

资本之道系列丛书

# 市值管理与资本实践

Market Value Management and Capital Practice

马永斌 著

清华大学出版社  
北京

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](mailto:c-service@tup.tsinghua.edu.cn)

质 量 反 馈：010-62772015, [zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn](mailto: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 2 月第 1 版 印 次：2018 年 2 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、内在价值和市场价值 / 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。Amee 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<sup>①</sup>就提出要做好“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。<sup>②</sup>

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。

2008年，股权分置改革完成，我国资本市场进入全流通时代。但A股却从年初的5 272点降至年终的1 820点，从牛市进入熊市，A股市值从32万亿元降至12万亿元，市值缩水高达63%。<sup>①</sup>面对大起大落的资本市场，如何有效地使得股价反映价值的真实变化，如何通过市值管理向投资者和资本市场传递有效的信息，就成了上市公司及其大股东必须面对的问题。

于是，上市公司及其大股东的市值管理需求就被激发出来，大股东增持股份、回购股份、定向增发、股权激励、并购重组等各种市值管理的配套工具被应用得越来越广泛。

2013年，“市值管理”首次被写入资本市场顶层文件，在国务院发布的《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》中指出，要引导上市公司承诺当公司股价低于每股净资产、市盈率低于同行业平均水平时要回购公司股份。2014年初，由于历经多年熊市，大蓝筹国有控股上市公司的股价纷纷跌破每股净资产，如农业银行、中国国航、首钢股份、中国铁建等，其股价明显被低估。证监会呼吁上市公司重视市值管理，希望对自家公司有信心并且有能力的上市公司，通过回购股份来维护公司市值。

在这样的背景下，2014年5月9日，国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（简称为“新国九条”），明确提出要“鼓励上市公司建立市值管理制度”和“健全市场稳定机制”。在监管层的倡导下，市值管理一词成了近几年资本市场最热的财经词汇，成为一种彰显资本水平的标签，上市公司的创始人、联合创始人，以及高管在公开场合言必提市值管理。而且市值管理实践也迎来了爆发性增长的一年，上市公司基本上所有的资本运作手段，如并购重组、定向增发，大宗增减持等都被冠以目的是“市值管理”。

综上，市值管理的核心其实就是价值管理。但是，由于中国资本市场有

---

<sup>①</sup> 毛勇春·中国资本市场市值管理三个发展阶段·上海证券报·中国证券网（上海），2015-11-21.

效性的问题，就出现了“淮南为橘，淮北为枳”的现象，在美国资本市场的“价值管理”在中国成了“市值管理”。也许有一天，当中国资本市场成为像美国一样的半强势有效市场之后，A股上市公司的目的也就成了追求股东价值最大化了。

从市值管理的概念和演变来看，分为宏观的市值管理和微观的市值管理。宏观的市值管理，主体是证监会等国家行政部门，它们通过利率政策、汇率政策、监管政策等来实现对股市波动的影响和对股市宏观的调控。微观的市值管理，主体是上市公司及其大股东，通过管理的、金融的各种方法首先实现公司价值最大化，然后使得公司市值真实反映公司价值变化。

本书只从微观视角探讨市值管理。因此，我们认为市值管理是企业在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。

### 1.2 账面价值、内在价值和市场价值

价值管理管什么呢？从投资学的角度看，企业价值可分为账面价值、内在价值和市场价值。巴菲特的投资哲学中有三条基本原则：第一，时刻牢记一个企业的账面价值、内在价值和市场价值之间是有差别的；第二，投资的基础是内在价值；第三，作为一个所有者去投资。<sup>①</sup>因此市值管理的第一步是要

---

<sup>①</sup> 谢风华. 市值管理 [M]. 北京: 清华大学出版社, 2008: 5.

弄清楚账面价值、内在价值和市场价值之间的区别与联系。

账面价值通常所指的就是企业的净资产，决定企业账面价值的基本变量是过去的账面资产价值和现在的账面盈余。对于固定资产来讲，其计算公式为：账面价值 = 固定资产的原价 - 计提的减值准备 - 计提的累计折旧；对于股份公司来讲，账面价值指的就是每股净资产。做实业追求的就是账面价值最大化，企业创始人追求利润的绝对值和净资产，越大越好。追求账面价值最大化是一种典型的产品思维，账面价值代表的是过去，账面价值越大，代表着过去越成功，但是并不代表未来还能成功。资本喜欢的不是当期，而是预期。因此，许多账面价值很好的企业在资本市场上找不到融资，或者估值比较低。那对于企业创始人来讲，应该怎么办呢？

想要产融结合的企业创始人在关注账面价值的前提下，还必须重视企业的内在价值。内在价值也叫作非使用价值（non use value, NUV），指的是一家企业在其余下的存续时间内可以产生的现金流量的折现值。内在价值对于资本市场是一个非常重要的概念，企业未来获取现金的能力是公司估值的基础，是评估投资和判断企业吸引力的唯一符合逻辑的手段。决定企业内在价值的基本变量不再是过去的账面资产价值、已经获得的市场份额和已创造的账面盈余，而是与适度风险相匹配的企业未来获取自由现金流量的规模和速度。

但是，与账面价值不同的是，内在价值是估计值，而不是精确值。内在价值无法精确的测算和观察，只能估计。而估计值的准确与否取决于很多因素，比如未来利率变化、对未来现金流的预测修正（贴现率的选取）、对行业形势和经济周期的预判等。

市场价值指的是企业整体出售可能取得的价格，也就是所谓的市值，对于股份公司来讲等于该公司发行在外的股份总数乘以股票价格的乘积，实质上就是资本市场对企业内在价值的认可程度。

在一个强势有效的资本市场上，由于所有的资产在任何时候的价格都反

映了公开可得的信息，那么内在价值与市场价值应当是相等。但是，强势有效资本市场只存在理论之中，实际生活中的资本市场并不可能是完全有效的，因此，企业的内在价值与市场价值会不相等。对于企业家来讲，市值管理就是要使内在价值尽可能地等于或大于市场价值。

综上，这三种价值是有所区别的，但是，又是有联系的。从投资的角度来看，投资者是根据企业的内在价值给出市场价值的，但是，这并不代表账面价值就没有用了。账面价值是公司历史投入形成的积累，它代表着公司过去和现在的成功，是内在价值估值的基础。对于传统行业，尤其是资本密集而且有效资产占比较大的企业，账面价值是估算内在价值的重要基础，甚至可以根据市净率（P/B，股价/每股净资产）来直接测算企业的市场价值。<sup>①</sup>

但是，对于其他大多数企业来讲，尤其是互联网、TMT、高新技术、现代服务等有形资产占比小、轻资产的企业，根据账面价值对企业估值是不合适的。对于这些行业的企业来讲，更加看重未来的成长性。因此，账面价值在这些企业中，只是表明昨天和今天的成功而已，明天的价值是更重要的。所以除了参照账面价值之外，还要根据商业模式、盈利模式估算这些公司的内在价值，并用清算价值法、持续经营法或市场法（市盈率估值）来确认公司的市场价值。

对于所有的投资者来讲，无论是一级市场还是二级市场，都是在猎寻市场价值小于内在价值，即被低估的企业，遇到这样的企业，将大量买进公司的股份或股票。当公司市场价值高于内在价值时，将毫不犹豫地卖出。这就是价值投资的基本逻辑，在这里账面价值意义不大。

从作为融资者的企业创始人角度来看，当然希望市场价值高于内在价值，

---

<sup>①</sup> 市净率指的是每股股价与每股净资产的比率。市净率衡量的是投资者愿意以多少倍净资产的价格来购买净资产。市净率越高，表明投资者认为公司资产潜在的价值越大，升值空间大，愿意出更高的溢价来购买净资产。

这就需要从市场管理的角度提升公司的市场溢价，也就是通过商业模式创新、公司治理优化、投资者关系管理等各个方面全面提升公司股票的溢价能力，使得投资者愿意为良好的市值管理支付溢价。

股东价值以净资产、净利润和市值三种形态来表现，净资产大、净利润多，并不代表公司市值大，股东投资回报率不一定大。比如拿腾讯和工商银行相比，作为互联网企业的腾讯 2013—2016 年四年的净利润是 155.6 亿元、238.9 亿元、291.1 亿元和 414.4 亿元，净资产分别是 579.5 亿元、800.1 亿元、1 200.4 亿元和 1 746.2 亿元；远远小于工商银行 2013—2016 年三年的净利润 2 615 亿元、2 744 亿元、2 745 亿元和 2 791 亿元，净资产 1.28 万亿元、1.54 万亿元、1.80 万亿元和 1.98 万亿元；但是前三年的市值却差不多，腾讯三年的市值是 8 033.7 亿元、9 158.7 亿元和 12 415.1 亿元，工商银行三年的市值是 10 086.3 亿元、15 610.5 亿元和 15 503.7 亿元。<sup>①</sup>而到了 2016 年，腾讯的市值首次超过了工商银行，9 月腾讯的市值突破 2 万亿港元，折合人民币 1.75 万亿元人民币，工商银行的市值是 1.59 万亿元人民币。

京东 2013 年 IPO 时，收入 693 亿元人民币，亏损 0.49 亿元人民币，市值是 280.8 亿美元；2014 年收入 1 150 亿元人民币，亏损 49.9 亿元人民币，市值是 323.3 亿美元；2015 年收入 1 813 亿元人民币，亏损 9 亿元人民币，市值是 450.8 亿美元；2016 年收入 2 602 亿元人民币，净利润 10 亿元人民币，市值是 361 亿美元。2017 年一季度收入 762 亿元人民币，经营利润为 8.431 亿元人民币，6 月 10 日的市值是 553.58 亿美元。

以上对比，揭示了这样一个现象：净资产值高和净利润大，带来的股东财富价值不一定大，市值才是对股东投资回报价值最大的指标。这就给企业家提出了一个挑战，以前做实业的时候只需要面对产品市场，追求把产品质量

---

<sup>①</sup> 单位为人民币。

做得最好、成本做得最低、利润做到最大，但这只是解决了账面价值的问题。当面临资本市场的时候，企业创始人还应当学会把企业当成产品进行交易，追求企业内在价值最大化，并追求尽可能高的市场溢价。

### 1.3 价值创造、价值实现和价值经营

从产融结合和价值管理的角度来看，市值管理可以分为价值创造、价值实现和价值经营三个阶段。这三个阶段没有主次之分，都非常重要，其中“价值创造是基础，价值实现是目的，价值经营是手段”<sup>①</sup>，终极目标是实现股东价值和公司价值最大化。

把市值管理分为价值创造、价值实现和价值经营，只是从三个维度去诠释市值管理，并不是生硬地将其分为三个先后阶段。许多方法和工具在这三个阶段中是有交叉的，比如优化公司治理结构和股权激励等既是价值创造的内容，同时又属于价值实现的内容。

在市值管理三个阶段中，从不同视角看，其重要性是不一样的。商业模式专家和估值专家认为企业内部价值创造是最重要的；公司治理专家和投资者关系管理专家会认为外部资本市场的价值实现应该占更大的权重，因为市场价值准确地反映内在价值是很重要的；并购重组专家和投融资专家会认为价值经营更重要，因为资本杠杆会放大企业的市场价值。

市值管理的三个阶段是一个有机统一体，是进行产融结合，贯通产品市场和资本市场重要的工具和方法。其基本逻辑是：首先通过商业模式创新、优化公司治理结构等价值创造手段使得企业内在价值最大化；然后通过投资者

---

<sup>①</sup> 刘国芳. 市值管理：股市新生态内核 [J]. 新理财, 2015 (1): 39-40.

关系管理、媒体关系管理等价值实现方法将内在价值进行清晰地描述并传递给资本市场；当内在价值被资本市场低估或高估时，通过并购重组、再融资、大宗增减持和套期保值等价值经营工具使得市场价值与内在价值相匹配。

### 1.4 市值管理的主要影响因素

公司市值有两个公式，一个是市值 = 股价 × 股本。这是从价值管理角度出发，认为市值管理就是管好股价、股本和股东，是一种战略管理行为。这种认识更贴近上市公司，因此，也是二级市场上很多市值管理策略设计的出发点。另一个公式是，市值 = 税后净利润 × 市盈率。这是从估值理论出发，认为市值管理是资本市场对公司内在价值认可程度的“溢价管理”，这种认识比较贴近风险投资和股权私募市场。

从财务管理的角度，最能科学合理衡量公司资本价值变化的财务指标是市场增加值和经济增加值。因此，我们认为股价、股本、净利润、市盈率和市场增加值、经济增加值是影响公司市值的一级变量。虽然在一级变量之下还可以继续分为二级变量和三级变量，但是，这六个一级变量对市值的影响是最重要的。

#### 1.4.1 股价管理

由于市值 = 股价 × 股本，所以在股本数不变的情况下，市值的大小取决于股价高低。如果对市值管理的认知，简单地理解为对股价和股本两个变量的把控，上市公司的实际控制人和上市公司就容易陷入邪道：无限拉高股价。股价高低的确是影响市值大小的关键因素，但股价管理绝对不是操纵股价。

股价只是公司内在价值的一个市场反应而已，受股票市场走势和投资者情绪影响比较大，而且这些都是上市公司无法左右的。

股价管理合理合规的逻辑应该是，首先通过价值创造的方法和手段创造企业的内在价值；然后通过价值实现的方法和手段使得资本市场认可企业的内在价值；再通过价值经营的手段提升资本市场给予企业的“溢价”。

### 1.4.2 股本管理

在 A 股市场上，上市公司披露高送转必然引起上市公司的股价上涨，这表明市场对于“股本扩张 = 价值增长”是认同的。这种认识不全对，但是有一定道理。相对于股价来说，股本是相对静止的，有些上市公司的股本几年都没有变化，这也是不利于市值管理的。股本管理是一种典型的资本思维，主要包含股本结构优化和股本总量扩张两个方面。

中国上市公司的实际控制人基于控制权的考虑，总是尽可能多地持有股份，形成一股独大的股本结构，这种股权结构是不利于市值管理的，而且总是通过持有上市公司 50% 以上的股份来获得控制权的持股成本是很高的。具体来说，优化股权结构的措施有：

- 保持相对控股地位，盘活存量股权。公司上市后，实际控制人就没有必要保持一股独大的控股地位。一般来说，保留 34% 以上的相对第一大股东的地位，再通过公司章程和董事会议事规则的设计，就可以牢牢控制上市公司，就可以把多余的股份释放到二级市场。这样，既可以充分体现公司的内在价值，又可以增强二级市场的流动性。
- 引入资本市场“打喷嚏的股东”。上市公司在 IPO 前引入的战略投资者，以及上市后定增的股东，不是有钱就可以的，还得看能否给公

司带来额外的资源，促使公司价值提升。要尽量寻找“打喷嚏的股东”<sup>①</sup>，因为和“谁”在一起治理公司，对公司的效益影响更加显著。

- 实施股权激励和员工持股计划，实现股权结构均衡。

由于股本过小会造成资本市场流动性不足，从而使得股票活跃度不够，上市公司市值管理的很多举措难以进行，融资变得困难，反而是便利了违规的股价操纵。因此，在公司业绩支撑的条件下，尽可能地做大股本。

- 在公司利润支撑下，上市公司的分配方案中尽量用利润送股或者用资本公积金转增股本。这是最主要的股本扩张方式。
- 在并购交易方案设计中，尽量通过配股、定增和发行股份购买资产的手段，而少用存量现金购买。

### 1.4.3 市盈率管理

市盈率 = 普通股每股股价 / 上一年的每股盈余。市盈率是目前最常用的一种评估股价水平与企业盈利能力是否匹配的指标，通常被用作比较不同价格的股票是否被高估或者低估。

由于公司市值 = 市盈率 × 净利润，所以资本市场上有一种观点认为市值管理就是市盈率管理，尽可能提升公司市盈率就是比较好的市值管理。市盈率代表资本市场对公司股价的认可，这种观点有一定道理。但是影响市盈率的因素很多，所以市盈率也不是越高越好，关键是特定时点与市场和公司的协同程度。协同程度高，就表明市盈率比较健康。

判断市盈率是否健康可以用以下两个公式判断，即合理市盈率和中枢内在市盈率。

---

<sup>①</sup> “打喷嚏的股东”，借用了营销学的概念。原意指意见领袖打个喷嚏，其他人都会被传染。“打喷嚏的股东”意指在资本市场上有影响力的投资者，如巴菲特。

合理市盈率 = ( 70% × 行业市盈率平均值 + 30% × 不同市值规模对应的市盈率平均值 ) × 修正系数，修正系数指的是当年的预期增长率，由于市盈率往往使用的是上一年的数据，因此需要对增长略进行修正。<sup>①</sup>

中枢内在市盈率 = 合理市盈率额 × 市场系数，市场系数 = 所在市场长期加权平均市盈率平均值 / 目前时点加权平均市盈率。<sup>②</sup>

中枢内在市盈率用于判断公司股价的长期内在价值与市场价值的匹配度，如果公司市盈率高于中枢内在市盈率，就认为公司股价高于内在价值。当公司市盈率高于中枢内在市盈率 20% 以上，则认为公司股价被明显高估了。这时可以通过公开增发新股、并购，大宗减持等手段使市盈率下降到中枢内在市盈率的水平上。

同样，如果公司市盈率低于中枢内在市盈率，就认为公司股价低于内在价值，公司股价被低估了。当公司市盈率低于中枢内在市盈率 20% 以上，这时建议用大宗增持、回购股票、定向增发等手段使得市盈率上升到中枢内在市盈率的水平上。

### 1.4.4 净利润管理

在传统的财务数据中，最重要的就是净利润和净利润增长率，净利润代表着当期的内在价值，净利润增长率代表着公司的成长性。净利润水平和净利润增长率高于行业平均水平的，资本市场给予的市盈率也会高于市场平均水平，最终的市值将会高于行业平均水平。

净利润管理的核心就是提高公司净利润水平和净利润增长率，尤其是净利

---

① 毛勇春. 市值管理新论——从定性到定量 [M]. 上海: 同济大学出版社, 2015: 30.

② 毛勇春. 市值管理新论——从定性到定量 [M]. 上海: 同济大学出版社, 2015: 30.

润增长率。因为资本喜欢的是预期，净利润增长率代表着公司的成长性，代表着未来可能为股东创造的价值。可以通过两个办法来提升净利润和净利润增长率，一是内生式增长，主要是通过商业模式创新来实现；二是外延式增长，通过并购重组来实现。这两种方法不是割裂的，而应该是相互配合，共同起作用。

### 1.4.5 经济增加值

经济增加值（EVA）= 税后净营业利润 - 资本成本，也叫作经济附加值。资本成本 = （债务资本成本 + 股本资本的成本）= 资本总额 × 加权平均资本成本。这种指标考虑到了资本的使用也是有成本的，能够把资本的真实增值部分计算出来，是衡量业绩最准确的尺子，能够显著减少经营和财务风险，使投资者更好地衡量收益的数量和持续性，使资本得到最有效的利用。

EVA 对企业的估值定义为当期经营价值（COV）和未来成长价值（FGV）之和，也就是

$$\text{COV} = \text{资本投入} + \text{当期 EVA 的资本化价值}$$

FGV = 从现有资产或新增投资获得的预期 EVA 增长的资本化价值（包含了资本品牌溢价）

市值（MV）= COV + FGV = 资本投入 + 当期 EVA 的资本化价值 + EVA 增长值 + 资本品牌溢价（资本化的预期）。

从这个公式可以看出，资本为什么不喜欢当期，而喜欢预期了。因为当期的 COV 只是反映了市值的基础，而决定市值大小的是 FGV，因为资本投入之后，要在未来几年增值，今天的 COV 带不来实际的增值。

由于 EVA 使公司决策与股东财富一致，一经提出，就被专业投资者所青睐，成为衡量公司为股东创造真实利润的最好方法。因此，为了实现股东财富最大化，就需要尽可能地提高公司的 EVA，方法有：

- 商业模式创新，提高公司盈利能力；
- 多股权投资，投资回报率高的项目，提高资本效率；
- 当一些项目的资本成本节约可以超过税后净营业利润的减少时，就需要撤出资本；
- 优化资本结构，实现资本成本最小化。制订高效的融资计划，同时考虑控制权和资本使用效率两个因素的前提下，合理安排股权融资和债权融资的比例、时间顺序等。

### 1.4.6 市场增加值

市场增加值（MVA）公司股票市值与累计资本投入之间的差额，是企业变现价值与原投入资本之间的差额，直接表明了公司累计为股东创造了多少财富价值，反映了资本市场对企业未来盈利能力的预期。

MVA 和 EVA 是关联的，市场增加值是未来经济增加值的折现。EVA 评价的是公司在过去是否获得成功，EVA 是从价值投资的角度分析企业在过去一段时间内创造的价值；市场增加值通过经济增加值来预测企业未来为股东创造价值的的能力，是公司通过资本市场为股东创造或损坏了多少财富的直接反映，体现的是资本市场对公司未来获取经济增加值的预期。

在有效性比较好的资本市场，市场价值越能反映内在价值，MVA 就越能反映公司现在和未来获取 EVA 的能力，因此，MVA 越来越多地用于衡量市值管理的成效。

## 1.5 市值最大化的意义

市值管理的最终目的是使公司的市场价值能够反映内在价值，尽可能地获得市场溢价。通俗地理解，就是在合法合规的前提下，尽可能地最大化公司市值，这对于上市公司及其大股东来说有什么意义呢？

在资本市场上，我们经常看到在相同行业中，差不多的股本、盈利情况，但是市值规模相差 1 倍、2 倍乃至 10 倍的都有，为什么市值差距会如此大？为什么有的上市公司想要做个再融资、定向增发困难重重，但是别的上市公司却轻而易举做了很多次定增、发债、债转股？为什么有的上市公司经常用股权激励、员工持股计划、增持、回购、减持套现等方式加速股东和管理层的财富增长，但有的上市公司却做不到呢？

答案就在于上市公司有没有做市值管理，以及市值管理的水平，这其实就是市值管理的意义所在。具体来说，上市公司在合法合规的前提下，最大化市值的意义有以下几点。

### 1.5.1 市值的大小是衡量上市公司实力的标杆

市值的大小反映了企业所有的信息：盈利能力、成长潜力、行业地位、管理水平、团队素质能力和品牌形象等。<sup>①</sup>《福布斯》每年对世界 500 强排名主要考虑销售额、净利润、总资产和市值四个因素，其中市值的权重较大。《商业周刊》在“全球 1000 大公司”排名时，更是直接将市值作为唯一依据。

---

<sup>①</sup> 施光耀，刘国芳. 市值管理论 [M]. 北京：北京大学出版社，2008：10.

### 1.5.2 市值大小决定着上市公司的融资成本

无论是债权融资还是股权融资，市值高的上市公司，其融资成本都是较低的。公司如果采用股权融资，基本方式就是配股或定向增发，这时高市值意味着高溢价，相同的股份在高市值的时候能够融到更多的资金，就能够以较低的股本扩张数量获得较多的资本金增量，从而降低公司的资本成本。比如一个相同行业的两家上市公司，股本、净利润、资产规模都差不多，但市值不一样，A公司的市值100亿元，B公司的市值50亿元。两家公司采用定向增发募集10亿元的资金，A公司只需增发10%的股份即可，而B公司就需要增发20%的股份。

如果采用债权融资，市值高的上市公司容易得到更高的资信评级，获得商业银行更大的授信规模，从而降低融资成本。

如果采用股权质押融资，相同数量的股份质押，市值高的公司融到的资金远远多于市值小的公司。

### 1.5.3 市值大小决定着上市公司并购与反并购的能力强弱

市值规模和估值水平决定着上市公司并购与反并购中的融资能力和收购成本。上市公司的并购越来越多的支付方式采用股份支付或定增募集并购资金，那么就意味着市值大的公司更容易以较小的成本去并购其他公司，上市公司就可以用少量的增量股份获得并购标的，产业整合的能力就强。

市值大的公司被别的公司兼并的可能性小，尤其是当公司遭遇恶意并购时，市值规模大，而且内在价值基本上都已经反映在股票价格上，这时恶意并购者想获得上市公司控制权必然将获得巨大的代价，有可能是得不偿失。被恶意并购者青睐的上市公司有两个特征，一是股权分散；二是股价被低估。万科遭遇宝能恶意并购一

个很重要的原因就是自 2008 年万科的股价一直被低估，股价长期低迷，反映不了其作为房地产行业“领头羊”的内在价值。因此，宝能、安邦等都纷纷抢筹万科，宝能更是当了万科的第一大股东。即使最终宝能抢不到控制权，由于举牌使得万科市场价值与其内在价值相匹配，股价回升，“炒股”也将赚不少钱。

### 1.5.4 市值是考核管理层绩效的一个标杆

既然市值管理是企业在资本市场上以解决实际问题为导向的一种逻辑和方法，以实现公司价值和股东价值最大化为目的，那么市值变化就是市值管理的成果，公司市值就必然成为管理层业绩考核中的重要指标。目前在上市公司的股权激励方案中，流行基于利润增长和市值增长双重指标的设计，而且市值指标的权重在逐渐加大。

### 1.5.5 市值大小决定着投资者财富的多少

股权资产如同个人存款、房地产资产一样，都是上市公司股东的重要资产，而且是越来越重要的资产。市值不再是纸上的数字，而是实际身价的代表。

## 1.6 市值管理认识的误区

市值管理由价值创造、价值实现和价值经营构成。在资本实践中，有两种认识上的误区：第一种是将市值管理等同于价值管理，认为只要做好内在价值创造就能更好地回报股东了；第二种是将市值管理等同于股价管理。

第一种认识误区带来的风险是，想为股东创造财富但实现不了。上市公司的实际控制人忽略了自己已经面对产品和资本两个市场，以为自己还只是面对产品市场，只要做好产品，提高盈利水平，就能为股东创造财富了。但实际上我们经常看到同行业中具有相同盈利水平的上市公司，市值会差几倍乃至于十几倍，为股东创造的财富也是有巨大的差距；我们也看到有些上市公司定向增发、再融资基本上是家常便饭，有些上市公司很熟练地利用增减持、回购、股权激励加速股东财富增长，但有的却什么都不会，除了IPO公开募集第一次资金之后，后续就再也没有资本运作的动作。

解决这种风险的唯一办法，是必须系统地理解和把握市值管理。对于走向资本市场的公司来讲，已经面对两个市场——产品市场和资本市场，如果说价值创造是产品市场的核心，那么对于资本市场来讲价值创造只是基础，还需要同时掌握价值实现和价值经营的各种方法与工具，才有可能使公司创造的内在价值得到资本市场的青睐，尽可能获得较高的市场溢价，从而整体提升公司价值。

### 【案例】千禾味业的市值为什么只有海天味业的零头不到？<sup>①</sup>

调味品的市场有多大？“民以食为天，食以味为先”。调味品是我们每个人身边最常见的东西，如食盐、酱油、食醋、腐乳、豆瓣酱、西红柿酱、蚝油、味精、鸡精、咖喱、花椒、芥末等。虽然每个家庭一年也用不了几袋盐、几瓶酱油或几瓶醋，但千万别看不起调味品的市场空间。根据中国调味品协会

---

① 资料来源：（1）雪球今日话题·千禾味业：中国的龟甲万·<http://mt.sohu.com/20160731/n461895923.shtml>；（2）文迪·千禾味业成长堪忧·<http://money.163.com/16/0822/17/BV3E2AF400253B0H.html>；（3）舒娅疆·千禾称看重业绩，暂不考虑市值管理·<http://money.163.com/16/0818/22/BUPLT9IN00253B0H.html>。

统计，调味品年总产量已超过 1 000 万吨，销售额超过 1 000 亿元。<sup>①</sup>这至少是一个千亿市场！

那么，从产品市场的思维来看，对于调味品行业来讲什么是决定竞争成败的呢？随着生活质量的提高，人们对食品安全越来越重视，而主打零添加的高端调味品应该是这个行业的一个趋势。

日本就有一家这样的企业，名字叫 kikkoman，中文名叫龟甲万。龟甲万的市值为 485 亿元人民币，收入为 216 亿元人民币。做酱油 300 年，号称全世界最好的酱油。龟甲万的酱油的原料只有大豆、小麦、食盐和食用酒精，不含任何的添加物。国内有这样的企业吗？2016 年 3 月初登 A 股市场的千禾味业（603027）主打的就是零添加的头道酱油，在国内市场，千禾味业的零添加的头道酱油占有率是第一。

千禾味业上市之初，很多分析师认为从千禾味业的基本面来看，具有有机酱油、消费升级的概念。再加上生产酿造环境好，公司又具备质量、品牌和技术优势，充满想象空间和牛股的光环。但是半年过去了，千禾味业的表现平平。其市值截至 2016 年 10 月 27 日只有 56.46 亿元人民币，而同行业中的龙头老大海天味业的市值是 852.33 亿元人民币。而海天的产品结构主要并不是零添加的高端产品，2013—2014 年海天的高中低档产品结构比例约为 2：6：2，至 2015 年才开始转型，逐步朝着 3：6：1 转型。

千禾味业的市值仅仅是海天味业的零头，原因是多方面的。比如销售渠道、生产规模等原因，但是对待市值管理的态度应该是一个主要原因。海天味业在 2014 年推出的股权激励计划，对公司内在价值和市场价值的增长都是正面的；而且海天的投资者关系也比较有特色，有固定调研和临时调研的预

---

<sup>①</sup> 财经啸侃：海天酱油的对手即千禾味业一年才卖 6 亿元，原地踏步三年，不足人家一个零头。2016-02-25. <http://j.news.163.com/docs/4/2016022508/BGLI5DG505198DU3.html>.

约。反观千禾味业，对市值管理的认识却是很不到位的。

《金融投资报》的记者在连线千禾味业的董秘办工作人员时，记者问：“市场上有人将千禾味业和海天味业来做比较，同样都是调味品领域上市公司，后者目前总市值已经超过800亿元，而千禾味业市值尚未突破100亿元，公司会否向它们看齐，比如做一些市值管理之类的工作？”

千禾味业董秘办的工作人员说：“作为企业，最重要的是把企业业绩做好、创造更大的利润，同时给投资者带来更丰厚的回报。这是我们认为最根本的事情。您说到的市值管理目前暂未考虑。”

记者又问：“我注意到千禾味业近期连续发布好几条购买理财产品的公告，感觉现在闲置资金似乎较多。公司是否有考虑将更多资金投入主营业务进行扩大再生产，以创造更大的收益和利润？”

工作人员回答：“公司肯定会做大主业。不过当资金有闲置时，也不能够浪费，要让其充分发挥作用带来更多收益。购买理财产品这些行为是短暂的，不是长期的，希望投资者能够理解。”

从以上的回答中可以看出，千禾味业虽然上市了，但是整个运作思路还是面对产品市场的思路，只强调价值创造其实很难实现价值最大化，对于上市公司来讲，产品市场和资本市场是可以相互促进的，价值创造、价值实现和价值经营是不可分割的整体。好不容易IPO募集到资金，却用去买银行理财，这样的资金使用方式如何能够为股东创造价值？

第二种认识误区带来的风险是，简单地将市值管理理解为管理好股价与股本，进而将市值管理引向操纵股价的方向。市值管理只是企业在资本市场上的一整套运作思路和方法，本身没有好坏之分，用之正则正，用之邪则邪。在目前法律监管不严、监管者自身并不清楚市值管理的边界、市场参与各方对市值管理认识不一的前提下，一些别有用心的上市公司实际控制人和投资机构就容易打着为股东创造价值的旗号，最终却演变为牟取利益的“伪市值管理”。

### 1.7 市值管理的双刃性

自 2014 年新“国九条”提出鼓励上市公司建立市值管理制度以来，不少上市公司纷纷通过跨界并购转型、拥抱“互联网+”、设立产业并购基金、推出股权激励和员工持股计划等市值管理手段以推动公司市值的快速增长。但是我们要清醒地意识到，这里面有真正在做市值管理，为股东创造价值的；但也有不少“挂羊头卖狗肉”，打着市值管理旗号从事涉嫌虚假披露、内幕交易、操纵市场为公司实际控制人牟利的行为。伪市值管理有如下五种。

第一，打着“市值管理”的旗号，一味追逐市场热门题材进行概念炒作，从而提升公司股价，达到在高位出货的目的。

这就出现了一种 A 股市场独有的“市值管理”，公司改名即可大幅提升股价。据统计，从 2015 年 1 月至 5 月，就有 71 家上市公司发布改名公告，而大部分公司在修改公司名称后，股票都收获了多个涨停。<sup>①</sup>比如 2015 年 5 月 10 日主营房地产的多伦股份晚间发布公告，给自己取了个奇葩的新名字“匹凸匹金融信息服务股份有限公司”，为 P2P 的谐音，意在舍弃旧有业务向当时火爆的互联网金融转型。改名后，匹凸匹连续收获两个一字涨停。5 月 13 日起被上交所问询，停牌至 5 月 28 日复牌，又连续收获 4 个一字涨停，至 6 月 8 日涨至 25.51。匹凸匹改名后股价从 5 月 7 日的收盘价 10.96 涨至 6 月 8 日的最高值 25.21，一个月内上涨了 230%。但是匹凸匹除了改了个名，宣布主营业务从房地产转向从事互联网金融，其他什么也没干。而且其经营基本陷入停滞，2015 年一季报显示，公司营收仅有“-85 元”，净利润为“-1 125 万元”。但是通过改名就可以使得股价如此神奇拉升，叹为观止！

2017 年 2 月 24 日，证监会认为多伦股份的实际控制人鲜言在多伦股份改

---

<sup>①</sup> 吕飞，陈冉，干胜道. 上市公司市值管理五大误区 [J]. 企业管理, 2016 (5): 36-38.

名过程中存在三个问题：一是私自改名，鲜言在未经董事会讨论决策的情况下启动上市公司名称变更程序；二是更改后名称和主营业务无关，名称变更误导投资者；三是未及时披露，鲜言作为匹凸匹实控人未及时向公司告知实控人变更协议未能生效的信息。结果就是鲜言操纵股价牟利，证监会决定拟对鲜言操纵多伦股份（匹凸匹）股价行为罚没34.7亿元人民币，同时对鲜言采取终身证券市场禁入措施。

第二，打着“市值管理”的旗号，上市公司实际控制人和私募基金联手坐庄。

一些私募基金和上市公司实际控制人实为联合坐庄牟取暴利，但也“与时俱进”地与上市公司签订市值管理协议。一般先与上市公司实际控制人达成协议，事先大致确定好目标股价，然后由私募基金打压或拉升股价，而上市公司配合其披露利空或利好信息，以达到低吸高抛。成功出货后，私募基金与上市公司实际控制人按约定比例分享收益。如果接盘的是私募基金找来的公募基金，那么私募基金经理还要将收益的一部分给公募基金的经理。

第三，打着“市值管理”的旗号，进行“操盘”模式的股份大宗减持。

上市公司的实际控制人和管理层减持套现是资本市场上一种正常的行为，但是减持安排不妥或时机不恰当，就会造成股价波动，故顺利减持就会变得困难。因此，资本市场上就出现一种股份减持的市值管理新业务。

上市公司实际控制人和管理层减持一般通过大宗交易完成。大宗交易股票减持的操作流程是，在每天收市后减持方以收盘价的一个折扣率将股票通过大宗交易系统卖给大宗交易商，大宗交易商在随后的两个交易日再将股票在二级市场上直接卖出。大宗交易的折扣率决定于该股票最近的换手率，成反比关系，即换手率较高的折扣率较低，换手率较低的折扣率较高。然而，大宗交易商现在为上市公司提供的市值管理有撞红线的嫌疑，有先拉升后交易

或先大宗交易后拉升两种大宗交易市值管理模式。<sup>①</sup>

这两种方式的相同点是，大宗交易商和上市公司的实际控制人，以及管理层提前签订好分成协议，事后按协议约定分享收益。不同点是，一个是先拉升后交易，另一个是先交易后拉升，效果是一样的。先拉升后交易的大宗交易市值管理的操作流程是，先由大宗交易商在二级市场拉升股价，然后将股票按照大宗交易卖给大宗交易商，大宗交易商在随后两个交易日内在二级市场卖出股票，最后大宗交易商和减持股东按协议约定分享收益；先交易后拉升的大宗交易市值管理的操作流程是，减持股东先通过大宗交易将股票卖给大宗交易商，大宗交易商在二级市场拉升股价至目标价位后卖出，最后减持股东与大宗交易商按约定的比例分享收益。<sup>②</sup>

第四，打着“市值管理”的旗号，在信息披露上选择性披露，以牟取暴利。

在一个有效性比较好的资本市场，上市公司披露的信息是“充分、完全、及时和有效”的，但是在中国资本市场上却做不到，往往是“报喜不报忧”或“报忧不报喜”式的选择性披露，这就使得中国资本市场上出现了“编故事”现象。

一般的操作方式是上市公司实际控制人与私募基金以市值管理为名操纵股价，先与私募基金签署“市值管理协议”，而后私募基金筹集资金并利用多个自然人账户逐步建仓，然后上市公司为配合私募基金低价建仓，就选择“报忧不报喜”，只发布利空消息对股价进行打压。当需要拉升股价时，上市公司再“报喜不报忧”，只发布利好消息如高送转、定增并购等，而后上市公司实

---

<sup>①</sup> 刘国芳. 上市公司市值管理制度亟须“去伪存真”. 中国证券报: 2014-05-09. <http://www.stcn.com/2014/0519/11425663.shtml>

<sup>②</sup> 刘国芳. 上市公司市值管理制度亟须“去伪存真”. 中国证券报: 2014-05-09. <http://www.stcn.com/2014/0519/11425663.shtml>

际控制人通过大宗交易减持，私募基金抛售股票，获利离场。

更有甚者，通过“编故事”方式制造市场热点。一些上市公司的实际控制人往往采取“披露重大重组→股价上涨？减持（股票质押）→披露重组失败→股价下跌”的手法，实现高价减持获利。“编故事”往往不是只编一次，而是会循环编下去。比如中科云网在自2014年六次谋求转型，尤其是在2014年“一年三跨界”，每次都重复了“披露重大重组→股价上涨→减持（股票质押）→披露重组失败→股价下跌”的过程。原因只有两种可能性，要么是故意的，牟取暴利；要么是中科云网的实际控制人水平太差了。我们更相信是第一种情况。

第五，打着“市值管理”旗号，利用“上市公司+PE”模式进行并购重组，看似“高大上”，实际上钻政策和制度漏洞，牟取暴利。

一般的操作流程是，私募基金通过定向增发或二级市场举牌的模式持有上市公司大量股票，进入上市公司董事会，推动上市公司进行上下游产业链的整合，寻找并购标的。一旦上市公司完成并购，私募基金持有股票市值上涨，随即退出。在整个操作过程中，为了牟取巨额利益，常常伴随着内幕交易、信息披露不规范等市场操纵手段。

### 【案例】宏达新材的信息操纵案，首例被证监会惩处的“伪市值管理”<sup>①</sup>

2016年4月8日，证监会对江苏宏达新材料股份有限公司（以下简称“宏达新材”）实际控制人朱德洪与私募机构上海永邦投资有限公司（以下简称“上海永邦”）合谋，利用信息、资金优势操纵宏达新材股价案，以及朱德

---

<sup>①</sup> 资料来源：（1）马婧妤. “起底”伪市值管理”，证监会惩处首例信息操纵案. 中国证券网：2016-04-11. [http://www.cnstock.com/v\\_news/sns\\_yw/201604/3759361.htm](http://www.cnstock.com/v_news/sns_yw/201604/3759361.htm)；（2）左永刚. 私募伪市值管理现原形，与实控人操纵股价被顶格处罚. 证券日报：2016-04-11. [http://news.xinhuanet.com/2016-04/11/c\\_128882725.htm](http://news.xinhuanet.com/2016-04/11/c_128882725.htm).

