

企业并购系列

并购价值评估

非上市并购企业价值创造和计算

(美) 弗兰克·沃顿·埃文斯 大卫·沃顿·华晓普 著

郭瑛英 译

汪 洱 审订



机械工业出版社

新华信管理丛书》总序

登上管理的高原

1994年 苑月，中国正式加入 世贸组织 半年后，我和其他几位企业老总经历了一次难忘的高原之行。在从西宁出发沿青藏公路挺进青海可可西里藏羚羊保护区的旅程中，这些平时十分活跃的老总，都不同程度地体验了一番高原缺氧的感受。

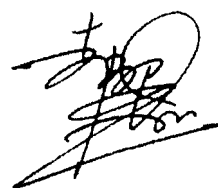
中国加入 世贸组织，对企业而言，就如同从平地到高原。在向高处行进的征途中，随着外部自然环境的变化，企业的生存条件越来越严峻和艰难，中国企业正经历着“管理高原缺氧症”的困扰和体验。

作为一家中国的管理咨询公司，新华信以“帮助中国企业争创一流，建立持续发展核心优势”为使命。为了实现这个目标，新华信今后将陆续推出一系列企业经营管理类图书，以帮助中国企业、企业管理人员和一切关心中国企业发展的人们，登上管理的高原。

迄今我仍深深记得，当我们一行人翻越过唐古拉山口，顶着烈日、狂风、暴雨和冰雹，历尽千辛万苦终于抵达目的地——拉萨的时候，当时的心情是何等的激动和欣慰！

如果我们特别为你精选和推荐的图书，能够在你攀登事业

高峰的过程中助一把力，将是新华信全体同仁最大的愿望和快乐。



北京新华信管理顾问有限公司

董事长 赵 民

二〇〇四年 八月 八日

《企业并购系列》序

在欧美并购市场疲软的情况下，中国市场活跃的并购活动成为全球企业并购的亮点。中国并购行业的迅速发展主要有三个方面的原因。第一，宏观经济的驱动。世界各国的经济不同程度地进入了缓慢增长甚至低迷的时期，惟有中国的经济一枝独秀，这自然吸引了全球众多投资者的目光。中国进入 ~~宰制~~ 后的更进一步开放，无疑加强了这种趋势。第二，市场竞争的驱动。中国市场在经历了十几年的市场经济洗礼后，目前各非政府管制行业已经全面进入了激烈竞争的市场阶段。面对激烈的市场竞争，企业通过规模化而降低成本，并不断寻找新的利润增长点，已成为企业经营战略的重要措施，从而使得行业整合和跨行业扩张在所必然。第三，资产私有化大环境的驱动。为适合市场经济的需要，许多国营企业正在或即将考虑实行国退民进和国有资产私有化等资产重组活动，涌现了一股新的管理层收购 (~~国退民进~~) 和民营企业收购国营企业的浪潮。

另一方面，中国企业并购活动也面临许多中国市场特有的关键障碍。首先，中国在企业并购方面的法律和制度不完善不健全，产权的不明晰和股权转换的困难等，成为企业并购的重要的阻碍因素；其次，地方政府为了树立和扶持地方企业而采取的保护主义措施，使得许多并购无法进行；最后，中国许多企业的老总宁为鸡头不为凤尾的人文特征和不愿放弃企业控制权的狭隘思想，使得许多

企业拒绝参与市场并购活动。

当然，这些阻碍因素只是企业并购时需要注意和解决的问题，并且随着中国经济市场化的逐步完善，这些因素的阻碍作用将变得越来越小，甚至消失。在未来的数年里，中国将会是一个十分活跃的企业并购市场，企业并购和重组将是企业战略发展的重要手段。值得注意的是，世界上许多知名企业是通过一系列并购产生的，所以并购也可以是企业发展的一个战略目标。

