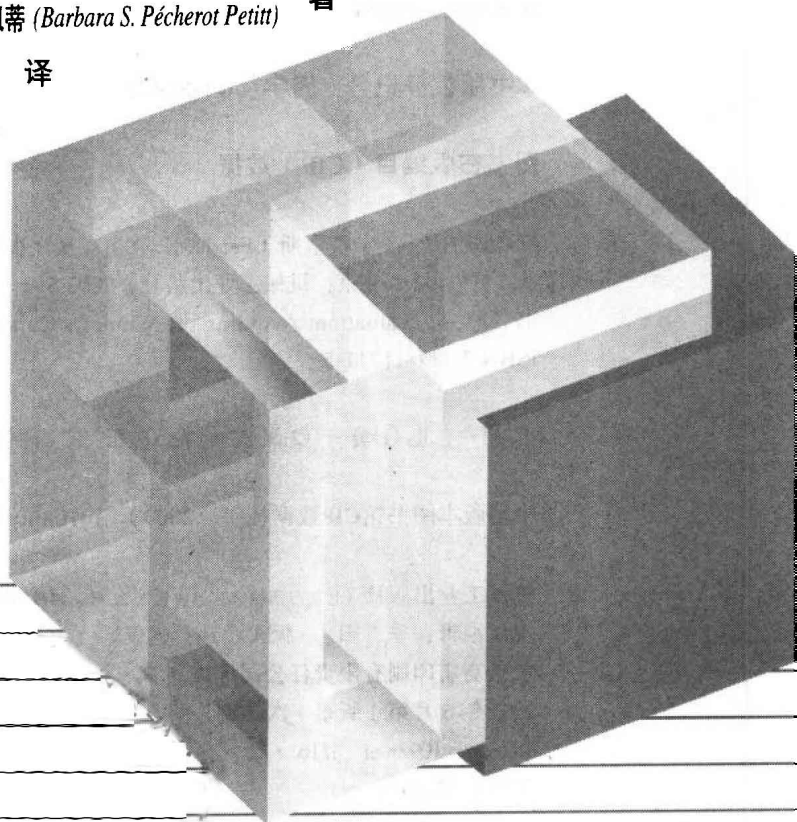
资产评估

Valuation

Avoiding the Winner's Curse

(美) 肯尼思 R. 费里斯 (Kenneth R. Ferris) 著
芭芭拉 S. 佩舍雷·佩蒂 (Barbara S. Pécherot Pettit)

刘祥亚 贾哲 译



机械工业出版社
China Machine Press

Simplified Chinese Edition copyright © 2002 by PEARSON EDUCATION
NORTH ASIA LIMITED and CHINA MACHINE PRESS

Kenneth R. Ferris & Barbara S. Pécherot Petitt. Valuation: Avoiding the
Winner's Curse

ISBN: 0-13-034804-X

Copyright © 2002 by Pearson Education, Inc.

All Rights Reserved.

Published by arrangement with the original publisher, Pearson Education,
Inc., publishing as Financial Time Prentice Hall

This edition is authorized for sale only in the People's Republic of China
(excluding the Special Administrative Region of Hong Kong and Macau).

本书封面贴有Pearson Education培生教育出版集团激光防伪标签, 无标签
者不得销售。

版权所有, 侵权必究。

本书版权登记号: 图字: 01-2003-0276

图书在版编目(CIP)数据

资产评估 / (美) 费里斯 (Ferris, K. R.), (美) 佩蒂 (Petitt, B. S. P.) 著;
刘祥亚、贾哲译. - 北京: 机械工业出版社, 2003.5

书名原文: Valuation: Avoiding the Winner's Curse

ISBN 7-111-11711-5

I. 资… II. ①费… ②佩… ③贾… III. 资产评估 IV. F20

中国版本图书馆CIP数据核字(2003)第010860号

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: 季 阳 版式设计: 赵俊斌

山东高唐印刷有限责任公司印刷 · 新华书店北京发行所发行

2003年5月第1版第1次印刷

787mm × 1092mm 1/16 · 15印张

定价: 33.00元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

前言

资产评估是金融学的核心，它提出这样一个问题：“对于一份未来现金流不确定的资产，合理的支付价格是多少？”在过去，这个问题的答案由时间来检验。然而，在从业人员寻求更先进的资产评估手段的同时，新的资产评估方法不断涌现。而且，随着“新经济”以及众多不具备盈利或现金流历史的私人电子商务公司的发展，这些新方法不断完善。

