浅析股票内在价值评估

张 程
（云南民族大学 管理学院，云南 昆明 650031）

摘要：股票市场对一个国家的经济起着非常重要的作用。对市场经济国家而言，股票市场有利于企业融资和优化资源配置，同时也给股票投资者带来收益。揭示了企业内在价值的理论渊源，并探讨了可以用来进行股票内在价值评估的几个主要模型，并对如何完善股票内在价值评估提出了建议，意在帮助投资者正确评估股票的内在价值，以便作出投资决策。

关键词：股票内在价值；评估；模型

一、股票内在价值含义

股票的内在价值，是指由股份公司基本面所决定的本身所固有的价值。股票的内在价值是股票本身所固有的东西，股票的价格受到许多因素的干扰和影响。根据经济学理论，股票的价格会围绕着价值上下波动。我国股市仍然具有一定的有效性，即股票原来的价格、现在的公开信息和未来的信息都会对股票的价格形成一定的影响。反过来推理，股份公司现在所知道的基本面构成公司股票内在价值的重要组成部分，但在股票图形上所形成的主要趋势和变化，也将反映公司未来基本面可能发生的重大变化，虽然这些变化不能确定和知晓，但它也部分表明了股票的内在价值。[1]

二、股票内在价值评估的紧迫性

中国证券市场经过十几年的发展，规模从小到大，金融品种也越来越多，投资者可投资的对象由原来单一的银行存款变为银行存款、国债、企业债券、可转换债券、股票、认股权证等多种金融资产的组合。但金融市场风险与收益并存，尤其是目前中国证券市场上的股票由于历史原因及庄家的投机行为加剧了投资风险。如何保护中小投资者的利益，如何让投资者在投资中规避风险而取得较高的收益，就成为中国证券市场健康发展必须面对的现实问题。

对于中国证券市场的两大投资主体股票和债券来说，在目前的情况下，股票内在价值的评估更具迫切性，原因是中国的债券目前品种并不是
太多，尤其是风险较大的公司债，债券的主体是国债，作为中国的国库券到期还本付息一般来说不存在问题，可以说其信用风险为0，或者可以称其为无风险证券。因此，中国投资者在债券这一块的投资并不困难，评级结果利用率较低理解起来也就顺理成章。而中国股票市场的股票目前有一千多种，分布于不同的行业。不同行业的上市公司其政策环境、市场环境都不一样，同一行业的上市公司经营管理水平也不一样，即使是同一公司由于其环境和资本结构的变化也会导致其收益的大幅变化，因此，这些股票所面临的风险都不一样，投资者投资股票是为了取得收益，但是收益与风险是不可分割的，风险小收益也小。收益大，伴随的风险也大。由此可见，股票内在价值评估是必要的。[2]

三、如何完善股票内在价值评估

股票的内在价值，就是投资者对股票的未来收益进行评估得出的结论，即投资者根据对股份公司盈利前景、股票市场发展趋势等因素的预测、分析，对股票未来收益进行估计而得出的一种“理论价值”。评估股票内在价值的实际意义在于，揭示一种具有一定盈利前景的股票内在价值几何，为投资决策提供依据。

（一）企业股票内在价值评估模型

股票的内在价值明显地受投资者态度的影响，具体取决于下列不确定因素：

（1）公司今后的盈利水平及分红比例，即投资者在持有股票期间能够从公司取得多少股利收入；

（2）股票未来某一时期的市场价格水平，即投资者一旦卖出股票能够收回多少现金，其中包括从市场获得的资本利得；

（3）必要收益率（又称投资者期望收益率或贴现率），实际计算中通常用银行存款利率代替）的高低，通过它对以上两方面的未来收入流量进行贴现，以剔除货币时间价值。

1. 股票内在价值的基本估计模型

在上述因素中，若以Dt表示持有期各年的股利收入，Pn表示未来某一时期股票的卖出价格，k表示必要收益率或贴现率；假定持有股票几年，则当前股票的内在价值（股票现值）V0可表示为：

$$V_0 = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{Dt}{(1 + k)^n} + \frac{P_n}{(1 + k)^n}$$

（1）

此式表明，所谓股票的内在价值，就是投资者在持有股票的未来时期中所能接受的现金流量，它由股利流量和股息价格两部分组成。由于现金流量是未来时期的预测值，需要对它作贴现计算以反映货币时间价值的影响。经过贴现计算的股票内在价值，实际上就是股票未来全部收入流量的现在值。

如果持有者永不出售股票，即当n → ∞时，式（1）变为：

$$V_0 = \Sigma \frac{Dt}{1 + k}$$

（2）

式（2）是股票内在价值基本估计模型的另一种表达式。

由于出售股票是一个相对独立的特殊变量，而且理论上也可以证明，对未来某一时期的股利流量贴现加上对同一时期的股息价格贴现所得得到的股票价值，等于对未来所有时期的股利贴现后所得到的股票价值，即式（1）与（2）两者在理论上是等价的，为简便起见，后文的模型均不考虑出售股票因素，而以式（2）为基础展开分析。[3]

