

估值是一切投资决策的灵魂

Valuation is at the Heart of Any Investment Decision

提供非上市公司估值方法及退出规划

并购估值

如何为非上市公司培育价值

[美] 克里斯 M. 梅林 弗兰克 C. 埃文斯 著 李必龙 李羿 郭海 等译
(Chris M. Mellen) (Frank C. Evans)

Valuation for M&A (原书第2版)

在过去数十年间，我们向数以千计的公司提供了估值咨询服务，并借此积累经验，开发出了能够精确衡量和成功提升公司价值的工具



机械工业出版社
China Machine Press

并购估值

如何为非上市公司培育价值

Valuation for M&A

Building Value in Private Companies, 2nd Edition

(原书第2版)

[美] 克里斯 M. 梅林 弗兰克 C. 埃文斯 著 李必龙 李羿 郭海 等译
(Chris M. Mellen) (Frank C. Evans)



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

并购估值：如何为非上市公司培育价值 (原书第 2 版) / (美) 梅林 (Mellen, C. M.), (美) 埃文斯 (Evans, F. C.) 著; 李必龙等译. —北京: 机械工业出版社, 2014.10
书名原文: Valuation for M&A: Building Value in Private Companies

ISBN 978-7-111-48103-4

I. 并… II. ①梅… ②埃… ③李… III. 企业—价值—评估—研究 IV. F270

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 221017 号

本书版权登记号: 图字: 01-2013-8070

Chris M. Mellen, Frank C. Evans. Valuation for M&A: Building Value in Private Companies, 2nd Edition.

Copyright © 2010 by Chris M. Mellen and Frank C. Evans.

This translation published under license. Simplified Chinese translation copyright © 2014 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 John Wiley & Sons 公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行。未经出版者书面许可, 不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有 John Wiley & Sons 公司防伪标签, 无标签者不得销售。

并购估值：如何为非上市公司培育价值 (原书第 2 版)

出版发行: 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: 黄姗姗

责任校对: 董纪丽

印 刷: 北京诚信伟业印刷有限公司

版 次: 2014 年 10 月第 1 版第 1 次印刷

开 本: 185mm×260mm 1/16

印 张: 19.75

书 号: ISBN 978-7-111-48103-4

定 价: 69.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 68995261 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问: 北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

本书在美国估值行业有着相当的影响力，两位作者曾因本书获得行业当年的年度人物提名。在众多并购估值的书籍中，本书有两大特点。

1. **把并购估值与创造价值有机地结合在一起。**企业并购的最终目的是创造价值，但以前的并购书籍极少体现出这种逻辑关联。本书不仅实现了这种关联，还初步阐述了企业应如何创造价值。这是本书最大的亮点！

2. **介绍了非上市公司并购估值的系统方法。**此前的相关书籍大多是围绕上市公司阐述并购估值的系统方法，涉猎非上市公司的甚少。由于缺乏公开和系统的数据信息，非上市公司的价值分析是一个难度很大的挑战！本书为我们提供了相关的系统方法，告诉我们如何应对这种挑战！

此外，本书初步介绍了企业无形资产的构成及其估值方法，强调了现代企业的价值观：盈利企业的无形资产的价值远高于有形资产！此外，还较好地介绍了如何把非上市公司的初始估值调适为准确价值的系统方法。在本书的最后一章，作者用了一个综合案例把估值非上市公司的整个步骤做了一个系统的解读。

本书的第1～7章及第18～20章由李必龙翻译，第8～10章由李羿翻译，第11～12章由范英翻译，第13～15章由郭海翻译，第16～17章由王琳翻译。全书译文由李必龙统一协调修改。

“价值”是一个有关某种东西真实价值的表述，它的计量使用两种尺度：回报和回报率。要想创造和提升价值，企业必须追求这样一种战略：增加回报、降低风险或把这两者相结合。概念浅显明了，应用则要困难得多。

公司价值的神秘面纱常常会使得高管们做出错误的投资和经营决策，而这些糟糕的决策本来都是可以避免的。精确的估值是可能的，并购交易可以使买卖双方都获益。在随后的章节里，我们会逐步阐述成功实现上述目的的关键要素。

在过去的数十年间，我们为数以千计的公司提供估值咨询服务，借此积累经验，开发出了能够精确衡量和成功提升公司价值的工具。通过恰当地运用这些工具，股东和经理们能够确定他们公司的价值、驱动价值的因素以及如何在并购和日常经营中提升价值。

