

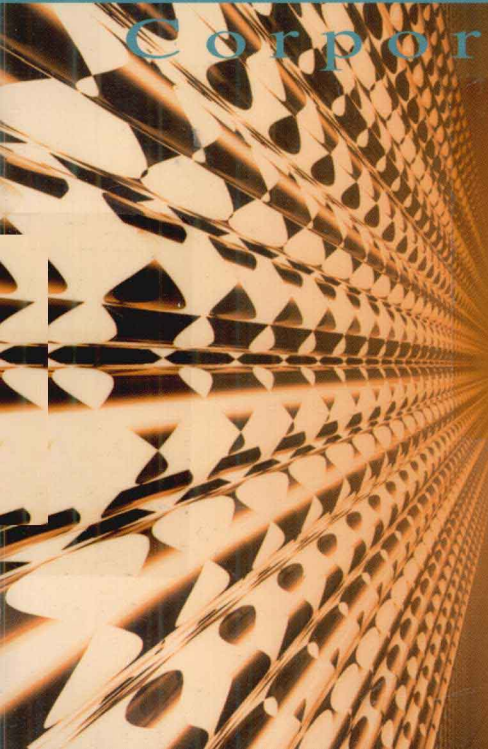


公司金融系列教材

陈力农 编著

公司价值评估

Corporate Valuation



上海财经大学出版社

公司金融系列教材

公司价值评估

陈力农 编著

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

公司价值评估/陈力农编著. —上海:上海财经大学出版社, 2012. 4
(公司金融系列教材)

ISBN 978-7-5642-1244-5/F · 1244

I. ①公… II. ①陈… III. ①公司-资产评估-教材 IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 236110 号

□ 责任编辑 · 台曦天

□ 封面设计 张克瑶

□ 责任校对 王从远 卓妍

GONGSI JIAZHI PINGGU

公司价值评估

陈力农 编著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

江苏省句容市排印厂印刷装订

2012 年 4 月第 1 版 2012 年 4 月第 1 次印刷

787mm×960mm 1/16 13.75 印张 261 千字

印数: 0 001—3 000 定价: 34.00 元

总 序

公司是现代市场经济机体的细胞,公司的融资、投资、改制上市、并购重组、跨国经营等行为,都是以金融活动为核心进行的。从微观而言,一个公司的金融活动构成了该公司的资金循环,保证着机体的有序运行。从宏观而言,一个公司的金融活动牵系着银行等金融机构和资本市场的稳健经营。公司金融活动是整个国家宏观经济正常运行的基石,一国公司金融的发达程度标志着该国市场经济的发达程度。

随着我国金融市场迅速发展和对外开放进程日益加快,工商企业界、金融机构、金融监管部门、政府等对于公司金融管理人才的需求急剧增大。在加入 WTO 后,改善中国的金融环境,建立健全公司的投融资制度和国家对公司金融活动的管理体系,成为当务之急。紧迫形势之下,进行现代公司金融知识的教育、研究和普及,就是必然的事情了。

市场经济发达国家高度重视公司金融管理的教育,将公司金融作为西方金融学教育的主要领域之一。西方主要大学的管理学院(商学院)开设的金融学课程,主要面向微观、面向现实。现代金融学以资产定价理论、企业估值理论、投资组合理论等为理论基础,以公司金融、证券投资学、兼并收购与公司重组、金融风险管理、金融工程学、投资组合管理、固定收益证券等为主干课程。目前,金融学的两门主干课程《公司金融》(Corporate Finance)和《投资学》(Investment 或 Securities Analysis)构成了金融学发展的两条主线,金融学的主要课程都是围绕着这两条主线展开的。21 世纪以来金融学的发展方向是向公司治理领域、金融工程、行为金融领域等拓展空间,反映了传统金融学向法学、数学、心理学等学科的扩张和交融。比如,金融学和法学、公司理论等结合产生了公司治理,而金融学和数学结合产生

