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

# 市值的博弈

## ——市值管理理论、实践与探索

蓝天祥　陈　阳　刘　强　张日新　郭　盛　周亚宁　编著

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

中国金融出版社

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

# 市值的博弈

## ——市值管理理论、实践与探索

上架类别○资本市场
ISBN 978-7-5049-5750-
9 787504 957504
网上书店：www.chinafph.com
定价：45.00元

# 市值的博弈

## ——市值管理理论、实践与探索

蓝天祥　陈　阳　刘　强
张日新　郭　盛　周亚宁　编著

中国金融出版社

责任编辑：古炳鸿
责任校对：张志文
责任印制：毛春明

**图书在版编目（CIP）数据**

市值的博弈——市值管理理论、实践与探索（Shizhi de Boyi：Shizhi Guanli Lilun、Shijian yu Tansuo）/蓝天祥等编著. —北京：中国金融出版社，2011.1
ISBN 978-7-5049-5750-4

Ⅰ.①市… Ⅱ.①蓝… Ⅲ.①证券交易—资本市场—研究—中国 Ⅳ.①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2010）第 226714 号

出版发行 中国金融出版社
社址 北京市丰台区益泽路 2 号
市场开发部 (010)63266347，63805472，63439533（传真）
网上书店 http://www.chinafph.com
(010)63286832，63365686（传真）
读者服务部 (010)66070833，62568380
邮编 100071
经销 新华书店
印刷 保利达印务有限公司
尺寸 160 毫米×230 毫米
印张 19.25
字数 320 千
版次 2011 年 1 月第 1 版
印次 2011 年 1 月第 1 次印刷
定价 45.00 元
ISBN 978-7-5049-5750-4/F.5310
如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

# 前　言

中国资本市场以1990年12月上海证券交易所、深圳证券交易所的相继诞生为标志，经过二十年的快速发展，取得了举世瞩目的成绩。截至2010年11月30日，沪深两市总市值位列全球资本市场第三位，世界十大市值上市公司中中国占据半壁江山，例如，工商银行成为全球市值最大的商业银行。但是，中国资本市场一直都是在剧烈波动中不断发展和完善的，是一个典型的政策性市场。2001年6月22日国务院四部委联合发布了《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》，引领了中国资本市场长达4年之久的下跌行情，上证指数由2 245.42点下跌到2005年6月6日的998.22点，证券市场流通市值缩水近80%。2005年4月29日中国证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，标志着股权分置改革的正式启动。2005年6月17日三一重工（600031）股权分置改革的成功，宣告了中国资本市场全流通时代的到来，并由此提出了上市公司市值管理制度的大讨论。2005年10月修改后重新颁布实施的《证券法》和《公司法》为资本市场的规范发展提供了法律保障，资本市场开始进入稳步快速发展阶段。在商品期货市场规范发展的同时，2006年9月8日中国金融期货交易所在上海挂牌成立，标志着以股指期货为标志的金融期货即将上市，由此拉动了证券市场的快速发展。2007年资本市场上的各类业务创新不断，比如定向增发、整体上市、资产注入、吸收合并、借壳上市、融资融券等，加之有关股指期货的交易资格和相关交易规则的不断完善，中国资本市场得到了快速发展，上证指数达6 124点，大宗商品价格屡创新高，证券期货市场处于稳健快速发展阶段。2008年席卷全球的金融危机对资本市场造成巨大的冲击，上证指数于2008年10月28日下跌至1 664点。其间，为了保护投资者利益、维护证券市场稳定

健康发展、提振投资者信心，2008 年 9 月 18 日国资委、中央汇金公司分别发布了支持中央企业增持或回购上市公司股份、中央汇金公司增持上市银行股票等措施，随后颁布了《上市公司股东及其一致行动人增持股份行为指引》，资本市场趋于企稳，市场呼唤市值管理制度的快速实施。2009 年在国民经济趋于好转的大背景下，资本市场在各项政策的支持下开始进入新的一轮发展阶段。这期间中国证监会颁布了《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》，国务院国资委颁布了《关于规范上市公司国有股东行为的若干意见》、《资产重组通知》以及《发行可交换公司债券及国有控股上市公司发行证券有关事项的通知》三个管理办法，创业板市场实现了成功发行与上市，融资融券申请受理等，这对资本市场长期稳定发展提供了新的思路。资本市场各项政策、法规及交易规则的完善与业务创新的加快，期货市场的稳步快速发展等都在为即将推行的市值管理制度扫清制度上的障碍，也为上市公司实施市值管理以求快速发展提供了优良的平台。

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

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

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

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

作　者

**2010年8月28日于北京**

# 序

# 市值管理实践的指路明灯

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

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

（一）

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

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

（二）

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

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

（三）

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

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

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

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

（四）

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

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

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

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

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

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

**刘　澄**

**北京科技大学经济管理学院教授、博士生导师**

**2010 年 10 月 28 日**

# 目　　录

序　市值管理实践的指路明灯 …… 1

## 第一部分　市值管理总论

第一章　市值管理 …… 3

第一节　市值管理的内涵 …… 3
第二节　市值管理理念 …… 10

第二章　市值管理环境 …… 14

第一节　国有股减持与市值管理 …… 14
第二节　股权分置改革与市值管理 …… 23
第三节　股份增持与市值管理 …… 29
第四节　股份回购与市值管理 …… 35
第五节　股份转持与市值管理 …… 44

## 第二部分　市值管理理论篇

第三章　宏观市值管理理论 …… 55

第一节　政策效应最优化 …… 55
第二节　风险可控最小化 …… 63
第三节　典型风险案例分析 …… 70

第四章　微观市值管理理论 …… 76

第一节　价值创造最大化 …… 76
第二节　价值实现最优化 …… 80
第三节　价值经营最大化 …… 82

第五章　市值管理目标与原则 …… 88

第一节　市值管理目标 …… 88

第二节 市值管理原则 …… 91

## 第三部分 市值管理实践篇

**第六章 价值经营模式之一** …… 99

第一节 IPO 与市值管理 …… 99
第二节 定向增发与市值管理 …… 106
第三节 整体上市与市值管理 …… 113
第四节 资产注入与市值管理 …… 118

**第七章 价值经营模式之二** …… 125

第一节 资产重组与市值管理 …… 125
第二节 吸收合并与市值管理 …… 130
第三节 借壳上市与市值管理 …… 136
第四节 股权激励与市值管理 …… 142

**第八章 市值管理实现模式** …… 152

第一节 市值管理实现方式 …… 152
第二节 市值管理实现机构 …… 155

## 第四部分 市值管理探索篇

**第九章 价值经营最大化的创新经营模式** …… 161

第一节 融资融券与市值管理 …… 161
第二节 股指期货与市值管理 …… 166
第三节 套期保值与市值管理 …… 172

**第十章 政策效应最优化的创新经营模式** …… 202

第一节 利率政策与市值管理 …… 202
第二节 汇率政策与市值管理 …… 208
第三节 准备金率与市值管理 …… 216
第四节 股票交易印花税政策与市值管理 …… 219
第五节 救市政策与市值管理 …… 223

**第十一章　市值管理创新** …… 229

第一节　市值管理理念的创新 …… 229
第二节　市值管理组织架构的创新 …… 232

## 第五部分　市值管理延伸篇

**第十二章　市值管理与机构投资者** …… 237

第一节　市值管理与投资者 …… 237
第二节　市值管理与基金 …… 239
第三节　市值管理与社保基金 …… 244

**第十三章　市值管理与中介机构** …… 251

第一节　市值管理与银行 …… 251
第二节　市值管理与证券公司 …… 255
第三节　市值管理与期货公司 …… 258
第四节　市值管理与信托公司 …… 263

**第十四章　市值管理与证券市场** …… 272

第一节　市值管理与上市公司 …… 272
第二节　市值管理与证券市场 …… 277
第三节　市值管理与监管机构 …… 280

**第十五章　市值管理展望** …… 283

第一节　市值管理误区 …… 283
第二节　市值管理展望 …… 286

**参考文献** …… 292

**后记** …… 294

# 第一部分　市值管理总论

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

# 第一章　市值管理

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

## 第一节　市值管理的内涵

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

## 一、市值管理的定义

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

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

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

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

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

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

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

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

2008年6月21日，北京首创期货金融事业部总经理蓝天祥博士在清华大学总裁班资本市场论坛上提出，市值管理是上市公司在充分研究、利用国家的各项政策基础上，基于公司市值信号，有意识和主动地运用多种科学、合规的价值经营方法和手段，达到公司政策效应最优化、价值创造最大化、价值实现最大化、价值经营最优化、风险最低化的战略管理行为。也就是说，市值管理就是要使政策效应最优化、价值创造最大化、价值实现最大化、价值经营最优化、风险最低化，最终实现所有股东价值的最大化，强调了各项政策对市值影响的系统性风险、风险规避以及控制风险的手段等。

综上所述，我们认为，市值管理是指在国家运用利率、汇率、印花税、准备金率以及产业政策对国民经济和资本市场进行宏观调控与监管的过程中，上市公司基于公司市值信号，在有效研究和科学规划的基础上，有意识和主动地运用多种科学、合规的价值经营方法和手段，实现公司价值创造最大化、价值实现最优化、价值经营最优化、政策效应最优化、风险最低化的战略管理行为。也就是说，市值管理就是要通过政策研究并将其转化为上市公司的效益，努力实现政策效应最优化、价值创造最大化；通过投资者关系管理的深入，努力实现价值实现最优化；通过各种价值经营手段的科学、有效组合，努力实现价值经营最优化；通过各项政策及市场环境变化研究、风险预测与各类风险控制手段的有效实施，努力实现风险最低化，最终实现所有股东价值的最大化。政策效应最优化是市值管理的前提，价值创造是市值管理的基础，价值经营是市值管理的手段，价值实现是市值管理的目标，风险最低化是市值管理的保障。

## 二、价值管理与市值管理

2001年中国资本市场开始提出并倡导以“价值投资”为理念的价值管理。事实上，价值管理起源于20世纪80年代中期，美国企业界在总结分析企业经营管理实践基础上提出了价值管理的理念，经麦肯锡顾问公司的提倡和推广得到广泛的应用。

价值管理的发展大致经历了数字阶段、战略阶段、整合阶段三大阶段。数字阶段主要发生于20世纪80年代中期，当时价值管理几乎只关注财务方面的因素，它始于那些企图低估公司价值的恶意收购者。他们通过研读财务报表来评估公司的价值，同时认为股票价格是现金流和股本收益经风险调整后的一个函数值。这样公司就成为可以交易的商品了，于是大量的并购交易产生了。

价值管理的战略阶段，公司关注的重点转向了运营，即从资产负债表的右半部分转向了左半部分。价值管理的原则扩展到内部运营的管理和公司战略评估等领域，价值管理发展成为对公司战略进行评判的一种工具，于是理财活动与战略规划之间的关系日益紧密，并开始融合。

价值管理的整合阶段，价值管理的内涵与外延都得到了进一步的扩展。股东价值被纳入更广阔、更完整的方法体系当中，股东价值最大化就很好地代表了股东的意愿。对各种管理决策如战略规划、资本配置、公司重组、绩效评估、薪酬规划来说，价值管理都是一个更完善的方法。

价值管理是以经典的经济学观点为理论基础，认为一个公司的市场价值等于公司预期的自由现金流减去投资者由于承担风险而得到的额外收入，其基本观点是只有当公司取得价值大于其资本成本时，股东价值才会增加。可见价值管理是利用价值最大化的原则来制定战略和执行决策的方法，该方法广泛应用于公司决策领域，并且在日常工作进程中都会发挥其作用。价值管理使我们了解什么能创造公司价值，什么会毁损公司价值。价值管理为制定战略和执行决策提供了一个较为完善的模型。

从上述内容可以看出，市值管理和价值管理都追求股东价值的最大化。但除了价值创造最大化，市值管理还强调政策效应最优化、价值实现最大化、价值经营最优化和风险最低化，即市值管理不仅要做好价值管理的工作，还要进行资本市场的科学管理以及企业风险的有效控制。可以说，市值管理是建立在价值管理基础上的，是价值管理在中国资本市场中的一个新发展。

## 三、市值管理的意义和作用

市值管理是资本市场发展到全流通阶段的必然选择，对上市公司的发展和资本市场的稳定跨越式发展均具有积极的推动作用和重要的现实指导意义。

### （一）市值管理的作用

1. 市值管理对我国上市公司具有价值提升的作用。由股市的放大效应所引发的财富溢出效应，使得许多上市公司开始强化市值管理。同时，越来越多的上市公司意识到，其最主要的财富体现形式已不再是净资产，而是股价与市值；市值规模的大小不仅直接影响上市公司的融资，还在发挥资本市场资源配置功能方面起着异常积极的作用。

2. 通过市值管理，推动了上市公司产业与资本的融合。对上市公司，尤其是中小板公司而言，通过资本市场做大做强，并购重组将是其发展中

的重头戏。市值的膨胀可以为企业并购奠定坚实的基础，因为借助总市值的增长，以股份作为支付对价，可以较大程度地节省资金。同时，监管层对于定向增发、换股、吸收合并、资产注入、整体上市、并购重组、股权激励、再融资等方面的制度设计，也有助于上市公司强化市值管理，进一步做大做强。

苏宁电器就是市值管理推动产业良性扩张的典型代表。这家公司上市三年多来，股本规模随着业绩增长而迅速扩大。仅2007年，公司总市值就从年初的338.75亿元增长到8月10日的777.4亿元。市值管理推动苏宁产业与资本的良性驱动，并推动其在经营上呈现出强势变化，也带动了其股价的持续上扬，更进一步地使公司的总市值扶摇直上。更为关键的是，这还使其迎来并购重组和股权激励的新机遇。例如，公司通过IPO及一次定向增发的募集资金投入，使其在国内市场加快了“跑马圈地”速度。当前，该公司已开始着手二次定向增发，由租赁门店向自购门店扩张。苏宁电器总裁孙为民在公司总市值500多亿元的时候就曾表示，企业要做到快速扩张，就需要进行行业内收购兼并。

3. 市值管理，提高上市公司融资效率。上市公司再融资的成功不是在于它发行的时候编什么样诱人的故事，而是取决于投资者对上市公司的管理层的一种经营和决策能力的高度认可，对公司发展战略的认可以及对公司核心竞争力、公司的诚信、公司的治理结构的认可。伴随公司总市值的不断提升，公司的融资规模、融资成本、融资能力等各方面均得到了有效的提升。例如在市场上资金比较短缺的情况下，银行排队为大市值型上市公司提供各类金融配套融资、理财服务，而中小企业要想获得银行大规模贷款就相当困难，这就是最为典型的总市值在公司融资效率方面的体现。

4. 促进上市公司注重维护投资者利益，为投资者带来直接的财富增长。公司市值的增长与公司治理的完善程度息息相关。股权分置改革基本完成后，上市公司的大股东和中小股东的利益趋于一致化，制约公司治理结构完善的制度性障碍得以消除，公司治理水平日益提高。在新的公司治理结构框架下，大股东也和中小股东一样，高度关注公司市值的变化。因为在全流通的市场制度环境下，公司市值的变化与其经济利益和自身财富息息相关。

与此同时，随着市场规范化水平和股票定价能力的提高，公司股价波动越来越能真实地反映公司的内在价值。上市公司实施价值管理并将其作为公司治理体系的核心内容，就可使其不仅在经营目标的确定上，而且在经营理念和经营决策的选择上，也会以投资者利益为依托，将促进投资者

财富增长作为自身的出发点和落脚点，努力实现市值最大化的目标。

5. 为公司管理层提供了有效的市场激励和约束机制。公司市值的增加，是以其内在价值的提升为前提的。公司市值是一面镜子，不仅透视着公司的质地、公司的核心竞争力和公司的发展前景，而且是公司管理层管理水平和经营能力的现实反映。在此基础上，上市公司可以实现有效的股权激励机制和行权约束机制，实现投资者和管理者利益最大化的一致性。

6. 促进上市公司经营理念和经营目标的转型。市值管理使市值成为衡量上市公司实力和经营绩效的新标杆。这将促使上市公司的经营目标，由追求利润的最大化向追求企业价值的最大化转变。而企业价值并不是按照企业资产的账面价格来估算的，其是以企业未来的盈利能力及预期的现金流来预计的。自然，上市公司在经营理念上和绩效考核体系上也将发生重大变化，上市公司将更关心自身价值的提升和长期增值，即更着眼于企业的长远发展，从而会自觉地把企业的长期发展和短期目标紧密结合起来。

7. 有利于增强上市公司自主创新能力，促进国家科技创新体系的建设。上市公司作为我国企业的核心部分，自主创新意识和品牌意识不强，是一个不争的事实。上市公司实施市值管理，就是要构建一个融公司有形资产价值与无形资产价值为一体的价值衡量体系，用更全面的价值指标来评价经营管理层的业绩。这在客观上会增强公司的自主创新意识和品牌意识，促进公司加大这方面的投入，从而提升公司的自主创新能力，加快我国科技创新体系的建设。

8. 有利于更好地实现资本市场优化资源配置的功能。资本市场优化资源配置功能的实现程度，与资本市场的定价能力密切相关，更与期货市场价格发现功能和规避风险功能密切相关。只有股票价格能够充分反映上市公司的信息，资本市场定价机制是合理的、准确的，不存在扭曲现象，市场才能以最低交易成本为资金需求者提供足够的金融资源，从而也才能实现金融资源的高效配置；而在创造财富的同时，还更要关注财富的保护及如何规避风险的问题。期货市场价格发现功能为引导资源配置提供了方向，而规避风险功能又为上市公司财富的保护和平稳发展提供了有效的保障，确保资源配置的有效性。

### （二）实施市值管理的意义

中国资本市场从2008年6月17日三一重工全流通开始，标志着进入全流通的新时代，资本市场的各项制度不断完善。此时推出市值管理有什么特殊的意义呢？

市值是中国资本市场进入全流通时代后资本的全新衡量标准，它是衡

量上市公司实力大小的标准，是衡量经理层绩效的标准，也是衡量上市公司收购与反收购能力的标准，是决定上市公司融资成本高低的标准，是决定投资者财富多少的标准，更是衡量一个国家或地区资本市场乃至经济实力的标准。例如中国上市公司收购或持股能力的不断提高、工商银行成为全球第一大市值银行、中国资本市场规模在2007年成为全球第三大资本市场等均说明了市值在国际竞争中的地位和作用。

市值管理制度的实施对企业的经营管理、资本市场的稳定发展与监管、资本市场的各类参与者、资本市场服务的中介机构等均带来全新的发展机遇，对资本市场的长期稳定发展具有相当大的现实意义。

1. 市值管理的实施，有利于提高企业的经营管理。企业在注重原本的生产经营管理的基础上，更加注重投资者关系的培育、价值经营模式的选择与组合实施、风险的有效控制、对各项影响到市值变动的政策进行研究及制定相应的对策与决策等，为企业在资本市场这一平台上充分实现企业的价值。

2. 市值管理的实施，有利于资本市场的长期稳定发展，更有利于监管层对资本市场的监管。市值管理制度实施后，企业不仅仅注重盈利能力与总市值，还更注重风险的管理。也就是说，通过市值管理，上市公司会在盈利能力、市值、市盈率等方面做大量的工作，使得上市公司在合理市盈率的基础上，实现市值的最大化。既然能够在市盈率保持合理位置的同时实现市值的最大化，那么监管层更多关注的将是合规，而不再是救市，使得监管层工作思路更明确、监管更到位。

3. 市值管理的实施，有利于市场各方的参与者。通过市值管理制度的实施，优质上市公司会进入一个长期稳定可持续的新发展阶段，使得资本市场各方参与者本着市值管理的理念，理性地进行选股，进行长期投资，而不是投机。同时通过风险对冲手段，会实现持有资产的保值增值，有利于资本市场的健康发展。

4. 市值管理的实施，为资本市场中的各类中介机构提供巨大的发展商机。一项新的管理制度的出现，上市公司在急于学习了解的同时，需要资本市场上的各类中介机构为其提供市值管理方案、实施计划、实施平台以及实施效果的评估等，而且这一资本运作行为将长期进行，必将达成上市公司与中介机构之间的长期密切合作，彼此实现长期利益的共赢。

## 第二节 市值管理理念

市值管理概念的提出，折射出中国上市公司经营管理哲学和经营管理理念的深刻转变，是对上市公司经营管理理念提出的一个巨大挑战。由于我国社会主义市场经济体制是由计划经济体制逐步过渡而来的，企业经营管理理念也大致经历了产品经营管理理念、商品经营管理理念、资本运营管理理念、价值经营管理理念到市值管理理念五个重大转变。特别是在价值经营基础上发展而来的市值管理这一经营管理理念对上市公司管理层是一个全新的挑战，上市公司管理层在做好原本价值创造管理工作的同时，还要做好价值经营管理、投资者关系管理等价值实现管理工作，更要做好相关的各项政策的研究与利用、风险的对冲与控制等工作，最终达到企业长期可持续发展、实现市值最大化的目的。

### 一、传统经营管理理念

企业的经营管理理念的形成，一方面取决于企业生存的客观环境，它决定着在特定社会历史条件下企业经营管理理念的共性；另一方面取决于企业的自身因素，如企业的发展历程、企业经营者的个人因素等，这些因素决定着企业的经营管理理念的特性。不同时代的企业，它们的经营管理理念都客观地带有时代的烙印，而且随着客观世界的变化不断发展变化，以适应新的市场环境的需要。

（一）产品经营管理理念

从手工业生产时期到20世纪初期自由资本主义向垄断资本主义的过渡，企业的经营管理理念主要是产品生产管理理念。由于科技水平低、生产力低下、消费者收入水平低等因素，此时市场表现为卖方市场。企业只关注产品的产量，其经营管理目标就是产品数量最大化，而不考虑消费者的需求。我国计划经济时代，国有企业就以产值最大化作为企业的经营管理目标，其经营理念就是产品生产经营管理理念。

（二）商品经营管理理念

随着科技的进步、生产力水平的提高，企业开始重视提高产品的质量和功能、开始关注市场的需求，其经营管理理念转向商品经营管理理念。市场也由卖方市场转向买方市场。此时企业的经营管理理念是企业的经营活动更加关注市场的需求，注重满足市场的需求，在完成商品市场交换中实现企业的利润。1978年我国进行的改革开放政策，使得经济体制由计划

经济体制逐步向社会主义市场经济体制过渡，于是产生了商品交易市场。企业的经营管理权逐步由政府下放到企业，企业开始关注市场需求、重视提高商品质量和功能，企业的经营管理目标迅速由产品产量过渡到经营利润。

（三）资本运营管理理念

资本运营管理理念是一种比产品经营管理理念和商品经营管理理念更高层次的经营管理理念。1992 年邓小平南方谈话和中共十四大之后，我国确立了社会主义市场经济体制目标，实现了商品经济到市场经济的一次大的飞跃，于是开始了资本运营的企业经营管理。其核心理念是企业通过投融资、资产重组、产权交易等手段，对资本实行优化配置和有效使用，以实现资本盈利最大化的经营管理活动。其本质是通过对资本的运作实现资本的增值和取得最大的收益，典型代表就是沪深证券交易所、上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所等资本交易平台的出现和快速发展。

（四）价值经营管理理念

伴随着社会主义市场经济体制的不断完善和资本市场的建立，企业产权开始商品化。产权的流动、重组、转让为企业本身的商品化创造了条件。企业作为一种商品可以交易并且可以获利，引发了经营管理理念的又一次革命性转变——企业经营管理目标由利润最大化转向价值最大化。2000 年以后，中国的上市公司开始全面进入价值管理发展阶段，表现在资本市场上就是价值投资理念的诞生和普及。

（五）市值管理理念

2005 年 4 月 29 日开始的具有里程碑意义的股权分置改革，给中国资本市场带来了一场空前的重大变革。从 2008 年 6 月 17 日开始中国资本市场进入了全流通的时代，彻底改变了原有的同股不同权的状态。衡量上市公司综合实力的关键指标转向了市值，考核上市公司业绩将市值作为政策取向；推进上市公司股权激励机制将市值作为前提和保障；改善上市公司融资效率将市值作为客观条件；上市公司重大项目融资将市值管理的风险对冲作为重要前提条件；防范对手敌意收购将市值作为有效工具；实现公司及股东价值将市值作为具体目标。于是总市值越来越受到社会各个领域的关注。

市值管理理念具体表现为市值最大化、风险可控并最小化、政策效应最大化以及市盈率合理化、投资者与管理者利益一致化等。

## 二、市值管理给上市公司经营管理理念带来的挑战

市值管理的出现，直接改变了企业的经营目标。企业管理从经营管理理念、管理流程、管理模式到组织架构等方面都发生了巨大的改变，上市公司经营管理面临全新的挑战和变革。

### （一）对市值管理认识的挑战

市值管理是一个全新的课题。计划经济时代企业经营管理是为了完成上级交办的任务，对领导负责；改革开放以后，特别是股份制改制以后，企业经营管理主要是对董事会负责；到了市值管理时代，企业经营管理的目标是股东价值最大化，是对投资人负责。在实现股东价值最大化的过程中，市值大小与股价直接相关，而股价与盈利能力和市盈率密切相关，所以是选择高市盈率还是选择高的每股收益，是上市公司高管面临的一种全新的选择，是直接关系到企业能否长远发展和可持续发展的问题。市值管理并不等于股价管理。虽然市值管理是在价值管理基础上发展而来的，市值以内在价值为基础，但价值创造并不能替代市值管理，它只是市值管理的一部分。市值管理中更重要的是价值经营、风险控制、政策效应最大化以及以投资者关系为主的价值实现。市值管理是一项复杂的系统管理工程，需要全新的认识与理解，更需要全新地去构造与实践。

### （二）对市值管理实践的挑战

市值管理是一项全新的经营管理理念，需要全新的企业管理实践。从计划经济体制到社会主义市场经济体制，企业的组织架构、运营机制、运营流程、考核机制、人力资源管理机制、管理模式等方面都发生了一系列的变化。进入市值管理时代，要进行全新的市值管理实践，既没有全面的教材，也没有成功的案例可以借鉴。如何进行市值管理的方案设计，如何实施市值管理方案，又如何衡量市值管理的结果，如何有效地推进市值管理引发的组织管理架构的重构等都需要认真地不断探索，不断创新，科学规划，以便达到有效推进市值管理工作的目标。

### （三）对市值管理环境的挑战

市值管理实践的大环境是整个宏观经济环境和资本市场环境，市值管理离不开整个国民经济的各个个体，更离不开证券、期货市场这一大的交易平台。国民经济和资本市场都有一个周期性的变化，如何面对经济周期的变化以及资本市场的剧烈波动？在大环境较好的情况下，如何进行市值管理？在环境不利或者恶劣的情况下，如何推进市值管理？在政策发展转变的拐点又如何实施市值管理？在不同的市场环境下，采取哪些手段更有

利？所有这些问题都是有待研究和探索的课题。

（四）对市值管理风险认识的挑战

经历了2008年以来的全球性金融危机之后，特别是在某些行业，比如钢铁行业、石化行业等成为重灾区之后，所有的上市公司都对企业经营管理中面临的风险有了深刻的认识，在原本“财富是创造出来的”经营理念被打破的同时，整个经济领域的又一共识是“财富更是保护出来的”。那么，进入市值管理时代，企业又如何面对这些风险？使用何种风险对冲工具来实施避险？在采取避险过程中又会产生哪些风险？对这些风险又如何进行有效地控制？等等。企业在整个经营管理过程中，如何利用政策的拐点把握先机，提升盈利能力和总市值，这是上市公司必须面对而且要积极应对的一项重要工作。

# 第二章　市值管理环境

中国资本市场从产业到发展为全球第二大市值的资本市场，经历了多次市场波动。伴随资本市场各项法律法规的完善，各项交易制度更是得到了不断完善。有关股权交易和流通制度的完善是资本市场快速发展的基石，也是市值管理制度提出的前提和必然选择，更是市值管理制度得以实施的最基本的市场环境。

## 第一节　国有股减持与市值管理

中国证券市场是在1978年12月召开中共十一届三中全会、经济建设成为国家的基本任务、改革开放成为中国的基本国策的大背景下诞生的。1983年7月8日，深圳市宝安县联合投资公司向社会公开发行了新中国第一只股票，随之各地纷纷发行各种形式的股票；1987年9月中国第一家专业证券公司——深圳特区证券公司成立；1990年11月26日新中国第一家证券交易所——上海证券交易所正式成立，并于12月19日开业；1990年12月1日深圳证券交易所投入试运营、1991年4月1日经国务院授权中国人民银行批准正式成立、1991年7月3日正式开业，标志着新中国证券市场的正式诞生。

1992年邓小平南方谈话指出："证券、股市，这些东西究竟好不好，有没有危险，是不是资本主义独有的东西，社会主义能不能用？允许看，但要坚决地试。看对了，搞一两年对了，放开；错了，纠正，关了就是了。关，也可以快关，也可以慢关，也可以留一点尾巴。怕什么，坚持这种态度就不要紧，就不会犯大错误。"此后确立了经济体制改革的目标是建立社会主义市场经济体制，股份制成为国有企业改革的方向，更多的国有企业实行股份制改造并开始在资本市场上发行、上市、交易股票。但为了确保公有制经济在股份制企业中的控股地位，中国的股票按照投资主体就出现了国家股、国有法人股、法人股、普通股（新发行的股票）。前三种股票不能上市流通，只有新发行的普通股可以上市流通、交易，于是出

现了同股不同权的历史遗留问题，这为后来探讨实施的国有股减持、股权分置改革、股份增持、股份转持埋下了伏笔。

## 一、国有股减持的内涵

国有股减持，是在中国共产党十五届四中全会《关于国有企业改革与发展若干重大问题决定》中提出来的。全会确定了国有经济调整战略的“有所为，有所不为”的指导性方针，为深化国有企业改革作出了正确而现实的选择。而对于股权回购或股权转让，《公司法》、《证券法》等有关法律、法规，都作出了具体的规定。但是，由于历史遗留问题和股票计划额度管理等原因，我国现行上市公司的股本结构普遍存在国有股、法人股、流通股等股权分置的现象，使得国有股、法人股在总股本中所占比重过大的问题日趋突出，因此国有股减持也是势在必行。

据有关资料统计，截止到2000年12月31日，沪深股市发行的总股本已达3 709亿股，市价总值已达48 473亿元。其中，沪深股市的流通股仅为1 329亿股，占股本总额的35.8%；流通市值仅为16.219亿元，占市价总值的33.46%。有2 380亿股的国有股、法人股和其他少量内部职工股、转配股处于沉淀状态，占股本总额的64.2%；非流通的股票市值高达32 254亿元，占市价总值的66.17% 。国有股具有明显的绝对控股地位。而国有资产的所有者缺位问题因其公共产权性质，不可能从真正意义上得到解决。因此，有一种观点认为，所有者在事实上的不在位导致了国有财产权利的私人化和财产责任社会化，在此基础上形成的不完善的公司治理结构，直接造成严重的腐败、数量惊人的国有资产流失和大量的经济犯罪。于是在2001年6月22日，国务院四部委联合发布了《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》（以下简称《暂行办法》），由此引发了资本市场持续四年的深幅调整以及对股权分置结构如何改革的一系列探索。

### （一）国有股减持的概念

按照《暂行办法》中关于国有股减持的界定，国有股减持是指向社会公众及证券投资基金等公共投资者转让上市公司国有股的行为，目的在于加强社会保障体制，开拓社会保障资金的筹集渠道，支持国有企业的改革和发展。减持国有股所筹集的资金交由全国社会保障基金理事会管理。

### （二）国有股减持的方法

国有股减持主要采取国有股存量发行的方式。凡国家拥有股份的股份有限公司（包括在境外上市的公司）向公共投资者首次发行和增发股票时，均应按融资额的10%出售国有股；股份有限公司设立未满3年的，拟

出售的国有股通过划拨方式转由全国社会保障基金理事会持有，并由其委托该公司在公开募股时一次或分次出售。国有股存量出售收入，全部上缴全国社会保障基金。减持国有股原则上采取市场定价方式进行。

减持国有股，可以从存量和增量两个方面进行。根据中国当时的法律规范和资本市场发育状况，减持国有股可以采取的一般方法有：直接注销部分国有股份、国有股份回购、国有股转为优先股和债权、直接出售国有股、增发社会流通股、发行可转换债券、引进战略投资等。

（三）国有股减持的原则

按照《暂行办法》，国家试行国有股减持是本着以下原则推进的：

1. 有利于证券市场的长期稳定与全面发展。国有股的减持，会在一定程度上改变证券市场中证券与资金的供需状况，对证券市场的运行产生重大影响。

2. 有利于国有资产的保值增值，积极稳妥地实现退出目标。针对国有资本退出的基本原则，在改革和发展的动态过程中适时、适量地减持国有股，使其在逐步退出过程中可以从国有资产的增值中获得最大的转让收入。

3. 有利于增强国有经济的整体控制力及资源的配置效率；有利于国有企业调整财务结构，提高企业的盈利能力和竞争能力。

4. 有利于吸引社会投资者进入国家独资的产业，建立起面向全球性竞争的企业战略联盟。

5. 有利于建立起一种长期的经济政策调控手段，不断积累调控经验；适应于法律规范的建设和资本市场的发育状况，减持方法不拘一格。

（四）国有股减持的意义

1. 国有股减持体现了利用国有股调控经济的政策手段。利用证券市场上资本流动配置的规律，对经济进行调控，是世界各国（地区）政府采取经济方式干预经济运行的常用政策手段之一。

2. 国有股减持增强了国有资产存量的流动性。庞大的国有资产存量处于凝滞状态，是国有资产配置和运行效率低下的重要原因，也是长期以来改革的重点内容。

3. 国有股减持为公众流通股、法人股、国有股走向统一、实现全流通奠定基础。

4. 国有股减持可以实现国有控股企业股权多元化的功能，形成规范的法人治理结构。

国有股减持的负面影响是没有考虑到中国资本市场的承受能力，更没

有预见到中国广大投资者的承受能力，采用的更多的是行政压制手段，而没有利用市场的手段来解决。2001 年 6 月 26 日以韶钢松山、江苏索普为代表的两只股票增发新股减持 10% 国有股充实社保资金的方案公布实施后，直接引领了中国证券市场长达 4 年之久的下跌（见图 2－1）。

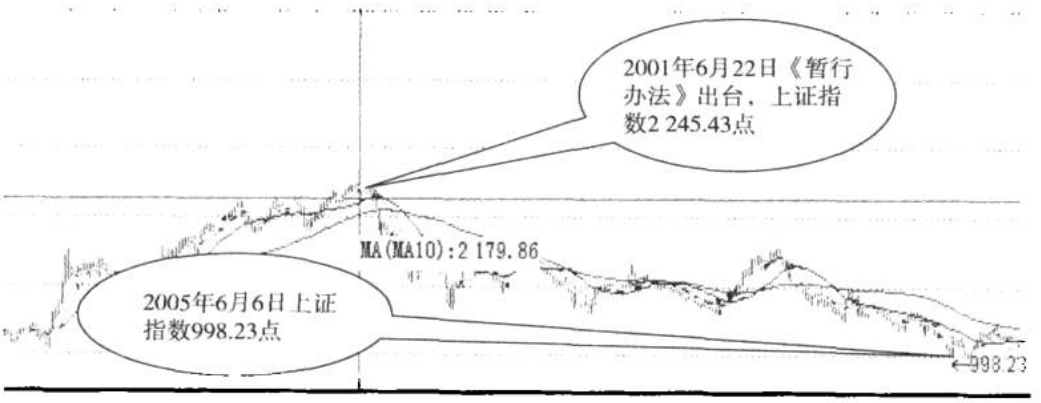



**图 2－1　上证指数走势图**

## 二、国有股减持的过程

国有股减持的一波三折，令人至今记忆犹新。

国有股减持试点可以追溯到 1999 年。但从 2001 年 6 月 22 日《暂行办法》出台，到 4 个月后该方案被叫暂停，再到 2002 年 6 月 23 日最终停止，许多老股民都用“等着楼上第二只靴子掉下来”描述那一年心中的不安。

早在 1999 年 12 月 2 日，中国嘉陵、黔轮胎首先尝试国有股向二级市场投资者配售。但国有股减持出师不利，试点浅尝辄止，两家公司后没有跟进者。直至 2001 年 6 月 22 日，国务院五部委联合发布《暂行办法》。该办法第五条规定，股份有限公司首次发行和增发股票时，均应按融资额的 10% 出售国有股，且减持的价格执行市场定价。

但是，该方案一经公布，立即引发轩然大波，股市自此狂泻不止。截至 2001 年 10 月 20 日，上证指数一口气从 2 245 点跌到 1 520 点，短短 4 个月跌去了 700 多点，跌幅超过三成。

在此期间，烽火通信、北生药业、江汽股份等多家上市公司按 10% 的融资额市价减持股票，虽然筹集了几亿元的资金，但沪深股市 1 万多亿元市值却蒸发掉了。

当时二级市场上投资者怨声载道，认为国有股按市价减持简直就是圈钱；证券市场本应是投资者投资的场所，但却变成了国企大股东的提款

机。大家纷纷以脚投票，对新发、增发的股票弃而远之。因此，市场出现了新股上市跌破发行价、增发股票没人要的被动局面。

面对一泻千里的股市，2001 年 10 月 22 日，中国证监会紧急叫停《暂行办法》的有关规定，暂停了在新股首发和增发中执行国有股减持的政策。

国有股增量减持暂停是 10 月 22 日晚上公布的，当日还有监管部门不干预市场涨跌的言论见诸报端。这种急剧变化，使低位斩仓的股民慌忙补仓，而仓位较轻的机构和相信“政策底”来临的股民则纷纷“抄底”。连续 4 个月毫无反弹的暴跌所积聚的做多能量，瞬间如火山般爆发，出现了涨跌停板制度设立以来从未有过的沪深股市几乎全线涨停的壮观场面。

上证指数 2001 年 10 月 23 日以 1 642.22 点开盘，跳空高开 120 余点；深成指数则以 3 423.66 点开盘，高开 280 点。到收盘时，上证综指和深证成指分别上涨 149.89 点和 314.33 点，两市交易量合计为 290.16 亿元。当日，港股受此影响也大涨 400 多点。

一项由国务院五部委联合发布的政策仅试行 4 个月就暂停，这在中国资本市场历史上绝无仅有，其中一个重要原因是股市暴跌。当时整个券商行业几乎资不抵债，濒临破产。规模比较大的证券公司如果破产，很可能会成为金融风暴的导火索。如果管理层没有果断纠偏，中国股市将无底可言。

直到 2002 年 6 月 23 日，一则《特大利好：国务院已决定停止减持国有股》的消息发布：“国务院决定，除企业海外发行上市外，对国内上市公司停止执行《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》中关于利用证券市场减持国有股的规定，并不再出台具体实施办法。”翌日，沪深股市双双大幅跳空高开，再现井喷行情，当日上证综指以接近涨停板报收。

## 附件：国有股减持大事记

1999 年 10 月 27 日，有关减持国有股的相关政策公布，国有股减持将通过配售方式实现。

1999 年 12 月 2 日，中国证监会发布公告：年内进行国有股配售的两家试点上市公司为中国嘉陵和黔轮胎。中国嘉陵和黔轮胎首尝国有股向二级市场投资者配售方案。

2001 年冬至 2002 年春，国有股减持方案大讨论。

2001 年 6 月 12 日，国务院正式发布《暂行办法》。

2001 年 6 月 13 日，中国证监会宣布国有股减持办法即将出台，6 月 14 日沪指创出 2 245 点高点。

2001 年 7 月 23 日，烽火通信、北生药业、江汽股份、华纺股份等多家上市公司按 10% 的融资额市价减持国有股。

2001 年 10 月 22 日，中国证监会紧急暂停《暂行办法》的有关规定，宣布暂停在新股首发和增发中执行国有股减持政策。

2002 年 6 月 24 日，国务院发出通知，停止通过国内证券市场减持国有股。

2004 年 1 月 31 日，国务院发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（简称“国九条”），承认中国股市存在股权分置问题，明确提出“积极稳妥解决股权分置问题”。

2004 年 12 月 7 日，中国证监会颁布《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》，分类表决机制出台。

2005 年 4 月 29 日，中国证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，宣布启动股权分置改革试点工作，确立了“市场稳定发展、规则公平统一、方案协商选择、流通股东表决、实施分步有序”的操作原则。股权分置改革试点正式启动。

## 三、国有股减持的案例分析

贵州茅台国有股减持案例分析（见图 2－2）。

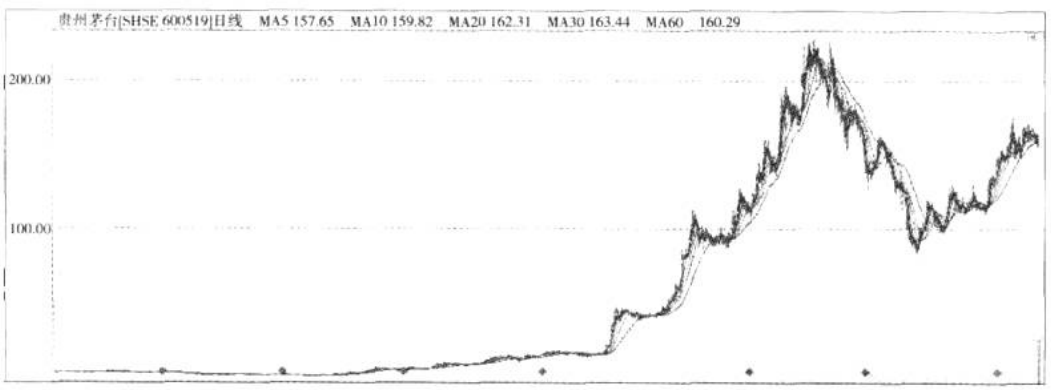



**图 2－2　贵州茅台上市至 2009 年 6 月 26 日月 K 线走势图**

1. 直接 IPO 发行上市：2001 年 7 月 31 日贵州茅台酒股份有限公司面向社会公开发行股票 7 150 万股，其中 650 万股为国有股减持部分，国有股 17 850 万股。当时发行价格为每股 31.39 元，共募集资金 224 438 万元，其中上缴社会保障机构 20 403.5 万元，具体指标见表 2－1。

表 2-1

| 网上发行日期 | 2001-07-31 | 上市日期 | 2001-08-27 |
|---|---|---|---|
| 发行方式 | 上网定价发行 | 每股面值（元） | 1.000 |
| 发行量（万股） | 7 150.00 | 每股发行价（元） | 31.390 |
| 发行费用（万元） | 4 220.55 | 发行总市值（万元） | 224 438.00 |
| 募集资金净额（万元） | 199 814.45 | 上市首日开盘价（元） | 34.51 |
| 上市首日收盘价（元） | 35.55 | 上市首日换手率 | 56.8300 |
| 上网定价中签率 | 1.1306 | 二级市场配售中签率 | — |
| 发行当年净利润预测（万元） | 32 791.7000 | 发行当年实际净利润（万元） | 32 829.0723 |
| 每股摊薄市盈率 | 23.9300 | 每股加权市盈率 | 20.3000 |
| 主承销商 | 南方证券有限公司 | | |
| 上市推荐人 | 北京证券有限责任公司 | | |

按照上市首日收盘价计算，该公司总市值为 888 750 万元，较公司公开发行股票上市前的净资产增加了 30 多倍。

2. 公司坚持价值创造的经营模式，使得公司总市值屡创新高（见图 2-3）。

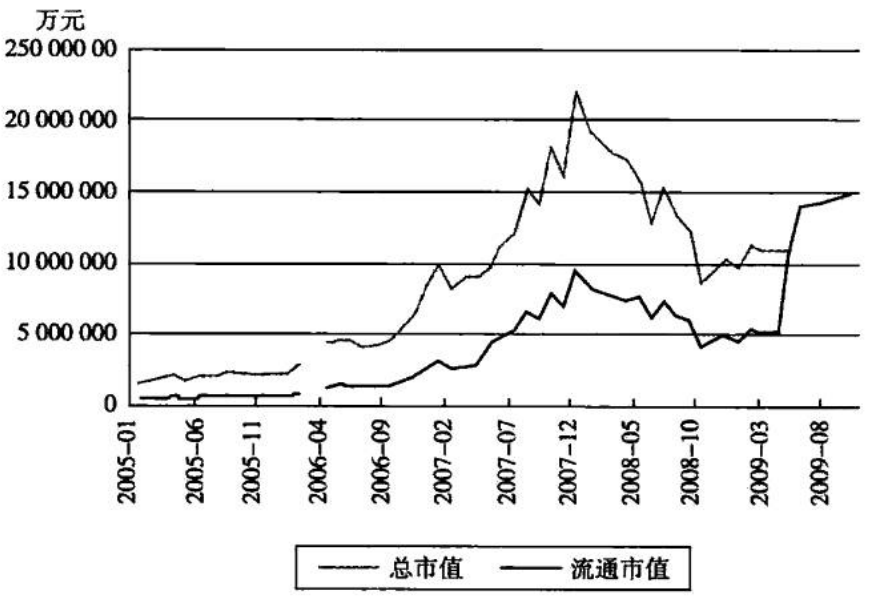



图 2-3 贵州茅台市值波动图

从图 2-3 的具体股本变动可以看出，2001 年底实施每 10 股送 1 股的方案后，该股票 12 月 31 日收盘价为 38.55 元/股，其总市值为 963 750 万

元，较上市首日的888 750万元增加了5.49%；2002年底实施每10股送1股的方案后，该股票12月30日收盘价为25.55元/股，其总市值为702 625万元，较上市首日的888 750万元下降了21%；2003年底实施每10股送3股的方案后，该股票12月31日收盘价为25.4元/股，其总市值为768 350万元，较上市首日的888 750万元下降了13.5%；2004年底实施每10股送2股的方案后，该股票12月31日收盘价为36.64/股，其总市值为1 440 868万元，较上市首日的888 750万元增加了62.12%；2005年底实施每10股送10股的方案后，该股票12月30日收盘价为45.62元/股，其总市值为2 152 807.8万元，较上市首日的888 750万元增加了142.23%；2006年12月28日收盘价为85.48元/股，其总市值为8 067 602.4万元，较上市首日的88 8750万元增加了807.75%；2007年12月28日收盘价为230元/股，其总市值为21 707 400万元，较上市首日的888 750万元增加了2 342.46%；2008年1月14日复权价格998.11元/股，较公开发行价格31.39元/股价格上涨了31.8倍；2008年6月6日收盘价为163.82元/股，其总市值为15 461 331.6万元，较上市首日的888 750万元增加了1 639.67%；2009年6月26日收盘价为136元/股，其总市值为12 835 680万元，较上市首日的888 750万元增加了1 444.24%。

下面我们来分析一下国有股减持的利弊：2001年7月31日在贵州茅台酒股份有限公司面向社会公开发行股票7 150万股，其中650万股为国有股减持部分，当时上交社保理事会现金20 403.5万元；假如当时不实行减持，而是转持650万股给社保基金，那么至2008年1月14日复权价998.11元/股，社保理事会将享有64.87715亿元的市值，即使到2009年6月25日的复权收盘价592.7元/股，也将享有38.5255亿元的流通市值，较之现金坚持要高出18.88倍。同时由于转持，极大地减少了证券市场的波动，也极大地降低了投资者对市场的恐慌。

3. 全流通时代市值管理的意义。

自从2005年4月29日实施股权分置改革之后，公司的股权结构发生了巨大的转变（见表2-2）。

**表2-2　　贵州茅台股本结构**

| 单位（万股） | 2009-05-25 | 2008-12-31 | 2007-12-31 | 2006-12-31 |
|---|---|---|---|---|
| 总股本 | 94 380.00 | 94 380.00 | 94 380.00 | 94 380.00 |
| 流通A股 | 94 380.00 | 94 380.00 | 94 380.00 | 94 380.00 |
| 实际流通A股 | 94 380.00 | 45 512.10 | 40 793.10 | 30 231.80 |
| 限售的流通股 | — | 48 867.90 | 53 586.90 | 64 148.20 |

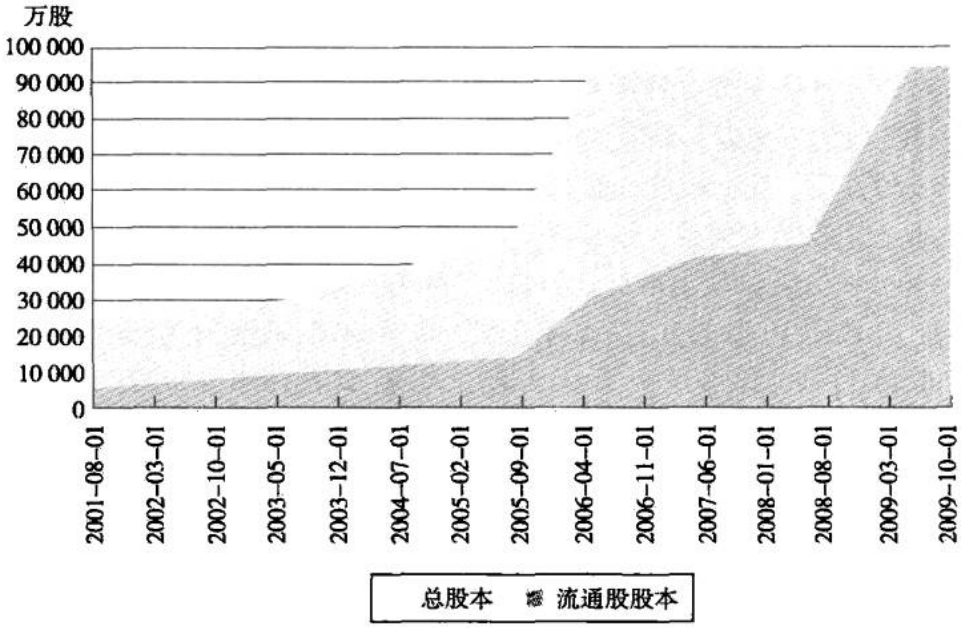



**图2-4 贵州茅台股权结构变动图**

公司的经营能力不断提升，每股收益和每股净资产等指标具有较大改善（见图2-5）。

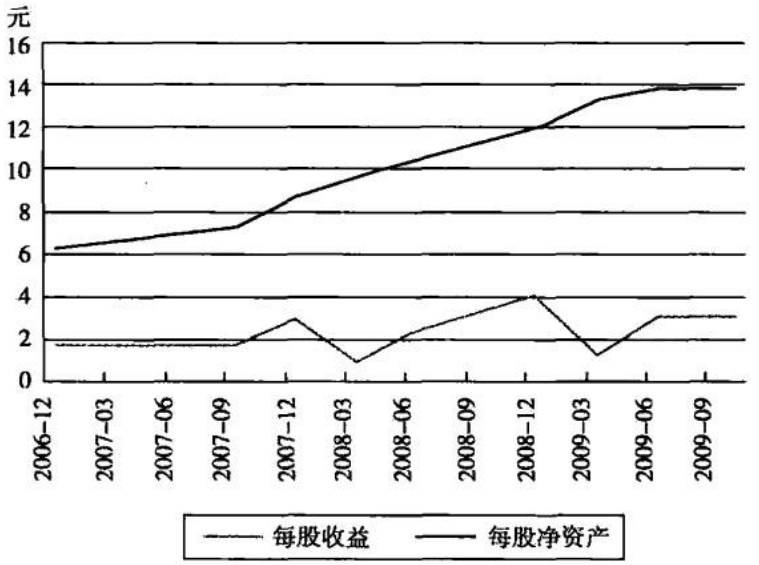



**图2-5 贵州茅台盈利能力分析图**

从以上可以看出，国有股权逐步进入流通领域，如何经营好、管理好国有股票就成为上市公司经营管理的又一个新的使命。如何使得盈利能力

不断提升，总市值在某一基数上不断稳定增长，减少股票价格的巨大波动，使得市盈率稳定在一个较为合理的水平等新的课题都摆在了上市公司管理层、国有资产管理机构、证券监管机构面前，成为一个必须认真对待、认真解决的课题，也成为影响未来证券市场发展的重要课题。所有这些问题都是围绕上市公司市值管理进行的，如何在实践中不断创新，利用价值创造、价值实现、价值经营的各种手段和措施，实现股东权益最大化，是企业及为其服务的中介机构的一项重要工作。

由图2-3可以看出，该上市公司总市值的增长路径以及全流通后流通市值与总市值一致后的走势图，伴随着市值管理制度的实施，该上市公司的流通总市值将处于稳步增长和更加平稳的增长态势，实现可持续发展。

## 第二节 股权分置改革与市值管理

由于我国历史遗留下来的股权分置结构，即整个股权结构中有国有股、国有法人股、法人股、转配股、普通股（流通股）等，而国有股减持又没有顺利推行，更没有解决股权流通的问题，所以在2004年1月31日，“国九条”出台，承认中国股市存在股权分置问题，明确提出要“积极稳妥解决股权分置问题”。中国证监会在逐步完善证券市场的法规制度建设的基础上，于2005年4月29日发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，宣布启动股权分置改革试点工作，确立了“市场稳定发展、规则公平统一、方案协商选择、流通股东表决、实施分步有序”的操作原则，股权分置改革试点正式启动。

### 一、股权分置改革的内涵

股权分置改革方案是国家证券监管部门根据证券市场的实际运行情况推出的，当时，上证指数已经由2 245.43点下跌到1 000点附近、广大投资者持有股票平均下跌了近80%、市场上超过10元的股票仅仅不到20只、上百只股票跌破净资产，其实施过程是，2005年4月29日中国证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，2005年5月8日中国证监会公布第一只股权分置改革试点企业——三一重工(600031)，2005年6月17日三一重工完成股权分置改革并开始进入全流通，2005年9月4日中国证监会在前几批试点成功的基础上，推出了《上市公司股权分置改革管理办法》，由此全面地拉开了股权分置改革的序幕，证券市场也由此走出了低谷，开始进入稳健发展阶段。

（一）股权分置及股权分置改革的概念

所谓股权分置，是指上市公司股东所持有的向社会公开发行的股份在证券交易所上市交易，称为流通股；而公开发行前股份暂不上市交易，称为非流通股。这种同一上市公司股份分为流通股和非流通股的股权分置状况，为中国内地证券市场所独有，称为股权分置。而股权分置改革就是基于股权分置的现状，通过合理、合法的改革措施及其对价，使其进入全流通的过程。

（二）股权分置改革的原则

为了顺利推进股权分置改革的试点工作，在借鉴和吸收了国有股减持的经验教训后，确定了“市场稳定发展、规则公平统一、方案协商选择、流通股东表决、实施分步有序”的操作原则，由此股权分置改革试点正式启动。

（三）股权分置改革的作用

股权分置改革首先是为了贯彻落实股权分置改革的政策要求，适应资本市场发展新形势；其次，为有效利用资本市场工具促进公司发展奠定良好基础。从公司自身角度来说，进行股权分置改革有利于引进市场化的激励和约束机制，形成良好的自我约束机制和有效的外部监督机制，进一步完善公司法人治理结构。对流通股股东来说，通过股改得到非流通股股东支付的对价，流通股股东的利益得到了保护。消除了股权分置这一股票市场最大的不确定因素，有利于股票市场的长远发展。

（四）股权分置改革的意义

解决股权分置问题，是中国证券市场自成立以来影响最为深远的改革举措，其意义甚至不亚于创立中国证券市场。随着股权分置改革的即将全面结束，从2006—2009年中国证券市场的发展形势可以看出，股权分制改革的原则、措施和程序是比较稳妥的，股权分制改革已经取得了巨大的成功。

股权分置试点方案是我国证券市场制度的一大创举，具有划时代的意义。首先，股权分置问题的解决将促进证券市场制度和上市公司治理结构的改善，有助于市场的长期健康发展；其次，股权分置问题的解决，可实现证券市场真实的供求关系和定价机制，有利于改善投资环境，促使证券市场持续健康发展，利在长远；最后，保护投资者特别是公众投资者合法权益的原则使得改革试点的成功成为可能，这将提高投资者信心，使我国证券市场摆脱目前困境，避免被边缘化，其意义重大。

（五）股权分置改革第一个试点企业——三一重工（600031）的实施过程

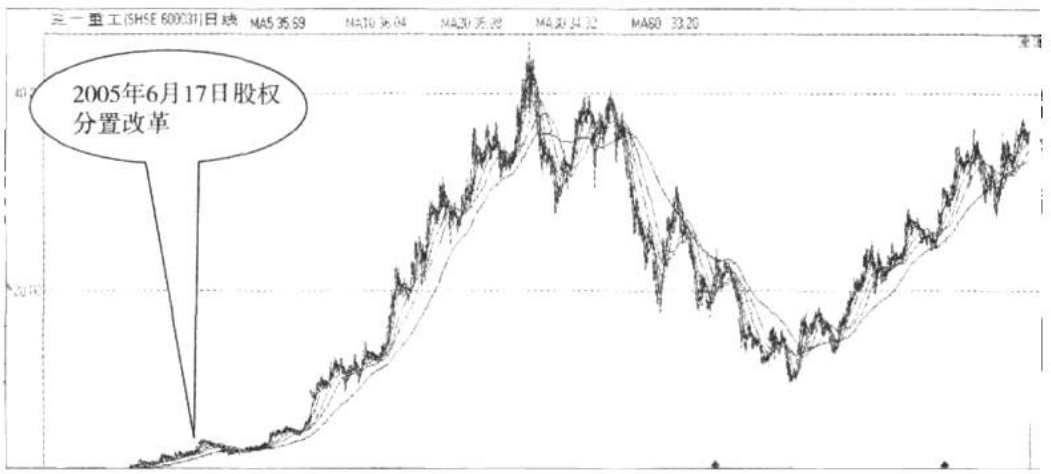



**图2-6　三一重工股票走势图**

1. 股权分置改革方案简介：

对价方案：每10股获得3.5股和8元现金

实施前总股本（万股）：24 000.00　实施后总股本（万股）：24 000.00

实施前流通A股（万股）6 000.00　实施后流通A股（万股）：8 100.00

限售流通股（万股）：15 900.00

保荐机构1：华欧国际证券有限责任公司

2. 股权分置改革进程提示：

方案公布日：　2005-05-10

股东大会股权登记日：　2005-06-01

董事会征集投票起止日：　2005-06-02 至 2005-06-09

股东大会网络投票起止日：2005-06-06 至 2005-06-10

股东大会现场召开日：　2005-06-10

股东沟通期停牌起始日：　2005-05-09

股东沟通期复牌日：　2005-05-11

股东大会停牌起始日：　2005-06-02

股改实施上市日：　2005-06-17

现金发放日：　2005-06-21

从以上可以看出，作为中国证券市场股权分置改革的第一股——三一

重工成功实施股权分置改革后，证券市场开始进入一个稳步上涨的新阶段，投资者基于价值投资的理念基本形成，股权分制改革进入快速推进阶段。据2008年11月27日《中国证券报》股权分置改革最新进程提示，在1 571家上市公司中，有27家上市公司股权分置改革方案处于进行中，仅有21家上市公司未提出股权分置改革方案，其余1 523家上市公司均已完成了股权分置改革，股权分置改革完成率近97%。

## 二、股权分置改革案例分析

股权分置改革案例分析——三一重工（600031）。

2005年6月17日作为中国资本市场股权分置改革试点并成功完成股权分置改革的第一家上市公司——三一重工股份有限公司（600031），在股权扩张、盈利能力等方面都取得了巨大的成功（见表2-3，图2-7，图2-8，图2-9，图2-10）。

表2-3　　三一重工股本结构

| 单位（万股） | 2009-03-31 | 2008-12-31 | 2007-12-31 | 2006-12-31 |
|---|---|---|---|---|
| 总股本 | 148 800.00 | 148 800.00 | 99 200.00 | 48 000.00 |
| 流通A股 | 148 800.00 | 148 800.00 | 99 200.00 | 48 000.00 |
| 实际流通A股 | 71 081.07 | 71 081.07 | 44 187.38 | 17 293.69 |
| 限售的流通股 | — | — | 55 012.62 | 30 706.31 |
| 暂锁定人民币普通股 | 77 718.93 | 77 718.93 | — | — |

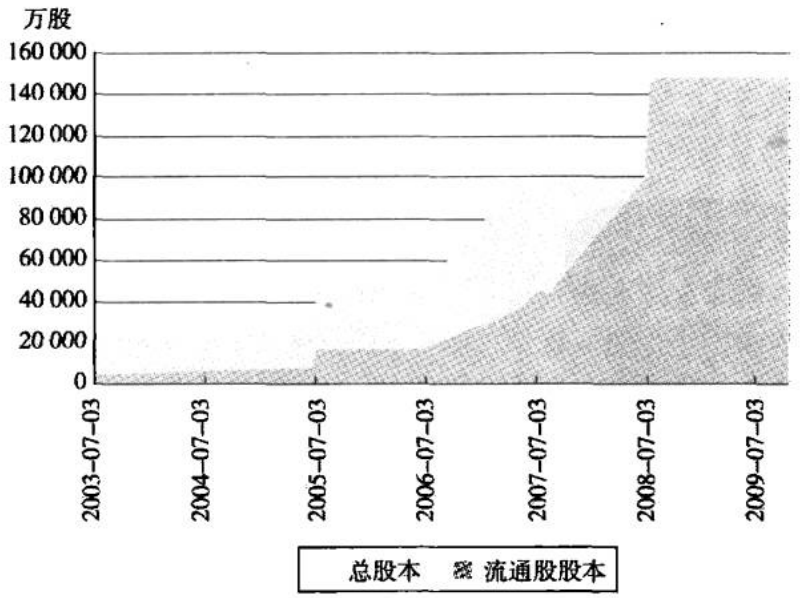



图2-7　三一重工股本变动图

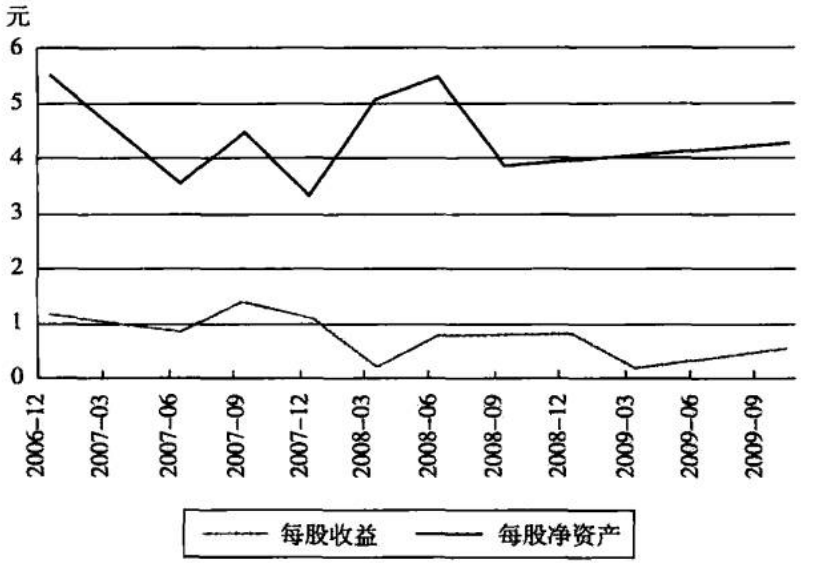



**图 2-8　三一重工每股经营指标**

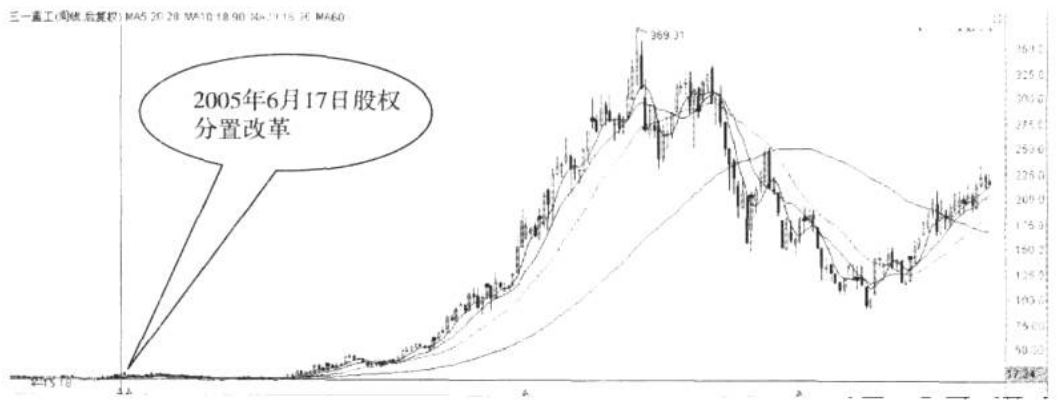



**图 2-9　三一重工股权分置改革至今周 K 线复权走势图**

三一重工股权分置改革后一直着力提高公司的价值创造实力，把三一重工打造成了世界闻名的机械制造企业，极大地提升了投资者对公司的信心，公司市值从股改初的 39.86 亿元涨至 2007 年底的 565.84 亿元，翻了 14 倍；至 2009 年 6 月 25 日公司市值达到 445.7 亿元。

在股权分置改革成功实施一周年之际，即 2006 年 6 月 17 日，三一重工部分限售股可以在二级市场流通。面对部分公众对大股东可能“套现开溜”的质疑，董事长梁稳根再一次站出来，声明只会象征性地抛出 100 股，以显示公司股份开始全流通了。实现股权分置改革不是大股东套现的唯一办法，他只想通过这种改革从根本上解决大股东动力不足的问题，为

企业创造一个更完善的资本平台，把企业经营得更好。这不但增强了投资者对三一重工实力的信心，更突出了公司将所有股东的利益摆在第一的信念。这个举动使得公司的投资价值再一次获得了投资者的广泛认可。

三一重工上市四年间不断完善工程机械产品链，公司的新产品旋挖钻机市场占有率也是第一位，集团正在培育的新品种煤机和挖掘机增长势头也十分可观。公司在国际市场的拓展更为积极，在国外的生产基地建设、销售网络、服务网络建设方面都非常领先，通过设立香港三一作为公司国际化发展的重要平台，在印度投资6 000万美元建生产基地，投资6 000万美元在美国佐治亚州征地建设三一重工美国总部、研发中心和制造中心。

2007年度，三一重工实现主营业务收入91.44亿元，较上年同期增长100%；实现净利润16.06亿元，同比增长188.33%；每股收益达到了1.65元。

2007年底，三一重工的市值达到565.84亿元，在机械行业232家公司中排名第五，湖南省机械行业中位居第一。市值增幅达到265.75%，远远超过行业平均72.59%的市值增幅。

2008年6月19日，三一重工成为股权分置改革后第一个全流通的上市公司，标志着中国证券市场全流通时代的真正到来。

2009年6月25日，三一重工市值达到445.7亿元。而2008年11月27日，三一重工股票市场价为16.65元/股，总市值达到247.75亿元，较年初565.84亿元下降了近56.22%。同期由于市场的非理性下跌加之全球性的金融危机，中国证券市场两市总市值由34.42万亿元下降到12.37万亿元，下降幅度达64.06%。

由于股权分置改革的成功，使得中国资本市场进入了全流通的时代。同时由于国际、国内证券市场的剧烈波动，也使得单只股票以及整个证券市场的总市值发生剧烈的波动。这对国民经济的发展、对广大投资者的利益都带来了极大的负面影响，由此引发了全流通时代进行市值管理的讨论、研究和实践，也意味着市值管理时代的即将到来。

伴随市值管理制度的实施，以三一重工为代表的上市公司在努力推进价值创造最大化的基础上，将更进一步推进价值经营最大化、价值实现最优化、政策效应最优化、风险可控最小化的各项经营管理战略的实施，必将使得公司市值向稳定、平稳增长的方向推进，公司的市值波动幅度将大大减小，呈现一个围绕直线上升的曲线小幅波动上升趋势。

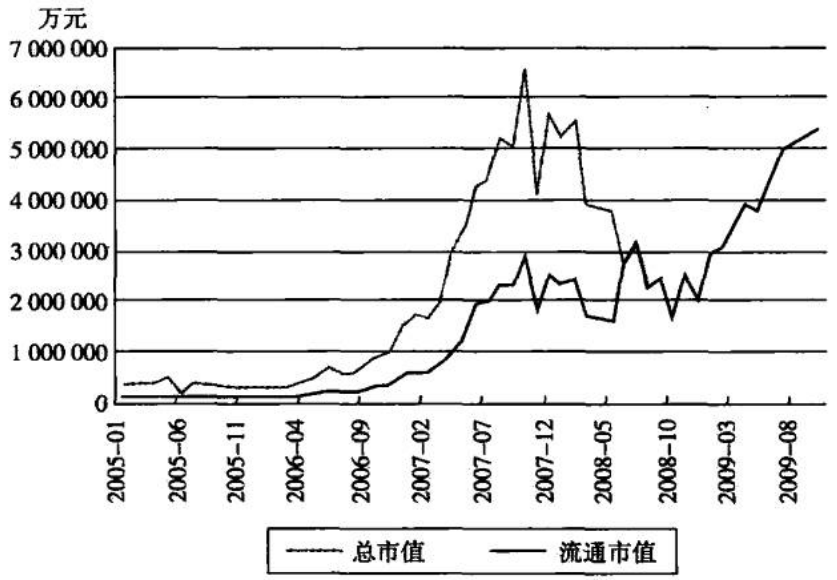



**图 2-10　三一重工股票市值走势图**

## 第三节　股份增持与市值管理

在经历了股权分置改革巨大成功的同时，在定向增发、资产注入、创业板成功设立、股指期货预期上市、融资融券预期实施等重大政策作用下，上证指数于 2007 年 10 月 16 日上行到 6 124 点。然而由于股指期货、融资融券等政策尚未实施，加之股权分置改革带来的大小非解禁高峰的到来以及一些上市公司非法交易套现等行为的发生，同时在席卷全球的金融危机作用下，中国资本市场从 2007 年 10 月 17 日起进入了一个非理性的下跌过程。至 2008 年 10 月 28 日上证指数下跌到 1 664.93 点，下跌幅度达 73%。出于保护投资者利益、维护证券市场稳定健康发展、提振投资者信心，2008 年 9 月 18 日国资委、汇金公司分别发布了支持中央企业增持或回购上市公司股份、汇金公司增持上市银行股票等措施，由此拉开了股份增持的序幕，为证券市场注入了新的活力，也完善了控股股东进行股权交易的制度，为全面推行市值管理提供了制度上和实际操作上的保障。

### 一、股份增持的内涵

股份增持是在证券市场各项法律法规不断完善、大小非解禁套现、投资者对证券市场投资信心下降的大环境中，在对大小非解禁后继续延长限售期限后，稳定市场的又一有力手段——控股股东增持股份。

（一）股份增持的概念

所谓股份增持就是上市公司控股股东或大股东通过二级市场购买公司股份、增加其控股地位的行为。增持股份可以增加投资者对该股票的投资信心，有利于稳定股价，更有利于维护本公司股票的形象及本公司股票总市值的稳定。

（二）股份增持的动因

股份增持一般发生在公司股票价格被严重低估、股价与控股股东具有实际利益关系及股权激励等状况下。

1. 股价已经被明显低估，股票的投资价值已经比较明显。这些上市公司一般基本面都比较好，业绩比较理想，也具有一定的成长性。同时，股价不断下跌，造成这些上市公司的股价已经接近或者已经低于公司的净资产，新建一个同样的公司已经没有在市场上购买一个这样的公司更划算。具体表现就是市净率非常低，或者市净率不是非常低，但公司盈利水平较好，发展前景比较好，动态市盈率低，为此而增持股份。

2. 上市公司大股东的实际控制人或上市公司高管与上市公司股价具有明显的利益关系。如大股东是自然人或变相是自然人，实际控制人的财富与股价存在比较大的关系，这些股东会更关心上市公司的股价，因而，也最有可能在二级市场上增持股份来维持股价。