2. 股利折现增长模型

假定股份公司的股利按一个固定数额支付，去年、今年及未来若干年支付的每股权利相同，即：D0 = D1 = D2 = ...，股利增长率为零，则可建立股票内在价值的股利折现增长模型：

$$V_0 = \Sigma \frac{Dt}{(1 + k)^n} = D0 \Sigma \frac{t}{(1 + k)^n} = D0 \frac{1}{(1 + k)}$$

（3）

根据数学中无穷级数的性质，如果k > 0，有：

$$\Sigma \frac{t}{(1 + k)^n} = D0 \frac{1}{(1 + k)^n} = D0k$$

（4）

式（4）十分清楚地说明，股票价值与股利回报成正比，与贴现率成反比。

当以银行存款利率作贴现率时，若存款利率下降，则股票价值上升，必须导致投资者争相购买。股利增长模型是一种简单实用的股票内在价值估计方法。由于假定股利数额不变，不必作复杂的分析，运用式（4）就可以简便地判断一种股票当前的市价是偏高还是偏低，是宜卖还是宜买。[4]

3. 股利固定增长模型

如果股利不是固定增长，而是大致按一个固定比率增长，测算股票的内在价值首先需要对股利进行推算。设股利固定增长率为g，已知去年的股利为Do，那么今年及以后各年的股利为：

$$V_0 = \frac{D0}{(1 + k)}$$
\[ Dt = Dt - 1 (1 + g) = D0 (1 + g) t \ (t = 1, 2, 3, \ldots, \infty) \]

用 \( D0 (1 + g) t \) 置换式（2）中的 \( Dt \)，则股利增长模型如下所示：

\[ V_0 = \sum t = 1 D0 (1 + g) t (1 + k) t \]

\[ = D0 \sum t = 1 (1 + g) t (1 + k) t \quad (5) \]

\[ \sum t = 1 (1 + g) t (1 + k) t = 1 + gk - g \]

此股利增长模型可简化为：

\[ V_0 = D01 + gk - g = D1k - g \quad (6) \]

式中，\( k > g > 0 \).

即必要收益率必须始终高于股利增长率，且两者均必须大于零。如果 \( k < g \)，股利增长率高于必要收益率（即投资者期望收益率），则股票总是买不到，股票市场根本不存在，式（6）也不能成立。另一方面，必要收益率显然不会被定为零或负数，而股利增长率如果为零，式（6）就变成（4）。由此可见，股利增长模型实际上是股利增长模型的一个特例（当 \( g = 0 \) 时）。虽然在现实中，股利增长率存在着比零小（负增长）的可能性，但在股票价格的估计中一般不予考虑，否则就谈不上“投资股票就是投资未来”了。式（6）表明，在股利按固定比率增长的情况下，股票价值的高低取决于当年股利额 D1，必须收益率 k 和股利增长率 g 三个因素之间的数量关系。首先是 k 与 g 之差，k 越小，g 越大或越接近于 k，两者的差数越小，股票的价值越高；其次是 D1 与 \((k - g)\) 之比，在 \((k - g)\) 一定的情况下，作为股利增长基数的 D1 越大，股票的价值越高。[5]

（二）完善股票内在价值评估的建议

如何完善股票内在价值评估是我国证券市场面临的一个重要课题，也是当务之急，要解决股票内在价值评估问题，有必要做好以下几个方面工作：

1. 必须完善股票内在价值评估指标体系

认为对一个股份公司股份内在价值考察主要是从三个方面着手，即市盈率方面、股票未来收益贴现方面、公司相关财务指标方面。因此，可能对公司股价有影响而且可以量化的基本面的因素主要有九个方面，即盈利能力、偿债能力、资产管理能力、股本扩张能力、成长性、主营业务状况、行业、流通股、市盈率。以上九个方面的指标作为股票内在价值评估的指标体系，在目前中国证券市场的现状下，有其现实意义。其中盈利能力、偿债能力、资产管理能力、股本扩张能力、成长性、主营业务状况等六个指标是反映上市公司的经营业绩的，盈利能力可以用主营业务收入率、利润总额、总资产收益率、净资产收益率四个指标来反映；偿债能力应从长期和短期偿债能力来考虑，长期偿债能力可以采用股东权益比率和资产比率来反映，短期偿债能力可以采用流动比率和速动比率来反映；资产管理能力以总资产周转率、存货周转率和应收账款周转率三个指标来反映；成长性可以设立总资产增长率、主营业务收入增长率和净利润增长率来反映；股本扩张能力可以用每股净资产、每股公积金和每股未分配利润这三个指标来反映。

我国目前的上市公司有一千多家，它们隶属于不同的行业，而不同的行业整体经营业绩不同，因此公司所属行业对其经营业绩有很大影响，同时有的行业属于朝阳行业，有的行业属于夕阳行业，朝阳行业股票价格整体定位水平比较高，而夕阳行业股票价格整体定位水平比较低，因此有必要设置“行业”作为股票的内在价值评估体系的一个方面指标。

