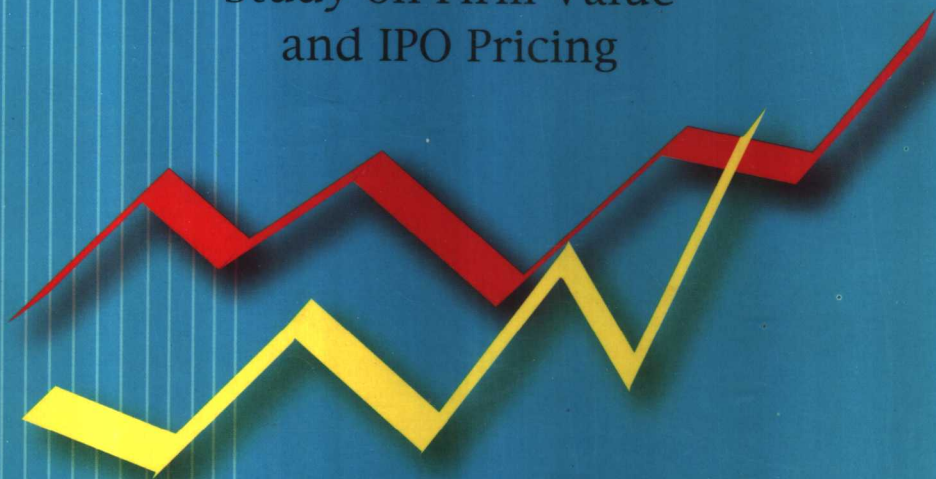


# 公司价值与 股票定价研究

孙国茂 著


Study on Firm Value  
and IPO Pricing



上海三联书店

# 公司价值与 股票定价研究

孙国茂 著

 上海三联书店

图书在版编目(CIP)数据

公司价值与股票定价研究 / 孙国茂 著.

—上海: 上海三联书店, 2003.8

ISBN 7-5426-1835-0

I.公… II.孙… III.公司—价值—评估 IV.F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 068076 号

## 公司价值与股票定价研究

---

著 者/ 孙国茂

责任编辑/ 姚望星

装帧设计/ 范峤青

责任制作/ 沈 鹰

责任校对/ 张大伟

出版发行/ 上海三联书店

(200235) 中国上海市钦州南路 81 号

<http://www.sanlianc.com>

E-mail/sanlianc @ online.sh.cn

印 刷/ 上海师范大学印刷厂

版 次/ 2003 年 9 月第 1 版

印 次/ 2003 年 9 月第 1 次印刷

开 本/ 890×1240 1/32

字 数/ 200 千字

印 张/ 8.25

印 数/ 1—3100

---

ISBN7-5426-1835-0

F·394 定价 25.00 元



2001年10月摄于不列颠哥伦比亚大学  
The University of British Columbia, UBC

**孙国茂** 中央财经大学经济学博士、加拿大不列颠哥伦比亚大学金融系高级访问学者。著有《企业资产重组导论》(企业管理出版社)、《宏观经济与资本市场》(山东人民出版社)。在《管理世界》、《经济学动态》、《宏观经济研究》、《中央财经大学学报》以及《金融时报》、《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》等报刊发表论文多篇。

# 序

---

20 世纪的 50 年代后期，以马尔克维茨、托宾的投资组合选择理论以及莫迪利亚尼、米勒对资本结构、公司价值的研究为分水岭，现代金融学开始逐渐发展。投资组合选择理论首次将数量分析工具引入金融学研究，而 MM 定理首次将无套利分析方法引入金融学，引发了金融学方法论上的革命，其后资本资产定价理论、套利定价理论、期权定价等理论相继提出，金融学不断发展。随着多名学者因上述工作成果先后获得诺贝尔经济学奖，金融学最终确立了其独立的学科地位。

尽管现代金融学保持着其相对独立性，但作为微观经济学的一个分支，毫无疑问，金融学的理论基础

仍是微观经济学。现代金融理论的几大理论体系如效用理论、状态偏好理论、资本资产定价理论、期权定价理论和 MM 定理等的提出无不是从微观经济的基本理论发展而来。这些理论的共同主题就是要回答个人和整体如何在一个以风险性资产估价为基础的价格体系中配置稀缺性资源的问题，而稀缺性、效用、风险、不确定性等则是微观经济学尤其是现代微观经济学的基本命题。因此金融学和微观经济学密切相连，金融学的研究成果不断充实了微观经济学理论，不断发展的微观经济学理论又推动了金融学理论的完善和发展。

