

# 市值管理

Market Capitalization Management

## 目录

CONTENTS

序一 .....	V
序二 .....	VII
引 言 .....	1
<b>第一章 概念的导入:市值/ 4</b>	
第一节 账面价值、内在价值和市场价值 .....	5
第二节 国内外资本市场的市值比较 .....	13
第三节 市值管理的目标和意义 .....	23
第四节 公司市值的决定函数模型 .....	42
<b>第二章 影响公司市值的宏观因素/ 49</b>	
第一节 全球化与中国股市 .....	50
第二节 流动性与货币政策 .....	56
第三节 财政政策与监管政策 .....	65
第四节 产业政策与重大事件 .....	73
<b>第三章 上市地的选择/ 78</b>	
第一节 上市地与公司市值的关系 .....	79
第二节 选择上市地需考虑的因素 .....	87
第三节 世界和中国的主板市场 .....	91
第四节 世界和中国的创业板市场 .....	101
<b>第四章 行业的战略选择/ 107</b>	
第一节 行业吸引力与公司市值 .....	108
第二节 行业的战略定位 .....	113

第三节	多元化陷阱及解决办法 .....	125
第四节	受到市场青睐的行业 .....	131
<b>第五章</b>	<b>管理层的成绩单/ 135</b>	
第一节	经营的静态指标 .....	136
第二节	经营的动态指标 .....	142
第三节	资本支出与股利政策 .....	147
第四节	再融资对市值的影响 .....	155
<b>第六章</b>	<b>品牌溢价/ 163</b>	
第一节	公司的品牌溢价 .....	164
第二节	企业声誉与公司丑闻 .....	172
第三节	企业领袖的品牌 .....	178
第四节	如何建立一个强大的品牌 .....	185
<b>第七章</b>	<b>投资者关系/ 190</b>	
第一节	沟通创造价值 .....	191
第二节	路演 .....	198
第三节	信息披露 .....	207
第四节	危机管理 .....	212
<b>第八章</b>	<b>资本、股本与股东/ 219</b>	
第一节	资本结构 .....	220
第二节	公司股本 .....	226
第三节	股东结构 .....	230
第四节	管理层收购: MBO .....	237
<b>第九章</b>	<b>公司法人治理/ 246</b>	
第一节	公司治理与市值 .....	247
第二节	董事会 .....	252
第三节	独立董事 .....	258
第四节	管理层激励 .....	263
<b>第十章</b>	<b>公司重组/ 272</b>	
第一节	并购重组与公司价值 .....	273
第二节	控制权市场的交易 .....	280

第三节 整体上市 .....	285
第四节 资产置换 .....	290

第十一章 国家战略 / 294

参考文献 .....	299
后记 .....	301

# 引言



## 新的商业比赛

如果用波澜壮阔、惊涛骇浪的词汇来形容中国资本市场后股改时代的发展,其实一点也不为过。上证综指从2006年初的1 163.88点起步,一路狂飙至2007年10月16日的6 124.04点,然后一路下滑至目前(2008年6月13日)的2 865.50点。我们资本市场的市值从3万亿元升至34万亿元,从34万亿元跌到目前不足25万亿元,让投资者饱经冰火两重天的体验。

无论市场如何动荡,都无法阻挡中国的资本市场跨入全流通的后股改时代,市值正在成为资本的新的标杆。市值的理念已在我们的政策制定者和监管层中间、上市公司中间、上市公司的控股股东以及普通的股票投资者中间潜移默化、生根发芽。

其实在成熟市场,市值管理早已深入人心。“股东价值之父”阿尔弗雷德·拉帕波特在20多年前就提出公司唯一的责任和使命就是合法并诚实地创造股东价值。西方国家特别是美国的企业家充分利用资本市场的财富放大功能和融资功能,促进实业和金融的完美结合,成功缔造一个个市值庞大的企业帝国,自己也获得天文数字的财富,完成从企业家到资本家的过渡和跨越。华人世界的富豪紧追其后,在香港证券市场也获得举世瞩目的成功。中国新一代的网络和科技新贵通过美国的证券市场享受到市值的巨大好处,诞生了一批身价过亿的青年才俊。我国的中小板市场厚积薄发、奋步急追,全流通后中国资本市场也催生了一大批市值过亿的民营企业。

资本市场为什么对企业家如此重要,因为它是他们背后的市场。严格意义上来说,任何企业其实都面临两个市场:产品市场和资本市场。产品市场对于企业家来说,是个被熟悉的正面的战场,他每天都能感觉到竞争对手的存在,并且努力利用领先的技术、稳定的高品质、有吸引力的价格和强势的营销去抢占市场份额。而资本市场对于企业家来说,是个无形的战场,因此它经常被企业家所忽视,但资本市场的竞争更加激烈:因为资本作为稀缺资源只能有限供给,而需求者没有行业之分。资本市场的胜利者可以获得较低成本的资本,反过来通过降低财务费用提高公司产品的竞争力,增强公司在正面战场的战斗力。所以成功的企业家应该同时谙熟这两个市场,通过这两个市场的良性互动来获得更大的事业的成功。

