

第 1 章

买主与卖主

11 - 14

卖方觉得自己卖得太便宜了，买方觉得自己买得太贵了。

经纪人给你带来的最大收益是他能在适当的时候，为前景指明正确的方向。

—— 弗雷德·博德

出售公司的最坏时机是当你不得不把它卖掉的时候。

有人说最适合出售的公司有以下四个特点：

1. 它拥有大量超额的现金流量。
2. 所有者能出让全部所有权。
3. 所有者有出售的愿望。
4. 资产价值超过购买价格。

但由于没人能找到这样一家公司，我们必须向现实妥协。

现实是：公司买卖市场是一个十分活跃的市场，每年大约有 20% 的公司转手，特别是那些赚钱的公司更抢手，有关这方面的原因请参见表 1-1。

表 1-1 盈利公司在市场上的高需求状况

在 1982 年美国有 47.5 万个富翁，最近一项研究表明目前有大约 200 万个。其中最富有的是个体经营者和企业所有者。

据估计，销售额在 100 万 ~ 500 万美元的公司有 100 万家，销售额在 500 万 ~ 6000 万美元的公司有 3 万家。

在《财富》杂志评选的世界 500 强公司中，有 150 家或将近 1/3 的公司为私人公司、不公开公司或家族企业。

在 1400 万张商业纳税申报单中，290 万张来自于公司，其中只有 5 万张是属于公众持股公司的。1400 万张税单中 99% 来自于销售额小于 50 万元的小公司。

美国国内税收署 (IRS) 规定大公司的资产规模为 1000 万美元。

新建公司的破产率很高：多于 2/3 的公司开业不到一年即关闭，有多于 4/5 的公司开业不到 5 年即关闭。

最后，哈佛商学院最近的一项研究表明，工商管理硕士毕业后 18 年，40% 的人成为企业家，年平均收入达到 45 万美元。这几乎是同行业雇员，而不是企业家收入的 2 倍。

公司买卖的主要参与者当然是买方与卖方。在本章里，我们将对买卖双方进行探讨。我们要看看他们是些什么样的人，他们买或卖的动机是什么。在此书中，我们假设买卖双方为一家盈利公司进行协商，这个公司不涉及亏损或 8 章中提到的破产问题。

首先，让我们了解一下买方。

1.1 买主

买主可以有不同类型，他们操作起来各不相同。他们的购买动机和方式一般要看他们属于哪种类型的买主，是出于战略方面的考虑还是出于融资方面的考虑。当买家是外国公司时，我们还要考虑到一些特殊条件因素。此外，

我们必须对一些专业买主进行探讨。

战略型买主

战略型买主是想将业务的多样化、业务的更新及拓展列入到公司长期战略计划中去。他们对你的公司^①感兴趣是因为：

- 他们和你是同行，但占有不同的市场，因此他们要将业务拓展到你的市场区域内；
- 你的公司产品能够与他们的产品合为一起，形成一个完整的产品系列；
- 他们对你的销售体系、销售技巧或你的客户感兴趣；
- 他们对你的技术感兴趣。

换句话说，你的公司非常合适，他们了解你的业务。

一些决策人士制订了战略目标，要在 5 年内将公司的规模扩大一倍并增加盈利。要实现这些目标，他们必须通过内部的或更多地通过外部的兼并与收购来实现公司的扩张。于是，好公司便成了抢手货。一个大公司的首席执行官（CEO）曾将他的两大职责描述为：

1. 制订高层人员接任计划，培养一批年轻经理。

2. 制订公司资金及资源分配计划，公司应在哪儿投资，应该收购哪家公司。

其他管理人员则对未来市场或客户群的变化表示关注。在最近一次的兼并与收购管理人士会议上，一位女士告诉我她在企划部工作，主要工作是确定 2000~2005 年谁会成为公司的客户以及客户的需要等。

战略型买主通常有一种急迫感，因为他们迫切需要卖

^①为简单起见，本书中我喜欢将你，即读者，喻为卖主，尽管（就像前言和序中提出的那样）实际上你也许更愿意做一个买主。：

方所拥有的：产品系列、销售体系和客户群。

融资型买主

融资型买主是指出于财务方面的原因进行收购的买家。他们之所以会对你的公司感兴趣是因为购买你的公司对于他们来说是一项好的投资。它可以是一项独立投资，与其他投资无关。比如：

