



公司价值评估方法

新论

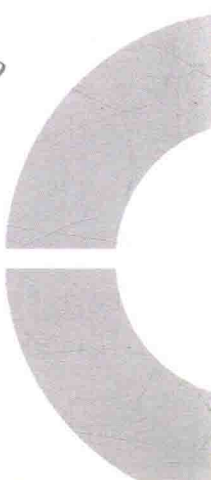
卿松 / 著

GONGSI JIAZHI PINGGU
FANGFA XINLUN

中国财经出版传媒集团



中国财政经济出版社



本专著获得集美大学出版基金资助

本专著获得集美大学财经学院学科建设基金资助

本专著获得福建省

5JDZ046) 资助



公司价值评估方法

新论

卿松 / 著

GONGSI JIAZHI PINGGU
FANGFA XINLUN

中国财经出版传媒集团

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

公司价值评估方法新论/卿松著. —北京: 中国财政经济出版社, 2016. 11

ISBN 978 - 7 - 5095 - 7020 - 3

I. ①公… II. ①卿… III. ①公司 - 资产评估 - 研究 IV. ①F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 242979 号

责任编辑: 段 钢

责任校对: 徐艳丽

封面设计: 孙俪铭

中国财政经济出版社 出版

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

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

营销中心电话: 88190406

书店电话: 64033436 84041336

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×960 毫米 16 开 14.5 印张 210 000 字

2016 年 11 月第 1 版 2016 年 11 月北京第 1 次印刷

定价: 48.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 7020 - 3/F · 5620

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744

打击盗版举报电话: 010 - 88190492, QQ: 634579818



作者简介

卿松，男，1971年12月出生，重庆市垫江人。2006年获得厦门大学统计学专业博士学位，现为集美大学财经学院会计系副教授、硕士生导师。主要研究方向：财务管理、资本市场和区域经济。曾主持和参与省部级、市厅级课题20余项，在各类公开学术期刊发表论文20余篇，主编与参编教材5部。

前 言

20 世纪以来,随着并购浪潮在全球的不断兴起,公司价值评估理论与方法得到迅速发展,并逐步形成三大基本方法,即资产基础法、收益法和市场法。这些方法虽然都各具特色,但都不同程度地在科学性、合理性、可行性和实用性方面存在一定局限。本书试图设计一种融科学性、合理性和可行性于一体,尤其注重实用性的价值评估新方法作为传统方法的备选方法,这种方法称为四象限分析法。

四象限分析法是基于特定时期,来自公司内部因素的优势与劣势和外部因素的机会与威胁所形成的 4 个象限共同来体现或影响公司综合实力。根据公司内部影响因素,设置 5 个一级指标,并将一级指标细分为若干二级指标和三级指标,构成公司内部因素价值体系;根据公司外部影响因素设置 4 个一级指标,并将一级指标细化为若干二级指标和三级指标,构成公司外部因素价值体系。各级指标都分别设置标准分值和标准值,结合公司在一定时期或时点上的内部与外部信息计算公司影响因素的实际指标值,按照各因素设定的公式计算分值,评估公司价值。为了验证四象限分析法的实用性,本书分别抽取 5 家房地产上市公司和 5 家金融上市公司作为评估样本,分别选择了 2005 年上半年整个房地产行业 and 2015 年上半年整个金融行业的上市公司作为确定标准值的参照,分别运用四象限分析法进行评估。同时从三大传

统方法中分别选择成本法、经济增加值法和市场价值法对 5 家房地产公司和 5 家金融公司进行评估，并将四象限分析法评估的结果与三大传统方法评估的结果进行对比分析，寻找四象限分析法的特征。

本书不仅希望在理论上能够作为传统评估方法的一种重要补充，更希望能给我国证券市场的各方提供实用的价值评估方法。参照评估结果，证券市场管理者以价值为依据，建立公司上市及分流激励机制，降低风险，保持证券市场投融资渠道畅通，创造有效和谐的证券市场；公司管理层为提升公司的融资级别，从四象限入手对公司价值进行挖掘，寻求提升公司价值的途径；对于广大投资者，根据评估结果，加深对公司的全面认识，根据自己的风险偏好，理性地选择不同风险级别的公司进行投资。