在资产评估环境日新月异的背景下，本书将以从业人员的角度阐述公司资产评估的基础知识，并重点论述以收购为目的的资产评估。在本书中，收购主要指购买生产资本或一种资本预算活动。此外，资产评估被认是一门艺术而不是科学。最终，读者们将发现指引他们的是众多的经验法则而不是少数不可违背的法则。

由于多样化的资产评估目标以及公司自身状况，用于评估公司资产的标准并没有准确的定义。所以，在评估资产的过程中，总裁们以及证券分析人面临许多选择和困境。本书自始至终为解决上述困境并帮助读者做出明智选择提出了许多实用的解决方案。本书阐述的方法主要适用于非金融类公司。有关金融公司的资产评估不在本书讨论范围之内。

为有效使用本书，读者需要掌握会计和财务基本知识，并具备一定的电子制表软件（如Excel）知识。

本书是多年教学、科研以及产业经验的结晶。同时，本书也得益于挚友以及同事的宝贵建议，他们是巴里·格雷厄姆、迈克尔·莫菲特、阿

IV

南特·孙达拉姆、弗朗西斯·恩泽通、格雷姆·兰金、汤姆·塞林。同时，我们对托雷·曼表示感谢，他在本书创作过程中从事了大量的手稿整理工作。

肯尼思 R. 费里斯 芭芭拉 S. 佩舍雷·佩蒂

2001年6月

目 录

前言

第1章 资产评估：概论	1
公司兼并与收购的原因：历史角度	4
兼并与收购贴水	7
资产评估过程	8
多样化的资产评估模式	9
本章小结	14
注释	14
第2章 财务审查与预测分析	17
财务审查	20
预测分析	37
敏感度分析：另一种情形	46
本章小结	48
注释	49
附录2A 诺基亚集团财务数据	53
附录2B 现金流量报表的制定	55
附录2C 制表软件EXCEL列表	69
附录2D 账目预测方式	71

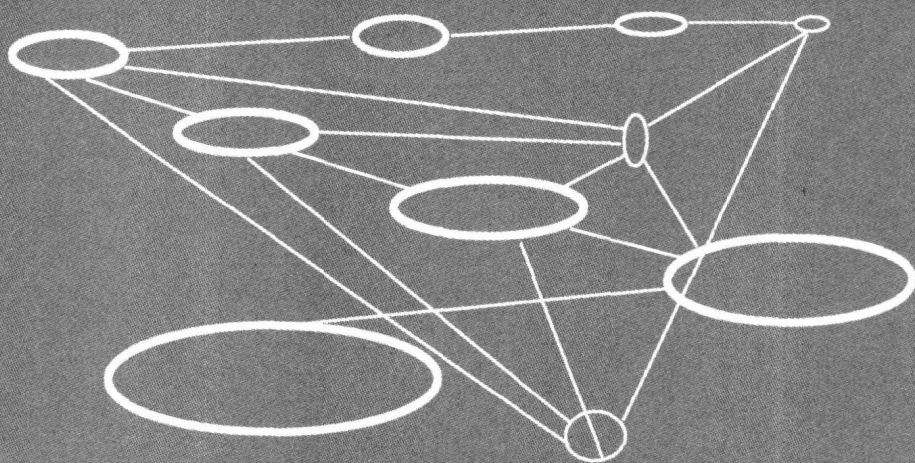
第3章 传统资产评估模型	73
利润乘数分析	76
已贴现现金流量分析	80
本章小结	100
注释	100
附录3A 复杂资本结构WACC的计算	104
附录3B 关于已贴现现金流量与利润乘数资产评估的一些常 见问题及解答	107
第4章 其他资产评估模型	113
缺少利润或现金流量数据情形下的资产评估	116
资本结构变化时的资产评估	120
经济价值分析	131
不动产买卖权分析	134
本章小结	136
注释	136
附录4A 已贴现现金流量分析: GoAmerica有限公司	138
附录4B 资本现金流量分析	140
附录4C 公司资本结构变化时DCFA的使用	142
附录4D 布莱克-斯科尔斯模型	144
第5章 资产评估分析中的会计困境	147
对经济现实的评估	150
收入报表调整: 预测永久利润与自由现金流量	152
资产负债表的换算: 公司净资产价值的预测	165
现金流量报表换算: CFFO与自由现金流量的预测	176

