

市值决定公司命运

Market Capitalization Management

市值管理

谢风华◎著



清华大学出版社

Market Capitalization Management

市值管理

谢风华 著

清华大学出版社

北京

内 容 简 介

《市值管理》一书率先对我国上市公司市值影响因素进行全面深入的研究,从实证的角度发现影响我国上市公司股票市值的八大因素: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,以及这些因素相互作用、互为影响,并通过提高公司的未来净现金流和降低公司的风险预期实现公司价值最大化。

本书建立了公司市值的决定函数模型,运用统计学方法进行实证分析,同时本书还从更宏观的视角考察了宏观经济因素对股票市值的影响:美国的次贷危机对全球经济的影响,美欧经济增长放缓对我国外贸出口的影响,以及最近我国宏观调控的货币政策和财政政策对我国证券市场的影响,这都有力地佐证了宏观因素的重要性,从而使本书对市值的研究更加全面化和系统性。作者还引用国内外知名上市公司的实际案例,并增加了相关专业名词的解释,理论和实务的结合促进了本书的阅读乐趣。

本书适合证券从业人员、证券投资者、高校老师和学生、政府机关人员、上市公司高管阅读参考。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。
版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

市值管理/谢风华著. —北京:清华大学出版社,2008.10

ISBN 978-7-302-18603-8

I. 市… II. 谢… 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145325号

责任编辑:徐学军

责任校对:王荣静

责任印制:李红英

出版发行:清华大学出版社

地 址:北京清华大学学研大厦A座

<http://www.tup.com.cn>

邮 编:100084

社 总 机:010-62770175

邮 购:010-62786544

投稿与读者服务:010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质 量 反 馈:010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 装 者:清华大学印刷厂

经 销:全国新华书店

开 本:185×260 印 张:20 字 数:427千字

版 次:2008年10月第1版 印 次:2008年10月第1次印刷

印 数:1~5000

定 价:36.00元

本书如存在文字不清、漏印、缺页、倒页、脱页等印装质量问题,请与清华大学出版社出版部联系调换。联系电话:(010)62770177 转 3103 产品编号:030919-01



Market 市值的世界是平的
Capitalization
Management

致谢

这本小小的书其实凝聚了诸多贤者智士的心血,如果没有下面这些人的帮助,我将无法完成本书的写作和出版。因此在本书的卷首,我要特别致谢。

感谢我的导师——北京大学刘方棫教授,2006年我在市值管理研究中主要聚焦影响股票价格的微观决定变量。刘老建议我增加关注影响股票市值的宏观因素,从而为我打开一个更高更广的视角。这两年宏观经济的变化及其对我国证券市场深远影响的事实证明刘老的高瞻远瞩和深厚的学术功底。特别令我感动的是刘老虽年事已高,但他还是逐词逐字审阅我的书稿,其治学之严谨、态度之认真值得我们年青一代学习。

感谢中欧商学院吴敬琏、许小年、梁能、杨国安、高岩、谢家伦等一批研究卓越、育人不倦的教授,他们不仅在学术方面给予我很大的影响,而且也改变了我的诸多观念。如吴敬琏教授对于股票市场在区间范围内的均衡理论、谢家伦教授关于资本市场和产品市场的关联互动等论断对我在市值管理的研究都有莫大的帮助,他们的理论光辉在本书中也得以引述和拓展。

感谢万科王石董事长、雅戈尔集团李如成董事长、苏宁电器张近东董事长、金龙汽车郭清泉董事长、烟台万华丁建生董事长、金风科技武钢董事长、青岛啤酒金志国董事长、无锡尚德施正荣董事长、阿里巴巴马云董事长、南山铝业宋建波董事长、天通电子潘建清董事长、苏泊尔苏显泽董事长、分众传媒江南春董事长、三花股份张道才董事长等众多企业领袖,他们不但为本书提供案例支持,而且在市值管理的实践上为其他同行和后来者提供榜样和典范。

感谢国信证券研究所的所长廖绪发、估值首席分析师汤小生博士、钢铁首席分析师郑东、汽车首席分析师赵雪桂以及估值分析师崔嵘为本书提供许多专业意见和数据支持。

感谢本书提及的研究学者,他们的实证和理论研究成果为本书提供基础和启发;同时感谢本书未提及的其他专业人士,虽然他们在互联网上的文章无法查明出处,但我们仍然可以在本书中看到他们智慧的闪光。

市值管理

Market Capitalization Management

序一

PREFACE

当前,世界经济正面临金融市场动荡和油价高企的严峻挑战,实体经济增长放缓,资本市场持续动荡。美国的次贷危机严重影响着投资者对美国经济增长的预期,其外溢效应也使得欧盟、日本和加拿大等其他发达经济体增长放缓。而新兴市场经济体由于产业结构的不合理和资本市场还处在初级发展阶段,正承受着弱势美元带来的成本推动型通胀的痛苦。全球经济进入了一个前景未定且可能非常艰难的时期,经济周期的时间越来越短、经济波动的振幅越来越大。