另外，我国上市公司的股票不能全部上市流通，如国家股和法人股，因此在二级市场上股票的价格受到公司的“流通股”规模的影响特别大，这从我国证券市场流通盘小的股票倍受追捧可窥一斑。因此，设置该指标作为股票内在价值评估的指标合理。但我国证券市场的国有股的流通问题要解决，其对股份内在价值的影响是不容忽视的，如这次国有股减持所带来的一些股票市场价格暴跌是有目共睹的。可见在分析某种股票内在价值的时候，既要观察其流通盘又要考察其总股本。

市盈率指标是衡量股票投资风险和价值的指标，在我国市盈率为多大才比较合理一是我国证券市场争论的焦点，也就是说多大的市盈率才具投资价值。一般来发国家的证券市场的市盈率多在十几倍，我们国家的证券市场作为发展中的证券市场其市盈率相对高一些也是合情合理的，国际证券市场的发展也证明了这一点。但具体到某一种股票，在通过市盈率分析其投资价值时，一定要结合该公司的发展潜力等方面进行综合研究。

市盈率 = 每股收益 / 每股市价

2. 做好股份公司信息披露工作

要保证股份公司披露信息的真实性，尤其是公司的财务报表，它是股份内在价值评估指标体系计算的基础，如果报表本身数字不真实，评估
的结果就可想而知了。而事实上我国证券市场信息披露存在很多问题，如在财务报表方面绝大多数公司都有作假行为，其极大地限制了投资者对各股票内在价值的判断。因此，规范股份公司的信息披露工作迫在眉睫。要做好该项工作，除了股份公司更多地为股东利益为出发点，加强自律之外，还需要管理层加强监管，从而保障投资者的利益不受损害。

3．是要建立健全股票内在价值评估的模型

股票内在价值评估的一般公式是

$$V = \sum t = 10D_i (1 + k) t$$

其中：$$D_i$$ 为该股每年派发的股利，$$t$$ 为时间，$$k (k > 0)$$ 为贴现率。

$$D_i = P_i \cdot E_t$$

式中 $$P_t$$ 代表股利支付率，$$E_t$$ 表示年每股收益。

根据该公式，一些机构已经建立起了多元增长模型、行业周期增长模型、等周期增长模型等股票内在价值评估模型。由于这些模型比较复杂，利用这些模型对股票内在价值进行评估应由专门的评估机构来完成。为了解决投资者的难题，根据中国证券市场的特点，本研究所采用的评价方法具有一定的科学性。

4．要考虑国际经济环境和经济周期

在不同的国际经济环境和经济周期不同阶段各行业的股票在市场上的表现相差甚远。如目前美国、欧盟、日本三大经济体经济发展出现不同程度的波动，带来全世界股票市场股票价值的重新定位。目前中国股票市场虽然在 2002 年 6 月 24 日停止国有股减持但并未带来股市的上扬，与中国现在所处的经济阶段是分不开的。

5．要建立完全独立的评估机构

目前已经有许多机构利用上述模型来进行投资的决策。由于一般投资者不重视对公司未来盈利能力的分析，机械的用过去的业绩代替未来的业绩，从而对股价判断失误，机构往往利用这一点来达到其控制股价的目的。所以有必要建立一家完全独立的评估机构，其本身不参与证券市场的投资，致力于股票内在价值的分析研究，向所有股东公平地提供股票内在价值资料，只有这样，才能保证中国几千万户股民的真正利益，才能保证中国股市健康稳定地发展。

如果投资群体的股票投资素质不高，要想有一个发达的、成功的证券市场是不可能的，因此中国证券市场的管理要有致力于股民股票投资素质的。

四、结论

事实上，对股票的内在价值进行评价的目的主要是指导投资者进行正确的投资。根据价值规律理论，商品的价值决定其价格，价格围绕价值而波动。因此，就股票投资来说，当其在证券市场上价格高于其内在价值时，投资者就会卖出该股；相反，投资者就会买入该股。影响股票内在价值的因素很多，这些因素对其发生影响的方式也非常复杂。

1．股票价格定价是现代经济学的重要内容，学术界的专家学者都致力于这方面研究。但由股票运动的复杂性和金融数学的滞后性，现阶阶段没有出现令人满意的股票定价理论和方法。

2．在实践中，选择价值被低估的股票进行投资，是国外成熟市场规律和我国证券市场发展的必然趋势，正确估算股票的投资价值具有极其重要的现实意义。

3．投资者在选择股票时，尽量回避新上市的股票，大幅炒作过的股票、业绩不稳定的股票，这些股票的股价定价具有很大的波动性和假象。

4．对于其他不同类型的股票，需要重新模型，模型类似，参数不同。

5．按该模型所预测的股票内在价值，是相对的，随时间和信息的变化其价值也会发生改变，但投资理念和模型不变。

[参考文献]

[1] 格里·格瑞：《股票价值评估》[M]，北京：中国财政经济出版社，2004。


[3] 申文高：《股票内在价值的估计模型的研究和应用》[J]，经济理论与实践，2000，(6)：54～56。