公司财务理论是现代金融学的主要内容之一，金融学在西方国家大多作为商学院下设的核心学科，公司财务学又是金融学的核心课程。西方的公司财务理论和金融理论并没有严格界定，有效市场理论、组合理论、期权定价理论、资本资产定价理论、代理理论、不对称信息等理论既是公司财务理论的基础，同时也是金融理论的基础，金融学和公司财务学的概念在许

多时候都是一致的，原因在于两者的研究对象相互交融，都重视对公司的价值及公司所处市场的研究。

相比西方而言，长期以来，中国对公司财务的研究和实践并没有受到充分重视，这与中国的经济制度、企业制度欠完善和股票市场起步晚等背景不无关系。这种特殊的现实也反映在中国教育对公司财务学科的设置安排上，其金融学中大多未设公司财务学，公司财务学往往被当做会计类学科课程设置，研究对象更多偏重于财务分析、财务控制等方面，现代公司财务理论很少涉及。

当前，中国已经加入 WTO，在经济全球化发展大趋势下，中国股票市场国际化、规范化发展趋势不可逆转。国企改革、现代企业制度的建立势在必行。目前，我们已经看到了一些可喜的进展，比如随着 QFII 制度的产生和外国资本的进入，中国股票市场的投资理念正在由投机型盲目投资向价值型理性投资方向转变，股票价格也正向公司真实价值方向回归。理论和实践的发展总是相互促进的，中国的改革实践

促成了对中国公司价值及其估价理论的研究成为可能；而随着越来越多的学者对公司财务理论的研究，将西方先进理论和思想引入中国经济实践当中，必将进一步推动中国的经济发展和改革事业的深入发展。

强烈的责任心和使命感，使得本书作者孙国茂同志致力于公司财务理论研究，并有了《公司价值与股票定价研究》这本著作的问世。孙国茂同志有着深厚的理论素养和丰富的股票市场实践经验，在中国股票市场中有着十几年的工作经历，但他对学问仍然孜孜以求，在中央财经大学攻读博士学位期间，又不远万里负笈北美，成为加拿大不列颠哥伦比亚大学的高级访问学者。本书以其博士论文为基础修改而成，逻辑缜密，结构严谨，是研究中国公司财务理论与实践的一部力作。

本书的重要特色之一是视角独特，理论性强。以公司财务理论的核心内容——公司价值和股票估价为主线，系统总结分析了西方公司财务理论。

公司财务的研究对象是为实现公司价值最大化目



标，从而如何对公司的投资、融资和（股利）分配作出相应的决策。正是基于对公司价值最大化的强调，使得公司财务作为一门独立学科，保持了其自身的一致性和连贯性，并发展出许多有效的模型和技术。这些模型和技术都与如何实现投资、融资和股利的最优化决策有关。尽管公司的目标就是价值最大化，但是，由于公司除了股东还包括其他相关利益者如债权人、优先股股东等参与公司新创造价值分配，因此还存在股东价值最大化问题。对上市公司而言，股东价值最大化就转变为股票价格最大化。由于股东或公司的价值很难衡量，使得人们很难建立评价公司价值的明确标准，所以一个明确、清晰的价值衡量体系的建立至关重要，由此估价理论在公司财务理论中的重要性也就显而易见了。而股票价格又是所有衡量指标中最明确、清晰的观察指标，因此股票价格定价问题就成为研究重点。本书正是遵循这一逻辑主线，层层剖析、环环相扣，系统全面地阐述了现代公司财务理论的核心内容。

本书的重要特色之二是观点新颖，实践性强。在分析比较各种价值估价方法的基础上，提出以贴现现金流估价法研究中国股票定价问题，相关结论和建议对中国股票发行实践有着指导意义。

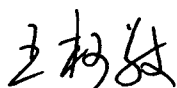
估值理论的发展带来了公司财务理论的一场革命，并从根本上扬弃了传统股票价格定价模式。对于如何评价股票价值，乃至公司价值，存在两种不同的观点。传统股票定价模型认为股票价格由其盈利能力决定，可以称之为“会计模型”；与此相对应的“经济模型”则认为公司股票价格是公司未来期望的税后现金流量贴现现值。根据这种观点，只有能够反映真实现金获利能力，会计收益才可能成为合理的公司业绩评价指标。中国股票定价模型已经经历了从行政定价到市场化定价的改革。但是，现阶段的市场化定价仍然存在诸多问题，比如普遍被承销商采用的市盈率定价法，由于股票市场的结构性缺陷和“可比较公司”不易得到等原因，而难以

