

第 1 章

现代企业价值理论

价值增长一直是现代企业的基本经济目标，受到资产收益、资本结构、资本成本以及税收政策等因素的影响。近年来，人们将行为科学、公司治理、契约理论等因素纳入企业价值理论研究，给现代企业价值理论注入了新的活力。回顾先哲们对企业价值的论述，可以使我们在领略其睿智思想光芒的感受中，加深对企业的理解。所有这些向我们清晰地勾勒出如下图景：以价值为中心的管理思想，是在价值论理论的基础上，与近代财务理论、企业战略理论以及现代金融学理论不断碰撞、相互融合的结果。

1.1 文献回顾

1.1.1 艾尔文·费雪的资本价值理论

1906年，费雪在其专著《资本与收入的性质》中，全面论述了收入与资本的关系，对资本预算财务作出了杰出的贡献。

1. 确定性条件下的资本价值评估

根据我国两位学者李麟、李骥的系统研究，费雪从心理感受方面分析了收入和资本价值的形成过程，解析说明了资本投资决策的机理，成为现代企业价值创造理论的基石。他认为，收入由一系列事件构成，人们每天能够感觉到的一系列事件形成了每个人的最终收入。外部事件的重要性在于它们是人们内部事件的源泉；“没有这些外界的事件，人们就不可能产生发达大脑和神经系统”。因而人们的躯体一般不是自主的客体。一旦这些被感知的事件到达自主的客体而不是人们的躯体时，便被视作精神收入。^①

人们为了成为真正自主的客体，不懈地利用自然界的物质力量优化自己精神生活的流量（The Stream of Their Psychic Life），在劳动与交换中出现了货币，提升了人们的精神收入。股份公司的出现给人们带来了更多的货币，表现为股东的股利、债权人的利息、工人的工资等。但货币本身没有意义，只有将之用于消费，转为人们的消费品时，货币才真正有意义。所以，人们首先体会到的是享受收入（Enjoyment Income），也就是消费产生的精神感受，它由一系列宜人的感觉或阅历构成。人们的享受收入取决于实际收入（Real Income），实际收入是指带给人们内在享受的一系列外在客观事件，包括人们日常生活中的衣、食、住、用等一切物品。因此，从收入计量角度看，实际收入可以用购买这些“事件”的成本衡量，实际收入最具操作性。货币的作

参见李麟、李骥：《企业价值评估与价值增长》，民主与建设出版社2001年版，第60～62页。

用不但能给人们带来享受收入，而且能够说明资本的形成与资本价值的确定。

费雪认为 货币收入包罗万象 可以表现为工资、股利、租金、利息和利润等。货币收入有时并不等于人们生活中的实际收入(实际消费获得的享受)这取决于货币收入和实际消费的数额比较。如果货币收入大于实际收入，多余转化为储蓄或投资(货币变资本)资本能够带来一系列的未来收入，资本的当前价值实质上就是未来收入的折现值。简言之 价值是未来收入的资本化。

推而广之，费雪提出了一个在价值评估中具有划时代意义的结论：任何财产或所拥有财富的价值均来源于它能够产生未来货币收入的权利，而这种权利的价值可以通过对未来预期收入的折现获得。利率是连接收入和资本之间的桥梁 正是利率的作用 人们可以在未来价值和现值之间相互换算 而未来价值换算成现值更为重要 因为人们常常依据未来货币流量的净现值对财产或权利定价。人们对资本物品价值的评估实际上是对资本物品未来货币流量的判断。资本价值评估步骤如图 1-1 所示。