洪泄露内幕信息、上海金力方内幕交易“宏达新材”案依法做出处罚并发布案情。这个案子的调查工作直指饱受市场诟病的“伪市值管理”，成为证监会查处“利用信息优势进行价格操纵”的第一案。

该案揭示了“伪市值管理”的价格操纵路径基本上就是赤裸裸的、“里应外合”式的市场操纵。手段包括多手法操纵、多股操纵、内幕交易、超比例持股等违法行为。最终操纵行为人虽交易亏损但仍被处以300万元的法定顶格罚款。

### 1. “伪市值管理”的操作手段

近年来，在利益驱动下，上市公司实际控制人和私募基金等金融中介机构将市场操纵、信息披露违规、超比例持股、利益输送等各类违法违规行披上了“市值管理”的合法外衣，在并购重组、重大信息披露及市值管理等环节变换手法、交织发生，严重扰乱了市场秩序，损害了投资者利益。

在上市公司层面，上市公司大股东、实际控制人为了达到增发或减持股份等目的，往往存在拉升股价的冲动，特别是在牛市周期中，受高企的股价诱惑，上市公司的“大小非”减持意愿强烈。

在市场层面，一些私募机构以此为商机，打着“市值管理”为名提供“一揽子”服务已呈现出专业化趋势，与有需求的上市公司实际控制人、大股东“合作”，已暗地形成了较为成熟的商业模式。私募机构与上市公司大股东捆绑形成利益共同体，上市公司的信息披露与私募机构的股票炒作相互配合，在特定时段共同推高股价。

在资金端，银行、券商资金借助两融、收益互换、信托产品渠道入市，民间资金通过出借账户形式配资给私募机构提供杠杆资金，一方面放大了违法资金金额；另一方面客观上也为违法行为人提供了隐身的“马甲”。

在资产端，上市公司在实际控制人等内部人的运作下，美化包装、虚增业

绩，甚至迎合题材和热点，人为打造适合的资产以供上市公司收购。

### 2. 案例基本情况

上海永邦是一家以“投资二级市场，帮助上市公司股东进行市值管理”为主营业务的公司。它进行的所谓市值管理，是通过大宗交易购买上市公司股东持有的股票，为上市公司股东提供现金，并与其约定期限，由股东通过大宗交易将股票购回。

如果回购时股价上涨，上海永邦按约定收取股价上涨收益的10%或20%，再收取一定融资利息；如果亏损，损失由上市公司股东承担。

宏达新材案中，上海永邦自2014年5月起，借用45个证券账户，并使用“千石资本—海通MOM私募精选之永邦2”等11个结构化信托产品和券商收益互换产品，通过实际控制使用56个账户（以下简称“账户组”），在2014年5月至12月期间操纵宏达新材、金禾实业等股票。

该案经历了三个相互交织的阶段：

第一阶段，2014年1月到4月，朱德洪与上海永邦就通过大宗交易渠道转让宏达新材股票，由上海永邦进行所谓“市值管理”一事达成一致；

第二阶段，2014年5月到7月，朱德洪陆续将4788万股宏达新材减持到杨绍东控制的相关账户名下，由上海永邦帮助进行“市值管理”，并将减持所得大额资金交由上海永邦用于投资和操作宏达新材；

第三阶段，2014年5月至12月，朱德洪与上海永邦合谋，朱德洪寻找并购重组题材和热点，未及时披露相关信息，并提供信息、资金等支持，上海永邦则通过连续交易和在自己实际控制的账户之间进行交易方式配合，影响宏达新材股票价格。

经统计，上海永邦介入操纵宏达新材股价的2014年5月29日至12月9日期间，宏达新材累计上涨71.4%，同期中小板综指累计涨幅25.54%，宏达新材价格偏离幅度达到45.86个百分点。

朱德洪、上海永邦合谋操纵宏达新材股价期间，上海永邦还以大宗交易方式买入金禾实业 2 000 万股，通过其控制的账户组在二级市场进行连续交易和在自己实际控制的账户之间交易，影响金禾实业价格。

2014 年 11 月 3 日至 2015 年 3 月 17 日期间共有 90 个交易日，上海永邦账户组交易金禾实业的交易量占该股市场交易总量的平均比例为 10.69%，最高时占比 54.91%。

### 3. 赔了夫人又折兵，价格操纵巨额亏损仍获顶格处罚

尽管宏达新材案缘起“伪市值管理”，但事实上案件呈现出了多种违法行为交织混杂的现象，该案中除市场操纵，还存在相关人员内幕交易、相关主体信息披露违规等多重问题。

其中，2014 年宏达新材投资北京城市之光过程中，朱德洪将相关信息告知上海金力方执行事务合伙人李世雷，建议其卖出宏达新材股票，李世雷获悉后将所持的 600 万股宏达新材通过大宗交易出售，该行为构成内幕交易。而在上海永邦控制的账户组交易期间，其持有宏达新材、持有金禾实业持股比例超过 5% 未及时披露，则构成了信息披露违规。

事实上，在朱德洪、上海永邦合谋操纵宏达新材，以及上海永邦操纵金禾实业价格期间，相关账户组均出现了巨大亏损。其中，截至 2015 年 9 月 16 日，上海永邦账户组交易宏达新材亏损 3 066.68 万元；截至 2015 年 3 月 17 日，上海永邦账户组交易金禾实业亏损 83.73 万元。

然而，亏损与否并非最终确定罚则的依据。执法部门最终对该案涉及的多手法操纵、多股操纵、内幕交易、超比例持股等违法行为，逐一进行了认定和处罚。

日前，证监会公布了针对该案长达 23 页的行政处罚决定书。根据证监会行政处罚书，对朱德洪处以顶格罚款 300 万元；对上海永邦处以顶格罚款 300 万元。针对内幕交易行为，对朱德洪处以 60 万元罚款；对上海金力方处以 10

万元罚款。针对信息披露违法违规行为，对上海永邦给予警告，并处以30万元罚款。

### 4. “伪市值管理”的危害

在宏达新材案中，据上海永邦董事长杨某东介绍，其之所以选择和宏达新材实际控制人合作，“重要原因也在于看重宏达新材有重组概念”。一套完整的资本运作产业链，实质为赤裸裸的“里应外合”式的市场操纵行为。

调查发现，上海永邦先后从杭州某投资管理有限公司配资使用40多个个人账户，这些配资账户资金主要来自宁波、温州、台州等地的私营企业主，账户交易密码由资金出借方、配资公司、融资使用方三方共同掌握，资金密码由账户出借方掌握，配资公司根据设定的警戒线和平仓线控制风险，资金杠杆比例一般为1:5，最高可达到1:9。而作为配资业务“中央对手方”的配资公司游离于金融监管体系之外，根本不具备信用中介的资格和能力，也没有任何信息隔离和风险隔离措施。

证监会相关负责人指出，此类“伪市值管理”违法模式体现为各类违法行为交织混杂。既与传统的市场操纵、内幕交易、信息披露存在关联，又体现出多种违法行为交织混杂的现象，从表现形式上，具体体现为信息披露工具化、操纵行为隐形化、内幕交易长线化，而且涉及主体众多、事项繁杂，各类违法行为间存在着复杂的累犯、牵连和竞合等问题。这种内外勾结的“信息型操纵”导致信息披露违规与操纵市场、内幕交易的影响相互叠加，对股价波动形成“共振”效应，严重损害了投资者的利益。

## 1.8 市值管理只有上市公司需要吗

2014—2015年，市值管理在上市公司成为非常时髦的一件事，上市公

司言必提市值管理，把所有资本运作的事宜都冠以“市值管理”之名。但进入 2016 年，市值管理最火的不是在上市公司，而是在新三板。原因主要有两个，首先，近万家挂牌公司进入资本市场后，由于缺乏面向资本市场的运作思路，难以融资，大多数企业成为“僵尸”企业，而市值管理可以为这批企业评估自身资本市场表现提供某种依据，而且有可能通过市值管理打破融资的僵局。其次，一个很重要的原因在于“新三板首次市场分层标准中进入创新层的不少于 6 个亿”的市值标准，这个标准直接刺激了某些三板公司做高股价的冲动，市面上兴起了众多的新三板市值培训班、新三板市值峰会。

市值管理是针对上市公司提出来的，但是并不只是上市公司需要。按照我们的定义，市值管理是企业资本市场上以解决产融结合问题为导向的一种逻辑和方法，以实现公司价值和股东价值最大化为目的。

当企业从风险投资和私募股权投资等资本市场进行了 A 轮、B 轮或 C 轮融资，或者企业在新三板挂牌后，这就意味着企业进入了资本市场。企业创始人的经营逻辑必须从过去的“产业逻辑”转变到“产融结合逻辑”上来。

在产品市场上，“产业逻辑”的重心在利润；在资本市场上，“产融结合逻辑”的重心则在市值。市值管理的成败在于产融互动与促进，企业如果想在资本市场有所作为，不管是主板、中小板、创业板还是新三板，还是已进行过 A 轮、B 轮或 C 轮融资，市值管理都应成为工作重心。

那么，这就意味着，除了上市公司之外，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也都必须学会一个新的能力：市值管理。

和上市公司市值管理不一样的地方主要有两点，一是面对的投资者不一样，上市公司在二级市场面对的主要是散户投资者，而风险投资和私募股权市场和新三板市场是一个面向专业投资者的市场，专业投资者的关注的是价值投资。二是运用的手段和方法侧重点不一样，对于上市公司来说，是综合

应用价值创造、价值实现和价值经营的各种工具和方法；对于非上市公司来说，市值管理的重点首先在于价值创造，其次在于价值实现，最好能用上一些价值经营的方法。具体来说，非上市公司的市值管理重要的是要做到以下三点。

第一点，最重要的就是企业创始人需要转变观念：从产品经营到市值经营理念转变。

产品经营的逻辑就是认为只需埋头把自己的产品做到极致，公司估值自然会涨上去。但是现实情况可能是竞争对手的产品做得不如自己，却注意产融结合，通过商业模式创新、完善公司治理结构、优化资本结构、上下游整合，使之符合专业投资者的偏好。这样竞争对手的市盈率就会比自己的高很多，竞争对手就会以很便宜的成本融到很多钱，再拿这些钱去做并购，未来就很可能超过自己。

有些企业创始人认为自己不懂市值管理，但 PE、VC、券商的经理懂，只要 PE、VC 投了自己，与券商签了辅导协议，利益就彼此捆绑在一块。自己虽然不懂市值管理、产融结合，但是专业人士懂，可以通过他们的专业管理来提升公司市值。这种认识有一定道理，但是市值管理是一个系统工程，是企业面向资本市场的一整套运作思路。企业中必须有人了解资本市场，因为在资本市场上犯错的成本是巨大的，一步错，就有可能步步错。如果企业内部人不懂，中介机构说什么就是什么，那么一旦中介机构和企业的利益发生冲突，中介机构就有可能挖坑让企业跳。

如果企业创始人能够找到一个深谙资本市场的联合创始人，无疑是最好的。如找不到，就只能退而求其次，企业创始人自己首先要转变观念，学习用产融结合的逻辑来运营企业，了解资本运作的规律和方法，学会用资本的语言和资本市场沟通；其次要找一个资本顾问，从商业模式、股权结构设计、公司治理结构、投融资、并购重组和市值管理等方面指导自己如何和资本市

场打交道。

第二点，认认真真地从资本的视角来审视公司的产品结构和商业模式，要充分地挖掘公司利润的增长潜力和商业模式创新的成长潜力。

这是非上市公司市值管理中最重要，因为面对的都是非常专业的机构投资者，他们关心的是价值投资。从长远看，收入持续增长、利润来源清晰而稳定、战略规划明确、商业模式能带来独特价值的公司，才能在风险投资和私募股权资本市场上获得较高的溢价。

第三点，学会用资本的语言，按照“产融结合的逻辑”进行沟通。

在市值管理的价值实现阶段，就是要将自己好的商业模式和高速的利润增长，让投资人、专业媒体和行业分析师认可，这样才能提升公司的市场溢价。但是，在新三板市场和风险投资与私募股权市场上，企业创始人没有站在投资者的角度，按照“产融逻辑”进行沟通，在价值实现上就会面临以下四个问题。

- 找不到投资者。由于新三板市场和风险投资私募股权市场是一个高度信息不对称的市场，公司不知道去哪寻找机构投资者。
- 投资者听不懂。在新三板市场和风险投资与私募股权市场，很多企业创始人不了解投资人的想法，他们用产品的思维向投资者讲述“供研产销”，而投资人想听的是净利润增长率、市盈率、行业市场规模。
- 顶层设计不清晰。只注重短期融资，而公司商业模式的持续发展、战略定位、公司治理结构、股权结构、产融互动、投融资、并购重组等资本路径没有做详细的规划。
- 估值得不到认可。或许是商业模式创新的原因，也有可能是投资人对未来承诺利润的质疑，或者是路演的原因，公司的估值并未受到资本市场的认可，投资者不愿意投资或者不愿意高价投资。

## 第 2 章

# 价值如何创造

- 2.1 价值创造的基本逻辑
- 2.2 设计商业模式的正确视角
- 2.3 寻找和创造利润区
- 2.4 以客户和利润为中心的设计逻辑
- 2.5 客户选择和放弃
- 2.6 价值创造和获取
- 2.7 保护利润流
- 2.8 定位业务范围
- 2.9 实施要素选择
- 2.10 投资者喜欢的商业模式



## 2.1 价值创造的基本逻辑

价值创造是产融结合的联结点，将产品市场和资本市场连在了一块。价值创造指的是在账面价值的基础上，最大化内在价值，尽可能多地获得市场溢价。一个公司的价值创造能力，决定着其市值增长的基础，主要内容包括以下几个方面。

第一，通过商业模式创新提升公司的估值，这是市值管理的第一步。

资本市场是一个“讲故事”的地方，但是不能“编故事”，缺乏核心利润支撑的“编故事”是资本市场上的不道德行为。商业模式创新的核心不在于“做什么”，而在于“怎么做”。一家公司提供的产品和服务如果很好地满足了顾客的需求（最好的商业模式是满足了顾客自己都没有意识到的需求），减少了顾客的麻烦，为顾客创造价值，并设置出多个盈利点。资本市场就青睐这样的商业模式，将对该公司给出较高的估值。

苹果的市值能够多年一直排在全球第一，最主要的原因就是 iPhone 手机颠覆式的创新满足了顾客自己尚未意识到的需求，开创了智能手机时代，抢占了移动互联网的先机。腾讯的市值能够突破万亿元，超越工商银行，非常关键的一点是微信的创新。免费的微信可以使得我们即使远隔大洋，也可以即时通过微信文字互动、语音或视频交流、传递图片文件，一切都很方便。由于微信“出乎意料”的创新，使得拥有智能手机的华人在 2014 年就离不开微信了，也使得许多 40 岁以上的没有用过 QQ 的用户开始成为微信的“死忠

粉”。于是，腾讯的市值就达到了 1.75 万亿元人民币<sup>①</sup>，超过了工商银行。

第二，优化和整合价值链管理，确立以市值为导向、产融互动的经营理念和经营目标。

结合公司自身的核心竞争力和所处产业价值链进行分析，精准定位，集中公司优势资源为顾客提供某项产品或服务，作为公司的核心利润支撑。同时要培育多个潜在业务增长点，让每一个环节都创造价值，实现多点盈利。确立产融互动的思路，内生式增长和外延式增长相结合，实施具有产业深度的并购重组。

苹果的商业生态模式基本上就这样构建的，以 iPhone 手机为切入点，构建了一个“硬件+软件+App Store+iTunes+移动支付”的生态系统。既卖了硬件，又卖了软件，还卖了服务，同时也卖了平台。苹果除了每年投入巨额的 R&D 费用之外，还通过产业并购保持着高速发展。

第三，优化业务结构，通过转型升级提升公司估值。

对于一些重资产的传统行业来讲，通过商业模式创新提高市值的空间不大，这时就需要跨界来进行转型升级。对于纯做实业的非上市公司来讲，跨界转型难度极大，比断臂求生难度还大；但对于上市公司来讲，就简单多了。只要先确定未来主业目标，就可以剥离退出经营不善的业务，然后通过定增收购一两家从事未来主业的有潜力的非上市公司，就可以做到华丽转身。比如，做纺织的中源协和在 10 年前市值也就是 10 亿元左右，但自从其剥离纺织资产，通过并购进入干细胞生物工程之后，市值增长非常迅速，截至 2016 年 9 月 30 日的市值是 126 亿元，增长了 12 倍之多。

第四，优化资本结构，提高资本效率。

一个企业 IPO 之后，融资渠道就变得丰富，资金来源多元。这个时候在

---

<sup>①</sup> 2016 年 9 月的数据。

确定采用何种方式进行融资时，就必须考虑优化资本结构，合理组合使用债权融资与股权融资，让企业的资本成本最低，尽可能使公司的资本效率最大化，从而提升公司的市值。比如，当公司股价被高估时，可以通过定向增发、配股等方式进行股权融资的同时，使得公司市值回归内在价值。公司需要债权融资时，也不要采用单一的银行贷款模式，而是要将传统的银行贷款和发行公司债券、发行可转换债券、融资租赁等组合起来使用，降低资本成本。

第五，优化公司治理，改善经营业绩，提升公司盈利能力和风险管理能力，提高股东投资回报。

“财富是创造出来的，财富更是保护出来的。”指的是进入市值管理时代的企业必须学会控制资本市场上的各种风险，尤其是大股东、小股东和经理人之间的控制权之争，才能将创造出来的价值变成股东的投资回报。公司治理主要指的是股东、董事会和管理层三者之间的决策机制、权力制衡机制和利益分配机制。资本市场的实践表明，良好的公司治理，意味着公司具有科学的决策机制、恰当的权力制衡机制和良好的利益分配机制，这必然会增强公司对资本的吸引力，给公司带来较高的市值溢价。国外的投行在评估一个企业的投资价值时，一定会根据其治理结构、管理水平、分红派现、信息披露以及董事会结构给予溢价评级。只有那些具有优良公司治理能力，以及注重股东价值回报的上市公司才会持续获得较高的公司治理溢价。

第六，有针对性地实施股权激励。将股权激励的实施纳入市值管理的体系中。

一定把市值管理的切入点放在股权激励的授予条件和行权条件的设置上，“想要什么，就考核什么”，把经理人未来的长股权激励收入与股东的投资回报直接捆绑起来，把经理人和股东打造成利益共同体与命运共同体。

在以上价值创造的逻辑中，商业模式创新是关键。本章以商业模式作为突破点，结合价值链管理、优化业务结构和优化资本结构等内容，提出价值

创造的整个逻辑和方法。优化公司治理和实施股权激励既是价值创造的内容，同时也是价值实现的重要手段，我们将其放在下一章价值如何得到资本市场认可中描述。

## 2.2 设计商业模式的正确视角

在资本市场上大家取得一致的看法是，市值管理的第一步是创造价值，价值创造的关键在于商业模式设计。由于近些年来中国资本市场风起云涌，因此“商业模式”一词也在中国企业界和学术界迅速流行开来。现在融资者和投资者在沟通的时候，往往都是根据商业模式来给公司的未来估值。

商学院的学科体系中原本是没有商业模式的，MBA 和 EMBA 核心课程也没有商业模式这门课程。但随着资本市场的兴起，投资者和融资者在沟通的时候就如同“鸡同鸭讲”，企业创始人用产品的思维向投资者讲述“供研产销”，而投资人想听的却是“净利润增长率、市盈率、行业市场规模”等。为了产融沟通的方便，以亚德里安为代表的美国一些咨询公司的咨询师把之前散落在战略管理、市场营销、投资学和财务管理中的一些关于价值创造的知识点提炼出来，将其整合成一种新的分析方法，用于融资者和投资者建立模型沟通使用。美国的咨询师把这种分析方法叫作“企业设计”（**business design**），而中国的一些学者在引进这种分析方法的时候就直接将其译作“商业模式”。

因此，商业模式从其诞生那天起，就是以资本的视角来帮助和衡量企业，并为股东创造价值的一种分析方法。价值创造的第一步就是要以正确的视角设计商业模式，让投资者能够读懂企业在未来创造价值的能力，从而给企业正确估值。

设计商业模式有两个视角，一个是产品视角，一个是资本视角。

融资者的企业家往往习惯用产品思维 and 行业思维去设计自己企业的商业模式，在这种视角下，看重的是自己的产品，追求的是技术的极致。但是，商业不是科学研究，不是光把产品做到极致、技术领先就能挣钱，公司市值就能领先于竞争对手。在以产品为中心的商业模式设计中重视的是以下方面。

- 收入。强调收入，商业模式的所有要素都是围绕提高销售收入进行设计。收入数量的增长是这种视角最重要的概念，但是收入增长价值就增长吗？
- 市场份额。市场份额是以产品视角设计商业模式的第二个重要概念，以为只要公司的市场份额占有率不断提升就能解决公司所有的问题，即使管理层管理不善，但是只要市场份额增加了就能“一俊遮百丑”。真的是这样吗？
- 产品。公司号称顾客就是“上帝”，但是“上帝”的需求到底是什么？我们的产品有没有更好地满足“上帝”的需求？“上帝”潜在的需求是什么？
- 技术。追求极致的技术，以为技术领先，就能产品领先，就能市场份额和利润领先，获得资本的青睐。但是，在商业市场中，技术好与不好的评价并不是按领先而论，而是根据是否满足了顾客的需求来进行评价。

上述以产品为中心的商业模式设计，在20世纪90年代之前，基本上是成功的，当时对企业价值创造能力的判断基本上就是按照上述的逻辑。但是，20世纪90年代之后，尤其是进入2000年之后，全球化和互联网的影响，使得以产品为中心的思维受到严重挑战。

- 顾客的需求越来越丰富，而且变化更新非常快，公司产品难以满足顾客的需要。
- 价格战已经不是在一个很小的区域市场，而是面临全球范围竞争。
- 总有一些新颖的商业模式把公司的“盈利”客户吸引走。

如果在这种情况下，还是按照产品思维是无法摆脱困境的，结果就会出现以下情况：“公司号称成功的项目很多，但是能够真正满足客户需求却寥寥无几；公司的销售额可能越来越大，但是各项成本与日俱增，甚至只能是通过价格战保证销售额增长；这边是销售额增长，那边是利润额和利润率下降，如果利润再下降，出现更多部门亏损，那么销售额的增长也不复存在。”在资本市场上这种企业是不可能得到资本青睐的，估值必然大幅下跌。

必须换种眼光看市场，传统的企业习惯并喜欢产品思维和行业思维，但是面对激烈的市场竞争，面对产融结合的需要，成功的企业一定要超越这种传统思维，掌握“客户思维”和“投资者思维”。商业模式设计的视角也要发生转换，从“产品为中心”转为“以客户为中心”，能够比竞争对手以更低成本更好地满足客户的需求，才有可能获得更多的净利润和净利润增长率。以客户为中心的商业模式设计看重的是以下方面。

- 利润。净利润反映的是公司当前的运营价值，净利润增长率反映的是公司的成长能力，未来为股东创造价值的的能力。资本市场对公司估值是非常看重净利润和净利润增长率的。
- 有价值的市场份额。产品为中心的商业模式设计的逻辑是“尽可能多地占据市场份额→利润就会随之而来”，这种逻辑在现在和未来是行不通的。以客户为中心的商业模式设计逻辑中并不是不看重市场份额，而是看重能够给企业带来持续高额利润的有价值的市场份额，其

逻辑是“客户最看重什么→在何处（定位）可以获利→如何在该处尽可能多地获得市场份额”。

- 顾客需求。企业最需要关注的不是能提供什么样的产品和服务，而是应该用什么样的产品和服务去以更低成本更好地满足顾客的需求。
- 商业模式。以产品为中心的商业模式设计是通过出售产品或服务来获取利润，以客户为中心的商业模式设计不再拘泥于某种产品或服务的提供，而是成为以满足客户需求为导向的综合方案提供者。在综合方案中，公司以提供融资、提供解决方案、提供售后服务、提供辅助产品、许可证经营等高度创新方式满足客户需求，从而得到高额利润回报。

将来在资本市场上成功的公司，首先得建立在掌握客户思维和投资者思维的基础之上，为获得最终成功，他们还将掌握：

- 风险思维。产融结合的公司面临诸多的风险，市值管理能否成功的一个关键就是能否使得风险可控最小化。上市公司面临的风险可以分为系统性风险<sup>①</sup>和非系统性风险<sup>②</sup>，对于系统性风险，要学会通过期货、股指期货和融券等对冲交易手段来规避，达到套期保值的目。对于市值管理而言，非系统性风险最主要的是战略风险。降低战略风险的举措主要有两点，首先要确实了解最重要客户的需求；其次要掌握公司目前和将来可能的利润模式变化。
- 选择思维。由于客户需求变化很快，利润曲线变化也很快，因此商业模式创新的选择不应该只是2~3个备选方案，而是应该尽可能多的

---

① 系统性风险是指对大多数公司都会面临的风险，如利率调整、汇率调整、证券监管政策调整、宏观政策调控、股票交易印花税调整等带来的风险。

② 非系统性风险指的是对个别上市公司面临的风险。

战略选择。在了解现有和未来竞争对手的全部战略举措后，提供广泛而又创造性的选择能够最大化地创造价值。

- 时间思维。时间思维并不是单纯指“唯快不破”，一味追求速度。而是要把握产品市场和资本市场的节奏，能够预见未来 5~10 年的商业模式，并能采取适当的先后顺序行动，小心翼翼地保护客户至上和利润至上之间很容易遭到破坏的平衡。
- 战略控制思维。战略控制指的是通过提升自身核心竞争力保护公司利润不受损害的能力。具体的举措可以是成为行业标准的制定者或价值链的管理者，也可以是通过拥有更多的专利和知识产权等。战略控制能力是商业模式成败的关键。

### 2.3 寻找和创造利润区

设计商业模式的首要问题就是盈利。资本市场对企业估值时特别看重净利润和净利润增长率，因为净利润反映的是企业当前的经营价值（COV），是判断企业未来价值增长的基础，净利润增长率直接反映的是未来成长价值（FGV）。因此以客户为中心的商业模式设计的目的就是寻找和创造利润区，在利润区，企业将从低利润转向高利润，利润增长将从普通增长转向高速增长。

利润区是指为公司带来高额利润的经济活动领域。这种利润不是平均利润，不是周期变化的利润，也不是短期利润。在利润区，持续和高额的利润将为公司带来巨大的价值。<sup>①</sup>因此，商业模式创新的目的只有一个，发现并进入利润区，并在那里经营。

---

① [美] 亚德里安·斯莱沃斯基等. 发现利润区 [M]. 凌晓东, 等译. 北京: 中信出版社, 2010: XV.

但是要注意的是，利润区是会发生转移的。对于一个企业或一个行业来讲，价值被不断地创造出来，但是也不断地消失，这种“消失”不是彻底地消失，而是发生价值转移，从输家转移到赢家。图2-1所示很好地诠释了价值转移的三个阶段。

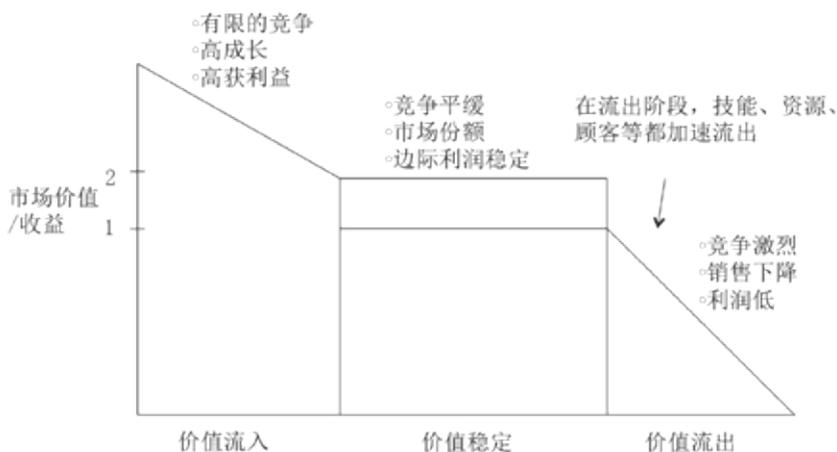


图 2-1 价值转移的三个阶段<sup>①</sup>

在企业估值中，不同行业的市盈率倍数的差别是非常大的。这说明在不同行业采用不同的商业模式，将使得公司所处价值转移的阶段不一样，资本市场给出的估值将是不同的。图 2-1 所示中的市值收益比是用于评价商业模式所处阶段的一个有用指标，反映了当前收益与预期收益的总体情况。如果市值收益比较高时（通常大于 2），那么就处于价值流入阶段，投资者非常看好公司的获利前景。市值收益比在 0.8 ~ 2.0，处于价值稳定阶段，市场对于未来利润增长的预期值将有所减少；当市值收益比处于 0.8 以下，价值处于流出阶段，企业很容易陷入“无利润区”。<sup>②</sup>

① [美] 亚德里安·斯莱沃斯基，等. 价值转移[M]. 凌郢，译. 北京：中国对外翻译出版公司，1999：62.

② [美] 亚德里安·斯莱沃斯基，等. 价值转移[M]. 凌郢，译. 北京：中国对外翻译出版公司，1999：62.

处于价值流入阶段的企业是非常幸福的，这个阶段就是平常我们所说的投资“风口”，基本上都处于利润区。在风口，猪都能飞起来，而在风口的正中央，大象也能飞起来。在这个阶段，竞争很少，企业只要能够生产产品就能盈利，公司的市值收益比是很高的，资本市场将给予企业较高的市场溢价。处于价值稳定阶段的行业，就已经度过了“钱好赚”的幸福时期，这个阶段的竞争开始激烈起来，边际利润开始稳定，行业的高成长性开始趋缓，价值增长的机会则属于既能改善经营效益又能满足市场需求的企业。其中，有些企业的商业模式因顺应潮流而获得了成功，有些企业则被淘汰出局。处于价值流出阶段的行业没有多少获利机会。在这种环境下，能实现价值增长的企业凤毛麟角。此时，企业必须转型，必须通过并购和商业模式创新才能达到效果，或者干脆撤资退出。

寻找和创造利润区的第一步就是要弄清行业处于哪个阶段，变化趋势是什么？行业地位的演变往往是社会、经济和技术变革的结果，基本上可以从宏观经济、区域经济和产业经济进行判断。

- 从宏观经济层面可以观察企业所处行业是否是国家政策鼓励和支持的。比如近两年来由于环保的需要，新能源汽车成为未来趋势，要发展新能源汽车就得先发展作为其基础建设的充电桩行业。因此近两年充电桩行业处于投资中“风口中的风口”。基本上就处于价值流入阶段。
- 从区域经济角度可以观察企业所处行业是否是其所在地方政府政策鼓励和支持的。如果是，该企业就会获得更多的地方资源，那么即使该企业所处行业不是国家宏观政策所鼓励的，那么至少也处于价值稳定阶段。
- 从产业经济的视角可以观察企业处于整个全球行业价值链的位置。一般来说，处于价值链最上端的，基本上处于价值流入阶段；处于价值链中间以上的，基本上处于价值稳定阶段；处于价值链中间以下的，

基本上处于价值流出阶段。

价值转移并非不可控制。当我们判断出企业所处行业处于价值稳定乃至价值流出阶段，就可以通过商业模式的创新使得企业重返价值流入阶段，获得利润区。每一种商业模式都可能位于价值转移阶段中的任一阶段，即价值流入期、价值稳定期和价值流出期，但是表现是不一样的。

在价值流入阶段，商业模式顺应了顾客新的需求偏好，因而在市场中极具竞争优势。在价值稳定阶段，商业模式已经能够很好地适应消费者的需求偏好。在价值流出阶段，价值开始向那些能够有效地满足顾客需要的商业模式转移。为了判断企业的商业模式处于哪个阶段，首先要回答：

- 行业利润区今天在哪里？
- 利润区明天会在哪里？
- 为何有的公司总能先于对手发现行业不断变动的利润区？每年都能创造持久、高额的利润？
- 利润区变化和流动的原因是什么？
- 企业的商业模式设计应该如何改变？

隐藏在这些问题的实质是：顾客的现实需求、潜在需求以及有效需求将如何变化？何种经营策略才能最有效地适应这种变化？何种商业模式才能最有效地适应这种变化？

从顾客需求的变化可以判断出价值转移：当顾客的需求偏好首次发生变化，或者他们开始选购竞争对手的产品时，你的商业模式就很可能从价值流入阶段转入价值稳定阶段。当公司产品产量很大，销售收入越来越大，利润却没有同步增加，这就是典型从价值流入阶段向价值稳定阶段转变。这个时候如果不从顾客需求变化角度进行商业模式创新，那么极有可能从稳定阶段向流出阶段转变。

但是企业创始人经常忘记商业模式设计与顾客需求之间是一种不断变化的动态关系。必须记住：只有持续不断地分析价值转移规律，才有可能寻找到或创造利润区。

### 2.4 以客户和利润为中心的设计逻辑

在 50 年前的美国、20 年前的中国，由于供给稀缺，因此客户需要什么对企业来讲并不重要。这在今天的商业社会听起来有点不可思议，却是真实的。那是一个商家和供货商的年代，基本上所有的行业和企业都处于价值流入阶段，赚钱是件很容易的事。

但是现在反过来了，全球范围内生产过剩、供给过剩。市场的权利已经转移到了客户这边，由于互联网和移动互联网的普及，客户掌握了大量商品的信息。信息的高度对称，客户已经处于商品社会的中心，只有满足了客户需求的产品和服务才能获得有价值的市场份额。因此，成功的商业模式设计一定是以客户为中心进行设计的，专注满足于客户的需求。

近两年非常流行的“互联网+”商业模式设计实际上就是这种变化的体现。“互联网+”商业模式的核心并不是每个企业都需要线上线下整合，都要去建自己的电商渠道，这是对“互联网+”肤浅的认识。“互联网+”商业模式设计的核心是强调用户体验、用户参与，满足客户自己尚未发现的需求。这实际上就是以客户为中心商业模式设计逻辑的极致体现。

你知道客户的需求是什么吗？笔者在 EMBA 课堂和金融投资 EDP 课堂上问学生，他们每一个人都会说知道。我会接着问，那能说出你比竞争对手更好地满足了客户的什么需求？你能列举出客户最重要的三个需求是什么吗？客户自己都未发现的需求是什么？面对我的追问，大多数学生都回答不上了。

这说明我们很多企业创始人实际上并没有真正了解自己客户的需求，因为要一直坚持以客户为中心是件比较困难的事。

### 2.4.1 企业重心的变化

任何一个成功过的企业家一开始都是坚持以客户为中心的企业设计的，否则他是不会成功的，但是企业重心是会转移的，如图 2-2 所示。

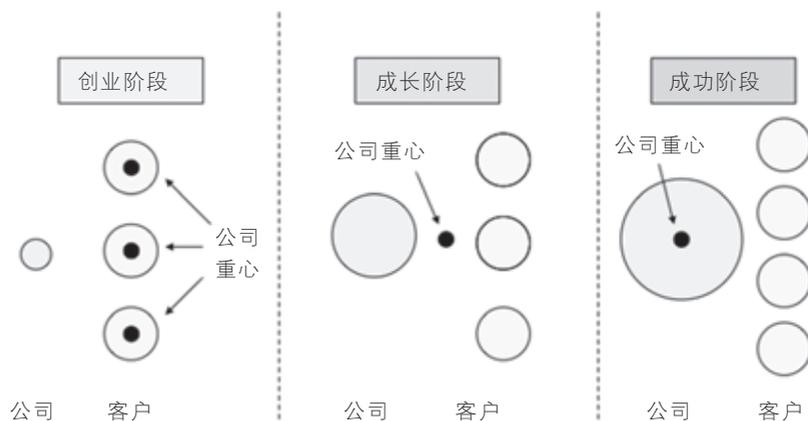


图 2-2 公司重心的变化<sup>①</sup>

一开始创业的时候，为了活下来，企业创始人眼里只有客户，公司并不重要，他们每天都在研究客户偏好，1周7天都在市场上盯着客户需求的变化，客户任何要求都被认为是合理的要求。能够从创业阶段存活下来的企业都是比竞争对手更好地满足了客户需求的企业，凡是以自我为中心的企业基本上都死掉了。

到了成长阶段，公司依然重视客户的需求，但也开始重视公司自身了。这时的公司已经算小有成就，不太愿意成天盯着市场研究客户需求的变化。1周7天中，2天休息，2天在公司关注内部资源分配等，只有3天在关注客户需

<sup>①</sup> [美] 亚德里安·斯莱沃斯基，等. 发现利润区 [M]. 凌晓东，等译. 北京：中信出版社，2010：17.

求变化。这种时间和精力分配还算合理，但是如果公司重心继续向关注公司自身转移，就麻烦了。

到了成功阶段，公司的产品在市场上有一定的市场份额占有率。很多公司虽然把“顾客就是上帝”“客户的需求必须满足”写到了员工手册中，但是实际上公司眼里只有自己了。这些公司经常会把客户正常的建议和投诉当成“无理取闹”，他们考虑的不是如何替客户解决麻烦，而是如何“摆平”客户。这种企业就很危险了，基本上处于悬崖边，马上就会进入无利润区。

### 2.4.2 改变价值链设计的逻辑和方向

如图 2-3 所示，传统价值链设计的逻辑是，首先关注公司有什么资产和核心能力，然后决定公司可以提供哪些投入要素和原材料，接着再决定公司能生产什么样的产品和提供什么样的服务，然后再决定销售渠道是直销还是分销，最终才考虑到客户。按照传统价值链逻辑设计的商业模式，那些存活下来的企业只是恰好生产了满足客户需求的产品和服务。

传统价值链的设计逻辑：  
从资产与核心能力开始



现代价值链的设计逻辑：  
从客户开始



图 2-3 两种价值链设计逻辑的比较<sup>①</sup>

<sup>①</sup> [美] 亚德里安·斯莱沃斯基，等·发现利润区 [M]. 凌晓东，等译·北京：中信出版社，2010：18.

