

学校编码: 10384

分类号 \_\_\_\_\_ 密级 \_\_\_\_\_

学 号: 15620061150978

UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

我国股份制商业银行价值评估方法探析

Discussion of Evaluation Methods of China's  
Commercial Banks

何 加 伟

指导教师姓名: 杜 朝 运 教 授

专 业 名 称 : 金 融 学

论文提交日期: 2 0 0 9 年 4 月

论文答辩时间: 2 0 0 9 年 月

学位授予日期: 2 0 0 9 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

改革开放以来，我国银行业取得了巨大的发展。与此同时，银行业也面临越来越多的挑战，需要我们不断推进金融深化改革的进程以促进银行业的健康发展。而随着金融深化改革的推进，涉及银行业的资本运作活动越来越多，价值评估则是资本运作的基础。另外，随着资本市场的发展，有关商业银行的估值体系也被赋予了更丰富的内涵。因此，商业银行价值评估是个重要且亟待解决的问题。

本文首先回顾了企业价值评估理论的发展历程，结合实务操作及理论研究对当前几种主要的商业银行价值评估方法进行了详细的分析和比较，分别指出各种评估方法的适用范围、特点及其局限性。接着本文从内部和外部两个方面对商业银行价值及其创造过程进行研究，最终提取了商业银行的规模、成长性、业务结构、管理水平及资产质量五个影响商业银行价值的因素，并分析了每个因素相对应的衡量指标。在理论分析的基础上，本文借鉴商誉及净资产法，选取了一组相对较优的指标组合，以总资产、净利润增速、净利息收入与净非息收入之比、成本收入比以及不良贷款率作为定量指标，以商业银行市场价值作为目标函数构建商业银行的价值评估模型，并选取2007-2008年我国10家上市银行作为样本对本文所建立的评估模型进行回归分析，估计并验证了模型的参数。本文研究表明，商业银行市场价值与总资产、净利润增速、净利息收入与净非息收入之比以及不良贷款率显著相关。

**关键词：**价值；评估方法；商业银行

## **Abstract**

Since the reform and open policy was put in practice,China's banking industry has gained a great progress.At the same time,banking industry is facing more and more challenge ,we should deepen the reform in finance field so as to keep the healthy development in banking industry.Along with the reform in finance field,there are more and more capital operations involved with banking industry,and evaluation is the base of capital operations.In addition to this,as the development of capital market,value evaluation system of commercial banks becomes more broader.Therefore,evaluation of commercial bank is an important problem crying out for solution.

Firstly, the paper reviews the development process of evaluation theories of enterprises.Based on practical operation and academic research,the paper discusses several main evaluation methods of commercial bank and analyses their applicable areas,advantages and localizations.Secondly,the paper analyses the value-creating process of commercial bank's value both internally and externally,chooses scale,growth,business structure,management and assets qualities as the main factors which influence commercial bank's value,and those factors can be measured by some financial targets.Based on academic research and the method of goodwill and net assets, the paper tries to find out the best targets portfolios,and takes total assets,growth rate of earning,the rate of net interest income and net other income,the rate of cost and income and the nonperforming loan ratio as measurable targets,takes market value of commercial banks as object funtion ,build a value evaluation models of commercial bank. At last,the paper does empirical study with sample data to research the models and estimate the parameters.According to the empirical study of the model built in the paper, market value of commercial banks are correlative with total assets,growth rate of earning,the rate of net interest income and net other income as well as the nonperforming loan ratio.

Key words : Value; Evaluation Method; Commercial Banks

# 目 录

绪 论.....	1
一、选题背景.....	1
二、研究意义.....	2
三、研究思路和主要内容.....	2
第一章 当前商业银行价值评估方法评析.....	4
第一节 企业价值评估理论概述.....	4
第二节 我国商业银行估值研究现状.....	7
第三节 当前银行估值主要方法及其特点.....	9
第二章 基于价值创造途径的商业银行价值评估分析.....	17
第一节 商业银行价值及其创造途径.....	17
第二节 商业银行价值创造的内部影响因素分析.....	18
第三节 商业银行价值创造的外部影响因素分析.....	23
第三章 商业银行价值评估方法改进.....	31
第一节 商业银行价值评估：商誉及净资产估值法.....	31
第二节 基于商誉及净资产估值法的改进.....	34
第三节 商业银行估值实证分析.....	37
结 论.....	39
附 注.....	40
参考文献.....	41
致 谢.....	43

