

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，财务报表上好象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。

1.2 市场价值

当一个公司的股票上市交易时，很容易计算出该企业的市场价值。用发行在外的普通股股数乘以每股市场价值时，就可计算出该企业的股东权益的市场价值。加上企业的债务价值，就得出企业的市场价值。当然，市场价值衡量的是公司对少数投资者的价值，因为用于计算公司市场价值的股票价格是少数已交易的股票价格，因而不是控股权交易的可靠价格指标。

由于用于计算公司市场价值的是公司股票价格，而股票市场价格存在波动，那么人们就会讨论两个问题：一是公司的市场价值是否反映了公司的真实价值？二是计算市场价值时应该采用哪种价格，是一段时期中股票价格的平均值，还是评估当天股票的价格？

对于第一个问题，目前存在两派完全不同的观点。以本杰明·格雷厄姆为首的价值派认为，公司的市场价值不能反映公司的真实价值。这一派认为，公司的市场价值是公司业绩的重要指标和公司资本成本的主要决定因素。但是，在股票市场上，股票交易十分频繁、活跃，情绪的力量往往比理性的力量更为强大，股票价格有时波动十分剧烈，交易的贪婪与恐惧往往促使股价或高或低于公司股票的真实价值，所以股票价格不能作为公司价值的可靠指标。

本杰明·格雷厄姆曾经用“市场先生”的寓言来告诫

投资者要深刻了解市场波动的非理性^①。在价值学派的理论指导下，证券分析的主要内容是判断该股票的市场价值是否真实地体现了企业内在价值。这个判断应是对一只股票所代表的企业的内在价值与当前市场价格进行比较后得出的结论。价值学派认为，股票投资的艺术就在于判断当前市场价格是否真实地体现了企业的内在价值。所以，市场价值只能作为公司价值评估的有用参考依据，而企业的真实价值应是企业的内在价值。

但是，与价值学派对立的是“有效市场理论”（Efficient Market Theory, EMT）。20世纪70年代以来流行的“有效市场理论”是现代投资学的基石理论之一。有效市场理论认为市场是完全有效的，所有关于股票的公开信息都已经适当地反映在了它们的价格中。所以，企业的市场价值是对公司真实价值的最为准确的反映和估计。

有效市场理论认为，平均来说，无论单个个人投资者和分析师如何内行，市场对未来的预测和对于企业价值的评估至少要比他们更为精确。所以，在有效市场理论的指导下，证券分析的主要内容是研究证券市场。通过研究证券市场价格走势，来确定证券投资的风险和收益。这种证券分析并不涉及计算和判断企业的内在价值。

自有效市场理论问世以来，有关有效市场假设的各种检验和研究文献浩如烟海，有效市场理论和价值学派的争论从未停止过。但是，价值学派对有效市场理论的最严重

^① 沃伦·巴菲特著，《巴菲特从100元到160亿》，中国财政经济出版社，2000年版，p76。

的打击是，价值学派的沃伦·巴菲特（Warren Buffett）和彼得·林奇（Peter S. Lynch）等人年复一年地获得了超出市场平均水平的投资回报。因为根据有效市场理论，在长期投资中，专业投资者所获得的投资回报率，会与外行投资者仅仅通过购买并持有相同风险的证券所获得的投资回报率相同。

以巴菲特为首的投资价值学派在投资领域的骄人业绩，和市场效率派指导下的对冲基金的落马，使市场失效在 20 世纪 90 年代成为一个热门研究领域。实际上，市场并非总是有效的，市场效率的变化是很大的，比如在市场恐慌或盲目乐观时，市场的效率是很低的。价值学派批评市场有效理论时说，“正如大家所观察到的，市场常常是有效率的，他们就因此不正确地得出市场永远是有效率的结论，这些论点的区别在于一个是白天，一个是黑夜。”^①我们在后面的章节中会详细讨论价值学派和有效市场理论在证券投资分析中的应用。

对于第二个问题，即计算市场价值时应该采用哪种价格，是一段时期股票价格的平均值，还是评估当天股票的价格？根据有效市场理论，企业的市场价值应是评估当天的股票市场价格，而不是过去一段时间的平均市场价格。

^① 沃伦·巴菲特著，《巴菲特从 100 元到 160 亿》，中国财政经济出版社，2000 年版，p89。

1.3

公允市场价值

从市场交易的公平性和可交易性的角度，经济学家、评估师和交易方强调的是企业的公允市场价值。对于公允市场价值，从经济学角度的定义为：买卖双方在完全了解有关信息的基础上，在没有任何压力下愿意进行交易的价格。