以客户为中心的现代价值链的设计完全是反过来的。第一步关注的就是客户有什么偏好，需求是什么？第二步是根据客户定位来构建销售渠道，选择能够最好地满足客户需求和偏好的方式；第三步是选择能最好满足客户需求和偏好的产品或服务；第四步是根据需要提供的产品和服务来确定公司的资金和原材料等投入要素；最后才是根据投入要素来确定公司应该拥有什么关键资产和核心能力。

### 2.4.3 现代价值链逻辑的企业设计实例

如图 2-4 所示，小米、特斯拉和戴尔都是按照现代价值链逻辑进行商业模式设计的，而最后都成为“互联网+”的商业模式设计，市值明显高于同行。

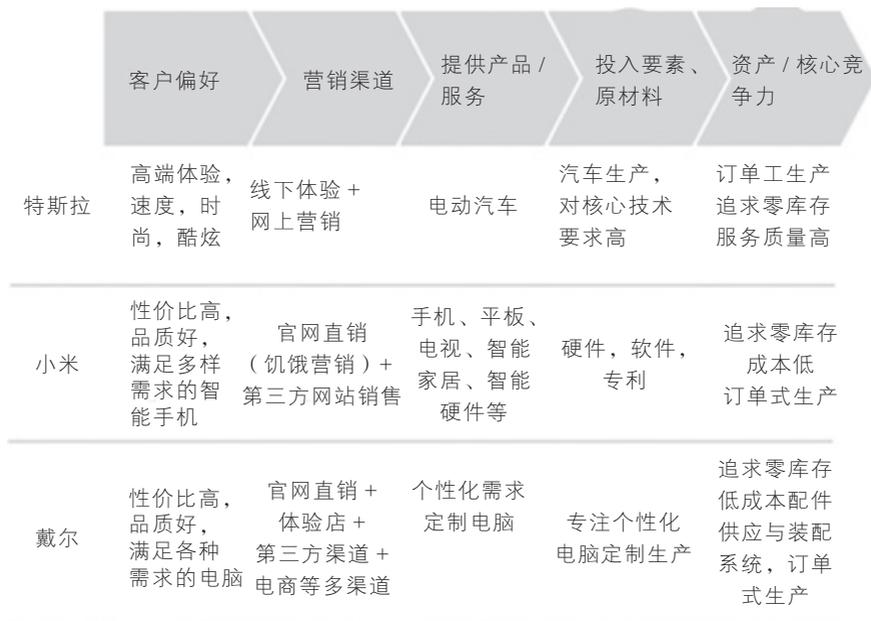


图 2-4 现代价值链逻辑的企业设计实例

### 【案例】特斯拉的产业链设计逻辑

宝马、奔驰、大众、通用汽车、福特、丰田和本田等各大汽车厂商在多年前就布局新能源汽车，但是在特斯拉之前，市场上没有一款纯电动汽车真正热卖，卖得最好的是丰田的油电混合汽车。为什么呢？电动汽车一个很大的问题就是成本居高不下，按照传统价值链进行的商业模式设计是降不了成本的，一般客户是不会比传统汽车多支付 1.5~2 倍的价格去购买电动车的。电动车最大的优势是什么呢？除了环保之外，电动车最大的优势是提速特别快。那么谁需要提速快的车呢？特斯拉商业模式的设计逻辑是：

- 特斯拉第一批客户盯住的是硅谷周边高科技公司的创始人及其高管，这些人追求速度、喜欢科技感十足的产品，互联网就是其生命的一部分，对价格不是很敏感。
- 特斯拉的第一代车是轿跑车，提速很快；操作仪表盘就像两个大的 iPad，科技感十足，非常酷炫。
- 特斯拉只有体验店，没有 4S 店。所有的预订和付款都在官网上进行，是对传统汽车行业销售渠道的巨大冲击，但是对终端用户来讲却是把成本确实确实降了下来。
- 实现了订单式生产，基本上做到零库存。

### 【案例】小米的企业设计逻辑

小米 2011 年能从智能手机的红海中杀出一片蓝海，其最初的成功就在于按照现代价值链逻辑设计的商业模式。2011 年在智能手机市场上占据绝对市场份额的是苹果和三星。在第二阵营中，多普达、魅族、联想、OPPO、VIVO、中兴和华为等纷纷占据着余下的市场份额。

小米是一家新创业的公司，那么雷军是如何在价值流出阶段的手机行业

中寻找利润区的呢？小米手机的特点是性价比高——价格低，但是硬件配置高。那么小米关注的客户群是谁呢？我在EMBA课堂和金融投资EDP课堂上问学生谁用小米手机，基本上没有人用。我说这就对了，因为中国排名靠前的商学院的EMBA和金融EDP总裁班的学生基本上都不是小米的目标客户群，小米的目的客户是“穷小子”，就是玩手机的年轻一代。小米商业模式设计的逻辑是：

- “穷小子”的特点是玩手机的一代，对于硬件要求高，但是对价格非常敏感。对互联网的生活方式非常熟悉，对线上支付非常熟悉，也乐于参与对手机性能开发的网络讨论。
- 小米最早的销售模式就是官网直销（饥饿营销）+第三方网站销售，基本全是线上销售。这样就砍掉了传统手机行业中的分销系统，成本马上就降了下来，手机定价低但是公司的利润却不低。
- 提供性价比高的手机。同时向平板、智能电视、智能家居和智能硬件拓展，构建产品生态圈。
- 核心竞争力是订单式生产、追求零库存管理，通过商业模式创新来降低成本。

在小米商业模式刚刚出来时，大家惊叹“企业还可以这样做：什么都没有，只有商业模式，而且估值还不低”。资本市场给予小米的估值也是非常高的，2010年底，小米完成首轮4 100万美元的融资，估值2.5亿美元。2011年底，小米第二轮融资9 000万美元，估值10亿美元。2012年6月底，小米完成第三轮2.16亿美元融资，估值40亿美元。第四轮融资于2013年8月确认完成，估值超过100亿美元，不过具体融资数额没有透露。2014年12月29日下午，雷军在微博上宣布，小米完成最新一轮融资，估值450亿美元，

总融资额 11 亿美元。投资者包括由摩根士丹利原分析师季卫东创立的全明星基金 (All-Stars Investment)、俄罗斯 DST、新加坡 GIC、厚朴投资，以及马云的关联私募基金云锋基金等。<sup>①</sup> 小米的估值达到历史最高峰。

但是，在 2016 年 8 月的时候，法国《费加罗报》发表题为《“中国苹果”小米昙花一现的童话》的文章称，英美分析家们拿着计算器重新评估了目前“中国最有希望的新创企业”的市值，将其调低为 40 亿美元的估值。小米官方微博从正面否认了这个传闻，称法国《费加罗报》从未就估值一事来跟小米确认，估值暴跌说法完全不实，小米目前没有新一轮融资的计划。<sup>②</sup>

虽然小米官方否认了估值暴跌至 40 美元的传媒，但是一个不争的事实是小米的估值在 2016 年大为缩水。其主要原因有两个，一个原因是小米的商业逻辑存在与供应商难以共赢的瑕疵。作为轻资产公司的小米有商业模式和品牌，其他环节基本上外包，这也是雷军自诩的“小米生态圈”，是其核心竞争力所在。小米任何产品的质量都要追求做到极致，但是价格却要比同行低，低价策略无疑在压榨合作各方的利润空间，而生态圈战略的核心是共赢，长此以往，还有多少企业愿意成为小米生态圈的合作伙伴？另一个原因就是用户黏度的问题，小米从不隐瞒自己在学习和模仿苹果公司，小米希望以手机作为入口，构建“硬件 + 软件 + 服务”的生态系统。在硬件方面，除了手机外，小米陆续推出电视、小米盒子、手环、平衡车、路由器、空气净化器、体重秤、血压计。小米希望复制苹果的成功，买了 iPhone 手机后会继续购买 iPad、Mac 电脑等产品。但是小米没有意料到的是“穷小子”会长大，当“穷小子”成长为“高富帅”和“白富美”，再换手机时的选择往往变

---

① 雷军说小米值 450 亿美元，看看这是什么概念. [https://zhidao.baidu.com/question/919144195210291299.html?qbl=relate\\_question\\_4&word=%D0%A1%C3%D7%20%B9%C0%D6%B5%D7%EE%B8%DF%20%CA%B2%C3%B4%CA%B1%BA%F2](https://zhidao.baidu.com/question/919144195210291299.html?qbl=relate_question_4&word=%D0%A1%C3%D7%20%B9%C0%D6%B5%D7%EE%B8%DF%20%CA%B2%C3%B4%CA%B1%BA%F2).

② 匡博伟. 公司估值暴跌: 小米喊冤称有人故意伤害. <http://mobile.zol.com.cn/601/6019302.html>.

成了苹果、华为等，这一点小米没有像苹果那样做到让一个客户从 iPhone 用到 iPhone7。而且小米手机用户在购买智能电视时会选择海信，因为性价比更高；购买盒子时会选择乐视，因为内容更丰富。

由于以上两个原因，小米的市值大幅缩水也就在情理之中了。小米现在已经从价值流入阶段转入价值稳定阶段，现在需要做的是分析客户的真正需求，在商业逻辑和商业模式上再次创新，才有可能重新找回利润区。

### 【案例】戴尔的企业设计逻辑

如果说特斯拉和小米是互联网公司没有争议的话，那么戴尔是互联网公司会有不同意见吗？戴尔从成立之初就是一个基因纯正的互联网公司，从创业伊始就采用直销模式颠覆了计算机行业的传统模式，按照客户需求定制生产性价比高的计算机，获得了巨大的成功。

戴尔的创始人迈克尔·戴尔在行业内真正有影响的见解并不在技术方面，而是在商业模式设计方面。早在 20 世纪 80 年代初他就开始关注个人计算机生产企业的商业模式，并且发现了一种更好的企业设计方式。传统电脑行业的价值链的设计逻辑都是由制造商生产计算机，然后通过经销商和零售商，由他们卖给企业或者个人客户。这种企业设计逻辑下生产的计算机很多时候并不能满足客户的需求，而且分销成本和库存成本居高不下。戴尔的直销模式就是消灭中间环节、消灭库存，定制生产客户真正需要的计算机，将计算机直接卖给客户，这种模式可以让客户以更低的价格买到自己想要的计算机。戴尔的商业模式设计逻辑是：

- 直销，消灭中间层，掌握客户需求。通过电话直销、网络直销、邮购直销和人员直销，了解客户的需求，帮助客户制订购买方案。客户需要什么就生产什么，降低分销成本，让利给顾客。
- 注重客户信息反馈，真正满足客户需求。戴尔认为最好的客户，是能

给公司带来最大启发的客户；是教导公司如何超越现有产品和服务，提供更大附加价值的客户；是能提出挑战，让公司想出办法后也可以惠及其他人的客户。<sup>①</sup>

- 消灭库存。通过高效的供应链管理，实现与供应商和客户的“虚拟整合”，形成了一条快速、高效的供应链，能够无缝对接，快速响应。最终实现订单式生产，追求零库存管理。

## 2.5 客户选择和放弃

商业模式创新是针对如何更好地满足客户需求和增加公司的获利能力这两方面，关键在于如何创造性地设计出独一无二的商业模式。没有一种商业模式能够持续永久地获得成功，昨天成功的商业模式可能今天就已经不能满足客户的需求，因此首先要了解价值转移的趋势，每隔3年至少进行一次商业模式创新。

以客户和利润为中心思考商业模式创新时，要回答和解决四个战略要素问题，客户选择、价值创造和获取、战略控制、业务范围，投资者主要就从这四个战略要素对商业模式进行估值。一个受投资者青睐的商业模式包括如下特征：

- 精准的客户定位，充分挖掘客户需求。
- 一套出色的利润捕捉模式，多个盈利点。
- 具有强大的差异化和战略控制手段，能够很好地保护利润流。
- 公司的资产尽量变轻，控制价值链的前端，其余分包、外购或协作生产。

---

<sup>①</sup> 百度文库. 浅析戴尔直销模式. <http://wenku.baidu.com/link?url=NjYpz9D5ewA7vvNkov3jp6alm-YXDP2643AcquwyMtSmBHPGVN2frFMbjbq35d6WP-HXSMC6CtCvB1zylz5clNjOFzyTuaBZiR4wqObpEm>.

- 内部经营决策协调一致。
- 组织结构、内控体系能够支持和强化公司的商业模式的价值。

上述6个受投资者青睐的商业模式特征，前面四个是战略要素，后面两个是操作实施要素。所有要素中最基本的是第一个：如何选择客户？

每一个企业面对的客户群很多，客户选择并不是说公司的产品要覆盖所有客户，而是要学会精准定位，寻找那些我们能够为其创造更多价值，他们也愿意付出更高溢价购买我们产品和服务的客户，对于那些不能为我们创造利润的客户要果断放弃。客户选择的三个重要问题<sup>①</sup>：

第一，谁是我的客户？

- 指出公司所处行业中的客户偏好。列举出在同行中，过去两年内最受欢迎的三种产品或服务并回答：
  - 客户为什么喜欢它们？
  - 这些产品或服务具有较高价值的原因何在？
  - 是因为它们便宜吗？还是可以减少客户麻烦？还是能够保证安全？
- 指出其他行业中你的客户的偏好：选取一个公司的客户经常光顾的、与公司无关联的市场或行业，再来回答这个问题。在那个市场，公司的客户表达了什么偏好？比如一个电影院的创始人在研究客户偏好时，就应该跨界研究酒吧客户的需求，因为晚上到电影院和酒吧的客户需求本质都是为了消遣。如果电影院既能提供传统服务，同时又能

---

<sup>①</sup> 本节余下内容引自：[美] 亚德里安·斯莱沃斯基，等. 发现利润区 [M]. 凌晓东，等译. 北京：中信出版社，2010：276-284.

满足酒吧客人的需求，那一定会将酒吧的客人吸引过来，从而寻找到自己的利润区。

第二，客户的偏好是如何变化的？

客户的需求是在不断变化的，抓住客户偏好变化并迅速做出反应的公司，一般都比同行其他公司更容易取得成功。影响客户变化的因素包括但不限于价格、产品功能、解决方案、质量、易获得性、快速交货和便利性等。可以根据这些因素，每年审查商业模式的时候，列出客户近来的变化和未来的变化。

- 公司所在行业中最远的客户偏好变化：对比三年前和现在同行最重要的前三个偏好因素。
- 公司所在行业中可预见的变化：对比现在和三年后同行最重要的前三个偏好因素。

第三，谁应该是公司的客户？

创造性的客户选择是商业模式创新成功的关键因素。分析现有客户的偏好及其变化趋势，公司尽可能地去满足他们的需求，并不是真正的以客户和利润为中心的商业模式设计。创造性的客户选择指的是要识别有价值的客户群体，要学会放弃那些给公司带不来利润的客户，要把那些潜在的、能给公司带来高额利润的客户发展为重要客户。

- 公司能够为哪些客户创造价值？
- 哪些客户可以为公司赚钱？
- 公司希望放弃哪些客户？
- 现在谁是公司的重要客户？

- 为了拓展公司的客户范围，还有哪些群体或行业参与者可以选择或开发，使之成为公司的客户？
- 这些客户群体，以及行业参与者的偏好是什么？
- 公司可以提供哪些他们感兴趣的产品或服务？
- 谁最有可能成为公司潜在的客户？

客户驱动着价值转移的全过程。客户选择最核心的问题是发现和识别顾客的需求，最好能挖掘客户自己都没有觉察的需求；而且一定要区分客户的需求到底是他自己的需求还是你以为的需求。为客户解决麻烦的过程就是在创造需求的过程，创造需求不是仅仅以满足需求为目的，而是以解决客户问题为目的。

## 2.6 价值创造和获取

以客户和利润为中心的商业模式设计的第二步就是要比竞争对手更好地为客户创造价值，使得客户愿意购买公司提供的产品和服务，从而获得其中一部分作为公司的利润。在资本市场上，即使能够给客户增加价值，但是如果不能带来很高的利润和利润增长率，这种商业模式创新也是不完善的。因此要设计好公司的盈利模式，设计多个盈利点，以获得高额利润。

### 2.6.1 价值获取的设计逻辑<sup>①</sup>

- 怎样才能为客户增加价值？
  - 公司的竞争者满足了客户的哪些偏好？

---

<sup>①</sup> 下文引自：[美] 亚德里安·斯莱沃斯基，等. 发现利润区 [M]. 凌晓东，等译. 北京：中信出版社，2010：284-286.

- 有哪些客户偏好，公司能够比竞争者更好地去满足？
- 有哪些客户偏好，公司可以比竞争者以更低成本去满足？
- 公司的客户能为满足自己的偏好付出多大的溢价？为了给客户提供更大的价值，公司还能满足客户的哪些其他偏好？
- 如何让客户首先选择我？
  - 对比自己和竞争对手在满足客户前三个偏好方面的情况。
- 公司的盈利模式是什么？
  - 有几种盈利模式？
  - 盈利模式之间的关系是什么？
  - 有几个盈利点？

对以上三个问题的回答既是以客户和利润为中心的商业模式设计的逻辑，也是向投资者讲述公司商业模式价值创造的逻辑。

### 2.6.2 利润模式

以不同的视角进行设计，就有不同的盈利模式。亚德里安在其《利润模式》一书中总结了 30 种利润模式，本书从价值链、产品、渠道和组织四个维度选取了其中 15 种利润模式进行介绍，这 15 种利润模式是资本市场比较喜欢的模式。需要注意的是，这些模式并不是割裂的，而是有联系的，只是以不同的视角为出发点，对公司的盈利方式和盈利点进行了设计，有些公司会同时采用几种盈利模式，设计多个盈利点，目的当然是获得高额利润。

价值链模式就是从产业价值链的角度，根据利润和价值的转移趋势来进行商业模式设计。一共包含价值链分拆、价值链压缩、强化价值链薄弱环节和价值链重新整合 4 种模式。

- 价值链分拆。不再追求纵向一体化，而是努力成为价值链专家。专注于断裂后新的产业价值链的某个或某几个环节，并实现对其控制，将公司定位于此。将其他部分以签约方式外包给别人。比如，苹果公司掌握着品牌、设计和营销，而将制造部分外包给成本更为低廉的富士康等厂家。相反，如果苹果没有将制造外包，那么生产成本必将大增，资产使用效率变低，利润将被消耗，市值将大幅缩水。小米最初的成功也是采用价值链分拆模式，掌握了品牌、设计和营销这些利润高的环节，而将制造等利润低的环节进行外包。
- 价值链压缩。当企业上下游的供货商和顾客的力量不断增强时，他们将对公司造成很大的挤压。这时具有投资价值的是那些能够制定新的商业模式，开发价值链之外环节的企业；或者是在价值链的上下游尽可能地寻找新的供货商和客户，以削弱价值链上下游参与者谈判能力的企业。
- 强化价值链薄弱环节。如果自己的企业在整个价值链上成长较快，就必须帮助供货商和经销商成长，否则价值会被削弱。根据企业自身商业模式设计，审视企业所处价值链上是否有薄弱环节：供货商、经销商谁是薄弱环节，由于他们削减了企业所创造的价值。这种盈利模式设计的关键就在于改善那些阻碍你创造价值的价值链上下游环节。
- 价值链重新整合。当价值链出现断裂，或价值和利润向上下游转移，商业模式设计就需要整合价值链，捕捉价值链中心的盈利点。苹果最早是一个IT厂商，主要产品是硬件，陷入亏损后，乔布斯重新出山，使苹果市值成为全球第一，实际上就是对价值链重新整合，把自己定义为一个IT生态系统的管理者。苹果目前利润最大的贡献点已经不是硬件，而是App Store。

### 2.6.3 产品模式

以产品为中心的商业模式设计中，产品是公司盈利的中心。但是，随着权利从厂家转移到客户，为客户创造价值或增加价值更多不是单一依靠产品，而是依靠品牌、解决方案等。原先附着在产品上的价值已经迁移到品牌、解决方案等新的稀缺资产上，因此，传统的产品模式必须做出改变：

- 从产品到品牌。如果一个公司提供给客户的是独一无二的产品和服务，这个公司将会获得高额利润，公司的估值也会很高。但是，今天大多数企业面临产品、服务和竞争对手雷同，质量和价格也没有太大区别。在这种情况下，如何使客户选择你的产品就不能靠质量和价格了。那靠什么？靠品牌。品牌提供了产品服务和顾客满意度的承诺，比如京东代表的就是品质有保障的产品及假货较少。当盈利模式从产品转换到品牌时，将获得较高的利润增长率，资本市场在估值时将给予品牌溢价，市值将增加。
- 从产品到拳头产品。大多数企业的产品组合都是均衡的普通产品，盈利是行业平均水平，而且利润率越来越低。这时的盈利模式设计就要创造一系列相关的拳头产品。苹果公司的东山再起，一个非常重要的原因就是乔布斯开发了 iPhone 这个拳头产品，接着又推出了 iPad 这个拳头产品，带动了苹果所有产品和服务的盈利。
- 从产品到金字塔。建立一个多层次的产品体系，将所有层次的产品作为一个体系来管理，创造公司的利润区。在金字塔的产品结构中，低档产品的利润很低，主要是作为防火墙产品。如果没有防火墙产品，竞争对手就会从低端产品进入，从而威胁高端产品，而高端产品贡献着公司的主要利润。斯沃琪就是瑞士制表商 SMH 产品金字塔最低端

的产品，这款价格低廉但依然有利可图的产品就是 SMH 用于阻击日本对手的防火墙产品。斯沃琪是为 SMH 的高档产品雷达、浪琴、欧米茄和宝珀建立保护带，以保护公司的利润区。

- 从产品到利润倍增器。利润倍增器模式指的是从单一品牌、产品、商标或服务获取最大利润到重复多次利用其获利。<sup>①</sup>实际上，利润倍增器战略是一个平台战略，平台产品是那些被创造出来、多次使用的资产。这种平台倍增器是对主打产品的一个补充，它们的目的是相同的，即摊销开发专利资产日益增加的成本<sup>②</sup>，从而获得高额利润。苹果公司是典型的利润倍增器模式，小米也是这种模式。
- 从产品到解决方案。在当今时代，价值和利润从产品转移到解决方案的趋势很明显，提供解决方案的企业比只提供产品的企业的估值要高很多。因为单一的产品不足以满足客户日益复杂的需求，创新的企业设计应该是将产品、服务和融资捆绑在一起为客户创造价值的销售方式。通用电气是一家成功从提供产品转向提供包括金融服务的解决方案的公司。解决方案的设计和开发很难，要想成为解决方案的提供者，就必须研究客户的系统，比客户更了解他们系统的经济性，创造一个独特的解决方案改进他们的系统。<sup>③</sup>

#### 2.6.4 渠道模式

销售渠道的设计是商业模式设计中比较重要的一个环节，渠道倍增（专业化）、渠道集中（规模化）、渠道压缩（分销环节减少）和渠道复兴（中间商

---

① [美] 亚德里安·斯莱沃斯基，等. 利润模式 [M]. 张星，译. 北京：中信出版社，2001：217.

② [美] 亚德里安·斯莱沃斯基，等. 利润模式 [M]. 张星，译. 北京：中信出版社，2001：220.

③ [美] 亚德里安·斯莱沃斯基，等. 利润模式 [M]. 张星，译. 北京：中信出版社，2001：230.

再生)，都有可能改变价值和利润的转移趋势，从而获得高额利润。

- 渠道倍增。在传统渠道商的基础上，开发适应现有和潜在客户的新渠道。传统线下分销的渠道再结合线上销售，就是一种渠道倍增的方式。苹果的销售模式就是渠道倍增的模式，其在中国的销售渠道为“官网直销 + 直营店 + 独立分销商（国代，中国邮电器材总公司和深圳天音公司）+ 运营商（三大电信运营商）+ 大规模零售商（DKR），也称直供应商或直供客户（主要是国美和苏宁）+ 普通零售店（KR）”。
- 渠道集中。将数量巨大的传统的小规模零售点整合在一起，就是所谓的渠道集中模式，这能够解决效率低下、费时和不便利等问题。家乐福和沃尔玛等大型超市就是典型的渠道集中模式，它们将众多的小商店集中在一个大的超市里，为客户和供应商创造了巨大的价值，从而获得高额利润。
- 渠道压缩 / 无中间商。直接将产品和服务卖给客户，消灭中间商，特斯拉、小米和戴尔都是这种盈利模式，这种模式是“互联网+”商业模式设计的标志之一。渠道压缩之后，成本下降，企业就能低于市场价格提供产品和服务，但却获取高额利润。
- 中间商再生。渠道压缩借助互联网消灭了中间的分销商，直接将产品和服务卖给客户，降低成本，从而使得客户享受到更低价格的产品和服务。中间商再生模式是相反的一种做法，往往也是通过互联网将“被消灭”的分销商重新进入分销渠道，当然新的中间商能够提供新的、重要的增值服务，能够向客户提供更有效的交易模式。携程就是一个典型的中间商再生的盈利模式，携程在旅行者和酒店、航空公司、汽车租赁公司之间创造了新的中间商地位，为交易双方创造了新的价值。携程通过搭建一个互联网服务平台，帮助旅行者获得更低的

价格，同时帮助酒店、航空公司和汽车租赁公司等旅行机构提高其业务利用率，避免放空。

### 2.6.5 组织模式

商业模式最终要靠企业去实施，因此企业的组织结构的设计是否高效直接会增加或减少价值，直接影响到企业是否可以获得高额利润。最好的组织结构设计是通过组织的力量放大利润模式创造的价值和利润。

- 从金字塔到网络。金字塔的组织结构是很常见的，它意味着集权和官僚。如果企业规模大，这种组织结构就会阻碍企业内部人与外界的接触，从而导致无法关注客户，更无从了解客户的需求。为创造利润区，要尽可能地增加企业与外界的接触，关注利润增长。在组织结构上，资本青睐那些将传统金字塔组织结构改为网络型结构的企业。网络组织就是管理层级尽量扁平化，企业业务单元“小而美”，每个业务单元在 50 人左右。这样就能清晰地感受客户、投资者的压力和信号，准确把握客户好投资者的需求，从而创造更多的价值和利润。
- 基石建设。这是存储组织能量的方式，将公司中的最强战略位置加强、再加强，在某方面做到最好，然后寻找下一个机会，把握住这个机会，再做到最好，再寻找下一个机会。微软的基石模式是最成功的，在 20 年时间内，微软先是用 BASIC 树立了最佳的战略位置，然后从 DOS 发展出 Windows，又从 Windows 发展到一整套办公室应用软件。<sup>①</sup>有意思的是，微软基石建设中的基石都是别人发明的，

---

① [美] 亚德里安·斯莱沃斯基，等. 利润模式 [M]. 张星，译. 北京：中信出版社，2001：279.

BASIC 来自微型电脑，MSDOS 以 QDOS 为基础，Windows 来自 Macintosh，NT 来自数码操作系统派生出来的技术。微软从来都没有把精力投入技术创新上，而是放在创造价值和利润上。<sup>①</sup>

- 从常规到“互联网+”的设计。“互联网+”企业计不是把公司整个网络化，也不是简单地上一个 IT 系统。而是一切从解决业务问题出发，利用互联网的思维，对生产率、反应时间、资产效益，以及最重要的顾客信息进行有效的整合，改善业绩，创造价值和利润。企业设计和公司面临的主要问题应该关注顾客和业务角度最可能改进的问题，而不只是信息技术角度的改进。“互联网+”的企业设计的目标不是从旧模式中获取更多利润，而是要通过与顾客新的交互作用创造利润区，带来源源不断的利润。“互联网+”企业设计既可以在传统的金字塔形组织结构中发挥作用，又可以在网络结构中发挥作用。当然，“互联网+”与网络结构相结合的企业设计将会大幅度地提升业绩。

## 2.7 保护利润流

商业模式设计的第三个战略要素就是战略控制，即如何通过产品差异化和战略控制手段保护住企业创造的价值和利润不被竞争对手所蚕食。战略控制手段解决以下问题<sup>②</sup>：

- 为什么公司选择的客户会向公司购买？

---

① [美] 亚德里安·斯莱沃斯基，等利润模式 [M]. 张星，译. 北京：中信出版社，2001：283.

② [美] 亚德里安·斯莱沃斯基，等. 发现利润区 [M]. 凌晓东，等译. 北京：中信出版社，2010：12.

- 公司拥有哪些竞争对手不具备的关键流程和关键资源？
- 公司的价值判断和竞争对手有何不同？特点是什么？
- 哪些战略控制方式能够抵消客户或竞争对手的力量？

表 2-1 列出了企业常用的战略控制手段，每一种战略控制手段都帮助企业守住利润流，使企业留在利润区。每个好的商业模式设计至少有一个战略控制手段，一些受资本青睐的商业模式往往有多个战略控制手段。多个战略控制手段代表企业的战略控制强度大，企业的业绩预测性也就越高，估值也就越高。

表 2-1 战略控制指数<sup>①</sup>

保护利润的强度	指数	战略控制手段	案例
高	10	建立行业标准	微软、阿里巴巴、Google、苹果、特斯拉、京东、腾讯
	9	管理价值链	英特尔、可口可乐、苹果、华为
	8	领导地位	可口可乐、华为、京东、腾讯
	7	良好的客户关系	GE、戴尔
中	6	品牌、版权、专利	很多
	5	2 年的产品领先期	英特尔
低	4	1 年的产品领先期	比较少
	3	10%~20% 的成本优势	西南航空、小米、戴尔
无	2	具有平均成本	很多
	1	成本劣势	很多

（指数代表保护利润的力度强弱，指数越大，代表保护力度越大。）

① [美] 亚德里安·斯莱沃斯基，等. 发现利润区 [M]. 凌晓东，等译. 北京：中信出版社，2010：47.

## 2.8 定位业务范围

商业模式设计的第四个战略要素就是确定业务范围。根据公司所选择的客户、所采用的盈利模式、所拥有的战略控制手段，以及公司拥有的关键资源和能力，最终要确定公司将从事经营活动的种类和范围。<sup>①</sup>

- 公司希望向客户提供何种产品、服务和解决方案？
- 公司希望从事何种经营？起到何种作用？
- 公司打算将哪些业务进行分包、外购或者与其他公司协作生产？

确定业务范围时的正确逻辑要依次解决如下问题：<sup>②</sup>

- 公司目前的商业模式是怎样的？按照客户选择、价值获取、战略控制 and 业务范围进行描述，检查业务范围是否与前三个要素一块能满足客户最重要的偏好；业务范围是否与前三个要素协调一致。
- 公司真正的竞争对手是谁？尤其是要注意那些跨界的对手，也就是其他行业和公司争夺同一客户，并能满足客户需求对手。
- 公司最难对付的竞争对手的商业模式是怎样的？
- 公司下一个商业模式的业务范围如何确定？

从创造价值的角度看，资本青睐的业务范围设计的排序是虚拟业务、提供外部支持、后续产品、窄范围产品、宽范围产品，最后是垂直一体化。

---

① [美] 亚德里安·斯莱沃斯基，等. 发现利润区 [M]. 凌晓东，等译. 北京：中信出版社，2010：12.

② 下文引自：[美] 亚德里安·斯莱沃斯基，等. 发现利润区 [M]. 凌晓东，等译. 北京：中信出版社，2010：277.

## 2.9 实施要素选择

一个企业的商业模式设计包含战略因素、操作因素和组织因素。前面 5-8 节分析了战略要素中的客户选择、价值获取、战略控制和业务范围，商业模式要落地创造价值，还需要在操作因素和组织因素方面做出合适的选择，最终使得设计的商业模式具有如下三个特征。

- 比竞争对手更好地满足了客户需求；
- 具有获得高额利润的能力；
- 战略因素和实施因素等各个环节具有内在一致性。

表 2-2 所示的是在商业模式设计中，如何对操作因素进行选择。一般来讲，表格右边的选项，基本上就是轻资产商业模式的设计思路，能够创造更多的价值。比如有两个企业 A 和 B，A 企业在商业模式操作要素的选择基本上都是按选择 1 进行的设计，即在采购政策上是临时交易，选择的是资本密集、固定成本高的生产系统，完全自己生产，研发完全依靠内部开发，销售依靠自销；而 B 企业的选择的是另外一种设计逻辑，与供货商具有长期的伙伴关系，选择的是资本密集度低、灵活的生产系统，大部分制造外包，研发与创新采用和外部合作开发，掌握最新技术，销售方式采用线上线下结合的混合方式。

表 2-2 操作因素的选择<sup>①</sup>

操作因素	选择 1	选择 2	选择 3	选择 4	选择 5
采购政策	临时交易	有保证的供应商	长期的伙伴关系		
资本密集度	资本密集, 固定成本高的生产系统	资本密集度低, 灵活的生产系统			
制造系统	完全自己生产	部分制造部分外购	大部分外购	完全外购	
研发与创新	内部开发	合作开发	申请许可证	最新技术	核心产品
销售机制	自销	分销渠道	混合方式	直接营销	互联网

以上两种设计思路导致的结果就是 B 企业的市场估值会明显高于 A 企业。

表 2-3 所示的是在商业模式设计中, 如何对组织因素进行选择。一般来讲, 尽量选择表格右边的选项, 能够创造更多的价值。比如 A 企业按选择 1 进行设计, 采用的是传统的金字塔组织结构, 管理人员都是内部提拔, 激励采用的是固定年薪; 而 B 企业的组织结构采用的是网络型的利润中心模式, 人员聘用和管理人员选拔既有企业内部的也有行业外部的, 激励方式除了年薪之外还有年终奖和股权激励。

表 2-3 组织因素的选择<sup>②</sup>

组织因素	选择 1	选择 2	选择 3	选择 4	选择 5
组织结构	金字塔	网络型	功能型	利润中心	分拆为小型组织
人员聘用	行业内	行业外	混合方式		
激励方式	固定工资	固定加可变工资	可变工资	阿米巴	股权激励

以上两种设计思路导致的结果就是 B 企业的市场估值会明显高于 A 企业。

① [美] 亚德里安·斯莱沃斯基, 等. 发现利润区 [M]. 凌晓东, 等译. 北京: 中信出版社, 2010: 301.

② [美] 亚德里安·斯莱沃斯基, 等. 发现利润区 [M]. 凌晓东, 等译. 北京: 中信出版社, 2010: 301.

## 2.10 投资者喜欢的商业模式

投资者喜欢那些能够满足客户需求，为客户创造价值，在未来能够为投资者创造持续高额利润的商业模式，这些商业模式往往具有如下特征。

### 2.10.1 投资者喜欢的商业模式特征

- 大家都认同。
  - 客户认同。高度关注顾客，能够比竞争对手更好地满足客户需求，为客户创造价值。
  - 投资者认同。
  - 人才认同。高管团队和核心骨干认可企业，有一系列内部协调一致的关于经营范围的决策，而且激励方式采用了股权激励。
- 可预期的高成长、高价值。

有一套出色的价值捕捉机制或利润模型；

  - 多个盈利模式组合，多点盈利；
  - 能够快速复制性生长或成长性生长。
- 突出的竞争优势。
  - 能够使投资者对未来现金流更有信心的、强大的差异化和战略控制的来源；
  - 一看就明白，与众不同。
- 平均水平资源可以产生高水平绩效。
  - 一套精心设计的、能够支持和强化企业设计的组织体系；
  - 初始投入比较少；
  - 轻松赚钱；

- 资产比较轻。
- 和投资人能够分享合作、善于整合存量资源。

### 2.10.2 商业模式创新的具体做法

针对产品市场和资本市场的商业模式创新的设计逻辑是不一样的，针对产品市场的商业模式创新可以叫作初级阶段，在资本市场上吸引投资者、做大市值的商业模式创新叫作高级阶段。

初级阶段商业模式创新的要点：

- 企业“赚钱”的本质：为客户提供服务。只有为客户提供有价值的产品和服务，满足客户日益增长和变化的需求，才能获得利润。
- 创造大价值必须借助杠杆：金融杠杆、经营杠杆（连锁杠杆）。
- 采用传统的价值识别、价值来源分析方法，如 SWOT 分析法。

但是，要吸引投资者、做大企业市值还是远远不够的，还必须学会高级阶段的商业模式创新。

超越初级阶段商业模式的设计要点：识别与变现“价值新来源”。<sup>①</sup>

- 价值改善型创新。满足原有的生存、发展等需求，用工业化、信息化方式，或者利用技术创新的手段，改造传统产业，降低各个环节的成本，提高运行效率。可以从需求拉动和技术推动两个角度促进商业模式创新。比如，味千拉面能够成功上市，就是用制造业非常普遍的“工业化、标准化、信息化”改造餐饮业，使其能够快速复制生长，从而产生了新价值，获得了资本市场的青睐。

---

<sup>①</sup> 下文参考：张陶伟《私募股权投资与商业模式创新》讲义。

- 价值依附型创新。满足间接第三方需求，第三方付费；注意力经济，新广告模式（楼宇广告、电梯广告等）；互联网企业（搜索、社交、微信、微博、新闻网站、视频）。
- 价值创造型创新。没有直接需求，通过创造有价值的产品或服务，引起客户的新需求，再满足这种新需求。

苹果就是价值创造型创新成功的范例。乔布斯重新出山之后，把处于充分竞争行业的、亏损的苹果，做到世界市值第一是出乎很多人意料的。因为苹果软件不如微软，硬件不如 Intel，搜索不如 Google，iPod 没有 Sony 的 Walkman 的革命性。<sup>①</sup> 苹果商业模式的设计逻辑：

- iPhone 的热卖是苹果东山再起的关键。当初设计 iPhone 的时候，乔布斯要求把 iPod 的功能全部做到 iPhone 上，而且要求 iPhone 能够上网。这曾经遭受摩托罗拉和诺基亚的嘲笑，它们认为手机就是打电话的，要这些华而不实的功能有什么用。但恰好是这些“华而不实”的功能唤起了客户新的需求，而 iPhone 又恰好满足了客户这种需求。于是，iPhone 就在当时已经是红海的手机市场上杀出了一片蓝海，而且开创了移动互联网时代。而摩托罗拉和诺基亚却没落了！
- 苹果卖的不是手机、笔记本等简单产品，而是“苹果生态系统”。苹果公司将硬件与软件、整机与服务融合于一体，构建了全球的“硬件、软件、内容”三位一体的生态系统。
- 盈利点：一是靠卖硬件产品来获得一次性的高额利润；二是卖苹果自己开发的软件获利；三是靠卖音乐和应用程序来获得重复性购买的持续利润。
- 被乔布斯、时尚、生活方式包裹，被创新、华尔街，以及商业理想主义化妆之后的苹果，成为时尚和奢侈的代表。

---

<sup>①</sup> 下文参考：张陶伟《私募股权投资与商业模式创新》讲义。

### 2.10.3 商业模式的价值判断模型

以客户和利润为中心的商业模式设计一定会给股东带来价值，但是究竟能创造多大价值，而且盈利模式是如何影响市值的呢？有 4 个关键要素决定了公司的市值<sup>①</sup>：

- 销售利润率。息前税前利润与销售额的比率，反映了公司获取利润的能力。当公司的销售利润率下降，就表明原来的商业模式正在偏离客户的偏好，开始滑落到利润区之外。当公司的销售利润率上升，说明商业模式为客户创造了价值，公司获得高额利润。
- 利润增长率。用近两年的数据预测反映公司未来 3~5 年的利润增长，反映的是公司的成长能力。
- 资产效率。公司资产（资产—现金和现金等价物—应付账款）与销售额的比率，这个比率越高，代表资产使用效率就越低，对公司盈利水平的拖累也就越大。为什么投资者比较青睐轻资产的商业模式设计？如果商业模式设计导致资产过重，那么即使强大的获利能力也会被抵消掉，将无法为投资者留下可分配的自由现金流。
- 战略控制手段。战略控制手段是用于保护公司所创造的利润流。

以上 4 个指标都是由公司的商业模式决定的，可以用这 4 个指标构建一个简单的模型用于判断公司市值的变化。如果 A、B 两个企业，A 公司的商业模式在这 4 个方面都比 B 公司表现好，那么在资本市场上 A 公司的估值将高于 B 公司。

---

<sup>①</sup> 下文参考：[美] 亚德里安·斯莱沃斯基，等．发现利润区 [M]．凌晓东，等译．北京：中信出版社，2010：305.

## 第 3 章

# 价值如何得到认可

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



### 3.1 价值实现的基本逻辑

价值实现指的是在资本市场有效性较差的情况下，公司市值不能反映其内在价值，就需要通过信息披露、投资者关系管理、资本市场品牌策略等手段使得资本市场了解并反映公司的内在价值。价值创造过程是市值管理的基础，但是公司创造的内在价值能否准确地反映在其股票市场价值上，就要依靠价值实现这一重要的桥梁了。

价值实现的方法主要有两大类，即公司治理和以投资者关系管理为代表的消除信息不对称的4R管理。4R指的是IR、AR、MR、RR，分别代表投资者关系管理、分析师关系、媒体关系、监管层关系。

优化公司治理主要包括董事会的独立性、信息披露的质量、股权激励的业绩考核、员工持股计划的参与热情。董事会的独立性直接关系到董事会是否能够代表大多数股东（尤其是中小股民）独立、公正地行使决策和监督的职责，直接关系到上市公司是否被控制性股东或经理人操纵，资本市场的实践表明，董事会的独立性和上市公司市值呈正相关关系，董事会越独立，资本市场给予的溢价将越高。

信息披露的质量对于价值实现是非常重要的，因为及时、充分、完全、有效的信息披露能够使得公司市值准确反映内在价值。但是由于监管制度设计的缺位，中国上市公司目前依然普遍存在“报喜不报忧，报忧不报喜”的选择性披露，或者对财务数据进行“粉饰”。但是，从发展的眼光来看，对信息

披露一定会进行严格监管，因此提前在信息披露中提高质量的上市公司，资本市场一定会对其市值做出正面回应。

股权激励对于价值实现来说，最关键的在于业绩考核财务指标的确定。对于上市公司，财务指标有会计指标和市场指标两大类。会计指标反映的是账面价值和内在价值，市场指标体现的是公司的市场价值。对我国上市公司的股权激励，建议将会计指标和市场指标二者结合起来同时用于业绩考核，并根据公司的目标对二者的权重进行调整，可能是一个比较符合实际的方案。<sup>①</sup>因为这样可以兼顾企业内在的价值创造和外部资本市场的价值实现。

员工持股计划没有业绩考核的要求，但有 12 ~ 36 个月的锁定期。员工往往是以 9 折获得认购资格，因此，有股价下跌引起财富缩水的风险。在这种情况下，上市公司推行员工持股计划时，如果员工积极参与认购，这就必然向资本市场释放正面的信号：管理层和核心骨干员工对公司未来非常看好，公司的市值被低估了。这必将推动公司股价上涨。

4R 管理主要是用于消除资本市场的投资者和公司之间的信息不对称，使得公司市值能够准确反映内在价值的变化。4R 管理包括投资者关系管理、分析师关系管理、媒体关系管理和监管机构关系管理。公司与研究机构、各类基金、证券公司、媒体机构、社会公众和监管机构等关系良好，那么意味着公司将被资本市场认可和认同，这将使得内在价值的变化真实地反映在市场价格上，甚至给公司带来市场溢价。

在危机管理中，可以通过分析师电话会议、新闻发布会、公告、媒体声明减少信息不对称，消除不确定性，减少二级市场的剧烈波动；在日常的管理中，可通过业绩发布会、分析师见面会、路演、反向路演、网上路演等互动方式减少信息不对称，保证公司市值稳定增长，提升股东价值回报。

---

<sup>①</sup> 马永斌. 公司治理之道: 控制权争夺与股权激励 [M]. 北京: 清华大学出版社, 2013: 414.

