



创富报告

2009年度中国上市公司市值管理绩效评价报告

施光耀 等主笔



中国上市公司市值管理研究中心

经济科学出版社
Economic Science Press



创富报告

2009年度中国上市公司市值管理绩效评价报告

施光耀 等主笔

中国上市公司市值管理研究中心

经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

创富报告：2009 年度中国上市公司市值管理绩效评价报告/施光耀编. —北京：经济科学出版社，2009.5

(创富丛书)

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8201 - 0

I. 创… II. 施… III. ①上市公司—企业管理—研究报告—中国—2009②证券交易—资本市场—研究报告—中国—2009 IV. F279.246 F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 073645 号

责任编辑：范莹 董蔚挺 张频

责任校对：王凡娥

技术编辑：董永亭

创富报告

——2009 年度中国上市公司市值管理绩效评价报告

施光耀 等主笔

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

编辑室电话：88191417 发行部电话：88191540

出版社网址：www.esp.com.cn

读者服务部：www.jkbook.com

北京中科印刷有限公司印装

787×1092 16 开 19.5 印张 400000 字

2009 年 5 月第 1 版 2009 年 5 月第 1 次印刷

印数：0001 - 3000 册

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8201 - 0 定价：45.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

《创富报告》编写组成员

策 划： 施光耀 张少龙 刘国芳

王 俊 郑文明 邵永亮

主 笔： 施光耀 刘国芳 邵永亮

执 笔： 曹楚华 刘诗源 王 华

金东旭 刘 莎

资料/图表制作：邵永亮 王瑞军

报告发布时间：2009 年 5 月 24 日

开启创富新时代

(代序)

中国资本市场正在经历重大的变革和发展阶段。截止到2009年4月30日，沪深两市900多家上市公司，占上市公司总数的56.6%已经全流通，其中635家是率先顺利走完从“对价谈判”到“锁一爬二”的股权分置改革全部历程的上市公司；270多家是2005年下半年“新老划断”后上市的公司。2009年是大小非解禁的高峰年。到年底，还将有500来家上市公司加入全流通行列，届时，不考虑未来几个月里可能发行上市的新公司，实现全流通的上市公司将达到A股上市公司的近90%。中国资本市场将正式告别具有中国特色的股权分置制度，步入国际接轨的全流通。

无独有偶。中国资本市场投资者结构也在发生天翻地覆的变化。中央证券登记结算中心最新统计数据表明，截至2008年底，包括证券投资基金、全国社保基金、QFII、保险公司、企业年金、证券公司和一般机构在内的各类机构投资者持有的A股流通市值，已达到沪深两市流通市值的54.62%，而个人投资者股票市值持有比例则下降到45.38%。经过18年的高速发展，中国资本市场开始实现从散户主导向机构主导的嬗变。

中国资本市场变革无法用数据来显示的，但其意义更加重大，影响更加深远的。这就是中国资本市场的功能定位变革——从融资平台转变成投资平台。由于特殊的历史背景，中国资本市场曾经长期盛行融资者本位论，为国企解贫脱困成为其基本功能定位，结果是包装、伪装和假装之风盛行，上市公司“一年优、二年亏、三年ST”现象突出，投资者损失惨重、信心受挫，最后终于令整个市场在本世纪初遭遇长达五年之久的漫漫熊市，融资功能也因此而一度丧失。今天，根据党的十七大报告，中国资本市场肩负崭新使命，成为富裕起来的中国老百姓获得“财产性收入”的重要投资平台。为此，投资者权益保护得到空前重视，市场化改革进程不断推进，内幕交易和市场操纵行为受到严肃查处……

资本市场功能定位的转变、投资者结构的优化和全流通时代的到来，标志着刚刚举行过“成人礼”的中国资本市场不仅年龄上长大了，而且素质上也更加成熟了，这些变革直接开启中国资本市场健康发展的一个崭新时代——创富时代。在这个时代里，越