本书是以 2006 年我的博士论文为基础，进行不断修改而成。首先感谢我的导师厦门大学黄良文教授在我博士期间给予我极大的帮助与鼓励。同时也感谢集美大学和集美大学财经学院领导给予的支持和帮助，以及为本书撰写提供帮助的所有同事和朋友。价值评估理论与方法的研究至今已有 100 多年的历史，其中不乏著名的经济学大师。前辈们博大精深的思想与学术造诣令我惶恐不安，我所做的研究仅仅是冰山一角。在撰写过程中难免出现错漏等不足之处，敬请广大读者批评指正，并提出宝贵的意见和建议，我将在今后的研究中进一步修改、完善。

卿 松

2016 年 7 月

目 录

第一章 绪论	(1)
第一节 研究背景	(2)
第二节 国内外研究文献综述	(18)
第三节 选题目的与研究思路	(30)
第二章 公司价值评估理论与方法	(37)
第一节 公司价值理论	(38)
第二节 公司价值评估理论	(45)
第三节 公司价值评估的基本方法	(53)
第三章 四象限分析法	(65)
第一节 四象限分析法概述	(66)
第二节 四象限分析法的基本原理	(69)
第三节 公司四象限的因素分析	(82)
第四节 公司价值指标体系的构建	(107)
第五节 公司价值指标标准的设置	(118)
附表	(139)
第四章 公司价值评估	(143)
第一节 房地产类上市公司价值评估	(144)

第二节 金融类上市公司价值评估	(163)
附表	(191)
第五章 公司价值评估方法的比较分析	(199)
第一节 房地产类上市公司价值评估方法的比较分析 ...	(200)
第二节 金融类上市公司价值评估方法的比较分析	(205)
第三节 结论与展望	(211)
主要参考文献	(219)

公司价值评估
方法新论
Chapter 1

第一章 绪 论

第一节 研究背景

一、国际研究背景

20 世纪以来,随着并购浪潮在美国资本市场的不断兴起,由此而诞生出许多大型的跨国集团公司,它们无论是在公司的经营管理经验、公司未来的成长方面,还是在公司盈利能力与偿债能力等方面,都显现出超强的实力。在某种意义上也可以说,公司价值产生巨大的变化,关注公司价值成为人们追逐的焦点。

20 世纪 50 年代,金融创新在英、美等西方国家产生;进入 70 年代,金融创新得到迅速的发展,经济活动与金融活动紧密相连,在这种背景下,公司价值理论在西方发达国家得到迅速发展和广泛应用。面对经济的全球化趋势和激烈的市场竞争,“公司价值最大化”逐步成为公司经营的战略目标,公司价值也成为 21 世纪经济领域中的关键词。

在新形势下,公司价值成为投资者追逐的目标。上市公司的经营管理行为将直接影响到公司的价值变化,进而影响投资者的投资决策行为,并最终将在公司的股票价值上显现出来。科学、有效的经营管理行为必将提升公司价值,使市场上股票价格不断地攀升;落后、无效的经营管理行为必将削弱公司价值,造成市场上股票价格迅速跌落。由于公司股票价格的变化会影响到投资者的收益,而影响投资者收益的直接原因是投资者的决策行为。如何准确地做出投资决策成为投资者获取收益的关键。关注公司的经营管理行为以及其他相关要素,对公司价值进行准确及时的评估是投资者做出投资决策、进行有效理财的一个极其重要的环节。资本市场上的股价反映公司价值的优

