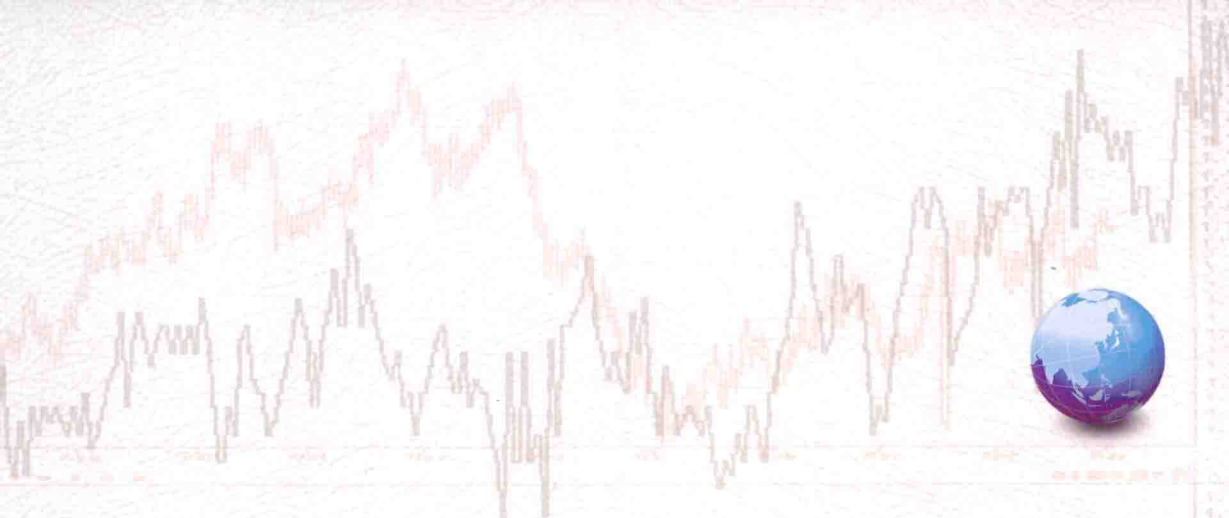
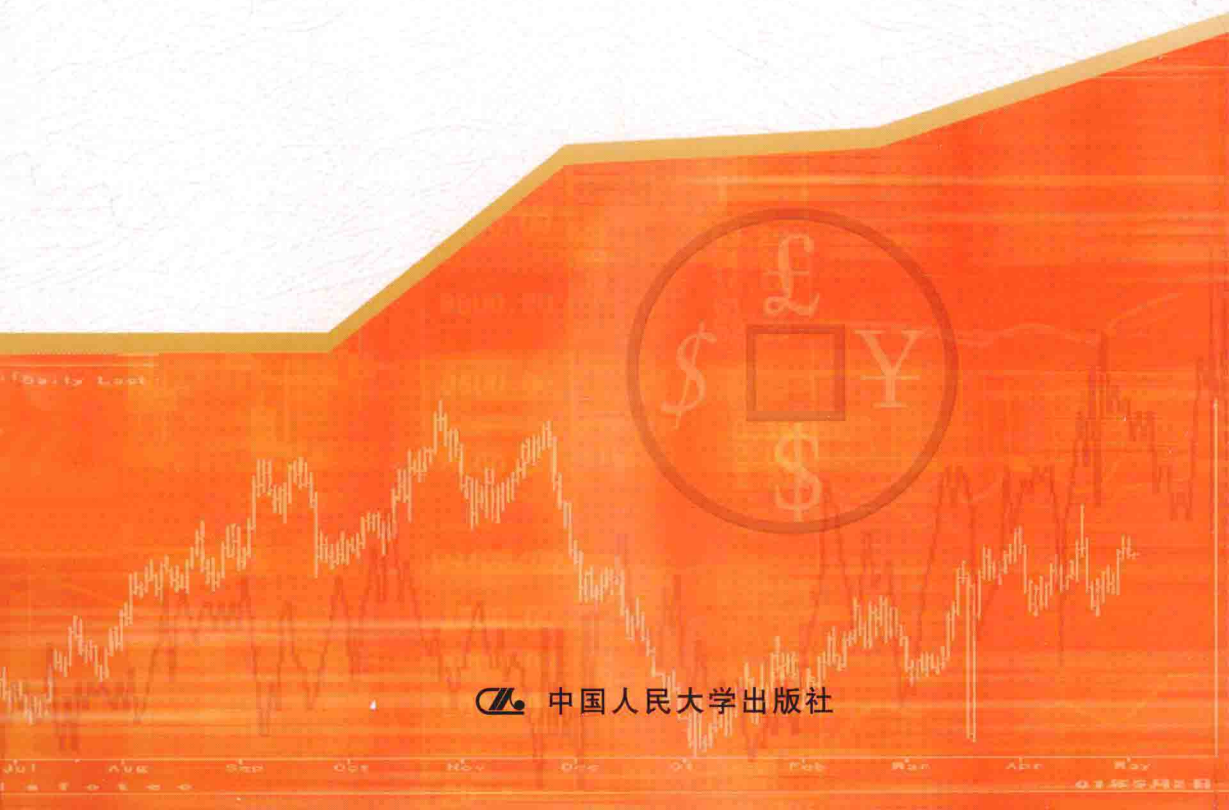




