

注册会计师

教材精讲班

财管

第二节 普通股价值评估

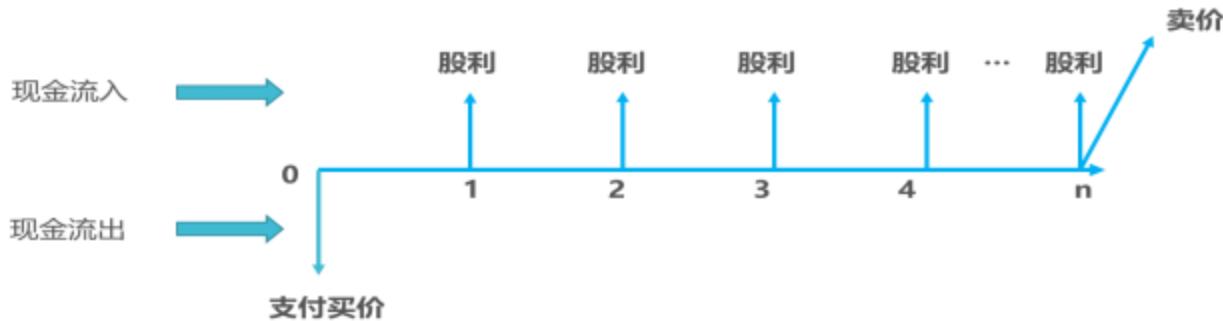
【知识点一】普通股价值的评估方法

(一) 评估方法：现金流量折现模型、相对价值评估模型



(二) 股票估值的基本模型

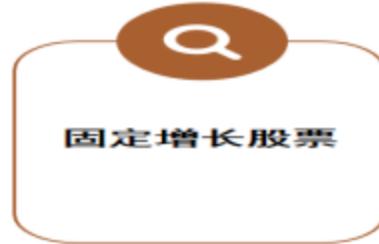
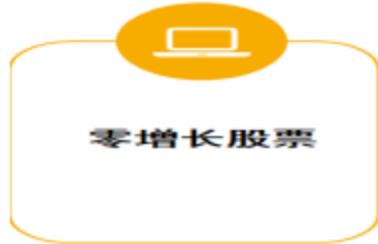
1. 有限期持有一类类似于债券价值计算。有限期持有，未来准备出售



$$\text{股票价值} \quad = \quad \text{未来各期股利收入的现值} \quad + \quad \text{未来售价的现值}$$

按资本成本率或投资的必要报酬率进行折现

无限期持有



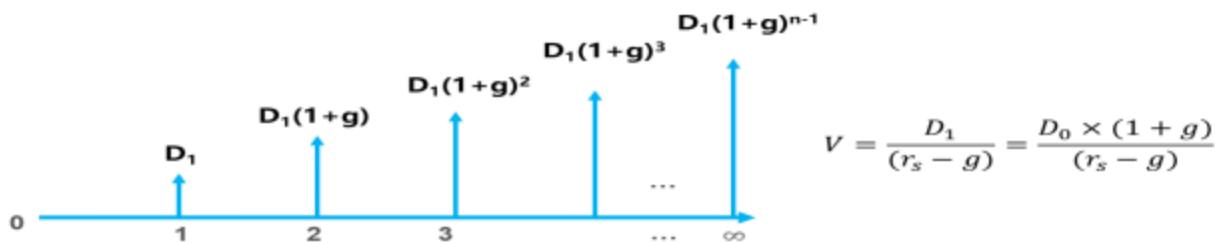
现金流只有股利收入

(1) 零增长股票价值(股利恒定)



$$V = \frac{D}{r_s}$$

(2) 固定增长股票价值



$$V = \frac{D_1}{(r_s - g)} = \frac{D_0 \times (1 + g)}{(r_s - g)}$$

$$V = D_1 / (1 + r_s) + D_1 (1 + g) / (1 + r_s)^2 + D_1 (1 + g)^2 / (1 + r_s)^3 + \dots + D_1 (1 + g)^{n-1} / (1 + r_s)^n$$

$$\lim V = [D_1 / (1 + r_s)] / [1 - (1 + g) / (1 + r_s)] = D_1 / (r_s - g)$$

【注意】

① 公式的通用性

必须同时满足三条：

1) 现金流量是逐年稳定增长；2) 无穷期限；3) $r_s > g$

② 区分 D_1 和 D_0

D_1 在估值时点的下一个时点（预期）， D_0 和估值时点在同一点（“当年，刚刚，最近一期”）。

③ r_s 的确定：利用资本资产定价模型

④ g 的确定

若：固定股利支付率政策， g =净利润增长率。

若：不增发新股或回购股票、经营效率、财务政策不变， g =可持续增长率

【2017年·单选题】甲公司已进入稳定增长状态，固定股利增长率 4%，股东必要报酬率 10%。公司最近一期每股股利 0.75 元，预计下一年的股票价格是（ ）元。

