



STUDY ON
MARKET VALUE MANAGEMENT OF
CHINESE A-SHARE
LISTED COMPANIES

中国 A股上市公司市值 管理研究

苗 晴 著



本书由江苏大学专著出版基金资助出版

中国 A股上市公司市值 管理研究

苗 晴 著

STUDY ON
MARKET VALUE MANAGEMENT OF
CHINESE A-SHARE
LISTED COMPANIES

内容提要

本书建立了一个以公司市值为信号、价值创造为核心、价值最大化为目标的市值管理研究框架,通过理论研究和实证研究对 A 股上市公司内在价值创造进行评价、市场价值实现进行分析、价值经营环节进行探讨,以及对内在价值与市场价值关联度进行衡量,旨在评价 A 股上市公司的市值管理水平,发现其市值管理存在的问题,并提出改进的对策建议,帮助 A 股上市公司有效实施市值管理战略,不断提升公司价值。

图书在版编目(CIP)数据

中国 A 股上市公司市值管理研究 / 苗晴著. — 镇江 : 江苏大学出版社, 2015. 3

ISBN 978-7-81130-938-6

I. ①中… II. ①苗… III. ①上市公司—市场价值—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 058357 号

中国 A 股上市公司市值管理研究

ZHONGGUO A GU SHANGSHI GONGSI SHIZHI GUANLI YANJIU

著 者/苗 晴

责任编辑/杨海濒

出版发行/江苏大学出版社

地 址/江苏省镇江市梦溪园巷 30 号(邮编: 212003)

电 话/0511-84446464(传真)

网 址/http://press. ujs. edu. cn

排 版/镇江新民洲印刷有限公司

印 刷/丹阳市兴华印刷厂

经 销/江苏省新华书店

开 本/890 mm×1 240 mm 1/32

印 张/7.75

字 数/194 千字

版 次/2015 年 3 月第 1 版 2015 年 3 月第 1 次印刷

书 号/ISBN 978-7-81130-938-6

定 价/35.00 元

如有印装质量问题请与本社营销部联系(电话:0511-84440882)

前 言

基于价值的管理(VBM)是20世纪80年代在美国企业界出现,经麦肯锡顾问公司提倡和推广的一种新型管理理念和管理模式。基于价值的管理是以企业价值最大化观念为先导,将企业的财务、战略、内部控制、激励机制等作为实现企业价值战略的各项职能活动,融预期、计量、控制、激励,甚至于企业文化等于一体的全员参与的管理系统,强调企业价值在企业管理理念中的核心地位。

中国股市在股权分置改革完成后,上市公司的市值表现与全体股东的利益密切相关,上市公司追求的目标从利润最大化转变为公司价值最大化,上市公司的角色定位也从过去偏向于大股东的再融资工具转变成为全体股东管理价值与创造价值的平台,上市公司的股东及管理层开始关注公司的内在价值和公司股票的市场表现,由此产生了市值管理的管理理念。市值管理是上市公司在价值管理的基础上,根据公司市值信号,综合运用多种科学与合规的价值经营方法和手段,以达到公司价值创造最大化、价值实现最优化的战略管理行为。

市值管理需要建立一个以价值为核心的管理体系:正确地衡量公司的价值创造,有效地进行价值创造的管理和监控,合理并富有激励作用地分享所创造的价值。因此,市值管理的内容由价值创造、价值经营和价值实现3个部分组成,构成本书的总体研究架构。本书的研究目的在于,通过对上市公司内在价值创造进行评价、对市场价值实现进行分析、对价值经营的环节进行探讨、对内在价值与市场价值的关联度进行评价,衡量中国上市公司市值管

理水平,发现市值管理过程中存在的薄弱环节,在此基础上提出相应的对策与建议。

本书的研究方法主要有:对国内外研究状况进行回顾与分析时采用了文献分析、历史研究、比较研究、归纳分析等系统论的研究方法;对上市公司内在价值创造的驱动要素分析时,运用了理论研究方法和平衡计分卡,以及改进的平衡计分卡——业绩三棱镜的分析工具;对上市公司当前经济价值评价时运用了 *EVA*(经济增加值)模型和因子分析方法;对上市公司价值经营能力评价时运用了灰色聚类决策方法和基于 Hausdorff 度量模糊多指标群决策的 TOPSIS 方法;对上市公司内在经济价值评价时运用了突变级数法和模糊数学方法;对中国 A 股市场有效性检验时运用了 *MVA*(市场增加值)方法、*EVA* 方法和回归分析方法;对上市公司内在价值与市场价值的相关性进行分析时运用了相关分析方法。

