

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将取得胜利。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.

更为有效地将其应用于评估操作。本书的另一个目标是说明当前被评估师们普遍采用的一些原则与财务理论之间是一种什么样的关系。对于对有关理论细节感兴趣的读者，本书通过注解提供了有关的财务理论研究和教科书的信息^①。

与此同时，本书并不属于“如何进行”一类的评估手册^②。有些题目，比如走访一个想做价值评估的公司应该做些什么，以及如何写评估报告，并不在本书的内容之内。与财务理论无关的一些评估问题，比如，如何与公司管理层沟通和交流，以便做出更为可靠的未来现金流量的预测等，也被省略了。这并不意味着这些内容是不重要的。我们在书中作了这样的省略仅仅是想更为紧密地围绕财务理论与评估实践的关系展开论述。

一言以蔽之，本书试图建起一条连接评估实践和作为其基础的财务理论的康庄大道。要真正将这一愿望变成现实并不容易，因为价值评估本身一半是艺术一半是科学。它需要财务专家所研究出的价值评估模型，但这还远远不够，因为实际评估一个公司的价值时，要求评估师有多种判断能力，而这些判断能力只有在价值评估实践中才能得到积累和增长。价值评估成功的关键在于艺术性与科学性的完美结合。常见的现实情况是，财务专家对于价值评估师的工作不屑一顾，认为那不过是一系列零散原则的应用；而价值评估师和经理也并不看重财务专家的研究成果，往往认为那些成果过于深奥，缺乏现实意义。最公正的评价是：这两方的观点都不正确。没有实际评估师的经验和判断，财务模型就不能发展到可以应用的地步。另一方面，评估师只顾按照自己的思路埋头工作，而不理解财务理论，肯定会误入歧途。

① 写作本书时所依据的四本重要财务教科书：R. A. Brealey and S. C. Myers, *Principles of Corporate Finance*, 4th ed. (New York: McGraw-Hill, 1991); T. C. Copeland and J. F. Weston, *Finance Theory and Corporate Policy*, 3rd ed. (Reading, Mass: Addison Wesley Publishing, 1988); S. A. Ross, R. W. Westerfield, and J. F. Jaffe, *Corporate Finance*, 2nd ed. (Homewood, Ill.: Richard D. Irwin 1990); A. C. Shapiro, *Modern Corporate Finance* (New York: Macmillan, 1989).

② 评估步骤的详细说明见 S. Pratt, *Valuing a Business*, 2nd ed. (Homewood, Ill.: Business One Irwin, 1989).

我们要评估什么

似乎是不说自明，评估的目标在于尽可能准确地估算一个公司的公正市场价值。但这里的用语“一个公司的公正市场价值”存在着两个模糊之处。“公正市场价值”指的是什么？“一个公司”指的是什么？关于公正市场价值的定义，引用最多的，也许并不是最简明的，是国内收入局（IRS）在 1959 年 3 月所下的定义。收入条款第 65 - 193 条将公正市场价值定义为：

公正市场价值是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。不仅如此，法庭的判决也一再反复地申明，假设的买者和卖者能够而且愿意进行交易，对交易的物品以及该物品的行情有充分的信息。

国内收入局有关理性买者和理性卖者的原则，已经作为标准广泛应用于价值评估领域。

应该说明，在本书中有几个术语交互使用。特别是，估值（valuation）和评估（appraisal），这两者都是指对某一物品易手时的价格的估算过程，如国内收入局定义中所陈述的，这种易手是在有意向的买者和有意向的卖者之间进行的。类似地，价值、市场价值，以及公正市场价值都是指估算的市场价格，除非在某些情况下做特别的说明。

当要评估的对象是一个公司时，假设的理性的买者和卖者所交易的内容包括公司所有证券持有人的要求权（claims）。具体说来，包括发行在外普通股的价值、优先股的价值、债券的价值以及非公开发行的债务价值，比如银行贷款。许多公司购并时，并非所有的证券都发生易手，这也许难以理解。比如，一个公司也许有公正市场价值 3 亿美元，其中 2 亿美元代表普通股的市场价值，1 亿美元代表银行贷款的市场价值。最终可能的交易中，购买者也许会按照 2

亿美元购买公司的股票，并承担银行贷款的归还。这样，该公司看起来好像是按照 2 亿美元的价格完成了易手。然而，这并不意味着该公司的价值是 2 亿美元。因为在这个过程中，2 亿美元仅仅是为购买公司的普通股所支出的。银行仍然保留对该公司现金流量的部分要求权，这一要求权的市场价值为 1 亿美元。所以，公司的总价值仍然为 3 亿美元。

