

# 公司价值与股票价格的关系研究<sup>\*</sup>

□ 黄蕴洁 黄薇维

(湖南商学院会计系, 湖南 长沙 410000)

**[摘要]** 随着金融现代化的发展, 公司价值理论逐渐朝着金融学主流和核心方向发展, 它作为公司财务理论的重要组成部分已日趋成熟和完善。股票价格是公司价值的真实反映, 并围绕公司价值的变化而上下波动。但在虚拟经济日益庞大的今天, 一个明显的事实是: 就个别公司而言, 股票价格对公司价值有着重要的反作用, 并在一定程度上影响公司的经营决策和市场行为。当这种反作用大于公司价值对股票价格的决定作用时, 更多的公司将选择通过正当或不正当但可利用的手段, 以操纵股价来增加自身的净资产、现金流量或其他种种资本利益, 从主客观两个方面刺激股市泡沫的产生与放大, 使虚拟经济过度膨胀并危害实体经济的稳健运行。

**[关键词]** 公司价值; 股票价格; 虚拟经济; 贴现

**[中图分类号]** F121.26 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1008-4614-(2004)04-0014-04

## 一 公司价值理论的主要内容

公司价值理论不仅是现代公司财务理论的一个重要分支, 也是金融经济学的一个重要组成部分。随着证券市场的发展和市场化交易活动的增加, 正确地认识和评估公司价值不仅是经济活动和管理行为的依据和前提, 也是包括实业投资和金融投资在内的所有投资的核心问题。

根据公司价值理论, 公司价值取决于公司未来所产生的现金流量。但是在许多情况下公司所产生的现金流量难以准确地计算, 因此, 人们用一种简单的方法计算公司价值, 即: 公司价值是公司的股票价值与公司的债券价值之和。用公式表示如下:

$$\text{公司价值} = \sum S_i + \sum B_i$$

其中:  $S_i$  为公司的股票价值,  $B_i$  为公司的债券价值。

M<sup>&</sup>M 的资本结构无关性理论认为, 在理想的、无摩擦的市场环境下, 公司发行的所有证券 ( $\sum S_i$  和  $\sum B_i$ ) 的市场价格由公司的盈利能力和其实际资产的风险决定, 与这些为融资而发行的证券 ( $\sum S_i$  和  $\sum B_i$ ) 的组合无关。公司现有股东的财富不会因为公司负债率的升高下降而发生任何变化, 公司价值的大小取决于公司未来的现金流量。任何公司想通过改变资本结构以改变公司价值的意图, 都会被股票和债券持有者为追求最大自身利益而采取的对策抵消。

结合有关的理论观点及模型, 西方学者对公司价值评估与股票定价问题进行了系统研究。尽管有关公司价

值理论的各类估价技术不尽相同, 有着各自独立的关于估价的假设条件, 但是他们也有一些共同的特征, 目前较有影响的是三种估价方法。

### 1、纵向贴现模型

纵向贴现模型即贴现现金流估价法。它认为一个公司的价值等于该公司预期在未来所产生的全部现金流的现值总和。贴现流估价法具体分为两种方法, 即仅对公司的股权资本进行估价的方法和对公司整体进行估价的方法。两种方法都要贴现预期现金流, 但是所使用的现金流和贴现流有所不同。

公司股权价值常通过使用股权资本成本对预期股权现金流进行贴现而得到。

$$\text{公司股权价值} = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{\text{CFTE}_t}{(1 + K_e)^t}$$

其中:  $\text{CFTE}_t$  为  $t$  时刻预期的股权现金流, 是扣除各项费用、本金及息税后的现金流。  $K_e$  为股权资本成本, 即投资于该公司股票的投资者所要求的收益率。

公司整体价值通常通过该公司资本加权平均成本对预期现金流贴现而得到。

$$\text{公司股权价值} = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{\text{CFTE}_t}{(1 + \text{WACC})^t}$$

其中:  $\text{CFTE}_t$  为  $t$  时刻预期的公司现金流, 是扣除营业费用和息前纳税额后的现金流,  $\text{WACC}$  为资本加权平均成本, 是不同融资渠道的成本依其市场价值加权平均后得到的。

