

公司价值解析

张志强¹ 肖淑芳²

(1. 中国人民大学, 北京: 100872; 2. 北京理工大学, 北京: 100081)

摘要: 作者认为, 相对于其重要性而言, 关于公司价值尤其是其定量方面的研究很不充分。作者在总结前人的研究, 建立了公司价值的定量描述模型, 分析了公司价值增长的类型, 说明了内部融资和外部融资下公司价值的不同, 进而解释了上市公司普遍存在的“规模偏好”和“圈钱偏好”。

关键词: 公司价值; 公司价值最大化; 资金成本; 投资收益。

中图分类号: F270

文献标识码: A

文章编号: 1009-3370 (2003) 01-0076-03

一、价值目标解析

从19世纪到20世纪, 经济领域有两个重大变化, 一是公司内部出现了所有权与经营权的分离, 二是证券市场通过发展走向成熟, 并成为公司融资的重要渠道。在这种情况下, 公司所有者(股东)的财富已经不直接体现在公司的经营利润上, 而是体现在自己手中持有的公司股票的价值, 即直接取决于公司股票价格的高低。在证券市场上, 公司未来的利润前景好、风险小, 投资者就愿意购买和持有其股票, 从而推动公司股票价格上升; 相反, 公司未来的利润前景不好、风险大, 投资者就更有可能抛售(或卖空)其股票, 从而使公司股票价格下降。

证券市场的发展带动了整个资本市场的发展, 包括公司购并在内的各种资本运作手段的运用日益频繁。从而, 即使非上市公司的股东也会从公司价值升值获得利益。而非上市公司的价值变化机理实际上与上市公司一样, 与公司利润前景正向相关, 与公司风险状况反向相关。显然, 价值目标全面反映了公司经营的收益与风险、短期与长期的状况。于是, 价值最大化自然地取代了流行于19世纪的利润最大化而成为公司的根本目标。

这里的价值究竟指什么?

典型的观点有两种。一种认为, 这里的价值就指股权的价值, 因而价值最大化的目标也就等同于股东财富最大化, 进一步等同于公司股票价格最高化。另一种观点认为, 这里的价值是指公司的总价值, 包括公司股权的价值和债务的价值。

从法律特征看, 股东对公司价值的要求权在债权人之后, 因此, 只要追求股权价值最大化, 自然也就保证了债务价值和公司总价值的最大化。然而, 现代公司治理理论认为, 在公司股东和债权人之间的博弈中, 由于法律上的权利义务划分, 股东处于优势地位, 而债权人处于弱势地位。股

东控制下的公司通过财务运作(投资、融资、并购、重组等)可以相对增大股权的价值, 而相对降低债务的价值。因此, 公司追求股权价值最大化的同时, 不但未必能保证公司总价值的最大化, 而且可能损害债务的价值。这一理论也为现代公司治理的实践所证实。

迄今为止, 由于现实中一再出现公司股东(特别是大股东)利用特权侵害其他团体利益的情况, 似乎公司价值最大化的观点在理论上和道义上占了上风。而在实际中(法律、政府政策、公司决策), 所谓的股东至上主义仍然有稳固的地位。作为财务领域的普通学者, 我们也偏好公平与均衡, 因此赞成公司价值最大化的观点。

二、公司价值模型

从准确意义上讲, 价值是一个定量的概念。因而, 只有通过建立数量模型才能发现和深入理解公司价值增值中的各种问题。

如上所述, 价值全面反映了公司经营的收益与风险、短期与长期的状况。成熟的理论表述为: 公司价值等于公司能够创造的未来现金流量的现值总和。用模型表示如下:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{C_t}{(1+K)^t} \quad (\text{模型 1})$$

t = 未来第 t 年, 现在为第 0 年。

C_t = 第 t 年的现金流量。

K = 资本成本, 随着风险的增加而增大。

显然, 公司价值随着未来收益 C_t 的增加而增大, 随着风险的增加而减少。这一模型可以称为公司价值的基本模型。注意这里的现金流量 C_t 必须是公司现金流量, 而不是股权现金流量。应该包括利息和本金现金流量在内, 如果简单地用税后利润或税后利润加折旧代表, 得出的就是股权的价值, 而不包括债务的价值, 因而不是整个公司的价值。

在上述基本模型的基础上, 公司价值研究学者沿着两种思路建立更为具体的价值模型。一种思路是划分公司价值增长的阶段, 分阶段描述公司价值的组成。另一种思路是划分公司的业务类型, 分业务类型描述公司价值的组成。

