

China Corporate Governance Report (2014)
Market Value Management: Exploration and Practice

中国公司治理报告(2014)

市值管理探索与实践

上海证券交易所资本市场研究所 著

 上海人民出版社



上架建议：金融、证券

ISBN 978-7-208-12638-1



9 787208 126381 >

定价：40.00元

易文网：www.ewen.co

China Corporate Governance
Market Value Management: Exploring

中国公司治理报告 (2014)

市值管理探索与实践

上海证券交易所资本市场研究所 著

 上海人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国公司治理报告.2014:市值管理探索与实践/
上海证券交易所资本市场研究所著.—上海:上海人民
出版社,2015

ISBN 978-7-208-12638-1

I. ①中… II. ①上… III. ①公司-企业管理-研究
报告-中国-2014 ②上市公司-市场价值-研究报告-中
国-2014 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 253636 号

责任编辑 吴书勇
封面装帧 王小阳

中国公司治理报告 2014

——市值管理探索与实践

上海证券交易所资本市场研究所 著

世纪出版集团

上海人民出版社出版

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.co)

世纪出版集团发行中心发行

上海商务联西印刷有限公司印刷

开本 720×1050 1/16 印张 15 插页 4 字数 215,000

2015 年 1 月第 1 版 2015 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-208-12638-1/F·2265

定价 40.00 元

摘要

市值管理是中国资本市场在股权分置改革后萌生的特有概念。在全流通背景下,非流通股股东与流通股股东的利益趋向一致,上市公司追求的目标由利润最大化向公司价值最大化转变,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为全体股东创造价值和管理价值的平台。市值管理的理念应运而生。

然而,目前我国股市运行机制不健全,上市公司股东、管理层与中小股东利益不一致,股价偏离内在价值,市场缺乏长期稳定的回报机制等问题比较突出,制约了市值管理发挥正向积极作用。因此,在此背景下,新国九条提出鼓励上市公司建立市值管理制度是具有深刻内涵的。我们认为,现阶段,市值管理不应作泛化理解,而应理解为是以公司创造价值、股价合理反映内在价值、投资者分享价值为目标,建立公司股东、管理层与投资者市场化约束机制和利益协同机制,健全资本市场功能的工具。上市公司建立市值管理制度的核心是提高内在价值,在此基础上,采取恰当的手段,使股票价格更好地反映公司价值。对于那些假借市值管理之名拉升股价、炒作题材,而忽视主业经营的行为,应坚决划在市值管理的红线之外。

从境外实践来看,市值管理是境外企业进行价值管理的重要部分。市值管理的思想渗透在上市公司经营与投资决策、雇员激励以及投资者关系等日常经营的各个方面。在具体操作中,增发、减持股份、股票回购、并购重组和股权激励等方式是境外上市公司主要采用的几大市值管理措施。

从境内实践来看,我国上市公司的市值管理主要从运营层面、资本运作

层面和对外关系层面等三个维度展开,具体手段包括提高持续盈利能力,完善治理结构,收购,增发,股权激励,资产剥离,分拆,股份回购与增持,加强投资者关系管理,增进分析师管理和媒体关系管理等。但由于市值管理仍是个新生事物,实践中出现了很多问题。例如,市场对市值管理的概念存在比较严重的泛化理解;部分国有上市公司对市值管理的重视不够、动力不足;市场整体对于股权激励工具的认识过于片面;假借市值管理之名,行灰色操作之实的倾向严重;以及市值管理与其他市场发展举措之间的统筹安排有待加强等。

总体而言,无论是市值管理的研究,还是市值管理的实践,我国目前仍处于探索阶段,未来,需进行更加系统和有针对性的研究,一方面对市值管理正本清源,统一各方认识,另一方面,在操作过程中,监管部门应划定红线,明确市值管理倡导什么,反对什么,以引导上市公司建立科学、规范的市值管理制度,将新国九条的政策真正落实到位。

基于上述目的,本报告在简要阐述我国市值管理时代背景及境内外已有实践的基础上,重点对近年来沪市上市公司进行市值管理的典型案例进行了汇编,以期对市值管理的进一步开展提供前期探索。

Abstract

Market value management is a unique concept of Chinese capital market that emerged after the stock rights splitting reform. In the background of full circulation, the interests of tradable and non-tradable shareholders converge and the goal of listed company changes from profit maximization to value maximization and the role also changes from refinancing tool of major shareholders to value creation and management platform of all shareholders. The philosophy of market value management arises from this background.

