

上市公司价值管理研究

——基于中国上市公司的案例分析

○ 谢芳 著

上市公司价值管理研究

——基于中国上市公司的案例分析

谢 芳 著

版权专有 侵权必究

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司价值管理研究：基于中国上市公司的案例分析 / 谢芳著. — 北京：北京理工大学出版社，2019. 12

ISBN 978 - 7 - 5682 - 8055 - 6

I. ①上… II. ①谢… III. ①上市公司 - 企业管理 - 研究 - 中国
IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 301693 号

出版发行 / 北京理工大学出版社有限责任公司

社 址 / 北京市海淀区中关村南大街 5 号

邮 编 / 100081

电 话 / (010) 68914775 (总编室)

(010) 82562903 (教材售后服务热线)

(010) 68948351 (其他图书服务热线)

网 址 / <http://www.bitpress.com.cn>

经 销 / 全国各地新华书店

印 刷 / 北京国马印刷厂

开 本 / 710 毫米 × 1000 毫米 1/16

印 张 / 11.5

字 数 / 221 千字

版 次 / 2019 年 12 月第 1 版 2019 年 12 月第 1 次印刷

定 价 / 65.00 元

责任编辑 / 徐艳君

文案编辑 / 徐艳君

责任校对 / 周瑞红

责任印制 / 施胜娟

图书出现印装质量问题，请拨打售后服务热线，本社负责调换

个人简介：

谢芳，女，1975年出生，湖南人，副教授。2004年4月—2013年4月，在五邑大学经济管理学院从事会计专业教学科研工作，2006年晋升副教授，先后获得校级教学成果一等奖、江门市社会科学成果二等奖。2013年5月至今在广东农工商职业技术学院财经系从事会计教学和教研工作。曾主持或作为主要成员参与完成国家社科项目1项、省社科项目1项、广东省教育厅教改项目2项、财政厅项目2项、校级项目3项，在核心期刊发表论文10余篇。

摘 要

我国证券市场发展已有近 30 年，上市公司规模不断扩大，但同时也存在良莠不齐的问题。投资者如何对公司的投资价值进行判断？管理层如何对公司价值进行管理？这是当前我国资本市场发展的重要课题，它既关系到投资者和企业利益，也是证券市场健康发展的基石。现代财务理论虽然在资本结构、估值模型方面有不少建树，但始终存在隔靴搔痒的问题，即理论联系实践不足，不同财务维度的关联分析不足。例如，资本结构理论并不能提供企业如何融资的实践指导；本量利分析也不能提供企业经营决策方案；投资、筹资、分配三大财务战略如何相互关联也少有研究，而现实中 CFO 们总是在企业这个动态的、整体的组织中处理相互关联的财务问题。

本书主要采用案例分析的方法，以公司价值为主线，探讨主要财务管理问题在我国上市公司中的现实表现、经济后果和对策建议，目的是为企业管理层提供一个相对系统的，以长期价值创造为导向的，具有实践可行性的战略性财务管理体系，同时也是为投资者提供一套识别上市公司真正投资价值的参考方法。通过促进管理层、投资者财务行为的“价值回归”，为我国资本市场的长远健康发展作出贡献。

本书共分十章。第一章为导论，介绍上市公司价值管理研究的重要现实和理论意义，明确相关概念，对国内外实践和研究现状进行分析。第二章主要是明确上市公司价值管理的基本目标，以及量化管理所需要的估值方法，并结合案例对估值的技术过程进行介绍。第三章到第十章均是结合具体上市公司案例，从投资、运营、筹资、分配、管控五个侧面具体分析上市公司经营中常见的重要财务问题，解析问题的表现、内在机理和价值影响等，从而为公司价值管理提供思路。其中，第三章结合格力电器、辽宁成大两个案例探讨了企业投资的战略结构问题，它涉及理论上探讨的多元化折价还是溢价问题；第四章结合三一重工、春秋航空两个案例探讨了业务层面的非流动资产结构问题，它指向的是既定战略下的轻资产和重资产问题；第五章结合华兰生物、华东数控、益生股份三个案例探讨了企业运营管理方面的问题，例如应收账款管理、存货管理、费用控制方面的效率如何影响公司价值；第六章分析了筹资安排与公司价值的关系，并结合哈三联案例探讨了超额筹资可能产生的影响；第七章结合莲花健康探讨了财务杠杆、财务风险影响公司价值的具体过程；第八章以创业板上市公司的股利分配偏好为

