

公司价值评估 与证券投资分析

傅依 张平 著

Business Valuation
and

Security Analysis

中国经济出版社

公司价值评估 与证券投资分析

傅依 张平 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

公司价值评估与证券投资分析/傅依, 张平著. —北京:
中国财政经济出版社, 2001.7

ISBN 7-5005-5222-X

I. 会… II. ①傅… ②张… III. ①公司-资产评估
②证券投资-研究 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2001) 第 046211 号

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.com>

E-mail: cfeph@dre.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

清华大学印刷厂印刷 各地新华书店经销

850 × 1168 毫米 32 开 8.75 印张 205 000 字

2001 年 7 月第 1 版 2001 年 7 月北京第 1 次印刷

印数: 1—4 500 定价: 35.00 元

ISBN 7-5005-5222-X/F·4642

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

不要让市场崩溃



才唤醒我们的理性

前言

截止到 2000 年底，上市公司已经达到 1086 家，总市值超过 4.8 万亿元，相当于 2000 年全国 GDP 的一半，投资者开户数达到 5800 万。经过十多年的发展，我国的证券市场已经成为国民经济和社会生活的重要组成部分。我国的证券市场仍在以超常的速度快速发展。

证券市场在快速发展的同时，其存在的问题也十分突出。问题最综合的反映是证券市场投机性强，市场波动大，投资风险大。一方面在二级市场上，投资者的投资理念是以短线投资为主，追求短期效应，较少关注公司的长期绩效，投机盛行。大量的资金追捧“绩劣股”、资产重组概念，净资产为负的股票仍然交易活跃，而且股价高于盈利稳定的大盘股。投机盛行使得二级市场交

易成本极高，2000年市场换手率居全球市场前列，投资者仅印花税和手续费支出就大于上市公司盈利总和；另一方面是不少上市公司利用关联资产重组、债务重组等手段粉饰公司财务报表，掩人耳目，以达到投机“圈钱”的目的。但由于上市公司不关注自身的盈利能力，不注重改善自身的经营和管理，使得留存资金和募集资金使用效率低下，证券市场的资金资源被严重浪费。

中国需要一个什么样的证券市场？中国需要一个能使有限资源获得有效配置的证券市场。

中国证券市场的监管者应该把中国证券市场引向何方？监管者应该把中国证券市场引向使理性投资者能获得预期的投资回报，有盈利能力的上市公司能获得发展空间的方向。

中国证券市场需要什么样的参与者？显然，中国证券市场需要理性的投资者，需要有盈利能力和潜在盈利能力的发行人和有国际执业水准的中介服务机构。

高度投机性不仅导致证券市场的价格机制扭曲、投资理念扭曲、资源配置功能扭曲，最终还将危及国家经济的发展和社会的稳定、繁荣。所以，建立理性的证券市场，提倡价值投资而非投机行为，对证券市场健康地发展具有十分重要的现实意义。

本书从公司的内在价值入手，通过对证券市场理性要素的分析，阐述了价值投资理念对理性证券市场发展的重要性和必要性，从而引导大家携手走上光辉的理性的坦途。

我们试图告诉人们：

在理性的证券市场中，投资者成功地进行证券投资和

金融资产管理的关键是要理解什么是价值和价值的源泉所在。

始终理性的股票价格，无论是当前的还是未来的，产生于理性的持股人。监管部门和上市公司的所有政策和交流都应能吸引看重公司业绩增长的长线持股人，并过滤掉可能存在的专注于市场表现的短线客。

我们强调理论的重要性并不因为理论本身重要，而在于它在实践中的价值，以及对于我们实践活动的指导性。理性证券市场的建设需要各方的努力，包括有关主管部门、上市公司、中介机构和投资者的共同努力。

作者

2001年6月

目录

第一部分 公司价值的 理论概论

- 第一章 公司价值的概念…… (3)
- 第二章 公司价值评估的方法
…………… (20)
- 第三章 公司价值评估的重要
性和挑战性…………… (36)
- 第四章 证券市场评估存在的
问题和价值评估发展
的重要性…………… (56)