劣，同时也是市场公众评价公司经营管理行为以及其他能力优劣的一个重要窗口，从而形成一个良性循环机制，如图 1-1 所示。

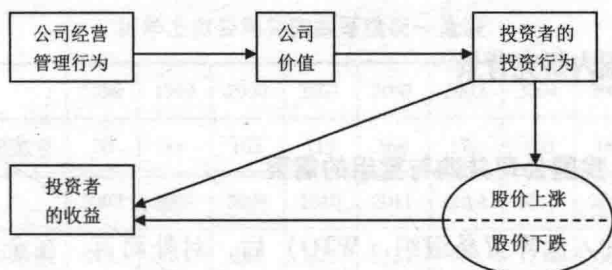


图 1-1 公司经营与市场投资的良性循环图

当然，图 1-1 这种良性的循环图需要有一个比较完善的资本市场，同时投资者要有较强的理性投资行为。随着资本市场的不断发展与完善，广大的投资者越来越清楚地认识到，想靠投机来获取收益的可能性将越来越小，而且投机所带来的风险也越来越大。投资的收益水平取决于公司在各种主要因素影响下价值的大小。公司能否盈利，以及公司是否具有成长性成为投资者和公司管理层所关注的核心问题；人们在关注公司收益的同时，也不容忽视公司的风险问题，公司是否具有偿债能力与成长能力。风险具有双面性，有时它具有极强的扩张能力，让公司价值暴涨；有时它变成一个巨大的“黑洞”，使公司巨额的财富顷刻间消失得无影无踪。公司要想追求长远发展，必须在风险与收益之间进行科学的权衡。不考虑风险因素而单纯追求收益已经毫无意义。在这种背景下，涵盖可持续发展和风险要素的公司价值评估便成为投资者和公司管理者一项十分重要的经常性工作。投资者对公司价值进行评估并据此做出投资决策行为，不断使股票市场价格达到新的均衡，也使投资者的收益不断增加；公司管理层通过对公司价值评估，了解公司真实的经济价值，做出科学的投资决策与融资决策，不断提升公司价值，增加所有者财富。20 世纪 80 年代以来，随着经济金融化的不断发展和深入，西方发达国家的许多优秀公司进

入了财务导向时期,这意味着公司价值已成为公司管理理论的核心内容。^①

二、国内研究背景

(一) 我国公司并购与重组的需要

我国加入世界贸易组织(WTO)后,对外而言,在全球经济中迅速发展的中国市场,是外资跨国直接投资的首选。外资公司进入的目的就是能在中国这个全球最大的市场上占有更多的份额。与国内公司相比,尽管外资公司在技术、资金及管理上拥有较大的优势,但其对国内市场不甚了解,又没有一个通畅的信息与营销网络。在产业成长周期日趋缩短、竞争日趋激烈的情况下,重新构建营销网络不仅费时费力,甚至还会因此错失商机,而对国内公司的并购成为解决这一问题的最佳途径。外资公司跨国直接投资通过并购的方式,可以以最快的方式得到低成本扩张,迅速在中国市场占有一席之地。外资公司并购侧重于公司的信誉品牌及营销能力而非成本,并购对象将是那些经营业绩较好,已在业内打下坚实根基,具有较高信誉及广泛销售网络、有助于外资利用这一渠道迅速占领市场。而我国这些公司大多数集中在上市公司,因此,上市公司纷纷成为并购的主角。

2001年11月发布的《关于上市公司涉及外商投资有关问题的若干意见》及《关于外资并购国有大中型企业暂行办法》,允许上市公司对外开放股权,允许外资并购上市公司,鼓励外资参与国有企业的改造重组,以及推进国有股减持。这在法规上为外资进入国内市场并参与并购重组打开了“绿灯”。

随着经济全球化与经济金融一体化,以及国内外并购浪潮的不断

^① 梁敏.上市公司价值评估及其方法研究[D].2003-07-07.

扩张,我国公司并购事件也风起云涌。从我国历年上市公司并购资料可以得到明确的体现,如表 1-1 所示。

表 1-1 历年上市公司并购数量情况一览表 单位:宗

年份	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
上市公司并购数量	70	84	103	119	168	172	160	165	171
年份	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
上市公司并购数量	201	181	294	622	1157	991	1232	1929	2669

资料来源:1998~2004 年的资料摘自“2004 年度上市公司并购报告”,
www.club.amteam.org;2005~2014 年的资料摘自清科研究中心数据,不包括关联交易;
2015 年资料摘自新华社。

1998~2010 年,我国上市公司并购市场发展迅速,上市公司并购事件也逐渐增加。到 2011 年,并购数量发生新的飞跃,并且继续向上攀升。到 2015 年,公司并购事件也飞跃到一个新的高度。

随着经济全球化的发展,并购与重组的浪潮迅速席卷我国。对于公司价值的评估已成为不可避免的问题,而且公司价值评估在我国还有它特殊的必要性。无论是国内上市公司之间的重组,还是外资对上市公司的并购,必然会对目标公司的价值重新进行评估,以此作为双方实施战略并购决策的重要标准。随着我国改革开放的深入和产权市场、资本市场的兴起,公司价值理论也逐渐引入我国,并在公司改制、公司并购、风险投资、资本市场融资、公司经营管理等方面得到尝试。