- A. 7.5
- B. 13
- C. 12.5
- D. 13.52

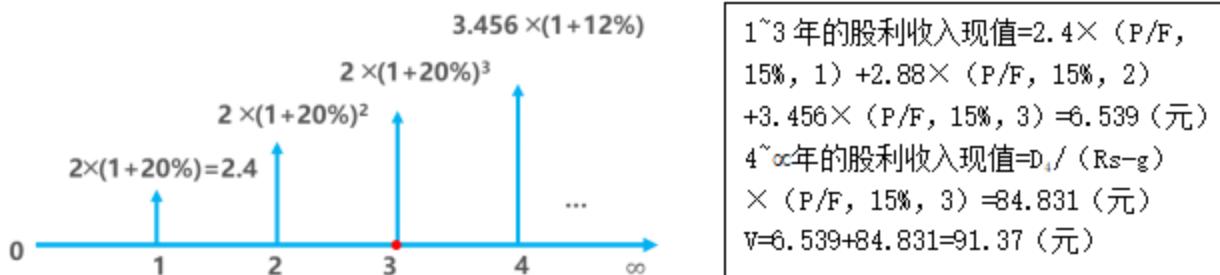
【答案】 D

【解析】股票价格 = $0.75 \times (1+4\%)^2 / (10\%-4\%) = 13.52$ (元)。

(3) 非固定增长股票价值

计算方法：分段计算

【教材例 6-10】一个投资人持有 ABC 公司的股票，投资必要报酬率为 15%。预计 ABC 公司未来 3 年股利将高速增长，增长率为 20%。在此以后转为正常增长，增长率为 12%。公司最近支付的股利是 2 元。现计算该公司股票的价值。



(三) 决策原则

若股票价值高于市价(购买价格), 该股票值得购买

【知识点二】普通股的期望报酬率

1. 零增长股票

$$r = \frac{D}{P_0}$$

2. 固定增长股票

$$r = \frac{D_1}{P_0} + g$$

g : 股利增长率、股价增长率、资本利得收益率(前提是市场有效)

【2012年·单选题】在其他条件不变的情况下, 下列事项中能够引起股票期望收益率上升的是()。

- A. 当前股票价格上升
- B. 资本利得收益率上升
- C. 预期现金股利下降
- D. 预期持有该股票的时间延长

【答案】B

【解析】股票的期望收益率= D_1/P_0+g , 第一部分 D_1/P_0 叫做股利收益率, 第二部分 g , 叫股利增长率。由于股利的增长速度也就是股票价值的增长速度, 因此 g 可以解释为股价增长率或资本利得收益率。

【2013年·单选题】假设资本市场有效, 在股利稳定增长的情况下, 股票的资本利得收益率等于该股票()。

- A. 股利增长率
- B. 期望收益率
- C. 风险收益率
- D. 股利收益率

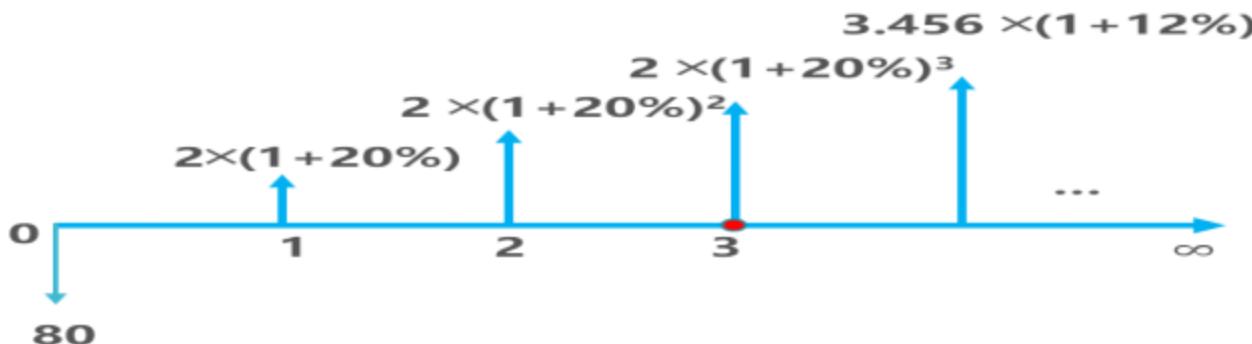
【答案】A

【解析】根据固定增长股票模型, $P_0=D_1/(r_s-g)$, $P_1=D_1(1+g)/(r_s-g)$, 假设资本市场有效, 在股利稳定增长的情况下, 股票的资本利得收益率= $(P_1-P_0)/P_0=g$ 。