如果企业家不懂得市值管理背后的含义,他将输掉新一轮的商业比赛,他领导的企业也很可能被收购接管。因此在后股改时代,企业家只有两个可以选择的命运:要么进步成为资

本家,要么退步成为职业经理人。

资本市场不但影响企业和企业家的命运,它甚至决定国家的命运。据经济合作与发展组织(OECD)经济史学家麦迪逊估算,按当时的可比价格计算,大清国的GDP分别是英国的4倍和日本的5倍。但在筹集国防经费方面,英日两国拥有清朝欠缺的工具——资本市场,因此清朝输掉了鸦片战争和甲午战争,使中华民族历经充满屈辱的近代史。

如同产品市场一样,价格是资本市场“看不见的手”,价格信号引导着资源的配置。股票的价格除了供需因素外,到底还有哪些内在的决定变量?如果能找出来这些变量和它们的影响权重,就等于破解了股票价格的达·芬奇密码。

虽然有大量关于单一因素(如法人治理、投资者关系等)对市值影响的研究文献,但迄今为止国内外学者还鲜有对股票多因素计量定价模型进行系统的研究。目前中国股市与成熟股市间尚存在很大差距,实证表明,中国股市并不具有成熟股市的长期均衡发展态势,同时沪深两市的上市公司刚刚完成股权分置改革,价格信号还未能全面反映公司的基本面信息,因此多因素估值模型很难量化,本书只能努力做描述性的统计和分析,找出八个影响股票市值的因素:交易市场、行业、经营业绩、投资者关系、品牌溢价、法人治理、资本结构和公司重组。

在资本市场,企业就是产品,投资者买的不仅仅是股票,更是对企业未来的预期。简单来讲,就是买一个好的故事。如果企业领袖能够讲一个好的故事,投资者就愿意给出一个好的价格。

本书分析的影响市值的八大因素就是力图给故事的讲述者提供资本市场的语言和故事的元素。产品市场和资本市场各有不同的语言,如果不能好好掌握资本市场的语言和故事的元素,投资者就会感觉到索然无味,公司也就可能失去一批好的股东和追随者。

值得注意的是,本书提及的提高市值的八大因素对于企业来讲,不能主观臆断或者凭空捏造,而是应该把它们当作自己的一面镜子或者如下所示的问题清单,在向投资者推介前先审视自己,找出自己的长处和短处,并尽可能取长补短,在投资者面前亮出最精彩的自己。

- (1) 企业是否选择了合适的上市地?
- (2) 企业所处的行业是否具有吸引力? 是否是行业中的龙头企业? 是主业突出还是多元化经营?
- (3) 企业的经营业绩是否令人满意? 每股收益、资产报酬率、销售收入增长率和毛利率变化如何? 是否慎重考虑资本支出? 是否制定了合理的股利政策? 是否在再融资时考虑每股收益摊薄的因素?
- (4) 企业是否已经建立较高的品牌知名度? 企业领袖是否注重自身的品牌?
- (5) 企业是否有较完善的投资者关系管理体系? 是否做好路演的各项准备? 是否采取积极主动的信息披露策略? 是否有好的危机管理机制?
- (6) 企业是否考虑适当的负债水平? 股权结构是否需要优化? 是否考虑引进外国战略投资者? 是否认真考虑MBO的负面影响?
- (7) 企业是否已经建立良好的法人治理结构? 是否有一个独立而有效的董事会? 是否考虑了独立董事的比例? 是否有管理层激励机制的设计和安排?
- (8) 企业在控制权变更、股份回购或增持、资产重组时是否考虑到对市值的影响?

本书尽可能地选取全球知名企业和国内典型上市公司作为案例,以便让读者有更感性

的认识,增加阅读乐趣。这些样本企业都是经过资本市场的检验,它们市值的增加或者减少以及其背后的因素也许能给我们在市值管理方面一些借鉴和参考。

股权分置改革已经结束,资本市场制度性的障碍已经成功扫除。我国证券市场已经成为市值最大的新兴市场 and 全球第四大市值市场,一个资本的大国正在崛起。但资本市场真正的商业比赛才刚刚开始。这是一场市值最大化的比赛,一场抢夺稀缺资本资源的比赛,同时也是一场讲故事的比赛。所有的企业家,不分行业,不分先后,不能回避,都需要在资本市场的海洋中迎接惊涛骇浪的挑战。

随着全球经济一体化的深入和我国资本市场的进一步开放,商业竞争已不局限于技术竞争、经营竞争,还有制度竞争和资本竞争。全球资本家与资本家之间、企业与企业之间、国家与国家之间,都存在实力的角逐和资源的争夺。

希望本书能为企业家提供一个新的视野,让你更关注你背后的市场,掌握股票价格背后隐含的信息,使你在资本市场上能如同在产品市场上,始终保持领跑者的状态,为股东创造更大的价值,为自己和社会创造更大的财富。同时也希望本书能给投资者一个新的角度,让你更全面地观察企业,了解企业,以更主动和积极的姿态去关注企业,挖掘企业投资价值,帮助企业提升价值,争取与企业携手并进、共享发展。

比赛的哨声已经吹响,你准备好了吗?

