

**THE GAME OF
MARKET VALUE:**
THE THEORY-PRACTICE-EXPLORATION
OF MARKET VALUE MANAGEMENT

市值的博弈

——市值管理理论、实践与探索

蓝天祥 陈阳 刘强 张日新 郭盛 周亚宁 编著

■ 在全流通的制度环境下，市值成为资本市场的一个新标杆。这一新标杆，正在不断地唤醒企业价值的新意识，呼唤企业经营的新理念。

市值的博弈

——市值管理理论、实践与探索

蓝天祥 陈 阳 刘 强 编著
张日新 郭 盛 周亚宁



中国金融出版社

责任编辑：古炳鸿

责任校对：张志文

责任印制：毛春明

图书在版编目 (CIP) 数据

市值的博弈——市值管理理论、实践与探索 (Shizhi de Boyi: Shizhi Guanli Lilun、Shijian yu Tansuo) / 蓝天祥等编著. —北京: 中国金融出版社, 2011. 1

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5750 - 4

I. ①市… II. ①蓝… III. ①证券交易—资本市场—研究—中国
IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 226714 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 160 毫米 × 230 毫米

印张 19.25

字数 320 千

版次 2011 年 1 月第 1 版

印次 2011 年 1 月第 1 次印刷

定价 45.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5750 - 4/F. 5310

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

前 言

中国资本市场以1990年12月上海证券交易所、深圳证券交易所的相继诞生为标志，经过二十年的快速发展，取得了举世瞩目的成绩。截至2010年11月30日，沪深两市总市值位列全球资本市场第三位，世界十大市值上市公司中中国占据半壁江山，例如，工商银行成为全球市值最大的商业银行。但是，中国资本市场一直都是在剧烈波动中不断发展和完善的，是一个典型的政策性市场。2001年6月22日国务院四部委联合发布了《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》，引领了中国资本市场长达4年之久的下跌行情，上证指数由2245.42点下跌到2005年6月6日的998.22点，证券市场流通市值缩水近80%。2005年4月29日中国证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，标志着股权分置改革的正式启动。2005年6月17日三一重工（600031）股权分置改革的成功，宣告了中国资本市场全流通时代的到来，并由此提出了上市公司市值管理制度的大讨论。2005年10月修改后重新颁布实施的《证券法》和《公司法》为资本市场的规范发展提供了法律保障，资本市场开始进入稳步快速发展阶段。在商品期货市场规范发展的同时，2006年9月8日中国金融期货交易所上海挂牌成立，标志着以股指期货为标志的金融期货即将上市，由此拉动了证券市场的快速发展。2007年资本市场上的各类业务创新不断，比如定向增发、整体上市、资产注入、吸收合并、借壳上市、融资融券等，加之有关股指期货的交易资格和相关交易规则的不完善，中国资本市场得到了快速发展，上证指数达6124点，大宗商品价格屡创新高，证券期货市场处于稳健快速发展阶段。2008年席卷全球的金融危机对资本市场造成巨大的冲击，上证指数于2008年10月28日下跌至1664点。其间，为了保护投资者利益、维护证券市场稳定

健康发展、提振投资者信心，2008年9月18日国资委、中央汇金公司分别发布了支持中央企业增持或回购上市公司股份、中央汇金公司增持上市银行股票等措施，随后颁布了《上市公司股东及其一致行动人增持股份行为指引》，资本市场趋于企稳，市场呼唤市值管理制度的快速实施。2009年在国民经济趋于好转的大背景下，资本市场在各项政策的支持下开始进入新一轮发展阶段。这期间中国证监会颁布了《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》，国务院国资委颁布了《关于规范上市公司国有股东行为的若干意见》、《资产重组通知》以及《发行可交换公司债券及国有控股上市公司发行证券有关事项的通知》三个管理办法，创业板市场实现了成功发行与上市，融资融券申请受理等，这对资本市场长期稳定发展提供了新的思路。资本市场各项政策、法规及交易规则的完善与业务创新的加快，期货市场的稳步快速发展等都在为即将推行的市值管理制度扫清制度上的障碍，也为上市公司实施市值管理以求快速发展提供了优良的平台。