了金融工程学,金融学和心理学等结合产生了行为金融学等。相比之下,国内院校对发展公司金融的重视程度尚显不足。

具体而言,公司金融的内容包括公司投资管理、项目估值、资本结构理论、股票发行与承销、公司债券发行、资产证券化、公司收购兼并与重组、公司价值评估、风险投资与私募股权投资、国际公司融资等。

本系列丛书就上述内容进行了写作规划,以上海财经大学金融学院部分中青年骨干教师的力量编著,他们年龄较轻,具有博士学位,或毕业于国际知名学府,或曾在外国著名大学从事访问研究,对该领域前沿有比较清楚的了解,组建公司金融教研室已有5年的历史,其间一直在一线从事公司金融的教学工作。丛书力求反映国内外的新动态,并能够基本揭示公司金融各个领域的主要内容和发 展脉络。该套丛书包括《公司金融学》、《公司金融实务案例》、《公司治理》、《公司并购与重组导论》、《国际公司金融》、《公司价值评估》、《财务报表分析》、《风险投资与私募股权》、《实物期权与企业投资》等,自2006年规划以来,陆续出版。

20世纪70年代末80年代初,经济改革和对外开放使得我国金融学获得了一次大的发展,建立了以货币银行学和国际金融学为主干的金融学科体系。21世纪以来,我国市场经济体制已经确立,经济现实已经与10年前有了很大区别,金融学科的教育需要进行改革,才能获得进一步发展。本套丛书仅仅是一个初步的努力。金融学科的改革和建设需要更多人的关心和支持,我希望将来有更多样、更精彩的公司金融学的新知识教材乃至专著能够不断问世,以共同描绘21世纪我国金融学科体系的新蓝图。

黄 明

美国康奈尔大学

约翰逊商学院金融学终身教授

原上海财经大学金融学院院长

前 言

认识价值是一切经济和管理活动的基础。从某种意义上说,几乎所有的经营管理决策都在一定程度上涉及价值评估。在公司内部,资本预算涉及对某个特定项目的价值评估;兼并收购需要评估目标公司的价值及其可能带来的协同效应;首次股票发行要求作精确的公司价值评估,以便合理地为新股票定价。在公司外部,证券分析人员通过对证券的价值评估以支持他们的买入或卖出决定。银行信用分析人员一般不需要对公司价值作出明确的评估,但如要全面地了解与贷款有关的风险,也需要至少是隐含地对信用风险的缓冲物——权益的价值作出评估。因此,对于商学院的学生来说,学习一门专门介绍如何进行公司价值评估的课程是很有必要的。

关于如何进行价值评估,西方国家的金融理论和实践已经建立起一套完善的理论,开发出各种成熟的方法和技术。但国外许多专门介绍价值评估的教科书或著作普遍显得篇幅庞大,体系比较繁杂,并不完全适合作为我国高校教材。为此,我在参考和借鉴它们的基础上编写了本书。

本书分为三个部分,共十章。

第一部分是概述,包括第一章“为什么进行公司价值评估”,第二章“公司价值评估的框架”,以及第三章“公司价值评估的原理与方法”。

第二部分是公司分析,包括第四章“经营战略分析”,第五章“会计分析”,第六章“财务分析”,以及第七章“业绩预测”。

第三部分是价值评估,包括第八章“基于现金流量的价值评估方法”,第九章“基于盈利的价值评估方法”,以及第十章“基于乘数的价值评估方法”。

本书具有以下特点:

第一,将公司分析纳入价值评估。本书介绍价值评估从公司分析开始入手,不仅因为公司分析为价值评估提供了一个重要的基础,而且可以帮助学生了解公司价值评估的完整框架和步骤,在实践中据此进行公司价值评估。而其他教科书或著作往往只是着重于各种价值评估的方法和技术的介绍,一般对公司分析这部分内容是忽略的,这样,学生在学习完这门课程后在现实环境中还是不能够独立地开展公司价值评估。