However, as our stock market still in initial stage, shortages still remain in the practice system of the stock market, interest conflicts among shareholders, management and minority shareholders, stock price deviate from the intrinsic value, lack of long term stable market returns, which constraints on growth for market value management playing a positive role. Consequently, the Nine New Points for the Capital Market propose and encourage listed companies establish market value management, which has profound connotations. In our opinion, at present, market value management should not be grounded on the general understanding, and instead use notions and aimed in creating value for the company, share price reasonably reflect the intrinsic value, investors share value. Meanwhile, market value management is marked on building the market restraint mechanism and interests of the cooperative mechanisms among shareholders, management and investors,

and improving the function of capital market instruments. The core of listed companies' founding market value management is based on improving the intrinsic value which takes appropriate measures and instruments to guide stock price reflect the value of the company better. For those actions that lift shares and hype theme but ignoring the dominant business under the guise of market value management, we should draw it outside the red line of market value management determinedly.

Market value management is an important part of value management for foreign companies. The ideology of market value management permeates all aspects of daily operations of listed company such as business and investment decisions, employee incentive mechanism and investor relationship management. Listed companies make the stock market price consistent with its real value through adjusting the debt/equity ratio to optimize its capital size, cost and uses, unify the corporate value maximization and shareholder value maximization through establishing good information disclosure system of corporate governance and encourage employees sufficiently. Additional issuance, share reduction and stock repurchase, M&A and equity incentives are primary measures adopted by foreign listed companies in managing market value.

From the practice in China, listed companies manage market value mainly from three dimensions which are business operation, capital operation and external relationship management, specific measures include enhancing sustainable profitability, improving governance structure, acquisitions, additional issuance, equity incentives, divestitures, spin-offs, and share repurchases and holdings, intensifying investor relationship management, promoting analysts management and media relationship management. But, as market value management in China is still a newborn concept, listed companies still face many problems in the practice of market value management, such as fuzzy understanding of the concept of market value management, doubts on the legal compliance of tools of market value

management, confused by insider trading, market manipulation and false representation, etc. In view of this situation, at present, except regulating and supervising listed companies' measures according to existing legal system, administrative and industry self-regulation rules, the regulators have no specific policies for market value management of listed companies.

To speak in a nutshell, we are still in the exploratory stage of market value management, both in the theory and practice area; we need to study it more systematically and specifically to establish theoretical framework and practical guidelines relating market value management. At this point, in one hand, we should emphasis more on driving the point of market value management home and unified the agreed interpretation; in another hand, during the course of its operating, regulators should define the legal criterion and specify what market value management advocate and against for. From such prospective, it is vital to guide listed companies establish a scientific and standardized market value management system, at the same time, help execute and implementation of the Nine New Points for the Capital Market.

Based on this purpose, this report selects and compiles a few typical cases of market value management from Shanghai Stock Exchange listed companies in recent years. It stresses more on relevant guidelines for listed companies to management market value, practical basis for regulators to distinguish between market value management and illegal acts, which is helpful in planning the coming phase for market value management.

目 录

摘要	1
Abstract	1
第一部分 市值管理相关概念	1
第一章 概述	3
市值管理的时代背景	3
市值管理的目标和意义	6
市值管理的实现路径	7
第二章 市值管理的境外实践	9
市值管理与公司运营	9
市值管理的具体措施	11
第三章 我国市值管理的实践	20
我国市值管理的发展历程	20
市值管理的手段和方法	23
我国市值管理实践中遇到的问题	26
第二部分 沪市公司市值管理实践	29
第四章 价值创造	31
农业银行	31
中源协和	36
国电电力	44
青岛啤酒	50

锦州港	58
中国中铁	68
中南传媒	76
江苏吴中	82
第五章 价值管理	87
中国重工	87
长江电力	96
国投电力	101
广船国际	111
中国石化	116
广日股份	124
海泰发展	128
宝钢股份	132
昆明制药	141
天业股份	143
第六章 价值传递	152
海立股份	152
天士力	158
中国太保	164
首创股份	169
上港集团	173
第七章 综合类	180
青岛海尔	180
中金黄金	188
招商证券	193
交通银行	199
中国建筑	204
参考文献	213

2013 年中国公司治理大事记	217
后记	222
资本市场研究所简介	224
本书作者联系方式	225

第一部分

市值管理相关概念

第一章 概 述

市值管理的时代背景

新国九条提出鼓励上市公司建立市值管理制度具有深刻的历史背景。我国股市运行机制不健全，上市公司股东、管理层与中小股东利益不一致，股价偏离内在价值，市场缺乏长期稳定的回报机制等问题比较突出，这严重制约了证券市场的功能发挥。因此，讨论市值管理，必须将其放置于我国资本市场发展的整体脉络当中，深刻理解市值管理的时代背景。目前看，我国提出市值管理的时代背景主要有以下几方面。

一、中国股市长期缺乏市值管理的内生动力

股权分置改革之前，主要表现为大股东缺乏市值管理的动力。我国股票市场成立之初，肩负着保护国民经济支柱产业不受外资冲击的历史使命，国家股、法人股等作为非流通股不能上市流通，形成了非流通股与流通股并存的股权分置局面。占有控制权的非流通股股东利益由于不受股票交易市场价格变动的影 响，更注重公司利润的最大化和净资产的增值，而不关注市值。