### 2、横向类比模型

<sup>\*</sup> [收稿日期] 2004-03-10

[作者简介] 黄蕴洁 (1976-), 女, 湖南株洲人, 湖南商学院会计系教师, 硕士。

横向类比模型即相对估价法。该方法对公司价值的评估是通过参考可比公司的价值与某一变量,如收益、现金流、账面价值或收入等比率计算而得到的。该方法假设该行业中其他公司与被估价公司具有可比性,并且市场对这些公司的定价是正确的。

相对估价法最常用的比率有价格/收益倍数(即市盈率PE)、价格/账面值比率(PBV)和价格/销售额比率(PS)三种。此外,在实际分析中还有其他一些比率,如价格/现金流比率、价格/现金红利比率和市场价值重置价值比率(又称为Tobin Q值)等。

### 3、期权估价模型

期权估价模型即或有要求权估价法。该方法是期权思想的运用。因此,严格地说采用期权估价法只是种对公司的战略估价,用这种方式对公司进行估价的结果,有时不一定非常准确,只能作为参考。

公司股权是一种对残值的要求权,即股权持有者拥有对满足债权、优先股持有者的利益后剩余所有现金流的要求权;公司进行清算时,在所有发行在外的债务和其他财务要求权支付完毕后,公司剩余的全部价值归股权投资者所有;有限公司可以起到在公司价值低于发行在外的债务的价值时保护股权投资者的作用,其最大损失是在公司的出资额。清算时股权投资者的收益可以写为:

$$\text{清算时股权资本的收益} = \begin{cases} V - D & \text{当 } V > D \text{ 时} \\ 0 & \text{当 } V \leq D \text{ 时} \end{cases}$$

其中: $V$ 为公司价值, $D$ 为发行在外的所有债务面值。这样一来,股权可以被视为一个执行价格为 $D$ ,标的为公司价值 $V$ 的看涨期权。执行该期权意味着对公司进行清算。因此,股权永远有价值,即使当公司价值跌落到债务面值之下时也不例外。因为期权具有时间溢价,在债券到期之前公司价值有可能升高到债券面值之上。这可以解释那些处于困境中公司(例如我国的ST、PT公司)的股票价格一直居高不下的现象。

## 二 公司价值理论对股票定价的作用和影响

公司价值理论在许多金融领域——公司估价、股票定价与投资组合管理、兼并收购、公司财务管理等方面都扮演着重要角色。随着公司价值理论的不断发展和广泛应用,人们越来越发现其对于现代投资银行业务、资产管理业务以及企业融资业务具有极为重要的指导意义。与公司价值相联系,公司股票定价的实务性更加明显。一般说来,股票定价以公司价值评估为基础,尽管在许多时候股票定价受到市场规模、供求关系以及制度体系等方面因素的影响,但如果偏离了公司价值而完成的股票定价肯定是不合理的,而且这样的定价也会给市场带来隐患。

根据公司价值理论,公司价值是公司的股票价值与公司的债券价值之和。因此,从理论上讲,股票定价问题就是在公司价值确定之后对公司价值进行分割的过程。对于那些具有持续经营能力,特别是主营业务突出、行业

属性明显、未来现金流平稳的股票价值,可以通过贴现模型来估算,即股票价值是未来预期相应红利的现值。

$$\text{股票每股价值} = \frac{\text{DPS}_t}{\sum (1+r)}$$

其中: $\text{DPS}_t$ 为每股预期红利, $r$ 为股票的要求收益率。由于对现金红利不可能做出无限期的预测,所以人们根据对未来增长率的不同假设构造出了几种不同形式的红利贴现模型。这其中以Myron Gordon和E. Shaoiro的固定增长模型(简称Gordon增长模型)为基础和最具代表性。

Gordon增长模型可以用来估计处于“稳定状态”的公司价值,这些公司以一个与名义经济增长率相当或稍低的速度增长,公司的红利预计在一段很长的时间内以某稳定的速度增长。也就是说,公司已制定好了红利支付政策,并且这一政策将持续到将来,公司发放的红利和稳定性的假设相一致。Gordon增长模型把股票的价值与下一年度的预期红利、股票的要求收益率和预期红利增长率联系在了一起。

