

资本之道系列丛书

市值管理，企业创始人在资本市场上必须掌握的基本方法和逻辑，
关键是以价值投资的理念推进产融结合！

市值管理 与资本实践

马永斌 著

市值管理的本质是通过产业和金融产生良好的互动，最大化企业价值，实现企业稳健而快速的增长！

MARKET VALUE MANAGEMENT AND CAPITAL PRACTICE

清华大学出版社



市值管理 与资本实践

马永斌 著

清华大学出版社
北京

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

市值管理与资本实践 / 马永斌著. —北京：清华大学出版社，2018
(资本之道系列丛书)
ISBN 978-7-302-48636-7

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

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 261715 号

责任编辑：宋丹青
封面设计：谢元明
责任校对：宋玉莲
责任印制：杨 艳

出版发行：清华大学出版社

网 址：<http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址：北京清华大学学研大厦 A 座 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：三河市国英印务有限公司

经 销：全国新华书店

开 本：185mm × 235mm 印 张：35.5 字 数：467 千字

版 次：2018 年 3 月第 1 版 印 次：2018 年 3 月第 1 次印刷

定 价：99.00 元

产品编号：075470-01

自序

这是一本写给企业创始人的书，尤其是那些想要接触资本进行产融结合，准备向“实业+资本”转型的企业家。

做企业有很多种做法，不一定非得要 IPO 上市。夫妻俩做一个家庭作坊一年赚个几百万，日子也可以过得很好，但这种做法一定是做不成伟大公司的。只有通过引入 VC、PE、战略投资者，利用 IPO、并购重组等资本手段，才有可能将企业打造成为伟大公司。

只会“挣钱”的实业家顶多只是一个令人同情的苦干实干者，并不能算是真正成功的企业家。只有在具备“挣钱”的勤奋与刻苦之余，深谙资本市场的“生钱”与“赚钱”之道，达到“钱生钱”的至高境界，才是一个真正的企业家。也就是说一个成功的企业家 = 实业家 + 资本家，“实业+资本”是中国企业产融结合、转型升级的一条高效路径。

生活在今天中国的企业创始人无疑是幸福的，中国资本市场自 2005 年股权分置改革以来，无论用风起云涌，还是用波澜壮阔，或是用惊涛骇浪来形容其发展，都不为过。股权分置改革使得中国资本市场进入全流通时代，资本市场成为中国企业融资、再融资的主要战场；2014 年开始的新三板挂牌热，

意味着企业可以在多层次资本市场上开辟融资渠道；即将实施的注册制将使得企业 IPO 上市变得和挂牌新三板一样方便和简单。

这意味着进入“资本+”时代的中国企业，正在加速接受着资本市场前所未有的洗礼。在多层次资本市场中，越来越多的企业已经、正在或计划在不久的将来通过主板、创业板等上市，利用资本的力量助力实业，从而实现转型升级的目的。

每个企业创始人都有各自独特而精彩的故事，但经历大致都是：在创业初期艰难选择和坚持忍耐；当企业好不容易有了一些小成后，又要面临“创业难，守业更难”的生存挑战。“实业+资本”的结合，无疑将是企业成长故事的一大高潮。利用资本的力量，实现企业跨越式、可持续的发展，是企业创始人的梦想。而经历资本的考验后，企业和企业创始人都将会在浴火中“涅槃重生”。

然而，借力资本市场并不是一件容易的事情。任何一个企业背后都有两个市场——产品市场和资本市场。企业家对于产品市场是非常熟悉的，从创业开始，企业家每天都要在这个市场上面对竞争对手，努力提升技术、稳定质量、降低成本，以强势营销去抢占市场份额，追求利润最大化。而资本市场对于企业家来讲，是一个陌生的战场。资本市场的获胜者可以获得低成本的资本，反过来在产品市场上提高公司产品的竞争力，实现从“累加式增长”到“倍增式增长”的转变。但是在这个战场上，交易的不再是产品，而是企业。交易的逻辑和方法有了很大的改变，在传统的产品市场上追求的是尽量做大企业：资产尽可能多，规模尽可能大，以追求利润最大化实现企业发展；但是在资本市场上，重资产企业和规模过大的企业是不受欢迎的，资本青睐的是行业前景好、资产轻、利润增长率高、公司治理完善的企业，资本和人才将流向这样的企业，推动其股价上涨，从而获得竞争的胜利。这就意味着，所有上市公司、新三板挂牌公司，或准备从风险投资和私募股权投资等资本市场进行融资的企业创始人必须学会一个新的能力：市值管理。