第二,将公司价值评估的原理和方法相结合。本书不仅介绍了各种公司价值评估的方法及其所使用的公式和模型,而且还说明了这些方法及其公式和模型的理论基础以及相应的价值决定因素。因为实际的公司价值评估能否得出准确的结果,既取决于评估人员对各种价值评估方法及其公式和模型的运用,也取决于评估人员对于这些价值评估方法及其公式和模型的原理以及相应的价值决定因素的理解程度。而其他教科书或著作只是把各种公司价值评估的方法及其公式和模型提出来,而这些方法及其公式和模型的理论基础以及直观理解被省略了,使得公司价值评估成为一些方法及其公式和模型的机械应用。

第三,建立了一个完整的公司价值评估的 Excel 模型。这个 Excel 模型不仅可以帮助学生全面了解书中介绍的公司价值评估的框架、方法和技术,还可以为学生在实践中运用书中所介绍的框架、方法和技术预测利润表、资产负债表和自由现金流量以及评估公司或权益的价值提供极大的便利。

第四,选择一家案例公司作为本书通篇的案例,实际演示了公司价值评估的每一个步骤。这不仅可以增强教学效果,而且可以使学生对各种公司价值评估方法的应用获得感性认识。

本书可作为金融或商学院其他专业的本科生和研究生学习公司价值评估的教材,也可以作为证券投资分析人员、公司管理人员以及其他所有对公司价值评估感兴趣的人员的学习参考书。

在学习这门课程之前,学生应当先修公司金融、财务会计、财务报表分析以及经营战略管理等基础课程。本书对涉及这些课程的内容做了简要概述,但对于先前没有学过这方面课程的学生来说,光靠这些内容可能是不够的。

本课程是一门应用性的课程。因此,在教学过程中应注重让学生动手实践。教师在讲授每章的正文内容以后,应安排学生以个人或小组为单位,运用该章介绍的概念和方法对指定的案例公司或学生选择的实际公司作相应的分析,以增强教学效果和增加学生的亲身实践经验。

本书的编写和出版得益于很多人的帮助和支持。我首先要特别感谢我在编写过程中所参考的各种书籍的著者,本书的很多内容都是借鉴了他们的成果。我还

要感谢李曜老师、郭丽虹老师以及其他许多同事所给予的支持和鼓励。同时,我也要感谢上海财经大学出版社的副总编何苏湘老师和责任编辑台啸天老师为本书的出版所付出的辛勤劳动。

本书中难免存在不当之处,敬请读者指正。

陈力农
2012年2月

目 录

总序	1
前言	1

第一部分 概 述

第一章 为什么进行公司价值评估	3
第一节 公司价值评估的目标和对象	3
第二节 公司价值评估的意义和需求	7
第三节 公司价值评估的局限性	12
本章小结	14
本章关键术语	14
本章思考练习题	15
第二章 公司价值评估的框架	16
第一节 利用财务报表进行公司价值评估	16
第二节 公司价值评估的基本步骤	20
本章小结	22
本章关键术语	22
本章思考练习题	23

第三章 公司价值评估的原理与方法	24
第一节 基于现金流量的价值评估方法	24
第二节 基于盈利的价值评估方法	28
第三节 基于乘数的价值评估方法	33
第四节 价值评估方法的比较	34
本章小结	35
本章关键术语	36
本章思考练习题	36

第二部分 公司分析

第四章 经营战略分析	39
第一节 行业分析	39
第二节 竞争策略分析	46
本章小结	49
本章关键术语	49
本章思考练习题	49
第五章 会计分析	51
第一节 影响会计质量的因素	51
第二节 会计分析的步骤	57
第三节 调整财务报表	65
本章小结	74
本章关键术语	74
本章思考练习题	75
第六章 财务分析	76
第一节 比率分析	76
第二节 现金流量分析	90
本章小结	96
本章关键术语	97
本章思考练习题	98

第七章 业绩预测	99
第一节 预测的方法	99
第二节 预测的步骤	103
第三节 敏感性分析和季度预测	107
本章小结	109
本章关键术语	109
本章思考练习题	110