前一种思路的研究成果较为成熟的有公司价值的两阶段模型。具体形式如下:

$$\text{公司价值} = \sum_{i=1}^{m+n} \frac{C_i}{(1+K)^i} + \frac{C_{n+1}/(K-g_n)}{(1+K)^n} \quad (\text{模型 2})$$

$n =$ 可以逐年预测现金流量的时间长度(年)。

$g_n = n$ 年之后公司现金流量的永续年增长率。

其中 $C_{n+1}/(K-g_n)$ 代表公司在满 n 年时的价值。

在后一种思路的研究成果中, 较为成熟的是将公司价值看作是当前业务价值和未来业务价值之和。具体形式如下:

为简化分析, 假设目前业务创造的现金流量每年都是恒定的, 比如为 C , 并且可以永远延续, 则目前业务的价值为:

$$V_1 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{C}{(1+K)^i} = \frac{C}{K}$$

设想公司未来第 t 年有一次业务机会, 投资为 $I(t)$, 收益率为 r , 因此年现金流量为 $rI(t)$, 由此带来的价值增值(即净现值)为

$$\frac{I}{(1+K)^t} \left[\frac{rI}{K} - I(t) \right] = \frac{I}{(1+K)^t} \left[\frac{r-K}{K} \right] I(t)$$

将上述模型一般化, 设想公司未来第 1 年到第 n 年的业务机会, 收益率都为 r , 有业务机会时投资为 $I(t)$, 没有业务机会时投资为 $I(t) = 0$, 由此带来的价值增值(即净现值)为:

$$V_2 = \sum_{i=1}^n \frac{I}{(1+K)^i} \left(\frac{r-K}{K} \right) I(t)$$

因此, 公司总价值为

$$V = V_1 + V_2 = \frac{C}{K} + \sum_{i=1}^n \frac{I}{(1+K)^i} \left(\frac{r-K}{K} \right) I(t) \quad (\text{模型 3})$$

三、公司价值类型

根据上面得出的模型 3, 可以将公司按照价值增长类型做如下分类:

1. 维持型公司: $I(t) = 0; V = C/K$

公司没有未来的业务机会, 只是通过折旧基金不断恢复原有业务的生产能力。因此, 当前业务的价值 C/K 也就是公司的总价值 V 。

2. 增长型公司: $r > K; V > C/K$

公司有未来的业务机会, 在保持原有业务生产能力的条件下, 通过追加投资, 可以增大公司的总价值 $V > C/K$ 。

3. 扩张型公司: $r = K; V = C/K$

公司有未来的业务机会, 但这些业务机会的收益刚好够弥补追加投资资本的成本; 因此, 虽然公司有一次或多次追加投资, 公司的总价值没有增加 $V = C/K$ 。

4. 负增长型公司: $r < K; V < C/K$

公司有未来的业务机会, 但这些业务机会的收益很低, 还不够弥补追加投资资本的成本; 因此, 公司的追加投资减少了公司的总价值 $V < C/K$ 。

从概念上讲, 还有一种类型, 即 $I(t) < 0$, 这意味着公司除了没有未来的业务机会, 目前业务也会逐渐萎缩, 公司的折旧基金没有(或没有全部)用于厂房和设备的更新, 从而, 公司难以长久保持现有生产能力。在这种情况下, 当前业务现金流量 C 不可能永远延续下去, 因此, 公司的总价值 $V < C/K$ 。

综上所述, 在所有上述公司类型中, 只有第二种增长型公司通过追加投资, 可以增大公司的总价值, 即 $V > C/K$ 。其条件是公司一定要有净现值大于 0 ($r > K$) 的未来业务机会。

对于多数公司来说, 净现值大于 0 的未来业务机会并不是绝对的有或绝对没有。公司应该积极地寻找或创造业务机会, 在全球竞争的时代, 坐等机会无异于坐以待毙。为赢得未来发展的机会, 公司也许需要牺牲一定的当前利益。从上述模型看, 表现为 C 的减少, 或 $I(t)$ 增大从而 r 降低。比如, $I(t) < 0$ 和 $I(t) = 0$ 的公司, 可能公司目前处于夕阳产业。但是, 公司可以积极开拓其他行业的业务。也许这种开拓的难度会大于其他公司, 会在某种程度上影响目前业务, 但也不能轻易放弃。