谢风华

2008年6月 上海

Market Capitalization Management 第一章

# 概念的导入：市值

“在承认私有产权的市场经济中，公司唯一的责任就是合法并诚实地创造股东价值。”

——“股东价值之父”阿尔弗雷德·拉帕波特

美国凯洛格商学院教授、博士

# 账面价值、内在价值和市场价格

## 第一节



### 一、价值的类型与定义

巴菲特是第一位靠证券投资成为拥有几百亿美元资产的世界富豪，曾担任香港证监会主席和中国证监会首席顾问的梁定邦先生在总结巴菲特投资哲学时，将其归纳为三条基本原则：第一，时刻牢记一个企业的账面价值、内在价值和市场价格之间是有区别的；第二，投资的基础是内在价值；第三，作为一个所有者去投资。

梁定邦先生现为香港资深大律师，曾担任香港证监会主席、国际证监会组织（IOSCO）技术委员会主席和香港特别行政区基本法委员会委员，1998年以“一元人民币”象征意义的年薪成为中国证监会的首席顾问。

#### 1. 账面价值

熟悉财务报表的人大概最了解账面价值的定义和与其他会计科目的钩稽关系，公司的账面价值(book value)又称“净值”或“净资产”，通过公司的财务报表计算而得，是股东权益的会计反映，或者说是股票所对应的公司当年净资产值。

股东权益是指公司资产扣除负债后，由公司所有者（股东）享有的剩余权益。以厦门金龙汽车集团股份有限公司（以下简称“金龙汽车”，600686 沪市）2007 年度报告为例，金龙汽车是我国最大的客车制造企业，2007 年度占据中国客车市场 32% 的销售份额，公司于 1993 年在上海证券交易所挂牌上市。

金龙汽车 2007 年度的合并财务报表（资产负债表的简表）如下表所示。

元

会计科目	金 额	会计科目	金 额
流动资产	5 325 851 973.30	流动负债	4 753 899 511.09
非流动资产	1 718 846 130.93	非流动负债	196 932 811.25
		股东权益	2 093 865 781.89
		归属于母公司股东权益合计	1 235 301 408.26
		少数股东权益	858 564 373.63
资产合计	7 044 698 104.23	负债和股东权益合计	7 044 698 104.23

资料来源：上海证券交易所官方网站(<http://www.sse.com.cn>)



**资产负债表 (balance sheet)** 是反映会计主体在某一个特定日期财务状况的会计报表。它表明会计主体在某一特定日期所拥有或控制的经济资源、所承担的现有义务和所有者对净资产的要求权。

因此金龙汽车截至 2007 年 12 月 31 日的账面价值就是资产负债表上反映的股东权益金额(人民币 2 093 865 781.89 元),扣除属于各子公司少数股东的少数股东权益年末账面余额 858 564 373.63 元,归属于母公司股东权益合计 1 235 301 408.26 元。如果分摊到金龙汽车 2007 年末的总股本 2.950 6 亿股身上,金龙汽车每股净资产为 4.19 元。

## 2. 内在价值

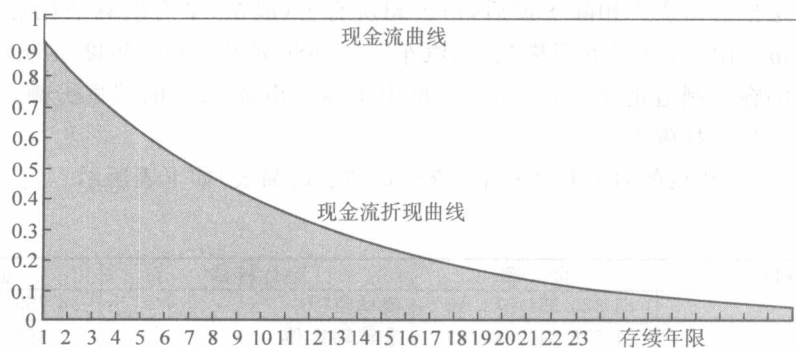
内在价值(intrinsic value)是公司的理论价值。根据巴菲特的定义,指一个公司在其余下的寿命中可以产生的现金流的折现值。巴菲特认为贴现现金流模型(DCF)是一种能够准确估计公司内在价值的方法。它的计算公式如下。

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

其中  $V$  代表公司的内在价值, $CF$  代表公司存续期间每年的现金流, $t$  代表公司的存续年限, $r$  代表贴现率。

内在价值的定义简单但计算并不如此简单,首先内在价值是估计值,而不是精确值,不同估值分析师对公司的现金流、存续年限和贴现率取值不同,得出的公司内在价值自然也不尽相同。

**贴现现金流模型:**1938 年,美国著名投资理论家约翰·B. 威廉斯在《投资价值理论》一书中,提出了贴现现金流估值模型。该模型在后来的几十年里一直被人们奉为股票估值的经典模型。约翰·B. 威廉斯认为,投资者投资股票的目的是为了获得对未来股利的索取权,对于投资者来说未来现金流就是自己未来获得的股利,企业的内在价值应该是投资者所能获得的所有股利的现值。