## 3.2 IRM 管理与价值实现

卖企业和卖产品在逻辑上是一样的，也需要在资本市场上向投资者进行营销。价值实现就是企业在资本市场上整合营销的结果。

投资者关系管理（IRM）是资本市场的产物，其产生的初衷就是在上市公司和投资者之间建立良好的沟通与信任关系，让企业的内部价值得到资本市场的认可。

在1929年经济危机爆发之前，美国的资本市场非常不规范，是一个弱势有效或者无效的资本市场，股票价格无法反映公司价值的真实变化。上市公司的实际控制人为了牟取私利，在信息披露上弄虚作假，上市公司和投资者之间存在高度的信息不对称。做假账、虚假信息和误导性信息披露、选择性信息披露在当时的美国资本市场也是极度盛行，最终导致了经济危机的爆发。痛定思痛后，美国资本市场回归到价值投资的思路上来，在20世纪50年代提出了上市公司需要进行投资者关系管理。认为通过与投资者建立良好的沟通和信任，消除公司与投资者之间的信息不对称，是公司内在价值得到资本市场认可的关键所在。投资者关系管理在美国发展很快，基本上每家美国上市公司都有专门的人和机构进行投资者关系管理，都有一套独特的工作逻辑和方法。

美国的全美投资者关系协会（NIRI）在1988年对IRM的定义是“公司通过财务、信息披露、市场营销等手段，与投资者等利益群体加强沟通，是一项旨在帮助公司在资本市场中获得最大企业价值的战略管理工作”。

1990年，加拿大投资者关系管理协会（CIRI）认为“IRM是公司通过运用金融、营销、沟通等手段，将其经营情况及发展前景传递给现有及潜在的投资者，以便其做出正确的、有利于公司发展的决策”。

1993年，日本的投资者关系协会（JIRA）认为“IRM是上市公司实施

的，用来促进股价真实反映其自身价值的手段，最终能够起到降低融资成本的作用”。

根据投资者关系管理的实践，良好的 IRM 的意义在于：

- 使得公司价值得到资本市场认可，避免公司价值被低估。在资本市场上，酒香也怕巷子深。股票价格是公司内在价值和市场预期的外在表现，投资者只有在掌握足够多的财务信息和经营状况的信息，才能对公司未来的获利能力做出正确预测。良好的投资者关系管理可以在充分的信息披露、不断双向沟通的过程中，让投资者了解并认同公司的发展思路和经营状况，向投资者充分揭示公司的价值，防止公司价值被低估。
- 减少信息不对称，纠正市场估值偏差。建立良好的投资者关系管理，意味着上市公司除了在强制信息披露时要做到完全、及时、充分和有效之外，还要主动披露各种有关经营状况、盈利能力预测的各种自愿性信息，尽最大可能性降低公司与投资者的信息不对称，充分向投资者揭示公司价值，从而使得资本市场认可公司的内在价值。
- 降低融资成本。在有效的投资者关系管理下，信息披露解决了公司与外部投资人之间的信息不对称，投资人可以更加准确、充分地了解公司的运营状况和盈利能力，建立稳定的投资者基础，增加投资者跟随，降低企业市场价值被低估的可能性，从而以较低成本融到所需要的资金。
- 管理资本市场预期，增强市场信心。投资者对企业的估值建立在对未来公司的盈利能力基础之上。但是经济发展有周期、行业的价值流动在变化、企业经营状况也有起起伏伏，良好的投资者关系管理可以使得投资者客观、科学地看待公司业绩的波动变化，从而进行有效的预

期管理，增强投资者的信心。

- 提升无形资产，获得市场溢价。投资者关系管理实际上就是一个整合营销过程，通过强制信息和自愿信息的充分披露，将公司的财务状况、资本结构、公司治理状况、商业模式、技术创新、管理方式、营销系统和企业文化等方面的情况正式地展现给资本市场的利益相关主体。除了让投资者对公司更加了解，增强持股信心之外，另一个重要的作用是通过整合营销传播向社会各界做了宣传，提高公司的知名度，从而增加了公司的无形资产，最终获得投资者给予的溢价。
- 增强价值创造能力。双向互动的投资者关系管理，在公司向投资者充分揭示内在价值的同时，还可以更好地了解投资者的意见、诉求和建议。可以使得公司的管理层更准确理解股东对价值创造的诉求，并将其体现在战略、商业模式、营销系统等价值创造环节，从而增强企业的价值创造能力。

随着投资者关系管理的实践与总结，2003年，NIRI给出了重新定义：“IRM是一项战略管理责任，整合金融、沟通、营销和证券法规，在公司、投资者和其他社会公众之间使用双向沟通，最终使公司的证券得到公正的股价。”

结合中国资本市场的实际，我们认为投资者关系管理是通过信息披露，综合运用金融、整合营销、沟通等方法与手段加强与资本市场的利益相关主体进行双向互动沟通，消除公司和投资者之间的信息不对称，使得资本市场的利益相关主体对公司充分了解并认同，争取公司价值实现最大化。这里有三点趋势变化需要注意：

- 从投资者关系管理到4R关系管理的转变。资本市场的利益相关主体不再只是包括现有的投资者和潜在的投资者，而且还包含证券分析

师、基金经理、媒体、监管层等。

- 从强制性信息披露到自愿性信息披露。这里的信息披露除了在强制性信息披露中要做到完全、充分、及时和有效之外，还需要尽可能充分地披露反映公司运营状况和盈利状况的自愿性信息。
- 从单向沟通到双向互动沟通转变。传统的投资者关系管理和信息披露主要指的是单向沟通，强调将强制披露信息和自愿披露信息完全、充分、及时和有效地传递给资本市场的利益相关主体；双向互动沟通是在做好单向沟通的基础之上，公司要建立专门的 **IRM** 部门收集从投资者、分析师、媒体和监管层的反馈信息和信息需求，用于帮助公司精练价值创造的环节，帮助管理层了解资本市场相关利益主体对公司特定行动的响应情况。这种双向沟通效果会直接影响到公司的决策和资本市场上股价的表现。

### 3.3 从 IRM 到 4R 管理

最早的投资者关系管理的对象只是单纯的投资者，但是资本市场上能够影响到公司股价的利益相关者众多，除了现在已经持股的股东之外，还包括潜在的投资者，以及证券分析师、媒体和监管层等。而且潜在的投资者可能和现有股东具有不同的投资理念、投资风格和投资偏好；证券分析师、媒体和监管层对公司股价的影响可能比股东还要大。因此近年来的投资者关系管理已经从单纯的 **IRM** 发展到 **4R** 关系管理。

**4R** 关系管理的逻辑是：用投资者理解的语言去描述你的公司价值，并通过 **4R** 传导到资本市场。一个给定内在价值的企业，如何描述价值，并通过 **4R** 传导出去就很关键，因为这直接关系到公司的估值。

### 【案例】复星集团的价值实现与描述<sup>①</sup>

在2007年整体上市之际，复星集团的产业结构由6个板块构成：医药、房地产、钢铁、矿业、零售、金融，这显然是一家无关多元化公司。按国际资本市场的惯例，无关多元化公司的市值不可能估得太高。

摩根斯坦利、高盛去和郭广昌聊过之后，认为国际资本市场不认这种大杂烩公司，因为完全是非相关多元化、股权投资。如果一定要IPO发行，只能给出6倍市盈率，郭广昌肯定不同意。

最后瑞银的蔡洪平也去了，问郭广昌：“这些投资都是非相关多元化，经营风险很大，可为什么你投资哪个产业，哪个都成功呢？”郭广昌回答说：“这是我们的核心能力。在中国经济高速增长中，我们能率先识别出哪个行业值得进入，所以最后就成了一个你们觉得业务结构不可理喻的公司。”

蔡洪平一听，就决定20倍市盈率承销。提出的概念是“复星是中国经济高速增长中的产业机会发现者”。按这个方式描述，复星的核心能力不是驾驭多元化，而是发现中国的产业机会。

#### 3.3.1 投资者关系（IR）管理

中国A股市场现阶段的IRM基本上就是“大股东投资者关系管理”或者“董事会秘书投资者关系管理”。现在的一般做法就是上市公司的大股东利用信息优势，根据自己的利益诉求来披露公司信息。这就使得公司披露的信息失去了可信度，无法对一般投资者的投资起到指导作用。投资者关系管理基本上就是一个表面工作，起不到公司价值实现最大化的作用。

随着新股发行速度越来越快，注册制已经来了。注册制之后，上市的公

---

<sup>①</sup> 资料来源：王明夫，足够重视市值管理了吗，中欧商业评论，2010年5月刊总第25期，<http://www.ceibsreview.com/show/index/classid/5/id/1017>。

司会越来越多，而注册制之后上市的公司股本大都不会太大，那么随着 IPO、上市之后的再融资和大股东减持，股权将变得分散。这时公司面临的投资者主要是中小投资者。从融资成本和控制权争夺（反恶意并购）两个视角来看，未来的上市公司竞争将是“得散户者得天下”。因此投资者关系管理关注的重点一定要从大股东转到中小股东上面，真正建立使得所有投资者价值最大化的投资者关系管理。

另外，还要寻找“会打喷嚏的股东”。在公司再融资时要在股东结构中引入“会打喷嚏的股东”，对公司市值将会有正面的影响。

### 3.3.2 分析师关系（AR）管理

证券分析师是资本市场上对股票和债券进行分析预测的专业人员，由于分析师具有专业的分析能力，以及优于一般投资者的信息收集能力，他们可以深度分析公司的财务状况和盈利状况，对股票价格的未来走势发布预测，为投资者提供投资建议。随着资本市场的发展，分析师的作用和地位越来越重要，已经成为资本市场上的一支重要力量。

一家上市公司，如果平均每月分析师能发布 5 份左右的研究报告，而且报告有深度，评级一般为买入或增持，并且覆盖多个新财富研究员。那么表明这家公司的内在价值获得了资本市场认可，很有可能获得资本市场的溢价。

如何让分析师关注公司呢？A 股上市公司的创始人和董秘，存在两种极端情况，第一种情况是所有分析师来都接待，所有券商的投资策略会都参加；第二种情况是上市之后完全不理睬这些自选的整合营销传播过程，能不参加就不参加，美其名曰要关注实业。这两种情况对公司的价值实现没有任何帮助，第一种情况会浪费太多的时间和精力，而且有可能找不到对公司感兴趣

的分析师；第二种情况是分析师不会关注公司，公司内在价值得不到资本市场的认可。比较正确的逻辑是：

- 找到对公司感兴趣的基金公司、分析师和财经媒体。
- 组织路演和反向路演。
- 深度沟通公司的商业模式、运营状况和盈利能力状况。
- 做好预期管理。

#### 3.3.3 媒体关系（MR）管理

在公司价值实现的整合营销传播过程中，媒体是连接上市公司和投资者的重要桥梁，媒体关系管理的效果直接关系到公司价值是否能够在资本市场上得到认可。因此，近年来上市公司逐渐开始在市值管理中重视媒体的作用。

在媒体关系管理中主要有两个重点，首先是大众媒体和自媒体的综合应用；其次是做好舆论危机管理。

大众媒体包括立体媒体、平面媒体和多媒体<sup>①</sup>。大众媒体是企业信息披露的重要渠道，也是广大投资者获取企业信息的主要来源；而且由于大众媒体的官方权威性，往往起到答疑解惑、引导舆论的作用；并且大众媒体也是外部公司治理结构的一种重要手段，对公司的实际控制人起着舆论监督的作用。

一些上市公司对媒体采用避而远之的做法，不但不主动邀请媒体采访沟通，而且媒体的采访要求也一律婉拒。这种做法首先会伤害媒体的感情，其次会导致记者根据公开披露的信息或者是道听途说的小道消息形成报告，这

---

<sup>①</sup> 主要指的是互联网媒体。

样的新闻报道对公司市值不可能有正面的影响，甚至有可能是负面报道。每家公司都希望媒体多发正面消息，少发负面消息。那么如何才能做到呢？

- 完善媒体沟通制度。首先要对媒体进行分类管理，对那些市场影响力大、对公司市值影响比较大的媒体，要定期主动邀请其到公司进行采访，一方面将公司的经营状况和盈利状况传播给广大投资者；另一方面也可以答疑解惑，以防市场出现对公司的误会。其次，对同一重大事件，对不同媒体要提供不同视角的素材。这样可以避免千篇一律的新闻稿传播，可成为一个多视角的立体传播，可以达到事半功倍的效果。
- 对媒体需求进行调研。媒体喜欢挖掘不为人知的信息，为了防止媒体的报道有失公允，公司要主动调研媒体的需求，向媒体提供一些它们感兴趣的新闻素材。
- 细化媒体沟通流程。媒体沟通流程是否完善，直接涉及信息沟通的正确性和沟通的效率。
- 建立统一宣传口径。这是对外信息控制的需要，否则当企业内部意见不一致时就容易导致多个渠道向媒体传递相互矛盾的信息，容易引起误解。
- 建立舆论危机预防机制。

媒体关系管理中，除了重视大众媒体之外，还要学会善用自媒体，如利用微信公众号和微博的传播作用。当今时代，有关公司的信息，尤其是负面消息在自媒体的传播可以在一夜间就传遍大江南北，因为自媒体具有以下几种特点。

- 自媒体时代，人人皆记者，处处是中心，边缘模糊化，信息杂乱，专

业性差，信息传播容易出现管中窥豹或者指鹿为马的偏差。

- 病毒式传播。立体网络传播，受众是几何级增长。
- 信息化获取碎片化，容易出现一叶障目、扭曲事实的现象。
- 传播途径圈群化，事实真相容易受到意见领袖的影响。

公司应该将自媒体视为面向投资者进行整合营销传播的主要渠道，建立官方微博和企业微信公众号等自媒体，将其作为公司自选信息披露的重要渠道。而且不能只是单向的信息发布，一定要在这些自媒体上和投资者进行充分互动，将公司真实的运营状况和盈利能力等情况进行随时沟通。这样做将减少公司和投资者之间的信息不对称，有利于公司价值实现最大化。

媒体关系管理中另一个重要的内容是要做好舆论危机管理。企业的经营过程中充满了各种各样的风险，如果不能有效化解突如其来的危机，上市公司的市值就会大幅缩水。而且“好事不出门，坏事传千里”，特别是在自媒体时代，负面消息的传播速度基本上是呈几何倍增的，而且很多时候“躺着也中枪”。但是，有时候危机处理得当，也会达到坏事变好事的效果。

既然危机难以避免，那么就on应该做好危机的预防和应对工作。对于舆论危机管理来讲，最糟糕的是发生后，被动挨打，股价大跌；稍好一些的是发生之后，巧妙应对，四两拨千斤；最高明的是让舆论危机发生不了，将其扼杀在摇篮之中。应对策略是做到预防、预判和预控，具体做法是：

- 研究分析行业状态、竞争对手动态，发现跨界的潜在竞争对手，目的就是保护公司自己的生态环境。
- 和具有影响力的大众媒体和自媒体建立朋友关系。
- 建立并运营官方自媒体，进行不间断的舆情监控和预警机制。
- 建立快速、真诚的危机应对机制。

- 内部协调一致，建立统一口径。
- 直面质疑。危机发生后企业应当第一时间做出积极、主动、耐心和认真的回应，如果采用漠视的态度回避，只会损害公司的形象和市值。因为对危机及时真实的回应可以改变外界对危机的看法和稳定投资者情绪。

### 3.3.4 监管层关系（RR）管理

关系管理的要义不是“搞关系”，而是要建立信任。好的关系管理是在各方之间建立和谐信任的氛围，使各种活动都能够顺利快速而又低成本地运行。而所谓的“拉关系”或者“搞关系”，恰恰是对关系的误用。<sup>①</sup>

以上对关系管理的定义非常适用于投资者关系管理，尤其是监管层关系管理。监管层关系管理是上市公司外部治理结构中的重要内容，也是上市公司如何处理政商关系的关键所在。监管层关系管理绝对不是上市公司通过走后门，和监管层进行权钱交换、权权交换、权色交换，在资本市场上操纵股价获利。

健康的监管层关系管理的逻辑是，企业所有的资本运作或市值管理手段必须是合法合规的，但这只是一个基本要求；其次还应当吻合监管层的基本诉求：保证金融市场可持续、健康地发展。这对于中国资本市场是非常重要的，因为近年来国内金融产品创新的速度远远超过了监管立法的速度，国内资本市场存在许多监管漏洞。只用合法合规来约束，就会导致大量的金融风险。

---

<sup>①</sup> 江涛. 关系管理之道. 管理学家. 2011-10-25. <http://www.nbd.com.cn/articles/2011-10-25/610526.html>.

**【案例】宝能集团的监管层关系管理败因分析<sup>①</sup>**

2015—2016年在A股市场频繁举牌的宝能集团就是监管层关系管理失败的典范，其在A股市场的运作手段，基本上都没有违反现行法律法规。宝能利用的就是监管的漏洞：目前资管产品已经很普遍地混业运作，但在监管层面依然处于一行三会严重割裂的局面，存在较大的监管漏洞。在宝万之争中，宝能通过不同渠道设计杠杆进行融资。

- 万能险。这是宝能系资金中的本金，前海人寿买入万科股票、股权的近80亿元资金来自万能险筹资。万能险是一种偏好理财的产品，对投资者最大的吸引力是期限短、收益高。前海人寿的海鑫利4号（C）年金保险（万能型）产品期限20年，但3年后即可无手续费退保，预期年化收益率7.1%。像恒大人寿用万能险短线炒股、宝能用万能险举牌上市公司进行控制权争夺，属于典型的“风险错配”。
- 向银行、券商进行杠杆融资。姚振华夫妇提供连带担保，深圳宝能投资以钜盛华股权质押，深圳浙商宝能产业基金以深圳钜盛华股权质押。多重增信措施，取得来源于浙商银行理财的133亿元资金融资。同时类似的结构可能也应用于民生加银资产22亿元资金的融资。
- 以1:2杠杆比例成立浙商宝能基金，姚振华个人控股的公司“深圳宝能投资集团”以67亿元劣后LP资金撬动总计200亿元资金投入“深圳浙商宝能产业投资合伙企业”。
- 宝能系杠杆运用的核心企业，钜盛华自身的杠杆主要是银行借款和股东借款，钜盛华从2014年开始实收资本大幅度增长，但同时其他应

---

<sup>①</sup> 资料来源：（1）宝能系对付万科的这些手段：<http://mt.sohu.com/20161221/n476532653.shtml>；（2）孙海波、刘士余、项俊波 & 吴晓灵：围绕野蛮人收购和险资举牌的观点大PK，金融监管研究院，2016-12-03；（3）环球老虎财经：南玻A选出一位不懂玻璃行业的董事长，搜狐财经：[http://mt.sohu.com/d20161122/119642778\\_115708.shtml](http://mt.sohu.com/d20161122/119642778_115708.shtml)；（4）缪因知：宝能买格力”落幕，证保监管趋严，经济参考报，2016-12-13。[http://jjckb.xinhuanet.com/2016-12/13/c\\_135900387.htm](http://jjckb.xinhuanet.com/2016-12/13/c_135900387.htm)。

付款项目也大幅增长达到 100 多亿元，但钜盛华自身有多少金融机构借款并不清楚，从其发债申请材料看，截至 2015 年二季度末，各金融机构对其授信 85 亿元，其中已提用 67.7 亿元。同时关联方为向钜盛华提供资金支持，也做了大量股权质押。

- 通过资管计划进行杠杆融资。钜盛华买入万科 9.95% 股权的资金，来自九个资产管理计划。所谓资管计划，就是证券、基金公司及其子公司发行的类信托产品。钜盛华作为劣后级委托人（一起去投资，如果亏了先亏它的钱），以 1:2 的杠杆比例参与资管计划。180 亿元的资管计划，优先级 120 亿元融资是钜盛华最终的融资杠杆。这些资管计划随后买入万科股票，并成为钜盛华的一致行动人。
- 收益互换。钜盛华将保证金或保证品交给证券公司，证券公司按比例配资后买入万科股票。在合同期内，钜盛华支付固定利息，同时获得股票收益权。合同到期后，钜盛华可以回购这些股权。根据保证金比例不同，这种融资手段的杠杆比例可以高达 2~5 倍。曾经有万科 8.38%（按当时股价，140 亿~150 亿元）的股权，是钜盛华通过收益互换拿下的。
- 连环股权质押。通过质押股权向银行申请贷款，这又是一层杠杆。钜盛华质押前海人寿及万科股权，宝能质押钜盛华股权，姚振华质押宝能股权……同样的操作发生在宝能举牌的其他上市公司，如南玻 A。
- 债券。宝能系旗下的深业物流还发布了几十亿元私募债，用于还贷。

从证监会、保监会和银监会任何一个监管方的监管职责来看，宝能的手段都没有违反现行法律法规，宝能将资金组织方式用到了“极致”，积累起来的杠杆是非常高的，高得吓人。

2016 年 11 月 26 日，全国财经委副主任委员、清华大学五道口金融研究院院长吴晓灵认为，在现行有关法规下，宝能的资金组织不违规，但此种组

织方式确实蕴含了很多风险，需要监管方面针对监管漏洞加以弥补。宝能在资金组织方面带来的巨大风险有两点。

首先，用险资举牌进行控制权争夺的风险极大。保险资金体量大、期限长、追求绝对收益，可以是资本市场重要的机构投资者。让保险资金做积极股东，做战略投资人，有利于提高社会的资金使用效率。但是宝能的做法是把万能险这样一个成熟的保险品种变成了短期理财产品，从而造成了短期资金用于长期投资，加大了流动性风险的问题。保险是需要投资收益的，但这要围绕提高保险产品保障水平，提升保险公司的偿付能力。而不是像前海人寿一样，沦为大股东宝能的低成本融资平台，险资被用于控制权争夺。这是保监会监管的典型漏洞，宝能的做法虽然没有违规，但是给保险公司树立了一个很不好的榜样。

其次，资管计划参与举牌进行控制权争夺的风险极大。钜盛华通过九个结构化资管计划组织资金，参与对万科的举牌，形成一致行动人。但是，结构化的资管产品本质上是自带杠杆的融资工具，优先劣后的安排使得资管产品的管理人沦为办理人。本来资管计划的发起者应该是管理人，但是通过优先劣后的安排，特别是劣后层，由于他承担了很多的风险，所以他要掌控投资的方向。这个时候的管理人实际上已经沦为一个办理人。劣后级实际上是在向优先级借贷，这种安排实际上蕴藏着很多的风险。这种结构化的资管计划用于收购所面临的问题，一是信息不透明、掩盖实际控制人；二是资管计划多层嵌套有引发金融业务交叉风险的可能；三是资管计划自身的风控机制承压甚至失效。

宝万之争意义重大，影响也非常深远。宝能用它无与伦比的“找漏洞”“钻空子”的能力，向一行三会展现了：现在的金融市场有多少漏洞，有多少风险！

恶意并购本是资本市场的一个纠错机制，恶意并购的标的对象是价值被低

估的、有潜力的公司。为了完成这样的收购，恶意并购者要谋取控制权，得到控制权之后或者是进行产业整合，或者是完善企业的治理结构，提升企业的价值，从而能够给并购者带来收益。被并购的企业，往往会采取一些反并购的措施。

对于监管层来讲，在反并购的过程中，应该监管的是：进一步明确董事会、经理层的信义义务也就是说董事会所采取的反敌意收购的措施要代表广大股东，特别是中小股东的利益，符合合理性和适当性的标准。敌意收购很难说它是好还是坏，但是作为敌意收购的收购方，应该通过自己的行为提升企业的价值，这才有利于社会经济的发展。作为被收购方可以来拒绝和防止敌意收购，但是前提条件是要能够更好地维护企业的持续健康的发展和广大股东的利益。

但是宝能的手段是血腥的，而且为达目的是不择手段的：

2016年6月26日，宝能系提出包括罢免王石、郁亮、乔世波等10位董事以及2位监事在内的12项议案。鉴于海闻此前已提出辞职，宝能系相当于要求罢免万科本届董事会和监事会的所有董事与监事。王石团队能把万科经营成世界500强，做地产肯定是比宝能做得好，宝能系这种做法实际上已经超出了恶意并购的范畴，如果遂其愿，宝能的团队是不可能比王石团队更能给万科股东提升价值的。

宝能血洗南玻A高管，使得创始人、董事长曾南在内的13名高管在2016年11月15日到12月6日不到一个月内离职，同时大批中层和核心骨干员工离职。

南玻A高管集体辞职后，宝能系的人选迅速填补高管空缺。先是宝能系背景的陈琳出任董事长并代为履行首席执行官职责，同是宝能系背景的董事程细宝出任董秘。此后，陈琳还兼任代理总裁，负责全面管理；2016年12月14日，南玻A召开临时股东大会选举了两名独立董事；12月23日召开的第

七届监事会临时会议上确定了张宛东、李新军为第七届监事会监事候选人。

陈琳历任深圳市钜华投资发展有限公司总经理秘书，深圳深业物流集团股份有限公司部门经理、总经理助理、副总经理；程细宝现任深圳市宝能投资集团有限公司财务部常务副总监；2016年1月选为董事的叶伟青现任深圳市钜盛华股份有限公司（下称钜盛华）董事长、总经理，前海人寿保险股份有限公司董事。从这几名高管过往的任职经历来看，基本集中于投资领域，对于南玻A的主业，玻璃制造业却是并未涉及。

资本市场对此的反应是：游资青睐炒作，机构却趁机用出逃的方式表示不看好。截至2016年三季度，持有公司股票机构数量已由半年报中的73家大幅下降至6家。在2016年11月21日最近的三个交易日累计涨幅达25%，但是在21日涨停中有三家机构的大笔出货。机构出逃影射的担忧是，南玻的正常经营是否会受到影响？《中国证券报》援引原董事长曾南的一封“告别信”时提道，陈琳在2016年半年度的董事会上讲，“你们这些搞制造业的辛辛苦苦也就赚这么点，还不如去搞资本运作”，并以忠旺集团来佐证她的依据。她还说，“前海人寿要派人到公司出任常务副总，专职资本运作，通过收购买卖可以赚比制造业更多的钱”。

紧接着，宝能对“中国制造”的代表格力动手了。11月30日，格力电器发布公告称，前海人寿自2016年11月17日公司股票复牌至11月28日期间大量购入公司股票，持股比例由2016年三季度末的0.99%上升至4.13%，持股排名由公司第六大股东上升至第三大股东，目前其尚未达到持股5%的披露标准。

宝能这种没有“底线”的抢夺控制权的做法，彻底惹怒了监管层。

于是，在2016年12月3日，在中国证券投资基金业协会第二届第一次会员代表大会上，证监会主席刘士余脱稿演讲中指出：“希望资产管理人，不当奢淫无度的土豪、不做兴风作浪的妖精、不做坑民害民的害人精。最近一段

时间，资本市场发生了一系列不太正常的现象，你有钱，举牌、要约收购上市公司是可以的，作为对一些治理结构不完善的公司的挑战，这有积极作用。但是，你用来路不当的钱从事杠杆收购，行为上从门口的陌生人变成野蛮人，最后变成行业的强盗，这是不可以的。你在挑战国家法律法规的底线，你也挑战了你做人的底线，这是人性不道德的体现，根本不是金融创新。”

“有的人集土豪、妖精及害人精于一身，拿着持牌的金融牌照，进入金融市场，用大众的资金从事所谓的杠杆收购。杠杆收购用的钱，出资人必须有风险消化能力。现在在金融市场，直接发展一些产品，实际上最终风险承受的不是发产品的机构，而是我们广大投资者。杠杆质量在哪里，做人的底线在哪里？这是从陌生人变成了野蛮人，野蛮人变成了强盗。挑战现行的金融监管的民商法是有利应对制度的创新和推进，有利于监管部门加强监管，当你挑战刑法的时候，等待你的就是开启的牢狱大门。”

2016年12月3日，保监会副主席陈文辉也表示：“保险公司不能把公司能否盈利寄希望于资产管理能力，不能指望保险公司的资产管理能力比专业机构强，不能通过各种金融产品绕开对资本和偿付能力的监管。”他甚至认为这种套利行为可能构成犯罪。

2016年12月5日，保监会下发监管函，针对万能险业务经营存在问题并且整改不到位的前海人寿采取停止开展万能险新业务的监管措施；同时，针对前海人寿产品开发管理中存在的问题，责令公司进行整改，并在3个月内禁止申报新的产品。6日，保监会派检查组入驻之前在资本市场风头最劲的前海人寿和恒大人寿。9日，暂停恒大人寿的委托股票投资业务。

这些严厉的措施，虽然不应该会追溯既往真地让人身陷牢狱，但证券资产管理领域的监管大方向已然改变了。

2016年12月9日晚间，前海人寿则就其在格力电器上的持股进展发布公告称，作为保险机构投资者，前海人寿一直按照有关法律法规要求开展投资，

对于格力股票的投资属于正常的财务投资，鉴于近期市场的过度报道和持续关注，未来将不再增持格力股票，并会视市场情况和投资策略逐步择机退出。

作为“宝能系”举牌万科A的储备“弹药”，早已成立的“安信基金信心增持1号资产管理计划”和“安信基金信心增持2号资产管理计划”一直未浮出水面，目前1号资管计划已经提前清盘，2号资管计划也正在着手清盘。这两个资管计划自成立以来并未建仓，12月初劣后方曾提出增持万科，但出于风险的考量，管理人和优先级投资人均持保留意见，多方协调后最终做出提前清盘决定。

2017年2月22日，时任保监会主席的项俊波在出席国新办新闻发布会时表示：“对个别浑水摸鱼、火中取栗且不收敛、不收手的机构，依法依规采取顶格处罚，坚决采取停止新业务、处罚高管人员直至吊销牌照等监管措施，绝不能把保险办成富豪俱乐部，更不容许保险被金融大鳄所借道和藏身。”

2017年2月24日，继叫停万能险、派出检查组进驻、禁止申报新产品三个月等监管措施后，保监会再出重拳，对前海人寿董事长姚振华做出撤销任职资格，并禁入保险业10年的处罚。

至此，宝能在A股市场的举牌暂时告一段落，宝能被保监会扼住了咽喉。最后的结局注定是惨淡收场。

## 3.4 从信息披露到整合营销

信息披露既是公司治理的重要制度，同时也是市值管理中价值实现的关键。信息披露的目的就是尽量减少投资者和董事会之间，以及董事会和经理人之间的信息不对称，保护投资者的知情权，使得投资者能够了解更多的有关公司的真实信息，做出正确的投资决策。

A股上市公司信息披露内容大都是按照公司法、证券法、会计准则和监管部

门规章制度要求的基本财务信息、重大关联交易信息、审计意见等强制性信息。而且由于目前上市公司少，投资者众多，投资需求大，上市公司是一个稀缺资源。因此，上市公司对于应当是“上帝”的投资者并不是很在意，在信息披露上只是按照法律法规的要求勉勉强强做到强制性信息披露的要求。而且在强制性信息披露上也是“报喜不报忧”“报忧不报喜”的选择性披露，基本上做不到信息披露的完全、充分、及时和有效。因此，A股市场上存在大量的信息不对称。

为什么上市公司不愿意多披露信息呢？由于上市公司是稀缺的，A股市场目前是一个“卖方市场”，此时信息对称的诉求对于投资者很重要。尽可能少的信息披露就使得在公司实际控制人和投资者之间造成信息不对称，公司实际控制人较之投资者掌握更多关于企业经营和业绩的种种信息，而且双方对于各自在信息占有方面所处的相对地位是不公平的，由于公司实际控制人的私利诉求，其有更多的动力向外部投资人掩盖企业的真实状况。

但是，这种局面很快就会得到改变。注册制已经来了，全面推行注册制的时间也不会太久了。在注册制下，上市更容易了，上市公司的数量将出现大幅增长，上市公司资源一直存在的“僧多粥少”局面将彻底得到改观，投资者将有更多的上市公司可以选择。那么这个时候，就像在产品市场上公司需要向顾客销售产品一样，上市公司必须将投资者当成“上帝”，向“上帝”营销公司。在利润模式的设计中，必须体现以投资者为中心的理念。那么，在投资者关系管理中，信息披露就从单向的披露信息转变为以了解投资者需求为目的整合营销传播。

当资本市场从上市公司的“卖方市场”转变为“买方市场”时，信息对称的诉求对于上市公司更重要。上市公司为了吸引投资者买公司的股票，将会尽可能多地披露完全、真实、及时和有效的信息。因为投资者能够以低成本的方式获取信息，投资者就可以在事前进行合理的判断，事后可以进行良好的监督，投资者可以选择到合适的投资或融资项目，而上市公司也可以得到

它们所需的资金。因此，此时上市公司的信息披露已经不再是单纯地披露信息，而是一个整合营销的过程。

### 3.4.1 在财务信息披露上做到充分和公允，这是最基本的要求<sup>①</sup>

在所有的资本市场上，财务信息披露都是被强制性要求披露的。当一个投资者在做出是否购买一家公司股票的最初的投资决策之前，他会通过分析财务报告的基本信息来判断公司的未来价值，降低投资风险。在购买股票之后，投资人又通过公司所披露的财务信息来减少公司实际控制人和投资者之间的信息不对称，对公司实际控制人进行监督。

披露的信息要有用，财务报告就一定要达到及时、充分、相关和可靠的目的，这就需要建立充分和公允的财务信息披露制度。美国资本市场建立的就是这种信息披露制度，这也是美国资本市场信息透明度高的一个重要原因。“充分”是比较容易理解的，无非就是全面的意思，但是何为“公允”呢？公允的含义是公平而且恰当，不偏袒任何一方。

充分与公允的财务信息披露制度，意思就是公司的财务信息披露对于股东和经理人来说应该是全面、及时、公平而且恰当的。在这种披露制度下，要求公司根据会计准则真实地衡量一个会计期间内的公司的所有经济后果，对该期间内所能产生的未来现金流进行估计，从而对企业在该期间创造或毁灭的经济价值给出一个更准确的描述。具体来说，任何一个会计期间发生并应当披露的交易和事项，既不能提前，也不能推后；不能有为了预防未来“过苦日子”而隐蔽准备金的做法；不确认递延损失；不平滑各期利润，人为制造该企业发展稳定的假象等。

---

<sup>①</sup> 以下内容摘自：马永斌. 公司治理之道：控制权争夺与股权激励 [M]. 北京：清华大学出版社，2013：205-207.

充分和公允的财务信息披露直接针对的就是创造性（或叫“寻机性”）会计手法。创造性会计手法就是我们通常所说的“包装”或“粉饰”报表，创造性会计和做假账不一样，是指通过收益平滑、隐蔽准备金、窗饰、表外筹资、创造“新资产”、滥用并购会计、变更计提方法、操纵合并财务报表、资产置换等会计手法来包装或修饰公司财务报表以求达到某种目的的会计处理方式。创造性会计利用了会计准则的漏洞，其本身并不违法，但是却会使得公司财务报表信息严重失实。一家上市公司如果长时期采用创造性会计对财务报表进行粉饰，就不会将公司真实价值的信息传递给资本市场，即使公司亏损了，也可以通过创造性会计营造一种欣欣向荣的假象，迷惑投资者和监管机构，从而使得公司治理的控制机制失灵。

创造性会计产生的原因有很多，但其中最重要的一个就是控制性股东或经理人为了获取更多的私利，根据自身利益的需要，对公司的财务报表进行过分的粉饰。创造性会计对于上市公司财务信息透明度的影响是致命的，会较大地损害资本市场投资者的利益，进而损害公司的价值，最终导致资本市场有效性下降。在创造性会计手法倒下的有名大公司是非常之多的，如英国的巴林银行、日本的大和银行、美国的安然公司和世界通讯公司、中国的长江动力集团公司等。

西方国家创造性会计的典型手法有收益平滑、隐蔽准备金、窗饰、创造“新资产”等手法。<sup>①</sup>

- 收益平滑。有意压低业绩较好年度的报表利润，将当期利润转移到亏损年度。
- 隐蔽准备金。指人为地低估公司净资产或高估负债。常常和收益平滑一起使用，以达到使公司财务报表反映出持续稳定的盈利趋势的

---

<sup>①</sup> 以下描述参考和引用了百度百科 <http://baike.baidu.com/view/171901.htm>。

目的。

- 窗饰。指在特定时期，如结账日或债务索赔日调整公司的财务报表，“做”出良好的财务状况。这种方式往往发生在低效经营的公司，经理人往往通过在会计年度将要结束的几个月内使尽一切手段增加现金流，使得财务报表“好看”一些，从而逃避投资者的监控注意力。
- 创造“新资产”。利用金融衍生工具将一些本不属于财务资本的内容进行资本量化，创造所谓的公司“新资产”，修饰财务报表，增强资本市场投资者的信心。比如常见而且时髦的有 R&D 费用资本化、借款费用资本化、人力资源资本化、自创商誉确认等。
- 表外筹资是一种更加隐秘的创造会计手法，指不会引起资产负债表中负债与所有者权益发生变动的筹资行为。手段很多，比较典型常用的是租赁和建立秘密的附属公司等。

表外筹资经常性地和上市公司的关联交易结合在一起，对资本市场的投资者损害是非常大的，下面仅以租赁和建立秘密的附属子公司来看看其操作手段。

租赁是最常见的一种表外筹资手法，比如一家上市公司需要一批新的生产设备，他们不是采用购买而是租赁的方式，其好处就是租来的设备扩大了公司的生产能力，却可以不增加公司的资产，从而“有效”提高了公司的投资回报率。当然，这种投资回报率显然水分是比较大的，这就会误导投资者做出追加投资的错误决策，加大了投资者的投资风险

建立秘密的附属子公司是表外筹资的另一种主要形式，通常与关联交易、操纵合并报表一块使用。具体操作方式是，上市公司通过一些方法秘密控制另外一家子公司进行筹资，而且上市公司与该公司在法律形式上并看不出是母子公司。这样，子公司的财务状况就不需要合并到上市公司的报表里，合并后的上市公司的资产负债表也就反映不出该公司真实的负债情况。比如，该公司首

先购买上市公司所需要的资产，然后再以租赁的方式交付给上市公司使用。通过收取远远低于市场价格的租金，使得上市公司财务报表中成本显著降低，提高上市公司的投资回报率。如果担心这种方式容易被查出来，还可以在租赁时收取与市场价格等同的租金，然后再以高于市场的价格去购买上市公司的闲置资产、劣质资产或产品，从而将租金返还给上市公司。这种表外筹资的做法和劳务关联交易、产品关联交易和资产关联交易结合在一起，就非常隐蔽，股东和资本市场的投资者就很难发现，必然就被误导着做出错误决策。

目前的 A 股市场，由于是上市公司的“卖方市场”，公司实际控制人为了私利等原因，财务报告难以做到充分和公允。我国上市公司学习这种创造性会计手法的速度是比较快的，以上西方国家常用的手段在中国上市公司都能发现，而且由于我国的会计制度的漏洞明显较大，因此一些比较直接的手段，比如滥用并购会计、变更计提方法、操纵合并财务报表、资产置换等在目前中国上市公司中也比较常见。

财务报告要求反映的是公司价值，如果经理人通过各种隐秘手段进行精心操纵，公司的会计价值与其创造财富、增加价值的的能力就会大相径庭。“做”出来的会计收益并不等于经济收益，它只会造成公司欣欣向荣的假象，迷惑投资人。一旦被揭露，就会陷入一蹶不振的境地或破产倒闭。因此，充分和公允应该成为财务信息披露的最基本准则。

随着注册制的到来，资本市场进入投资者的“买方市场”时代，必然逼着上市公司将信息披露转变为公司的整合营销，那么充分和公允的财务信息披露就是最基本的要求。注册制之后，必然会建立资本市场的打假机制（做空 + 集体诉讼 + 举证倒置 + 惩罚性赔偿 + 退市），将使得上市公司在信息披露上做假的成本巨大，从而不敢作假。<sup>①</sup>

---

<sup>①</sup> 马永斌. 公司治理之道: 控制权争夺与股权激励 [M]. 北京: 清华大学出版社, 2013: 107-121.

### 3.4.2 强制性信息披露的内容，必须做到的规定动作<sup>①</sup>

强制性信息披露是为了确保投资者能够做出有效投资决策的基础信息，包括财务信息和非财务信息两大类，非财务信息包括股权结构、董事和经理人的报酬等内容。

充分、公允的财务报告。在信息披露的所有内容中，财务信息的披露是最重要的，及时、充分和有效的财务信息能够使投资者预测到企业未来的价值和风险，从而做出有利于其自身的投资决策，决定何时投资、何时撤资。财务报告中，所有的信息是围绕传统的三张表来披露的，即损益表、资产负债表和现金流量表，最基本的形式是年度报告、半年度报告、季度报告和临时报告等。三张财务报表建立起多层次的披露制度，向股东证明他们的资产是否安全，而且还用于证明管理这些资产的经理人是否履行了他们的职责。

公司所有权和控制权披露。公司所有权和控制权结构的披露对一般投资者至关重要，尤其是在股权相对集中，存在控制性股东的中国资本市场。在A股市场上，上市公司所有权和控制权结构错综复杂、盘根错节，透明度非常低，股权结构往往呈现出蜘蛛网状结构，现金流权和控制权分离程度相当高，表面上的控股股东和公司的实际控制人完全不是一回事。在这样的资本市场上，对持股超过一定比例的股东强制披露其所有权和控制权信息，尤其是在年报中一定要求对实际控制人的变化进行披露，这对于保护中小股东有着重要的意义。投资者可以根据公司所披露的所有权和控制权信息，判断实际控制人是否有黑中小股东的行为，以便做出对自己有利的投资决策。

董事和职业经理人薪酬的披露。强化董事和经理人薪酬的披露，并不是为了限制上市公司的董事和高管获得高额的薪酬。投资者并不反对给董事和

---

<sup>①</sup> 以下内容摘自：马永斌. 公司治理之道：控制权争夺与股权激励 [M]. 北京：清华大学出版社，2013：202-204.