第二部分 公司价值评估 ——现金流量折 现法的原理

- 第五章 重要概念…………… (101)
- 第六章 经营战略分析…………… (120)

第七章	会计分析·····	(130)
第八章	财务分析·····	(166)
第九章	前景预测和净现值的 计算·····	(175)

第三部分 公司价值评估在 证券市场的应用

第十章	证券投资分析的理论 和方法·····	(193)
第十一章	在证券投资分析中 的应用·····	(224)
第十二章	在兼并和收购中的 应用·····	(242)
主要参考文献·····		(265)

第一部分

公司价值的理论概论

第 1 章

公司价值的概念

- ◆ 1.1 账面价值
- ◆ 1.2 市场价值
- ◆ 1.3 公允市场价值
- ◆ 1.4 内在价值
- ◆ 1.5 清算价值

每一种资产，无论是金融资产，如股票、债券，还是实物资产，如土地、机器设备，都是有价值的。一个好的投资应是投资者为购买资产所支付的价格等于资产的价值，但这一观点仅仅从逻辑上是可行的。正如乔治·伯纳德·肖（George Bernard Shaw）指出的，“经济学家知道任何东西的价格，但对其价值一无所知。”相对于市场价格的客观性来说，价值是人们对一物所值的主观评价。一物之所值可能高于其售价，也可能低于其售价。市场上交易的最终决策都表现为价格问题。交易各方通常要对价值进行非常详细的研究，来判断市场价格的合理性，以使交易决策理性化。

由于会计师、经济学家、投资者和证券从业人员使用不同的标准评价企业价值，所以他们对公司价值的概念和定义是不同的。会计师强调企业的账面价值，经济学家强调企业的公允市场价值，而投资者和证券从业人员则强调企业的市场价值和内在价值。那么企业的账面价值、市场价值、公允市场价值和内在价值的相同之处和区别点是什么？

为什么不同的专业人员其所强调的公司价值概念是不同的？什么是企业的真实价值？

1.1

账面价值

根据公司资产负债表，人们很容易获得公司的账面价值。公司账面价值的假设是：一个企业的价值是公司所有投资人，包括债权人和股东对于企业资产要求权的价值总和。2000年12月31日某公司的资产负债表中显示股东权益是2000万元人民币，这就是该公司股东权益的账面价值。加上负债1000万元人民币，那么企业的账面价值是3000万元人民币。

企业的账面价值是一个以历史成本为基础进行计量的会计概念。财务报表是以交易为基础，资产计价是建立在历史成本的方法上。资产是以购买时的价格或生产成本减去折旧，即净历史成本计价。会计上这样处理资产价值的理由是客观性原则和谨慎性原则，这也是企业账面价值的优点，即客观性和谨慎性。

客观性原则是会计的最重要原则之一。如果一项会计计量合理地独立于会计人员的判断，它就被认为是客观的。在会计上，关于客观性有许多可称道之处，因为它减少了得出数据和检查数据的时间。而且，对财务报表的使用者来说，可以更加放心，因为财务报表中的数据不是武断得出的。一项资产的原始购买价格要比它的现行销售价格、重置成本或者它预期产生的未来收益的价值都要客观

得多。当然，对历史成本会计来说，折旧方法是主观的。

谨慎性原则意味着会计师在对资产计价和衡量利润时要非常谨慎。也就是说，在对资产估价时总是取最低的合理估计值，总是预计损失而从不预计利润。谨慎性在几乎所有国家的会计实务中都是非常重要的一个概念，是会计师必须遵守的基本原则。

但是，正是企业账面价值的客观性和谨慎性导致了企业账面价值的不相关性和不正确性。首先，由于财务报告中的资产是以历史成本计价，并没有考虑一些重要因素影响，如通货膨胀和过时贬值，所以资产的账面价值与现行的市场价格有差异。某公司在1980年以100万元人民币价格买入某套生产设备，这笔交易在当时是客观的，会计师将这个价值计入资产负债表中。这套设备的账面价值对于了解其2000年时的实际价值可能是毫不相关的。折旧是会计师所确认的唯一价值变化，但折旧的计量并不确切。实际上，1980年购买的这套设备，或许由于在技术上已完全过时，在今天已完全丧失了价值；或者由于通货膨胀，它现在的价值已是1980年购买价的好几倍。