VII

本章小结	178
注释	182
第6章 兼并与收购的财务报告与税收考虑	187
财务报告：是否合并	190
汇总报告：分享记账与购买记账	193
分享记账与购买记账：对公司资产评估的影响	199
兼并与收购中的税收考虑	200
少数股权	202
商誉记账	203
本章小结	206
注释	210
附录6A 负商誉	214
第7章 最后的思考	217
资产评估：总结报告	220
几点注意	222
结束语	222
参考文献	225

第1章

资产评估：概论



市场考察

利来公司——预测

1997年6月24日，主要的金融报纸都刊登了有关世界医药行业巨头*之一——利来公司的一则重要消息。该公司表示，它将从1997年第2季度的收入中斥资24亿美元用于填补其在PCS保健系统的投资。三年前，利来公司以41亿美元收购了PCS。

该公司还表示，主要是由于两个不确定因素导致了PCS投资贬值超过50%。首先，利来公司原先预计另外两家医药公司将购买PCS的股份以减少投资风险。然而，在美国联邦贸易委员会出于反垄断考虑开始对收购进行监控之后，上述投资行为没有实现。其次，自从1994年医药保健行业的前景发生了戏剧性的变化。1993年，克林顿政府提出对全美医疗保健项目进行革新，这将极大地促进PCS服务市场的扩张，但是，这项提议没能获得国会的批准。

大多数华尔街分析家们认为，PCS事件为在兼并和收购交易中市场预测所存在的风险提供了完美的例证。1998年，赖特救护集团以15亿美元收购了PCS，这给利来在PCS的失败投资画上了句号。利来公司共亏损26亿美元。

也许金融界最普遍的问题就是：“这项投资的价值是多少？”不论投资的形式是债券、股票或者整个公司，对它经济价值的评估往往是总裁或分析家们的终极目标。

* 见1997年6月24日《华尔街日报》A4版，T·M·伯顿《利来将吞下24亿美元》；1997年6月24日，《纽约时报》D7版，M·伏罗德海姆，《利来使分销商的账面价值缩水24亿美元》。

企业财务学中对投资价值评估的基本原则有明确的描述：一份资产的价值是它未来预期的现金流量的贴现。¹ 所以，资产评估便成为一种建立投资未来现金流量模型以及衡量其价值的行为。由于金融建模不但耗费时间而且常常出现偏差，分析家们往往运用一些便捷而又省时的方法来获得同样的效果。同时，由于许多投资的现金流量预期并不足以建立模型，资产评估出现了一些替代参数。1999 ~ 2000年网络行业的代表企业——“.com”公司便属于上述情况。以后的章节将包括多种资产评估框架：已贴现现金流量分析、利润乘数分析、调整后现值分析、净资产分析、收入乘数分析以及经济价值分析。尽管所阐述的方法可用于多种资产评估目标，但上述每种框架仅限于以兼并和收购为目的的资产评估范畴。

本章将重点阐述下列问题：

- 公司兼并及收购的主要原因是什么？
- 为什么收购者在交易中需在公布价格的基础上支付贴水？
- 公司资产评估的具体步骤如何？
- 常用的公司资产评估的手段有哪些？

公司兼并与收购的原因：历史角度

公司兼并与收购的原因多种多样。例如，19世纪90年代，美国的许多公司试图通过形成托拉斯获得行业垄断地位，于是出现了被认为是最早的兼并和收购浪潮，这实质上是一种横向结合的极端形式，如1899年新泽西的标准原油公司、1901年美国钢铁集团以及1902年国际收割机集团的成立。在谢尔曼的反托拉斯法案禁止此种行为之后，从事收购业务的公司便转向运用垂直结合寻求发展。垂直结合的典范要属美国的石油和天然气工业：以原油开采业务发家的公司最终从事冶炼、运输以及石油与天然气产品的

销售。

随着公司试图通过多样化的收入来源减少风险，20世纪70年代见证了第二次公司兼并浪潮。这种趋势导致了经营多种业务的集团企业与控股公司的出现，通用电气公司的成立便是此种趋势的代表范例之一。然而，当今的资本市场已不再青睐这种多样化的实体。实际上，当股票市场为决定这些大型企业的合理价格而挣扎时，大部分控股公司的股票都会贬值²。实质上，当今的股市更倾向于一种“纯粹的游戏”即单一产业实体而不是高度多样化的实体，这在很大程度上是由于这种易于分析的实体能提供透明的操作从而易于估价。

