

学校编码: 10384

分类号 _____ 密级 _____

学 号: 15520061150957

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

中国上市银行的价值分析和估值研究

Study on Value Analysis and Valuation of Listed
Banks in China

胡彦君

指导教师姓名: 纪益成 教授

专业名称: 资产评估

论文提交日期: 2009年4月

论文答辩日期: 2009年5月

学位授予日期: 2009年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2009年4月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（）课题（组）的研究成果，获得（）课题（组）经费或实验室的资助，在（）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

在市场经济体制和资本市场逐步完善的过程中,价值评估理论和方法成为人们日益关注的热点问题。随着我国上市银行的价值评估理念在银行管理和投资分析中的推广和应用,选用恰当的价值评估方法的重要性不言而喻。本文通过介绍和总结目前的价值评估理论及方法,再结合我国上市银行的自身特点,重点研究股权自由现金流折现模型和经济增加值模型,结合基本面分析对国内上市银行进行估值,以期选择出适合于我国上市银行的估值方法及模型。

本文主要分为五个部分。本文首先讨论了本文选题的背景及意义,梳理了国内外相关的理论研究,并介绍了本文研究方法与角度。其次,论文论述了企业价值评估理论与模型,从企业价值的含义入手,探讨分析了影响企业价值的因素,详细介绍了评估企业价值的方法(例如成本法、市场法和收益法)及其相应模型。再次,在前文理论分析的基础上,从我国的资本市场环境和我国银行的特征性方面进行分析,论述了选择我国上市银行估值模型时受到的约束。在比较各种价值评估方法适用条件的基础上,得出收益法是当前约束条件下最适当的上市银行价值评估方法这一重要结论,其中又以股权自由现金流折现模型和 EVA 模型最为适合。最后,选取了兴业银行作为分析对象,选用股权自由现金流折现模型和 EVA 模型结合宏观经济、行业环境及公司基本面对其公司价值进行评估探讨,得到估值结果。根据结果,比较两种方法出现的差异,再分析其原因及改进方法,并给出相关建议。

关键词: 企业价值评估; 股权自由现金流; 经济增加值

ABSTRACT

In the process of consummating the market economy system and the capital market, the theories and the methods of the valuation become the hot topic which the people pay more attention day by day. With the valuation of listed banks in China concept promotion and application in the management and analysis of investment, choosing the suitable valuation method is very important. This thesis introduces and concludes the present theories and the methods of the valuation. Based on the characters of listed banks in china, we put the models of free cash flow of equity (FCFE) and economic value added (EVA) on emphasis. In order to choose the suitable valuation methods and models, we assess the enterprise value of listed banks in China with the reality.

This thesis has five parts. Firstly, it discusses the backgrounds and significances. Secondly, the thesis elaborates the theories and the models of the enterprise valuation. Beginning with analyzing the definition of enterprise value, the author discusses the factors which influence the enterprise value. And in this part, the enterprise valuation methods and the models are introduced in detail. Thirdly, on the foundation of theoretical analysis, carrying on the analysis from our country's capital market environment and the characters of the banks in China value aspect, the thesis elaborates the restraints on choosing the models which are used to evaluate the enterprise value of listed banks. Considering the condition of each valuation method, the author concludes that income approach is the most suitable to the constraints, especial the models of free cash flow of equity (FCFE) and economic value added (EVA). Finally, the thesis chooses Xing Ye bank as the appraisal subject. Thinking about the macro-economic conditions, the industry environment and the fundamental conditions of the appraisal enterprise, the author selects the models of free cash flow of equity (FCFE) and economic value added (EVA) to evaluate the enterprise value. According to the results, the thesis compares the differences of the two models. After comparison, the author tries to find the reasons to the differences and the methods to improve. At the same time, the thesis gives some suggestions in this thesis for further study.

Key Words: Enterprise Valuation; Free Cash Flow of Equity (FCFE); Economic Value Added.