- 你的公司会带来持续稳定的盈利；
- 你的公司的利润增长率高于买方公司的利润增长率；
- 你的公司可以继续发展并卖个好价钱。

开始的时候，这些买家也许了解新公司，也许并不了解，但他们懂得融资。有一些人，他们的个人财富可以买下一家公司；也有一些人，他们在银行的借款能力决定了他们的购买力。有些人可以用现金交易；有些甚至把银行人员带来一起参与早期会谈；有些人没什么钱，但他们的承诺是：“没问题，你说的价就是我们要开的价。”

大多数的融资型买主并不想经营公司，通常情况下，如果被买的公司经营状况不好的话，他也不会去买。有些买主只想成为董事会主席，偶尔履行他们的职责：确定公司的发展方向，协助制订战略计划，进行财务监管或协助市场营销。他们为其同时所拥有的许多公司做着同样的事。

然而，其他一些融资型买主确实想经营公司，期待承担经营责任。现在，有很多买主都曾是管理层人员，现在想开家自己的公司。他们可能是被其他公司裁了下来，或者是已经退休，他们希望开始新的事业。他们认为拥有一家自己的公司，就会主宰自己未来的命运。据估计目前约有 30% 的融资型买主成为最终主管者。

另一方面，你也许会发现一个热门的现象：许多人都

渴望买一家公司，什么公司都好，反正有钱。这个预期买主可能马上就锁定一家或多家公司，但在最后一刻，他失去了这宗买卖，因为卖主可能不想卖了或者另一个买主插了进来。这个买主很失望，事情并非如他所愿，他的自尊心受到了伤害，于是下定决心不能再错过下一次机会。现在他才意识到找到一家真正好的公司是多么困难。因此，他急切地希望把生意搞定。

1.2 外国买主

有很多外国买主想买美国公司。他们可能是出于战略考虑，也可能出于融资考虑，或是二者兼而有之。国外买家和国内买家相比有两大优势：

1. 他们通常享受优惠汇率，所以容易出更高的价格。
2. 在很多国家，税法允许购买年度扣除掉全部商誉（简言之就是公司卖价与有形资产价值之间的差额），直到1993年，美国公司在交易时才被允许扣除商誉和其他无形资产。现在，美国公司可以分15年偿还商誉，作为扣除的费用。

专业买主

买主可分两种，一类是专业买主，一类是个人投资者。专业买主包括各公司的主管兼参与收购的人员，或是自己拥有三五个或十个公司或控股公司的个人或群体。

专业买主通晓市场情况及竞争情况。对公司的评价，他们有一套自己的方法。他们确切地知道自己需要什么，他们可以给自己想要的公司制订一套标准。

相反，大多数个人投资者以前从来没有买卖过公司。经验不足的买家们发现他们需要了解许多相关知识。

和我一样作过企业经纪人、中间人、企业兼并顾问的人经常收到一些想买公司的人的来信或电话。我们兜里并没装满一大堆待卖的好公司，但我们手头也许会有几个这样的好公司。在我们确认买方有实力、有诚意、不会违约和明白买卖之道以前，我们不会将卖方的任何信息透露出去。

1.3 收购标准

如果经纪人或中介人对买方不太了解，他们通常会向买方询问收购的标准，并以书面的形式表达出来，它应该包括以下内容：

1. 销售额。买方要求的销售额范围和最低额度是多少，如：
 - 100 万～500 万美元，或
 - 500 万～1000 万美元，或
 - 不少于 1000 万美元。
2. 预期盈利或现金流量。可以表示为：
 - 最少 50 万美元，或
 - 最少 100 万美元，或
 - 最少 200 万美元，或
 - 销售额的 10%。
3. 管理人员。买方希望如何处置卖方现有的管理人员？标准有如下几种：
 - 保留原班人马经营公司，或
 - 炒掉原老板，或
 - 留用原老板并加以培训，或
 - 留用有积极性的管理人员，辞掉工作不主动的管理人员。

4. 卖价。买主可能按通常的方式也可能特别地给出这一标准：

- 卖价要定在合理和现实的范围之内，或
- 买价的 50% 可借记在资产负债表上。

5. 地理位置。买方希望它位于，如：

- 美国的任何地方，或
- 西南部，或
- 离费城 150 英里内，或
- 俄亥俄州。

6. 付款方式。标准可能是：

- 付现金，或
- 利用卖方融资。

7. 买主喜欢或不喜欢的公司类型：

- 生产专利品的公司，或
- 具有特殊 SIC^① 标准工业分类划分的公司，或
- 在某些业务方面有优势的公司，如邮购。

8. 盈利标准。其表达方式有许多种：

- 税后净利润达 12%（相当于税前盈利 20%），
- 3~5 年后，有希望成为公开发行业股票的公司（上市公司），
- 投资收益率 (ROI) 最低为 15%，
- 销售要保持税前盈利 14%，同时要有所增长。