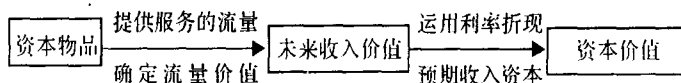


图 1-1 费雪的资本价值评估模型

费雪的资本估价思想看似简单 却影响深远 他创造性地分析了未来货币收入与当前资本物品之间的对应关系，提出了折现是确定资本物品价值的有效途径，资本物品的

价值主要取决于两个要素 其一是它产生的预期收入 预期收入与资本物品价值正相关 其二是利率的大小 利率与资本物品价值负相关。费雪的资本价值评估理论自产生之日起一直在现代评估技术中居于经典性的地位，成为牢不可破的主流方法 受到理论和实务界的广泛尊崇。另外 对于确定性条件下的资本投资，费雪认为一个投资项目的价值就是其未来预期现金流量采用相应风险利率折现后的现值。如果项目预期的净现值（ NPV ）大于零 投资可行 反之不可行。据此很容易推论，如果将建立企业（或并购企业）看作是投资项目 则该企业的价值是其所能带来未来预期净收益采用相应风险利率折现后的现值。这一结论异常重要。费雪的净现值法也被公认为资本预算的最优方法。

2. 确定性条件下的股东生产投资决策

在收入一定的情况下 只要存在投资行为 人们就必须在当期与未来消费之间进行取舍抉择，以获取跨期消费最大化。企业能够帮助投资者实现这一目的。因此，从这个意义上说 企业目标可以看作是使投资者财富最大化 投资者财富在企业中的反映便是企业价值。费雪认为，一般而言 人们的投资行为会受“时间偏好”的影响 人们对现在财货与未来财货的主观评价是不一样的，常常愿意“加速将来收入的到来——把它移向现在”宁肯现在多消费 未来少消费。然而，人们同时又对收入的选择有多种方案或取舍机会，如果在未来时期获取收入的现值大于放弃当前收入的损失时，人们宁肯放弃当前的消费，重新安排其投资组

合以期获取更高的未来收入 这种组合的改变称为“投资机会”。正是未来预期高收益的投资机会而不是企业的当期收益能够使股东 投资者 获得每一期的消费 也正是未来预期高收益诱致股东再投资，以期获取更多的未来现金流入。未来现金流入的数量、时间分布和隐含的风险最终决定了股东拥有的企业价值的大小。

海希雷夫 (J. Hirschleifer, 1958)、迈耶斯 Stewart C. Myers 1991) 韦斯顿 J. Fred Weston 1983 等人借助于几何分析方法发展了费雪的“投资机会”理论，主要内容如下：

(1) 没有债务情况下的投资价值。其研究假设是：企业投资的所有产出收入都是确定的 没有交易成本和税收 存在完全竞争市场 股东在初始阶段拥有财富 y_0 在期末拥有财富 y_1 股东的总效用函数为 $u(c_0, c_1)$ 无委托代理问题。

在上述假设下，股东效用函数等价于企业目标函数。在股东效用函数稳定不变的前提下，股东通过安排当期消费与下期消费间的不同组合来最大化其效用。当 $u(c_0, c_1)$ 一定时 (为某一常数) 当期消费与下期消费之间存在此增彼减的替代关系。这种替代关系在效用无差异曲线上表现

边际替代率 MRS (见图 1-2) $MRS = \frac{\partial c_1}{\partial c_0}$ 。

图中： C_0 ——当期消费；

C_1 ——下期消费；

u ——效用无差异曲线 ($u_2 > u_1 > u_0$)；

mn ——收入约束线。

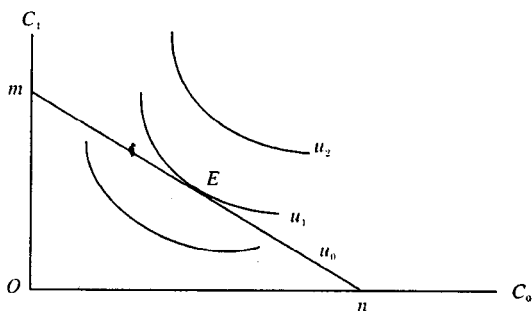


图 1-2 股东无差异曲线

股东的无差异曲线离原点越远，股东的效用越高。然而股东在最大化其效用时会受到两种机会的约束：其一是生产投资机会，即放弃当期的消费以换取未来更多的财富；其二是市场机会，即当期收入与未来收入之间交换的机会，比如在资本市场的借贷机会。