市值管理是企业资本市场上以解决产融结合问题为导向，以实现公司价值和股东价值最大化为目的的一整套逻辑和方法。高效的市值管理是在公司市值被高估或低估的情况下，综合应用商业模式创新、股权激励、投资者关系管理、并购重组、定向增发、套期保值等资本运作手段，使得公司内在价值与市场价值统一协调，并实现公司价值和股东价值最大化。

本书将从企业创始人的角度出发，从企业接触风险资本时引入市值管理的逻辑，按照企业在资本市场的成长路径来描述市值管理的方法；按照市值管理的三个阶段，即价值创造、价值实现和价值经营来介绍市值管理的各种应用，并提出公司市值分别在高估和低估时的应对策略。基于这种思路，本书总共10章，具体内容如下。

第1章对市值管理概念进行了厘清，对市值管理的要素以及对上市公司的意义和作用进行了阐述。

第2~4章根据价值创造、价值实现和价值经营三个阶段构建了一套市值管理的方法和分析框架。第2章提出以客户和利润为中心的商业模式设计为公司创造价值；第3章提出通过信息披露、4R管理、公司治理和股权激励等手段使得公司的内在价值得到资本市场的认可；第4章提出通过并购、再融资、资产证券化、套期保值和多股权投资等资本运作手段，来提升上市公司的价值。

第5~10章选取了在市值管理和产融结合做得比较有特点的6家中国上市公司进行案例分析，1个案例1章。其中第5章是以乐视的生态圈故事作为市值管理和产融结合的反面案例，本书认为资本市场是需要讲故事的，但是绝对不能编故事，缺乏核心利润支撑的生态商业模式最终就是南柯一梦！

第6章和第7章选取的美的集团和长园集团是在产融结合第一阶段做得不错的企业，共同点都是利用金融资本促进产业的发展，实现“内生式增长+外延式增长”。稍有不同的是两家公司处于不同行业，美的集团是利用产融

结合和市值管理从竞争激烈的家电制造业中脱颖而出，实现了产业突围；长园集团依靠产融结合和市值管理在新材料和新能源若干个细分行业处于领先的地位。

第8章和第9章选取的海航集团和复星集团是在产融结合第二阶段做得不错的企业，共同点都是通过实业上市，然后建立金控平台，实现产融互动，促进企业价值快速增长。海航集团市值管理最大的特点就是并购，围绕航空业进行了“航空+旅游”、“航空+现代物流”、“航空+产业金融”的并购布局，使得海航成为以航空业为基础的产业金融集团。复星集团的案例体现了市值管理和产融结合是如何促进一家企业进化的：复星最早通过医药和房地产起家，通过上市、并购、布局保险等产融结合手段，成为“保险+投资”双轮驱动的投资集团，再到聚焦产业智造全球家庭幸福生态系统，完美地诠释了产融结合和市值管理的真谛。

第10章选取的是亚洲市值第一的腾讯公司。低调的腾讯从互联网产品公司到互联网广告公司，再到互联网游戏公司、互联网平台公司、互联网投资公司的一路进化，始终抓住“以客户为中心”的企业设计核心，通过市值管理和产融结合，成了“互联网公司中最棒的投资公司，投资公司中最好的互联网公司”。

马永斌

2016年7月12日

目 录

第 1 章 市值管理是什么

- 1.1 淮南为橘，淮北为枳 / 003
- 1.2 账面价值、内在价值和市场价格 / 007
- 1.3 价值创造、价值实现和价值经营 / 011
- 1.4 市值管理的主要影响因素 / 012
- 1.5 市值最大化的意义 / 018
- 1.6 市值管理认识的误区 / 020
- 1.7 市值管理的双刃性 / 024
- 1.8 市值管理只有上市公司需要吗 / 031

第 2 章 价值如何创造

- 2.1 价值创造的基本逻辑 / 037
- 2.2 设计商业模式的正确视角 / 040
- 2.3 寻找和创造利润区 / 044
- 2.4 以客户和利润为中心的设计逻辑 / 048
- 2.5 客户选择和放弃 / 056

- 2.6 价值创造和获取 / 059
- 2.7 保护利润流 / 066
- 2.8 定位业务范围 / 068
- 2.9 实施要素选择 / 069
- 2.10 投资者喜欢的商业模式 / 071

第 3 章 价值如何得到认可

- 3.1 价值实现的基本逻辑 / 077
- 3.2 IRM 管理与价值实现 / 079
- 3.3 从 IRM 到 4R 管理 / 082
- 3.4 从信息披露到整合营销 / 095
- 3.5 从单向沟通到双向互动沟通 / 104
- 3.6 构建高效和独立的董事会 / 108
- 3.7 从激励到市值管理的股权激励 / 121
- 3.8 从福利到市值管理的员工持股计划 / 128