可比公司法应用研究

KEBI GONGSIFA YINGYONG YANJIU

程凤朝◎著



 中国人民大学出版社



可比公司法应用研究

KEBI GONGSIFA YINGYONG YANJIU

程凤朝◎著

中国人民大学出版社

• 北京 •

图书在版编目 (CIP) 数据

可比公司法应用研究/程凤朝著. —北京: 中国人民大学出版社, 2014. 9
ISBN 978-7-300-19913-9

I. ①可… II. ①程… III. ①企业-价值论-研究 IV. ①F270

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 201881 号



可比公司法应用研究

程凤朝 著

Kebi Gongsifa Yingyong Yanjiu

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511770 (质管部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 涿州市星河印刷有限公司

规 格 170 mm×228 mm 16 开本

版 次 2014 年 10 月第 1 版

印 张 15.25 插页 1

印 次 2014 年 10 月第 1 次印刷

字 数 191 000

定 价 50.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换



作者简介

程凤朝,管理学博士,现供职于中国投资有限责任公司(中央汇金公司),任中国农业银行股权董事;兼中国证监会第二届并购重组专家咨询委员会委员,中国上市公司协会并购融资委员会执行委员;此前曾任中国证监会第一、二、三届并购重组委员会委员,湖南大学博士生导师,北京大学汇丰商学院客座教授,中国社会科学院特聘教授,中央财经大学、首都经贸大学硕士生导师。



内容摘要

如何评估轻资产、高成长企业的价值，是上市公司并购重组中遇到的突出问题。普遍的做法是，用资产基础法（成本法）和折现现金流法（收益法）两种方法评估，且相互验证，而两种评估结果往往差距较大，验证没有实质意义，交易定价缺少合理依据。

华尔街一定程度上是投资银行的代名词，这里不仅不断创造出金融和金融衍生产品，也创造出如何评估这些产品的理念和方法。投资银行家们不仅撮合兼并重组交易，而且为交易提供价值评估。他们运用多种方法、从多个维度去观察企业价值，最终给出一个隐含的价值区间，供交易双方参考。本书通过深入分析，认为在我国资本市场中基本具备应用可比公司法的条件，但要创新使用，与市盈率、折现现金流法相互验证，为市场化并购重组创造条件。

本书立足于解决当前和今后市场化并购的实际需要，内容包括如下方面：第一，分析国内评估方法相互验证现状，指出存在的不匹配现象，改

进评估方法势在必行、迫在眉睫；第二，介绍华尔街投行专家们是如何进行估值验证的，重点阐述可比公司法的估值理念和思路，他们把评估既当做科学，又当做艺术，精雕细琢每一个案例，最后得出类似“足球场”似的价值区间；第三，分析我国应用可比公司法的条件，重点介绍如何从金融服务商的专业软件商提取应用可比公司法所需要的数据；第四，指出我国应用可比公司法不能机械照搬，而应在流动性折扣和控制权溢价等不少方面创新发展；第五，运用可比公司法重估一些有代表性的并购重组案例，试图说明可比公司法应用的可行性和实践意义。