国信证券研究所汽车行业首席分析师计算出金龙汽车的内在价值为人民币 83.749 1 亿元。其盈利预测和估值表如下。

盈利预测及市场重要数据	2006年	2007年	2008年	2009年
主营收入/百万元	9 607.59	12 441.66	15 612.33	19 047.04
(+/-%)	24.50	29.50	25.48	22.00
净利润/百万元	152.98	272.91	372.56	413.99
(+/-%)	53.14	78.40	36.51	11.12
每股收益/元	0.52	0.92	1.26	1.40
市盈率/P/E	53.54	23.04	16.83	15.14
市净率/P/B	8.46	5.43	4.36	3.55
EV/EBITDA	12.59	15.78	11.47	8.63
息率/%	0.54	0.80	1.19	1.32
净资产值/百万元	968.44			
企业价值/百万元	8 374.91			

资料来源:公司资料和国信证券预测



**市盈率(P/E):**即市价盈利率,又叫本益比。它是上市公司的股票在最新年度每股的盈利与该公司最新股价的比率。公式为:公司股票最新市价/公司最新年度每股盈利。市盈率是分析股票市价高与低的重要指标,是衡量股票投资价值的一种方法。

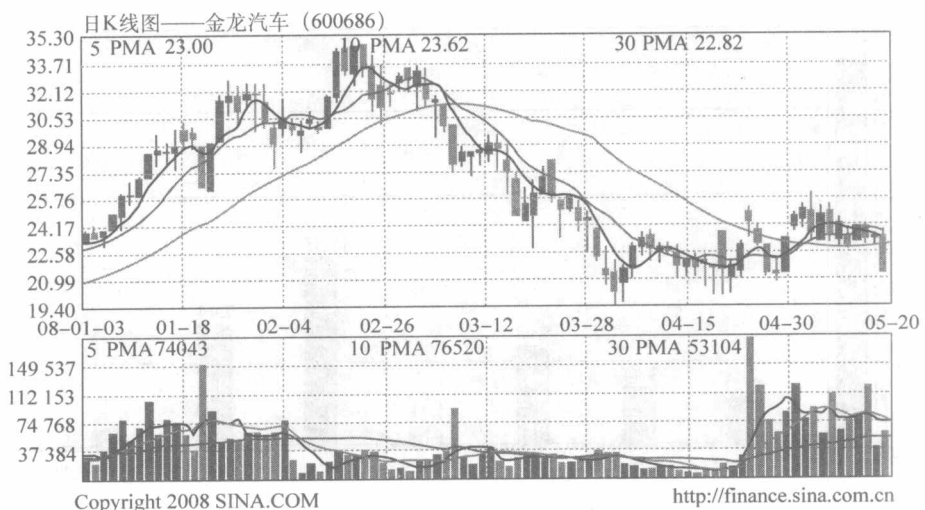
### 3. 市场价值

市场价值也称市场资本总额(market capitalization),简称“市值”,指一个公司全部资本在流通市场条件下的可变现价值,它等于该公司发行在外的股份总数与其股票市价的乘积。

市场价值是每个交易日都在变化的,它随着股票价格的波动而增减。

截至2008年5月20日收盘价,金龙汽车的股票价格为21.32元,按照它的总股本29 506.473万股计算,公司的总市值为62.91亿元;按照它的可流通股本26 766.755万股计算,公司的流通市值为57.07亿元。

金龙汽车最近1年的股票走势如下图所示。



**总市值和流通市值:**在中国股市,由于上市部分股票在约定期限内限售流通,因此存在总市值和流通市值的统计途径。总市值指在某特定时间内该股票的发行数量乘以当时股票价格所得出的股票总价值。流通市值指在某特定时间内当时可交易的流通股股数乘以当时股价得出的流通股股票总价值。