在并购交易中，卖家、买家甚至连他们的顾问，都会因企业价值而纠结。而且，每当看到对方提出的不现实的报价和预期时，它们都会感到很郁闷。通常，在这类交易中，下述飘忽不定的东西俯拾皆是。

- ∞ 利润（通常计算为息税前利润或息税折旧摊销前利润）代表公司对股东的真实回报吗？
- ∞ 业绩预测现实吗？
- ∞ 在考虑到投资风险的情况下，合适的回报率或市盈率倍数是多少？
- ∞ 并购交易应该作为一项资产交易还是股票交易？
- ∞ 为了得到最好的价格，卖方做了充分的准备并对公司进行了必要的包装吗？

- ∞ 对于卖方而言，至关重要的人员问题是什么？
- ∞ 买家找到了最佳目标公司并精确地量化了潜在的协同效益吗？
- ∞ 就对方的报价而言，这项并购交易有意义吗？

更大的谜团笼罩于非上市公司，既包括没有公开市场交易的那些企业，也包括那些交易清淡的上市公司和大公司的事业部。在这类公司中，多数所有者和经理人经营企业多年，却不知道如下基本问题的答案。

- ∞ 公司的真实价值是多少？
- ∞ 如果一个战略买家收购它的话，会多支付多少钱？
- ∞ 对公司股票价值产生较大影响的因素是哪些？
- ∞ 什么是所有者真正的投资回报和回报率？
- ∞ 那个量级的回报与相关的风险相匹配吗？
- ∞ 所有者出售企业会更合算吗？如果是，那么怎样卖？何时卖？

出售企业只是所有者退出的众多可选项之一。对于不断增多的退出方式，本书第2版做了相关介绍，阐述了非上市公司所有者面临的一种独特挑战：退出决策和退出规划流程，并阐述了当出售不是所有者当期的合适选择时，其他一些退出替代方式。

- ∞ 在评估是否退出（如果是，如何退）时，所有者必须考虑哪些财务的、非财务的、专业的和人员的问题？
- ∞ 除了出售以外，所有者可用的退出选择还有哪些？
- ∞ 非上市公司投资规划的不同点在哪儿？
- ∞ 为什么非上市公司的退出规划应该尽早动手？

自从本书的第1版付梓以来，经济领域发生了不小的变化。整个经济形态正日益知识化，无形资产正逐步成为公司价值一个更大的部分，并且经济全球化的色彩愈加浓厚。与并购交易相关的财务报告标准，也发生了相应的变化——本书的第2版也做出了相应的变动。

- ∞ 在跨境并购中，需要考虑的外国公司的特点有哪些？

- ∞ 公司拥有的关键无形资产有哪些，如何对它们进行估值？
- ∞ 在完成一项交易时，有哪些重要的财务报表问题需要处理？
- ∞ 为了使股东价值最大化，在高科技创业企业的价值衡量和管理中，有哪些特有的挑战？

本书提供了回答这些问题及其他相关问题的方法和工具。本书的目标读者是具有下述特征的公司的股东、投资者和经理人：他们公司的股权价格缺乏活跃市场的指引。在并购流程中，我们针对投资的估值和回报，提出了可靠性和条理性都较好的解决方案。我们的方法甚至把价值提升的内容融入到非上市公司的年度战略规划，为股东的投资决策提供价值导向。简而言之，我们这本书就是一个路线图，能够帮助读者在公司经营和公司出售（或购买）中，提升公司的价值。

许多投资者听说过有关提升上市公司价值的说法。对于上市公司而言，股票价格就是市场评价公司业绩的风向标。在没有股票价格的情况下，无论是制定一个成功的战略或是准确地衡量公司业绩和投资回报率，都要困难得多。的确很难，但不是不可能。

我们诚邀读者通过运用这些方法，获取准确的并购估值，并在日常经营中创建公司价值。让我们拨开价值迷雾，循着这份路线图，敲开财富之门。

克里斯 M. 梅林

弗兰克 C. 埃文斯

把本书献给我们亲爱的朋友和精神导师大卫·毕肖普 (David Bishop) ——本书第 1 版的作者之一。在组建美国企业评估师的全国网络过程中，毕肖普把我们聚在一起，花费了无数的时间培训和指导我们，使我们在企业评估方面的专业水平得到了很大的提升。对此，我们始终深怀感激和谢意。

除大卫外，如果没有许多同仁和约翰·威立出版公司的 Shek Cho 的支持和帮助，本书也不可能成功面市。我们还得感谢思德·雪沃，感谢他在第 19 章“跨境并购”中所做的贡献。