感 悟

刘旭(硕士研究生,毕业于首都经济贸易大学,现就职于西南证券并购融资总部):从2011年读研开始,我一直跟随程老师研究我国并购重组中标的资产估值定价问题,毕业后又直接从事并购重组业务相关工作。在我所亲身经历和接触过的并购案例中,可以说交易标的估值定价的公允性是交易各方及监管部门关注的焦点,甚至是交易成败的关键。根据相关要求,交易标的的评估需要使用两种方法相互验证。但是很多案例中两种方法得到的评估值相差很大,无法相互验证,导致评估结果本身不具有说服力。财务顾问习惯于使用市盈率水平来说明估值的合理性,但明显显得单薄和无力。这次和老师一起研究可比公司法并在我做的项目中直接使用,感到可比公司法非常好用、实用。再与折现现金流法比较验证,非常有说服力,我相信我们的研究成果一定会得到市场广泛认可。

温馨(硕士研究生,毕业于首都经济贸易大学,现就职于中化集团):

作为一名评估专业的研究生，和程老师一起致力于研究可比公司法在我国上市公司并购重组中的应用，使我受益良多。华尔街投行家们先于我们应用可比公司法，是因为他们具备获取财务数据和行业信息的多元、公开的渠道及较为可靠的共识性预测。以前国内评估实务中，市场途径的评估虽有涉及，但使用较少，原因也在于此。目前我国是否具备应用可比公司法的条件呢？在我尝试对并购案例进行价值重估时，搜集同行业的可比公司以及评估所需财务数据，都可以通过同花顺 IFIND 获取，操作方法简单易懂。所以，我相信我们的研究成果一定会被广大投资者所接受，这也将促进投资者形成理性的价值观，为市场化并购重组的有序开展创造条件。

李雪飞（硕士研究生，首都经济贸易大学资产评估专业在读硕士研究生）：我虽然是在校研究生，但此前已有 10 年评估经历，这次和程老师一起研究可比公司法感受颇深。第一，资产评估作为资本市场重要的中介服务，与资本市场相互依存，共同成长。现在是国内外兼并重组的新一轮热潮，而且重点是轻资产、高成长企业，这就需要评估理念和方法的创新和发展，我们研究可比公司法正是基于这一需要。第二，任何评估方法都是科学与艺术的结合，单纯追求任何一个方面都会偏离实际，这正是华尔街投行们的高明之处，这次在我们的研究成果中充分体现了这一点。第三，评估结论作为并购双方交易的定价参考依据，应当以区间值表示，无论是评估界还是投行界，作为中介机构，在并购项目中起到的作用都是促成并购双方的交易，因此，作为定价参考依据的评估结论应当尽可能地作为几种方法结论的交集，确定最为合理的估值结论，而不是单纯地越大越好。相信这将成为评估界和投行界的共识，这也是我跟随老师研究可比公司法的最大收获。这一理念的推广虽然需要很大的努力，但改革势在必行。



目 录

绪 论	1
第一章 国内评估方法相互验证现状	9
一、国内评估方法相关规定与要求	10
二、并购重组中资产评估方法相互验证情况	12
三、两种评估方法所得评估结论差异较大的原因分析	22
第二章 华尔街投行估值方法概述及对我们的启示	25
一、美国五次并购重组浪潮推动评估估值技术不断创新	25
二、可比公司法估值思路	33
三、交易先例法估值思路	46
四、现金流量贴现法估值思路	52
五、三种估值方法相互验证	64
六、华尔街投行估值理念和方法体系对我国评估估值领域的启示 ...	65

