

中欧—华夏新经理人书架

CORPORATE VALUATION

公司价值评估

——有效评估与决策的工具

[美] 布瑞德福特·康纳尔 著

张志强 译
王春香

华夏出版社
McGraw-Hill

公司价值评估

[美] 布瑞德福特·康纳尔 著

张志强 / 王春香译

华夏出版社
McGraw-Hill

图书在版编目(CIP)数据

公司价值评估:有效评估与决策的工具/(美)康纳尔(Cornell, B.)著;张志强,王春香译. -北京:华夏出版社,2001.1

(中欧-华夏新经理人书架)

书名原文:*Corporate Valuation*

ISBN 7-5080-2265-3

I.公… II.①康… ②张… ③王… III.公司-资产评估 IV.F276.6

中国版本图书馆CIP数据核字(2000)第73486号

北京市版权局著作权合同登记号01-2000-4138

Bradford Cornell: *Corporate Valuation*

Copyright © by McGraw-Hill, Inc.

Chinese Language edition published by Huaxia Publishing House

本书英文版版权为 McGraw-Hill, Inc. 所有。

本书中文版专有出版权由 McGraw-Hill, Inc. 授予华夏出版社, 版权为华夏出版社所有。未经出版者书面允许, 不得以任何方式复制或抄袭本书内容。

版权所有, 翻印必究。

公司价值评估:有效评估与决策的工具

[美] 布瑞德福特·康纳尔 著

张志强 王春香 译

策 划: 刘力 陆瑜

责任编辑: 戚明云

出 版 者: 华夏出版社

(北京市东直门外香河园北里4号 邮编:100028 电话:64663331 转)

印 刷 者: 世界知识印刷厂

经 销 者: 新华书店

开 本: 16 开

印 张: 17

版 次: 2001 年 1 月第 1 版

印 次: 2001 年 1 月第 1 次印刷

定 价: 32.00 元

有效评估与决策的工具

公司价值评估

前 言

学术领域的财务理论和现实中经理、评估师、政府官员以及律师的评估实践总是有所脱节,本书力图在两者之间架起桥梁。从我的个人经验来看,我认为,这样一本书符合现实的需要。第一,在过去的15年中,作为加利福尼亚大学洛杉矶分校的一名财务学教授,我非常欣赏财务经济学家对于企业价值评估所开发出的各种新模型。然而,作为进行公司价值评估和咨询的FinEcon公司的创立者,我逐渐体会到,要取得评估的成功,财务经济学模型仅仅是一个必备的要素。问题在于,除了这些模型在数学上的复杂性,财务模型所能反映的不过是真实公司价值的近似值。而且,评估师所掌握的数据通常是不够的,不能不加改变地运用某个学术上的模型。因此,实际公司价值的评估常常要依赖于学术理论、经营判断、实用技巧和原则的综合运用。

评估公司价值需要各种不同的信息,本书既不是一本学术性的教科书,也不是一本评估手册。它实际上是一个价值评估的工具箱,演示出各种价值评估工具如何相互配合使用。书中强调如何运用学术模型进行价值评估,而不是这些模型的推导。也就是说,不局限于论述各种模型的数学逻辑,而是将其融入实践中评估师的近似估算、经验判断以及其他各种技巧之中。然而,我并不认为评估实践中所采用的方法和原则就是合理的和应该接受的。书中考察了实践中的做法与相应财务原理的关系,从而说明哪些方法可能存在问题,容易产生错误的价值评估。

作为理论与实践的结合,也许在有些读者看来,本书是一本大杂烩;然而,有关技术的交叉运用正反映了目前评估实践的实际状况。评估一个公司的价值不仅仅是一项艺术,也不仅仅是一门科学,而是两者以某种比例的结合。在这一工作中,要有足够的科学性,评估师不能置科学于不顾,仅仅凭个人经验行事,同时又要有足