# Content

<b>Chapter 1 Introduction</b> .....	<b>1</b>
<b>1.1 Research Background</b> .....	<b>1</b>
<b>1.2 Research Significance</b> .....	<b>2</b>
<b>1.3 Research Framework and Contents</b> .....	<b>2</b>
<b>Chapter 2 Analysis of Current Evaluation Methods of Commercial Bank</b> .....	<b>4</b>
<b>2.1 Summary of Evaluation Theories of Enterprise</b> .....	<b>4</b>
<b>2.2 The Status Quo Research on Commercial Bank Evaluation</b> .....	<b>7</b>
<b>2.3 Main Methods and Their Characteristic of Commercial Bank Evaluation</b> .....	<b>9</b>
<b>Chapter 3 Analysis of Evaluation of Commercial Bank Based on The Process of Value-Creating</b> .....	<b>17</b>
<b>3.1 The Value and The Process of Value-creating of Commercial Bank</b> .....	<b>17</b>
<b>3.2 The Internal Influence Factors Analysis of Value of Commercial Bank</b> .....	<b>18</b>
<b>3.3 The External Influence Factors Analysis of Value of Commercial Bank</b> .....	<b>23</b>
<b>Chapter 4 Method Amelioration of Bank Value Evaluation</b> .....	<b>31</b>
<b>4.1 The Method of Goodwill and Net Asset to Evaluate Commercial Bank</b> .....	<b>31</b>
<b>4.2 Method Amelioration based on The Method of Goodwill and Net Asset</b> .....	<b>34</b>
<b>4.3 Empirical Study of Bank Evaluation</b> .....	<b>37</b>
<b>Chapter 5 Conclusion</b> .....	<b>39</b>
<b>Annotation</b> .....	<b>40</b>
<b>Reference</b> .....	<b>41</b>
<b>Acknowledgement</b> .....	<b>43</b>

厦门大学博硕士学位论文摘要库



## 绪 论

### 一、选题背景

改革开放 30 年来，我国银行业取得了长足的发展：银行业整体实力持续增长，抗风险能力不断增强，公司治理状况明显改善，服务能力和水平日益提升，各类机构协调均衡发展。与此同时，我国银行业在不断对外开放中也面临越来越多的挑战，特别是当前面对金融危机的冲击，要求我们不断有效推进金融深化改革的进程，促进银行业健康持续发展。

随着金融深化改革的推进，涉及金融体系重组、国有银行改制上市和外资、民间资本进入银行业等事件日益增多，商业银行之间的并购、资产出售、资产重组等资本运作活动也将日益频繁。价值评估正是商业银行实施这些资本运作活动的基础。因此，如何评估商业银行价值是个重要且亟待解决的问题，它将直接关系到下一步我国金融业改革的顺利推进，关系到我国金融业的长远可持续发展。

目前，市场实务及学术文章中也不乏对商业银行价值评估的专项研究，但是，随着全流通时代的来临，市场估值体系出现一定的紊乱。造成中国资本市场当前估值混乱的冲击主要来自“大小非”减持，以及相应的“产业资本主导资本市场定价权”的理论——即产业资本对股票的估值比较低，而传统的基金、保险等金融资本必须放弃原有的估值方法和估值体系，向持有三分之二资本市场市值的产业资本妥协，按照他们的标准来给资本市场重新定价。诚然，全流通时代的到来不仅仅是对市场资金的需求和考验，更是市场结构的重新构建、投资理念的变革的过程。A 股市场经历了 2006 年 5 月份以来至 2007 年底的大牛市，却在 2007 年底至 2008 年 10 月急剧下跌，至今仍在反复盘整，其中很重要的原因就是市场估值体系的改变。随着全流通时代的到来，市场估值体系被赋予更为丰富的内涵，不再是简单的市盈率 (PE)、市净率 (PB) 和市盈率与净利润增速比率 (PEG)。估值体系逐渐与国际接轨，由相对价值估值走向绝对价值估值，股票投资与实业投资的评价标准日渐融合。

本文正是基于此背景，试图探讨商业银行估值的方法。

## 二、研究意义

近年来,随着中国资本市场的发展,国外有关企业价值的评估方法被广泛引入,其中包括现金流量折现法、市场比较法、期权评估法等等。国内对上述各方法的介绍和研究也较为深入,但主要是对各方法的普遍应用介绍和分析,而对像商业银行这类相对特殊行业如何运用价值评估方法的具体研究较少。

对商业银行价值评估方法进行研究,具有以下理论和现实意义:

1. 为各类投资者投资商业银行提供定价依据,并为商业银行各类外部利益相关者评估商业银行经营管理提供参考。

2. 价值评估有助于商业银行树立正确的经营目标,为商业银行进行战略计划和战略决策提供支持。

3. 为商业银行在资本市场的IPO提供定价决策依据。

4. 为金融监管机构评估银行业运行效率提供参考。通过准确评价商业银行价值,能为金融监管部门加强对商业银行运作的监管提供有效信息支持。

5. 优化资源配置的导向。高价值的资产会吸引各方面的资源要素投入,而低价值会使资源要素退出,资产价值的变化会相应引起资源配置的变化。

## 三、研究思路和主要内容

本论文试图在综合比较传统价值评估方法的基础上,通过分析商业银行价值评估体系及影响商业银行价值的内外因素,提出基于影响商业银行市场价值的5个指标构建模型来评估现阶段我国商业银行的价值的思路,在此基础上通过样本数据回归分析对模型参数进行估计检验。

在此研究思路下,本文总体上可分为五大部分:

第一部分,绪论。本部分主要提出论文的选题背景、研究意义以及研究思路和主要内容。

第二部分,当前商业银行价值评估方法评析。本章首先简要阐述了企业价值和价值评估的概念,并详细介绍了企业价值评估理论的发展历程。接着概述了理论及实务操作中对商业银行价值评估的研究现状,并介绍了几种主要的商业银行估值方法,着重分析这些方法的应用及其特点和局限性。

第三部分，基于价值创造途径的商业银行价值评估分析。本章首先阐述了商业银行价值及其创造途径，然后对商业银行价值形成的内外影响因素进行了深入分析，说明影响股份制商业银行价值的主要因素。

第四部分，商业银行价值评估方法改进。本章首先重点介绍了商誉和净资产价值评估法，接着提出基于商誉和净资产价值评估方法，从影响商业银行市场的5个因素中选取定量指标并以商业银行市场价值为目标函数建立估值模型，然后选取样本进行实证分析，估计并检验模型参数。

第五部分，本文结论及不足之处。

## 第一章 当前商业银行价值评估方法评析

### 第一节 企业价值评估理论概述

#### 一、企业价值和价值评估概念

金融经济学家给企业价值下的定义是：企业的价值是该企业预期自由现金流量以其加权平均资本成本为贴现率折现的现值，它与企业的财务决策密切相关，体现了企业资金的时间价值、风险以及持续发展能力。实际上，企业的价值有两个概念：账面价值和市场价格。账面价值可以视为会计准则核算的净资产，即总资产减去负债。市场价格是企业资本市场上交易（也包括非上市公司的兼并收购交易）的价格，它反映了企业未来的盈利能力。

价值评估是指在一定的假设条件下，运用金融、财务理论、模型与方法，对各种资产的价值进行评估的过程。企业价值评估即是对企业价值的认定和判断。

之所以选用价值指标来评估企业资产，主要有两方面原因。首先从本质上说，最大限度增加股东的财富是所有企业的基本目标，而价值是我们已知衡量股东财富的最佳指标；其次，价值是在具备完整的信息基础上才可进行判断的标准，用其衡量企业绩效相对每股收益、投资回报率等具有长远意义。

价值评估在许多方面可能存在争议，这些争议包括如何估计资产的真实价值和资产的价格在多长时间能够调整到其真实价值的水平。由于价值评估是一项复杂细致的工作，并且其是在一定的条件下进行的，由于市场环境、企业内在环境等方面是动态变化的，因此价值评估的结果是相对的、动态的，甚至可能是错误的。另外，价值评估也可能由于研究人员对相关因素的选择和判定不同而产生不同的结果，因此价值评估的结果只能是作为决策的参考，而不能作为决策的绝对依据。

为使价值评估的结果尽量真实、准确，价值评估需要以客观角度，采用真实可靠的资料和数据，应用科学的评估方法，系统地、独立地进行价值评估。<sup>[1]</sup>

## 二、企业价值评估理论发展历程

企业价值评估的思想最早可以追溯到 20 世纪初艾尔文·费雪(Irving Fisher)的资本价值论。1906年,费雪出版了《资本与收入的性质》一书,完整论述了资本与收入的关系以及价值的源泉问题,为现代企业价值评估理论奠定了基石。1907年,费雪在另一部专著《利息率:本质、决定及其与经济现象的关系》中,进一步研究了资本收入和资本价值的关系,初步形成了完整而系统的资本价值评估框架。<sup>[2]</sup>

