

VALUE CREATION

价值创造

如何迎接积极股东时代

谢家荣 著

中国出版集团 东方出版中心

打通理论研究和实务操作的“任督二脉”。

内在价值与市场价格互为影响因素，相生相克。

从**发现价值**到**创造价值**，**积极
股东策略**是价值投资皇冠上的**明珠**。

市场情绪决定短期价格波动，内在价值决定长期价格走势。

市值管理的核心是**价值创造**，
而非**价格操纵**。积极股东是公司价值创造的重要主体。

股票同时具备四种**价值属性**，各有其**市场价值**。

积极股东可以有效地创造公司价值，并使之反映在市场价值上。



VALUE CREATION

价值创造

如何迎接积极股东时代

谢家荣 著

中国出版集团 东方出版中心

此为试读, 需要完整PDF请访问: www.ertongbook.com

图书在版编目 (CIP) 数据

价值创造: 如何迎接积极股东时代 / 谢家荣著. —

上海: 东方出版中心, 2020.6

ISBN 978-7-5473-1629-0

I. ①价… II. ①谢… III. ①上市公司-股东-研究
-中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆CIP数据核字 (2020) 第061572号

价值创造: 如何迎接积极股东时代

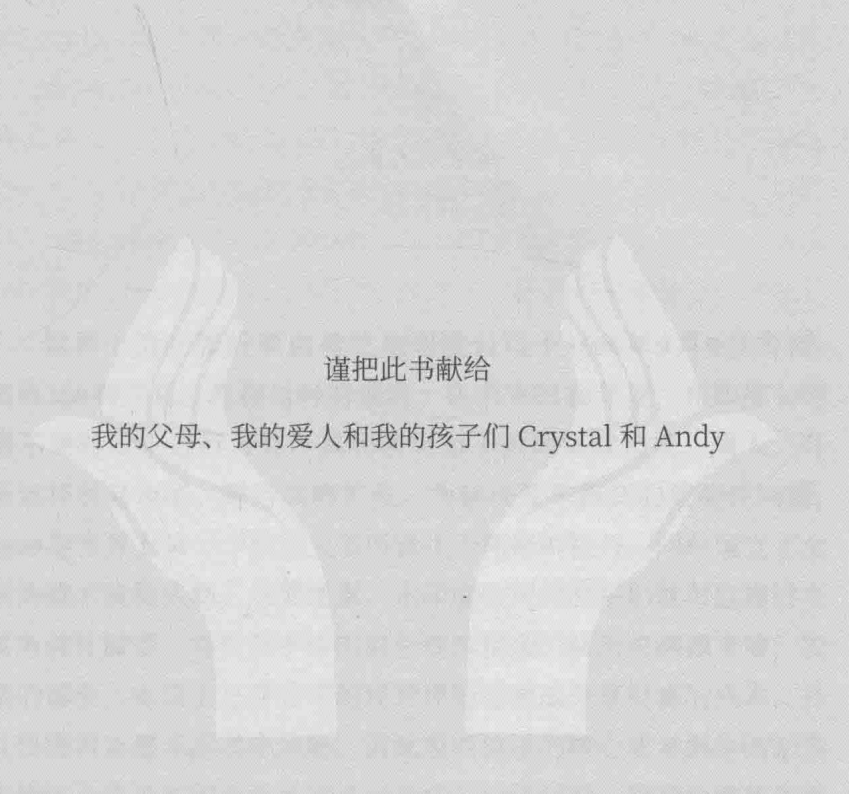
著 者 谢家荣
策 划 刘佩英
责任编辑 费多芬
封面设计 钟 颖

出版发行 东方出版中心
地 址 上海市仙霞路345号
邮政编码 200336
电 话 021-62417400
印 刷 者 上海盛通时代印刷有限公司

开 本 890mm × 1240mm 1/32
印 张 12
字 数 257千字
版 次 2020年6月第1版
印 次 2020年6月第1次印刷
定 价 65.00元