例，探讨了分配政策对股票超额收益、公司成长的价值影响；第九章结合珠海中富、恒通科技案例分析了资产重估、会计政策选择对企业短期和长期的价值影响；第十章结合 ZH 案例探讨了应计盈余管理、真实盈余管理对公司价值的影响。

目 录

第一章 导 论	001
一、问题的提出及其研究意义	001
(一) 现实意义	001
(二) 理论意义	002
二、相关概念界定	002
(一) 公司价值	002
(二) 公司价值管理	003
三、国内外实践和研究现状	003
(一) 实践现状	003
(二) 研究现状	003
四、研究思路与结构安排	008
第二章 上市公司价值管理理论基础	009
一、公司价值驱动因素	009
(一) 公司治理因素	009
(二) 投资战略因素	010
(三) 融资战略(资本结构)因素	010
二、公司价值量化	010
(一) 估值方法	010
(二) 估值过程框架	014
(三) 企业估值案例分析——基于生益科技	015
第三章 战略层面的资产结构与公司价值	032
一、多元化或专业化问题	032
(一) 多元化与专业化的价值争议	032
(二) 多元化与专业化战略选择影响公司价值的案例分析 ——基于格力电器	033
二、企业金融化问题	039
(一) 企业金融化动因及其价值影响的双重性	039
(二) 金融化影响公司价值的案例分析——基于辽宁成大	041
第四章 业务层面的资产结构与公司价值	045
一、业务层资产结构影响公司价值的原理	045

(一) 经营杠杆·····	045
(二) 经营杠杆、经营风险与资产结构·····	046
(三) 资产结构与公司价值·····	047
二、经营杠杆影响公司价值的案例分析——基于三一重工·····	048
三、资产租赁影响公司价值的案例分析——基于春秋航空·····	052
(一) 经营租赁与表外融资问题·····	052
(二) 案例分析——基于春秋航空·····	052
第五章 运营效率与公司价值 ·····	058
一、运营效率的主要方面与衡量指标·····	058
(一) 资产周转效率·····	058
(二) 费用控制能力·····	059
(三) 日常投资能力·····	060
二、运营效率影响公司价值的案例分析·····	061
(一) 应收账款管理效率影响公司价值的案例分析 ——基于华兰生物·····	061
(二) 存货管理效率影响公司价值的案例分析——基于华东数控·····	066
(三) 费用管控能力影响公司价值的案例分析——基于益生股份·····	072
第六章 筹资安排与公司价值 ·····	082
一、筹资影响公司价值的机理·····	082
(一) 筹资能力·····	082
(二) 资本结构·····	083
(三) 筹资策略与企业发展战略的一致性·····	084
二、筹资安排影响公司价值的案例分析——基于哈三联·····	085
第七章 财务风险与公司价值 ·····	098
一、财务风险的内涵与影响·····	098
(一) 财务风险的内涵·····	098
(二) 财务风险与财务杠杆的关系·····	099
(三) 财务杠杆对公司价值的影响·····	100
二、财务风险对公司价值影响的案例分析——基于莲花健康·····	101
第八章 股利分配政策与公司价值 ·····	115
一、股利分配政策在公司价值决定中的角色·····	115
(一) 股利分配影响权益收益指标·····	115
(二) 股利分配影响企业后续融资能力·····	116
二、股利分配政策对公司价值的影响——基于我国创业板市场的 实证检验·····	117
(一) 创业板初期上市公司股利分配政策偏好·····	117

(二) 股利分配政策对创业板上市公司价值的影响——基于股价 反应视角·····	121
(三) 股利分配政策对创业板上市公司价值的影响——基于公司 成长性视角·····	123
(四) 小结·····	124
三、股利分配影响公司价值的案例分析：“高送转”是好是坏？·····	127
第九章 资产重估、会计政策选择与公司价值 ·····	134
一、资产重估、会计政策选择的动因及其与公司价值的相关性·····	134
(一) 资产重估和会计政策选择的动因·····	134
(二) 资产重估和会计政策选择与公司价值的相关性·····	135
二、资产重估影响公司价值的案例分析——基于珠海中富·····	136
三、会计政策变更影响公司价值的案例分析——基于恒通科技·····	146
第十章 盈余管理与公司价值 ·····	151
一、盈余管理理论分析·····	151
(一) 盈余管理动机·····	151
(二) 盈余管理方式·····	152
二、盈余管理影响公司价值的案例分析——基于 ZH 公司·····	155
参考文献 ·····	168