(二) 我国创建有效资本市场的关键

1990 年中国股市在沪深证券交易所的成立,标志着我国股市正式诞生,时至今日已走过 26 年的历史,在成长的道路中不断总结、不断完善。但相比欧美等西方国家已经成熟的资本市场,我国的资本

市场发展时间相对较短，还存在着许多不完善的地方。资本市场只是经济系统中的一个重要的节点，在经济系统中，还包括很多的重要节点，如市场的监管层、投资者、公司管理层等。在这个经济系统中，各个因素之间相互影响、相互制约，彼此纠结在一起，任何一方出现状况，都有可能导致资本市场失效，影响经济系统的运行。

在这个经济系统中，资本市场承担着筹资功能与投资功能。一方面，它需要吸引广大投资者进入这个市场，完成为公司筹集资金的功能；另一方面，它也需要为进入市场的广大投资者提供投资的机会，为投资者谋利的功能。要想真正发挥好资本市场这两大功能，就必须解决好其他重要因素可能出现的问题，如常见的政策市问题、投资者信心问题、新股上市问题、资本市场机制问题等，所有这些问题，如果得不到有效解决，必然严重制约资本市场的有效性，使投资者有资金，无处投资，而公司发展，需要融资，却无处融资，资本市场很难发挥其应有的功能。而价值理念是解决这些问题的关键，更是创建有效资本市场的关键。人们虽然对上市公司价值略有了解，但都只是一些肤浅的认识。为了建立有效资本市场，必须处理好与资本市场相关的诸多因素所存在的问题，其中价值理念仍然是解决这些问题的关键。

1. 价值是解决中国政策市问题的关键

回顾我国资本市场成长 20 多年的历史，每一波行情似乎都被深深地打上了政策的烙印。

(1) 1992 年，邓小平“南方谈话”中，提到“股市要大胆地试”；之后迎接党的十四大及八届人大。股市大涨，上证指数最高达到 1558 点。

(2) 1993 年，人民银行提高利率，打击通胀，紧缩银根。股市应声大跌，上证指数最低跌至 333 点。

(3) 1994 年 7 月 30 日，中国证监会宣布三项“救市”措施：①年内暂停新股发行与上市；②严格控制上市公司配股规模；③采取

措施扩大入市资金范围。这就是著名的“三大政策”。股市大涨，上证指数从325点上涨至1033点。

(4) 1996年12月15日，《人民日报》发表特约评论员文章《正确认识当前股票市场》，股市应声下跌，随后出现巨幅震荡。上证指数从1258点跌落至871点。

(5) 1997年，香港回归，上海推出百家上市公司优惠政策。股市大涨，上证指数续涨至1510点。

(6) 1999年5月19日“5·19行情”启动；为了迎接《证券法》，6月15日《人民日报》发表特约评论员文章《坚定信心 规范发展》，“5·19行情”进入高潮。股市大涨，上证指数最高涨到2245点。

(7) 2001年6月14日，国有股减持筹建社保资金办法出台，采用存量发行方式，原则上采用市场定价方式，随后牛市结束，上证指数见顶回落至1548点。

(8) 2001年10月22日，暂停国有股减持和大幅降低印花税，股指企稳反弹。上证指数反弹至1769.68点。^①

(9) 2002年6月23日，停止国有股减持，引发“6·24”井喷，股指随后见顶回落。

(10) 2004年2月2日，《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（国九条）出台，股指越过2003年高点1650点继续上行。

(11) 2004年9月13日，上证指数创出1259.43点的5年来新低，股市掀起关于估值论和接轨论的辩论。^②

(12) 2007年5月30日，财政部宣布上调印花税，从1‰提到3‰。当日，沪指开盘跳空低开近5个点，收盘下跌6.5%。短短一

① 联合证券报. 中国十年“政策市”是否该划休止符. 2002-03-29.

② <http://finance.sina.com.cn>. 经济观察报. 2005-01-22.