来越多的上市公司经营目标导向从产值、利润升级到市值，做大市值成为它们经营管理的核心目标。市值是财富的代名词，它不但代表上市公司的财富，也体现股东的财富，还与管理团队和公司员工的财富密切相关。因此，如果说前天的产值导向追求的是做大，昨天的利润导向注重的是做强，那么，今天的市值导向强调的则是创富。

在这个时代里，越来越多的上市公司管理模式从利润管理升级到市值管理。利润是反映上市公司内在价值的核心指标，也是决定上市公司市值表现的根本基础，没有利润支持、只靠概念支撑的市值是泡沫，长不大也走不远，但是，利润并不是左右市值的唯一因素，包括公司治理、商业模式、投资者关系、经营战略和企业文化等其他元素也都在不同程度上影响市值。因此，为了让企业的内在价值充分变成市值，实现股东价值的最大化，越来越多的上市公司积极践行市值管理，它们优化商业模式，引入市值考核，创新业务流程，改善公司治理，加强投资者关系，展开市场信心管理……

在这个时代里，越来越多的上市公司价值取向逐渐从大股东或部份股东开始转向全体股东。股权分置改革前，2/3的A股股权不能流通，股价只与一部份股东有关，市值对于一部份股东、特别是对大股东来说没有意义。全流通以后，所有股东都可以将市值作为支付手段，都可以随时减持变现其手中持有的股票，市值成了全体股东的财富。因此，做大上市公司市值就是为全体股东创造财富，践行市值管理的过程就是为全体股东创造财富的过程。

在这个时代里，越来越多的上市公司股东投资回报保障由小变大，由寡变多。众所周知，上市公司股东的投资回报主要包括资产升值、股息红利和资本利得三大组成部分。其中，资产升值是帐面的，股东拿不到手；股息红利一般往往低于银行存款利率，有些上市公司甚至是五年十年都不分红的“铁公鸡”。在创富时代里，上市公司不仅关注资产增值和企业赢利，不仅将股东分红写进了公司章程，而且还关注市值变化，追求内在价值的充分实现和资本市场溢价效应的充分分享，因此，股东回报有了更大的保障，股东权益有了更好的保护。

过去的一年里，中国资本市场经历了牛市以后的深幅回调、百年不遇国际金融危机的严重影响和宏观经济持续高速增长后的后劲乏力等多重压力，股指一度持续下探，市场信心严重受挫，市值财富大幅缩水。面对挑战，上市公司及其大股东们积极展开市值管理，打响了一场弱市下的市值管理大会战。一方面开源节流，提高赢利能力；另一方面积极采取措施，稳定市场信心。大股东主动承诺延长股票的禁售期限、上市公司主动推出股权回购计划、管理团队自愿增持公司股权……在一项项创新和一个个突破的作用下，中国证券市场在国际金融危机冲击下成功地率先止跌、然后又率先上扬。

中国上市公司市值管理研究中心利用独家研发的CCMVM市值管理绩效评价体系，根据财务指标和市值表现等元素，从价值创造、价值实现和价值关联3个一级指标；基础价值、成长价值、市值表现、市值健康、市场溢价5个二级指标；每股收益、营业利润率、净资产收益率、经济增加值、资本效率等22个三级指标切入，通过总体评价、百佳剖析、行业比较和地域分析，对过去一年里中国上市公司市值管理绩效进行了全面



的客观分析，形成这份报告，希望以此从某个侧面能更好地纪录中国上市公司的创富历程、促进上市公司创富经验的总结、推动上市公司创富规律的探索。

由于我们理论水平不够、驾驭此类重大主题的能力欠缺，由于市值管理在中国属于新生事物，少有理论书籍和研究方法可供借鉴，再加上时间实在紧张，从2008年度上市公司年报披露工作截止日2009年4月30日，到5月24日第三届中国上市公司市值管理高峰论坛召开，前后总共才二十余天时间，所以，报告中难免出现差错或失当之处，敬请批评指正。