本书的主要成果及结论如下:

(1) 根据平衡计分卡和改进的平衡计分卡的思想,上市公司应从利益相关者的角度出发制定公司战略,并努力寻找关键价值驱动要素,将公司战略作为中心环节,促使各种价值驱动要素共同发展,实现价值创造的协同效应,从而长期提升公司价值。

(2) 财务性价值驱动要素是上市公司价值创造的核心要素,上市公司在财务活动中应遵循价值理念,依据价值成长规律来探寻价值创造的运行模式和管理技术。财务性价值驱动要素中的投资策略是财务体系中的首要环节,在项目投资决策中应遵循投资项目评价的折现现金流分析技术,避免投资不足或过度投资的非效率投资行为;在长期股权(或债权)投资中,应根据股权(或债权)估价模型评估股票(或债券)的价值,并综合考虑各种相关因素做出合理的投资选择;在流动资产投资决策中,应遵循风险与收益均衡的原则,合理确定流动资产投资规模和营运资本投资规模,并妥善管理好营运资本。创造价值的融资决策不仅要关心资本结构,

更要关心资本成本,应在风险和报酬之间进行权衡,选择最优资本结构,使加权平均资本成本最低,从而实现公司价值最大化目标。资本运营作为现代财务管理的重要手段,对于优化资源配置、调整产业结构、实现自有资本的不断增值具有重要意义,上市公司可以通过内部资产重组、对外兼并收购等资本运营手段实现资本扩张,达到资本保值增值的目的。

(3) 公司治理是上市公司价值创造的制度保障,良好的公司内部治理需要建立由股东、董事、经营者 3 方面形成的管理和控制体系,明确各方的权、责、利,形成 3 者之间的制衡关系,并通过完善股东大会机制、董事会机制、监事会机制和高管人员激励约束机制来保证公司治理的有效性。

(4) 客户关系管理是一种旨在改善上市公司与客户关系的新型管理理念,上市公司在提高产品质量、改善服务质量、拓展业务空间的同时,应建立以客户为中心的企业文化,加强客户关系管理,使企业关注的重心从企业内部转向外部的客户,提高客户满意度,从而提高市场份额,并最终实现企业价值的增值。

(5) 从价值管理的角度看,实施投资者关系管理可以提高上市公司的核心竞争能力,从而不断提升公司价值。上市公司应通过分析研究工作、充分的信息披露、股权文化建设、危机管理等工作加强投资者关系管理。

(6) 中国 A 股市场有效性检验结果表明:中国 A 股市场仍为弱式有效,尚未达到次强式有效。在弱市环境中,上市公司实施市值管理的关键是努力提高价值实现能力,在充分揭示内在经济价值的过程中追求合理的市场溢价,可以通过加强公司内部治理、提高财务管理水平、加强客户关系管理、改善投资者关系管理等溢价手段不断提高市值管理水平。

作 者

2014 年 12 月

目 录

第1章 绪 论 001

1.1 研究背景 001

1.2 研究目的 003

1.3 研究意义 004

1.4 文献综述 005

1.4.1 关于基于价值的管理理论的研究 005

1.4.2 关于 *EVA* 的理论和方法的研究 011

1.4.3 关于上市公司市值管理的研究 016

1.4.4 文献小结及问题的提出 020

1.5 研究内容与结构安排 022

1.5.1 研究内容 022

1.5.2 结构安排 023

1.6 研究方法与技术路线 025

1.6.1 研究方法 025

1.6.2 技术路线 025

1.7 本书的主要创新点 027

第2章 相关理论回顾 028

2.1 资本结构理论 028

2.1.1 资本结构的含义 028

2.1.2 早期的资本结构理论 028

2.1.3 现代资本结构的基础理论——MM 理论 031

- 2.1.4 现代资本结构的主流理论 033
- 2.2 战略管理理论 039
 - 2.2.1 以环境为基点的经典战略管理理论 039
 - 2.2.2 以产业(市场)结构分析为基础的竞争战略和竞争优势理论 046
 - 2.2.3 以资源、知识为基础的核心竞争力理论 049
- 2.3 公司治理理论 051
 - 2.3.1 公司治理的内涵 051
 - 2.3.2 公司治理的核心理论 053
 - 2.3.3 公司治理模型 056
- 2.4 价值管理理论 060
 - 2.4.1 价值管理的内涵 060
 - 2.4.2 价值管理的框架结构 060
 - 2.4.3 价值管理的内容 061
 - 2.4.4 价值管理的分析步骤 062
 - 2.4.5 价值管理的模式 063
- 2.5 小 结 067