股权分置改革之后，主要表现为管理层缺乏市值管理的动力。股权分置改革完成后，上市公司的股票实现全流通，市值表现与大股东的经济利益密切相关，非流通股与流通股股东的利益趋向一致，上市公司追求的目标也由利润最大化和净资产最大化转变为公司价值最大化，市值成为衡量上市公司价值的新标杆。然而，大股东和中小股东的利益虽然一致了，但掌握经营权的公司管理层却由于缺乏市值考核和股权激励，与大股东、中小股东的利益

未能有效绑定,市值不是管理层关注的焦点,而更关注工资、奖金及在职消费等隐性报酬,缺乏市值管理的动力。

因此,无论是股权分置时期,还是全流通时代,我国上市公司长期缺乏市值管理的内生动力。

二、中国股市结构失衡,股价偏离内在价值

数据显示,截至2014年04月30日,代表蓝筹股的上证180指数市盈率7.7倍,而代表中小市值股的上证380指数、深证中小板指数、深圳创业板指数市盈率水平分别为19.5倍、24.6倍、50.1倍。而上证180指数样本、上证380指数样本、深证中小板和深圳创业板2013年净利润同比分别增长13.13%、8.21%、5.86%、10.62%。蓝筹股的低估值以及中小市值股的高估值与其各自的盈利增速不相匹配,股价没有真实反映公司的内在价值。究其原因,中国股市缺乏市值管理的合理的市场结构:

(一) 投资者结构失衡

投资者结构失衡是导致股价结构性偏离内在价值的重要原因。我国股市以中小散户为主。截至2013年底,按投资者账户计算,个人投资者比重高达99%。按自由流通市值计算,上海市场的个人投资者持股市值比重达到55%,专业机构投资者持股市值比重仅29%。中小散户偏好追逐短期价差,不注重公司基本面,喜欢“炒新、炒小、炒差、炒题材”。股票估值出现结构性偏差,大盘股、蓝筹股被严重低估,小盘股、绩差股、概念股估值泡沫。而美国市场的机构投资者持股市值比重高达62%,股票估值相对合理。

(二) 公司治理结构失衡

国有上市公司的大股东多是中央或地方各级国资管理部门,其名下的股票市值与个人无直接利益关系,且管理层缺乏市值考核及股权激励,股东及管理层利益均与市值关联度不高,从而缺乏市值管理的动力和积极性,可以坐视股价背离内在价值,而不采取任何市值管理的措施。而民营上市公司的实际控制人多为自然人,其在上市公司的日常运营中占据主导地位,股价的高低直接关系个人财富,在财富效应的刺激下,民营上市公司有动力对市值进行“管理”,享受市值高于内在价值带来的巨大收益。

（三）上市公司产业结构失衡

上海市场前五大权重行业分别为银行、石油煤炭、交运设备、化工和交通运输，以周期性行业为主，市值占比 53%；深圳市场前五大权重行业分别为机械设备、医药生物、信息服务、化工和电子元器件，以新兴产业为主，市值占比 43%。在当前转型升级的宏观经济环境下，周期性行业受产能过剩等多种负面因素影响，利润增速呈现下滑趋势，进而对大盘蓝筹股估值形成制约。而新兴行业因代表未来经济发展方向，在资金推动下，估值相对较高。

三、中国股市运行机制不健全，阻碍股价向内在价值进行回归

我国股市在逐步实现全流通的过程中，由于制度、环境等因素的制约，市场定价机制不够成熟，市场有效性程度不够高，市场基础功能不够完善，阻碍了市值向内在价值的合理回归。主要体现在：

（一）市场循环机制不顺畅

中国证券市场的 IPO 市场长期受到行政管制和干预。由于 IPO 没有市场化，上市公司和大股东不注重中小投资者回报，而主要以“圈钱”为目的，股价上涨后便大量减持套现。在上市公司“壳”资源成为市场稀缺资源的情况下，以散户为主的投资者行为必然以短线投机炒作为特征，使市场波动较大。

（二）投资者回报机制不健全

长期以来，我国股市没有建立稳定的分红机制，容易引发各类投资者之间关系变成争夺资本利得的博弈，市场演变成一个“零和游戏”。考虑到交易成本和持股成本较低的大小非减持等因素，市场整体上是一个“负和游戏”，大多数投资者亏损难以避免。在没有稳定分红机制的情况下，投资者失去了对于股票进行合理估值的基础，长期资金难以有效进入市场并进行资产配置。

（三）市场运行成本过高

我国市场面临各类显性和隐性成本，市场运行成本过高，弱有效市场特征明显。一方面，投资者在股票买卖过程中面临较高的交易成本，包括印花税、交易佣金和红利税等，降低了投资股市的实际收益率。另一方面，我国市场面临较高的行政审批成本。高额的市场运行成本，加大了市值回归内在价值的难度。