进行准确估价。本书在比较了贴现现金流估价法、相关估价法和期权估价法三种西方常用估价方法的优劣后，引进了于中国证券市场较为适用的贴现现金流估价法分析中国的股票发行定价问题。在大量的实证分析基础上，得出了中国市场化定价改革对于改进发行定价的效果甚微的观点，提出了中国股票发行定价方法应当以贴现现金流估价法为基础，应重视公司创造现金流量能力等比较系统的对中国证券市场有重大实践意义的研究结论。

作为孙国茂同志的博士研究生导师，研读这本专著，不免欣喜。书中一些新的研究成果和思想，我也是第一次接触，读后深感获益匪浅。当然，书中也存在一些遗憾，比如对中国股票发行定价应采用的模型和方法的论述上显得不够全面等。不过，在中国的公司财务研究尚属起步阶段的情况下，本书的意义更多地体现在一种新的研究理念和价值思想对中国股票发行定价模式可能带来的变化上。同时，我也希望本书能引发更多的研究人员对公司财务理论和公司价值做

更深入的研究。有鉴于此，特为本书作序，愿与读者共享。

中央财经大学校长、博士生导师

A handwritten signature in black ink, appearing to read '王永' (Wang Yong), written in a cursive style.

2003年3月于北京太月园

# Abstract

---

**S**ince the early stage of the last century, with the development of corporate finance theory, nearly 10 economists, including Robert C. Merton, Myron Scholes, William F. Sharpe, Merton Miller, Franco Modigliani and etc., have won the Nobel Prize in Economics due to the successful research in corporate finance field and the system constitution of the relevant theory.

Though it is not a long time since the corporate finance theory was proposed, the theory itself has been influential in the economy life. Firm value (shareholder wealth) maximization has been the main target of modern corporate management. Meanwhile, the theory of firm value is closely linked with the development of western financial experiences and stock market. It has been widely used in the most aspects of

financial fields, and also has helped people make firm value valuation and stock pricing strategy. At the moment, we could use some methods to do that, such as discounted cash flow method, relative valuation method, option valuation method, risk-return analysis method and so on. The core content of the corporate finance theory is the firm value and valuation theory, and we could get three basic methods to evaluate firm value: discounted cash flow, relative valuation and option valuation method. What's more, we discuss the following topics: the efficiency of capital market, the influence of capital structure on the firm value, the relationship between stock's risk and return, and the influence of dividend policy on the firm value.

**T**hrough the study of our stock market and corporate finance theory development, we could find that maximizing the firm value (shareholder wealth) is not the main target of corporate

management. On the contrary, our corporate leaders usually would pursue the short-term returns, though finally they would get a quite poor result. While most listed companies did financing through capital market, or carried on M&A business, they would seldom improve the capital structure, or maximize the firm value as their target. Even in the theoretical study, people have ever regarded output maximization as their main targets of corporate finance management. The partial understanding of firm value finally has led to improper firm value valuation and distorted stock pricing. In fact, how to price stocks correctly has been an important task for us.

The following will introduce the main contents of this study:

The first part introduces the development of corporate finance theory in the western countries. With the analysis of the present problems of China's stock

market, the first part lays emphasis on the importance of valuation theory. Also, it sketches out this study's target, methods, and the main features.

The second part is divided into two chapters. The first chapter, the corporate finance theory development, introduces the relationship between the corporate finance and economics. Thereafter, it discusses the development process, the achievement and the shortage of our finance theory since the founding of PRC. The second chapter, the main content of corporate finance theory, describes the capital structure theory, efficient market hypothesis and the risk-return theory. Also, it clarifies the importance as well as relationship between them and the valuation methods. The third chapter, the content and method of the valuation theory, mainly explains the basic concepts and methods of the valuation theory. In this chapter, the first section introduces the methods of valuation and its importance for the research and practice.



The second section analyzes the three basic valuation methods, which are discounted cash flow, relative valuation and option valuation method. Based on the analysis of these three methods, this section begins to bring forward stock pricing method adaptable to China's stock market.

The third part is also divided into two chapters, which do detailed analysis of discounted cash flow method and relative valuation method respectively. In the fourth chapter, discounted dividend model, free cash flow of equity model and free cash flow of firm model are all introduced, and all of them belong to discounted cash flow method. In the fifth chapter, the relative valuation method, three methods are fully interpreted, which are P/E ratio valuation method, P/B ratio method and Tobin's Q ratio valuation method. The difference between the above two methods, which are introduced respectively in two chapters, is that in the relative valuation method, it