第 3 章 中国上市公司市值管理的产生及现状分析 069

- 3.1 市值的内涵 069
 - 3.1.1 市值的概念 069
 - 3.1.2 市值与公司价值的关系 069
- 3.2 市值管理的内涵 070
- 3.3 市值管理与价值管理的关系 071
 - 3.3.1 市值管理与价值管理的相同点 071
 - 3.3.2 市值管理与价值管理的不同点 072
- 3.4 市值管理的必要性 072
 - 3.4.1 资本市场发展的需要 072

- 3.4.2 提高上市公司融资能力的需要 073
 - 3.4.3 实施资本运作的需要 073
 - 3.4.4 上市公司持续发展的需要 074
 - 3.5 市值管理的内容 074
 - 3.5.1 市值管理中的价值创造活动 074
 - 3.5.2 市值管理中的价值实现活动 074
 - 3.5.3 市值管理中的价值经营活动 075
 - 3.6 市值管理的手段 076
 - 3.6.1 危机公关 076
 - 3.6.2 股权激励 076
 - 3.6.3 资本运作 077
 - 3.7 市值溢价途径 080
 - 3.7.1 主业溢价 080
 - 3.7.2 公司管理和治理质量溢价 080
 - 3.7.3 投资者偏好溢价 081
 - 3.8 市值管理的评价 081
 - 3.8.1 市值管理评价指标体系的设计 081
 - 3.8.2 市值管理的评价方法 083
 - 3.9 中国上市公司市值管理现状分析 084
 - 3.10 小 结 086
- 第 4 章 中国上市公司内在价值创造驱动要素分析 087**
- 4.1 基于平衡计分卡的内在价值创造驱动要素分析 087
 - 4.1.1 平衡计分卡与改进的平衡计分卡 087
 - 4.1.2 基于平衡计分卡的内在价值创造驱动要素分析 091
 - 4.2 财务性价值驱动要素分析 094
 - 4.2.1 创造价值的投资策略 094
 - 4.2.2 创造价值的融资策略 100

- 4.2.3 创造价值的资本运营 103
- 4.3 公司治理价值驱动要素分析 106
 - 4.3.1 创造价值的股东大会机制 107
 - 4.3.2 创造价值的董事会机制 108
 - 4.3.3 创造价值的监事会机制 109
 - 4.3.4 创造价值的经营者激励机制 111
- 4.4 客户关系管理价值驱动要素分析 112
 - 4.4.1 CRM 的内涵 113
 - 4.4.2 CRM 的价值管理方法 114
 - 4.4.3 CRM 的功能层面 116
- 4.5 投资者关系管理价值驱动要素分析 117
 - 4.5.1 IRM 的内容 118
 - 4.5.2 IRM 的意义 121
- 4.6 小 结 123

第 5 章 中国 A 股上市公司当前经济价值评价的实证研究 124

- 5.1 中国 A 股上市公司当前经济价值评价指标体系 124
- 5.2 EVA 模型 125
 - 5.2.1 EVA 的含义 125
 - 5.2.2 EVA 的计算公式 126
- 5.3 EVA 评价的实证分析 127
 - 5.3.1 样本选择 127
 - 5.3.2 数据来源 128
 - 5.3.3 控制变量的定义与计量 128
 - 5.3.4 实证分析 129
- 5.4 因子分析模型 131
 - 5.4.1 因子分析方法 131
 - 5.4.2 因子分析模型 132

- 5.5 中国 A 股上市公司当前经济价值评价的实证分析 132
 - 5.5.1 数据来源 132
 - 5.5.2 描述性统计分析 132
 - 5.5.3 相关性分析 134
 - 5.5.4 因子分析 135
 - 5.5.5 当前经济价值评价结论 140
- 5.6 小 结 141