第三部分 价值评估

第八章 基于现金流量的价值评估方法	113
第一节 自由现金流量预测	114
第二节 “终值”预测	118
第三节 预期自由现金流量折现	126
第四节 计算权益的价值	132
本章小结	133
本章关键术语	134
本章思考练习题	134
第九章 基于盈利的价值评估方法	136
第一节 基于盈利的价值评估方法概述	136
第二节 基于盈利的价值评估方法的步骤	144
第三节 基于盈利的价值评估方法和基于现金流量的价值评估方法的比较	150
本章小结	153
本章关键术语	153
本章思考练习题	154
第十章 基于乘数的价值评估方法	155
第一节 可比公司的选择	156
第二节 可比公司乘数的计算	157
第三节 可比公司乘数的分析与应用	158
第四节 基于详细预测的价值评估方法与基于可比公司乘数的价值评估方法的比较	160

本章小结.....	161
本章关键术语.....	162
本章思考练习题.....	162
 附录一 案例公司.....	 164
 附录二 2010 年 12 月案例公司价值评估	 175
 附录三 2010 年 12 月案例公司价值评估的 Excel 模型一:假设终年以后没有 销售收入增长.....	 201
 附录四 2010 年 12 月案例公司价值评估的 Excel 模型二:假设终年以后销售 收入以 3.5%的预期长期通货膨胀率增长	 203
 参考文献.....	 205

第一部分

概 述

第一章 为什么进行公司价值评估

第二章 公司价值评估的框架

第三章 公司价值评估的原理与方法

第一章 为什么进行公司价值评估

本章学习目的

- 了解公司价值的各种表现形式
- 了解公司价值评估的目标
- 了解公司价值的决定和构成
- 了解公司价值评估的意义和局限性

第一节 公司价值评估的目标和对象

一、公司价值评估的目标

公司价值评估的目标在于尽可能准确地估算一个公司的内在价值。公司的内在价值(intrinsic value)是指公司在可预见的未来预期可以产生的现金流量的现值。

金融学认为,价值是指未来现金流量的现值。因此,用公司的内在价值表示公司价值符合金融学对价值的定义。

在不同的条件下,公司价值还有其他不同的表现形式:

1. 公司的账面价值

公司的账面价值(book value)就是资产负债表所揭示的会计价值。因为公司账面价值是遵循客观性和谨慎性原则,以历史成本为基础进行计量的,所以公司账面价值与公司真实价值很可能不一致。首先,由于财务报告中的资产是以历史成本计价的,没有考虑有关因素的影响,比如通货膨胀和由于技术进步等原因引起的

过时贬值,而这些因素将引起公司资产的账面价值和真实价值的差异。其次,公司还有一些有价值的资产,比如优秀的经营管理水平,并没有反映在资产负债表上。优秀的经营管理水平代表着由于将公司员工、客户、供应商和管理者组织在一起,形成一个协调的统一体所产生的价值。

2. 公司的公允价值

公司的公允价值(fair value)是指买卖双方在完全了解有关信息的基础上,在没有任何压力的情况下愿意进行交易的价格。《国际会计准则》中关于公允价值的定义是:“信息完全、自愿交易的双方在正常交易的情况下达成交易时资产的价值。”美国国内收入局在收入条款第 65~193 条中将公允价值定义为:“某项财物在有意向的买者和有意向的卖者之间易手的价格,买者自己想要购买,而不是在任何压力之下做出购买决策;卖者自己想要出售,也不存在任何压力强迫他出售。而且,双方都对有关的事实有较为充分的知识。”公司的公允价值是从市场交易的公平性角度而言的,其定义建立在一系列严格的假设基础之上,但是实际中的市场显然不符合理想化的假设。但其有关理性买者和理性卖者的原则,已经广泛应用于价值评估领域。