施光耀

2009年5月14日于北京



目 录

CONTENTS

第一章 | 中国上市公司市值管理绩效评价方法 / 1

- 一、市值管理与价值管理 / 1
 - 1. 价值管理的产生与发展 / 1
 - 2. 价值管理的基本含义 / 2
 - 3. 价值管理的目标 / 2
 - 4. 价值管理与市值管理 / 3
- 二、市值管理绩效评价指标体系设计思想 / 3
 - 1. 指标总体设计思想 / 4
 - 2. 价值创造的评价 / 4
 - 3. 价值实现的评价 / 6
 - 4. 价值关联度的评价 / 6
- 三、上市公司市值管理绩效评价指标简要说明 / 7
- 四、中国上市公司市值管理年度绩效排名 / 8
 - 1. 原则 / 8
 - 2. 方法 / 8
- 五、上市公司市值管理绩效评价三级指标的详细释义 / 9
 - 1. 价值创造指标体系 / 9
 - 2. 价值实现指标体系 / 10

第二章 | 2009 年度市值管理绩效评价总述 / 11

- 一、总体表现：价值实现趋弱，价值关联提升 / 11
- 二、价值创造：基础价值回落，成长价值显现 / 14
 - 1. 基础价值：传统盈利指标明显恶化，经济增加值创出新高 / 14

- 2. 成长价值：传统盈利指标增速回落，经济增加值增长提速 / 20
- 三、价值实现：极值公司量少，表现差异明显 / 25
 - 1. 市场溢价：整体分布均衡，零溢价众多 / 25
 - 2. 市值表现：少数表现优异 / 29
 - 3. 市值健康度：不健康者寡 / 31

第三章 | 2009 年度上市公司市值管理百佳榜分析 / 34

- 一、经济强省独领风骚，银行地产魅力不减 / 38
- 二、“百佳”各项指标遥遥领先 / 40
- 三、“百佳”：期期有不同，年年在进步 / 44

第四章 | 2009 年度市值管理绩效评价：所有制分析 / 54

- 一、总况 / 54
 - 1. 所有制结构：国企占比近五成 / 54
 - 2. 总体表现：外资一马当先 / 54
- 二、价值创造 / 55
 - 1. 价值创造：民企高人一筹 / 55
 - 2. 基础价值：国企名次垫底 / 55
 - 3. 成长价值：外资名落孙山 / 56
- 三、价值实现 / 57
 - 1. 价值实现：央企高居榜首 / 57
 - 2. 市场溢价：外资遥遥领先 / 57
 - 3. 市值表现：四类平分秋色 / 58
 - 4. 健康度：民企最不“健康” / 58
- 四、价值关联度：外资匹配最佳 / 59

第五章 | 2009 年度市值管理绩效评价：市场板块分析 / 60

- 一、总况 / 60
 - 1. 市场结构：沪深平分天下，中小板显著上升 / 60
 - 2. 总体表现：差异较为微弱，沪市总分夺魁 / 60
- 二、价值创造 / 61
 - 1. 价值创造：中小板一枝独秀，深市主板落后 / 61
 - 2. 基础价值：中小板盈利强劲，深市主板垫底 / 61
 - 3. 成长价值：深市主板意外夺魁，中小板名落孙山 / 62
- 三、价值实现 / 63
 - 1. 价值实现：沪市中小板双双靠前，深市主板拖累平均 / 63



- 2. 市场溢价：沪市独占鳌头，中小板溢价最低 / 63
- 3. 市值表现：沪深平分秋色，中小板最为抢眼 / 64
- 4. 市值健康度：沪市最为稳健，中小板表现欠佳 / 64
- 四、价值关联度：主板旗鼓相当，中小板差距较大 / 65

第六章 | 2009 年度市值管理绩效评价：股本分析 / 66

- 一、总况 / 66
 - 1. 股本分类：中小股本家数多 / 66
 - 2. 总体表现：大股本表现突出 / 66
- 二、价值创造 / 67
 - 1. 基础价值：大股本一马当先 / 67
 - 2. 成长价值：中小股本表现突出 / 68
- 三、价值实现 / 69
 - 1. 市场溢价：与股本大小成正比 / 69
 - 2. 市值表现：蓝筹股独占鳌头 / 70
 - 3. 市值健康度：大股本健康度不大 / 70
- 四、价值关联度：大股本好于小股本 / 71