1.4 卖主

卖主不像买主那样容易分类。一家公司要出售，有很

标准行业分类。政府把所有企业分为 10 大类和几百个小类。各 C 类公司的国内税收署表上都有填报税单的公司前 SIC 号码。

多原因。

在这一部分里，我们将分析卖主出售公司的原因。我们还将探讨出售公司的最佳时机。

为什么卖掉公司

这里我列出了 25 个原因，每个都有可能成为公司出售的原因，每个都是我所遇到过的真实生活中的答案或情况。

1. “我太累了 我都干了 35 年了。”

2. “我答应过太太在我 65 岁时退休。”

3. “我病了。”

4. “家里没有人对我们的公司感兴趣。”或“我的孩子不适合经营这家公司。”

5. “我想把地产好好管理一下。”多数上年纪的生意人会告诉你，他们认识的某个家庭的主要人物意外去世，这个家庭不得不以极低的价格将公司卖掉。

6. “公司需要很多钱才能发展，在我这个年龄我不想因此而负债。”

7. “有很多管理问题（或散伙问题、家庭问题、少数股东的问题、员工问题）。”我认识一个商业之家有 60 个股东，年龄从 5 个月到 90 岁不等。他们的目标和利益具有不可调和性，所以他们将公司卖掉了。

8. “我还有其他机会。”

9. “我想和其他公司合并。对于我和我所有的资源来讲，我的公司发展得太快了。我在目前阶段不想解决也解决不了发展中所带来的这些问题。”

10. “两个关键人物走了。”或“我的经理过两年就退休了。”或“一个重要人物去世了。”

11. “我难以拒绝他出的价格。”

12. “我有机会做其他生意。它的规模会大一些。”或

“它对我会是一个新的挑战。”或“我的岳父希望我接管他的公司（这三种可能都是真实的）”

13. “周围的环境太危险了，到处是暴力、犯罪、破坏、火灾。工作环境太不舒服，我再也不想为这些事情头疼了。”

14. “我快失去目标了，一点竞争意识也没有。我的自信心也开始动摇了。”

15. “我的钱足够了 经济上我觉得很独立。”

16. “我想把公司卖给我们的经理人员，但他们没有足够的钱，而且没有人帮助他们出资全部买下（MBO）。我不想以分期付款的方式卖我的公司，——我想一手交钱一手交货。”

17. “公司发展得太快，需要一各新型经理将公司带到下一个高峰。”

18. “公司发生了环境问题、劳工问题和法律问题上的麻烦，我不想处理这些问题。”

19. “如果我能得到足够的‘如果，那我就卖。也就是说，如果我从卖公司中所获得收益中得到的收入足够使我能像以前一样花钱，在纳税、应付涨价和支付小费之后，那我就卖掉公司。如果卖不掉，我还得继续干下去。”

20. “我想在其他多个方面投资。我不想把钱只押在这一家公司上。”

21. “我有幸要加盟某个比较大的公司了。”

22. “我想全年都打高尔夫球。”或“我想搬到美国的其他地方去。”

23. “我想过一种新的独立生活。我想画画（或听听音乐，或出去旅行，或者是在我想找点空闲时间的时候能抽出空来）”

24. “和一家可靠的公众持股的公司做一次免税的股份交换 我觉得挺棒的。”

25. 最棒的是：“我心甘情愿卖掉我的公司。”

何时是出售公司的最佳时机？（假设是在完美的世界）

你的公司“火”的时候，你的盈利和销售收入都处在持续超增长的时候，是出售公司的最佳时机。请记住，持续的超增长是不会永远持续下去的。从一个企业的生存期来看，增长曲线处于最陡位置的时候，通常是公司的青春期或成熟期。买主寻找的是有吸引力的可盈利公司，高于平均增长的公司往往会得到高额的加价。

有时世界并不完美。你也许想（或需要）在青春期或成熟期以外的某个时候卖掉公司。为了获得一个好价钱，你要给人看你公司历年的收益记录和展现未来的良好收益，为你工作过的雇员或近亲也许会出个高价，因为他们了解企业的真实情况。但作为陌生人的买主不会为了他看不到的收益而出钱，他会到美国国内税收署，或利用财务报表及现金流量表了解你公司的情况。

在这个不公平的世界里，在紧急情况下一个企业会有必须被卖掉的时候。企业必须匆匆卖掉，不能经过适当的充分展示。一旦发生死亡、重病、竞争激烈、或企业业主彻底厌倦了等情况，企业会被以低价卖出，除非它具有非凡的盈利能力和吸引力。