第三章 国内应用可比公司法的条件分析	68
一、信息披露作为公司治理的重要组成部分,要求严格,披露全面, 为可比公司法的应用奠定了基础	68
二、我国资本市场不断发展,上市公司层次分明、门类基本齐全, 为可比公司法的应用创造了条件	83
三、金融信息服务提供商的专业服务,为可比公司法的应用提供了 便利	88
附录 3.1 利用同花顺 iFinD 插件提取可比公司财务数据	98
附录 3.2 利用“行情序列”模块计算可比公司的股权价值	100
附录 3.3 利用“Evaluator”模块建立可比公司价值基准表	101
第四章 国内应用可比公司法改进创新研究	103
一、关于可比公司的选取	103
二、关于股权价值的计算	106
三、关于非经常性损益调整的考虑	113
四、关于价值区间的形成	115
五、关于流动性折扣和控制权溢价的考量	122
第五章 运用可比公司法重估并购重组案例	127
一、宇顺电子收购雅视科技	128
二、东华软件发行股份购买神州新桥	139
三、佳都新太收购新科佳都	155
四、华闻传媒发行股份购买国广光荣广告	175
五、掌趣科技发行股份购买动网先锋	185

六、景峰制药借壳*ST天一	200
论并购重组定价机制市场化改革	224
参考文献	232



绪 论

继《中国上市公司并购重组实务与探索》出版之后，我又和我的学生刘旭、温馨、李雪飞等一起深入研究并购重组中最为关键的资产价值评估问题，这是一直以来备受争议、备受诟病、最难操作的问题。被并购企业价值是否需要评估？用什么方法评估？评估结果是用单一绝对值表述，还是用区间值表述？评估与交易定价如何衔接？这些问题都应该得到很好的解决，否则，就会影响并购重组尤其是市场化并购的健康发展。

首先，我们研究认为，市场化并购、分道制审核同样需要评估，这是因为：第一，评估可以帮助交易各方对标的企业形成合理、恰当的价值判断。一项并购至少要涉及三四个利益主体，这些利益主体除了少数管理层人员了解情况外，大多数董事尤其是股东不全是专业人士，对交易定价的决策情况无从了解，即使是参与谈判的管理层人员对首次出让或受让资产究竟定什么价格也是很茫然的。事实上，资产价格没有高和低之分，核心是对交易各方、各利益相关主体要体现公平、公允。交易定价本质上是一

个充分博弈的过程，但博弈也需要有一个价值基准。这个基准从哪里来？在没有交易先例的情况下，独立的第三方提供的评估意见是比较好的选择。第二，部分涉及国有资产的并购重组业务，相关规定有着明确要求，即必须经过评估程序。^①事实上，不仅是国有资产交易有要求，通过评估还可以发现和明确一些表外资产或无形资产的价值，可以解决一些历史遗留问题，这一点对所有企业都适用。如某民营企业拟将其企业整体置入上市公司，但其所属的一个车间是自己建造的，历史成本不完整，通过评估取得了市场公允价值，得以顺利置入。第三，评估实际上也是一个进行尽职调查的过程，无论采用什么方法，评估都要经过资产清查、现场勘察、价值鉴定等详细过程。通过这些程序，可以发现无效资产和一些不合理的假设，以有效保护投资者的利益。尤其是在当前越来越多的市场化并购中，并购方对被并购方的情况了解不可能十分充分，特别是一些轻资产、高成长企业，主要是依据对未来外部环境和内部条件的合理假设。这些工作由独立的第三方来做，肯定比并购双方自己做或者利益相关方来做有优势。所以说，我们认为，对于并购重组尤其是市场化并购，资产评估的作用只能加强，不能削弱。

其次，对持续经营企业的价值评估首选收益法，但需要用具有内在联系的方法进行验证，以弥补单一方法的内生缺陷。说其首选收益法，是因为这一方法的途径符合并购重组的方向，因为收益法是对未来若干年净收益（自由现金流量）和终值的贴现，而并购重组的目的正是着眼于被并购企业的未来收益；说其存有内生缺陷，是因为这一方法基于若干假设，如加权平均资本成本和终值假设通常对评估结果有实质性的影响，即使是轻

^① 《企业国有资产评估管理暂行办法》、《关于加强企业国有资产评估管理工作有关问题的通知》、《上市公司重大资产重组管理办法》、《资产评估准则——企业价值》、《资产评估操作专家提示——上市公司重大资产重组评估报告披露》、《上市公司收购管理办法》。