所以，公司价值评估模型所要尽力而为的是，加总公司所有证券的公正市场价值，而不仅仅是权益类证券。这似乎意味着一种价值评估的步骤：先分别评估公司的债务价值、优先股价值和普通股价值，然后，将这些价值加总就得到公司的价值。当这种做法可行的时候，这是一种理想的方法。但这种做法往往并不可行，因为公司的某些证券并不在市场上交易。在这种情况下，最好的方法是直接估计整个公司的总价值，而不是分别估计每一类证券的价值，然后再将它们加总。

当然，在有些情况下，评估师也许只对评估公司某一类证券的价值感兴趣，比如普通股票的价值。然而，即便是这种情况，也许最好还是先评估公司的总价值，然后将这一总价值划分到各类证券上，而不是直接评估某类证券的价值。将一个公司作为一个整体来评估有利于处理一些有关的问题，比如控制力（指对公司重大决策的控制权力——译者注）贴水，少数股权（指由于占有股权份额少，对决策缺少影响力——译者注）折扣，以及可交易性（反映证券出售的难易程度——译者注）折扣等等。

本书的结构

尽管紧紧围绕价值评估理论是重要的，但事情并非如此简单。在本书的编排中，我们力争尽量使读者一步步无困难和无障碍地接近有关的评估理论。虽然如此，我们还是想提醒读者，如果不对某些技术性细节深入钻研，就不可能掌握公司价值评估的有关知识。对有关理论和技术细节的掌握不仅会使评估结果更为精确，也有利于更为透彻地理解有关概念，而这将使评估实践受益无穷。

要减少掌握技术细节时遇到的各种各样的困难，我们尝试着避

免许多财务著作中所出现的“计算机手册”问题。计算机手册提供了大量的一般性指令，这些指令通过各种各样的组合表达出来，包括正常体、黑体、斜体、方括号[]圆括号()大括号{}等等。从这些一般的指令中，读者要学会如何告诉计算机一件特殊事情的具体指令。不幸的是，计算机经常对操作者输入的指令给予不能令人满意的回答，比如“错误 非法语句。”问题在于在根据手册中的指令编写特定的计算机程序时，不可避免地会遗漏某些东西。在这种情况下，惟一的希望是，再花上一个小时，在手册中翻找与你所要解决的问题类似的例子，并加以研究、模仿。财务著作中的数学模型也有类似的缺点。在财务课本上简单明了的理论一旦要应用到某些具体问题就会突然变得模糊不清起来。甚至在这个领域干了 20 年，一旦要解决某一实际问题，我仍然会觉得需要从财务著作中寻找类似的案例。

要解决这类计算机手册问题，本书提供了许许多多直观案例，通过这些案例的解答说明了有关财务概念的应用。特别是福姆工程公司的案例贯穿本书始终，演示了每一种价值评估的方法的应用。选择福姆工程公司作为通篇的案例主要出于两个方面的考虑。首先福姆工程公司所面临的问题是在大多数价值评估当中经常遇到的典型问题。其次，福姆工程公司是一个小公司，还没有发行复杂的证券，比如可转换证券，或者认股权证，也没有许多部门，或者国际性的经营分部。这些方面的简化可以帮助我们更有效地针对主要的评估问题进行讨论。

本书另外两个方面的设计也会使读者在学习时相对轻松一些。首先，与选择福姆工程公司的思路相一致，我们对于一些非中心的评估议题，比如期权定价方法，只作了有限篇幅的介绍，以便于我们将注意力集中在主要的评估问题上。其次，正如本书开头所指出的，本书出发点在于更好地理解与应用现有的财务模型，而不是推导和论证。取而代之的是直观意义的讨论、类比的分析，以及大量的实例。

评估的方法

本书论述了实践中广泛应用的四种评估方法。第一种方法，是

利用资产负债表进行评估，在本书的第 2 章论述。通过资产负债表进行价值评估的最为简单的办法是加总公司所有的发行在外的证券的账面价值。这一问题在于它将公司会计人员所记录的公司资产和负债的历史价值与它们的市场价值等同起来。因为账面价值和市场价格经常会不一致，通常评估师都要调整资产负债表的有关项目，以便使评估结果更为精确地接近市场价格。调整有关数据的方法以及它们的理论依据，都在第 2 章讨论。