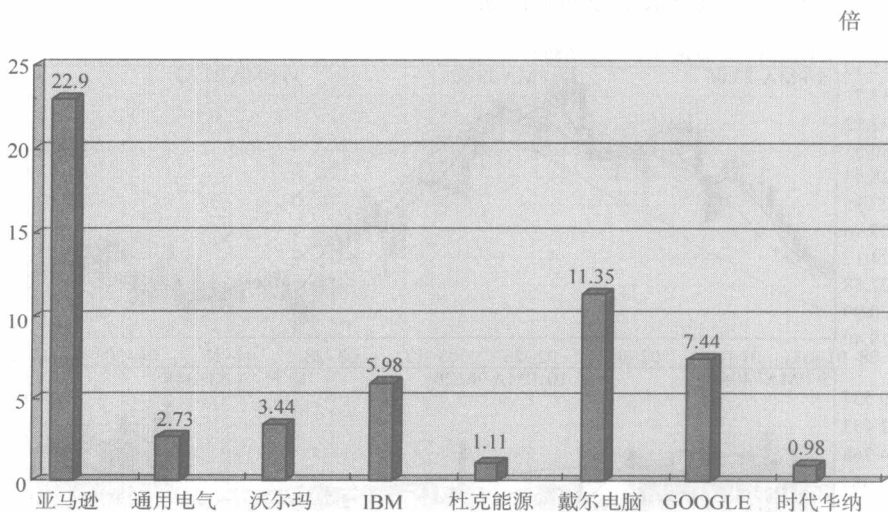
## 二、价值的联系与区别

公司的账面价值、内在价值和市场价值之间既有密切的联系,又存在显著的区别。

公司的账面价值是公司历史投入形成的价值积累,它与市场价值存在显著区别,市场价值与账面价值的比率通常称作市净率(P/B)。账面价值是按照会计权责发生制、稳健、配比等准则核算的,与公司资产特性、会计核算准则和方法密切相关。资本密集且资产有形程度高的企业,会计核算的资产账面价值也高。在美国资产规模最大的前100家公司中,主要是金融、石油化工、汽车等企业。例如,通用汽车、福特汽车、杜邦、通用电气、埃克森石油公司、杜克能源等,它们的市净率相对较低。而网络科技、生物技术、信息技术等领域的公司由于其重要的资产是按照会计准则难以核算的无形资产,因此,资产账面价值相对较低,但这些公司的股票市场价值却很高,它们的市净率相对较高。

**市净率(price to book value ratio, P/B):**一种被广泛使用的估值指标,属于相对估值法,公式为:市净率=股价÷每股净资产。市净率就是衡量投资者愿意以净资产多少倍的价格来购买净资产。市净率越高,通常表明公司净资产潜在价值越大,也就是说投资者愿意出更高的溢价来购买这笔净资产,而市净率倍数越低,通常说明公司净资产吸引力较差。

美国具有代表性行业上市公司的市净率数据如下图所示。



资料来源:标准普尔 CAPITAL IQ, 2008年5月20日

另一方面,通俗地说,账面价值看的是过去,市场价值望的是将来。两者之间的差距,主要来自投资人对企业未来经营价值的期望。因此,具有良好发展前景的公司,其市场价值通常要远大于其账面价值,即公司的市净率大于1,如通用电气和微软公司,市净率分别达到2.73倍和7.13倍。而时代华纳由于近年来经营不善,其市场价值小于其账面价值,公司市净率小于1。

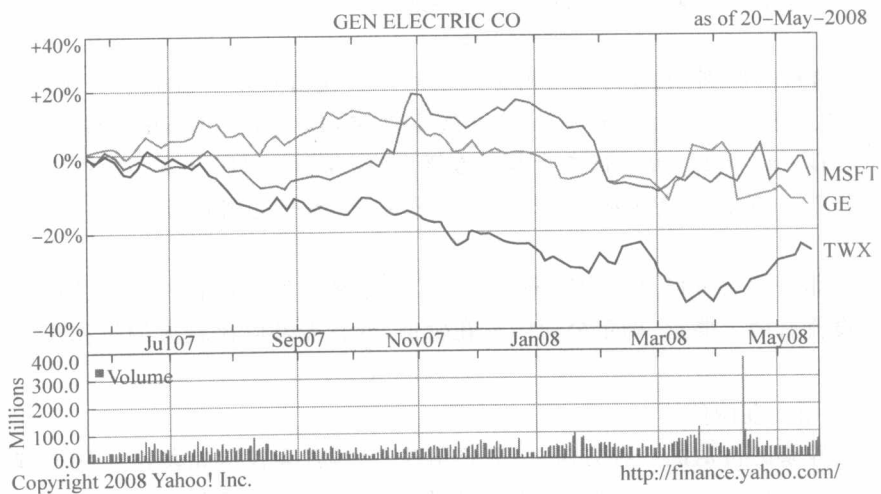
亿美元

公司名称	市场价值	账面价值	内在价值	市净率/倍
通用电气	3 161	1 158	8 487	2.73
微软	2 678	376	2 438	7.13
时代华纳	578	590	924	0.98

资料来源:标准普尔 CAPITAL IQ,2008年5月20日

我们以上述美国三家典型的上市公司的数据来进一步解释市场价值、账面价值和内在价值的区别。通用电气的市场价值大于账面价值,说明投资者看好公司的未来,但其市场价值低于内在价值,说明通用电气的股票仍存在低估,有继续上涨的潜力;微软的市场价值大于账面价值,说明投资者看好公司的未来,但其市场价值高于内在价值,说明微软的股票被高估,未来有下跌的可能;时代华纳的市场价值小于账面价值,说明投资者不看好公司的未来,但其市场价值低于内在价值,说明时代华纳的股票有可能被低估,未来有上涨的潜力。

三家公司最近12个月的股票走势比较如下图所示。



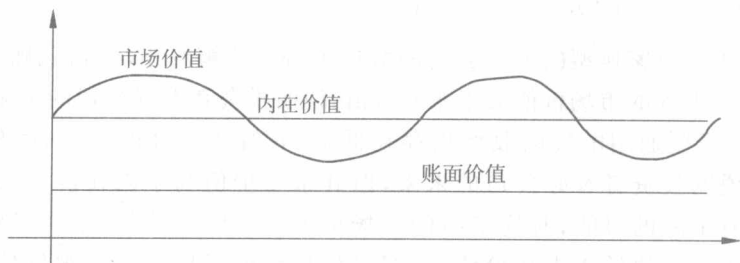
注:MSFT代表微软公司,GE代表通用电气,TWX代表时代华纳公司。

在证券市场上,如果一家上市公司的账面价值远高于市场价值,即市净率远小于1时,这家上市公司就有被收购的可能。美国一些“秃鹫投资者”专门偷窥这种瞬间即逝的投资机会。

**秃鹫投资者 (vulture investor)**: 就是那些买进陷入财务困难或经营有待改善的债务, 通过直接或间接对公司施加影响, 在改善公司的质量后卖出, 从中猎取高额回报的投资者。他们因在重组过程中猎食他人公司的不幸, 解雇工人而声名狼藉, “秃鹫投资者”的称号随之而来。