够的艺术成分,评估师要运用自己的经验和判断,否则必败无疑。

在本书的编写和出版过程中,得到许多朋友的帮助和支持。感谢 FinEcon 公司的同事们。John Hirshleifer, Grant Sugimoto 和 Simon Cheng 都花费了许多时间与我讨论价值评估问题,有些直接涉及本书的写作,而有些则是关于那些请我们进行价值评估的公司的问題。同时,我要向 Lisa Grassi 致以最诚挚的谢意,她从本书的开始就与我一起工作,逐章地检查,逐个索引地核对,每例计算都要演算确认。没有她的勤奋和努力,本书是不可能完成的。最后,我还要感谢我妻子和家人的理解和支持,在写作本书的一年中,几乎每个晚上都不能与他们共享。

布瑞德福特·康纳尔

认识价值源泉 提升决策水平

——译者前言

认识价值是一切经济和管理行为的依据和前提。而公司价值增值更成为现代公司经营的目标。从这个意义上讲,公司内各个领域的人员都应该深入了解影响公司及其资产价值的因素,并以对公司价值的影响作为决策的依据。

在现代市场经济中,至少有两方面的因素增加了认识价值的难度。其一不仅是无形的实体有价值,无形的东西也有价值;其二是有形和无形资产的价值都处于不断变化之中。公司价值评估的研究就是要解决这些价值认识方面的困难,对包括公司的各种资产以及公司作为整体的价值做出恰当的估价。

实际的价值评估能否得出客观准确的结论,取决于评估人对于价值决定因素的理解程度,也取决于评估人各种评估技巧的运用。换个角度说,取决于评估人的理论水平和应用经验。因此,一本好的价值评估著作应该既能讲透价值决定的理论,又能说明这些理论(直接或变通)运用的多种技巧,包括某些关键的细节。也就是说,既提供理论,又提供理论与实践之间的桥梁。

我们欣喜地看到,康纳尔教授的这本《公司价值评估》很好地做到了这一点。这正是华夏出版社从众多价值评估名著中选中该书的原因。康纳尔教授是加利福尼亚大学洛杉矶分校的著名财务学教授,长期活跃在西方价值评估和公司理财领域,发表过 50 多篇论文,并通过自己的 FinEcon 公司致力于将价值评估的理论应用于实践。

在本书中,康纳尔教授系统、详细讲述了四种价值评估实践中的常用方法:调整账面价值法、股票和债券的方法、直接比较法和折现现金流量法,包括相关的理论和各种实际操作的技巧。我们在翻译的过程中,对于康纳尔教授理论阐述的透彻和实践经验的丰富深有感触。此外,康纳尔教授还用小部分篇幅说明了期权模型在价值

评估中的应用。期权模型的应用在我国价值评估领域基本还是空白,而且可以说是一个严重的空白。因为从某种意义上讲,企业的价值取决于两方面的内容:一方面是现有业务未来现金流量的现值总和;另一方面是各种未来机会的现值总和。这些未来机会其实就是企业持有的实物期权,而期权模型是评估这种实物期权价值的重要方法。目前,许多网络公司现有业务都处于亏损状态,但公司的价值却高高在上,未来机会价值大是重要原因。

80年代末开始,我国资产/价值评估业从无到有,从小到大,获得了飞速发展。到1999年,评估机构已有4000余家,从业人员也超过6万人。从规模上讲,我国价值评估业已经与西方发达国家接近。然而,由于种种原因,人员素质和评估水平上还有不小差距。面对国内方兴未艾的价值评估需求,引进、学习西方的价值评估理论与方法就成为当务之急。相信本书会为国内广大读者所喜欢,推动国内价值评估理论和实践的发展。

能够亲自将这本价值评估的经典作品翻译介绍给国内读者,我们深感荣幸。华夏出版社臧明云先生一丝不苟的工作态度也使我们深受感染,从接到原书开始,翻译、校对,一校、二校、再校,都不敢疏忽怠慢。虽然如此,由于我们天生愚钝,才疏学浅,译文中错漏不当之处在所难免,恳请读者同行多多指教。

