

Creating Shareholder Value

市值管理理论

施光耀 刘国芳 著

101100011011001
101100011011011

10110001101101100
10110001101101100



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

市值管理是中国资本市场进入全流通时代以后上市公司面临的一个全新课题，也是资本市场股权文化建设的重大突破。由施光耀和刘国芳两位同志撰写的我国第一本市值管理专著，将带领读者深入探寻上述问题。

——中国证监会前主席周道炯

由于市值管理是对国外价值管理的一种中国式借鉴，相对于目前学界对市值管理零散的理解与讨论，本书以其对市值管理系统、深入和创新性的论述填补了国内资本市场研究的一大空白，值得一读。

——著名经济学家华生

市值管理实际上是股权分置改革的一种深化，是全流通趋势下上市公司治理方面的必然选择。随着资本市场的发展和监管力度的加强，市值对企业价值的反映必然越来越有效。

——中国证监会上市部副主任赵立新在第一届中国上市公司市值管理论坛上的讲话

对于市值管理，想必国内不少上市公司在践行着错误的认识，其效果肯定难尽人意。我国上市公司到底该如何开展科学、有效的市值管理呢？这正是本书要回答的问题。

——万通实业董事局主席冯仑

北京大学出版社

地址：北京市海淀区成府路205号

邮编：100871

编辑部：(010) 62765126

发行部：(010) 62750672

出版部：(010) 62754962

E-mail: xxjs@pup.pku.edu.cn

http://www.pup.cn

ISBN 978-7-301-14573-9



9 787301 145739 >

定价：40.00 元

市值管理论

施光耀 刘国芳 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

内 容 简 介

“市值管理”是当今中国资本市场里的一个热门话题，萌生于2005年5月8日开启的具有里程碑意义的上市公司股权分置改革。这场改革的成功推进，使得中国资本市场实现了全流通的制度环境，市值便成为资本的新标杆，市值管理成为中国资本市场上的一场管理新革命，成为我国下至近两千家上市公司，上至宏观经济管理部门不得不面对的一个管理新课题。本书立足经济学、金融学和管理学理论，借鉴发达国家资本市场和公司价值管理的成熟理论与成功实践，从宏观和微观两方面系统和深入地阐述了发生在中国的市值管理改革的背景、意义、内涵及应对，是国内第一本有关市值管理研究的专业书籍，对于从事市值管理理论研究与实务探索的专家、学者、企业家和各类专业人士具有极强的参考价值。

图书在版编目（CIP）数据

市值管理论/施光耀，刘国芳著．—北京：北京大学出版社，2008.11
ISBN 978-7-301-14573-9

I. 市… II. ①施… ②刘… III. 证券交易—资本市场—研究—中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2008）第 176649 号

书 名：市值管理论

著作责任者：施光耀 刘国芳 著

责任编辑：成 淼 李 玥

标准书号：ISBN 978-7-301-14573-9/F·2074

出 版 者：北京大学出版社

地 址：北京市海淀区成府路 205 号 100871

电 话：邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62755126 出版部 62754962

网 址：<http://www.pup.cn>

电子信箱：xxjs@pup.pku.edu.cn

印 刷 者：北京宏伟双华印刷有限公司

发 行 者：北京大学出版社

经 销 者：新华书店

730 毫米×980 毫米 16 开本 19 印张 320 千字

2008 年 11 月第 1 版 2008 年 11 月第 1 次印刷

定 价：40.00 元

未经许可，不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有，侵权必究

举报电话：010—62752024；电子信箱：fd@pup.pku.edu.cn

前 言

伴随着近年来的快速发展，中国资本市场和宏观经济正在经历一场以市值为标志的管理新革命。

从微观上讲，资本市场全流通的实现，促使上市公司大小股东的利益在市值这个目标上取得了一致；股权激励制度的推广，又使上市公司管理团队与股东的利益在市值这个标杆上形成了统一。中国上市公司的经营目标由此正在发生根本性的变革：从追求利润、追求资产转向了追求股东价值即市值；上市公司之间的竞争性质也出现了重大升级：从争夺客户向既争夺客户、又争夺投资者转变。经营目标的变革和竞争性质的升级，客观而现实地要求我国上市公司的经营理念、商业模式、组织结构、内部流程、绩效考核以及企业文化等必须相应地作出重大调整。这是一场革命，一场企业管理革命。适应这场革命，并赢得革命的成功，这是我国上市公司面对的一个微观管理的新课题。