从上述模型看, 扩张型公司的投资没有什么意义, 而最不可取的是负增长型公司, 这类公司选择的机会并不好, 却非要投资, 其结果不仅不会增加公司价值, 反而会减少公司价值。无论从理论上还是从直觉上看, 似乎这样的公司行为不可思议, 但实际上现实中, 这样的公司行为也不少见。其原因可以归结为公司管理者(决策者)的规模偏好。具体而言, 随着公司规模扩大, 公司管理者(主要是高层管理者)的地位和收入也将随之提高。因而, 即使拟投资项目的净现值为负值, 公司最终的决策也可能是接受。下面通过模型做更为深入具体的分析。

四、外部融资与公司价值

在推导上面的模型时, 我们假定第 t 年的投资机会需要投资为 $I(t)$, 如果 $I(t)$ 是通过公司内部融资解决的, 则公司总价值就如同模型 3 所示, 说明公司价值的增值等于投资项目的净现值。但如果 $I(t)$ 是通过外部融资解决的, 公司价值的增值应该等于投资项目的总价值, 即等于投资项目的净现值再加上投资额 $I(t)$, 则公司总价值应该为:

$$V = \frac{C}{K} + \sum_{i=1}^n \frac{I}{(1+K)^i} \left\{ \left(\frac{r-K}{K} \right) I(t) + I(t) \right\}$$

整理可得

$$V = \frac{C}{K} + \sum_{t=1}^n \frac{I}{(1+K)^t} - \left(\frac{r-K}{K} \right) I(t) + aI(t) \quad (\text{模型 4})$$

当然,现实中,公司新投资项目的资金可能有一部分来自于公司的留存收益。设在总投资中,外部融资的比例为 a ,则留存收益的比例为 $(1-a)$,公司价值为:

$$V = \frac{C}{K} + \sum_{t=1}^n \frac{I}{(1+K)^t} \left\{ \left(\frac{r-K}{K} \right) I(t) + aI(t) \right\}$$

整理可得

$$V = \frac{C}{K} + \sum_{t=1}^n \frac{I}{(1+K)^t} \left\{ \frac{r-K+aK}{K} I(t) \right\} \quad (\text{模型 5})$$

五、公司的规模偏好与外部融资偏好

在项目现金全部通过外部融资解决的情况下,根据模型 4,公司价值增长的条件是: $r/K > 0$

已知 $K > 0$,只要 $r > 0$,上式一定成立。这意味着无论公司选择项目的收益率多么低,只要项目经营不亏损($r > 0$),在采用外部融资的情况下,公司价值总会增长。

因此可以说,管理者在选择投资项目时,最低界限为 $r = 0$ 。低于这一界限,就将危及自己的地位和利益。不难判断, $r = 0$ 意味着项目的营业利润为 0,即在不考虑投资成本,只考虑运营成本的情况下,项目处于盈亏平衡。显然,这时净现值为负。

在项目现金部分通过外部融资解决的情况下,根据模型 5,公司价值增长的条件是:

$$\frac{r-K+aK}{K} > 0$$

已知 $K > 0$,只要 $r-K+aK > 0$,上式一定成立。这意味着 $r > (1-a)K$,因为 $1-a < 1$,根据上式可知, r 可以小于 K 。而在 $r < K$ 时,净现值肯定为负值。所以,尽管净现值为负值,只要项目经营期间的收益率 $r > (1-a)K$,就可以保证公司价值增

长,从而管理者地位稳固,收入上升。

观察上述约束条件 $r > (1-a)K$, a 越大,约束越弱;当 a 取最大值 1 时,约束最弱,约束条件变为 $r > 0$,与完全采用外部融资时的约束条件一致。由此可以理解我国上市公司普遍存在的强烈的外部融资偏好。据统计,经过初始发行、配股、增发,一次次“圈钱”,我国上市公司普遍有数以亿计的闲置资金。当然,在这种情况下,普遍的半公开或不公开的委托理财也同样可以理解了。

在上面的分析中,对于外部融资,我们并没有区分股权融资还是债务融资。在实际中,虽然理论上讲股权资金的成本高,从而 $r > (1-a)K$ 的约束更强,但当外部融资比例很高(a 很大)时,股权资金的相对高成本影响已经不明显,而且由于监管方面不完善,公司对股东(特别是小股东)可以不负应有的责任,而债务融资需要到期还本付息,公司有明显的财务上的压力。由此决定了我国上市公司有强烈的股权融资偏好。