第七章 | 2009 年度市值管理绩效评价：行业分析 / 72

- 一、总况 / 72
 - 1. 行业结构：房地产家数占优 / 72
 - 2. 总体表现：垄断行业先行，食品行业孱弱 / 75
- 二、价值创造 / 76
 - 1. 价值创造：与总分排名类似 / 76
 - 2. 基础价值：采掘业尽显优势 / 80
 - 3. 成长价值：银行吃香，保险受挫 / 81
- 三、价值实现 / 82
 - 1. 价值实现：石油开采一马当先 / 82
 - 2. 市场溢价：金融行业稳当龙头 / 86
 - 3. 市值表现：石油行业夺得榜首 / 87
 - 4. 市值健康度：铁路运输业成为健康宝宝 / 88
- 四、价值关联：银行笑傲，保险惨淡 / 89

第八章 | 2009 年度市值管理绩效评价：区域分析 / 91

- 一、总况 / 91
 - 1. 地区结构：三大极地家数占优 / 91

2. 总体表现：贵州表现抢眼，“两海”亟待加强 / 92

二、价值创造 / 93

1. 基础价值：明星企业立头功 / 95

2. 成长价值：河北一枝独秀，大省表现不佳 / 96

三、价值实现 / 96

1. 市场溢价：发达与资源省份双受捧 / 98

2. 市值表现：贵州一枝独秀 / 98

3. 市值健康度：军工颇为健康 / 99

四、价值关联度：西藏位居第一 / 100

第九章 | 中国上市公司市值因素的相关性分析 / 101

一、市值与财务指标的相关性分析 / 101

1. 赢利能力指标：净利润最为相关 / 101

2. 赢利效率指标：EVA 率相对出色 / 103

3. 赢利成长性指标：全部孱弱颇显意外 / 104

4. 周转率指标：所有呈现低弱相关 / 105

5. 负债率指标：相关程度逐渐增强 / 106

6. 资产规模指标：资本家底强度相关 / 106

二、市值与非财务指标的相关性分析 / 107

三、市值相关性分析的小结 / 110

第十章 | 中国上市公司市值因素的市值效应分析 / 111

一、数据、指标和模型介绍 / 111

1. 数据与指标 / 111

2. 回归模型 / 111

二、财务指标市值效应分析 / 112

1. 赢利能力指标：EPS 以市值效应 39.43% 一路领先 / 112

2. 赢利效率指标：资本效率以 151.4% 带众领跑 / 114

3. 赢利成长性指标：市值效应均显低弱 / 115

4. 周转率指标：市值效应似可忽略 / 116

5. 负债率指标：呈现弱式 U 型 / 117

6. 资产规模指标：市值效应双双显著 / 118

二、非财务指标市值效应分析 / 118

三、结论与启示 / 122

1. 结论：内重赢利效率，外推行业地位 / 122

2. 启示：赢利效率为先，投资者关系管理当强 / 123



附录一：2009 年度中国 A 股上市公司市值管理绩效得分总表 /	125
附录二：2007 ~2009 年度中国上市公司市值管理绩效总排名 /	203
附录三：2008 年底中国区域 A 股市值总表 /	273
附录四：1990 ~2008 年中国区域 A 股市值成长表 /	275
附录五：1990 ~2008 年中国区域上市公司家数成长表 /	277
附录六：2008 年底中国行业 A 股市值总表 /	279
附录七：1990 ~2008 年中国及区域证券化率表 /	281
附录八：2008 年中国上市公司市值管理行为报告 /	283
附录九：2008 年中国十大市值新闻 /	298