2008年全球性金融危机使得越来越多的企业和社会人士从来没有像今天这样关注期货、期权、远期、互换等衍生金融工具，特别是利用这些工具为企业进行的套期保值业务和为社会投资者提供的各类套利理财产品。在价值经营理念指导下的“财富是创造出来的”受到金融危机的冲击下，很多专家、学者、管理人士开始认同“创造财富的同时更要保护财富”，也就是说，创造财富必须是在风险可控的前提下实现的，对政策的研究、经济发展趋势的研究、风险管理与控制的研究、套期保值的研究与应用等越来越受到企业的重视，并正在成为企业构建核心竞争力的重要路径和手段，更成为上市公司市值管理的重要内容。

2009年10月27日伴随工商银行的全流通，沪深两市流通市值132 875.83亿元，占总市值229 946.45亿元的57.79%，2009年12月31日流通市值将占总市值的74%，促使上市公司各类股东的利益趋于一致，即市值最大化，2010年3月29日融资融券业务的实施和2010年4月16日股指期货的上市进一步完善了市

值管理手段。如何实现市值最大化是摆在中国上市公司、专家学者面前的一个亟待解决的课题，特别是经过2008年金融危机洗礼之后，上市公司更加注重风险的规避、政策的研究、各种价值经营手段的组合式运用，同时也更加关注以投资者关系管理为核心的价值实现过程。本书在对市值管理提出的大背景进行认真研究的基础上，阐述了上市公司市值管理的主要理论，以实证分析的形式解答了市值管理中价值经营的各种手段在市值管理实践中的作用，也以实证分析的形式论证了政策效应最优化实现的路径，阐明了拟进行市值管理的各类机构的需求，最后为上市公司指明了实施市值管理这一战略管理行为所需要的各类中介机构的有效战略合作，同时提示了市值管理可能存在的认识误区，并对市值管理这一战略管理实践进行了科学的展望。

市值管理制度的实施，必将推动上市公司进入可持续发展时期，必将推动资本市场实现跨越式发展，必将为各类机构投资者实现长期价值投资提供所需工具，必将带动各类中介机构在不断创新的过程中实现快速发展，必将促进证券监管行为的规范化、市场化，最终必将为广大投资者带来因经济快速发展和资本市场跨越式发展而产生的财富效应。

作 者

2010年8月28日于北京

序

市值管理实践的指路明灯

中国资本市场是在改革开放过程中，为了解决国有企业直接融资问题和推进现代企业制度的实施，本着“摸着石头过河”的思想设立和发展起来的。经过二十年的改革、创新和发展，取得了举世瞩目的成绩，沪深两地资本市场已经发展成为世界第三大市值的资本市场，2007年底上市公司总市值达34.42万亿元人民币。然而，中国上市公司的股权分置问题一直是困扰资本市场发展的一个重大问题，特别是同股不同权以及国有股一股独大的问题尤为突出。2005年4月29日启动的股权分置改革方案，彻底解决了长期困扰股权流通和同股不同权的问题，而上市公司股权的全流通直接引发了对市值的思考，市值越来越成为衡量企业实力大小的综合性指标，既体现了企业经营管理能力，又预示着企业的未来发展潜力，还诠释着中国资本市场发展的趋向。这就引发了社会各界对基于股东价值最大化的市值管理的探讨。

在我的同学蓝天祥博士、陈阳博士等共同编著的《市值的博弈——市值管理理论、实践与探索》一书即将由中国金融出版社出版发行之际，我愿意向读者郑重推荐，并借机谈谈我对市值管理的研究与探索，以此为序。

(一)

2005年4月29日之前的资本市场建立和股权分置阶段。中国证券市场是在1978年党的十一届三中全会中提出的“经济建设是国家的基本任务、改革开放是基本国策”的大背景下诞生的。1983年7月8日深圳市宝安联合投资公司向社会公开发行了新中国第一只股票，1987年9月新中国第一家专业证券公司——深圳特区证券公司成立，1990年11月26日新中国第一家证券交易所——上海证券交易所正式成立，标志着中国证券市场的诞生。在当时由计划经济向社会主义市场经济过渡的过程中，一直关