如果引入生产可能性曲线 如图 1-3)MN 股东所拥有的初始财富为 y_0 期末财富为 y_1 。当股东投资 OC_0 的当期财富时，下期就会获得 OC_1 的数额的消费。在生产可能性曲线上， C_0 与 C_1 呈此增彼减的关系，一单位当期消费 C_0 投资后能转换成下期消费 C_1 的数量称为边际转换率

(MRT), $MRT = \frac{\partial C_1}{\partial C_0}$ ，股东为增大其效用，通过投资行为，

从初始财富拥有 $A(y_0, y_1)$ 达到点 $B(C_0, C_1)$ 在 B 点， $MRT = MRS$ 股东投资实现效用最大化 相应地 企业价值达到最大化。当然 在无资本市场的情况下 拥有不同效用函数的股东 在生产可能性曲线上的切点会有所不同 节俭者边际转换率的绝对值较小，其切点在 D 上；挥霍者边

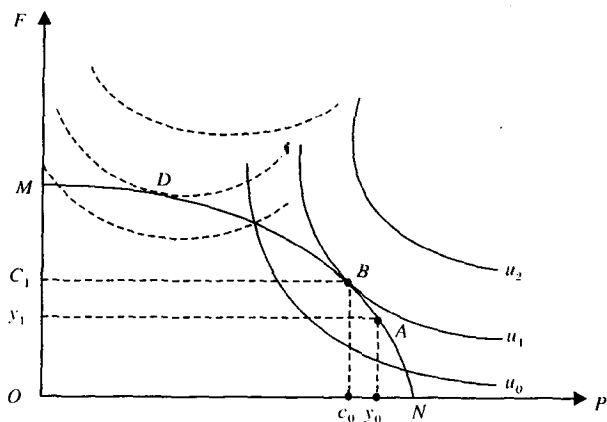


图 1-3 生产可能性曲线 MN

际转换率的绝对值较大 其切点在 B 点上。

如果将投资者货币收入线复合到图 1-3 中 则如图 1-4 所示。

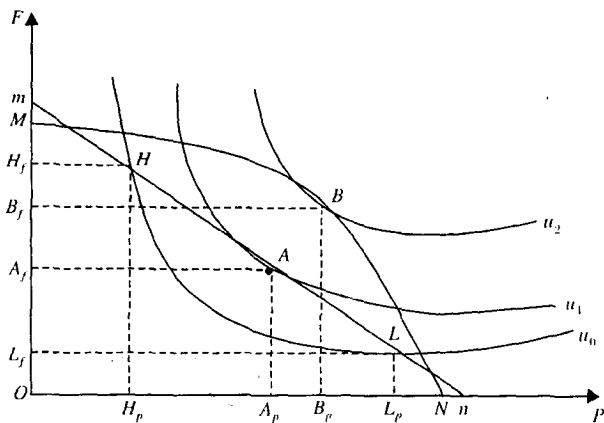


图 1-4 生产可能性曲线对“时间偏好”的效应

在图 1-4 中 由于 $A_p L_p > B_p L_p$ $L_f A_f < L_f B_f$ 且 $u_2 > u_1$ 表明运用当期储蓄换取未来消费 (由收入线 mn 决定)

相比，人们可以从收入中使用较少的金额进行投资换取较多的未来消费，进而可以获得更高的效用。换言之，生产可能性曲线增强了人们改变消费时间偏好的冲动，投资比储蓄更有价值。

(2) 存在借贷行为情况下的投资价值。股东效用最大化除了受到生产投资机会约束之外，还会受到资本市场线 (Capital Market Line, CML) 的约束。假定股东可以在一个完全竞争的资本市场上依照市场利率 r 自由借贷，则资本市场线的斜率 $K = -\frac{P(1+r)}{P} = -(1+r)$ 。资本市场线穿过股东拥有财富的初始点 $B(y_0, y_1)$ 。基于效用最大化的追求，股东通过资本市场的借贷行为在资本市场上移动，直至股东的边际替代率刚好等于资本市场线的斜率为止 (见图 1-5)。