第一章

导 论

一、问题的提出及其研究意义

我国证券市场发展已有近30年时间，截至2019年1月沪深上市公司数量已达3,473家，2018年年末的总市值约为44.6万亿元，是国民经济中的重要力量，是企业股权融资的重要场所。在新三板市场，2018年年末有挂牌公司10,750家，总资产29,765亿元，也是我国经济发展中的活跃力量。在我国的证券市场，上市公司规模不断扩大的同时，也存在良莠不齐的问题，如何促进证券市场健康发展是我国资本市场建设的重要课题。本书从公司个体角度研究上市公司价值决定的经济和行为因素，为公司价值管理提供参考建议，也为投资者识别优质标的提供参考。

（一）现实意义

市值管理在国内外资本市场上都是一个热门话题，市值管理实际就是公司价值管理应用于上市公司时的一种业界称谓。由于市值是上市公司的融资基础，也直接关系到大股东、公众投资者乃至管理层的切身利益，因而恰当对其进行管理和筹划具有突出的现实意义。

2018年，在我国资本市场上，上市公司股权质押、商誉减值、信披违规等事件层出不穷，损害了公司价值，也损害了投资者利益，暴露出不当市值管理行为对公司和市场的危害，这种行为实际上是一种“伪市值管理”行为。

“伪市值管理”有两类：一类是利用虚假披露、内幕交易、市场操纵等违法违规行为，假借市值管理之名行市场操纵之实。近年，证监会已高度重视并加大对这类行为的打击力度。另一类是为市值管理而进行的战略或业务调整，这些调整的目的并不是真正增加公司价值，而是影响股价，常用手段包括股权激励、员工持股、股东增持、并购重组等。例如，一些中小市值公司为进行市值管理，与私募机构合作，进行单纯为了影响股价的资本运作。近年监管层也对“忽悠式重组”“高送转”等以炒作股价为手段的市值管理加强了监管和抑制。

真正的市值管理是以提升公司价值为目的的。当以价值创造为目的的市值管理在市场中占主流时，企业和投资者的决策偏好才会实现“价值回归”，做到“业绩为王”，实现中国资本市场的良性发展。真正的价值管理对企业经营者、财务总监提出了更高的要求，经营者不能只盯住业务而忽略财务规律，财务总监也不能只盯住报表而忽略业务，价值管理需要将财务和业务深度融合，整体运筹。目前这方面的研究尚不完善，尤其是结合实务案例的研究比较缺乏，本书的主要目的就是要通过一个个案例的具体解析，揭示影响上市公司价值的财务和经营因素，为企业管理层和投资者提供实践参考。

（二）理论意义

从理论角度看，本书基于案例分析的公司价值决定因素研究有益于企业投融资理论的深入探讨。公司价值是企业财务理论的核心概念，是财务决策的关键判断标准。早在20世纪50年代，财务学者就开始探寻企业组织、财务行为、财务结构和战略，甚至是外部环境与公司价值之间的关系，取得了一系列理论成果，如MM理论、啄序理论、财务柔性理论、公司治理理论、企业生命周期理论、企业社会责任理论等。这些理论从内部、外部、过程等不同角度解释了公司价值的决定因素，然而，现有理论尚不完善，再加上公司价值具有动态性，已有理论对指导投融资实践仍有明显局限。本书以案例分析方式展开公司价值影响因素的讨论，可以使理论探讨具象化，有助于理论研究的深化。