第二种方法，是通过加总公司发行在外的各种证券的市场价值来估计该公司的价值，在第 3 章论述。这种方法通常要借助于国家财产税评估师所采用的股票和债券的估值方法，从定义上讲，只适用于证券公开上市交易的公司。其理论基础是有效市场假设 (EMH)，也就是说公开交易证券的价格准确地反映了相应公司的价值。尽管这种股票和债券的估值方法仅直接适用于少数发行公开交易证券的公司，但对于价值评估的直接比较法来说，它已成为一种不可缺少的方法。

第三种方法，是通过与价值已知的可比公司的比较来评估一个公司的价值，相比较公司也许最近刚刚出售，也许是可以直接利用股票和债券估值方法进行评估，所以价值已经知道。这种直接比较的方法，有时也被称为直接资本化方法，通常先要计算某些比率，比如先计算相比较公司的市场价值与利润的比率，然后将这一比率乘以评估公司的利润，便得到所评估公司的市场价值。这里，术语直接比较是指直接资本化，以区别于折现资本化的计算。在本书中，我们采用直接比较这样一个名称，是因为这一方法涉及到评估目标与对比公司的比较，但并不涉及折现。正如第 4 章的内容所显示的，这一方法是一个相当简明的方法，在实践中广为采用，它可以避免评估当中许多棘手问题。

第四种也是最后一种评估的方法，是先预测一个公司未来将获得的现金流量，然后将这些现金流量折现，得出公司证券持有人所有拥有的价值。这种方法被称为折现现金流量 (DCF) 法，它含有这样的假设：不管一个公司生产什么样的产品，投资者之所以会持有该公司的证券，是因为他们期望这些证券会为他们产生未来的收益。期望的未来的现金收入越多，发生的时间越近，投资者对公司证券的估值就越高。估算一个公司的折现现金流量价值包括三个

部分。第一部分，未来时期逐年的现金流量预测。预测这种现金流量方法将在第 5 章讨论。因为公司有无限长的寿命周期，我们不可能预测公司寿命周期内所有年份的现金流量。因此，必须选择一个截止日期，现金流量也就预测到这个日期为止，同时要估计到这个日期时公司持续经营的价值。第 6 章分析了如何选择这样一个截止日期，以及如何估计这样一种持续经营的价值。为了计算未来现金流量的现值，以及持续经营的价值，必须要选用一个贴现率。这样一个合理的贴现率也被称为公司的资本成本，其选择的步骤将在第 7 章中讨论。

根据这样四种基本的方法，再加上每种方法有若干个变型，评估师常常会得出一套价值指标。第 8 章分析了如何将这些得自不同方法的价值指标进行合成，得出最终的公司价值。进一步，本书又讨论了对于这样一种评估价值可能要做出某些调整及其相关的问题。评估师经常要调整有关的价值指标结果，这主要是出于两个方面的考虑：可交易性和可控制性。交易不便的证券头寸通常要有一定的折扣，而控制的加强往往要给予一定的补偿（贴水）。对于这样一些折扣和补偿的调整依据，在第 8 章也作了分析。最后，第 9 章讨论了基本方法的三个扩展。第一个扩展探讨了跨行业企业的价值评估问题。第二个扩展探讨了衍生证券（比如认股权证和可转换债券）的资本成本估算问题。最后一个扩展涉及管理灵活性的价值评估问题。经理们持有某些选择权，比如他们可以在时机不利的时候缩减生产，而在时机有利的时候扩展生产。按照传统的评估模型，这类灵活性的价值很难估算。

本书的读者

在写作本书的过程当中，我所念念不忘的有三个读者群。第一个读者群是公司经理、律师、银行家、信托投资人以及其他需要价值评估报告的客户，本书为这些读者所提供的是一种企业价值评估以及作为其基础的财务经济学的入门读物。这些读者当中或许有人觉得现代财务理论过于抽象，缺乏实际应用价值，我觉得本书绝对不是这种情况。尽管如此，有关的理论并不能因此而被省略。缺乏

评估实践所依赖的财务原理直觉，就无法看穿经过精心修饰的评估报告，也无法听懂销售人员的评估说明。进一步，不明白某些原则的理论基础，而去应用这些原则，其危险程度无异于引火烧身。这种情况就好比在一个陌生的地域，根据一套详细的指示驾驶汽车。如果你的驾驶完全符合有关的指示，你会有幸到达目的地。但是，如果你转错了一个弯，那么再回到正路上恐怕是不太可能的。类似地，如果有关原则能够完美地应用于一个公司的价值评估，就可以得到该公司合理的价值数值。但是，如果有关原则无法直接应用，那么在对有关财务理论缺乏透彻理解的情况下，评估师就会摸不着门。