3. 上市公司有股权激励机制，上市公司的高管的利益和股价存在明显的关系，而他们对上市公司的股东又具有一定的影响力，这些上市公司的大股东在二级市场上回购或增持股份的可能性也比较大。当然，如果上市公司的价值被低估的程度较深，大股东从维持上市公司形象和促进公司发展的角度，即使实际控制人的财富与股价没有明显的关系，也有可能在二级市场增持股份。

（三）股份增持的限定条件

拥有证券交易所上市公司权益的股份达到或超过该公司已发行股份30%的股东及其一致行动人（以下简称相关股东），自上述事实发生之日起一年后，每12个月内增加其在该公司中拥有权益的股份不超过该公司已发行股份的2%的行为；相关股东应当在首次增持行为事实发生之日，将增持情况通知上市公司，由上市公司在次日发布股东增持公司股份的公告。公告内容至少包括：股东的姓名或名称、增持方式、本次增持前后该股东在公司中拥有权益的股份数量、比例、性质，以及相关股东是否提出后续增持计划等。

（四）股份增持的作用与意义

大小股东实施股份增持，有利于稳定投资者信心，引导价值投资理念；有利于维护股票价格的稳定，有利于证券市场的稳定发展；有利于价格发现，促使投资者发现有价值的投资品种，使企业稳定健康发展；有利于股票市值的稳定增长，有利于证券市场整体总市值的稳定发展。

## 二、股份增持案例分析

2008 年 9 月 18 日国资委、汇金公司分别发布了支持中央企业增持或回购上市公司股份、汇金公司增持上市银行股票等措施。中国证监会新闻发言人表示，上述措施对于资本市场稳定健康运行具有重要作用，表示积极支持。

新华社记者 2008 年 9 月 18 日从汇金公司获悉，为确保国家对工行、中行、建行国有重点金融机构的控股地位，支持国有重点金融机构稳健经营发展，稳定国有商业银行股价，汇金公司将在二级市场自主购入工行、中行、建行股票，并从即日起开始有关市场操作。

国资委主任李荣融 2008 年 9 月 18 日表示，国资委支持中央企业根据自身发展需要增持其所控股上市公司股份，支持中央企业控股上市公司回购股份。

在汇金公司宣布增持工商银行等三大银行股票的增持股份政策作用下，工商银行股票股价由 2008 年 9 月 18 日收盘价的 3.44 元/股上涨到 9 月 24 日的 4.35 元/股，上涨幅度达 26.45%，股票总市值净增加 3 039.57 亿元人民币（见图 2－11）。

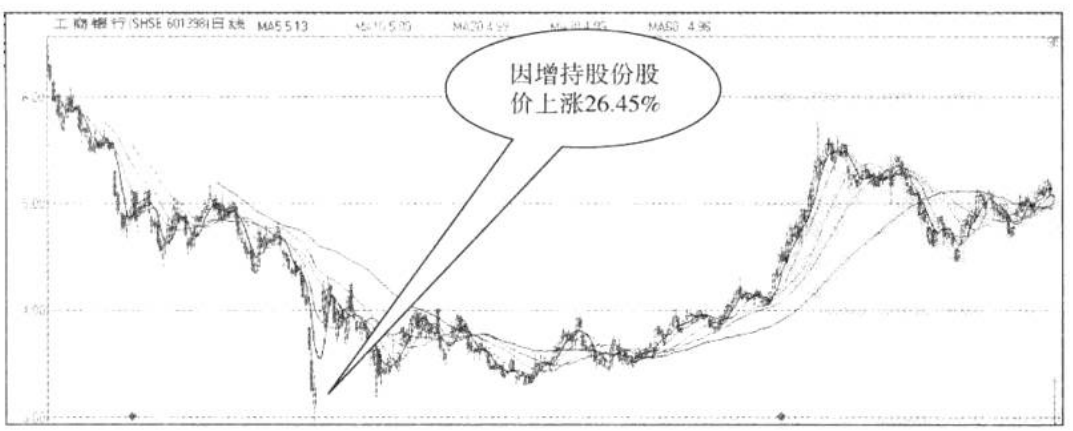



**图 2－11　工商银行股票走势图**

在汇金公司宣布增持工商银行等三大银行股票的增持股份政策作用下，上证指数在短短两天之内，上涨了18%，沪深两市股票总市值净增加2万多亿元人民币（见图2-12）。

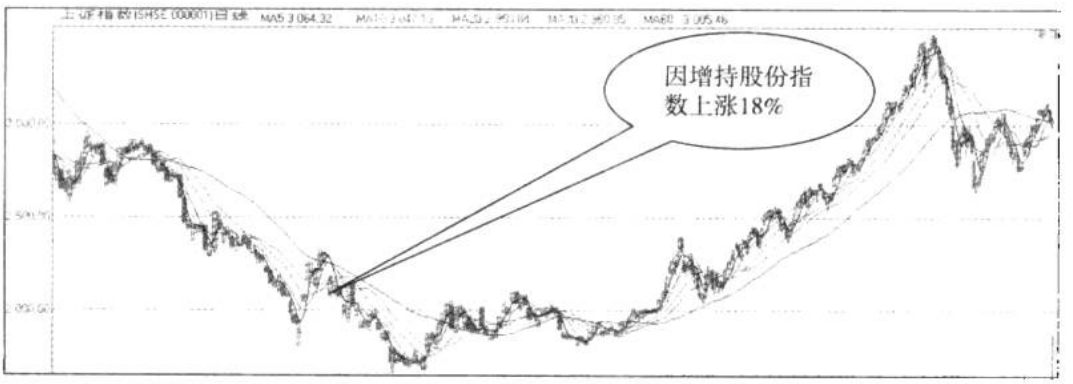



**图2-12 上证指数走势图**

由此可见，增持股份对稳定证券市场的健康发展、增强投资者信心、维护证券市场总市值在较合理的范围、引导投资者进行价格投资等方面有着积极的意义，是上市公司市值管理的重要手段。




**图2-13 工商银行股票市值走势图**

从图2-13可以看出，工商银行股票的总市值与流通市值的变化情况。2009年10月27日，工商银行的股票将进入全流通时代，股份增持使得工商银行这只股票在未来的投资过程中更具投资价值。据汇金公司公告：

“中国工商银行股份有限公司于2009年10月9日收到股东中央汇金投资有限责任公司（本次增持前，持有公司股份118 286 742 560股，约占公司总股本的35.41%，简称汇金公司）有关通知，其已于近日通过上海证券交易所交易系统买入方式增持公司股份30 073 579股。本次增持后，汇金公司持有公司股份118 316 816 139股，约占公司总股本的35.42%。汇金公司拟在未来12个月内（自本次增持之日起算）以自身名义继续在二级市场增持公司股份。”

在推进市值管理的过程中，伴随着股指期货和融资融券制度的实施，工商银行在成为全球第一大市值银行的基础上，将成为更赚钱的银行，其股票将成为更具投资价值的银行股票。

## 附件：《上市公司股东及其一致行动人增持股份行为指引》

**第一条** 为规范上市公司股东及其一致行动人增持上市公司股份行为，维护证券市场秩序，保护投资者和上市公司合法权益，根据《上市公司收购管理办法》、《关于修改〈上市公司收购管理办法〉第六十三条的决定》、《上海证券交易所股票上市规则》，制定本规则。

**第二条** 拥有上海证券交易所（以下简称本所）上市公司权益的股份达到或超过该公司已发行股份30%的股东及其一致行动人（以下简称相关股东），自上述事实发生之日起一年后，每12个月内增加其在该公司中拥有权益的股份不超过该公司已发行股份的2%的行为，适用本指引。

**第三条** 相关股东应当在首次增持行为事实发生之日，将增持情况通知上市公司，由上市公司在次日发布股东增持公司股份的公告。公告内容至少包括：股东的姓名或名称、增持方式、本次增持前后该股东在公司中拥有权益的股份数量、比例、性质，以及相关股东是否提出后续增持计划等。

**第四条** 相关股东首次增持比例未达到上市公司已发行股份2%，拟继续增持的，上市公司应当在上述公告中披露相关股东后续增持计划，至少包括如下内容：

（一）提出后续增持计划的主体。

（二）后续增持计划实施的安排：应当披露拟继续增持比例（与已增持股份合计不超过2%），后续增持计划实施的时间期限（首次增持日起不超过12个月）、价格区间和投入金额区间等。

（三）后续增持计划实施的方式和条件（如有），包括但不限于是否需经行政许可、股价范围等。后续增持计划设定了实施条件的，应就若设定的条件未达成，后续增持计划是否予以实施进行说明。

（四）相关股东应当在公告中承诺，在设定的后续增持计划实施时间期限内不减持其持有的上市公司股份。

**第五条** 相关股东实施后续增持计划，累计增持股份比例达到上市公司已发行股份的1%的，应当在事实发生之日通知上市公司，由上市公司在次日内发布相关股东增持公司股份的进展公告。

后续增持计划实施期限届满前，上市公司应在各定期报告中披露相关股东增持计划实施的情况。

**第六条** 相关股东应在后续增持计划实施完毕或实施期限届满后两个交易日内，向上市公司通报后续增持计划的实施情况，并由上市公司进行信息披露。

相关股东应当按照《上市公司收购管理办法》的规定，向中国证监会申请豁免要约收购义务。收到中国证监会就其豁免要约收购义务申请作出核准的决定后，应当及时通知上市公司履行信息披露义务。相关股东就其增持后拥有权益的股份的持有期间作出新的承诺，或提出稳定股价措施的，应当一并予以披露。

**第七条** 相关股东在下列期间不得增持上市公司股份：

（一）上市公司定期报告公告前30日内，因特殊原因推迟定期报告公告日期的，自原预约公告日前30日起算。

（二）上市公司业绩预告、业绩快报公告前10日内。

（三）自可能对本公司股票交易价格产生重大影响的重大事项发生之日或在决策过程中，至依法披露后2个交易日内。

（四）本所规定的其他期间。

**第八条** 相关股东实施增持计划，应当遵守《证券法》第四十七条规定，违反该规定将其所持该公司股票在买入后6个月内卖出，或者在卖出后6个月内又买入的，由此所得收益归该上市公司所有，上市公司董事会应当收回其所得收益并及时披露相关情况。

上述“买入后6个月内卖出”是指自最后一笔买入时点起算6个月内卖出的；“卖出后6个月内又买入”是指自最后一笔卖出时点起算6个月内又买入的。

**第九条** 相关股东拟在12个月内增加其在该公司中拥有权益的股份超过该公司已发行股份2%的，应当在按照《上市公司收购管理办法》的相关规定向中国证监会申请豁免要约收购义务后，方能增持公司股份。

**第十条** 在一个上市公司中拥有权益的股份未达到该公司已发行股份30%的投资者及其一致行动人，增持该公司股份达到《上市公司收购管理办法》第二章规定比例的，应当及时披露其增持股份的情况。增持股份后前述投资者拥有权益的股份达到30%时，拟继续增持股份的，应当按照《上市公司收购管理办法》的规定履行报告、公告和其他法定义务。

**第十一条** 拟实施增持计划的上市公司控股股东、其他投资者及其一致行动人，以及各自的董事、监事、高级管理人员（或者主要负责人），通过增持计划的实施进行内幕交易或进行市场操纵的，本所将根据《上市公司收购管理办法》、《上海证券交易所股票上市规则》的规定对相关当事人采取监管措施。

**第十二条** 本指引由本所负责解释。

**第十三条** 本指引自发布之日起施行。

# 第四节　股份回购与市值管理

中国资本市场从诞生到今日发展成为比较发达的资本市场，很大程度上是一个政策性的资本市场，受国家各项调控政策和法律法规不断完善的制约。如图 2－12 所示，上证指数在国有股减持等政策作用下，从 2001 年 6 月的 2 245 点一路下行至 2005 年 6 月 6 日的 998.23 点。此时证券市场上超过 10 元的股票不足 20 只，数百家上市公司的股票跌破净资产。在“国九条”、股权分置改革、投资者保护基金公司的成立、修改后的《证券法》和《公司法》等一系列法律和政策出台实施的同时，鼓励上市公司控股股东回购社会公共股份。但为了规范上市公司回购社会公共股份的行为，于 2005 年 6 月 16 日中国证监会颁布了《上市公司回购社会公众股份管理办法（试行）》。2008 年 9 月 18 日面对证券市场非理性的波动，中国证监会、国资委等机构联合发布公告，鼓励国有上市公司增持与回购股份。那么如何理解股份回购是一个非常重要的问题，对股份回购包括管理层均有很多误解。

## 一、股份回购的内涵

### （一）股份回购的概念

所谓上市公司回购社会公众股份，是指上市公司为减少注册资本而购买本公司社会公众股份（以下简称股份）并依法予以注销的行为。

对股份回购的理解并非一般意义上的理解，即“上市公司在市场低迷的时候买进股票，等待价格比较高时再卖出的交易行为”，更不是舆论宣传的“国资委、银监会鼓励上市公司进行股份回购，银行可以为拟回购股份的上市公司提供贷款等”。以上言论均是对股份回购的误解。从定义可以看出，上市公司回购股份的结果是注销股份、减小股本的行为，而不是增持与再减持的理念。

### （二）股份回购的原则

上市公司实施股份回购必须按照一定的原则进行，否则就成为操纵市场了，所以必须遵守以下原则：

1. 上市公司回购股份，应当有利于公司的可持续发展，不得损害股东和债权人的合法权益。上市公司的董事、监事和高级管理人员在回购股份中应当忠诚守信，勤勉尽责。

2. 上市公司回购股份，应当依据《上市公司回购社会公共股份管理办

法（试行）》的规定履行信息披露义务。

上市公司及其董事应当保证所披露的信息真实、准确、完整，无虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

3. 上市公司应当聘请独立财务顾问和律师事务所就股份回购事宜出具专业意见。

上述专业机构应当诚实守信，勤勉尽责，对回购股份相关事宜进行尽职调查，对备案材料进行核查，并保证其出具的文件真实、准确、完整。

4. 任何人不得利用上市公司回购股份从事内幕交易、操纵证券交易价格和进行证券欺诈活动。

（三）股份回购的一般规定

上市公司回购股份应当符合以下条件：公司股票上市已满一年；公司最近一年无重大违法行为；回购股份后，上市公司具备持续经营能力；回购股份后，上市公司的股权分布原则上应当符合上市条件；公司拟通过回购股份终止其股票上市交易的，应当符合相关规定并取得证券交易所的批准；中国证监会规定的其他条件。

（四）股份回购的方式

股份回购的方式主要有证券交易所集中竞价交易方式、要约方式和中国证监会认可的其他方式。

（五）股份回购的限制

回购的股份自过户至上市公司回购专用账户之日起即失去其权利。上市公司在计算相关指标时，应当从总股本中扣减已回购的股份数量；上市公司在回购股份期间不得发行新股；在年度报告和半年度报告披露前5个工作日或者对股价有重大影响的信息公开披露前，上市公司不得通过集中竞价交易方式回购股份；因上市公司回购股份，导致股东持有、控制的股份超过该公司已发行股份的30%的，该等股东无须履行要约收购义务。

（六）股份回购的背景

股份回购一般发生在公司股票价格被严重低估、股价与控股股东具有实际利益关系及公司拟进行重大资产重组等状况下。

1. 股价已经被明显低估，股票的投资价值已经比较明显。这些上市公司一般基本面都比较好，业绩比较理想，也具有一定的成长性。同时，股价不断下跌，造成这些上市公司的股价已经接近或者已经低于公司的净资产，新建一个同样的公司已经没有在市场上购买一个这样的公司更划算。具体表现就是市净率非常低，或者市净率不是非常低，但公司盈利水平较好，发展前景比较好，动态市盈率低，为了增加股东的利益而进行回购股份。

2. 上市公司大股东的实际控制人或上市公司高管与上市公司股价具有明显的利益关系。如大股东是自然人或变相是自然人，实际控制人的财富与股价存在比较大的关系。这些股东会更关心上市公司的股价，为了增加财富，稳定股价，也最有可能在二级市场上回购股份来维持股价。

3. 上市公司有重大资产重组行为。上市公司由于发展的需要或者转型的需要而进行重大资产重组，通过回购股份完成退市的目的，然后通过资产重组实现重新上市或者根本不上市的目的。

（七）股份回购的作用与意义

大股东实施股份回购，有利于稳定投资者信心，引导价值投资理念，逐步为实施市值管理创造良好的制度环境；有利于维护股票价格的稳定，有利于证券市场的稳定发展；有利于进行重大资产重组；有利于价格发现，促使投资者发现有价值的投资品种，使企业稳定健康发展；有利于股票市值的稳定增长，有利于证券市场整体总市值的稳定发展。

## 二、股份回购的案例分析

在实施股份回购制度以来，部分上市公司进行了有效的尝试。下面我们举例来进行具体的股份回购对市值影响大的案例分析。

（一）以天音控股（000829）为例分析股份回购的市值管理效应

如图 2－14 所示，在中国证监会、国资委公告鼓励上市公司回购自身股份的第一天，天音控股（000829）成为 A 股回购第一家，完成股份回购计划。首期回购 359 万股后，二期由于股价远超回购上限，天音控股未买一股。天音控股是上市公司股份回购规定正式发布后首家宣布回购计划的 A 股公司。至首期回购截止日期 2008 年 12 月 17 日，公司以 1 241.6 万元



图 2－14　天音控股（000829）股票走势图

回购了359万股。

2008年12月12日股份减少2万股、2008年12月17日股份减少356.89万股，合计回购股份358.89万股，占公司总股本的0.378%。购买的最高价为3.49元/股，购买的最低价为3.36元/股，支付总金额为12 416 326元（含印花税、佣金），而公司的净资产为1.62元/股。

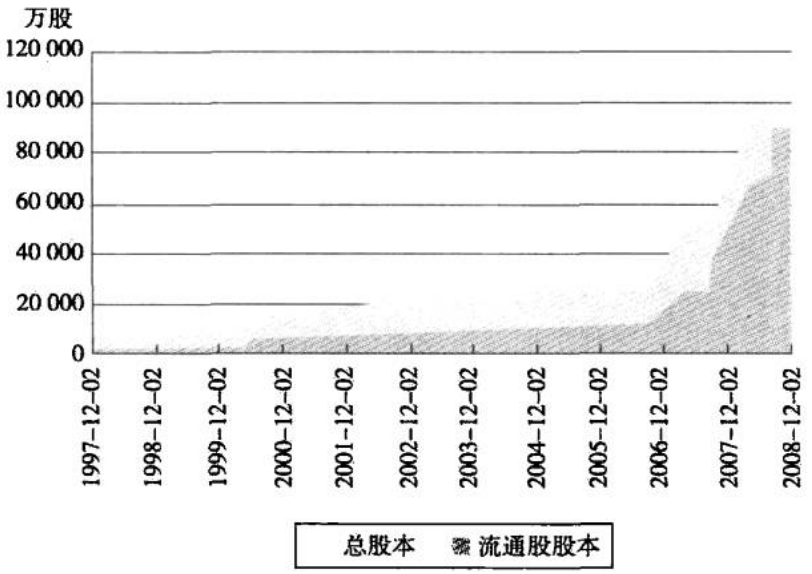



**图2-15 天音控股（000829）股本变化图**

从该股的走势图可以看出，上市公司并没有在最有利的时点（9月18日至10月31日）进行股份回购，而是选择年底进行了回购，平均成本3.48元/股，而当时的每股净资产为1.62元，那么期间的差额1.86元/股如何计提呢？如果银行大量贷款进行股份回购，那么银行的贷款又如何偿还呢？在市值管理的大背景下，既要有利于市场的稳定发展来实施股份回购，又要有利于股票总市值稳定增长实现最大化的目标来实施股份回购。图2-16为该公司每股收益和每股净资产的走势图。

（二）以海马股份（000572）为例分析股份回购的市值管理效应

2008年11月3日海马股份（000572）公告，公司拟以自有资金不超过1亿元，通过深交所集中竞价交易方式回购公司社会公众股不超过3 000万股。海马股份表示，参照国内证券市场和同类上市公司整体市净率水平，结合公司经营状况和每股净资产值，此次回购价格不超过3.6元/股。截至2008年11月3日收盘，海马股份上涨3.25%至2.54元，比公司拟定的最高回购价低1.06元（见图2-17）。

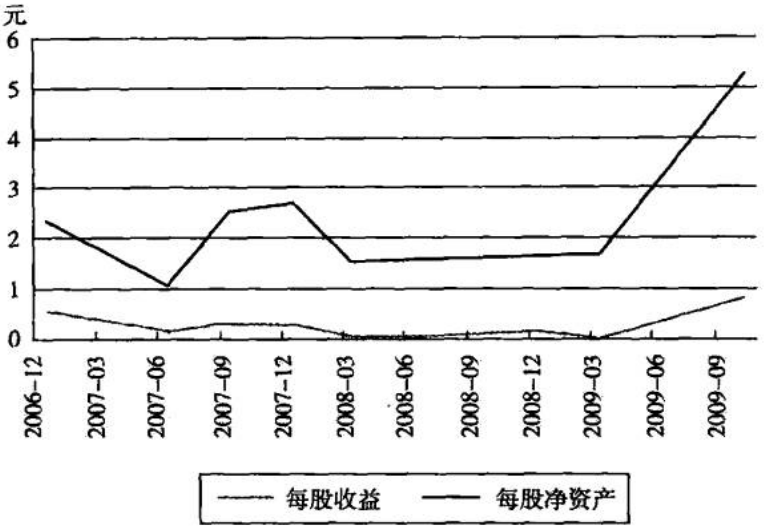



**图 2－16　天音控股（000829）每股收益和每股净资产走势图**



**图 2－17　海马股份（000572）股票走势图**

**表 2－4**

| 变更日期 | 总股本 | 流通 A 股 | 实际流通 A 股 | 变更原因 |
|---|---|---|---|---|
| 2009－06－01 | 104 583.40 | 104 583.40 | 56 812.46 | 债转股 |
| 2009－05－25 | 103 224.18 | 103 224.18 | 55 453.24 | 债转股 |
| 2009－04－15 | 92 970.00 | 92 970.00 | 45 199.06 | 债转股 |
| 2009－03－31 | 88 398.39 | 88 398.39 | 40 627.45 | 债转股 |
| 2009－01－09 | 82 634.21 | 82 634.21 | 34 863.27 | 有限售条件的流通股上市 |

续表

| 变更日期 | 总股本 | 流通A股 | 实际流通A股 | 变更原因 |
|---|---|---|---|---|
| 2008-12-31 | 82 634.22 | 82 634.22 | 34 847.28 | 债转股 |
| 2008-12-19 | 81 903.60 | 81 903.60 | 34 116.66 | 有限售条件的流通股上市 |
| 2008-09-30 | 81 903.13 | 81 903.13 | 19 435.29 | 债转股 |
| 2008-06-17 | 81 903.12 | 81 903.12 | 19 435.27 | 有限售条件的流通股上市 |

从表2-4中可以看出，截至2008年底，该公司并没有实施股份回购，只是有一规划而已。这对提升市值具有一定的作用，但是没有实现其对投资者的承诺，容易引起误导行为的发生，不利于投资者关系的长期建设。

## 附件：《中国证监会关于发布〈上市公司回购社会公众股份管理办法（试行）〉的通知》

各上市公司：

为规范上市公司回购社会公众股份的行为，依据《公司法》、《证券法》、《股票发行与交易管理暂行条例》及其他相关法律、行政法规的规定，中国证券监督管理委员会制定了《上市公司回购社会公众股份管理办法（试行）》，现予发布，自发布之日起施行。

二〇〇五年六月十六日

### 第一章 总 则

**第一条** 为规范上市公司回购社会公众股份的行为，依据《公司法》、《证券法》、《股票发行与交易管理暂行条例》及其他相关法律、行政法规的规定，制订本办法。

**第二条** 本办法所称上市公司回购社会公众股份是指上市公司为减少注册资本而购买本公司社会公众股份（以下简称股份）并依法予以注销的行为。

**第三条** 上市公司回购股份，应当按照本办法的规定向中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）报送备案材料。

**第四条** 上市公司回购股份，应当有利于公司的可持续发展，不得损害股东和债权人的合法权益。

上市公司的董事、监事和高级管理人员在回购股份中应当忠诚守信，勤勉尽责。

**第五条** 上市公司回购股份，应当依据本办法的规定履行信息披露义务。

上市公司及其董事应当保证所披露的信息真实、准确、完整，无虚假记载、误导

性陈述或重大遗漏。

**第六条** 上市公司应当聘请独立财务顾问和律师事务所就股份回购事宜出具专业意见。

上述专业机构应当诚实守信，勤勉尽责，对回购股份相关事宜进行尽职调查，对备案材料进行核查，并保证其出具的文件真实、准确、完整。

**第七条** 任何人不得利用上市公司回购股份从事内幕交易、操纵证券交易价格和进行证券欺诈活动。

## 第二章 回购股份的一般规定

**第八条** 上市公司回购股份应当符合以下条件：

（一）公司股票上市已满一年；

（二）公司最近一年无重大违法行为；

（三）回购股份后，上市公司具备持续经营能力；

（四）回购股份后，上市公司的股权分布原则上应当符合上市条件；公司拟通过回购股份终止其股票上市交易的，应当符合相关规定并取得证券交易所的批准；

（五）中国证监会规定的其他条件。

**第九条** 上市公司回购股份可以采取以下方式之一进行：

（一）证券交易所集中竞价交易方式；

（二）要约方式；

（三）中国证监会认可的其他方式。

**第十条** 回购的股份自过户至上市公司回购专用账户之日起即失去其权利。上市公司在计算相关指标时，应当从总股本中扣减已回购的股份数量。

**第十一条** 上市公司在回购股份期间不得发行新股。

在年度报告和半年度报告披露前5个工作日或者对股价有重大影响的信息公开披露前，上市公司不得通过集中竞价交易方式回购股份。

**第十二条** 因上市公司回购股份，导致股东持有、控制的股份超过该公司已发行股份的30%的，该等股东无须履行要约收购义务。

## 第三章 回购股份的程序和信息披露

**第十三条** 上市公司董事会应当在做出回购股份决议后的两个工作日内公告董事会决议、回购股份预案，并发布召开股东大会的通知。

回购股份预案至少应当包括以下内容：

（一）回购股份的目的；

（二）回购股份方式；

（三）回购股份的价格或价格区间、定价原则；

（四）拟回购股份的种类、数量及占总股本的比例；

（五）拟用于回购的资金总额及资金来源；

（六）回购股份的期限；

（七）预计回购后公司股权结构的变动情况；

（八）管理层对本次回购股份对公司经营、财务及未来发展影响的分析。

**第十四条** 上市公司应当在股东大会召开前3日，将董事会公告回购股份决议的前一个交易日及股东大会的股权登记日登记在册的前10名社会公众股股东的名称及持股数量、比例，在证券交易所网站上予以公布。

**第十五条** 独立财务顾问应当就上市公司回购股份事宜进行尽职调查，出具独立财务顾问报告，并在股东大会召开5日前在中国证监会指定报刊公告。

独立财务顾问报告应当包括以下内容：

（一）公司回购股份是否符合本办法的规定；

（二）结合回购股份的目的、股价表现、公司估值分析等因素，说明回购的必要性；

（三）结合回购股份所需资金及其来源等因素，分析回购股份对公司日常经营、盈利能力和偿债能力的影响，说明回购方案的可行性；

（四）其他应说明的事项。

**第十六条** 上市公司股东大会应当对下列事项逐项进行表决：

（一）回购股份的方式；

（二）回购股份的价格或价格区间、定价原则；

（三）拟回购股份的种类、数量和比例；

（四）拟用于回购的资金总额；

（五）回购股份的期限；

（六）对董事会实施回购方案的授权；

（七）其他相关事项。

上市公司在公告股东大会决议时，应当载明“本回购方案尚需报中国证监会备案无异议后方可实施”。

**第十七条** 上市公司股东大会对回购股份做出决议，须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。

**第十八条** 上市公司做出回购股份决议后，应当依法通知债权人。

**第十九条** 上市公司依法通知债权人后，可以向中国证监会报送回购股份备案材料，同时抄报上市公司所在地的中国证监会派出机构。

**第二十条** 上市公司回购股份备案材料应当包括以下文件：

（一）回购股份的申请；

（二）董事会决议；

（三）股东大会决议；

（四）上市公司回购报告书；

（五）独立财务顾问报告；

（六）法律意见书；

（七）上市公司最近一期经审计的财务会计报告；

（八）上市公司董事、监事、高级管理人员及参与本次回购的各中介机构关于股东

大会作出回购决议前6个月买卖上市公司股份的自查报告；

（九）中国证监会规定的其他文件。

**第二十一条**　上市公司回购报告书应当包括以下内容：

（一）本办法第十三条回购股份预案所列事项；

（二）上市公司董事、监事、高级管理人员在股东大会回购决议公告前6个月是否存在买卖上市公司股票的行为，是否存在单独或者与他人联合进行内幕交易及市场操纵的说明；

（三）独立财务顾问就本次回购股份出具的结论性意见；

（四）律师事务所就本次回购股份出具的结论性意见；

（五）其他应说明的事项。

以要约方式回购股份的，还应当披露股东预受要约的方式和程序、股东撤回预受要约的方式和程序，以及股东委托办理要约回购中相关股份预受、撤回、结算、过户登记等事宜的证券公司名称及其通讯方式。

**第二十二条**　律师事务所就上市公司回购股份出具的法律意见书应当包括以下内容：

（一）公司回购股份是否符合本办法规定的条件；

（二）公司回购股份是否已履行法定程序；涉及其他主管部门批准的，是否已得到批准；

（三）公司回购股份是否已按照本办法的规定履行相关的信息披露义务；

（四）公司回购股份的资金来源是否合法合规；

（五）其他应说明的事项。

**第二十三条**　中国证监会自受理上市公司回购股份备案材料之日起10个工作日内未提出异议的，上市公司可以实施回购方案。

采用集中竞价方式回购股份的，上市公司应当在收到中国证监会无异议函后的5个工作日内公告回购报告书；采用要约方式回购股份的，上市公司应当在收到无异议函后的两个工作日内予以公告，并在实施回购方案前公告回购报告书。

上市公司在回购报告书的同时，应当一并公告法律意见书。

**第二十四条**　上市公司实施回购方案前，应当在证券登记结算机构开立由证券交易所监控的回购专用账户；该账户仅可用于回购公司股份，已回购的股份应当予以锁定，不得卖出。

**第二十五条**　上市公司应当在回购的有效期限内实施回购方案。

上市公司距回购期届满3个月时仍未实施回购方案的，董事会应当就未能实施回购的原因予以公告。

**第二十六条**　回购期届满或者回购方案已实施完毕的，公司应当停止回购行为，撤销回购专用账户，在两个工作日内公告公司股份变动报告，并在10日内依法注销所回购的股份，办理工商变更登记手续。

## 第四章　以集中竞价交易方式回购股份的特殊规定

**第二十七条**　上市公司应当按照证券交易所和证券登记结算机构的相关规定，委

托具有从事证券经纪业务资格的证券公司负责办理回购股份的相关事宜。

**第二十八条** 在回购股份期间，上市公司应当在每个月的前3个交易日内，公告截止上月末的回购进展情况，包括已回购股份总额、购买的最高价和最低价、支付的总金额。

上市公司通过集中竞价交易方式回购股份占上市公司总股本的比例每增加1%的，应当自该事实发生之日起两个交易日内予以公告。

**第二十九条** 回购期届满或者回购方案已实施完毕的，上市公司应当在股份变动报告中披露已回购股份总额、购买的最高价和最低价、支付的总金额。

### 第五章 以要约方式回购股份的特殊规定

**第三十条** 上市公司以要约方式回购股份的，要约价格不得低于回购报告书公告前30个交易日该种股票每日加权平均价的算术平均值。

**第三十一条** 上市公司以要约方式回购股份的，应当在公告回购报告书的同时，将回购所需资金全额存放于证券登记结算机构指定的银行账户。

要约的期限不得少于30日，并不得超过60日。

**第三十二条** 上市公司以要约方式回购股份，股东预受要约的股份数量超出预定回购的股份数量的，上市公司应当按照相同比例回购股东预受的股份；股东预受要约的股份数量不足预定回购的股份数量的，上市公司应当全部回购股东预受的股份。

**第三十三条** 上市公司以要约方式回购境内上市外资股的，还应当符合证券交易所和证券登记结算机构业务规则的有关规定。

### 第六章 监管措施和法律责任

**第三十四条** 上市公司未按照本办法规定备案的，中国证监会有权要求其暂停或者终止回购股份活动，对公司及其相关责任人依法予以处罚。

**第三十五条** 上市公司回购股份存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，中国证监会责令其予以纠正，对公司及相关责任人依法予以处罚。

**第三十六条** 利用上市公司回购股份进行欺诈、操纵市场或者内幕交易的，中国证监会依法予以处罚；构成犯罪的，移交司法机关依法查处。

**第三十七条** 为上市公司回购股份出具意见的相关专业机构未履行勤勉尽责义务，所发表的专业意见存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，中国证监会对相关专业机构及签字人员采取监管谈话、出具警示函、责令整改等措施；情节严重的，暂停或者吊销其业务资格。

### 第七章 附 则

**第三十八条** 本办法自发布之日起施行。

## 第五节 股份转持与市值管理

中国证券市场在经历了全球金融危机洗礼后，中国经济在国家4万亿

元投资刺激内需政策作用下，在各项经济数据指标已经出现好转的宏观经济背景下，为了进一步促进经济的发展和解决社会保障基金由于政策转轨而带来的巨大资金缺口问题，特别是在IPO首发暂停9个月后重新开始新股发行和股权分置改革新老划段的基础上，国务院适时推出了《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》。这一办法的出台，是在2001年6月22日发布的《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》、2005年4月29日发布的《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》以及缓解大小非解禁的压力的基础上，推出的既有利于资本市场发展，又有利于社会保障基金长久稳健发展的一个重大举措，同时也为社保基金下一步即将实施的市值管理提供了良好的制度环境。

## 一、股份转持的内涵

有关股份转持，早在2001年股份减持时，就引起一些专业人士的讨论，特别是2007年“陈良宇社保基金案”引发的社保基金空缺8 000亿元的争议。记得2007年4月蓝天祥博士在当代金融家网站做客时针对这一问题发表了自己的观点：“社保基金空缺8 000亿元已经是摆在我们面前的实际问题，那么，如何补充社保基金，又如何进行管理是更重要的问题。如果我们用1~2年的时间，通过定向增发、资产注入等形式将股票市场总市值做到30万亿~40万亿元的话，将国有股权按照10%的比例划拨给社保理事会，那么将有1万亿~2万亿元市值进入社保基金，问题不就解决了吗?”随后市场又出现了有关“减持变现”还是“转持”的争论，“减持变现”可能导致市场的巨大波动而“转持”有利于市场稳定，如何选择仍然是一道难题。

### （一）股份转持的概念

按照《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》（以下简称《实施办法》）第五条的定义，国有股转持是指股份有限公司首次公开发行股票并上市时，按实际发行股份数量的10%，将上市公司部分国有股转由全国社会保障基金理事会（以下简称社保基金会）持有。

### （二）股份转持的范围、比例与方式

1. 股权分置改革新老划断后，凡在境内证券市场首次公开发行股票并上市的含国有股的股份有限公司，除国务院另有规定的，均须按首次公开发行时实际发行股份数量的10%，将股份有限公司部分国有股转由社保基金会持有。国有股股东持股数量少于应转持股份数量的，按实际持股数量转持。

2. 股权分置改革新老划断后至《实施办法》颁布前首次公开发行股票并上市的股份有限公司，由经国有资产监督管理机构确认的上市前国有股股东承担转持义务。经确认的国有股股东在履行转持义务前已发生股份转让的，须按其承担的转持义务以上缴资金等方式替代转持国有股。

3.《实施办法》颁布后首次公开发行股票并上市的股份有限公司，由经国有资产监督管理机构确认的国有股股东承担转持义务。

4. 混合所有制的国有股股东，由该类国有股股东的国有出资人按其持股比例乘以该类国有股股东应转持的权益额，履行转持义务。具体方式包括：在取得国有股股东各出资人或各股东一致意见后，直接转持国有股，并由该国有股股东的国有出资人对非国有出资人给予相应补偿；或者由该国有股股东的国有出资人以分红或自有资金一次或分次上缴中央金库。

5. 对符合直接转持股份条件，但根据国家相关规定需要保持国有控股地位的，经国有资产监督管理机构批准，允许国有股股东在确保资金及时、足额上缴中央金库情况下，采取包括但不限于以分红或自有资金等方式履行转持义务。

## 二、股份转持的案例分析

股份转持办法的出台，将直接涉及目前131家上市公司，应转持股份约83.94亿股。按照财政部公布的131家公司的应转股份明细，按照2009年6月19日收盘价分别计算再加总之后，得出这83.94亿股份最新市值约为835.5449亿元。如果考虑到从2009年3月26日到2009年6月19日之间部分公司的分红、送股等情况，实际转持市值可能还略大于835亿元。其中金融行业企业有11家，涉及的国有股股东数523家。按10%的比例计算，需要向全国社保基金履行划拨的股权数为39.68亿股。按照2009年6月19日的收盘价计算，这些将被划拨至全国社保基金的股权总市值大约为351.88亿元。

股份转持的市场效应如图2－18所示。

有关股份转持问题的探讨，“这次旧事重提反映了国务院有关部门的深谋远虑，通过股票二级市场补充社保基金的思路”。中国社科院金融研究所金融市场研究室副主任尹中立对《中国证券报》记者表示，“在全流通市场环境下，增加限售期显然可减轻对二级市场的冲击，同时促成一个超级大的、长期的机构投资者，起到稳定市场的作用”。

下面以工商银行为例来分析一下股份划转对社保基金的影响（见图2－19、图2－20）。

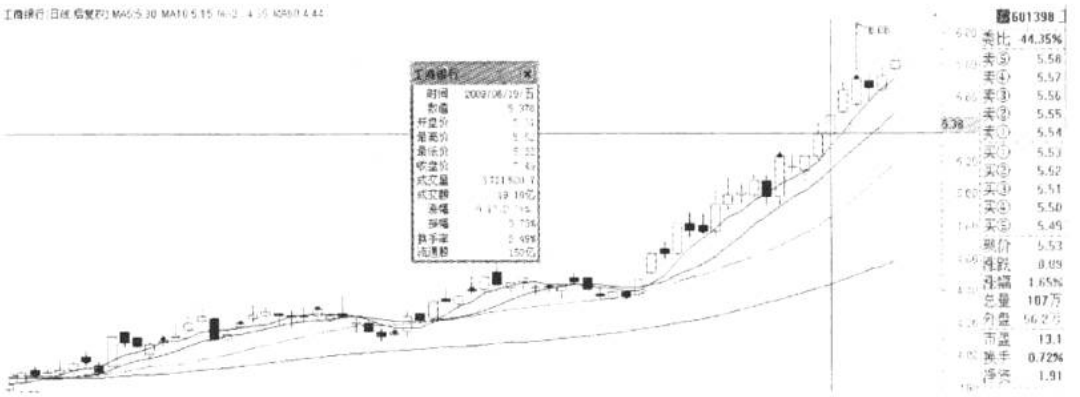


图 2－18　工商银行股票走势图



**图 2－19　工商银行 2006 年 10 月 27 日上市至 2009 年 10 月 28 日走势图**

从图形走势可以看出，2006 年 10 月 27 日工商银行成功发行上市以来，盈利能力不断增加、净资产不断增加、总市值稳定增长。按照最新的转持办法，工商银行 2006 年新股发行数量为 149.5 亿股，则将合计 14.95 亿股划拨至全国社保基金名下，按照 2009 年 6 月 25 日收盘价 5.44 元/股，涉及总市值约 81.328 亿元。

作为全球第一大银行的工商银行，将 14.95 亿股股权划转至社保理事会，有利于证券市场的长期稳定，有利于稳定投资者的信心，更有利于社保基金的长期稳定发展。股份转持同时也为社保基金实施市值管理提供良好的前提条件。当融资融券、股指期货等新品种上市后，社保基金会通过合理合法的手段，实现资产的保值增值。比如在长期持有股票的情况下，既可以获得股票升值带来的收益，又可以通过融券实现一定的稳定收入；通过股指期货进行套期保值，实现有效的风险对冲，确保社保基金总资产的保值与增值。

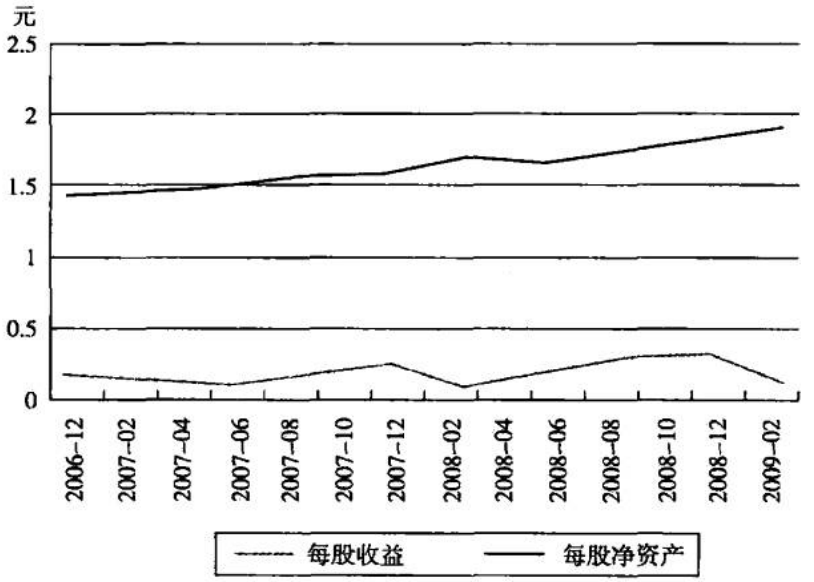



**图 2-20 工商银行每股收益和每股净资产走势图**

图 2-21 为工商银行股票总市值与流通市值的走势图。2009 年 10 月 27 日该股票将实现 A 股与 H 股的全流通，同时汇金公司表示将进一步增持工商银行的股票，不会因全流通而减持和套现，加之股份转持的实施以及即将实施的市值管理制度，均将进一步提升该股票的投资价值。

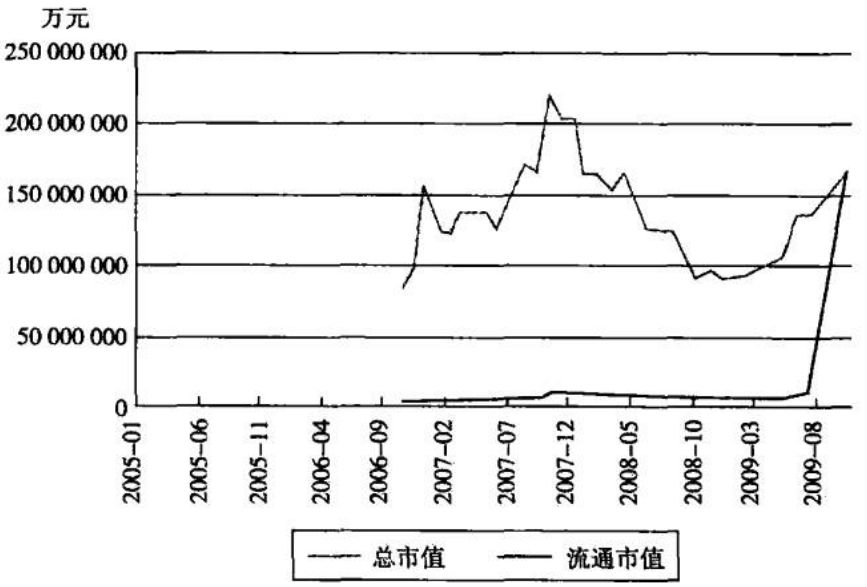



**图 2-21 工商银行股票总市值与流通市值走势图**

# 附件：《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》

## 第一章　总　则

**第一条**　按照中央关于多渠道筹集社会保障基金的决定精神，根据国务院关于在境内证券市场实施国有股转持的有关政策，制定本办法。

**第二条**　本办法所称国有股东是指经国有资产监督管理机构确认的国有股东。

**第三条**　本办法所称国有资产监督管理机构，是指代表国务院和省级以上（含计划单列市）人民政府履行出资人职责、负责监督管理企业国有资产的特设机构和负责监督管理金融类企业国有资产的各级财政部门。

**第四条**　本办法所称国有股是指国有股东持有的上市公司股份。

**第五条**　本办法所称国有股转持是指股份有限公司首次公开发行股票并上市时，按实际发行股份数量的10%，将上市公司部分国有股转由全国社会保障基金理事会（以下简称社保基金会）持有。

## 第二章　转持范围、比例和方式

**第六条**　股权分置改革新老划断后，凡在境内证券市场首次公开发行股票并上市的含国有股的股份有限公司，除国务院另有规定的，均须按首次公开发行时实际发行股份数量的10%，将股份有限公司部分国有股转由社保基金会持有，国有股东持股数量少于应转持股份数量的，按实际持股数量转持。

**第七条**　股权分置改革新老划断后至本办法颁布前首次公开发行股票并上市的股份有限公司，由经国有资产监督管理机构确认的上市前国有股东承担转持义务。经确认的国有股东在履行转持义务前已发生股份转让的，须按其承担的转持义务以上缴资金等方式替代转持国有股。

**第八条**　本办法颁布后首次公开发行股票并上市的股份有限公司，由经国有资产监督管理机构确认的国有股东承担转持义务。

**第九条**　混合所有制的国有股东，由该类国有股东的国有出资人按其持股比例乘以该类国有股东应转持的权益额，履行转持义务。具体方式包括：在取得国有股东各出资人或各股东一致意见后，直接转持国有股，并由该国有股东的国有出资人对非国有出资人给予相应补偿；或者由该国有股东的国有出资人以分红或自有资金一次或分次上缴中央金库。

**第十条**　对符合直接转持股份条件，但根据国家相关规定需要保持国有控股地位的，经国有资产监督管理机构批准，允许国有股东在确保资金及时、足额上缴中央金库情况下，采取包括但不限于以分红或自有资金等方式履行转持义务。

## 第三章 转持程序

**第十一条** 股权分置改革新老划断后至本办法颁布前首次公开发行股票并上市的股份有限公司的转持程序：

1. 国有资产监督管理机构根据现有资料对转持公司中的国有股东身份和转持股份数量进行初步核定，并由财政部、国务院国资委、中国证券监督管理委员会（以下简称证监会）和社保基金会将上市公司名称、国有股东名称及应转持股份数量等内容向社会联合公告。应转持股份自公告之日起予以冻结。

2. 国有股东对转持公告如有疑义，应在公告发布后30个工作日内向国有资产监督管理机构反馈意见，由国有资产监督管理机构予以重新核定。

3. 对于以转持股份形式履行转持义务的，国有资产监督管理机构向中国证券登记结算有限责任公司（以下简称中国结算公司）下达国有股转持通知，并抄送社保基金会。中国结算公司在收到国有股转持通知后15个工作日内，将各国有股东应转持股份，变更登记到社保基金会转持股票账户。

对于以上缴资金方式履行转持义务的，国有股东应及时足额就地上缴中央金库，凭一般缴款书（复印件）到中国结算公司办理股份解冻手续。

4. 国有股东在国有股转持程序完成后30个工作日内，应将转持股份情况，或以其他方式履行转持义务情况以及一般缴款书（复印件）等有关文件报国有资产监督管理机构备案，并抄送财政部和社保基金会。

**第十二条** 本办法颁布后首次公开发行股票并上市的股份有限公司的转持程序：

1. 首次公开发行股票并上市的股份有限公司的第一大国有股东向国有资产监督管理机构申请确认国有股东身份和转持股份数量。国有资产监督管理机构确认后，出具国有股转持批复，并抄送社保基金会和中国结算公司。国有股转持批复应要求国有股东向社保基金会作出转持承诺，并载明各国有股东转持股份数量或上缴资金数量等内容。该批复应作为股份有限公司申请首次公开发行股票并上市的必备文件。

2. 对于以转持股份形式履行转持义务的，中国结算公司在收到国有股转持批复后、首次公开发行股票上市前，将各国有股东应转持股份，变更登记到社保基金会转持股票账户。对于以上缴资金方式履行转持义务的，国有股东须按国有股转持批复的要求，及时足额就地上缴到中央金库。

3. 国有股东在国有股转持工作完成后30个工作日内将转持股份情况，或以其他方式履行转持义务情况以及一般缴款书（复印件）等有关文件报国有资产监督管理机构备案，并抄送财政部和社保基金会。

## 第四章 转持股份的管理和处置

**第十三条** 转由社保基金会持有的境内上市公司国有股，社保基金会承继原国有股东的禁售期义务。对股权分置改革新老划断至本办法颁布前首次公开发行股票并上市的股份有限公司转持的股份，社保基金会在承继原国有股东的法定和自愿承诺禁售期基础上，再将禁售期延长三年。

**第十四条** 社保基金会转持国有股后，享有转持股份的收益权和处置权，不干预上市公司日常经营管理。

**第十五条** 国有股转持给社保基金会和资金上缴中央金库后，相关国有单位核减国有权益，依次冲减未分配利润、盈余公积金、资本公积金和实收资本，并做好相应国有资产产权变动登记工作。对于转持股份，社保基金以发行价入账，并纳入基金总资产统一核算。对国有股东替代转持上缴中央金库的资金，财政部应及时拨入社保基金账户。

**第十六条** 财政部负责对转持国有股充实全国社保基金的财务管理实施监管。财政部可委托专业中介机构定期对社保基金会转持国有股的运营情况进行审计。

**第十七条** 社保基金会应设立专门账户用于接收转持股份，按本办法转持国有股以及转持股份在社保基金各账户之间转账，免征过户费。

**第十八条** 国有股转持过程中涉及的信息披露事项，由相关方依照有关法律法规处理。

## 第五章 附 则

**第十九条** 本办法由财政部商有关部门负责解释。

**第二十条** 境外上市公司减转持工作仍按现有相关规定执行。

**第二十一条** 本办法自颁布之日起施行。

# 第二部分　市值管理理论篇

市值管理理论是在价值管理理论的基础上产生发展而来的一种全新的企业经营理论，既包括涉及宏观价值管理理论的政策效应最优化理论和风险可控最小化理论，又包括微观价值管理理论的价值创造最大化理论、价值实现最优化理论和价值经营最大化理论。传统价值管理理论体现在市值管理理论之中只是市值管理理论的一部分——价值创造最大化理论，而价值经营最大化理论和价值实现最优化理论是目前资本市场正在尝试和探讨的新知识，政策效应最优化理论和风险可控最小化理论则是在期货市场快速发展的基础上衍生出来的企业战略发展理论的创新理论。将这些理论与市场实践进行有效的结合是市值管理工作的最主要的内容，更是决定上市公司市值管理成败的关键因素。所以，我们必须在充分认识、理解市值管理理论的基础上，通过不断地探索努力实现市值管理实践的成功。

# 第三章　宏观市值管理理论

宏观市值管理是上市公司基于宏观政策的研究和资本市场风险规避手段的有效结合，实现市值管理中政策效应最优化和风险可控最小化的市值管理目标。在经历了席卷全球的金融危机之后，企业传统的“价值创造论”被打破，随之而来的是“财富保护论”。特别是在全球经济受到巨大冲击的背景下，期货市场一枝独秀，利用期货市场价格发现功能和规避风险功能使得很多成功的大型企业通过证券、期货市场的交易平台，实现了跨越式的发展并脱颖而出，但同样存在大批优质企业因不了解期货市场的功能使其因金融危机而发生巨额亏损甚至破产，因而证券、期货资本市场备受企业家的广泛关注。通过期货市场价格发现功能和规避风险功能可以将企业的政策研究成果转化为企业的利润，其中套期保值是核心。宏观市值管理将成为上市公司可持续发展的重要手段和理论指导。

## 第一节　政策效应最优化

中国的资本市场是在“摸着石头过河”的思想指导下诞生的，经过无数次政策调整和完善而不断发展壮大。从下面的上证指数走势可以看出，资本市场一直处于上下剧烈震荡之中。究其原因，我国资本市场目前正处于“新兴加转轨”阶段，还是一个政策性极强的弱式有效市场。在这样的一个市场环境之中，所有对经济发展的政策、所有对上市公司出台的政策与法规、所有针对宏观调控的财政政策与货币政策、所有针对资本市场发展的调控政策等都会对资本市场走势带来巨大的影响。而且我国的资本市场政策调整层出不穷，调整得非常频繁，那么就导致了资本市场的频繁波动甚至是暴涨暴跌。作为上市公司如何面对这些政策调整带来的总市值的剧烈波动？如何利用这些政策，通过一系列的风险对冲工具来实现市值的最大化和稳定化，使之处于一个较为合理的估值水平？下面我们通过实证分析来共同探讨政策效应对上市公司市值管理的作用和意义。

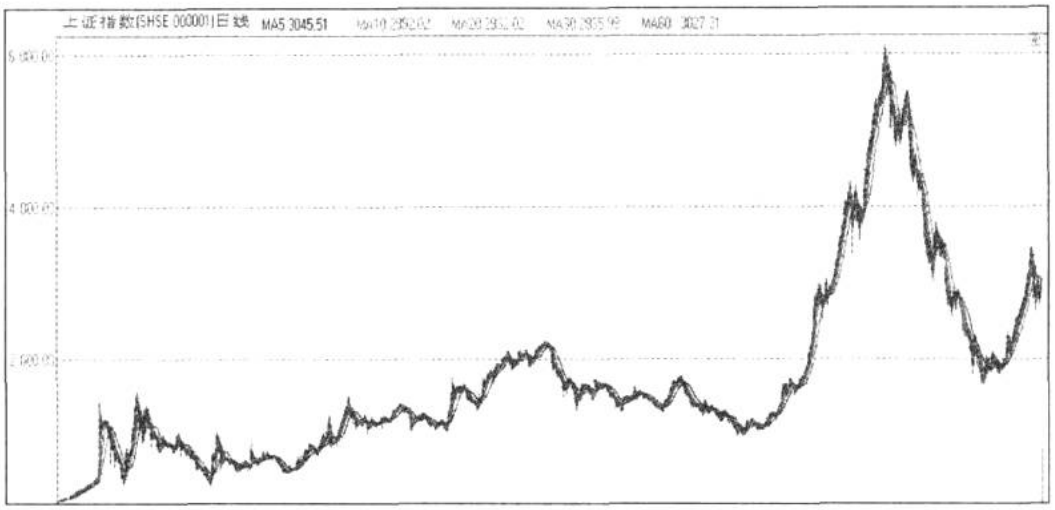



图3-1 上证指数走势图

## 一、政策效应最优化

政策效应最优化就是上市公司除了做好价值创造、价值经营、价值实现各项管理工作的同时，要充分研究有关的政策，并将这些政策对上市公司产生的可能风险规避掉，可能利益得以实现或扩大。例如有关上市公司的各项产业政策的调整，有关资本市场的各项利率、汇率、准备金率、股票交易印花税等政策的调整，有关推进市值管理的各项政策的不断完善等，将政策作用于市场的效果直接转化为上市公司的效益，为公司创造价值、为上市公司市值管理提供政策方面的有力支持，以达到市值管理最大化的目的。

### （一）政策效应的内涵

政策就是解决问题的具体方法和具体规定。每项政策作用于资本市场的效果是不同的，任何一项政策都是根据国家监管的需求、产业发展的需求、资本市场发展状况的需求等方面来具体制定的。比如在全球性金融危机爆发并不断蔓延的危急时刻，国家提出了4万亿元投资刺激经济增长、刺激内需的政策，同时伴随着股票交易印花税的大幅下调、利率的持续下调、准备金率的下调以及维护人民币币值稳定在一个合理的区间波动等政策不断颁布实施，使得资本市场率先走出低谷，中国经济也于2009年4～6月走出低谷进入上升发展期，至2009年第三季度末GDP增长率超过7%，实现保八的目标已经不存在问题。上市公司市值管理的政策效应就是上市公司利用这些政策出台带来的利好而进行的相应的价值经营行为，

把每一项政策对资本市场、对股价的影响直接转化为上市公司的效益。这就要求上市公司在政策研究方面要具有超前性、可操作性，政策研究成果要及时、有效传递到策划管理层，在最佳时刻实现政策效应最优化的目标。

（二）政策效应对资本市场影响的实证分析

下面以中国资本市场2001—2005年发展过程中政策作用的实际市场效果来分析政策效应对市值管理的影响（见图3－2）。

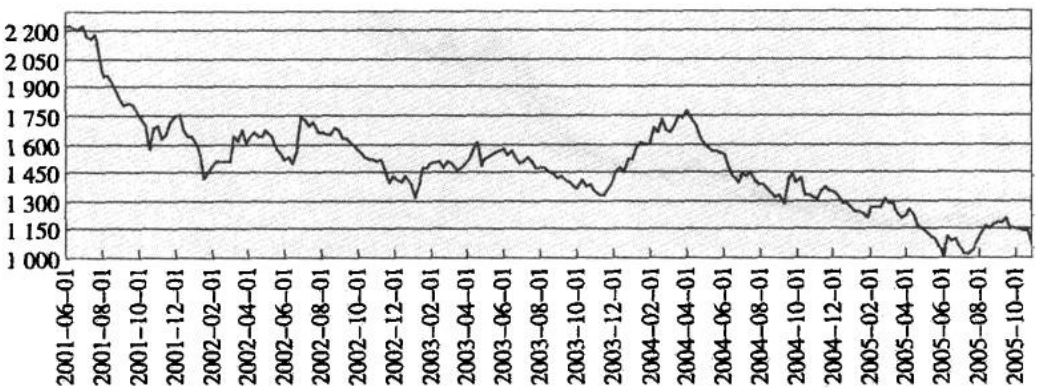



**图3－2　上证指数走势图**

2001年1月14日中国证监会立案调查亿安科技，市场出现波动；2001年1月15日吴敬琏发表“赌场论”，引起社会各界的广泛关注，市场发出了调整的信号；2001年6月22日国务院发布《暂行办法》；6月26日江苏索普、韶钢松山等增发新股减持10%国有股充实社保资金开始实施，直接引领了中国股票市场的快速下跌，并持续了整整4年的熊市行情。上证指数从2001年6月的2 245点下跌到2006年6月6日的998点，剔除新股发行因素下跌近80%，而股票市场的总市值（11.83万亿元）已经低于资本市场发行股票筹集资金的总额（11.86万亿元）。

2001年7月27日人民银行查处银行资金违规进入证券市场，加剧了市场的恐慌，市场持续下跌；2001年8月3日《财经》杂志发表《银广夏陷阱》一文，8月5日中国证监会立案调查，进一步加剧了市场的恐慌，投资者信心开始动摇；2001年10月23日中国证监会宣布暂停国有股减持的有关部门规定，当天有近90%的股票涨停板；2005年4月29日中国证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，标志着中国资本市场的发展即将进入新的阶段——全流通时代；《公司法》、修订后的《证券法》2005年10月27日公布，标志着中国资本市场政策的底部已

经形成，中国资本市场即将进入快速发展新阶段。

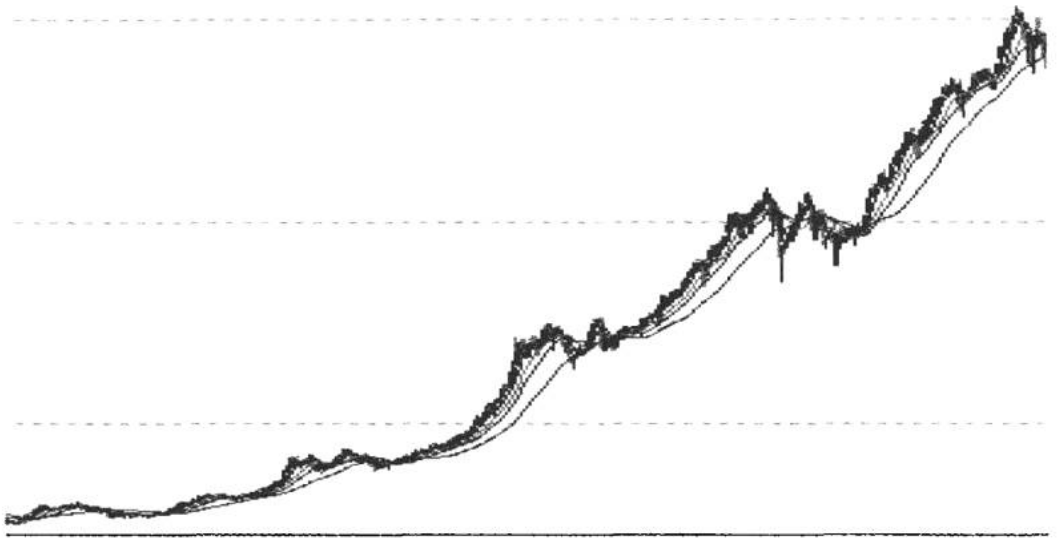


**图3-3 上证指数走势图**

图3-3是上证指数2006年6月6日至2007年11月7日的走势图。在人民币升值的大背景下，伴随着流动性的过剩和政策的调整，中国证券市场进入了快速发展的新阶段。

2006年9月8日中国金融期货交易所在上海挂牌成立，意味着期盼多年的股指期货等金融期货即将上市，中国股票市场迅速结束了1 800点附近的年调整，直逼3 000点大关；2007年3月16日公布的《期货交易管理条例》及相应的中国金融期货交易所管理办法的出台实施，使得上证指数迅速结束了3 000点附近的调整，直逼4 300点；5月29日国家税务总局联合发布提高证券交易印花税两个千分点至0.3%，使得上证指数迅速调整到3 700点附近；伴随着股指期货相应的8个管理办法的出台以及中国金融期货交易所会员资格的颁布，上证指数又结束了调整至2007年9月8日达到近5 400点，此时市场普遍认为存在严重的泡沫；但是2009年9月7日三大证券报同时在头版刊发了新华社的署名文章《中国资本市场健康稳定发展》，同时中共十七大于2007年10月15日召开，激发了投资者对资本市场的投资热情，上证指数于2007年10月16日上涨到6 124点高位。在整个2007年资本市场的发展过程中，伴随着多次的利率上调、存款准备金率上调、股票交易印花税上调以及汇率的持续增值等因素，由于上市公司结构的变化以及投资者结构的变化，证券市场指数一路高歌。

图3-4为上证指数2007年11月7日至2009年7月27日的走势图，

可以看出，由于股指期货迟迟未推出，加之2007年8月起源于美国次贷危机导致的全球性金融危机的蔓延，中国资本市场迅速进入了熊市，上证指数从6 124点下跌到2008年10月28日的1 664点，证券市场总市值也由2007年底的34.42万亿元下跌到10.98万亿元，这其中还包含新股发行上市的因素。其中9月17日汇金公司公告将在二级市场上增持工商银行、建设银行、中国银行三大行股票。同日国资委发布公告，鼓励国有控股股东增持或回购股份，导致上证指数当日涨停板，所有股票均为涨停板价格。几天之后，汇金公司公告在二级市场买入三大行股票各200万股，投资者信心又一次被击伤，市场又进入了下跌的通道。

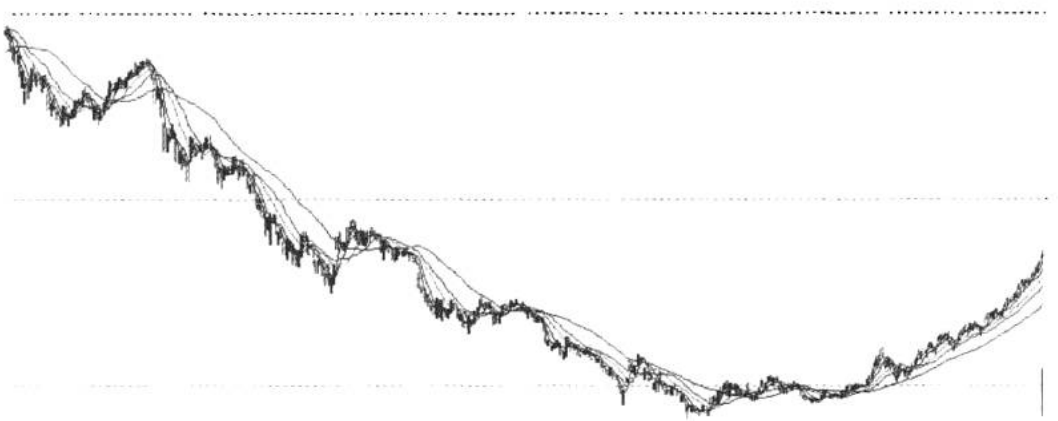


**图3-4　上证指数走势图**

随着融资融券制度的颁布及申请的受理、创业板成功设立并发行、上市交易、新股重新发行开闸、国有股转持等办法的颁布实施，资本市场企稳并进入新的一轮发展阶段。2009年7月4日国资委颁布了《关于规范上市公司国有股东行为的若干意见》、《资产重组通知》以及《发行可交换公司债券及国有控股上市公司发行证券有关事项的通知》三个管理办法，这对资本市场长期稳定发展提供了新的思路，进一步完善了上市公司实施市值管理的法律环境，使得上市公司在市值管理的大背景下，进一步承担起维护股市稳定的责任和义务，逐渐转移了证券监管层面维护市场稳定的责任和义务，而为实施专一的阳光下的监管铺平了道路，证券市场快速跨越式发展的新阶段即将来临。

## 二、政策效应最优化实现的途径

实现政策效应最优化就是充分利用资本市场对各项政策的可能反映，实施价值经营的过程。如果股指期货、利率期货、汇率期货等金融期货品

种在国内上市交易，就可以利用这些风险对冲工具来实现上市公司股票市值的套期保值，最终实现总市值的稳定增长，同时维护了资本市场的稳定。如图3－5所示，在推出股指期货后，如果资本市场出现了严重的泡沫，类似于2007年10月上证指数的走势，那么可以在政策与市场的转折点实施空头套期保值策略；而在市场由低迷向活跃转变的过程中，利用政策的转折点进行多头的总市值保值策略，以实现政策效应的最优化和市值的最大化。



**图3－5　上证指数走势图**

（一）商品期货套期保值在政策效应最优化中的应用

对于上市公司进行市值管理来说，商品期货的套期保值是规避原材料价格风险和产成品价格风险的必要手段。上市公司可以利用自身在行业中的优势，通过相关产业政策的调整规律以及宏观经济形势对产业政策可能带来的政策调整，来作出科学的判断，并以此决定上市公司套期保值的方向、数量以及具体的套期保值策略。下面以钢铁企业的套期保值为案例进行具体分析：

从图3－6可以看出，上市首日以3 566元/吨开盘、最高价3 661元/吨、最低价3 514元/吨、收盘价3 562元/吨、结算价3 578元/吨，之后下行至4月7日的3 427元/吨，然后开始了一路上行的行情。至2009年8月3日以7%的涨停板价格收于4 861元/吨，8月4日上涨至4 972元/吨，随后开始了向下调整的过程。其政策背景是2009年3月钢铁企业处于最低潮阶段，基本上全行业亏损。而2009年3月14日首钢曹妃甸新厂的点火开炉意味着钢铁行业政策的底部已经形成，钢材期货（螺纹钢和线材期货）在上海期货交易所的上市为钢铁生产、加工、贸易及相关行业提供了套期保值业务的平台，为上述相关企业提供了风险对冲的工具，为相关企业实现预期收益、锁定价格风险提供了有力的保障。伴随着国家宏观经济

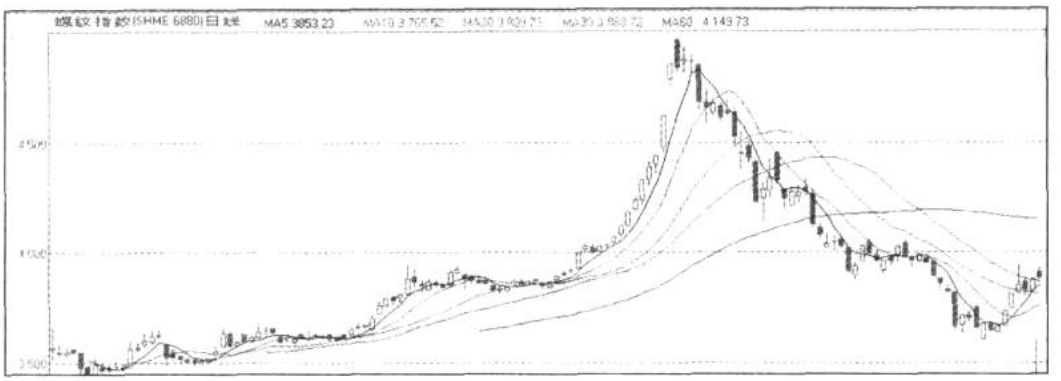


**图3-6　螺纹钢期货走势图**

形势的好转，钢材价格开始不断攀升，而2009年7月31日钢材出厂价格提高400元/吨，促成了螺纹钢和线材期货这两个品种连续两天的涨停板行情的出现。对于钢铁生产企业来说，在上面分析的基础上，从钢材期货上市，可以对原材料进行多头套期保值，对于钢材贸易商可以进行多头套期保值，对于房地产等用钢企业也可以进行多头套期保值；而在2009年8月螺纹钢期货已接近5 000元/吨且没有实质性市场支持的前提下，所有生产钢材的企业在实现和预期实现巨额收益的前提下，应进行全额的空头套期保值来锁定预期收益。对于贸易商及用钢企业前期的库存应进行空头的套期保值，对于钢铁相关性很大的行业例如水泥行业也应进行相应的套期保值。

案例分析：例如房地产开发企业2009年9月至2010年8月每月需要10万吨螺纹钢用于施工，于2009年4月27日（3 512元/吨开盘、最高价3 522元/吨、最低价3 494元/吨、收盘价3 501元/吨、结算价3 507元/吨）以3 500元/吨做出12万手（10吨/手、保证金比例10%）0909合约（根据合约月份逐步移仓）的多头套期保值，所需保证金42 000万元，考虑到价格波动风险保证金账户总金额为50 000万元；至2009年8月3日该账户余额为213 320万元，净盈利163 320万元。这样就使得房地产开发行业在钢材用料这一个方面减少了16 332亿元的支出，保证了施工的预期成本。

（二）融资融券在政策效应最优化中的应用

融资融券业务在上市公司市值管理政策效应方面的实际应用，是中国资本市场实现稳定发展特别是大蓝筹类上市公司以及社保基金、保险资金、各类投资基金进行长期投资的一个具体需求。上述机构在通过商品期货、股指期货等风险对冲工具进行套期保值、规避市场风险的同时，利用

资本市场上的融资融券业务，在不增加任何投资和风险的前提下可以获得总值5%～10%的额外收入，这对上述机构长期投资于股票市场进行保值增值具有极大的推动作用，同时又会促进中国资本市场向理性化、价值投资方向发展。

（三）股指期货套期保值在政策效应最优化中的应用

上市公司在进行市值管理的过程中，股指期货的套期保值是上市公司规避股票价格风险和资本市场系统风险的必要手段。上市公司可以借助于证券公司、期货公司在宏观经济政策和资本市场调控政策方面研究的优势，结合自身在行业中的优势，对宏观经济形势及产业政策可能带来的政策调整作出科学的判断，并以此决定上市公司进行总市值的套期保值的方向、数量以及具体的套期保值策略。下面以中信证券的套期保值为案例进行具体分析。



**图3－7 中信证券（600030）2007年至2009年10月28日的走势图**

对于上市公司中信证券（600030）的市值管理来说，应该研究通过什么样的套期保值方案设计，来实现上市公司总市值的稳定发展，以规避资本市场剧烈波动对公司总市值带来的剧烈波动。从图3－7中信证券的走势图可以看出，在国际金融危机的影响下，中信证券的股价从2007年11月5日的117.89元/股下跌到2008年9月18日的15.42元/股（2008年4月25日实施了10股送10股的分配方案）。以目前总股本66.304676亿股计算，股价下跌了117.89－30.84＝87.05（元），下跌幅度达73.84%，按收盘价计算总市值由3 540亿元下跌到1 110亿元；至2009年8月4日该股又上升到38.39元/股，较2008年9月18日的15.42元/股上升了148.96%。