经理人高额薪酬，关键是他们是否创造了与其所获得薪酬数量相匹配的价值，薪酬的确定是否科学合理。董事和经理人薪酬披露的主要内容包括：薪酬委员会的组成；董事和经理人的薪酬报告作为公司年度报告的组成部分或附录；公司对管理层的薪酬政策，包括薪酬水平、同行业主要竞争对手的薪酬水平、管理层的薪酬构成比例、考核业绩的指标及其标准、雇佣合同和提前解约所给予的离职补偿；薪酬报告应列明各个董事报酬的具体构成，包括基本工资、实物津贴、年度奖金和股票期权在内的长期激励计划；报酬报告应列明每个董事和管理层的股票期权的详细资料等等。

### 3.4.3 自愿性信息披露

在价值投资时代，仅有以上的强制性信息披露还是不够的。所有一切影响企业的风险和价值驱动因素的信息，都应该在信息披露的范围中。尤其是要关注自愿性披露的智力资本信息，它们已成为与财务信息同等重要的企业价值驱动因素。

强制性信息披露以财务报告为主，自愿性信息披露以公司治理结构、人力资本结构等智力资本为主。自愿性信息披露是对强制信息披露的深化、扩展和补充，通过智力资本信息向投资者展示公司的核心竞争力和未来盈利能力，减少公司与外部投资者间的信息不对称，使投资者做出正确的投资决策。

自愿性智力资本信息披露的主要内容包括：

- 公司治理结构。公司内控体系的有效性、董事会的结构特征，以及管理层的变化等。内控体系的有效性主要按照公认的《最佳公司治理准则》的要求来披露。董事会的结构特征包括独立董事人数、内部董事和外部董事的比例、开会频率、专门委员会建设及履职情况，以及董事会自我评估状况等反映董事会独立性和有效性的信息。管理层的变

化主要指离职、更替和解雇的情况，以及高管层接班人计划落实情况。

- 人力资本结构。人员招聘；员工培训与培养；研发和销售等核心团队建设；引进高端人才的条件、制度和政策。
- 组织资本结构。组织架构；企业文化；环境保护的目标、资源利用、污染排放情况等。
- 知识资本结构。技术创新，为保持竞争优势投入技术创新的人力、物力和财力；研发项目，开发新产品和新服务的情况；知识产权的布局与落实，专利、商标、著作权等的申请、批准和应用情况。
- 关系资本。企业声誉；企业品牌；社会责任；投资者关系管理的互动平台；营销战略；和主要合作伙伴的业务合作；主要供应商和客户的变化；企业获得的各种荣誉和奖励。

#### 3.4.4 信息披露的具体原则<sup>①</sup>

充分和公允的财务报告和信息披露原则是为了提高所披露信息的质量，增加透明度。各国监管部门都对信息质量和透明度有过大同小异的定义。

美国 FASB 认为信息质量的标准是相关性（及时性、预测价值和反馈价值）和可靠性（如实反映、可核实和中立）。国际会计准则委员会认为财务信息的四个质量特征是可理解性、相关性（具有重要性）、可靠性和可比性。我国 1993 年的《企业会计准则》提出，信息质量特征是真实性、相关性、可比性、一致性、及时性、明晰性和重要性。

综上，信息的透明度取决于信息披露的质量，只有披露出来的信息达到了全面性、相关性、及时性、可靠性、可比性和重要性，信息的透明度才会得

---

<sup>①</sup> 以下内容摘自：马永斌. 公司治理之道：控制权争夺与股权激励 [M]. 北京：清华大学出版社，2013：205-207.

以提高，这样的信息对于投资者的决策才会有意义。投资者才能根据所获得的信息来准确评价财务状况、经营活动、价值增长、风险分布及风险管控状况，正确做出投资决策。

为了达到以上的目的，在坚持“充分和公允”的最基本准则下，具体的信息披露中要做到如下三条具体原则。

- 充分性和完整性。信息披露应该根据投资者进行投资决策的信息需求，对影响投资者决策的所需信息做出充分且完整的披露。
- 真实性和准确性。监管机构应该通过法律法规对信息的真实性和准确性做出严格的规定和要求。
- 及时性。信息披露不能提前，也不能滞后，应该对公司的重大活动及突发信息做出即时披露。

在信息披露中，不论是强制性信息披露还是自愿性信息披露，也不论是财务信息披露还是非财务信息披露，充分和公允都是最基本的准则，及时、真实、准确、充分和完整是具体的要求。

### 3.5 从单向沟通到双向互动沟通

在单纯信息披露的单向沟通时代，沟通的主要渠道是公司的年报和半年报。而且许多上市公司给投资者公布的电话往往打不通或没人接，公布的邮箱一般也没人及时回邮件。因为在上市公司的“卖方市场”下，上市公司只要将信息按照证监会的要求发布就行了，他们是不会关注投资者的信息反馈的。

但是，实施注册制之后，资本市场就进入投资者的“买方市场”，信息披露也将从单向的信息发布转变为公司的整合信息传播。整合营销传播更加注重与投资者的互动沟通。互动沟通的目的除了提高公司透明度，保障投资者知情权的基本要求之外；还要赋予投资者建议权，开辟投资者向上市公司反向沟通的信息渠道，使公司了解投资者的诉求，以便采纳投资者的合理化建议实现投资者与公司的双赢。这就需要构建综合的多层次的沟通渠道，开展丰富多样的投资者活动。

#### 3.5.1 双向互动沟通的目的

- 充分在资本市场上对公司进行整合营销传播，明确公司的价值定位。
- 调研并掌握潜在的投资需求量和可能的股价区间。
- 寻找准确的发行价或定增价格。

#### 3.5.2 多层次的沟通渠道

- 网络沟通。公司网站设有投资者信箱；网站设有投资者论坛、留言；网站设有股东天地等投资者关系板块；网站上附带常见性问题解答；网上路演（包括网上推介会、网上业绩说明会）；网站附带链接到第三方相关网站；设有股东大会网络投票功能；微信公众号；官方微博。
- 电话沟通。投资者专线电话；电话会议；电话咨询。
- 现场沟通。现场路演；业绩说明会；投资者见面会；分析师会议；媒体见面会，记者招待会；反向路演；现场参观；走访投资者（一对一拜访）。

### 3.5.3 双向互动沟通的方法

公司在资本市场上整合营销传播的目的是要“卖掉”企业，而不是卖掉产品，因此要学会用资本的语言去诠释公司的理念和公司的定位。行业不同，沟通的具体内容不同，但方法是相同的。一个成功的双向互动沟通最后应该给投资者留下以下清晰深刻的印象：

- 主营业务清晰明了，具有明显的特点，和同行比有明显的比较优势。
- 清晰和可落地的商业模式。
- 在行业内具有很好的地位，具有竞争优势和市场控制力。
- 具有很好的市场成长空间，财务具有可预期的成长性。
- 管理团队具有很强的专业能力和丰富的经验，能够匹配公司的成长。

为了达到上述的沟通效果，在双向沟通的内容组织中就需要做到以下两点。

- 解决公司整体的定位和“卖点”突出的定位。
  - 公司的定性和定位；
  - 业务的定性和定位；
  - 最大“卖点”定位，突出公司在成长性方面的竞争优势。让投资者既看到公司已有的成就，同时看到未来的成长，尤其看到相对于竞争对手的比较优势。
- 对公司的投资价值进一步阐明和强化，总结公司的价值投资要点。
  - 快速增长的市场和巨大的市场潜力；
  - 以利润和投资者为中心的商业模式；

- 产品、服务领先竞争对手，掌握战略控制指数；
- 稳定的盈利；
- 富有经验的管理团队。

#### 3.5.4 丰富多样的投资者活动

投资者活动包括路演与反向路演、业绩说明会、分析师会议、现场参观、一对一沟通以及媒体说明会等。

- 路演。狭义的路演指的是公司在证券发行阶段向投资者介绍公司的商业模式、产品、业绩和融资计划等，充分阐述公司的投资价值，并回答投资者关心的问题。
- 反向路演。相对于路演的“走出去”，反向路演就属于“请进来”。上市公司邀请投资者或者媒体到公司现场进行路演展示，这种方式更加直接和主动，不但能减少因信息不对称带来的负面影响，还能营造上市公司和投资者之间的良性互动。
- 网络路演。传统的网络路演是在上交所和深交所指定的网站上（上证e平台或深交所互动易网络平台）路演，现在发展到在公司网站上开设投资者论坛，在公司网站上进行网上推介会、网上业绩说明会等网上路演活动。
- 电话会议。一般由券商牵头，通过电话和投资者进行互动交流。电话会议沟通方便、及时、成本低。
- 一对一拜访。一般是在危机爆发后，公司的实际控制人对机构投资者等重要股东进行一对一拜访，直接了解对方的意向和诉求，对事件做出澄清和说明。
- 业绩路演（业绩说明会和新股推介会）。通过分析师会议、现场路演、

电话路演和网络路演同时进行的方式与投资者进行信息的互动沟通。

- 自媒体路演。通过微信公众号和官方认证的微博和投资者进行互动沟通成为上市公司投资者关系管理的一个新的趋势，未来上市公司的路演将会越来越多地通过自媒体进行。

以上的活动不是单一的，而应该是通过立体的多渠道进行信息沟通。比如在半年报和年报发布后，就可以通过现场路演和电话会议、视频会议相结合的方式召开业绩发布会和分析师会议，与投资者、境内外媒体和分析师及时沟通。还要不定期结合投资者关注热点以及公司的亮点和特色，主动邀请分析师和投资者参加反向路演或主题调研活动，使投资者更深入地了解和认识公司。同时还需丰富投资者日常沟通平台，在投资者热线电话、投资者邮箱、投资者关系网页等已有沟通渠道外，建立上证 e 平台（或深交所互动易）网络平台维护机制，与投资者进行交流。另外，还应将微信和微博纳入投资者沟通平台。

### 3.6 构建高效和独立的董事会<sup>①</sup>

公司治理是在经营权和所有权分离的资本市场中保证公司实际控制人不侵害外部投资股东利益，并致力于股东价值最大化的控制权安排机制、风险管理机制和利益分配机制。因此，良好的公司治理结构对投资者来说就是资本市场的“防黑武器”，公司治理直接决定着能否为投资者“守住”创造出来的价值。美国资本市场上 75% 的专业投资人认为在他们选择投资对象时，公司

---

<sup>①</sup> 本节内容参见：马永斌. 公司治理之道：控制权争夺与股权激励 [M]. 北京：清华大学出版社，2013：145-195, 235-250.

的治理结构特别是董事会的结构和绩效至少与该公司的财务绩效指标一样重要，80% 多的投资者愿意为治理结构较好的公司支付更高的价格。<sup>①</sup>

良好的公司治理结构保证了价值创造的能力和品质，公司治理是否健康主要看两点：首先，是否建立了有效的决策机制；其次，是否合理地配置了股东、董事会和经理人之间的权利、责任和利益，从而形成有效的权力制衡关系。其中，能否建立一个代表所有股东、独立而又高效的董事会成为关键。

董事会制度历经 200 年的演变，从制度设计的角度来讲已经相当完美了，但是在现实的资本市场上董事会很多时候还是不尽如人意。主要原因有两个：首先，董事都是人，只要是人就有贪欲，当利益诱惑达到一定程度时，即使是家境殷实的独立董事也容易被收买；其次，董事会高效运作取决于外部董事参与企业的程度，由于外部董事缺乏真正参与了解企业的时间和精力，就导致对企业信息的缺乏，因此难以做出有效的决策。虽然建设理想中的董事会很困难，但是董事会的确是大型企业，尤其是上市公司不可替代的有效治理制度，因此公司还得想办法让董事会制度尽量高效一些。那么什么样的董事会是独立、高效和基本上能代表大多数股东的呢？能够解决好以下十个问题的董事会，基本上就是投资者认可的。

### 3.6.1 董事会席位的分配是否形成了权力制衡的局面

中国上市公司董事会主要有两种，一种是大股东控制的董事会；另一种是管理层控制的董事会。这两种董事会的董事容易被大股东或管理层收买，容易出现大股东利益输送或管理层腐败的问题。

一个理想的董事会的席位构成中，有大股东、管理层和中小股东的代表，

---

<sup>①</sup> 谢风华. 市值管理 [M]. 北京: 清华大学出版社, 2008: 149.

最好独立董事占主导地位，而且独立董事由中小股东提名。董事会能够帮助管理层制定决策，创建一个董事会、管理层、股东都参与决策的平台。

### 3.6.2 董事会的规模多大为宜

既然决定要建一个董事会，那么一个关键的问题就是董事会需要多少人呢？《公司法》规定了股份有限公司的董事会人数是 5~19 人，这个范围是较大的，具体选多少人为好呢？

从实践来看，A 股上市公司董事会规模最多的是 9 人。这个数字传递了两个信号：首先反映了上市公司董事会中不希望独立董事这种“外人”占的比例过高。自 2003 年开始证监会要求上市公司董事会的 1/3 成员必须是独立董事，而一旦董事会规模不能被整除，那么独立董事必须多加 1 人，而不能采用“四舍五入”的办法，也就是当董事会规模为 7 人、8 人、9 人时，都需要 3 个独立董事，而 9 个人董事会规模的时候，独立董事占的比例最小。第二，9 在中国代表的都是圆满的含义。因此，众多的中国上市公司都将自己的董事会规模设置为 9 人。

“9”刚好在我们推荐的董事会适宜的规模中。抛开以上的理由，只从高效董事会的角度出发，我们建议适宜的董事会规模是 8~15 人。董事会规模并不是越小越好，也不是越大越好。至于什么样的董事会规模最为适宜，就是看在该规模下，为公司带来的好处是否大于其所造成的弊端。一般认为，适宜的董事会规模应该保持一个“既能议论充分又能准确快速地进行科学决策”的人数。

董事会人数多的好处是可以聘请一些经验和知识都非常丰富的外部董事，弥补内部董事知识结构和阅历不足，从而使得董事会的议题得到充分的讨论，减少公司的经营风险，提高决策的准确性。但是，董事会人数也不能太多，

否则将会影响董事会的效率。比如，一个公司的董事会，按照法律的上限，将自己的董事会规模设置为 19 人。那么，这就从两个方面降低了董事会的效率。首先，协调开会时间就是一个很麻烦的事情，19 个人的董事会至少有 12 人是独立董事，而独立董事的日程一般安排较满，要协调这么多人的开会时间是不容易的。其次，开会的效率会很低。每次董事会不可能只讨论一件事，总得讨论四五件事吧？开会时，董事长将今天要决策的第一件事的背景资料做了介绍之后，每个董事为了证明自己是“有价值”的，总得说几句吧。一个董事说 15 分钟，19 个董事就得将近 5 小时，中间还得有茶歇，那一天只能决策一件事。要决策四五件事，董事会就得连续开四五天会，这种董事会效率也太差了些，谁愿意做这种董事会的成员？

董事会人数少的主要好处就是提升效率，可以提高董事会决策效率和增强董事个体的责任心，从而提高上市公司绩效。但是，董事会人数也不能太少，太少就有可能使得各个专业委员会建设不起来，必然影响董事会的职能实现。比如，一家上市公司董事会的规模为 7 人，外部董事的人数最多也就是 5 人。如果同时要在董事会下设审计、薪酬和提名 / 治理这 3 个委员会，每个委员会都需要至少 3 名外部董事。那么，每个外部董事可能会被要求在多个委员会中任职，否则这些委员会就建不起来。而一旦缺少这些委员会，公司治理评级机构就会认为该董事会职能实现有问题，从而会导致该公司股价下跌。如果非要在这么点人数的情况下建立 3 个委员会，外部董事就必然要在多个委员会中兼职。这些委员会的工作都是很专业的，在多个委员会兼职就会对外部董事的知识结构和投入时间形成很高要求。一般来说，独立董事在知识结构和时间上是很难满足这种要求的，这必然导致这些委员会难以有效地开展工作。

为了确保委员会建设和提高董事会的效率，董事会以 8 ~ 15 人为宜。再考虑到中国人的喜好，具体建议 9 人或 11 人是中国上市公司比较适宜的董事会规模人数。

### 3.6.3 高管团队中谁可以做董事

董事会是由内部董事和外部董事构成，从董事会的决策和监督两个基本职责来看，对内部董事的需求度是不一样的。为了履行决策职责，董事会中必须要有内部董事，因为内部董事比较了解企业的专有性信息，他们参与董事会工作的好处是可以使董事会的决策过程更加合理和有效率。但是，从履行监督的职责来看，是不需要内部董事的，因为自己是不可能客观地监督自己的。

因此，为了满足董事会有效决策的需要，而又不至于使得董事会被内部人所控制，董事会中的内部董事只能是那些公司决策离不开的人。按照国际经验，管理层中有 3 个人可以做内部董事。

首先，CEO 必须是董事。CEO 是董事会和企业的桥梁，他不参加董事会，谁向外部董事传达、解释和说明战略方向？谁来执行董事会决议？

其次，CFO 要进董事会。金融运作和财务监控是董事会经常而重要的议题，而 CFO 又是财务报表质量和财务控制的责任人，因而也应是董事会成员，即使董事会规模小，CFO 不进董事会，也需要每次董事会开会的时候列席董事会。

最后，国际惯例中 COO 也要进董事会。中国企业中设置 COO 的较少，仔细研究国外大公司中 COO 的岗位设置，我们发现，其实 COO 和我国传统企业中的常务副总的职位很类似。如果你的企业中有这样的职位的人，应该和 CFO 一样，也需要进董事会，在董事会中向外部董事解释和说明战略执行的情况。即使董事会规模小，COO 不进董事会，也需要每次董事会开会的时候列席董事会。

### 3.6.4 外部董事与内部董事的比例多少为好

基于董事会决策的需要，董事会中必须有内部董事。但为了实现董事会制

度最基本的目的，建设成代表所有股东、独立而且公正的董事会，就必须要求外部董事的人数要显著的大于内部董事人数。

外部董事给公司带来的好处也是显而易见的。首先，从履行决策职责的角度来看，外部董事的外部人视野以及丰富的经验、专业的知识能促进董事会的决策科学化，加强公司的专业化运作，提高公司的管理绩效。其次，从履行监督的职责来看，外部董事尤其是独立董事在平衡管理层和股东的利益纷争、确保公司财务安全、确保公司信息披露真实等方面能够客观地发挥监督的作用，比内部董事更适合裁决争端。

因此，外部董事与内部董事的比例涉及董事会整体的独立性问题。一般来说，外部董事比例越高，董事会的独立性越强。董事会的独立性加强，就可以确保董事会有效地行使其决策和监督职责，并促使管理层对股东负责，以保证治理的公平和效率。

外部董事与内部董事的比例到底多少为好呢？不同国家的实践经验是不一样的，2000年之后，美国大公司的董事会中有1/4的只有CEO一个内部董事，有1/2的董事会中只有CEO和CFO两个内部董事，其余的都是外部董事，而且独立董事的比例高达70%以上。

A股上市公司的情况和美国不太一样。证监会要求自2003年开始上市公司独立董事人数要占到1/3，于是，中国绝大多数上市公司的人数恰好满足证监会的要求，这说明我国上市公司的大股东不太喜欢公司中有太多的作为独立董事的外人，这种局面也许是我国的独立董事还负有制约大股东这一特殊职责造成的。

不考虑各国历史文化传统的差异，只从建设高效董事会制度的角度出发，为保证董事会高效履行其决策和监督的基本职责，外部董事和内部董事的比例应为3:1或更高。从A股上市公司的实践来看，做到2:1的就已经很不错了。

### 3.6.5 董事会一年开几次会

很多上市公司一年开 2~3 次董事会，虽然满足了《公司法》要求一年至少开两次董事会的法定最低要求，但是从公司实际需要来看，显然少了一些。辛辛苦苦组建一个董事会，从企业外部请了一些人来做外部董事，每年才开 2~3 次会，纯属是浪费资源。这种董事会建立的目的估计不是为了公司治理的需要，而是为了向外界表明：你看，我已经有董事会了，公司治理结构已经完善了。

董事会开会次数太少，就会减少董事会的有效性。因为在这种情况下，大股东或管理层就会操控董事会的日程表，将大部分会议时间讨论日常经营事务，重要的事情将得不到讨论，外部董事就没有机会和缺乏信息对管理层进行有效的监督。

从理论上讲，董事会经常开会可以提高效率。因为经常开会就意味着董事们可以经常碰面，可以获得公司更多的信息，对公司的情况更加了解，更容易做出正确的决策和有效的监督。但是，会议次数也不能太多。因为，外部董事都是有本职工作的，而且一般来说一个人不会只是一家公司的董事，他可能同时兼任三四家公司的独立董事。会议次数太多，外部董事的时间和精力就得不到保证。

因此，我们对董事会会议次数的建议是每年 4~7 次。其中，每个季度一次常规董事会，年度股东大会之后，再召开一次年度董事会，还有两次会议留给突发事件。

### 3.6.6 什么样的人可以做独立董事

作为担任独立董事的人选，首先，要符合《公司法》要求的董事任职资

格，即要能尽到忠实义务和勤勉义务。其次，要满足所在国家的法律关于独立董事的“独立性要求”。各国对独立董事独立性的规定细节不一致，但是基本思路是一致的，独立董事就是要与公司或经营管理者没有任何重要的利益关系，以及和大股东或管理者没有紧密的人际关系才可以被认为是独立的。

除了满足董事任职资格和“独立性”的要求之外，到底什么样的人适合担任独立董事呢？美国的做法和经验可以作为参考，美国上市公司认为最适合担任独立董事的是能够为公司带来额外资源的人，他们的独立董事往往是三种人。

在美国，担任独立董事最多的是其他上市公司的 CEO、CFO、COO，占独立董事的 70% 以上。这是非常合理的选择。谁最懂企业？绝对不是商学院的教授、经济学家们，而是做企业的人。

美国公司常用的第二类独立董事是银行官员和退休的政府官员。商业银行的行长和投资银行的经理出任独立董事，能够利用其在金融方面的知识和经验，帮助公司建立合理的投融资体系，促进公司投融资的科学决策，完善风险管理。另外，美国还常常聘请退休的政府官员出任独立董事。与中国官员的终身制不一样，美国的政府官员是任期制，当这些官员任期到而退下来的时候，他们身上的政治资源和社会资源对于一些企业来说是很重要的，因此，美国公司会增选具有政治背景的独立董事，利用他们的政治和社会资源创造更大的价值。在中国，由于反腐的原因，现在已经禁止政府官员出任独立董事。

美国公司中独立董事的第三类人是专家和学者，包括律师、会计师和大学教授等专业人士。首先，独立董事最好有一人是律师，公司虽然有法律顾问，但他们是为管理层服务的，董事会层面需要一个具有法律背景的独立董事在一些重大事项决策的时候替股东把关。其次，独立董事中最好有一个会计师或具有注册会计师资格的财会人士，这位独立董事实际上是要担任审计委员

会主席的。审计委员会的工作是非常重要而且专业的，一般人是不能胜任的，会计师或注册会计师的背景，可以使得审计委员会和内外部审计师、财务管理人员进行专业的沟通，确保财务安全和信息真实。第三，可以是大学教授，公司主要利用其在管理或技术方面的知识进行决策时的咨询或把关。

### 3.6.7 退休的 CEO 应不应该再留在董事会

退休之后的 CEO 要不要留在董事会呢？这是一个不太好回答的问题，因为留有留的好处，不留有不留的好处。

退休的 CEO 留在董事会的好处是扶上马再送一程。退休后的 CEO 拥有大量经验，而且与其他人相比，可能掌握更多的与公司相关的知识，以及隐性资源，对公司战略的稳定性、新老交替过程有积极的意义。

退休之后的 CEO 留在董事会的坏处是新的 CEO 放不开手脚。CEO 虽然退了下來，但是，只要他还是董事会成员，他在公司的影响力就存在，而且公司的管理层基本上都是他提拔的，新的 CEO 也有可能是他推荐的。在这种情况下，新的 CEO 和管理层也许出于忠心，也许出于敬畏，就不得不听他的话。

在美国，以前的一个惯例就是 CEO 退休之后，留在董事会担任董事，这被称之为美国公司治理的第 22 条军规。但是，这种做法暴露出越来越大的弊端之后，越来越多的公司不再让 CEO “退而不休”。

一个合理的做法是，如果公司还需要退休之后的 CEO “扶上马送一程”，那么就不要再让他退休，继续干下去。一旦退休，就离开公司，千万别“退而不休”，因为需要给继任者留出成长和创新的空間。当然，为了利用这些退休 CEO 的知识和经验，可以由公司出钱将他聘请成新 CEO 的私人顾问。这样，就可以在离职的和新任 CEO 之间建立一种紧密而且相互支撑的关系，这种关

系使得他们能够对一些重大问题进行非正式的磋商，新任 CEO 能够从前任 CEO 那里得到他所需要的有益的建议。

#### 3.6.8 外部董事为什么单独开会

公司治理评级机构中有一条标准就是，外部董事是否能够单独开会，哪怕是在某次董事会中有 1~2 小时让内部董事回避，开一个外部董事的会议。如果有，评级机构就认为该董事会是独立的，公司治理得分就会增加，股价就会上升；如果没有，就认为董事会是被内部人控制的，公司治理得分就会减少，股价就会降低。

为什么会有这个标准的道理很简单。当内部董事回避，召开外部董事会议时，会议的主要议题肯定是关于对 CEO、CFO 和 COO 等内部董事的业绩考核或薪酬制定等话题，如果这时候内部董事和外部董事一起开会，人都是有人情面子的，很多话就不好说了。让外部董事单独开会，对 CEO 和内部董事进行评价，才会客观一些。

#### 3.6.9 董事长是否兼任 CEO

董事长是否兼任 CEO，这是建设高效董事会当中非常重要的一个问题，直接关系到公司控制权的配置和董事会的独立性。董事长是否兼任 CEO，被称之为领导权结构，是董事会职能中最有争议的问题，它通常反映了公司董事会的独立性和管理层创新自由的空间，是董事会治理结构中一个基本而且重要的特性。

从公司治理的逻辑来看，公司的所有权是股东的，董事长领导整个董事会对股东负责，而公司的管理层对董事会负责，董事会和管理层的关系是决

策和执行、监督和被监督的关系。当管理层的工作不能令董事会满意的时候，董事会就会解除 CEO 的职务。反过来，CEO 也特别希望能够控制董事会，以稳定自己的工作。如果公司的 CEO 兼任董事长，就会出现管理层的领导机构向管理层负责的诡异情况。在这种情况下，就意味着 CEO 可以自己对自己的绩效进行评估，自己给自己发放高额的薪水，这样做就会引起股东、董事会和管理层三个层面之间的利益冲突。因此，为了防止 CEO 控制整个董事会，公司的 CEO 不能兼任董事长。

但是，现实的情况却和逻辑推理大不一样。在美国，90% 的大公司的董事长兼任 CEO；在英国，有 1/3 的大公司存在 CEO 兼任董事长的情况；在中国，上市的国有企业董事长和 CEO 基本上是分任的，而民营企业大部分是兼任的。

为什么会这样呢？首先还得从 CEO 的职位来源说起，CEO 这个职位是美国公司开始设置的。美国公司中最开始是没有 CEO 职位的，美国小公司中管理层的老大叫作总经理，当公司做到事业部制或集团公司之后，总部的管理层老大叫作总裁，部门经理叫作总经理，所以，在美国的管理层中总裁是最大的，代表的是劳方。美国公司的董事局主席是企业内部人，要在企业上班拿薪水的，代表的是资方。董事局主席和总裁都在企业内部发号施令，下面的人不知道该听谁的，这有点像中国国有企业中的董事长和总经理的关系。中国国有企业解决这个问题的思路是通过文件明确董事长管战略，总经理管执行。貌似职责很明确，但实际上战略和执行哪能分得如此清楚？美国人解决这个问题的思路是，一山不容二虎，树立一个核心，因此设置了 CEO 这个职位。CEO 的全称是“chief executive officer”，直译成中文就是首席执行官的意思，意译应该是“老大”的意思。美国人把 CEO 的位置给了董事局主席，将董事局主席作为权力的核心。这种思路也体现了美国人的在管理上强调效率的实用主义思想：该民主的时候民主，该独裁的时候独裁，因为独裁

能够提高决策统一性的效率。

董事长兼任 CEO，解决了美国公司权力核心的问题，提高了公司的运作效率。但是，董事长兼任 CEO，会使这个人权力过大，他既可能控制董事会，又可能控制管理层，而美国上市公司中股权比较分散，没有大股东的监督，这个人就可能把公司变成他的个人王国。

耶鲁大学教授麦卡沃伊及其合作者米尔斯坦在《公司治理的循环性危机》一书中研究了安然、世通等公司治理丑闻后指出，这些丑闻发生的根本原因之一就是 CEO 控制了董事会，他们认为董事会最需要的改变就是公司的领导权结构，CEO 和董事长要分任。但分任，必然要回到以前的老路，又会出现董事长和 CEO 争夺权力的局面。因此，他们提出，为了避免这种局面的出现，由一名非执行董事，最好是独立董事来担任董事长。但是，由于美国上市公司的股权是比较分散的，小股东代表是没有积极性担任董事长的，独立董事考虑到风险问题，也是不愿意出任董事长的。美国的公司治理专家又提出一个折中的建议，董事长兼任 CEO 也是可以的，但必须同时增设一名由独立董事担任的“首席董事”。首席董事除了履行独立董事的基本职责之外，公司章程或董事会章程会赋予他监督董事长 /CEO 的权力，具体来说就是监督议程和确保议程代表了其他独立董事所关注的问题。首席董事的职责设计很关键，他不能过多地干涉董事长 /CEO 的工作，但又要在关键问题上对其实施有效的权力制约。

这种做法对传统改变比较小，比较符合实际，因此，美国的一些公司治理机构，如通用汽车公司发布的公司治理准则中也对此持支持态度，要求由独立董事选出一位首席董事。而且，美国通用汽车公司也设置了首席董事这一职位，目前美国大公司的董事会超过 50% 的有首席董事。

由于各国证券市场的发育程度、公司的治理环境和社会文化存在较大的差异，国际上关于公司的领导权结构即董事长和 CEO 合一还是分离，并没有一

个统一的定论。但是，无论是集权还是分权的制度设计，美国的经验对于我们来讲还是有比较大的启发：在董事长是否兼任 CEO 这个问题上，首先要考虑决策的效率，其次要考虑分权制衡，不能让公司的权力掌握在一个人手里，因为绝对的权力将导致绝对的腐败。

因此，我们的建议是：如果董事长和 CEO 不是同一人，董事长就不能是内部人。如果董事长在内部管理层，CEO 也在内部管理层，两强相遇，容易产生矛盾，而且还会比较激烈。如果董事长是外部的大股东，实际上营运公司的权力都在 CEO 手中，在公司治理尤其是企业日常运作上，并不会太大的问题。

如果董事长要兼任 CEO，总裁或总经理实际上就是 COO 的角色，主管日常业务。这时一定要有分权机制，比如像美国公司设置首席董事那样对兼任 CEO 的董事长进行制约。

对于我国大多数民营企业，目前大多数的公司都是创业的第一代，公司都是自己创建的，兼不兼任问题都不大。因为董事长是创始人，CEO 是雇用的，公司权力的层次划分是清楚的，从精神层面上讲董事长都是老大。但在国有企业，如果谁都不服谁，问题就会很多，就需要将分权机制设置得当。

### 3.6.10 应该设几个专业委员会

判断董事会是否独立，除了考察独立董事本身是否真正独立之外，还要看独立董事是否具有一个独立自主行使权力的平台。委员会制度设计的初衷有两个：提高董事会效率和解决独立董事发挥作用的平台。

董事会是一个会议机关，所有事情的决策都需要董事会开会按照“一人一票，少数服从多数”的原则来进行。独立董事作为个体是不能直接做出任何决策的，他必须在董事会上发表自己的意见，以影响最终形成的决策。在委员会制度出现之前，董事会一开会就是全体会议。董事会中总有企业内部人

吧，一般来说，CEO、CFO和COO都会是内部董事，开会到时候他们都在场，一旦董事会讨论的议题涉及他们的利益的时候，独立董事怎么可能为了所有股东的利益而和内部董事撕破脸皮呢？因此，董事会委员会制度的出现，除了提高董事会的运作效率之外，一个主要的目的就是解决这个矛盾。在董事会下面设几个专门的委员会，并且规定一些涉及诸如审计经理人财务问题、确定经理人报酬、负责董事提名的审计委员会、薪酬委员会和提名/治理委员会只能由独立董事或作为股东代表的外部董事担任成员，但应以独立董事为主，并且委员会主席必须是独立董事。这样的安排，就为独立董事创建了一个发挥作用的平台，才有可能使得独立董事真正独立。

委员会并不是越多越好，过多地设置和关注委员会，必然会割裂董事会作为一个整体的有效性，这反而违背了设置委员会的初衷。因此，根据董事会的主要职责、委员会设置的初衷以及企业的实际需要来设置委员会是每个公司必须遵循的原则。基于以上的考虑，建议董事会考虑设置四个委员会，即审计委员会、薪酬委员会、提名/治理委员会，以及战略投资和风险管控委员会。

而且委员会一般每年都要单独开会，审计委员会一年有4~7次会议，薪酬委员会和提名/治理委员会有2~3次会议。这些委员会先单独开会拿出一个初步的议案，再到全体董事会中去做决策，这无疑是提高了董事会的工作效率。

### 3.7 从激励到市值管理的股权激励<sup>①</sup>

严格来讲，股权激励应该称之为经理人的长期激励性报酬，与一般报酬的

---

<sup>①</sup> 详细的股权激励方案设计参见：马永斌. 公司治理之道：控制权争夺与股权激励 [M]. 北京：清华大学出版社，2013：275-445.

支付方式不同的是，长期激励性报酬 90% 是通过“股权”或“期权”的形式来实现，因此通常将其称为“股权激励”。经理人收入结构中的工资和年终奖主要属于短期激励，股权激励属于长期激励。

股权激励主要解决经理人和股东利益不一致的问题，通过股权或期权使经理人的身份变成劳动者和所有者的双重身份，使得股东和经理人成为利益共同体。股权激励驱动经理人不断努力提高公司业绩，将企业的长远发展、股东价值最大化与经理人自身的价值追求高度统一起来，实现“放眼未来，风险共担，利益共享”的局面，能够有效解决管理层黑股东的问题。

设计得当的股权激励制度，本身就是一种最巧妙的约束制度。如同一只“金手铐”，既充满极大的利益诱惑，又有效地约束了经理人在传统薪酬激励方式下“竭泽而渔”的短期行为，有利于实现企业的可持续健康的发展。实施股权激励，实际上就是将经济激励渗透到资本的增值过程中，将经理人的积极性问题转换为他们自己如何对待公司的未来业绩和公司股票价格走向的问题，让为公司做出贡献的经理人能够合理分享其辛勤创造的成果，消除他们的利益失衡心态，从利益机制和源头上防范并有效遏止了经理人黑股东的败德行为。

因此，股权激励在市值管理中，既属于价值创造的内容，激励经理人创造价值；同时又属于价值实现的内容，因为管理层和核心骨干员工与公司的利益和股东的利益长期紧密地捆绑在一起，向资本市场的外部投资者传递了一个非常清晰的信号：管理层和核心骨干员工看好公司的未来。相比外部投资者，管理层和核心骨干员工更了解公司，如果他们看好公司，愿意将自己的未来利益和公司进行捆绑，就会促进外部投资者看好公司，愿意付出更多的溢价。证监会一直比较鼓励上市公司应用股权激励这种工具对管理层进行激励和约束，在 2006 年颁布实施了《上市公司股权激励管理办法（试行）》，并在 2016 年颁布实施了《上市公司股权激励管理办法》，对上市公司进行股权激励操作做了详细的规定。

### 3.7.1 股权激励的作用

股权激励之所以受到企业创始人、管理层和外部投资股东共同认可和重视，是因为在公司中实施股权激励将起到以下四个作用：

- 打造利益共同体，将经理人、股东和公司的利益紧密地捆绑起来。股权激励制度就是充分尊重和理解经理人的价值，将经理人及附加在其身上的人力资本要素与企业利益分配的问题制度化，按照“资本+知识”进行分配。在这种新的利益分配模式下，不再是“资本雇佣劳动”，而是“资本与劳动的合作”，即股东以财务资本对企业进行投资，经理人以自己的人力资本对企业进行投资。在经理人的人力资本得到认可而获得股权激励后，经理人的利益与企业的发展休戚相关，经理人与老板真正形成了一种更加紧密的利益共享、风险共担、荣辱与共的新型关系。股权激励赋予了经理人以所有者和劳动者双重身份，经理人既能获得劳动报酬，又可享受资本的剩余索取权，大大增强了对经理人的激励强度。对获得股权激励的经理人来说，只有在增加股东财富的前提下才可同时获得更大收益，从而与股东形成了利益共同体。这种“资本剩余索取权”驱动经理人不断努力提高公司业绩，实现了企业长远发展及股东利润最大化与经理人自身的价值追求的高度统一，有效地解决了经理人黑老板的问题。
- 让经理人分享企业成功的喜悦，同时也让经理人分担企业发展中的风险。与传统的工资和奖金制度不同，股权激励是长期激励性报酬，其实质是一种风险收入，就是让经理人拥有一定的剩余索取权的同时承担相应的风险。当一家公司对其经理人实施了股权激励计划之后，经理人的收益来源于对公司未来的良好升值预期，但是，公司未来的发

展既受经理人自身努力的影响，也受许多不确定因素的影响。这种未来风险的不确定性，导致经理人既有可能获得收益，同时也承担着不确定因素带来的风险，因此，对经理人来讲，股权激励的收益与风险并存。

- 将多大的激励给经理人的同时，将相应的约束同时给经理人。股权激励的逻辑是：公司为经理人提供股权激励计划→经理人员更加努力地工作→公司业绩持续上升→公司价值持续增长→公司股价持续上升→经理人获得持股分红和资本增值的收益，这就是股权激励的激励性。相反的是，经理人不努力工作→公司业绩下降→公司价值贬值→公司股价下跌→经理人员获得的股权激励价值下降→经理人放弃行权→经理人员的预期利益受到损失。经理人放弃行权，貌似没有经济损失，但是由于任何一个股权激励计划都要求经理人有3~5年的等待期，因此，经理人至少损失了对于人力资本来说更加重要的3~5年的时间成本和精力成本，加大了经理人的失败成本。再加上各种附加的外在约束条件，其实我们在将股权激励给经理人的同时，把相应的约束也给了他们。
- 留住人才、激励人才和吸引人才，提升公司的核心竞争力。与传统的薪酬制度相比，股权激励其实是一种市场竞争性报酬。实施股权激励，有利于企业形成开放式股权结构，可以不断吸引和稳定优秀人才。因此，真正具备企业家才能、对自己的才能有信心的经理人会被股权激励制度所吸引，他们会主动地选择股权激励占薪酬较大比重的报酬方案，主动地将自己的利益和企业的利益、股东的利益捆绑起来。

### 3.7.2 从激励到市值管理

股权激励最开始用于经理人的报酬时，目的就是为对经理人进行长期的激励。但是随着股权激励在实践中用得越来越多，其目的已经开始发生变化。

- 激励。对于一些没有上市或产融结合计划的非上市公司，实施股权激励的目的就是对经理人进行长期利益的捆绑，主要目的就是打造利益共同体。
- 股改。对于有产融结合计划的企业，在 IPO 过程中会配合股改对管理层和核心骨干员工实施股权激励。其目的除了激励的基础目的之外，还有一个更重要的目的是把管理层变成合伙人，寻找企业发展的新动力源。
- 市值管理。上市后，公司实施股权激励的目的除了完善公司治理结构，对管理层进行长期激励之外，更重要的目的是基于市值管理的需要，向外部投资者表明管理层对公司未来是非常看好的。

### 3.7.3 适合市值管理的股权激励模式<sup>①</sup>

股权激励在实际应用中一共有股票期权、期股、业绩股票、干股、限制性股票、虚拟股票、股票增值权、账面增值权和延期支付九种模式。这九种模式适用于不同目的的股权激励。

如果一家非上市公司只是为了打造利益共同体而实施股权激励，比较适合的是干股、虚拟股票和延期支付。如果是配合股改实施股权激励，比较适合的是期股、账面增值权、业绩股票和股票期权。而上市公司基于市值管理的需求来实施股权激励，比较适合的模式是股票期权、股票增值权和限制性股票，最适合的就

---

<sup>①</sup> 详细的股权激励模式设计参见：马永斌. 公司治理之道：控制权争夺与股权激励 [M]. 北京：清华大学出版社，2013：275-445.