张志强 王春香

2000年9月8日

目 录

第1章 导言	1
我们要评估什么	7
本书的结构	8
本书的读者	11
第2章 调整账面价值法	15
基于账面价值的评估	16
什么时候使用账面价值法	24
调整账面价值以反映重置成本	26
调整账面价值以反映变卖价值	27
底线	30
第3章 股票和债券的方法	31
有效市场假设	32
市场失效与评估实践	41
股票和债券方法的间接应用	45

总结	50
第4章 直接比较法	51
直接比较法与直接资本化法	53
直接比较法为法庭所接受	54
选择可比公司	55
直接比较法的应用:使用比率 P/E	60
可观测财务变量和价值指标的选择	62
调整财务数据	67
控制贴水和直接比较法	77
运用直接比较法评估福姆公司	78
结论	85
第5章 折现现金流量方法	87
价值量以未来现金流量为依据	89
计算现金流量	94
实例:福姆公司现金流量的计算和预测	99
观察与结论	122
第6章 估算在最后期限公司的持续经营价值	125
现金流量的常态增长模型	127
现金流量增长模型的扩展形式	131
价值拉动因素模型	133
直接比较模型	138
为福姆公司选定最后期限的持续经营价值	141
选定最后期限	141
观察与结论	144
第7章 资本成本	145
加权平均的资本成本:导论	147
债务成本	150
优先股成本	167
普通股票的成本	168

资本资产定价模型	175
套利定价模型	191
估算公司的资本结构权重	192
估算福姆公司资本成本	194
观察与结论	199
第 8 章 价值评估和调整	205
评估控制贴水和少数股权折扣	206
调整福姆公司的价值数据以反映控制贴水	214
非上市证券价值的评估	215
有关可交易性折扣的法庭裁决原则	223
综合考虑各种评估方法所得出的价值	225
综合考虑福姆公司的价值评估	227
观察与结论	229
第 9 章 基本价值评估模型的扩展	231
评估多业务公司的价值	232
估算衍生证券的资本成本	240
评估管理者灵活性的价值	247

第 1 章

导 言

在关于管理在公司中的角色的长期争论中,公司管理的关键目标是价值最大化历来为各派学者所公认。然而,对这一目标的误解却是司空见惯。有人认为,价值最大化与公司的其他目标相矛盾,比如赢得市场份额,以及公正地对待雇员和客户。这种矛盾更多的是想像中而不是实际中的。对市场份额没有足够的重视,或者对员工和客户不够公正,就不可能赢得比竞争对手更多的价值。

正像在过去的 50 多年中美国所有的管理学院所极力倡导的那样,价值最大化已经成为一切财务管理工作的中心。然而尽管‘价值最大化’在学术领域得到广泛的接受,直到本世纪 80 年代购并浪潮开始之前,在实际公司管理领域,这一观

点却没有引起起码的重视。当不同的管理团体为争夺数以 10 亿美元计的大公司的控制权而展开竞争的时候，这种状况发生了戏剧性的改变，一个现实的问题是“谁将赢得这场竞争？”来自法庭的回答是，在大多数情况下，能够实现价值最大化的管理团体会取得胜利。尽管法庭也会提到非投资人利益相关群体的保证性作用，比如顾客和职员，但法庭又说那些不能公正地对待他们的顾客和职员的公司通常价值都较低，因此，法庭没有必要调整“价值最大化”原则，除非在某些特殊情况下。

时代公司与派拉蒙通信公司为控制华纳通信公司展开的争夺正反映出这样一个问题。正当时代和华纳的合并按部就班进行的时候，派拉蒙突然插进来，提出以高于时代股东通过合并所得到的利益的现金收购时代公司。为阻止派拉蒙的收购行为，时代抛出了“毒丸”^①，一旦派拉蒙收购时代股票超过某一最低份额，就要面临一系列严重的法律诉讼。为此，派拉蒙先行诉讼，试图通过法庭找到这颗毒丸的解药。在法庭上，派拉蒙公司提出时代公司的毒丸行为并不代表时代股东的利益，而纯粹是通过防止恶意收购保护时代管理层利益的一种做法。而时代和华纳的律师反驳说，抛出毒丸是为了保护股东免遭不公正的收购。他们进一步强调，只有通过时代和华纳的合并，并实施最初拟定的计划，才能在长期中实现股东利益最大化，而不是出售给派拉蒙公司。派拉蒙的律师对时代—华纳公司律师的辩解早有准备，他们反问，只要时代和华纳合并的长期计划得以实现，就可以实现超过派拉蒙公司提出的现金价格的价值吗？