注的是“资本市场姓‘资’还是姓‘社’的关键问题”。在“摸着石头过河”的思想指导下，开始探索国有企业改制上市试点的进程，即将国有企业的一部分优质资产剥离出来成立一家国有企业控股的股份制公司，然后对外公开发行新股（公共股——流通股）实现企业上市直接融资的试点，这样在企业的股权构成中就存在了国家股、国有法人股、法人股、职工股和社会公共股等形式交织在一起的中国特色的股权结构，并且只有社会公共股可以上市流通，这就导致了同股不同权和国有股一股独大的问题。在社会主义市场经济体制的确立和资本市场不断发展的过程中，国家开始研究国有股流通的问题。1999年10月27日，国务院公布了减持国有股的相关政策，随后开始了国有股减持方案的大讨论；为了解决社会保障基金不足的问题，2001年6月12日，国务院正式发布《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》，并于2001年6月26日开始实施。由此引发了中国资本市场长达四年的深度调整，资本市场的功能受到重创，并带来一些社会问题。2004年1月31日出台的国务院《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（简称“国九条”），承认中国股市存在股权分置问题，明确提出要积极稳妥解决股权分置问题。中国证监会在逐步完善证券市场法规制度建设的基础上，于2005年4月29日出台了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，由此拉开了股权分制改革的序幕。

（二）

2005年4月29日之后的股权分置改革和资本市场创新发展阶段。中国证监会明确了股权分置改革的原则是市场稳定发展、规则公平统一、方案协商选择、流通股股东表决、实施分步有序。2005年5月8日，中国证监会公布了第一家股权分置改革试点企业——三一重工（600031），并于2005年6月17日完成改革、2008年6月19日开始进入全流通。以三一重工全流通为标志，中国资本市场进入了全流通的时代。同时以定向增发、吸收合并、借壳上市、整体上市等创新方式实现了国有企业并购整合的创新发展模式，而以股份增持、股份转持、股份回购、股份减持等相关制度为标志完善了股权流通体制，其间资本市场得到了长足的发展。至2010年10月底，沪深两地证券交易所流通市值达18万亿元，约占总市值28.77万亿元的63%。上市公司的市值越来越成为衡量企业实力大小的综合性指标，即市值成为衡量上市公司实力大小的标准、衡量经理层绩效的标准、衡量上市公司收购与反收购能力的标准、决定上市公司融资成本高低的标准、决定投资者财富多少的标准、衡量一个国家或地区资本市场乃至经济

实力的标准等。由此引发了对上市公司市值管理的大讨论，资本市场的部分中介机构也在探索进行市值管理的实践。可以肯定，市值管理必将成为上市公司可持续发展的核心竞争力。

(三)

2010年4月16日以后的市值管理实践阶段。市值管理是中国资本市场在股权分置改革背景下对价值管理理念的深化，是价值管理在资本市场创新发展中的延伸与提升。

在企业产品金融化、金融产品衍生化、衍生产品杠杆化、杠杆产品创新化、创新产品复合化的大背景下，特别是2008年起源于美国次贷危机的全球性金融危机打破了传统的“价值是创造出来的”经营理念，继而转变为“价值是在有效保护的条件下创造出来的”，上市公司也越来越重视利用证券、期货市场的创新手段实现股东权益的最大化。

结合中国资本市场创新发展的背景和企业市值管理实践的需要，作者创新性地将市值管理定义为：“市值管理是在中国资本市场创新发展过程中伴随股权分置改革而提出的一种全新的战略管理理论，是在国家运用利率、汇率、印花税、准备金率以及产业政策等手段对国民经济和资本市场进行宏观调控与监管过程中，上市公司基于市值信号，在有效研究和科学规划的基础上，有意识和主动地运用多种科学、合规的价值经营方法和手段，实现公司价值创造最大化、政策效应最优化、价值经营最优化、价值实现最大化和风险最低化的战略管理行为。”

2010年4月16日股指期货的上市以及融资融券业务的开展，为上市公司实施市值管理提供了完备的业务平台和市场手段，标志着中国特色的市值管理制度的正式启航。

(四)

关于市值管理实践的探索，很多专家、学者和专业人士进行了大量的尝试，但是市值管理并不是为上市公司大小非解禁提供套现策略的行为，也不是某一利益集团简单维护股价的行为，更不是为市值最大化而进行的操纵股价行为，而是结合中国经济发展的背景和资本市场创新发展的环境，在对政策与市场进行综合研究的基础上，通过证券市场和期货市场的创新手段的组合应用，实现上市公司总市值最大化的战略管理行为。

从监管的角度来看，市值管理制度的实施是为了推进经济结构、产业结构、市场结构的调整，特别是大家关注的股价、每股收益、市盈率等微

观经济数据对上市公司发展的影响、对整个资本市场的发展和规范的影响等，将这些方面全部转移给上市公司，监管层只是负责规则的制定和市场公开、公平、公正、诚信的执行情况，彻底摆脱既当裁判员又当守门员还当“救市主”的多重角色。资本市场将向更为客观、公正、规范的方向发展。