是股票期权和股票增值权。因为这两种模式的设计思路是将激励效果和公司市值变化紧密挂钩，经理人未来获得的收益是公司授予期权数量市值的增值部分。只有公司市值增长了，经理人获授的股票期权和股票增值权才有价值。

- 股票期权计划，是在经理人员的报酬合同中，给予经理人员在某一期限内以一个事先约定的固定价格来购买本公司股票的权利，如果经理人员在这个期限之中达到了事先规定的某些条件（业绩目标），则他就可以按事先规定的条件行使购买股票的权利。通俗的理解，股票期权计划是事先说好的，经理人可以用一个固定的价格、在未来一定时限内去购买一定数量的股票。
- 股票增值权和股票期权非常像，只不过股票期权在行权时需要先购买约定数量的股票再卖出之后才获利，而股票增值权是在行权的时候不用买卖股票，而是由公司直接将行权时的股票实际价格与授予的行权价之间的差价直接支付给激励对象，支付的方式可以是现金、股票或“现金+股票”的组合。
- 限制性股票。为了实现某一特定目标，公司无偿将一定数量的股票或股份赠予或者以较低的折扣价格售与激励对象，只有当激励对象完成预定目标后，激励对象才可行权并从中获利，预定目标没有实现时，公司有权将免费赠予的限制性股票无偿收回或者以激励对象购买折扣进行回购。在美国，特定目标一般是一个很长的服务年限，可以白给；而在中国，《上市公司股权激励管理办法》规定的特定目的是业绩要求，不能白给，行权价最低是公允价格的50%。

### 3.7.4 基于市值管理的股权激励设计原则

基于市值管理的视角来设计股权激励，无论是采用何种模式，在方案设计

中都必须包含和体现以下五个方面的内容。

- 一定要有科学合理的业绩考核。对经理人的股权激励，股东并不在意支付了多少，而在意支付的业绩条件。当股权激励计划中业绩基础和业绩指标的选择是科学合理的，也就是能准确测量出经理人的努力程度和贡献程度，那么投资人并不担心经理人拿高额的报酬。公司可以将公司历史业绩或同行业可比公司相关指标作为公司业绩指标对照依据，公司选取的业绩指标可以包括净资产收益率、每股收益、每股分红等能够反映股东回报和公司价值创造的综合性指标，以及净利润增长率、主营业务收入增长率等能够反映公司盈利能力和市场价值的成长性指标。以同行业可比公司相关指标作为对照依据的，选取的对照公司不少于3家。
- 一定要花点钱来买。股权激励一定要花点钱来买，不能白给，因为白给的经理人不珍惜。股权激励的一个重要目的就是风险和收益要对等，因此，股权激励与基本工资和年终奖相比，是经理人承担企业未来风险而享有的收入，属于风险收入部分。所以，经理人得到的股权激励分为两个部分：一部分是自己花钱买的部分，这相当于风险抵押金方式；另一部分是根据企业业绩送的部分，这属于激励部分。
- 一定要考虑到经理人的风险承受能力。经理人都是风险厌恶型的，他们害怕承担过高的风险，承担风险的能力较弱。在股权激励方案设计中，要求经理人一定要掏钱入股，目的是让经理人承担企业未来的一定风险，但这个风险一定不能过大，否则股权激励计划就有可能失败。
- 一定要体现递延性报酬特征。长期激励性报酬的本质是它的递延性特征。在使用递延的报酬形式中，被递延支付的报酬就是一种履行业绩

目标的抵押金，为了在将来获得这些抵押金，经理们不但尽力避免被解雇，而且还会努力工作，防止偷懒和短期行为的发生。基于这样的原因，在股权激励计划设计中，一定要使股权激励计划体现递延性报酬特征。因此，现在股权激励非常流行“一次授予，多次加速行权”的方式。

- 报酬结构一定要合理。在经理人的报酬结构中，基本工资、年度奖金和股权激励是最重要的组成部分。基本设计逻辑是：基本工资和年度奖金一般采用市场平均水平，股权激励部分和公司市值增长密切相关。

### 3.8 从福利到市值管理的员工持股计划

股权激励的基本目的侧重于激励管理层，促进管理层付出努力完成既定业绩，从而实现上市公司业绩提升和公司价值增长。员工持股计划基本目的是为员工提供“普惠性”的福利，但是近年来员工持股计划的方案设计越来越灵活，上市公司可以根据市值管理、控制权安排，以及为员工提供杠杆投资机会等目的，量身设计适用于本公司的员工持股计划。2014年6月20日，证监会发布了《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》（以下简称《指导意见》），鼓励上市公司利用员工持股计划对员工激励长期激励及市值管理等。

具体操作思路是，公司拿出一定比例的股份由员工持股平台持有，再由持股平台按照一定的规则将股份分给每个符合条件的正式员工，公司内部员工个人出资认购本公司部分股份，并委托持股平台进行集中管理的方式。按照《指导意见》的规定，员工持股计划的持股平台是由信托公司、保险公司、证券公司、基金管理公司等资产管理机构设立的资管计划。

股权激励侧重“激励”效果，员工持股计划更加侧重“福利”和“市值管理”效果。《指导意见》规定员工持股计划的股票来源：上市公司回购、二级市场购买、认购非公开发行股票、股东自愿赠予和法律法规允许的其他方式。实践中，上市公司采用二级市场购买的做法较多，以非公开发行的也不少。以非公开发行方式实施员工持股计划的，持股期限不得低于36个月，而且非公开发行取得股票的价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的90%。在股权激励计划中，如果采用限制性股票计划，同样以非公开发行股票作为激励股票来源的，发行价格不低于定价基准日前20个交易日、60个交易日或者120个交易日的公司股票交易均价之一50%的高者。而且员工持股计划的对象并不仅仅局限于管理层和核心骨干员工，可以是满足一定条件的大多数员工。

在上市公司的员工持股计划中，如果管理层和广大员工愿意以9折的价格认购公司股票，那就给了资本市场外部投资者一个非常清晰的信号，公司内部的管理层和广大员工对公司股价未来升值有着极强的信心，因此，员工持股计划就具有提振股价的作用。

与股权激励相比，员工持股计划对于上市公司市值管理的意义<sup>①</sup>：

#### 3.8.1 操作相对简单和灵活

从监管层的角度来看，在上市公司推行员工持股计划主要目的是“建立和完善劳动者和所有者的利益共享机制，使社会资金通过资本市场实现优化配置”。因此证监会对员工持股计划的实施限制较少，操作起来比较灵活。

---

<sup>①</sup> 以下内容参考：<https://www.zhihu.com/question/24218376/answer/38699244>。

- 股票来源。股权激励的股票来源主要是上市公司回购、二级市场购买和定向增发；员工持股计划除这三种来源之外，还可以是股东自愿赠予。这就可以用股东自愿赠予股票来设计员工持股计划，激励力度和股权激励相当，还实现了避税的目的。
- 实施的限制条件。对于员工持股计划，没有实施的限制条件。股权激励的实施限制条件是：最近一个会计年度被出具否定意见或无法表示意见；最近一年因重大违法违规被证监会行政处罚；证监会认定的其他情形。
- 是否需要聘请独立的财务顾问。对于员工持股计划，只有股票来源采用非公开发行（定向增发）的需要聘请；而对于股权激励，同时采用股票期权和限制性股票两种激励模式的或董事会薪酬委员会认为有必要时，应当聘请。
- 股东大会的表决方式。对于员工持股计划，除股票来源是非公开发行的需要 2/3 通过，其余方式只需出席股东会议的股东所持表决权的半数以上通过即可；股权激励必须经出席股东会议的股东所持表决权的 2/3 以上通过。
- 是否需证监会批准。对于员工持股计划，只有股票来源涉及非公开发行需要报证监会批准，其余的不需要证监会行政许可；股权激励必须经证监会无异议备案通过。

### 3.8.2 能够提高短期内市场对公司股票的需求

股权激励的股票来源以非公开发行（定向增发）居多，因此，对股票市场需求的影响不大。员工持股计划中，由于非公开发行需要证监会审批，所以比较多地采用二级市场回购的方式。而且一般规定自股东大会通过，以及董

事会获得授权起6个月内，员工持股计划的资管产品要完成二级市场的股票购买。这就会增加短期内二级市场对公司股票的需求。

#### 3.8.3 对公司损益影响较小

股权激励在账务处理上需按股份支付确认成本和费用，会降低上市公司的盈利水平，从此角度来看对股价提升没有帮助。员工持股计划计划的股价折扣较少（大股东无偿赠予或低价转让的除外），通常不影响公司损益。

#### 3.8.4 便于控制权安排

上市公司股权激励计划的持股方式一般为激励对象直接持有或通过持股平台持有，如果激励对象直接持有激励股票，那么对大股东的控制权有稀释作用。而员工持股计划中员工不能直接持有股份，必须通过持股平台持有。持股平台可以由上市公司自行管理或委托资产管理机构管理，因此，员工持股计划的表决权一般掌握在公司的实际控制人手里。员工持股计划的总量可以做到总股本的10%，因此公司实际控制人有控制权安排的空间。

#### 3.8.5 激励作用

股权激励最基本的作用在于对激励对象的“激励”，员工持股计划最基本的作用在于“普惠”。但是，如果在员工持股计划中有杠杆融资和大股东兜底等条款设计，一样具有激励作用，对市值管理的影响也会相当正面。

- 资金来源。股权激励的资金来源主要为激励对象自筹，上市公司不得

为激励对象提供任何形式的财务资助，包括提供贷款或担保。而员工持股计划可以由大股东提供担保融资。

- 杠杆作用。股权激励是激励对象自筹资金，上市公司自行管理激励计划，因此没有杠杆效应。而员工持股计划可以委托资产管理机构进行管理，这样就可以将员工持股计划设计成分级的资产管理产品，为持有人提供财务杠杆。例如，三安光电的员工持股计划按 2 : 1 设立优先级份额和次级份额，优先级份额的年基准收益率 7.4%（也就是 3 倍财务杠杆，年息 7.4% 的融资成本）；新海宜的员工持股计划也按 2 : 1 设立优先级份额和次级份额，优先级份额的年基准收益率 8.1%（也就是 3 倍财务杠杆，年息 8.1% 的融资成本）。欧菲光员工持股计划的财务杠杆加到了 30 倍：欧菲光投资 1 号资产管理计划，份额上限 1.5 亿元，三级结构化设计，优先级份额（预期年基准收益率 8.1%）、中间级份额（预期年基准收益率 5%）、一般级份额，比例为 20 : 9 : 1。员工筹资 500 万元认购一般级份额。实际上就是欧菲光的员工出资 500 万元，再向外融资 1.45 亿元（其中，按年息 5% 融资 4 500 万，按年息 8.1% 融资 1 亿元）。
- 大股东兜底。通过融资加杠杆，会增大股票波动的损益，如股票升值则放大收益，如股票贬值则放大损失。一般员工是极端风险厌恶型的，风险承受能力相当脆弱，如果股价下跌，损失放大，那么员工持股计划的作用就适得其反。但是，如果采用完全自筹资金的方式从二级市场购买，又会显得激励的“成色”不足，还不如自己买股票方便。一种解决办法是实行大股东兜底，虽然大股东兜底并不是员工持股计划的必备要件，但是大股东兜底无疑是让员工和资本市场上的外部投资者吃下一颗定心丸。在安居宝的员工持股计划中，公司实际控制人提供融资资金，增持实施完毕两年后，增持员工退出时，如出现

亏损，由公司实际控制人承担。实际控制人这种出钱出力的方式几乎承担了所有风险，体现了对公司未来股价的强烈信心，也给了员工和外部投资者持股的信心。

- 认购起点。员工持股计划给予了上市公司一般员工专业投资的机会，上市公司基本上都将员工持股计划委托给专业的资产管理机构进行专业的投资管理，设计成资产管理计划。一般的专项资管计划或私募产品的认购门槛往往都是100万元起，员工持股计划的认购起点可以设置很低，比如1万元。
- 个人所得税。股权激励的获益部分，按照“工资、薪金所得”项目，分摊12个月计算个人所得税。员工持股计划在个人所得税方面具有优势，股票来源是二级市场购买或非公开发行的，暂免征收个人所得税；股票来源是大股东赠予或上市公司回购的，由于授予价格可能与市场价格有较大差异，如何处理，尚无明确政策，如参考《关于个人转让股票所得继续暂免征收个人所得税的通知》，则也可暂免征收个人所得税。



## 第 4 章

# 价值如何经营

- 4.1 价值经营的基本逻辑
- 4.2 产融结合的多股权投资
- 4.3 股份回购与增减持
- 4.4 再融资
- 4.5 股权质押融资
- 4.6 并购重组
- 4.7 资产证券化
- 4.8 套期保值



## 4.1 价值经营的基本逻辑

价值经营，是指当公司价值被低估（公司市值没有充分体现内在价值）或被高估（公司市值大于公司的内在价值）时，顺应资本市场的周期性波动规律，运用上市公司市值的偏差和投资者的投资偏好，通过金融策略、整合公司资源、确立公司价值理念、吸引目标投资者等手段，充分分享资本市场的溢价功能，不断提升公司的价值和做大公司市值的管理行为。<sup>①</sup>价值经营最能体现上市公司的市值管理和资本运作能力，可以通过资本杠杆做大公司市值。

资本市场是有周期的，有牛市，也有熊市，在牛市里面还有结构性的熊市，在熊市里也有结构性的牛市。在大牛市里市值一日千里，大熊市里市值一泻千丈，这是不可抗拒的市场规律。但是，上市公司并不是只能在股市的牛熊周期转换面前“听天由命，靠天吃饭”，其实是可以顺应市场规律，合理利用市场周期在恰当的时候做点合适的事情的。

中国资本市场的有效性比较差，基本上处于无效市场和弱势有效市场之间的阶段。在这样的市场里，容易出现上市公司估值偏离内在价值的情况，也容易出现指数和股价暴涨暴跌的剧烈波动。这对上市公司的市值管理提高了难度，同样也丰富了市值管理的内容，极大地拓展了市值管理的空间，使得上市公司可以不断地、积极探索与完善价值经营的手段和方法，以实现公司

---

<sup>①</sup> 施光耀，刘国芳．市值管理论[M]．北京：北京大学出版社，2008：243．

市值最大化。<sup>①</sup>

要像重视产业周期一样重视股市周期，对于市值管理，股市周期有时甚至比产业周期还要重要。股市周期不可以左右和操纵，但可以顺势而为。当股市处于牛市中时，投资者对股市、行业和公司前景都持乐观态度，股价明显被高估，市场价值远远大于内在价值，此时价值经营的策略就是利用高估的股价从资本市场获得更低成本的融资或者去购买其他非上市公司的股权，具体策略包括：

- 通过增发或定向增发实施再融资。增发和定向增发股票扩大了公司股本规模，可以平抑高估的股价，同时以更低的成本筹措资金。<sup>②</sup>
- 换股并购。当公司股价被高估时，此时公司应当以并购非上市公司的方式进行外延式增长，交易的代价一定是直接向目标公司发行新股，通过换股完成并购。
- 资产注入。通过定增发行新股购买母公司或行业内的优质资产。
- 整体上市。
- 股份减持。当股价明显高估时，适当通过大股东减持，一定程度上促进股价回调到合理的价位。
- 套期保值。在股价被高估时，上市公司的市值管理一定要运用股指期货、融券、商品期货、利率期货和汇率期货等风险对冲工具，通过“做空”来对冲资本市场的系统性风险，以此稳定公司的市值。

当公司处于熊市时，投资者对股市、行业和公司前景都持悲观态度，股价

---

① 蓝天祥，陈阳，刘强，等. 市值的博弈：市值管理理论、实践与探索 [M]. 北京：中国金融出版社，2011：83.

② 拿出相同份额的股份做定增，股价被高估时融到的资金显然多，融资成本也就下降了。

明显被低估，市场价值小于内在价值，此时价值经营的策略就是“买入”策略，买入比较便宜的股票，在市值的波动中提升公司竞争力，提振投资者信心，使得股价回升，具体策略包括：

- 股票回购。上市公司利用现金等方式回购发行在外的股票，稳定和抬高本公司股票价格，防止公司股价暴跌，提振投资者信心，刺激公司股价回升。
- 股份增持或承诺不减持。和股票回购的原理是一样的，只不过买股票的主体不一样。股票回购的主体是上市公司，股份增持的主体是大股东或管理层。是维护投资者信心、保护公司市值的重要手段。
- 并购重组。当资本市场低迷时，给上市公司带来一个通过并购进行低成本产业整合的机会。要注意的是换股并购不适合这种情况，这种情况下交易对价的方式应当是采用现金方式，收购方式采用杠杆收购。
- 股指期货套期保值。当资本市场被严重低估时，通过股指期货“做多”，即采取股指期货多头的套期保值来稳定股价指数，对冲风险。
- 恶意并购。在资本市场比较低迷的时候，一些产业基金和保险往往成为门口的野蛮人，它们会对那些内在价值被严重低估的公司下手，纷纷举牌，抢夺公司控制权。从而使得公司股价回升，这就是恶意并购作为公司治理外部机制的重要功能体现。
- 买壳或借壳。有些公司想通过 IPO 上市可能存在一定难度，那么在资本市场低迷的时候，就迎来一个以低成本购买“壳”的机会。一般是通过买壳、定向增发，再加上换股吸收合并等组合方式实现上市并募集资金。
- 实施股权激励或员工持股计划。

通过资本运营实现价值经营，最能体现一家上市公司产融结合的能力和水平。价值经营的手段和方法可以分为两类：第一类是实现市值管理的短期目标，即保证市值不被低估，减少二级市场的剧烈波动，降低公司的融资或再融资成本。包括大宗交易、二级市场增减持、利用股指期货对市值进行套期保值、存量股权质押融资并参与再融资以及公开增发、定向增发、配股、可转债、优先股、分离交易可转债、资产证券化等。第二类是实现市值管理的中长期目标，即保证公司市值稳定增长，提升股东价值回报。主要包括多股权投资和并购重组。

伴随中国资本市场的日益成熟，金融创新产品越来越多，价值经营的手段也将日益丰富。但每家公司并不是在任何一个时点都需要应用所有的手段，要根据股市周期、产业周期和公司的资本战略组合应用，并且要将价值创造、价值实现和价值经营统筹考虑。

需要注意的是，这些资本运作的手段除了能较大幅度提升公司市值之外，还有操纵获利的嫌疑，因此必须在法律和道德的双重约束下，围绕内在价值这个核心用之有道，否则就会出现各种内幕交易、操纵股价、利益输送等歪门邪道。

## 4.2 产融结合的多股权投资

在资本市场上通过 IPO 或是定向增发等再融资渠道募集资金用于扩大生产和销售，这还不是真正的产融结合，而仅仅是产融结合中借力资本市场发展的第一步而已。真正的产融结合是以上市公司为平台，打造以金融控股平台为核心的多元化布局。通过对其他公司的控股或参股形成产融结合的股权结构，并通过对股权进行合理的交易和安排，达到提高股权资产收益和做大市值的目的。我们把这种方式称为产融结合多股权投资的市值管理。本书后

续章节讨论的海航集团和复星集团都是成功实施了产融结合多股权投资市值管理的典型案例。

#### 4.2.1 产融结合多股权投资的意义<sup>①</sup>

产融结合多股权投资的目的是保证投资后的资产整体市值有所增加、整体资产流动性加强而系统性风险降低的一种主动市值管理方式。产融结合多股权投资是以市值管理为导向，指导企业进行未来发展方向和路径的选择，能够在市值管理上实现乘数效应。

产融结合的多股权投资，最终形成了多元化经营格局和集团的股权结构。在新兴资本市场上，企业进行集团化和多元化经营时有如下好处。

- 容易形成品牌优势。在新兴市场上，品牌信誉的建立非常重要，但是也是需要花不少钱，而且成本很高。因此，一种聪明的品牌应用策略就是，集团公司集中优势在某一产品领域树立一个品牌，使其产生巨大的影响力。然后，集团公司可以利用已建立的品牌优势进入相关业务领域，并且把成本分摊到其他业务领域。如联想靠 PC 业务创下了品牌，联想控股就利用 PC 业务（联想集团）的品牌声誉进入了数码产品领域（神州数码）、投资领域（君联投资、弘毅投资、乐基金和联想之星）、房地产（已退出）、现代服务业（神州租车、拜博口腔）、农业与食品行业（佳沃集团和丰联集团）、金融服务领域（正奇金融、苏州信托、北京联合保险经纪、汉口银行、银豆网、翼龙贷）；同时又通过君联投资、弘毅投资、乐基金和联想之星投资参股或控股了上

---

<sup>①</sup> 马永斌. 公司治理之道：控制权争夺与股权激励 [M]. 北京：清华大学出版社，2013：52-54.

百家企业，这其中就有一心堂、中国玻璃控股、耀华玻璃、中联重科、王府井百货、新华保险等企业。

- 有利于提升股东的股权收益。当主营业务发展较快时，从主营业务角度进行股权投资能够迅速扩大业务规模、降低成本，快速提高公司的市场议价能力，从而提升公司股东的股权收益。当主营业务进展缓慢而现金流又比较充裕时，这就可以对主营业务相关领域或者无关领域进行投资，这样就可以增加公司的长期盈利来源，同样提升了股东的股权收益。
- 可以降低融资的成本。集团公司的形成，实际上就在集团形成一个内部融资市场。由于集团内部的资金可以统一调配使用，与外部融资相比，内部融资市场降低了交易成本。这对于无论股权融资还是债权融资，融资效率都比较低下的新兴市场上的企业来说是非常重要的。
- 有助于分散企业的经营风险。在新兴资本市场上，机会是比西方成熟市场多的，但是市场风险和政府的政策风险也是要大的很多的。如果企业只依赖于一个行业或者一个产品，就容易产生较大的政策风险和行业风险。这个时候，按照投资学中分散投资的理论将鸡蛋放在不同的篮子里就成为一种降低风险的现实选择，与主业无关的多元化经营而涉足不同行业，就可以在集团内部实现一定程度的风险对冲。
- 通过“看得见的手”来替代“看不见的手”，降低产品的交易成本。新兴资本市场上的市场机制是不健全的，如果企业的供应商和分销商都依赖市场化，必然加大企业谈判、缔结合同的交易成本，而且对供货质量、价格等因素缺乏控制力。这时，通过集团内部的行政调控，在集团内形成一个内部市场，就可以显著地降低产品的交易成本。
- 以较小的资金获取较大的控制权，实现高效融资。集团股权结构的形成，使得控股股东可以通过金字塔股权结构、交叉持股和类别股份等

方式以较少的资金获得较大的控制权，实现资本市场上的“以小博大”和“四两拨千斤”，从而达到高效融资的目的。

#### 4.2.2 产融结合多股权投资的股权布局

多股权投资能否实现产融结合，使得公司市值实现倍增、以较少资金获得较大控制权的关键在于股权布局。图 4-1 是典型的产融结合多股权投资的股权布局，公司治理专家也把这种股权结构称为企业系族。这种股权结构就是产融结合顶层设计的关键内容，具有如下特征。

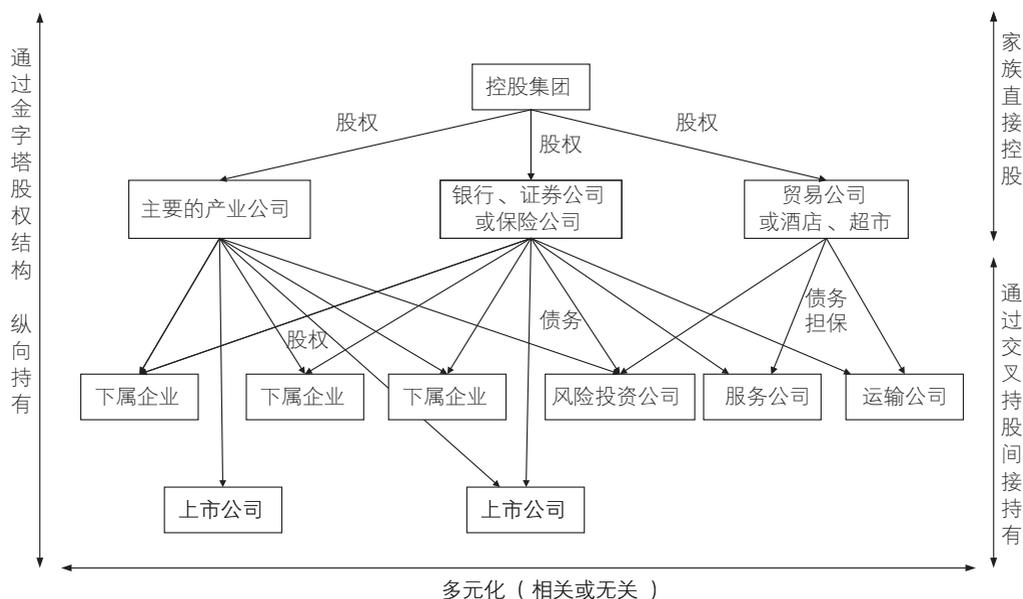


图 4-1 多股权投资的股权布局<sup>①</sup>

- 在整个企业系族的最上层是一个有限责任公司，通常叫作“××集团”或“××控股”。整个公司通常是由家族的核心人员担任股东，

<sup>①</sup> 资料来源：宁向东. 公司治理理论 [M]. 北京：中国发展出版社，2005：58.

是家族对外的投资平台和管控平台。

- 控股公司直接控制的企业有三类：主要的产业公司，银行、证券公司或保险公司等金融机构，以及贸易公司、酒店和超市等。
  - 主要的产业公司是指企业创始人抓住市场机会，靠其发家创业的企业。如对于新希望集团来说，这个主要产业公司指的就是新希望的饲料集团；对于联想控股来说，主要的产业公司就是联想集团；对于复星来说，主要的产业公司就是复星医药和复地。
  - 要进行产融结合，利用资本杠杆，实现市值倍增，就一定要想办法控股或参股一些金融机构，如银行、保险公司或证券公司。这是产融结合的关键，是为了寻找企业系族金融运作的平台，并将这个平台作为企业系族实施控制的一个重要工具。如泛海控股，最早只是一个地产企业，2014年确定从地产向“地产+金融+战略投资”转型，2015年计划将泛海控股打造成一个“以金融为主体、以产业为基础、以互联网为平台、产融一体化的企业集团”。为了实现转型的战略目的，以2014年3月为起点，将民生证券、民生信托纳入上市公司并大幅增资，收购民安财险（现更名为亚太财险），成立民金所（互联网金融）在内的金融互联网、融资担保、基金管理和资产管理4家公司，收购香港上市公司和记港陆（现更名为中泛控股，成为泛海在海外的投融资平台）、全牌照券商华富国际，战略投资中民投、中信等金融资产等。至此，通过并购、新设等方式，泛海集团完成了以“金融全牌照”为目标、横跨境内外两个市场的金融产业布局，形成了一个金融控股平台。
  - 在控股公司直接控制的第一层企业中，通常还会有贸易公司、酒店和超市等流通性企业，这些流通性企业一般来说都是收益好，

现金流比较稳定的，这主要是用于解决整个集团的现金流问题。

- 以企业系族的第一层产业公司、金融机构和流通性企业为核心，它们之间通过复杂的股权和债权关系形成第二层次的企业。第二层的企业包括各种实业企业、股权投资企业和商业流通企业。
  - 图 4-1 中的下属企业就是各种实业企业，在第二层次的实业企业中，家族一般不会单独投资，而是会采用在保证控制权的前提下和外来投资者共同投资。
  - 企业系族还会在第二层次的企业中通过有效合伙的方式构建风险投资企业或私募基金企业，目的就是构建股权投融资的平台，进一步利用股权杠杆放大资本的运作能力。企业系族直接控制的公司有效合伙中做 GP，理论上只需持有 1% 的资产份额，就会获得整个基金的控制权。
- 还有很重要的一点，就是在集团当中一定要有一部分公司要上市，但并不是把所有的公司都变成上市公司。并且，集团会通过各种办法对上市公司施加控制，上市公司就会成为整个集团的投融资平台。

### 4.2.3 多股权投资的决策原则

资本市场的投资机会是非常多的，但不是每一个投资机会都需要控股的，那么对于多股权投资的决策来讲，首先要梳理的就是哪些机会必须由自己百分百掌控？哪些控股？哪些参股？哪些作为财务投资人就可以了？

由于每个企业掌握的资源 and 自身的能力不同，因此，同样的投资机会对不同企业来讲选择是不同的。一种比较有效的办法是找出对企业自身比较重要的影响因素，比如经营难度和投资风险，把它们作为决策时的两个考量维度，就比较容易做出决策了。

- 对于经营难度小、投资风险也比较小的项目。公司可以把其作为全资子公司进行投资，百分百掌控，而且也没有必要单独上市。可以作为上市公司的全资子公司合并报表，为上市公司的市值管理提供稳定的业绩支撑。
- 对于经营难度大、投资风险小的项目。公司合理的选择是开放股权，引入战略投资者，降低经营风险。但是由于投资风险小，回报值得期待，公司可以选择控股。
- 对于经营难度小、投资风险大的项目。公司合理的选择是出让控股权和经营权，参股做战略投资者就可以了，持股比例在 5% ~ 20%。
- 对于经营难度大、投资风险大的项目。可能也意味着未来有高额的回报，但是，由于对于公司来讲经营难度和投资风险都比较大，因此，最佳的现在就做财务投资人，持股比例在 5% 以下。投资并不是为了对投资公司产生影响，只是为了对获取投资收益的股权投资。

### 4.2.4 股权组合优化

多股权投资市值管理是一项比较复杂的系统工程，一方面通过产融结合可以创新商业模式、完善产业结构，促进企业的价值创造，给股东带来高额的投资回报。但是，由于产融结合的复杂性，以及负债经营，必然加大企业的经营风险。一旦经营失误，对企业的打击效果也是倍增的。因此，对于多股权投资来讲，一定要做出正确的投融资决策，从源头上控制风险。具体来说，就是科学合理地判断股权资产价值，优化股权组合结构。

- 优化股权组合结构，这是多股权投资与单个股权投资的重要区别。需要根据公司自身所在的行业、企业规模、资金实力、经营能力等综

合因素，决定在不同项目上的股权投资的方式：完全 100% 持股、控股、战略投资者或财务投资者，形成适合公司的多股权投资结构。

- 定期分析投资组合的投资效益，结合公司需求不断调整多股权组合。像炒股一样，根据投资组合的投资回报率、资金使用效率和控制风险的需求，通过大宗交易、定向增发等手段对持有的股权资产进行卖出或买入。
- 盘活股权，提高资金使用效率。一些上市公司在多股权投资组合形成之后，又存在大量的融资需求，这就可以针对已有的股权组合进行充分的资本运作，采用股权质押融资、发行股权质押信托产品等盘活股权资产，从而为企业的进一步产融结合提供资金。
- 利用股指期货、融资融券和转融通等进行系统风险对冲。多股权投资管理的是数个上市公司的股票组合，其与股指期货等结合起来的对冲效果会更为优化。因此，可以说多股权投资提升了公司市值管理的风险管控水平。

### 4.3 股份回购与增减持

市值维护是市值管理最基本的要求，也是为了实现市值管理的短期目标：保证市值不被低估，减少二级市场的剧烈波动。具体的做法就是利用自己持有的上市公司股票，顺应股票市场波动，通过买卖公司股票使持股比例增加或创造现金流，平抑市场风险影响，稳定股价。

具体的做法包括股份回购、控股股东的增持和减持。其中，股份回购、增持又可以配合推出股权激励和员工持股计划，增减持往往通过大宗交易进行。

### 4.3.1 股份回购

股份回购指的是当公司股价被明显低估的情况下，上市公司从二级市场回购本公司发行在外的股票。公司股价被低估有两种情况：第一种情况是市场处于慢牛或牛市，但是，由于公司自身的原因，股价被低估；第二种情况是资本市场整体走熊，出现系统性风险，导致股价被低估。第一种被低估的情况属于价值实现的范围，公司要有针对性地在信息披露、4R关系管理、股权激励或员工持股计划方面制定对策，让资本市场认可公司的内在价值，这种情况下不适宜采用股票回购的方式进行市值管理。

在第二种情况下，当资本市场出现系统性风险，比如2015年的股灾。当市场出现恐慌，股价跌到内在价值之下，公司可以用自有资金或债务融资，回购公司股票。股份回购的信号刺激效应是非常强烈的，市场对于回购公告解读为上市公司认为股价被低估了，有信心在不久的将来将股价恢复到应有的地位，从而刺激股价上扬。

回购来的股票可以有两种处理方式：

- 与价值实现的措施相结合，推出股权激励计划或员工持股计划。这样做的信号刺激效应是非常强烈的，相当于是股权激励、员工持股计划和股票回购双重信号刺激效应叠加：管理层和核心骨干员工认为公司股价被严重低估了，愿意持有股份。因为对公司的未来成长有信心，相信公司股票会更有价值。
- 用于注销，进行股本管理。在美国的上市公司，经常将回购的股票作为“库藏股”，但是中国的法律不允许“库藏股”。回购的股票除了用于员工激励之外，还可以用于注销。将回购的股票注销是上市公司资本收缩，除了向外界表明公司认为股价被低估的信号之外，进行股本

管理的一种重要手段。注销回购的股票，减少了权益资本，增加了负债，提高了每股盈利水平，调整和优化了股本结构，从而提高了股票的内在价值，而且可以降低未来权益资本的融资成本，有利于公司后续通过配股等持续融资行为进行股本扩张。<sup>①</sup>

### 4.3.2 增持股票

当公司股价被低估时，从信心刺激强度来看，股份增持的效果要比股份回购的强烈。股份回购的主体是上市公司，用于回购的资金是上市公司自有资金或募集的债务资金；股份增持的主体是上市公司的大股东或管理层，用于回购的资金是大股东或管理层的自有资金或其自身募集的债务资金。而上市公司的大股东和管理层对上市公司是非常熟悉的，他们敢于在公司股价明显被低估的时候用自己的自有资金进行股份增持，无疑会极大地加强投资者的信心。

增持股票的方式主要有二级市场购买、大宗交易、委托投资银行通过大宗交易系统询价和配售、协议转让。<sup>②</sup>比较常见的是二级市场购买和大宗交易。

在大股东增持的时候，相关法律法规的约束是比较多的，在制订增持计划时，要考虑大股东的持股比例，尤其是5%、20%、30%和50%这四个持股比例。

- 增持后持股比例在5%以下，限制较少，不用披露。
- 增持前持股比例在5%以下，一次增持后持股比例超过5%但不足30%：
  - 增持后持股比例在5%~20%，可以在二级市场买入或者协议收购，增持完成后需编制简式权益变动报告书并公告；

---

① 施光耀，刘国芳. 市值管理论 [M]. 北京：北京大学出版社，2008：252.

② 毛勇春. 市值管理方略 [M]. 上海：同济大学出版社，2012：165.

- 增持后持股比例在 20% ~ 30%，可以在二级市场买入或者协议收购，增持完成后需编制详式权益变动报告书并公告。
- 增持前持股比例超过 5%，但不足 30%：
  - 每新增 5%，增持后持股在 5% ~ 20%，可以在二级市场买入或者协议收购，增持完成后需编制简式权益变动报告书并公告；
  - 每新增 5%，增持后持股在 20% ~ 30%，可以在二级市场买入或者协议收购，增持完成后需编制详式权益变动报告书并公告。
- 增持前持股比例超过 30%：
  - 一年内增持比例不超过 2%，在上次增持后向证监会申请以简易程序免除发出要约，有半年的禁售期；
  - 增持 5% 以上的股份，需要发出全面要约或部分要约。
- 增持前持股比例不足 30%，增持后持股 30% 以上：
  - 增持后没有超过 30% 的部分，可以通过协议收购的方式进行；
  - 增持后超过 30% 的部分，根据是否超过 2% 决定发出要约或者申请豁免要约。
- 增持前持股比例超过 50%，属于控股股东，法律法规对增持的限制较少。

### 4.3.3 股份减持

从市值管理的角度来看，股份减持一般发生在公司股价被高估之时。上市公司个控股股东通过股份减持既可以兑现股权投资的利润，还可以使得公司股价回调到合理的价格区间。

股份减持的方式一般包括二级市场直接减持、大宗交易和协议转让。2008 年之前，大小非减持主要通过二级市场直接出售股票的方式。2008 年之

后的熊市中，市场一致认为大小非直接减持是A股市场一直下跌的罪魁祸首。证监会于是对大小非减持做了限制，规定每个月大小非只能通过二级市场自由出售总股本1%的股票，超出部分必须通过大宗交易进行。因此，2008年之后，基本上就把大小非减持称为大宗减持。

大宗交易在交易所正常交易日限定时间进行，股票的大宗交易须在当日涨跌幅价格限制范围内，由买卖双方采用议价协商方式确定成交价，并经证券交易所确认后成交。买入方第二天就可以自由处置所买股票。大宗交易具有批发的特点，对于股份减持的大宗交易，买入方（大宗交易商）希望按批发价成交，大宗交易商希望赚取批发和零售之间的价差，因此，一般相对于公司股票的收盘价都有一个折扣。<sup>①</sup>

大宗减持的时机选择非常重要。从市值管理的角度，这个时间点选择在股价被高估之时。一个简单的判断方法，当上市公司的未来投资回报率低于其他项目的内部回报率，或者低于银行一年期的理财利率时，这时就说明上市公司股价过高了，需要进行股份减持。从股东投资收益的角度看，应该选择在尽可能高的价格减持。

在大宗减持的方案制订中，还请注意：限售股在减持时面临较高税收，要在合法合规的前提下做好税务筹划。以下是大宗减持涉及的税务及交易成本策划：<sup>②</sup>

- 个人股东，缴纳个人所得税。
  - 属于原限售股的<sup>③</sup>，能提供原始取得凭证，盈利部分按照20%交税；不能提供原始取得凭证的，按总金额15%交税。
  - 股票是股权激励所得的，授予和解禁时要缴纳个人所得税，减持

---

① 毛勇春. 市值管理方略 [M]. 上海: 同济大学出版社, 2012: 15.

② 以下内容参考: 毛勇春. 市值管理方略 [M]. 上海: 同济大学出版社, 2012: 207.

③ IPO 前持有的公司股票。

时不征收。交税标准按照“工资、薪金所得”项目和股票期权所得个人所得税的计税方法依法扣缴。

- 股票是二级市场购买的，暂不征收个人所得税。
- 股东主体是合伙企业的，缴纳个人所得税。普通合伙人采取（5%~35%）5级超额累进税率，有限合伙人按照20%“财产转让所得”缴纳个人所得税。
- 股东主体是有限责任公司的，面临双重税收。企业层面按照扣除相应成本后利润部分的25%缴纳企业所得税，个人股东得到分红后的税率是20%。

因此，税务筹划的思路是，首先在持股形式安排上以个人直接持有或有限合伙持有，不建议用有限责任公司作为持股平台。其次，利用新疆、西藏等地区税收的优惠政策，对于个人股东，可以将开户证券账户调整至优惠地区开户，进行网上交易；对于股东是有限合伙企业的，可以在优惠地区注册或将注册地点迁入优惠地区。

当需要减持的股票是ETF的成分股时，一种避税的思路是：按照规定的比例一揽子买入适当比例的其他ETF成分股票，然后把手中的股票和这一揽子股票申购为ETF份额，然后在二级市场卖出份额。这样就可以完整规避所有的个人所得税。<sup>①</sup>因为在二级市场卖出的是ETF的份额，按现有规定是不用交税的。2010年3月，市值400多亿元的中国平安员工股解禁时，上证50ETF基金就出现创建以来最大的净申购6.13亿份，这和平安员工持股公司当时减持的股票数基本吻合。<sup>②</sup>

---

① 毛勇春. 市值管理方略 [M]. 上海: 同济大学出版社, 2012: 213.

② 毛勇春. 市值管理方略 [M]. 上海: 同济大学出版社, 2012: 219.