还要感谢企业投资退出规划顾问、非凡的 John Leonetti，感谢他就“退出规划”一章提供的宝贵的反馈和建议。就财务报表和无形资产章节，我们还得感谢 Ray Rath、René Hlousek 和 Darren Cordier 所做的编辑及相关意见；就高科技创业企业一章，我们得感谢 Frank Mainville 给予我们的批评意见和增补内容。对于德尔菲估值咨询团队 (Delphi Valuation Advisors) 的研究、评论和支持，我也心怀感激。最重要地，我对我的家人深怀最诚挚的感激之情。感谢我的妻子 Kim、我的女儿 Sophia 和 Julia，谢谢你们在我撰写这本书的漫长时间里，表现出的巨大忍耐和理解，谢谢你们每一天给我带来的挚爱、欢乐和支持！

克里斯 M. 梅伦

我的兄弟 Harry Evans 在本书第 1 版时给予了许多帮助，在此，再一次地表示感谢；感谢我的朋友和同事 Frank Mindicino，感谢他那超群的知识和洞见；感谢我的助手 Shelly Myers，我的伙伴和女儿 Sarah Dekreek。最后，对于我的妻子 Lin，感谢你的挚爱和多方面的支持。

弗兰克 C. 埃文斯

目录

译者序

前言

致谢

第1章 并购制胜 / 1

股东忽略的关键价值 / 2

独立的市场公允价值 / 3

对战略买家的投资价值 / 5

并购的双赢效益 / 7

第2章 培育价值和计量投资回报率：非上市公司 / 11

上市公司的价值创造模型 / 11

价值创造和投资回报率的计算——非上市公司 / 13

价值 / 17

价值创造战略之分析 / 26

第3章 竞争分析 / 30

把战略规划与价值培育联系起来 / 32

评估公司的具体风险 / 33

非上市实体经常面对的竞争要素 / 37

财务分析 / 38

结论 / 43

第4章 并购市场和规划流程 / 44

买家和卖家的常见动机 / 47

并购为何失败 / 47

公司出售的策略和流程 / 49

并购策略和流程 / 57

尽职调查准备 / 65

第5章 衡量协同效益 / 67

协同效益的衡量流程 / 68

评估协同效益之关键变量 / 71

协同效益及其先行规划 / 72

第6章 退出规划 / 74

为何退出规划如此困难 / 75

非上市公司投资的退出规划为何与众不同 / 78

为何要现在就开始做非上市公司的退出规划 / 79

退出规划流程 / 81

步骤 1: 设立退出目标 / 82

步骤 2: 企业所有者的准备就绪度 / 83

步骤 3: 退出所有者的类型 / 84

步骤 4: 可选退出方案 / 85

步骤 5: 价值范围 / 88

步骤 6: 退出规划的实施 / 90

第7章 估值方法及其基本变量 / 92

企业估值方法 / 92

使用已投资本模型定义被估投资 / 94

为何净现金流可准确衡量价值 / 94

利润指标之困 / 96

财务报表的调整 / 98

并购投资风险的管理 / 101

结论 / 106

第8章 收益法：利用回报率和回报确定价值 / 107

为何是收益法担当并购估值的大任 / 107

收益法中的两种评估方法 / 108

三步骤现金流贴现模型 / 113

确定经得起推敲的长期增长率及终值 / 114

第9章 资本成本：准确估值的基本变量 / 118

负债资金的成本 / 120

优先股成本 / 120

普通股成本 / 120

资本资产定价模型的基本变量和局限性 / 121

增补型资本资产定价模型 / 123

扩展模型 / 125

伊博森回报率数据简介 / 130

私募资金的成本 / 131

国际资本成本 / 133

如何推导目标公司的股权成本 / 133

第10章 加权平均的资本成本 / 137

加权平均资本成本的逼近法 / 138

简洁的 WACC 公式 / 141

资本成本计算中的常见错误 / 143

第11章 市场法：运用类比公司和战略交易 / 146

并购交易数据法 / 147

交易结构 / 149

类比上市公司法 / 150

估值倍数的挑选 / 153

常用的市场倍数 / 154

第12章 资产估值法 / 161

账面价值与市场价值 / 162

价值的前提 / 163

应用资产法评估缺乏控股权的权益 / 163

账面价值调整法 / 164

对于非经营资产或资产盈亏的处理 / 168

计算账面调整价值的具体步骤 / 168

第13章 通过溢价和折价调整价值 / 170

溢价和折价的可应用性 / 171