经典的价值规律认为, 在完全竞争市场和不考虑交易成本的前提假设下, 公司的市场价值总能反映内在价值。即使放宽前提假设, 公司的市场价值也总是围绕着内在价值波动, 内在价值是市场价值的中枢。而一般情况下, 由于账面价值是公司资产历史成本的反映, 因此账面价值是市场价值的底线。

市场价值、内在价值和账面价值的运动规律如下图所示。



从投资的角度来看, 如果公司的市场价值高于内在价值, 说明公司价值被高估, 应该选择卖出; 如果公司的市场价值低于内在价值, 说明公司价值被低估, 应该选择买入。对于价值投资最经典代表的巴菲特来说, 账面价值毫无意义。

**价值投资原则**: 通过对公司财务的基础分析找出市场价值低于其内在价值的股票, 最早由哥伦比亚大学的本杰明·格雷汉姆 (Benjamin Graham) 和大卫·多德 (David Dodd) 提出, 由于伯克希尔·哈撒威 (Berkshire Hathaway) 公司的股神巴菲特的使用, 价值投资战略在 20 世纪 70 年代到 80 年代受到推崇。

我们以巴菲特投资可口可乐为案例来探讨公司市场价值与内在价值的关联性。巴菲特认为理性的投资有两个要点: 确定公司的内在价值, 并且能够以比较大的折扣买到这家公司的股票。

### 1. 确定公司内在价值

评价公司股票的价值有三种方法: 清算价值法、持续经营法和市场法。用持续经营法来确定公司的价值, 要知道公司的现金流和折现率。而这两个变量非常难以确定。巴菲特认为, 如果他不能确信公司到底会产生多大的现金流, 他就不会去估算这家公司。他认为他难以估算微软公司的现金流, 因此他不买微软公司的股票。巴菲特用长期国债的收益率作为折现率。因为他不购买有较高债务水平的公司股票, 这明显地减少了与之关联的财务风险。而他又集中考虑利润稳定并且可以预计的公司, 这样经营风险即使不能完全排除, 也是非常低的。1988 年, 巴菲特购买可口可乐公司股票时, 公司的市盈率为 15 倍 (收益率为 6.6%), 比市场平均水平高 30%。股票价格是账面价值的 5 倍。他之所以购买可口可乐公司的股

票,是因为他看好可口可乐公司非凡的前景。1988年可口可乐公司的股东收益为8.28亿美元,美国30年国债的到期收益率为9%左右。如果用9%去折现,那么可口可乐公司的内在价值为92亿美元。但巴菲特购买可口可乐公司股票时,它的市场价值已经达到148亿美元,这说明巴菲特对可口可乐公司的出价可能过高。但92亿美元反映的仅仅是1988年可口可乐公司的净现金流的现值。既然市场愿意付出1.6倍的价格,说明市场已经考虑到了未来增长的可能性。当一家公司可以在不增加资本就可以增加其现金流量时,折现就可以取无风险收益率与净现金流增长率之差。1981—1988年,可口可乐公司的净现金流以17.8%的速度增长,比无风险收益率要高,这时,可以用两阶段估价模型来估算股票的内在价值。假设可口可乐公司在以后10年中,以15%的速度增长(这一假设是合理的,因为前7年的增长率为17.8%),到第10年,净现金流为33.49亿美元。在假设从第11年起,净现金流增长率降低为5%。折现率取目前30年期国债收益率9%。那么,1988年可口可乐公司股票内在价值为483.77亿美元。即使将前10年的增长率调低为12%,内在价值仍为381.63亿美元;如果将前10年的增长率调低为10%,内在价值仍为324.97亿美元;如果干脆把净现金流增长率调整为5%,内在价值还有207亿美元。比目前的市场价值148亿美元要高很多。

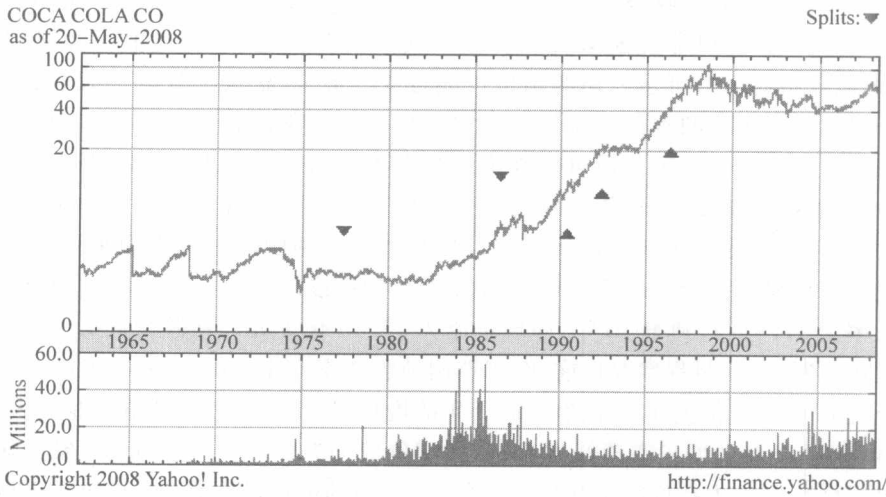
**二阶段估价模型(H模型):**是根据企业不同阶段净现金流增长率不同的假设进行自由现金流量的贴现估值,两阶段估价模型适用于那些预计会在一定时间段内快速增长,然后进入稳定增长阶段的公司。