二、相关概念界定

（一）公司价值

公司价值理论建立在一般价值理论基础上。对价值的不同理解形成了不同的经济学派，如劳动价值论、要素价值论、效用价值论、新古典价值论等。

从劳动价值论角度看，公司价值的来源是企业中凝结着的一般人类劳动；从效用价值论看，公司价值的来源是它具有的带给人们某种效用（主要指导未来收益）的属性；从要素价值论看，公司价值来源是作为整体概念的企业资产要素，它由要素市场的供、需决定。由此可见，观察的出发点不同，公司价值就会有多种不同的内涵表达。从财务学立场出发，笔者认为公司价值是针对企业这一特定资产综合体而言的，是其现时获利能力和潜在获利机会的价值总和，在数量上可以表现为基于现实市场的交易价格或基于内在价值因素计算的估算价格。

（二）公司价值管理

公司价值管理是从整体角度对企业经营活动的价值方面所进行的管理活动，是企业财务管理活动的战略层面内容，是财务战略目标的直接体现。

财务理论已经指出，财务管理目标是使公司价值最大化，因而公司价值管理的目标就是维护现有价值，创造新的价值，实现公司价值最大化。公司价值最大化不同于利润最大化目标，因为现实中经常出现利润与价值背离的现象。例如，不少企业在短期内利润很高，但很快进入长期低迷状态，甚至破产倒闭；再如，一些处于亏损状态的高新企业在资本市场上却被投资者追捧。另外，若企业在资本收益率低于资本成本率情况下进行规模扩张，虽然能够带来利润增加，但并不代表价值增加。

三、国内外实践和研究现状

（一）实践现状

随着我国证券市场的发展壮大，上市公司数量不断增多，价值管理成为市场中的一个热词，相应的市值管理服务机构也不断增多。

价值管理在我国证券市场初期更多的是通过实施股权激励、股东增持、并购重组等手段刺激股价的市值管理行为，甚至还出现不少假借市值管理之名行市场操纵之实的“伪市值管理”，给企业长远发展造成了不利影响。在2018年的资本市场，出现许多上市公司股权质押、商誉减值、信披违规的事件，这些事件多少与前期不当的市值管理有关系。

随着监管环境的变化，上述单纯以刺激股价为目的短视行为减少，很多上市公司在努力提升业绩的同时，通过积极接待机构投资者前往公司调研，进行反向路演推广公司价值，市值管理逐渐实现“价值回归”。市值管理不再是靠所谓“资本运营”实现，而是在企业业绩增长、内在价值提升的背景下，辅以适时的“价值推广”。过去一些上市公司惯用的市值管理手段，如股权激励、员工持股、股东增持、并购重组，越来越没效果，公司也不再轻易尝试停牌筹划重大资产重组以稳定股价了。

（二）研究现状

在公司财务领域，公司价值决定是长期以来的学术研究热点问题，主要是从公司治理结构因素、资本结构因素入手进行理论分析和实证研究；然而对于公司价值管理，则是实践多而研究较少。下面按现有研究的主题归纳分析研究现状。

1. 公司治理与公司价值决定

这类研究相对较早，文献也较多。国外文献中，Agrawal 和 Knoeber (1996) 对管理者持股、资本结构决策、非执行董事监督、机构投资者代表进入董事会、存在控股大股东等五个治理机制与公司价值之间的关系进行了实证分析，在考虑了治理机制之间的交互作用后，运用 SUR（联立方程组）的检验发现，只有非执行董事监督是显著有效的治理机制。Jensen 和 Meckling (1976) 指出，经理人员持有公司股份实现了股东与经理人员的目标一致，能够降低源于二者目标不一致而产生的代理成本，从而提高公司价值，称之为“利益一致假设”。Fama 和 Jensen (1983) 则认为，与“利益一致假设”相反，经理人员持股可能招致新的代理成本。因为作为股东的经理人员有很强的动力运用“在职消费”等手段谋取自身利益，这种机会主义行为会损害其他股东利益，降低公司价值，称之为“管理者自利”假设。Morek、Shleifer 和 Vishny (1988)、McConnel 和 Servaes (1990) 等学者的实证分析表明，管理者持股与公司价值之间存在“非线性关系”。Shleifer 和 Singh (1986) 认为，公司大股东有很强的动力监督经理人员以保护自身的利益。尽管大股东很少参与公司经营，但由于持有大量公司股份，他们对董事会作出的雇佣或解雇经理人员的决策具有很大的影响力。所以，大股东的监督对减少经理人员的“机会主义”行为具有很大的作用，称之为“有效监督假设”。Bethel 等 (1998) 也发现，当大股东入主上市公司后，公司长期业绩上升，支持“有效监督假设”。大股东和中小股东之间也可能发生代理问题，La Porta 等 (1999)、Claessens 等 (2000) 及 Faccio 和 Lang (2002) 发现，控制股东与少数股东之间也存在利益冲突与代理问题，掌握控制权的大股东往往为了谋取私利而窃取公司资源并牺牲小股东的利益，许多著名的丑闻，例如美国安然公司 (Enron Corporation) 破产案与世界通信公司 (WorldCom) 破产案，显示这种代理问题可能更为严重。通过改善公司治理，公司价值将获得提高 (Gompers 等, 2003; Ammann 等, 2011; Lecomte 和 Ooi, 2013)