版权所有 侵权必究

如图书有印装质量问题, 请寄回本社出版部调换或电话021-62597596联系。



谨把此书献给

我的父母、我的爱人和我的孩子们 Crystal 和 Andy

自序

世界上第一张股票由荷兰东印度公司于1606年9月9日发行，面值150荷兰盾。根据当时的规定：在未来的10年里，东印度公司将不会对股东进行分红，其利润将用于公司继续造船、雇人，开拓远洋贸易市场，进行战略扩张。为解决股东投资的流动性问题，1609年世界上第一个股票交易所诞生于阿姆斯特丹，同时建立了全新的资本流转机制。只要愿意，东印度公司的股东们就可以通过交易所转让股票，将自己手中的股份变成现金。从历史溯源来看，股票的诞生，本质上是将公司的经营风险分割成分享财富的成本，并让投资者自愿承担其中风险。因此股票价值的核心或者诞生的初衷是通过上市公司的业务发展进行持续的价值创造，而非单纯是证券的投机或者套现。

股票有两个英文单词：Equity和Stocks，正好对应着中文的“股”和“票”。前者强调股票的所有权属性，拥有上市公司的股票意味着拥有公司的权益；而后者注重股票的交易属性，股票作为有价证券，具有转让和交易的高流动性。本书中笔者根据股票的价值属性，从理论上首次对股票的价值进行解构。上市公司的股票同时包含四个层面的价值：分红价值、参与价值、清算价值和交易价值。“股”对应分红价值和参与价值，“票”对应清算价值和交易价值。前者属于价值

创造，而后者属于价值实现。

我国的A股投资者以散户为主，历来重“票”轻“股”，热衷在短期交易中谋取价差，而不重视上市公司的基本面（内在价值）和长期的资本回报。同时“运动式”监管和间歇性政策干预也一定程度上提高了市场参与各方预期的不确定性，从而制约了市场的价格发现，加大了市场的价格波动，形成长期以来A股市场“牛短熊长”的被动局面，限制了金融对于实业的支持作用和影响。令人欣慰的是，近期注册制的落地和A股国际化的增强，将优化投资者的结构，改变投资者的决策因子，投资者会被迫聪明起来，开始注重辨别上市公司的质量。这是筛选投资者的过程，机构投资者将取代散户，主导市场的定价权，筛选出真正优秀的企业，从而真正实现资源的市场化配置，最终推动宏观经济结构转型。

在成熟市场，股东利益最大化已是市场共识。证券市场首先是投资市场，其次才是融资市场。投资者用真金白银购买上市公司发行的证券（股票等），需要承受发行溢价、交易成本和价格波动等风险，只有通过分享上市公司的价值，获取资本收益，才能维持证券投资的驱动力和入市资金的可持续性，从而为上市公司提供稳定的融资渠道和资金来源。对上市公司管理层的考核和评价也从传统的关注公司的会计绩效（Accounting Performance）诸如营业收入、净利润和净资产收益率（ROE）等转向公司的市场绩效（Market Performance）即市值。从长期来看，随着市场有效性的不断增强，上市公司的市值越来越向其基本面（内在价值）回归，股东利益（市值）最大化的诉求最终通过公司的价值创造来实现。

公司的价值由何决定，传统金融学和行为金融学都有相关理论解释。传统金融学解释价格的长期走向，而行为金融学解释价格的短期

波动。笔者在西方财务估值经典理论和索罗斯的反身性理论¹的基础上，进一步完善和发展了价值与价格之间的关系；同时结合自身20多年证券市场投行和投资的实践，从公司价值的类型、价值与价格的互动、内在价值的决定等方面重新梳理了公司价值的理论与实证，特别是原创性地提炼出有关价值创造的模块，并收集了相关的国内外上市公司的案例佐证，为我国证券市场价值创造的参与各方提供理论和实践参考。

要使公司内在价值最大化，就应该努力提高上市公司的盈利能力，减少运营和资本支出，同时降低投资者对上市公司的风险预期。根据笔者的研究，与公司价值密切相关的变量包括：公司战略、商业模式、内生增长、外延并购、品牌管理、法人治理、股本结构、资本结构和投资者关系管理等。这些变量无论从理论还是实证都充分显示与公司内在价值的相关性，并最终反映在股价上。为增加本书的阅读效果，笔者提供国内外上市公司的相关案例，便于读者更好地理解 and 体会。