第一章

中国上市公司市值管理绩效评价方法

股权分置改革的完成宣告了中国资本市场市值管理时代的到来,“市值管理 (Market Value Management)” 的理论与内容近年来在中国上市公司的管理实践中正不断被丰富与深化。“市值管理” 的实践反映了中国上市公司经营哲学和经营理念的深刻转变,即企业经营目标由利润最大化转变为价值最大化,企业管理由利润导向转变为价值和市值导向。于是,人们越来越关注企业的价值,越来越关注企业价值的市场表现——市值,通过市值管理达致市值的持续、稳定和健康成长,成为上市公司的首要任务^①。对市值管理进行科学的评价有助于上市公司进一步改进市值管理,从而更好地为公司股东价值服务。为此,中国上市公司市值管理研究中心近三年来一直潜心于研发和完善中国上市公司市值管理绩效的评价体系与方法。

一、市值管理与价值管理

市值管理的理论基础是价值管理。价值管理的产生和发展,是历史演进和现实环境驱动的结果^②。企业制度从业主制、合伙制到公司制的演进,公司治理中股东主导地位的确立,是价值管理产生的微观驱动因素。经济环境变化则是价值管理产生和发展的宏观驱动因素。

1. 价值管理的产生与发展

20 世纪 80 年代中期,美国企业界在总结分析企业经营管理实践的基础上提出了价值管理的理念,并经麦肯锡顾问公司的提倡和推广开始得到了广泛的应用。而价值管理思想的源头最早可以追溯到 20 世纪初 Irving Fisher^③ 的资本价值理论。F. Modigliani 和 M. H. Miller^④ 的资本结构定理 (MM 理论) 也对价值管理产生重大影响,唤起了人们对企业价值的高度关注。麦肯锡顾问公司 Tom Copeland 等人的 Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies^⑤ 和波士顿咨询公司 James A. Knight 的 Value Based Man-

① 施光耀、刘国芳:《市值管理理论》,北京大学出版社 2008 年版。

② 李仁良:《企业价值管理——战略、融资、投资和绩效》,中国社科院研究生院论文集 (2003 年)。

③ Irving Fisher. The Nature of Capital and Income. New York: MacMillan, 1906.

④ F. Modigliani and M. H. Miller. The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. American Economic Review, June 1958, 53, 433-43.

⑤ Tom Copeland, Tim Koller, and Jack Murrin. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. New York: John Wiley & Sons, Inc., 3rd edition, July 2000.

agement: Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value^①, 明确提出了价值管理的概念和应用模型, 为价值管理的推广和应用做出了重要贡献, 标志着价值管理理论的正式形成^②。到目前为止, 价值管理的发展大致经历了三个阶段, 即数字阶段、战略阶段和整合阶段^{③④}。

2. 价值管理的基本含义

对价值管理的推广和应用做出重要贡献的麦肯锡顾问公司 Tom Copeland 等人在其著作 Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies 中, 将价值管理, 又称基于价值的管理 (Value-Based Management, VBM), 定义为以价值评估为基础, 以价值增长为目的的一种综合管理模式^⑤。他们提出了最大限度扩大股东价值的方法, 以及以价值为基础的管理如何能够促进战略思想的改进, 并向所有企业的各级经理表明了为其企业创造价值的途径。

Anne Ameels 等人^⑥在总结各位学者关于价值管理的定义的基础上, 对价值管理进行了较为全面的描述, 他们认为: 价值管理是一种用来整合企业资源、活动以实现企业组织既定目标的管理工具、管理装置、管理控制系统; 价值管理是通过把企业资源合理地分配到最有价值的投资上尽可能多的创造财富, 实现股东价值最大化。

3. 价值管理的目标

价值管理的目标就是要实现企业价值的最大化。由于企业价值所具有的五种特性: 整体性、全面性、多维性、动态性和前瞻性, 使价值最大化目标克服了利润最大化目标的局限性。与利润最大化相比, 价值最大化不仅仅是企业经营状况的全面反映, 它还反映了企业的未来, 强调企业的持续发展能力, 而且是企业利益相关者利益的最佳体现。