在国内，何卫东和张嘉颖 (2002) 较早分析了股权结构、董事会对公司价值的影响。他们以中国上市公司为样本，实证检验了公司所有权结构、以董事会监督为核心的治理结构及资本结构对公司价值的影响，结果显示：法人股权与国家股权相比占相对多数时，公司价值上升，公司债务比率上升时，公司价值下降，董事会监督并未对公司价值产生显著影响；然而，随着法人股权的增加，公司债务比率的上升以及有效的董事会监督将会促进公司价值上升，表明股权结构因素与董事会监督因素存在交互影响。夏立军和方轶强 (2005) 从“终极产权论”角度，以 2001 年至 2003 年期间的上市公司为样本，对政府控制、治理环境与公司价值的关系进行了实证分析，结果表明，政府控制尤其是县级和市级政府控制对公司价值产生了负面影响，但公司所处治理环境的改善有助于减轻这种负面影

响。范海峰、胡玉明和石水平（2009）讨论了我国机构投资者异质性对公司价值的影响。谷祺、邓德强和路倩（2006）以 121 家家族上市公司为样本，对现金流权、控制权影响公司价值的机理进行实证分析，结果表明，我国家族上市公司现金流权与控制权的分离率平均为 62%，分离程度在东亚为最高，家族上市公司价值与现金流权的比例显著负相关，与控制权比例也显著负相关。潘怡麟、朱凯和陈信元（2018）以母公司支付的职工薪酬比例作为集团集权程度的度量指标，检验了决策权集中的经济后果，实证结果显示，企业集团的集权管理在显著提升现有资源管理效率的同时，增加了过度投资。

2. 资本结构、融资成本与公司价值

资本结构也是公司价值决定研究中的经典视角。在国外，经典理论 MM 定理指出：在资本市场有效性的假设条件下，资本结构与公司价值无关（Modigliani & Miller, 1958）。然而，有效资本市场是一个极强的假设，许多实证分析的结果显示，资本市场是次强有效或弱有效的。后来许多研究认为债权融资能为公司带来税收利益，具有一定的公司治理效应，即在一定程度上缓解了股东与经理层之间的利益冲突，因而认为负债融资与公司价值创造正相关，最优负债结构区间为 $[0.3, 0.6]$ （McConnell 和 Servaes, 1995；Berger 和 Bonaccorsi, 2006）。

在国内，任曙明（2008）通过数理方法，构建了公司价值导向的资本结构随机线性规划模型，数值试验结果表明，投资于战略资产时的公司价值大于投资于普通资产。由此，证明了投资于战略资产是企业取得竞争优势的重要前提，而恰当的资本结构是实现战略资产潜在价值所必需的条件。王俊韡（2008）采用实证的方式检验了资本结构与公司价值的关系，选取中国上市公司 2003—2006 年的全样本数据来检验资本结构对公司价值的影响，发现国有股比例过高不利于公司价值的提升，适度集中的法人股比例有利于公司价值的提升。

3. 多元化经营对公司价值的影响

公司经营战略被认为是决定公司价值的重要方面，较多文献关注了企业多元化经营对公司价值的影响。早期文献中认为多元化损害公司价值的观点占主流地位。例如 Lins 和 Servaes（1999）对德国、日本和英国的企业多元化经营与公司价值之间的关系进行实证研究，发现这些国家均存在多元化折价现象。Megginson 等（2000）、Manohar 等（2007）、Fukuia 和 Ushijima（2007）的实证研究均证实多元化程度与公司价值负相关，即存在多元化折价现象。但后来对多元化折价提出质疑的文献不断出现。例如 Stulz（1990）研究发现多元化经营能促使企业建立有效的内部资本市场，在一定程度上缓解外部资本融资约束的影响，使企业能有效筹集更多资金以投资净现值为正的项目，从而提高公司价值。Maksimovic 等（2001）运用全要素生产率作为多元化公司绩效的代理变量，研究了多元化公司