1958年,著名理财学家莫迪利安尼和米勒(Modigliani and Miller)发表了具有深远影响的学术论文《资本成本、公司理财与投资理论》。<sup>[3]</sup>他们认为,企业价值的大小主要取决于投资决策,在均衡状态下企业的市场价值等于按与其风险程度相对应的折现率对预期收益进行折现的资本化价值。莫迪利安尼和米勒第一次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。1961年,米勒和莫迪利安尼又在《商业杂志》发表了《股利政策、增长和股票价格》一文,对股利政策的性质和影响进行了系统分析,提出了MM股利无关论,并且基于可靠的经济分析,他们提出了MM定理。<sup>[4]</sup>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。20世纪50年代以来,理论界对折现率的认识和计算取得了重大突破,资本市场理论、资产组合理论有了突飞猛进的发展。资本资产定价理论(CAPM)和套利定价理论(APT)揭示了金融风险 and 收益之间的对应关系,为人们精确估计企业资本化率扫清了一大障碍,从而使原本粗糙的现金流贴现法(DCF)日臻完善,成为人们普遍认同的主流方法。

1974年,为弥补现金流贴现法的不足,美国麻省理工(MIT)斯隆管理学院(Sloan School of Management)的梅耶斯(Myers)教授提出了调整现值法(APV)。与现金流贴现法相比,调整现值法是一个进步,但由于它的琐碎和复杂,以及它在调整资本化率问题上面临着与DCF方法同样的难题,实际应用效果也并不乐观。斯提杰克(Devstricke, 1983)对产权交易中企业价值的确定进行了分析。他认为:所谓价值就是买者对标的物效用的一种感觉,效用是用人们现在及将来占有某件物品所获得的利益来度量的。这里的企业价值并不仅仅是以持续经营为假设前提,而是按贡献原则与变现原则混合产生的企业价值。表现在评估方法上,采用的不是折现

现金流法，而是采用单项资产评估加和法确定资产价值，基础数据则来源于市场价值、账面价值或原始成本。虽然这些数据涵义明确，易于获得，但以此确定的企业价值在理论上缺乏足够的说服力。

1991年思特（Stewart）提出了经济附加值（EVA）概念，由总部设在纽约的思腾思特（Stern & Stewart）咨询公司将该方法引入价值评估领域。根据思腾思特咨询公司的解释，经济附加值表示的是一个公司扣除资本成本后的资本收益。也就是说，一个公司的经济附加值是该公司的资本收益和资本成本之间的差。EVA的方法是以前以股东利益最大化经营目标为基础，在欧美国家风靡一时，一度成为像高盛、JP摩根等著名投资银行分析企业价值的基本工具之一。但是，经济附加值概念至今没有成形的理论体系，也没有一套公认的可供操作的方法体系，因此它的应用和发展也受到了一定的制约。<sup>[5]</sup>

奥尔森（Ohlson, 1990）、费尔森和奥尔森（Feltham and Ohlson, 1995）提出了市值/账面价值计价模型（Market-to-Book Value Model）为股票估值提供了可行方法。<sup>[6]</sup>法玛和弗朗切（Fama and French, 1992）、金（Kim, 1997）通过实证研究结果均发现，市值/账面价值比率（BV/M）对股票报酬具有显著的解释力，而E/P则相反。莫布森和詹森（Micheal Mauboussin and Paul Johnson, 1997）在米勒和莫迪利安尼收益现值估值模型基础上提出竞争优势持续期概念化的计算公式。<sup>[7]</sup>该模型在应用时，需要像正常的投资决策财务评估那样，估算公司资本加权成本、税后净营业利润和每年新增流动资产和固定资产投资。但该模型没有建立起竞争优势持续期与股票市场广泛盛行市盈率指标之间的关系。丹尼尔森（Danielson, 1998）在简化戈登（Gordon, 1997）提出的有限增长期红利贴现模型的基础上，给出了一种简洁的竞争优势持续期计算公式。但该模型假设企业将应支付给股东的现金红利投资于预期收益率等于股权投资者要求的收益率的投资机会，与实际情况不完全一致，不具有一般性。

如今企业价值评估方法已发展得相当丰富，总体看来它们可以归为四类：第一类称为资产价值法，按企业的资产进行评估。第二类称为比较法，按同类企业的市场价格进行评估。第三类称为收益现值法，认为企业的价值等于企业未来收益流的折现值。第四类就是期权估价理论，它将定价理论应用于企业价值评估。其他各式各样的价值评估方法都是由这四类基本方法组合变换而来。<sup>[8][9][10][11]</sup>