- 第 6 章 中国 A 股上市公司内在经济价值评价的实证研究 142
 - 6.1 中国 A 股上市公司价值经营系统及其运作能力评价指标体系 143
 - 6.1.1 财务管理能力评价指标 144
 - 6.1.2 公司治理水平评价指标 144
 - 6.1.3 客户关系管理评价指标 146
 - 6.1.4 投资者关系管理评价指标 146
 - 6.2 中国 A 股上市公司价值经营能力评价模型 147
 - 6.2.1 灰色聚类决策方法 147
 - 6.2.2 基于 Hausdauff 度量的模糊 TOPSIS 方法 149
 - 6.2.3 评价方法 150
 - 6.3 中国 A 股上市公司价值经营能力评价的实证分析 151
 - 6.3.1 灰色聚类评价 151
 - 6.3.2 基于 Hausdauff 度量的模糊 TOPSIS 评价 153
 - 6.4 中国 A 股上市公司内在经济价值评价 155
 - 6.4.1 中国 A 股上市公司内在经济价值评价模型 155
 - 6.4.2 中国 A 股上市公司内在经济价值评价的实证分析 158
 - 6.5 小 结 159

第 7 章 中国 A 股上市公司内在价值与市场价值相关性研究 161

- 7.1 市场有效性的相关理论 162
 - 7.1.1 市场有效性的理论基础 162
 - 7.1.2 有效市场的定义与分类 162
- 7.2 MVA 的含义及其与 EVA 的关系 164
 - 7.2.1 MVA 的含义 164
 - 7.2.2 MVA 与 EVA 的关系 164
- 7.3 中国 A 股市场有效性检验 165
 - 7.3.1 MVA 与 EVA 的相关分析 165
 - 7.3.2 MVA 与 EVA 的回归分析 167
- 7.4 中国 A 股上市公司内在价值与市场价值相关性研究 169
 - 7.4.1 价值实现的评价 169
 - 7.4.2 中国 A 股上市公司内在价值与市场价值关联度评价的实证分析 170
- 7.5 小 结 173

第 8 章 加强上市公司市值管理的建议 174

- 8.1 强化市值管理理念,完善上市公司市值管理体系 174
- 8.2 提高财务管理水平,增强上市公司内在价值创造能力 175
 - 8.2.1 优化资本结构 175
 - 8.2.2 充分运用资本运作手段 175
 - 8.2.3 提高财务决策水平 176
 - 8.2.4 建立良好的财务估价体系 176
 - 8.2.5 加强实行 EVA 的信息化建设 177
- 8.3 努力做好价值实现工作,使市值充分反映内在价值 177
 - 8.3.1 信息披露工作 177
 - 8.3.2 投资者关系管理工作 178
 - 8.3.3 公共关系维护工作 178

8.4	加大价值经营力度,促进上市公司持续、快速、稳健发展	179
8.4.1	选准主业,实现主业溢价	179
8.4.2	提升核心竞争力,争取有利的竞争地位	179
8.4.3	切实完善公司治理结构,提升股票的管理溢价	180
8.4.4	科学制定股权激励机制,充分发挥股权激励的正效应	180
8.4.5	加强客户关系管理	181
8.5	加强上市公司市值管理的社会责任	182
8.6	提高中国资本市场的环境质量	182
8.6.1	保障证券监管机构的独立地位,建立市场化的监管制度	182
8.6.2	以市场化为导向,改革新股发行制度	183
8.6.3	建立多层次的资本市场环境	183
第9章	研究结论、局限及展望	184
9.1	研究结论	184
9.2	研究局限与研究展望	186
9.2.1	研究局限	186
9.2.2	研究展望	187
	参考文献	188
	附 录	202
	附录 A	202
	附录 A1	202
	附录 A2	202
	附录 A3	205

附录 B 207

附录 B1 207

附录 B2 210

附录 B3 212

附录 B4 215

附录 B5 217

附录 B6 219

附录 B7 222

附录 B8 225

附录 B9 228

附录 C 231

第 1 章 绪 论

1.1 研究背景

企业价值作为企业管理理论的一个概念,在国外,早在 20 世纪 50 年代中期就被明确提出,并逐渐被广泛运用于企业并购和股票定价上。近几十年来,国外学术界和企业界进行了许多有关企业价值理论问题的研究,其成果主要集中在企业资本结构理论、风险收益与资产定价理论、企业并购理论、企业价值评估理论、企业竞争战略理论等诸多理论之中。以企业价值为基础的管理已经成为西方企业界的一种新的企业管理模式。与传统的企业管理模式主要着力于企业的生产经营和利润最大化不同,这种新的企业管理模式突出了企业价值在企业管理理念中的核心地位,立足于企业整体价值的提升,是企业管理理论的现代延伸和最新发展。研究和应用企业价值管理理论,对于变革、调整和规范企业行为,使企业采取正确的发展战略和经营方式,实现企业持续、健康、快速发展,具有革命性的意义。