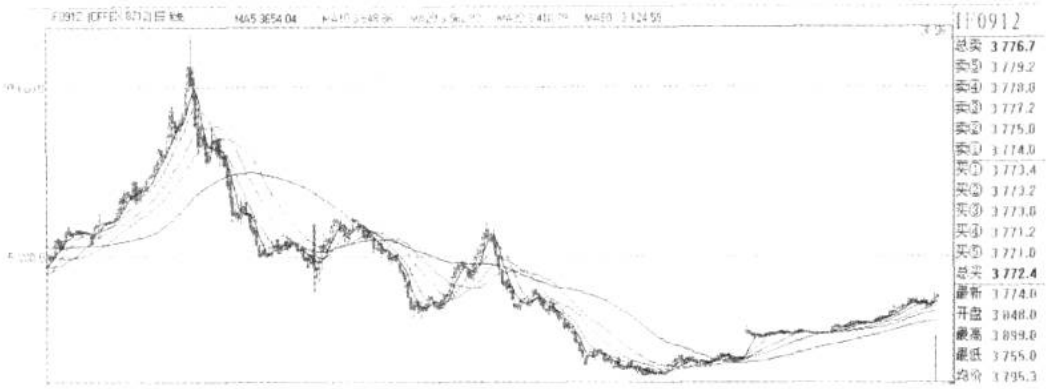


**图3－8　沪深300指数期货仿真交易IF 0912合约走势图**

从沪深300指数期货仿真交易IF 0912合约的走势（见图3－8）可以看出，该合约从2007年10月16日的11 523.6点下跌到2008年10月28日的1 490点，下跌幅度达87.07%；2009年8月4日上升至3 780点。

案例分析：以2007年11月5日收盘价106.79元/股计算，中信证券总市值为3 540亿元。按照IF 0912合约当日最低价7 500点计算做空头套期保值，每手合约对应的市值为225万元。假设中信证券与沪深300指数期货相关度为1，那么对中信证券总市值进行全额套期保值，需要卖出15.73万手空头合约，占用保证金354亿元（保证金比例为10%）。那么到2008年9月18日以该期货合约的最高价1 990点买入平仓，将盈利3 130亿元，加上总市值1 110亿元为4 240亿元，较对总市值进行套期保值之前的3 540亿元还增加了700亿元。不论套期保值业务带来的盈利如何进行财务处理，该股票的价格上升到什么价位是可想而知的。这就是上市公司宏观市值管理中套期保值业务规避资本市场系统性风险的一个具体案例分析。

## 第二节　风险可控最小化

对于上市公司来说，在上市公司的整个经营管理过程中，时时刻刻会遇到风险、面对风险和有效处理风险。风险来自不同的层面，例如面对国际金融危机带来的系统性风险、产业政策或宏观调控政策的变化带来的系统性风险；企业经营过程中由于自身管理问题而出现的微观非系统性风险，例如煤炭企业瓦斯爆炸等个别风险事件的发生、信用风险、管理风险、投资风险等。那么如何有效预测风险、管理风险、规避风险，努力实

现风险最小化就成为上市公司市值管理的重要内容。

## 一、风险的内涵

### （一）风险的概念

风险一词的由来，最为普遍的一种说法是，在远古时期，以打鱼捕捞为生的渔民们每次出海前都要祈祷，祈求神灵保佑自己能够平安归来，其中主要的祈祷内容就是让神灵保佑自己在出海时能够风平浪静、满载而归。他们在长期的捕捞实践中，深深地体会到风给他们带来的无法预测无法确定的危险。他们认识到，在出海打鱼捕捞的生活中，风即意味着险，这就是“风险”一词的由来。

而另一种据说经过多位学者论证的风险一词的“源出说”称，风险（risk）一词是舶来品，有人认为来自阿拉伯语，有人认为来源于西班牙语或拉丁语。但比较权威的说法是来源于意大利语的“risque”一词。在早期的运用中，也是被理解为客观的危险，体现为自然现象或者航海遇到礁石、风暴等事件。

现代意义上的风险一词，已经大大超越了“遇到危险”的狭义含义，而是“遇到破坏或损失的机会或危险”。可以说，经过两百多年的演绎，风险一词越来越被概念化，并随着人类活动的复杂性和深刻性而逐步深化，并被赋予了从哲学、经济学、社会学、统计学甚至文化艺术领域的更广泛更深层次的含义，且与人类的决策和行为后果联系越来越紧密，风险一词也成为人们生活中出现频率很高的词汇。

无论如何定义风险一词的由来，但其基本的核心含义是“未来结果的不确定性或损失”，也有人进一步定义为“个人和群体在未来遇到伤害的可能性以及对这种可能性的判断与认知”。如果采取适当的措施使破坏或损失不会发生，或者说智慧地认知，理性地判断，继而采取及时而有效的防范措施，那么风险可能带来机会。由此进一步延伸的意义，不仅仅是规避了风险，可能还会带来比例不等的收益，有时风险越大，回报越高，机会越多。

在资本市场中，特别是在即将实施的市值管理制度中，我们将风险定义为预期收益发生损失的可能性。而对于上市公司等企业的风险一般来说是任何原因引起的企业价值可能的减少都可以定性为企业风险，从而都属于企业风险管理的范畴。具体来说不但包括上市公司预期盈利的风险、原材料或产成品价格风险、生产安全管理风险、人事风险、政策风险、法律风险、汇率风险、自然灾害风险，更为重要的是上市公司发展战略风险和

市值剧烈波动的风险、投资者投资意愿和投资信心的风险等。

因此，如何判断风险、选择风险、规避风险继而运用风险，在风险中寻求机会创造收益，意义深远而重大。

（二）风险的分类

风险的分类形式和方法很多，对于上市公司等企业风险的分类也有不同的划分方式。我们从以下几个角度来进行分析：

1. 从投资管理的角度来说，风险分为系统性风险和非系统性风险

系统性风险是指对大多数上市公司或企业发生影响的风险，只是各类上市公司受到的影响不同而已，例如宏观调控政策的调整带来的风险、证券监管政策的调整带来的风险、利率调整带来的风险、汇率调整带来的风险、股票交易印花税税率的调整带来的风险等。

非系统性风险是指对个别上市公司或企业产生影响的风险或对个别上市公司股价产生的风险等。例如一个上市公司的研发、销售和竞争对手等情况的不确定导致的风险，煤炭企业矿井瓦斯爆炸带来的风险等。

非系统性风险可以通过管理或者风险分散手段得以规避。例如股票投资的非系统性风险可以通过投资组合来分散、四川汶川大地震可以通过保险来规避部分风险，煤矿企业瓦斯爆炸可以通过加强管理和规范井下操作来规避风险的发生。

系统性风险只能通过股指期货等金融衍生工具进行有效的风险规避来实现，例如综合运用远期、互换、期货、期权等期货套期保值工具的有效组合来规避风险。

2. 从影响企业价值的因素划分

企业价值对公司股东来说，体现在其持有的普通股的价值上。从根本上说，企业价值是由公司未来净现金流量期望值的大小、获得的时间及风险因素决定的。引起企业价值发生波动的一个主要原因就是预期的未来净现金流量发生了意外的变动，包括现金流入的意外减少和现金流出的意外增加。企业风险中对现金流量及企业价值变动影响最大的是价格风险、信用风险、纯粹风险（见图3－9）。

上面的价格风险比较易于理解。信用风险是指当客户和借款方拖延或不能履行所承诺的支付，或者公司的投融资环节出现问题时，公司就将面临信用风险。

## 二、风险管理过程

企业风险管理的过程一般分为以下几个步骤：

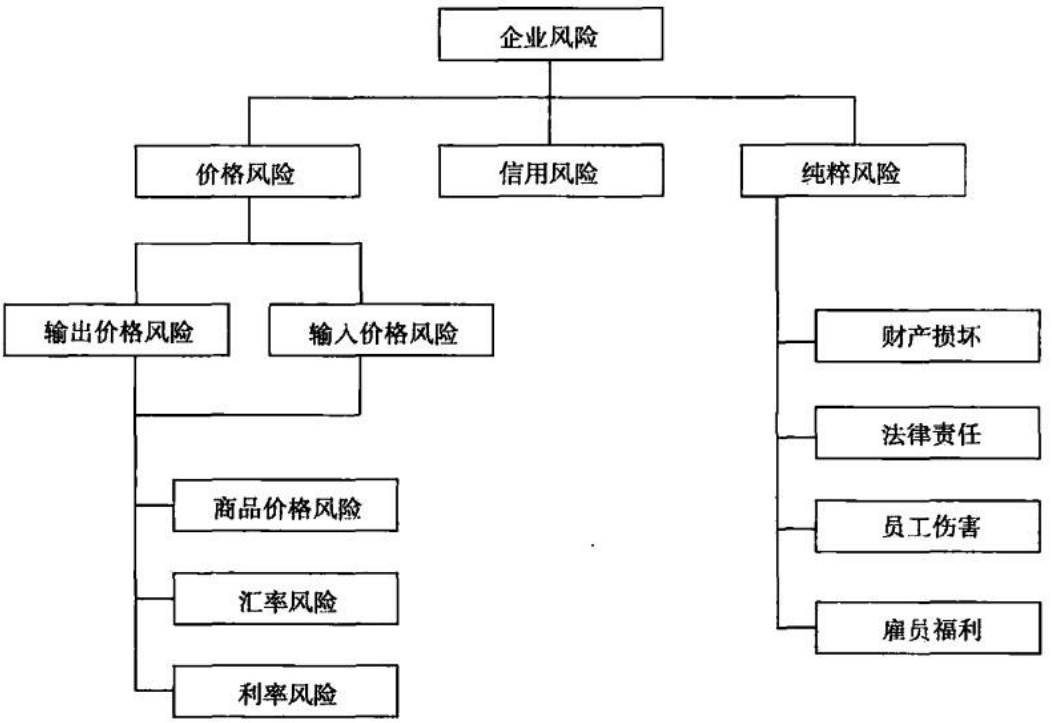



**图3-9 企业风险分类图**

1. 识别各种重要风险，包括了解风险环境、分析风险特征、区分风险类别。

2. 风险计量，包括损失频率估计、损失程度估计、风险衡量方法（数理统计、概率论），并计算量化风险等级。

3. 选择风险管理工具及制订风险管理战略方案，包括控制风险、分散风险、转嫁风险、自留风险等。

4. 实施所选择的风险管理方案。

5. 持续地对公司风险管理方法和风险管理战略的实施情况进行监督与评价，包括执行风险管理方案、反馈信息、调整修正、效果评价。

## 三、风险管理方法

图3-10概括了风险管理的主要方法。这些方法并不是相互独立的，可将其分为三大类：损失控制、损失融资、内部风险抑制。其中损失控制和内部风险抑制通常包括公司为增加企业价值而进行投资的各种决策。损失融资决策指的是在损失发生时为支付损失额度所采取的各种融资决策。

1. 损失控制（Loss Control），是指通过降低损失频率或减少损失程度来减少期望损失成本的各种行为，也称为风险控制。通常将影响损失频率

的行为称为损失方式（Loss Prevension）手段，而将影响损失程度的行为称为损失降低（Loss Reduction）手段 。

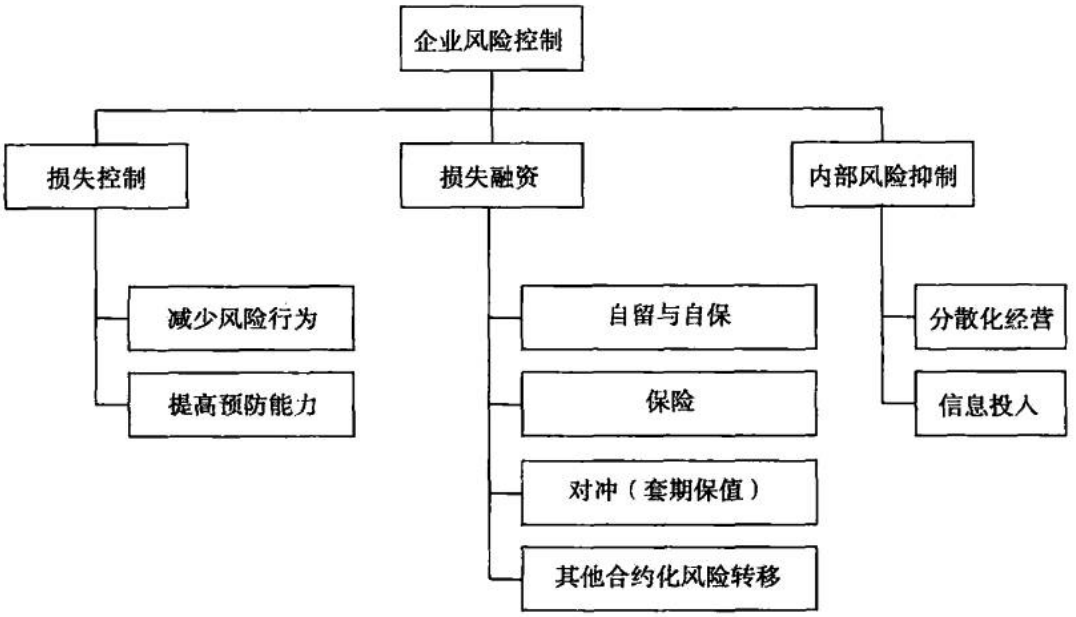



**图 3－10 企业风险控制图**

2. 损失融资（Loss Financing）就是通过获取资金来支付或补偿损失的办法。通常有以下四种融资手段：自留、购买保险合同、对冲风险、其他合约化风险转移。这些手段并不是相互独立的，可以进行有效的组合使用。

3. 内部风险抑制（Internal Risk Reduction）就是公司除了使用损失融资手段把风险转嫁给其他方来降低风险外，还可以在其内部抑制风险，主要有分散化经营和加大信息投入，提高风险预测能力。

## 四、风险管理工具

在上述风险管理方法的内容中我们可以看出，风险管理的手段很多，而风险管理的工具除了保险工具以外，更主要的就是套期保值工具，具体来说套期保值就是远期交易、互换交易、期权交易和期货交易四大交易方式可以作用的交易策略或风险管理策略。由于期货交易诞生较早、交易标准化、流动性强、交易便捷等优势而被广泛应用于套期保值实践。

金融远期交易，是交易双方在场外市场上通过协商，按约定价格（称为远期价格）在约定的未来日期（交割日）买卖某种标的资产（或金融变量）的合约，包括远期利率协议、远期汇率协议、股权类资产的远期合

约、债券类资产的远期合约。

金融互换交易，是指两个或两个以上的当事人按共同商定的条件，在约定的时间内定期交换现金流的金融交易，可分为货币互换、利率互换、股权互换、信用互换等类别。自 1981 年美国所罗门兄弟公司为 IBM 和世界银行办理首笔美元与德国马克和瑞士法郎之间的货币互换业务以来，互换市场发展迅猛，目前按名义金额计算的互换交易已经成为最大的衍生交易品种。2006 年 2 月 9 日《关于开展人民币利率互换交易试点有关事宜的通知》颁布实施，当天国家开发银行与中国光大银行完成首笔交易，协议的名义金额为 50 亿元人民币、期限 10 年、中国光大银行支付 2.95% 的固定利率、国家开发银行支付 1 年定期存款利率（浮动利率）。互换交易的主要用途就是改变了交易者资产或负债的风险结构，从而规避相应的风险。上例中国家开发银行通过与中国光大银行的利率互换交易，实现了将贷款收益转化为浮动利率、预期存款利率结构相匹配，在市场利率上升的情况下，可以规避利率风险。

金融期权交易，期权是指其持有者能在规定的期限内按交易双方商定的价格购买或出售一定数量的基础工具的权利，期权交易就是对这种选择权的交易。

金融期权是指以金融工具或金融变量为基础工具的期权交易形式。具体来说，其购买者向出售者支付一定费用后，就获得了能在规定期限内以某一特定价格向出售者买入或卖出一定数量的某种金融工具的权利。买方不承担必须买进或卖出的义务，以权利费为损失上限；而期权的卖方则在收取权利费后，在一定期限内无条件服从买方的选择并履行成交时的承诺。

在选择风险管理工具的基础上，企业可以设计系列组合措施，把企业风险降到最低限度。

1. 控制风险，首先是回避风险，对一些风险过大的方案应加以回避。如拒绝与不守信用的厂商业务往来、新产品在试制阶段发现诸多问题而果断停止试制。其次是减少风险，对风险无法回避的，可以设法减少风险。如决策多方案优选和相机替代；及时与政府部门沟通获取政策信息；在发展新产品前，充分进行市场调研；实行设备预防检修制度以减少设备事故。

2. 转嫁（分散）风险。对于不能回避又不能减少的风险，主要措施是转移风险。转移风险的方案有三种：第一种方案是套期保值交易，即通过在期货市场套头买卖交易，规避企业重要原材料、外汇价格波动带来的损

失。第二种方案是外包（转包），企业把工程和产品零部件的生产制造转包给其他企业，把部分风险分散出去，如委托加工或 OEM 合作生产（贴牌生产），例子有派克钢笔等。第三种方案是向保险公司投保，主要是把风险转移给外方。财产和责任保险方面有汽车保险、财产保险、火灾保险、运输保险等，职工方面有基本养老保险、医疗保险、生育保险、职工失业保险等险种。特别是海上运输、职工医疗保险等风险较大。

3. 剩余（自留）风险。就是除了第 1、第 2 点以外所余下的风险，企业要量力而行，在力所能及的范围内承担风险。如经上述分析评估后认为风险超过承受能力，则考虑放弃。此类风险归集点多在执行层，如工厂部门经理、各科室主任或科长之类，所以为什么企业老总（经理）总是强调执行力！执行力！市场上关于执行力方面的书为什么这么畅销，我想应该不难理解了。

总而言之，企业一旦发生风险，则应全力查找原因，分析问题所在，制订实施方案。处理时要有壮士断臂的决心和魄力，果断处理存在风险，以免错过处理问题的最佳时期，增加企业财产损失。

## 五、风险管理目标与市值管理

风险管理的首要目标是通过风险管理成本的最小化实现企业价值的最大化，这与市值管理中风险最小化、可控化前提下的市值最大化目标是一致的。

在进行风险管理的过程中，风险成本的管理是不可忽视的，具体包含以下内容（见图 3－11）。

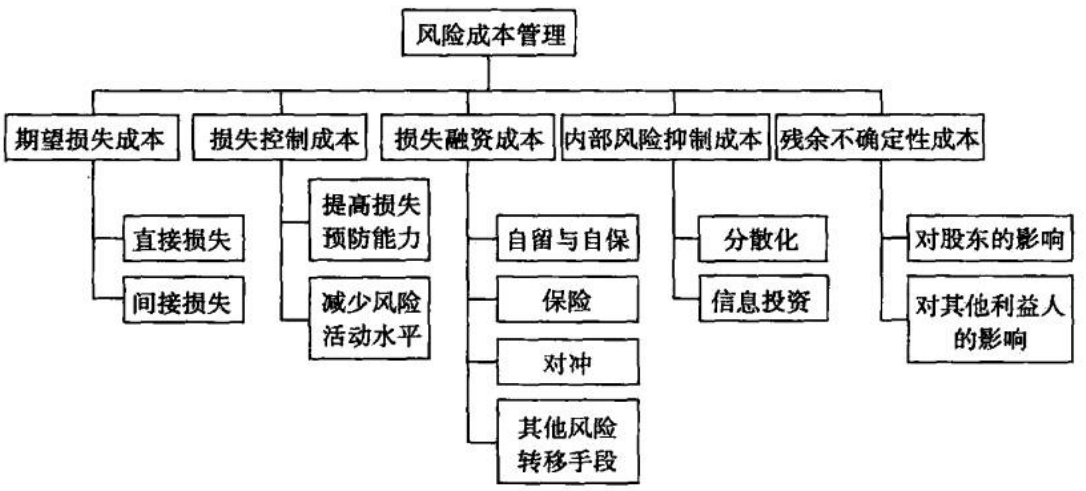



**图 3－11　风险成本管理流程图**

### 六、风险管理的组织机构

企业在进行风险管理过程中，在有效预测风险、识别风险的基础上，除了选择有效的风险管理工具的组合、确定完善的风险管理战略方案，更重要的是要有一个具有分析预测能力、协调能力、执行能力和市场操作经验的风险管理部门，也就是市值管理组织架构中的风险控制中心。这一机构在上市公司市值管理中的定位，取决于该上市公司高管层对风险管理需求的认识、风险的规模和重要性以及可能的管理效率等因素，这些因素决定了风险管理职能在上市公司组织中的位置以及具体由什么部门负责风险管理。具体来说应包含处理纯粹风险的精通财产责任保险、员工赔偿、安全与环境危险、法律诉讼管理、雇员福利计划等知识领域的专业人员，更要搭建一个能够处理因原材料价格变动、利率变动、汇率变动、产成品价格波动以及股市剧烈波动而导致公司市值发生剧烈波动的具有证券、期货市场操作经验、对市场政策走向、行业政策及宏观调控政策研究预测能力的专业人员组成的风险控制管理中心，以求在实现风险有效规避的同时，获取风险收益的目标。

## 第三节 典型风险案例分析

在全球金融危机背景下，企业参与套期保值业务以规避价格波动风险，有很多成功的案例，也有很多典型的风险事件发生的案例。下面我们逐一进行分析。

### 一、原油期货套期保值严重亏损案例

2004 年 12 月 1 日，我国某国企在新加坡的控股公司发布公告称：公司正在寻求法院保护，以免受债权人起诉，因为此前公司出现了 5.5 亿美元（约合 45 亿元人民币）的衍生工具交易亏损。紧接着该公司巨亏以及该总裁停职接受审查的消息成为全球金融界的焦点话题，业界称为中国版的巴林事件。

2004 年第一季度国际油价飙升，该公司持有期货空单，账面亏损 580 万美元。为求挽回损失，公司继续增持空单；第二季度油价继续上升，为挽回在账目上的实际亏损，公司总裁决定将交割日期延后至 2005 年及 2006 年，并再加大投资，希望油价回落时可翻身。2004 年 10 月该公司持有的原油期货合约已增至 5 200 万桶，油价达到历史高位，公司面临巨额

亏损。2004 年 10 月公司首次向集团报告，说明期货交易面临 1.8 亿美元的账面损失，并已交付了期货交易的 8 000 万美元补仓资金，公司同时面临严重的资金流问题。2004 年 10 月 26～28 日，该公司多张合约被强行平仓，实际损失增至 1.32 亿美元；11 月 8 日又有合约被强行平仓，亏损增加 1 亿美元；11 月 16 日的另一批平仓使其亏损再增加 7 000 万美元；11 月 25 日最后一批合约被平仓，总亏损合计达 3.81 亿美元。与此同时，债权银行陆续追债，合计追讨 2.48 亿美元。截至 2004 年 11 月 30 日该公司终止所有原油期货交易时，综合损失达 5 亿多美元。

据网上报道，该风险事件当事人在接受《中国企业家》杂志采访时，自己也承认失误“主要有三方面。第一是用人失察，没有意识到风险管理委员会主任和期权交易员之间可能存在的勾结关系；第二是决策失误，当得知亏损时，由于不具备专业知识，听取了贸易员和风险管理委员会的建议挪移盘位，没有当机立断地斩仓；第三是报告迟缓”。

## 二、海运公司的波罗的海干散货运价指数 BDI 远期合约巨额亏损案例

某海运公司 2008 年 8 月 15 日公告称：自进入第四季度以来，全球经济危机进一步加剧，导致国际航运市场受到较大影响。在干散货运输业方面，反映国际干散货航运市场即期运价水平的波罗的海干散货运价指数 BDI 自 9 月 30 日的 3 217 点跌至 12 月 12 日的 764 点，10 月 1 日至今 BDI 均值为 1 224 点，相比第三季度的均值 7 123 点大幅度下降。在集装箱运输业务方面，需求放缓，主要航线的基本运费水平出现明显下降。

基于前期的市场趋势以及公司的实际状况，为锁定租入船运力成本，公司所属干散货船公司前期买入了一定数量的远期运费协议（Forward Freight Agreement，FFA。它是买卖双方达成的一种远期运费协议，协议约定在未来某一时点，收取或支付依据波罗的海航交所的官方运费指数价格与合同约定价格的运费差额）。由于近期市场的急剧变化，运价大幅下跌，FFA 产生浮动亏损。公司第三季度报告显示：所属干散货船公司持有的 FFA，年初至 9 月 30 日（当日 BDI 指数为 3 217 点）公允价值变动损失为 23.1 亿元，已交割部分实现收益 18.7 亿元（第三季度 FFA 盈亏的详细情况参见第三季度报告中的重要事项说明）。年初至 12 月 12 日（当日 BDI 指数为 764 点），所属干散货船公司持有的 FFA，公允价值变动损失合计为 53.8 亿元，较 9 月 30 日扩大了 30.7 亿元；已交割部分实现收益 14.3 亿元。浮亏与实现收益相抵，盈亏合计为 -39.5 亿元。

## 三、航空公司套期保值中期权交易巨额亏损案例

2009 年 1 月 12 日某航空公司公告称：随着全球金融危机的进一步加剧，国际油价持续震荡下行，纽约商品交易所 WTI 原油于 2008 年 12 月 31 日的收盘价为 44.60 元/桶。截至 2008 年 12 月 31 日，公司于 2008 年 12 月当期的航油套期保值合约发生实际现金交割损失约为 1 415 万美元。根据公司的初步测算，公司航油套期保值合约于 2008 年 12 月 31 日的公允价值损失约为 62 亿元人民币（未经审计）。截至目前，公司实际赔付不会对本公司的现金流产生重大不利影响。

公司使用航油套期保值业务的目的主要是为了锁定公司的航油成本。公司航油套期保值期权合约采用的主要结构是上方买入看涨期权价差，同时下方卖出看跌期权。在市场普遍看涨的情况下，采用这种结构的主要原因是利用卖出看跌期权来对冲昂贵的买入看涨期权费，同时要承担市场航油价格下跌到看跌期权锁定的下限以下时的赔付风险。

公司为航油的实际使用者。当航油价格下跌到超出锁定的下限时，公司在承担支付义务的同时将受惠于航油现货采购成本的降低，在一定程度上冲抵公司按照合约所支付的赔付损失，最终达到公司使用航油套期保值业务的目的。公司对于航油套期保值交易的会计处理，严格按照《企业会计准则——套期保值》部分的规定计量。将套期保值交易的收入，冲抵航油现货成本。同时对不符合套期会计的交易公允价值，直接计入当期损益。经公司自查，公司每年持有的航油套期保值合约下的交易量均未超过公司当年实际用油量，符合公司制度和董事会的授权，以及公司的历史信息披露。

## 四、另一航空公司套期保值案例

2008 年 11 月 21 日另一航空公司公告称：自本公司于 2008 年 10 月 15 日发布业绩预亏公告，及 2008 年 10 月 29 日发布 2008 年第三季度报告以来，受全球金融海啸的影响，国际油价再度巨幅下跌，本公司持有的燃油套期保值合约公允价值损失进一步扩大。本公司董事会高度重视上述套期保值合约对本公司财务状况带来的影响，正在根据市场情况采取适当措施，以积极应对和控制可能的风险。燃油成本是本公司运营成本的重要组成部分，本年以来已占运营成本的 40% 以上，因此控制燃油成本的上升是本公司实现业务持续增长，保持盈利稳定的关键。本公司订立燃油套期保值合约的目的，是通过金融工具的运用在未来一段时间内锁定燃油成本，

尽可能避免因燃油成本上升带来的风险。

本公司为套期保值的目的与若干对手方订立燃油套期保值合约，其经济实质相当于约定于合同期间：（1）本公司有权以约定价格按照事先确定的周期从对手方买入一定数量的燃油；（2）对手方也有权以约定价格按照事先确定的周期向本公司卖出一定数量的燃油。其中上述公司有权买入燃油的价格远高于对手方有权卖出燃油的价格。

本公司目前持有的套期保值合约于2008年7月间订立，期限最长至2011年。合约订立当时，国际油价处在高位，且市场普遍预期油价将继续走高，造成对油价上涨风险的套保合约成本高昂。本公司选择了在获得按固定价格买入燃油权利的同时，授予对方以更低的固定价格卖出燃油的权利，实现了在当时市场情况下低成本获得燃油的价格上涨风险保护的目标。该等合约相当于在燃油价格下跌时，仍将燃油价格锁定于公司设计的特定区间，即本公司需按照对手方有权向本公司卖出燃油的约定价格买入燃油。该条款是在高油价环境下为对冲燃油成本上涨风险需要支付的成本。

本公司始终如一贯彻执行的套期保值政策要求套期保值活动须与实际经营活动相结合，并规定套期保值合约下的购入量不超过公司董事会授权（2008年度为实际燃油采购量的50% +10%）。通过订立套期保值合约，如燃油上涨，本公司以固定价格买入燃油的权利所产生的收益可以补贴经营过程中燃油现货采购成本的上涨；如燃油价格下跌，本公司现货采购成本的节省可以补贴履行套期保值合约义务按高于现货价格的约定价格买入燃油的损失。

自发布第三季度报告以来，国际油价继续巨幅下跌，公司10月份的燃油采购成本得以降低。但是，截至2008年10月31日，按照当时燃油价格、套期保值合约所约定的对手方卖出价格，以及合约约定的到期前对手方可能向本公司卖出的燃油量，所测算出的合约公允价值损失约为31亿元人民币，较第三季度报告所披露的公允价值扩大21亿元。

本公司提请投资者注意，此处公允价值损失是2008年10月31日对合约剩余期间可能发生的全部现金流的折现，公允价值损失并非现金实际损失，未来实际损失依赖于合约剩余期间的油价走势及仓位调整情况，可能高于或低于公允价值损失。截至2008年10月31日，该套期保值合约尚未发生任何实际现金损失。如国际油价于套期保值合约剩余期间继续保持低位，则本公司可于相关期间通过现货采购成本的节省逐步弥补套期保值合约带来的损失。

2009年1月17日提示性公告称：2008年12月以来，国际油价继续震荡下行，2008年12月31日纽约商品交易所WTI原油的收盘价为44.60美元/桶，12月份的均价为42.04美元/桶。以此为基础进行测算，本公司2008年12月31日燃油套期保值合约公允价值损失扩大到68亿元人民币（未经审计），12月当期的实际赔付约为5 280万美元，该等实际赔付不会对本公司的现金流产生重大不利影响。面对急剧下降的油价，本公司积极对原有合约进行了优化调整，调整后合约的公允价值损失和实际赔付数额得以降低，且降低额度大于所支付的调整支出，整体上减少了损失。本公司现合约结构仍是上方买入看涨期权和下方卖出看跌期权。

2009年5月13日公告显示：2008年，本公司燃油成本为217.34亿元，同比上升27.6%，占总运营成本的比重上升至42.7%。其中，上半年航油成本为101.22亿元，同比上升27.36%，占总运营成本的比重为42.16%；同期通过套期保值对冲航油成本2.15亿元，对稳定预算成本发挥了一定作用。2008年9月以后，国际油价从历史高位急剧下降，本公司2008年7月间建立的油料套期保值合约出现了公允价值亏损，且11月、12月累计发生赔付4.27亿元；但同期的航油成本同比下降2.05%，其中国际航油成本同比减少5.58亿元。

## 五、货币互换合约带来的风险事件案例

据报道，某公司为锁定澳大利亚铁矿项目货币风险，在开展货币衍生产品交易中发生严重亏损。截至2008年11月26日，其外汇衍生产品浮亏155亿港元。据《21世纪经济报道》介绍，按照已经披露的信息，该公司投资的杠杆式外汇合约主要有4种，分别为澳元累计目标可赎回远期合约（每月结算，下称澳元合约）、每日累计澳元远期合约（每日结算，下称每日澳元合约）、双货币累计目标可赎回远期合约（每月结算，下称双币合约）、人民币累计目标可赎回远期合约（每月结算，下称人民币合约）。

该企业的外汇合约规定，公司可以行使的澳元兑美元汇率为0.87。即当澳元兑美元汇率高于0.87时，公司能够以0.87的汇率获得澳元。以2008年7月15日澳元兑美元汇率收盘价0.979计算，公司可以用0.87的便宜汇率买入澳元，赚取差价；而当澳元兑美元汇率低于0.87，比如10月21日澳元兑美元汇率盘中曾报0.6928，公司也必须以0.87的高汇率水平，继续向其买入澳元。

合约规定，每份澳元合约都有最高利润上限，当达到这一利润水平时，合约自动终止；但如果该汇率低于0.87，却没有自动终止协议，公司

必须不断以高汇率接盘，理论上亏损可以无限期扩大。

另据该公司披露，公司持有的澳元合约到期日为2010年10月。公司手中所有的澳元合约加起来，最高利润总额仅为5 150万美元，约合4亿港元。但是，只要合约不终止，公司的澳元合约需要接受的澳元总额却高达90.5亿澳元，超过485亿港元；只要澳元兑美元不断贬值，公司就必须不断高位接货，直到接货总量达90.5亿澳元为止。

而双币合约则更复杂。按规定，公司必须以0.87的澳元兑美元的汇率，或者1.44的欧元兑美元汇率，按照表现更弱的一方来接盘澳元或者欧元，直到2010年7月；而人民币合约则参考美元兑人民币汇率6.84计算盈亏。在这些合约之下，公司的澳元合约接盘总量为90.5亿澳元；每日澳元合约接盘量最高为1.33亿澳元（7.1亿港元）；双币合约的接盘总量2.97亿澳元（15.92亿港元）或者1.604亿欧元（16.6亿港元），但最高利润总额却为200万美元（1 560万港元）。此外，人民币合约的最高利润为730万元人民币，但最高亏损却可达4 280万美元（2.9亿元人民币）。

以上五个风险案例说明了在套期保值过程中，选择套期保值工具以及对整个市场走势判断的重要性，即使严格执行了套期保值原则，在国际大宗商品市场价格剧烈波动的前提下，仍然存在一定的风险，必须结合市场的变化及公司持仓结构进行必要的修正，以达真正套期保值的目的。

# 第四章　微观市值管理理论

微观市值管理是指上市公司在进行传统价值创造最大化目标的同时，通过资本市场上各类创新手段的应用，例如定向增发、资产注入、换股吸收合并、借壳上市、整体上市、股权激励、融资融券、商品期货、股指期货等价值经营手段进行价值经营最大化目标的各种价值组合经营，而通过投资者关系管理的提高，努力实现价值实现最优化的目标。总之，微观市值管理就是上市公司基于公司市值信号，有意识地、主动地运用多种、科学、合规的价值经营手段和方法，以达到公司市值最大化的战略管理行为。在具体进行微观市值管理过程中，如何在合适的时间、合适的市场环境下选择合适的价值经营手段和价值经营方法的科学组合应用，如何更好地提高投资者关系管理的水平和效率是微观市值管理的核心。

## 第一节　价值创造最大化

按照修改后实施的《公司法》和《证券法》的规定，现代企业的组织形态基本上是以公司的形态出现，特别是股份制改革之后，基本上都是以股份有限公司的形式存在，充分体现了公司的资本来源和公司投入的利润率驱动机制。公司制企业的价值创造是股东和投资者获得回报、支持理想的股价和企业可持续发展的源泉。上市公司的内在价值是上市公司市值的基础，而市值是上市公司价值的外在表现，市值将围绕其内在价值上下波动。只有公司的内在价值具有长期可持续发展的潜力，公司的市值才可能不断发展。所以说，价值创造管理是市值管理的基石。要做好市值管理，必须先做好价值创造这一重要的战略管理工作。

### 一、价值创造管理的内涵

所谓价值创造，就是上市公司市值管理要抓好公司自身的经营管理，创造公司内在的投资价值，也就是所谓的传统业务，这是市值管理的核心内容。上市公司应该努力提升持续的盈利能力，打造突出的主营业务、构

筑强势的行业地位、建设严谨的治理结构、培育优秀的团队素质、规范公司的运作水平、增强公司的成长性、透明度和诚信度。这些措施可以从不同的角度，在不同程度上创造公司价值，促进市值升值。在企业价值创造过程中，通过股权激励机制的实施，完善企业与市场之间的联动机制，会不断提升企业的价值创造能力。

## 二、价值创造最大化的途径

经营上市公司的目标是实现企业价值的最大化。所谓企业价值的最大化，就是指通过企业的合理经营，采取最有效的财务政策，充分考虑资金的时间价值和风险与报酬的关系，在保证企业长期稳定发展的基础上，使企业总价值达到最大化。企业长期稳定可持续发展是公司经营的首要目标。那么如何才能实现价值创造的最大化呢？从影响公司创造价值的因素分析，提高资本回报率、降低资本成本、改善公司治理是影响上市公司价值创造的最主要因素。具体来说，提高上市公司价值创造能力的主要手段是优化商业模式，提高公司盈利能力；完善资本配置，提高资本效率；优化业务经营战略；优化资本结构，降低资本成本；优化公司治理，加强科学决策和运营等。

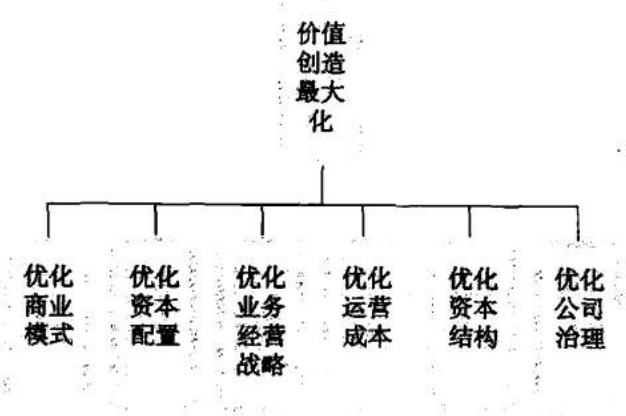



图 4-1 价值创造结构图

### （一）优化商业模式

管理学大师彼得德鲁克说："当今企业之间的竞争，不是产品之间的竞争，而是商业模式的竞争。"可见商业模式的竞争是企业之间竞争的最高形态。

从管理学的角度来说，上市公司的商业流程不外乎如何获得资本？用资本做什么？为谁做？用什么做？怎么做？做好之后通过什么方式卖给需

求者？怎么样提高运作效率？怎么样获取利润等。从现代管理学理论的解释可以看出："如何获得资本"回答的是融资模式，"用资本做什么"回答的是产品模式，"怎么做"回答的是生产模式，"用什么做"回答的是物流模式，"为谁做"回答的是市场定位模式，"怎样卖出去"回答的是营销模式，"怎样提高运作效率"回答的是管理模式等。将上述多种模式进行有效的组合以实现最大限度地赚取利润的方法，就是商业模式。而判断一家上市公司商业模式是否成功的唯一标准就是盈利、持续的盈利。

商业模式决定着企业的经营业绩，决定着企业的竞争力。选择、形成、完善上市公司的商业模式是当今上市公司生存发展所面临的重要课题。在经济全球化、信息化、虚拟经济与实体经济影响交织化的大环境中，上市公司要充分利用自己的资源，整合各种要素，不断寻求适合自己的最佳商业模式。力争创造一个用较少资本投入而创造较高盈利能力的商业模式。

（二）优化资本配置

资本配置就是指将上市公司的资本在不同来源之间进行组合，在不同用途之间进行分配，上市公司的资本配置设计上市公司理财活动的全过程。在资本取得方面，资本配置重在解决筹集资金来源结构的合理安排，包括长期资本与短期资本结构的安排、债务资本与权益资本结构的安排、债务资本内部结构的安排和权益资本内部结构的安排等；在资本运用环节，资本配置主要解决资本的合理分配问题，包括对资本流向与流量的合理调整；在资本分配上，资本配置主要解决企业收益在不同利益主体之间如何进行合理分配的问题；在资产并购、重组等过程中，资本配置更多地表现为资本的再配置。

资本配置能够反映市场的供求关系，根据市场的供求自动地实现资本配置；资本配置以资本收益最大化为目标，允许特殊经济利益的存在；资本配置的效率取决于资本价格是否反映了资本的稀缺程度；资本配置是经过多次交易来完成的，不断趋于优化；在资本配置方面，市场配置是一种高效的配置方式。

资本配置强调合理性，也就是说，单位资本的投入使新的资本配置比原有的资本配置更趋于合理。在合理的资本配置下，每增加一份资本的投入所带来的收益总量和边际效益大于原来的收益总量和边际效益。同时资本配置还必须考虑社会边际效益的问题，也就是说在资本有限供给和资本有多种用途的情况下，哪一种资本配置更能够带来更大的国民生产总值。所以在资本配置过程中，一定要统筹考虑资本配置问题。为此有必要加强

盈利性业务的资本配置，出售不良资本，购买具有成长性的优质资产，不断提升上市公司的价值创造能力。

（三）优化业务经营战略

上市公司业务经营战略使企业总体战略的具体化，制定业务经营战略的目的在于改善企业各业务经营战略在特定行业或细分市场中产品的竞争地位。根据美国哈佛大学教授迈克尔·波特 1985 年在其所著的《竞争优势》中所述的五大竞争战略，上市公司结合自身的条件和整个市场的环境，制定适合自己发展的业务发展战略，并在实施过程中不断优化。

（四）优化资本结构，降低资本成本

上市公司实现上市不是目的，而是一种手段，是使企业丰富融资渠道、筹集生产资金、做大做强上市公司、实现市值最大化的一种手段。当一家上市公司在融资渠道丰富、资金来源多元化的条件下，在确定融资结构时，就必须考虑融资成本、上市公司自身的特点、上市公司所处的经济制度环境和上市公司的经营目标等因素。实证研究证明，企业从无债经营到有债经营的过程中，在初期增加举债比例时，企业边际资金成本率呈下降趋势，企业价值呈上升趋势。当举债筹资比例达到一定水平时，增加的成本超过其得到的利润。所以，边际资金成本率开始上升，此时的负债与股本的比例应为最优资本结构。上市公司在资本市场上，要善用股权融资的手段，根据市场所处的发展阶段灵活运用，如市场处于较高点位的发展阶段时，具有相当的泡沫成分，适时地通过定向增发、配股等方式为企业筹集发展所需资金；或者巧妙地运用债权融资手段，根据公司发展的需要，利用银行借贷、发行公司债券、发行可转换公司债券、融资租赁等模式达到筹集资金的目的。但必须注意股权融资与债权融资的比例，以达到资本结构良性发展的目的。

（五）优化公司治理

伴随着中国市场经济进程的快速发展，现代企业制度——公司制已经是世界各国经济中的最主要的企业组织模式。公司治理作为解决现代公司所有权和控制权分离问题的一系列制度安排，其目的是保证投资者得到合理的投资回报。完善的公司治理结构作为现代企业制度的核心，不仅是现代企业制度的重要框架，而且也是企业增强竞争力和提高经营绩效的必要条件。

公司治理结构是指公司治理的内部机制，即所有者对经营管理者的一种监督与制衡。激励机制、监督机制、约束机制的科学相容是公司治理的基础，其目的在于协调公司与股东及其他利益相关者的利益，有效阻止或

限制企业目标行为的发生，从而最终维护股东利益的最大化，同时兼顾公司其他利益相关者的利益。其核心是通过股东大会、董事会、监事会及管理层所构成的现代法人治理结构。改善公司治理，主要是优化公司股权结构——避免股权过度集中或分散，以便形成相互制衡、稳定的股权结构；优化公司股东结构——积极引入机构投资者，以便实现上市公司股价在资本市场上的稳定和可持续增长；优化公司董事会结构——积极引入外部董事及独立董事，保护中小投资者的利益；优化公司内控机制——优化考核与激励机制，实施股权激励等。最终实现上市公司价值创造最大化的目的，进而实现市值最大化。

## 第二节 价值实现最优化

传统企业在股份制改造以前，整个企业的经营管理基本上是基于如何优化企业模式、资本配置、资本结构、公司治理等，制定适合的公司经营发展战略，提升公司持续的盈利能力和降低公司的各项成本，最大化地创造公司的内在价值。然而在市值管理时代，企业在具有良好的内在价值基础上，还必须让市值在资本市场上能够充分反映其内在价值，也就是说，要得到社会的认知和投资者的认同，这一工作称为市值管理的价值实现过程。

我国的资本市场从诞生至今，一直是一个政策主导性的市场，是一个典型的信息不对称市场，存在大量的内幕交易、操纵市场等行为。投资者并不能亲自到上市公司及时、准确地了解其经营环境、经营业绩、公司的发展前景及发展规划等，导致上市公司创造的内在投资价值往往不能被所有投资者认知。由于信息不对称出现了市值被严重高估与严重低估的问题，直接影响到投资者的利益和资本市场的稳健发展。可见要想使得上市公司的市值充分体现其内在价值，必须做好信息披露制度的落实，最大限度地消除信息不对称；同时做好投资者关系管理工作，让更多的投资者了解公司、认同公司的发展方向和投资价值。

### 一、价值实现的内涵

所谓价值实现，就是通过投资者关系管理、公司品牌战略和企业社会责任等手段将企业创造的价值充分地表现在股市上，使社会公众充分了解企业经营业绩。按照市场有效性理论，在一个强有效的资本市场（成熟市场）里，公司的市值是公司内在价值的无偏差表现；在一个弱有效的资本

市场（新兴市场），价值实现存在障碍，市值大幅度偏离其内在价值的现象是很普遍的。公司要使其内在价值充分表现为市场价值就要从投资者、客户以及社会公众三方面着手：对投资者要强化投资者关系管理，对客户要强化企业品牌管理，对社会公众要强化企业社会责任。其中，投资者关系管理是市值管理一个非常重要的内容。向市场揭示公司价值，最大限度地消除信息不对称，争取投资者对公司价值的认知和认同，是上市公司应尽的义务和责任，也是实现公司价值最大化的要求和途径。

## 二、价值实现最优化的途径

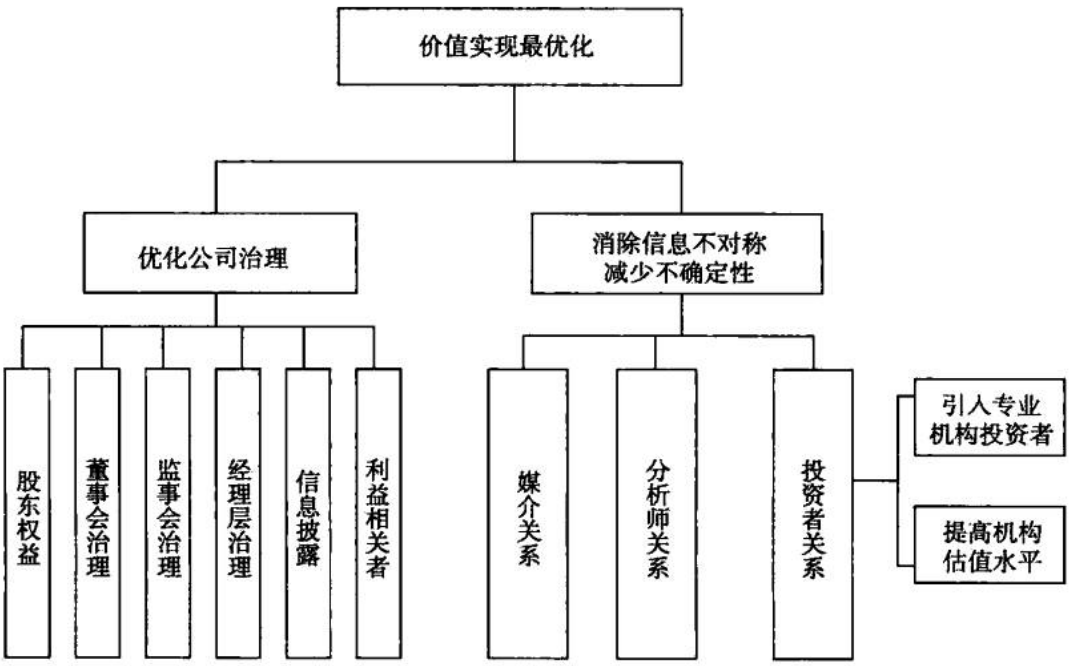



**图 4－2　价值实现结构图**

价值实现最优化的途径很多，在优化公司治理的前提下，主要是消除信息的不对称，建立良好的媒介关系、良好的分析师关系以及建立良好的投资者关系管理制度。其中最主要的就是建立良好的投资者关系管理制度。

投资者关系管理是上市公司通过各种手段建立和加强与全体投资者的联系和沟通，形成公司与投资者之间的良性互动关系，以建立并增强公司的诚信形象，提高公司的价值表现，降低公司的融资成本，实现股东利益最大化的战略管理行为。

投资者关系管理是公司发展战略之一，其理论基础是金融、市场营

销、沟通和公司治理；投资者关系管理面向的对象是投资者和潜在的投资者，既包括个人投资者也包括机构投资者；投资者关系管理的主要形式是沟通，信息披露是一个主要的表现形式，网络技术的发展为沟通提供了更加有效的途径，比如股权分置改革过程中投资者对股改方案的网络投票就是一个主要的沟通形式；投资者关系管理的目的是通过充分的沟通降低投资者的风险，维持公司与投资者之间的良好关系，通过有效管理创造关系价值。

投资者关系管理对公司价值实现的意义在于：公司市值等于股本与股价之积。在股本不变的前提下，股价的高低决定着市值的大小。而如果宏观面、市场面、公司基本面等都没有变化，决定股价走势的关键就是投资者。如果投资者认同公司团队的理念，看好公司的前景，就会买入或持有公司的股票，公司的股价就会走好；反之投资者不认同公司团队的理念，看淡公司的前景，就会卖出或减持公司的股票，股价就可能出现下跌。所以能否做好投资者关系管理、能否建立良好的投资者关系就是公司价值实现能力的具体体现，它与公司价值和股东价值息息相关。

建立良好的投资者关系可以提高投资者对公司的认知度，避免公司价值被低估；可以提高投资者对公司的认同度，实现公司的价值；可以减少信息不对称，纠正市场估值偏差；有利于管理投资者预期，增强市场信心；有利于公司低成本融资；有助于改善公司的市场形象，提升无形资产，分享市场议价；有利于提高公司的决策效率，增强价值创造能力。在资本市场快速发展的今天，通过投资者关系管理，建立有效的沟通机制和交流平台，主动地提供有关公司竞争力及发展潜力的信息，吸引合适的投资者关注并投资公司的股票，企业的价值才会被投资者了解和认同，资本市场才会源源不断地为企业提供资金来源，一个谋求长远发展的企业才会产生可持续发展的新动力。

投资者关系管理的途径目前基本上是以上市公司年报、季报、上市公司公告、上市公司股东大会、投资价值分析报告、广告、互联网、一对一沟通、媒体采访报道、邮寄资料、现场参观、电话咨询、网络路演等形式来完成，其中投资者最关注的形式就是上市公司的年报、季报、公告、路演等。

## 第三节　价值经营最大化

从下面上证指数诞生之日至2009年10月28日的走势图可以看出，在

“新兴加转轨”的中国资本市场，股票市场具有很强的牛市与熊市转换的周期，而且表现为暴涨暴跌的特征更加明显。

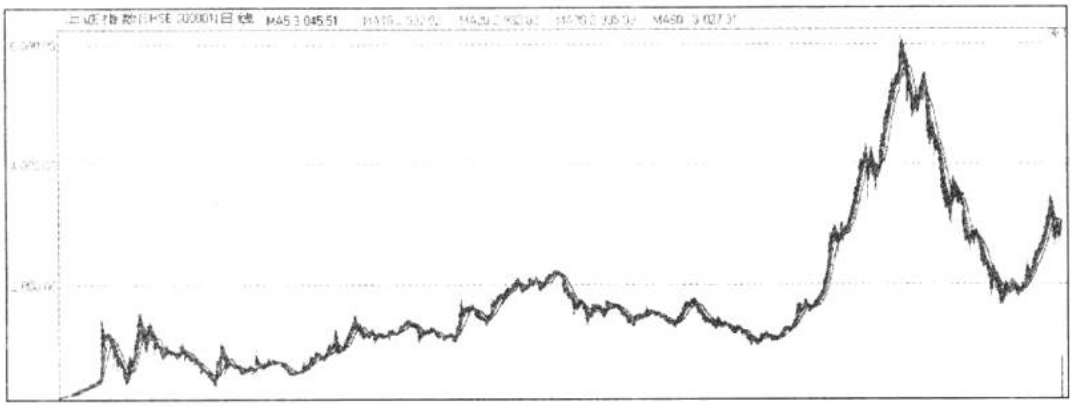


**图 4－3　上证指数走势图**

按照有效市场理论来划分，中国资本市场还处于弱有效市场阶段。在这样的市场里，上市公司的市值经常可能出现两种偏离：一种是公司的市值没有充分体现公司的内在价值，公司的价值被低估；另一种是公司的市值超出公司的内在价值，公司的价值被高估。伴随着证券市场指数的剧烈波动，高估与低估现象同样存在剧烈波动。

暴涨暴跌的资本市场和上市公司市值被高估与低估的存在，为上市公司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，使得上市公司不断地、积极地探索与完善价值经营的手段与方法，以实现公司总市值的最大化，更好地保护投资者利益。本节主要介绍上市公司价值经营的方法与手段。

## 一、价值经营的内涵

所谓价值经营，是指上市公司在既定的资源配置的基础上通过实施价值创造和价值实现的各种策略，现有市值充分体现了公司的内在价值之后，根据宏观政策，资金环境，资本市场的规律和投资者的偏好，通过规范公司的言行，整合公司的资源，修正公司的投资策略，强化公司资本运营，充分分享资本市场的溢价功能和财富创造功能，进一步提升公司内在价值，实现公司市值的最大化的过程。

对上市公司来说，在宏观经济环境变化、产业竞争格局演变、企业收益和资产价格上涨的过程中，需要审时度势，充分利用商品期货与金融期货市场的价格发现功能和规避风险功能，整合产品市场的波动和资本市场

的波动，制定相应的投资策略，规避市场波动给公司带来的影响，提高上市公司整体经营效率，增强核心竞争优势，营造有利于可持续发展的经营环境。具体包括融资策略、兼并策略、重组策略、股本策略等。

也就是说，价值经营是在资本市场弱式有效的状况下，顺应资本市场的周期性波动的规律、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。

## 二、上市公司市值被高估时的价值经营策略

从投资学的角度分析，公司的价值决定该公司股票的价格，股票价格围绕公司价值上下波动。然而在现实的市场环境中，公司股票的价格常常出现明显的高估与低估现象，严重偏离公司的内在价值。例如2007年10月16日上证指数上行到6 124点，导致股价被高估的主要原因是大势走牛，投资者对股市或行业前景持乐观态度，导致整体股指水平被提高，个股的股指水平自然是水涨船高，直至被明显高估。另一个原因是个股估值偏差。在牛市中，投资者看好某一行业或公司看中的是其成长性和长期利益，即使短期不盈利，同样会受到追捧，导致公司股价被明显高估，反之就出现低估的问题。

那么在牛市中，股价被明显高估的情况下，上市公司为了实现公司及其股东利益的最大化，在价值经营方面应该采取哪些对策才能使得上市公司市值最大化得以可持续发展呢?

### （一）增发与定向增发股票

上市公司增发股票可以分为对外公开增发股票、定向增发、配股、发行可转换债券等模式，是上市公司实现再融资的主要途径。在股票被市场高估的情况下，通过增发股票可以扩大公司股本规模，稀释公司股权，平抑公司股票价格；同时由于增发所获得的资金又可支持公司的业务发展战略，进一步强化公司的核心竞争力，提升盈利能力，最终使公司股价处于一个新的价值估值水平。例如海通证券（600837）在实现借壳上市后以35.76元/股的价格高位实现定向增发，极大地提升了公司的规模和经营实力。

### （二）换股并购

换股并购就是并购公司直接向目标公司的股东发行本公司股票，以交换目标公司一定数量的股票。换股并购完成后，目标公司就称为并购公司

的子公司，或被解散而并入并购公司。当公司股价被高估时，公司管理层可以充分利用公司的高股价优势与业务相关企业进行并购换股，从而在不动用公司资金的情况下，顺利实现业务和规模的扩张，为公司价值的不断提升创造空间。例如中国铝业发行新股吸收合并山东铝业、兰州铝业，之后在2007年市场高位运行的情况下成功地实现与包头铝业的换股并购。

换股并购使得收购不受并购规模的限制；换股并购避免了短期大量现金流出的压力，降低了收购的风险；换股并购往往会取得税收方面的优惠；换股并购有利于优化公司的股权结构。在证券市场处于大牛市过程中，往往会出现大量的换股并购行为。

（三）资产注入

资产注入这种价值经营手段是2007年初伴随股市的快速发展而产生的一种价值经营手段，是上市公司利用手中的现金或者较高股价的优势发行新股购买某项资产的行为，一般都是收购母公司或行业内的优质资产。例如盘江股份、大同煤业等。

（四）整体上市

整体上市也是在2007年初伴随股票市场快速发展而出现的一种盘活国有资产、向上市公司注入资产的一种价值经营手段。由于股票价格处于被高估的状态，将上市公司母公司的资产按照一定的价格采用定向增发等模式实现母公司资产的整体上市行为，有利于母公司资产的上市流通和提升公司的投融资实力，有利于公司的长远发展和股权结构的优化，有利于避免关联交易，有利于提升公司的经营能力和扩充股本规模，实现市值的最大化。例如中国船舶、长江电力、武汉钢铁等。

（五）套期保值

套期保值是上市公司利用商品期货、股指期货、利率期货、汇率期货等风险对冲工具，实现公司高价位运行的一种风险对冲交易。在股价被严重高估的情况下，如果股指期货已经上市，可以利用股指期货对该上市公司的总市值进行一个卖出空头套期保值。即使股市再上涨，也将维持公司目前的总市值水平；而一旦股市大跌，在套期保值方面的巨额盈利将冲抵总市值的巨额缩水，以保证总市值维持较合理的水平。同时由于套期保值业务的有序进行，必将提升公司的整体竞争力、降低风险和提升投资者的投资偏好，会进一步提升公司的总市值。

在股价被严重高估的条件下，我们可以采取一项或多项价值经营手段的有效组合，以提升公司的整体实力，稳定公司的总市值，使得市值最大化得以可持续发展。

## 三、上市公司价值被低估时的价值经营策略

上市公司股价被明显低估的主要原因，一是整个资本市场处于熊市当中，导致股价被低估；二是市场景气处于正常状态，由于公司个体的原因导致股价被低估，这属于价值实现的问题。这里主要研究市场处于下跌过程中，上市公司股价被严重低估，而为了实现市值最大化应采取的价值经营手段。

### （一）资产重组

在资本市场低迷的时候，上市公司可以通过低成本扩张，实施产业的整合，提高产业协同效应和巩固公司的行业地位。因而此时要采取积极的收购、兼并等价值经营手段，以提升公司的核心竞争力，同时也会提振投资者信心，使得股价回归，提升公司总市值的规模。

### （二）股票回购

股份回购就是上市公司利用盈余所得后的积累资金，即自有资金或债务资金，以一定价格回购公司本身已经发行在外的普通股股票，以达到减资或调整股本结构的目的。它是上市公司价值经营的一个重要手段，不仅有利于规范和改善股权结构、提振投资者信心、提高股东的回报，更有利于公司的长远发展。例如2008年6月4日，丽珠集团董事会宣布用自有资金1.6亿港元、以不高于16港元/股的价格，通过深圳证券交易所回购发行在外的境内上市的外资股，当日该股价被封于涨停板，并引发整个中国B股市场的上涨，促进了公司价值的增值。

### （三）股份增持

股份增持是基于资本市场低迷、股价被严重低估时采取的又一价值经营手段。2007年9月17日汇金公司宣布以市场价格增持工商银行、建设银行、中国银行三大行股票，目的在于稳定当时的股市，提振投资者信心，巩固控股地位；当天国资委提出号召国有上市公司股东增持或回购本公司股票，于是出现了沪深两市指数全面涨停板的现象，工商银行连续出现三个涨停板。股份增持是稳定股价、做好市值管理的又一重要的有效的价值经营手段。

### （四）买壳与借壳上市

在资本市场比较低迷的时候，某些拟上市又不符合上市条件或者短时间内难以快速实现IPO的首发上市，为了公司的长期可持续发展，可能会选择借壳或买壳上市的手段实现企业的上市目标。例如海通证券通过买壳（都市股份）、采取定向增发、换股吸收合并的价值经营手段的有效组合实

现成功上市，而当资本市场处于较高的发展阶段时，又适时地采取了定向高价增发股票的价值经营手段，使得该公司一跃成为中国资本市场上证券行业实力最强的公司之一。

（五）股指期货套期保值

对应于股价被严重高估时采取的空头套期保值而实现的市值最大化的价值经营，当股价被严重低估时，同样可以采取股指期货多头的套期保值业务，以稳定股价指数，进而提升股票价格。这也是股指期货稳定股市的一个重要功能，是价格发现的具体体现。

在以上的价值经营手段中，根据资本市场的具体状况和投资者的偏好，结合公司的自身条件，采取一项或多项价值经营手段，以实现公司市值的最大化。具体如图 4－4 所示。上市公司在进行市值管理过程中，结合资本市场的发展状况和上市公司自身的时机情况，采取的价值经营手段可以是图 4－4 中各类价值经营手段一个或多个的有效组合。

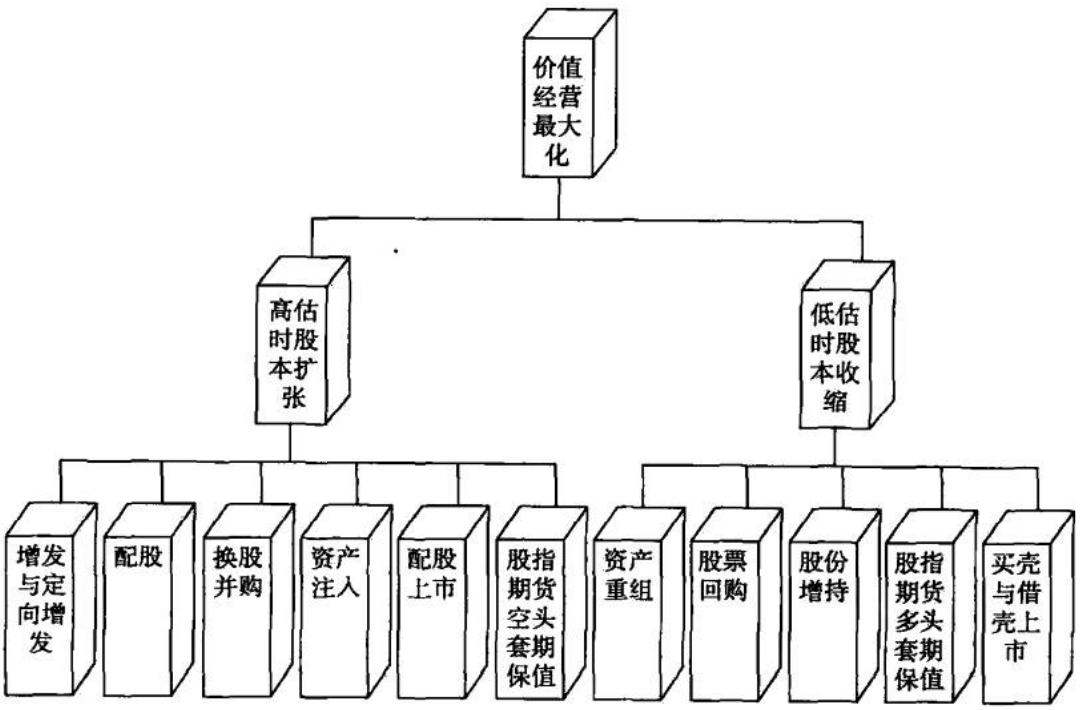



**图 4－4 价值经营结构图**

# 第五章　市值管理目标与原则

在进行市值管理的过程中，首先必须明确的就是市值管理的目标与原则，这是上市公司进行市值管理的方向和准绳。其次是在市值管理原则指导下的围绕市值管理目标展开的各类市值管理手段的有效组合和应用，以便实现市值管理最大化的最终目的。

## 第一节　市值管理目标

市值管理理论在资本市场中的应用，是中国资本市场发展到目前这一状况的根本需要。中国资本市场在2001年以前基本上是以85%的个人投资者为主体，伴随资本市场的调整，开始积极培育机构投资者，特别是开放式基金、集合理财、社保基金以及保险基金等机构投资者的快速成长，2007年10月16日上证指数上行至6 124.04点，此时机构投资者约占流通市值的70%。由于机构投资者在资本市场中起主力军的作用，就提出了对规避市场系统性风险的避险工具——股指期货的需求；如何搞活市场实现双向交易就提出了融资融券的需求；由于市场的快速发展国有上市公司就提出了整体上市及资产注入的需求；股权激励机制的实施将市值作为行权的重要衡量标准就提出了市值管理的需求；如何维护市场的稳定保护投资者的利益就萌生了全面市值管理理论的诞生；2007年起源于美国次贷危机的全球性金融危机加速了宏观市值管理和上市公司微观市值管理的进程。市值管理的目标必须反映证券市场监管的目标，而监管目标服从于整个证券市场的发展目标，即保护投资者利益，确保市场公平、有效、透明，减少系统性风险以及促进整个国民经济的稳定和发展。

### 一、上市公司市值管理的基本目标

上市公司市值管理的基本目标是保护投资者利益、实现市值最大化、风险可控最小化、监管责任明确化，最终实现资本市场的稳定健康发展。

（一）保护投资者利益

保护投资者利益是我国证券、期货市场监管的首要目标。从监管的角度考虑，只要保持证券期货市场的公开、公正、公平、保证信息披露制度的完善、努力实现投资者获得信息的一致性就可以了，但是在弱式有效的中国资本市场，根本做不到获得信息的一致性和“三公”性。从上证指数的走势图可以看出，暴涨暴跌的行情隐含着大量的操纵市场和内幕交易行为。舆论的误导和政策的频繁调整无法使得一般投资者进行准确的市场判断。而在实施市值管理之后，由于大量的市值管理手段的组合运用，对提高收益、规避风险、提升公司发展潜力有极大的推动作用。同时由于参与的中介机构较多，如果不将保护投资者利益放在首位，将会出现更多的操纵市场和内幕交易行为，会极大地损害投资者利益。所以说保护投资者利益是市值管理的首要目标。

（二）实现市值最大化

市值管理的最直接、最核心的目标就是市值最大化，也就是投资者权益最大化。大家都知道，市值等于股本与股价之积，那么要想实现市值最大化是不是搞好股本扩张和股价上涨就可以了？但凭什么来维护股本的扩张和股价的稳步上涨呢？这是实现市值最大化的核心内容。为此我们就要结合市值管理的概念来分解市值管理最大化实现的步伐。首先，价值创造是市值管理的核心和基础，最基本的就是把企业的内在价值经营好，当然要通过一系列的价值创造手段来实现；其次，做好价值实现的各项工作，特别是投资者关系管理以及承担起社会责任等，这有助于投资者对该上市公司的认知度和投资偏好的提升；最后，做好价值经营业务，要在充分论证的基础上采取一系列配套的价值经营手段，实现股本的扩张和股价的提升，最主要的就是提升该上市公司可持续发展的能力。伴随股本的扩张、每股盈利能力的提升、投资者认同度和投资偏好的提升，市值最大化将被逐渐实现。市值最大化既是上市公司市值管理的最直接的目标，也是投资者投资并长期持有该上市公司股票的最终目的和原因。

（三）风险最小化和可控化

上市公司在正常经营过程中，会面临来自各个方面的风险，其中有来自企业自身经营内部的微观非系统性风险，也有来自国内各项产业政策、监管政策的调整以及国际金融危机带来的席卷全球的宏观系统性风险。那么如何规避这些风险也就成为市值管理的一项重中之重的任务。对此，解决微观非系统性风险就是加强内部的各项安全管理以及通过对相应上市公司风险敞口实施商品期货的套期保值业务来规避；对于宏观系统性风险，

则要通过对各项政策影响程度的研究，采取利率期货、汇率期货、股指期货等风险对冲手段实现有效避险。只有上市公司的风险实现可控、追求风险最小化的前提下，才能实现市值最大化的核心目标，所以风险最小化和可控化是市值管理的又一基本目标。

（四）监管责任明确化

上市公司在实施市值管理的过程中，会采取一系列的价值经营手段的组合，这些价值经营手段对提升股票的市场认知度和提升股价等会带来直接的影响。那么在实施全面市值管理之前，必须明确上市公司实施市值管理的责任和义务，也必须明确监管层面的责任和义务，使得市值管理能够在阳光下公平、公正地对待每一位投资者。在已经公布实施的股份增持、股份转持、股份回购、大小非解禁及减持等办法基础上，2009 年 7 月 4 日国资委公布了《关于规范上市公司国有股东行为的若干意见》、《关于规范国有股东与上市公司进行资产重组有关事项的通知》以及《关于规范上市公司国有股东发行可交换公司债券及国有控股上市公司发行证券有关事项的通知》三个管理办法，这对推行上市公司全面市值管理制度扫清了法律的障碍，但是有关各方面的权利、责任、义务还是没有系统地阐明。在实施市值管理之前，必然还要出台类似于市值管理实施细则等办法，以达到全面推行市值管理制度的最终目的。

## 二、上市公司市值管理的根本目标

上市公司实施市值管理的根本目标在于维护资本市场的长期稳定发展，促进国民经济的健康有序发展，使得国民经济的证券化率保持在较为合理的水平，最终实现整个国民经济整体实力和国际竞争力的巨大提升。

（一）维护资本市场稳定发展

伴随着资本市场的发展和各项制度的完善，资本市场发展的机制和监管制度也在不断发展和完善，而市值管理制度的实施，必将推动上市公司发展的责任、义务的巨大转变和监管责任的进一步明确化，即未来有关资本市场的发展，在国家各项政策和制度的指导下，上市公司将承担更大的责任和义务，比如维护市场的稳定发展、市盈率的高低、救市与平抑市场等行为将逐步转移到上市公司通过市值管理手段来实现，国家和监管层面将处于在“三公”原则指导下的阳光监管，使得监管责任明确化、法制化、公开化。市场稳定发展是上市公司市值管理的根本任务之一。

（二）国民经济的证券化率保持在较合理的水平

伴随股权分置改革的成功和中国经济的持续增长，中国的证券市场得

到了快速发展，中国经济也开始了加速证券化的过程，一大批央企和民企通过 IPO 首发上市、资产注入、整体上市等实现了企业资产的证券化。例如中国石油、中国神华、中国建设银行、中国工商银行、中国银行、中国铝业、中国中铁、中国建筑等通过 IPO 实现了企业资产的证券化，而中国船舶、东方电机、西飞国际等通过整体上市实现了全部资产的证券化，华电能源、长江电力等通过资产注入实现了存量资产的证券化。2007 年中国经济证券化率一度突破 100% 达到 151%，即使目前（2009 年 10 月 22 日）也接近 100%。证券化率的提高意味着证券市场在国民经济中的地位越来越重要，是衡量一国经济证券化程度的重要指标。

中国经济加速证券化也是虚拟经济在中国日益发展的标志，是中国经济日益市场化的标志，也是金融日益深化的标志。虚拟经济是伴随实体经济的金融化而日益发展的，尤其是经济证券化的发展，使虚拟经济的发展呈加快之势，对实体经济的影响越来越大。但是经济证券化要有一个度，使得虚拟经济与实体经济达到最佳匹配与促进。也就是说，虚拟经济既不能过于膨胀而脱离实体经济的基础，也不能过于低迷拖累实体经济的发展，要使得经济证券化率保持在一个合理的水平。由于证券化率是总市值与 GDP 总值的比率，所以一定水平的证券化率，可以通过较低水平的总市值与较低水平的 GDP 总值来实现，也可以通过较高水平的总市值与较高水平的 GDP 总值来实现。从最佳匹配与最佳促进的角度来说，市值管理的根本目的在于证券化的合理水平是通过较高水平的总市值与较高水平的 GDP 来实现。