我们常常把公司的内部治理希望寄托于董事会，寄托于独立董事。名义上董事会肩负着监督管理层的法定使命，然而现实中监督几乎是董事会无法完成的使命，这不仅是董事会的运作机制所致，更是人性使然。耶鲁大学的乔纳森·马塞（Jonathan Macey）教授早在十多年前回顾安然和世通丑闻时，就曾断言董事会不可能成为监督经理人的机构，最近崩溃的WeWork公司的故事更是典型的例证。在内部治理无法保障公司价值创造的背景下，以敌意收购、积极股东和卖空交易为三大法宝的疾风骤雨式的外部治理便应运而生，它们利用市场

1 索罗斯的核心投资理论，主要观点是：投资者根据掌握的资讯和对市场的了解，来预期市场走势并据此行动，而其行动事实上也反过来影响、改变了市场原来可能出现的走势，两者不断地相互影响。

优胜劣汰的竞争法则，扫除法人治理道路上的人为障碍，积极推动上市公司的价值创造。

积极股东持有上市公司一定数量的股份，在不影响上市公司控制权的前提下，通过各种形式积极参与和影响公司的经营决策和公司治理，从而降低公司的代理成本，增加公司盈利能力，同时降低投资者的风险预期，促进公司内在价值的提升，并最终体现在公司股价上，增加公司市值。公司股价上涨吸引更多个人和机构投资者加入，形成正向反馈。而高股价又降低并购成本，提高公司的每股盈利，进一步推升公司内在价值，形成上市公司与证券市场的良性互动和公司利益相关者共赢的格局。积极股东通过“用手投票”（行使表决权）而非“用脚投票”（二级市场增持或抛售股票），在推动上市公司价值创造的过程中也会得到丰厚的资本回报。

积极股东作为上市公司价值创造的重要参与主体，在西方证券市场已有近百年的实践。从股东积极主义的鼻祖格雷厄姆（Graham），到如今的“华尔街之狼”卡尔·伊坎（Carl Icahn），美国的股东积极主义运动催生了一代又一代的风云人物，他们利用各种金融创新（如垃圾债券、卖空策略）和干预策略（征集投票权、熊抱函），积极参与上市公司的经营决策，有力推动了上市公司的法人治理，有效提升了美国上市公司的基本面，为美国证券市场的繁荣和发展，乃至美国经济实力的增强，做出了巨大的贡献。中国也已经开始股东积极主义的相关研究和实践，像高瓴资本等机构已经脱颖而出，为本土市场树立了成功的典范。

本书共分九章。虽然每章有逻辑的递进，但读者可以根据自己的金融专业程度或兴趣点直接选择相关章节进行阅读。

第一章是关于公司价值的讨论，主要论述公司价值的定义，公司价值的区别与联系，公司内在价值的决定。

第二章是本书的理论框架，重点研究上市公司的价值创造模块，探讨公司战略、商业模式、内生增长、外延并购、资本结构、股本结构、公司治理、品牌管理以及投资者关系管理等方面对公司内在价值和市场价值的影响。

第三章介绍股东积极主义的起源与演进，包括股东积极主义的定义，股东积极主义的起源，积极股东的行为类型，以及股东积极主义的有效性，主要是西方相关学术文献的综述。

第四章概述股东积极主义的本土化研究成果，包括实证研究的设计、样本的描述性统计、样本的数量统计与分析，以及积极股东创造公司价值的内在逻辑。

第五章描述没有积极股东的世界，例证缺乏股东制衡的法人治理对公司价值的损害和对股东利益的伤害，包括隧道效应、会计舞弊和法人治理问题。

第六章介绍股东积极主义的域外经验和中国实践，包括股东投票、股东提案、私下协商和公开声明。

第七章列举积极股东的风云人物，如股东积极主义的鼻祖本杰明·格雷厄姆，善意的积极股东典型沃伦·巴菲特（Warren Buffett），激进的积极股东卡尔·伊坎，从发现价值到创造价值的3G资本创始人雷曼（Jorge Lemann），以及主动价值投资成功者高瓴资本的创始人张磊。