溢价和折价的应用和推导 / 172

灵活把握调整的度 / 174

收益驱动模式下的控制权与非控制权的对比 / 174

市场公允价值与投资价值 / 175

第14章 调适初始价值并确定最终价值 / 177

纵览全局的基本要求 / 177

收益法验证 / 179

市场法验证 / 184

资产法验证 / 185

价值的调适及其结论 / 187

价值验证 / 189

客观评价估值能力 / 190

第15章 交易的艺术 / 191

形态各异的谈判难题 / 191

交易结构：股票和资产 / 193

付款方式：现金和股票 / 198

弥合分歧 / 200

从其他角度看待并购交易 / 202

第16章 企业并购和财务报告 / 204

美国的《通用会计准则》和《国际财务报告准则》 / 205

FASB 和 IFRS 的相关公告 / 206

审计公司的审核 / 207

会计准则汇编 820: 公允价值计量

(财务会计准则公告 157) / 208

会计准则汇编 805: 企业合并

(财务会计准则公告 141 (R)) / 210

会计准则汇编 350: 商誉和其他无形资产

(财务会计准则公告 142) / 218

把会计准则汇编 805 (财务会计准则公告 141 (R))

融入尽职调查过程 / 220

第17章 无形资产估值 / 224

无形资产估值方法 / 224

无形资产估值的关键成分 / 227

无形资产估值的具体方法 / 233

结论 / 239

第18章 衡量和管理高科技创业企业的价值 / 241

为何高科技创业企业的评估至关重要 / 241

高科技创业企业的不同之处 / 242

价值管理始于竞争分析 / 243

发展阶段 / 246

风险和贴现率 / 247

创业企业与传统估值方式 / 248

QED 调研报告: 风险投资使用的估值方法 / 253

估值创业企业的概率权重情境法 / 257

权益分配法 / 261

结论 / 263

第19章 跨境并购 / 265

战略买方的考量 / 265

尽职调查 / 273

卖方的考量 / 276

第20章 并购估值：案例分析 / 278

历史和竞争条件 / 279

潜在买家 / 280

宏观经济条件 / 281

行业的具体环境 / 281

增长 / 282

计算独立的市场公允价值 / 282

计算投资价值 / 294

在做案例结论时，建议考虑的问题 / 299

并购制胜

通过合并和收购，买方和卖方都可以创造很大的价值。双方都能从并购交易中获益。这正是并购交易的美妙之处。在过去的二十多年间，这一直是驱动全球天量并购活动的魅力所在。^①尽管出现了这么一个量级的交易，但多数企业却无法出售。并购专家把大约 65% ~ 75% 的潜在卖家视为这一类，而美国商务部的一份调研报告显示，仅有 20% 的待售企业会成功易手所有权。这意味着真正被卖出的公司只有 5% ~ 7%。

本书聚焦企业价值，即通过并购交易，什么能创造价值、如何衡量价值、如何培育价值、如何维护价值并使价值最大化。就是这种聚焦能提高出售企业的机会。这些概念对买方和卖方同等重要，因为两者都可以从并购交易中获益。但现实中，频频出现的却是相反的并购结果。由于缺乏准备或相关知识，出售方可能在不利的条件下出售企业，或被迫接受太低的价格。相对照的是，每个买家所冒的风险要么是并购错误的企业，要么是支付太高的对价。在始于 2007 年 12 月的大衰退期间，我们目睹了在经济环境恶劣的情况下，并购活动遭遇的一系列挑战。这些挫折和挑战告诉我们：为什么理解价值（以及什么驱动价值）是并购活动至关重要的焦点。

不过，聪明的股东和经理人不会只把它们对价值的关注局限于并购活动。价值创造也是他们战略规划的动力，并在规划的过程中，制定公司的目标和方向。他们的并购战略支持和实践了为股东创造价值的大目标，而且，仅在并购交易能够创造价值时，他们才从事并购交易。

① 第 5 章会阐述了一种很有必要的有关并购的第 2 种潜在结果的观点。

这使我们回归到本书的目的：在创造价值这样一个更大的企业目标之下，在并购活动中，如何对价值进行创造、衡量和培育，并使其最大化。上市公司的高管每天都在关注价值，因为它的变化反映在公司股票价格的运动中——这是他们业绩的日常计分卡（相比较于其他投资选择）。不过，非上市公司就没有这种市场反馈和市场导向。它们的股东和高管不太清楚自己公司的价值几何，或没有清晰地意识到价值的驱动力是什么。由于这个原因，许多非上市公司（以及一些上市公司的业务分支）不仅缺乏价值导向，而且业绩表现也不佳。