## 第二节　市值管理原则

围绕市值管理的讨论从 2005 年上半年至今一直没有停顿，推行市值管理的相关法律法规不断出台，市值管理正在由朦胧走向光明，例如在大小非解禁下的国有股减持办法、国有控股股东增持股份的管理办法、国有控股股东回购股份的管理办法、国有控股股东转持股份充实社保基金管理办法等。为推动国有资源的合理配置和有序流转，规范上市公司国有股股东行使股权行为，保护各类投资者合法权益，维护证券市场稳定，国务院国资委于 2009 年 7 月 4 日公布了《关于规范上市公司国有股东行为的若干意见》等通知。

《关于规范上市公司国有股东行为的若干意见》强调，要积极推进国有企业整体改制上市，有序推动现有上市公司资源整合；促进提高上市公

司质量，增强上市公司核心竞争力。国有股股东应当支持上市公司通过技术创新、资产重组、引进战略投资者等多种途径，不断做强做优；要严格规范与上市公司间的关联交易，推动解决同业竞争问题；要支持有退市风险及业绩较差的上市公司研究解决经营发展中存在的问题等。可见国资委等国家相关部委正在积极推进上市公司市值管理的进程。

然而有关市值管理应遵循哪些原则；如何在科学、合理、合法的前提下，充分运用国家的各项宏观与微观政策，达到政策效应的最优化；如何充分运用价值经营的各项手段，达到价值创造的最大化；如何充分运用风险规避手段和风险监控系统，达到风险可控化和最小化；如何在实现上市公司自身利益最大化的前提下，实现稳定市场的责任和目标等。所有这些都必须在一定的原则和理念指导下来完成。下面我们一起来探讨有关上市公司市值管理的相关原则。

## 一、上市公司市值管理的基本原则

2005 年 10 月 27 日修订的新《证券法》中明确规定了证券市场监管的目标和原则，即“规范证券发行和交易行为，保护投资者的合法权益，维护社会经济秩序和社会公共利益，促进社会主义市场经济的发展”。为此，在推进上市公司市值管理的过程中，为实现上市公司市值管理的目标，应当坚持以下原则：“三公”原则、诚信原则、透明度原则、市值最大化原则和自律原则。其中“三公”是市值管理原则中最基本、最核心的原则。

### （一）公开原则

公开原则是现代证券法的基础原则之一。根据公开原则，任何证券发行和交易都必须真实、准确、完整地披露与证券发行和交易有关的各种重要信息，避免任何信息披露中的虚假陈述、重大误导和遗漏，以保证证券投资者对所投资证券有充分、全面、准确的了解。证券投资价值和风险除受到政策、法律法规变动以及系统和市场因素影响外，主要取决于证券发行人的真实财务状况和经营状况。只有全面揭示与证券价值有关的各类信息，投资者才能够作出正确的投资判断。在进行市值管理的过程中，根据公开原则，上市公司实施的一系列价值经营手段的组合，必须按照监管的要求，全面履行信息披露义务，以有效防止各种证券违法行为，切实保护证券投资者的合法利益。

### （二）公正原则

公正原则是证券法的重要原则之一。在证券市场乃至整个市场经济

中，公正精神表现为对立法者、司法者、管理者权力的赋予与约束，表现为社会对市场行为的评价，即市场行为的公正性。公正原则是针对证券管理层行为而言，它要求证券管理监督机构及其工作人员行为必须公正，禁止欺诈、操纵以及内幕交易等一切证券违法行为。所以说，在上市公司进行市值管理过程中，需要公开披露的重大信息，监管部门必须做到公正，否则整个资本市场势必成为内幕交易、操纵市场甚至是钱权交易的场所，这必将侵害所有投资者的切身利益。

（三）公平原则

在证券市场上，证券投资者情况千差万别，有机构投资者，也有个人投资者；有资金和信息上的强者，也有资金和信息上的弱者。证券市场就是各类不同投资者及其利益结成的网。对于不同的证券投资者和市场参与者而言，如何平等地保护各种投资者利益，实现结果公平，显然极端重要。在市值管理领域，实现公平的途径是上市公司应该为各类投资者提供接触信息的同等机会，因为证券投资在一定程度上是依靠信息完成的交易。如果上市公司市值管理中的各种价值经营手段的组合被某些人知道并传播出去，造成内幕交易，势必影响到该上市公司市值管理的进程和广大投资者的利益。

（四）市值管理的诚信原则

诚信原则也称诚实信用原则，在民法中是指民事主体在从事民事活动时，应当诚实守信，以善意的方式履行义务，不得滥用权利及规避法律或合同规定的义务。同时，诚实信用原则不仅具有指导社会行为的功能，而且具有法律解释、法律补充和司法依据的功效。

在上市公司市值管理过程中，要求各类参与者必须遵守诚信原则。它至少具体表现为：按照市值管理的规定，上市公司应当真实、完整、及时、准确地进行信息披露，同时同等对待各中介机构；各中介机构应当严格按照善意原则履行审慎调查和保密义务；上市公司应善意从事市值管理活动，不能为谋取私利损害他人利益，操纵市场，欺诈客户或者散布虚假信息，破坏正常的市场秩序。

（五）市值管理的透明度原则

透明度（Transparency）原则是指上市公司市值管理过程中需要公告的信息要达到实时、全部、迅速公告的程度，它与证券市场上的信息披露制度直接密切相关。信息披露制度是保证证券市场基本原则之一的公开原则得以实施的具体体现。信息披露制度保证所有的投资者能够平等地获取与证券投资有关的一切信息，在充分了解情况的前提下作出正确的投资判

断，公平地参与交易和竞争。市值管理要求上市公司要具有良好的透明度，为树立相对独立的市场形象而设立自身的客观标准。

（六）市值最大化原则

上市公司市值管理的首要目标就是要实现市值的最大化。而实现市值最大化的途径很多，比如提高价值创造能力、提升价值经营能力、提升避险能力、提升政策效应等。不论上市公司采取哪一种市值管理手段，其最根本的动机就是要实现股东权益的最大化，实现上市公司总市值的最大化，最大限度地回报投资者。

## 二、上市公司市值管理的根本原则

证券市场的健康稳定发展是各个国家发展证券市场的共同目标，虚拟经济与实体经济的最佳匹配和促进是各国发展资本市场所追求的共同愿望。在进行市值管理过程中，努力实现资本市场稳定健康发展和虚拟经济与实体经济最佳匹配是上市公司市值管理的根本原则。

（一）稳定资本市场原则

在中国资本市场快速发展的现阶段，整个社会普遍认为，稳定资本市场发展的责任在于国家、在监管层面，而没有人认为最主要的责任人是上市公司。2009 年 7 月 4 日国资委颁布的《关于规范上市公司国有股东行为的若干意见》等三个管理办法中，明确了上市公司具有维护市场稳定和发展的责任与义务，这是上市公司市值管理的必然要求。市值管理制度实施后，上市公司将承担起维护市场稳定、维护市值处于合理水平、提升价值创造能力、提升政策分析运用效果、规避系统性风险与非系统性风险等多项职责。届时政府会把市场完全放开，使之真正市场化，监管部门只是从政策与监管的角度保证市场公开、公平、公正、有效率地运行，对市场实施客观有效的监管。所以说维护市场稳定发展是市值管理最根本的原则。

（二）虚拟经济与实体经济最佳匹配原则

市值管理的另一根本原则就是使得虚拟经济与实体经济达到最佳匹配与促进。在经历了 2007 年 8 月起源于美国次贷危机而引发的全球性金融危机之后，2009 年中国资本市场在国民经济实现 U 形反转、走出低谷的同时又有了新的发展，虚拟经济总值已经接近实体经济。在国资委即将推行的央企与民营企业进行的重大资产重组和国有大中型企业通过 IPO 、资产注入、整体上市等步伐的加快，中国以证券市场总市值为代表的虚拟经济总值将大大超过实体经济 GDP 的增长速度，证券化率可能会达到 150% ~

200%。那么在什么水平上的证券化率才算是最佳匹配？这是一个正在探讨的课题。过高的证券化率意味着经济泡沫化、资产泡沫化、股市泡沫化等，将直接影响到实体经济的有序健康发展。所以说，保持虚拟经济与实体经济的最佳匹配与促进是上市公司市值管理的根本原则和根本目标。

# 第三部分　市值管理实践篇

本篇主要是通过微观市值管理的一些手段，例如IPO首次公开募股、资产重组、资产注入、定向增发、借壳上市、整体上市、股权激励、吸收合并等在中国资本市场上进行市值管理的手段进行理论与实践的探讨，通过具体案例的实证分析，深入了解市值管理在资本市场的具体运作模式，让更多的上市公司了解如何实现市值管理方案的选择，在具体运作过程中，需要哪些中介机构进行配合，以实现市值管理实现机制的流程化、规范化，最终达到市值管理的目标。

# 第六章　价值经营模式之一

## 第一节　IPO 与市值管理

首次公开募股（Initial Public Offerings，IPO）是在中国资本市场各项法规制度完善的基础上实施的股票发行制度，在此之前多是以企业自主发行的内部股、区域发行的股票为主；而首次公开发行的方式有：1991 年和 1992 年采用限量发售认购证方式，1993 年开始采用无限量发售认购证方式及与储蓄存款挂钩方式，此后又采用过全额预缴款、上网竞价、上网定价、市值配售、网下向机构投资者询价配售等方式。在总结经验教训的基础上，目前国内新股发行方式主要采用上网定价发行、市值配售和询价配售等几种方式，体现了首次公开发行新股制度的不断完善。2009 年 6 月 25 日在暂停新股发行 9 个月之后开闸重新发行新股，按照网下配售与网上定价发行相结合的方式发行，同时实行了“国有股转持”，这对国家进行市值管理具有更深远的意义。那么，什么是首次公开发行新股？其作用在哪里？目前的发行方式如何？首次发行新股与市值管理有何关系？

### 一、IPO 的内涵

#### （一）IPO 的概念

IPO 是指企业通过证券交易所首次公开向投资者增发股票，以期募集用于企业发展资金的过程。一般地，一旦 IPO 完成后，该公司就可申请到证交所或报价系统挂牌交易。目前 IPO 的主要形式是上网定价发行、市值配售、询价配售 、网下配售与网上认购相结合的形式。

#### （二）IPO 的作用

为企业筹集资金的作用，通过 IPO 可以为证券市场上资金需求者筹集所需资金。这一功能的另一作用是为资金供给者提供投资对象。在证券市场上交易的任何证券，既是筹资的工具，也是投资的工具。在经济运行过程中，既有资金盈余者，又有资金短缺者。资金盈余者为了使自己的资金价值增

值，就必须寻找投资对象。在证券市场上，资金盈余者可以通过买入证券而实现投资；而资金短缺者为了发展自己的业务，就要向社会寻找资金。为了筹集资金，资金短缺者就可以通过 IPO 的形式来达到筹资的目的。

IPO 可以实现企业在资本市场上的定价，证券市场中 IPO 的第二个基本作用就是为资本决定价格。证券是资本的存在形式，所以，证券的价格实际上是证券所代表的资本的价格。证券的价格是证券市场上证券供求双方共同作用的结果。证券市场的运行形成了证券需求者竞争和证券供给者竞争的关系。这种竞争的结果是：能产生高投资回报的资本，市场的需求就大，其相应的证券价格就高；反之，证券价格就低。

IPO 可以实现资本的有效配置，证券市场的资本配置功能是指通过证券价格引导资本的流动而实现资本的合理配置的功能，首先是通过 IPO 来实现的。在证券市场上，证券价格的高低是由该证券所能提供的预期报酬率的高低来决定的。证券价格的高低实际上是该证券筹资能力的反映。而能提供高报酬率的证券一般来自那些经营好、发展潜力巨大的企业，或者是来自新兴行业的企业。由于这些证券的预期报酬率高，因而其市场价格也就相应高，从而其筹资能力就强。这样，证券市场就引导资本流向其能产生高报酬率的企业或行业，从而使资本产生尽可能高的效率，进而实现资本的合理配置。

（三）IPO 与市值管理的关系

IPO 是上市公司实施市值管理的重要环节。企业实施市值管理的手段很多，不论是上市前的股权投资、引进战略投资者、引进风险投资等，最终目的都是为了上市，特别是通过 IPO 上市，募集到企业发展所需的资金，在上市之后通过资本市场来实现企业自身的价值。IPO 是上市公司实施市值管理的第一个环节，然后通过其他市值管理手段，在资本市场实施全面的市值管理目标；同时 IPO 也是国家推行全面宏观市值管理的最重要步骤，对提升国际经济地位、有效控制风险等具有极大的促进作用。

## 二、IPO 首发上市市值管理的案例分析

下面是以工商银行 IPO 首发上市进行市值管理的案例分析。

（一）IPO 首发上市

2006 年 10 月 19 日，工商银行采用定向配售、网下询价配售与网上定价发行相结合的方式，以每股 3.12 元的价格成功地实现了 149.5 亿股股票的 IPO 首发上市，发行总市值为 466.44 亿元，募集资金净额为 455.79 亿元（见表 6－1）。



**图 6－1　2006 年 10 月 27 日工商银行 IPO 首发上市至 2009 年 10 月 28 日的走势图**

**表 6－1**

| 网上发行日期 | 2006－10－19 | 上市日期 | 2006－10－27 |
|---|---|---|---|
| 发行方式 | 定向配售、网下询价配售与网上定价发行 | 每股面值（元） | 1.00 |
| 发行量（万股） | 1 495 000.00 | 每股发行价（元） | 3.120 |
| 发行费用（万元） | 106 500.00 | 发行总市值（万元） | 4 664 400.00 |
| 募集资金净额（万元） | 4 557 900.00 | 上市首日开盘价（元） | 3.40 |
| 上市首日收盘价（元） | 3.28 | 上市首日换手率（%） | 37.81 |
| 上网定价中签率 | 3.2773 | 二级市场配售中签率 | — |
| 发行当年净利润预测（万元） | — | 发行当年实际净利润（万元） | — |
| 每股摊薄市盈率 | 21.6700 | 每股加权市盈率 | — |

（二）经营能力分析

从图 6－2 走势可以看出，2006 年工商银行成功地在中国 A 股市场——上海证券交易所上市后，公司的经营能力、业务范围、业务创新等各个方面均有较大幅度的提升，特别是每股的盈利能力有了一个飞跃式的提高。每股收益 2005 年为 0.15 元、2006 年为 0.17 元、2007 年为 0.24 元、2008 年在国际金融危机影响下实现每股收益 0.33 元，而 2009 年第一季度就达到了 0.11 元；每股净资产也有了一个较大的提升，2005 年为每股 1.04 元、2006 年为 1.4 元、2007 年为 1.61 元、2008 年为 1.81 元、2009 年第一季度为 1.91 元。

（三）股本结构变动

公司在成功地发行上市后，总的股本没有发生变化，但随着战略投资

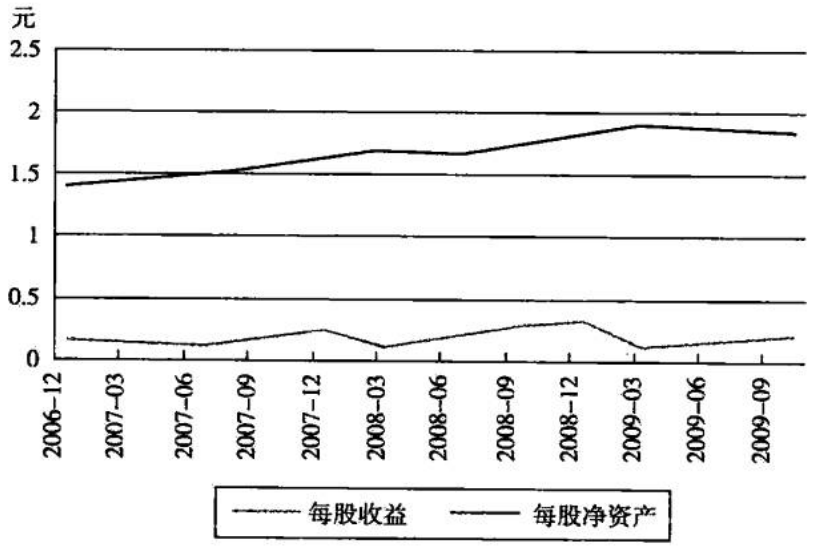



**图 6-2 工商银行每股收益和每股净资产变动图**

者最低持有期限的到达，上市首日的 683 078 万股实际流通 A 股，到 2008 年 4 月 28 日已经全部流通上市交易，2008 年 9 月 18 日起汇金公司开始不断地增持工商银行已经流通的 A 股。2009 年 10 月 27 日工商银行所有的 A 股和 H 股均全面上市流通，由此成为中国资本市场流通市值最大的上市公司（见图 6-3）。

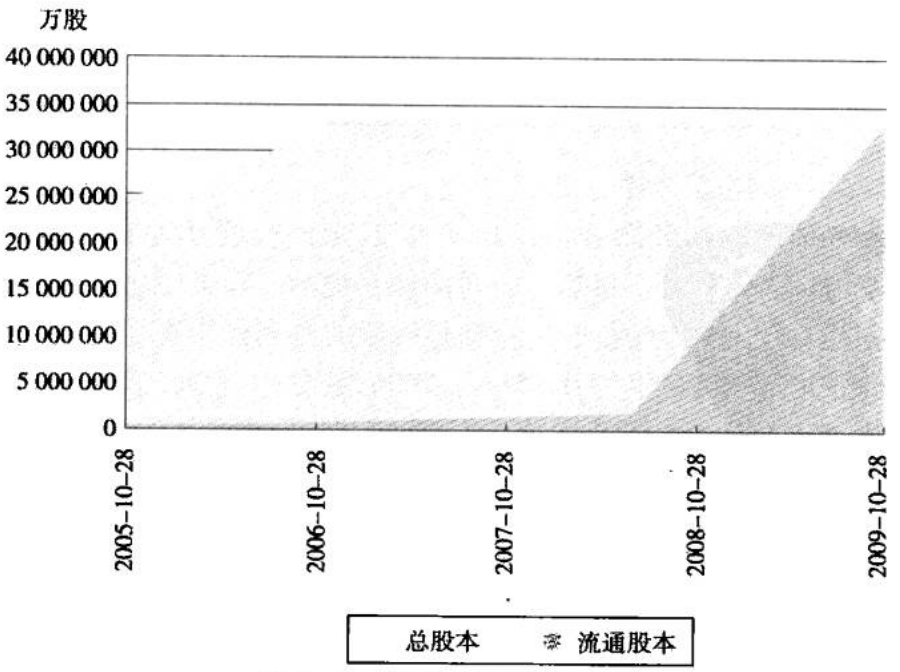



**图 6-3 工商银行股本变动图**

（四）业务创新情况

表6－2为工商银行2007年各项业务收入占主营业务的百分比，我们可以看出，资金业务占比达到16.85%，也就是说创新业务有了明显的提升。在英国、美国及中国香港地区，创新业务已经达到主营业务收入的60%～70%，而我国才刚刚开始这一方面的创新。未来公司在创新业务发展的基础上，各项业务必将有巨大的改善。

**表6－2　　工商银行业务收入构成**

| 项目名称 / 单位 | 营业收入（万元） | 占主营业务收入比例（%） |
|---|---|---|
| 公司银行业务（产品） | 12 488 300.00 | 49.14 |
| 个人银行业务（产品） | 8 617 400.00 | 33.91 |
| 资金业务（产品） | 4 281 600.00 | 16.85 |
| 其他（产品） | 28 400.00 | 0.11 |
| 总计（产品） | 25 415 700.00 | 100.00 |

（五）收购兼并

中国工商银行（601398）上市后，在业务创新领域屡出新招，在与南非标准银行签订收购20%股权的“协议安排及新股认购协议”、积极拓展海外市场的同时，也在积极快速地推进金融控股集团公司的步伐。

中国工商银行与标准银行集团有限公司（以下简称标准银行）于2007年10月25日签订了“协议安排及新股认购协议”（以下简称认购协议）。根据认购协议，工商银行将收购标准银行20%的股权。2007年10月25日，中国工商银行与标准银行还签订了“关系协议”。

本次交易的标的为收购标准银行实施日扩大后总股本的20%，其中10%为收购标准银行已发行的普通股（以下简称旧股），另外10%为认购标准银行向工商银行定向发行的新普通股（以下简称新股）。收购旧股和认购新股互为前提条件。本次交易完成后，工商银行将成为标准银行的第一大股东。

工商银行认购新股的价格为每股104.58兰特，相当于2007年10月23日前30个交易日（不包含2007年10月23日）普通股在约翰内斯堡证券交易所的成交量加权平均值；收购旧股价格为每股136兰特，相当于2007年10月23日前30个交易日（不包含2007年10月23日）普通股在约翰内斯堡证券交易所的成交量加权平均值加上约30%的溢价。新股和旧股综

合平均价格为每股120.29兰特，相当于2007年10月23日前30个交易日（不包含2007年10月23日）标准银行股票按成交量加权的平均价格加上约15%的溢价（按照2007年10月23日标准银行已发行的总股本1 371 931 513股为基础计算，本次交易的总对价为366.73亿兰特，约合409.45亿元人民币）。若本次交易完成前，标准银行已发行的普通股股本因标准银行的管理层或员工激励计划发行新普通股等原因而增加，工商银行收购的股份将随之增加，以使工商银行在本次交易完成后，持有标准银行实施日扩大后总股本的20%，本次交易的总对价也将相应增加。

中国工商银行股份有限公司已于2008年1月23日及2007年10月24日分别得到中国银行业监督管理委员会及南非储备银行对公司收购标准银行集团有限公司股份交易的批准，并已得到其他相关监管机构的批准。工商银行收购标准银行股份的交易已于2008年3月3日完成交割手续。工商银行所支付的总对价为36689744158.90兰特（约合33 814 524 519.37元人民币）。工商银行通过协议安排及认购方式收购了305 010 857股标准银行股份。于本公告日期，工商银行持有标准银行全部已发行股份的20%。

（六）业务创新

根据工商银行上市后的发展战略，日前工商银行成功地在香港设立了全资控股的投资银行，逐步涉及投资银行业务领域。至此，工商银行已经拥有控股的基金公司、证券公司等机构，同时拥有上海黄金交易所的做市商资格、上海期货交易所的自营商资格、黄金交割仓库及黄金进出口权的银行。伴随股指期货的上市及金融创新的加快，各类金融衍生产品基金的设立、经营也将落户于工商银行，工商银行正向着现代金融控股集团的方向大步前进。

（七）市值变动情况

如图6-4所示，2005年底，工商银行的总股本为2 480亿股，每股净资产为1.04元，总资产为2 579.2亿元；2006年10月19日成功实现IPO首发上市后，2006年12月31日工商银行总股本为3 340.1885亿股，收盘价为6.2元，总市值为20 709.17亿元，较上市前增长了702.93%；2007年12月31日收盘价为8.13元，总市值为27 155.73亿元，较上年底总市值增长了31.13%，而在2007年11月1日该股票达到了上市后的最高价格9元/股，总市值达30 061.7亿元，一度超过花旗银行而成为世界第一大银行；2008年12月31日收盘价为3.67元，总市值为12 258.49亿元，较年初下降了58%，而同期大盘下降了73%；2009年6月25日收盘价为5.74

元/股，总市值达 19 172.68 亿元，目前仍居世界第一大银行宝座。但从整个市值变动的幅度可以看出，我国上市公司即使是金融类上市公司，总市值仍然存在巨大的波动，缺乏稳定性，这主要是缺乏风险对冲工具所致，所以在股指期货和融资融券制度后，急需推行全面的市值管理制度。图 6－5 为工商银行总市值与流通市值的走势图，至 2009 年 10 月 27 日总市值与流通市值由于全流通而走向一致。



**图 6－4　2006 年 10 月 27 日工商银行 IPO 首发上市至 2009 年 10 月 28 日的走势图**

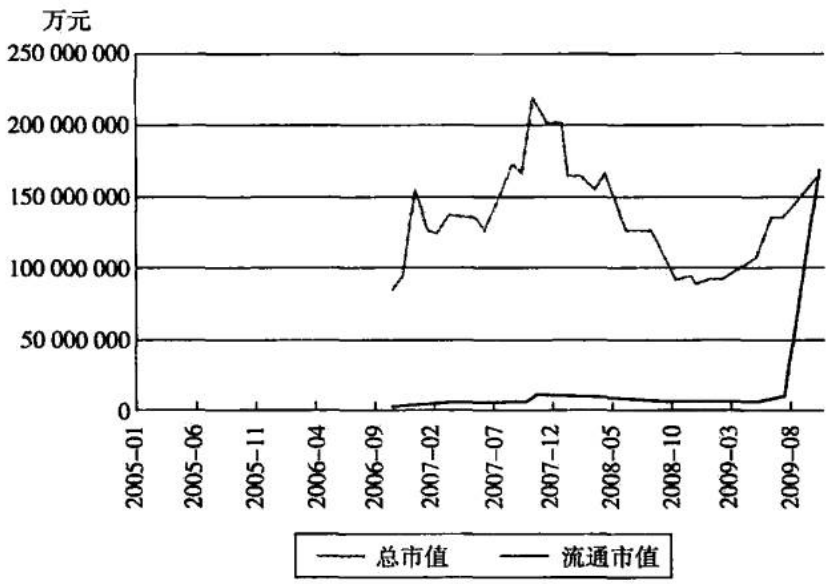



**图 6－5　工商银行总市值与流通市值变化图**

## 第二节 定向增发与市值管理

定向增发是中国资本市场发展到2007年这一新的历史时期，为了控股股东的整体或部分资产上市、为了改善企业的经营环境、为了解决企业生产发展或并购重组所需资金，以达到优化股权结构、优化资产结构、优化法人治理结构等目的而实行的一种创新模式的增发方案。定向增发有利于企业顺利、便捷地解决所需资金及部分资产上市，减少了上市审批、发行的流程，提高了整个资本市场的效率。

### 一、定向增发的内涵

1. 定向增发的概念

所谓上市公司定向增发，是指在上市公司收购、合并及资产重组中，上市公司以新发行一定数量的股份为对价，取得特定人资产的行为。而定向则是指上市公司在增发股票时，其发行的对象是特定的投资者。

在一个成熟的证券市场中，上市公司总是在股票价值与市场价格相当或被市场价格高估时，实施增发计划；而在股票价值被市场价格低估时实施回购计划，这才是遵循价值规律、符合市场经济逻辑的合理增发行为。因为在市场价格低于股票价值时实施增发，对公司原有股东无异于是一次盘剥，当然对二级市场中小投资者的利益和投资信心都是一种伤害。

2. 定向增发的优势

定向增发极有可能给上市公司的业绩增长带来立竿见影的效果；定向增发有利于引进战略投资者，为公司的长期发展打下坚实的基础；定向增发也改变了以往增发或配股所带来的股价压力格局，这是因为定向增发有点类似于“私募”，不会增加对二级市场资金需求，更不会改变二级市场存量资金格局。另外，因为定向增发的价格往往较二级市场价格有一定溢价，这也有利于增强二级市场投资者的持股信心。

3. 定向增发的特点

定向增发和公开增发都是新股的增量发行，对其他股东的权益有摊薄效应，但二者有重大区别：

（1）定向增发的目的是为了进行重组和并购，而不是从公众投资者手中筹资。

（2）定向增发的对象是特定人，而不是广大社会公众投资者。

（3）定向增发的对价不限于现金，还包括非现金资产（包括权益）、

债权等，而公开增发必须以现金认购。

（4）由于特定人不同于社会公众投资者，不需要监管部门予以特殊保护，定向增发的条件可不受《公司法》关于三年连续盈利及发行时间间隔的限制。

（5）定向增发不需要承销，成本和费用相对较低。

（6）市场对定向增发与公开增发的反应不同。通过定向增发置入的主要是有连续盈利记录的经营性资产，从而挽救困境上市公司，或使优势上市公司实现良性扩张，增发行为容易得到投资者认同；而在公开增发的情况下，投资者往往对上市公司“高价圈钱”不满。

4. 定向增发的作用

定向增发是上市公司重组、收购、合并的重要工具。定向增发制度推出后，将涉及资产重组、收购、吸收合并、股份回购等方面。定向增发与资产重组：定向增发导致资产的注入或债务的解除，因此，所有的定向增发同时又是上市公司的资产重组，这是同一枚硬币的两面。

定向增发与上市公司收购：定向增发的主要目的之一就是为了促进上市公司收购，许多定向增发会涉及上市公司收购问题。当初大众交通向大众科创定向增发法人股时，就隐含了这层意图，实际上也的确成功地使跃跃欲试的收购者望而却步。

定向增发与吸收合并：定向增发曾经是上市公司吸收合并未上市公司的主要手段，今后也将是上市公司通过企业兼并进行扩张的重要工具。

5. 上市公司实施定向增发的动机

利用上市公司的市场化估值溢价（相对于母公司资产账面价值而言），将母公司资产通过资本市场放大，从而提升母公司的资产价值。

符合中国证监会对上市公司的监管要求，从根本上避免了母公司与上市公司的关联交易和同业竞争，实现了上市公司在财务和经营上的完全自主。

对于控股比例较低的集团公司而言，通过定向增发可进一步强化对上市公司的控制。

对国企上市公司和集团而言，减少了管理层次，使大量外部性问题内部化，降低了交易费用，能够更有效地通过股权激励等方式强化市值导向机制。

时机选择的重要性。当前上市公司估值尚处于较低位置，此时采取定向增发对集团而言，能获得更多股份，从未来减持角度考虑，更为有利。

定向增发可以作为一种新的并购手段，促进优质龙头公司通过并购实现成长。而在全流通环境下，大股东通过定向增发向上市公司注入资产

后，其权益比例不降反升。同时，根据新的规定，定向增发的股份对控股股东增发的部分3年之内就可以流通。鉴于资本市场目前的低位和对市场未来普遍良好的发展预期，控股股东尤其是拥有较优质资产的控股股东有强烈的动机向公司注入优质资产以实现资产的价值最大化，这也是目前相当多的上市公司谋求定向增发的深层次原因。同时，考虑到大股东所持有的定向增发的股份3年之内才能够流通，大股东实现自己价值的最大化将是一个持续的过程而非瞬间完成。为了确保股权变现利益最大化，大股东将不得不考虑所注入资产的中线持续盈利能力。因此，我们可以认为，在控股股东与中小股东信息不对称的情况下，实施定向增发的公司至少在大股东所持有股份到期的时间段里有较强的提升公司市场价值的内在动力，从而可以使中小股东分享公司价值的成长。

## 二、定向增发的案例分析

下面以海通证券借壳上市、定向增发来说明定向增发对市值管理的作用。



**图6-6 海通证券2009年10月28日前的走势图**

**表6-3**

| 最新主要指标 | 2009-06-29 | 2009-03-31 | 2008-12-31 | 2008-09-30 | 2008-03-31 |
|---|---|---|---|---|---|
| 每股收益（元） | — | 0.1200 | 0.4000 | 0.3200 | 0.2200 |
| 每股净资产（元） | — | 4.8300 | 4.6600 | 4.5900 | 9.0000 |
| 净资产收益率（%） | — | 2.5100 | 8.6000 | 7.0300 | 2.4200 |
| 总股本（亿股） | 82.2782 | 82.2782 | 82.2782 | 82.2782 | 41.1391 |
| 实际流通A股（亿股） | 40.0242 | 37.5257 | 37.5257 | 2.3386 | 1.1693 |
| 限售流通A股（亿股） | 42.2540 | 44.7525 | 44.7525 | 79.9396 | 39.9698 |
| 最新指标变动原因 | 限售股上市 | | | | |

1. 海通证券借壳上市的换股吸收合并方案

2006 年 12 月 28 日，上海市都市农商社股份有限公司与海通证券股份有限公司（简称海通证券）签署“上海市都市农商社股份有限公司与海通证券股份有限公司之吸收合并协议书”，本公司（指上海市都市农商社股份有限公司，下同）拟通过换股方式吸收合并海通证券股份有限公司，具体方案为：本公司向光明集团转让全部资产及负债的同时，换股吸收合并海通证券，换股比例的确定以双方市场化估值为基础。海通证券的换股价格以财务顾问报告确认的合理估值为基准确定为每股 2.01 元人民币；本公司的换股价格以 2006 年 10 月 13 日的收盘价为基准确定为每股 5.80 元人民币，由此确定海通证券与本公司的换股比例为 1:0.347，即每 1 股海通证券股份换 0.347 股本公司股份。海通证券在本次合并前的股份总数为 8 734 438 870 股，换为本公司的股份 3 031 000 000 股。本次合并完成后本公司的股份总数将增加至 3 389 272 910 股。

海通证券自合并基准日（2006 年 9 月 30 日）起至吸收合并协议书及其附件生效日形成的损益，扣除海通证券为实施合并所应承担的税费及其他成本开支、费用后，均由本公司及存续公司（存续公司指本公司于合并登记日及其后的存续实体公司）享有或承担。此外，本公司自合并基准日起至 2006 年 12 月 31 日实现的税后利润，在扣除向光明集团出售转让资产所实现的税后利润及按章程规定提取法定公积金后的可供股东分配利润，由本公司原股东（不包括海通证券股东）享有，除此之外，本公司于 2007 年 1 月 1 日起至本次合并协议生效之日实现的可供股东分配的利润，由合并后的本公司及其存续公司全体股东（包括海通证券股东）享有。

本次吸收合并海通证券行为获得本公司股东大会、海通证券股东大会审议通过并报送中国证监会、国务院国有资产监督管理委员会批准或核准后实施。

本次交易完成后，海通证券原法人主体资格将被注销，其全部业务、资产与负债由本公司承继，存续公司将依法申请承接海通证券相关经营资质，申请变更名称为海通证券股份有限公司，并变更公司注册地址。

2007 年 6 月 9 日公告，上海市都市农商社股份有限公司重大资产出售暨吸收合并海通证券股份有限公司的申请已经中国证券监督管理委员会有关文件核准。

上海市都市农商社股份有限公司本次吸收合并海通证券股份有限公司现金选择权实施股权登记日为 2007 年 6 月 15 日。行使现金选择权的股份将由第三方上海市农工商投资公司支付现金对价，相应股份也将过户给第

三方，并由第三方持有。

现金选择权价格为每股5.80元，申报期间为2007年6月18日至22日。

由于至本公告发布之日前的一个交易日公司股票的收盘价格远高于行使现金选择权的价格，若投资者行使现金选择权，将可能导致较大亏损。请投资者慎重判断行使现金选择权的风险。

公司吸收合并海通证券现金选择权申报期间为2007年6月18日至22日，在此期间，没有投资者申报行使现金选择权。

2007年6月22日，公司与海通证券完成了“吸收合并协议书”项下所合并资产、业务及职工的交接手续。截至2007年6月29日，海通证券原股东所持有的海通证券股份已换股折算为公司股份，并已在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完毕股权登记手续，公司股份总数已变更为3 389 272 910股，其中：有限售条件流通股为3 272 343 291股，无限售条件流通股为116 929 619股。

2. 股本变动情况

海通证券成功地实现借壳上市之后，股份公司的股本结构也发生了巨大变化（如图6-7所示）：2007年6月29日实施吸收合并的方式完成了借壳上市的第一步，总股本由原来的35 827.29万股变为338 927.29万股，流通股本没有发生变化；2007年11月20日公司采用定向增发的方式，以每股35.88元的价格向8家特定投资者发行72 460万股，共募集资金净额259.02亿元，使得海通证券的净资本由52亿元提升到310亿元，股本总额也升至411 391.06万股，居行业第二位；2008年5月23日实施每10股送10股的分配方案，使得总股本增加至822 782.12万股。

3. 经营状况分析

海通证券实施借壳上市之后，公司的经营能力得到巨大的提升（如图6-8所示）：2006年12月31日公司每股净资产仅为0.42元，每股收益0.05元；2007年6月30日吸收合并海通证券之后，公司每股净资产达到1.97元，每股收益0.6元；2007年12月31日公司实施定向增发之后，公司每股净资产达到8.90元，每股收益1.58元；至2008年3月31日，海通证券的公司每股净资产已经达到9.00元，每股收益0.22元；2009年6月30日的第二季度报表显示，公司每股净资产为4.95元，每股盈利为0.3元。可见公司的各项经营能力得到巨大的提升。

4. 市值变化情况

2007年6月29日公司以“吸收合并”的方式成功地实现借壳上市，

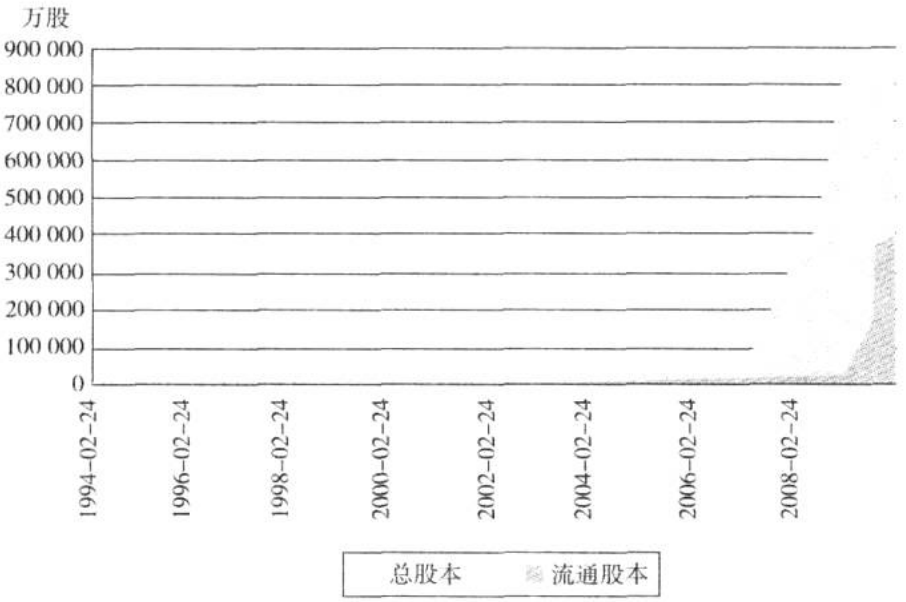



**图 6-7　海通证券总股本与流通股本变化图**

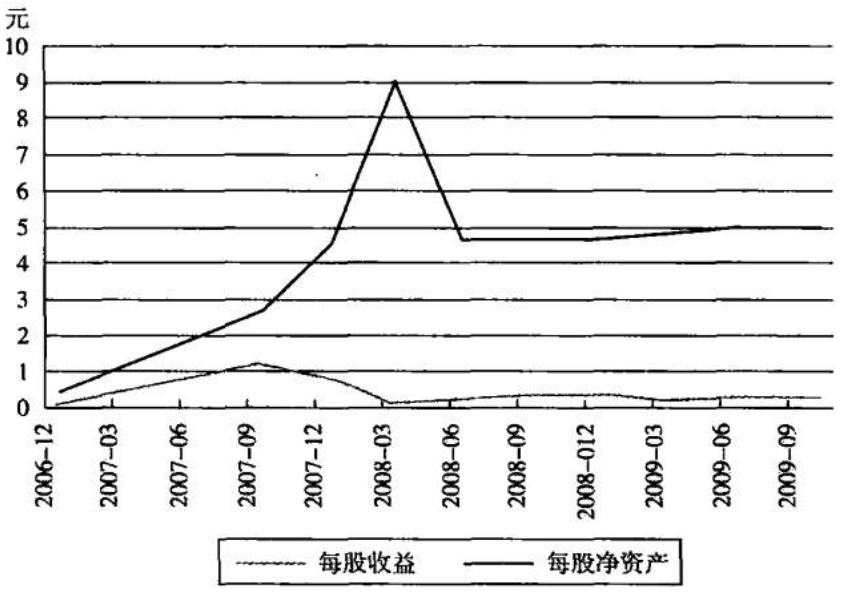



**图 6-8　海通证券盈利能力变化图**

2006 年 10 月 13 日收市后开始停牌公布重组的重大事项，此时公司的总股本为 35 827.29 万股，每股价格为 5.8 元，总市值为 20.7798 亿元；2007 年 6 月 28 日该股收盘价为每股 40.01 元，总股本 338 927.29 万股，总市值为 1 356.048 亿元，增值幅度达到 65.26 倍；2007 年 11 月 20 日实施定向

增发后，该日收盘价为每股58.34元，总股本为411 391.06万股，此时总市值为2 400.055亿元，较半年前增加了76.99%，而较2006年10月13日的20.7798亿元增加了115.5倍；2008年6月6日，该股票实施每10股送10股方案后，收盘价为每股26.33元，总股本为822 782.12万股，此时总市值为2 166.385亿元；2009年6月25日，该股收盘价为每股16.33元，总股本为822 782.12万股，此时总市值为1 350亿元（如图6－9所示）。

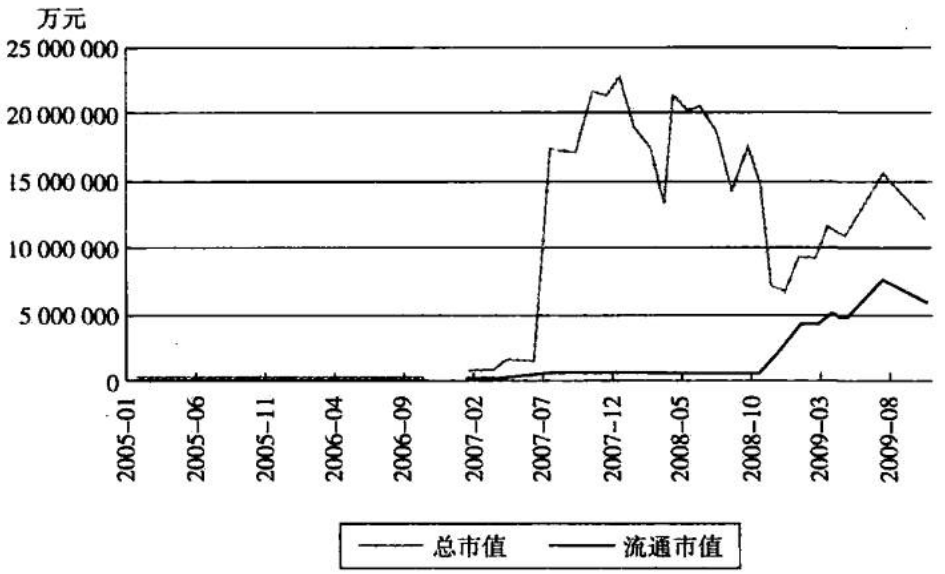



**图6－9 海通证券总市值与流通市值走势图**

5. 总结

从以上海通证券以买壳、换股、吸收合并的方式成功地实现在A股市场上市后，又通过定向增发的方式向8家公司定向增发，极大地改善了上市公司的经营能力，提升了各项指标，且总市值在不断地增加。到2008年6月6日，该股票的总市值较借壳上市之前增加了104.25倍。而市盈率目前仅仅为26倍左右。然而由于国际国内金融市场的动荡，该股票的价格也一直处于剧烈的震荡之中，市场缺乏一种行之有效的风险对冲工具。如果股指期货、融资融券实施后，该公司通过融资融券、股指期货的套期保值操作会推动公司稳健发展且会给该上市公司带来巨大的收益，那么公司的市值又将如何演绎？这也是中国证券市场未来发展趋势和市值管理逐步推进的一个关键问题。

# 第三节 整体上市与市值管理

我国资本市场诞生的初期，对股票发行实行额度管理。这样一些企业由于上市额度的限制，不得不进行资产剥离，将一小部分优质资产注入上市公司，而将大部分资产保留在集团控股公司。随着发行制度的改革发展以及股票市场发展的需要，为了最大限度地规避关联交易，实现控股集团公司全部资产的流动，满足市场对公司做大做强的需求，于是在原本分拆上市的基础上，通过定向增发、资产注入等手段，逐步实现集团控股公司资产的整体上市，这也是搞活控股股东资产、落实市值管理制度的一大举措，也是振兴资本市场的重大改革。

## 一、整体上市的内涵

1. 整体上市的概念

一个股份公司想要上市必须达到一些硬性的会计指标。为了达到这些指标，股东一般会把一个大型的企业分拆为股份公司和母公司两部分，把优质的资产放在股份公司，一些和主业无关、质量不好的资产（如食堂、幼儿园、亏损的资产等）放在母公司，这就是分拆上市。股份公司成功上市后再用得到的资金收购自己的母公司，称为整体上市。

2. 实现整体上市的模式

通过整体改制后首次公开发行上市的方式，如中国石化、中国石油整体改制后整体上市。

借助其控股的上市公司，以吸收合并或资产重组的方式实现经营性资产的整体上市，如 TCL 集团的吸收合并方式，武钢集团、宝钢集团的增发收购方式。这些方式从本质上来讲是一种融资行为，但具体操作方法有所区别。TCL 集团先是吸收合并了旗下的上市子公司 TCL 通讯，再通过与 TCL 通讯置换股权首发上市，集团公司是融资的主体；武钢股份采取先增发股份，然后用募集的资金购买集团主要经营性资产的方法，最后将这些资产注入上市公司，实现资产的整体上市，上市子公司是融资主体。宝钢则与武钢的模式相同。

3. 整体上市的意义

整体上市有利于改善公司的经营环境，避免内部关联交易；有利于提升公司的经营实力；通过定向增发实现整体上市有利于提升经营能力，改善经营状况；有利于国有资产的全流通以及保值增值；有利于提升公司的

总市值。

## 二、整体上市的市值管理案例分析

下面以中国船舶借壳沪东重机为例，说明整体上市在市值管理中的应用。

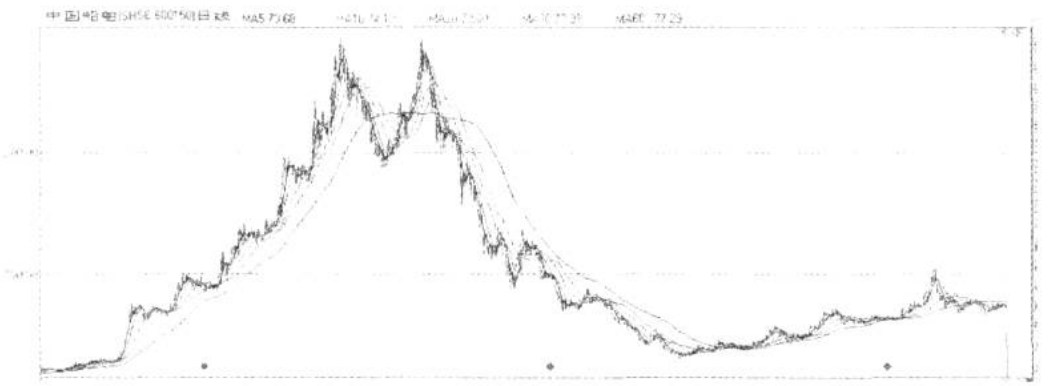


**图 6－10 中国船舶股票走势图**

1. 沪东重机（600150）IPO 介绍

**表 6－4 沪东重机 IPO 情况表**

| 网上发行日期 | 1998－04－20 | 上市日期 | 1998－05－20 |
|---|---|---|---|
| 发行方式 | 上网发行 | 每股面值（元） | 1.00 |
| 发行量（万股） | 7 000.00 | 每股发行价（元） | 3.830 |
| 发行费用（万元） | 787.00 | 发行总市值（万元） | 26 810.00 |
| 募集资金净额（万元） | 26 023.00 | 上市首日开盘价（元） | 7.00 |

2. 最新经营情况指标

图 6－11 为中国船舶整体上市以来每股收益和每股净资产的走势图，可见公司的各项经营指标均得到了极大的改善，特别是净资产和盈利能力的提升。

3. 定向增发

2007 年 9 月 26 日沪东重机（600150）通过向母公司中国船舶以定向增发的方式实现了母公司中国船舶的整体上市。具体方案如下：

每股 30 元发行价远低于目前股价，8 家机构认购股份均锁定为 36 个月。

中国船舶于 2007 年 9 月 26 日对外公布了公司非公开发行股票的发行结果，从中可以看到，超低价以及超长锁定期是中国船舶此次非公开发行

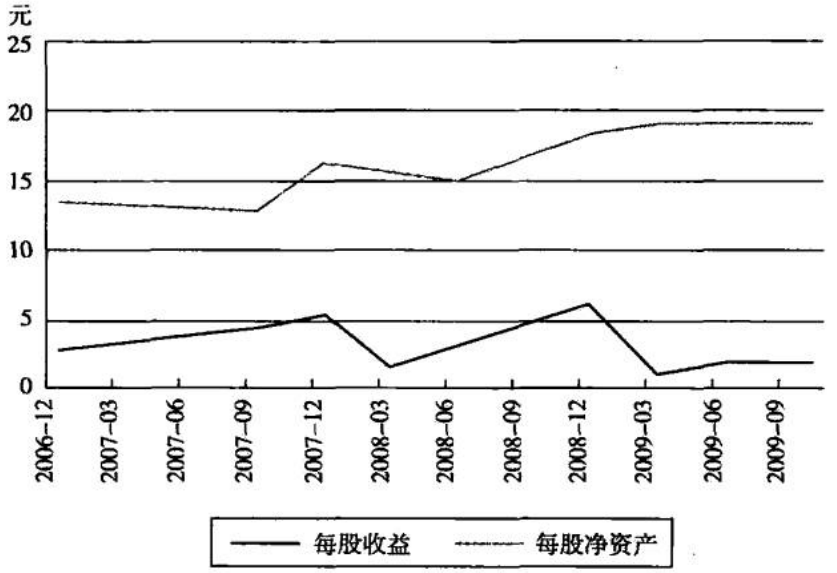



**图 6－11　中国船舶盈利能力变化图**

的两个“特色”。

中国船舶公告称，本次增发共发行 4 亿股，发行价格为 30 元/股，共募集现金 30 亿元（包括发行费用），其他增发股以资产认购。除公司控股股东中国船舶工业集团认购 26 472.569 万股外，宝钢集团、上海电气（集团）总公司、中船财务有限责任公司、中国人寿保险（集团）公司、中国中信集团、中国海洋石油总公司以及全国社保基金五零四等组合分别认购 3 763.7155 万股、3 263.7155 万股、1 000 万股、500 万股、4 000 万股、500 万股和 500 万股，锁定期均为 36 个月。

从资产认购情况看，中船集团持有的用以认购本次新股的资产包括上海外高桥造船有限公司 66.66% 的股权、中船澄西船舶修造有限公司 100% 的股权及广州中船远航文冲船舶工程有限公司 54% 的股权；宝钢集团用以认购的资产为其所持有的外高桥 16.67% 的股权，上海电气用以认购的资产为其所持有的外高桥 16.67% 的股权。

除上述使用资产认购本次发行的股份外，中船集团以现金认购 3 000 万股，中船财务以现金认购 1 000 万股，中信集团以现金认购 4 000 万股，而宝钢集团、中国人寿集团、中海油总公司和社保理事会分别以现金认购 500 万股，中国船舶总计募集现金 30 亿元，扣除发行费用后，募集现金 29.41 亿元。

据发行情况报告书，此次募集现金将投资于以下项目：上海外高桥造船有限公司二期工程项目，投入募资 4 亿元；上海外高桥造船有限公司海

洋工程及造船扩建项目，投入募资 12.22 亿元；上海沪临金属加工有限公司一期工程建设项目，投入募资 10.10 亿元；中船澄西船舶修造有限公司十七万吨级浮船坞工程建设项目；投入募资 3.5 亿元；中船澄西船舶修造有限公司冷作车间扩建改造项目，投入募资 0.18 亿元。

4. 股本变动状况

从表 6－5 和图 6－12 可以看出，公司的股本在定向增发之前没有发生变化，随着股权分置改革的完成，股本结构发生了变化；随着定向增发的完成，总股本和流通股本均发生了变化（见表 6－5）。

**表 6－5** 单位：万股

| 项目 \ 日期 | 2009－06－03 | 2008－12－31 | 2007－12－31 | 2006－12－31 |
|---|---|---|---|---|
| 总股本 | 66 255.65 | 66 255.65 | 66 255.65 | 66 255.65 |
| 流通 A 股 | 66 255.65 | 66 255.65 | 66 255.65 | 66 255.65 |
| 实际流通 A 股 | 14 685.27 | 14 685.27 | 13 477.81 | 10 164.00 |
| 限售的流通股 | 40 000.00 | 51 570.38 | 52 777.85 | 16 091.65 |
| 暂锁定人民币普通股 | 11 570.38 | — | — | — |

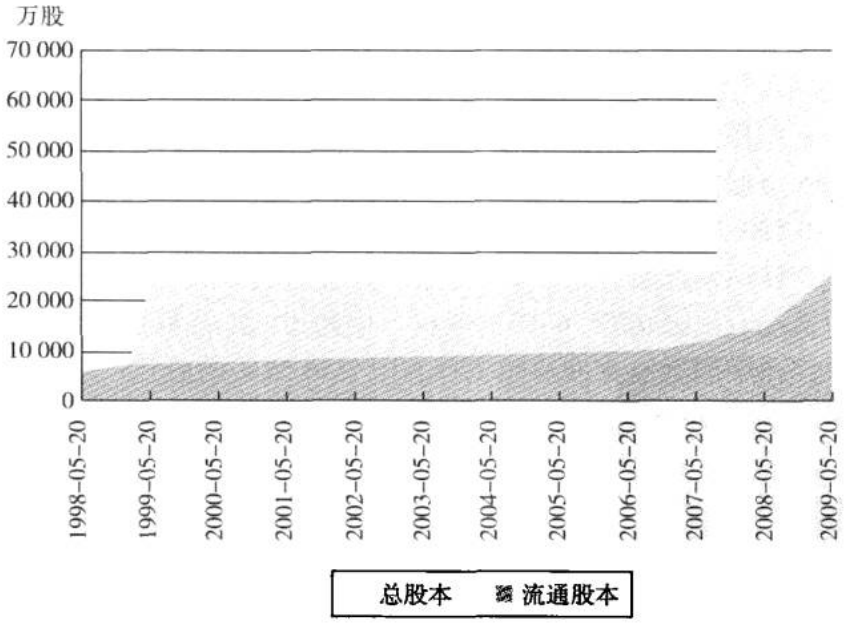



**图 6－12 中国船舶总股本与流通股本变化图**

5. 股权分置改革方案

对价方案：每 10 股获得 3.2 股

实施前总股本（万股）：24 149.31　实施后总股本（万股）：24 149.31

实施前流通A股（万股）：7 700.00　实施后流通A股（万股）：10 164.00

限售流通股（万股）：13 985.31

保荐机构：中信万通证券有限责任公司

6. 总市值变化分析

2005年11月30日，完成股权分置改革，该日公司总股本为24 149.31万股，每股收盘价为7.95元，总市值为19.199亿元；2006年8月30日增发后，公司总股本为26 255.65万股，每股收盘价为20.43元，总市值为53.64亿元，较之2005年11月30日增加了179.4%；2007年9月26日完成定向增发、整体上市后，总股本为66 255.65万股，每股收盘价为258.08元，总市值为1 709.925亿元，较之2005年11月30日增加了89倍；2007年12月31日收盘价为249.74元，总市值为1 654.67亿元，较之2005年11月30日增加了86.5倍；2008年6月6日收盘价为每股97.27元，总市值为644.47亿元，市盈率为15倍；2009年10月22日该股总市值为482亿元、流通市值为195亿元，市盈率为20倍（见图6-13）。

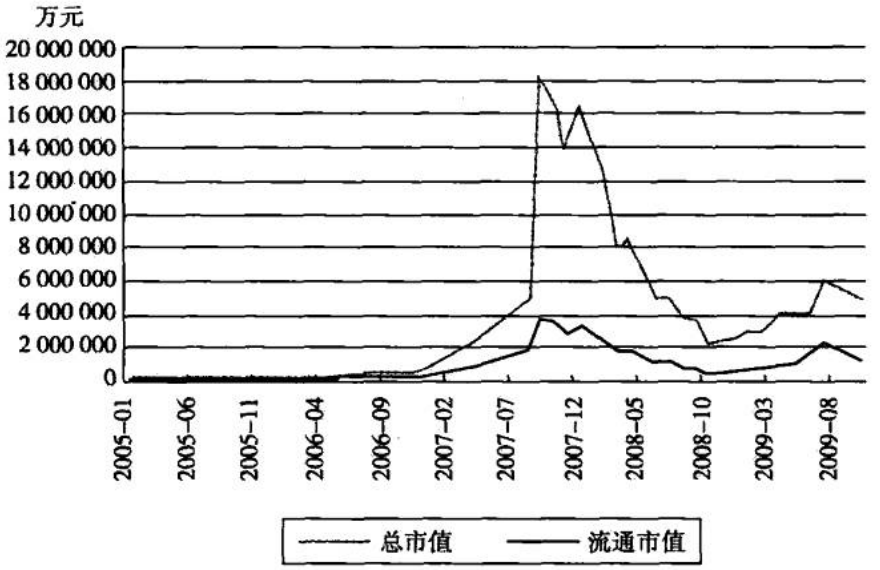



**图6-13　中国船舶总市值与流通市值走势图**

可见，上市公司由于缺乏风险对冲手段而导致总市值发生剧烈的波动。因此，市值管理需要远期、期权、商品期货、股指期货等一系列对冲风险的价值经营手段进行财富的保护，同时也需要一系列的证券市场上的价值经营手段的有效组合应用，更需要良好的市值管理环境。

# 第四节 资产注入与市值管理

资产注入是中国资本市场发展到2007年这一新时期，上市公司国有控股股东为了推进市值管理、实现国有资产部分或全部上市的一个重大举措。由于注入资产质量优良，马上能够见到效益，同时原国有控股股东资产又可以上市流通等优越性，在很大程度上改善了原上市公司的经营业绩，极大地提升了上市公司的总市值。资产注入是资本市场发展新时期进行市值管理的重要手段。

## 一、资产注入的内涵

由于将优质资产注入上市公司，而且大部分是基于市场价定向增发来完成，使得公司的股权结构、资产状况、盈利能力、市场认知度等方面都有了一个很大的改善，这为上市公司控股股东实现集团资产的上市提供了一个新的途径，也为改善上市公司的经营状况提供了一个新的平台，更为市值管理探索了一条新的途径。

### （一）资产注入的概念

资产注入通常是上市公司的大股东把自己的资产出售给上市公司。原则上注入的资产应该质量较高、盈利能力较强、与上市公司业务关联比较密切，这样有助于提升上市公司业绩，所以市场反应会提升股价。同时也可能是上市公司发起人（自然人或公司）的另外一些非上市的资产注入上市公司中去，如某上市公司发起人共有3家公司，但只有其中一家公司上市，现发起人可把剩下的两家未上市公司的资产注入上市公司去，但注入前需通过相应的法律程序和股东大会表决。

### （二）资产注入方式

股权分置改革结束后，我国资本市场进入到全流通时代。在全流通环境下，资本市场收购兼并以及优化资源配置的功能日益得到强化，而资源配置功能的强化将势必催生市场中最优质的资产实现资本化。除了以IPO形式实现场外优质资产资本化以外，资产注入与整体上市则成为场外优质资产实现资本化的另外的重要方式。基于大集团资产整合、优质资产注入上市公司带来的上市公司盈利增长与价值重估所形成的企业外延式扩张，相较于企业自身的内生性增长，将会更加明显、直观，更容易为投资者理解与接受，也更加受到市场青睐。目前，优质资产注入上市公司的方式主要有以下几种。

1. 以注入优良资产作为股改对价的一部分。此种资产注入的重组方式大多出现于业绩较差公司。作为支付股份对价之外的一种附加形式，资产注入对价增加了此类上市公司股改成功的胜算。比如＊ST 华发，股改对价为每 10 股获得 1.5 股，同时中恒集团将保丽龙和整机组装业务相关资产注入上市公司并进行业务整合，该股复牌后应有所表现。

2. 定向增发或自有资金收购大股东优质资产，如南山实业、云南铜业。

3. 大股东通过资产置换偿还历史欠款，如交大博通、中国武夷。

4. 借壳上市，如广发证券拟借壳延边公路、海通证券借壳都市股份等。

5. 通过吸收合并的 IPO 方式引入新的上市公司资产，如上港集箱。

6. 控股股东变更所引起的优质资产注入，如中粮地产。

（三）资产注入目标

1. 实现主业化，就是突出这个公司的主营业务，做大它的主营业务。这里谈的例子都不涉及对它股价的评价，只是对它模式的描述。例如东方炼金，利用东方炼金的平台，把东方电器集团的主营业务装进去，把它做成国内一流的电金制造企业。

2. 实现专业化，不同的主业分类打包，模块化整体上市。因为有些央企由于历史的因素，一个集团里本身包含有很多种不同类、不同领域的业务。如果包装到一个上市公司，上市后主业就可能不突出。另外一种模式是把不同的主业分类打包，装到上市公司里。比如中粮集团，它的粮食销售装入了中粮国际，这是在香港上市的。它的粮食装入了中粮控股，食品制造装入了中粮控股，它的地产业务是中粮地产。它是把它旗下的不同领域的资产分别装入每一个上市公司，然后把这一个上市做大成为这一个领域的领头羊。

3. 实现一体化，把工业产业链纵向立体。这里的例子是一汽集团，实际上媒体已经有所报道，总的思路就是把整个汽车制造的产业链全部选择一个平台。把一汽轿车做一个平台，把整个汽车制造的产业链装进去，使得一汽轿车成为一个完整的强大的汽车制造企业。

（四）资产注入的意义

资产注入的意义之重大可以跟股改的意义重大相提并论，理由是股改改变了股权结构，而资产注入改变了资本结构。只有构建好完善而强健的股权结构和资本结构的“双轮”才会使中国股市真正地强大起来，才能走得更远更广阔。至今，市场涌现了一批像贵州茅台、烟台万华这样高成长、高回报的上市公司。今后，有可能资产注入的上市公司会给公司带来

持续的高成长，也会给予投资者更高的回报。

资产注入为上市公司的发展带来了历史的机遇。资产注入对上市公司的益处是显而易见的，主要体现在利润增厚效应和协同效应上。从短期说，资产注入对上市公司能产生一次性的利润增厚效应，其大小主要受到注入资产的盈利能力与规模、定向增发价格与注入资产的评估价等各方面因素的影响。由于历史的原因，我国资本市场的规模还很小，大部分资产和利润还没有纳入到上市公司中来。据估算，假设未来还有1/3利润通过资产注入形式进入上市公司，就将导致上市公司利润总额翻倍。

从长期说，资产注入能够改善公司治理，发挥协同效应，提升上市公司投资价值。上市公司通过向大股东定向增发实现资产注入，本质上是一种并购活动，追求的是新增资产与上市公司原有资产之间的协同效应。协同效应首先体现在资产整合之后的产业链延伸以及一体化效应；还表现在减少关联交易，改善公司治理，提升市场对上市公司的估值水平等诸多方面。因此，资产注入虽然只是上市公司的一种外延式扩张，但由此引发的协同效应却能够带动上市公司的内生性增长，给上市公司带来的良好发展前景。

## 二、资产注入的市值管理案例分析

以中国神华（601088）IPO及资产注入为例说明资产注入对市值的影响。

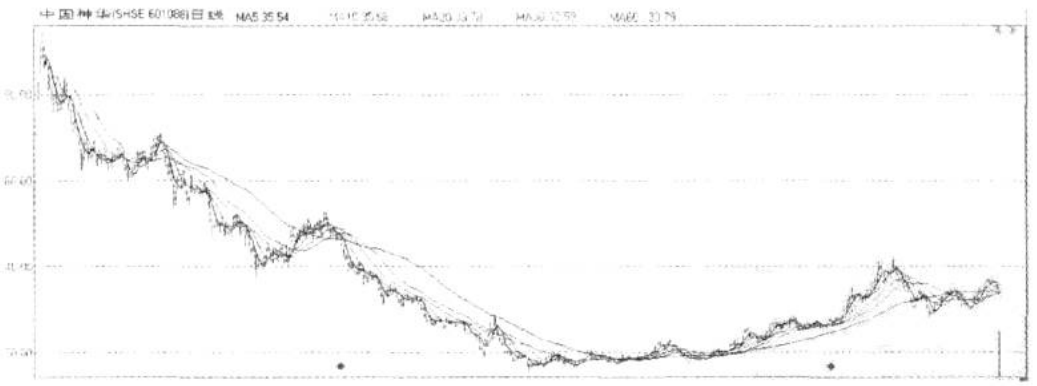


**图6-14 中国神华（601088）走势图**

（一）IPO首发上市

2007年9月25日中国神华（601088）采取网下向配售对象累计投标询价与网上资金申购定价发行相结合的方式，以每股36.99元的价格成功地实现了18亿股的IPO首发上市，共募集资金净额为659.88亿元。

表 6－6　　中国神华 IPO 基本情况表

| 网上发行日期 | 2007－09－25 | 上市日期 | 2001－10－09 |
|---|---|---|---|
| 发行方式 | 网下向配售对象累计投标询价与网上资金申购定价发行相结合 | 每股面值（元） | 1.00 |
| 发行量（万股） | 180 000.00 | 每股发行价（元） | 36.990 |
| 发行费用（万元） | 59 362.00 | 发行总市值（万元） | 6 658 200.00 |
| 募集资金净额（万元） | 6 598 800.00 | 上市首日开盘价（元） | 68.00 |
| 上市首日收盘价（元） | 69.30 | 上市首日换手率 | 36.9100 |
| 上网定价中签率 | 2.3927 | 二级市场配售中签率 | — |
| 发行当年净利润预测（万元） | — | 发行当年实际净利润（万元） | 1 976 600.0000 |
| 每股摊薄市盈率 | 44.7600 | 每股加权市盈率 | — |

### （二）经营能力分析

从图 6－15 可以看出，中国神华在成功地实现 A 股发行上市后，各项经营能力指标均有较大幅度的提高。每股收益逐年提高：2005 年每股收益为 0.881 元，2006 年每股收益为 0.919 元，2007 年每股收益为 1.066 元，2008 年每股收益为 1.337 元，2009 年中期为 0.8 元；每股净资产 2005 年为 3.1815 元，2006 年为 3.81 元，2007 年为 6.45 元，2008 年为 7.49 元，2009 年中期为 7.79 元；主营业务收入逐年提升。

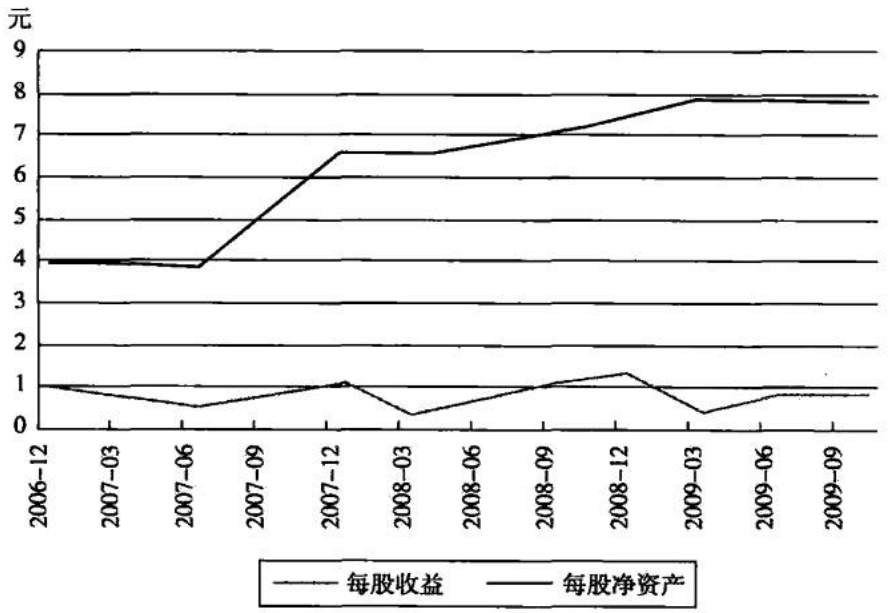



图 6－15　中国神华盈利能力变化图

### （三）股本结构变化分析

公司在2007年成功实现IPO首发上市后，股本结构及股权性质发生了巨大的变化。首先是公司实现了国有股股权的上市流通，其次是实际流通A股不断增加，上市公开发行部分已经全部上市流通，限售部分的流通股逐步解禁。

**表6-7　　中国神华最新股本结构　　单位：元、万股**

| 项目 \ 日期 | 2009-03-31 | 2008-12-31 | 2007-12-31 | 2006-12-31 |
|---|---|---|---|---|
| 总股本 | 1 988 962.05 | 1 988 962.05 | 1 988 962.05 | 1 808 962.05 |
| 发起人国家股 | — | — | — | 1 469 103.80 |
| 流通A股 | 1 649 103.80 | 1 649 103.80 | 1 649 103.80 | — |
| 实际流通A股 | 180 000.00 | 180 000.00 | 126 000.00 | — |
| 限售的流通股 | 1 469 103.80 | 1 469 103.80 | 1 469 103.80 | |
| 流通H股 | 339 858.25 | 339 858.25 | 339 858.25 | 339 858.25 |
| 暂锁定人民币普通股 | — | — | 54 000.00 | — |

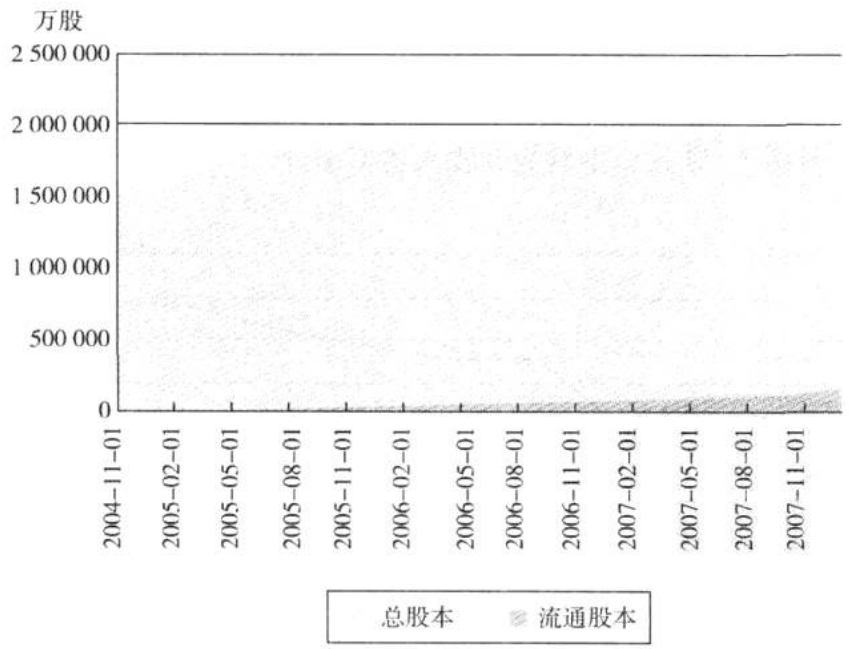



**图6-16　中国神华最新股本结构变动图**

### （四）总市值变化

公司股票成功地在上海股票交易所实现A股的上市，公司的总市值发

生了巨大的变化。2006 年 12 月 31 日公司的总股本为 180.896205 亿股，每股净资产为 3.81 元，净资产总额为 689.21 亿元。2007 年 12 月 31 日公司总股本为 198.896205 亿股，每股净资产为 6.45 元，净资产总额为 1 166.78亿元；该股票收盘价为 65.61 元，总市值为 11 868.6 亿元，溢价了 10.17 倍。2008 年 6 月 6 日该股票每股净资产为 6.49 元，净资产总额为 1 290.84 亿元；收盘价为 42.39 元，则总市值为 8 431.21 亿元，市盈率为 30 倍。2009 年 6 月 25 日该股票每股净资产为 7.89 元，收盘价为 28.12 元，则总市值为 5 593 亿元，市盈率为 17.6 倍。至 2009 年 10 月 22 日该股票总市值为 5 892 亿元，流通市值为 643 亿元，市盈率为 22 倍。具体市值变化见图 6－17。