20世纪80年代，出于不同的原因，第三次兼并与收购浪潮出现了。由于该时期相对较高的通货膨胀率导致了借贷成本的上涨，公司希望借助兼并来降低有时高达25%~30%的财务成本率。然而，当时仍有一些公司通过合并扩大规模以发挥大型生产商规模经济的优势。同时，当时的通货膨胀也驱动着这些扩张型的兼并和收购，那时的许多公司都试图降低生产成本以适应当时“优胜劣汰”的经济环境。

20世纪90年代，新的动力又在推动新一轮兼并与收购。一些公司将收购交易作为获取知识资产的手段。90年代末，当“第一生产力”受到青睐时，这种交易更加普遍。随着经济全球化的发展，许多公司视兼并与收购为他们争夺海外市场从而在全球经济中占有一席之地的最快捷、最经济的手段。这种趋势主要得益于多边贸易协定的形成，如欧洲联盟、北美自由贸易协定。通过在欧盟或北美自由贸易协定的成员国建立子公司，母公司便可避免支付由关税与贸易壁垒产生的高昂成本。最终，一些企业将兼并与收购作为资本积累、巩固竞争激烈的市场从而获取边际利润的手段。他们认为，不是所有的市场参与者都能够在这种经济环境下生存，所以便产生了“要么收购，要么被收购”的心态。这种全球化趋势的例子包括能源产业（如英国石油阿莫科公司与埃克森美孚公司）、医疗保健产业（如由

法玛西亚普强与孟山都公司合并的法玛西亚集团；由史克必成与葛兰素威康公司合并的葛兰素史克公司），以及汽车产业（如戴姆勒与克莱斯勒，福特与沃尔沃、美洲虎）。

然而，不是所有的兼并与收购都能使股东受益。事实上，在很多情况下，股票出现了贬值。尽管有证据清楚地表明，被收购公司的股东从交易中获利，但这并不保证收购公司的情况也是如此。有充分证据显示，尽管几乎所有被收购公司的股票价格在收购意图曝光之后都会上扬，但是多数收购公司的股价却在下跌（Jensen and Ruback, 1983）。此种迹象提醒人们，在一些情况中，证券市场已开始不断怀疑兼并与收购交易的增值作用。不论是由于收购价格过高而导致兼并失败还是现有的管理模式不能成功地融合两种文化，当今的资本市场似乎对大多数兼并与收购交易都抱有疑问。

不幸的是，市场是正确的：只有少数兼并与收购交易达到预期的目标。例如，1995年，《商业周刊》曾报道，据对1990~1995年150次兼并与收购样本的统计，只有不足一半的交易使收购公司股东获利。同样，在1997年出版的《兼并陷阱》一书中，作者马克西罗称，根据对1979~1990年间168次兼并与收购交易的分析，2/3的交易使股东受损。最终，毕马威国际会计公司（KPMG）对1996~1998年间700次兼并与收购的研究显示，超过80%的交易没能使股东获利，而超过50%的交易使他们受损。

总之，近期有关兼并与收购的研究表明，总体上，收购公司的利益都遭受了损失。例如，见表1-1中，阿格劳沃尔、杰夫与曼德尔克（1992年）、劳汉与维吉（1997年）以及劳与威米伦（1998年）表明，从事兼并与收购的美国公司市场亏损幅度达10%~15%。³与之类似，格里高里（1997年）以及佩舍罗特（2000年）表明，英国及法国资本市场的情况也是如此。为了便于理解现实中为什么股东很少从兼并与收购交易中获利，我们下面将分析这些交易中支付的贴水。

表1-1 合并或收购后的公司在股市中的表现

来 源	市 场	时 间 (月)	表 现
阿格劳沃尔、杰夫与曼德尔克 (1992)	美国	60	-10.26%
格里高里 (1997)	英国	24	-11.89%
劳汉与维吉 (1997)	美国	60	-15.90%
劳与威米仑 (1998)	美国	36	-4.04%
佩舍罗特 (2000)	法国	36	-25.41%