微的变化，也可能产生较大的估值误差。实践证明，如果使用单一的收益法且把评估结果表述为单一的绝对值，并以此作为定价基础是不可靠的。那么，用什么方法验证呢？目前国内普遍的做法是使用资产基础法即成本法，极个别的采用市场法。由于成本法的适用对象是单项资产，评估其重置价值，更多适用于清算、报税等用途，基本不适用企业价值评估，尤其不适用轻资产、高成长的企业价值评估；市场法是基于参照物相同或基本相近的标的，经过适当参数调整，得到被评估资产的价值。对并购一家非上市企业而言，很难找到一家完全相同的已经交易的参照企业。所以，目前国内并购重组采用的验证方法不够科学严谨，以致经常出现两种方法评估结果相差悬殊的现象。而华尔街投行家们则更多使用可比公司估值法（comparable companies analysis，以下简称可比公司法）、交易先例估值法（precedent transactions analysis）与现金流量贴现法（discounted cash flow analysis）相互验证，并且三种方法都用区间值表述，将交集部分作为定价参考依据。如果未出现交集，他们认为应该重新审视每种方法的假设前提，必要时进行微调。常见误差可能出现在财务预测（通常影响力最大）^①、加权平均资本成本或终值的假设上。经过“科学+艺术”的努力，通过具有内在联系的方法应该能够找到与标的资产价值几乎接近的结果。

经过深入研究，我们认为，我国资本市场已经具备应用可比公司估值法的基础和条件。第一，上市公司板块几乎涵盖所有产业和行业，并且已经有了主板、中小板和创业板的划分，不同行业、不同规模、不同层次的企业都能找到可比公司；第二，信息披露作为公司治理的重要组成部分，要求越来越具体和严格，打击虚假披露的力度越来越大，上市公司信息的披露质量明显提高，为可比公司法的应用奠定了坚实基础；第三，像同花

① 运用管理层预测而没有单独分析和测试潜在假设时常见的缺陷。

顺等金融专业服务商日趋成熟，可以任意垂直搜索可比公司法应用的相关数据。所以，本课题就是基于这样的前提，热切建议引进可比公司法，并适当加以改造创新，作为收益法的验证配套方法，对并购重组拟收购企业的企业价值进行评估。由于我国现阶段并购重组多是上市公司收购非上市公司，所以暂不具备应用交易先例法的前提^①，暂不建议勉强使用交易先例法。

需要强调，同时使用收益法和可比公司法评估被收购企业价值，一定不能将评估值表述为一个绝对值。这是因为，截至目前，评估界、投资银行界还没有一种方法能够精准地评估持续经营企业的价值，未来企业价值总是存在一定的不确定性。但是，通过两种以上方法评估^②，尽可能将被收购对象的隐含价值区间缩小，能够方便并购双方决策者决策。

最后，要恰当处理好企业价值评估与交易定价的关系。我们一直认为，估值和交易定价是两种不同性质的工作，价值不等于价格。从评估角度讲，第一，企业价值评估是由独立的评估机构完成的。第二，评估机构的评估报告都有郑重声明，注册资产评估师执行资产评估业务的目的是对评估对象的价值进行估算并发表专业意见，并不承担相关当事人决策的责任。评估结论不应当被认为是对评估对象可实现价格的保证。第三，如上所述，评估结论不应为绝对值，而是一个价值区间。由此可见，评估机构在整个并购重组过程中扮演的只是对标的企业价值评估的角色，而不是定价的决策者。