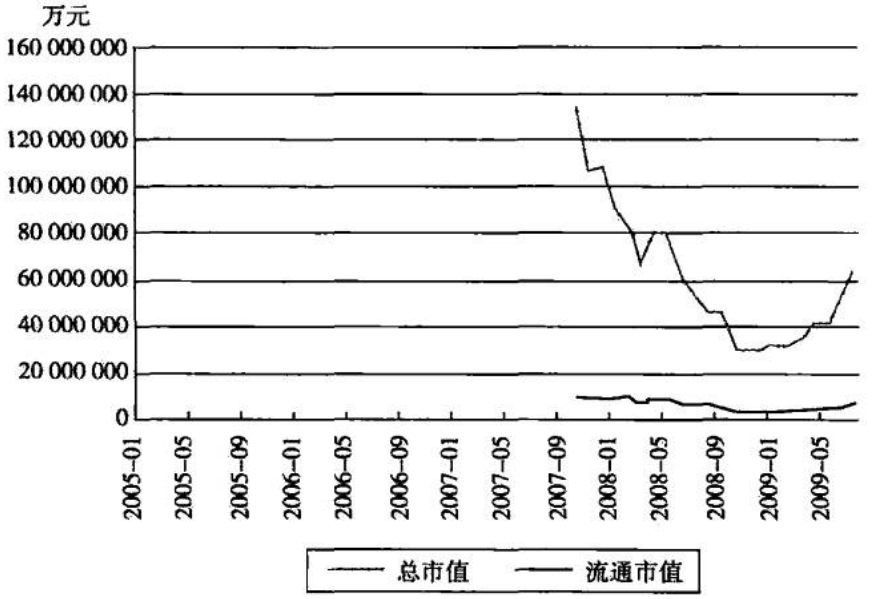



**图 6－17　中国神华总市值与流通市值变化图**

（五）资产注入

2009 年将是中国神华的资产收购年，也是神华集团整体上市启动年。中国神华副总经理王金力曾公开对外表示，2008 年底，中国神华计划向母公司收购价值约 110 亿元的资产，其中包括内蒙古的煤矿和北京的物流资产。

这 10 个公司包括北京的 4 个，分别是神华国际贸易有限责任公司、神华（北京）遥感勘查有限责任公司、神华集团物资贸易有限责任公司、神华天泓贸易有限公司；内蒙古的 5 个矿产公司，分别是内蒙古新蒙煤炭有限责任公司、神华集团准格尔能源公司、神华集团乌达矿业有限责任公

司、神华集团包头矿业有限责任公司、内蒙古鄂尔多斯神华集团；新疆的1个矿产公司，是神华新疆能源有限责任公司。

2008年4月14日，中国神华副总经理王金力在出席中国国际煤炭大会的间隙表示，中国神华计划2008年底前向母公司收购价值约为110亿元的资产。向母公司收购资产是中国神华的既定方针。中国神华公司管理层曾表示，在依靠内生增长的同时，公司将进行兼并收购，加快公司发展，争取2~3年内实现神华集团整体上市。

此前，神华集团兼神华能源董事长陈必亭表示，鉴于中国神华资金充裕，且无融资压力，整个神华集团计划3~5年内，将资产逐步注入中国神华，借此实现整体上市。

（六）前景展望

如果中国神华集团将全部资产注入上市公司，借此实现整体上市，不论是从资源的拥有，还是盈利能力的提升都将是空前的，那么公司未来的发展空间是显而易见的。从市值管理的角度出发，通过能源的套期保值、金融期货的套期保值以及各项资本运营手段，中国神华的总市值必将达到一个非常惊人的规模，同时对中国能源产业的整合与发展必将起到极大的促进作用。

# 第七章　价值经营模式之二

## 第一节　资产重组与市值管理

资产重组是与上市公司发行制度的不断完善相伴而行。早在1992年证券交易所刚刚诞生，实行股票公开发行额度管理的时候，企业为了能够争取到上市额度，纷纷进行资产剥离式的重组，将优质资产注入上市公司。上市之后，根据业务发展的需要开始进行各种模式的资产重组，目的是提高公司的经营能力，规避关联交易。进入2007年，在市值管理理念的作用下，企业开始了一轮全新的重组模式，比如整体上市、资产注入、换股合并等，整个上市公司市值管理手段不断创新与完善。

### 一、资产重组的内涵

所谓资产重组是指通过一定经济的和法律的方式使特定资产产权在资本市场上进行合理流动、重新构造与组合，形成新的企业组织形式、行业结构与企业产品结构优势，从而实现要素资源优化配置的市场经济行为。具体来说包括转让、兼并、收购、联合、破产等所有流动产权交易行为。它既是我国经济发展到一定时期、一定阶段的必然产物，也是我国企业改革过程中所经过的必要环节。严格地讲，资产重组是指上市公司通过对股权结构的大规模调整，改变上市公司的资产结构、产业产品结构、法人治理结构以及提高经营效益，确立企业长期竞争优势的行为。

1. 兼并的概念

兼并（Merge）（企业兼并）是指一个企业采取各种形式有偿接收其他企业的产权，使被兼并方丧失法人资格或改变法人实体并取得对这些企业决策控制权的经济行为。企业兼并的形式有如下几种：

（1）承担债务式兼并，即在资产与债务等价的情况下，兼并方以承担被兼并方债务为条件接收其资产的兼并方式；

（2）购买式兼并，即兼并方出资购买被兼并方企业资产的兼并方式；

（3）吸收股份式兼并，即被兼并企业的所有者将被兼并企业的净资产作为股金投入兼并方，从而成为兼并方企业的一个股东的兼并方式；

（4）控股式兼并，即一个企业通过购买其他企业的股权，达到控股，实现兼并的方式。

2. 收购的概念

收购（Purchase）是指企业用现金、债券或股票购买另一家企业的部分或全部资产或股权，以获得该企业的控制权。

3. 收购与兼并的区别

在兼并中，被合并企业作为法人实体不复存在；而在收购中，被收购企业可仍以法人实体存在，其产权可以是部分转让。

兼并后，兼并企业成为被兼并企业新的所有者和债权债务的承担者，是资产、债权、债务的一同转换；而在收购中，收购企业是被收购企业的新股东，以收购出资的股本为限承担被收购企业的风险。

兼并多发生在被兼并企业财务状况不佳、生产经营停滞或半停滞之时，兼并后一般需调整其生产经营、重新组合其资产；而收购一般发生在企业正常生产经营状态，产权流动比较平和。

4. 并购重组与市值管理

企业进行的以并购为主的资产重组行为，是根据企业发展的需要、根据资本市场所处的发展阶段、根据企业市值管理的目的，采取的一系列收购、兼并行为，以促进公司业务全面发展、提升企业实力、全面提升投资价值和提升总市值为目的。

## 二、并购重组的案例分析

下面以中国中期收购、兼并捷利股份，更名后重新上市为例进行分析。

1. 首发上市与收购、兼并、更名重新上市

2000 年 7 月 3 日，主营公路运输行业的捷利股份公司成功地在深圳证券交易所以每股 8.28 元的价格发行了 3 500 万股 A 股股票，并于 2000 年 7 月 18 日上市交易。公司多次施行收购、兼并等重组行为，具体如下：

2007 年 5 月 14 日与中国中期投资有限公司、北京亚布力资产管理有限公司签署了股权转让协议，中国中期同意将其持有的辽宁中期期货经纪有限公司 15% 的股权作价 853 万元，北京亚布力同意将其持有的辽宁中期期货经纪有限公司 75% 的股权作价 3 465 万元，转让给中国中期投资有限公司，中国中期投资有限公司自愿接受上述股权。中国中期投资有限公司董事会于 2007 年 5 月 15 日审议通过上述股权转让事项，本次交易不构成



**图7－1　中国中期2009年10月28日前走势图**

关联交易。

辽宁中期期货经纪有限公司增资扩股：辽宁中期期货经纪有限公司决定对公司注册资本增资至5 000万元人民币，以达到金融期货交易会员结算资格。辽宁中期期货经纪有限公司拟以自有资金对公司增资2 000万元，增资后辽宁中期经纪有限公司注册资本为5 000万元人民币，增资后辽宁中期期货经纪有限公司股东及出资比率分别为：捷利实业股份有限公司投资4 700万元，持股比率为94%；北京北美经贸有限公司投资300万元，持股比率为6%。

2008年3月25日与四川宏达（集团）有限公司（以下简称“四川宏达”）签署了股权转让协议，四川宏达同意将其持有的中国国际期货经纪有限公司18.53%的股权作价2 038.838万元转让给中国中期投资有限公司，中国中期投资有限公司同意受让该股权。2008年1月11日公司停牌，公告重大资产重组事项。

2008年2月16日公司第一次临时股东大会通过了《关于公司变更名称及经营范围的议案》，2008年2月29日公司更名后复牌交易，连续3天涨停，成为中国证券市场上第一个挂牌交易的期货行业的上市公司。

2008年4月21日公司实施每10股送10股红股的年分配方案。

**表7－1　　首发上市情况表**

| 网上发行日期 | 2000－07－03 | 上市日期 | 2000－07－18 |
|---|---|---|---|
| 发行方式 | 上网定价发行 | 每股面值（元） | 1.00 |
| 发行量（万股） | 3 500.00 | 每股发行价（元） | 8.280 |
| 发行费用（万元） | 1 220.00 | 发行总市值（万元） | 28 980.00 |
| 募集资金净额（万元） | 27 760.00 | 上市首日开盘价（元） | 20.00 |

续表

| 网上发行日期 | 2000－07－03 | 上市日期 | 2000－07－18 |
|---|---|---|---|
| 上市首日收盘价（元） | 20.26 | 上市首日换手率 | 60.3200 |
| 上网定价中签率 | 1.0206 | 二级市场配售中签率 | — |
| 发行当年净利润预测（万元） | — | 发行当年实际净利润（万元） | 2 463.3266 |
| 每股摊薄市盈率 | 32.5500 | 每股加权市盈率 | — |

2. 经营能力分析

从表7－2、图7－2可以看出，公司上市后，经营能力一直处于较低的水平，虽然公司一直致力于收购兼并，均未改善。直至2007年末2008年初进行期货概念的重组使得公司各项指标开始得到改善，并实施了首次送股方案。

**表7－2　　中国中期最新指标**

| 最新主要指标 | 2009－04－13 | 2009－03－31 | 2008－12－31 | 2008－09－30 | 2008－03－31 |
|---|---|---|---|---|---|
| 每股收益（元） | — | 0.0076 | 0.0400 | 0.0200 | 0.0100 |
| 每股净资产（元） | — | 1.6600 | 1.6500 | 1.7000 | 3.3500 |
| 净资产收益率（%） | — | 0.4600 | 2.4800 | 1.4700 | 0.2900 |
| 总股本（亿股） | 2.3000 | 2.3000 | 2.3000 | 2.3000 | 1.1500 |
| 实际流通A股（亿股） | 1.9716 | 1.5130 | 1.5130 | 1.5130 | 0.5765 |
| 限售流通A股（亿股） | 0.3284 | 0.7870 | 0.7870 | 0.7870 | 0.5735 |
| 最新指标变动原因 | 限售股上市 | | | | |

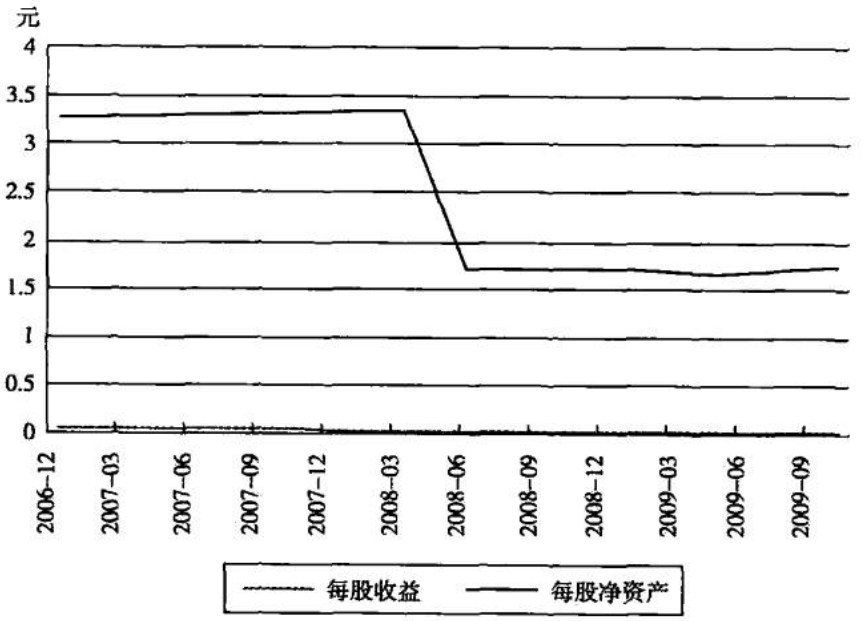



**图7－2　中国中期最新财务指标**

表 7－3　　中国中期最新股本结构　　单位：万股

| 项目 \ 日期 | 2009－04－13 | 2008－12－31 | 2007－12－31 | 2006－12－31 |
|---|---|---|---|---|
| 总股本 | 23 000.00 | 23 000.00 | 11 500.00 | 11 500.00 |
| 流通 A 股 | 23 000.00 | 23 000.00 | 11 500.00 | 11 500.00 |
| 实际流通 A 股 | 19 715.80 | 15 130.00 | 5 765.00 | 4 690.00 |
| 限售的流通股 | 3 284.20 | 7 870.00 | 5 735.00 | 6 810.00 |

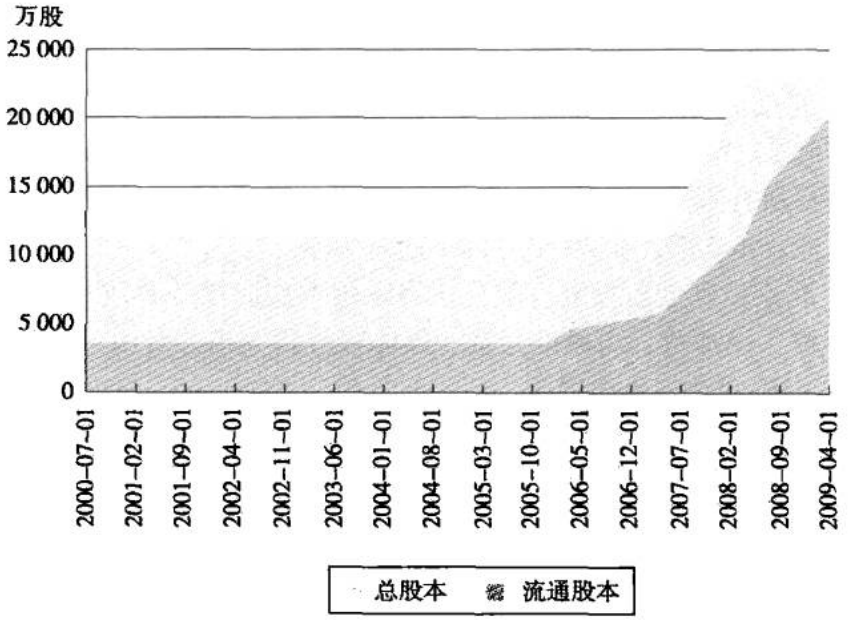



图 7－3　中国中期最新股本变动图

## 三、股权分置改革

股权分置改革方案：

对价方案：每 10 股获得 3.4 股

实施前总股本（万股）：11 500.00　实施后总股本（万股）：11 500.00

实施前流通 A 股（万股）：3 500.00　实施后流通 A 股（万股）：4 690.00

限售流通股（万股）：6 810.00

保荐机构：中国银河证券股份有限公司

中国中期公司全体非流通股股东向股权分置改革方案实施股权登记日登记在册的捷利实业股份有限公司的流通股股东支付 11 900 000 股股票，即流通股股东按其持有的流通股股数每 10 股获付 3.4 股。股权分置改革方

案实施后首个交易日，中国中期公司非流通股股东持有的非流通股即获得上市流通权。

### 四、承诺事项说明

非流通股股东的承诺事项：

1. 全体非流通股股东均承诺将遵守法律、法规和规章的规定，履行法定承诺义务。

2. 中国中期公司第一大非流通股股东北京恒利创新投资有限公司作出如下特别承诺：

（1）北京恒利创新投资有限公司持有的原非流通股股份自获得上市流通权之日起24个月内不上市交易或者转让；上述24个月届满后，通过深圳证券交易所挂牌交易出售股份的数量在12个月内不超过捷利实业股份有限公司总股本的5%，在24个月内不超过10%。

（2）北京恒利创新投资有限公司将承担本次股权分置改革的财务顾问费、保荐费、律师费、沟通推介费、媒体宣传费等相关费用。

3. 总市值变动与公司展望。

中国中期公司在深圳证券交易所上市后，由于受到整个证券市场走势的影响，一直处于平稳发展的过程。2006年12月31日该股收盘价格为每股4.62元，总股本为11 500万股，总市值为5.313亿元；2007年12月31日该股收盘价格为每股24.1元，总股本为11 500万股，总市值为27.715亿元；2008年6月6日该股收盘价格为每股22.03元，总股本为23 000万股，总市值为50.669亿元，较2006年底增长了近10倍；2008年12月31日该股收盘价格为每股30.06元，总股本为23 000万股，总市值为69.138亿元，较2006年底增长了近13倍；2009年10月22日该股收盘价格为每股28.31元，总股本为23 000万股，总市值为65.11亿元，较2006年底增长了近13倍。

随着中国中期公司定向增发及收购兼并的不断推进，在中国期货市场得到大力发展的今天，特别是黄金期货、钢材期货已经上市，股指期货等金融期货的即将陆续上市，公司必将得到长足的发展，同时公司也必将面临一定的政策性系统性风险。

## 第二节　吸收合并与市值管理

吸收合并是上市公司并购重组在新的历史发展阶段的一种新的购并模

式。面对国际金融危机的蔓延，上市公司正在不断地研究与实施做大做强的资产重组方案。为了应对国际的竞争以及收购与反收购，上市公司正在通过吸收合并的形式来壮大自己的实力，提升总市值与抗风险的能力。2009 年下半年推行的钢铁企业大规模的并购重组以及央企与民营企业的并购重组，其最主要的并购模式就是吸收合并，吸收合并是现阶段市值管理的重要手段。

## 一、吸收合并的内涵

吸收合并是当前资本市场资产重组的重要形式，也是市值管理的一个重要手段，特别是相同行业具有关联交易的企业资产重组的主要模式，也是实现行业做大做强的主要途径。

1. 吸收合并的概念

吸收合并，是指两个或两个以上的公司合并后，其中一个公司吸收其他公司而继续存在，被吸收各公司主体资格同时消灭的公司合并。合并方（或购买方）通过企业合并取得被合并方（或被购买方）的全部净资产，合并后注销被合并方（或被购买方）的法人资格，被合并方（或被购买方）原持有的资产负债，在合并后成为合并方（或购买方）的资产负债。

2. 吸收合并的方式

吸收方倾向以资金购买被吸收方的全部资产或股份，被吸收方以所得货币资金付给原有公司股东，被吸收方公司股东因此失去其股东资格。

吸收方发行新股以换取被吸收方的全部资产或股份，被吸收公司的股东获得存续公司（吸收方）的股份，从而成为存续公司的股东。存续公司仍保持原有的公司名称，并对被吸收公司全部资产和负债概括承受。

## 二、吸收合并的案例分析

下面以中铝换股吸收合并山东铝业、兰州铝业为例分析吸收合并与市值管理的关系。

1. 公司最新经营指标

从表 7－4、图 7－5 可以看出，中国铝业在吸收合并山东铝业和兰州铝业实现整体上市之后，又成功地换股吸收合并了包头铝业，公司的经营能力有了很大的改善。然而由于全球性金融危机的影响，公司缺乏风险对冲工具的应用，特别是关于金属铝期货套期保值方面的匮乏，使得公司的盈利能力受到巨大的冲击，这提示我们在进行市值管理的过程中，注重财富创造的同时，更要注重财富的保护，合理有效地规避企业可能面临的各类风险。



图 7－4 中国铝业 2007 年 4 月 30 日上市至 2009 年 10 月 28 日的走势

表 7－4 中铝最新经营指标

| 最新主要指标 | 2009－03－31 | 2008－12－31 | 2008－09－30 | 2008－06－30 | 2008－03－31 |
|---|---|---|---|---|---|
| 每股收益（元） | －0.1397 | 0.0007 | 0.1910 | 0.1780 | 0.0863 |
| 每股净资产（元） | 3.9300 | 4.0700 | 4.3100 | 4.3000 | 4.3690 |
| 净资产收益率（%） | －3.5600 | 0.0200 | 4.4400 | 4.1300 | 1.9750 |
| 总股本（亿股） | 135.2449 | 135.2449 | 135.2449 | 135.2449 | 135.2449 |
| 实际流通 A 股（亿股） | 39.3130 | 39.3130 | 39.3130 | 39.3130 | 14.3062 |
| 流通 H 股（亿股） | 39.4397 | 39.4397 | 39.4397 | 39.4397 | 39.4397 |
| 限售流通 A 股（亿股） | 56.4922 | 56.4922 | 56.4922 | 56.4922 | 81.4990 |

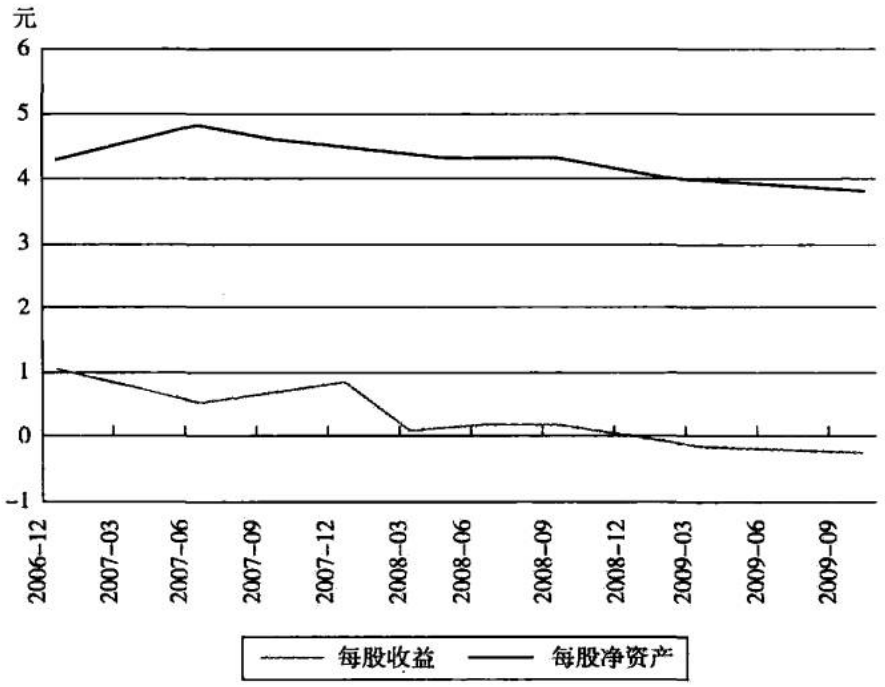



图 7－5 中国铝业最新经营财务指标

2. 换股发行简介

中国铝业是在原山东铝业和兰州铝业的基础上，通过吸收合并的方式，采用换股发行的手段，实现了上市。2006 年 11 月 21 日山东铝业和兰州铝业双双停牌，公布重大重组公告，即山东铝业和兰州铝业将被吸收合并为中国铝业。当时的兰州铝业每股价格仅为 9.51 元，换股比例为 1 股兰州铝业换 1.8 股中国铝业，换股价格仅仅为 5.28 元，存在很大的升值空间。待 2007 年 4 月 30 日完成换股上市后，该股以 18.51 元的价格收盘，较之换股价格上涨了 180.45%。

**表 7-5　　换股吸收合并基本情况表**

| 网上发行日期 | | 上市日期 | 2007-04-30 |
|---|---|---|---|
| 发行方式 | 换股发行 | 每股面值（元） | 1.00 |
| 发行量（万股） | 123 673.17 | 每股发行价（元） | 6.600 |
| 发行费用（万元） | — | 发行总市值（万元） | — |
| 募集资金净额（万元） | — | 上市首日开盘价（元） | 20.07 |
| 上市首日收盘价（元） | 18.51 | 上市首日换手率 | 27.5000 |
| 每股摊薄市盈率 | 7.5000 | 每股加权市盈率 | — |

3. 股本结构变化情况

从表 7-6、图 7-6 可以看出，中国铝业在成功换股上市之后，于 2008 年 1 月 4 日又成功地定向增发、吸收合并了包头铝业，使得公司的总股本不断提升，实力不断增强。

**表 7-6　　中国铝业最新财务指标**　　单位：万股

| 项目 \ 日期 | 2009-03-31 | 2008-12-31 | 2007-12-31 | 2006-12-31 |
|---|---|---|---|---|
| 总股本 | 1 352 448.79 | 1 352 448.79 | 1 352 448.79 | 1 164 987.62 |
| 发起人国家股 | — | — | — | 686 670.70 |
| 发起人国有法人股 | — | — | — | 83 920.31 |
| 流通 A 股 | 958 052.19 | 958 052.19 | 958 052.19 | — |
| 实际流通 A 股 | 393 130.49 | 393 130.49 | 143 062.00 | — |
| 限售的流通股 | 564 921.70 | 564 921.70 | 814 990.19 | — |
| 流通 H 股 | 394 396.60 | 394 396.60 | 394 396.60 | 394 396.60 |

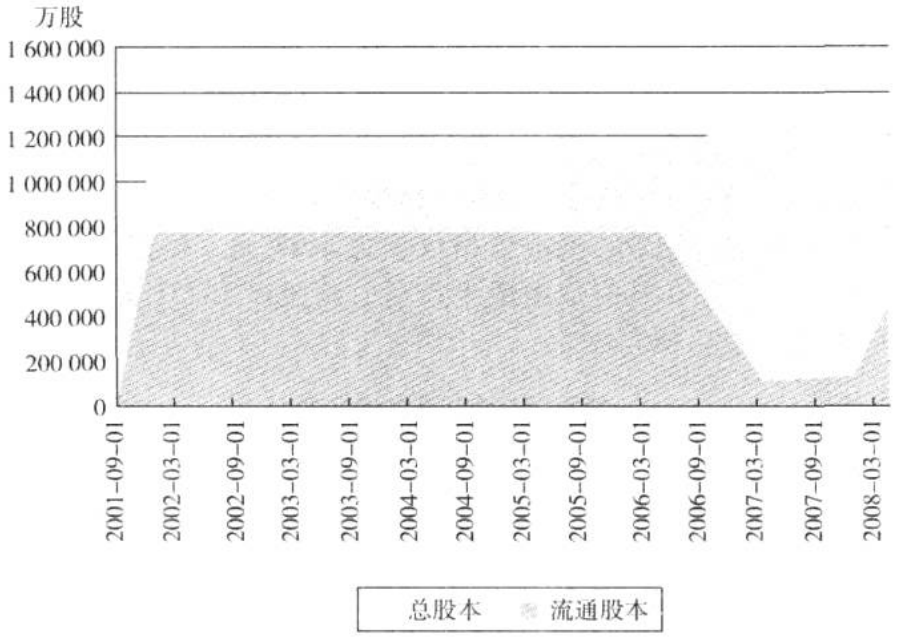



**图 7-6 中国铝业股本变动图**

4. 经营能力分析

从图 7-5 可以看出，中国铝业（601600）成功上市后，主营业务更加突出，有利于资源的重新整合，每股盈利能力有所提高。随着国家产业政策的调整，2009 年第一季度盈利明显下降。但是随着中国铝业集团公司（中铝集团）资产的不断注入，中国铝业逐步实现集团的整体上市，那么随着市值管理的推进，公司的经营能力将有巨大的改善。

5. 收购兼并

经北京产权交易所确认中铝集团成为六家铝业公司（目标公司）股权最终受让方后，中国铝业公司（中铝公司）与中色科技股份有限公司（中色科技，与中铝公司合称转让方）及中铝集团（受让方）于 2008 年 5 月 21 日订立了收购协议。

根据收购协议，中铝公司将向中铝集团转让其持有的（1）兰州连城陇兴铝业有限责任公司的 100% 股权，（2）中铝西南铝冷连轧板带有限公司的 100% 股权，（3）中铝河南铝业有限公司的 71.01% 股权，（4）中铝瑞闽铝板带有限公司的 75% 股权，（5）中铝西南铝板带有限公司的 60% 股权，（6）华西铝业有限责任公司的 56.86% 股权；而中色科技将向中铝集团转让其持有的中铝河南铝业有限公司 13.01% 的股权。

收购协议自订立之日起生效，中铝集团将于收购协议生效之日起五日内向转让方支付总计约 41.75 亿元人民币，其中约 40.52 亿元人民币将支

付给中铝公司，约1.23亿元人民币将支付给中色科技。提交投标出价时，中铝集团已支付5亿元人民币履约保证金，用以向北京产权交易所证明本公司的财务能力。该保证金将用做支付部分收购价款。

收购协议订约方将共同努力完成各目标公司股东变更登记手续，并自收购协议生效之日起三十日内修订各目标公司的公司章程。转让完成后，目标公司将成为中铝集团的控股子公司。目标公司的资产、负债及财务业绩将并入中铝集团下一次的综合账目。转让完成后，收购协议各订约方将聘请中国会计师事务所审计各目标公司的相关财务状况。

6. 总市值变动情况

2007年4月30日中国铝业上市首日收盘价为每股18.51元，总股本为1 288 660.79万股，总市值为2 385.31亿元；2008年1月4日在完成对包头铝业吸收合并后，总股本达到1 352 448.79万股，当日收盘价为40.32元，总市值为5 453.07亿元，较之上市首日增加了128.61%；2008年6月6日该股票的收盘价格为18.29元，总市值为2 473.63亿元，市盈率48倍；2009年6月25日该股的收盘价格为12.17元/股，总市值为1 645.93亿元。可见，公司自吸收合并上市以来，虽然不断地进行强有力的市场重组，提升公司的实力，但是面对国际金融危机的影响，公司的整体效益受到严重影响，公司总市值一直在剧烈地波动，说明了我国上市公司规避系统性风险的能力很弱，需要适时地推出全面市值管理制度，重新构架企业经营理念、经营模式

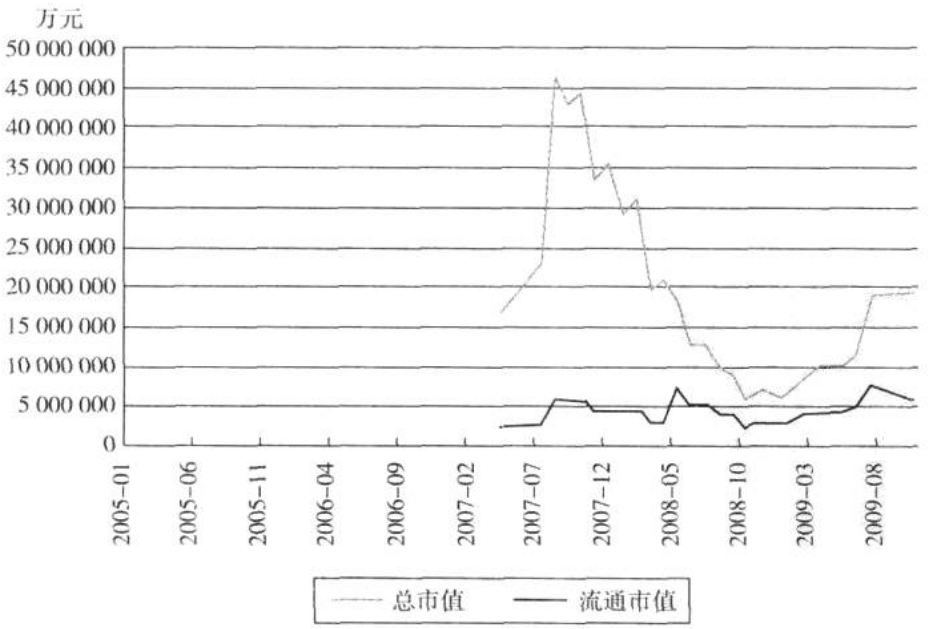



**图7-7　中国铝业总市值与流通市值变化图**

和组织架构，以规避风险，实现市值的稳定增长。

## 第三节 借壳上市与市值管理

与一般企业相比，上市公司最大的优势是能在证券市场上大规模筹集资金，提高公司及公司产品的知名度，以此促进公司规模的快速增长。因此，上市公司的上市资格已成为一种“稀有资源”，所谓“壳”就是指上市公司的上市资格。由于有些上市公司机制转换不彻底，不善于经营管理，其业绩表现不尽如人意，丧失了在证券市场进一步筹集资金的能力。要充分利用上市公司的这个“壳”资源，就必须对其进行资产重组，买壳上市和借壳上市就是目前充分地利用上市资源的两种资产重组形式。

### 一、借壳上市的内涵

1. 买壳与借壳上市的概念

买壳上市，是非上市公司作为收购方通过协议方式或二级市场收购方式，获得壳公司的控股权，然后对壳公司的人员、资产、债务实行重组，向壳公司注入自己的优质资产与业务，实现自身资产与业务的间接上市。

借壳上市则一般是指上市公司的母公司（集团公司）通过将主要资产注入上市的子公司的方式，来实现母公司的上市。母公司可以通过加强对子公司的经营管理，改善经营业绩，推动子公司的业绩与股价上升，使子公司获取配股权或发行新股募集资金的资格，然后通过配股或发行新股募集资金，扩大经营，最终实现母公司的长期发展目标和企业资源的优化配置。

买壳上市和借壳上市都是一种对上市公司壳资源进行重新配置的活动，都是为了实现间接上市。它们的不同点在于买壳上市的企业首先需要获得对一家上市公司的控制权，而借壳上市的企业已经拥有了对上市公司的控制权。除此之外，二者在实质上并没有区别。

借壳上市和买壳上市的主要原因是国内 IPO 门槛太高或者一些政策方面的限制，一些公司不具备直接上市的条件，或者说直接上市成本高于借壳成本，就会采取借壳方式融资。

2. 借壳上市、买壳上市的操作流程

在实际操作中，借壳上市一般首先由集团公司先剥离一块优质资产上市，然后通过上市公司大比例的配股或定向增发筹集资金，将集团公司的重点项目注入上市公司中去，最后再通过配股或定向增发将集团公司的非

重点项目注入上市公司，实现借壳上市。与借壳上市略有不同，买壳上市可分为买壳、借壳两步，即先收购控股一家上市公司，然后利用这家上市公司，将买壳者的其他资产通过整体资产出售、配股、定向增发、收购、新增股份吸收合并等机会注入进去。买壳上市和借壳上市一般都涉及大宗的关联交易，为了保护中小投资者的利益，这些关联交易的信息皆需要根据有关的监管要求，充分、准确、及时地予以公开披露。

3. 购买壳资源应注意的问题

如何识别有价值的壳资源，是买壳或借壳企业应慎重考虑的问题。企业要结合自身的经营情况、资产情况、融资能力及发展计划，选择规模适宜的壳公司。壳公司要具备一定的质量，不能有太多的债务和不良债权，具备一定的盈利能力和重组的可塑性。买壳公司不仅要获得这个壳，而且要设法使其经营实现扭转，从而保住这个壳。买壳公司在买壳上市或借壳上市前应作充分的成本分析，既要考虑短期投入，又要考虑长期投入。

购买壳资源成本包括三大块：取得壳公司控股权的成本、对壳公司注入优质资本的成本、对壳公司进行重新运作的成本。其中重新运作的成本又包括以下内容：（1）对壳的不良资产的处理成本。大多数通过买壳上市的公司要对壳公司的经营不善进行整顿，要处理原来的劣质资产。（2）对壳公司的经营管理作重大调整，包括一些制度、人事的变动需要大量的管理费用和财务费用。（3）改变壳公司的不良形象，取得公众和投资者的信任，需要投入资本进行大力地宣传和策划。（4）维持壳公司持续经营的成本。（5）控股后保持壳公司业绩的成本。为了实现壳公司业绩的稳定增长，取得控股的公司，必须对壳公司花费一定的资金进行扶持。

## 二、借壳上市的案例分析

下面以金融街控股股份有限公司借壳上市为例来说明借壳上市与市值管理的市场效应。

### （一）金融街控股股份有限公司

金融街控股股份有限公司的前身是重庆华亚现代纸业股份有限公司，成立于1996年6月18日，其主营业务为纸包装制品、聚乙烯制品、包装材料等。金融街集团是北京市西城区国资委全资拥有的以资本运营和资产管理为主要任务的全民所有制企业。

1999年12月27日，原重庆华亚的控股股东华西集团与北京金融街集团签订了股权转让协议，华西集团将其持有的4 869.15万股（占股权比例的61.88%）国有法人股转让给金融街集团；2000年1月15日，财政部批

准了该股权转让行为；2000 年 4 月 6 日，中国证监会批准同意豁免金融街集团要约收购义务；2000 年 4 月 12 日，金融街控股、金融街集团及华西集团就股权转让事宜分别在《中国证券报》上进行了公告；2000 年 5 月 24 日，金融街集团在深圳证交所办理了股权过户手续。至此，公司第一大股东就由华西集团变更为金融街集团，基本完成了股权转让过程。

2000 年 5 月 15 日，股东大会审议批准了“资产置换协议”，该协议主要内容为：金融街控股将所拥有的全部资产及全部负债整体置出公司，金融街集团按照净资产相等的原则将相应的资产及所对应的负债置入公司，置入净资产大于置出净资产的部分作为金融街控股对金融街集团的负债，由金融街控股无偿使用 3 年。

金融街控股整体资产置换完成后，全面退出包装行业，主要从事房地产开发业务。此后，金融街控股于 2000 年 5 月 27 日进行了股本变动，总股本从 7 869 150 股变更为 125 906 400 股。公司注册资本也从 7 869.15 万元变更为 12 590.64 万元。同时进行了董事会改组。2000 年 8 月 8 日，公司名称由“重庆华亚现代纸业股份有限公司”变更为“金融街控股股份有限公司”，公司股票简称由“重庆华亚”变更为“金融街”。2001 年 4 月，金融街控股将注册地由重庆迁往北京。至此，金融街控股除保留“重庆华亚”的股票代码外，完全变成了一个全新的公司。

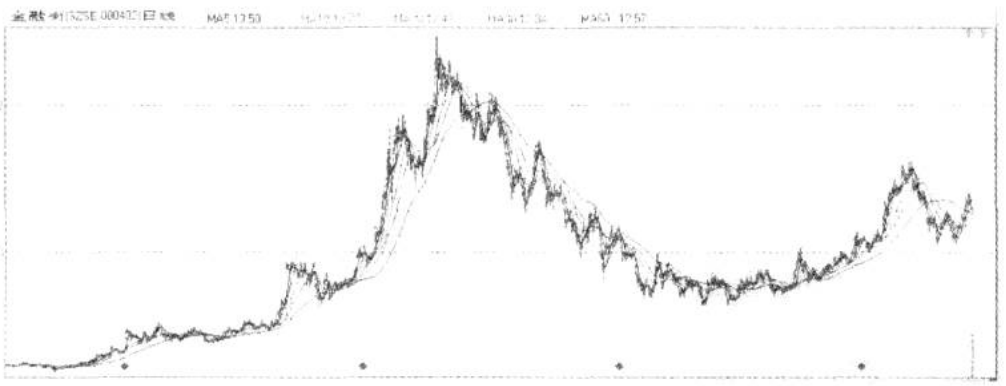


**图 7－8　金融街 2009 年 10 月 28 日前的走势图**

金融街的借壳上市，可以说计划周密，时间紧凑，干净利索。从股权转让、资产重组到公司迁址不到一年时间。分析金融街借壳上市的过程，成功之处可以归纳为以下几点：

1. 牢牢把控了控股地位。能否获得控股地位是借壳上市成功与否的关键因素。有些上市公司，其股权很分散，好像是典型的“壳”资源，但是关联关系十分复杂，借壳上市后难以真正获得控股地位。而金融街选择的

“壳”是“一股独大”，这样让大股东放弃控股地位似乎很难，但是一旦谈判成功，获得的控股地位也是坚不可摧。

2. 上市时机选择恰到好处。一方面，金融街借壳上市之时，正处于中国房地产行业的上升期，发展形势非常好，特别是北京和上海在房地产行业独具区域优势。另一方面，恰逢北京申奥及中国加入 WTO 的冲刺阶段，政府在城市规划等方面的决策，为金融街确定发展目标提供了良好的政策保障。随着申奥的成功和中国顺利加入 WTO，金融街迎来了辉煌的发展前景。金融街借壳上市后迅速将注册地从重庆迁至北京，充分证明了他们的远见卓识。

3. 战略目标集中，主营业务突出。借壳上市后，金融街甩掉了几乎所有与房地产开发不相关的业务，专心致志做房地产开发。另外，与其他房地产企业“全面撒网”的做法不同，他们“将鸡蛋全部装在了一个篮子里”，将绝大部分资金都押在了金融街地块的项目上。这当然要冒一定的风险，但是金融街控股享有金融街区域的独家土地开发权，这也是其敢冒如此风险的理由。据悉，公司在金融街区域的土地储备超过了 100 万平方米，可供公司进行 5 年的滚动开发。

（二）长江证券借壳 S 石炼化

券商借壳上市案例无论采用何种方式，基本都遵循了先造“净壳”、再由壳公司吸收合并证券公司、最终实现证券公司整体上市的路径。其中，壳资源多是未股改公司，并且都是本地上市公司。在实施借壳上市的整个过程中券商大股东以及券商本地政府起着重要作用。

1. 长江证券借壳 S 石炼化主要包括以下步骤：

第一步：S 石炼化向第一大股东——中国石化出售全部资产，同时回购并注销中国石化所持公司的非流通股。

中国石化以承担石炼化全部负债的形式，购买石炼化全部资产；同时，石炼化以 1 元人民币现金回购并注销中国石化持有的石炼化 920 444 333股非流通股，占公司总股本的 79.73%，回购基准日为 2006 年 9 月 30 日。

第二步：S 石炼化以新增股份吸收合并长江证券。

石炼化以新增股份吸收合并长江证券，新增股份价格为 7.15 元（石炼化流通股 2006 年 12 月 6 日停牌前 20 个交易日的均价），长江证券整体作价 103.0172 亿元。据此，石炼化向长江证券全体股东支付 14.408 亿股，占合并后公司股本的 86.03%，由长江证券股东按照其各自的股权比例分享。吸收合并后公司总股本增加到 16.748 亿股。

第三步：长江证券的原股东向石炼化流通股股东执行对价安排。

定向回购中国石化持有的非流通股股份后，中国石化不再是公司的股东，不承担本次股权分置改革中向流通股股东的送股对价及后续安排。而由公司被吸收方（长江证券）的全体股东按其持股比例将共计 2 808 万股送给流通股股东，流通股股东每 10 股获送 1.2 股。股改及吸收合并完成后，石炼化修改章程、变更经营范围、迁址武汉及更名为“长江证券股份有限公司”。

通过将石炼化的股权分置改革与资产重组相结合，长江证券实现了其借壳上市的目的。该方案分为三步：石炼化出售全部资产负债，腾出净“壳”；新增股份吸收合并长江证券；长江证券向石炼化流通股股东支付对价。

该方案各方的权益划分：（1）石炼化控股股东——中国石化获得石炼化的全部资产和人员，对价是转让所持石炼化 79.73% 的股份，并承担石炼化的全部债务。（2）石炼化流通股股东获得每 10 股获送 1.2 股的对价支付，共获得存续上市公司（更名为长江证券）15.63% 的股权；其在原上市公司中的股权比例为 20.27%。（3）长江证券各股东累计获得存续上市公司（长江证券）86.03% 的股权。对价是向石炼化原流通股股东支付 2 808万股股份。

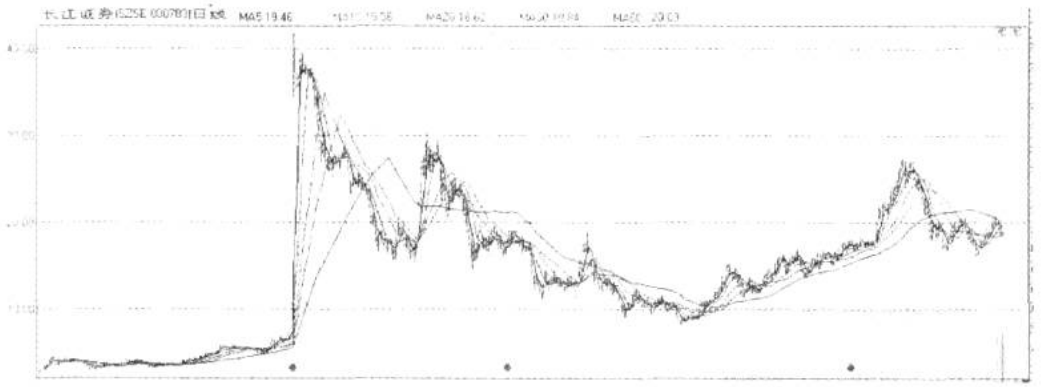


**图 7－9　长江证券走势图**

总之，买壳上市或借壳上市是企业资本市场筹集低成本资金的有效方案。买壳公司应充分利用自己的优势条件，在各方帮助下通过买壳或借壳上市跨进资本市场的门槛，同时利用买壳上市方案的运作改善企业运营模式，建立健全现代企业制度，完善企业法人治理结构，达成企业的整体整合借壳上市的目的。

2. 图 7－10、图 7－11 是该上市公司实施借壳上市后经营能力、总股

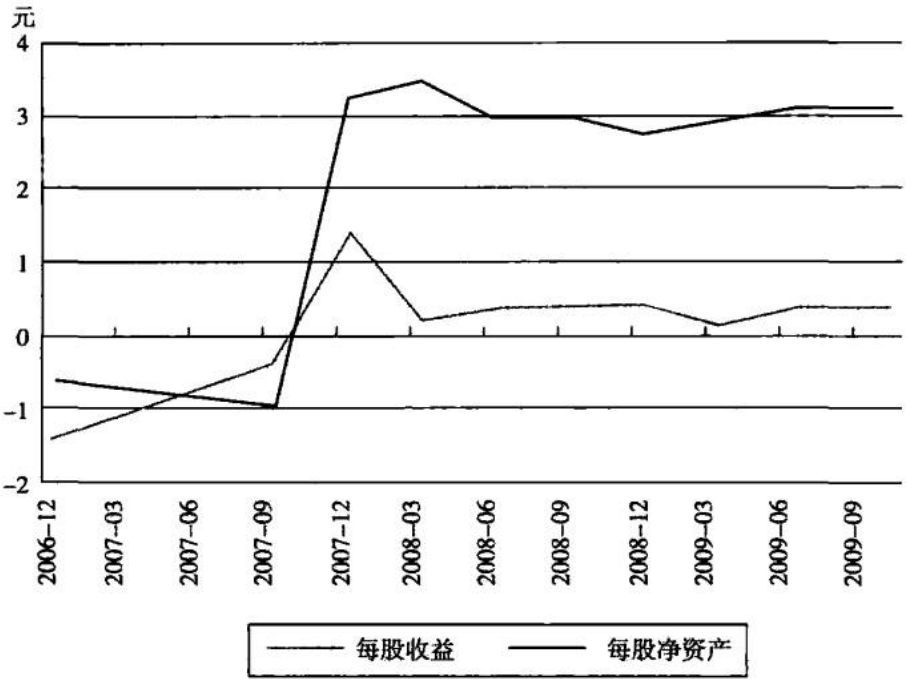



**图 7－10　长江证券盈利能力变化图**

本与流通股本变化的走势图，可见不论是每股盈利能力、每股净资产均得到了极大的提升，流通股与非流通股也随着大小非解禁的完成而趋于一致——市值。

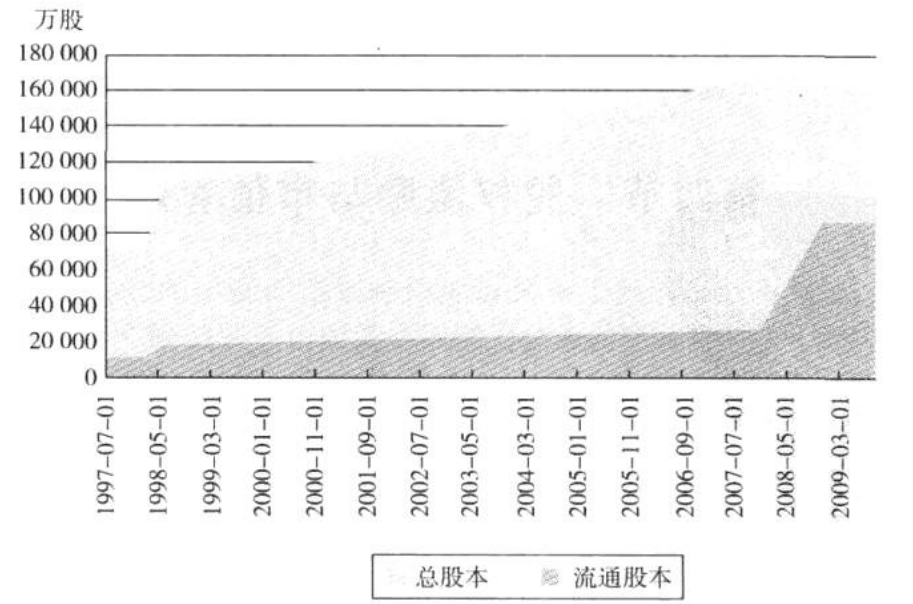



**图 7－11　长江证券股本变化图**

3. 借壳上市与市值变化。

从图7－12可以看出，借壳上市对公司总市值和流通市值的影响，同样可以看出，由于金融危机的影响以及资本市场的波动导致公司总市值与流通市值的剧烈波动。因此，在证券市场有效进行价值经营的同时，必须注重风险的规避，充分利用期货市场的价格发现功能和套期保值功能，制订切实可行、合理的套期保值方案，以便实现总市值稳定平稳增长的目标。

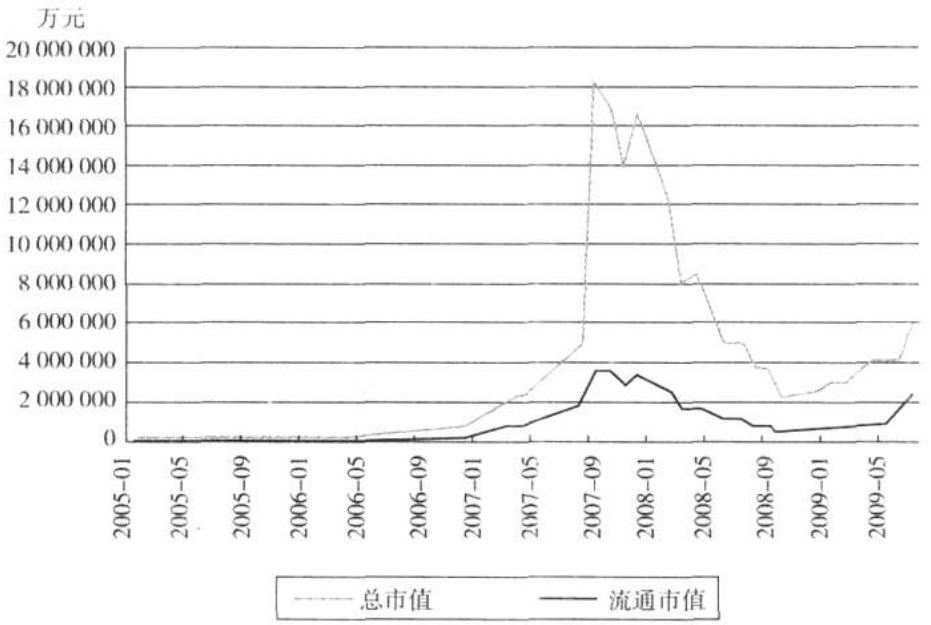



**图7－12 长江证券总市值与流通市值变化图**

## 第四节 股权激励与市值管理

股权激励机制是伴随上市公司股份制改造而诞生的一种长期激励制度，在国际上是一种普遍的做法，然而在我国由于股份制上市公司大多都是由国有企业股份制改造而来，从观念到实施，均受到各方面因素的限制。至2007年底，在沪深交易所上市的1 564家上市公司中，真正提出股权激励计划的上市公司仅有21家，而到2008年底真正实施了股权激励计划的上市公司寥寥无几，这当然与上市公司总市值缩水直接相关，也与企业的法人治理结构密切相关，更与我国的传统管理制度密不可分。在面对金融危机的严酷局面下，如何做好股权激励计划，稳步推进股权激励计划的实施，使得证券市场稳步健康发展，为市值管理制度的全面展开提供有

力的支持是目前资本市场发展的一个重要问题。

## 一、股权激励的内涵

### （一）股权激励的概念

所谓股权激励，即是一种职业经理人通过一定形式获取公司一部分股权的长期性激励制度，使经理人能够以股东的身份参与企业决策、分享利润、承担风险，从而勤勉尽责地为公司的长期发展服务。

在国际上，股权激励计划是上市公司比较普遍的做法。一般认为，股权激励计划可以把职业经理人、股东的长远利益、公司的长期发展结合在一起，可以一定程度防止经理人的短期经营行为，以及防范“内部人控制”等侵害股东利益的行为。

### （二）股权激励的原理

经理人和股东实际上是一个委托代理的关系，股东委托经理人经营管理资产。但事实上，在委托代理关系中，由于信息不对称，股东和经理人之间的契约并不完全，需要依赖经理人的道德自律。股东和经理人追求的目标是不一致的，股东希望其持有的股权价值最大化，经理人则希望自身效用最大化。因此股东和经理人之间存在道德风险，需要通过激励和约束机制来引导和限制经理人行为。

在不同的激励方式中，工资主要根据经理人的资历条件和公司情况预先确定，在一定时期内相对稳定，因此与公司的业绩的关系并不十分密切。奖金一般以财务指标的考核来确定经理人的收入，因此与公司的短期业绩表现关系密切，但与公司的长期价值关系不明显，经理人有可能为了短期的财务指标而牺牲公司的长期利益。但是从股东投资角度来说，他关心的是公司长期价值的增加。尤其是对于成长型的公司来说，经理人的价值更多地在于实现公司长期价值的增加，而不仅仅是短期财务指标的实现。

为了使经理人关心股东利益，需要使经理人和股东的利益追求尽可能地趋于一致。对此，股权激励是一个较好的解决方案。通过使经理人在一定时期内持有股权，享受股权的增值收益，并在一定程度上承担风险，可以使经理人在经营过程中更多地关心公司的长期价值。股权激励对防止经理人的短期行为，引导其长期行为具有较好的激励和约束作用。

### （三）股权激励的功能作用

股权激励的功能即是股权激励机制所产生的作用与效果，它通过对经营者的激励与约束，促使其勤勉经营，从而对公司的运营与成长产生最大

化的影响。股权激励能否发挥功能，能发挥什么样的功能，程度有多大，这些是衡量股权激励优劣及优劣程度最重要的标准。

1. 高报酬刺激经营者的工作积极性。股权激励方案中，支付给经营者的股票数量一般是比较大的。经营者若能努力工作提升公司的业绩，使公司的财务指标和股权价值达到方案预定的标准，便能直接受赠股票或以预定的价格购买公司的股票。这种报酬非常丰厚，这也是股权激励之所以受上市公司经营者欢迎的根本原因。而且，方案预定的指标一般设定为一个长期的业绩，大部分是3～10年，这就对经营者形成了一个与公司业绩相联系的长期激励机制。

2. 经营者持股实现经营者与股东利益的相对统一。股权激励以经营者持有公司的股份作为激励与约束机制，使得经营者也成为公司的股东之一，所以经营者不是单纯的经营者，也就不是只单纯地考虑经营的利益追求，他也要考虑股东的利益追求。这使经营者与股东在某种程度上实现了利益的统一，从而降低代理的成本与代理的道德风险。

3. 在理论上实现了对经营者人力资本价值的肯定。在公司的产出中，资金、设备、土地、知识技术、管理等生产要素都有贡献和影响，在生产的过程中，对各种生产要素均应给予合理的评价并分配生产报酬。经营者的管理与知识、技术等对公司的发展是至关重要的，所以也应以一种与利润相对应的报酬对其进行肯定，股权激励完美地实现了这一点。

4. 提高员工忠诚度。由于很多股权激励工具都对激励对象利益的兑现附带有服务期的限制，使其不能轻言去留。特别是对于高级管理人员和技术骨干、销售骨干等关键员工，股权激励的力度往往比较大，所以股权激励对于稳定关键员工提高其对企业的忠诚度的作用也比较明显。

当然，股权激励计划可能诱导经营者虚假陈述和操纵股市。在股权激励的实施过程中，经营者思考如何快速和更大程度地实现考核方案中的各项指标，这种实现可能是形式上的而不是实质上的，甚至有可能这种实现是一种虚假的，美国的安然事件对此给出了强烈的警示。在证券市场中，股票的市值（股价）因受多重因素的影响而复杂多变，并不直接和完全地反映出上市公司的业绩。而且在不成熟的证券市场中，股价容易被大股东和公司的实际控制人所操纵，这就使得考核指标出现偏差。

（四）股权激励发挥作用的方式

股权激励制度的具体安排因企业而异，在操作细节上稍加变化，就可以变化出很多种模式。因此，这里只简单介绍一些典型的模式，很多现行的模式都是从这些基本模式变化而来的。

1. 业绩股票：是指在年初确定一个较为合理的业绩目标。如果激励对象到年末时达到预定的目标，则公司授予其一定数量的股票或提取一定的奖励基金购买公司股票。业绩股票的流通变现通常有时间和数量限制。另一种与业绩股票在操作和作用上相类似的长期激励方式是业绩单位，它和业绩股票的区别在于业绩股票是授予股票，而业绩单位是授予现金。

2. 股票期权：是指公司授予激励对象的一种权利。激励对象可以在规定的时期内以事先确定的价格购买一定数量的本公司流通股票，也可以放弃这种权利。股票期权的行权也有时间和数量限制，且需激励对象自行为行权支出现金。目前在我国有些上市公司中应用的虚拟股票期权是虚拟股票和股票期权的结合，即公司授予激励对象的是一种虚拟的股票认购权，激励对象行权后获得的是虚拟股票。

3. 虚拟股票：是指公司授予激励对象一种虚拟的股票。激励对象可以据此享受一定数量的分红权和股价升值收益，但没有所有权，没有表决权，不能转让和出售，在离开企业时自动失效。

4. 股票增值权：是指公司授予激励对象的一种权利。如果公司股价上升，激励对象可通过行权获得相应数量的股价升值收益，激励对象不用为行权付出现金，行权后获得现金或等值的公司股票。

5. 限制性股票：是指事先授予激励对象一定数量的公司股票，但对股票的来源、抛售等有一些特殊限制。一般只有当激励对象完成特定目标（如扭亏为盈）后，激励对象才可抛售限制性股票并从中获益。

6. 延期支付：是指公司为激励对象设计一揽子薪酬收入计划，其中有一部分属于股权激励收入。股权激励收入不在当年发放，而是按公司股票公平市价折算成股票数量，在一定期限后，以公司股票形式或根据届时股票市值以现金方式支付给激励对象。

7. 经营者/员工持股：是指让激励对象持有一定数量的本公司的股票。这些股票是公司无偿赠与激励对象的，或者是公司补贴激励对象购买的，或者是激励对象自行出资购买的。激励对象在股票升值时可以受益，在股票贬值时受到损失。

8. 管理层/员工收购：是指公司管理层或全体员工利用杠杆融资购买本公司的股份，成为公司股东，与其他股东风险共担、利益共享，从而改变公司的股权结构、控制权结构和资产结构，实现持股经营。

9. 账面价值增值权：具体分为购买型和虚拟型两种。购买型是指激励对象在期初按每股净资产值实际购买一定数量的公司股份，在期末再按每股净资产期末值回售给公司。虚拟型是指激励对象在期初不需支出资金，

公司授予激励对象一定数量的名义股份，在期末根据公司每股净资产的增量和名义股份的数量来计算激励对象的收益，并据此向激励对象支付现金。

（五）实施股权激励需要注意的几个问题

1. 使用股权激励一定要注意对象与环境。股权激励计划必须符合国家证券监管部门关于股权激励的具体规定，即合法。

2. 股权激励一定要与其他激励手段合理配合使用。

3. 股权激励一定要与市值管理和绩效考核紧密结合。

4. 实施股权激励要注意稳定性与灵活性有机结合。

5. 要注意在激励方式和方法上创新。

6. 在激励工具组合的设计上要有系统性和层次性。

## 二、股权激励的案例分析

以宝钢股份的股权激励计划来说明股权激励在市值管理中的应用。

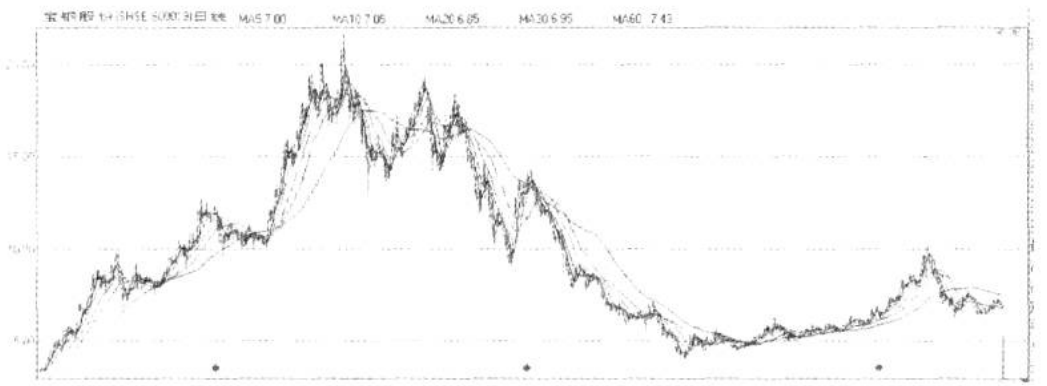


**图 7－13　宝钢股份（600019）走势图**

（一）首发上市

宝钢股份于 2000 年 11 月 20 日在上海证券交易所采取网上发行和网下配售的方式以每股 4.18 元的价格成功地发行了 18.77 亿股 A 股股票，共募集资金 76.968926 亿元，并于 2000 年 12 月 12 日成功上市。

**表 7－7　　宝钢股份 IPO 发行基本情况表**

| 网上发行日期 | 2000－11－20 | 上市日期 | 2000－12－12 |
|---|---|---|---|
| 发行方式 | 网上发行和网下配售 | 每股面值（元） | 1.00 |
| 发行量（万股） | 187 700.00 | 每股发行价（元） | 4.180 |
| 发行费用（万元） | 14 896.74 | 发行总市值（万元） | 784 586.00 |

续表

| 网上发行日期 | 2000－11－20 | 上市日期 | 2000－12－12 |
| --- | --- | --- | --- |
| 募集资金净额（万元） | 769 689.26 | 上市首日开盘价（元） | 4.96 |
| 上市首日收盘价（元） | 6.09 | 上市首日换手率 | 16.6400 |
| 网上定价中签率 | 3.8436 | 二级市场配售中签率 | — |
| 发行当年净利润预测（万元） | 280 732.4000 | 发行当年实际净利润（万元） | 299 210.3910 |
| 每股摊薄市盈率 | 18.6600 | 每股加权市盈率 | — |

（二）股权激励计划

1. 宝钢股份实施股权激励计划目的在于：

（1）完善公司治理结构，建立股东与经营管理层之间的利益共享、风险共担机制；

（2）建立长期激励约束机制，实现人力资本参与分配，健全和完善公司薪酬激励体系；

（3）吸引、激励和稳定公司经营管理骨干、核心技术（业务）人才以及公司所需的其他关键人才；

（4）适应公司战略发展需要，增强公司竞争实力，促进公司持续健康发展。

2. 股权激励计划的模式：本计划采取分期实施方式。公司在业绩指标达标的前提下，委托管理人在公司股权激励额度和激励对象自筹资金额度内，从二级市场购买公司 A 股股票，授予激励对象并锁定两年，锁定期满后根据考核结果在三年内分批解锁。

3. 本计划的激励对象范围包括：公司董事（独立董事、宝钢集团有限公司以外人员担任的公司外部董事，暂不参与本计划）；公司高级管理人员；对公司整体业绩和持续发展有直接影响的核心技术（业务）人才和管理骨干；公司认为应当激励的其他关键员工。每期计划激励对象的具体名单由董事会在上述范围内确定。

公司根据每期计划业绩年度业绩指标的完成情况确定该期计划股权激励额度。每期计划公司股权激励额度同时应符合国家对股权激励额度上限的有关规定。

4. 公司可要求激励对象自筹资金，作为参与每期计划的条件之一。公司董事与高级管理人员个人自筹资金比例为 50%，其他激励对象个人自筹资金比例由总经理确定。公司不得为激励对象依本计划获取有关限制性股

票提供贷款或其他任何形式的财务资助，包括为其贷款提供担保。

5. 公司将每期计划的购股资金交付管理人购股，购股结束，按岗位价值和绩效评价结果向激励对象授予股票并予以锁定。

6. 限制性股票的授予价格为管理人在约定的购股期内，以购股资金从二级市场购买该期计划限制性股票的平均价格。授予激励对象单位限制性股票的获授对价为：该期计划授予价格×本人自筹资金比例÷（1+本人自筹资金比例）。

7. 激励对象个人获授的限制性股票数量等于：（激励对象实际激励额度+本人自筹资金额度-相应税费）÷该期计划授予价格，获授股票不足一股的向下取整。

8. 本计划每期拟授予限制性股票数量的总和，加上公司其他有效的股权激励计划（如有）所涉及的公司股票总数，不得超过公司股本总额的10%；非经股东大会特别决议批准，任何一名激励对象通过全部有效的股权激励计划获授的公司股票累计不得超过公司股本总额的1%；本计划首期实施时，拟授予的限制性股票数量总和不超过公司股本总额的1%。

9. 每期计划授予的限制性股票的锁定期为两年，自限制性股票授予日起至该日的第二个周年日止。锁定期满后的三年为解锁期，激励对象获授限制性股票依据本计划规定的解锁条件和安排分批解锁。

10. 每期计划的解锁期结束，如未满足规定的解锁条件，该期计划授予的限制性股票及该等股票的股票股利不再解锁并予以出售，售股所得返还公司，同时公司向该激励对象退还其自筹部分的资金，退还资金额=未解锁限制性股票数量÷该期计划获授限制性股票数量×该期计划个人自筹资金。

在此股权激励计划基础上，2007年4月1日宝钢股份正式推出限制性股票激励计划，方案首次将上市公司市值增长作为激励股份解锁条件，开创了央企试水市值考核的先例。

（三）经营能力分析

从图7-14可以看出，宝钢股份在成功上市后，公司通过增发、收购兼并、股权分置改革、股权激励计划等资本运营手段，经营能力不断提高。每股收益稳步提高，每股净资产稳步提升，公司运营状况良好。

（四）股本变动

从表7-8、图7-15可以看出，宝钢股份在首发上市后于2005年5月9日实施了以每股5.12元的价格增发50亿股的发行方案，将总股本扩大到175.12亿股。通过股权分置改革实现了全流通。

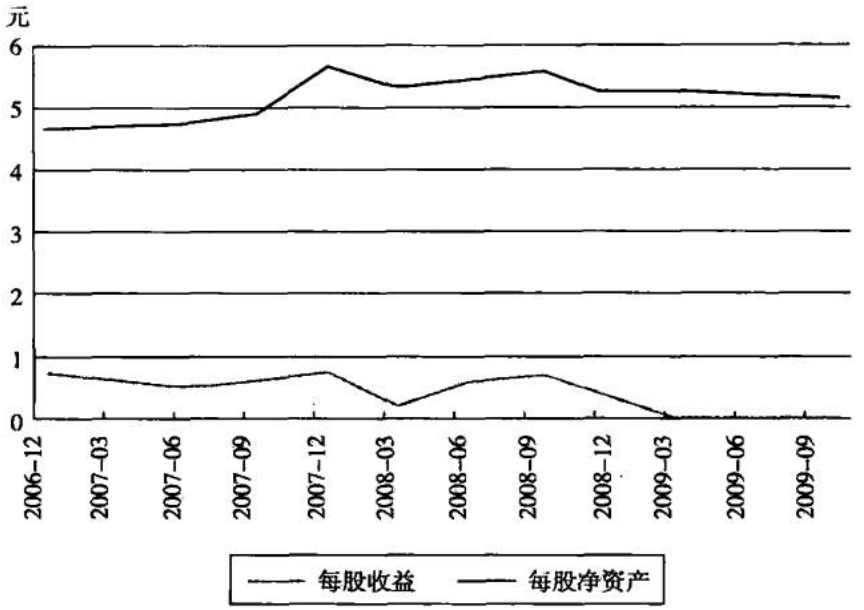



**图7－14　宝钢股份盈利能力变化图**

**表7－8**　　单位：万股

| 项目 \ 日期 | 2009－03－31 | 2008－12－31 | 2007－12－31 | 2006－12－31 |
|---|---|---|---|---|
| 总股本 | 1 751 200.00 | 1 751 200.00 | 1 751 200.00 | 1 751 200.00 |
| 流通A股 | 1 751 200.00 | 1 751 200.00 | 1 751 200.00 | 1 751 200.00 |
| 实际流通A股 | 1 751 200.00 | 1 751 200.00 | 561 108.26 | 473 548.26 |
| 限售的流通股 | — | — | 1 190 091.74 | 1 277 651.74 |

（五）股权分置改革

方案简介：

对价方案：每10股获得2.2股及1份认购权证（权证上市日：2005年8月22日）

实施前总股本（万股）：1 751 200.00　实施后总股本（万股）：1 751 200.00

实施前流通A股（万股）：387 700.00　实施后流通A股（万股）：472 994.00

限售流通股（万股）：1 278 206.00

（六）总市值变化情况

公司于2000年成功上市后总市值在不断发生变化，具体数字如下：

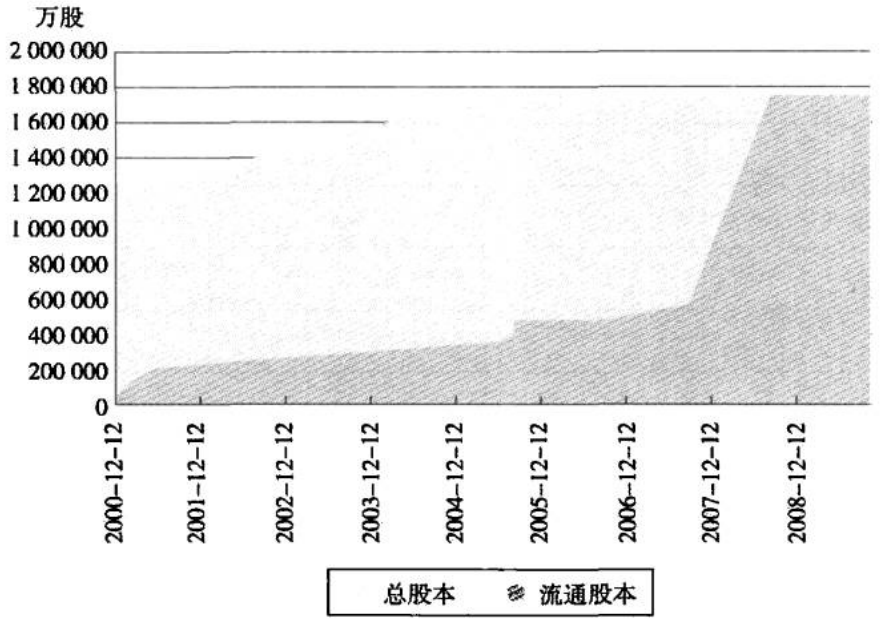



**图 7－15　宝钢股份股本变化图**

2000 年 12 月 12 日该股收盘价为每股 6.09 元，总股本为 125.12 亿股，总市值为 761.98 亿元；2001 年 12 月 31 日该股收盘价为每股 3.90 元，总股本为 175.12 亿股，总市值为 682.97 亿元；2002 年 12 月 31 日该股收盘价为每股 4.12 元，总股本为 175.12 亿股，总市值为 721.49 亿元；2003 年 12 月 31 日该股收盘价为每股 7.23 元，总股本为 175.12 亿股，总市值为 1 266.12亿元；2004 年 12 月 31 日该股收盘价为每股 5.98 元，总股本为 175.12 亿股，总市值为 1 047.22 亿元；2005 年 12 月 31 日该股收盘价为每股 4.11 元，总股本为 175.12 亿股，总市值为 719.74 亿元；2006 年 12 月 31 日该股收盘价为每股 8.16 元，总股本为 175.12 亿股，总市值为 1 428.98亿元；2007 年 12 月 31 日该股收盘价为每股 17.44 元，总股本为 175.12 亿股，总市值为 3 054.09 亿元；2008 年 6 月 6 日该股收盘价为每股 11.81 元，总股本为 175.12 亿股，总市值为 2 068.17 亿元；2008 年 12 月 31 日该股收盘价为每股 4.64 元，总股本为 175.12 亿股，总市值为 812.56 亿元；2009 年 6 月 26 日该股收盘价为每股 7.48 元，总股本为 175.12 亿股，总市值为 1 309.9 亿元。