从狭义的角度来讲, 企业是债权人和股东的企业, 他们提供运营资本, 并作为一个整体获得企业的剩余收益, 企业的价值是他们剩余索取权益的最佳体现。从广义的角度来看, 企业应该是所有利益相关人的企业, 企业价值同样和他们的利益息息相关。如果把企业看作是众多主体一系列契约的集合体, 那么, 这些当事人便成为当然的利益相关人。企业中的剩余索取排序安排, 保证了资金供给者在价值最大化的过程中, 兼顾其他相关群体的利益。为使企业最终价值最大化, 企业股东还会牺牲企业暂时的经营利润, 进行研发投资、环保建设、投资公益事业等。这样, 企业相关群体的利益在企业价值最

① James A. Knight. Value Based Management: Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value. Hightstown: McGraw-Hill, August 1997.

② 唐勇军: “价值管理研究综述与评价”, 载于《财会通讯》2007年第5期, 第78-85页。

③ 丁君风: 《中国上市公司价值管理中的战略结构与治理结构因素研究》, 河海大学出版社2003年版。

④ 何瑛、彭晓峰: “价值管理研究综述”, 载于《财会通讯(学术版)》2005年第4期, 第110-113页。

⑤ 汤姆·科普兰等著, 郝绍伦等译《价值评估——公司价值的衡量和管理》, 电子工业出版社2003年版。

⑥ Ameels A., Bruggeman W., Scheipers G. 2002. Value-based management: an integrated approach to value creation. A literature review. In Peeters, L., Matthyssens, P. & Vereeck, L. (Eds.). Stakeholder Synergie; referatenboek 25e Vlaams Wetenschappelijk Economisch Congres, Hasselt 14 mart 2002. 77-128. Garant.



大化的目标下达到了统一，价值最大化因此也成为企业管理的终极目标。^①

根据采用股东价值最大化还是利益相关者价值最大化的不同，形成了当今世界上两种主要的企业治理模式，即以英国、美国为代表的典型的股东价值最大化治理模式，和以德国、日本为代表的利益相关者价值最大化治理模式^②。现在，这两种治理模式有开始相互融合的趋势，美国、英国的企业逐渐重视债权人、企业家和员工等的利益，而德国和日本的企业也逐渐强化股东的利益。虽然存在对企业价值包含范围的认识的差别，但价值最大化目标都得到了广泛的认可。

4. 价值管理与市值管理

2005 年 5 月中国证券市场股权分置改革启动后，“市值管理”的概念在中国第一次被提出。2005 年 9 月 16 日，也就是在第二批 40 家公司宣布进入股改程序、标志股改全面推进之后的第四天，作为股权分置改革第一股三一重工股改的投资者关系管理顾问，北京鹿苑天闻投资顾问公司董事长施光耀先生在公司组织的“首批股改回顾与展望专家座谈会”上首次明确提出^③，股改全面推进之后，需要研究后股改时代市场将面临的一些重大问题，比如股改完成市场进入全流通之后，上市公司需高度重视收购兼并、市值管理等，尤其是要从股东、股价和股本三个方面进行市值管理，以促进公司市值的持续和稳健的增长。这是迄今为止所知的国内第一次明确提出市值管理概念。随后这一概念在新闻媒体、上市公司和理论界开始流行，并迅速升温。这是中国上市公司在全流通时代客观环境下，顺应市场发展的一种全新企业经营理念。

众多学者在第一届中国上市公司市值管理论坛上对市值管理的内涵达成了共识：所谓市值管理，就是上市公司基于公司市值信号，综合运用多种科学、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。市值管理就是要使价值创造最大化、价值实现最优化和价值经营最优化，最终实现股东价值的最大化^④。

从上述内容可以看出，市值管理和价值管理都追求股东价值的最大化。但除了价值创造外，市值管理还强调价值实现和价值经营，即市值管理不仅要做好价值管理的工作，还要进行资本市场的管理。可以说，市值管理是建立在价值管理基础上的，是价值管理的延伸。