作者从实践的角度，大胆地探索利用证券市场、期货市场的多种创新手段的组合来规划、设计和推动市值管理实践的路径，特别是强调政策研究与市场的结合以及风险控制对市值最大化的作用。探索期货套期保值业务在上市公司应对微观非系统性风险和宏观系统性风险中的科学应用，设计了相应的业务流程，为上市公司进行市值管理实践指明了方向，提供了手段、方法和策略。

强大的资本市场必将诞生强大的上市公司，而强大的上市公司更是离不开科学的市值管理理念与实践。如何面对资本市场市值的扩张与波动、科学地进行市值管理实践，是上市公司和所有关心资本市场的专家、学者面临的全新课题。

鉴于此，本书值得从事资本市场理论研究、管理实践的专家、学者、官员、企业家一读，更值得所有上市和未上市的公司领导一读。

刘 澄

北京科技大学经济管理学院教授、博士生导师

2010年10月28日

目 录

序 市值管理实践的指路明灯	1
---------------------	---

第一部分 市值管理总论

第一章 市值管理	3
第一节 市值管理的内涵	3
第二节 市值管理理念	10
第二章 市值管理环境	14
第一节 国有股减持与市值管理	14
第二节 股权分置改革与市值管理	23
第三节 股份增持与市值管理	29
第四节 股份回购与市值管理	35
第五节 股份转持与市值管理	44

第二部分 市值管理理论篇

第三章 宏观市值管理理论	55
第一节 政策效应最优化	55
第二节 风险可控最小化	63
第三节 典型风险案例分析	70
第四章 微观市值管理理论	76
第一节 价值创造最大化	76
第二节 价值实现最优化	80
第三节 价值经营最大化	82
第五章 市值管理目标与原则	88
第一节 市值管理目标	88

第二节 市值管理原则 91

第三部分 市值管理实践篇

第六章 价值经营模式之一 99

第一节 IPO 与市值管理 99

第二节 定向增发与市值管理 106

第三节 整体上市与市值管理 113

第四节 资产注入与市值管理 118

第七章 价值经营模式之二 125

第一节 资产重组与市值管理 125

第二节 吸收合并与市值管理 130

第三节 借壳上市与市值管理 136

第四节 股权激励与市值管理 142

第八章 市值管理实现模式 152

第一节 市值管理实现方式 152

第二节 市值管理实现机构 155

第四部分 市值管理探索篇

第九章 价值经营最大化的创新经营模式 161

第一节 融资融券与市值管理 161

第二节 股指期货与市值管理 166

第三节 套期保值与市值管理 172

第十章 政策效应最优化的创新经营模式 202

第一节 利率政策与市值管理 202

第二节 汇率政策与市值管理 208

第三节 准备金率与市值管理 216

第四节 股票交易印花税政策与市值管理 219

第五节 救市政策与市值管理 223

第十一章 市值管理创新	229
第一节 市值管理理念的创新	229
第二节 市值管理组织架构的创新	232

第五部分 市值管理延伸篇

第十二章 市值管理与机构投资者	237
第一节 市值管理与投资者	237
第二节 市值管理与基金	239
第三节 市值管理与社保基金	244
第十三章 市值管理与中介机构	251
第一节 市值管理与银行	251
第二节 市值管理与证券公司	255
第三节 市值管理与期货公司	258
第四节 市值管理与信托公司	263
第十四章 市值管理与证券市场	272
第一节 市值管理与上市公司	272
第二节 市值管理与证券市场	277
第三节 市值管理与监管机构	280
第十五章 市值管理展望	283
第一节 市值管理误区	283
第二节 市值管理展望	286
参考文献	292
后记	294

第一部分 市值管理总论

2005年4月29日启动的股权分置改革至今已经取得了巨大的成功；伴随着2008年6月17日三一重工的全流通，中国市场已经进入了全流通的时代；2009年8月4日沪深两地证券交易所上市的股票流通市值已经超过非流通市值，至2009年12月31日流通市值达到上市公司总市值的74%。2010年1月8日融资融券和股指期货获国务院批准上市，2010年3月29日融资融券业务开始实施，2010年4月16日股指期货上市交易，从此彻底结束了证券市场只能做多的单边市场时代。中国资本市场发生了一系列深刻的变化，最典型的变化就是实现了全流通的制度环境，市值成为资本市场的一个新标杆，同时以股份增持、股份减持、股份转持、股份回购等为代表的一系列股权流通制度得到完善。市值这一新标杆，正在不断地唤醒企业价值的新意识，呼唤企业经营的新理念。作为实现上市公司及其股东权益最大化的重要手段，市值管理这一企业经营管理中的新名词由此应运而生。各种所有制形式的上市公司高级管理人员通过各类形式的学习，不断掌握有关市值管理的相关知识、研究市值管理的目标和手段、实践与探索市值管理的经验与规律。本篇重点介绍市值管理的内涵以及探讨股权流通体制与市值管理的关系，提出企业市值管理的核心理念，以便指导和推动中国资本市场市值管理的实践。