从宏观上说，资本市场的快速发展加速了我国经济的证券化进程，使得虚拟经济在我国宏观经济和社会生活中的地位越来越突出，分量越来越重要，虚拟经济对实体经济的影响也越来越重大。我国的宏观经济管理再也不能仅以实体经济为单一考量，再也不能再无视或忽视以资本市场为核心主体的虚拟经济，而必须将宏观市值管理纳入其宏观经济管理的范畴。科学实施宏观市值管理，努力实现实体经济与虚拟经济的相互协调与促进，客观而现实地要求我们树立宏观市值管理意识、明确宏观市值管理主体、建立宏观市值管理机制、选择宏观市值管理方法、丰富宏观市值管理手段、探索宏观市值管理规律。这也是一场革命，一场宏观经济管理革命。顺应市场的发展趋势，在掌握这场宏观管理革命主动权的同时，引导企业取得微观管理革命的胜利，这是我国政府部门必须面对的一个宏观管理新课题。

自股权分置改革启动以来，我们就开始观察和思考中国资本市场出现的市值管理现象和问题。经过近三年的研究与思考，并在大量参阅国内外专家有关市值管理及相关论述的基础上，我们撰写了本书，力图从经济学、金融学和管理学理论上系统和深入地阐述发生在中国大地上的这场市值管理革命的背景、

意义、内涵及应对，以供从事市值管理理论与实务探索的专家、学者、企业家和各类专业人士参考。

在成书的过程中，作者得到了中国人民大学金融与证券研究所所长吴晓求教授、清华大学经管学院金融系副主任朱武祥教授、中国证监会研究中心主任祁斌博士、国务院国资委研究中心主任王忠明先生等知名专家、学者的大力支持、鼓励与指导，我国专门从事市值管理理论与实务研究的民间学术机构——中国上市公司市值管理研究中心的高级研究员王俊、郑文明、张迅辉、邵永亮、马丽华、牛丽静等对文章的结构和内容提出了不少好的建议，研究员杨小燕、梁彦军、路爱峰、王珂、裴新刚等协助作了大量的数据、资料与文献的收集和整理工作，在此一并表示诚挚的谢意！最后，对我们的家人对我们在写作中花费大量本应陪伴她们的宝贵时间呈现的理解与支持表示衷心的感谢！

由于市值管理在中国属于一个全新的课题，本书也是国内首本有关市值管理研究方面的专业书籍，其中难免存有不妥甚至错误之处，欢迎大家提出批评和修改意见，以便我们再版时不断完善。著者电子邮箱：shigy@avannet.com.cn（施光耀），liugf@avannet.com.cn（刘国芳）。

著 者

2008年8月15日于北京

序：市值管理的开山之作

吴晓求

经过近三十年的改革开放和快速发展，中国已经从一个贫穷落后的国家发展成一个经济大国；资本市场从无到有，从弱到强，虽然过程跌宕起伏，但是依然呈现出发展的态势。资本市场的发展，推动了上市公司管理理念的变革，特别是股权分置改革完成后，基于股东价值最大化的现代企业经营理念已具备了制度基础，市值管理成为上市公司最核心的命题。

其实，自现代企业制度建立以来，特别是随着资本市场的发展和企业并购的不断活跃，企业经营理念不断深化，从产量管理、产值管理，演变为利润管理，最后发展为价值管理，体现了企业不断自我调整、适应市场的行为。经典经济学理论认为，在成熟的资本市场中，市值体现了企业的内在价值，因此价值管理等同于市值管理，企业只需关注其价值创造能力，注重价值管理，就可以实现市值最大化。但是，正如本书中所言，在中国这样的新兴加转轨的市场，资本市场并不完善，市值经常背离公司价值，因此作为价值管理的延伸，市值管理变得更加重要。

今天，资本市场已经进入全流通时代，上市公司的市值是衡量其实力大小的综合性指标，它不仅体现了企业现在经营能力的好坏，而且反映了企业未来赢利的预期，还反映了企业与股东、企业与社会之间的互动关系。随着我国资本市场的不断发展和总市值的不断提高，我国经济的证券化率越来越高，市值管理不但从微观上关系到企业的生存发展问题，而且从宏观上关系到我国实体经济的健康、稳定发展，因此市值管理成为我国上市公司和政府管理层所十分关心的问题。