中国股票市场成立之初,为了保护国家支柱产业不受外资冲击,规定国家股和国有法人股作为非流通股不能在资本市场上流通,从而形成了非流通股与流通股并存的股权分置局面,非流通股与流通股“同股不同权、不同价、不同利”的股权分置问题长期以来成为中国股市发展的严重障碍。为了适应资本市场发展的新形势,2005 年 5 月开始实施了股权分置改革,这是中国证券市场制度

的结构性变革。在股权分置时期,由于非流通股不受股票交易市场价格变动的影 响,上市公司市值大小与非流通大股东自身利益没有直接关系,大股东唯一关注的是利润最大化和净资产的不断增值。股权分置问题解决后,上市公司的市值表现与大股东的经济利益密切相关,全体股东的利益逐渐走向统一,上市公司追求的目标转变为公司价值最大化,上市公司的角色定位也从过去偏向于大股东的再融资工具转变成为全体股东管理价值与创造价值的平台。全流通后的资本市场将出现并购浪潮,那些不能创造价值的上市公司不仅不能在证券市场上融资,还面临被收购的风险。因此,上市公司的大股东及其管理层也就有了关注公司的内在价值和公司股票市场表现的动力,由此产生了市值管理的理念。

市值管理是指上市公司从稳定和提升市值出发,经过科学合理的组织,通过公司的战略规划、经营管理和投资者关系管理,将公司创造价值、实现价值和经营价值的活动有机地联系起来,促使股价充分反映公司内在价值,并努力实现以内在价值为支撑的市值最大化的管理活动。市值管理是在价值管理基础上发展起来的,是在中国股市股权分置改革的特殊背景下产生的。市值管理不仅强调企业价值提升,追求价值最大化目标,还关注企业创造价值的基本活动和企业价值在市场中实现的过程。

伴随着股权分置改革的顺利推进,股权分置改革的制度效应,加上中国经济的高速增长及人民币长期升值的推动,中国证券市场在 2006 和 2007 年获得了空前的繁荣,上市公司的市值得到了巨大的增长,这为实行市值管理提供了契机,同时,也宣告了市值管理时代的到来。2005 年 9 月,国务院国资委明确提出,要将市值纳入国资控股上市公司的考核体系。2005 年 11 月,时任证监会主席的尚福林提出,要研究制定关于将股票市值纳入国有企业经营绩效考核体系的相关规定。2006 年 12 月,中国第一家专门从事上市公司市值管理的理念、规律、趋势和操作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在北京成立。2007年5月26日,“第一届中国上市公司市值管理高峰论坛”在北京召开,论坛明确提出市值已成为资本市场新标杆。

在成熟的市场经济国家,企业价值最大化已经成为公司经营的最高目标。在我国,市值管理实际上是股权分置改革的一种深化。股市具有3大功能:融资、投资和资源调配,而中国股市在股权分置时期,仅强调了融资的功能,成了上市公司圈钱的场所,股权分置改革就是力求完善股市的投资和资源调配功能,使中国股市向有效性市场迈进。股权分置改革作为一项市场制度的重大改革,将不可避免地给市场带来影响,并涉及市场各方利益的调整,这自然也会引发不同利益群体的博弈。随着非流通股逐步解禁上市,越来越多的中国上市公司开始回归A股,中国股票市场的规模、容量和质量已经得到了较大的提高,从而上市公司的管理重心也从盈余管理转变为市值管理,上市公司的财务管理目标也逐步向公司价值最大化转变,以公司价值为基础、以创造价值为核心、以价值最大化为目标的市值管理理念正为越来越多的企业家和管理者所接受,追求公司价值最大化、建立以市值管理为中心的企业管理模式已成为上市公司管理理论与管理实践发展的主流方向之一。在此背景下,树立市值管理理念、研究市值管理方法、建立市值管理模式、实施市值管理战略是中国A股上市公司的必然选择。

1.2 研究目的

在中国股票市场股权分置改革完成后、逐步实现股票市场股份全流通的背景下,从研究国外成熟市场环境中产生的价值管理及相关理论入手,分析市值管理在中国产生的背景及意义,根据市值管理的含义和市值管理的内容,从市值管理的3个方面——价值创造、价值经营、价值实现来构建中国上市公司市值管理的研究