$$\text{股票的价值} = \frac{\text{DPS}}{r - g}$$

其中: $\text{DPS}$ 为下一年度的预期红利, $r$ 为投资者要求的股权资本收益率, $g$ 为预期的红利增长率。作为用来估计股票价格的一种简单、有效的办法,Gordon增长模型的运用只限于以稳定增长率增长的公司。为了正确地使用Gordon增长模型估计股票价格,必须合理地理解稳定增长率的意义:(1)虽然模型只对红利的预期增长率提出了要求,但是对于那些真正处于稳定状态的公司,完全可以用公司收益的预期增长率来替代红利的预期增长率,这同样能够得到正确的结果。因为公司预期的红利增长率是永久持续下去的,对于那些处于稳定状态的公司来说,其他的预期指标也必然将以同一速度增长。(2)合理的稳定增长率不可能高于宏观经济名义增长率,公司不可能在长时间内以一个比公司所处宏观经济环境总体增长率高得多的速度增长。

有关股票价值的计算方法,在Gordon增长模型的基础之上,以后又出现了两阶段红利贴现模型、H模型、三阶段红利贴现模型和随机红利贴现模型。两阶段红利贴现模型考虑了增长率较高的初始阶段和随后的稳定增长阶段;H模型是一种改良的两阶段红利贴现模型。该模型初始阶段的增长率不是常数,而是随时间线性下降的;三阶段红利贴现模型将公司分为初始的超长增长阶段、增长率下降的过渡阶段和最后的稳定增长阶段,该模型没有对公司的红利支付率加以任何限制,是最普遍使用的红利贴现模型。

## 三 股票价格对公司价值的反作用

根据传统理论,股票价格是公司价值的真实反映,市场有效性将保证股市自发围绕由实体经济决定的均衡水平波动,暂时脱离均衡并不足以影响实体经济。然而,在

虚拟经济规模日益庞大的今天, 尽管尚无足够的证据证明股市运行会给实体经济造成实质性的影响, 但一个明显的事实是: 就个别公司而言, 股票价格对公司价值有着重要的反作用, 并在一定程度上影响公司的经营决策和市场行为, 当股票价格对公司价值的反作用大于公司价值对股票价格的决定作用时, 更多的公司将选择通过正当或不正当但可利用的手段, 以操纵股价来增加自身的净资产、现金流量或其他种种资本利益, 从主客观两个方面刺激股市泡沫的产生与放大, 使虚拟经济过度膨胀并危害实体经济的稳健运行。

### (一) 新股发行价对公司净资产及财务状况的影响

新股发行是上市公司进入股市初次筹资的行为, 除必须具备一定条件外, 还应根据公司具体情况、行业特点及股市状况确定一个大致的发行价。常用的新股定价方法有以下三种。

#### 1、类比法

计算方式为:  $P = P_0 (A/a + B/b) \times 2$

其中:  $P$  为发行价,  $P_0$  为同类公司的价格,  $A$  为发行公司的每股收益,  $a$  为同类公司的每股收益,  $B$  为发行公司的每股净资产,  $b$  为同类公司的每股净资产。

#### 2、综合法

计算公式为:

$$P = A \times 40\% + B \times 20\% + C \times 20\% + D \times 20\%$$

其中

$A$  = 公司每股税后纯收益 \* 类似公司最近 3 年平均市盈率

$B$  = 公司每股股利 \* 类似公司最近 3 年平均股利率

$C$  = 最近期每股净值

$D$  = 预计每股股利 / 1 年期定期存款利率

#### 3、市盈率法

计算公式为:

新股发行价 = 每股税后利润 \* 发行市盈率

$$\text{每股税后利润} = \frac{\text{发行公司当年预测利润}}{\text{发行前股本} + \frac{\text{本次公开} \times \frac{12 - \text{发行月份}}{12} \times \text{发行股本}}$$

在上述三种方法中, 类比法关注同类公司在某一时期的市场价格, 注重同行业公司股价的可比性。综合法在台湾广泛运用。市盈率法为我国一直以来所采用。

过去, 我国新股定价普遍按上年每股收益 \* 15 倍左右市盈率计算, 带有一定的计划色彩。2000 年以来, 随着一级市场改革力度的加大, 新股发行定价方法有所改变, 从诚志股份、波导股份试行超额认购倍率法到闽东电力的荷兰式竞价发行, 令人目不暇接。总的趋势是发行价格上扬。但仍可用市盈率加以概括, 只是市盈率倍数大幅提高。2000 年 1 至 8 月, 沪深两市共发行新股 77 家, 其中发行市盈率在 35 倍以上的达 14 家。