其次，从投资的角度来说，企业资产负债表上的最大缺点是不从公司资产可能产生的未来收益来考虑资产的价值。资产负债表上并不包括企业全部有价值的资产或可能的负债项目，也不考虑权益资本成本。

资产通常是指企业拥有和控制的、能在将来带来经济利益的资源。然而实际上，就一些公司而言，企业最重要的资产根本不出现在资产负债表上。很多公司的价值在于公司将来的盈利能力，而这种能力是基于顾客的忠诚、品

牌的名称、训练有素的员工、娴熟的管理等方面。但是，会计师认为确定性比正确性更重要。由于这些项目计价的不确定，会计师认为很难确定这些项目的价值是多少，企业花费了多少去创造它们。所以他们通常不将这些项目列于资产负债表上作为资产。但是这些资产确实被企业所拥有，它们也确实会给企业未来带来收益，而且企业要不断地花费一些款项以创造和维护它们。对于许多公司来说，它们最有价值的资产晚上都回家找他们的配偶去了。

相反，如果企业管理混乱，那么在企业资产负债表上未记录的可能是负债，如低劣的管理、过时的产品生产线、担保等等。比如，在中国的上市公司中，经常有上市公司为其母公司或关联公司银行贷款提供信用担保和抵押担保。这实际上是上市公司资产负债表上未出现的或有负债。

资本成本是财务管理中最重要的概念之一。权益投资者对其投资回报的要求权毫不逊色于债权人对利息的要求权。债权人贷款给企业要收取利息，而股权投资者希望从他们的投资中获得回报。但是，在财务报告的损益表里并不提及权益资本成本，只列出利息费用。会计师不把权益资本成本计入损益表中的原因有二：一是没有白纸黑字写明企业必须支付给股东多少钱，会计师拒绝确认任何这样的权益资本成本；其次是会计师宁愿错信也不愿做一个也许是不精确的估计。在这种会计思维下，从损益表中获得的会计盈利很容易给人造成“幻觉”。例如，A公司1998年的股东权益是2000万元，损益表上的税后利润是500万元。如果我们假设权益资本成本为10%，那么实际经

济盈利是： $500 - 2000 \times 10\% = 300$ （万元）。更大的误导是，如果仅仅从税后利润来评价企业的业绩，而不考虑股东的投入规模，那么所获得的结果可能是错误的。例如，A公司和B公司的税后利润都是500万元，不同的是A公司股东权益是2000万元，B公司的股东权益是2亿元。B公司的业绩与A公司的业绩应该有很大的差异。A公司的实际经济盈利是300万元，而B公司的实际经济盈利是： $500 - 20000 \times 10\% = -1500$ （万元）。

会计上的盈利和实际的经济盈利是有很大差异的，了解这一点对理解企业真实价值概念很重要。会计盈利大于零并不表示企业的业绩是不错的。只有当经济盈利大于零时，也就是企业管理层赢得高于公司的资本成本时，企业的价值在增加。否则，管理层在摧毁公司价值。所以，当扣除了权益资本成本后，你会发现，财务报表上好像盈利很多的公司表现得并不尽人意。这就是为什么在投资分析时我们要强调的是企业的盈利能力，要把利润放到企业的规模背景中加以考虑。一句名言：近似的正确比精确的错误要好。然而，目前世界上大多数国家采用的是可以称为“提供精确错误”的会计信息体系。

由于存在这些未记录的资产和负债，以及会计师的历史成本的资产估价方法，所以企业的账面价值可能与企业的真实价值相差甚远。有些企业的账面价值大大高于企业的真实价值，而有些企业的账面价值远远低于企业的真实价值。如果一个企业的真实价值远远大于其账面价值，而这个企业被卖掉时，其交易价格就会获得大大超过其资产账面价值金额。这个超额部分作为一项商誉记录在购买者的财务报表上。