上面的分析还表明,公司的外部融资偏好与规模偏好是相辅相成的。由此也可以解释非上市公司中普遍的多元化战略(跨行业经营)。在所有权与经营权分离的情况下(国营经济和部分民营经济),公司规模越大,对管理者越有利。从经营角度看,单一业务的规模扩大较为困难,而通过增加业务扩大规模则较为容易。根据上面的模型分析,通过外部融资进行新业务的投资则更容易保证公司价值的增长(净现值为负也可以)。由此决定了我国上市和非上市公司都有强烈的多元化经营偏好。

实际中,由于管理者有有限的任期,实际上管理者只要保证在其任期内公司价值上升即可。从数量上讲,即在其任期内,项目的亏损现值总额小于项目的投资(外部融资)总额即可。这显然会放宽约束。另一方面,管理者可能会忽略小股东的利益,但可能不得不想办法保护大股东的利益,即要保住大股东投资的价值,这显然又将加强约束。

参考文献:

- [1] T. E. Copeland, T. Koller and J. Murrin. Valuation: Measuring and managing the value of companies [M]. New York: John Wiley & Sons, 1990.
- [2] Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm[J]. Journal of Financial Economics, 1985, 14.
- [3] D. J. Peters. Valuing a Growth Stock[J]. Journal of Portfolio Management, 1991, 17.
- [4] Bradford Cornell. 公司价值评估 [M]. 华夏出版社, 2001 年 1 月.
- [5] Aswath Damodaran. 投资估价 [M]. 清华大学出版社, 1999 年 4 月.
见 Aswath Damodaran, Damodaran On Valuation, 149, John Wiley & Sons, Inc., 1994.

(下转第 83 页)

应重视积累性发展,做到薄积厚发。

第四,创新特别是突破性创新的诱发物是经营危机,也受技术、竞争或规则转变的影响,中小企业在受此影响时常常只是穷于应付,事实上这既是挑战也是机遇,被动应付环境的动荡将很难取得成功。尽管中小企业受危机影响更甚,但其也只有更积极主动地进行创新以重塑市场,这样它们必将取得更大的成功。

第五,企业以前的成功常给创新带来困难,因为以前的成功带来的复杂的结构和系统常使计划中的创新与变革实施起来更加困难,成本更高,时间花费更多,这种对变革抵制的结

构上的惰性也是中小企业持续发展的大碍。造成创新困难的另一方面原因来自于企业的历史,它常与目前的战略、文化等结合起来,抑制企业创新,这就给中小企业的文化建设带来了新课题。

第六,对中小企业而言,其管理者激发创新和效率的能力是至关重要的,这是判断组织在长期内取得成功还是遭受失败的一个重要因素。

由这些也可看出,创新对于中小企业而言也是一把双刃剑,事实也确如此,现实中并没有万全之策,中小企业要先想发展壮大必须克服这些磨难。

参考文献:

- [1] 史东明. 核心能力论[M]. 北京: 中国人民大学出版社.
- [2] 迈克尔·波特. 未来的战略[M]. 四川: 人民出版社.
- [3] 仇保兴. 小企业集群研究[M]. 复旦大学出版社.
- [4] 张阳, 周海炜. 管理文化视角的企业战略[M]. 复旦大学出版社.
- [5] 尼古莱·J·福斯. 企业万能——面向企业能力理论[M]. 东北财经大学出版社.
- [6] 迈克尔·L·特施曼. 创新制胜[M], 清华大学出版社.
- [7] 巴顿. 知识与创新[M]. 新华出版社.
- [8] 德鲁克. 创新与企业家精神[M]. 海南出版社.

Innovating to Win—— A Competition Strategy for Small and Medium-Sized Enterprise

PENG Yong-tao

(Suzhou University, Suzhou:215021)

Abstract: Being the main body of economy in every country in the world, small and medium-sized enterprises face both opportunities and challenges in their development under the economic globalization circumstance. The mode of simply copying leads to only a blind alley, the mode innovation on the base of existing format, however fit well for the characteristic and demand for small and medium-sized enterprises for it serve as the driving force for their development.

Keywords: Small and medium sized enterprises; Copying and innovation; Competition strategy.

(上接第 78 页)

A View of the Company Value

Zhang zhi-qiang¹ Xiao shu-fang²

(1.Renmin University of Chna, Beijing:100872; 2.Beijing Institute of Technology, Beijing: 100081)

Abstract: This author analyses that in terms of its importance, research on the company value, quantificational aspect in particular is far from adequacy. By summarizing the existing findings, establishing quantificational models of company value and analyzing the type of increment, the author demonstrates the difference in the value between interior and exterior financing to explain the universal "scale tendency" and "immediate-currency-gaining tendency" among listed companies.

Keywords: Company value;The maximization of company value; Capital cost;Investment yield.