第八章介绍积极股东常用的金融创新工具，包括可转换优先股和可转债，熊抱函和投票权，垃圾债券，卖空策略等。

第九章主要介绍国内证券市场几个比较有名的股东积极主义实操案例，包括宝万之争，国农科技、秀强股份和闻泰科技等。

随着全球经济增长势头的放缓，资本市场的资源配置和利益分配也从过往的增量博弈转向目前的存量博弈，上市公司的股东更注重内

生驱动的价值创造，因此更加重视根据市场业绩这一衡量标准来对管理层进行考核和激励。例如，星巴克董事会对其CEO凯文·约翰逊（Kevin Johnson），特斯拉特别股东大会对其CEO埃隆·马斯克（Elon Musk）的薪酬方案都是与公司的市值表现直接挂钩。

无论是股东还是证券市场其他参与主体，甚至包括上市公司的利益相关者，上市公司的价值创造都将是未来理论界和实务界重点研究的主题，因为它决定上市公司的可持续发展和内在价值的持续提升，决定证券市场的兴衰，影响国家宏观经济发展甚至整个国家的命运起伏。如果没有上市公司持续的价值创造，股票市场本质上就是零和博弈，再加上税收和交易成本，就成了没有赢家的负和博弈。作为公众公司，价值创造绝非控股股东的垄断权利和义务，积极股东作为公司价值创造的新生力量，应该得到政府和社会的支持和鼓励，促使其在法治的框架内不断规范和发展。

10年前笔者把市值管理的理论和实证研究引进中国，10年后又把积极股东策略介绍给大家。市值管理曾被误解为市价操纵，积极股东也一度被曲解，原因在于对价值创造理念的理解的缺乏。市值管理的核心是价值创造，而积极股东策略则是从“价值发现”到“价值创造”的关键，是价值投资皇冠上的明珠。希望本书对价值创造的研究能拓宽大家对价值投资理论的研究视野，坚定价值投资的信念。

如《金刚经》结尾的偈颂所言，“一切有为法，如梦幻泡影，如露亦如电，应作如是观”。在历史的长河中，财色身名，短如朝露，唯纸墨之寿，永于金石。股东积极主义在中国是新鲜事物，价值创造的理念尚需时日方能深入人心。荷道以躬，舆之以言。此书只是管中窥豹，权当抛砖引玉。

阅读说明

如果你是初涉金融市场的新手，或者是正在学习证券投资的小白，请记住：这不是一本市面上流行的炒股秘籍，也不是高校普遍使用的公司估值教科书。但它可以颠覆你对股票及其价值的传统认知，特别是股票的价值构成、公司价值的区别与联系、内在价值的决定变量。你可以耐心去学习相关的知识模块从而理解本书为你搭建的新理论框架。掌握了本书宏观的理论框架和微观的专业模块，再经过几年的实践，相信你可以区别于市场上的大多数人，慢慢就有自己的护城河。

如果你是老股民，或者是基金经理，本书为你展示的是一种新的投资视角和选股方法。虽然国内目前还没有类似西方成熟市场的积极对冲基金（Activist Hedge Funds），但股东积极主义已经开始活跃在A股的投资舞台。从本书中了解积极股东的策略和超额收益来源，无论你是采取“搭便车”（Free Ride）的被动跟随策略，还是学习高瓴资本的主动积极投资，相信你肯定能获得证券市场的超额回报。

如果你是资深的证券分析师或研究人员，本书不是讲授具体量化的证券估值方法，但可以帮助你在估值模型参数设定过程中综合考虑更多的影响因素，同时在定量的预测基础上增加可能导致公司价值创造或价值毁灭的模块，并且兼顾市场价格长期和短期的影响因素，这

样你的预测就能更加贴近市场的脉动。

如果你是战略投资者或积极股东，本书可以作为你的工具参考书。你可以了解股东积极主义创造公司价值的内在逻辑和运作机理，根据不同上市公司的特点和自身的资源及能力圈积极参与上市公司的价值创造，当然和气生财一直是我们倡导的主基调，恶意策略和做空工具谨慎使用。