可见，2008 年至 2009 年在证券市场宽幅调整的情况下，股票价格及总市值也伴随市场进行深幅度的调整，并没有规避资本市场的系统性风险。特别是 2008 年全球性金融危机对整个钢铁冶炼、制造行业带来的巨大

冲击，宝钢股份同样缺乏有效的风险规避手段。在上市公司的法人治理及资本运营不断完善的前提下，股权激励计划中率先将股权激励与总市值变化紧密联系在一起，有效地提振了投资者的信心。特别是2009年3月27日钢材期货在上海期货交易所的成功上市，为钢铁行业上市公司提供了可供选择的风险规避手段，市值管理机制在宝钢股份的发展过程中，将越来越重要。

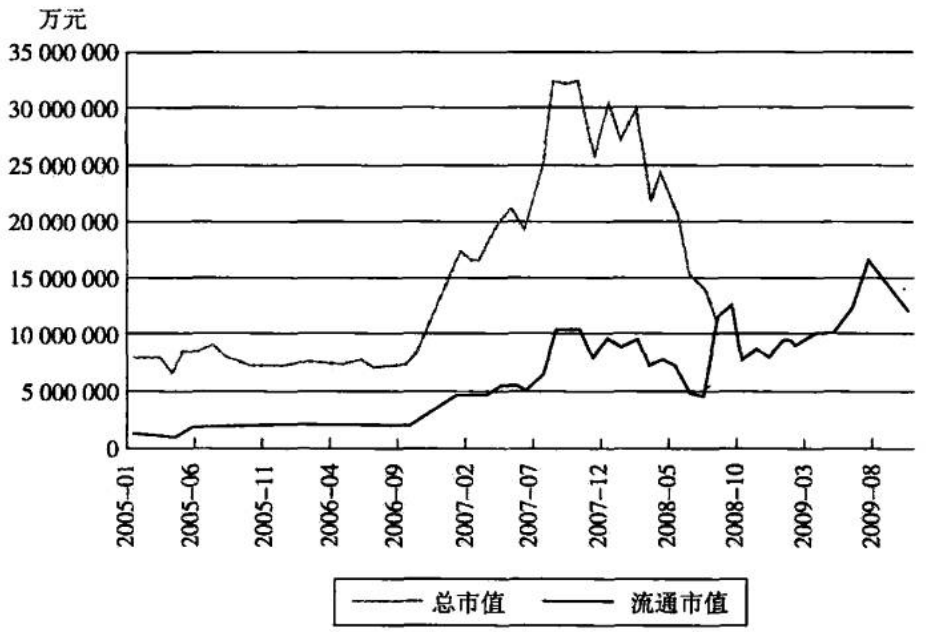



**图7-16 宝钢股份总市值与流通市值变化图**

# 第八章　市值管理实现模式

上市公司市值管理实现的模式很多，比如海通证券（600837）买壳、换股、吸收合并、定向增发、收购期货公司与信托公司、融资融券、商品期货与股指期货、套期保值、股权激励等一系列价值经营的有效组合应用，努力实现将公司打造成为国际金融控股集团公司的战略目标；也有中国船舶（600150）的借壳、定向增发、资产注入、套期保值等价值经营手段的组合应用，等等。在进行市值管理的过程中，都需要哪些机构来协助上市公司来完成一系列的价值经营手段的设计、实施呢？这是本章要讨论的主要问题。

## 第一节　市值管理实现方式

市值管理的实现方式就是科学有效地对市值管理手段进行组合，并付诸实施，最终达到市值最大化的目的。

### 一、海通证券（600837）模式的市值管理实现方式

1. 2001 年底，海通证券公司整体改制为股份有限公司。

2. 2002 年，经中国证监会批准，公司注册资本金增至 87.34 亿元，成为国内证券行业中资本规模最大的综合性证券公司，并致力于走国际化的金融控股集团的发展道路。

3. 2003 年公司收购黄海期货公司并更名为海通期货有限公司。公司先后发起设立了富国基金管理有限公司，海富通基金管理有限公司。

4. 2004 年，由公司控股的海富产业投资基金管理有限公司正式运作。

5. 2006 年，把握住了市场低迷期间的扩张机遇，收购了原甘肃证券的 8 家营业部和 6 家服务部、兴安证券 23 家营业部和 30 家服务部，营销网点由原先的 157 个扩充为 200 余个，网点布局更趋合理，在火暴的行情中获得了丰厚的利润。

6. 2007 年 7 月 31 日，公司成功地实现借壳（都市股份 600837）、换

股、吸收合并、挂牌上市。由此拉开了全面市值管理的序幕：首先是都市股份通过送红股方式扩大股本，其次是都市股份回购注销国有股份，最后是都市股份吸收合并海通证券。

7. 定向增发：2007 年 10 月，中国证监会批准公司非公开发行新股不超过 100 000 万股，最终以 35.88 元/股的价格向特定投资者增发了 7.246 亿股，引入了中信集团、平安、太保等战略投资者，优化了公司股东结构，共募集资金 260 亿元，使得当时公司净资本规模达到约 340 亿元，净资产达到 390 亿元。

8. 2008 年 1 月，海通（香港）金融控股有限公司获准开业，顺利取得各项业务牌照。

9. 海通开元投资有限公司也于 2008 年 10 月设立，负责公司的直接股权投资业务。

10. 海通证券收购黄海期货更名为海通期货，注册资本金由 1 亿元增资至 2 亿元，2009 年底已增资至 5 亿元，成为国内最大的期货公司。海通证券公司获得中国证监会批复从事期货 IB 业务资格。

11. 2009 年海通证券公司申报收购信托公司、申请融资融券业务。

总之，海通证券股份有限公司通过改制、增资、收购、设立子公司、借壳、换股、吸收合并上市、定向增发等模式实现了公司业务规模和总市值规模的一个质的飞跃，通过期货 IB 业务以及信托业务的开展，将逐步将公司打造成为国际金融控股集团公司；并且通过股指期货业务的推进以及公司宏观套期保值业务的开展，将促进公司平稳发展。而随着市值管理制度的全面推进，海通证券依靠其投资银行和股权分置改革中托管的上市公司股权，在为这些上市公司设计、实施市值管理方案的过程中，其下属的各个子公司的业务均将得到空前的发展，公司的财富创造能力将得到跨越式的发展，逐步摆脱了证券公司靠天吃饭的发展阶段，而是与整个经济的发展和上市公司的发展完全紧密地结合在一起，证券公司的投资价值将进一步显现。

## 二、中国船舶（600150）的市值管理实现方式

简单来说，中国船舶的市值管理实现方式大致如下：收购资产，定向增发，资产注入，借壳上市，整体上市，兼并重组。

通过以上的市值管理手段的有效组合，实现了中国船舶的整体上市，实现了公司经营能力和总市值的质的飞跃。随着资本市场的发展和各种价值经营手段的不断创新，包括商品期货和金融期货在内的套期保值方案的

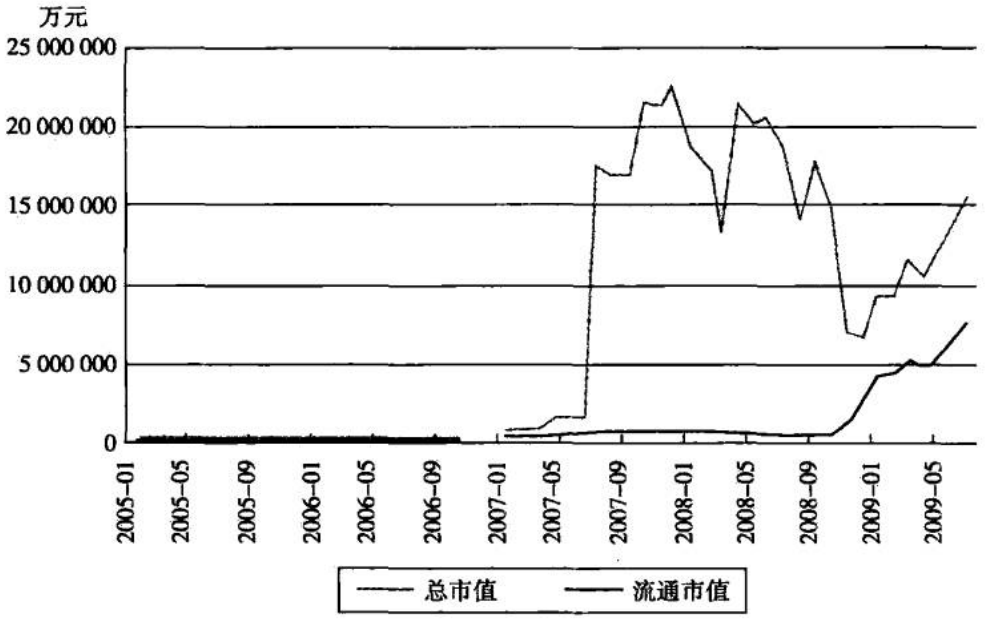



**图 8-1 中国船舶股本变化图**

逐步落实与创新、股权激励机制的实施等。公司的经营能力将进一步快速提升，公司的总市值将保持稳定的可持续的增长态势，而不会出现像图8-2所示的那样总市值剧烈波动的局面。

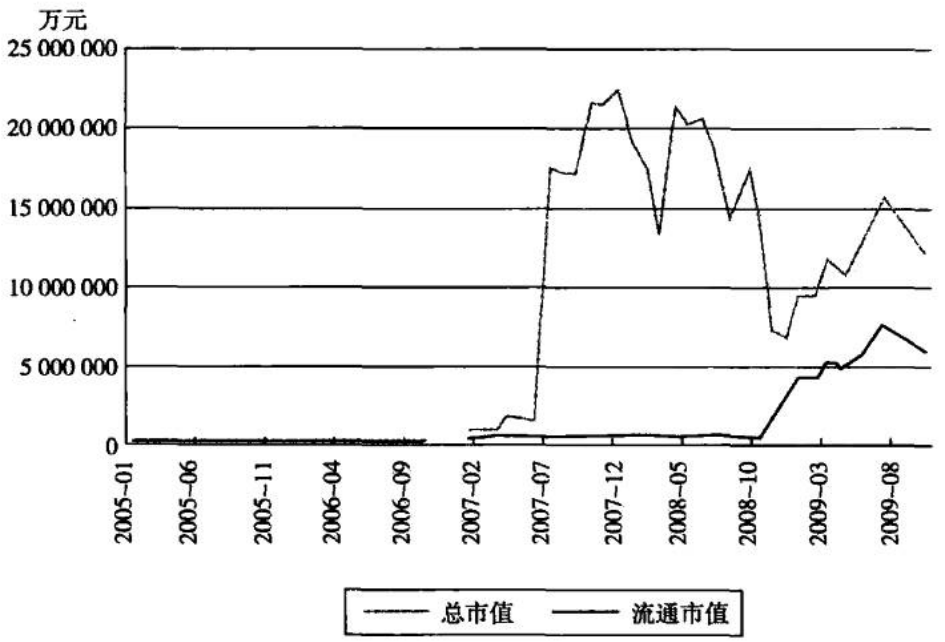



**图 8-2 中国船舶总市值与流通市值变化图**

总之，市值管理的实现方式很多，上面两种方式的有效组合只是一个简单的介绍，还可以辅之以套期保值、股权激励、融资融券等一系列价值经营手段的科学组合。当然整个市值管理方案的设计与实施，必须符合企业自身的需要、符合资本市场的发展规律、符合国家的各项产业政策、符合投资者的需求等。没有最好的市值管理方案，只有最适合自己的市值管理方案。

## 第二节　市值管理实现机构

从上面的理论分析和实证研究可以看出，一家上市公司要想成功地实现市值管理目标，把握市场有利与不利的各种信息、把握国家的各项政策和制度、把握资本市场的各种机会，为企业实现市值管理目标服务，是一项复杂的、系统的管理工程，既涉及传统业务的做大做强，又涉及社会责任的承担、投资者关系的管理、政策研究的市场化转化、风险控制手段的不断创新以及各类有利于市值管理的价值经营手段的策划与实施等。上市公司为了实现市值最大化的管理目标，在策划、设计、制定和实施市值管理方案的过程中，需要各类有关进行市值管理研究、策划、设计、实施的机构充分地配合、紧密地合作、仔细地沟通，方能拿出切合实际的有效的市值管理方案。具体来说，涉及的机构如下：

### 一、上市公司

上市公司要进行市值管理，首先是上市公司董事会和经营班子对市值管理要有充分的认识和了解，同时对本行业的状况、上下游企业、发展前景、产业政策等各方面有充分的认识，更主要的是对企业通过资本市场的平台要实现一个什么样的发展蓝图要心中有数，充分把握资本市场各个发展阶段以及各项价值经营手段创新的有利时机，对上市公司实施有效的市值管理手段的科学组合，最终实现市值最大化的管理目标。比如，前文所述的海通证券（600837）的市值管理实现方式。

### 二、证券公司

从海通证券的市值管理推进可以看出，上市公司在进行市值管理的过程中，除了公司董事会和高管制定战略规划外，还需要证券公司为其进行市值管理的整体规划、设计和协助实施，这里包括兼并、重组、定向增发、资产注入、吸收合并、买壳与借壳、整体上市、股权激励等方案的设

计以及提供财务顾问、投资顾问服务，特别是即将实施的融资融券业务更离不开证券公司这一中介平台，同时包括大小非解禁的市值管理等。如何有效地、综合地利用价值经营手段，根据证券市场发展的不同阶段给上市公司实施市值管理的不同发展机遇，采取不同的、有效的价值经营手段，实现市值最大化的目标，需要证券公司为其规划、设计、制订和实施市值管理方案，以达及时、有效的市值管理方案的制订与实施。

## 三、期货公司

在上市公司市值管理过程中，一项重要的任务就是对宏观经济及微观产业政策的研究，对上市公司风险的控制与规避进行有效的沟通、传递及市场化转化。也就是说，要充分利用各项制度、政策及市场准确信息对上市公司即将面对的风险进行规避，这是上市公司市值管理的一项重要工作和关键因素。具体来说就是通过期货市场上商品期货来规避上市公司原材料、产成品的价格剧烈波动的风险，利用股指期货等金融期货规避上市公司股价剧烈波动的风险，利用利率期货、汇率期货、期权等避险工具规避利率和汇率波动给上市公司带来的风险。这些业务统一到一项风险规避手段就是“套期保值”，而套期保值方案的设计与实施必须借助于期货公司来完成，期货公司是上市公司实施市值管理中套期保值业务的顾问和业务平台。目前从管理层到经营层，对期货的了解和认识存在一定程度的误解及扭曲，需要进行全面的重新学习和了解；而对套期保值的理论和实践更是存在一定的舆论和认识的偏差，对套期保值方案更是缺乏了解，所有这些都需要期货公司来协助完成。

例如，钢铁类上市公司的套期保值方案。

对于钢铁类上市公司，由于螺纹钢和线材期货的上市及股指期货的即将上市，为这类上市公司对冲钢材价格波动风险和股价波动风险提供了风险对冲的工具，期货公司为这类上市公司设计的套期保值方案包括钢材期货的套期保值方案和股指期货的套期保值方案两个的有机组合。套期保值方案具体内容大致包括：

1. 套期保值内容：包括合约月份的选择、被套期保值的规模、套期保值的方向、套期保值的目标和原则、套期保值的财务处理及风险应急措施、套期保值结果的评价及套期保值方案的修正等。

2. 套期保值机构的搭建及人才的培养：根据企业的需求及套期保值业务的需求，期货公司协助企业搭建有效的套期保值业务部门和整个套期保值流程，为其培养专业的期货人才等。

3. 期货公司从金融的角度为上市公司提供有关套期保值的各类信息、价格走势分析及预测、风险预警及提示等一系列服务。

总之，期货公司是上市公司实施有效的市值管理方案特别是利用期货市场规避风险——套期保值的重要业务平台，上市公司只有与期货公司进行深入的、长期的有效合作，才会抓住一切市场机会，合理地、科学地规避风险，实现市值最大化、风险最小化的目标。

4. 钢铁企业的套期保值案例分析。

图 8－3 为螺纹钢期货 0911 合约的价格走势图（2009 年 3 月 27 日至 9 月 9 日）。我们可以看出，在 2009 年 8 月初螺纹钢期货价格在 4 800 元/吨至 4 968 元/吨这一价格走势区间，建议钢铁类上市公司及非上市公司、贸易商进行做空头套期保值业务，原因是当时钢材的平均成本在 3 200 元/吨，利润空间在 50% 以上。这种盈利效应不会持续太长时间。因为随着盈利空间的扩大，企业开始增加产能，逐步达到一个新的价格平衡点。而在 2009 年 9 月初螺纹钢期货价格在 3 900 元/吨左右，建议结束整个套期保值业务。根据市场价格走势的变化，重新设计和实施新的套期保值方案。这就是所谓的用套期保值的方案、用投机的眼光进行科学有效的套期保值，以实现市值最大化的目标。

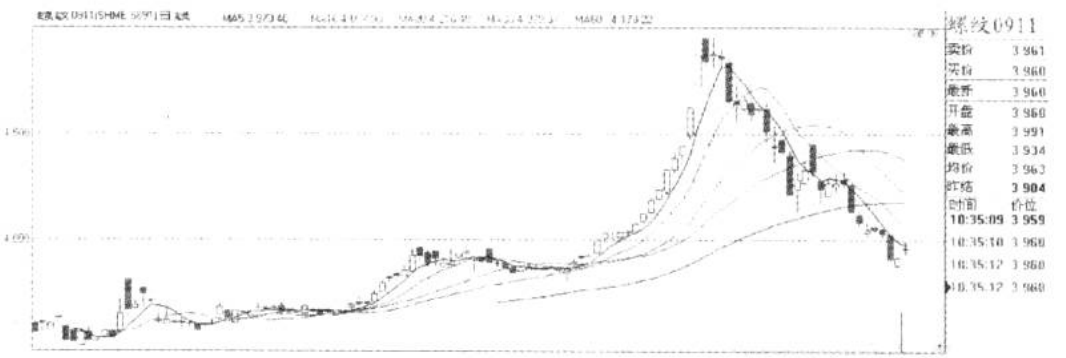



**图 8－3　螺纹钢期货 0911 合约价格走势图（2009 年 3 月 27 日至 9 月 9 日）**

# 第四部分　市值管理探索篇

市值管理是一项不断发展、完善和创新的上市公司战略管理工程。在传统资本市场上实施的各项市值管理手段应用于新的资本市场环境中，要不断总结与创新，特别是面对资本市场的快速发展及与国际接轨步伐的加快，更要研究市值管理的各种运作新模式。而在股票市场快速发展的同时，中国的期货市场同样进入了快速发展的新时期。随着黄金期货、钢材期货、稻谷期货、股指期货的上市及金属铅、焦炭期货等品种的即将上市，中国的资本市场越来越快地融入了国际资本市场，同时也为上市公司做大做强、合理避险提供了优良、高效的发展平台。本篇主要介绍新时期证券、期货市场的创新业务如何为市值管理提供支持，如何更有效地做好市值管理工作。

# 第九章　价值经营最大化的创新经营模式

在上面章节介绍了有关价值经营手段和市场效应的基础上，本章主要介绍目前资本市场上在市值管理中很少了解和应用的一些创新手段，着重介绍相关内容和具体实践操作的应用。

## 第一节　融资融券与市值管理

融资融券业务是国际发达证券市场上通行的做法。在我国，由于资本市场处于新兴加转轨的初级发展阶段，为了控制风险、防范市场操纵、稳定证券市场等多方面因素，因而一直实行的是单边交易市场。随着中国证券市场的快速发展，特别是在2007年一度成为全球第二大资本市场、2009年6月处于全球第三大资本市场的今天，资本市场法律法规制度不断完善，基金等机构投资者成为市场的主力军。为了快速发展资本市场，规避市场波动的风险，逐步实现双向交易，于是提出了融资融券业务，2010年3月29日开始实施。

### 一、融资融券的内涵

中国证券市场在1992年至1998年底期间，由于当时的发行制度和市场交易规则不规范等原因，普遍存在着大量的融资行为及少量的融券行为，其中融资行为主要有对新股发行认购的融资和股票交易的融资等。对新股发行认购的融资一般收取融资金额2%的押金，而对股票交易融资一般是按照1:1或1:2的比例融资。在伴有违规资金入市的情况下，资本市场上出现了无数的违规违法案件。由于市场行情剧烈波动，中国证监会发文严格禁止融资融券行为。而随着资本市场新一轮的发展，资本市场制度不断完善，法规逐步健全，资本市场投资结构等发生了巨大的变化，于是市场开始讨论融资融券业务，并于2008年9月公布方案、2008年12月1日开始受理融资融券业务申请，2010年1月8日获国务院批准，并于2010

年3月29日开始开展融资融券业务。那么新的融资融券业务是如何界定的呢?

(一) 融资融券的概念

所谓融资融券业务,是指证券公司向客户出借资金供其买入证券或出借证券供其卖出的业务。由融资融券业务产生的证券交易称为融资融券交易,融资融券交易因证券公司与客户之间发生了资金和证券的借贷关系,所以也称为信用交易,可以分为融资交易和融券交易两类。客户向证券公司借入资金买入证券叫融资交易,客户向证券公司借入证券卖出为融券。投资者需要事先以资金或证券自有资产向证券公司交一定比例的保证金,将融资买入的证券和融券卖出的资金交给证券公司。与普通证券交易不同,融资融券交易中投资者不能按时足额偿还资金和证券,证券公司可以强制平仓。

(二) 推出融资融券的意义

融资融券业务将有助于市场内在价格稳定机制的形成,在现阶段不会出现一些投资者担心的大规模卖空现象。

融资融券交易在世界上大多数证券市场都是常见的交易方式,可以将更多信息融入证券价格,为市场提供方向相反的交易活动。当投资者认为股票价格过高和过低时,可以通过融资的买入和融券的卖出促使股票价格趋于合理,有助于市场内在价格稳定机制的形成。

另外,融资融券交易可以在一定程度上放大资金和证券供求,增加市场的交易量,从而活跃证券市场,增加证券市场的流动性。这一业务还有助于拓宽证券公司业务范围,增加证券公司自有资金和自有证券的应用渠道。通过引入卖空操作,融资融券为投资者提供了新的交易方式,改变了证券市场的单边交易模式,提供了规避市场风险的工具。但同时,投资者也担心这可能会导致做空市场。

(三) 融资融券的作用

1. 发挥价格稳定器的作用。在完善的市场体系下,信用交易制度能发挥价格稳定器的作用。即当市场过度投机或者坐庄导致某一股票价格暴涨时,投资者可通过融券卖出方式沽出股票,从而促使股价下跌;反之,当某一股票价值低估时,投资者可通过融资买进方式购入股票,从而促使股价上涨。

2. 有效缓解市场的资金压力。对于证券公司的融资渠道现在可以有基金等多种方式,所以融资的放开和银行资金的入市也会分两步走。在股市低迷时期,对于基金这类需要资金调节的机构来说,不仅能解燃眉之急,

也会带来相当不错的投资收益。

3. 完善价格发现功能。欧美等资本市场成熟的国家发展经历证明，融资融券者往往也是市场中最为活跃的交易者，对市场机会的把握，对信息的快速反应和对股价的合理定位都起到非常好的促进作用。融资融券者成为价格发现功能实现的主要推动力量。

4. 提供更多的投资手段。融资融券是指两个相反方向的交易。融资是指在市场持续走强的时候，投资者可以通过融入资金购买股票而放大获利倍数；而融券是指投资者可以在市场持续下跌的过程中卖空股票再于低位平仓补回即可。

这样将为投资者提供一种新的获利方式，投资者不再像以前那样，只有在市场上涨的时候才能够获利。而目前在市场下跌的时候，投资者仍然也可以获利。这种双向交易机制的建立，加上机构博弈时代的到来，也有效地降低了单边投机市场走势出现的概率，为维护市场的稳定起到了作用。

（四）融资融券的风险控制

有关融资融券的风险，一方面，试点规定的融资融券客户保证金比例较高，试点券商还会根据自身情况提高风险控制比例，融资融券的财务杠杆效应不是很大。另一方面，试点期间，融资融券业务资金和证券的来源为证券公司的自有资金和自有证券。而目前在证券公司的资产结构中，货币资产比例较高，证券资产比例相对较小，其中只有可供出售的金融资产科目下的标的证券才可用于融券业务。

（五）融资融券市场规模

2010 年 3 月 19 日第一批获得融资融券业务资格的 6 家券商为国信证券、中信证券、海通证券、国泰君安证券、广发证券、光大证券；2010 年 6 月 20 日获得融资融券业务资格的第二批 5 家券商为银河证券、申银万国证券、东方证券、招商证券、华泰证券。至此，11 家券商融资融券总规模在 590 亿元左右。

截至 2010 年 9 月 2 日，沪深 A 股融资融券余额达 38.97 亿元，其中融资余额为 38.75 亿元，占总规模的 99%。浦发银行和招商银行的融资余额分别为 1.43 亿元和 1.35 亿元，成为当前融资余额最大的股票。

（六）融资融券对证券市场的影响

1. 投资理念再受冲击：融资融券是对市场影响极为重大深远的交易制度变革，尤其是融券做空，彻底改变了过去机构的做法，市场中出现了真正的空头。

2. 证券市场股票交易将初显期货风格：多年来的多头思维已经根深蒂固，融资的出现使机构能更大幅度地发挥资金的优势，引入期货中的手法，将手中积累的筹码进行炒作。

3. 流通性风险将被戏剧性化解：无论是未来的被锁定三年的限售股，还是许多高高在上的，每日交易量稀少的股票，由于有了融券的存在，流动性、流通性将大大提高。

4. 将在世界带来“中国投资热”效应：QFII 提高了我国在国际市场的影响力，而融资融券的试行，将和国际市场的规则逐步接轨，使得境外投资者对中国股市的渐进改革和开放性认识更深刻，对 A 股市场将更有信心。因为新办法可以更好地规避风险，所以会吸引更多的国际投资者进入中国股市。

5. 由于融资融券多数是在大盘股上采用，这将带来投资中的“小盘股效应”：相对来说，厌恶风险的价值投资者会选择不采用融资融券的小盘股进行长期投资，这也会给许多小盘股带来新的投资机会。另外，小盘的上市公司由于股本小，扩张机会相对更多，小盘股热有可能卷土重来。

6. 融资融券将为散户提供强大的杠杆效应。

7. 融资融券试点将导致券商的“造血效应”：不少券商面临的不是资本金少的问题，而是急切需要补充流动性资金，从而解决盈利点少的问题。融资融券大大改善了这一被动局面。

8. 除了以上积极影响外，还有下列不利影响：首先，融资融券可能助涨助跌，增大市场波动。其次，可能增大金融体系的系统性风险。最后，融资融券业务本身也可以成为证券公司的一项重要业务。

（七）融资融券对证券公司的影响

融资融券业务的全面开展给券商带来了机遇的同时也带来了巨大的挑战。但总体而言，机遇大于挑战。

1. 融资融券带来三大机遇。融资融券业务本身所产生的借款费、借券费、咨询服务费等；无论融资还是融券业务最终都要实现证券的买卖，将直接增加市场的交易量，这一过程直接为券商带来经纪业务的额外收益；融资融券为券商自营业务提供了看空个股的机会。

2. 融资融券引出三大挑战。融资融券改变券商经纪业务模式，成为经纪业务争夺战新武器；融资融券对券商研究理念、研究实力提出质的要求；融资融券为证券公司风险管理提出严峻挑战。

## 二、融资融券案例分析

下面以海通证券（600837）实施融资融券业务及其可能收益进行具体分析。

1. 海通证券的基本情况。海通证券是2007年7月26日通过借壳换股的方式成功上市的，并于2007年11月20日采用向8家特定投资者非公开发行7.2463768亿股境内上市人民币普通股（A股）股票的方式，其发行价格为35.88元/股，募集资金净额为25 901 549 489.62元，极大地改善了公司的经营能力和可持续发展能力。从表9-1的各项指标可以看出，公司每股的净资产有了几倍的增长。

表9-1

| 最新主要指标 | 2008-06-30 | 2008-03-31 | 2007-12-31 | 2007-09-30 | 2007-06-30 |
|---|---|---|---|---|---|
| 每股收益（元） | 0.2400 | 0.2200 | 1.5800 | 1.2100 | 0.6000 |
| 每股净资产（元） | 4.5600 | 9.0000 | 8.9000 | 2.6600 | 1.9700 |
| 净资产收益率（%） | 5.36 | 2.42 | 14.89 | 45.40 | 30.55 |
| 总股本（亿股） | 82.2782 | 41.1391 | 41.1391 | 33.8927 | 33.8927 |
| 实际流通A股（亿股） | 2.3386 | 1.1693 | 1.1693 | 1.1693 | 1.1693 |
| 限售流通A股（亿股） | 79.9396 | 39.9698 | 39.9698 | 32.7234 | 32.7234 |

2. 可能的融资融券规模。从目前海通证券的财务状况分析，可以用于融资融券的资金应该在500亿元左右，融券规模在50亿元左右，限售流通股近40亿股。因股权分置改革而托管的上市公司有200多家，如果全面实施了融资融券业务，可想而知其市场份额有多大。

3. 收益分析。如果按照融资年利率10%计算，每年500亿元的资金可以净收入50亿元，而自己持有的股票也可以获得5亿元的收益，摊薄每股净收益为0.6元左右；如果其持有的近15亿股限售流通法人股可以进入融券市场，按照15元/股的价格计算，其总市值为225亿元，那么每年将有22.5亿元的收益，摊薄每股净收益近0.25元，而在原有正常经营的基础上每股增加了0.85元的收益，特别是此项收入纯属于高收益低风险的业务，且具有可持续性和稳定性；如果其托管的200多家上市公司的限售流通股也可以进行融资融券且委托海通证券进行市值管理的话，海通证券既

可以拿到利差收入，又可以拿到佣金收入，那么对该股票的每股收益及市场走势影响之大是可以想象的。

## 第二节 股指期货与市值管理

在整个期货交易品种中，最晚诞生的就是金融期货。产生于美国交易所的价值线指数期货，随后股指期货、利率期货、汇率期货等迅速发展起来。我国曾经于1995年推出国债期货，后因市场操纵而被停止，至今没有再次推出金融期货品种。2001—2006年证券市场长期下跌，为了搞活证券市场、规避证券市场上的系统性风险，于是在2006年9月8日成立了中国金融期货交易所，开始研究、设计有关股指期货的合约、交易、结算、交割等规则及股指期货投资者准入制度等。随着国际金融危机的爆发和蔓延，我国证券市场也发生了剧烈的波动。特别是由于美国有股指期货这一风险对冲工具，起源于美国次贷危机的全球性金融危机对美国道琼斯股票指数的影响是2008年下跌了43%，而同期我国上证指数却下跌了73%，这在很大程度上是由于风险对冲手段的缺失造成的。为了规避资本市场可能发生的系统性风险，股指期货的相应交易规则正在不断地完善，2010年1月8日国务院批准股指期货上市，并于2010年4月16日成功上市交易。

### 一、期货与股指期货的内涵

期货合约是由交易所统一制定的，规定在将来某一特定的时间和地点，交割一定数量标的物的标准化合约。根据标的物的不同，分为金融期货和商品期货。

合约的标准化指合约中除了价格以外的其他因素都是固定不变的。包括：合约名称、交易时间、交易单位、报价单位、交割日期、交割等级等，有利于简化交易程序、降低交易成本、增强市场的流动性。所谓“炒期货”其实就是“炒合约”或者“炒合同”。

#### （一）股指期货的概念

股指期货，全称股票指数期货，是以股价指数为依据的期货，是买卖双方根据事先的约定，同意在未来某一个特定的时间按照双方事先约定的股价进行股票指数交易的一种标准化协议。

（二）我国的期货交易所与上市期货品种

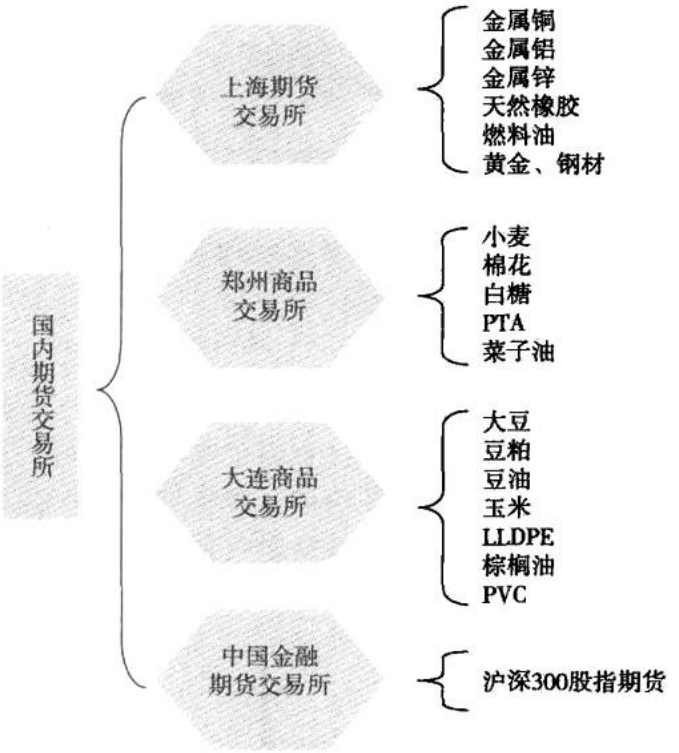



**图9-1　我国期货交易所与上市期货品种**

（三）股指期货主要特点

1. 与其他期货合约相比，股票指数期货合约有如下特点：

（1）股指期货合约是以股票指数为基础的金融期货。

（2）股指期货合约所代表的指数必须是具有代表性的权威性指数。

（3）股指期货合约的价格是以股票指数的“点”来表示的。

（4）股指期货合约是现金交割的期货合约。

2. 与股票相比，股指期货有如下特点：

（1）股指期货可以进行卖空交易。所谓双向交易就是不论你是否有期货合约，只要你认为市场下跌（或上涨），你就可以卖出（或买入）相应的合约，然后再进行相应的反向平仓即买入平仓（或卖出平仓）。而不像股票市场那样只有手中有股票才能卖出，股票市场是单向交易。

（2）交易成本低。相对现货交易，指数期货交易的成本是相当低的。

（3）较高的杠杆比率。

（4）市场的流动性较高。

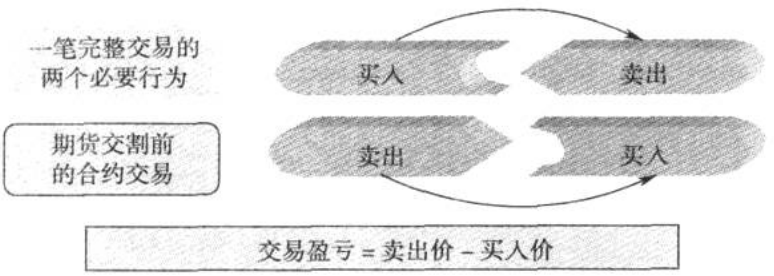



**图 9-2 期货交易示意图**

(5) 股指期货专注于系统性风险。

(四) 股指期货的功能和作用

1. 价格发现功能。价格发现是指利用期货市场公开竞价交易的特点，通过人数众多的、各种各样的投资者的参与，形成一个对将来市场预期的、反映市场供求关系的市场价格。股指期货市场的价格也是对股票市场未来走势作出的预期反应，即发现未来股票指数的价格点位（见图 9-3）。

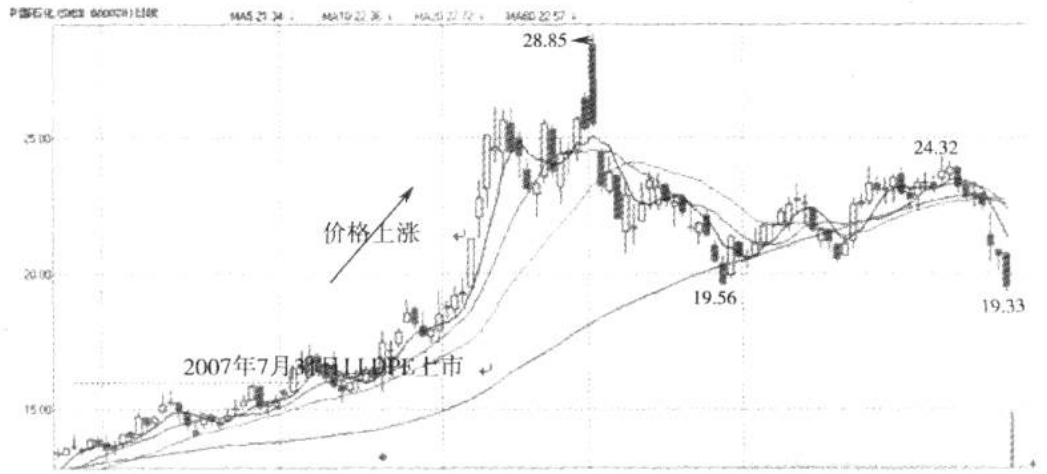



**图 9-3 中国石化股票走势图**

2. 套期保值功能。套期保值是指投资者买进或者卖出与现货数量相等但交易方向相反的期货合约，以期在未来某一时间通过卖出或买进期货合约，从而补偿因现货市场价格波动带来的实际损失。这样，期货与现货两个市场的交易盈亏就“套”在一起了。

股指期货的这种套期保值功能，丰富了股票市场参与者的投资工具，促进股票现货市场交易的活跃，并减轻集中性抛售对股票市场造成的恐慌性影响，对平均股价水平的剧烈波动起到了缓冲的作用。

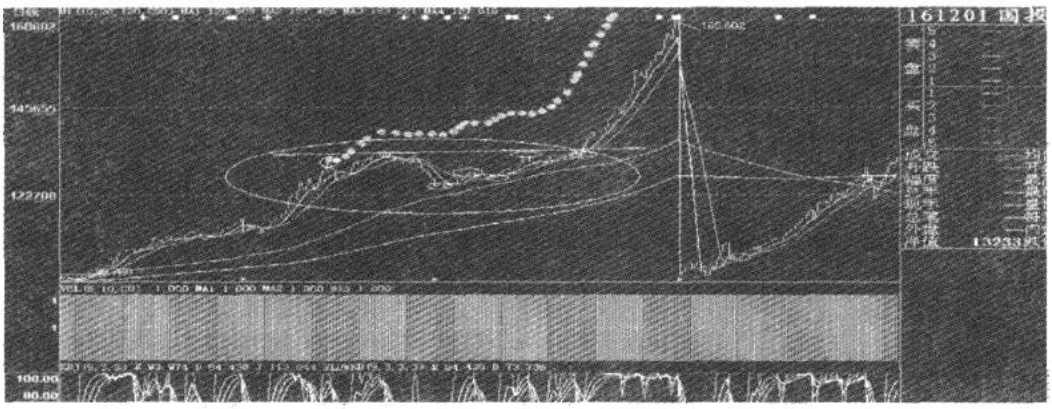


**图 9－4　基金套期保值效果图**

3. 风险投资功能。首先，股指期货可以丰富市场投资品种，为机构投资者提供更多的选择；其次，股指期货是一种理想的套利工具；最后，股指期货降低了交易成本，产生出杠杆效应。

（五）股指期货市场的作用

1. 有效规避系统性风险。如图 9－5 所示，如果股指期货已经上市，那么投资者就可以通过卖出股指期货合约获利或者达到对其资产或投资组合进行套期保值的目的，以规避因提高印花税而使证券市场下跌给投资者带来损失的风险。




**图 9－5　2007 年 5 月 29 日公布提高印花税后走势**

2. 提供套期保值的有力工具。已经或预期将持有某只股票的投资者，在对未来股市的走势无法把握的情况下，为防止股价变化的风险，可以通过出售或购买股指期货合约来达到套期保值的目的。

3. 提供了投机和无风险套利的工具。股指期货的定价问题是一个既理论又实际的问题。较为抽象的股票指数可以看成是支付红利的证券，指数代表一种证券组合，持有该证券组合的投资者可以获取有关的红利作为投资回报，则股指期货的价格即为其未来红利的贴现。

（六）股指期货推出的意义

表现在：（1）有效地规避股市的系统性风险；（2）保护长期投资者利益，稳定股市；（3）有利于机构投资者和投资基金的发展；（4）有助于活跃股票市场，满足投资者的投资需求；（5）有利于改进和完善我国一级市场新股的发行方式；（6）有助于期市功能的发挥；（7）促进我国股市国际化。

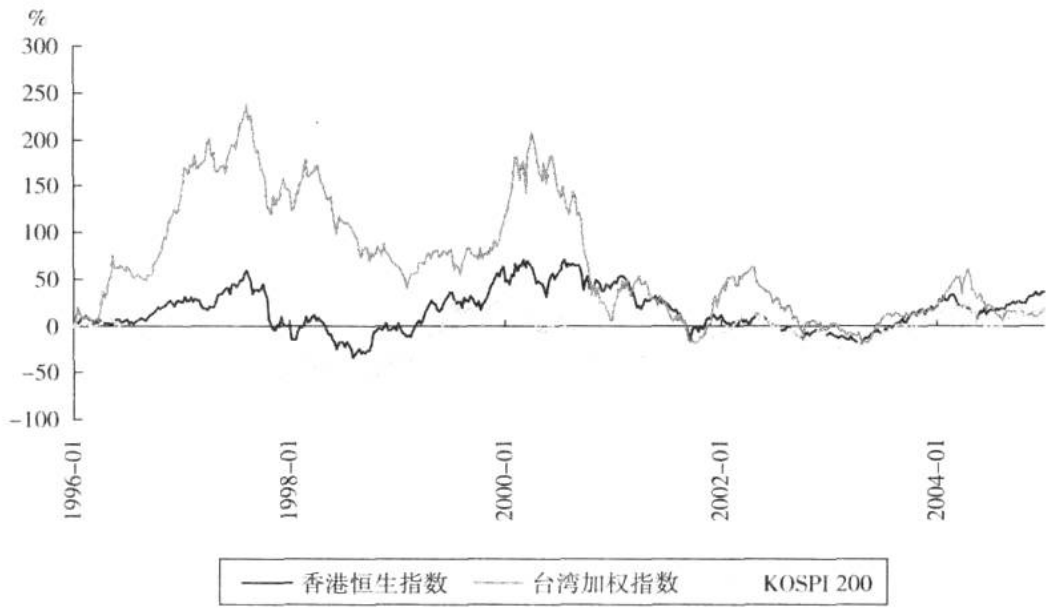



**图 9-6 股指期货推出后市场波动率的变化**

（七）沪深 300 股指期货合约

| | |
|---|---|
| 合约标的 | 沪深 300 指数 |
| 合约乘数 | 每点 300 元 |
| 报价单位 | 指数点 |
| 最小变动价位 | 0.2 点 |
| 合约月份 | 当月、下月及随后两个季月 |
| 交易时间 | 上午 9:15～11:30，下午 13:00～15:15 |
| 最后交易日交易时间 | 上午 9:15～11:30，下午 13:00～15:00 |

续表

| | |
|---|---|
| 每日价格最大波动限制 | 上一个交易日结算价的±10% |
| 最低交易保证金 | 合约价值的10% |
| 最后交易日 | 合约到期月份的第三个周五，遇法定节假日顺延 |
| 交割日期 | 同最后交易日 |
| 交割方式 | 现金交割 |
| 交易代码 | IF |

### （八）影响股指期货的因素

影响股指期货的因素错综复杂，要把握股指期货的走势比较困难。但我们总试图从各种因素中摸索规律，以为投资提供参考。主要的影响因素归纳如下：期货价格会受其标的指数价格的影响，宏观经济形势，各市场之间的相互联系。

## 二、股指期货在市值管理中应用的案例分析

例如某一基金公司对基金资产进行市值管理。该基金净值为10亿元，其中现金资产2亿元。该基金为沪深300指数ETF基金。如图9－7所示，根据资本市场的走势，该基金对其持有的股票进行套期保值，以规避股票价格波动的风险。具体如下：

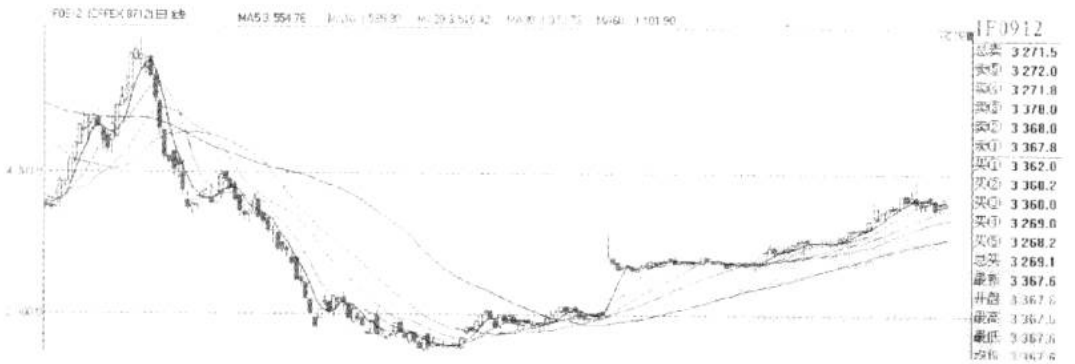



**图9－7　股指期货IF 0912合约走势图**

### （一）卖出套期保值

2009年7月24日至28日，沪深300指数在2 979～2 937点，且有下跌的迹象。此时IF 0912合约价格在5 400～5 981点。为了规避价格波动的风险，该基金经理拟对其全部股票市值8亿元进行空头套期保值，具体空头套期保值点位是在5 800点做的卖空套期保值。此时一手合约市值为



**图 9－8 沪深 300 指数走势图**

5 800×300 = 174（万元），现货 2 950 点对应 8 亿元股票净值需要做 80 000/174 =460（手）合约。按照 10% 的保证金比例计算，每手需保证金 17.4 万元，需要保证金 8 000 万元。

（二）买入平仓，结束套期保值

2008 年 10 月 27 日至 11 月 7 日，沪深 300 指数在 1 720～1 606 点，且有止跌企稳的迹象。此时 IF 0912 合约价格在 1 680～1 510 点，于是基金经理研究决定在 IF 0912 合约 1 600 点进行买入平仓，结束此次套期保值业务。沪深 300 指数 1 600 点时基金的股票净值是 8 亿元×1 600/2 950 = 4.339 亿元，净值亏损 3.661 亿元；此时由于做空头套期保值 460 手，在股指期货上盈利 300×（5 800－1 600）=12.6（亿元），扣除净损失 3.661 亿元，实现净盈利 8.939 亿元，使得基金净值由于套期保值规避了价格波动的风险，不但没有亏损，还实现了净盈利，基金总净值达 18.939 亿元。

## 第三节 套期保值与市值管理

套期保值是期货市场的重要功能之一，期货市场因套期保值客户而存在、因投机交易而活跃、因套利交易而稳定。面对国际金融危机对国际国内实体经济、资本市场、大宗商品期货市场造成的巨大影响，企业为了规避价格波动等风险而在商品期货市场和金融期货市场进行相应的套期保值业务交易，以达到规避风险、锁定目标利润的目的。在市值管理中，更离不开套期保值业务。这里既包括大宗商品价格波动的风险、原材料和产成品价格风险、矿产资源风险等，也包括利率风险、汇率风险、总市值波动

风险等。特别是金融危机对中国实体经济造成的巨大冲击，使得越来越多的上市公司更加关注期货，也更加关注期货期权等避险工具的选择与应用，同时对套期保值可能带来的风险及风险控制措施更加关注。为此上市公司为了实现市值最大化和风险最小化、可控化的目标，实现平稳健康发展必须进行套期保值业务。

## 一、套期保值的内涵

由于同一种商品，在现货和期货市场共存情况下，在同一时空内会受到相同因素的影响和制约，因而正常情况下两个市场价格变动趋势相同，并随着期货合约交割而实现价格一致。套期保值就是利用两个市场的这种关系，在期货市场上采取与现货市场上品种相同、交易数量相同、交易方向相反的交易行为，从而在两个市场上建立一种相互冲抵的机制，无论价格怎样变动，都能取得在一个市场亏损的同时在另一个市场盈利的结果。最终，亏损额与盈利额大致相等，两项冲抵，从而将价格变动的风险大部分或完全转移出去。

### （一）套期保值的概念

所谓套期保值是指买入或卖出与现货数量相当的期货合约，以期在未来某一时间通过卖出或买入期货合约来补偿现货市场价格变动所带来的实际价格风险，简称“套保”。套期保值是期货市场产生的基础和原动力，是期货交易的主要类型之一，是实现期货市场风险转移功能的重要手段。

2007 年 1 月 1 日执行的新会计准则对套期保值概念的界定如下：套期保值是指企业为规避外汇风险、利率风险、商品价格风险、股票价格风险、信用风险等，指定一项或一项以上套期保值工具，使套期保值工具的公允价值或现金流量变动，预期抵消被套期保值项目全部或部分公允价值或现金流量变动。

### （二）套期保值的分类

套期保值可以分为公允价值套期保值、现金流量套期保值、境外经营净投资套期保值三大类。

1. 公允价值（也就是市场价值）套期保值是指对已确认的资产或负债、尚未确认的确定承诺的资产或负债、尚未确认的确定承诺中可辨认部分的公允价值变动风险进行的套期保值。

2. 现金流量套期保值是指对现金流量变动风险进行的套期保值。该类现金流量变动源于与已确认资产或负债、很可能发生的预期交易有关的某

类特定风险。

3. 境外经营净投资套期保值是指对境外经营净投资可能带来的各类风险进行的相应套期保值行为。

（三）套期保值理论

1. 传统的套期保值理论

传统的套期保值理论认为，套期保值是在现货市场上的商品生产者规避价格风险的一种习惯行为，保值交易的直接动机是转移现货交易中面临的价格风险，其目的在于保证现货经营中的利润。期货交易中的套期保值是指在期货市场建立与现货市场方向相反、数量相等或相当的交易部位，以此来转移现货交易的价格波动风险。一旦现货市场上出现对交易者不利的价格变动使交易者蒙受损失时，交易者可以用期货市场上的盈利来弥补现货市场上的亏损。因此，保值者总是在期货市场和现货市场建立数量相当、方向相反的“均衡而相对”的交易部位，在两个市场同时完成两个买卖过程。早期的套期保值理论一般认为，只要交易者在期、现市场上进行这种均衡相对交易，就可以有效地转移价格风险。这种理论后来被称为传统套期保值理论，其遵循四个基本原则：

（1）交易相反原则。保值交易者在期货市场上进行套期保值交易，交易方向必须和现货市场上方向相反，才能达到保值的目的。其依据是，两个市场同种商品的价格走势大致相同，同跌或同涨，只有遵循方向相反的原则，利用两个市场的联动性，才能在两个市场上建立一种互补机制。否则，不仅达不到转移价格风险的目的，反而会增大价格风险。

（2）商品种类相同原则。期货市场上进行的套期保值交易，所购买的合约中规定的商品种类与现货市场上买卖的商品相同。因为只有相同种类的商品价格变动因素才相同，价格走势才具有一致性，从而使两个市场上的反向操作具有盈亏互补的效果。

（3）商品数量相当的原则。套期保值者所买卖的期货合约所代表的商品数量必须与其在现货市场上的商品买卖数量相等，这样才能保证两个市场的盈亏额相等或最接近。

（4）时间相同或相近的原则。在套期保值过程中，期货合约的交割月份应该与现货商品的交割月份相同或相近。因为随着期货合约交割期的到来，期货价格与现货价格将趋于一致，甚至在交割日期时两者相等，套期保值正是利用这种价格收敛性规律才得以实现。

2. 基差逐利型套期保值

在完美的市场条件下，即期货市场价格和现货市场价格波动完全一

致，不存在交易费用和税收，则可以实现完美型的套期保值。也就是说，可以用一个市场的利润来完全弥补另外一个市场的损失。但是在现实的期货交易中，期货价格和现货价格的变动并不完全一致，存在基差风险，从而使期货市场的获利不一定能完全弥补现货市场上的损失。为了克服基差风险，Working（1960）提出了用基差逐利型套期保值来规避基差风险。所谓基差逐利型套期保值，是指买卖双方通过协商，由套期保值者确定协议基差幅度和选择期货价格的期限，由现货市场的交易者在这个时期选择某日商品期货价格为计价基础，在所确定的计价基础上加上协议基差得到双方交易现货商品的协议价格，双方以协议价格交割现货而不考虑现货市场上该商品在交割时的实际价格。基差交易的实质是，套期保值者通过基差交易将其面临的基差风险通过协议基差的方式转移给现货交易中的对手。套期保值者通过基差交易可以达到完美或盈利的保值目的。

3. 现代套期保值理论

Johnson（1960）、Ederington（1979）等较早提出用 Markowitz 的组合投资理论来解释套期保值。组合投资理论认为，交易者进行套期保值实际上是对现货市场的资产进行组合投资。套期保值者根据组合投资的预期收益和预期收益方差，确定现货市场和期货市场的交易头寸，以使收益风险最小化或者效用最大化。组合投资理论认为，套期保值者在期货市场上套期保值的比例是可选择的，最优套期保值比例取决于套期保值的交易目的以及现货市场和期货市场价格的相关性，而在传统套期保值交易中，套期保值的比例恒等于 1。

（四）套期保值的作用

引起价格波动的原因很多。对企业来说，风险的源头是价格波动，这是所有企业在市场化经营中遇到的共性风险，因而都需要进行套期保值来规避风险。不同企业其面临的价格波动风险又有其特性，需要采取不同的套期保值策略。例如，对于上游敞口的企业，其要回避的是原材料价格上涨导致成本增加的风险，在期货市场应进行买入套期保值；对于下游敞口企业，如何回避价格下降导致的利润下降则是企业套期保值的目的，因此应进行卖出套期保值。

1. 套期保值能够有效地规避市场价格波动给企业生产经营活动带来的不确定性，从而改善企业的盈利能力。

2. 套期保值可以帮助企业降低库存成本，提高资本的使用效率。在企业生产经营中，库存就是现金，如何有效控制或利用这笔资金，是对财务经理的一个考验。套期保值是控制库存成本的有效工具。一方面，

套期保值可以有效降低库存价值下降的风险；另一方面，套期保值业务可以使企业在采购或销售商品时有更灵活的定价权，从而在一定程度上降低库存数量，甚至实现无存货经营，大大降低企业投放于库存管理上的成本。

另外套期保值可以对冲平仓，也可以交割了结。通过交割方式获得标的商品，企业不仅可以节约大量库存成本，而且不用担心对方的违约风险。对于原材料生产商来说，注册仓单可以作为抵押向银行贷款，也可以通过交割事先销售目标，可谓一举多得。

3. 现金流量是近年来公司理财中愈加强调的概念，与企业的生存息息相关。而经济周期一定程度上会影响企业的经营业绩，给企业带来一定的额外成本和风险。表现在财务上就是现金流量的波动，这种波动会造成投融资的风险，使企业难以实现最优的投资活动，影响企业价值。期货合约的高流动性可以有效规避现货价格波动的风险，也可以有效规避交易对方违约的信用风险。现金流量套期保值战略考虑了公司的投资机会以及从外部筹集资金的能力，确保企业有能力满足在成长（经营或投资）与财富分配（股利）中的现金流量约束，起到了规避现金流量波动性造成的投融资风险，增加公司的价值。

## 二、套期保值方案设计

套期保值方案的案例：例如某一豆油加工企业在2008年3月3日以5 500元/吨的价格买入黄豆，生产豆油和豆粕。如果企业充分了解套期保值业务，为了规避价格变动的风险，可在当日以13 300元/吨的价格卖出豆油、以3 700元/吨的价格卖出豆粕，按照一斤黄豆生产出七两豆粕、三两豆油进行测算，加工后的收益为6 580元/吨，如果加工成本在280元/吨，则可以获毛利800元/吨，从而进行生产安排；如果生产出来之后再进行销售安排，假如等到2008年11月21日，黄豆的价格已经跌到3 259元/吨、豆粕的价格已经跌到2 384元/吨、豆油的价格已经跌到5 668元/吨，不计任何成本，加工后每吨综合售价仅有3 370元左右，那么每加工1吨净亏损2 130元左右。

可见，期货距离生活在地球上的每一个人与企业越来越近。作为一个农民，种植什么品种，按照什么价格出售，离不开农产品期货市场；对于农业生产加工的企业，如何保持预期利润，如何扩大生产规模，而又远离价格波动的风险，更离不开期货市场；作为金属生产和加工企业，如何规避价格变动的风险，也离不开期货市场；作为化工及能源行业，面对国际

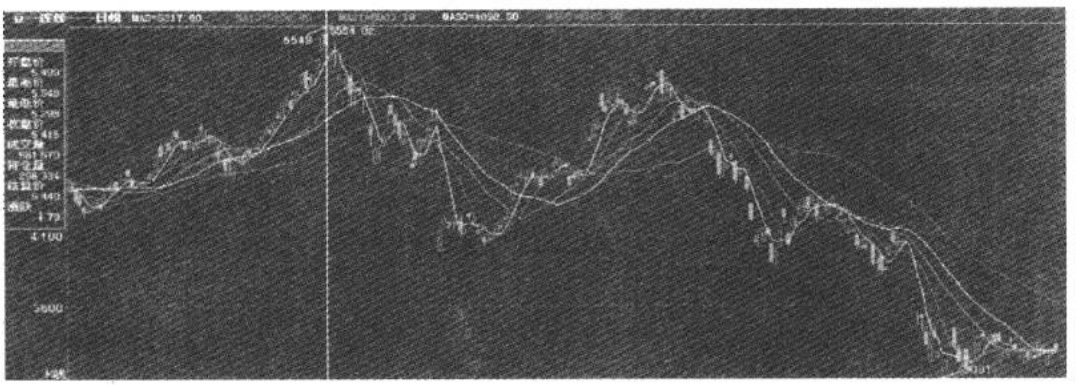


图 9－9　黄豆期货走势图

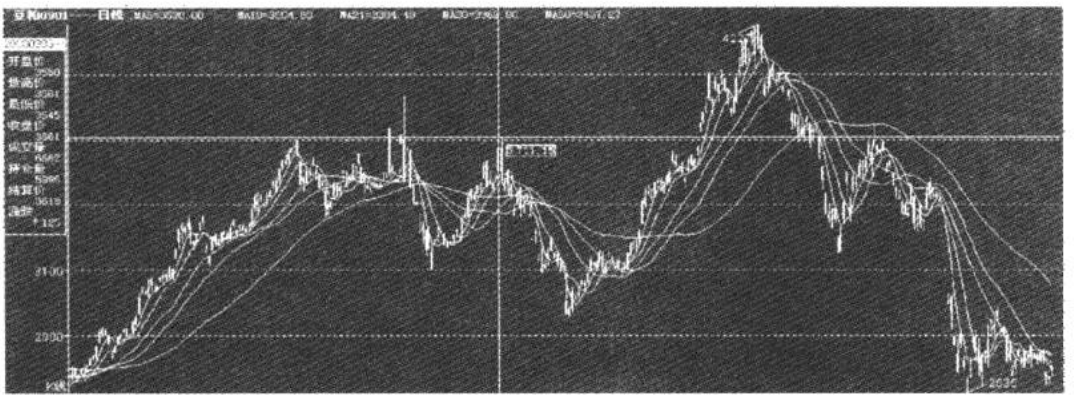


图 9－10　豆粕期货走势图

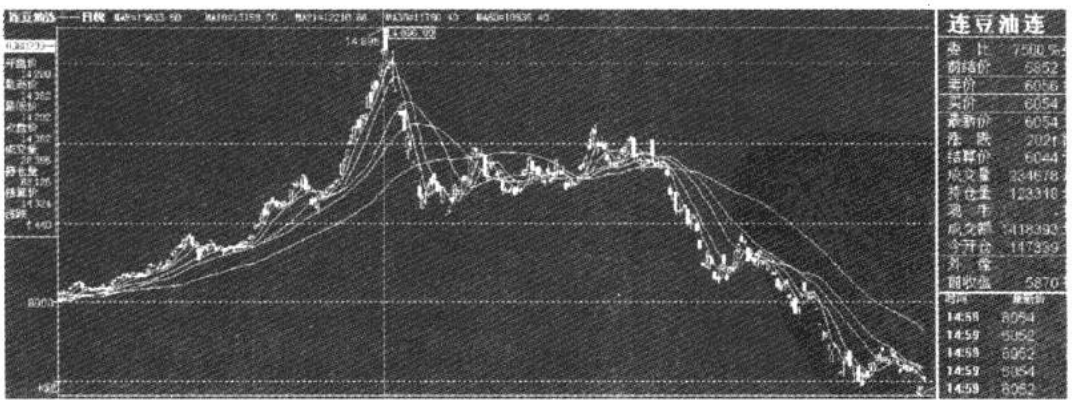



图 9－11　豆油期货走势图

价格的剧烈动荡，更离不开期货市场；对于各类消费群体，也离不开期货市场；作为股票投资者，如果想把握市场的投资机会，必须将期货与股票

现货一同研究才能获益，也离不开期货市场。期货市场最主要的功能就是价格发现与规避风险，具体来说包括资产配置、套期保值、套利交易等。

## 三、套期保值在市值管理中应用的案例分析

以工商银行（601398）2007 年市场走势与相应的股指期货合约进行套期保值为例，说明套期保值在市值管理中的重要性，指出套期保值是市值管理重中之重的控制风险的管理手段。

（一）股本简介

工商银行总股本 3 340 亿股，财政部与汇金公司各控股 1 180 亿股为限售流通股，实际流通 A 股 120 亿股，流通 H 股 830 亿股，其余为锁定股票。

（二）市值管理区间界定

如果工商银行实行市值管理，可以通过股指期货进行具体操作。时间为 2007 年 1 月 1 日至 2007 年 12 月 31 日，按照现行沪深 300 仿真交易合约规定，股指期货交易保证金比例 10%，交易费率 200 元/手，市场有足够大的空间和足够多的投资者。

（三）具体套期保值方案

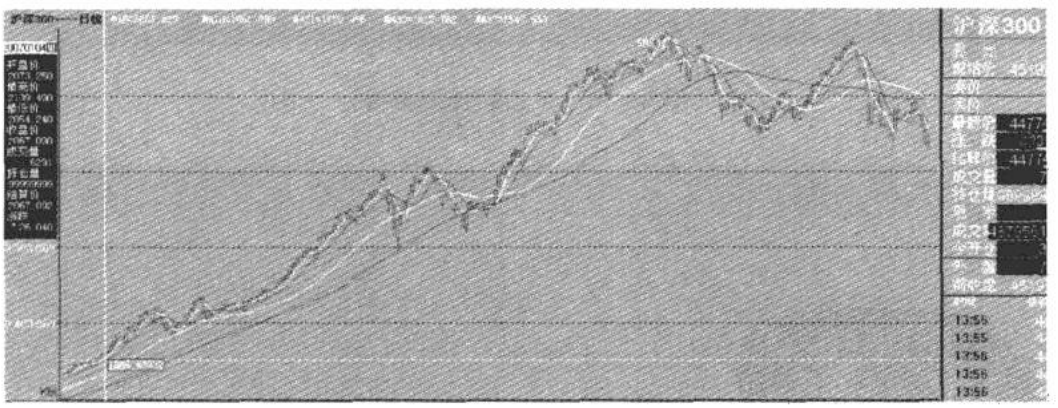


**图 9－12　沪深 300 指数走势图**

股指期货套期保值的收入：从图 9－12 可以看出，沪深 300 指数于 5 月 29 日（上调印花税至 3%）（开盘价 4 090 点、收盘价 4 168 点、最高价 4 168 点、最低价 4 079 点）至 6 月 5 日（开盘价 3 407 点、收盘价 3 634 点、最高价 3 635 点、最低价 3 246 点）、6 月 21 日（开盘价 4 227 点、收盘价4 253点、最高价 4 254 点、最低价 4 186 点）至 7 月 6 日（开盘价 3

517 点、收盘价 3 475 点、最高价 3 712 点、最低价 3 475 点）、10 月 16 日（开盘价 5 862 点、收盘价 5 824 点、最高价 5 891 点、最低价 5 797 点）至 11 月 29 日（开盘价 4 708 点、收盘价 4 842 点、最高价 4 847 点、最低价 4 637点）发生三波深幅调整。如果对市场能够较准确地预测，可通过股指期货对工商银行进行套期保值。具体操作如下：

1. 第一种投资选择

（1）工商银行 5 月 29 日价格为 5.59 元/股、6 月 5 日价格为 5.08 元/股。对其进行套期保值的额度为 2 360 亿股 ×5.59 元/股 =13 192.4 亿元；按照 4 100 点进行操作，每手市值 123 万元；需要进行1 072 500手空单，需要保证金 1 319.24 亿元。6 月 5 日按照 3 400 点进行买入平仓，收益为 1 072 500 ×（4 100 － 3 400） × 300 = 22 522 500（万元），佣金为 1 072 500 ×400 =42 900（万元），净收益为 22 479 600 万元。

（2）工商银行 6 月 21 日价格为 5.15 元/股、7 月 6 日价格为 5.16 元/股。对其进行套期保值的额度为 2 360 亿股 ×5.15 元/股 =12 154 亿元；按照 4 200 点进行操作，每手市值 126 万元；需要进行 964 600 手空单，需要保证金 1 215.4 亿元。7 月 6 日按照 3 600 点进行买入平仓，收益为 964 600 ×（4 200 －3 600） ×300 =17 362 800（万元），佣金为 964 600 × 400 =38 584（万元），净收益为 17 324 216 万元。

（3）工商银行 10 月 16 日价格为 8.15 元/股、11 月 29 日价格为 8.02 元/股。对其进行套期保值的额度为 2 360 亿股 ×8.15 元/股 =19 234 亿元；按照 5 800 点进行操作，每手市值 174 万元；需要进行 1 105 400 手空单，需要保证金 1 923.4 万元。11 月 29 日按照 4 800 点进行买入平仓，收益为 1 105 400 ×（5 800 － 4 800） × 300 = 33 162 000（万元），佣金为 1 105 400 ×400 =44 216（万元），净收益为 33 117 784 万元。

以上的操作实现净收益为 72 921 600 万元，均摊每股收益为 2.145 元/手。加上传统业务收入 0.3 元/股，综合每股净收益在 2.45 元左右，按照 15 ~ 20 倍的市盈率计算，股价应该在 35 ~ 50 元/股，那么国有资产又增加了多少呢？

2. 第二种投资选择

（1）工商银行 5 月 29 日价格为 5.59 元/股、6 月 5 日价格为 5.08 元/股。对其进行套期保值的额度为 2 360 亿股 ×5.59 元/股 =13 192.4 亿元；按照 4 100 点进行操作，每手市值 123 万元；需要进行 1 072 500 手空单，需要保证金 1 319.24 亿元。6 月 5 日按照 3 400 点进行买入平仓，收益为 1 072 500 ×（4 100 － 3 400） × 300 = 22 522 500（万元），佣金为

1 072 500 ×400 =42 900（万元），净收益为22 479 600万元。

按照6月5日工商银行5.2元/股的价格，可以购得（定向增发或季度转赠股本）工商银行股票432.3亿股，用于追加股本，此时国有股本增加到2 792.3亿股。

（2）工商银行6月21日价格为5.15元/股、7月6日价格为5.16元/股。对其进行套期保值的额度为2 792.3亿股×5.15元/股=14 380亿元；按照4 200点进行操作，每手市值126万元；需要进行1 141 300手空单，需要保证金1 438亿元。7月6日按照3 600点进行买入平仓，收益为1 141 300×（4 200 - 3 600）×300 = 20 543 400（万元），佣金为1 141 300 ×400 =45 652（万元），净收益为20 497 748万元。

按照7月6日工商银行5.2元/股的价格，可以购得（定向增发或季度转赠股本）工商银行股票394.1亿股，用于追加股本，此时国有股本增加到3 186.4亿股。

（3）工商银行10月16日价格为8.15元/股、11月29日价格为8.02元/股。对其进行套期保值的额度为3 186.4亿股×8.15元/股=25 969亿元；按照5 800点进行操作，每手市值174万元；需要进行1 492 480手空单，需要保证金2 596.9万元。11月29日按照4 800点进行买入平仓，收益为1 492 480×（5 800 - 4 800）×300 = 44 774 400（万元），佣金为1 492 480 ×400 =59 699.2（万元），净收益为44 714 700万元。

按照11月29日工商银行8元/股的价格可以购得（定向增发或季度转赠股本）工商银行股票558.9亿股，用于追加股本，此时国有股本增加到3 745.3亿股。股本增加了40.74%。

按照12月28日工商银行8.13元/股的价格计算国有股股权由2 360亿股增加到3 321亿股，国有股股权年末净值为27 000亿元，较年初的2 360 ×6 =14 160（亿元）净增加了12 840亿元。以上的操作如果将实现净收益为11 082.67万元，均摊每股收益为3.259元/手。加上传统业务收入0.3元/股，综合每股净收益在3.55元/股左右，按照15～20倍的市盈率计算，股价应该在50～70元/股，那么国有资产又增加了多少呢？

（四）工商银行市值管理案例分析（稳定市场功能）

实行市值管理之后，上市公司在实现保值增值的同时，还要起到稳定市场的功能（2009年7月国资委已经公布了国有企业具有稳定股市责任的相关试行办法）。也就是说，要使得股价在较合理的空间运行，即市场可能在高点位、低市盈率下稳定运行。具体来说：

1. 高点位运行：在股指期货推出的前提下，如果以工商银行、中国银

行、建设银行、中国平安、中国人寿、中信证券、海通证券等为首的金融类上市公司实行市值管理，相比之下具有人才、资金、研究、服务、专业等方面的优势。在股价处于较高点位时，通过股指期货进行股票总市值的空方套期保值，在锁定总市值的前提下，提升了每股的盈利能力、控制了风险，那么市场应处于高位运行过程之中。

2. 低市盈率运行：当中国证券市场逐步进入成熟阶段以后，会逐渐形成理性的投资价值理念，也就是说当市场出现偏离价值轨道过大时，就会有机构投资者抛出该只股票，选择其他同类价值稳定的股票，即市场具有投资者选择的余地；同时作为上市公司自身，也会通过股票的买卖来平抑股价，使自己的股票既具有投资价值，又不会因盲目的炒作而带来局部的泡沫及市场的波动。