但企业并购的成功记录并非令人鼓舞，各种研究统计表明，企业并购的失败率高达 ~~缘豫至~~ ~~缘豫~~。美国《商业周刊》的研究结果表明，~~缘豫~~的企业收购和兼并是完全失败的。据毕马威、埃森哲和麦肯锡的研究数据，并购后六至八个月的时间里，~~缘豫~~的企业生产率下降，并购后一年内，~~源豫~~的被并购企业的高管人员离开公司，并购后三年的时间内，~~还豫~~的企业出现零增长。中国市场企业并购战绩如何，还缺乏系统的研究数据，但大企业兼并小企业失败的例子比比皆是，成功率有可能更低。为什么企业并购失败率如此之高？失败的关键原因又是什么呢？

企业并购可以分为三个阶段：

~~缘~~战略选择阶段：企业如何通过并购扩张？达到什么战略目标？选择什么行业？选择什么目标企业？

~~缘~~并购实施阶段：对并购企业进行价值评估和尽职调查，设计和实施交易方案等。

~~缘~~并购整合阶段：整合企业文化、组织、管理、业务、人员和客户等。

通常文化的整合是企业并购过程中关键的难点，也是许多并购失败的主要原因。并购企业文化的冲突常常导致关键高层管理人员、核心员工以及客户资源的流失，使得并购前所预测的并购应带来的市场优势、技术优势、协同效应和成本节省等化为泡影，从而

导致并购的彻底失败。但文化整合的失败不只是一个整合方法与过程的问题，许多情形起源于在并购战略选择阶段缺乏系统全面的分析和考虑。

中国企业并购市场还处于初期发展阶段，并购的目的、方法、手段和过程等很不专业，很不规范，更谈不上遵循上述三个专业化的过程。许多并购的决策和举措出于头脑发热，或为了融资圈钱而做表面文章，缺乏系统考虑和规划，对并购整合的关注和重视微乎其微。《企业并购系列》的问世，目的是全面系统地向中国读者介绍和分析企业并购与重组的专业过程、方法和实战案例，并期望各位能结合中国市场的实际情况，灵活并充分地应用西方企业并购的知识和经验，使中国企业并购和重组活动成功的概率大幅度提高。

《企业并购系列》主要的读者对象为从事企业并购的企业高层领导和专业人员。其它感兴趣的管理人员、专业人员和 配聘学生等也自然能从中获益匪浅。



北京新华信管理顾问有限公司
高级合伙人 高晓春博士

前 言

企业经理人员常因为模糊的价值评估而做出失败的投资和经营决策，实际上这些错误是完全可以避免的。准确的价值评估是可能的，并购交易的买卖双赢也是完全可能的。开启成功的钥匙就在本书中。

在为上百家公司、上千名公司管理人员进行价值评估的咨询服务中，我们开发了一些精确评估和成功塑造价值的工具。利用这些工具，企业所有者和经营者可以判断企业的价值、寻求驱动价值的因素，并且在并购交易和日常管理中提高其价值。

在一场并购中，卖方、买方甚至他们的顾问常常就企业价值反复谈判。他们也常为对方不切实际的期望而心情沮丧。以下列出的就是众多不确定性的一部分：

- 通常以息税前收益或息税、折旧及摊销前收益来计算的利润是否反映了对公司股东的真实投资回报？
- 盈利预测是否合理？
- 考虑投资风险的情况下，合适的投资回报率是多少？
- 并购交易是作为一项资产还是股权交易来处理？
- 为了获得最高的价格，卖方是否合理准备并包装好了公司？
- 对卖方而言最重要的个人问题是什么？

- 买方是否找到最好的并购目标，并准确量化了潜在的协同效应？
- 在现有报价上，交易是否可行？

公司估值固然莫测高深，非上市企业的估值就更加模糊不清了。这里所说的非上市企业包括不在公开股票市场交易的企业、虽然公开上市但交易极不活跃的公司或大型公司的某一部门。许多企业家和经营者年复一年地经营管理着企业，但从不知道以下这些基本问题的答案：

- 企业价值是多少？
- 战略投资者愿意出价多少来购买？
- 影响公司股票价值的主要因素是什么？
- 企业股东的真实投资收益率和回报率是多少？
- 投资收益与风险是否相称？
- 股东出卖资产是否为上策？如果是，如何卖？何时卖？