并购前后的绩效变化，研究发现，目标公司的生产效率在并购前比较低，并购后得到提高，说明多元化经营能够提高公司价值。Villalonga（2004）认为以前评价美国股市多元化折价的方法是存在缺陷的，鉴于此，她采用新的数据库 BITS 取代 Compustat 数据库作为数据来源，对 1986 至 1996 年间的样本企业进行了重新考察。研究发现，与同行业中专业化公司相比，多元化公司不是折价，而是具有显著的溢价。她认为，结论分歧是由于财务报告中部分数据的误差，或者管理者判断的偏差。虽然直到目前，多元化发展对公司价值的影响在总体上未形成一致结论，但研究不断被细化，更多企业异质性因素被纳入考量。

在国内，金天和余鹏翼（2005）检验多元化与公司价值之间的关系，以及上市公司多元化经营对股权结构的影响，研究结果表明我国上市公司多元化经营总体上损害了公司价值，而国有股权对公司多元化经营具有约束作用，国有股东倾向产业集中战略。张奎（2004）以多元化经营为观察点研究了公司治理对公司价值的影响，认为多元化是股东与经理、大股东与中小股东之间利益冲突的一个典型例证，并在股权结构—公司治理—公司绩效的范式中探讨多元化折价机理、公司多元化诱因以及对公司多元化的治理。邱闯（2014）选取 2007—2013 年间 A 股上市公司样本，利用经营单元数、收入赫芬达尔指数（Herfindahl - Hirschman Index, HHI）、收入熵指数（Entropy Index, EI）这三个指标来衡量上市公司的多元化程度，构建了以价值增长率为因变量、驱动因素为自变量的多元线性模型，证实了公司治理、投资支出以及多元化类型对公司价值增长的推动作用。

4. 其他价值影响因素的专项研究

除上述传统研究议题外，近年来新的价值因素议题不断涌现，包括企业创新行为、社会责任履行情况、股利分配政策、财务柔性、外汇风险等，都得到了专题研究。

创新方面，唐玮和崔也光（2017）利用 2007—2014 年 A 股上市公司的混合截面数据进行实证检验，结果表明创新投入与公司价值显著正相关，相对于政府控制的上市公司，非政府控制的上市公司创新投入对于公司价值的提升力较强，投资者信心是政府控制属性得以发挥调节效应的重要中介。朱艳丽（2018）对 2010—2016 年我国 A 股上市公司的研发强度、创新速度与上市公司价值之间的关系进行研究，发现只有当创新速度较快时，研发强度增加才能够带来上市公司价值提升。

在社会责任方面，涂红和郑淏（2018）研究了企业社会责任对公司价值的影响，他们采用润灵社会责任报告数据，对我国不同所有制上市公司履行社会责任与公司价值之间的动态关系进行实证研究发现，尽管承担社会责任导致企业当期价值下降，但是长期来看是增加公司价值的，尤其是非国有控股的一般企业，承担社会责任能够显著地提高公司价值。

分配政策方面，戚聿东和肖旭（2017）运用1999—2016年A股上市公司数据研究发现，上市公司现金分红与公司价值之间存在冲突，制度环境变迁减弱了现金分红与公司价值之间的冲突并且有利于优化上市公司内部的治理机制。

外汇风险方面，郭飞（2012）以中国公司为样本，专题研究了使用外汇衍生品对冲外汇风险是否增加公司价值的问题，发现外汇衍生品使用带来了约10%的价值溢价，这一重要发现和基于发达国家的不少研究相一致。该研究成果支持了外汇衍生品在汇率风险管理中的积极作用。

