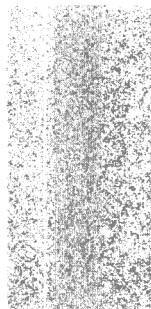


第一篇



评估原理

第一章

价值与评估：基本概念

价值的概念并不像许多人认为的那样简单明了。任何资产的价值都取决于以下几个因素：评估的委托人；被计量价值的类型；价值评估的基准日以及评估的目的。本章介绍有关价值与评估的主要概念和定义，这些概念和定义对于理解第二章中阐述的各种评估方法将是很重要的。

1.1 价值的本质

在因银行合并与收购而进行评估的背景下，价值就意味着经济价值。这种价值是为交换一项资产，或交换因使用该资产而带来的未来收益的权利，所支付的美元数量。因此，经济价值就是一项资产的货币价值。^①

价值不是一个静态的、性质不变的概念。任何资产的价值都依赖于许多随着时间的变化而变化的因素，如：

- 总体经济环境

本书中“价值”与“经济价值”同义，资产（asset）与财产（property）也互相通用。

- 资产的潜在用途
- 估价的基准日
- 资产的地理位置
- 相对稀缺性和替代物的价值
- 所有权状况
- 资产在市场中的流动性
- 资产的物理状况

价值的概念不同于价格或成本。价格是为取得一项资产所花费的实际货币量。成本则专指为创造一项资产所需要的生产要素（土地、劳动力、资本和管理等）的货币价值。像“他的房子买贵了”这样的说法，就表明某人为该资产所支付的价格与其他人评价该房子的价值之间有一个差额。价值与成本之间也有类似的区别。例如，在某个社区内开一家购物中心，如果在其开业后，该社区却失掉了最大的买者群体，它的创建成本就不能反映其价值。在这种情况下，成本就会大大超过价值。

价值、价格和成本是不同的概念，而且其货币表示量也很少相等。本章和其他各章将着重于价值的讨论。而在说到价格与成本时，其含义就截然不同了。

1.2 价值的十个概念

中国有一句格言说“名定而实辩”，这种说法对评估来说有着直接的适用性，因为在评估中，不同的价值概念有着极其不同的定义、用途和解释。当银行家和其他专业人士听说价值的含义要比“物之所值”复杂得多时，他们常常感到很惊讶。就像上节所讨论的那样，价值的高低依赖于评估者的判断、评估目的、评估基准日以及许多其他因素。换句话说，并不存在惟一正确的价值。因此，要确定

一家银行在兼并或收购中的价值，重要的问题在于首先把各种价值的定义搞清楚。

1.2.1 公允价值

给价值下定义的最普通的方法是公允价值法 (fairmarket value method)，该价值又称为市场价值或现金价值。公允价值一般认可的定义是：

在买卖双方对全部相关因素都拥有合理知识，没有人被迫购买或被迫出卖，因此对双方都是公平的条件下，欲买者和欲卖者愿意交换一项财产（或任何其他资产）的现金额或其等价物。

这个价值定义可以应用于联邦及各州的征税事务以及许多其他评估场合。

定义中描述的欲买者和欲卖者并不是“特殊的”买者或卖者，记住这一点很重要。他们只是一宗正常交易中假定的当事者。因此，对假定的欲买者和欲卖者来说，如果为一项资产所支付的价格反映的只是非典型因素，那么这个价格所反映的就不是公允价值。例如，对房地产开发商来说，他可能对相邻的一个条形地块比别人更感兴趣，因为有了这块地，他就能更充分地进行总体开发。但在确定这块条形土地的公允价值时，就不能考虑这一特殊买主的独特情况。

什么是假定的欲买者和欲卖者？这个概念有时很难把握，因为没有人会将他（她）自己视为被假定者。理解这个概念的另外一条可选择的方法是将假定的欲买者和欲卖者看做“最可能”的买者和卖者。那么公允价值就可以被看做是“最可能的”交易价格。这个价值所反映的，应该与资产的典型的或可能的购买者的假设相一致。

公允价值要假定，被估价财产能持续保持其一般形态。换句话说，公允价值或多或少就是资产本身的价值，

而不考虑特殊购买者可能实施的改进。购买者为购买某一项特殊资产而提出报价时，往往会考虑改进该项资产所带来的潜在影响。但这种“价值创造”努力的结果不应（也不可能）反映在公允市场价值中。然而在资产交易的现实世界里，普遍的做法是当出售价格高于理论上“纯粹”的公允市场价值时，售卖者至少可以从价值创造潜力中获得一部分益处。在竞争市场中，将会有不止一个的购买者对出卖者的财产进行竞价，而且最终成交价格反映的就是公允市场价值与购买者认为能够实现的一部分价值创造机会之和。特殊购买者最终支付的价格通常属于投资价值的范畴，这是以下要描述的一个极其重要的购并价值概念。