3. 稳定运行：当市场实行了股指期货的上市、股权激励机制及市值管理之后，拥有了长期投资的避险工具及激励政策，各个上市公司都依法维护股票的合理运行，市场具备了稳定运行的基础，逐步会形成一个理性价值投资的市场，市场会在国家宏观调控下稳定运行。

（五）市值管理可能的风险

在体现商业银行各项发展机遇的同时，还需清醒地认识商业银行作为上市公司市值管理参与者可能存在的风险。

一般来说，这种风险主要来自于上市公司对市场分析预测而产生的市场风险和具体管理部门特别是交易员的操作风险及道德风险。其中市场风险负面影响更加直接、损失较大，在实际运行中也更容易发生。

如果在对市场走势方面的研究与市场发生较大的偏差，采取各项套期保值的方案可能会发生较大的损失，直接影响上市公司的收益及股票的价格；而交易员在没有良好的职业准则和诚信理念的前提下违规操作、越权操作或违法操作，可能会给公司带来巨大的亏损和负面影响。例如 1995 年发生在上海证券交易所的国债期货“3·27”事件直接导致上海万国证券、中国经济开发信托公司（中经开）的倒闭以及最近发生在法国的兴业银行因交易员违规操作而亏损 71 亿美元的“法兴事件”等。

（六）套期保值在市值管理中的应用

套期保值作为上市公司市值管理的必要手段之一，在对企业股价或是总市值进行套期保值时，既要关心行业政策对股价的影响，也要关心监管机构对股市的态度及可能出台的政策，更要关心上市公司与沪深 300 指数的关联度问题。要准确地计算出相应的系数，以便准确地确定套期保值的规模，通过政策的研究确定套期保值的方向。做好套期保值业务，既提升

了股票的盈利能力，又有效地控制了风险，对提升股票的总市值具有积极的推动作用。所以说，套期保值是进行市值管理的必要工具，为市值管理提供理论与技术的支持。

## 案例：套期保值方案

### 目录

一、企业经营状况分析
二、企业风险敞口分析
三、套期保值操作思路
四、基差变化对套期保值的影响
五、套期保值业务具体操作流程
六、企业套期保值业务的开展与推进
七、套期保值业务成功的关键要素
八、套期保值业务流程图
九、某期货公司套期保值咨询服务内容

### 一、企业经营状况分析

某焦化企业具有年产优质冶金焦炭250万吨、煤气11亿立方米，焦油70 000吨、粗苯30 000吨和硫铵25 000吨的生产能力，还有硫黄等多种煤化工产品，是国内商品焦炭主要生产基地之一。其中焦炭、焦油、粗苯自2005年开始出口世界各地，与国内外各大钢厂均建立友好合作关系。该公司是国内先进的大型现代化煤化工企业。产品畅销国内和出口全球30多个国家和地区，公司坐落于营口市老边冶金工业园区，距高速公路2公里，铁路7公里，距离天然深水良港40公里，交通便捷畅达，地理环境优越，进出口贸易能力成熟。该公司的选煤公司是国内大型的选煤企业，建有五个洗煤厂，年洗原煤能力超过500万吨，每个洗煤厂都建有铁路专用线，该企业的装备技术和设备都是目前国内最先进的。

### 二、企业风险敞口分析

某焦化企业涉及的套期保值业务主要就是利用焦炭期货业务品种进行套期保值。既涉及原材料焦煤因价格波动而进行的原材料采购成本的套期保值业务，也涉及产成品焦炭因市场价格波动而进行的焦炭期货套期保值业务。原材料价格和产成品价格的剧烈波动以及价格变动的不同步性都会对企业盈利能力产生一定的影响。焦炭期货的即将上市为焦化企业规避原材料价格波动风险和产成品焦炭销售价格波动的风险实现预期收益提供了套期保值的工具和手段，即在锁定原材料和产成品价格波动风险的基

础上实现预期收益的目标。为此建议企业对原材料焦煤采购和产成品焦炭在进行市场分析研究的基础上进行套期保值，以实现公司发展的目标。图 9－13 是渤海商品交易所一级冶金焦的远期交易合约价格走势图。

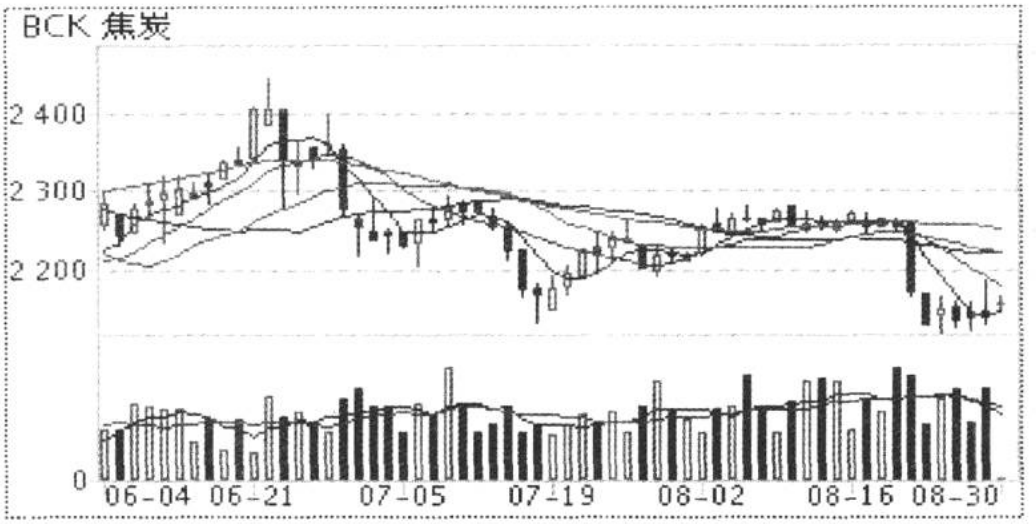



图 9－13　渤海商品交易所焦炭远期合约价格走势图

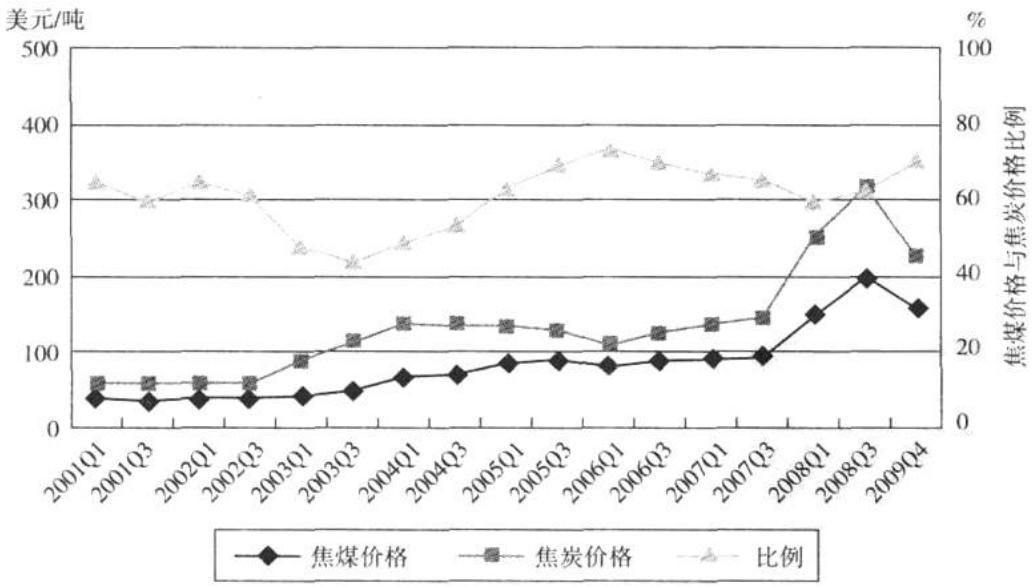



**图 9－14　焦煤价格与焦炭价格走势图**

由图 9－13 焦炭远期合约自 2010 年 6 月至 8 月底的价格走势可以看出，焦炭价格存在剧烈波动，这对焦炭生产企业、贸易企业、消费企业等相关行业企业的生产经营

带来很大的不确定性，焦炭期货的上市，使得与焦炭相关的上下游企业如何正确利用期货进行套期保值规避风险实现预期收益就成为企业稳健经营必不可少的一项重要工作。

企业的风险点如表9－2所示。

**表9－2**

| | |
|---|---|
| 下游敞口企业的风险点在下游 | 销售风险 |
| | 库存风险 |
| 上游敞口企业的风险点在上游 | 采购风险 |
| | 补库风险 |
| 双边敞口企业的风险点在两端 | 采购风险 |
| | 销售风险 |
| | 库存或补库风险 |

在进行风险分析的基础上，确定企业套期保值的策略（如表9－3所示）。

**表9－3**

| 是否做套保 | 是否担心有风险（YES）<br>如果风险真的发生，我是否能承担得起（NO） | | 做套期保值 | 否则不做套期保值 |
|---|---|---|---|---|
| 买入套保还是卖出套保 | 根据企业风险类型、企业经营状况和行情趋势判断综合决定是否做套期保值及套期保值方向 | | | |
| 保多少 | 按照企业的净头寸管理风险的原则决定套期保值保多少 | 小型企业 | 投机 | |
| | | 中型企业 | 半程套保 | |
| | | 大型企业 | 全程套保 | |
| 保什么品种与合约 | 现在的套期保值是基于期限套利、基差变化套利基础上的套保，根据具体情况决定具体的品种与合约月份 | | | |
| 什么时候保 | 即入场时机问题。根据对后市行情趋势改变的紧急程度和是否存在有利的日间基差两个条件来判断，后者服从前者 | | 大型企业在净头寸生成的当日、次日开始套保 | |

续表

| | | | |
|---|---|---|---|
| 保值过程中会遇到什么问题 | 期货套保数量的计算：期货头寸 = 套保比率 × 现货净头寸价值/期货合约价格 | 比率由决策层决定 | |
| | 保证金占用和后备准备金计算 | 比例调整 | |
| | | 浮动盈亏 | |
| | 持仓过程中的风险管理 | 市场风险 | |
| | | 流动性风险 | |
| | | 制度风险 | |
| | 期货合约的展期处理 | 流动性 | |
| | | 合理月差 | |
| 什么时候出来 | 与开仓时机类似，根据对后市趋势改变的紧急程度和是否存在有利的日间基差两个条件来判断，后者服从前者。大型企业在净头寸灭失的当日、次日结束套保 | 止盈点 | |
| | | 止损点 | |

## 三、套期保值操作思路

### （一）焦炭期货的功能与作用

焦炭期货是以焦炭为标的物的期货标准化合约，是由交易所统一制定的，规定在将来某一特定的时间和地点，交割一定数量标的物（焦炭）的标准化合约。期货具有价格发现功能、规避风险功能和投资功能。其中价格发现功能是指期货市场形成的预期价格对现货市场价格形成具有引导和发现的作用；而规避风险则是通过价格发现功能的实现结合企业的生产成本在锁定原材料价格风险和产成品价格风险的基础上实现预期收益。图9－15就是企业参与全程套期保值后企业的利润曲线。

而在现代套期保值理论指导下，企业结合自身的生产经营特征和基于对期货市场价格和现货市场价格的判断，采取阶段性套期保值策略或选择性套期保值策略，企业在有效控制风险的前提下可能会实现超出市场预期的超额利润。如图 9－16 所示。

### （二）焦炭期货合约及保证金制度解读

焦炭期货合约是在大量商品交易所上市的期货合约，合约选择的标的物是二级冶

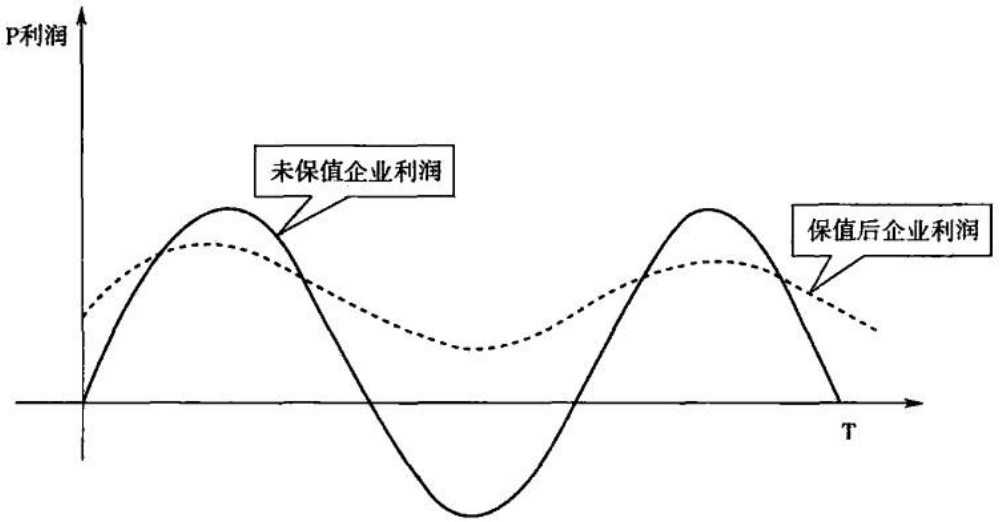



**图 9－15 参与全程套期保值利润曲线**

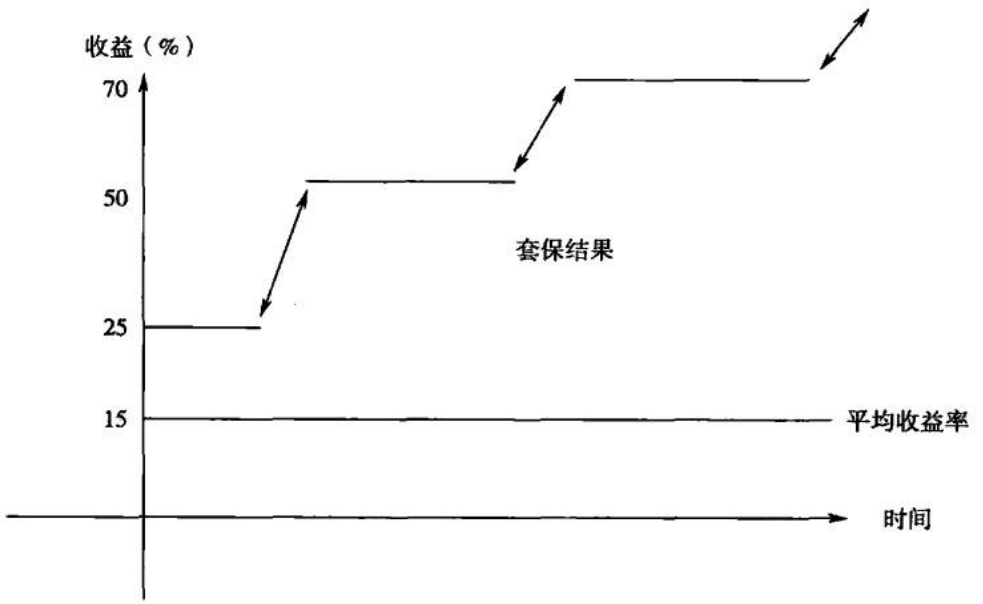



**图 9－16 阶段性套期保值或选择性套期保值状况**

金焦炭，而且以河北和华北为主要价格区域，山西设交割厂库，每吨贴水 250 元；每手焦炭合约 10 吨，按照目前焦炭价格 2 000 元/吨计算，则一手合约价值 2 万元左右，按照 10% 的保证金比例计算每手合约需要 2 000 元左右的交易保证金；而焦炭期货的保证金标准随着期货合约到期日的临近及节假日进行相应的调整。

**焦炭期货标准合约（征求意见稿）**

| | |
|---|---|
| 交易品种 | 冶金焦炭 |
| 交易单位 | 10 吨/手 |
| 报价单位 | 元（人民币）/吨 |
| 最小变动单位 | 1 元/吨 |
| 涨跌停板幅度 | 上一交易日结算价的 4% |
| 合约月份 | 1、2、3、4、5、6、7、8、9、10、11、12 |
| 交易时间 | 每周一至周五上午 9:00～11:30，下午 13:30～15:00 |
| 最后交易日 | 合约月份第十个交易日 |
| 最后交割日 | 最后交易日后第二个交易日 |
| 交割等级 | 大连商品交易所焦炭交割质量标准 |
| 交割地点 | 大连商品交易所焦炭指定交割仓库 |
| 最低交易保证金 | 合约价值的 5% |
| 交易手续费 | 不超过 3 元/手 |
| 交割方式 | 实物交割 |
| 交易代码 | J |
| 上市交易所 | 大连商品交易所 |

**临近交割月份保证金调整办法**

| 交易时间段 | 合约交易保证金（%） |
|---|---|
| 交割月前一个月第一个交易日 | 合约价值的 10 |
| 交割月前一个月第六个交易日 | 合约价值的 15 |
| 交割月前一个月第十一个交易日 | 合约价值的 20 |
| 交割月前一个月第十六个交易日 | 合约价值的 25 |
| 交割月份第一个交易日 | 合约价值的 30 |

**持仓量变化时保证金调整办法**

| 合约月份双边持仓总量（N） | 交易保证金（%） |
|---|---|
| N≤300 万手 | 合约价值的 5 |
| 300 万手 < N≤450 万手 | 合约价值的 8 |
| 450 万手 < N≤600 万手 | 合约价值的 9 |
| N > 600 万手 | 合约价值的 10 |

**连续涨跌停板时保证金调整办法**

| 交易状况 | 涨跌停板幅度（%） | 交易保证金标准（%） |
|---|---|---|
| 第 1 个停板 | 4 | 6 |
| 第 2 个停板 | 4 | 7 |
| 第 3 个停板 | 4 | 7 |

### （三）焦炭期货套期保值思路

针对公司的经营状况即年产焦炭 250 万吨左右，而且焦炭生产销售基本上是全年均匀分布的，也就是说每月产销焦炭 20 万吨左右，同时采购相应的焦煤。2009 年焦炭月产量分布见图 9－17。

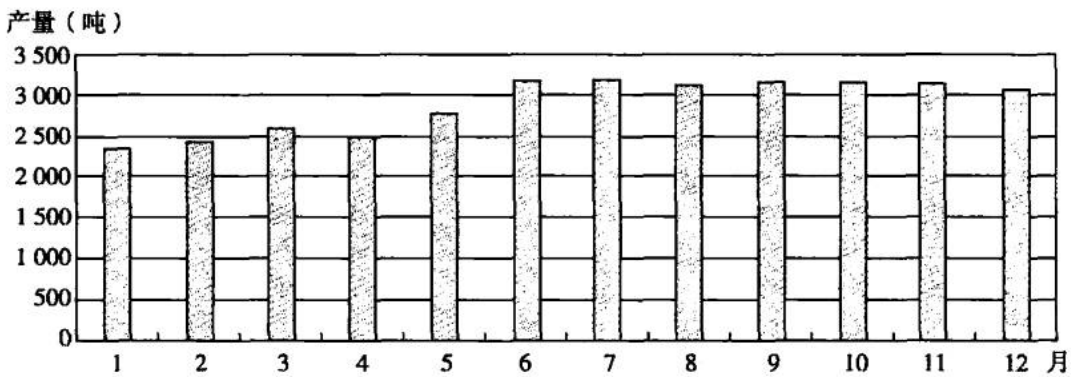



**图 9－17　2009 年焦炭日产量**

在整个生产经营过程中，对焦煤的采购和焦炭的销售在进行研究的基础上，根据市场价格的走势对原材料焦煤或产成品焦炭进行相应的套期保值。具体操作思路是：

1. 对原材料焦煤采购的套期保值。对于焦炭生产企业来说，如果生产出的焦炭价格是一个上升的趋势，我们就有必要考虑焦煤采购成本问题，即利用焦炭与焦煤价格之间的关系作相应的套期保值业务，以规避原材料焦煤价格上涨给企业经营带来的成本上升。当然如果焦煤的采购是按照年初协定价格执行，就没有必要对原材料焦煤进行套期保值；若原材料焦煤是按照市场价格定价，就有必要进行焦煤的套期保值；若焦煤定价是按照渤海商品交易所或山西焦联的现货价格或远期价格执行，也有必要进行套期保值。图 9－14 是焦炭与焦煤价格对比走势。

对原材料焦煤进行套期保值的原因是：担心未来的采购价格上涨；已签约了产成品焦炭的销售合同；虽然认为目前原材料价格已进入低价区，但由于当前缺乏资金或库存条件限制而不能采购时，采取买入套期保值。

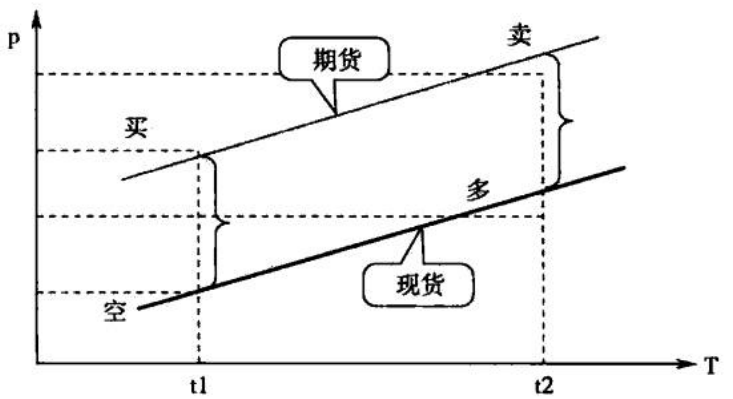
2. 对产成品焦炭的套期保值。对于在未来某一时间准备出售产品的焦炭生产企业或贸易流通企业，担心销售价格下跌，为了避免产品价格下跌的风险，锁定利润，可以采取卖出套期保值。做卖出套期保值的条件是：担心产品价格下跌；已签约了原料的购进，但要保证下游产品的销售；虽然认为目前产品价格已进入高价区，但限于产能等条件的限制而不能卖出，可采取卖出套保；担心库存产品或原料价格下降，可以采用卖出套期保值；为了节省库存费用，可以先在现货市场上抛出库存，同时在期货市场上进行买入套期保值。

## 四、基差变化对套期保值的影响

1. 多头套期保值条件下，基差变化对套期保值效果的影响如下：

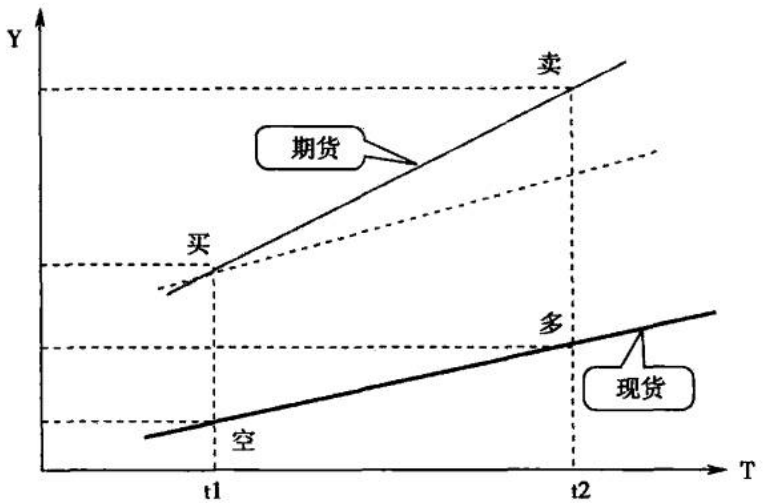
（1）基差不变下的套期保值效果——完全保值

| | 沪深 300 指数 | 股指期货合约 | 基差 |
|---|---|---|---|
| 开仓 | 2 990 | 3 000 | －10 |
| 平仓 | 3 090 | 3 100 | －10 |
| 损益 | －100 | 100 | 0 |



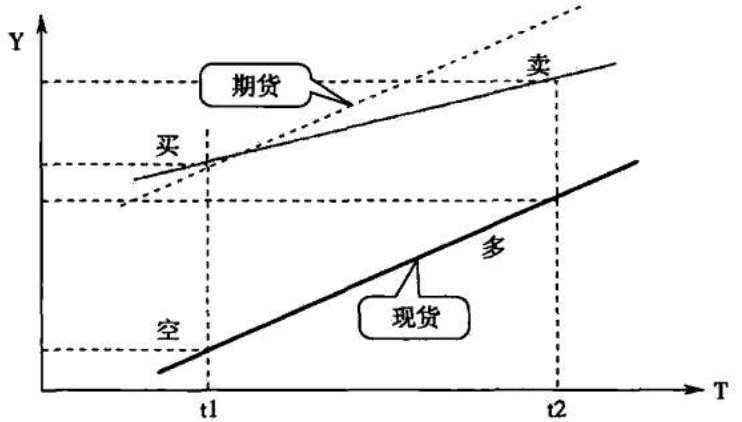
（2）基差变小情况下的套期保值效果——盈利

| | 沪深300指数 | 股指期货合约 | 基差 |
|---|---|---|---|
| 开仓 | 2 990 | 3 000 | -10 |
| 平仓 | 3 090 | 3 110 | -20 |
| 损益 | -100 | 110 | 10 |




（3）基差变大情况下的套期保值效果——亏损

| | 沪深300指数 | 股指期货合约 | 基差 |
|---|---|---|---|
| 开仓 | 2 990 | 3 000 | -10 |
| 平仓 | 3 090 | 3 080 | 10 |
| 损益 | -100 | 80 | -20 |

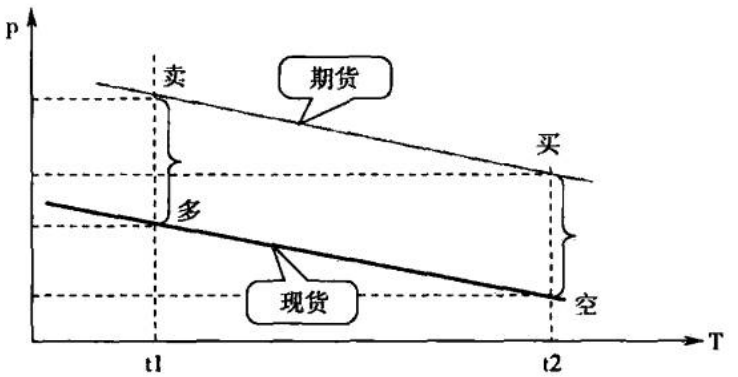


从上面三种情况可以看出，基差扩大时对多头套期保值是不利的，此时我们就要研究基差发展的趋势，若有继续扩大的可能就要平仓出局，选择更有利的机会进行套期保值，否则可以调整套保头寸或继续持有即可。

2. 空头套期保值条件下，基差变化对套期保值效果的影响如下：

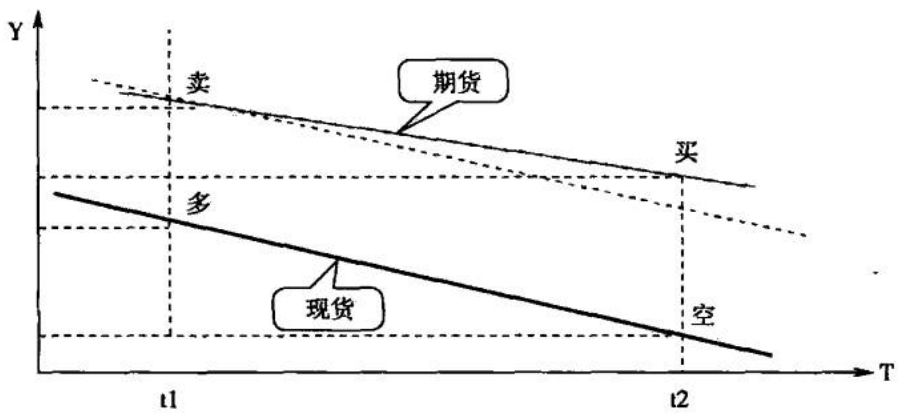
（1）基差不变下的套期保值效果——完全套期保值

| | 沪深300指数 | 股指期货合约 | 基差 |
|---|---|---|---|
| 开仓 | 2 990 | 3 000 | -10 |
| 平仓 | 2 890 | 2 900 | -10 |
| 损益 | -100 | 100 | 0 |



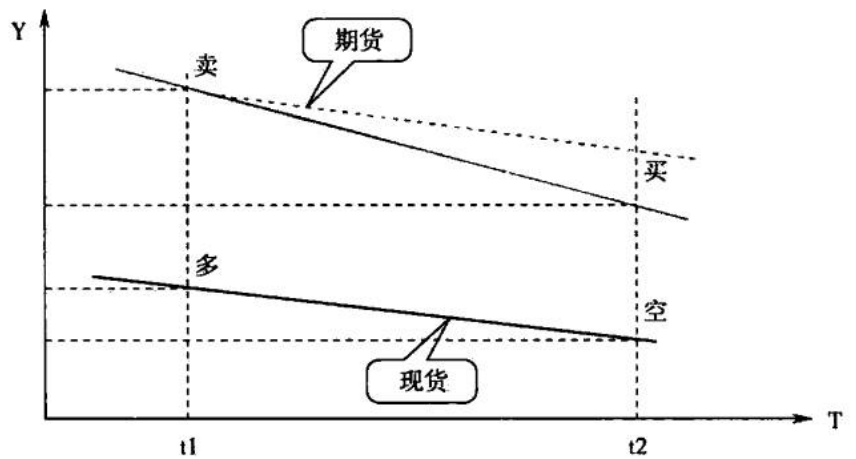

（2）基差变小情况下的套期保值效果——亏损

| | 沪深300指数 | 股指期货合约 | 基差 |
|---|---|---|---|
| 开仓 | 2 990 | 3 000 | -10 |
| 平仓 | 3 090 | 3 110 | -20 |
| 损益 | 100 | -110 | -10 |



（3）基差变大情况下的套期保值效果——盈利

| | 沪深300指数 | 股指期货合约 | 基差 |
|---|---|---|---|
| 开仓 | 2 990 | 3 000 | -10 |
| 平仓 | 2 890 | 2 890 | 0 |
| 损益 | -100 | 110 | 10 |




从上面三种情况可以看出，基差缩小时对空头套期保值是不利的，此时我们就要研究基差发展的趋势，若有继续缩小的可能就要平仓出局，选择更有利的机会进行套期保值，否则可以调整套保头寸或继续持有即可。

## 五、套期保值业务具体操作流程

### （一）合约选择

基于期货不同合约月份的流动性有较大差异，为便于操作和规避风险，建议选择比较活跃的主力合约进行建仓，然后逐月移仓。目前螺纹钢和线材的主力合约为螺纹1101合约和线材1101合约。

### （二）套保数量

套保数量的选择考虑三方面因素：

1. 考虑持仓限额。以大连商品交易所焦炭期货合约在不同时期的限仓比例和持仓限额规定为例（见下表）：

**焦炭期货合约一般月份持仓限额** 单位：手

| 单边持仓量 | 非期货公司会员 | 客户 |
|---|---|---|
| 小于、等于50万手 | 50 000 | 50 000 |
| 大于50万手 | 10% | 10% |

焦炭合约临近交割月持仓限额　　单位：手

| 交易时间段 | 非期货公司会员 | 客户 |
| --- | --- | --- |
| 交割月前一个月第一个交易日起 | 20 000 | 20 000 |
| 交割月前一个月第十个交易日起 | 10 000 | 10 000 |
| 交割月份 | 5 000 | 5 000 |

2. 考虑合约的流动性。虽然目前买入和卖出金属 1101 合约或线材 1101 合约没有持仓限制，但建议对某一月份期货合约持仓量不要超过总持仓量（双边）的 10%，以免对价格造成较大影响，同时也不利于建仓、平仓、迁仓和交割。

3. 焦炭市场整体走势，在趋势性价格下跌态势刚刚形成下，建议做全额卖出套保；而在价格上升态势形成后，做卖出套期保值，对前期做空头套期保值操作的，要及时调整套保思路，减少或全部结束空头套期保值数量，同时反向为原材料采购或补充库存进行多头套期保值。

### （三）保证金占用

对于机构进行的套期保值，一般来说，考虑企业资金成本，会适当降低保证金要求，基本在 10% ~13%，交易手续费也会拿到比较低的水平。但是为了安全，建议企业在进行套期保值时，首先考虑资金的流动性，除做某一项目所需原材料的全额套期保值所需的最低交易保证金之外，还要有 50% 左右的备用保证金，以防突发事件造成强制减仓或被平仓。

例如，1 万吨焦炭的空头套期保值，价格在 2 000 元/吨，手续费 8 元/手，保证金比例按 10% 计算。那么需要保证金 1 万吨 ×2 000 元 ×10% =200 万元，交易手续费 0.8 万元，那么从安全的角度来说，需要保证金 300 万 ~400 万元。

### （四）套期保值原则

◇ 大势逻辑原则。是指对当前市场运行趋势要有正确的判断，套期保值的逻辑也要正确。

◇ 净头寸原则。以企业参与卖出套期保值为例：在大势为牛市时，企业在期货市场卖出套期保值的数量应根据生产量逐步建仓并及时调整，这样使得企业的销售量为期货部分空头；反之在熊市中，企业在期货市场卖出套期保值的数量应接近产销量，这样使得企业的产销量为期货净空，这样由于企业持有与产销量相对应的期货空头头寸，在锁定成本的前提下还会有一定的利润空间。净头寸的确立，既是对传统套期保值理论的突破，也是现代套期保值理论实践过程中的关键所在。

启示：根据市场行情的变化及产销量、成本等因素及时调整套期保值头寸和方向。

◇ 提前量原则。前提是企业在大势判断的基础上，产销量随之变化，进而在期货保值上也进行相应调整。如果认为价格将上升，那么销售对未来更长时间产量进行套期保值将采取逐步进行卖出期货空头头寸；而当价格上涨到一定程度有下降的趋势时，开始逐步做空，一旦趋势形成，将全年产销量全部销售为空头头寸，当下跌趋势企稳

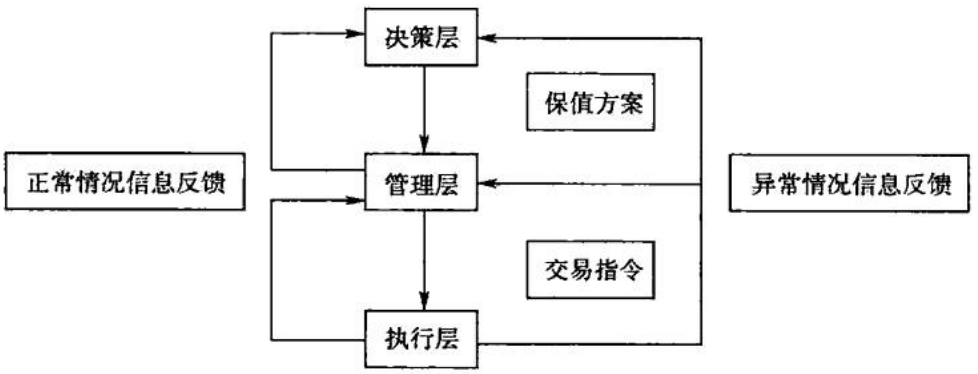
时，进行期货转现或平仓了结。提前行动，快一步，则步步为营；慢一步，则步步受制于人，步步被动，等到保值急迫的时候，很可能保值的时机已经丧失了。

◇ 不做超出企业风险承受能力的业务。首先要考虑企业的财力，要研究期货保值的资金需求，结合企业的现金筹措能力来决定保值的规模。现金流风险对于保值企业来说，是最重要的风险之一。即便是企业严格按照套期保值的要求对现货业务进行成本或损益的锁定，但如果保值规模过大，价格一旦剧烈波动，可能会对企业短期内提出极高的保证金要求，造成企业的保证金支付危机而导致头寸被迫平仓，从而达不到保值目的。其次要考虑企业在期货业务上的技术能力，对于一些复杂产品要保证在操作前真正掌握它。此外，企业还要培养和建立自己的专业人才队伍。

## 六、企业套期保值业务的开展与推进

1. 套保业务的开展——着重搭建套期保值业务平台

企业开展套期保值业务要做到统一管理 、资金安全高效、风险有效监控、操作流程科学等。具体来讲，企业应该建立由决策层、管理层和执行层组成的三级管理模式，并在这三个管理层次间建立起具有双向沟通渠道的直线管理机制。如下图所示。




决策层由企业的最高领导集体组成，主要是对套期保值方案进行风险决策，对所涉资金与资源进行统一调配，并进行与套期保值交易相关的其他重要决策。只有决策层有权制定、变更或终止已经付诸实施的套期保值交易方案。

管理层是由决策层授权并负责执行套期保值交易决策方案的中间管理层。其职能是：初步优选由其他层面提供的编制套期保值方案并编制成套期保值决策方案供决策层决策；按获得批准的套期保值决策方案编制并下达交易指令；监控交易风险以及交易过程中的资金与资源的日常协调与管理。管理层虽然无权变更或终止套期保值决策方案，但有建议权；在保值方案允许的范围内，可根据实际情况有权改变交易进程与节奏。

执行层是接受并执行管理层交易指令的基层管理层。其主要职能是：严格执行交易指令；负责期货交易头寸与资金的日常管理与结算；交易风险控制；收集市场信息并编制初步的套期保值方案。

在上述管理机制确定的基础上，还要进行相关制度的建设，首先是建立套期保值

人才管理制度，即在组建期货套期保值的业务部门和岗位的过程中，制定相关的业务规章制度，明确岗位职责。人员的选用，初期可由相关岗位人员兼任，业务扩展后，再转为专职人员；人员的培养，以自身培训为主（可将相关岗位人员送期货公司培训），外聘为辅。其次是建立交易管理制度，按照交易、结算和风控三分离的原则制定套保业务操作流程及相关的业务制度。最后是建立风险管理机制。

2. 套保业务的推进——应遵循循序渐进的原则和期现结合的保值操作思路

在套期保值操作初期，宜严格按照套保操作原理，进行期货现货两个市场的同步操作，以严格锁定成本与利润。待套保业务水平提升之后，可在锁定成本的基础上，追求套保利润的最大化，在套保建仓、平仓时机的选择、套保比例的选择以及基于基差变化的套期保值策略的调整等方面保持适当的灵活度。

套保操作前需依据现货情况制订完整的套保操作方案。套保方案需对套保周期、套保比例、建仓时机、平仓时机、止盈止损点、基差变化应对策略等内容予以明确，尤其是关注周转库存的保值。操作过程中，要求严格参照每日现货购销情况来进行期货、现货对照操作。指令下单人、风险监督人要建立相关的期货交易记录和资金盈亏状况的记录。

3. 套保业务相关技术问题

具体涉及企业套期保值会计处理办法，套保方案执行过程中止盈、止损策略的谨慎使用，指令下单人的操作权限等技术细节。

4. 对套期保值盈亏的正确认识

从上面的分析可以看出，套期保值本身不会为企业带来巨大的盈利与亏损，它只是企业规避价格风险、实现预期收益的风险对冲工具。在全程套期保值的情况下期货账户的盈利，必将是相对应现货销售的亏损；反之，期货账户的亏损，也就是现货销售对应的盈利。正确评判企业的保值效果的原则在于必须是实行“双标准”，即不但要看期货是否盈利，更重要的是企业的经营目标是否因参与了期货套保而得以实现。

5. 套期保值亏损的原因

企业参与套期保值业务发生亏损甚至巨额亏损的原因在于以下几个方面。

（1）进行投机操作。一些企业直接进入期货市场操作，刚开始时，都是以套期保值和套利为目的，但操作一段时间后，觉得投机也不错，于是开始转变成投机操作，结果因经验不足等原因造成亏损。

（2）卖出数量超出实际现货数量。一部分现货企业在进行套期保值和套利操作时，超出了自己预计对冲的现货数量，超出的部分就成为投机交易，结果因价格大幅上涨，自己没有足够的现货可供交割，造成了较大损失。

（3）对期货交易的保证金制度了解不够。当行情出现较大波动时，因无力追加保证金而被迫“砍仓”，从而出现亏损。

## 七、套期保值业务成功的关键要素

企业在进行套期保值业务过程中，研发处于核心的战略地位。期货研发目前已成

为企业经营中差异化优势和资源优势中最具含金量的元素，期货研发工作具有信息与知识密集型的属性，对于现货企业来讲，做好期货研发工作是企业创新经营模式和规避市场风险的基础；而对于期货经纪行业来说，提高研发水平，构建自己的差异化竞争优势，也是提高服务水平、增强客户凝聚力的不可或缺的重要手段。在企业进行套期保值过程中，关于趋势方向的判定、入场点的选择、出场点的选择等交易要点均必须有研发提供支持。研发的主要工作是：

1. 对外要认真研究市场

（1）倾尽全力做好品种研究，建立深度数据库，对供需关系如产量、消费、进出口、库存变化展开深度研究和跟踪。

（2）与大型企业集团和权威机构展开交流，获取相关信息，不要闭门造车。

（3）对重大影响事件和因素开展研究和实地调研，不要人云亦云。

2. 对内要做好研究数据的整理和分析

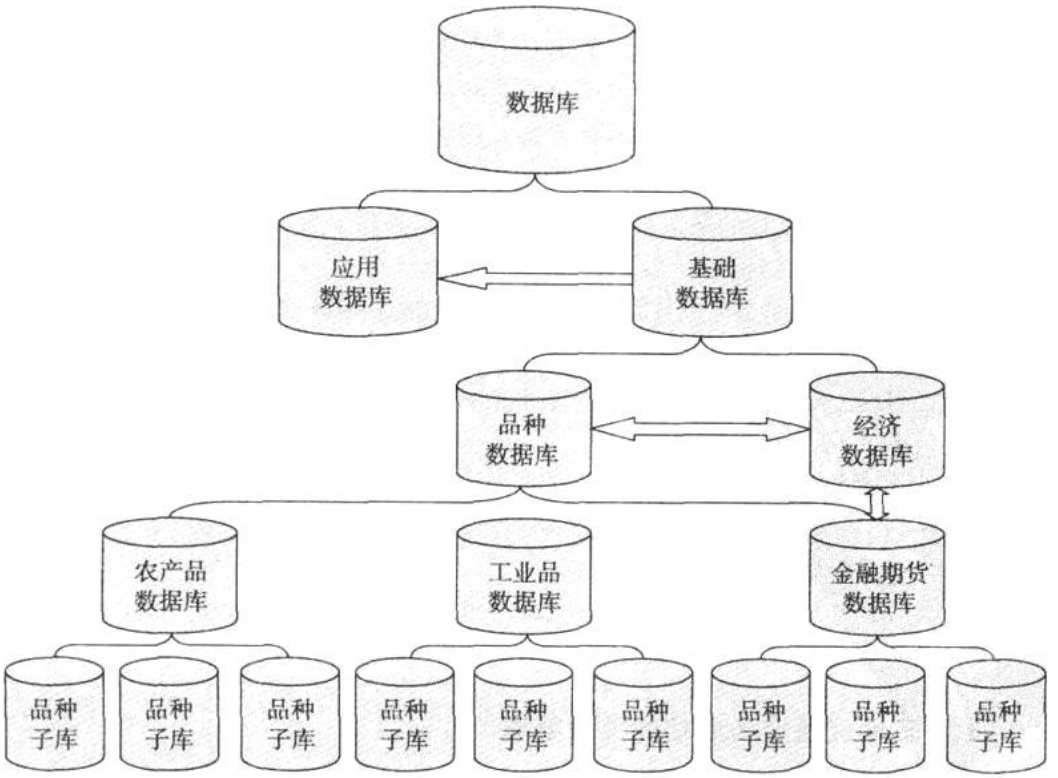
（1）建立完备的、动态的数据库是研发工作的基础。

（2）数据库包含基础数据库和应用数据库两个分库。

（3）基础数据库源于信息采集网络，其功能是实现对数据的有效保存与检索。

（4）应用数据库是依据专题性研究，对基础数据库的进一步深加工，其功能是实现对数据的高效使用与分析。

3. 构建数据库

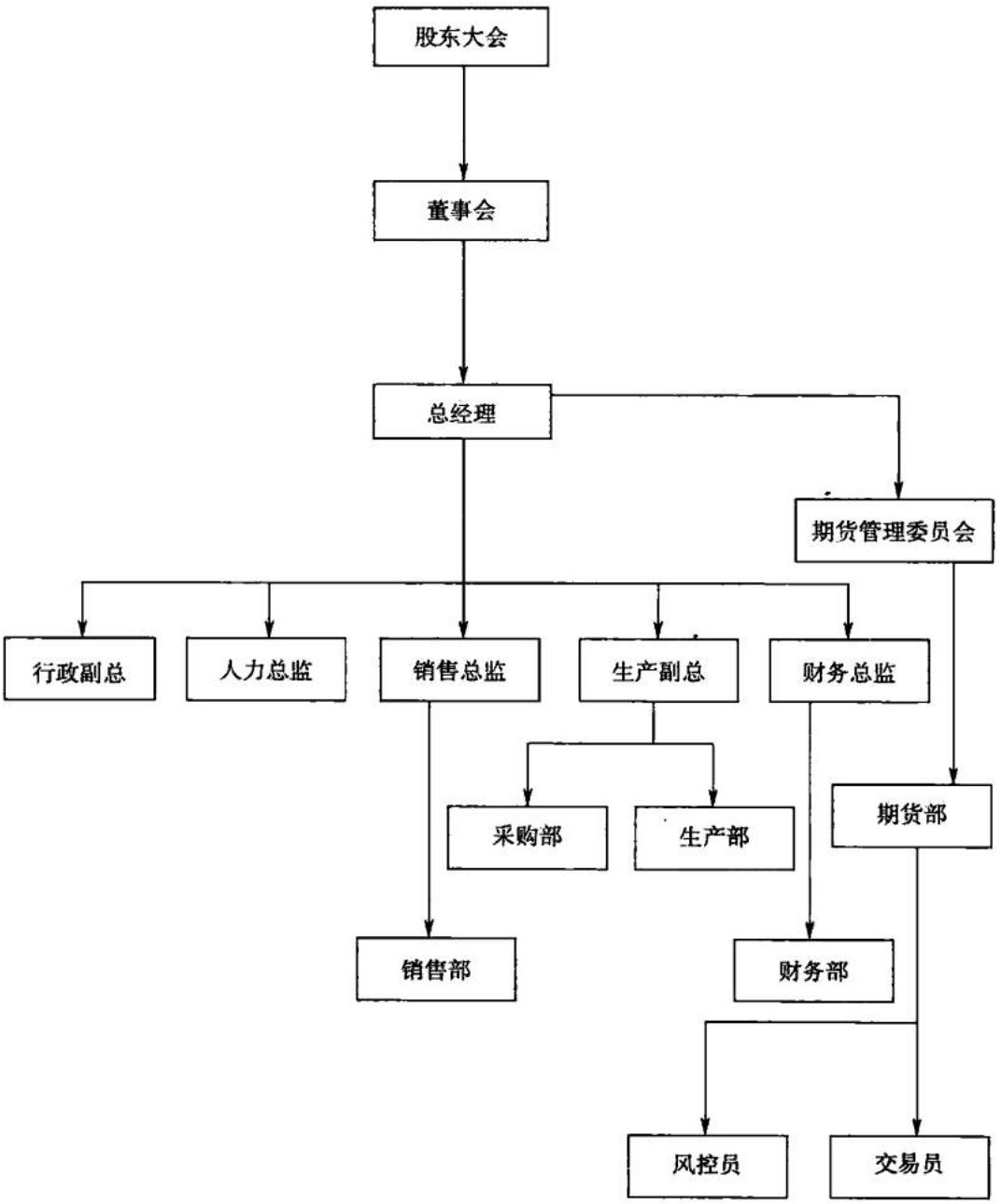


4. 提升企业研发的实力

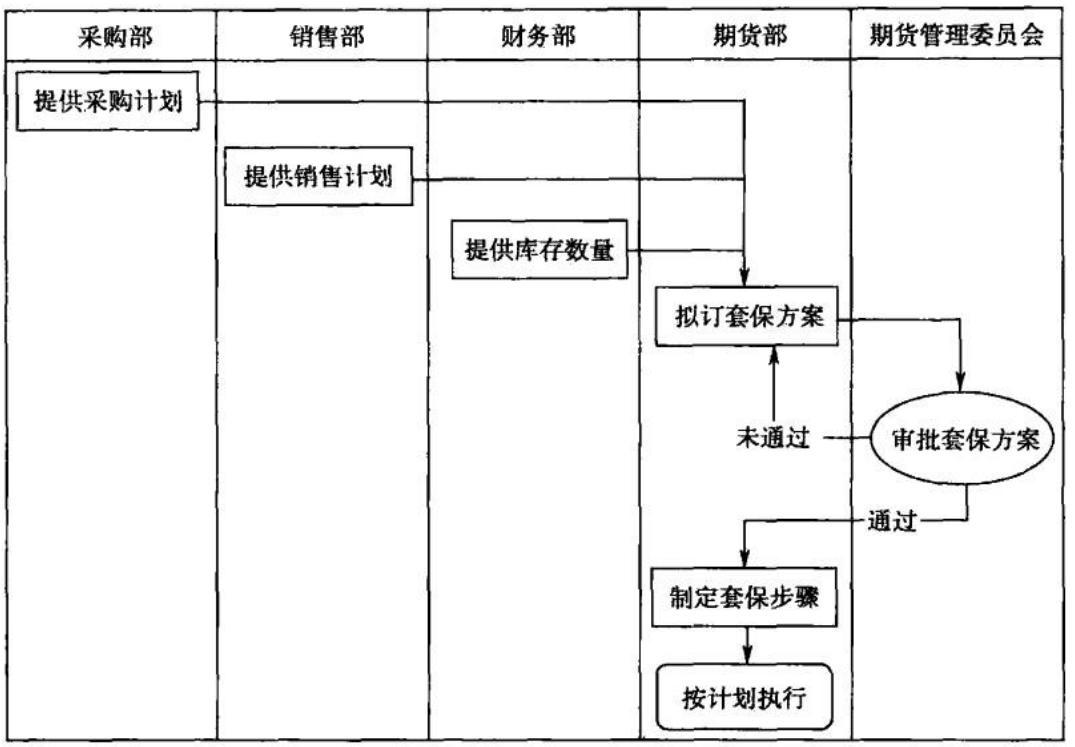
研发部构建的核心是人才队伍和数据库，其中以数据库为核心的研发具有可持续发展的特点，不会因为人员流失而中断研发的进程。

## 八、套期保值业务流程图

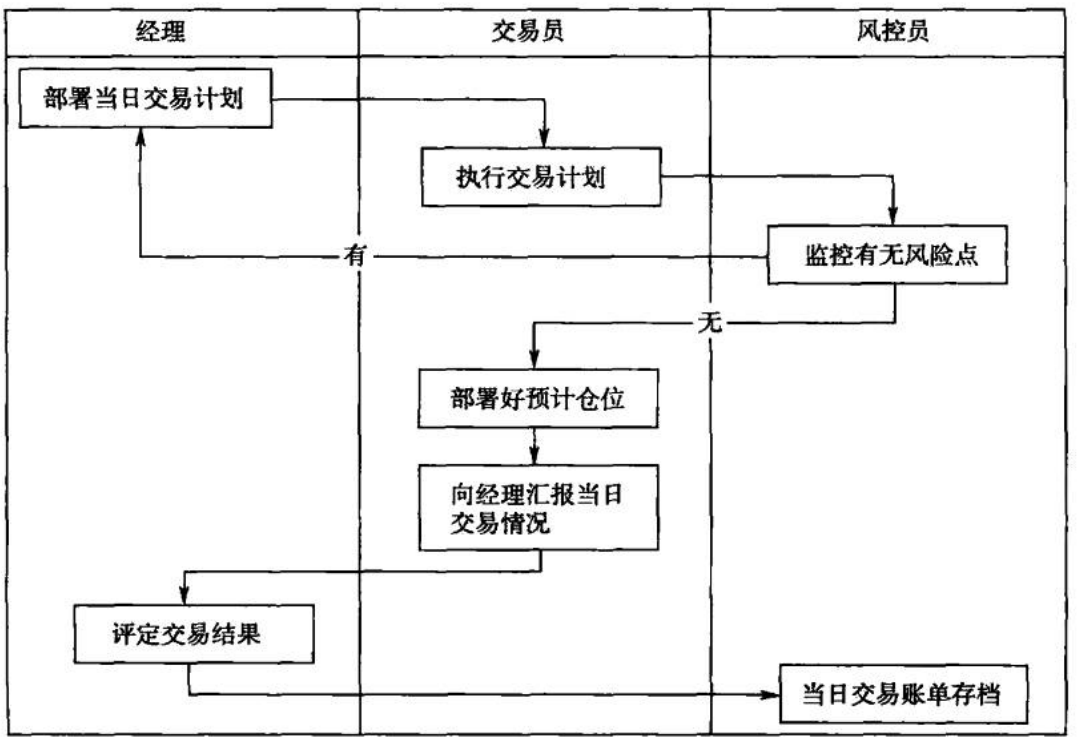
1. 套期保值业务组织机构框架



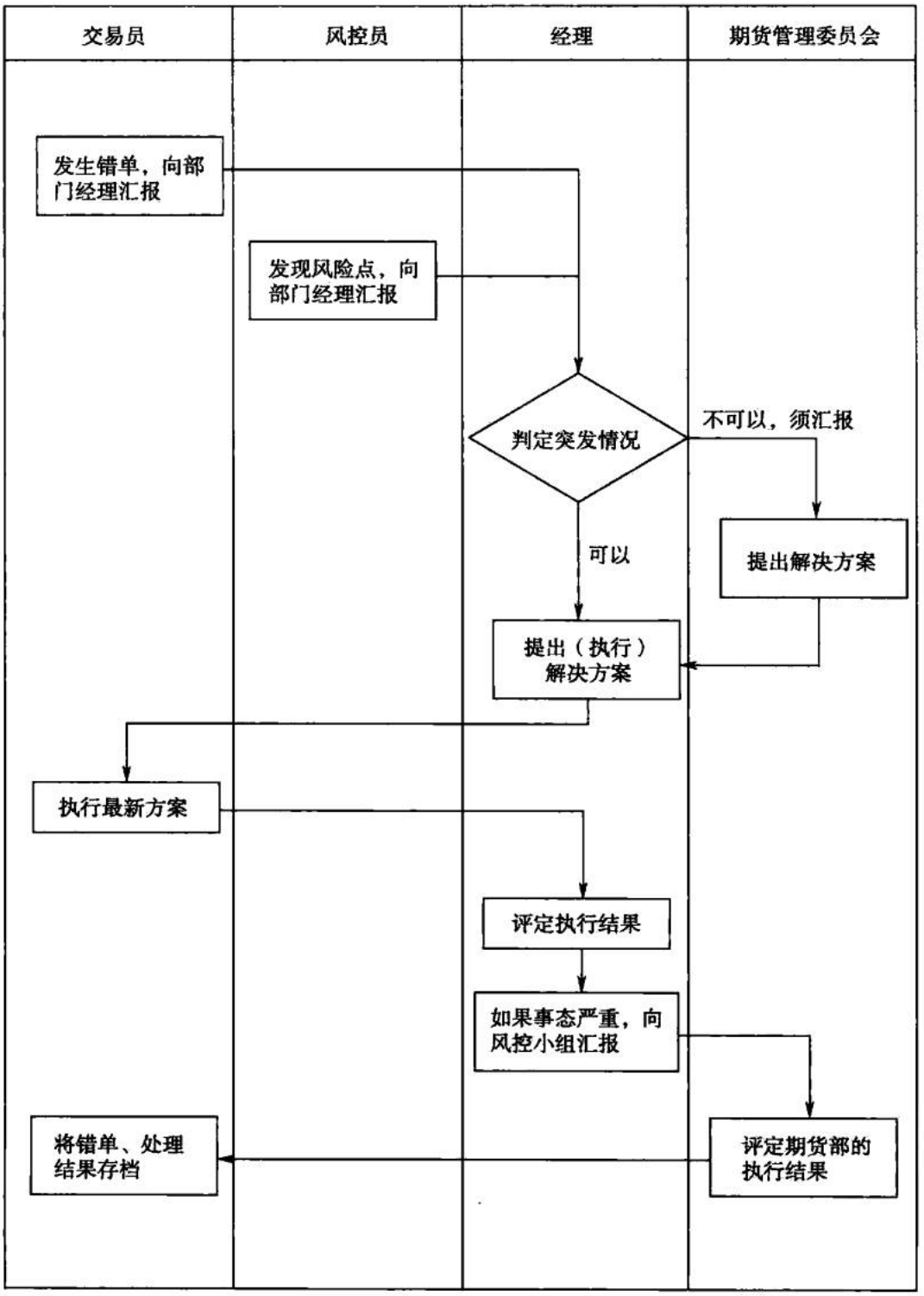
2. 套期保值方案审批流程




3. 期货部交易流程



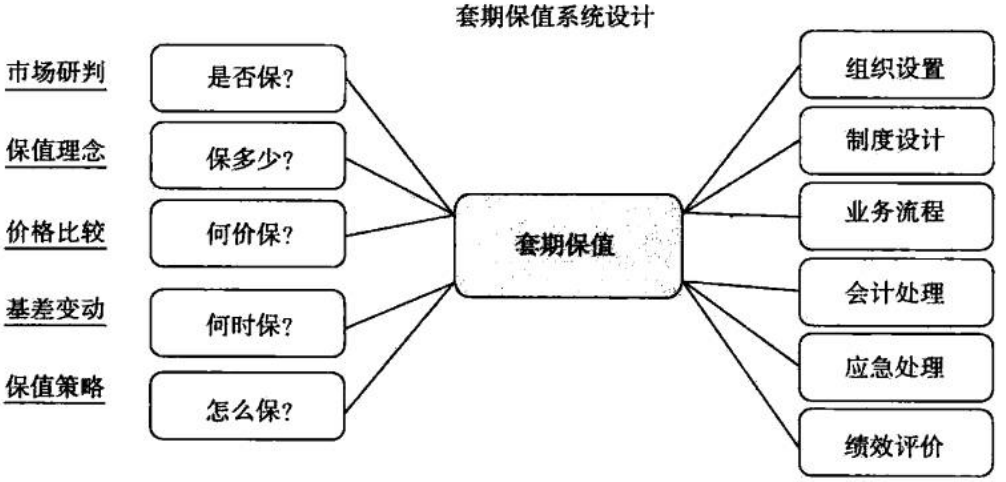
4. 期货部交易错单处理应急流程



## 九、某期货公司套期保值咨询服务内容

1. 市场分析报告的发送（基础）。包括焦炭期货日报、周报、季报、年报及不定期专题报告和深度研究报告等。

2. 企业套保业务平台的搭建。协助企业构建套期保值业务机制和套保业务部门岗位的设计，拟定岗位职责及套保业务操作管理流程，结合企业经营情况协助企业建立一整套套保业务相关记录表格。



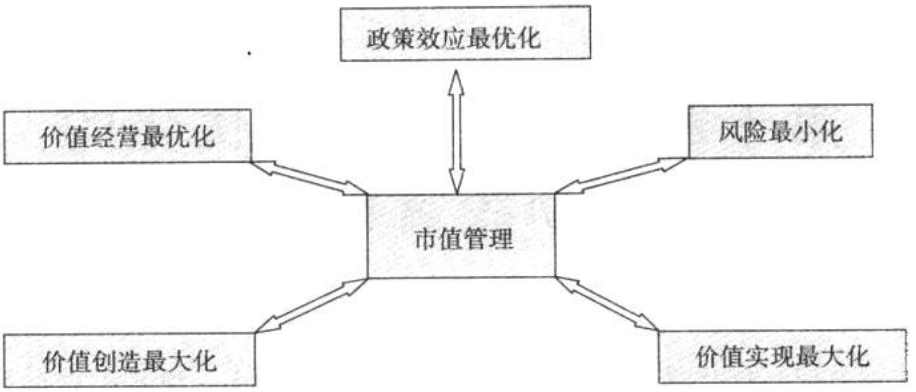

3. 企业套保业务操作方案的设计。在了解企业生产经营与购销定价模式的基础上，协助企业分析经营风险点，明确套保目标，针对不同业务模式分别设计套期保值策略。在套期保值执行过程中根据市场行情的变化和基本面发生的变化及时提供调整套期保值业务方案的建议。

4. 企业具体套保计划的制订。结合具体购销业务，协助企业制订具体的套保计划（套保具体操作方案），包括套保时机选择、套保比例、套保周期、止盈止损设置、跟踪评价及方案完善等。

5. 套保日常操作环节的交流。包括市场看法、现货与期货市场信息交流、头寸风险提示、盘中操作建议等。特别是根据右侧定律在市场极具超跌买入套保和超涨卖出套保机会以及基差变动对套期保值效果影响的各类结果等提供建议。

6. 客户诊断综合服务平台。根据客户的需求，在银行服务平台的基础上，针对各类机构客户，整合银行、证券、期货、基金、信托等金融服务机构的资源，为客户提供有机整合的金融综合规划，解决客户投融资、避险、资源整合、市值管理等方面的整体需求。

7. 市值管理服务平台。在上市公司市值管理机制指导下，在综合分析各类机构风险及需求的基础上，量身定制各自的市值管理方案，并提供持续的跟踪咨询与评价服务。




8. 仓单注册、套保额度申请与交割。期货公司协助企业完成仓单的注册、套期保值额度的申请、企业实物交割的流程等方面的具体工作。

9. 为企业培养期货套期保值人才及进行企业需要的专题分析讲座。

# 第十章　政策效应最优化的创新经营模式

政策效应最优化是市值管理的最新创新经营模式，也是首次提出上市公司在传统政策研究的基础上，如何充分利用资本市场提供的各种投资工具进行科学、合理合法、规范的运作，将对政策的研究成果转化为上市公司的财富创造与财富保护，成为上市公司新的核心竞争力。这里主要研究如何利用利率政策、汇率政策、存款准备金率政策、证券交易印花税政策等有关资本市场宏观调控政策的调整为上市公司创造财富、保护财富；而关于各行各业的产业政策的研究、突发事件政策的调控的研究、影响大宗商品价格波动政策因素的研究等方面将视为微观市值管理中套期保值的内容。这既要求政策研究的水平，又要求将研究成果转化为上市公司的产品并将该产品付诸资本市场上实施，再经过不断地评估和总结，最终成为企业的新的核心竞争力和财富的创造者、保护者。

## 第一节　利率政策与市值管理

利率政策是国家进行宏观调控的货币政策之一，也是国家进行宏观市值管理的重要手段之一，通过利率的调整，影响市场上的货币投放，以此来影响上市公司的业绩以及资本市场的冷热度，最终影响股票的总市值。当经济发展出现过热或者面对席卷全球的金融危机的剧烈影响时，政府出于维护国家的利益、企业的利益、投资者的利益，会通过利率等货币政策进行宏观的调控，以求达到保护投资者利益的目标，同时也保护了国家和上市公司的利益，促进了市值管理工作的稳步发展。

### 一、利率的内涵

#### （一）利率与利率政策

利率是指一定时期内利息额同贷出资本额（本金）的比率，它是衡量利息高低的指标。利率是非常重要的经济变量。在现实生活中，利率的变

动对国民经济和人民的行为特别是对证券、期货等资本市场的投资行为都会产生很大影响。

利率政策是我国货币政策的重要组成部分，也是货币政策实施的主要手段之一。中国人民银行根据货币政策实施的需要，适时地运用利率工具，对利率水平和利率结构进行调整，进而影响社会资金供求状况，实现货币政策的既定目标。

目前，中国人民银行采用的利率工具主要有：

1. 调整中央银行基准利率，包括：再贷款利率，指中国人民银行向金融机构发放再贷款所采用的利率；再贴现利率，指金融机构将所持有的已贴现票据向中国人民银行办理再贴现所采用的利率；存款准备金利率，指中国人民银行对金融机构交存的法定存款准备金支付的利率；超额存款准备金利率，指中央银行对金融机构交存的准备金中超过法定存款准备金水平的部分支付的利率。

2. 调整金融机构法定存贷款利率。

3. 制定金融机构存贷款利率的浮动范围。

4. 制定相关政策对各类利率结构和档次进行调整等。

近年来，中国人民银行加强了对利率工具的运用。利率调整逐年频繁，利率调控方式更为灵活，调控机制日趋完善。随着利率市场化改革的逐步推进，作为货币政策主要手段之一的利率政策将逐步从对利率的直接调控向间接调控转化。利率作为重要的经济杠杆，在国家宏观调控体系中将发挥更加重要的作用。

（二）利率的作用

利率从数量上来讲就是利息总量与带来这个利息量的资本量之间的比例。在较成熟的市场经济环境中，货币所有者与货币使用者都关心经济效益，利率作为一种经济杠杆发挥重要的宏观和微观调控作用。

1. 利率的宏观经济杠杆作用

（1）积累资金的作用。通过利率来吸引闲置资金，投入生产，满足经济发展的需要。

（2）调整信用规模的功能。通过央行存贷款利率的调整来影响商业银行和其他金融机构的信用规模。当央行提高利率时，有利于缩小信用规模，反之扩大信用规模。

（3）调整国民经济结构的功能。通过采取差别利率、优惠利率来实现资源的倾斜配置。对于国家急需发展的产业、企业或项目，采取低利率支持，反之用高利率来加以限制。

（4）抑制通货膨胀的功能。当通货膨胀发生或预期将要发生时，通过提高贷款利率调节货币需求量，使得需求下降，信贷规模收缩，促使物价趋于稳定。

（5）平衡国际收支的功能。当国际收支严重逆差时，可将本国利率调高到高于其他国家的利率水平，一方面可阻止本国资金的外流，另一方面可吸引国外短期资金的流入。

2. 利率的微观经济杠杆作用

（1）激励企业提高资金的使用效率的功能。

（2）影响家庭及个人的金融资产投资功能。

（3）作为租金计算基础的功能。

（三）利率的走势

利率作为货币政策的一种货币工具，对经济的宏观调控以及证券市场的调控具有一定的效应。图 10－1 是 1990 年以来利率调整的走势图。

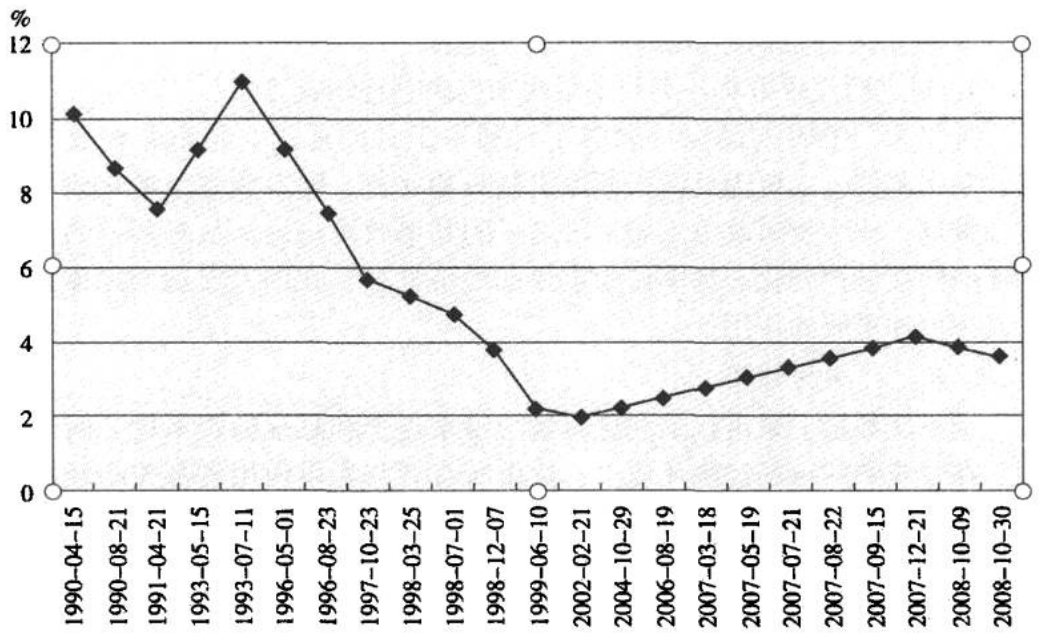



**图 10－1　1 年期定存利率走势图**

## 二、利率在市值管理中应用的案例分析

政府对证券市场的各项监管政策和调控措施的实施对证券市场走势有何影响？加息与减息对证券市场的影响到底是好还是坏？对证券市场的总市值又有何影响？

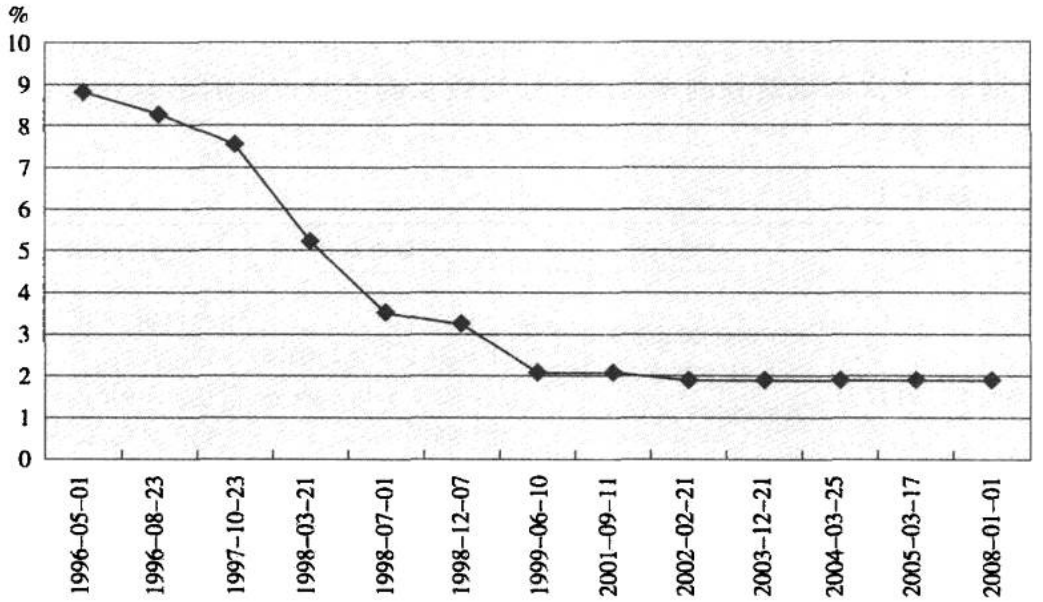



**图 10－2　法定准备金基准利率走势图**

（一）实证分析

下面以利率调整对上证指数的影响、对股票市场总市值的影响来进行具体的分析。图 10－3 为上海证券交易所上证指数（1991 年至 2009 年 10 月 28 日）日线走势图。

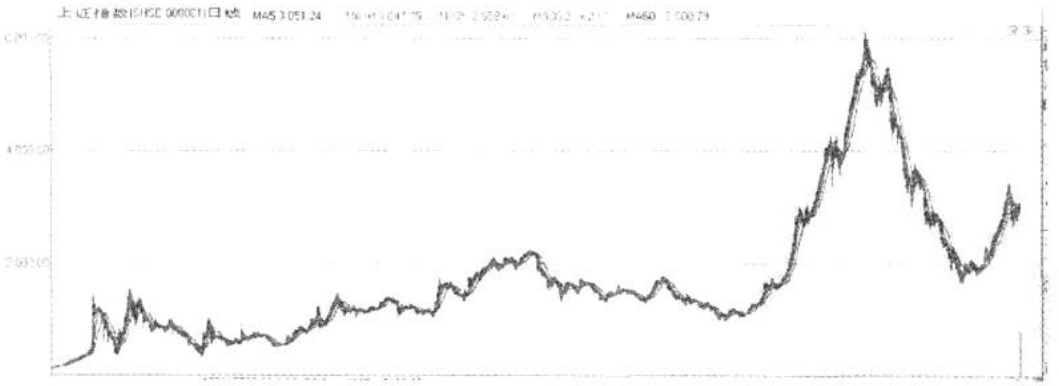


**图 10－3　上证指数 1991 年至 2009 年 10 月 28 日日线走势图**

2007 年，在证券市场快速发展的同时，市场呈现交易过热、流动性过剩、开户屡创新高、交易量屡创纪录等一系列问题，为此国家出台了包括加息、提高准备金率、提高印花税等一系列宏观调控措施。到 2007 年底人