相比产量、产值管理和利润管理的单向性和内部性，市值管理不仅要求企业建立科学的内部管理机制，不断创造价值，而且还要求企业必须处理好资本市场各主体之间的关系，适时调整策略，实现企业的价值最大化。可以看出，市值管理是一个综合性的系统工程，它涉及影响企业市值的各种因素，包括经

济周期变化、产业结构调整、资本市场波动等宏观因素，还包括产品市场竞争、内部成本控制、资本结构设计和激励机制等微观因素。如何将这些要素综合考虑，并制定行之有效的应对策略，是对上市公司智慧的挑战。因此，市值管理不是恶意炒作公司的股票价格，而是通过提升公司的价值来提高公司的市值，需要上市公司不断提高其内在竞争力，给投资者以良好的预期。

市值管理的微观主体是上市公司，关注市值的成长是推动资本市场发展的重要力量。一个强大的资本市场离不开一群强大的上市公司，而强大的上市公司则是建立在不断创造价值和实现价值的基础之上。2008年，我国资本市场开始进入全流通时代，如何面对市值波动、科学地进行市值管理将是我们面临的全新课题。

本书作者施光耀先生是我多年的朋友，曾任《中国证券报》常务副总编，他目睹并经历了中国资本市场发展这10年的风风雨雨，对中国资本市场有深刻的感悟，每年我们都有几次聚会，聚会时他都会谈谈对中国资本市场的研究心得，心得中既体现人性的真诚，又焕发出智慧的光芒。国芳曾是光耀在《中国证券报》的同事，现在又与光耀一起创建中国上市公司市值管理研究中心，国芳沉稳低调，谦谦君子的风度给我留下美好的印象。他们经过近两年的潜心研究，终于向读者奉献了这部《市值管理论》，它可能不是一部惊世骇俗之作，但绝对是一部有关中国市值管理的开山之作：本书在国内首次对上市公司市值管理的内涵作出了学理上的界定，也依据现代金融学和管理学理论系统地提出了上市公司开展科学、有效市值管理的原理与方法，而且从经济学理论与逻辑出发创造性地提出了宏观市值管理的内涵和方法。这些有助于消除当前对市值管理的一些认识误区，对我国上市公司的市值管理实践无疑也有着较强的指导意义，对于我国宏观经济管理更有着现实的参考作用。本书是他们智慧的结晶。

鉴此，本书值得从事资本市场理论研究、宏观管理与实务的专家、学者、官员和企业家一读。

是为序。

2008年9月2日

于中国人民大学金融与证券研究所

目 录

上 篇 微观市值管理

| | |
|--------------------------|----|
| 第一部分 总论..... | 3 |
| 第一章 全流通与市值管理..... | 5 |
| 第一节 市值管理的提出..... | 5 |
| 第二节 市值的意义..... | 10 |
| 第三节 市值管理的必要性..... | 14 |
| 第二章 市值管理的内涵..... | 17 |
| 第一节 市值管理的定义..... | 17 |
| 第二节 市值管理的内容..... | 21 |
| 第三章 市值管理与价值管理..... | 25 |
| 第一节 价值管理的产生与发展..... | 25 |
| 第二节 价值管理的基本含义..... | 27 |
| 第三节 价值管理的根本目标..... | 28 |
| 一、利润最大化的局限性..... | 28 |
| 二、企业价值最大化..... | 29 |
| 第四节 价值管理的核心内容..... | 30 |
| 第五节 价值管理与市值管理的区别与联系..... | 31 |
| 第四章 企业经营理念的演变..... | 33 |
| 第一节 产品生产观念..... | 33 |
| 第二节 商品经营观念..... | 34 |
| 第三节 资本经营观念..... | 35 |
| 第四节 价值与市值管理观念..... | 36 |
| 第五节 企业管理的新革命..... | 37 |
| 第六节 上市公司的新挑战..... | 41 |
| 第二部分 价值创造管理..... | 43 |
| 第五章 价值理论..... | 45 |