第 4 章 价值如何经营

- 4.1 价值经营的基本逻辑 / 137
- 4.2 产融结合的多股权投资 / 140
- 4.3 股份回购与增减持 / 147
- 4.4 再融资 / 154
- 4.5 股权质押融资 / 166
- 4.6 并购重组 / 172

4.7 资产证券化 / 191

4.8 套期保值 / 202

第 5 章 乐视的生态圈故事

5.1 故事缘起 / 217

5.2 生态困局 / 221

5.3 故事会与“市值管理” / 225

5.4 乐视网盈利的秘籍 / 238

5.5 减持承诺难以兑现 / 245

5.6 资金链危机 / 250

5.7 尴尬境况 / 252

5.8 路在何方 / 259

5.9 真的要崩盘 / 267

第 6 章 美的的产业突围

6.1 市值管理的成效 / 278

6.2 聚焦客户的内生式增长 / 280

6.3 远交近攻的外延式增长 / 283

6.4 海外并购以谋求转型 / 289

6.5 与众不同的公司治理 / 294

6.6 从无先例的整体上市 / 308

6.7 丰富的价值经营手段 / 310

6.8 多层次组合股权激励 / 315

6.9 整体上市后市值表现 / 322

第7章 长园集团的全面市值管理

- 7.1 发展历程 / 327
- 7.2 产业布局和多点盈利 / 329
- 7.3 稳定的内生增长 / 332
- 7.4 踏实的并购增长 / 334
- 7.5 有竞争力的激励机制 / 343
- 7.6 良好的4R关系管理 / 347
- 7.7 反并购成功 / 350
- 7.8 顺势而为的增减持 / 355
- 7.9 未来市值的变化 / 357

第8章 海航的并购成长

- 8.1 航空主业的发展历程 / 362
- 8.2 “航空+旅游”的价值链延伸 / 367
- 8.3 “航空+现代物流”的模式进化 / 371
- 8.4 “航空+产业金融”的协同发展 / 377
- 8.5 “航空+”的产融结合模式 / 380
- 8.6 融资安排及风险管控 / 390
- 8.7 危机管理和监管者关系管理 / 403
- 8.8 金字塔股权结构的运用 / 408
- 8.9 利用金融衍生工具的前车之鉴 / 411

第 9 章 复星产融结合的进化之路

- 9.1 发展历程 / 419
- 9.2 产融模式的进化 / 430
- 9.3 业务布局的演变 / 438
- 9.4 投资逻辑与策略 / 444
- 9.5 具有产业深度的投资能力 / 459
- 9.6 CIPC 闭环生态系统 / 468
- 9.7 “平台 + 独角兽 + 产品力” 的产业模型 / 474
- 9.8 C2M 智造全球家庭幸福生态系统 / 478
- 9.9 全球合伙人制度与股权激励 / 486

第 10 章 腾讯的市值管理之道

- 10.1 亚洲第一，全球前十 / 495
- 10.2 QQ：第一桶金 / 499
- 10.3 广告：老树新枝 / 509
- 10.4 游戏：利润的支柱 / 511
- 10.5 泛娱乐模式 / 516
- 10.6 开放的平台 / 519
- 10.7 金融布局逻辑 / 526
- 10.8 产融结合模式 / 529
- 10.9 从投资到并购 / 537

参考文献 / 550

后记 / 552

第 1 章

市值管理是什么

- 1.1 淮南为橘，淮北为枳
- 1.2 账面价值、内在价值和市场价值
- 1.3 价值创造、价值实现和价值经营
- 1.4 市值管理的主要影响因素
- 1.5 市值最大化的意义
- 1.6 市值管理认识的误区
- 1.7 市值管理的双刃性
- 1.8 市值管理只有上市公司需要吗

1.1 淮南为橘，淮北为枳

在西方大学的教科书里并没有“市值管理”，而只有“价值管理”一词。市值管理是具有中国特色的一个概念。

20世纪50年代，Modigliani和Miller构建了基于现金流量的价值评估体系，提出了企业价值的概念。到20世纪80年代中期，美国的一些管理咨询公司在总结分析企业实践的基础上提出了股东价值管理的理念，并经麦肯锡顾问公司和波士顿咨询公司的倡导与推广，开始得到广泛的应用。麦肯锡顾问公司Tom Copeland等人和波士顿咨询公司James A. Knight等人，明确提出了股东价值管理的概念和应用模型，他们认为只有当资本回报超过资本成本时，公司价值才被创造出来，价值管理是以价值评估为基础、以价值增长为目的的一种综合管理模式。Amec等人认为价值管理是一种用来整合企业资源和活动以实现企业的既定目标，把企业的资源分配到最有价值的投资上以创造尽可能多的财富，实现股东价值最大化的手段。