3. 公司的市场价值

公司的市场价值(market value)是指在金融市场上的交易价格。对于一家上市公司,股票的每股市价乘以公司发行在外的普通股股数,即可计算出公司股东权益的市场价值,再加上公司债务的市场价值,就可以得出公司的市场价值。显然,以公司的市场价值来衡量公司价值是基于这样一种假设:证券市场是完全有效的,所有关于证券的公开信息都已经适当地反映在它们的价格中,因此,公司的市场价值是对公司真实价值的反映和估计。这种观点是符合有效市场假说(efficient markets hypothesis)的。然而,以本杰明·格雷厄姆、沃伦·巴菲特、彼得·林奇为代表的价值学派认为,公司的市场价值不能反映公司的真实价值,因为股票价格受多种因素的影响,而不仅仅取决于公司本身的经营业绩。在现实中,没有任何一个国家的证券市场目前已达到完全有效的程度。因此,市场价值只能作为公司价值评估的参考依据,而公司的真实价值应该是公司的内在价值。

4. 公司的重置价值

公司的重置价值(replacement value)是指替换公司资产所需支付的当前价格。人们不容易将公司资产的价值与该项资产的账面价值相联系,特别是当该项资产的年头已经很长时,但却很容易将公司资产的价值与当前的重置价值联系起来。如果重置价值测定的好,它能够反映通货膨胀和过时贬值这两个因素对公司资产价值的影响。遗憾的是,定义什么是“重置”并非易事。因为新产品总会有或多或少的改进和差异,用新资产代替旧资产往往同时既是重置又是升级。换句话

说,替换的结果既包含某些重置的因素,也包含某些新投资的因素。重置价值的最大缺点是它忽略了公司优秀的经营管理水平所代表的价值。公司之所以会存在,是因为它们可以按照一定方式组合资产和人员,使得总体的价值超过每一部分单独价值之和。公司各项资产的重置价值无论测定得多么准确,都忽略了这样一种追加的协调价值。

5. 公司的清算价值

公司的清算价值(liquidation value)是指公司终止经营时,其全部资产变卖兑现所能得到的价格。如果公司相应的资产有活跃的二手市场,变卖价格就等于二手市场价格。然而,公司的许多资产可能都没有相应的二手市场,需要评估人员估计在可以卖掉的情况下这类资产的变卖价格。与重置价值一样,清算价值的一个主要缺点在于同样忽略了公司优秀的经营管理水平所代表的价值。它不是将公司看作一个持续经营的整体来评估的价值,而是将公司看作一个由各项将要单项变卖的资产组成的集合而估算的变卖价值。由于公司积累的特殊技能、品牌知名度以及客户关系等因素,公司持续经营的价值一般超过其各项资产的价值。因此,公司的清算价值通常低于公司的真实价值。

由于不同的评估者对公司进行价值评估的目的不尽相同,因而出现了不同的公司价值判断标准。

对于会计师而言,由于在确认公司价值的时候要遵循客观性和谨慎性原则,所以他们认为,公司价值就是公司的账面价值。

对于投资者而言,如果市场是完全有效的,那么就无须区分公司的内在价值、公允价值和市场价值,它们是一致的。但在现实中,市场不是完全有效的,所以对于投资者来说,理解这些价值概念及它们之间的关系是十分重要的,因为只有这样才能进行正确的投资估价,从而作出正确的投资决策。作为理性的投资者,他们之所以对公司进行投资,是因为公司未来能够给他们的投资带来回报。因此,从这个意义上分析,投资者进行投资决策时,看重的应该是公司的内在价值。

对于公司的经营管理者而言,公司经营管理的目标是使公司的价值最大化。要实现这一目标,必须高效地进行各种生产经营活动,正确地进行各种经营管理决策,从而提高公司的未来盈利能力和产生现金流量的能力,不断增加公司价值。因此,从这个角度来讲,公司的经营管理者需要进行评估的同样是公司的内在价值。

二、公司价值评估的对象

公司价值评估的对象是一个公司或公司某一类证券(比如权益证券)的价值。

从公司资产的角度来说,公司的资产根据是否参与公司的经营活动,分为经营性资产和非经营性资产。经营性资产创造公司的自由现金流量,与公司非经营性