1.2.2 投资价值

对专业人士来说，购并活动所涉及的最熟悉的价值类型就是投资价值（investment value）。对某个特殊购买者来说，这类价值往往被看做是一项资产所有权未来收益的价值。投资价值的概念往往更易于理解，因为它是某项特定资产相对于某个特定购买者的价值。

由于种种实际原因，对不同的潜在购买者来说，投资价值可能明显地不同。比如，某个特定购买者对一家企业的投资价值的估计，可能受到以下因素的影响：

- 可察觉到的协同作用和价值创造机会
- 购买者进入一个新市场的愿望
- 风险识别和（或）资产赢利能力的易变性
- 购买者的纳税状况
- 购买者的信心

所有这些因素都会影响特定购买者对企业未来盈利能力的估计，从而影响购买者对（该企业）价值的估计。

公允市场价值与投资价值互相关联，但很少相等。如果所有的潜在购买者都做出同样的假设，也面临相同的环

境状况，这两个价值就会相等。但由于情形不可能如此，因此常常会出现这种状况：某些购买者为一项资产愿意比其他入支付更高的价格。用于估计公允市场价值和投资价值的技术和方法在本质上是相同的；不同的只是假设前提。

1.2.3 使用价值与交换价值

使用价值 (value-in-use) 并不是一种价值类型，而是一个前提条件，在此前提条件下才能做出资产评估的假设。使用价值与资产的关系在于，它从某种特定用途或对特定使用者来说，是生产中所使用的，作为企业经营组成部分的一项资产的价值。目前，专业评估协会或（美国）国内税务署（IRS）尚未对使用价值做出官方的定义。然而，理解使用价值的概念是非常重要的，因为在大部分银行购并活动中，被购并资产（特别是家具、固定装置、设备以及房产等），作为银行的组成部分，其价值在很大程度上要受到具体用途的影响。当评估现有企业所使用的资产时，往往要假设这些资产还将按最有效的用途使用。

交换价值 (value-in-exchange) 在本质上与使用价值相反。与交换价值概念相联系的是，当某项财产或资产本身从现有经济实体分离对应，并被用于交换时的价值。现有企业的某项资产的交换价值一般都比它的使用价值要低。例如，单独出售一家银行分支机构的柜台，其售价就低于当它作为分支机构整体的一部分出售时的价值。

1.2.4 商誉价值

商誉 (goodwill) 是一种特殊类型的无形资产。当一个企业作为整体所具有的价值高于其有形资产与可确指无形资产的价值时，就产生了商誉。在 1960 年的一件法庭

案例中，将商誉定义为：

企业无法估计的、但能够吸引顾客的品质总和；实质上它指的是对于不论何种原因、但总能吸引顾客的一种预期。^①

从并购的角度看，商誉价值（goodwill value）的计算公式为：收购一家企业所支付的价格减去被收购资产（包括有形资产和每一项可确指无形资产）的公允价值（不包括负债）之后的差额。商誉价值的概念对于银行纳税、编写财务报告和管理等方面有着重要的用途。

.2.5 持续经营价值

在某种程度上，持续经营价值（going concern value）这个概念是不大正确的。因为它并不像公允价值或投资价值那样是一种价值标准。换句话说，如果说“某某银行的持续经营价值是 1 亿美元”，这一表述就不正确了。合适的表述应该是“从持续经营的角度看，某某银行的公允价值是 1 亿美元”。这两句话似乎只在语义学上略微不同，但是，专业术语上的细微差异却是理解什么是评估的一把钥匙。

当一个企业（如银行）作为能够存续的、中断不会受到经营威胁的经营单位被评估时，持续经营价值的概念就可以具有特别重要的作用了，然而从纳税的角度看，持续经营价值却有一些不同的内涵。国内税务署的看法是，持续经营价值是由企业的某个购买者得到的，不得（为纳税）而摊销的无形资产，该价值反映的是被收购实体人员齐备、管理到位、营销组织健全、与顾客和供应商已经建立了联系，等等。当已有的商誉难以证明或商誉根本就不