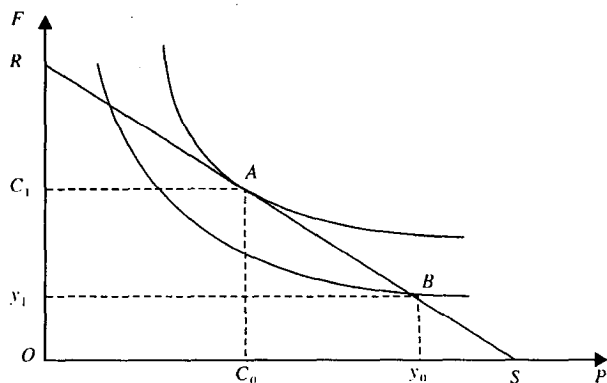


图 1-5 资本市场线

在 B 点，股东时间偏好的主观感受率 (即股东效用曲线上该点切线的斜率，姑且用 r_1 表示) 小于市场利率 r ，因

此放弃当期消费换取未来消费更有利。当 $r_1=r$ 时, 股东通过资本市场交换实现了最大效用 (在点 A 处)。在资本市场上, 股东的财富是相等的, 故 CML 又称为等财富线。

在点 A 处, $W_0 = C_0 + C_1/(1+r)$; 在 B 点处, $W_0 = y_0 + y_1/(1+r)$ 。

利用生产可能性曲线和资本市场线, 能够分析股东是如何做出投资决策的。在此基础上, 可以导出企业价值评估公式。

在效用最大化目标下, 投资者投资时沿着生产可能性曲线从初始财富点 B 减少当期消费来增加投资, 以换取更多的未来消费, 但最终只能到达 D 点。该点是股东通过投资实现效用最大化的极限。而存在资本市场情况下, 由于投资收益率远大于借贷利率 r , 生产可能性曲线的边际替代率的绝对值大于 $(1+r)$, 所以, 负债投资可以增加财富, 于是股东通过企业举债扩大投资, 直到 $MRS = -(1+r)$ 达到 A 点。由于资本市场的存在, 股东经过投资使市场约束线从 mn 向右上方移动达到 MN , 最终使市场约束线与效用曲线在 E 点相切。此时 $MRT = MRS = (1+r)$, 投资者的时间偏好感受率 r_1 与市场利率 r 相等。如图 1-6 所示。

综上所述, 在考虑生产可能性曲线和资本市场的双重约束下, 股东追求效用最大化的过程可以分为两个阶段。首先是企业进行项目投资和开发, 直到项目的内部边际收益率 Internal Rate of Return (IRR) 等于投资者的时间偏

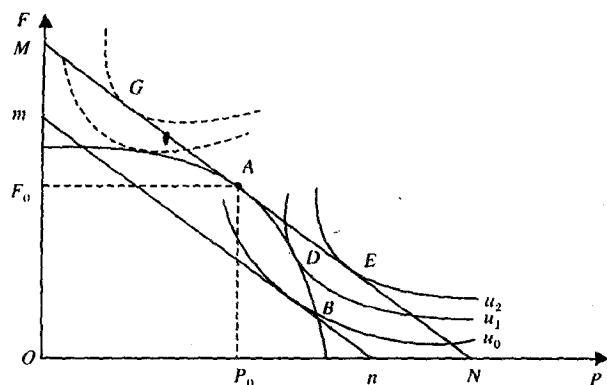


图 1-6 资本市场存在状况下的生产和消费

好感受率 r_1 ，也就是生产可能性曲线的边际替代率 $MRT = r_1$ 。其次，借助于资本市场，企业可将投资点由 D 推进到 A 。但一个挥霍者的投资行为基于效用最大化的追求，企业沿着资本市场线 MN 借贷，直至在 E 点使 $r_1 = r$ 为止。

同理，一个节俭投资者的行为基于效用最大化的追求，企业沿着资本市场线借贷，直至在 G 点（高于 A 点的某一定点）使 $r_1 = r$ 为止，只有一个中庸型的投资者才真正将企业投资由 D 点推进至 A 点为止。可见，无论投资者个性如何， A 点是其投资效用最大化的最终趋势。