国际会计准则 16 关于公允价值的定义是：“信息完全、资源交易的双方在正常交易的情况下达成交易时资产的价值。”

在国际评估准则委员会制定的准则中，市场价值的定义为：“信息完全、行动慎重、并且不受强迫的交易者组成的资产市场上，经过合理的市场营销期自愿交易的卖方和买方在评估基准日正常交易的情况下达成时资产的价值。”

不管是经济学的公允市场价值、国际会计准则的公允价值，还是国际评估准则委员会的市场价值概念，从本质上它们是一样的。公允市场价值定义的要点和假设前提是：

自愿的卖方和自愿的买方；

买方和卖方均不受任何强迫进行购买或出售；

交易者信息完全；

被售企业的情况在市场上有合理的披露时间（市场营销期）。

资产评估是来源于市场、服务于市场的活动。评估师通过模拟市场条件作出评估，评估结果必须接受市场的检验。模拟的市场条件是一个非常理想的市场环境。但实际上，市场环境是多变的、不确定的。市场疲软或者走低的时候，甚至是在市场急剧上升时，评估师总是存在与市场变化“时滞”的倾向。另一方面，市场中证据是否充足也会影响评估的结果。“信息完全”只是一种理想。所以，评估出来的公允市场价值是否等同于市场价格，答案是明显的，这也是为什么评估价值与最后达成的交易价格往往是不一样的。

公允市场价值定义的另一个要点是它的市场营销期的假设。市场营销学被描述成使顾客相信物有所值的艺术。在公允市场价值评估中，评估基准日便是问题的关键。所谓评估的公允市场价值代表的是在一个静止的时间点上的“现金价格”。只要评估基准日一过，公允市场价值就是历史了。

公允市场价值与会计上的历史成本会计是一种对立的观点。会计上资产以购买或获得时的价格或生产成本减去折旧，即净历史成本记录资产价值。会计师这样做有很好的理由，例如稳健原则和追求客观性原则。但是，资产的历史成本很容易误导人们，尤其是在价格上涨时期。在一些国家，如英国，土地和建筑物有时被重新估价以反映假设其出售的价值增值。但是，在大多数国家，公司不对资产的历史成本作任何调整。对于不同的资产，以历史成本为基础的财务报表缺乏可比性。这种现象不仅存在于某一特定时间的不同公司之间，同一公司拥有的不同资产之间也存在这样的问题。相比之下，公允市场价值具有与经营

现状相关的特点。

专业评估师在评估项目时，最为重要的是在了解了评估目的和评估项目特点的情况下，就评估价值的定义与客户达成一致。在评估报告的开始部分，清楚地声明评估项目中价值的定义也十分重要。价值的定义依据具体的评估项目由评估师来确定。一般价值的标准定义就是市场公允价值的定义。评估师如果不使用价值的这种“标准定义”，那么他们就必须承担使用非标准定义的风险。

1.4

内在价值

对于投资者来说，投资是以牺牲目前的流动性为代价，换取未来较大收益性的一种行为。当投资者投资于金融资产或实物资产时，他们是投资于这些资产的未来获利能力，他们要求从拥有的资产中获得预期的现金流和回报。所以，投资者为任何资产所支付的价格应能够反映它预期在未来能产生的现金流的现值。一条汽车生产线如果不能生产汽车，并出售给消费者而获得收益，那么这条生产线对于投资者来说仅仅是一堆废钢铁，并不值得投资。前面讨论过的企业账面价值、市场价值和公允市场价值都不是从投资的角度来评价企业。从投资的角度认为，企业的真实价值应是能反映企业未来盈利能力的，而非企业的资产成本或可交易性特点，这就是企业的内在价值概念。

公司内在价值的定义很简单：它是一家企业在其剩余的寿命中可以产生的现金的折现值。公司内在价值概念和

评估方法是金融学中沿用已久的一种方法，约翰·伯尔·威廉姆斯（John Burr Williams）1938年在其《投资价值理论》（The Theory of Investment Value）中有系统的阐述。他指出，今天任何股票、债券或公司的价值，取决于在资产的整个剩余期间所能产生的，以适当的利率贴现的现金流这种评估公司内在价值的方法被称为“现金流量折现法”（Discounted Cash Flow, DCF）或“经济价值法”（Economic Value）。