## 2. 在有吸引力的价位(市场价值)上买入

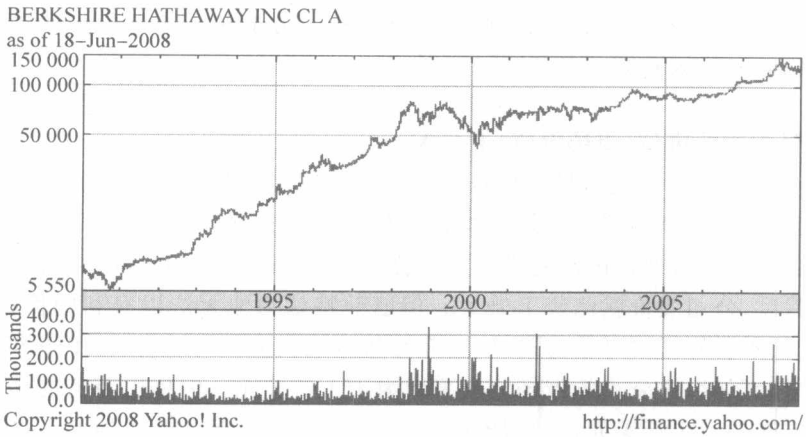
1988年6月,可口可乐公司股票的价格为10美元。这之后的10个月内,巴菲特购买了8340万股,总共花了10.23亿美元,平均每股价格10.96美元。到1989年底,可口可乐公司股票占贝克夏·哈斯维公司普通股投资组合中的35%。实际上,自从戈伊苏埃塔任可口可乐公司总裁后,公司股价就已经上升了。但巴菲特认为他无法以有利的价格买入。而这次,大多数人都都不看好可口可乐公司时,巴菲特却慧眼识金。1988年和1989年,巴菲特购买可口可乐公司股票时,该公司的市场价值平均为151亿美元。但据巴菲特的估计,公司的内在价值至少应该是207亿美元,有可能达到324亿美元,也有可能达到483亿美元。因此,巴菲特认为安全收益差额至少为27%,多则70%。而其他内在价值分析者们认为,可口可乐公司股票的市盈率、股价与账面价值比率、股价与现金流的比率相对较高,因此他们认为,可口可乐公司股票处于高估状态。

**伯克希尔·哈撒韦(Berkshire Hathaway):**由沃伦·巴菲特(Warren Buffett)创建于1956年,是一家世界著名的保险和多元化投资集团,总部在美国。伯克希尔·哈撒韦公司40年前,是一家濒临破产的纺织厂,在巴菲特的精心运作下,公司净资产从1964年的2288.7万美元,增长到目前的1934亿美元市值;股价从每股7美元一度上涨到12.5万美元。

自1990年开始可口可乐的市场价值增长速度开始超越标准普尔指数,截至2008年5月20日,可口可乐的公司市场价值已达到1326亿美元(如下图所示),事实证明巴菲特独到的投资眼光和正确的投资方法。



巴菲特管理的伯克希尔·哈撒韦公司的股价走势如下图所示。



在任何情况下,作为内在价值的指示器,账面价值毫无意义。

——巴菲特 《致股东的信》



### 一、资本市场与经济增长：股市是国民经济的晴雨表

宏观经济学理论认为：投资是国民收入的决定性变量，投资可以通过乘数效应使国民收入成倍地增长。资本市场作为投资的主要渠道之一，在成熟市场是国民经济的晴雨表。

**乘数效应：**是由英国经济学家卡恩首先提出的，后来由凯恩斯将其推广。凯恩斯的乘数理论是研究投资变化与收入变化之间的关系。他认为，在一定的边际消费倾向条件下，当总投资增加时，国民收入和就业的增量将是投资增量的  $K$  倍。 $K$  即投资乘数，用来表示投资的增加会使收入增加到什么程度的系数。若以  $r$  表示边际消费倾向，乘数公式可表述为  $K=1/(1-r)$ 。

先辈们恐怕难以想象到：他们无垠的沃土、成群的牛羊、珍藏在地窖中的金银珠宝和美酒，以及各种各样的财富，在几个世纪后却演变成证券交易所电子显示屏上跳跃的字符和信用卡上或长或短的数字。今人创造和拥有越来越多的财富，而创造和拥有财富的方式正变得越来越不可思议，其最为神奇者莫过于证券化了。