如果将第一阶段的活动看作是纯粹投资行为，第二阶段的活动是消费行为，那么这两个阶段是分开进行的，这就是著名的费雪分离定理。它显示出在完善的资本市场中，生产决策仅仅决定于客观的市场信条，即获得财富最大化，而与投资者个人的主观偏好无关。无论把企业的投资决策权交给谁，无论决策者个人天性如何，最佳投资决策点都会是点 $A(P_0, F_0)$ 。换言之，在市场均衡状态下，会有下式成

立： $MRS_i = MRS_j = MRT = -(1+r)$ 。

现在我们可以进一步讨论企业投资与价值创造之间的关系了(见图 1-7)。

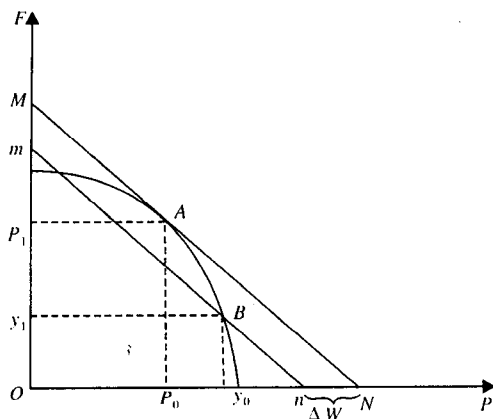


图 1-7 企业投资的价值创造

图 1-7 显示了企业的股东可以运用投资创造价值。在初始财富点 B 点的财富价值 $W_0 = y_0 + y_1/(1+r)$ 而在 A 点的财富价值 $W_1 = P_0 + P_1/(1+r)$ 。财富增量价值： $\Delta W = W_1 - W_0 = NPV = P_1/(1+r) - C$ 。

根据净现值 NPV 的可加性原则，企业各期投资所带来的价值增值为：

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{P_t}{(1+r)^t} - C$$

式中 C ——初始投资 $y_0 P_0$ 。

当 $NPV > 0$ 时 企业价值增加 反之减少。由 NPV 确定了企业价值的净增量，所以在各期市场利率不变的情况下 企业价值公式如下：

$$V = \text{投资 } C + \text{投资价值创造额 } \Delta W$$

$$= C + NPV = \text{企业未来收益现值}$$

可见，费雪的资本价值理论实际上是现代企业价值评估主流方法的滥觞。

费雪的理论具有原创性特征，对现代资本预算理论和企业价值评估理论有重大影响。但是他将企业价值的增长完全看作是企业投资的结果，忽视了企业组织资本、治理结构等重要因素，且过分夸大了主观心理偏好的作用，将资本市场视为完全确定性的假设等等都是十分片面的，故而费雪的价值评估理论难以在实践中应用。

1.1.2 莫迪利安尼和米勒的企业价值理论

现实世界是多姿多彩的，具有高度的不确定性。在一个不确定性的世界里，企业如何进行资本预算决策，成为半个世纪以来经济学家研究的一大热点。在费雪资本价值评估理论基础之上，莫迪利安尼和米勒（F. Modigliani and M. H. Miller, MM）的三篇惊世之作：《资本成本、公司理财和投资理论》（1958）、《股利政策、增长以及股票的价值》（1961）和《公司所得税和资本成本：一个更正》

李麟、李骥：《企业价值评估与价值增长》，民主与建设出版社 2001 年版，第 60~72 页。

费雪的资本预算理论提出后广为流传，但直至 20 世纪 50 年代末企业价值评估理论却未有任何进展，原因在于费雪的资本价值评估思想是基于确定性的条件下建立的，即把企业未来收益变量、资本的机会成本、市场决定的无风险利率等统统被看作是已知的，这与现实差异较大，无法在实践中得以应用。