3. 非固定增长股票期望报酬率

插值法求解。

【教材例 6-10 改编】一个投资人持有 ABC 公司的股票, 投资必要报酬率为 15%。预计 ABC 公司未来 3 年股利将高速增长, 增长率为 20%。在此以后转为正常增长, 增长率为 12%。公司最近支付的股利是 2 元。设股票的市价目前为 80 元。计算股票的期望报酬率。



$$80=2.4 \times (P/F, r, 1) + 2.88 \times (P/F, r, 2) + 3.456 \times (P/F, r, 3) + [3.456 \times (1+12\%) / (r-12\%)] \times (P/F, r, 3)$$

逐步测试：

设 $r=15\%$, 未来现金流的现值= $2.4 \times (P/F, 15\%, 1) + 2.88 \times (P/F, 15\%, 2) + 3.456 \times (P/F, 15\%, 3) + [3.456 \times (1+12\%) / (15\%-12\%)] \times (P/F, 15\%, 3) = 91.37$ (元)

设 $r=16\%$, 未来现金流的现值= $2.4 \times (P/F, 16\%, 1) + 2.88 \times (P/F, 16\%, 2) + 3.456 \times (P/F, 16\%, 3) + [3.456 \times (1+12\%) / (16\%-12\%)] \times (P/F, 16\%, 3) = 68.42$ (元)

$$(r-15\%) / (16\%-15\%) = (80-91.37) / (68.42-91.37)$$

$$r=15.50\%$$

(二) 决策原则

股票期望报酬率高于股票投资人要求的必要报酬率，值得投资。

【2019年·单选题】甲、乙公司已进入稳定增长状态，股票信息如下：

	甲	乙
最近一期每股股利	0.75元	0.55元
股利稳定增长率	6%	8%
股票价格	15元	18元

下列关于甲、乙股票投资的说法中，正确的是（ ）。

- A. 甲、乙股票股利收益率相同 B. 甲、乙股票股价增长率相同
 C. 甲、乙股票资本利得收益率相同 D. 甲、乙股票期望报酬率相同

【答案】D

【解析】根据固定增长股利模型，可以得到 $r_s = D_1/P_0 + g$ =股利收益率+股利增长率，由于股利的增长速度也就是股价的增长速度，因此， g 可以解释为股价增长率或资本利得收益率，所以甲、乙股票的股价增长率和资本利得收益率不相同，选项 BC 错误。甲股票的股利收益率= $0.75 \times (1+6\%) / 15 = 5.3\%$ ，乙股票的股利收益率= $0.55 \times (1+8\%) / 18 = 3.3\%$ ，选项 A 错误。甲股票的期望报酬率= $5.3\% + 6\% = 11.3\%$ ，乙股票的期望报酬率= $3.3\% + 8\% = 11.3\%$ ，选项 D 正确。

第三节 混合筹资工具价值评估

【知识点一】优先股的特殊性

1. 优先分配利润
2. 优先分配剩余财产
3. 表决权限制

除以下情况外，优先股股东不出席股东大会会议，所持股份没有表决权：(1) 修改公司章程中与优先股相关的内容；(2) 一次或累计减少公司注册资本超过 10%；(3) 公司合并、分立、解散或变更公司形式；(4) 发行优先股；(5) 公司章程规定的其他情形。上述事项的决议，除须经出席会议的普通股股东（含表决权恢复的优先股股东）所持表决权的 2/3 以上通过之外，还须经出席会议的优先股股东（不含表决权恢复的优先股股东）所持表决权的 2/3 以上通过。

【2017年·多选题】下列情形中，优先股股东有权出席股东大会行使表决权的有（ ）。

- A. 公司增发优先股
 B. 公司一次或累计减少注册资本超过 10%
 C. 修改公司章程中与优先股有关的内容
 D. 公司合并、分立、解散或变更公司形式

【答案】ABCD

【解析】以上选项全正确。

【2019年·多选题】优先股股东比普通股股东的优先权体现在()。

- A. 优先取得剩余财产
- B. 优先出席股东大会
- C. 公司重大决策的优先表决权
- D. 优先获得股息

【答案】AD

【解析】相对普通股而言,优先股有如下特殊性:(1)优先分配利润;(2)优先分配剩余财产;(3)表决权限制。除规定情形外,优先股股东不出席股东大会会议,所持股份没有表决权。

【知识点二】优先股价值的评估方法

估值模型	采用股利的现金流量折现模型估值
优先股的估值公式	当优先股存续期内采用相同的固定股息率时: $V_p = \frac{D_p}{r_p}$ 式中: V_p -优先股的价值; D_p -优先股每期股息; r_p -年折现率,一般采用资本成本率或投资的必要报酬率
永续债的估值公式	$V_{pd} = \frac{I}{r_{pd}}$ 式中: V_{pd} -永续债的价值; I -每年的利息; r_{pd} -年折现率,一般采用当前等风险投资的市场利率

【知识点三】优先股的期望报酬率

优先股的期望报酬率	$r_p = \frac{D_p}{P_p}$ 式中: P_p -优先股当前股价
永续债的期望报酬率	$r_{pd} = \frac{I}{P_{pd}}$ 式中: P_{pd} -永续债当前价格

总结