本书为解答以上及相关问题提供了工具。它是为这样的投资人和企业经营者所写，即他们缺乏由自由活跃的市场来提供判断价值的指导。我们对价值评估和投资回报问题的解决方案创造了并购进程中的衡量标准和规则，我们的方法将提高价值融合于非上市公司的年度战略规划中，为股东的投资决策指明了方向。简言之，本书是在企业经营与买卖交易中塑造价值的一幅“路标图”。

许多投资人听说过为公开上市的公司塑造价值，这些公司的股价反映了市场对公司业绩的判断。但是，当股价不存在时，制定成功的战略以及准确地衡量企业经营业绩就变得相当困难。虽然困难，但并非不可能。

我们诚邀读者使用这些工具来正确评估并购交易，或在公司的日常经营中塑造价值。让这本“路标图”为您揭开价值评估的神秘面纱，帮助您创造更多的财富。

弗兰克 悦埃文斯

大卫 酝 毕晓普

目 录

新华信管理丛书》总序

《企业并购系列》序

前言

第 1 章 如何成为并购赢家	1
股东忽视的重要价值	1
独立企业的公平市值	2
战略收购者的投资价值	3
并购双赢的益处	4
第 2 章 非上市企业的价值创造	5
价值和价值创造	5
上市公司价值创造模式	6
非上市企业价值创造模式	7
衡量价值创造	8
分析价值创造战略	9
第 3 章 竞争分析	10
战略规划与价值塑造	10
评估特定的企业风险	11
非上市企业常面临的竞争因素	12

第 9 章 并购的市场和计划过程	9
常见的交易动机	9
兼并收购失败的原因	9
出售战略和过程	9
收购战略和过程	9
尽职调查准备	9
第 10 章 衡量协同效应	10
衡量协同效应的过程	10
衡量协同效应的关键变量	10
协同效应和计划	10
第 11 章 估值方法与基础	11
企业价值评估方法	11
使用投资资本模型定义所评估的投资	11
为什么净现金流能最准确地衡量价值	11
谈判需要正确地衡量回报	11
调整财务报表	11
兼并收购中的投资风险管理	11
第 12 章 收益法——用投资回报及回报率确定价值	12
为什么并购价值可由收益法确定	12
收益法中的两种方法	12
确定合适的长期增长率和终值	12

第 愿章 准确估值的基础——资本成本	愿怨
债务资本成本	愿蒙
优先股成本	愿蒙
普通股成本	愿蒙
资本资产定价模型的基础和限制	愿源
修正资本资产定价模型	愿范
组成法	愿怨
伊博森回报率数据总结	愿源
国际资本成本	愿愿
如何为目标公司确定股权成本	愿蒙
第 怨章 加权平均资本成本	愿缘
交互的加权平均资本成本确定过程	愿愿
加权平均资本成本的简化公式	愿圆
计算资本成本的常见错误	愿源
第 愿章 市场法——应用基准公司和战略交易	愿范
并购交易法	愿怨
上市公司基准法	愿蒙
选择价值乘数	愿远
经常使用的市场乘数	愿范
第 愿章 资产法	愿蒙
账面价值与市场价值	愿远
价值的假设	愿远
使用资产法为非控股权益估值	愿范

资产法方法论	页范
处理非经营性资产、资产盈余或缺	页源
计算调整账面价值的特定步骤	页源
 第 5 章 价值的溢价和折价调整	页范
是否需要溢价和折价调整	页源
应用溢价和折价	页源
调整幅度的确定	页源
收益法中的控制和非控制	页范
其他溢价和折价	页源
公平市值和投资价值	页源
 第 6 章 调整初始价值和确定最后结论	页源
广义角度的基本需要	页源
收益法检验	页源
市场法检验	页源
资产法检验	页源
价值的调整与结论	页源
评判真实的价值评估能力	页源
 第 7 章 交易的艺术	页范
独特的谈判挑战	页源
交易结构：股票与资产	页源
出售条款：现金与股票	页范
缩小分歧	页源
从另一个角度看交易	页源