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目录

第一章 绪论	1
1.1 选题背景及其研究意义	1
1.2 企业价值分析和估值理论研究综述	2
1.2.1 国外研究文献综述	2
1.2.2 国内研究文献综述	6
1.2.3 对中外文献的总结	9
1.3 本文创新之处与不足	10
第二章 上市银行的价值评估理论及模型	11
2.1 企业价值的定义	11
2.2 影响上市公司价值的因素	11
2.2.1 微观层面	11
2.2.2 中观层面	13
2.2.3 宏观层面	14
2.3 企业价值评估方法体系	14
2.3.1 各方法的原理	14
2.3.2 各方法的前提条件	15
2.3.3 各方法的适用性和局限性	15
2.4 企业及上市银行价值评估的基本模型	16
2.4.1 企业价值评估的一般模型	16
2.4.2 上市银行价值评估的基本模型	17
第三章 我国上市银行特性对估值方法及模型选择的约束	18
3.1 银行一般特性	18
3.2 上市银行的特性	20
3.3 银行价值评估方法适用性比较分析	20
3.4 上市银行价值分析及其估值模型的选择	26
第四章 我国上市银行的估值案例分析	31
4.1 我国银行业宏观经济环境分析	31

4.2 我国银行业发展前景.....	33
4.3 兴业银行基本面分析.....	35
4.3.1 兴业银行具有的优势.....	36
4.3.2 兴业银行的发展机会.....	39
4.4 兴业银行估值.....	40
4.4.1 股权自由现金流 (FCFE)	40
4.4.2 EVA 模型.....	44
4.4.3 两种估值模型差异分析与解决方法.....	48
第五章 结论及建议.....	51
5.1 结论.....	51
5.2 相关建议.....	51
[参考文献].....	53
致 谢.....	55

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Contents

Chapter I Introduction	1
1.1 Study Background	1
1.2 Review on Relevant Studies	2
1.2.1 Review on Foreign Relevant Studies.....	2
1.2.2 Review on Domestic Relevant Studies	6
1.2.3 The Conclusions of the Reviews	9
1.3 Innovations and Shortcomings	10
Chapter II The Theories and the Models of the Valuation of Listed Banks in China	11
2.1 The Definition of Enterprise Value	11
2.2 The Factors Which Influence the Value of the Listed Enterprise	11
2.2.1 Microscopic Perspective.....	11
2.2.2 Intermediate Perspective	13
2.2.3 Macroscopic Perspective.....	14
2.3 The System of Enterprise Valuation Methods	14
2.3.1 The Principles of Valuation Methods.....	14
2.3.2 The Prerequisite of Valuation Methods	15
2.3.3 The Constraints of Valuation Methods	15
2.4 The Basical Models of the Enterprise Valuation (the Common Company and listed banks)	16
2.4.1 The Common Models of the Enterprise Valuation.....	16
2.4.2 The Common Models of the Valuation of Listed Banks	17
Chapter III The Restraints on Choosing the Models	18
3.1 The Characters of the Banks in China	18
3.2 The Characters of the Listed Banks in China	20
3.3 Comparing the Methods of the Enterprise Valuation of Listed Banks ...	20
3.4 Selecting the Suitable Models to Evaluate the Value of Xing Ye Bank ...	26
Chapter IV The Example of the Valuation of Listed Banks in China	31
4.1 The Macroscopic Environment of the Bank Industry in China	31

4.2 The Prospects of the Bank Industry in China	33
4.3 The Analysis of Xing Ye Bank	35
4.3.1 The Advantages of Xing Ye Bank	36
4.3.2 The Opportunities of Xing Ye Bank	39
4.4 The Valuation of Xing Ye Bank	40
4.4.1 FCFE	40
4.4.2 EVA	44
4.4.3 The Differences of the Two Models and Solutions	48
ChapterV Conclusions and Suggestions	51
5.1 Conclusions	51
5.2 Suggestions	51
References	53
Acknowledgement	55

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 绪论

1.1 选题背景及其研究意义

我国银行可分为中央银行、商业银行和政策性银行。而商业银行又包括国有控股商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、农村商业银行和外资银行等,其中,有些商业银行是上市的商业银行,有些是非上市的商业银行。本文的主要研究对象主要是“上市商业银行”,在文中简称为“上市银行”。

2006年,我国加入WTO后银行业的过渡期结束,国内商业银行面对的竞争加剧。随着外资银行入股国内银行,加上商业银行之间的兼并、收购、资产出售、资产剥离、资产或债务重组和发行债券等活动日益频繁。这些经济活动的有效性无不取决于对银行价值评估的有效性。基于对上述问题的思考,本文拟对我国上市银行的估值方法进行探讨,期望能够得出在现存约束条件下最适合的上市银行的估值方法。