见 Boe 诉 Comr 的案例；35T.C.1038（1960 年），aff'd 287 F.2d（2nd cir.1961）。

存在时，国内税务署就会用到这个概念。若干法庭判例都承认，如果不存在商誉，就找不到具体标准来衡量这种持续经营的价值。^①不过，国内税务署已经成功地证明：尽管不存在商誉，被收购企业的某些资产也具有无形的价值，因为它们就摆在那里并且是“持续经营”的一个组成部分。然而，真正的分歧并不在于持续经营价值是否存在，而在于是否能够在纳税前摊销。当商誉难以或不可能衡量时，国内税务署也已经成功地做到这一步，即至少企业收购价格的某些部分要作为不准摊销的持续经营价值（第四章将专门论述无形资产和相关的评估问题）。

1.2.6 账面价值

账面价值 (book value) 是价值这个词最易令人误解的用法之一。它仅仅是一个会计和纳税上的概念，而不是评估或经济上的概念。对某一项特定的资产（如一项设备）来说，账面价值仅仅是该资产扣除累计折旧后的历史成本^②。对一个企业来说，账面价值是全部单项资产的账面价值扣除各单项负债的账面值以后的价值。在会计意义上，这也被称为净值或账面权益。

在评估拟并购企业时，要牢记的一个极其重要的概念，即账面价值与银行的公允价值或投资价值之间可能有关系，也可能没有任何联系。因此，把一家银行的账面价值乘以某个倍数来求出其评估值的方法是很不可靠的。我们举一个真实的例子，来说明账面价值与估算其经济价值（如公允价值）计量之间的区别。

例如，Concord Control Inc. 诉 Comr, T.C.Memo 1976-301, aff'd and sem'd, 615 F.2d, 1153 (6th Cir.1980) Northern Natural Gas 诉 U.S., 420 F.2d, 1107 (8th Cir.1973)。

账面价值可以是会计账上的价值，也可以是税收账上的价值，但基本原理相同。

表 1-1 中的数据代表了一家作为潜在收购对象而将被评估的银行的统计数据。要把全部资产与负债的账面价值调整为公允市场价值，其基础是对现有贷款、证券、房

权益评估举例—— 账面价值

表 1-1 与公允市场价值（千美元）

资 产	账面价值	公允市场价值 *
现金和存放同业款	\$ 11694	\$ 11694
投资	34396	31812
总贷款	56718	52892
（贷款损失准备金）	<u>(780)</u>	<u>(780)</u>
净贷款	55938	52112
房产和固定资产	3517	4703
所拥有的不动产	810	525
其他资产	2860	2478
无形核心存款	<u>-</u>	<u>4646</u>
总资产	<u>\$ 109188</u>	<u>\$ 107979</u>
负 债		
顾客存款	\$ 99261	\$ 98814
所购联邦基金	2125	2125
其他负债	<u>1531</u>	<u>1531</u>
总负债	<u>\$ 102917</u>	<u>\$ 102470</u>
权益	\$ 6271	\$ 5509

* 公允市场价值可以通过分别评估财务、有形资产、可确指的无形资产和各项负债得出。

产和存款进行深入分析。该银行的账面权益资本为 6271000 美元，而权益的公允市场价值为 5509000 美元；评估减值率达 12.2%，金额为 75 万美元。由此而知，利用账面价值来作出任何类型的评估值至少是一种误导。

尽管账面价值无用，但在银行的收购活动中，它是被广泛地用于评判所支付的收购价格是否适当的一种手段。

因此，重要的是记住账面价值的内在缺点及可能产生的误导信息。

1.2.7 清算价值

清算价值 (liquidation value) 本身不是一个独立的价值类型，而是价值评估的前提条件。它是在一个企业终止经营时，将资产分别出售，同时偿清负债以后所能实现的净值。就像前面描述的持续经营价值那样，说“X 资产的清算价值是 100 美元”是不正确的，正确的表述应该为“经过清算，X 资产的价值是 100 美元”。在实际中也使用清算价值，但那是简化的说法。

按照一般寻找购买者的时间长短，清算可以分为强制清算和有序清算两种。一般被接受的清算定义是：

- 强制清算：在公开市场上限时、公开出售的情况下，一项资产所带来的净值；买卖双方都了解该资产现有的或可能被使用的用途与目的，但出卖者是被强迫出售，而购买者是自愿而不是被迫购买

- 有序清算：在允许寻找购买者的一定合理时间内，在公开市场公开出售一项资产所带来的净值；买卖双方都了解该资产现有的或可能被使用的用途与目的，但出卖者是被迫出售，购买者是自愿而不是被迫购买