第二个读者群是财务专业的学生，本书为这些读者演示了他们在相关财务课程中所学的理论概念与价值评估实践之间的种种联系。同时，本书又为这些财务类的学生介绍了财务教科书当中通常所没有的，而在价值评估领域又得到广泛应用的价值评估技术，比如直接比较法等。尽管从财务理论上来看，这些技术也许不如折现现金流量法那样有说服力和根据，但是在某些情况下，利用这些方法，可以得出更为精确的估值结果。财务专业的学生需要明白为什么会有这种情况发生，为什么某些实践原则比精确的理论模型更有优越性。

最后一个读者群是专业评估师，对这类读者来说，本书有两个方面的用途。第一，通过本书可以更好地复习有关财务理论，同时更好地理解这些理论在评估实践中的应用价值。第二，本书从财务经济学的角度考察了现实中不同评估方法的优势和劣势。

一个详细案例 福姆工程公司

正如前面所讲的，我们将使用福姆工程公司的案例演示每一种评估技术的应用。因此，在本章结束的时候，我们特对福姆工程公司作一简要介绍。

福姆工程公司由克拉克·格瓦尼建于 1967 年 4 月。尽管在开始的时候，福姆工程公司的起始业务商务印刷，但他们很快就成为邮递营销业之中领先的印刷商。到 1989 年，公司的销售额 65% 来自邮递营销业的印刷业务，35% 来自其他商业推广的印刷业务。

福姆工程公司的客户包括大金融机构、石油公司以及有赖于邮寄宣传品的政治组织。公司的工厂及设备都经过认真的设计，职员都经过严格的培训，所以，他们的产品，包括邮递业务当中各种各样的产品说明，都保持很高的质量和赏心悦目的色彩。其印刷的主要产品包括公司和产品手册、信用申请书、封装的清单、单页宣传广告以及各种信件，涉及的颜色多达 12 种。因为福姆工程公司在直接邮递业务中的份额相对仍然不大，公司未来增长的前景十分乐观。

福姆工程公司所在的行业竞争非常激烈。在南加利福尼亚，有大约 2500 个印刷商 而在全国 有超过 35,000 个的印刷商。在这种情况下，找到一个能与福姆工程公司可比的公司非常容易，尽管这些可比的公司大部分并没有发行公开上市的证券。

在 1989 年 7 月，福姆工程公司的总裁格瓦尼已 65 岁 他觉得现在应该将公司的股票在本地区内上市，或者通过开始实行职员股票期权计划，让职员购买本公司股票。格瓦尼先生知道，在两种情况下，都必须进行公司价值评估。因为按照有关规定，实行职员股票期权计划必须对公司进行价值评估。类似地，如果公司公开发行其股票，也必须确定这些股票的价值。

到 1989 年 7 月，福姆工程公司还是一个比较小的公司。它只有单一的生产设施 其位置在洛杉矶地区。包括管理人员在内 公司聘用了大约 150 人。在到 1989 年 6 月 30 日为止的一个财务年度内 公司销售总额为 1524 万美元 税后利润为 48,236 美元，对于福姆工程公司来说，这是一个坏年景。

同样在这个时间，即 1989 年 7 月，公司的资金来源包括银行贷款（债务）、优先股和普通股。债务的账面价值为 235 万美元，优先股的账面价值为 106 万美元，普通股的账面价值为 277 万美元。福姆工程公司的所有证券都没有公开上市交易。

在 1989 年财务年度末，格瓦尼先生和他的财务总监艾德华·博格斯托姆整理编写了完整的福姆工程公司的财务数据，包括内部预测。预测不仅包括未来销售和费用的估计数字，而且包括未来资本支出计划和相应的折旧回收情况。这些预测很多都被用于通过折现现金流量法对福姆工程公司的价值评估。

第 2 章

调整账面价值法

评估一个公司价值的最为简单直接的方法是根据公司提供的资产负债表进行估算。利用资产负债表提供的信息来评估一个公司的价值有两种方法。这两种方法都有赖于第 1 章所提出的价值定义：一个公司的价值是公司所有的投资人对于公司资产要求权价值的总和（这里的投资者要求权在本书中与证券交互使用。然而，应该说明，从法律的角度看，有些投资者的要求权，比如单个安排的贷款，并不能称为证券）。首先，投资人要求权的账面价值，包括债务、优先股和普通股可以直接相加。其次，可以通过扣除负债得出公司的净资产。