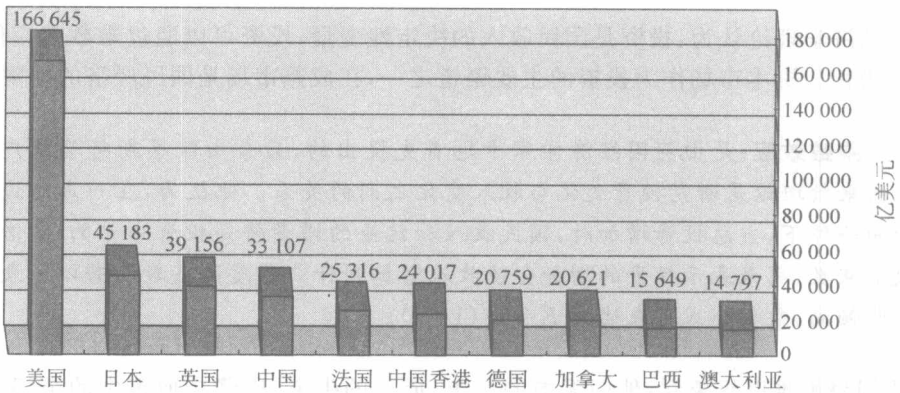
美国经济的成功是资本市场和国民经济之间协调发展的很好例证。在 20 世纪初期，美洲大陆的阿根廷和美国的人均 GDP 处于大体相当的水平。到 2003 年，美国的人均 GDP 达到 37 756 美元，而阿根廷则停留在 3 389 美元。与此同时，美国的金融体系中有世界上最为发达的资本市场，市值占全球资本市场市值的 50%。而阿根廷的资本市场根本不能与美国同日而语，即使欧洲和日本的资本市场与美国相比也相形见绌。在股市最为发达的美国，一种被称为“股权文化”的东西受到经济学界的广泛解读，布鲁斯·纳斯巴姆在其《股权文化的震惊》中声称，美国正生活在显赫的股权文化中，其经济繁荣几乎全仗股市，甚至社会福利体系也靠股市。

**股权文化：**涵盖了对维护股东利益、股权价值评估、投资者权益保护和股权投资在人们生活中的地位等一系列价值的认同。一个充分发展的股权文化将使投资者的权益在全社会得到尊重和保护，进而促进资本市场的可持续发展。股权文化伴随着资本市场而诞生和发展。2002 年 5 月国际证监会组织 (IOSCO) 第 27 届年会把股权文化作为年会的重点议题之一，会议试用这一概念去促进尊重股东利益、推动股权投资和改进公司治理。



以华尔街为代表的美国资本市场推动着美国在过去 200 年间从一个殖民地发展成为世界超级大国。在美国经济的发展过程中,华尔街在不同的历史时期承担着不同的历史使命。它支撑了美国联邦政府在南北战争中的战争融资,推动了美国由铁路带来的第一次重工业化浪潮,扩大了美国在两次世界大战中获得的巨大经济利益,也实现了美国在 20 世纪 80 年代后向新经济成功转轨的进程。特别是最近 100 年,华尔街在追求市值最大化的同时,用“看不见的手”实现了社会资源的高效率配置,将知识和经济紧密结合,推动美国新经济的迅猛发展,使美国在全球竞争格局中占据主导地位。

证券市值是国家财富的标志,1999 年全球证券市场股票市价总值首次超过全球国民生产总值,截至 2008 年 5 月 20 日,全球总市值达到 56 万亿美元,美国是全球证券市值最大的国家,全球前 10 名市值最大的国家和地区排名如下图所示。



资料来源: Bloomberg

从 GDP 与股市的关系来看,莱文和泽尔沃斯(Levine and Zeros, 1998)在总结阿切和乔万诺维克(Atje and Jovanovic, 1993)等人研究成果的基础上,再次证实了一个重要的假设:股票市场的发展和经济增长之间有很强的正向相关关系。实证数据表明:欧美国家 GDP 增长率、公司收入增长率和利润增长率是密切相关的。美国经济在 20 世纪持续增长,其股市也持续上涨,从 1926 年至 1999 年的 73 年时间,美国股市年均投资收益率达 11%,股市与 GDP 的相关性比较显著。而我国台湾、韩国股市与 GDP 的关联度较低,但总体上升趋势仍然相同。

对于我国资本市场与经济增长的关系,国内学者有着各种不同的争议与看法,在理论上几乎都承认资本市场发展对经济增长具有积极作用,但由于样本区间不同,实证检验支持的结论不尽相同。李国旺等(2003)在《资本市场发展与中国经济增长关系的实证研究》文章中以 1994—2002 年度数据,对经济增长与资本市场发展进行回归与时序分析,并对其中的主要指标进行格兰杰因果检验,结论如下。

1) 经济增长对股价指数运行具有显著影响。同时,由于我国股票价格指数的运行直接影响到市场筹资情况,并通过财富效应直接影响居民边际消费倾向,因而股价指数对经济增长也具有一定影响,但影响的显著性不如经济增长对股票指数的影响强烈。彼此影响滞后一季度。

2) 经济的环比增长率与资本化率、交易率、金融深化比率、财政支出比率、储蓄比率呈对数线性关系。其中,经济增长可以通过新增的交易价值来实现对资本化率的影响。