第 2 章

评估与定价

25 - 26

并不是付多少钱的问题，而是应该怎样付这笔钱。

一个人不应该被更多的评估上的理论方式搞得得意忘形，他必须对现实世界所发生的一切保持清醒，并且了解交易场所的买卖价格。

——J·默里·阿米蒂奇

有些时候一个人的财富是另一个人的垃圾，有些时候一个人的垃圾却是另一个人的财富。但也有些时候一个人的财富也会是另一个人的财富。

最近，一家小型药品批发公司的老板要求我们商讨他的公司的价格问题，因为他有意卖掉他的公司。基本数字如下：

销售额：300 万美元，三年来一直保持平稳、持续；

税前收入和利润：25 万美元；

有形资产净值：75 万美元；

管理：无真正评估要素。

该老板提到他刚刚从一个买卖公司的研讨会回来，在那里他被告知他的公司可以卖到 300 万美元。当我问他为

什么会有人愿意花 300 万美元购买一个税前收入只有 25 万美元的公司时，他说研讨会的发起人向他解释，一个新的所有者是可以让他的现有销售额“火爆”的（因为当前所有者限制了公司的发展规模），而他，当前所有者，应当被补偿为组织公司发展电脑项目以及其他无形资产方面所做的努力。当我告诉他我认为他的公司的合理价格应该是 100 万美元左右时，他对我的解释不太高兴。但他接受了这一事实——至少我认为是这样。

大多数等待卖掉的企业并没有被卖掉是因为它们往往高做了自身的价格，或者是它们还未赚够可以证明它们的卖价和债务服务合理的钱。

2.1 关于评估

评估一个企业的价值有很多方法，这取决于谁在做这项评估以及为什么要做这项评估。

值钱的东西是什么？它的价值是什么？

价值取决于目的。比如：

- 企业的可感知价值是什么？
- 企业的资产价值是什么？
- 企业的绝对价值是什么？
- 企业的真实价值是什么？
- 企业的经济价值是什么？

不管你相不相信，你会发现在科勒（Kohler）的《财会人员字典》^①中对可感知价值、资产价值、绝对价值、

艾里克·科勒：《财会人员字典 第 5 版》（Englewood Cliffs, Nj: Prentice-hall, 1975）。

真实价值、经济价值并无定义。韦伯斯特 (Webster) 把价值解释为“物质价值，特别是可以用金钱或其他交换中介等表示。”

定义

评估人、保险人以及房地产策划者有各自常用的定义。让我们来看一看其中的一部分定义。

评估价值或称为折旧的重置成本 (**appraised value or depreciated reproduction costs**) 评估价值是指评估人在开放的市场上，根据有意的买方和卖方之间所达成的价格而确定的费用或价值。这种价值是一个懂行并且经验丰富的人在特定时期和不同的条件下，对所卖物品的市场价值发表的一种意见。

总的来说，就设备和机器而言，评估人给出它们在地点、操作及调试方面价值的意见。这种价值即是重置费用减去折旧。

很明显，评估人与被评估资产之间没有金钱方面的利益关系是非常重要的。

(净值) 账面价值 **book value**) 原始价值按照折旧方法减去折旧得出账面价值。账面价值通常与公平市场价值 (**Fair Market Value**) 没有关系。一般来说，要分析公平市场价值，最好的出发点就是账面价值，因为各种各样的调节都是按照账面价值进行的。几乎没有任何企业是按照账面价值卖掉的，但它是一个参考点。

有条件价值 (**conditional value**) 这种价值是当特殊情况发生时产生的。例如，假设一个公司投标一项大的合同，而这一合同可以带来额外的收入。这时，公司所有者可以向未来买主说：“我可以将公司以 **X** 美元卖给你，但如果我们得到那份合同的话，你们就得额外付款。”

期望值 (**expected value**) 在某一行为或事件发生的

条件下，对全部条件价值的一个加权平均值。每一个条件价值的权数根据其概率确定。

公平市场价值 (**fair market value**) (国内税务署的定义) 即买卖双方在完全自愿，没有任何强迫的条件下，买卖某一财产所出的价格，此时双方对所有相关事实都有合理的了解。

持续经营价值 (**going - concern value**) 所有者在企业中的权益。科勒的《财会人员字典》中非常技术化的解释是这样的：持续经营价值与公司在可能的处理或合并时的市场价值或者公司法人实体价值不同。这一价值通常是无法衡量的，主观决定的价值，是出于对未来公司的获利能力、产品需求、竞争能力、目前和将来可能的政府管理限制、讨价还价的让步等等的综合考虑而产生的^①。