(1963)开创了现代企业价值理论和方法的新纪元 把业已停滞了好几十年的资本预算和企业价值评估理论再次推向了高潮。

1. 不考虑所得税的企业价值模型

莫迪利安尼和米勒对他们所要研究的市场情况作了如下假设：

(1) 税收是不存在的；

(2) 市场是没有矛盾冲突的，存在完全竞争条件下的完善市场；

(3) 直接和间接的破产成本是不存在的；

(4) 个人和企业一样能以同样便宜的利率等借款条件自由地无限地借贷；

(5) 企业只有长期债券和普通股票，不考虑企业增长问题 所有利润全部作为股利分配；

(6) 营业风险是由企业息税前利润 ($EBIT$) 的标准差来衡量的，具有相同营业风险的企业处于同一风险等级族；

(7) 所有投资者对每一个企业未来的息税前利润的期望值及其分布状态具有完全相同的预期；

(8) 企业可以分成“等价回报”族 同一族中的任一企业发行股票的回报与该族中其他企业发行股票的回报存在

① MM认为，在企业没有债务的不确定情况下，每一企业的收益流量是不确定的，可被看作服从某种主观分布的随机变量。股票的收益是指在一定时间该股票能够带来的期望收益。不同的人对这一期望收益有不同的预测。为简化起见，假定人们的预期是相同的。

某种比例关系，每一族的不同企业的股票是同质的（Homogeneous）即相互完全可替代的。

MM 认为，在完善的资本市场均衡中，任一给定族的每种股票的价格一定等比例于它的期望回报。或者说，任一给定族的所有股票的单位期望回报是相同的。设第 K 族的等比例因子为 $1/\rho_k$ 该族第 j 个公司每股股票的价格为 P_j 其期望回报为 $E(x_j)$ 则有：

$$P_j = E(x_j) / \rho_k \quad \text{或} \quad \rho_k = E(x_j) / P_j$$

其中 对于第 K 族所有的企业 j ， ρ_k 为一常数 它有如下经济学涵义：

第一 ρ_k 代表第 K 族中任一股票的期望回报率；

第二 $1/\rho_k$ 是指投资者对第 K 族中 1 元价值的期望回报支付的价格；

第三 ρ_k 是由第 K 族产生的不确定性收益现金流量的期望值的市场资本化率，即用来资本化的风险折现率。

MM 在找到处理不确定收益现金流量资本化的方法之后 引入了债务融资 假定所有种类的债券均在单位时间内产生一个不变的收入 债券会像股票一样 均在完善的资本市场中交易。他们提出了著名的 MM 定理。

MM 定理 I 对于任何一个公司 j 并记 $E(x_j)$ 为该公
司所有资产的期望收益（即 $EBIT$ ）， D_j 为该公司债务市场

这表明同一族中不同股票代表的资产数量可能不同，但代表资产数量多的股票其回报也大，因此将回报除以资产数量是可以得到一个排除资产数量影响的回报率。

价值, S_j 为普通股的市值, 则它的所有证券的市值称为企业的市值。在均衡条件下, 企业价值为:

$$V_j = S_j + D_j = E(x_j) / \rho_k$$

对第 K 族中的任一公司 j 都成立。

该定理说明, 任何企业的市值独立于它的资本结构, 而且企业的价值由其期望收益按它所在族的资本化率 ρ_k 决定, 企业资本结构的差异只影响各类投资者对企业价值的分配比例。

如果定义公司的平均资本成本 WACC 是公司的期望回报对它的所有证券的市值的比率, 则有:

$$WACC = E(x_j) / (S_j + D_j) = E(x_j) / V_j = \rho_k$$

该式表明, 任何一个企业的平均资本成本不受其资本结构的影响, MM 通过个人投资者可以运用资本市场证券交易复制公司的资本结构 从而出现套利行为 证明了有财务杠杆公司的市值不能高于同一风险族内相应的无财务杠杆公司的市值的结论 即 MM 定理 I^①。经过进一步推导, 得出了有关企业资本结构中含有债务的普通股报酬决定公式 这就是 MM 定理 II。