二、市值管理绩效评价指标体系设计思想

市值管理既然是中国上市公司的一项战略管理，就有一个市值管理绩效评价的问题。为了能对中国上市公司市值管理的绩效作出科学的评价，中国上市公司市值管理研究中心近三年来潜心研究，运用金融学、管理学和统计学原理，在借鉴国外价值管理理

① 丁君风：《中国上市公司价值管理中的战略结构与治理结构因素研究》，河海大学出版社 2003 年版。

② 李仁良：《企业价值管理——战略、融资、投资和绩效》，中国社科院研究生院论文集（2003 年）。

③ 施光耀：《中国并购评论》，机械工业出版社 2006 年版。

④ 施光耀、刘国芳、王珂：“市值管理在中国的来龙去脉”，载于《市值管理》2007 年第 2 期，第 54 页。

论与实践的基础上,根据以上对市值管理内涵的理解,按照科学的程序,设计出了一套完整的指标体系,通过定量分析对上市公司市值管理绩效做出系统、客观和准确的评价,并向社会发布评价的结果。评价结果公布后,在业内产生了巨大的反响,不少上市公司和证券专家也对评价指标体系提出了很多改进的建议。在充分吸收这些建议的基础上,中国上市公司市值管理研究中心对中国上市公司市值管理业绩评价指标体系做不断的完善,即这套指标体系的第四个版本(见图1-1)。

1. 指标总体设计思想

科学的上市公司市值管理评价指标体系设计包括完善的评价指标体系与科学的评价方法,其中评价指标体系决定了市值管理评价的实质内容。中国上市公司市值管理绩效评价指标体系,既借鉴了成熟市场的一般情形,又考虑至了我国上市公司和新兴资本市场的特性。

上市公司的内在价值是上市公司市值的基础,上市公司的市值是上市公司内在价值的外在表现,代表着股东财富的大小,是市值管理的目标。评价一个上市公司的市值管理水平,首先要评价这家上市公司的价值创造水平;同时,由于中国证券市场是个新兴市场,公司的市值并不能准确地反映公司的内在价值,低估或高估的现象经常存在,评价上市公司的市值管理,还要关注其自身内在价值的实现,即市值表现;同时,也要评价二者之间的关联性,严重低估和高估说明公司市值管理存在不匹配的现象,前者说明公司价值揭示存有不足,后者表明公司价值创造能力有待提升,或者庄家人为拉抬公司股价。