企业价值评估方法具体应用到商业银行估值中，也形成了相应的方法体系。且对于商业银行而言，不同的估值方法具有不同的适用范围和特点。

## 第二节 我国商业银行估值研究现状

### 一、理论研究

商业银行作为特殊行业，估值问题具有独特性。国内和国外对商业银行估值的专项研究均较少。

汤姆·科普兰、蒂姆·科勒著《价值评估》（Tom Copeland and Tim Koller, 1997）中专门以一章的篇幅对商业银行的价值评估进行了论述，但也仅仅是基本的描述，其对商业银行估值独特性进行了概要的分析，并就估值问题提出了一些建议，他们认为股权资本自由现金流估值法是对商业银行进行估值的较为合适的一种作法。<sup>[12]</sup>

曲宏、王明明、王玉国（2000）从宏观、中观及微观方面对影响商业银行估值模型的因素进行分析，他们认为由于银行资本成本估计的复杂性及收入来源的特殊性，使得股权现金流贴现模型是对商业银行估值的最优方法。<sup>[13]</sup>

郑水文（2006）从内外部影响商业银行股权价值因素进行分析，采用两种修正后的估值模型（股权自由现金流估值模型和PB模型）对银行价值进行评估，再分别赋以相应权重，最后相加得出银行的最终价值。<sup>[14]</sup>

钟锦（2006）及郭玲燕（2007）认为银行股权价值包括银行商誉和银行净资产两部分，而银行商誉由客户资源、制度资源和银行信誉组成，他们认为商誉及净资产估值法是对商业银行估值的较佳方法。<sup>[15][16]</sup>

高印朝、于渤（2007）在剩余收益模型的基础上，提出资产波动法和收入波动法，并以2004-2005美国新桥投资收购深发展的股权为案例，运动收入波动法模型对商业银行价值进行了评估。<sup>[17]</sup>

房芳（2008）运用主成分分析法提取影响股份制商业银行IPO定价的主要因素即行业增长率、每股收益、余额存贷比率、净资产增长率和外资入股等，借助多因素定价法得出商业银行IPO定价回归方程，最后其以该回归方程对商业银行IPO定价进行估值。<sup>[18]</sup>

秦晓（2008）对商业银行的估值模型进行了探讨，并提出从影响银行盈利的要素着手建立分析框架和估值模型，分析影响银行价值的因素并在银行经营中加以应用以提高银行战略管理。<sup>[19]</sup>

## 二、实务操作

学术界对银行估值的研究各有不同，而从目前主流券商、基金公司、各研究机构估值以及商业银行IPO定价等实务操作来看<sup>①</sup>，目前比较流行的银行估值方法主要有股利贴现模型、股权自由现金流模型、市净率（PB）、市盈率（PE）、及市盈率与增长比率（PEG）等。

表1.1：股份制商业银行IPO定价方式

商业银行	IPO 时间	定价方式
深发展	1991 年 4 月 3 日	股票面值平价发行
浦发银行	1999 年 11 月 10 日	市净率
民生银行	2000 年 12 月 19 日	通过类比上市公司和折现自由现金流模型等估值方法对本行进行估值后,经主承销商和发行人共同协商后最终确定发行价格
招商银行	2002 年 4 月 9 日	可比公司法和 DCF 现金流折现法方法
华夏银行	2003 年 9 月 12 日	市盈率、市净率结合市场行情走势确定发行价格
交通银行	2005 年 6 月 23 日	市盈率、市净率结合银行的资产质量、盈利模式、未来收入增长预期、管理技术的提高等情况进行定价
兴业银行	2007 年 2 月 5 日	向询价对象询价确定发行价格区间,在该区间内进行累计投标询价,并结合市场走势等情况确定发行价格
中信银行	2007 年 4 月 27 日	向询价对象询价确定发行价格区间,在该区间内进行累计投标询价,并结合市场走势等情况确定发行价格

资料来源：各银行招股说明书

因此，分析实务操作中比较主流的银行估值方法，并探讨这些方法的特点及适用性，这对于优化价值评估方法、构建合理有效的银行价值评估体系具有重要作用。

<sup>①</sup>定价方式主要参考各大券商或基金公司对上市 IPO 的定价或估值研究报告；兴业银行与中信银行估值定价方式在招股说明书中未作说明。查阅主承销商估值方式，兴业银行主承销商中银国际与中信银行主承销商中国国际金融对银行估值主要采取三阶段 DDM 模型、市净率模型等。



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](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库