| | | |
|-----|-----------------------|----|
| 第一节 | 商品价值理论..... | 45 |
| 一、 | 古典劳动价值论..... | 46 |
| 二、 | 马克思主义劳动价值论..... | 47 |
| 三、 | 要素价值论..... | 47 |
| 四、 | 边际效用价值论..... | 47 |
| 五、 | 均衡价值论..... | 48 |
| 第二节 | 企业价值理论..... | 49 |
| 一、 | 企业的概念..... | 49 |
| 二、 | 不同价值论里的企业价值..... | 51 |
| 三、 | 企业价值的内涵与特点..... | 53 |
| 第六章 | 价值评估原理..... | 57 |
| 第一节 | 价值评估概述..... | 57 |
| 一、 | 企业价值评估概述..... | 58 |
| 二、 | 企业价值评估的基本假设与前提条件..... | 58 |
| 三、 | 上市公司价值评估的意义..... | 59 |
| 四、 | 公司价值评估与市值管理..... | 60 |
| 五、 | 价值评估方法..... | 61 |
| 第二节 | 绝对值估价法..... | 62 |
| 一、 | 基本原理..... | 62 |
| 二、 | 参数确定..... | 65 |
| 三、 | 绝对值估价法小结..... | 68 |
| 第三节 | 相对值估价法..... | 69 |
| 一、 | 基本原理..... | 69 |
| 二、 | 估价模型..... | 70 |
| 三、 | 相对值估价法小结..... | 76 |
| 第四节 | 期权估值法..... | 76 |
| 一、 | 基本思想..... | 76 |
| 二、 | 基本模型..... | 77 |
| 三、 | 期权估值法的应用..... | 79 |

| | |
|----------------------------|------------|
| 四、期权估值法小结 | 80 |
| 第七章 价值创造的衡量 | 83 |
| 第一节 资本与资本成本 | 83 |
| 一、资本含义 | 83 |
| 二、资本成本 | 84 |
| 三、资本成本表现形式 | 85 |
| 四、资本成本影响因素 | 88 |
| 五、综合资本成本 | 90 |
| 第二节 衡量价值创造的传统指标 | 91 |
| 一、业绩衡量标准的历史演进 | 91 |
| 二、传统衡量指标介绍 | 92 |
| 第三节 衡量价值创造的现代指标 | 95 |
| 一、投资现金流回报率 (CFROI) | 95 |
| 二、经济增加值 | 98 |
| 第八章 价值创造的最大化 | 105 |
| 第一节 价值创造的理论框架 | 105 |
| 一、公司经营目标是企业价值最大化 | 106 |
| 二、用 EVA 衡量公司价值创造 | 106 |
| 三、基于 EVA 标准的价值创造管理框架 | 108 |
| 第二节 提高资本回报率 | 109 |
| 一、优化商业模式 | 109 |
| 二、优化资本配置 | 111 |
| 三、优化业务经营战略 | 112 |
| 第三节 降低资本成本 | 115 |
| 一、优化资本结构 | 116 |
| 二、降低债务资本成本 | 121 |
| 三、降低权益资本成本 | 124 |
| 第四节 改善公司治理 | 130 |
| 一、公司治理的意义 | 131 |
| 二、公司治理结构的内涵 | 133 |

| | |
|-------------------------|-----|
| 三、优化公司治理与市值管理..... | 134 |
| 第三部分 价值实现管理..... | 141 |
| 第九章 有效市场理论..... | 143 |
| 第一节 有效市场假说概述..... | 143 |
| 一、有效市场理论起源..... | 143 |
| 二、有效市场理论概述..... | 145 |
| 三、有效市场假说的前提条件..... | 147 |
| 四、有效市场假说的三种形态..... | 148 |
| 五、有效市场假说的检验..... | 150 |
| 六、市场效率与市场有效性..... | 151 |
| 七、有效市场理论的争论与发展..... | 152 |
| 第二节 中国资本市场效率研究..... | 155 |
| 一、中国资本市场的有效性检验..... | 155 |
| 二、中国资本市场的低效性表现..... | 158 |
| 三、中国资本市场的低效成因分析..... | 159 |
| 第三节 有效市场理论与市值管理..... | 161 |
| 第十章 行为金融学理论..... | 163 |
| 第一节 行为金融学概述..... | 164 |
| 一、行为公司金融..... | 164 |
| 二、行为金融投资决策的心理与行为特征..... | 174 |
| 三、行为金融理论模型..... | 178 |
| 第二节 行为金融学与市值管理..... | 183 |
| 第十一章 价值实现的衡量..... | 185 |
| 第一节 市值与市场增加值..... | 185 |
| 一、市值的概念..... | 186 |
| 二、市场增加值..... | 186 |
| 三、当前运营价值与未来增长价值..... | 189 |
| 第二节 市场增加值与经济增加值..... | 191 |
| 第三节 市盈率与托宾 Q..... | 192 |