因为难于计算和确认，非上市公司或上市公司事业部的价值管理是很困难的一件事。然而，企业的多数活动（或是价值创造或是价值破坏）都发生在经营层面。

价值创造流程的关键节点是对小企业或大企业分支机构的价值，进行准确衡量和管理。由于多数并购交易涉及的都是较小的实体，所以，在并购业务中，这种价值创造的能力能给我们带来很大的回报。虽然我们读到和听到的都是一些有着股票价格的大公司的大交易，但 2004 ~ 2008 年，美国处在中位数的并购交易，其规模大约在 2 900 万美元。所以，涉及非上市公司或上市公司分支的小额交易占并购活动的大多数。

在这个没有日常股价的小公司层面，每个有价值意识的股东和高管，都应该设法使自己公司的价值最大化。我们将呈现一些概念和方法，阐释应该如何对价值进行日常的度量和管理，尤其是在并购交易中，应该如何度量和管理工作价值。鉴于此，让我们的理解之旅从何为价值开始。

股东忽略的关键价值

当收购者打量一个潜在目标时，它们的分析通常始于甄别和量化通过并购能够取得的协同效益。因此，它们通常会制作一个模型，预测在拥有这家公司时的潜在收入、在其管理之下的费用水平以及预期的最终收益或现金流。随后，为了确定目标公司对收购方的价值，后者会用公司的资本成本，贴现这些未来的收益。求得这种预估价值之后，收购方就会启动谈判之旅，以期达成能够创造价值的交易。

如果目标不是一家具有股票价格的上市公司，那么，多半会是一家从未有人问过其价值几许的公司，这是一种更常见的情况。实际上，企业为现有老板创造的价值就是这些企业的实际售卖价格。通过并购交易产生的潜在协同效益，多半或全部都是收购方创造的，所以，收购方没有必要向出售方支付由自己创造的价值。但在刚刚描述的情形里，收购方多半会把协同效益的价值支付给卖方，因为它很可能还不知道目标

公司作为一家独立企业的价值几何。同时，收购方也不知自己通过并购所能创造的协同效益价值几何，或公司的初始报价应该是多少。

和收购方一样，卖方时常也是知之甚少或被误导。很多时候，目标公司的所有者并不知道公司是否应该出售，如何找到潜在的买家，哪些买家能够为公司支付最高的价格，它们做些什么可使公司价值最大化，或如何走出售流程。毕竟，在其整个生涯中，许多卖家只有一次机会涉足这种交易。他们几乎不知道，作为一家单独的企业，他们公司当前的价值几许，何种价值动因或风险动因对公司价值的影响最大，或者，对于战略投资人，公司价值会多出多少（如果有的话）。通常，传统的专家团队（公司的财务主管，外部的会计师、银行家或律师）都不是企业估值的专家。这些专业人士几乎无人知晓何为驱动公司价值的动因，或者不清楚公司作为一家独立企业的价值与公司在战略买家手里的价值之间的微妙区别。

卖家寻求咨询的中介机构，多半是投资银行或业务顾问。这些顾问通常收取的是佣金——只有它们促成了销售后，才能得到。不过，要想卖个更高的价格，在出售之前，当期的公司拥有人设法把公司业绩提升到一个更高的水平。但这种咨询业务不太受中介机构的欢迎，因为这会使佣金支付滞后更长的时间，甚至使佣金最终落空。

由于很难得到好的咨询建议，所以，出售方常常会推后销售事宜。对于许多视公司为家的企业家，这种推延常常是一个很随意的选择。但伴随这种情绪化推延的，时常是随之而去的机会。而且，对价值有极大影响的外部因素，如经济环境、行业状况和竞争程度，可能会很快改变。综合趋势、技术创新和监管税务的改革，也会提升或收窄并购的机会和价值。

拖沓也会对遗产规划和税务策略产生不利的影响，因为拖延有时会减少卖家的选项。当价值正在迅速下降^①的时候，拖沓的恶劣结果会非常明显。

总之，无论是买方还是卖方都有强烈的动机，去理解价值，管理价值的驱动因素，促成双赢结果。

独立的市场公允价值

在把焦点适当地置于股东价值最大化之后，买方和卖方就可以开始并购之旅——起点是计算目标公司独立的市场公允价值，即卖方当期所拥有的价值。这个价值反映了公司的规模、资本通道、产品和服务的深度和广度、管理质量、市场份额和客户基

① 此处原文为 increasing（上升），疑有误。——译者注