再从交易定价的主体看，交易双方出于不同的目的考虑的因素既有相同之处，也一定有不同之处。第一，双方都要考虑公开市场交易价格，这

① 交易先例法的应用前提是找到已经交易过的先例，多发生在上市公司之间，有充分披露的信息作为基础，在我国可能很难找到一个强相关的交易先例。

② 除了应用收益法、可比公司法以外，有条件的企业可以应用其他市场比较法，如市盈率、市净率等。



是最直接的参考尺度，双方都不会过大地背离这个尺度。第二，双方都会考虑所处行业的景气程度，都会对行业未来的发展和成长作出判断。第三，买方可能更多考虑的是协同效应，即在原有资产、技术、成本、市场、绩效等基础上，叠加一个新的单元，是否会带来积极变化。比如，对比新建一个同样规模的企业要有多大投入，新建企业能否达到并购的效果，如果达不到，适当给出一些溢价实施并购可能更合适；如果新建企业比并购的成本低、后期经营业绩好，那就要压价购买。第四，卖方必然要考虑上市公司的股票价格，并购基准日的个股价格处于历史的什么位置，是高还是低，还是中间价，与大盘是吻合还是不吻合。如果股价处于历史高位或在大市之上，卖方必然要在企业价值评估的基础上加价出售。第五，买卖双方的购买动机。有无一方迫于出售或迫于购买？如果有，显然存在一方占优势、另一方占劣势的情形。第六，购买方式。上市公司是全部以股票方式购买，还是以股票+现金方式？现金是一次支付还是分期支付？这些都会对交易价格有显著影响。第七，是否附带对赌协议。定价时若双方对估值分歧较大，可增加对赌协议，暂时搁置争议，着眼未来发展。通常是买方作出让步，卖方用现金或股票承诺未来如出现业绩差距将予以弥补。第八，双方股东的风险偏好。在我国并购重组操作中，审批的最终环节是股东大会，并购重组最终的交易价格要取决于股东大会的表决结果。显然，股东的风险偏好决定了投出的是赞成票还是反对票。目前通行做法是以收益法评估结果作为交易价格，再加上业绩承诺作为保障。实际上，我们知道，对于同一资产的价值，由于用途或认识不同，交易各方所能接受的交易价格可能差异很大。如一个轻资产企业，对于急于从该领域脱身的出售方来说，可能是一鸡肋；而对于想在该行业精耕细作的购买方来说，可能会因具有潜在协同效应而被视为珍宝。因此，标的企业定价，应当是在上述合理的价值区间基础上，再结合各自判断，由交易双方

经过充分博弈得出。至于有无业绩承诺，市场化并购应完全取决于并购双方对估值的讨论程度。如果暂时争议较大，为了不影响并购时机，暂时搁置争议，将来视业绩完成程度，一方给另一方一个补偿是最好的选择。硬性规定有无业绩承诺都是不合理的。

基于上述认识，该书安排以下结构：

(1) 国内评估方法相互验证现状。企业价值评估准则、重大资产并购重组管理办法等相关规定，要求用两种以上方法评估企业价值。从实际情况看，有以收益法为依据，以资产基础法验证的；有以资产基础法为依据，以收益法验证的；有以收益法为依据，以市场法验证的；也有以市场法为依据，以收益法验证的。从评估结果看，无论运用以上哪种方法相互验证都存在不匹配现象，改进评估方法势在必行、迫在眉睫。

(2) 华尔街投行估值方法概述及对我们的启示。后次贷危机和随之而来的信贷紧缩，使华尔街的投行专家们认识到，金融世界要回归到基本面估值中来，这涉及要使用更为现实的假设，如预期的财务业绩、贴现率、市盈率、杠杆水平和融资条件等。着眼于当前的估值更多涉及的是“艺术”，但要经受时间“科学”的考验。所以，他们在收购与兼并过程中更加注重估值方法的恰当运用，用相互联系的至少两种以上方法对同一标的物进行估值，同时注入估值背后实际情况的研判，审慎确定估值区间。所有这些都值得我们学习借鉴。

可比公司法的前提是相似的公司与特定估值对象相比，具有高度相关性，即它们主要的业务和财务特点、业绩驱动因素和风险都很相似。因此，投行专业人员可以通过确定一个公司相对同类企业的情况建立标的的估值变量。这个估值的核心是为评估对象选择一系列可比公司（可比公司群）。这些公司与评估对象的财务指标和比率互相作为参照。计算可比公司群的估值乘数，作为被评估对象估值区间的基准。这一估值区间是通过