尽管他们的立场针锋相对，派拉蒙、时代和华纳的律师都一致认为，时代公司的控制权应该交给能够实现时代股票价值长期最大化的管理团体。时代—华纳的律师宣称，只要时代—华纳合并如期实现，已经制定出的计划付诸实施，价值最大化就可以实现。而派拉蒙的律师争辩说，除了接受他们的现金价格，时代公司的股东不可能再有更好的选择。最终双方的争夺只好交由法庭来裁决。

① 指公司购并中为阻止收购方，被购方设计的法律或股权“陷阱”，具体方法多样，但此处没有明确说明是什么方法。——译者注

法庭最终站到了时代 - 华纳的一边。派拉蒙没能得到毒丸的解药。而没有毒丸的解药，派拉蒙也只能眼看着自己的现金报价过期作废。时代公司最终收购了华纳公司。从价值评估的角度看，按照一种时髦的说法，这一裁决的关键意义不是时代 - 华纳公司获胜，而是法庭进一步确认公司管理的目标是价值最大化。价值最大化成为一个用来评价管理计划的至关重要的标准。

80年代的收购浪潮也导致了法律方面的变化，更为严格地规定了经理和董事们对实现企业价值最大化的责任。在史密斯 - 高卡姆案件中，达雷威（Delaware）高级法庭认为，如果对于公司未来价值的变动并不清楚就实施合并和收购，这是一种渎职。这起诉讼是由联合运输公司股东发起的，涉及联合运输公司被马盟集团收购的问题。收购的条款看起来非常慷慨。联合运输公司的股东被收购后会收到每股 55 美元的现金，而当时联合运输公司的股票市场售价不过是在每股 30 ~ 40 美元之间。这一优厚的条件已致使股东以压倒多数同意收购。在股东投票之后联合运输公司召开了两个小时的董事会，在没有向投资银行和其他财务金融专家就有关收购条款的合理性作任何咨询的情况下，董事会通过了接受收购的决定。尽管达雷威法庭根据有关公司判决条款，驳回了集体诉讼，但最终的决定还是被达雷威高级法庭所修正。法庭认为联合运输公司的董事会的决定属于玩忽职守。达雷威高级法庭所援引的事实主要包括，联合运输公司的董事对于这一决定缺少足够的参与，董事会会在通过接收收购的决定时并不拥有公司后续价值评估的有关信息。法庭最后下结论说，如果公司董事会并不拥有测定公司价值的必要信息，并有损害股东利益的嫌疑，这样的董事会不可能推进公司价值的最大化。

史密斯 - 高卡姆的案例并非罕见。沃特·迪斯尼公司的股东就曾起诉本公司董事会，认为董事会从萨·斯丁伯格公司回购迪斯尼股份的决定减少了迪斯尼公司原有股份的价值。迪斯尼公司董事的律师们辩解说，从长期股票价值最大化的角度考虑，必须回购。尽管如此，董事会还是决定愿意为平息诉讼付出 5000 万美元。类似地，MGM/UA 的董事受到公司股东的指控，说当 1986 年科克·凯克通过杠杆收购回购公司部分股权时，董事会对其出价是否公正缺少足够的调研。在 1990 年，为使股东撤回诉讼，该公司的董