设同一风险族内两个公司, 为期望回报 $\overline{EBIT} = E(x)$ 公司 1 完全用股票融资 公司 2 融资于股票和债券, 于是其市值分别为 $V_1 = S_1$ 和 $V_2 = S_2 + D_2$ 现在假定一个持价值 αS_2 公司 2 股票的个体投资者, 其回报为 $Y_2 = \alpha(x - rD_2) / S_1 = \alpha x - \alpha r D_2$, 如果他卖掉公司 2 的股票 αS_2 , 买入价值 $\alpha(S_2 + D_2)$ 的公司 1 的股票 不足资金以新购股票为质押贷款筹得 于是新组合的回报 $Y_1 = \alpha \alpha(S_2 + D_2) / S_1 - \alpha r D_2$ 即 $Y_1 = (V_2 / V_1) \alpha x - \alpha r D_2$ 。倘若 $V_2 > V_1$ 必有 $Y_1 > Y_2$ 将出现套利行为 卖高买低 大多数理性投资者将卖出公司 2 股票买入公司 1 股票 直至 $V_2 = V_1$ 达到均衡。所以无税情况下, 公司价值与资本结构无关。

MM 定理 II 第 K 族的任一个公司 j 的股票期望收益率 R_j 是财务杠杆的如下线性函数：

$$R_j = \rho_k + (\rho_k - r) D_j / S_j$$

上式表明，公司股票的期望收益率等于该族中纯权益收入流的资本化率 ρ_k 加上债务权益比与差额 $(\rho_k - r)$ 乘积的财务风险溢价。

$$R_j = [E(x_j) - r D_j] / S_j$$

而 $E(x_j) = \rho_k (S_j + D_j)$ 代入上式

整理得：

$$R_j = \rho_k + (\rho_k - r) \cdot D_j / S_j$$

而由 MM 定理 II 又可导出企业加权平均资本成本公式：

$$\rho_k = \frac{S_j}{V_j} \cdot R_j + \frac{D_j}{V_j} \cdot r = WACC$$

在提出上述两个定理的基础上 MM 提出了以企业价值最大化为目标的投资理论 即 MM 定理 III。

MM 定理 III：企业为谋求股东财富最大化进行投资的决策选择点是：企业的投资报酬率 $\rho \geq \rho_k$ 它完全不受融资方式的影响。

在上述三个定理中 定理 I 和定理 II 研究了不确定条件下的企业价值评估方法，揭示了企业价值与资本结构之间的关系。进一步明确了在完善的资本市场均衡状态下，不考虑税收时，企业价值等于期望收益按照企业资本成本折现的现值，最终解决了费雪的资本价值理论面临实践严

峻挑战的难题，开创了现代企业价值评估理论的新纪元。
定理Ⅲ则是定理Ⅰ和定理Ⅱ的应用，它的提出标志着MM资本预算理论的成熟和完善。

2. 考虑所得税的企业价值模型

MM于1958年提出无关性定理之后，在学术界产生了很大的共鸣，它奠定了现代企业融资理论的基石。但是也因此招致了广泛的批评。依据MM定理的结论，企业资本结构与企业价值无关，那么企业的权益负债比在不同行业、不同部门或不同地区应呈随机分布状态。事实却恰恰相反，企业的权益负债比在不同行业、不同部门或不同地区之间的分布具有一定的规律性。针对来自学术界和实践的挑战，MM在1963年将前面的结论作了3个方面的扩展：
A. 考虑公司所得税；B. 承认债券和利率的多样性；C. 承认可能干扰套利过程的市场的完善性。对他们1958年提出的理论进行了修正，得出了截然相反的结论：负债经营能够增加企业价值。

MM修正定理Ⅰ：负债经营企业的价值等于同一风险族的无负债企业的价值加上杠杆利益（免税现值）即：

$$V_L = V_u + TD_L \text{①}$$

式中 T ——企业所得税税率；

D_L ——企业负债额。

MM修正定理Ⅱ：负债经营企业的权益资本成本等于

① 免税现值 = 纯年利息税额 / 预期债务收益率 = $T \cdot r \cdot D_L / r = TD_L$