公司内在价值与债券估价十分相似。债券的利息和到期日决定了它将来的现金流。如果你把债券所有的利息加总，并以合适的贴现率进行贴现，你就得出了债券的贴现值。同样，为了估价一家企业，分析家们应估算该企业从某一时期到将来会产生的“利息”，并把所有这些“利息”折算成现值。但是，债券有确定未来现金流的利息和到期日，而分析人员则必须自己估计股权未来的“利息”，而且企业管理人员的水平对于债券利息的影响很小一般说来，企业必须按贷款协议定期支付利息。只有当企业无力支付利息或企业管理人员不诚实等才可能导致企业暂时停止支付利息给债权人。相比之下，企业管理人员可以极大地影响股权的“利息”。从理论上来说，股东的利益是企业的净现金流量在按协议支付给债权人后的余额。但是，企业的管理人员可以有多种原因不将这部分余额分配给股东。比如，有些中国上市公司收益不错，但并不对股东进行分红。

从理论上来说，只要确定了企业未来的现金流量和贴现率这两个变量，确定一家企业的内在价值就很容易。但是，问题在于企业未来的现金流和贴现率很难估算和选

择它需要在对企业经营、管理、财务特性等作全面了解、分析的基础上，通过各种假设，反映企业管理层的管理水平和经验，对企业的长远发展前景作出判断。

企业内在价值对投资者来说是一个非常重要的概念，它为评估投资和企业的相对吸引力提供了唯一的逻辑手段和标准。企业投资（包括股权和债券投资）的基础应是企业的内在价值，而不是市场价值。理解什么是内在价值和内在价值的源泉所在是投资管理和成功的关键

比较企业的内在价值和账面价值，可以发现它们有着本质的区别。企业内在价值强调企业的盈利能力，而企业的账面价值强调的是企业资产的成本。对于一个企业来说，内在价值是企业经营所产生的未来现金流量的现值，所以内在价值高低不取决于企业投入了多少或花费了多少，而是看企业能产生多少经济效益。如果一个企业经济效益很差或没有经济效益，即使企业财务报表上资产数量再多，企业的内在价值会很低。相反，一个企业的资产数量虽少，但是盈利能力很强，经济效益很高，那么这个企业的内在价值会远远超过其各单项资产价值之和。

但是，企业内在价值也有其缺点。同会计上的账面价值相比，企业的内在价值是主观的，缺乏客观性和可审计性的。对于企业外部的人员（包括股东）来说，企业财务报告的可靠性、客观性和可审计性是十分重要的所以企业的财务报告并不使用内在价值的概念。但是，在企业内部进行投资分析和进行管理时，或当处理与未来和主观性相关的问题时，内在价值的概念是十分重要的。比如，一家企业由于产品滞销，严重亏损，但企业的账面价值高达 10 亿元，其中股东权益 6 亿元，负债 4 亿元。如果你是一个

投资者，你仅仅根据账面价值作出投资决策，那么你肯定会犯严重的错误。

1.5 清算价值

对所有者来说，企业的价值有两种形式：清算或持续经营。在会计实务中，企业的持续经营是一个非常重要的基础概念。对于企业价值评估来说，企业的持续经营也是根本的假设。对大多数企业的假设是它们在可预见的将来会继续经营。这意味着，资产的清算价值或强制拍卖价值是不相关的，公司无需揭示它们遵循持续经营的惯例。

但是，如果一个企业已不能持续经营，这时企业的价值就应是清算价值。清算价值是企业停止经营，变卖所有企业资产减去所有负债后的现金余额。这时企业资产价值应是可变现的价值。因为假定企业不再经营，所以清算价值不会考虑企业未来可能的收益。图 1-1 说明了公司内在价值、持续经营价值和清算价值的关系。当未来现金流量期望值的现值很低时，公司消亡比存活更有价值，这时公司的内在价值就等于公司的清算价值。当未来的现金流量期望值的现值在较高水平时，清算价值就变得愈来愈不相干，而企业的内在价值几乎完全依赖于持续经营价值。

我们已经讨论了企业账面价值、市场价值、公允价值、内在价值和清算价值的概念和定义。正是由于人们从不同的角度来分析、研究企业价值，比如主观性与客观性，历史价值与现时价值，成本与投资价值，持续经营与