| | |
|---------------------------|------------|
| 一、市盈率..... | 192 |
| 二、托宾 Q..... | 193 |
| 第十二章 价值实现的最优化..... | 195 |
| 第一节 投资者关系的概念与演进..... | 196 |
| 一、投资者关系管理的定义..... | 196 |
| 二、投资者关系管理的演进..... | 199 |
| 第二节 投资者关系与公司价值实现..... | 201 |
| 第三节 国内外投资者关系的实践..... | 206 |
| 一、国外投资者关系管理的历史回顾..... | 206 |
| 二、中国投资者关系管理的发展历程..... | 208 |
| 三、投资者关系管理的影响因素..... | 219 |
| 四、投资者沟通主要内容..... | 225 |
| 五、投资者关系管理的渠道和方式..... | 227 |
| 六、投资者关系与媒体关系管理..... | 230 |
| 七、投资者关系管理战略..... | 234 |
| 第四部分 价值经营管理..... | 241 |
| 第十三章 价值经营原理..... | 243 |
| 第一节 市值被明显高估时的价值经营..... | 243 |
| 一、增发股票或发行可转债..... | 244 |
| 二、换股并购，整合主业..... | 248 |
| 第二节 市值被明显低估时的价值经营..... | 250 |
| 一、收购同行企业，加强产业整合..... | 251 |
| 二、回购部分股票，做好股本管理..... | 251 |
| 三、巧选融资手段，降低融资成本..... | 254 |

下 篇 宏观市值管理

| | |
|------------------------------|------------|
| 宏观市值管理篇..... | 257 |
| 第十四章 经济发展与宏观市值管理..... | 259 |
| 第一节 中国经济加速证券化..... | 260 |
| 第二节 中国经济加速证券化的意义..... | 265 |

| | | |
|------|-----------------------------|-----|
| 第三节 | 经济证券化与宏观市值管理 | 266 |
| 一、 | 虚拟经济与实体经济的关系 | 266 |
| 二、 | 宏观市值管理的定义 | 269 |
| 三、 | 宏观市值管理的目标 | 270 |
| 四、 | 宏观市值管理的主体 | 270 |
| 五、 | 宏观市值管理的内容 | 272 |
| 第四节 | 宏观市值管理面临的现实挑战 | 277 |
| 第十五章 | 海外的宏观市值管理 | 283 |
| 第一节 | 美国的宏观市值管理：大崩盘带来大思维 | 283 |
| 一、 | 1929 年股灾 | 283 |
| 二、 | 1987 年股市暴跌 | 285 |
| 三、 | 2000 年科技网络股泡沫破裂 | 286 |
| 四、 | 2007 年次债危机 | 287 |
| 第二节 | 日本的宏观市值管理：十年金融危机的苦苦应对 | 288 |
| 一、 | 股灾的发生 | 288 |
| 二、 | 政府的应对及效果 | 290 |
| 三、 | 经验及教训 | 290 |
| 第三节 | 香港的宏观市值管理：1998 年金融保卫战 | 291 |
| 一、 | 股灾的发生 | 291 |
| 二、 | 政府的应对 | 291 |
| 三、 | 成效 | 292 |
| 四、 | 经验及教训 | 292 |

上 篇

微观市值管理

第一部分 总 论

2005年启动的上市公司股权分置改革取得了巨大成功。这一成功给中国资本市场带来了一系列深刻变化。其中最重要的变化，就是中国证券市场实现了全流通的制度环境，市值成为资本新标杆。市值新标杆唤醒企业价值新意识，呼唤企业经营新理念。作为企业价值理论的中国化演绎，作为实现上市公司及其股东价值最大化的重要手段，市值管理这一企业经营管理中的新名词由此应运而生，并快速席卷大江南北。民营控股的上市公司及其大股东们凭借机制的优势一马当先，国有控股的上市公司及其大股东们也不示弱，大家争相学习市值知识，研究市值现象，实践市值管理，探索市值管理规律。本篇将借鉴发达市场公司价值管理和资本市场管理的成熟理论和成功实践，立足中国“新兴加转轨”资本市场的客观现状，思考并提出中国上市公司市值管理的基本原理与方法，以指导和推动中国资本市场市值管理实践。

作为微观市值管理总论，本部分将着重介绍上市公司市值管理在中国的由来、阐述上市公司市值管理的定义、讨论市值管理的内容、分析中国这个“新兴加转轨”的资本市场市值管理与成熟市场价值管理之间的联系与区别，以及从企业经营理念的演变论述市值管理的必然性和它对中国上市公司的挑战性。