兼并与收购贴水

据充分证据显示, 兼并与收购贴水平均高出被收购公司收购前股价的20%~30%。例如, 通过对1987~1996年间855宗交易的研究, 《汉德和林奇》(Hand and Lynch, 1999) 发现, 被收购公司股价平均上升20.3%。总体上, 兼并与收购贴水(有时称作“控制贴水”)被认为是资本市场为弥补控制利益在收购与被收购公司之间的转让的必要手段。对公司的大部分控制权包括众多权利与利益, 如对运行政策与决策的控制、管理与董事会的选择以及股东间的利益分配。

兼并与收购贴水还可表示对另外一些经济利益的补贴, 例如:

- 通过建立得力的目标管理团队, 兼并收益将提高生产工艺水平, 更加有效地配置资源, 加快市场开发以及借助规模经济减少成本。
- 被收购公司的运营税损失的预防及预报将有助于收购公司从税收中得益。
- 资本市场的低效定价。由于市场充斥着短期盈利行为以及对未来不景气的预期, 被收购公司的价值往往被低估。

如果兼并与收购交易能产生上述经济利益, 为什么大多数股东遭受损失? 这其中的原因有很多, 但主要存在以下5种解释:

- (1) 夸大被收购公司的增长以及市场潜力(市场预测失误)。
- (2) 错误估计期望成本以及兼并收入(市场预测失误)。

(3) 出价过高(有时被称作“执行官的自信”)。

(4) 对被收购公司的经营与财务风险缺乏充分的认识。

(5) 兼并与收购后未能有效地融合被收购公司。

其实,在50%的兼并与收购行为中,收购者的管理层都犯有这样或那样的关键性错误,如在对目标公司估价的过程中、在出价时以及在交易后的融合过程中。本书将不讨论如何避免这些失误,而将着重于公司资产评估的过程,即分析人员在资产评估过程中必须要考虑的具体会计、财务以及税收问题。

资产评估过程

分析人员所谓的“公司价值”包括5种类型:账面价值、拆分价值、经济价值、清算价值以及市场价值。

账面价值是指公司的会计价值,即其总资产与负债总额的差额。该余额表示公司的资产可以按照其公布的账面价格出售以抵偿根据记录价格计算的公司债务。

拆分价值是指在协商的交易中拆分为可出售单位的公司所实现的价值,主要适用于跨行业或跨部门的公司企业。

经济价值是在可预期的期限内,一个公司的税后现金流量。这是一个预期值并用于衡量一个公司未来的现金流量。

清算价值是指公司被迫出售而进行清算时实现的价值。

市场价值是指基于公司在组织有序的市场(如债券市场)中的定价的协商价值。

尽管对公司资产的评估涉及上述五种价值,但本书将主要围绕经济价值的决定问题,因为它代表了公司的“现时”价值。所以,本书中公司的价值是指在可预期的未来,公司可提供给所有者的预期现金流量。

公司资产评估的过程通常包括如下5个步骤：

（1）全面地列举并确定潜在的兼并与收购候选人以从战略上保证交易的正确性。

（2）通过对潜在目标历史业绩的分析，从财务角度确定合适的目标公司并全面了解其运营及商业模式。

（3）通过制定预期财务报表预测目标公司未来的表现。尽管选择合适的资产评估乘数以及折扣率需要大量的工作，但是最为关键的是建立一个全面而又精确的公司运营模型。这就需要对目标公司的商业模式（其收入和成本驱动因素）以及对其未来运营情况的预测有充分的了解。

（4）在计算目标公司的自由现金流量以及连续价值的基础上估算其运营价值。

（5）估算目标公司的净资产价值并估测其各种假设条件的弹性。

显然，在采用一些便捷的资产评估方法，如利润与收入乘数分析时，步骤（4）、（5）可被省略。

多样化的资产评估模式

根据目标公司是新兴还是成熟的经济实体以及其所在行业的情况，有几种资产评估模式可供选择。我们将重点介绍主流模式，它们可划分为以下两大类：相对资产评估模式以及直接资产评估模式。根据定义，相对资产评估模式不对公司价值进行具体评估，即它不表明一种股票的价格是否合理而是它相对与其他类似股票的价格是否合理。由此可见，此类模式适用于行业内部收购，而在跨行业收购中，它的参考价值相对较低。此类模式包括利润乘数资产评估、收入乘数资产评估以及账面价格乘数资产评估。

直接资产评估模式采用各种概念化的观点来具体评估收购交易未来预期现金流量的贴现价值。该模式包括已贴现现金流量分析法，调整后现值