其次,根据有效资本市场理论,在一个有效率的市场中,股票的价格是公司内在价值的估计值,任何股票价格与公司价值的较大偏离是很少有的。但这种均衡只是一种理想的情况,现实股票市场中股票价格与公司价值永远处于一个动态的不均衡过程,股票价格常常偏离公司价值,但却迟早会向公司价值调整。本文试图采用最适合的价值评估方法找出我国上市银行的价值。

银行业是国民经济的重要组成部分,是金融体系的核心,关系着国家金融体系的安全与稳定。并且因为银行业与宏观经济密切相关,随着我国经济的持续快速发展,银行业的投资机会与投资回报将会越来越明显。另外,上市银行每年数次公布的财务报表也为分析它们的投资价值提供了便利条件。通过银行业上市公司公开财务报表所提供的各种数据,可以比较容易的研究它们的经营现状和盈利前景,做出合理估值以便做出投资决策。

从“银行是经营货币的特殊企业”的意义上讲,对银行的价值进行估值比对企业公司的估值更有难度。银行的一个主要资金来源是银行所筹集的存款,而不是从资本市场获得,与其他企业比较而言,这些存款的资本成本很难估算。因为贷款涉及到的一系列难以估计的风险,对外部人员来说,尽管有大量的规定要求

和信息报告披露，但是透明度依然不高，因此，贷款的质量难以确定。而且，贷款利率和资本成本之间的差额很小，估算资本成本时很小的误差也会造成银行价值估计的很大变动。

再加上我国资本市场还不完善，股市规模较小，容易受到政策干扰，反映信息效率低下，因此，与资本市场联系过于紧密的办法如市场法会遇到很多困难，影响研究的准确性，更增加了银行估值的难度。

因此在下面的分析中，本文将试图找到最适合我国上市银行估值的方法及其模型，结合基本面分析对国内上市银行价值进行评估，以期选择出适合我国上市银行的价值评价模式。

1.2 企业价值分析和估值理论研究综述

1.2.1 国外研究文献综述

（一）现金流量折现法相关文献

艾尔文·费雪的专著《资本与收入的性质》^①（1906年）第一次提出了企业价值评估理论。在专著中，费雪完整地论述了收入与资本的关系及资本价值的源泉问题，指出了资本的价值实质上就是未来收入的折现值，也就是未来收入的资本化。

费雪的另一部专著《利息率：本质，决定及其与经济现象的关系》（1907年），进一步分析了资本收入与资本价值的关系，使资本价值评估框架得到了进一步完善，奠定了价值评估理论的基石。并且费雪将其观点进一步发展，创立了现金流量折现模型，即 DCF 法。

然而费雪的现金流量折现模型存在着不足，即采取何种资本化率不太清楚。

著名理财学家莫迪利安尼和米勒发表的《资本成本、公司理财与投资理论》（1958年）对投资决策、融资决策与企业价值之间的相关性进行了深入研究。莫迪格莱尼和米勒首先系统地将不确定性引入到企业价值评估理论体系之中，精辟论述了企业价值与企业资本结构之间的关系，创立了现代企业价值评估理论。

^①朱锡庆，黄权国. 企业价值评估方法综述[J]. 财经问题研究,2004,(8): 58-61.

米勒和莫迪利安尼又在《商业杂志》发表的《股利政策、增长和股票价格》(1961年)分析了股利政策的性质。基于可靠的经济分析,他们提出了MM定理。1963年,他们对MM定理的适用性进行了探讨,提出了存在公司所得税状态下的企业估价模型,为企业估价理论的推广和应用奠定了坚实的基础。至此,现金流量折现法确立了它完整的理论框架。

此后,DCF法有了两个重大发展^②。一个重大发展是美国经济学家拉巴波特在其著作《创造股东价值》(1986年)将企业价值理论的研究向前推进了一步。在该著作中,他提出了自由现金流量估计模型,并且认为提高企业价值应以战略构造与分析入手,进行投资组合审查与资源配置,恰当地设计绩效评估方法与薪酬方案,使得管理者的利益与股东利益相一致。后来拉巴波特还提出了应用计算机程序进行DCF估计的模型,被称为拉巴波特模型。

它的另一个重要发展是将1990年威廉·F·夏普将资本资产定价模型(CAPM)用于对股权资本的计算,为确定折现率提供了更好的理论支持。对于加权平均资本成本问题,夏普认为与未来财务决策及其现金流量相关的是市场价值权数。虽然这增大了确定折现率的难度,但却提高了折现率与企业价值的相关程度。