全球经济发展的不确定性和资本市场的关联性,对刚刚进入全流通时代的中国证券市场产生了重大而深远的影响,中国上市公司的总市值从2007年度巅峰时期的32万亿元跌落到目前的17万亿元人民币,正在经受着暴涨暴跌的考验。但无论市场如何动荡,都无法改变中国资本市场市值管理时代的到来,市值将成为衡量股东财富、管理层绩效和投资者关系等新的标杆。

股票市场是直接融资的重要通道,作为虚拟经济的载体,对于提高实体经济运行效率和优化资本配置具有不可或缺的重要作用。虽然有大量关于股市和股市单一因素(如法人治理)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。谢风华先生具有多年的投资银行实务经验,一直站在我国资本市场的实践前沿,他敏锐地捕捉到市值管理这个最新的研究主题,率先对我国上市公司市值影响因素进行全面深入的研究,从实证的角度发现影响我国上市公司股票市值的八大因素: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,以及这些因素相互作用、互为影响,并通过提高公司的未来净现金流和降低公司的风险预期实现公司价值最大化,因此这一实证分析,进一步充实了传统的公司价值理论和资产定价模型理论,并与之相吻合。

在微观经济体基本面研究的同时,作者还从更宏观的视角考察了宏观经济因素对股票市值的影响:美国的次贷危机对全球经济的影响,美欧经济增长放缓对我国外贸出口的影响,以及最近我国宏观调控的货币政策和财

政政策对我国证券市场的影响,都有力地佐证了宏观因素的重要性。

本书作者还建立了市值的决定函数模型,并作了相关性研究,具有一定的学术价值和理论的领先性。同时本书还引用国内外知名上市公司的实际案例,力求将理论和实务相结合,对我国上市公司的市值管理实践具有一定的指导意义和理论价值,对广大股票投资者和读者也具有可贵的知识性、可读性和启迪性。

市值管理作为资本市场的核心内容,随着我国证券化率的不断提高和资本市场的不断发展,其重要性将会被更多的人所认同。谁认识得早、行动得快,谁就能够在竞争中掌控主动、把握先机。市值管理不仅仅关系到上市公司及其股东和管理层的利益,也事关我们整个资本市场的发展大计,应该将其上升到国家战略的高度。美英等发达国家的实践经验告诉我们,虚拟经济和实体经济的良性互动,可以提升国家整体价值,提高中国在全球资本市场的定价权,促其成为资本大国和经济强国。

我国已经进入了市值管理的时代,实施市值管理有利于促进监管和投资理念的转变,能够使股票价格更加真实地反映企业内在价值,改善和提高资本市场的资源配置能力,促进上市公司经营管理层主动改善公司治理和公司经营效率,通过海内外并购催化诞生一批世界级的伟大的公司,为中国的真正崛起做出贡献。

是为序。

刘方棫

2008年7月于北京大学

刘方棫先生为北京大学经济学院教授、博士生导师

序二

PREFACE

作为中国第一代保荐代表人,本书著者谢风华先生参与和见证了中国资本市场的整个发展过程,雄厚的理论功底和丰富的实践经验使他迅速成为国内投资银行领域的领军人物。他风华正茂却谦逊好学、严谨勤勉,此书是他集多年理论探索和深入思考的精华,读罢确实领略了作者的风华所在。

乍看书名,似乎又是一部充斥书店书架的关于资本市场的游戏规则和操作技巧的金融快餐式读物。但我读后便发现,在本书描述的金融运作的表层下,有深刻的经济学主题,那就是中国如何从股份制和资本市场的角度进一步理解“市场经济”的真正内涵。改革开放已整整30年,我国经济在各个方面越来越接近亚当·斯密所描绘的由“看不见的手”所主宰的市场经济,其核心便是生产要素(财物及人力)由市场调节的最优组合。在计划经济下资源配置取决于国家的规划控制,在市场经济下资源配置很大程度上则依靠强大而完备的资本市场。在完全竞争、公平公正、理性透明的资本市场,资源配置正是通过企业市值的变化得以体现的。资本与人才流向行业前景好、经营利润高、企业成长快、公司治理完善的上市公司,推动其股票价格上涨。反之,竞争失败者会因股价暴跌而惨遭淘汰。也就是说,亚当·斯密的那只“看不见的手”,反映到资本市场却是一只“看得见的手”——公司市值。英美发达国家的经验提示我们,市场经济的完美实现只要遵循一条原则即可,那就是每个公司忠实地以增加股东股票价值为唯一目标。即使是非上市公司,其公司价值也可以在风险投资(venture capital)和私募股权投资(private equity)的资本市场得以体现。