上面的定义中用到净值这一概念，它等于交易价格扣除与清算相关的全部手续费和管理费之后的价值。

如果是讲一家企业的价值，那么其最低价值就是它的清算价值。^①换句话说，从价值观点看，最糟糕的情形是终止企业的经营，清算其资产，偿还其负债，将余额分配给股东。

如果一家企业拥有根本无用的资产，这些资产只有清理价值 (scrap value)，则清算价值可能就不是最低的价值。但这种情况不大可能发生。

当联邦存款保险公司（FDIC）拒绝接受对破产银行的竞买报价时，就用得着清算价值的概念。在这种情况下，如果联邦存款保险公司对银行进行清算，偿还存款，并尽可能地收回贷款，这时，清算代理人就会把破产银行的价值定得高一些（或把它的损失定得低一些）。也就是说，该银行作为一家正在经营的企业，其价值要低于银行各项资产（减去负债）的价值。

1.2.8 投保价值

投保价值（insurable value）非常简单；它就是一项资产在发生损坏的情况下，由保险公司赔付给资产所有者的资产损失的那部分货币的价值。除了在收购完成后，有可能对房产与设备的保险范围进行核查之外，这种价值类型同银行并购的关系不大。

.2.9 重置价值

一项资产的重置价值（replacement value）就是为获得同等效用的一项新资产所花费的成本。估计重置成本时要考虑资产被新材料、新技术替代的可能。重置价值与复制价值（reproduction value）不同，后者是以当前价格为基础“复制”该资产所花的费用。重置价值与再生产成本主要用于评估不产生直接收益的有形资产，如家具、设备和固定装置等。

.2.10 残存价值

残存价值（salvage value）是指在一项资产对当前所有者不再有用而退出服役时，该资产出售或做其他处理时所能实现的价值。它不同于清理价值（scrap value）的概念。清理价值假定的是资产对任何人的任何目的都不再有用。

在一家银行的并购期间，如果被合并的银行有多余的设备（例如，计算机或检验设备）这时就会涉及到残存价值的问题。对购买者来说，了解设备的残存价值是很有用处的。

1.3 可以评估的财产类型

评估是与法律上的财产概念联系极其紧密的一个经济概念。评估中涉及到的财产这个词往往意味着与所有权相关联的权利与收益。财产与所有权的法律概念是很复杂的，但其中有几点内容有助于我们更好地理解银行并购的评估。

最明显的财产类型是有形资产，像建筑物、设备和家具等。这些是具有物理形态和实体的“硬”资产。有形资产的所有权受法律权利和契约的保护。银行大量的实体性有形资产均在其资产负债表的房产与固定资产其他归银行所有的不动产栏目中显示。

在银行，贷款与投资被认为是有形的金融资产。尽管贷款与投资没有真实的物理实体，但它们代表的是以规定利率、在某一特定时期、对未来收入的契约性索取权。一项贷款或投资的公允市场价值是根据收益流量的发生时间和风险计算的净现值。

财产也可以是无形的。在一个持续经营的企业里，这样的财产包括那些没有物理实体、但对企业的成功具有重要贡献的资产。无形资产的所有权收益往往用从这些资产得到的财务回报来度量。银行典型的无形资产包括：

- 基本核心存款（core deposit base）
- 贷款业务合同
- 保险箱合同
- 计算机软件专利权
- 租赁权益

- 员工队伍素质
- 对银行名称的认知度
- 商誉

这些无形资产的每一种都是能够被评估的。

可被评估的第三类资产是企业整体，即有形与无形财产的综合体。要把企业理解为一项被评估的财产，就要与以现有的有形与无形资产区别开来。这对于理解用途统一性（unity of use）这个法律概念是很有用的。

有形资产与无形资产相结合形成的任何一种发挥作用的统一体，都被认为具有统一用途。当把一家银行当作持续经营的企业进行评估时，也就是把它作为有形资产与无形资产共同起作用的统一体来进行评估。

1.4 不同价值类型之间的关系

从企业整体价值来看，可以看出前面论述的各类不同价值之间的关系。图 1-1 举例说明，一家企业不同的未来收益水平是如何影响各种价值类型的。

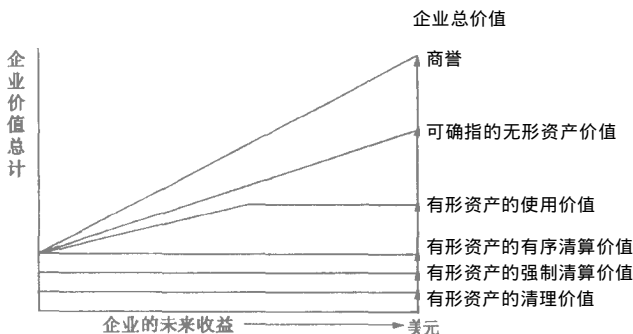


图 1-1 企业各种价值类型与企业未来收益之间的关系

一家企业最低的价值是其有形资产的清理价值，因为无论企业的收益水平如何，其清理价值都是一样的。例如，一台设备，不管其所在企业的收益如何，它在某个特定时点上的清理价值都是不变的。