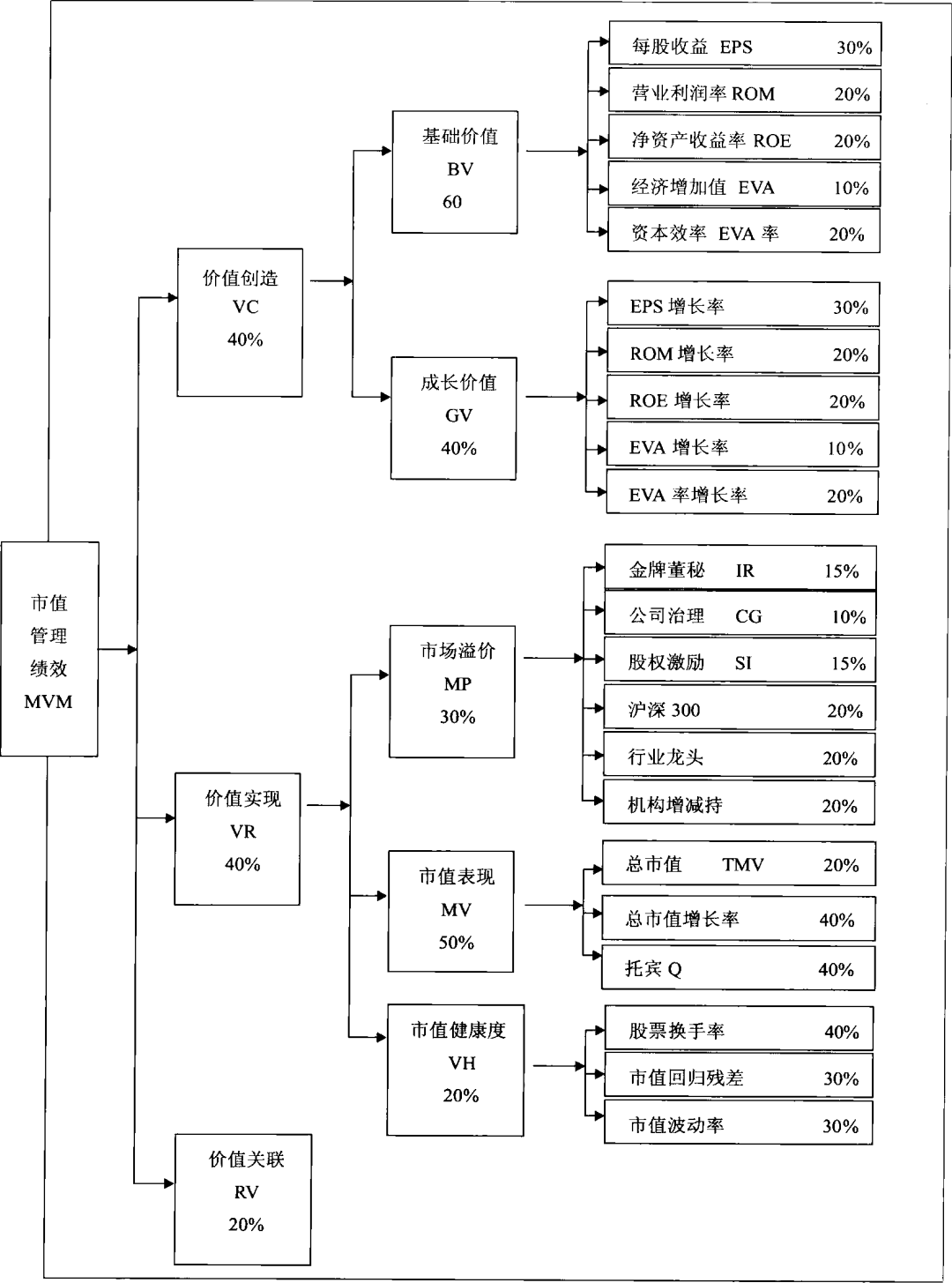
所以,我们需要从价值创造(VC)、价值实现(VR)以及价值关联度(RV)三个方面对上市公司的市值管理绩效进行全面的评价。由于价值创造是基础,价值实现是市值管理的目标,价值关联度测量价值实现与价值创造的匹配程度,我们赋予三个指标的权重分别为40%、40%和20%。^①

2. 价值创造的评价

我们从基础价值(BV)和成长价值(GV)两方面来评价一家上市公司的价值创造。企业的资本结构、管理和组织结构、经营和盈利能力等因素,都对价值创造有直接影响。为了避开这些不易量化的因素,我们从价值创造的结果来评价公司的价值创造。

基础价值从上市公司的盈利能力、价值创造量、价值创造效率来考核。盈利能力用每股收益(EPS)、营业利润率(ROM)和净资产收益率(ROE)来度量,价值创造量用考虑资本成本的经济附加值(EVA)这个指标来度量,价值创造效率用资本效率即EVA率度量。EVA值反映了上市公司整体创造价值的多少,但反映不出单位资本价值创造效率,所以我们引用EVA率来反映企业单位资本价值创造的效率。在盈利能力方面,主营业务收益率反映了企业主营业务的收益情况,净资产收益率反映了企业自有资本的获利能力,每股收益从股东角度看每股可分配到的净利润。

^① 施光耀、刘国芳、梁彦军:“中国上市公司市值管理评价研究”,载于《管理学报》2008年第1期,第78~87页。



注：数字为指标权重

图 1-1 中国上市公司市值管理绩效评价指标体系（第四版）框架