价值管理所倡导的股东价值最大化的理念唤起了市场对股东价值的高度广泛关注。美国的企业开始以股东价值最大化为导向制定公司战略、设计投融资方案、提高公司治理质量、对经理人实施股权激励，从而实现公司的价值最大化目标。

股东价值管理的逻辑直接使得做企业的目的从“利润最大化”向“价值最大化”变迁，这直接导致上市公司经营理念与目标进行了重构：股东价值最

大化是上市公司经营的最高目标，也是经理人业绩考核的重要指标。上市公司不再一味追求利润增长，而是更加注重公司市值增长。当然，如果两者能兼顾则最好，如果只能择其一，那么肯定是选择市值最大化，因为这意味着股东财富必然增值，从而使得公司更具投资价值。

这是美国的情况，在中国情况就不太一样，为什么呢？这里有两个原因，首先，美国上市公司的股权是高度分散的，股东基本上都是小股东，公司的实际控制人往往是管理层，因此，追求股东价值最大化基本上就可以同时实现公司价值最大化和利益相关者的价值最大化。而在中国，到目前为止，绝大多数上市公司总有个大股东，而大股东的利益诉求和中小股东的利益诉求是有冲突的，以股东价值最大化为目标最终就变成了大股东利益最大化。其次，美国资本市场的有效性比较好。美国上市公司的股票价格基本上能够同方向反映公司价值变化，因此做好价值管理就做好了市值管理。而在中国，资本市场的有效性是比较差的，公司股票价格反映不了公司价值的变化。因此，如果直接引用美国的价值管理逻辑就不适合中国的情况。

市值管理是在 2005 年前后由一些独立的经济学者提出的，背景是股权分置改革。在股权分置改革之前，中国上市公司基本上都是国有企业改制上市的。在这些改制上市的公司中股权结构极其复杂：同时并存国家股、国有法人股、法人股、职工股和社会公众股等形式的股权，其中可以流通的只有社会公众股。而大股东持有的是非流通股，而且占总股本的 2/3 左右，因此他们根本没有动力去关心公司股价的涨跌，更不会关心公司的市值，而只是把上市公司当成了“提款机”。这种流通股和非流通股并存、同股不同权的情况极大地阻碍了中国资本市场的发展。

从当时大股东和上市公司的角度来看，不关心公司市值也是有道理的。首先，市值只是基于公司总股本 1/3 的流通股所反映出的市场价格，而不能真正反映上市公司的价值。其次，当时的市值没有实际意义。今天大股东大宗

减持股份时的定价依据是股价，而当时由于持有的是非流通股，只能在场外按照每股净资产定价。而且当时在做股权质押融资时，定价依据也是每股净资产。所以当时中国上市公司的经营目标基本上就是利润最大化，净利润和净资产等账面价值指标成为对上市公司管理层业绩考核的重要乃至唯一的指标。

2005—2008年的股权分置改革，使得我国资本市场进入全流通时代，上市公司大股东和中小股东同股不同权的局面才得到根本改变。大股东手里的非流通股变成了流通股，股票价格的变化和大股东的利益休戚相关了，因此，大股东开始关心公司价格变化了。但是，他们很快就发现，直接借鉴美国的价值管理是有问题的，由于中国资本市场有效性比较差，公司股票价格不能反映公司价值的真实变化。价值管理做好了，公司价值增长了，股票价格不一定涨，还有可能跌；公司价值减少了，股票价格不一定跌，还有可能大涨。

基于这种情况，中国的一些民间独立经济学者^①就提出要“管好股东、管好股本、管好股价”的市值管理理念。基本思路就是上市公司要研究和顺应国家财政政策、货币政策、产业政策和宏观调控政策，基于市值信号，综合运用企业管理、公司金融、公司治理和资本运作等方法，以达到公司价值最大化，并且能够真实地反映在公司市值变化上。^②

2007年之后，中国资本市场不断创新，诸如整体上市、资产注入、吸收合并、借壳上市、定向增发、融资融券等金融手段都逐渐可以应用，再加上实物期货和股指期货的交易规则日益完善，国内资本市场的运作手段或工具日益丰富。可供市值管理选择的方法逐渐多元，可以使用各种各样的配套工具。

① 施光耀。

② 蓝天翔在《市值的博弈：市值管理理论、实践与探索》一书中提出。