然而DCF模型并非完美。在最近20多年时间里,它受到了很多学者的质疑。梅耶斯在《资本预算与资本资产定价模型》(1997)中认为DCF模型隐含地假设投资项目存在一个静态的预期现金流,同时DCF模型错误地将公司的贝塔值当作投资项目的贝塔值,且忽视了增长机会的价值。海尔斯和高文认为传统的DCF模型总是假设投资是可逆的,这一假定可能导致致命的错误。

霍德和瑞格斯在《风险项目评估的缺陷》中总结了DCF模型的三个缺陷,即不能很好处理通货膨胀的影响、使用单一的折现率不能反映复杂的风险状况、经理们往往不能认识到经营灵活性的作用。

(二) 剩余收益估价理论相关文献

传统的DCF模型在进行公司价值评估时都只考虑到未来现金流的影响,而不使用资产负债表和损益表上的数据,使这种方法的实用性大大下降。这种情况推进了学者们的继续研究。经济学家Alfred Marshall于1890年提出了“剩余收益”这一概念。剩余收益模型(RIM)又被称为EBO模型,最早是由爱德华兹(Edwards)和贝尔(Bell)于1961年提出来的,但并没有引起理论界多大的重

^②徐青. 西方企业价值评估方法研究综述[J]. 现代管理科学,2005,(7): 61-62.

视，沉寂了很长一段时间。美国学者奥尔森（Ohlson）在其文章《权益估价中的收益、帐面价值和股利》（1995年）中对这个方法进行了系统的阐述，建立了公司权益价值与会计变量之间的关系，使该方法重新得到理论界的重视。

该模型将公司价值表述为当前权益的账面价值以及预期剩余收益的贴现值总和。由于之前也有其他学者参与这一理论模型的研究，如 Edwards 和 Bell(1961) 及 Peasnell(1982)等，所以 Bernard(1994)将此模型称为 Edward-Bell-Ohlson 模型 (EBO 模型)。

在这以后，Feltham 和 Ohlson 两人又合作对 EBO 模型和以前的研究展开了大量的充实性工作，为资本市场的会计研究加入了许多新的元素。被充实了的模型后来广泛地被理论界所接受，并以两人的名字命名为 F-O 模型。

（三）经济增加值价值评估理论相关文献

经济增加值(EVA)是指去除企业投入经营的资产原值之后的市场剩余额。它由美国思腾思特管理咨询公司(Stern Stewart&Company)在剩余收益概念的基础上，吸收了 MM 理论在 20 世纪 80 年代提出的。1993 年 9 月 Tully 发表的《EVA：创造价值的核心》使得 EVA 的内容得到完整表达。奥尔森(1989, 1995)、费尔森和奥尔森(1995, 1996)对该方法进行的理论分析工作使得该方法的可信度日益增长。《财富》杂志还刊登了每年 Stern Stewart 公司计算的全美 1000 多家上市公司的 EVA，使其深深地影响了世界经济。

（四）实物期权定价理论相关文献

布莱克(Fisher Black)和舒尔斯(Myron Scholes)发表了《期权和公司债务的定价》(1973年)。在文章中，他们提出了 Black-Scholes 即 B-S 期权定价模型，给出了欧式股票看涨期权定价公式，对整个经济和金融领域产生了巨大的影响，为企业价值评估理论的进一步发展指明了方向^⑨。

1974 年罗伯特·C·默顿提出可将公司权益看作一个看涨期权，据此分析公司贷款的风险，象征着期权定价理论开始应用与资本预算及价值评估。1977 年，麻省理工大学的教授梅耶斯·C·斯图尔特率先提出了实物期权的概念，他将“实物期权”定义为实物期权者在进行投资的整个未来过程中所拥有或所创造出来的选择权。这种选择权是指决策者拥有能根据新信息的产生而相机决策的权利。80 年代末，以期权定价理论为指导的实物期权评估的研究进入鼎盛时期。在期权定

^⑨朱冰冰. 企业价值评估理论文献综述[J]. 商业经济,2008,(11):31-32.