第一章 市值管理

市值管理是中国资本市场发展到全流通时代的一个全新的战略管理理念，直接关系到上市公司的发展，更关系到资本市场发展的趋向。在即将进入市值管理时代，全面了解有关市值管理的知识和操作实践是摆在所有专家、学者、上市公司管理者的一个重要课题。下面我们从概念出发先来了解市值管理的相关内容。

第一节 市值管理的内涵

市值管理（Market Value Management）是中国资本市场领域出现的全新概念，它的萌生与2005年4月29日开启的具有划时代意义的中国上市公司股权分置改革有着密切的联系。伴随股权分置改革的即将结束，中国资本市场自2008年6月17日已经逐步进入了全流通的新时代，同时也宣告了市值管理时代的即将到来。市值管理这一概念迅速成为中国资本市场的一个全新话题，也必将成为中国未来资本市场实现可持续发展的全新管理理念。而“市值管理”理念的提出正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，企业经营由传统的经营模式转变为传统业务与资本运作相结合的价值经营模式。各行各业的管理者及专家、学者越来越关注企业的价值，越来越关注企业价值的市场表现即市值。通过市值管理，在创造财富的同时，更注重财富的保护。努力实现企业合理避险、收益平稳发展、业务不断扩展，成为企业平稳发展的全新经营理念；通过市值管理达到市值的持续、稳定和健康成长，成为上市公司的一项新的战略管理任务；同时通过市值管理，实现市场规模的稳步增长和市盈率的整体下降，促进证券市场健康稳定发展，又是监管部门及社会各界投资者都希望达到的目标。

一、市值管理的定义

关于市值管理的定义，许多专家、学者及业界专业人士从不同的角度进行了分析和阐述。

2005年9月16日，中国上市公司市值管理研究中心主任施光耀先生将市值管理定性为“管好股东、管好股价、管好股本，以促进公司市值的可持续稳健增长”。

2006年6月24日，景元天成投资股份有限公司总经理安景川先生在“第二届中国投资者关系年会暨2005中国A股公司投资者关系评选颁奖”活动上指出，市值管理不是操纵股价来达到牟取暴利的行为，而是上市公司从稳定和提升公司市值出发，通过投资者关系管理和公司的制度规划与财务顾问，使股价充分地反映公司的价值。他将市值管理的模式概括为“增加了解、消除误解、推动变化、创造价值”。

2006年9月15日，国务院发展研究中心金融研究所所长巴曙松教授在《上海证券报》上发表文章指出，市值管理是企业的经营活动和管理行为、理念以持续、稳定、合理、有效地提高上市公司的总市值为目标，使得公司的股价正确反映公司的内在价值。

2006年10月，中国工商银行博士后科研工作站邢会强先生在《金融论坛》上发表论文指出，市值管理是上市公司从稳定和提升市值出发，通过公司的战略规划、经营管理、投资者关系管理来逐步提升股价，使股价充分反映公司的价值，而前提是合法合规。

2006年11月28日，安信证券徐林指出，市值管理是上市公司持续、主动、诚信、合理地引导大众预期，不断降低企业的筹资成本，扩大企业的声望和产品的影响力，进而做大做强过程。

2007年4月22日，中国上市公司市值管理研究中心主任施光耀先生进一步发展了市值管理的定义，提出“市值管理是上市公司以市值为基础，综合运用企业的经营管理、公司的金融管理和投资者关系管理等方法 and 手段，顺应资本市场的规律，科学与合规地实现公司和股东价值最大化的战略管理工程”。

2007年5月17日，中国上市公司市值管理研究中心副主任刘国芳先生提出，市值管理就是上市公司基于公司市值信号，有意识和主动地运用多种科学、合规的方法和手段，以达到公司价值创造最大化、价值实现最大化、价值经营最优化的战略管理行为。其中，价值创造是基础、价值经营是手段、价值实现是目标。