我国在由计划经济到市场经济的转轨过程中,对股份制及资本市场的认识经历了漫长的过程。从20世纪80年代股份制的诞生,到90年代股票市场的成立,中国股市的主要目的是为国有企业融资解困,而股权分置的结构性缺陷曾破坏了资本市场价格发现及资源配置这一最主要的功能。现在,股改已顺利完成,管理层法律监管日趋完善,投资者回归价值理性,市值

管理必将成为下一阶段主宰资本市场运行的主流思想。本书的出版,可谓正当其时。作者为我们清晰地勾勒出市值这只“看得见的手”的轮廓,系统总结了决定企业市值最大化的诸多因素,其指导借鉴意义不言而喻。

我认为本书的精彩之处集中体现于三个“兼容”。

1. 深度与广度的兼容

市值管理是一个系统工程,除了其内在的深刻的经济学内涵,还涉及金融学之外的各种管理科学,包括但不限于宏观经济分析、公司战略、品牌管理和公司治理等内容。本书系统地将这些相关知识加以归纳总结,对重要的概念提供明确解释,从最基本的资产负债表到高深的信息不对称及啄序理论都有所涵盖,林林总总,环环相扣,深入浅出。不论读者背景如何,都能开卷有益。

2. 理论与实践的兼容

有关金融投资的读物存在重实战轻理论的倾向,喜欢追逐热点及操作技巧以哗众取宠,殊不知金融投资具有严谨的科学性。记得我在美国就读于商学院的第一堂课老师就告诫我们:没有什么比理论更实用(nothing is more practical than theory),因为理论是从无数实践中提取出来的本质性的精华。本书的理论框架严谨完整,尤其难能可贵的是对于各相关理论都有详细的文献总结和检索,精准而全面,这对于一个专做学术研究的学者都难以做到,却出自一个百忙之中的投资银行家之手,令人钦佩。尽管本书理论背景充足,读起来却毫不晦涩,因为作者容理论于大量案例及故事之中,丰满而生动,读者在学习了作者理论思想的同时,也大致能了解到国内外资本市场的发展脉络、主要事件及人物,以及丰富的实际知识。比如,关于公司的上市地这一章就对选择公司上市地点提供了数据充足的市场比较和实践指导,极富现实性和操作性。所以不论对于理论工作者还是实践操作者,本书都会是书架上一本优秀的参考书。

3. 国际与国内的兼容

市值管理的理念来自国外,本书自然总结了大量国外经典理论和案例。但同时作者在境内外资本市场都有着丰富的实践经验,对各种相关内容,都能找到国内的对应理论研究及案例与之比较印证,使读者既拥有国际视野,又能领会中国国情。市场上的金融投资读物,大多在以上所述影响市值的诸多因素方面之一有所侧重和偏颇,能兼顾二二的已经很少,而能平衡所有方面,毕其功于一役的,以我的孤陋寡闻,迄今我还没见到第二本。

诚然,如作者在后记中所言,本书只是为我国市值管理研究开了个头。股东市值最大化是以英美为代表的“股东资本主义”(stockholder capitalism)的行为准则,而与之对应的是以德日为代表的“利益相关者资本主义”(stakeholder capitalism),它兼顾雇员等其他的利益群体。现阶段看来美国的经济是最有活力,但也开始面临不少问题。是否只关心股东的利益,就可以一劳永逸地打造最完善的经济体,在国外仍然有争论。在中国,其实先哲老子和庄子在两千多年前就有了朦胧的自由经济思想,所谓“无为无不为”、“圣人不死,大盗不止”,但老庄的思想在中国的历史长河中很难成为正统。所以,效率与公平乃是人类面临的永恒的矛盾。从新劳动法引起的纷争,到国资委最近严控国有企业经理人的股权激励,都是这一矛盾

的现实反映。我们建设的是社会主义市场经济,股东又是以国有股份占主导,市值管理如何运用在我国独特的政治、经济及文化环境中才能发挥最大效用,最好地兼顾公平和效率,是摆在我们中国人面前的难题,也是我们有创造性地发展市值管理理论的机遇。我衷心祝愿有更多像风华这样的有识之士加入到市值管理研究探索的行列中来,为建设有中国特色的资本市场共同努力。



2008年7月于上海

高岩先生为美国西北大学凯洛格(Kellogg)管理学院金融学博士、
中欧国际工商学院金融学教授

目录

CONTENTS

序一	V
序二	VII
引 言	1

第一章 概念的导入:市值/ 4

第一节 账面价值、内在价值和市场价格	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

第二章 影响公司市值的宏观因素/ 49

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

第三章 上市地的选择/ 78

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

第四章 行业的战略选择/ 107

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

第五章 管理层的成绩单/ 135

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

第六章 品牌溢价/ 163

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

第七章 投资者关系/ 190

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

第八章 资本、股本与股东/ 219

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

第九章 公司法人治理/ 246

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

第十章 公司重组/ 272

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家。

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