股份减持还需要注意符合相关法律法规的规定：

- 上市公司的控股股东在该公司的年报、半年报公告前30日内不得转让解除限售存量股份。
- 持有解除限售存量股份的股东预计一个月内公开出售解除限售存量股份的数量超过该公司股份总数1%的，应当通过证券交易所大宗交易系统转让所持股份。
- 本次解除限售存量股份转让后导致股份出让方不再是上市公司控股股东的，股份出让方和受让方应当遵守上市公司收购的相关规定。
- 持有或控制上市公司5%及以上股份的股东及其一致行动人减持股份的，应当按照证券交易所的规则及时、准确地履行信息披露义务。
- 担任上市公司董监高职务的，每年转让股份数不超过在其名下股份总数的25%。上市公司的董监高在离职后半年内，不得转让本人所持有的公司股份。

2017年5月26日证监会发布了减持新规《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》，细化了减持的限制：

- 通过集中竞价方式减持股份的，大股东或者特定股东在任意连续90日内不能减持超过公司股份总数的1%；减持上市公司非公开发行股份的，在解禁后12个月内不得超过其持股量的50%。
- 通过大宗交易方式减持股份，在连续90个自然日内不得超过公司股份总数的2%，且受让方在受让后6个月内不得转让。
- 通过协议转让方式减持股份导致丧失大股东身份的，出让方、受让方应当在6个月内继续遵守减持比例和信息披露的要求。

- 董监高辞职的，仍需按原定任期遵守股份转让的限制性规定等。

### 4.4 再融资

再融资是指上市公司通过配股、增发和发行可转换债券等方式在证券市场上进行的直接融资。具体方式包括配股、公开增发、定向增发和发行可转换债券等。再融资作为公司 IPO 之后重要的融资渠道，再融资的效益和成本直接决定着公司上市后能否在产融结合这条路上可持续健康地发展。

同时，再融资也是上市公司市值管理，尤其是价值经营的重要手段。通过提高融资效率、降低融资成本和完善股本结构，再融资会影响到股本结构和基本面，实现公司市值优化。需要注意的是，从短期看，A 股市场是一个“炒预期”的市场，在再融资公告期内股价会明显上涨，但是实施期内由于“利好出尽”，股价有可能下跌，甚至跌破成本价；从长期看，再融资属于“利好”，对公司股价有正面影响。

#### 4.4.1 配股

配股是上市公司向原股东按照持股比例发行新股、筹集资金的行为。原股东拥有优先认购权，可以选择认购或不认购。根据相关法律法规，实施配股的条件如下：

- 发行对象。向市场公开发行人。
- 配股的价格。没有具体的规定，但一般为了发行成功，新股发行的价格按发行配股公告时股票市场价格折价 10% ~ 25%，折价是为了鼓励

股东出价认购。

- 融资规模。配售股份总数不超过本次配售股份前股本总额的 30%。
- 盈利要求。最近 3 个会计年度连续盈利；最近 2 年内曾公开发行证券的不存在发行当年营业利润比上年下降 50% 以上的情形。
- 利润分配要求。最近 3 年以现金方式累计分配的利润不少于最近 3 年实现的年均可分配利润的 30%。
- 募集资金用途。必须有明确的募集资金用途。除金融类企业外，募集资金使用项目不得为持有交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人、委托理财等财务性投资，不得直接或间接投资于以买卖有价证券为主要业务的公司。
- 发行周期。本次发行董事会决议日距离前次募集资金到位日原则上不得少于 18 个月。

IPO 已满一个会计年度，控股股东资金实力较强、愿意认购的上市公司可以考虑使用配股进行再融资。1998 年之前，中国资本市场上的再融资方式只有配股一种。配股主要是融资的需求，对股本结构变化不大，<sup>①</sup>而且配股的融资力度有限，因此随着其他再融资工具在 A 股市场的应用，近年来上市公司已经较少使用配股了。

### 4.4.2 公开增发

公开增发也叫增发新股，是指上市公司向包括原有股东在内的社会公众发行新股，对持有该公司股票的人一般都以 10 : 3 或 10 : 2 进行优先配售，其

---

<sup>①</sup> 因为大多数股东都会参与配售。

余网上发售。

从市值管理的角度，增发新股一般选择在股市处于牛市，公司股价被高估之时。增发新股可以从两个方面使得公司股价与内在价值靠拢。首先增发新股可以扩大公司股本规模，降低市盈率，对公司业绩摊薄作用明显，降低公司股价。其次，增发新股获得的资金可以用于公司内在价值的提升。两方面共同的作用使得公司股价回归于公司真实的内在价值。<sup>①</sup>

根据相关法律法规，实施公开增发的条件如下：

- 发行对象。向社会公开发行的，发行对象多样化，可以募集到较多资金，比较适合公司运营状况、财务状况和盈利状况良好、行业前景好、投资者对公司整体情况和未来发展认可的企业。<sup>②</sup>
- 发行价格。增发新股的股价一般不低于停牌前 20 个交易日或前一个交易日公司股票均价。
- 融资规模。对发行股份数没有明确规定；募集的资金数额不得超过项目所需。
- 盈利要求。最近 3 个会计年度连续盈利；最近 2 年内曾公开发行证券的不存在发行当年营业利润比上年下降 50% 以上的情形。最近 3 个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于 6%。
- 利润分配要求。最近 3 年以现金方式累计分配的利润不少于最近 3 年实现的年均可分配利润的 30%。
- 募集资金用途。必须有明确的募集资金用途。除金融类企业外，募集资金使用项目不得为持有交易性金融资产和可供出售的金融资产、借

---

① 施光耀，刘国芳. 市值管理论 [M]. 北京：北京大学出版社，2008：244.

② 毛勇春. 市值管理方略 [M]. 上海：同济大学出版社，2012：91.

予他人、委托理财等财务性投资，不得直接或间接投资于以买卖有价证券为主要业务的公司。

- 发行周期。本次发行董事会决议日距离前次募集资金到位日原则上不得少于 18 个月。

#### 4.4.3 定向增发

定向增发也叫作非公开发行，即向特定的符合条件的少数投资者非公开发行股份。定向增发是再融资的一种重要手段，往往与资产收购、资产注入、引入战略投资者、并购重组等需求紧密相关。通过定向增发可以提高每股净资产，优化股本结构，提升公司市值。

2017 年之前的、上市公司定向增发股票的发行条件宽松、定价机制灵活，成为绝大部分上市公司首选的再融资方式，甚至一度出现过度融资和短期套利的弊病。2017 年 2 月，证监会修订了《上市公司非公开发行股票实施细则》（以下简称“再融资新规”），发布了《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》，对定向增发和并购重组定价等事项予以明确。从内容来看，严格了上市公司非公开发行审核标准和条件。根据相关法律法规，实施定向增发的条件如下：

- 发行对象。向不超过 10 名的投资者定向发行。
- 发行价格。不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票均价的 90%。  
2017 年的再融资新规取消将董事会决议公告日、股东大会决议公告日作为上市公司非公开发行股票定价基准日的规定，明确定价基准日只能为本次非公开发行股票发行期的首日。
- 融资规模。之前对发行股份数没有明确规定，再融资新规要求拟发行

的股份数量不得超过本次发行前总股本的 20%；募集的资金数额不得超过项目所需。

- 锁定期。控股股东、实际控制人及其控制企业认购的，36 个月内不得转让；其他股东的锁定期是 12 个月。
- 盈利要求。定向增发没有盈利要求，意味着亏损企业也可申请发行。
- 利润分配要求。无。
- 募集资金用途。必须有明确的募集资金用途。除金融类企业外，原则上最近一期期末不得存在持有金融较大、期限较长的交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人款项、委托理财等财务性投资的情形。不得直接或间接投资于以买卖有价证券为主要业务的公司。
- 定增周期。本次发行董事会决议日距离前次募集资金到位日原则上不得少于 18 个月。

### 4.4.4 发行可转换债券

发行可转换债和公开增发的效果是相似的，都是在股市处于牛市、公司股价被高估之时实施，目的是使公司股价回归于公司真实的内在价值。

可转换债券是一种被赋予了股票转换权的公司债券，持有者在发债后一定时间内，可依据本身的自由意志，选择是否按照约定的条件将持有的债券转换为发行公司的股票，通常具有较低的票面利率。

可转换债券具有债券和股票的双重特点。可转换债券首先具有债券的特点，即使债券持有人可以选择持有至债券到期，要求公司还本付息，作为一种低息债券，它仍然会有固定的本金与利息收益。如果持有人选择在约定的时间内转换成股票，则会获得资本增值的收入或获得股利分红的收入。因此，可转换债券相当于是在债券的基础上附加了一个看涨期权。

对于投资者来说，当股价下跌时，就选择享受债券每年的固定利息收入，待期满时收回本金，通常来说债券的利息会高于普通股的分红，而且和普通债券一样，比股票有优先偿还的要求权；当股价上涨时，投资者就可以实施转换，将债券转为股票，享受股价上涨带来的盈利。

这样的设计就使得可转换债券对投资者来说具有“上不封顶，下可保底”的优点。除此之外，具有债券和股票双重特点的可转换债券相比其他再融资的手段，有以下的融资优势：<sup>①</sup>

- 融资成本低于纯粹的债务融资。由于附加了一个普通债务融资没有的看涨期权，因此，利率比普通债券和银行贷款的利率低。
- 对股权的稀释作用相对滞后。配股、增发新股的股本扩张是在获得资金的同时迅速增加的，可转换债券在发行时就获得资金，但是股本增加一般在债务宽延期（一般是6个月）后才出现，因此股本扩张过程是渐进的。
- 业绩指标的摊薄压力滞后。配股、增发新股当时就计入总股本，募集的资金当时就全额计入净资产，每股收益及净资产收益率这两项关键的业绩指标当即被摊薄。可转债至少半年之后才转为股票，因此股本增加有缓冲期，从而使得公司的每股收益、净资产收益率的摊薄得到有效缓冲。
- 换股价格允许在发行前市价的基础上上浮5%~20%，与配股和增发新股相比，带来两个好处：对股权的稀释作用小；单位股本募集的资金多。
- 可以改变公司财务结构，使资产负债率趋向合理。当选择实施将债权

---

<sup>①</sup> 以下内容参考：施光耀，刘国芳．市值管理论[M]．北京：北京大学出版社，2008：246-248．

转为股权后，降低了资产负债率，降低了公司到期偿还债务的压力。

可转换债券将上市公司和投资者的风险控制一定范围内，换股期权的存在还减轻了公司的财务负担。比较适合那些不希望短期股本增长较快，而且规模大、盈利能力强、资产负债率低的上市公司。根据相关法律法规，发行可转换债券的条件如下：

- 发行对象。向证券交易所市场公开发行的。
- 转股价格。转股价格应不低于募集说明书公告日前 20 个交易日该公司股票交易均价或前一个交易日公司股票均价。但一般会比市场公允价高出 5% ~ 20% 的溢价。
- 融资规模。本次可转换公司债券发行前，累计债券余额不得超过公司净资产额的 40%；发行后，累计债券余额不得高于公司净资产额的 80%。
- 锁定期。相当于债券与期权捆绑。债券期限一般 1 ~ 6 年，5 年的比较常见。
- 盈利要求。经注册会计师核验，公司最近 3 个会计年度加权平均净资产利润率在 10% 以上；属于能源、原材料、基础设施类的公司可以略低，但是不得低于 7%。经注册会计师核验，公司扣除非经常性损益后，最近三个会计年度的净资产利润率平均值原则上不得低于 6%。公司最近三个会计年度净资产利润率平均低于 6% 的，公司应当具有良好的现金流量。最近三年内发生过重大重组的公司，以重组后的业务以前年度经审计的盈利情况计算净资产利润率。最近三个会计年度实现的年均可分配利润不少于公司债券一年的利息。
- 利润分配要求。最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%。
- 募集资金用途。募集资金投向需要发改委审批；可用于偿还银行贷款

款<sup>①</sup>；在发行材料上报证监会时，募投项目批文需一块上报。

再融资新规中对定向增发的审核标准和发行条件做了严格限制，主要是为了打击资本市场过度融资和圈钱套利的行为；但是对可转债没有融资频率的限制，实际上也在鼓励上市公司使用可转债进行再融资，改善上市公司的融资结构和财务结构。在接下来的几年中，可转债在上市公司的市值管理中发挥了越来越大的作用。

#### 4.4.5 发行分离交易可转债

分离交易可转债是一种附加认股权证的公司债，可分离为纯债和认股权证两部分，赋予了上市公司一次发行多次融资的机会（两年内三次融资，降低了公司的融资成本）。分离交易可转债是债券和股票的混合融资品种，它与普通可转债的本质区别在于债券与期权可分离交易。<sup>②</sup>

分离交易可转债由两大部分组成：一是可转换债券；二是股票权证。分离交易可转债的投资者在行使认股权利后，其债权依然存在，仍可持有到期归还本金并获得利息；而普通可转债的投资者一旦行使了认股权利，则其债权就不复存在了。<sup>③</sup>

分离可转债和普通可转债相比不设重设和赎回条款，这比较有利于发行公

---

① 但由于需要发改委会签，募集资金用途更倾向于以投资项目为主。

② 百度百科 [http://baike.baidu.com/link?url=kfaUFiAALEtuRnOxLSbcVyOrnai-EvY9FI6ipw960jnttqFCHg\\_4ppoD\\_YR1cyQ2\\_KnhRZ\\_0wu\\_oLLJ33ecKaxUUzdgySF-peWWz34FajfvD9TgLaGpKP0yJ2ID4V9XQ5eDWVJGy7KQc5nnOf-kRdK](http://baike.baidu.com/link?url=kfaUFiAALEtuRnOxLSbcVyOrnai-EvY9FI6ipw960jnttqFCHg_4ppoD_YR1cyQ2_KnhRZ_0wu_oLLJ33ecKaxUUzdgySF-peWWz34FajfvD9TgLaGpKP0yJ2ID4V9XQ5eDWVJGy7KQc5nnOf-kRdK)。

③ 百度百科 [http://baike.baidu.com/link?url=1YftLreFG-CA34J8Z-n1r0uTDOJrgY0jeXDv-GKTgQcLS8bcWgD0dzDBE4IYTlgcXUnKjVjZZdNknD9x4Ff8PFE7egLL-tKOvgSOc5cCUjUPZEvafCov0ouySkHZBpSJ-USueb0wNXcVDOY99QXgloPjZrGltittk-kmgpEOjwWeRQfjJ\\_KS4DqYJQ-om-qS](http://baike.baidu.com/link?url=1YftLreFG-CA34J8Z-n1r0uTDOJrgY0jeXDv-GKTgQcLS8bcWgD0dzDBE4IYTlgcXUnKjVjZZdNknD9x4Ff8PFE7egLL-tKOvgSOc5cCUjUPZEvafCov0ouySkHZBpSJ-USueb0wNXcVDOY99QXgloPjZrGltittk-kmgpEOjwWeRQfjJ_KS4DqYJQ-om-qS)。

司的市值管理：通过业绩增长来促成转股的正面作用，避免了普通可转债发行人经常不是通过提高公司经营业绩，而是以不断向下修正转股价或强制赎回方式促成转股而带给投资人的损害。<sup>①</sup>

根据相关法律法规，发行分离可转债的条件如下：

- 发行对象。向证券交易所市场公开发行。
- 转股价格。转股价格应不低于募集说明书公告日前 20 个交易日该公司股票交易均价或前一个交易日公司股票均价。但一般会比市场公允价高出 5% ~ 20% 的溢价。
- 融资规模。债券部分累计不超过公司净资产的 40%；权证融资额不超过债券部分。所募集资金规模将是可转债募集资金规模的 1 ~ 2 倍。
- 锁定期。债券最短为一年，无最长期限限制。认股权证存续期为 6 ~ 24 个月，权证融资最快在发行 6 个月后。
- 盈利要求。最近 3 个会计年度经营活动产生的现金流量净额平均不少于公司债券一年的利息，但最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于 6%（扣除非经常性损益后的净利润与扣除前的净利润相比，以低者作为加权平均净资产收益率的计算依据）除外。最近三个会计年度实现的年均可分配利润不少于公司债券一年的利息。公司最近一期期末经审计的净资产不低于人民币 15 亿元。
- 利润分配要求。最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%。
- 募集资金用途。债券部分募集资金投向需要发改委审批；可用于偿还银行贷款<sup>②</sup>；在发行材料上报证监会时，募投项目批文需一起上报。

---

① 百度知道 <https://zhidao.baidu.com/question/682407526472998932.html>.

② 但由于需要发改委会签，募集资金用途更倾向于以投资项目为主。

#### 4.4.6 优先股

优先股是相对于普通股而言的，优先股股东优先于普通股股东分配公司利润和剩余财产，但参与公司决策管理等权利受到限制，没有选举权和被选举权，一般没有公司经营管理的参与权。优先股在分红上有点像债券，一般是按照固定比例分红。发行优先股在美国是一种非常普遍的融资方式。

优先股对于股权分散的上市公司进行再融资有着非常重要的意义。股权分散的上市公司，任何一次发行普通股融资（无论是公开增发、配股、定向增发）都会对原有股东的股份比例稀释，这对于公司控制权的安排是一个很大的挑战。如果用优先股进行再融资就没有这个问题，因为优先股只是稀释了股东的股份比例，但是对控制权没有改变。

2014年3月21日证监会颁布实施了《优先股试点管理办法》，明确了“上市公司可以发行优先股，非上市公众公司可以非公开发行优先股”。2017年2月证监会的再融资新规明确对定向增发进行了限制，鼓励上市公司采用可转债和优先股进行再融资，可以预计到优先股和可转债在随后几年的上市公司市值管理中会越来越受重视。

根据《优先股试点管理办法》，优先股发行的要点如下：

- 发行对象。上市公司公开发行优先股的，可以向原股东优先配售。上市公司和非上市公众公司非公开发行优先股仅向合格投资者发行，每次发行对象不得超过200人，且相同条款优先股的发行对象累计不得超过200人。合格投资者指经有关金融监管部门批准设立的金融机构，包括商业银行、证券公司、基金管理公司、信托公司和保险公司等；上述金融机构面向投资者发行的理财产品，包括但不限于银行理财产品、信托产品、投连险产品、基金产品、证券公司资产管理产品等；实收资本或实收股本总额不低于人民币500万元的企业法人；实

缴出资总额不低于人民币 500 万元的合伙企业；合格境外机构投资者（QFII）、人民币合格境外机构投资者（RQFII）、符合国务院相关部门规定的境外战略投资者；除发行人董事、高级管理人员及其配偶以外的，名下各类证券账户、资金账户、资产管理账户的资产总额不低于人民币 500 万元的个人投资者。

- 发行条件。其普通股为上证 50 指数成分股；以公开发行优先股作为支付手段收购或吸收合并其他上市公司；以减少注册资本为目的回购普通股的，可以公开发行优先股作为支付手段，或者在回购方案实施完毕后，可公开发行不超过回购减资总额的优先股。
- 发行价格。优先股每股票面金额为 100 元，发行价格不得低于优先股票面金额。公开发行优先股的价格或票面股息率以市场询价或证监会认可的其他公开方式确定。非公开发行优先股的票面股息率不得高于最近两个会计年度的年均加权平均净资产收益率。
- 融资规模。上市公司已发行的优先股不得超过公司普通股股份总数的 50%，且筹资金额不得超过发行前净资产的 50%，已回购、转换的优先股不纳入计算。上市公司同一次发行的优先股，条款应当相同。每次优先股发行完毕前，不得再次发行优先股。
- 锁定期。优先股发行后可以申请上市交易或转让，不设限售期。
- 盈利要求。最近三个会计年度应当连续盈利。上市公司发行优先股，最近三个会计年度实现的年均可分配利润应当不少于优先股一年的股息。
- 利润分配要求。采取固定股息率；在有可分配税后利润的情况下必须向优先股股东分配股息；未向优先股股东足额派发股息的差额部分应当累积到下一会计年度；优先股股东按照约定的股息率分配股息后，不再同普通股股东一起参加剩余利润分配。

- 募集资金用途。应有明确用途，与公司业务范围、经营规模相匹配，募集资金用途符合国家产业政策和有关环境保护、土地管理等法律和行政法规的规定。除金融类企业外，本次募集资金使用项目不得为持有交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人等财务性投资，不得直接或间接投资于以买卖有价证券为主要业务的公司。
- 优先股东的权利。出现以下情况之一的，公司召开股东大会会议应通知优先股股东，优先股股东有权出席股东大会会议，就以下事项与普通股股东分类表决，其所持每一优先股有一表决权，但公司持有的本公司优先股没有表决权：修改公司章程中与优先股相关的内容；一次或累计减少公司注册资本超过10%；公司合并、分立、解散或变更公司形式；发行优先股；公司章程规定的其他情形。上述事项的决议，除须经出席会议的普通股股东（含表决权恢复的优先股股东）所持表决权的2/3以上通过之外，还须经出席会议的优先股股东（不含表决权恢复的优先股股东）所持表决权的2/3以上通过。
- 暂时的表决权。公司累计三个会计年度或连续两个会计年度未按约定支付优先股股息的，股东大会批准当年不按约定分配利润的方案次日起，优先股股东有权出席股东大会与普通股股东共同表决，每股优先股股份享有公司章程规定的一定比例表决权。对于股息可累积到下一会计年度的优先股，表决权恢复直至公司全额支付所欠股息。对于股息不可累积的优先股，表决权恢复直至公司全额支付当年股息。公司章程可规定优先股表决权恢复的其他情形。
- 上市公司不得发行可转换为普通股的优先股。但商业银行可根据商业银行资本监管规定，非公开发行触发事件发生时强制转换为普通股的优先股，并遵守有关规定。

## 4.5 股权质押融资

股权质押融资指的是公司股东在不让渡或暂时让渡股票所有权的情况下，将其持有的公司股权（流通股、限售股或非上市股权<sup>①</sup>）作为质押担保或卖出回购的一种融资方式。

再融资的融资主体是上市公司，股权质押的融资主体是上市公司的股东。上市公司的股东根据自身的需求和目标，利用自己持有的存量股票做质押物，根据股票的市值打一个折扣（5~6折）融到资金。同时与资金方约定利息，并确定在股权质押融资期间如果股价下跌，资金方在特定条件下可以采取强制平仓的保证措施等，约定在未来返还资金、解除质押。股权质押融资的交易实质与常见的股权（或股权收益权）信托计划十分类似，资金方往往是银行、券商和信托公司。

股权质押融资的方式主要有三种：股权质押贷款、股权收益权转让回购和股权约定式回购。股权质押融资用于市值管理的目的有两个：做大股权市值和优化股权资产效应。近年来，股权质押融资越来越受到上市公司股东、券商、银行和信托公司的重视，已经成为上市公司股东融资和市值管理的重要工具。

### 4.5.1 股权质押融资的优点

股权质押融资不是一种标准化的金融产品，主要是以取得现金为目的，公司股东通过股票质押融资取得的资金通常用来弥补流动资金不足。由于具有以下优点，近年来非常受到上市公司股东的青睐：<sup>②</sup>

---

① 原则上讲，非上市公司，包括新三板公司都可以做股权质押融资，但是由于流动性差、价格的公允性也一般，因此提供资金方并不是很喜欢。即使做，也会给一个很低的折扣率。

② 以下内容参考：毛勇春. 市值管理方略 [M]. 上海：同济大学出版社，2012：185-187.

- 盘活存量股票，保持持股比例不变。对于有资金需求的上市公司股东，尤其是控股股东往往难以通过减持获取资金。因为他们手里的股票很多是受限的，有锁定期，无法减持；而且证监会对上市公司大股东减持的监管会越来越严；通过减持获得资金会引起股价下跌，不利于市值管理；减持会使得持股比例下降，有可能引发控制权危机。基于如上考虑，只要上市公司股东对公司未来有信心，就可以采用股权质押融资的方式，保持持股比例不变，盘活存量股票，获得所需资金。
- 降低融资成本，提高融资效率。股权质押融资是以价值公允、流动性好的上市公司股票作为担保物，对于资金提供方来说风险较小而且可控。因此，上市公司的股东可以在很短时间内以更低的利息率获得融资。
- 提高股权资产使用效率。对于长期持有上市公司股票的股东，其短期的直接收益就是分红收益。但由于A股上市公司的分红率一般较低，为获得股权而付出的初始投入资金较大，而且沉淀在资产负债表上。股权质押融资在不影响控制权的情况下，盘活了沉淀在资产负债表上的初始投入资金。如果市值增长较大，甚至可以获得比初始投入资金多得多的新增资金。
- 改善资本结构。如果上市公司的股东是机构或企业，那么通过实施股权质押融资，可以适度增加负债比例，从而有助于降低资本成本；而且有一定的税盾作用<sup>①</sup>。

### 4.5.2 股权质押贷款

股权质押贷款是股权质押融资中的典型方式，指公司股东以其合法持有的

---

<sup>①</sup> 由于利息是税前扣除的，因此适度增加负债比例可以获得抵税收益。

公司股票和可转债做质押担保，向商业银行、信托公司等金融机构获得资金的贷款行为。

股票质押式回购和股权质押贷款很像，是证券公司的一种业务。融入方以所持有的股票质押融入资金，并约定在未来返还资金、解除质押的交易。我们将股票质押式回购作为股权质押贷款一起介绍。

股权质押贷款的特点如下：

- 贷款期限最长为一年。
- 贷款利率按照央行利率管理规定执行。
- 资金用途有限制。
- 需要办理强制执行公正。
- 股票质押率由贷款方依据被质押的股票质量及借款人的财务和资信状况与借款人商定，但股票质押率最高不能超过 60%，一般是 50% 左右。参考公式：

$$\text{股票质押率} = \text{贷款本金} / \text{质押股票市值} \times 100\%$$

质押股票市值 = 质押股票数量 × 前 7 个交易日股票平均收盘价

- 为控制因股票价格波动带来的风险，设立警戒线和平仓线。警戒线比例 = 质押股票市值 / 贷款本金 × 100%，最低为 135%；平仓线比例 = 质押股票市值 / 贷款本金 × 100%，最低为 120%。在质押股票市值与贷款本金之比降至警戒线时，贷款方应要求借款人即时补足因证券价格下跌造成的质押价值缺口。质押股票市值与贷款本金之比降至平仓线以下（含平仓线）的，贷款方有权无条件处理该质押股票，所得的价款直接用于清偿所担保的银行债权，余款清退给借款人，不足部分由借款人清偿。<sup>①</sup>

---

<sup>①</sup> 百度百科 [http://baike.baidu.com/link?url=SwvTIriYNCLfsAd0mg8iZ91DmwGOxBsh17U5U5fMHWeYf7mwmgHbwANsKroXeKAE8WUes27rwPy2xcg72a2TydH78nw6YIWrHPZT\\_fK-fSLagFTqWW8y\\_YceVjEk0n2TpdybWA1Y2yBEsqrIBMIQC\\_](http://baike.baidu.com/link?url=SwvTIriYNCLfsAd0mg8iZ91DmwGOxBsh17U5U5fMHWeYf7mwmgHbwANsKroXeKAE8WUes27rwPy2xcg72a2TydH78nw6YIWrHPZT_fK-fSLagFTqWW8y_YceVjEk0n2TpdybWA1Y2yBEsqrIBMIQC_)

- 需要到登记公司现场办理股权质押登记手续。在上交所上市的股票，在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理；在深交所上市的股票，在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理。

### 4.5.3 股权收益权转让回购

股权收益权转让回购已经成为上市公司股东一种普遍的信托融资方式。具体做法是上市公司股东将其合法持有的上市公司股票做质押担保，转让股票收益权获得融资，按约定时间、约定价格回购股票收益权清偿本息的一种融资方法。

在这种融资方式中，是将股票的所有权和收益权分离。将所有权作为质押物，转让的是股票的收益权。其本质是上市公司股东将所持公司股票，交给信托公司，信托公司以股权收益发行信托计划融资的行为，信托计划到期后原股东将进行回购。

股权收益权转让回购的特点如下：

- 基本模式是将股票质押给信托计划和券商的资管计划，以信托计划为主。
- 资金用途可以不监管。
- 需要办理强制执行公正。
- 需要前往登记公司现场进行登记。
- 提前或延期手续烦琐。

### 4.5.4 股权约定式回购

股权约定式回购交易是指符合条件的投资者以约定价格向资金方卖出特定

股票获得资金，并约定在未来某一日期按照另一约定价格从资金方购回的交易行为。资金方通常是信托公司或券商。

股权约定式回购的特点如下：

- 股权约定式回购必须暂时让渡股票的所有权，但是要以将来能够重新回购获得股票所有权为前提。所以要求用于股权约定式回购的股票必须是非受限的流通股。
- 如融资方在约定的时间内无法回购股票，则信托公司或证券公司可以直接出售股票收回资金。
- 折扣率的范围通常在 40% ~ 70%，主板的折扣率高，中小板和创业板的低。
- 融资期限最长只有 1 年，比较适合短期融资。
- 资金用途不受限制。
- 如果资金方是券商，融资到账时间快，T 时完成交易，T+2 日到账。

### 4.5.5 股权质押融资综合应用

随着证监会出于稳定市场的考虑，对控股股东减持的监管越来越严；出于加速新股发行的考虑，对再融资的限制日益增多。股权质押融资在接下来的 3 ~ 5 年终会越来越受到上市公司股东的重视，成为上市后募集资金的主要方式。

由于股权质押融资对资金用途限制较少，上市公司既可以用质押融到的资金投入生产运营，也可以将资金投入证券投资或购买土地等，用起来非常灵活方便。

比如，可以将股权质押融资、定向增发、并购重组结合在一起设计一个综

合的市值管理方案。A 是上市公司 B 的第一大股东，B 公司的发展前景很好，打算定向增发募集资金进行资产收购，进行行业整合。

A 持有 B 公司 1 亿股的股票，市值大约是 20 亿元人民币。对于 A 来讲，是否参与 B 公司的定增成为一个两难选择。A 非常看好 B 公司的前景，打算参与定向增发，但是手里没有可供支配的资金；如果不参与定增，股份比例就会被稀释，一方面控制权被稀释，另一方面将失去分享 B 公司并购重组导致市值增长的机会。

这个时候就可以设计一个“股权收益权转让回购 + 定向增发 + 大宗减持”的综合方案盘活存量股份，做大市值。<sup>①</sup>

首先，A 和信托公司制订实施一个股权收益权转让回购的融资计划，信托计划的要点如下：

- 信托公司发起集合信托计划募集资金 10 亿元，用于受让 A 持有 B 公司 1 亿股的收益权。
- 信托期限 1 年，年利息率 14%。
- A 将其持有 B 公司的 1 亿股作为信托计划的质押担保物。
- 设置警戒线。在信托计划到期回购前，如 1 亿股的 B 公司市值低于融资本金的 1.5 倍（15 亿元），则 A 要及时以现金支付不足市值保证款。
- 设置平仓线。在信托计划到期回购前，如 1 亿股的 B 公司市值低于融资本金的 1.2 倍（12 亿元），则信托公司有权立即处置 A 质押的股票从而提前收回资金。
- 赋予股票抛售权。在信托计划到期回购前，当 A 质押的股票市值大于 3 倍（30 亿元）融资金额时，A 就可以向信托公司申请先行解除不超

---

<sup>①</sup> 以下内容参考：毛勇春·市值管理方略[M].上海：同济大学出版社，2012：195-197.

过 2 000 万股 B 公司股票的质押并出售，并将出售资金优先用于偿还信托融资的本息。

其次，A 获得信托融资后，B 公司启动实施了定向增发和并购重组。A 公司以信托融资获得资金参与了定向增发，认购了 B 公司新增发的 6 000 万股股票。

8 个月后，B 公司股价较 A 向信托公司质押融资时上涨了 60%。A 行使了股票抛售权，通过大宗交易减持了 2 000 万股 B 公司股票，并将所得资金（6 亿元左右）连同自有资金（4 亿元）用于向信托公司偿还融资本息，回购股票收益权。

A 最开始的时候持有 1 亿股 B 公司股票，市值 20 亿元。实施“股权收益权转让回购 + 定向增发”之后，A 持有 B 公司的股份从 1 亿股增加到 1.6 亿股。当 B 公司的股票大涨 60% 之后，通过抛售 2 000 万股偿还信托融资的本息后，A 持有 B 公司的股票为 1.4 亿股，市值从 20 亿元增到 44.8 亿元，中间只是付出了 4 亿元左右的自有资金。这是盘活存量股票，做大市值的典型案例！

## 4.6 并购重组

并购重组是企业一种最快速的扩张方式和最高层次的投融资方式，盛行于全球的各个资本市场和各个行业。同时并购重组也是提升上市公司市值一个非常快捷的途径，是市值管理中价值经营最重要的手段。中国上市公司的并购重组在 2014 年开始剧增，这与证监会在 2014 年要求上市公司建立“科学合理的市值管理制度”是有很大关系的。

并购重组由并购和重组两个概念构成。并购又称为兼并与收购。兼并指的是两家或者更多独立的企业合并组成一家企业，通常由一家占优势的企业

吸收另一家或更多的企业，一个或多个企业的全部或部分产权转归另一个企业所有。目标是“取得目标公司产权”，通常包含“吸收合并”（ $A+B=A$ ）或“新设合并”（ $A+B=C$ ），借壳上市就是典型的吸收合并。

收购指的是一家公司通过购买股票或者股份等方式，取得对另一家公司的控制权或管理权，另一家公司仍然存续不必消失。目标是“部分或全部资产和股权”，通常包含“收购股权 & 收购资产”。即  $A+B=A+B$ ，A 获得 B 的控股权，B 与 A 的财务报表合并报表。许多基于市值管理考虑的并购经常采用这种方式。

重组是指对企业的资产进行分拆、剥离、出售、整合等优化组合的作用。并购是在不同主体之间的所有权和控制权交易，而重组可以是同一控制人下的资产、业务等的转移。

从市值管理的角度看，并购重组是一种金融交易，目的是通过企业产权、控制权的转移和重新组合，来达到改变企业原有状态、整合资源、增加或转移财富的目的。在资本市场上，由于流动性较高和交易成本较低，并购重组这种外延式增长方式能够使得公司市值迅速增长。

上市公司的估值明显高于非上市公司，通过并购重组将非上市公司资产装入上市公司资产，就会获得一个相对较高的流动性溢价，结果就是能够快速提高上市公司的每股盈余，增加上市公司的市值总量。这样就可以实现并购重组双方的共赢，因此，并购重组一直是资本市场关注的热点。<sup>①</sup>

#### 4.6.1 并购的类型与作用

按照不同标准可以把并购分为不同形式，其中与市值管理相关的主要有两

---

① 毛勇春. 市值管理方略 [M]. 上海: 同济大学出版社, 2012: 138.

种分法，一是根据双方行业相关性可以分为横向并购、纵向并购和混合并购；二是根据公司实际控制人是否愿意出售公司分为善意并购和恶意并购。

横向并购就是收购竞争对手，竞争对手之间合并。横向并购有利于我国实体经济的转型升级，因此监管部门比较支持此类并购。通常资本市场的投资者也将横向并购解读为利好消息，认为横向并购有可能带来正向的经营协同效应和正向的财务协同效应，最终使得企业在行业中地位提升，未来盈利能力加强，企业市值随着增加。正向的经营协同效应指的是有可能改变现有市场的竞争格局，获得对顾客的定价权，收入和利润相应增加；正向财务协同效应指的是有可能减少企业的固定资产投资、营运资本投资、重复性的研发投入、增强负债能力等。

纵向并购就是同一产业链上下游企业之间的并购。资本市场的投资者通常也将纵向并购解读为利好消息，认为纵向并购能够实现正向的经营协同效应、管理协同效应和转型升级的协同效应。正向的经营协同效应指的是通过产业链整合可以降低生产成本和交易成本，达到削减成本、提升利润率的目的；正向的管理协同效应指的是通过改变管理的有效性、促进技术转移，从而达到提升品牌商誉等无形资产的价值；正向的转型升级协同效应指的是通过收购调整产业结构，实现了主营业务从价值链的末端向前端转移。

混合并购指的是发生在不同行业公司之间的并购。目的有可能是产品扩张而并购，有可能是产融结合而并购，也有可能是市场扩张而并购，也有可能是并购而并购。近年来资本市场上的跨界并购就属于混合并购，对于混合并购来讲，投资者的解读是不一样的。有些混合并购确实是为了公司的战略目的，比如泛海控股收购在纽交所上市的美国大型综合金融保险集团 **Genworth Financial, Inc** 全部已发行股份、收购民安保险 51% 股权、收购香港全牌照券商华富国际控股有限公司 51% 股权，其目的就是实现“以金融为主体、以产业为基础、以互联网为平台的产融一体化的国际化企业集团”的战略转型

目标。

但是有些跨界的混合并购确实是为了拉升股价套利、进行“伪市值管理”的并购，这就是典型的忽悠式重组，遭遇证监会立案审查的赵薇入主万家文化就是典型案例。

从被收购公司的意愿可以将并购分为善意并购和恶意并购。善意并购指的是在卖方同意的情况下进行收购，主要通过协议收购；恶意并购是在公司实际控制人不同意的情况下，在二级市场大量买进公司股票，直接争夺控制权，“宝万之争”就是典型的恶意并购。恶意并购的标的往往是股权分散、股价被低估的上市公司。上市公司从根本上要防止恶意并购，一定要做好市值管理。第一大股东持股比例在20%以下，股价被低估的上市公司是很容易遭遇恶意并购的。

#### 4.6.2 并购与企业成长

公司价值的增长有两种方式：一种是通过企业内部发展的内生式增长；另一种是通过并购实现的外延式增长。内生式增长是一个缓慢而又耗时的过程，充满着不确定性，而且内在价值反映到市值的过程也较为缓慢，在资本市场上获得的溢价相对少而慢。通过并购的外延式增长提升市值则快得多。从产融结合的角度来看，上市公司既要通过研发驱动的内生式增长以增加核心竞争力，更要通过并购实现速度更快的外延式增长。

##### 【案例】思科的成长与并购之路

思科是一家非常擅长并购的公司，自1993年进行了第一次收购交易以来，截至2017年1月底，总共收购公司145个。思科的成长历史基本上就是一部公司并购史，思科的成长策略基本上就是依赖并购重组的外延式增长模

式。思科的研发部门基本上就是并购的行研和尽调部门，除了必要的研发之外，基本上依赖于收购。

思科在收购中形成了一套自己的原则，只收购处于创业阶段或快速成长阶段的小公司，这样做的目的主要是后续的整合。以下是思科自 1993 年以来比较重要的收购，靠路由器和交换机等硬件发家的思科，通过收购成功地将业务范围拓展到云计算、大数据等软件和服务领域。<sup>①</sup>

- 1993 年，思科收购 Crescendo 进入交换机市场。1994 年，思科推出 Catalyst 系列交换机，是之后 20 年最有利可图的产品线。
- 1996 年，思科收购 Stratacom，开始在运营商设备领域的发展。
- 2003 年，思科以 5 亿美元收购 Linksys，推动思科进入消费市场与家庭网络产品。
- 2005 年，思科收购亚特兰大科技，使得服务提供商能将视频添加到互联网、无线和电话产品。
- 2007 年，思科以 32 亿美元现金收购全球商用网络视频会议系统主要提供商网讯（WebEx）。
- 2010 年，思科收购 Tandberg，帮助思科拥有最全面和可操作的视频会议产品。
- 2013 年 1 月 23 日，思科斥 4.75 亿美元现金和员工留职激励计划收购以色列软件商 Intucell 的全部业务和运营，以扩大其网络业务。
- 2013 年 4 月 4 日，思科斥 3.1 亿美元收购英国无线技术供应商 Ubiquisys。

---

<sup>①</sup> <http://weare.cisco.com/c/tr/weare/about-us.html>, <http://www.cisco.com/c/en/us/about/corporate-strategy-office/acquisitions/acquisitions-list-years.htm>.

- 2013年7月23日，思科斥27亿美元收购网络信息安全商 Sourcefire。
- 2014年6月17日，思科系统公司宣布，以1.75亿美元收购私人控股的瑞典网络软件制造商 Tail-f Systems，以扩大其网络管理及自动化业务。
- 2016年2月14日，思科系统公司宣布，以14亿美元收购云物联网服务平台 Jasper。
- 2016年6月29日，思科系统公司宣布，以2.93亿美元收购云信息安全方案商 CloudLock。
- 2017年1月25日，思科系统公司宣布，以37亿美元收购美国商业软件公司 AppDynamics。

伴随着思科的并购成长，思科的市值在并购中一路提升：

- 1990年纳斯达克上市，收盘价为22.25美元，市值约为3.7亿美元。
- 2000年3月，全球最大的网络设备制造商思科公司，以5760亿美元市值超过电脑软件业巨头微软，成为当时世界上市值最高的上市公司。
- 2017年6月14日收盘价31.7美元，市值约为1585亿美元。

### 【案例】千亿谷歌的并购之路<sup>①</sup>

谷歌成立于1995年，但其市值和影响力却远超很多有百年历史的大企业。谷歌是靠搜索起家，但如今也是网络视频和移动操作系统的霸主。

谷歌2004年8月19日纳斯达克上市首日收盘价100.34美元，市值约为226亿美元。10年后，2014年8月19日，市值约为3960亿美元。截至

---

<sup>①</sup> 资料来源：[https://en.wikipedia.org/wiki/List\\_of\\_mergers\\_and\\_acquisitions\\_by\\_Alphabet#List\\_of\\_mergers\\_and\\_acquisitions](https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_mergers_and_acquisitions_by_Alphabet#List_of_mergers_and_acquisitions).