这一资产负债表方法的一个明显缺点是：会计人员在资产负债表上所报告的

资产和负债的账面价值很有可能不等于它们的市场价值。因为账面价值是基于历史成本记录的，其数额并没有考虑有关因素影响，比如通货膨胀和过时贬值，而这些因素将引起市场价值和账面价值的差异。不仅如此，还有一些有价值的资产，比如公司的组织资本，并没有在资产负债表上得到反映。如同本章后面定义的那样，组织资本代表着由于将职员、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。不经过调整的资产负债表的估值方法有一个最为明显的缺点，那就是绝大多数股票公开上市公司的普通股的每股账面价值与其市场价格都大相径庭。比如在 1990 年底，孟山都公司普通股每股账面价值为 24.93 美元，而这同时其市场价值为 48.75 美元。微软公司的例子就更为明显，在 1991 年底，其股票的市场价值超过账面价值 10 倍以上。之所以会存在这样一些明显的差异，是因为投资者在考虑一个公司股票价格的时候，综合了各种因素，包括通货膨胀、过时贬值以及组织资本等等，尽管这些因素在编制资产负债表时并不予以考虑。

尽管存在通货膨胀和过时贬值这些因素的影响，我们也不必放弃账面价值法。在有些情况下，账面价值可以通过调整，使其更为准确地反应市场价值。最为常用的调整方法是用公司资产的重置成本估计数代替账面价值，或用公司资产的变卖价值代替账面价值。随着对这些调整方法的熟悉，我们会发现这样的调整有两个主要的缺点。第一，很难判断调整后的账面价值是否较为准确地反映了市场价值。第二，调整过程通常也不考虑那些并没出现在资产负债表上的项目，比如组织资本。

基于账面价值的评估

依据没有经过调整的账面价值评估一个公司的价值，当然先要阅读公司的资产负债表。比如，表 2-1 为福姆工程公司 1986 年 6 月 30 日的资产负债表。这一资产负债表反映出福姆工程公司有三类投资者：债权持有者、普通股持有者、优先股持有者。在这个例子中，债权代表银行贷款。

表 2-1 福姆工程公司 1989 年 6 月 30 日资产负债表

现金	\$ 383,168	应付账款	\$ 510,258
应收账款和票据	2,885,742	应付佣金	78,934
存货	933,087	应付工资	101,475
应得税收减免	117,318	应付假日工资	\$ 157,838
所得税准备	80,386	职员福利计划	20,330
预提费用	6,961	应付票据	581,146
存款	43,244	其他应付款	35,496
递延所得税	47,136		
流动资产	\$ 4,497,042	流动负债	\$ 1,485,477
		期限超过一年的欠款	\$ 1,768,929
承租者设备改进	\$ 169,015	递延所得税	227,682
机器设备	6,166,997	总计	\$ 1,996,611
办公设备	141,868		
汽车	162,683	总负债	\$ 3,482,088
计算机设备	201,807		
		优先股票	\$ 1,055,580
总计	\$ 6,842,370	普通股票 / 投资	58,000
		保留盈余	2,714,243
累积折旧	4,029,501		
净资产和设备	<u>\$ 2,812,869</u>	股东权益总计	\$ 3,827,823
总资产	<u>\$ 7,309,911</u>	负债和股东权益总计	\$ 7,309,911

根据资产负债表，可以通过加总投资者要求权的价值，直接计算出公司的价值，或者间接地通过加总净资产，再扣除流动负债（而不是欠投资人的负债）和递延税收来计算。这两种方法，即投资人要求权法和资产 - 负债法，列示在表 2-2 中。投资者要求权包括福姆工程公司短期借款、长期借款、优先股和普通股。^① 将这些项目加总，得到一个估计价值为 6,177,898 美元。请记住这仅仅代表价值评估中要包括的投资人的要求权。商业信用和职员要求权，比如应付账款、拖欠工资以及未付佣金，反映了运营过程中应付未付的成本，并不是对公司的投资。

递延所得税也不应该包括在估算的价值之内，因为它也不是投资者的要求权。之所以会发生递延税收，是因为国内收入局允许企

① 在有些情况下，租赁也可以资本化，作为债务计算。这样做将增加公司的总账面价值，但不增加股票的账面价值。