2001 年 3 月, 新股发行明确规定由审批制改为核准

制, 中心内容是在取消额度限制的情况下放开发行价格, 由券商与企业协商设计价格区间, 向基金、机构投资者询价, 再根据市场供求关系和申购情况确定最终发行价。这样, 原来就变着法子想多圈钱的公司, 一个个借着市场的东风, 尽可能地把发行价定高。第一家在核准制下发行的“用友软件”, 以 36.88 倍的溢价比例, 68.69 倍的市盈率, 刷新了中国股市一级市场定价的历史记录, 筹资 9.17 亿元, 与过去 15 倍市盈率相比, 多筹资 7.17 元。按我国现行规定, 新发行溢价收入计入资本公积金, 可直接计入股东收益, 提高每股净资产。由于资本公积金的主要作用在于增强公司稳健发展的防御能力, 只能用于两个方面: 一是弥补亏损, 二是转增股本。这两个方面的作用对上市公司来说都是至关重要的。在高溢价发行后企业手上拥有大量资金的基础上, 万一以后经营不当出现亏损, 通过转增股本便可扩大再融资的能力, 为从股市圈钱提供了更好的条件。对某些财务状况不佳的企业来说, 新股发行还可创造大量的现金流入, 增加短期偿债能力, 应付当前的债务危机。

### (二) 配股及增发价对公司持续发展能力乃至生存能力的影响

配股及增发均属再融资行为。在我国, 已上市公司如果有符合国家产业政策、能产生经济效益的项目, 可向管理部门提出配股或增发申请。为了确保配、增资金能产生较好效益, 我国对再融资条件一直有着明确的要求。最初的配股条件是: 近 3 年净资产收益率在 10% 以上, 配股间隔时间为 12 个月, 配股比例不大于 30%。然而, 在实际操作中管理层屡屡放宽条件, 降低门槛。例如: 配股条件中最硬的一款“净资产收益率在 10% 以上”改为“年均 6% 以上”; 对已上市高新技术公司的配股融资, 还将净资产收益率的 3 年平均值下调 1 个百分点, 并降低其下限, 配股比例增至 100%, 配股距前次发行间隔时间不受限制。近几年来, 为给国有企业走出困境提供方便, 面对许多连放宽了条件都达不到要求的上市公司, 1998 年管理层又推出了限制更少的增发方案。一时间, 配股增发此起彼伏, 再融资热潮风起云涌。当然, 不管是配是增, 主要目的在于多筹资金, 这又不得不牵涉到一个极为关键的价格问题。

长期以来, 我国在配股增发的价格确定上主要有三种选择: (设  $A$  为配股或增发价)

1、中间价法:  $A = (\text{市价} + \text{每股面值}) / 2$

2、市价折扣法:  $A = \text{市价} \times \text{折扣率}$

3、净资产倍率法:  $A = \text{净资产溢价倍数} \times \text{每股净资产}$

上述三种方案, 无不与股票的二级市场价格密切相关, 但定价法不同, 配股或增发效果差异甚大。例如, 某公司股票在确定配股或增发时的市场价格为 15 元, 如果按中间价法,  $A$  为  $(15 + 1) / 2 = 8$  元; 按目前通用的 10% 折扣率, 则  $A$  为  $15 - 15 \times 10\% = 13.5$  元; 采用后一种方案, 每股可多融资 5.5 元, 这是目前最常见、(下转 P23)

有的只是外科手术式的诊断,有的是住院治疗式的“短期项目合作”,还有的是顾问医生式的“品牌里程管理”。特别值得一提的是有的企业一味追求品牌外在的名誉,却忽视了品牌大厦的根基——品质建设,因而最终导致大厦倾覆。如国内曾有一些企业对自己的产品通过独特的营销手段,一度成为市场上同类产品的领头羊,短期内树立了一定的品牌影响,但随后因品质问题,招致大量消费者投诉,最终退出市场。对于品质建设必须遵循它的成长规律,常抓不懈,常创常新,才能不断打造高品质的产品,才能确保品牌大厦有强大的支撑,才有可能打造优势、长寿品牌。