如果你在政府监管部门或者投资银行等机构工作或在律师、会计师及财务顾问等岗位担当市场看门人的角色，那么这本书的价值创造理念相比较于具体方法对你更加重要。因为无论是监管部门提出的“保护中小投资者的利益是工作的重中之重”，还是中介机构倡导的“为客户创造价值”的服务理念，上市公司的价值创造才是监管理念或者中介服务目标是否实现的衡量标准。监管的重心不在投资者，而在上市公司。中介服务的目标不是上市公司融资规模，而是公司价值的提升和市值的增长。

本书关于股东积极主义的研究建立在中国样本的基础上，虽然在国内学术界尚属首创，但由于股东积极主义在中国刚刚起步，积极股东和目标公司的样本数量有限，研究结论尚待未来市场的检验。至于研究方法本书借鉴西方成熟的模式，也得益于两位杰出博导的支持，可以为后续本土化学术研究起到抛砖引玉的作用。

笔者最希望中国的上市公司董事长、总裁、财务总监和董事会秘书等相关人员能阅读本书，因为他们是上市公司价值创造的主角。本书不但从理论上论证价值创造的机理，而且列举大量境内外上市公司的实践案例，就是希望你们能管中窥豹、活学活用，持续为投资者创造上市公司的价值。上市公司代表中国经济的主力军，上市公司搞好了，股市也活了，我们国家才能真正强大起来。

巴菲特不止一次在股东大会上提到，“史上最棒的投资，就是投

资自己”。本书的内容难言完美，却可以为你打开一扇新的窗口，为此，诚挚地邀请您继续阅读本书，一起去探索上市公司价值创造的美妙世界……

目 录

自 序 /001

阅读说明 /001

一 关于公司价值的讨论 /001

第一节 公司价值的定义 /003

第二节 公司价值的区别与联系 /006

第三节 公司内在价值的决定因素 /017

二 上市公司的价值创造 /045

第一节 产品市场与资本市场 /047

第二节 公司战略 /056

第三节 商业模式 /068

第四节 内生增长 /078

第五节 外延并购 /092

第六节 资本结构 /106

第七节 股本结构 /119

第八节 公司治理 /136

第九节 品牌管理 /147

第十节 投资者关系管理 /158

| | | |
|-----|--------------|------|
| 三 | 股东积极主义的起源与演进 | /171 |
| 第一节 | 股东积极主义的定义 | /173 |
| 第二节 | 股东积极主义的起源 | /176 |
| 第三节 | 积极股东的行为类型 | /184 |
| 第四节 | 股东积极主义的有效性 | /187 |
| 四 | 积极股东：中国的样本 | /193 |
| 第一节 | 实证研究的设计 | /195 |
| 第二节 | 样本的描述性统计 | /199 |
| 第三节 | 样本的数量统计 | /206 |
| 第四节 | 积极股东如何创造公司价值 | /219 |
| 五 | 没有积极股东的世界 | /223 |
| 第一节 | 隧道效应 | /225 |
| 第二节 | 会计舞弊 | /237 |
| 第三节 | 法人治理 | /245 |
| 六 | 域外经验与中国实践 | /255 |
| 第一节 | 股东投票 | /257 |
| 第二节 | 股东提案 | /267 |
| 第三节 | 私下协商与公开声明 | /273 |

七 积极股东风云人物 /279

第一节 股东积极主义的鼻祖：本杰明·格雷厄姆 /281

第二节 善意的积极股东：沃伦·巴菲特 /284

第三节 激进的积极股东：卡尔·伊坎 /288

第四节 雷曼：从发现价值到创造价值 /293

第五节 张磊：主动价值投资 /297

八 积极股东的金融工具 /303

第一节 可转换优先股和可转债 /305

第二节 熊抱函和投票权 /308

第三节 垃圾债券 /311

第四节 卖空策略 /315

九 实操案例 /325

第一节 宝万之争 /327

第二节 国农科技 /342

第三节 秀强股份 /348

第四节 闻泰科技 /354

参考文献 /361

后 记 /365