2017年6月14日收盘，市值约为6 713亿美元。13年时间里市值总共增长了将近30倍，成长方式和市值管理的主要方式就是并购重组。

谷歌成立以来共收购202家公司，2004年上市之后共收购191家公司。对于谷歌市值管理和企业成长重要和精彩的收购如下：

- 2005年，谷歌以5 000万美元收购手机操作系统厂商Android。这是一个非常重要的收购，通过收购Android，谷歌对于智能手机和移动互联网的影响力大增，对谷歌市值有非常正面的推动力量。
- 2006年，谷歌以16.5亿美元收购视频分享网站Youtube。这次横向并购使谷歌消灭掉前进道路上唯一的竞争对手，同时还使谷歌进入显示广告市场，成为搜索和视频领域无可争议的霸主。
- 2007年，谷歌以31亿美元收购在线广告厂商DoubleClick，此次收购帮助谷歌成为互联网显示广告领域的霸主。
- 2009年，谷歌以7.5亿美元收购移动广告厂商AdMob。AdMob专注在Android手机上投放广告，此次收购帮助谷歌扩大了移动广告收入。
- 2011年，谷歌宣布以125亿美元收购处于困境的手机公司摩托罗拉移动，这是谷歌迄今为止规模最大的一笔收购。通过该笔交易，谷歌获得了首次涉足智能手机制造所需的资源，同时也得到了覆盖各种无线技术的宝贵专利组合。
- 2013年，谷歌收购波士顿动力机器人公司，研发出数款以动物和人为原型的机器人产品。
- 2013年，谷歌以9.66亿美元收购地图应用厂商Waze。社交地图应用Waze在2013年备受瞩目，地图服务依靠用户回报有用的交通提示信息，如路况、交通事故等。包括Facebook在内都对它虎视眈眈，谷歌最终赢得了Waze争夺战。

- 2014年，谷歌以32亿美元收购“iPod之父”托尼·法德尔（Tony Fadell）创办的智能家居公司Nest。
- 2014年，谷歌以6.25亿美元收购人工智能公司DeepMind。2016年击败韩国围棋冠军李世石并且在网络围棋对战平台与各国顶尖围棋高手对战中实现60连胜的AlphaGo就是该公司开发的程序。
- 2014年，谷歌以5亿美元收购Skybox Imaging。其主要业务是生产卫星和部署数据中心，此外还致力于记录并提供地貌详图及高清视频。对于谷歌来说，收购这家公司有利于完善谷歌地图服务。谷歌还希望通过Skybox的技术来改善互联网接入服务，并在救灾时提供通信服务。
- 2014年，谷歌以5.55亿美元收购家庭监控摄像头厂商DropCam。Dropcam是一家家庭监控摄像头公司，为普通家庭提供可负担的视频监控方案。Dropcam将视频存储在云端，监控记录永远不会丢失，随时可调用。谷歌将其整合入Nest智能家居业务。
- 2015年，谷歌以3.8亿美元收购Bebop。Bebop的平台可以帮助开发者更容易地开发和维护企业应用软件。谷歌认为这一平台将会帮助企业获得更优秀的软件，享受到云计算时代带来的便利。在移动互联网时代，云计算业务的重要性变得不言而喻，谷歌此次收购是为PC互联网向移动互联网的转型做准备。
- 2016年，谷歌以6.25亿美元收购Apigee。Apigee的软件通过管理API帮助用户跨不同应用和设备分享数据与服务。在快速发展的数字和移动市场，API对于企业的业务至关重要。在谷歌云服务增加Apigee的API解决方案，将帮助客户更快更好地开展对外交互业务。对于谷歌来说，收购Apigee将不仅增强其在API管理上的技术实力，也将为谷歌带来诸多的优质客户资源。

### 4.6.3 并购与市值管理

市值管理和产融结合没有固定的模式，有的只是审时度势、顺势而为，这一点在分众传媒的资本之道上体现得比较明显。分众传媒的资本之道可以分为四个阶段，第一阶段是上市前通过比竞争对手快的速度首先上市，抢占竞争的有利位置；第二阶段是在美国上市期间，分众传媒收购了 60 多家公司，奠定了非传统媒体广告霸主的地位；第三阶段是从美国私有化回归 A 股上市，市值增长 2~3 倍；第四阶段是在 A 股借壳上市之后，市值管理策略从单纯的并购转向“股权投资 + 并购”的模式。

#### 【案例】分众传媒传媒的市值管理之路

分众传媒的商业模式是价值依附性的商业模式，实际上就是楼宇广告、互联网广告、地铁广告、手机广告、医院广告和卖场广告等非传统媒体广告。这个行业刚起步的时候基本上没有太多的门槛，商业模式非常容易模仿，竞争对手之间比拼的就是“烧钱 IPO”的速度。

分众传媒当年主要的竞争对手是聚众传媒，聚众传媒的商业模式和分众传媒基本雷同，而且业务范围基本上也是一样的，但是最终结果是分众传媒全资收购聚众传媒，一个非常重要的原因就是融资上市的速度。以下是分众传媒和聚众传媒的融资对比：

- 第一轮融资

- 2003 年 5 月，分众传媒向软银融资 4 000 万美元；
- 2003 年年底，聚众传媒向上海信息投资有限公司融资 2 亿元人民币。

- 第二轮融资

- 2004 年 4 月，分众传媒向鼎晖和德丰杰融资 1 250 万美元；

- 2004年9月，聚众传媒向凯雷融资1500万美元。

- 第三轮融资

- 2004年11月，分众传媒向高盛融资3000万美元；

- 2005年5月，聚众传媒向凯雷等融资2000万美元。

- 上市与并购

- 2005年7月，分众传媒登陆纳斯达克；

- 2005年10月，分众传媒收购框架媒介100%的股份，以阻止在公寓电梯视频广告占据优势的聚众传媒。

- 2006年1月，分众传媒收购聚众传媒

在新兴行业中，资本市场上的领先就有可能出现“一步先，步步先”“只有第一，没有第二”的局面。分众传媒采取“擒贼先擒王”的策略，先获得风险投资和资本市场的青睐，通过先行上市后融资能力大增的优势，利诱对手背后的风险资本，吞并对手，建立自己在行业中的“巨头”地位。收购了聚众传媒之后，分众传媒又进行了后续比较重要的收购。

- 2006年6月20日，3000万美元收购互联网广告公司凯威点告。

- 2006年8月31日，收购影院广告公司ACL70%股份。

- 2006年12月，收购全国最大的高校平面媒体运营商动力传媒。

- 2007年3月28日，分众宣布以7000万美元现金和价值1.55亿美元的分众传媒普通股收购好耶广告网络的全部股份。

- 2007年6月，全资收购在汽车网络广告代理有优势的科思世通广告公司。

- 2007年8月，收购国内最大的网络游戏广告代理公司创世奇迹。

- 2007年8月，收购在房地产具有优势的佳华恒讯广告公司。

- 2007年9月，收购国内首屈一指的互联网数据提供商艾瑞咨询机构。

- 2007年12月，分众以1.684亿美元现金收购卖场视频广告老大玺诚

传媒 100% 股份。

由于在资本市场上先行一步上市，有了更多资金的支持，通过并购，江南春将其新媒体广告的版图一步一步扩张到涵盖楼宇、互联网、手机、卖场、网络游戏、娱乐场所等。覆盖城市主流消费人群的工作场景、生活场景、娱乐场景、消费场景，并相互整合成为生活圈媒体网络。

伴随着上市前两年眼花缭乱的收购，分众传媒的市值快速增长，也从 2005 年 7 月 13 日 IPO 发行市值 6.8 亿美元飙升至 2007 年 11 月 6 日的 95 亿美元（股价 66.3 美元）。

“并购简单，整合太难”，江南春也遇到并购重组的难题。从 2008 年开始，分众传媒开始感觉到“消化不良”。由于并购活动令分众的躯干快速扩大，管理运营成本快速增长，而运营利润与税后利润出现大幅亏损，业绩在 2008 年年底陷入低谷。<sup>①</sup>

2009 年 3 月 11 日，分众传媒盘中开出 4.84 美元的新低价，相较于历史最高价，跌幅约达 92.7%。江南春开始反思此前的并购策略，分众传媒进入整体业务调整与收缩阶段。关停或剥离部分利润率较低的非核心业务，如 LED 广告、部分户外广告牌、部分电梯海报广告网络等。

此后，分众传媒股价反弹至 20~30 美元。2011 年 11 月，分众传媒因遭遇“浑水公司”等机构的质疑和做空，股价一夜暴跌超过 60%，此后虽有回升，但也一直持续疲软。

与在美国纳斯达克不断遭遇质疑和低估不同的是，A 股市场对上市公司的估值很高，两个市场出现了巨大的估值落差。而中国发行制度改革推进，使得中概股拆 VIE 回归 A 股成为无风险套利的火热生意。而 2010—2012 年被

---

<sup>①</sup> 张馥. 分众传媒：并购成就广告巨头 [EB/OL]. 第一财经日报 2012-04-07. <http://www.yicai.com/news/1603127.html>.

“浑水公司”做空后，中概股遭遇美国投资者的信任危机，致使估值萎靡不振，很多中概股都纷纷谋求回归 A 股。

江南春认为，美国资本市场很难理解分众的商业模式，为此也难以做出合理估值。因此在遭遇“浑水公司”做空一年之后，2013年5月，江南春以35.5亿元的价格完成私有化。当时分众传媒的市值不足27亿美元，约160亿元人民币。

2015年，借壳七喜控股回归 A 股。根据七喜控股的借壳重组方案，分众传媒股价作价457亿元人民币，较之私有化时增长了2.8倍；复牌3个月后，市值从457亿元上升至近2500亿元人民币，较之私有化时增长15倍；2017年3月2日，分众市值1054亿元人民币，较之私有化时增长6.6倍。

回归 A 股后，随着市值的剧增，分众传媒能够以更低的成本融到更多的资金进行市值管理。也许是吸取了在美国上市期间的“暴力并购”的教训，回归 A 股的分众更加稳健，在市值管理上采用“股权投资+并购”的模式。

除非是很成熟、依靠资源型的公司，分众传媒依然可能采用全资收购的方式。其余的不再谋求全资收购，更多的是先作为战略投资者占股20%，让创业者在所在公司成为重要的股东；当所投企业的规模效应和可持续能力显现后，再增资为控股股东或进行收购。

按照这样的市值管理逻辑，回归 A 股后的分众传媒截至2017年3月只进行了一次收购，其余的都是战略投资布局。

- 2016年1月，分众传媒以1亿元人民币收购数禾科技，布局互联网金融。
- 2016年5月，分众传媒和方源资本成立体育投资基金，参与咕咚的C轮融资。
- 2016年7月，分众传媒公告，分别与清科投资、沸点资产、汇添富医健及达晨投资设立4家投资基金，最高募资额都是5亿元，主要用

于涉及互联网、高科技、消费升级或服务升级的产品或服务的非上市企业股权投资。

- 2016年8月，分众传媒和光大控股筹建认缴规模为50亿元人民币的“新产业投资基金”，聚焦于品牌类消费升级项目，娱乐文化内容及娱乐新技术新媒体项目，企业服务类项目等细分领域的成长期优质标的。

### 4.6.4 并购的融资安排

从市值管理的角度来看，无论是在股价高估或是低估时，都可以进行并购重组，只是采用的支付方式和融资方式不同。比如在公司股价被高估时，可以通过发行新股用换股的方式或定向增发融资的方式进行并购重组，有利于平抑股价。在公司被低估时，换股并购就不适合了，并且采用定向增发进行融资也不适合。比较适合的方式是采用现金收购，以“公司自有现金+并购贷款+发行债券（或可转债）”进行杠杆收购。

因此，从市值管理的角度看，合理的融资安排是并购重组的重点，以下列举的是并购重组中的各种融资方式的操作要点及其优缺点：

- 权益融资。
  - 发行股票。通过公开增发、配股或定向增发募集并购资金，优点是增加企业负债，但是会稀释原有股东控制权，而且有可能降低每股收益。2017年2月后，证监会的再融资新规对定向增发这种方式的监管越来越严。
  - 换股并购。收购公司采用发行新股作为支付对价，来替换目标公司原来的股票，从而达到收购的目的。优点是可以避免短期现金大量流出。缺点是会稀释原有股东控制权；发行手续烦琐，耗时长；会稀释每股收益。

- 发行优先股。在 2017 年 2 月证监会的再融资新规中，上市公司在再融资时发行优先股是受鼓励的，因此估计方案获批的可能性大。优点是不稀释原有股东的控制权和普通股收益；财务负担轻、风险小、灵活机动。缺点是由于不能抵税，资金成本高于债务成本。
- 债务融资。
  - 并购贷款。向商业银行贷款。优点是手续简单、融资成本低、利息税前抵扣；缺点是借款协议限制经营，降低再融资能力。
  - 发行债券。优点是财务杠杆降低税负；缺点是多则影响资产负债结构、提高再融资成本。
- 混合型融资。
  - 可转换公司债券。发行可转换债券募集资金。优点是利息较债券低、报酬率及转换价格操作灵活或可不偿还本金。缺点是因股价的不确定性、财务损失或现金流压力，债转股后会稀释控制权。
  - 认股权证。股票看涨期权，一般依附长期债券。优点是延迟股权稀释时间、延期支付股利；缺点是如果行权时市价过高，可能有损失。
- 并购基金。并购基金是近年来上市公司并购重组中融资的一种创新，最流行的就是“PE+上市公司”模式。由具有丰富管理经验的 PE 机构充当 GP（普通合伙人）与上市公司或上市公司大股东或其关联公司一同作为并购基金的发起人，成立有限合伙制并购基金。
  - 并购基金作为上市公司产业整合的主体，围绕上市公司资本战略目的进行并购重组；并购基金所投资的项目，由上市公司并购作为退出的主要渠道，提高投资的安全性。
  - 上市公司参与设立并购基金进行收购属于杠杆收购。只需认缴部

分出资，而且不用一次到位，根据项目进度逐期支付，其余资金对外募集。用较少的资金就可锁定并购标的。

- 一般都要求上市公司或上市公司大股东出资做劣后级（或有限劣后级）LP，除了要出一定数额的资金，还要对另外 LP 的出资承担一定保本付息的责任。
- 根据出资比例可以分为三种模式。第一种是 PE 机构出资 1%~10%，上市公司或其大股东出资 10%~30%，剩下的资金由 PE 机构负责募集。第二种是上市公司或其大股东出资 10% 以下，PE 机构出资 30% 以上并募集其余部分。第一种模式和第二种模式上市公司看重的是 PE 的资本运作能力和募集资金的能力，成立并购基金的目的更多是杠杆融资的需要。第三种是 PE 机构出资 1%~2%，上市公司或其大股东作为单一 LP 出资其余部分。这种模式上市公司应该是看重 PE 机构的资本运作能力和并购重组的能力。

在并购重组的实务中，融资方案一般是组合方案。比如杠杆收购就是“自筹资金 + 并购贷款 + 发行债券（并购基金）”的融资组合，收购方提供 10%~20% 的资金，以目标公司的资产作为抵押向银行贷款 50% 的资金<sup>①</sup>，剩余 30%~40% 的资金通过发债券募集，以被收购公司的未来现金流来支付借贷利息。<sup>②</sup>

### 4.6.5 并购重组中的三个关键点

在并购重组中，许多“看上去很美”的案例都失败了。美国在线和时代华纳的并购案以及 TCL 对汤姆逊和阿尔卡特的收购，都是属于“看上去很美”

---

① 美国可以做到 80% 的贷款，中国银监会规定是期限不超 5 年，总额不超交易金额的 50%。

② 近几年国内通常是由并购基金提供所需资金。

但是都失败了的经典案例。每一个失败的案例都有其独特的原因，但是共同点是三个关键环节没有做好：并购决策、尽职调查和并购整合。主要存在的问题是：并购战略不清晰；尽职调查的专业能力不足，包括识别关键风险不足、尽调不充分；并购后的整合困难，包括整合的规划并不充分。

根据对以往失败的并购重组案例分析，由于并购决策不清晰导致失败的有30%左右，在并购过程中由于尽职调查等环节失败的占15%左右，而在并购后整合阶段失败的可能性则高达55%。很多“看上去很美”的并购交易最后并没有真正创造价值，其原因就在于并购后整合的失败。

有效的并购重组首先必须有清晰的战略决策，知道为什么并购。不能为了“伪市值管理”进行胡乱转型、忽悠式重组。并购重组必须为企业的资本战略服务，企业的战略必须是清晰、坚定和正确的。

- 并购目的一定清晰和明确。
  - 战略目的。根据对以下问题的回答找到自己并购的战略目的：内涵式增长和外延式扩张相结合？获取规模经济？整合资金、技术、销售、品牌、土地等一系列资源，实现资源共享或互补？减少市场竞争、提高市场竞争力或巩固市场地位？战略调整，进入新行业、新领域？
  - 财务目的。根据对以下问题的回答找到自己并购的财务目的：收购价值被低估的目标企业，增加股东权益的价值？<sup>①</sup>通过并购降低交易成本？通过并购实现节税的目的？通过并购增加融资能力？
- 并购策略要为目的服务。
  - 横向并购：产业整合，扩大市场占有率，减少竞争对手，获得市场定价权；补短板填空板，并购小的同行；并购强力竞争伙伴转

---

<sup>①</sup> 炒股也要赚钱。

为利益共同体，从行业前三位、前五位找标的对象并购后成为行业领袖。

- 纵向并购：发挥产业链协同效应；商业模式出现管理价值链创新，或价值链整合的机会。
- 混合并购：多元化经营；跨界转型；实现“实业 + 投资”的产融结合模式。
- 合理的估值。
- 制定合理的支付和融资方式。

并购重组中的第二个关键点是尽职调查。一些表面看上去很有价值的并购标的，实际上却会给并购者带来诸多的风险。因此，在尽职调查阶段要尽可能地去评估各种风险，客观评估协同效应，挖掘潜在价值，重视中介机构的作用。

尽职调查的内容要充分和全面，主要从价值挖掘和风险发现两个维度进行评估。

- 价值挖掘。
  - 现实价值。以资产价值和盈利能力双重标准进行价值评估。
  - 未来可能的价值。行业价值、企业商业模式未来发展前景、资本市场喜好。
- 风险发现。
  - 股权瑕疵。以股权变迁为脉络的历史沿革调查。
  - 资产完整性。以业务流程为主线进行资产调查。尤其需要注意无法完成的应收账款；大量存货周转缓慢；需要更新昂贵的生产设备。
  - 经营风险。以竞争力为核心的产品和市场调查。核心人员的流失或即将流失；一个或更多重要客户最近流失了或即将流失；影响未来销售需求或生产方法的技术变化；消费者购买习惯的变化和相关敏感事项。

- 偿债能力。对银行债务和经营债务进行真实性和流动性调查。需要注意是否有未充分披露的负债？是否有即将偿付的大额债务？是否有表外负债？
- 法律风险。以担保和诉讼为主进行法律风险调查。对于海外并购要特别注意工会、政府管制和法律管制的风险评估。

尽职调查一般需要3~6个月，流程如下：

- 会见企业的管理者。至少与90%以上的股东（非上市公司）和管理层进行访谈，时间基本上需要1个月。
- 收集、分析企业的有关资料。包括档案（各种制度汇编）、会议纪要（董事会、股东会以及经营管理层的会议纪要）、新闻报道、行业分析等。
- 现场参观目标企业2~3次。与各个层面的员工代表进行访谈。
- 拜访以下机构或人员。
  - 公司的3家竞争者。
  - 公司或者竞争者的5个客户。
  - 2个供应商。
  - 管理层的其他成员、公司的部分员工。
  - 公司的债权人、律师、CPA、有关专家或顾问。
  - 金融机构和有关政府部门（税务机关、环保、海关……）。
- 邀请另外两家投资伙伴进行独立的分析。

在并购重组中存在一个普遍的情况，在并购交易的当年，大部分公司的市值会有很大的跃升，但是在随后的几年里，部分公司却出现市值下跌的情况。并购交易当年市值上涨的主要原因有两点：一是投资者对并购给予的预期溢价；二是第一次合并报表，净利润、净利润增长率、净资产收益率、每股盈余等财务数据都比并购交易前要好很多。

随后几年市值出现下跌的原因也主要有两种：一是一些公司的并购交易出

发点本就是“伪市值管理”，进行忽悠式重组的资本套利，市值在资本大鳄套利退出后肯定暴跌；二是没有做好并购后的整合，有效整合后的外延式增长，将使市值的增长有可能出现倍增的效应，但是若是整合不利，市值即使有一段时间的突飞猛进，随之也很容易跌回原点甚至更低。

并购重组中的第三个关键因素是整合，能否进行有效整合直接关系到并购交易的最终成败，以下是并购整合的要点：

- 详细的整合计划。
- 整合从尽职调查开始。负责整合的团队，在尽职调查阶段就介入，而不是在并购交易完成之后。
- 准备足够的整合资金，处理好流动性风险。尤其是对于采取现金支付的并购交易，企业并购后由于债务负担重，短期融资就会比较困难，会导致流动性风险，因此需要备好足够的整合资金。
- 战略（愿景）融合。整合目标企业的战略，形成相互关联、相互配合的目标战略体系。利用从全面尽职调查中得来的清晰的和现实的愿景目标，来指导整个并购后整合工作。
- 人员融合。
  - 在并购交易结束前果断地决定领导层。
  - 留住关键人物。
  - 在条件允许的情况下，尽可能做得迅速。
  - 利益平衡。对高管层和关键人物马上授予股权激励计划，进行利益的捆绑。目标公司一般员工的薪酬福利如果高于收购公司，一般保持不变；如果低于收购公司员工的标准，可以向收购公司的标准看齐。
- 业务整合。重新设置经营业务和重新设置资产，在整合中一个常见的错误就是过分强调通过削减成本达到“效率协同”，而忽视了业绩增

长机会。正确的做法是专注于业绩增长而不是效率协同，尽早和尽快捕捉协同增长机会。

- 文化融合。当并购交易双方存在巨大文化差异时，对被并购方强加文化是一个惯例。但是强加文化往往不是一个好的选择，将两种文化混合起来，或干脆让它们保持独立经常会更合适。
- 恰当的整合速度。
- 有效的沟通。充分地利益相关者沟通，了解他们的各种不同需求；及时实现对员工的承诺；必须认识到所有并购目标的实现依赖于沟通。
- 明确的财务协同效应目标。
- 锁定风险。对并购整合中的项目根据业务紧急程度和复杂程度来确定优先级，然后对风险进行识别和分类，并持之以恒地去解决风险。

## 4.7 资产证券化

资产证券化是指企业（金融机构、政府或事业单位）将其能产生可预期现金收益的、缺乏流动性的资产组合（一般叫作“基础资产”，如银行的贷款、企业的应收账款）作为偿付支持，通过结构化设计进行信用增级，在资本市场上发行资产支持证券（ABS）的方式出售，以达到获得融资、最大化提高资产流动性的目的。资产证券化是通过在资本市场和货币市场发行证券筹资的一种直接融资方式。

资产证券化是20世纪70年代美国资本市场的金融创新，最早出现的是住房抵押贷款支持证券（RMBS），后面发展到只要是具有可预测和可回收的未来现金流（如租金、版权、应收账款、专利授权收入、汽车贷款、公路收费等）都被用来作为资产证券化的资产。物极必反的是，由于资产证券化业务的过度发展而直接导致了2008年的美国乃至全球金融危机。

我国资本市场对 ABS 的试点始于 2005 年，但是中间由于 2008 年的金融危机而中断了四五年。从 2011 年开始，这项业务才又引起了管理层的重视，2013 年开始，“资产证券化”成为资本市场的热词，在国务院、银监会、证监会、发改委、沪深交易所的各种文件中，纷纷提及资产证券化。在推动国企改革、企业融资、融资融券业务中，也都提到要用好“资产证券化”这个工具。

在资本市场上，资产证券化是一种成熟的金融工具，但是将其用于市值管理还是一种新的尝试。资产证券化对于盘活长期资产、变现预期收入、降低融资成本的作用明显，从而可以使得企业在价值经营中获得较高的资本市场溢价。

#### 4.7.1 资产证券化的基本思路

资产证券化是以可预见的现金流为支持而发行证券，在资本市场进行融资的一个过程，其逻辑可以用如图 4-2 所示。

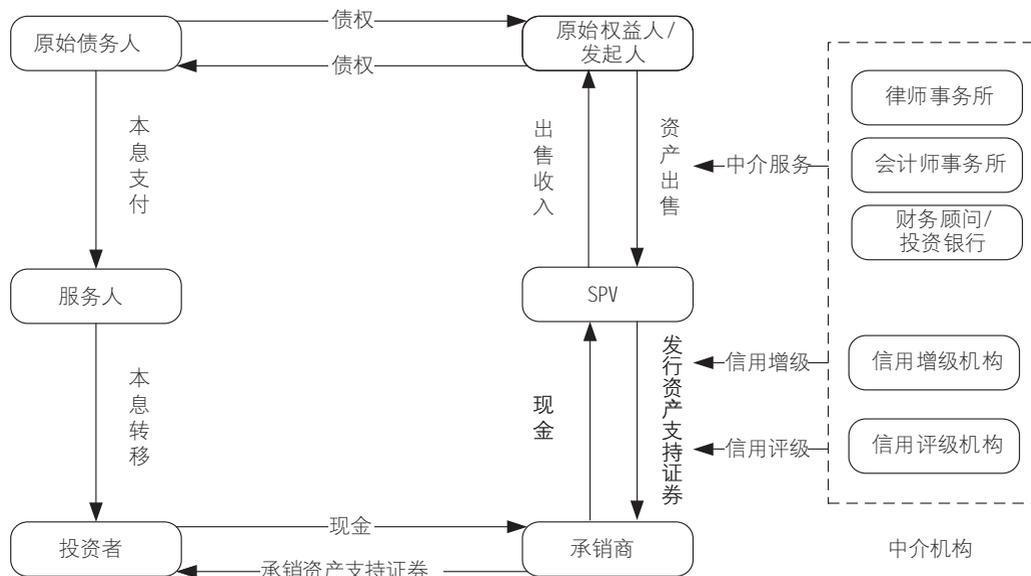


图 4-2 资产证券化逻辑图

比如某个商业银行有大量的住房抵押贷款，这些贷款人按照贷款约定每个月都需要向银行还款。对于银行来讲，这些房屋抵押贷款带来的是稳定的、可预测的现金流收入。但是银行希望提前获利，将未来的钱用于新的投资。银行作为原始债权人就可以将这些住房贷款未来的收益（基础资产）打包出售给 SPV<sup>①</sup> 而实现提前变现，SPV 再将这些资产设计成证券（资产支持证券）分成若干份卖给投资人。以后每个月贷款人（原始债务人）的还款就和原始债权人的商业银行，以及 SPV 没关系，直接通过服务人（资金保管机构、登记结算和支付代理机构）将贷款本金和利息按照证券的本息还给投资人。

为了吸引投资者购买，资产证券化会通过隔离风险，增加证券资产的信用：

- 资产重组。选择特定的能够产生未来现金流的资产进行重新配置与组合，构建资产池。
- 真实出售。由于基础资产是“真实销售”给特殊的信托 SPV，因此发起人对已经转移资产无有效控制和追索权。同样，如果基础资产的收益不足以偿付本息，投资人的追索权也是只限于基础资产，对原始发起人的其他资产没有追索权。
- 破产隔离。原始权益人将基础资产信托授给受托机构设立特殊目的的信托（SPV，或券商资产管理计划），实现破产隔离。由受托机构 SPV 发行资产支持证券，以信托财产（基础资产）所产生的现金流支付资产支持证券的本金和收益。投资者的风险与基础资产所有者的风险（如其他资产风险、破产风险）无关，而只与证券化资产本身

---

① 在信贷资产证券化中，SPV 一般是信托公司的信托计划；在企业资产证券化中，SPV 一般是证券公司的资产管理计划。

有关。

- 流动性增强。将流动性不佳的资产转化为流动性更好的证券产品。
- 信用增级。通过第三方担保、银行担保或信用保险进行外部信用增级，或者是通过优先次级的分层结构、超额抵押、回购条款等进行内部信用增级，以吸引投资者购买证券化资产。
- 信用评级。由信用评级机构对优先级证券进行评级，增加对投资者的吸引力。

资产证券化的独特魅力在于，把作为传统间接融资渠道的信贷市场与作为直接融资渠道的资本市场通过证券化连接起来了，使资金可以在这两个市场上流动，同时实现了资产收益与风险的分离和重组，满足了不同投资者对风险和收益的不同偏好，这是资产证券化越来越受到重视的原因所在。

我国资本市场的资产证券化产品主要分为四种类型：央行与银监会主管的信贷资产证券化，证监会主管的资产支持专项计划、银行间市场交易商协会主管的资产支持票据以及保监会主管的保险债权支持计划。其中目前在市场上占主导的资产证券化业务主要是“信贷资产证券化”和“企业资产证券化”。

### 4.7.2 资产证券化的操作步骤

如图 4-2 所示，资产证券化一般可以分为九个步骤：<sup>①</sup>

第一，确定基础资产。可以将多种相似资产进行剥离、整合组建成资产池。基础资产要选择未来现金流量稳定可靠，风险较小的资产作为证券化资产，应该具备如下特点：

---

<sup>①</sup> 以下内容参考：资产证券化业务培训材料 [ EB/OL ] . <http://wenku.baidu.com/view/b9c81a4767ec102dc3bd8903.html>

- 能在未来产生可预见的稳定现金流。
- 具有独立、真实和稳定的现金流量记录，方便评级机构进行评级。
- 可以合法转让。
- 现金流分期支付。
- 资产债务人分布广泛。
- 抵押品的流动性强。
- 基础资产不能存在抵质押或其他权利限制。

第二，设立特别目的载体 SPV (special purpose vehicle)。SPV 是整个资产证券化过程的核心，各个参与者都将围绕着它来展开工作。在整个过程中最大限度降低原始权益人的破产风险对证券化的影响，实现证券化资产与原始权益人其他资产之间的风险隔离。

- SPV 向发起人购买可证券化的基础资产，然后发行以此为支持的证券。
- SPV 是“不破产”的实体。通过严格限制业务范围，使得 SPV 一般是不会破产的高信用等级实体。
  - 经营范围限制：只能从事与证券化有关的业务活动，不得进行其他投融资和经营活动。
  - 债务限制：除了履行证券化交易中确立的债务及担保义务之外，不应发生其他债务，也不应与其他机构或个人提供担保。
  - 并购和重组限制：在资产支持证券尚未清偿完毕的情况下，不能进行清算、解体、兼并及资产的销售和重组等影响 SPV 独立和连续经营的活动。
- SPV 有信托、公司和有限合伙企业等形式。信贷资产证券化的 SPV 往往是信托计划，企业资产证券化的 SPV 主要是券商发起的“专项资产管理计划”。

第三，发起人将其欲证券化的资产或资产池转让给 SPV，且转让必须构成真实出售。真实出售的方式主要有：

- 让与。原始权益人无须更改、终止与原始债务人之间的合约，直接将资产（债权）转让给 SPV，但需履行通知债务人的程序。
- 债务更新。原始权益人与原始债务人之间的债权债务关系终止，由 SPV 和原始债务人重新签订新的债权债务合约。
- 从属参与。原始权益人无须更改、终止与原始债务人之间的合约。SPV 先向投资者发行资产支持证券，然后将筹集到的资金转贷给原始权益人。原始权益人对原始债务人的债权作为借贷的担保。

第四，发起人或者第三方机构对已转让给 SPV 的资产或资产池进行信用增级，包括内部信用增级和外部信用增级。

- 内部信用增级。包括优先级 / 次级的分级设计、超额抵押、超额利息收入、现金储备账户<sup>①</sup>、回购触发条款。
- 外部信用增级。包括第三方担保、发起机构（银行）提供流动性支持、差额支付安排、流动性贷款、银行担保、信用保险。

第五，SPV 将邀请信用评级机构对整个证券化过程的各个环节以及设计好的资产支持证券进行评级。信用等级越高，表明证券的风险越低，从而使发行证券筹集资金的成本越低。评级的关注点如下：

- 法律法规风险。投资者的优先追索权；基础资产转让、买卖过程中的权利完善；基础资产对应经营性资产的安全性。
- 基础资产的信用质量。基础资产自身的历史信用情况；外部信用提供者的信用状况。
- 交易结构。产品结构（规模、期限、分配频率以及产品分层等）；

---

<sup>①</sup> 由发起机构提供或者来源于其他金融机构的贷款，用于弥补信贷资产证券化业务活动中产生的损失。

现金流的分配方式；损失的分配方式。

- 管理和操作风险。资金的混用；再投资的安全性；各中介机构的服务质量和信用质量。

第六，SPV 以资产池为基础，进行结构化重组，通过承销商采用公开发售或者私募的方式发行经过信用评级的证券，投资者以机构投资者为主。

第七，SPV 向发起人支付其原始资产转让的款项。

第八，由 SPV 或其他机构（一般是一家信托机构）作为服务商，对资产或资产池进行日常管理，收集其产生的现金流，并负责账户之间的资金划拨和相关税务和行政事务。

第九，SPV 以上述现金流为基础，向投资者还本付息，在全部偿付之后若还有剩余，则将剩余现金返还给发起人。

至此，一个完整的资产证券化过程也就完成了。

### 4.7.3 资产证券化与市值管理

资产证券化的魅力存在于诸多方面。从国家宏观的角度来看，资产证券化是流动性差的社会存量资产盘活，同时将存在于特定产业链的风险释放。这非常符合“盘活存量”的要求，对于宏观经济的平稳运行具有非常积极的意义。这也正是近些年来在国内实体经济持续低迷背景下，资产证券化业务被国家监管层寄予厚望的原因。

从发行企业的角度上说，资产证券化的好处也是非常多的。以下简单列举了资产证券化对发行企业和资本市场的好处：<sup>①</sup>

- 提高资产流动性，减少风险资产。通过资产证券化，盘活流动性差的

---

① <http://wenku.baidu.com/view/b9c81a4767ec102de3bd8903.html>.

长期资产，变现预期收益。缩短企业获利及资金回笼时间，改善现金流。

- 企业募集资金用途没有限制，无须披露。
- 期限灵活。融资期限可以设置为半年、一年、三年或五年不等<sup>①</sup>，非常灵活。
- 拓展了企业的融资渠道，降低了融资门槛。尤其是当企业负债率居高不下，而且盈利能力比较弱时，银行贷款或信用贷款等传统债权融资渠道就受限，而股权融资也存在较大的不确定性。那么资产证券化就使得企业获得一条新的不依赖企业信用以及偿付能力的融资渠道：拿未来能获得的钱做保证，以获得现在的融资。
- 降低融资成本，优化负债结构。资产证券化的融资成本一般低于或接近当期银行同期银行贷款利率，介于国债和企业债之间。而且能够降低融资费用，改善企业的负债结构，提高流动和速动比率，提升企业的信用等级和偿债能力。
- 为资本市场增加了低风险的投资产品。

资产证券化根据基础资产的不同，可以通过结构重组衍生出不同风险收益的证券品种，满足不同投资者对不同期限、收益和利率偏好的需求，从资本市场的供给侧丰富了投资标的，这种灵活性和多样性是其他金融手段所难以具备的。随着我国资本市场的不断深入发展，资产证券化所带来的各种益处将愈发显现。

对于发行企业来讲，资产证券化的运用可以向资本市场传递一个积极的信号，公司擅长将金融创新产品应用到资本运作和市值管理中，从而获得投资者的认可，获得资本市场的溢价。

具体来说，对于可以提供基础资产的上市公司来讲，资产证券化对于市值

---

<sup>①</sup> PPP 项目的资产证券化期限甚至可以长达 10~30 年。

管理是绝对的利好，这些企业包括：

- 提供的基础资产为应收账款或债权等。商业银行、融资租赁公司、保险公司、工程建设公司。
- 提供的基础资产是未来收益权。水务公司、发电企业、供热公司、城建公司、高速公司、路桥企业、地铁企业、航空公司、轨道交通企业、港口、机场、工业区、开发园区、旅游景区等。
- 提供 PPP 项目的公司。<sup>①</sup>PPP+ABS 有两种形式：一种是以项目贷款或金融租赁债权作为基础资产开展信贷资产证券化；另一种是以 PPP 项目未来产生的收费收益权或财政补贴作为基础资产，而开展的资产支持专项计划、资产支持票据或资产支持计划。

另外，对于证券公司来讲，资产证券化的业务开展，直接增加了收入，提升了利润，进行了价值创造，因此对其市值影响是非常正面的。

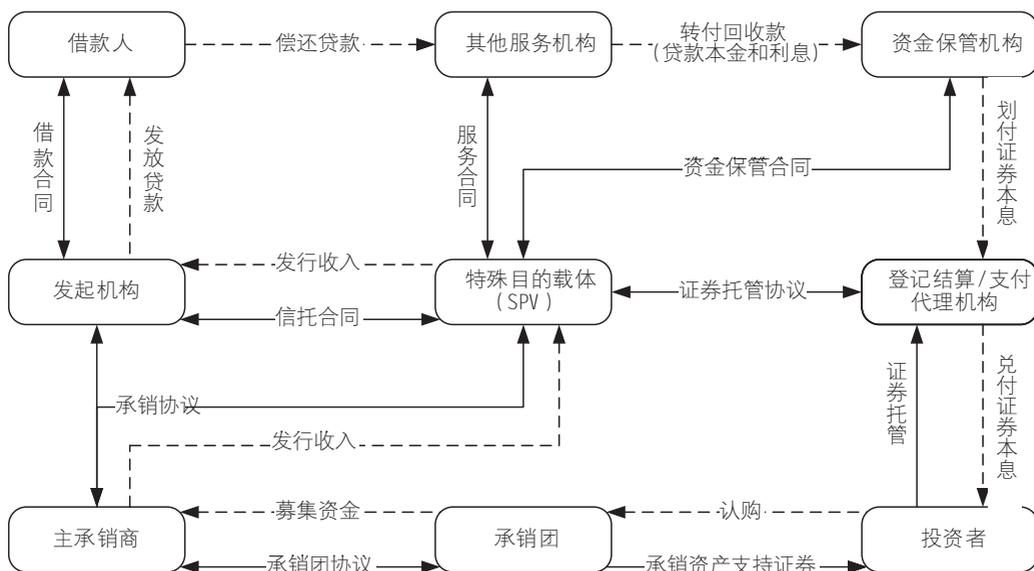
#### 4.7.4 信贷资产证券化

信贷资产证券化是最早、也是最成熟的资产证券化产品，目前我国资本市场的信贷资产证券化已经进入常态化的状况。

图 4-3 所示的就是信贷资产的交易结构。发起机构可以是银行（国家开发银行、政策性银行、商业银行）、资产管理公司、财务公司、汽车金融公司、信托公司等金融企业，其指定的 SPV 为信托公司的信托计划，而发行场所为银行间市场，整个业务由央行和银监会进行管理。具有如下特点：

---

<sup>①</sup> 2016 年 12 月 26 日，国家发改委、中国证监会联合发布《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》，这是国家发改委和证监会首次联合发文力推 PPP+ABS 的创新融资模式。



实线代表法律关系，虚线代表资金流转过程

图 4-3 信贷资产证券化交易结构<sup>①</sup>

- 基础资产通常包括个人住房抵押贷款、汽车抵押贷款、一般企业贷款、中小企业贷款、汽车贷款；近年国家政策比较鼓励将 PPP 项目贷款、重大基础设施项目贷款、地方政府融资平台公司贷款、节能减排贷款、战略性新兴产业贷款、文化创意产业贷款和保障性安居工程贷款等信贷资产作为基础资产开展信贷资产证券化。
- 信贷资产支持证券的存续期限较长，有的长达 30 多年。
- 以特殊目的信托为 SPV，实现了真实出售和破产隔离。
- 一般都采取了四种内部信用增级措施，即优先级 / 次级的分档设计、超额利息收入、储备账户和回购触发机制安排。也有少数产品采取了外部信用增级措施，如由发起机构（银行）提供流动性支持等。

<sup>①</sup> 资料来源：<http://wenku.baidu.com/link?url=YaT8zM7xbhMbhZuKjVws9JW-IO9k2kyRtruSNYTZNvDOJ1RkYzj6LJOkQ9uxaVWf0FSJk7C5kWx3Pb524R0n-9bBArRE0d95oPYB2XY3gm>。