### (三)提升品牌价值

品牌是企业与消费者的无形纽带,它的价值判断,依次取决于它的五个层面:知名度、认知度、认可度、美誉度、忠诚度。品牌所处层面不同,其价值也就不同,品牌的最高境界无疑是满意的消费者忠诚度。消费者的忠诚度体现在他多次购买行为中表现出非此不可的鲜明态度,这是至关重要的,它不仅是企业利润的来源,而且是衡量品牌价值的重要指标。所以,企业要把忠实消费者看作自己的市场资源,有了这个资源,市场份额就会不断扩大,企业利润就会源源不断。要建立消费者对品牌的忠诚,企业首先要对消费者忠诚,把消费者看作是自己至亲至爱的人。品牌的价值不但在于向企业以外的人传达企业品牌的健康状况和发展态势,更重要的是向企业的内部员工传达企业永续经营的信念,激励员工与企业共

同成长的信心和为企业服务的荣誉感。

### (四)强品牌效应

我国的企业在进行品牌经营过程中,要看到当今市场上的一种新趋势,国际上的领先品牌通过将生产特色而集中精力运作品牌获取高额利润。众多的大集团公司依靠输出品牌来谋取高额利润。品牌已成为企业拥有的最大无形资产,是节约企业市场活动费用的有效手段,是增加企业收入的核心要素,是市场竞争优势的代表。品牌带给消费者的是超过产品本身的满意感,品牌效应形成了消费者对于产品的忠诚。

### (五)创新品牌文化

品牌的内涵就是企业文化,市场最高层次的竞争是文化竞争。文化竞争是一个企业的灵魂,是一个企业的精髓,是企业品牌的光环。重视文化建设,提高文化品位,以文化品位来塑造企业形象,展示企业品牌,以文化氛围来凝聚消费者,吸引消费者,这才是真正需要在市场上树立的竞争形式。因此,企业实施品牌战略,必须注重培养和塑造自身独特的企业文化,企业文化通过品牌将视野扩展到整个文化领域,以对内增强凝聚力,对外增强竞争力,并不断将其转化为资产。市场瞬息万变,需求不断更新,要求品牌文化不断创新,品牌不断创新,这样才能使企业充满生机活力,永葆青春。

(责任编辑:刘寒辉)

(上接 P16)最有利于上市公司,也是最增加市场风险的一种方案。问题的关键还在于:由于市价是随时变化的,有配股或增发意愿的公司完全可以在一段时间内通过多种手段报高股价,从而在有利的市场环境中实现高价再融资的目的。这在我国股市中已是不争的事实。据统计,2000年,沪深两市共有184家公司实施了配股或增发。筹集资金740亿元,与1997年股市应声而跌的300亿元额度相比增加了146.7%,其中还不包括新股发行在内。2001年1至7月,有106家通过上述方式再融资,其中增发15家,配股91家。因定价太高,一半以上公司股票的股价跌破增发价,29家配股公司配股当日即跌破配股价。

如果公司确因良性发展而需要资金,再融资也未尝不可,但许多公司仅仅是利用制度缺陷为融资而融资,圈完钱后,又把钱回流股市炒股牟利。有关统计资料表明:在沪深两市已实施再融资的公司中,曾经或现在戴上ST帽子的公司有59家,55家2000年年底出现亏损,2000年刚实施再融资的公司中,有40%在2001年年中出现亏损。可见,配股或增发已成为许多公司摆脱困境的重要手段。

## 四 结论

通过以上分析可知,尽管公司价值在很大程度上决定着其股票的定价,但其股票价格对公司价值也有着明显的反作用,它不但直接影响公司的净资产、财务状况、公司的持续发展能力乃至生存能力,而且对公司的分配方案等重大决策也有着至关重要的影响。因此,应当采取有关措施来调整股票价格,比如制定合理有效的新股发行价格估算办法,甚至使用行政手段来统一制定低市盈率;严格配股、增发制度,完善信息披露制度等,从而使股票价格能真实而有效的反映其公司价值。

### 参考文献

- [1] 汤姆·科普兰. 价值评估—公司价值的衡量与管理[N]. 电子工业出版社, 2002.
- [2] 傅依 张平. 公司价值评估与证券投资分析[N]. 中国财政经济出版社, 2001.
- [3] 孙国茂. 公司价值理论与股票定价[J]. 经济动态, 2002, (2).
- [4] 王蕾. 论股票价格的回归[J]. 经济与法, 2003, (2).

(责任编辑:李珍萍)