周内，沪指重挫近千点，从4300点一路狂跌至3400点，大部分股票连续遭遇多个跌停，众多投资者猝不及防、损失惨重，历史上称为“5·30事件”。

(13) 2015年6月26日单日，深沪两市总市值就蒸发了近4.9万亿元。6月15日至7月8日，深沪两市共蒸发市值约19.45万亿元，约为我国2014年全国财政收入的1.4倍。从2015年6月12日（行情最高点5178.19点）到2015年8月26日（最低点2850.37点），深沪两市市值便减少了近33万亿元，相当于我国2014年GDP的一半。日复一日的千股跌停的惨景触目惊心。投资者（机构与个人）损失巨大，被强制平仓者痛不欲生，对国民经济造成严重冲击。

历史的数据清晰地展现在我们面前，从1992年邓小平“南方谈话”中，提到“股市要大胆地试”，1994年的三大救市政策，1996年年底的股市剧烈震荡回落，1999年的“5·19”行情，2002年的“6·24”行情，2007年的“5·30事件”，2015年的大股灾，无不是在政策的嬗变下导致走势的改变。把握政策的脉搏，就可大体把握股市的动向，因此在对我国股市判断上政策面往往成为关注的重点。对于广大的投资者，无论是机构还是散户，尤其具有投机性的投资者，他们只要理清政策的动向，就可以抓住投资的机会，赚取高额收益。在政策市下，价值投资的理念变得虚无缥缈，实际操作也就无从谈起。

固然，政策干预在中国资本市场的发展过程中，曾经起过十分积极的作用。众所周知，中国的资本市场起源于特殊的历史背景，这个市场不像西方国家那样是随着市场经济的发展而自发产生的，而是在社会主义计划经济向市场经济逐步转变过程中建立的。因此，“政策市”是中国股市发展不可避免的产物。在中国资本市场建立和发展的历史长河中，政策成为“垫脚石”，支撑着资本市场一步一步向前推进。从某种意义上说，中国资本市场从无到有地走到今天，政策干预曾经立下大功，但政策毕竟不能永恒，只能恢复市场短暂的宁静。

股市新的不平衡重新产生，这种长期依靠政策来苦苦支撑的资本市场是难以想象的，是一种畸形的市场。让我们先来分析一下我国的上市公司与资本市场的运行，如图 1-2 所示。

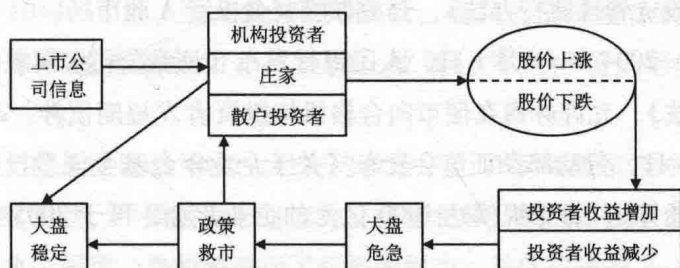


图 1-2 我国的资本市场的运行

从图 1-2 中，我们大致可以分析出我国资本市场的运行情况。我国的资本市场上的投资者主要分为机构投资者（券商和基金）与散户投资者，但在我国资本市场中还存在一个极其特殊的投资群体——庄家，它们充分利用非对称信息，与上市公司亲密合作，依靠最先获取的上市公司信息，从而在资本市场上呼风唤雨、不可一世，诸如银广夏、东方电子、思达高科、风华高科等，庄家利用内幕信息，时而狂砸股价，时而急抬股价。当投资者的收益受到威胁时，散户纷纷逃离，而机构投资者在没有任何护盘价值时，也会纷纷作鸟兽散。迅速狂泻的大盘，将还未来得及逃生的广大投资者淹没在巨大的损失中。当大盘发出危急信号时，为了挽救股市，政府将不得不提出救市政策，在救市政策的促动下，一些新的投资者似乎又见到了希望，重新入市，大盘逐渐稳定，恢复平静。但这只是一种短暂的平静，股市中新的不平衡因素开始重新积累。投资者对政策的依赖性与日俱增，当严重的危机信号再次来临时，普通的利好政策所能产生的效应微乎其微。我们不妨来看看以下两次股灾的救市。

第一次是从 2004 年 9 月至 2005 年 6 月，管理层出了如下一系列的救市政策：