和价值相关的保险条款 (**insurance terms relating to values**) 总体来说，当你为了投保而进行房地产评估时，这一评估不包括土地、地基或是特殊的地下装置。因此，这些价值需要重新加入到评估中去以便得到财产的总价值。你必须明确什么被排除在外了。你的保险公司会给你一个排除清单。

无形资产 (**intangible asset**) 潜在资产价值减去有形净资产价值。无形资产是由专利、商标、保密工序、订单、版权、垄断或商誉引发的。有可测量年限的无形资产 (比如，一项专利的剩余年限) 是可以折旧的。

保险评估用来确立一公司的价值或是售后的资产分配。

以下是保险评估人常用的重要术语：

实际现金价值 (**actual cash value**) 这一术语在保单中常用到，但却几乎从未被解释过。在许多国家里，法庭

有不同的解释。最好查查保单中是否含有重置费用和替代费用的附加条款。和你的代理人核对一下，你的保险公司会怎样处理？

重置成本 (cost of reproduction new) 重置新的完全同类产品的金额。

清算价值 (liquidation value) 在特定时间期限内，某一事物在被迫出售的情况下所能带来的价值。一般情况下，这一价值是公司倒闭后，你所能期望的价值。一次，一个公司想把一个价值 600 万美元的子公司送给任何一个有能力接管并继续运作它的人。但好像他们的工会契约要求，如果公司关闭必须支付解雇金和全额养老基金，这些就超过了 900 万美元（很凑巧，没有接受的人）。

市场价值 (market value) 最近的票面价值或牌价。

原始成本 (original cost) 票面价格或购买价格；包括也可能不包括税金、运费和劳务费。

替代成本 (replacement costs) 用新的、现代化的等值生产能力或设施来替换现有财产所需成本。其中包括现代的原材料、现代的设计理念以及现代的科技。它可能多于重置成本，也可能少于，也完全有可能和重置成本一样。

有效的可保险的价值 (sound insurable value) 有效价值减去排除项。

有效价值 (sound value) 再生产费用减去折旧费用。

主观价值 (subjective value) 建立在个人情感原因上的价值，不考虑本身的价值及其他。

计税基数 (tax basis) 以联邦税为目的，是用资本费减去国内税务署允许的折旧。它和账面价值可能一样，也可能不一样。

这种评估很明显取决于它的目的。比如，如果你想给你的机器设备提供资金，银行很可能对你的清算价值很感兴趣。如果是为了上保险，保险公司想知道的是你的实际现金价值、替代价值、生产价值或者有效价值。如果是为公司记录和纳税，你应该了解账面价值、计税基数和折旧的重置费用。

总的来讲，当买卖企业时，你应该关心公平市场价值。但是企业在买卖过程中十有八九并不是按照公平市场价值进行的。当美国评估师协会的一员给你一份评估报告时，他或她一定会告诉你这只是一种观点，一种理论上的价值。

评估方法

我的一个律师朋友的第一份工作是在华尔街的一家律师事务所。她的首批任务之一就是和一组成员一起评估一段铁路。她去一个伙伴处询问如何评估铁路。被询问人的第一个问题就是，“评估的目的是什么？评估价值取决于评估目的。”

大多数职业评估人使用下面四种方法中的一种或几种：

1. 以资产价值为基础的方法，这里的资产由账面价值调整为公平市场价值。
2. 以收益为基础的方法，评估人或许会给出包括可预计的未来收益贴现，资本收益，以及市盈率的例子和计划。
3. 以公开的股市比较为基础的方法，使用市盈率或分红率，或从最近的公司合并中获得信息。
4. 以现金流量贴现或现值为基础的方法，运用现金流量、最终价值和贴现率。

此外，还有各种各样的如第 3 章我们所讨论的经验法

则和程式方法。但值得注意的是，大多数专业买者在决定价格时并不依赖某一程式评估。主要决定因素是利润以及获利的连续性。

2.2 定价

怎样描述卖掉一个企业的价格，即便是在科勒的字典里也找不到。它就是协议购买价格。

协议购买价格

协议购买价格（the negotiated purchase price）是交易发生的资金数量、条款和条件，数额经买卖双方最终同意，它包括这样一些问题：

现在需要支付多少钱？

以后需要支付多少钱？

怎样支付？

利息是实际的还是估算的？

谁负责各项开销？

在什么条件下？

不要把公平市场价格与协议购买价格混淆。有时它们可能会一样，但并不总是这样。

公平市场价格是理论上的，它是一种观点。取决于买方和卖方是否有充分、完全的信息？买方和卖方是否以同样的方式看待公司？协议购买价格是经过精明的计算和激烈的讨价还价达成的交易。