次低的潜在价值是强制清算价值，但是从实际上看，这也许是企业作为一个整体所能够实现的最低价值。就像清理价值一样，无论企业收入高低，强制清算价值都是一样的。除非允许花更多的时间来寻找购买者，那样通常能得到较高的价值，否则强制清算价值在概念上与强制清算（价值）是相同的。

有形资产的使用价值总会随着企业收入的增加而提高（直到使用价值提高到资产的重置价值）。如果收入为零，使用价值与强制清算价值在理论上是等价的，但是随着企业业绩的提高，有形资产的重要性变得更为显著；那么，使用价值就会超过强制清算价值。

随着企业收入的增长，可确指无形资产的价值也趋于提高。就像有形资产一样，可确指无形资产的重要性也随着企业收入的增长而增大。

随着企业收入的增加，商誉的价值几乎总是会提高。这是由于商誉是按照企业整体价值减去有形资产和可确指无形资产价值以后的差额来计算的。因此，当企业的收入增加时，商誉的总值和企业整体价值也将增大。

最后加总的结果就是企业整体价值。它是企业有形资产与无形资产的价值之和，并且随着企业未来收入预期的增加而增长。大多数的企业评估都是度量企业的整体价值。

1.5 评估理论的原则

基本的经济原则——如供给与需求——会影响一项财

产或资产的价值。然而，有四种特定的经济原则对评估起着更为重要的影响。这些原则分述如下：

1.5.1 选择性原则

选择性原则 (principle of alternatives) 是指，在任何一项深思熟虑的所有权转让活动中，购买者与出卖者双方都对交易的达成有选择的余地。这一原则并不是说所有的备选方案都同等程度地令人满意，它仅仅意味着一个出卖者并不是被迫卖给特定的购买者，一个购买者也不是被迫从特定的出卖者那里购买。如果不是这种情况，市场机制就会被扭曲，公允市场价值也就不能成立。一般的评估都会假定选择性原则能够被满足。

1.5.2 重置原则

重置原则 (principle of replacement) 是指，一个谨慎的购买者为了一项财产或资产所支付的价格不会高于为重新建造效用相同的财产或资产所必需的成本。旧机器或设备就是这一原则最简单的例证。旧设备的功能与一台新设备相同，谨慎的购买者就不会以高于新设备的价格去购买这台旧设备。但是，把这一原则用到企业整体上却困难得多，这是因为要估计出把一家企业重建起来需要花多少成本，问题会复杂得多。评估中的成本法（将在第二章论述）就是以重置原则为基础的。

1.5.3 替代原则

替代原则 (principle of substitution) 是评估中一个极为重要的概念。它是指一项财产或资产的价值往往是由获得一个同样满意的替代物所需的成本来决定的。举一个不大现实的例子可以简要阐明这个原则。假定有两家银行，其规模、人员、收益及经营范围等完全相同。按照一般的

常识和评估的理论，可以得到这两家银行具有相等的或几乎相等价值的结论。因为它们同样合乎需要，彼此可互相替代（在这个案例中它们是完全相同的替代物）。

一个更加现实的例子是一个投资集团正考虑收购一家银行。作为谨慎的投资者，他们不仅要仔细调查这家目标银行，还会考虑人们为收购类似银行（就是同等地合乎需要的替代物）所支付的价格。替代原则是用市场法进行评估的理论基础，这种方法将在第二章论述。

1.5.4 未来收益原则

未来收益原则（principle of future benefits）是企业并购活动中特别重要的原则，它是指一项财产或资产的价值要反映出该财产或资产的所有权或控制权所带来的预期经济收益。按照这一观点，一家银行或企业的价值是从该银行或企业的所有权所产生的全部未来经济收益的净现值。从理论上说，一家银行过去的业绩与其价值并没有关系。然而从实际的观点看，过去的业绩往往是指示未来业绩的一个很好的指标，除非发生异常的外部条件，扭曲了过去的趋势。

未来收益原则的应用是很复杂的，需要对企业的未来做出大量的假设。但是未来经济收益的净现值往往是其价值的最佳指示器。^①未来收益原则是用收益法进行评估的基础，这种方法将在第二章论述。

常常会出现这种情况，即根据未来收益计算的净现值会高于或低于市场对同等需要替代物可能支付的价格。遇到这种情况就需要由评估师做出判断，来调整二者的差异，并决定哪种评估方法更合理，或许，将两种方法结合起来使用更为合适。