价模型理论的基础上,1989年美国的 Kealhofer、Mcquown、Vasicek 三人共同创立 KMV 模型。该模型可以评估企业的价值,也可以用来计算信贷的违约率。

(五) 自由现金流量理论

自由现金流量 (Free Cash Flow, FCF) 最早是由美国西北大学阿弗雷德·拉巴波特 (Alfred Rappaport)、哈佛大学迈克尔·詹森 (Michael Jensen) 等学者于 20 世纪 80 年代提出的一个全新的概念。

詹森教授 (1986) 提出了自由现金流量理论,用来研究公司代理成本 (Agency Cost) 的问题。他将公司在“满足所有以相关的资金成本折现的净现值为正的项目所需资金后剩余的现金流量”定义为自由现金流量。

汤姆·科普兰 (Tom Copeland) 教授 (1990) 比较详尽地阐述了自由现金流量的计算方法:“自由现金流量等于公司的税后净营业利润 (Net Operating Profit less Adjusted Tax, NOPAT, 即将公司不包括利息收支的营业利润扣除实付所得税税金之后的数额) 加上折旧及摊销等非现金支出,再减去营运资本的追加和物业、厂房、设备及其他资产方面的投资。它是公司所产生的税后现金流量总额,可以提供给公司资本的所有供应者,包括债权人和股东。”

布拉福德·康纳尔 (Bradford Cornell) 教授、阿斯怀斯·达姆达兰 (Aswath Damodaran) 教授以及汉克尔 (K.S.Hackel) 在二十世纪 90 年代先后对自由现金流量做了深入的研究。

综上所述,不同的学者对自由现金流量不同的理解带来了繁多的自由现金流量的名称,如增量现金流量 (Excess Cash Flow)、剩余现金流量 (Surplus Cash Flow)、可分配现金流量 (Distributable Cash Flow)、可自由使用的现金流量 (Disposable Cash Flow) 等。但这些名称不同的自由现金流量的共同之处都是指在不危及公司生存与发展的前提下可分配给股东 (和债权人) 的最大现金额。现在,西方公司价值评估广泛地应用了自由现金流量法^④。

而金融企业价值评估经过一段时间发展,形成了一系列的理论和方法。1952 年,哈里·马克威茨给出可以进行资产风险与收益选择的模型,开创了现代投资定量分析 (数理分析理论) 的先河,其以均值—方差选择为基础的模型被称为马科威茨模型。斯蒂芬·罗斯于 1976 年给出资产套利定价理论 (ATP) 的模型。

Gerard Caprio, Luc Laeven, Ross Levine (2004) 研究了银行的所有权结构

^④王惠昕. 企业价值评估方法研究——现金流量贴现法[D]. 2004-07.

问题，但是它侧重于研究银行监管和法律对于银行价值的影响^⑤。

Aswath Damodaran 在《Investment Valuation》(2004)专门考虑到了金融服务公司的特点，考察了三种模型选择（传统的股利贴现、股权资本现金流贴现和超额报酬），并结合实例进行了应用。

国外上市银行的企业价值及评估理论主要分为两大类模型：（1）基于收入和资产的模型；（2）基于现金流的模型。总的起来，按评估的思路，这些理论可分为四类：第一类可称为资产价值法，是按企业的资产进行评估。这类方法认为企业的价值等于企业所拥有的资产的价值，据此进行价值评估。如帐面价值法，重置成本法等；第二类可称为市场法，是按同类企业的市场价格进行评估。如市场比较法、市盈率法；第三类可称为收益现值法，认为企业的价值等于企业未来收益流的折现值。这种方法需要对企业未来收益流，或者未来超额收益流进行预测，根据预测结果进行评估。如内在价值法、经济增加值法（EVA 法）、EBO 模型等；第四类就是期权估价理论，它是将定价理论应用于企业价值评估。其他各种价值评估方法都是由这四种基本方法组合变换而来。银行价值评估的方法主要是基于企业价值评估一般方法基础上，结合金融企业的特点对银行的企业价值进行评估。其最主要解决三个问题如何计算银行的资本成本、如何估计现金流，如何解决银行的调整性因素和限制因素。当然，在国外商业银行价值的估值中，其负债性质的核心存款，往往成为商业银行的重要无形资产并在其估值中考虑，甚至成为其价值的重要组成部分。

1.2.2 国内研究文献综述

随着全球经济化的发展和我国公司并购浪潮的兴起，近 10 年来，一些专家学者致立于公司价值评估理论与方法的研究，产生了许多研究成果，具体如下：

（一）对传统价值评估方法的剖析与修正

传统的价值评估方法主要包括成本法、收益法和市场法。许多专家学者纷纷从这些方法在其应用中存在的不足出发，不断完善和修正，从而得出了一系列的

^⑤郑鸣，林潘颖。我国商业银行价值创造能力研究——基于EVA的实证研究[N]。厦门大学学报，2006，（5）。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库