事也付出了 2000 万美元的代价。

这些案例所代表的含义是再清楚不过了。公司的股票持有人会监控经理和董事们负起使公司价值最大化的责任。这又引出了一个明显的现实问题。除非经理和董事们明白一个公司的价值取决于什么，以及这种价值如何测定，否则，就不能指望他们的行为符合价值最大化原则。价值评估理论及实际评估方法的意义也在于此。这些问题在过去被看做是学术领域的问题，但现在，在经理们所关心的重大问题当中它们已经处于中心地位。执行官员们必须懂得公司价值由哪些因素决定，这样他们才能说服股东和法庭，相信他们的行为和决定是与公司价值最大化相一致的。

当然，事实上经理人可以求助于专业评估师或者投资银行来做相关的价值评估计算，但是，这种对外界咨询服务的依赖性总是有一定限度的。经理层和董事会最终对选择什么样的评估师和投资银行要负最终的责任。同时，他们必须对价值评估的原则有充分的了解，从而，可以有效地选择和评价评估师和投资银行的评估结果。更为重要的是，作为经理，需要有一种直觉的判断：究竟是哪些因素最有可能影响公司的价值，以便可以据此做出有效的运行决策。对于在市场上的价值是如何决定的，没有一定程度的知识和认识，是不可能做出符合价值最大化的决策的。

公司需要关心价值评估理论，其原因不仅仅是因为它与购并问题紧密相关。每年，成百上千的美国企业，从小私营企业到大的上市公司，比如 AT&T，都因为有诸多的实际原因需要评估公司价值。美国的每个州都要求本州的铁路和公共设施经营企业每年做出价值评估，以便确定财产税的税额。为计算房地产税和划分财产销售收入而做的评估也非常普遍。而初次股票上市也要求做精确的公司价值评估，以便更为恰当地为新证券定价。如果证券定价过高，会造成上市失败；如果证券定价过低，证券发行公司就不能足额收回发行在外的证券的价值。政府干预政策同样也与价值评估相联系，比如，对于公用设施企业干预政策，一种解释是，通过干预使得公共设施企业股票价值等于通过销售该股票所能换回资产的价值，从而使得企业股票的投资回报率（ROE）

确定在一个合理的水平。近些年来，职员股票期权计划（ESOP）越来越流行，这种做法也大大增加了每年进行公司价值评估的需要。ESOP 协会规定：

实行 ESOP 的私营公司应该至少每年评估一次股票价值。同时，一个公司在决定是否启用 ESOP，或者在面临一个涉及 ESOP 的重要的交易的时候，通常也需要价值评估^①。

简而言之，明白如何估算一个公司的价值已经不再是专门留待财务专家去做的事情了。它同样也应该是一个需要经理、法官、以及其他决定公司运营政策的政府官员所直接关心的实际问题。

尽管价值评估在企业管理中的重要性日益增长，但在财务教科书当中，有关价值评估方法及其与财务理论关系的论述还不多见。公司价值评估通常都作为一个演示折现现金流量分析的实例纳入教科书当中。而在实际操作当中，评估师常常要用到多种价值评估的方法，比如，调整账面价值法，直接比较法，通常这些在教科书当中都只字不提。有关实际评估方法的讨论，以及实际评估的具体操作，包括评估师所经常采用的一些分析原则，在教科书当中都难得见到。

另一方面，有关评估实践的著作常常要煞费苦心地编排有关评估的、并非完整的财务理论。结果是，有关现代财务理论的一些公式和模型被提出来，而这些公式和模型的理论基础和直观理解却被省略了。这种省略使得有关价值评估实际操作的论述成为一系列支离破碎原理的应用，而没有一个完整的理论框架做支撑。

本书有意于在这一现实的财务理论与价值评估实践之间的鸿沟之上架起一座桥梁。正因为如此，它不是简单的另一本财务教科书，也不是另一本价值评估手册。现代财务理论的中心议题，包括货币的时间价值，资本资产定价模型（CAPM）的推导，以及资本结构的米勒 - 莫迪格莱尼原理等，在这本书中都只是简单地提到。而本书重点说明如何更为直观地理解有关财务理论，以便

① Robert W. Smiley and Ronald J. Gilbert, *Employee Stock Ownership Plans* (New York: Prentice Hall, 1989), p. 15 - 11.