郑鹏（2016）则研究了内外部治理机制对公司财务柔性的影响，以及财务柔性对公司价值的作用效果。

5. 公司价值评估方法

现有研究中，公司价值评估研究与公司价值决定研究存在一定程度的脱节。公司价值决定研究主要从理论上探讨公司价值的内涵和来源，而价值评估更多的是依据现金流和未来收益预测，从技术角度展开研究，体现出明显的实践性导向。例如，在国外，Miller和Modigliani（1966）的文章《股利政策、增长和股票定价》证明了股息政策与定价无关的观点，并在费雪的研究基础上，推导出在完美市场下，公司价值评估的现金流贴现模型，该模型的建立标志着公司价值评估进入了量化阶段。Malkiel（1963）研究了自由现金流量价值评估模型，该模型以资本预算方法作为理论基础，建立了四种假设情况下对增长的预估，研究了怎样才能实现公司价值增值的目标。

Rappaport则考虑五种重要价值驱动因素，即预期销售量和销售收入的增长、营业边际利润率、新增固定资产投资、新增营运资金投入、资本成本，设计出一个能够在计算机上使用的公司价值评估模型，并得到了广泛使用。这个模型受到了早期的杜邦财务分析方法的影响，杜邦财务分析方法的重点是资本的投资回报。Mayers（1974）提出了衡量公司价值的调整现值方法（APV），以替代DCF方法，该方法通过对企业资产的分解来理解各部分资产对企业整体价值的贡献。美国学者提出的帕利普-伯纳德-希利模式则强调以现金流折现法和价格乘法来评估公司价值，即现在评估实务中所称的收益法和市场法。在后续研究中，对公司价值评估的现金流折现方法，在理论基础和实际应用方面国外学者做了较为系统的完善。

在国内，孙小琰、沈悦和罗璐琦（2008）基于期权定价思想的KMV估值模型，通过模型估算企业的股权资本价值和企业的总价值时，不仅考虑了企业资产的现时价值，还考虑了企业未来获得良好发展前景的各种机会，体现了一个全面动态的过程。陈晓丹（2010）在生命周期框架下，讨论上市公司价值评估的两类常见方法——现金流折现法和相对比较估值法。张显峰（2012）基于成长性和创新能力对我国创业板上市公司价值进行评估研究。

四、研究思路与结构安排

从上述实践和研究现状的分析可以看出，公司价值管理的实践活动比较活跃，而相关研究则侧重于理论探索和实证分析，虽然理论上提出了许多对价值管理有启示的思路，但结合案例检验这些思路或探讨如何应用这些思路的文献还非常少见，甚至有些在理论上很有价值的结论，被实务界认为没有实践指导价值，例如资本结构理论是公司价值研究的重点领域，文献占比很大，但被认为没有给实务中如何融资提供有意义的指导。为了弥补理论研究和实务需求脱节的问题，本书采用以案例研究为主的方法，将实践中关注的价值管理重点问题，结合理论逐一进行讨论，以期对价值管理实践提供有意义的参考。

本书后文共有九章，第二章主要是明确上市公司价值管理的基本目标，以及量化管理所需要的估值方法，并结合案例对估值方法和过程进行剖析。第三章到第十章均是结合具体上市公司案例，从投资（对外和对内）、运营、筹资、分配、管控五个侧面具体分析上市公司经营中常见的重要财务问题，解析问题产生的动因、内在机理和价值影响等，从而为价值管理提供思路。其中，第三章结合格力电器、辽宁成大两个案例探讨了企业投资的战略结构问题，它涉及的就是理论上探讨的多元化折价还是溢价问题；第四章结合三一重工、春秋航空两个案例探讨了业务层面的非流动资产结构问题，它指向的就是既定战略下的轻资产和重资产问题；第五章结合华兰生物、华东数控、益生股份三个案例探讨了企业运营管理方面的问题，例如应收账款管理、存货管理、费用控制方面的效率如何影响公司价值的问题；第六章分析了筹资安排与公司价值的关系，并结合哈三联案例探讨了超额筹资可能产生的影响；第七章结合莲花健康探讨了财务杠杆、财务风险影响公司价值的具体过程；第八章以创业板上市公司的股利分配偏好为例，探讨了分配政策对股票超额收益、公司成长的价值影响；第九章结合珠海中富、恒通科技案例分析了资产重估、会计政策选择对企业短期和长期价值的影响；第十章结合 ZH 案例探讨了应计盈余管理、真实盈余管理对公司价值的影响。