第 13 章 衡量及管理高科技创业企业的价值	13-1
高科技创业公司的主要特点	13-2
价值管理从竞争分析开始	13-3
量化创业公司的价值	13-4
其他风险管理工具	13-5
调整价值	13-6
第 14 章 并购估值案例	14-1
历史竞争情况	14-2
潜在的买方	14-3
宏观经济条件	14-4
特定行业条件	14-5
增长	14-6
计算独立公平市值	14-7
计算投资价值	14-8
案例结论的几点考虑	14-9
词汇表	
后记	

第 员章

如何成为并购赢家

在兼并收购中，买卖双方都能创造许多价值，通过一场交易而达到双赢的目的。这正是并购交易的魅力所在，也是导致 20 世纪 80 年代美国大规模并购活动的诱因。近年来这种并购热潮已席卷全球。

本书的主题是企业价值——什么创造了价值，怎样衡量价值，怎样塑造价值，以及怎样在兼并收购中取得价值的最大化。这些概念对于并购双方同等重要，因为双方都应该并且能够从并购交易中获益。但是，实际结果却并非如此。由于准备不足或缺乏相关知识，卖方可能在不利的条件下出售资产或是接受偏低的收购价格。另一方面，所有买家都要冒着收购不当企业或业务，或是出价偏高的风险。这就是为什么并购的参与者必须深刻理解价值及其驱动因素的重要原因。

然而，理智的股东和经理人并不只是在并购时才关心价值。价值创造不仅推动着企业的战略规划，也在此过程中为企业寻求战略重点和发展方向。企业的广义目标在于为股东塑造价值，而并购战略支持并完善这一目标。只有当交易能为企业创造价值时，股东和经理人才会执行交易。

在以塑造价值为企业的广义目标下，本书解释了在并购时如何创造价值、衡量价值以及最大化价值。大部分上市公司的高级经理人每天关注价值，因为公司股票价格的变动清楚反映了价值的变化，而股价就是经理人业绩表现的记分卡。但是，非上市企业没有这种市场传导和反馈机制。这些企业的股东和经理人很少了解企业价值几何，也不清楚什么因素能影响企业的价值。由于这些原因，很多非上市企业（也包括上市公司的某些业务部门）失去了前进的方向，经营不善。

正是因为价值难以计算和判断，对非上市企业或上市公司某一部门的价值管理特别困难，然而绝大多数的经营活动——即价值创

造或价值破坏的过程——却发生在这一操作层面。

在价值创造的过程中，准确衡量和管理小企业或企业各部门的价值至关重要。这种技能对成功的并购同样具有非常重要的意义，因为大部分的并购交易涉及小企业。虽然我们常常耳闻目睹大型上市公司的大交易，但是事实上，近年来美国发生的并购交易规模平均在 1000 万到 1 亿美元之间。集中控股的非上市企业或上市公司的某一业务部门成为大多数并购活动频繁发生的耀眼主角。

因此，关心价值的股东和经理人往往必须为小型企业或大企业的业务部门的价值最大化而努力，但这一层次的实体又没有相应的股价可参考。下面讲述的概念和技能，阐述了在日常管理中衡量和管理价值的方法，尤其是在兼并收购中对价值的管理。我们从理解什么是价值开始讨论。

股东忽视的重要价值

当收购方考察一个潜在的目标企业，通常首先鉴别和量化收购将带来的协同效应。他们建立一个合适的模型，预测收购后目标企业的年收入、调整后的成本水平及期望的净收入或现金流。接着收购企业用其资金成本对未来回报进行折现，得出目标企业的价值。然后，以这种价值估计为基础，并购双方开始一场意图创造价值的谈判。

假如被收购目标不是上市公司，没有公开的股票价格，一般没有人去探究收购目标对其现有股东的价值。但矛盾在于，目标企业为现有股东创造的价值恰恰是其卖点所在。大部分甚至有时几乎全部的协同效应是由收购方创造的，而不是被收购方。因此收购方不