民银行在本年度内加息6次。进入2008年，面对美国次贷危机引起的全球性金融危机，国家又出台了包括降息在内的一系列刺激经济扩大内需的宏观调控政策。到2008年11月27日共调整利率政策4次，其中3次调低存款利率、4次调低贷款利率。对上证指数及两市总市值的影响具体如表10－1所示。

**表10－1**

| 日期 | 调整内容 | 对股市影响 | 对总市值的影响 |
| --- | --- | --- | --- |
| 2008年11月27日 | 1年期存款基准利率下调1.08个百分点，贷款基准利率下调1.08个百分点 | 11月27日开盘2 012.69点，收盘1 917.86点，涨1.05% | 总市值由123 688亿元增加到125 162亿元，净增加1 474亿元，增长幅度1.19% |
| 2008年10月29日 | 1年期存款基准利率下调0.27个百分点，贷款基准利率下调0.27个百分点 | 10月30日开盘1 732.77点，收盘1 763.61点，涨2.55% | 总市值由111 649亿元增加到114 201亿元，净增加2 552亿元，增长幅度2.19% |
| 2008年10月8日 | 1年期存款基准利率下调0.27个百分点，贷款基准利率下调0.27个百分点 | 10月9日开盘2 125.57点，收盘2 074.58点，下跌0.84% | 总市值由135 588亿元下降到134 304亿元，净减少1 284亿元，下降幅度0.95% |
| 2008年9月15日 | 下调1年期人民币贷款基准利率0.27个百分点 | 9月16日开盘2 049.81点，收盘1 986.64点，下跌4.47% | 总市值由135 189亿元下降到129 944亿元，净减少5 245亿元，下降幅度3.88% |
| 2007年12月20日 | 1年期存款基准利率上调0.27个百分点，贷款基准利率上调0.27个百分点 | 12月21日开盘5 017.19点，收盘5 101.78点，涨1.15% | 总市值由80 432亿元增加到82 401亿元，净增加1 971亿元，增长幅度2.45% |

续表

| 日期 | 调整内容 | 对股市影响 | 对总市值的影响 |
| --- | --- | --- | --- |
| 2007年9月14日 | 1年期存款基准利率上调0.27个百分点，贷款基准利率上调0.27个百分点 | 9月17日开盘5 309.06点，收盘5 421.39点，涨2.25% | 总市值由85 196亿元增加到87 126亿元，净增加1 930亿元，增长幅度2.27% |
| 2007年8月22日 | 1年期存款基准利率上调0.27个百分点，贷款基准利率上调0.18个百分点 | 8月23日开盘5 070.65点，收盘5 107.67点，涨1.49% | 总市值由82 198亿元增加到83 487亿元，净增加1 289亿元，增长幅度1.57% |
| 2007年7月20日 | 活期上调9个基点，1年存贷款上调27个基点，1~5年上调27个基点，5年以上上调18个基点 | 开盘4 091.24点，收盘4 213.36点，涨3.81% | 总市值由66 475亿元增加到69 652亿元，净增加3 177亿元 |
| 2007年5月19日 | 1年期存款基准利率均上调0.27%，贷款上调0.18% | 5月21日，上证指数开盘3 902.35点（低开127.91点），收盘3 892.98点，涨41.97点，涨幅为1.04% | 总市值由69 246亿元增加到70 616亿元，净增加1 570亿元 |
| 2007年3月18日 | 上调金融机构人民币存贷款基准利率0.27个百分点 | 3月19日，沪深股指早盘双双跳空低开，随后在银行板块带动下强劲反攻，沪指涨幅2.87%；深成指涨幅1.59% | 总市值由47 835亿元增加到48 370亿元，净增加535亿元 |

### （二）1998年以来两市总市值与流通市值的走势

中国证券市场从1990年建立至今，得到了较长足的发展。特别是2005年4月29日的股权分置改革、2005年10月27日修订后公布并于2006年1月1日起实施的《证券法》和《公司法》、定向增发和整体上市等一系列完善和发展资本市场的举措，使得中国资本市场在2007年得到了快速的发展，证券市场总市值也由股权分置改革前的近两万亿元增长到2007年底的34.42万亿元人民币。越来越多的专家、学者和企业家更加重视市值的变化，市值管理正逐步走到管理者和监管者面前，证券市场的投资价值趋向也即将转变到与市值管理相关的领域。2008年6月17日以三

一重工（600031）为代表的股权分置改革后第一个进入全流通的股票为标志，中国资本市场开始进入全流通时代，流通市值由2001年的27%左右发展到2007年底的33%左右，到2009年6月30日流通市值已经接近总市值的45%。不久的将来，资本市场上就不存在流通市值与总市值之说，仅仅一个指标，即总市值，而此时市场更关注的必将是市值管理。

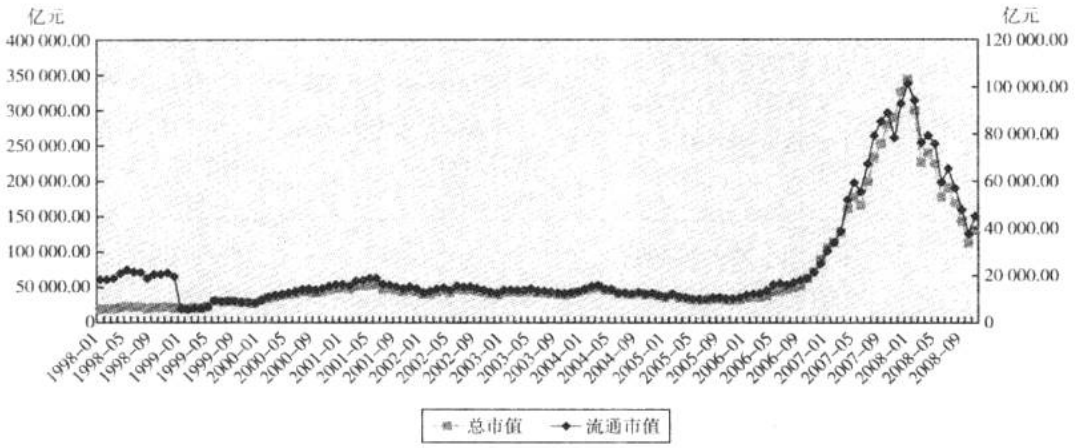



**图10-4 1998年以来两市总市值及流通市值**

## 第二节 汇率政策与市值管理

汇率是不同国家货币交换的一个比率。汇率政策则是在维护本国利益、促进经济有序发展、维护本国货币价值及适应本国经济发展状况的一种汇率调节机制。不同发展阶段，采取的汇率政策也不同。在国际经济和资本市场全球化的今天，国内大宗商品的价格已经与国际接轨。在国际市场具有定价权的情况下，一国的汇率影响着该国大宗商品的价格。当然汇率的走强与走弱与一国的货币政策和经济发展状况密切相关，而作为经济晴雨表的股票指数也与汇率的走势密切相关。所以在进行上市公司市值管理的过程中，一定要充分利用汇率政策的变化来调整市值管理策略。

### 一、汇率的内涵

#### （一）汇率的概念

汇率就是两种不同的货币或支付工具之间不同的比率，即一种货币表示另一种货币的价格，或以另一种货币表示该种货币的价格。汇率也称

“外汇行市或汇价”，是一国货币兑换另一国货币的比率，是以一种货币表示的另一种货币的价格。由于世界各国货币的名称不同，币值不一，所以一国货币对其他国家的货币要规定一个兑换率，即汇率。

1. 按国际货币制度的演变，汇率可以划分为固定汇率和浮动汇率。固定汇率是指由政府制定和公布，并只能在一定幅度内波动的汇率；浮动汇率是指由市场供求关系决定的汇率，其涨落基本自由，一国货币市场原则上没有维持汇率水平的义务，但必要时可进行干预。

2. 按制定汇率的方法，汇率可以划分为基本汇率和套算汇率。基本汇率是指各国在制定汇率时必须选择某一国货币作为主要对比对象，这种货币称为关键货币。根据本国货币与关键货币实际价值的对比，制定出对它的汇率，这个汇率就是基本汇率。一般美元是国际支付中使用较多的货币，各国都把美元当做制定汇率的主要货币，常把对美元的汇率作为基本汇率。套算汇率，是指各国按照对美元的基本汇率套算出的直接反映其他货币之间价值比率的汇率。

3. 按银行买卖外汇的角度划分，有买入汇率、卖出汇率、中间汇率和现钞汇率 。买入汇率也称买入价，即银行向同业或客户买入外汇时所使用的汇率。采用直接标价法时，外币折合本币数较少的那个汇率是买入价，采用间接标价法时则相反。卖出汇率也称卖出价，即银行向同业或客户卖出外汇时所使用的汇率。采用直接标价法时，外币折合本币数较多的那个汇率是卖出价，采用间接标价法时则相反。买入卖出之间有个差价，这个差价是银行买卖外汇的收益，一般为1% ~5%。银行同业之间买卖外汇时使用的买入汇率和卖出汇率也称同业买卖汇率，实际上就是外汇市场买卖价。中间汇率是买入价与卖出价的平均数。西方报刊报道汇率消息时常用中间汇率，套算汇率也用有关货币的中间汇率套算得出。现钞汇率，各国一般都规定，不允许外国货币在本国流通，只有将外币兑换成本国货币，才能够购买本国的商品和劳务，因此产生了买卖外汇现钞的兑换率，即现钞汇率。按理现钞汇率应与外汇汇率相同，但因需要把外币现钞运到各发行国去，由于运送外币现钞要花费一定的运费和保险费，因此，银行在收兑外币现钞时的汇率通常要低于外汇买入汇率。

4. 按外汇交易交割期限划分有即期汇率和远期汇率。即期汇率也叫现汇汇率，是指买卖外汇双方成交当天或两天以内进行交割的汇率。远期汇率是在未来一定时期进行交割，而事先由买卖双方签订合同、达成协议的汇率。到了交割日期，由协议双方按预定的汇率、金额进行钱汇两清。远期外汇买卖是一种预约性交易，是由于外汇购买者对外汇资金需要的时间

不同以及为了避免外汇汇率变动风险而引起的。远期外汇的汇率与即期汇率相比是有差额的。这种差额叫远期差价，有升水、贴水、平价三种情况。升水是表示远期汇率比即期汇率贵，贴水则表示远期汇率比即期汇率便宜，平价表示两者相等。

（二）影响汇率变动的因素

1. 国际收支。如果一国国际收支为顺差，则该国货币汇率上升；如果为逆差，则该国货币汇率下降。

2. 通货膨胀。如果通货膨胀率高，则该国货币汇率低。

3. 利率。如果一国利率提高，则其汇率高。

4. 经济增长率。如果一国为高经济增长率，则该国货币汇率高。

5. 财政赤字。如果一国的财政预算出现巨额赤字，则其货币汇率将下降。

6. 外汇储备。如果一国外汇储备高，则该国货币汇率将升高。

在当前外汇市场上进行外汇交易时，银行之间的报价通常以美元为基准来表示各国货币的价格。一般报价为小数点后四位（小数点后第四位称为基本点）。

（三）人民币汇率制度是怎样规定的

汇率制度又称汇率安排（Exchange Rate Arrangement）。汇率制度是指各国普遍采用的确定本国货币与其他货币汇率的体系。汇率制度在汇率的确定、汇率的变动等方面都有具体规定。因此，汇率制度对各国汇率的决定有重大影响。

目前的人民币汇率制度是以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。

自2005年7月21日起，我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。本次汇率机制改革的主要内容包括三个方面：

1. 汇率调控的方式。实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。人民币汇率不再钉住单一美元，而是参照一篮子货币、根据市场供求关系来进行浮动。这里的一篮子货币是指按照我国对外经济发展的实际情况，选择若干种主要货币，赋予相应的权重，组成一个货币篮子。同时，根据国内外经济金融形势，以市场供求为基础，参考一篮子货币计算人民币多边汇率指数的变化，对人民币汇率进行管理和调节，维护人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。篮子内的货币构成，将综合考虑在我国对外贸易、外债、外商直接投资等外经贸活动占较

大比重的主要国家、地区及其货币。参考一篮子货币表明外币之间的汇率变化会影响人民币汇率。但参考一篮子货币不等于盯住一篮子货币，它还需要将市场供求关系作为另一重要依据，据此形成有管理的浮动汇率。这将有利于增加汇率弹性，抑制单边投机，维护多边汇率稳定。

2. 中间价的确定和日浮动区间。中国人民银行于每个工作日闭市后公布当日银行间外汇市场美元等交易货币对人民币汇率的收盘价，作为下一个工作日该货币对人民币交易的中间价格。现阶段，每日银行间外汇市场美元对人民币的交易价仍在人民银行公布的美元交易中间价上下0.3%的幅度内浮动，非美元货币对人民币的交易价在人民银行公布的该货币交易中间价上下3%的幅度内浮动。

3. 起始汇率的调整。2005年7月21日19时，美元对人民币交易价格调整为1美元兑8.11元人民币，作为次日银行间外汇市场上外汇指定银行之间交易的中间价，外汇指定银行可自此时起调整对客户的挂牌汇价。这是一次性地小幅升值2%，并不是指人民币汇率第一步调整2%，事后还会有进一步的调整。因为人民币汇率制度改革重在人民币汇率形成机制的改革，而非人民币汇率水平在数量上的增减。这一调整幅度主要是根据我国贸易顺差程度和结构调整的需要来确定的，同时也考虑了国内企业进行结构调整的适应能力。

（四）汇率制度的演变

在国际金融史上，一共出现了三种汇率制度，即金本位体系下的固定汇率制、布雷顿森林体系下的固定汇率制和浮动汇率制：

1. 固定汇率制（Fixed Exchange Rate System）是指以本位货币本身或法定含金量为确定汇率的基准，汇率比较稳定的一种汇率制度。在不同的货币制度下具有不同的固定汇率制度。

（1）金本位制度下的固定汇率制度是一种以美元为中心的国际货币体系。该体系的汇率制度安排，是钉住型的汇率制度。黄金成为两国汇率决定的实在的物质基础；汇率仅在铸币平价的上下各6‰左右波动，幅度很小；汇率的稳定是自动而非依赖人为的措施来维持。

（2）布雷顿森林体系下的固定汇率制度实行“双挂钩”，即美元与黄金挂钩，其他各国货币与美元挂钩；在“双挂钩”的基础上，国际货币基金协会规定，各国货币对美元的汇率一般只能在汇率平价±1%的范围内波动，各国必须同IMF合作，并采取适当的措施保证汇率的波动不超过该界限。由于这种汇率制度实行“双挂钩”，波幅很小，且可适当调整，因此该制度也称以美元为中心的固定汇率制，或可调整的钉住汇率制度

(Adjustable Peg System)。汇率的决定基础是黄金平价，但货币的发行与黄金无关；波动幅度小，但仍超过了黄金输送点所规定的上下限；汇率不具备自动稳定机制，汇率的波动与波幅需要人为的政策来维持；央行通过间接手段而非直接管制方式来稳定汇率；只要有必要，汇率平价和汇率波动的界限可以改变，但变动幅度有限。

2. 浮动汇率制度。浮动汇率制度（Floating Exchange Rate System）是指一国不规定本币与外币的黄金平价和汇率上下波动的界限，货币当局也不再承担维持汇率波动界限的义务，汇率随外汇市场供求关系变化而自由上下浮动的一种汇率制度。

在实行浮动汇率制后，各国原规定的货币法定含金量或与其他国家订立纸币的黄金平价，就不起任何作用了，因此，国家汇率体系趋向复杂化、市场化。

在浮动汇率制下，各国不再规定汇率上下波动的幅度，中央银行也不再承担维持波动上下限的义务，各国汇率是根据外汇市场中的外汇供求状况，自行浮动和调整的结果。同时，一国国际收支状况所引起的外汇供求变化是影响汇率变化的主要因素——国际收支顺差的国家，外汇供给增加，外国货币价格下跌、汇率下浮；国际收支逆差的国家，对外汇的需求增加，外国货币价格上涨、汇率上浮。汇率上下波动是外汇市场的正常现象，一国货币汇率上浮，就是货币升值，下浮就是贬值。

（1）单独浮动（Single Float）。指一国货币不与其他任何货币固定汇率，其汇率根据市场外汇供求关系来决定。目前，包括美国、英国、德国、法国、日本等在内的三十多个国家实行单独浮动。

（2）钉住浮动（Pegged Float）。指一国货币与另一种货币保持固定汇率，随后者的浮动而浮动。一般地，通货不稳定的国家可以通过钉住一种稳定的货币来约束本国的通货膨胀，提高货币信誉。当然，采用钉住浮动方式，也会使本国的经济发展受制于被钉住国的经济状况，从而蒙受损失。目前全世界约有一百多个国家或地区采用钉住浮动方式。

（3）弹性浮动（Elastic Float）。指一国根据自身发展需要，对钉住汇率在一定弹性范围内可自由浮动，或按一整套经济指标对汇率进行调整，从而避免钉住浮动汇率的缺陷，获得外汇管理、货币政策方面更多的自主权。目前，巴西、智利、阿根廷、阿富汗、巴林等十几个国家采用弹性浮动方式。

（4）联合浮动（Joint Float）。指国家集团对成员国内部货币实行固定汇率，对集团外货币则实行联合的浮动汇率。欧盟（欧共体）11 国 1979

年成立了欧洲货币体系，设立了欧洲货币单位（ECU），各国货币与之挂钩建立汇兑平价，并构成平价网。各国货币的波动必须保持在规定的幅度之内，一旦超过汇率波动预警线，有关各国要共同干预外汇市场。1991 年欧盟签订了《马斯特里赫特条约》，制定了欧洲货币一体化的进程表。1999 年 1 月 1 日，欧元正式启动，欧洲货币一体化得以实现，欧盟这样的区域性的货币集团已经出现。

## 二、汇率在市值管理中应用的实证分析

### （一）人民币升值对经济的影响

1. 人民币升值对经济产生的有利影响集中表现以下几个方面：有利于增强社会各界对中国经济和货币的信心。有利于减轻偿债负担。截止到 2002 年，我国的外债余额高达 1 704 亿美元，人民币每贬值 1%，就会增加 17 亿美元的外债。反之，人民币每上升 1 个百分点，就会给我国带来几十亿美元的外汇盈余。有利于树立我国负责任的大国形象，有利于加快人民币自由兑换的进程。

2. 人民币汇率升值的负面效应 。汇率是一把双刃剑，其变动所带来的影响往往是双方面的。人民币汇率升值，也会带来负面影响：将对我国外贸出口增长产生严重负面影响；不利于吸引外资和加工贸易产业升级；人民币升值会使国内企业的风险加大；将直接导致外汇净资产的权益受损；不利于缓解国内就业压力；人民币汇率的升值可能引起市场预期将会发生进一步的变化，从而可能引起市场的投机行为，导致投机盛行。

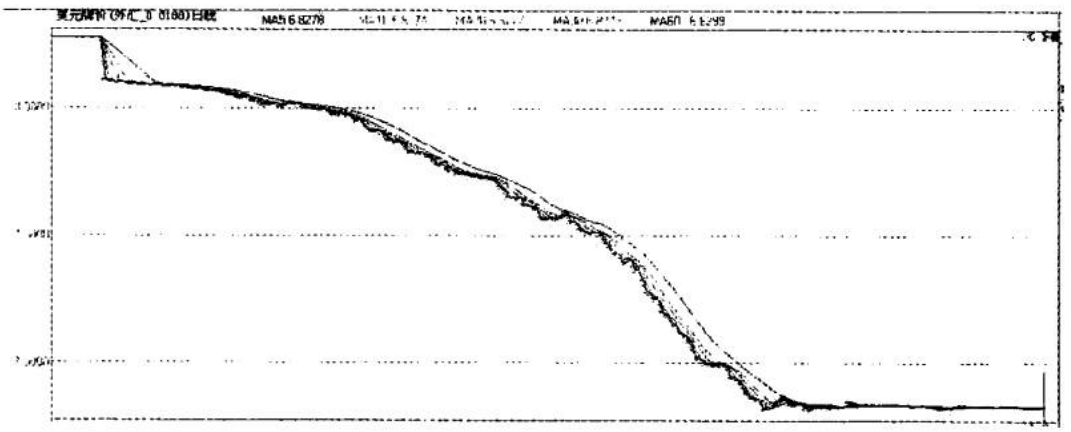


**图 10－5　2005 年 7 月 21 日人民币汇改以来至 2009 年 10 月 28 日的汇率走势**

（二）汇率改革以来人民币汇率的走势与总市值的变化

从图 10－6 可以看出，2005 年 7 月 21 日人民币汇率改革至 2008 年 11 月 24 日，人民币汇率升值已近 17.84%；2007 年人民币汇率由 7.8135 升值到 7.2934，升值幅度为 6.66%。同期证券市场上证指数由 2 675.47 点上升到 5 261.56 点，上涨幅度 96.66%；证券市场总市值由 1.93 万亿元人民币上升到 34.42 万亿元，上涨幅度为 1 783.42%。

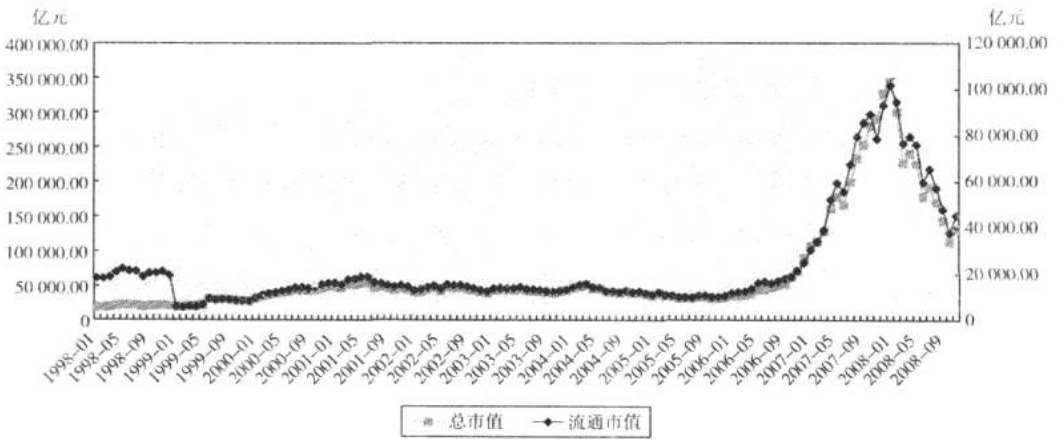



图 10－6　1998 年以来两市总市值及流通市值

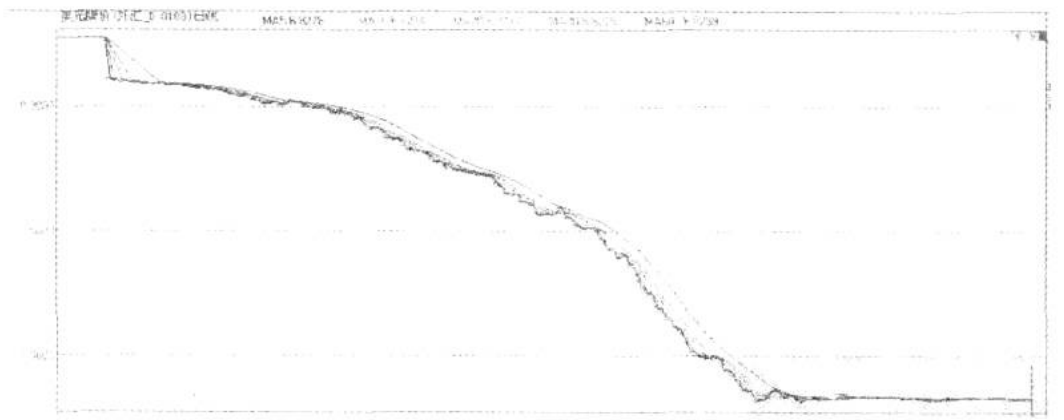


**图 10－7　2009 年 10 月 28 日前汇率走势图**

从图 10－8 可以看出，2008 年上半年人民币汇率由 7.2934 升值至 2008 年 7 月 16 日的 6.8108，升值幅度为 6.52%；同期证券市场上证指数由 5 261.56 点下降到 1 969.39 点，下跌幅度为 62.57%；同期证券市场总市值由 34.42 万亿元人民币下降到 12.933 万亿元人民币，下降幅度为 62.43%。之后人民币汇率进入一个横盘整理的过程。至 2009 年 7 月 7 日

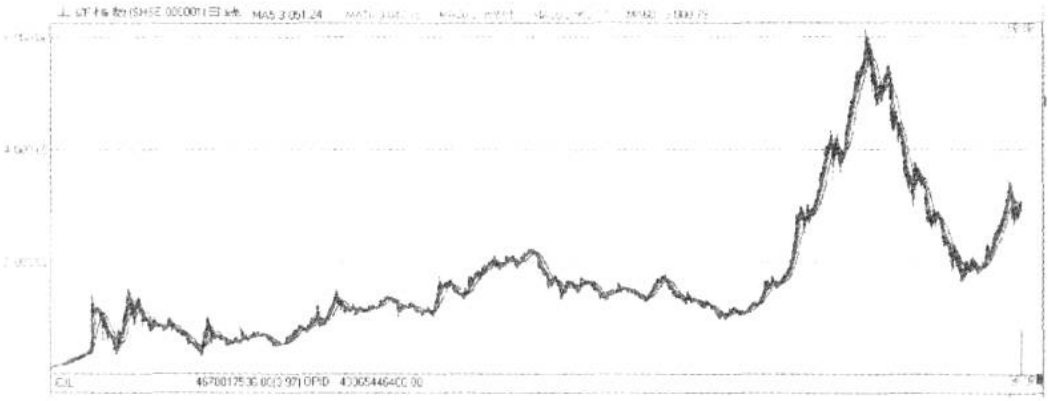


**图 10－8　2009 年 10 月 28 日前上证指数的走势**

人民币汇率为 6.83 左右，略有贬值。而股票市场却有了巨大变化。上证指数由 1 969.39 点下探至 2008 年 10 月 28 日的 1 664.93 点、反弹至 2009 年 7 月 7 日的 3 130.07 点，总市值也由 12.933 万亿元下跌到 2008 年 10 月 28 日的 10.98 万亿元、反弹至 2009 年 7 月 7 日的近 21.67 万亿元。

（三）人民币汇率在市值管理中的应用

从上面汇率的走势以及证券市场指数的走势和证券市场总市值的走势可以看出，人民币汇率的变动对宏观市值管理起到一定的作用。实践证明，“人民币汇率升值不结束，证券市场行情不结束”这一围绕 2007 年证券市场发展的主基调是错误的，前提是人民币要有条件缓慢升值，而非快速升值。例如 1990 年日本自“广场协议”后快速升值，至 1995 年日元对美元由 161 日元/美元上涨到 79.8 日元/美元，日元升值一倍有余；而日经 225 指数由 1990 年 1 月 4 日的 38 950 点下跌到 1992 年 8 月 3 日的 14 194 点，下降幅度为 63.56%。同样人民币汇率升值，对出口来说是负面的。对于外汇储备来说，也有一个汇率损失的风险，例如 2008 年第三季度汇率损失 360 亿元人民币。所以说在进行宏观市值管理的过程中，要充分考虑汇率对宏观经济、微观经济、财政政策、利率政策等各个方面的影响，在充分论证的基础上，谨慎实施。

上市公司进行市值管理也可以充分利用国际金融市场上的汇率期货对相应的业务进行套期保值，以便对冲风险。当然在不久的将来，中国金融期货交易所也将推出利率期货与汇率期货，这将更加便利地进行套期保值、更有利于推进市值管理制度的实施。

# 第三节 准备金率与市值管理

存款准备金率政策是货币政策的一种，它是根据一国经济发展状况，为了确保经济的合理发展和金融行业的稳定而采取的一项调控政策。存款准备金率的调整直接关系到上市公司的融资成本和效益，也直接关系到股票市场的走势和股票价格的走势，进而影响股票的总市值。在进行市值管理的过程中，从宏观的角度来分析运用存款准备金率这一货币政策，通过相应的价值经营手段，可以更好地实施市值管理机制，实现市值最大化、风险最小化的目标。

## 一、存款准备金率的内涵

### （一）存款准备金率

存款准备金，是限制金融机构信贷扩张和保证客户提取存款和资金清算需要而准备的资金。法定存款准备金率，是金融机构按规定向中央银行缴纳的存款准备金占其存款的总额的比率。

换句话说，存款准备金是指中央银行强制要求商业银行，将其存款按照一定比率作为准备金，不得随意动用。也就是说银行要把它吸收的存款按一定的比例放到人民银行，这一部分是风险准备金，是不能够用于发放贷款的。这个比例越高，执行的紧缩政策力度越大。

### （二）存款准备金率的作用

1. 可以保证商业银行等存款货币机构资金的流动性。当部分银行出现流动性危机时，中央银行就有能力对这些银行加以救助，以提供短期信贷的方式帮助其恢复流动性。

2. 可以集中使用一部分信贷资金。这是中央银行作为银行的银行这一最终贷款人的责任，也可以向金融机构提供再贴现。

3. 可以调节货币供给总量。举个例子，银行吸收了 1 000 元存款，存款准备金率是 10%，那么银行同期可用于投资等的最高额度是 900 元，100 元准备金必须存在央行指定的账户上。存款准备金的作用之一是防范挤兑风险，现在被政府好好利用了一把，成了抑制投资的工具之一。

### （三）存款准备金率的走势

中央银行存款准备金率一直处于不断的调整过程之中（见图 10－9）。特别是 2007 年面对流动性过剩及通货膨胀而进行的宏观调控中，存款准备金率就进行了 10 次上调。2008 年面对美国次级贷款危机引起的全球性金

融危机，为了扩大内需，刺激经济的增长又进行了多次的调整。

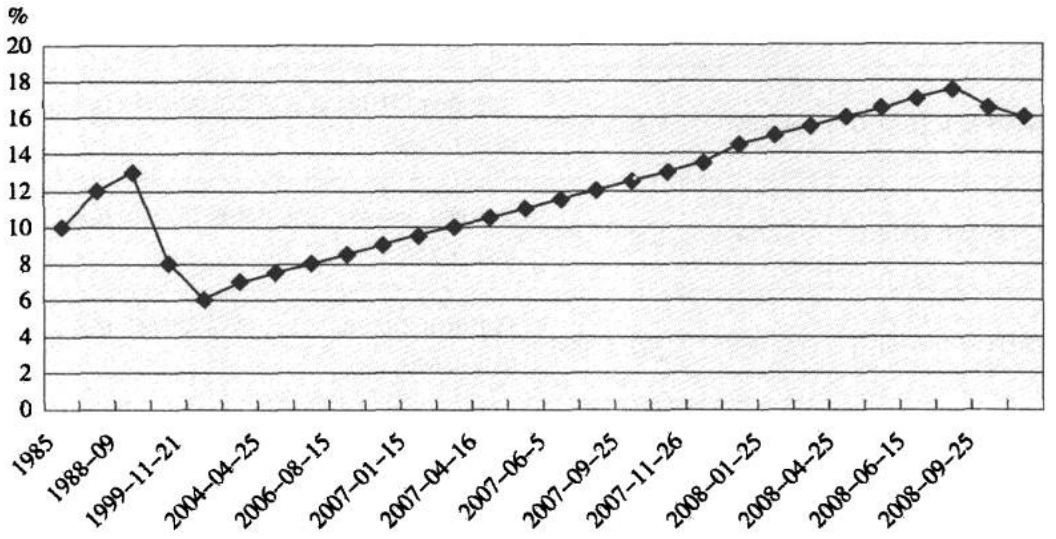



**图 10－9　人民银行存款准备金率历次调整**

## 二、存款准备金率在市值管理中应用的实证分析

### （一）历次调整存款准备金率对上证指数及总市值的影响

表 10－2 列明了自 2007 年以来历次调整存款准备金率对上证指数和总市值的影响程度。可以看出，存款准备金率的调整对证券市场的影响是较明显的，特别是对证券市场总市值的影响更为明显。所以作为宏观调控的货币政策工具，存款准备金率的调整对市值管理具有较灵敏的调整作用。

**表 10－2**

| 调整时间 | 存款准备金率标准 | 对上证指数的影响 | 对总市值的影响 |
|---|---|---|---|
| 2008 年 11 月 27 日 | 15% | 上涨 1.05% | 总市值由 123 713 亿元上涨到 125 170 亿元，涨幅达 1.18% |
| 2008 年 10 月 15 日 | 16% | 下跌 1.12% | 总市值由 123 832 亿元上涨到 128 414 亿元，涨幅达 3.7% |
| 2008 年 9 月 25 日 | 16.5% | 上涨 3.64% | 总市值由 142 948 亿元上涨到 151 467 亿元，涨幅达 5.96% |

续表

| 调整时间 | 存款准备金率标准 | 对上证指数的影响 | 对总市值的影响 |
| --- | --- | --- | --- |
| 2008 年 6 月 25 日 | 17.5% | 上涨 3.64% | 总市值由 151 125 亿元下降到 139 916 亿元，降幅达 7.41% |
| 2008 年 6 月 15 日 | 17% | 上涨 0.18% | 总市值由 187 481 亿元下降到 187 028 亿元，降幅达 0.24% |
| 2008 年 5 月 20 日 | 16.5% | 下跌 4.48% | 总市值由 236 718 亿元下降到 225 660 亿元，降幅达 4.67% |
| 2008 年 4 月 25 日 | 16% | 下跌 0.71% | 总市值由 229 476 亿元上涨到 232 101 亿元，涨幅达 1.14% |
| 2008 年 3 月 25 日 | 15.5% | 上涨 0.09% | 总市值由 236 214 亿元上涨到 237 073 亿元，涨幅达 0.36% |
| 2008 年 1 月 25 日 | 15% | 上涨 0.93% | 总市值由 299 541 亿元上涨到 302 059 亿元，涨幅达 0.84% |
| 2007 年 12 月 25 日 | 14.5% | 下跌 0.63% | 总市值由 318 435 亿元上涨到 320 894 亿元，涨幅达 0.77% |
| 2007 年 11 月 26 日 | 13.5% | 下跌 1.46% | 总市值由 299 188 亿元下降到 295 046 亿元，降幅达 1.38% |
| 2007 年 10 月 13 日 | 13% | 下跌 4.8% | 总市值由 280 788 亿元上涨到 285 417 亿元，涨幅达 1.65% |
| 2007 年 9 月 25 日 | 12.5% | 下跌 1.08% | 总市值由 234 674 亿元上涨到 244 823 亿元，涨幅达 4.32% |
| 2007 年 8 月 15 日 | 12% | 下跌 6.5% | 总市值由 215 223 亿元下降到 212 477 亿元，降幅达 1.28% |
| 2007 年 6 月 5 日 | 11.5% | 上涨 2.63% | 总市值由 157 939 亿元上涨到 162 251 亿元，涨幅达 2.73% |
| 2007 年 5 月 15 日 | 11% | 上涨 3.64% | 总市值由 170 094 亿元下降到 167 796 亿元，降幅达 1.35% |

续表

| 调整时间 | 存款准备金率标准 | 对上证指数的影响 | 对总市值的影响 |
| --- | --- | --- | --- |
| 2007 年 4 月 16 日 | 10.5% | 上涨 2.22% | 总市值由 126 546 亿元上涨到 135 787 亿元，涨幅达 7.30% |
| 2007 年 2 月 25 日 | 10% | 上涨 0.18% | 总市值由 117 007 亿元上涨到 118 841 亿元，涨幅达 1.57% |
| 2007 年 1 月 15 日 | 9.5% | 上涨 4.74% | 总市值由 96 678 亿元上涨到 104 439 亿元，涨幅达 8.03% |

### （二）如何看待存款准备金率

从以上的数据可以看出，上调存款准备金率主要是针对流动性过剩问题而采取的宏观调控措施，对证券市场有一定的影响。正常来说提高存款准备金率，相当于减少了社会流动资金，证券市场可能下跌。但是从近两年实际的市场表现可以看出，18 次调整存款准备金率中有 10 次上涨，8 次下跌。究其原因在于市场处于不同的发展阶段，特别是后来大盘处于向下调整的过程中，上调存款准备金率加剧了市场的向下调整；下调存款准备金率，市场有了微妙的上涨。可见不论何时调整存款准备金率都会对证券市场有一定的影响，对证券市场总市值也有一定的影响。所以说，作为宏观调控的货币政策工具对上市公司市值管理具有良好的政策效应。上市公司在进行市值管理的过程中，不论是筹集资金、投资还是进行价值经营，都要密切关注、认真研究、充分利用存款准备金率这一货币政策，以求市值管理的最佳效应。

## 第四节　股票交易印花税政策与市值管理

税收政策是调整国民经济发展的一项重要财政政策，而股票交易印花税政策则更主要的是调整股票市场的发展状况，为了维护股票市场平稳健康发展，更是为了调控股票市场的过热与过冷。当一国股票市场处于过热状态也就是出现泡沫或处于泡沫膨胀时会适时地提高印花税；反之在市场低迷、指数暴跌的情况下，会降低印花税。这也是国家进行宏观市值管理的一项重要政策，是为了保护投资者利益、维护资本市场健康稳定发展的一项重要的财政政策。在进行市值管理的过程中，认真研究印花税等财政

政策，充分利用这一政策效应对股票进行相应的套期保值，以确保公司总市值最大化、投资者利益最大化的目标的实现。

## 一、印花税的内涵

### （一）印花税

印花税是对经济活动和经济交往中书立、领受的凭证征收的一种税。印花税的征税对象是印花税暂行条例所列举的各种凭证，由凭证的书立、领受人缴纳，是一种兼有行为性质的凭证税。

股票交易印花税是从普通印花税发展而来的，是专门针对股票交易发生额征收的一种税。我国税法规定，对证券市场上买卖、继承、赠与所确立的股权转让依据，按确立时实际市场价格计算的金额征收印花税。

### （二）股票交易印花税的作用

股票交易印花税是国家组织财政收入的一种形式，是政府增加税收收入的一个手段。1993 年我国股票交易印花税收入 22 亿元，占全国财政收入的 0.51%；2007 年此项收入达 2 062 亿元，占财政收入比重达到 4.05%。

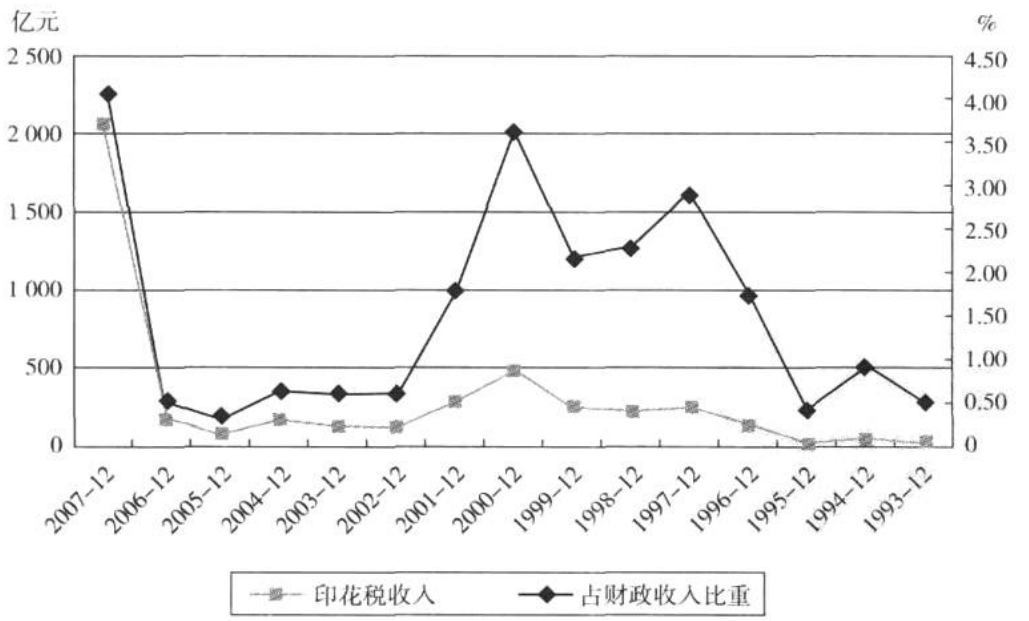



**图 10－10　印花税收入及其占财政收入比重**

印花税增加了投资者的成本，这使它自然而然地成为政府调控市场的

工具，也成为上市公司市值管理的一项重要工具。

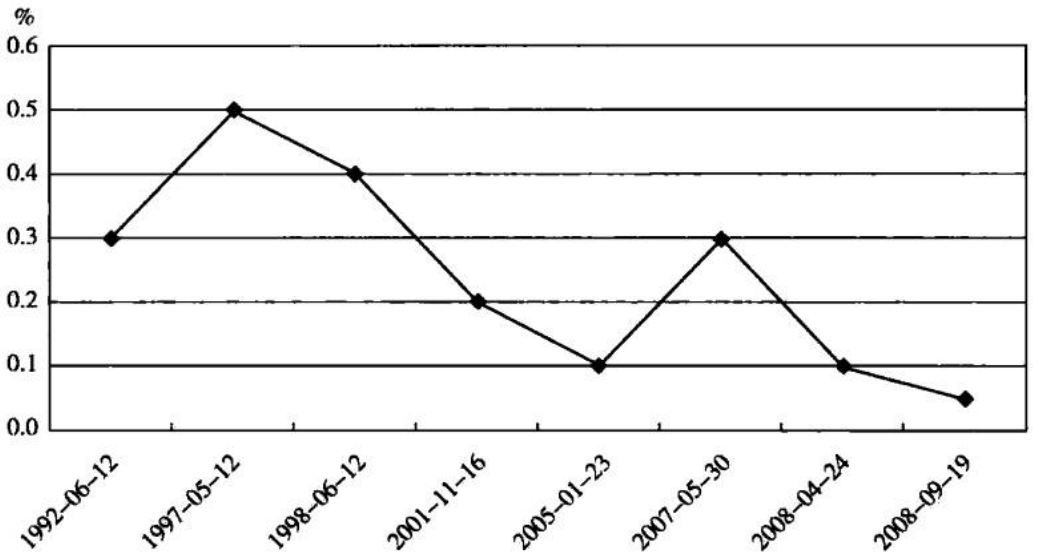



**图 10－11　历年印花税调整比率**

从图 10－11 可以看出，政府根据各个时期证券市场的风险程度及宏观调控的目的与需求，通过股票交易印花税税率的调整，达到控制市场风险、保护投资者利益、维护市场稳定的目的。

（三）调整股票交易印花税对上证指数的影响

图 10－12、表 10－3 为 1992 年以后，历次调整股票交易印花税对证券市场上证指数的影响情况。可见，印花税的调整对证券市场指数的走势影响是立竿见影的，不同市场环境下，市场反应不同。




**图 10－12**

表 10－3

| 印花税调整时间 | 调整幅度 | 对上证指数的影响 |
| --- | --- | --- |
| 1997 年 5 月 12 日 | 0.3% 上涨至 0.5% | 上涨 2.26% |
| 1998 年 6 月 12 日 | 0.5% 下降至 0.4% | 上涨 2.65% |
| 2001 年 11 月 16 日 | 0.4% 下降至 0.2% | 上涨 1.57% |
| 2005 年 1 月 23 日 | 0.2% 下降至 0.1% | 上涨 1.73% |
| 2007 年 5 月 30 日 | 0.1% 上涨至 0.3% | 下降 6.5% |
| 2008 年 4 月 24 日 | 0.3% 下降至 0.1% | 上涨 9.29% |
| 2008 年 9 月 19 日 | 0.1% 且单边 | 上涨 7.77% |

## 二、股票交易印花税在市值管理中的应用

### （一）调整股票交易印花税对总市值的影响

表 10－4 为 2007 年以来三次调整证券交易印花税当天对证券市场两市总市值的影响程度。

表 10－4

| 印花税调整时间 | 调整幅度 | 对总市值的影响 |
| --- | --- | --- |
| 2007 年 5 月 30 日 | 0.1% 上涨至 0.3% | 总市值由 76 402 亿元下降到 70 993 亿元，降幅达 7.08% |
| 2008 年 4 月 24 日 | 0.3% 降至 0.1% | 总市值由 206 752 亿元上涨到 224 154亿元，涨幅达 8.417% |
| 2008 年 9 月 19 日 | 0.1% 且单边 | 总市值由 124 109 亿元上涨到 135 684亿元，涨幅达 9.326% |

### （二）股票交易印花税在市值管理中的应用

股票交易印花税在上市公司宏观市值管理中的应用是国家出于稳定市场、保护投资者利益、减少风险及刺激市场发展的目的而采取的重大举措，特别是在规避市场暴涨、暴跌时，采取印花税的调整政策是一种非常

有效的调控手段。在进入市值管理时代的今天，特别是面对金融危机给中国证券市场带来的巨大冲击，股票交易印花税的调整，站在国家宏观市值管理的角度，具有更加积极的作用。

上市公司在进行市值管理过程中，根据股票市场的发展状态以及国家对资本市场发展中存在的问题进行的大讨论等具体情况，认真研究、准确判断是否会进行股票交易印花税的调整，调整的方向如何，以便采取有利于市值管理的价值经营手段和套期保值手段，确保投资者利益最大化、公司总市值最大化。

## 第五节　救市政策与市值管理

对虚拟经济的宏观管理，即宏观市值管理，起源于美国1929年的股市大危机。此次股市崩盘后，美国政府对自由放任的经济思想进行了深刻的反思，并充分认识到市场也有失灵的时候。在市场失灵的时候政府绝不能袖手旁观，必须要对经济活动进行干预。尤其是对充当美国经济输血功能的华尔街，其兴旺与衰落更是牵动美国实体经济的神经，绝不能等闲视之。面对2007年美国次贷危机引发的全球性金融危机，各国政府纷纷出台一系列经济救援和刺激方案。我国政府在追加4万亿元投资的同时，采取了降低利率、降低税率、降低存款准备金率等宏观调控的财政政策和货币政策，同时又扩大了银行贷款规模和出台一系列优惠政策，使得国民经济在全球内率先于4～6月份触底反弹，2009年第三季度各项经济指标充分说明了我国应对金融危机采取的宏观调控政策是非常正确的。股票市场的走势也说明了宏观调控等救市政策对维护股票市场总市值的作用是非常明显的和有效的。上证指数从2008年10月28日的1 664.93点上涨到2009年7月7日的3 130.07点，股票市场总市值也相应地由10.93万亿元上升到21.67万亿元（见图10－3）。上证指数在国家一系列刺激经济的政策出台后走出了低谷，开始了良性的发展过程。

### 一、1929年股灾

1. 股灾发生。1929年10月24日，美国发生了历史上最著名的股灾，史称“黑色星期四”。此前，美国到处是一片歌舞升平、经济繁荣的景象。所以在24日股市一天从巅峰跌入低谷时，很多人都反应不过来。10月29日，道琼斯指数一泻千里，指数从最高点386点跌至298点，跌幅达22%，创下了有史以来最深的单日跌幅，令人心悸的股价下跌持续到当年

11 月才最终止跌。

2. 政府的应对。一直以来，美国政府奉行的是一种“小政府大社会”的古典经济自由主义，主张政府不应干预经济活动，只应充当经济组织相互间竞争的“守夜人”角色。这种经济上“无为而治”的执政理念一直延续至胡佛时期。所以在这场股灾中，美国政府袖手旁观，并没有做什么相应措施来“救市”。

3. 政府的反思及对策。1929 年美国股市大崩盘以及后来的大萧条，标志着政府自由放任政策的失败，在市场失灵的时候政府必须有所作为，从此凯恩斯主义开始盛行。在这一思想的指导下，国家开始在宏观层面上对经济实行全面干预。尤其是罗斯福上台后，实施“新政”，主要措施有：

一是刺激宏观经济发展。着手建立一整套以法律为基础的监管构架，充分恢复货币调节经济的润滑作用；同时，采取措施帮助就业、增加消费、刺激生产，实现均衡发展；采取赤字财政政策，刺激经济增长。

二是恢复金融机构营业。通过《银行紧急救助法令》，采用个别审查颁发许可证制度，对有偿付能力的银行允许尽快复业。成立联邦存款保险公司，对 5 万美元以下的银行存款提供担保，以避免公众挤提的事件再次发生。

三是对证券市场实行监督。通过《联邦证券法》，成立证券交易委员会（SEC），SEC 集准立法权、执法权和准司法权于一身，对全国的证券发行、证券交易所、证券商、投资公司等实施全面监督。

四是实行金融行业的分业经营。通过《格拉斯—斯蒂格尔法案》，确立了银行和证券之间的分业经营模式，防范风险传递。

以上措施，对于稳定局势，疏导国民经济运行的血液循环系统——金融体系，起到了重要的作用。

4. 成效。罗斯福新政的实施取得了巨大的成功。从 1935 年开始，美国几乎所有的经济指标都稳步回升，自此以后，美国经济和美国资本市场经历了一个较长时间的黄金发展。到 20 世纪 80 年代时，美国股市已经历了 50 年的牛市，股票市值从几十亿美元上升到 1986 年的 59 950 亿美元，其发展速度远远超过了实体经济的增长速度。

5. 经验与教训。从 1929 年 9 月繁荣的顶峰到 1932 年夏天大萧条的谷底，道琼斯指数从 381 点跌至 36 点，缩水 90%。股市崩盘的危机直接导致5 500多家银行倒闭，美国金融体系濒临瓦解，国家整体经济水平倒退至 1913 年，社会经济一片萧条。一直到 1954 年，美国股市才恢复到 1929 年的水平。这些惨痛的经历给美国政府最重要的教训就是，资本市场自身调

节能力不会总是有效的，在“无形的手”失灵的时候，政府必须有所作为，放任不理只能使得情况更加恶化。从此，包括政府直接注资、提供银行担保、降息等救市措施，成为美国政府干预股市的“规范动作”。

## 二、1987 年股市暴跌

1. 在经历了 50 年的牛市后，20 世纪 80 年代后期，美国股市又一次陷入了疯狂之中。因为股市的高收益，大量游资及私人资本源源不断地流向股市，造成股市的极度膨胀。1987 年 10 月 19 日星期一，道琼斯指数一天之内重挫了 508.32 点，跌幅达 22.6%，创下了自 1941 年以来单日跌幅最高纪录，市值损失 500 亿美元，相当于美国全年国民生产总值的 1/8。这次股市的暴跌震惊了整个金融界，并在世界股票市场产生了多米诺骨牌效应，伦敦、法兰克福、东京、悉尼、香港、新加坡等地股市均受强烈冲击，股票跌幅大多达 10% 以上。这一天被金融界称为“黑色星期一”。

2. 政府的应对。对于此次股市暴跌，美国政府当然不会毫无作为，而是迅速采取了一系列“救市”措施，包括：

第一是全民信心管理。星期一，大崩盘的当天，白宫发表声明说国家经济运行状态良好，就业率处于最高水平上，生产也不断增加，贸易收支也在不断改善，没有迹象表明通货膨胀会进一步发生。里根总统和财政部部长贝克分别表示，这次股市崩盘与美国健康的经济是不相称的，美国经济非常稳定，以鼓舞民众。星期二早上，美联储主席格林斯潘发表了具有历史意义的讲话，“为履行作为中央银行的职责，联邦储备系统为支持经济和金融体系正常运作，将保证金融体系的流动性”。这句话实际上是支持银行为股票交易商继续发放贷款。

第二是大幅向市场注资。联邦储备委员会购买大量国债，向市场投放资金。

第三是大幅降低利率。联邦基金利率在一天之内下降 0.75 个百分点。

第四是全力支持回购。政府支持一些大公司回购其股票。那一周，约有 650 家公司宣布要在公开市场上回购本公司股票。

3. 成效。采取这些措施之后，道琼斯指数企稳回升，10 月 20 日股票指数上升了 102.27 点，10 月 21 日又回升了 186.94 点。指数期货合约也开始放量上涨，主要交易所的指数都开始回升。

4. 经验及教训。比 1929 年幸运的是，由于政府及时采取了一系列措施来稳定市场，提高投资者信心，股市迅速企稳，这次股市崩盘并没有导致美国经济衰退。

这次救市措施成功有两点经验：首先，政府采取措施是及时的。在崩盘的当天就发表讲话来稳定市场及投资者的信心。其次，采取的手段是全面的。从注入资金、降低利息、支持公司回购股票以及发表言论支持市场信心等手段组合推出，短时间内将股市企稳。

## 三、2000 年科技网络股泡沫破裂

1. 股灾的发生。进入 90 年代后，美国股市又一次非常迅速地增长。以科技和互联网股票为主的纳斯达克指数从 1998 年末的 1 357.09 点开始起飞，半年后，到了 1999 年 5 月几乎翻了一倍。经过短暂的停滞后，从 1999 年 10 月的 2 736 点又上升到 2000 年 3 月的 5 000 点以上。但纳斯达克指数从 2000 年 3 月初一路下泻，到 3 月 12 日跌破 2 000 点，终盘 1 923.35 点，跌幅高达 70%，从中“蒸发”了 6 万亿美元的市值。

2. 政府的应对。在泡沫形成初期，美联储主席格林斯潘不断发出警告表示对股市的担忧，对市场进行风险提示。泡沫破灭后，开始迅速连续降息。美联储连续 13 次降息，将联邦基金利率由 6% 减至 1%，为 46 年来的最低点。

3. 成效及反思。连续降息终于取得了成效，道琼斯指数和纳斯达克指数开始回升，美国股市重现繁荣。

归纳应对这次泡沫的教训，可以看到：第一，在泡沫形成初期，政府没有给予适当措施进行干预，而只是反复强调市场有风险。第二，在泡沫破裂后，政府进行了有力应对，坚决地降低利息，终于稳定了股市。

## 四、2007 年次贷危机

1. 股灾的发生。2007 年 2 月 13 日，美国抵押贷款风险开始浮出水面。汇丰控股为在美国次级房贷业务增 18 亿美元坏账准备，同时，美国第二大次级抵押贷款机构 New Century Financial 发布盈利预警。8 月份，事态到了不可收拾的地步，多家提供次级贷款的金融机构相继宣布破产。8 月 9 日，纽约股市全线大幅下降，其中道琼斯指数狂跌 387.18 点，此后次贷危机迅速蔓延至全世界。

2. 政府的应对。为了应对这次危机，美国政府采取了一系列措施：

首先，是进行大规模注资。美联储在 8 月 9 日和 10 日两天，分别向金融市场注资 240 亿美元和 380 亿美元，以增加市场的流动性，帮助克服信贷危机的影响。10 月美联储更是罕见的在一天之内进行了三次注资。美联储还保证，如果“必要的话”将提供更多的资金。据统计，截至 2007 年 8



**图 10－13　道琼斯工业指数 2009 年 10 月 28 日前的走势图**

月 31 日，美联储已注资约 1 700 亿美元。至 2008 年 11 月 27 日，美国财政部已经向市场注入资金 16 000 亿美元，用于向银行、投资银行等机构注资以及用 6 000 亿美元用于收购房利美、房地美两房公司的住房抵押债券。

其次，美联储连续降低利息。从 2007 年 8 月 17 日降息以来，美联储在短短 15 个月内，已先后降息 17 次，其利率标准已由 6.25% 下调到 1%。美联储这一举动，成为美国历史上最罕见、最频繁的调控举措。

再次，政府出台了房贷解困计划。2007 年 12 月 27 日，美国总统布什宣布了美国政府与金融机构拟订的次级房贷解困计划，据预料将使得 100 多万户贷款购房者在未来两年房屋免遭法院拍卖而丧失赎回权，其中核心部分为向贷款购房者提供为期 5 个月的抵押利率冻结。2008 年 11 月 24 日美国财政部又向市场注资 8 000 亿美元，其中 6 000 亿美元用于收购房利美、房地美两房公司的住房抵押债券。

最后，政府出台减税计划刺激经济。2008 年 1 月 18 日，布什再次宣布，计划启动一项相当于 GDP 的 1%、资金大约 1 450 亿美元的减税计划，以刺激经济增长，避免经济衰退。

3. 成效。在如此频繁的调控举措下，美国作为风暴中心，股市由 2007 年 10 月 11 日的最高点 14 198 点下跌到 2008 年 11 月 27 日的 8 727 点，下跌幅度达 38.53%。而 2008 年初至 2008 年 11 月 27 日，仅仅下跌 34.32%，可以说政府的这些措施还是取得了一些成效。而同期中国证券市场上证指数由 2007 年 10 月 16 日的 6 124 点下跌到 2008 年 11 月 27 日的 1 958 点，下跌幅度达 68.03%；2008 年初至年底上证指数下跌幅度达 62.78%。

4. 经验与教训。美国政府在应对次贷危机上，有两点教训是值得我们

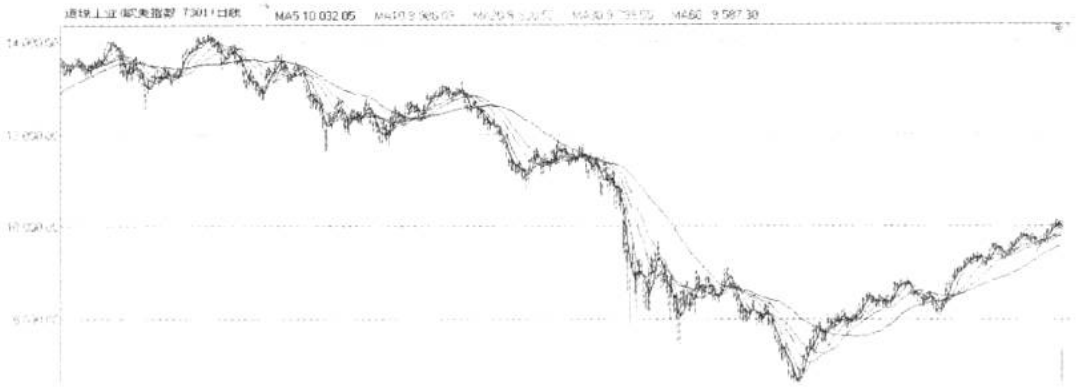


**图 10－14 道琼斯工业指数走势图**

借鉴的：

首先，政府应对不及时。次贷危机从初显到全面爆发经历了半年的时间，然而直到欧美股市全线下跌，美国才开始重视起来，特别是到华尔街五大投行相继破产、“两房”申请破产、次贷危机已经发展成为全球性金融危机的状况时，美国才开始下重药来挽救美国的经济与股市，错失了良好的调控时机。

其次，前期监管不力。前几年，美国房价高涨，许多放贷机构大量发放次级抵押贷款，甚至一些通常被认为不具备偿还能力的借款者也获得了购房贷款，这为后来的危机埋下隐患。美国相关监管机构并未对此进行预防。

# 第十一章　市值管理创新

有关市值管理的内容对资本市场上的各类上市公司均是一门新知识，而市值管理理念的创新是上市公司市值管理的核心与灵魂，决定着上市公司市值管理的成败，更决定着上市公司的发展方向；而上市公司组织架构的创新则是上市公司市值管理的组织保证，没有一个科学合理、行之有效的适合市值管理制度实施的组织架构，很难实现市值管理的目标。所以市值管理理念和组织架构的创新既是现代企业制度下企业管理战略的发展，又是上市公司市值管理制度得以实施的保障。

## 第一节　市值管理理念的创新

市值管理理念是资本市场进行市值管理的灵魂，反映了资本市场监管者和上市公司对资本市场中市值管理理论、功能和作用的认识，决定着市值管理的制度建设和随之采取的监管政策和市值管理策略。正确的市值管理理念，必将推动资本市场的快速发展、制度建设的不断完善和上市公司良性可持续发展基础上的市值最大化；反之，错误的市值管理理念，必将导致市值管理缺乏方向性和资本市场发展迟缓，具体表现为操纵市场、内幕交易、巨额亏损等严重局面。所以说，市值管理理念是推进市场发展、实现上市公司市值最大化风险最小化的灵魂，制约着资本市场和上市公司发展的准确定位和发展方向、内容、速度以及管理层的行为规范。

### 一、市值管理理念的内涵

2005 年 4 月 29 日开始的具有里程碑意义的股权分置改革给中国资本市场带来了一场空前的重大变革。这场变革使得上市公司市值的作用和意义得到了空前的提升：衡量上市公司综合实力将市值作为关键指标，考核上市公司经营业绩将市值作为政策取向，推进上市公司股权激励机制将市值作为重要保障，提高上市公司股权支付能力将市值作为根本前提，改善上市公司融资效率将市值作为客观条件，防范竞争对手敌意收购将市值作

为有效工具，实现公司和股东价值将市值作为具体体现。市值管理在上市公司和投资者中间越来越受到关注，企业价值经营的理念正逐步转向市值管理理念，市值管理理念在不断发展和完善。

由于市值管理的目标最主要的就是市值最大化、风险最小化和证券化率处于一个合理的水平。那么关于市值管理理念的问题，不同层面的人士有不同的认识，围绕如何提升总市值和证券化率的方法与策略，各有各的发展战略。那么我们先从总市值构成和证券化率来考虑相关的话题。

1. 市值 = 股价 × 股本 = 市盈率 × 每股收益 × 股本 = 市盈率 × 净利

从上面的公式可以看出，市值管理可以通过提高市盈率和利润来影响总市值。也就是说，在盈利能力一定的条件下，上市公司可以通过提高市盈率来实现市值的增长；反之，在市盈率一定的条件下，可以通过提高盈利能力来实现市值的增长；也可以通过同时提高以上两个指标来实现市值的增长。

由于整体市盈率与证券市场的供求、投资者信心及公司未来的盈利能力密切相关，所以可以提高供给降低市盈率或降低供给提高市盈率，进而采取相应的市值管理措施。比如增加供给可以采取 IPO 、资产注入、再融资、大小非解禁、开设创业板、整体上市、并购等；增加需求可以采取增设新基金、转户理财、新批 QFII、QDII 、社保基金入市、保险资金入市、并购重组的预期等。

2. 宏观市值管理的目标是确保证券化率在一个合理的水平。而证券化率 = 总市值/GDP = 上市公司整体利润率 × 整体市盈率。

可见证券化率与上市公司整体市盈率水平直接正相关、与整体利润率正相关。要保持证券化率在合理的水平，就要保持整体市盈率在合理的水平，或者保持整体市盈率与利润率之积在合理的水平。

假定在整体市盈率不变的情况下，通过更多盈利企业的上市、资产注入、定向增发、整体上市等手段实现上市公司利润率的提升，实现证券化率提升的目标，这也就是经济证券化的过程；假定在上市公司利润率不变的情况下，整体市盈率的提高也可以提升经济证券化率，这一过程就是通常所说的经济泡沫化过程；如果整体市盈率和上市公司利润率都在提高，则证券化率就会提升很快，这一过程既是经济证券化的过程，又是经济泡沫化的过程，比如 2007 年 5 月至 10 月份中国证券市场的走势即是如此。

3. 通过利率等货币政策的调整可以直接影响到市盈率的高低，进而影响到证券化率的变化；同样，通过积极与紧缩的财政政策，同样会影响到经济证券化率的上升与下降。

总之，要实现市值的提升，可以通过提高整体市盈率和上市公司总利润来实现，要保持证券化率在一个合理的水平可以通过调节市场整体市盈率、上市公司利润率和实体经济的增长速度来实现。而经济证券化率的提升既是经济泡沫化的过程，也是经济证券化的过程。

## 二、市值管理理念的创新

市值管理理念创新的着力点在于将原本监管部门关心而又很难做到的事情转移到上市公司，由上市公司来完成。比如，上市公司有责任和义务维护资本市场的稳定（也就是说，未来上市公司可以维护自己的股价、维持市盈率在合理区间、保持盈利能力可持续发展、追求总市值最大化）、防止内幕交易、防止操纵市场等。而监管机构则真正从监管的角度，按照公开、公平、公正、诚信的原则，实施有效监管，而不再充当“救火队长”的角色，将更多的精力集中于发展规划、业务规范等方面。具体来说，创新的市值管理理念应包括以下内容：

1. 价值创造最大化。在资本市场发展到今天这一特殊历史时期，提出并即将推行市值管理这一企业管理的创新理念，上市公司在承担原有责任与义务的基础上，将承担更多的社会责任与义务，但作为上市公司发展基石的主业不能放弃。进一步做大做强，不断提高上市公司的价值创造能力，是上市公司市值管理的基础，更是对投资者负责、对股东负责的根本保证。

2. 价值经营最优化。价值经营最优化应该强调的是如何科学、准确、有效地把握资本市场发展各个阶段对公司发展的不同的有利条件，与证券公司、期货公司等共同研究制定最及时有效的价值经营发展战略并付诸实施，不断总结经验，持续地推进价值经营，不断地提升上市公司的实力与市场地位，持续稳健地保持总市值的稳步增长。

3. 价值实现最优化。价值实现最优化在资本市场快速发展的今天，更应该强调的是如何通过信息披露渠道和手段不断提升投资者对公司股票的认知度、如何做好投资者关系管理工作、如何承担更多的社会责任与义务、如何构建投资者投资本公司股票的价值成长理念等，这将是资本市场发展到一定历史阶段的最重要的管理任务。

4. 政策效应最优化。政策效应最优化就是把对国家宏观经济政策、微观经济政策和行业政策、产业政策的研究结果直接转化为上市公司的价值经营手段。即通过与证券公司、期货公司的深度合作，将任何一项可能的政策调整对公司带来的各项影响统一转化为有利的价值经营成果，包括产业的整合、风险的规避、资源的整合等，努力改变原有的研究部门就是写报告、缺

乏与决策层的沟通及公司发展战略的调整等，要把政策研究与制定、实施、完善市值管理方案紧密结合起来，努力实现政策效应的最优化。

5. 风险最小化。风险最小化就是上市公司在原本强调风险管理与控制的基础上，通过与证券公司、期货公司的密切合作，努力发现公司可能存在的风险，包括因商品价格波动给企业带来的生产成本和销售收入的微观风险与因股价剧烈波动而对总市值造成的剧烈波动的风险以及融资能力等方面的宏观风险，这就要通过商品期货的套期保值规避上市公司因原材料价格波动带来的微观非系统性风险、用股指期货等金融期货来规避宏观的系统性风险，以求上市公司经营发展过程中实现风险最小化的目标。

6. 市盈率合理化。市盈率合理化就是上市公司实施市值管理制度以后，上市公司追求总市值的最大化，并不是通过操纵股价、提高市盈率、增大市场泡沫效应等手段来实现市值最大化，而是要不断提升价值创造能力、价值实现能力、价值经营能力、政策效应转化能力和风险规避能力，使得市盈率维持在较为合理的水平，而实现总市值不断提升的目标。市盈率合理化将是市值管理制度实施后上市公司面临的一项新的重要的责任与义务。

7. 资本市场稳定化、市场化。资本市场稳定化和市场化是指实施市值管理制度之后，稳定资本市场的责任不再是监管机构的职责，而是上市公司的一项重要任务；资本市场的各项政策调整及宏观调控不再是目前的行政化手段调控，而是以市场化的手段、通过民主法制化程序来实现。上市公司具有稳定资本市场发展的责任和使命。

8. 监管职责明确化。监管职责明确化强调的是在实施市值管理制度后，证券监管机构主要职责是对资本市场法规的建设、运作的规范等方面进行监管，在公开、公平、公正的原则指导下，对资本市场实施监管，而不再承担救市的责任、稳定市场的责任，扭转目前监管机构既是监管者又是执行者还是“救市主”的多重角色，使得监管机构自身的职责更加明确化。

## 第二节　市值管理组织架构的创新

关于上市公司的组织架构，不同社会发展阶段和不同的企业组织形式具有不同的组织架构。从计划经济到社会主义市场经济，企业的组织架构发生了巨大变化，由原有的国有制或集体所有制的厂长负责制转变为股份公司股东大会、董事会、监事会下的总经理负责制。按照现代企业法人治理结构的要求，上市公司目前的组织架构基本雷同，下面是较具有代表性的上市公司——中国民生银行股份有限公司（600016）和中信证券股份有

限公司（600030）的组织架构图。

从中国民生银行股份有限公司（600016）的组织架构图可以看出，董事会和监事会对股东大会负责，董事会秘书、行长、财务总监直接对董事会负责。董事会下设各专门委员会，行长负责组织日常的经营管理活动（见图 11－1）。

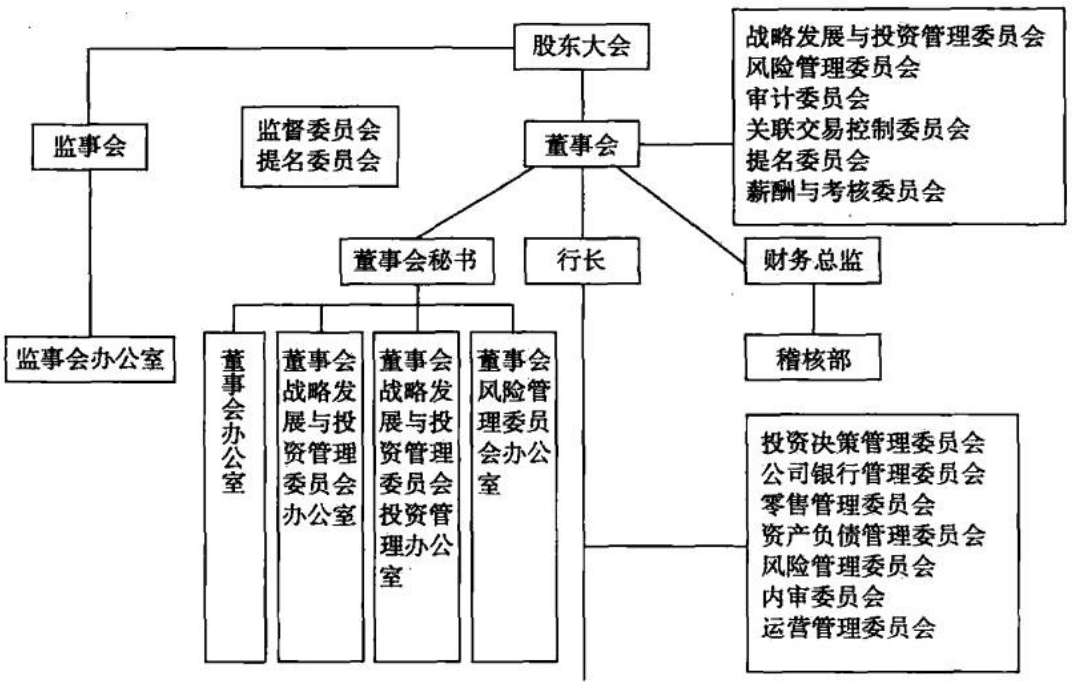



**图 11－1　中国民生银行组织机构图**

中信证券股份有限公司的组织架构，与中国民生银行股份有限公司的组织架构基本相同，均是按照现代企业法人治理结构股份公司制的要求而设立的。董事会下设的各专门委员会主要是从公司发展的规划和风险控制等方面制定相应的发展战略。

然而实施市值管理制度之后，上市公司的法人治理结构将有一定的变化，以前由董事会秘书负责的投资者关系管理工作将进一步扩大为价值实现中心，承担更多的与投资者密切相关的价值实现任务；由董事会领导下的风险控制委员会将进一步扩展为风险控制中心，不仅仅承担原有的风险控制与管理工作，将与政策研究中心等共同制定与实施公司的各类风险管理、控制与规避等职责；总经理负责价值创造任务之外，将更加注重价值经营与政策效应的转化能力的提升。总之，市值管理制度下，上市公司的组织架构更趋于合理化、明确化，更具有价值创造和价值经营与价值实现的能力，更加注重政策的转化和风险的规避，其核心就是使企业处于低风险下具有不断提升公司效益、不断提升总市值的核心竞争力（见图 11－3）。

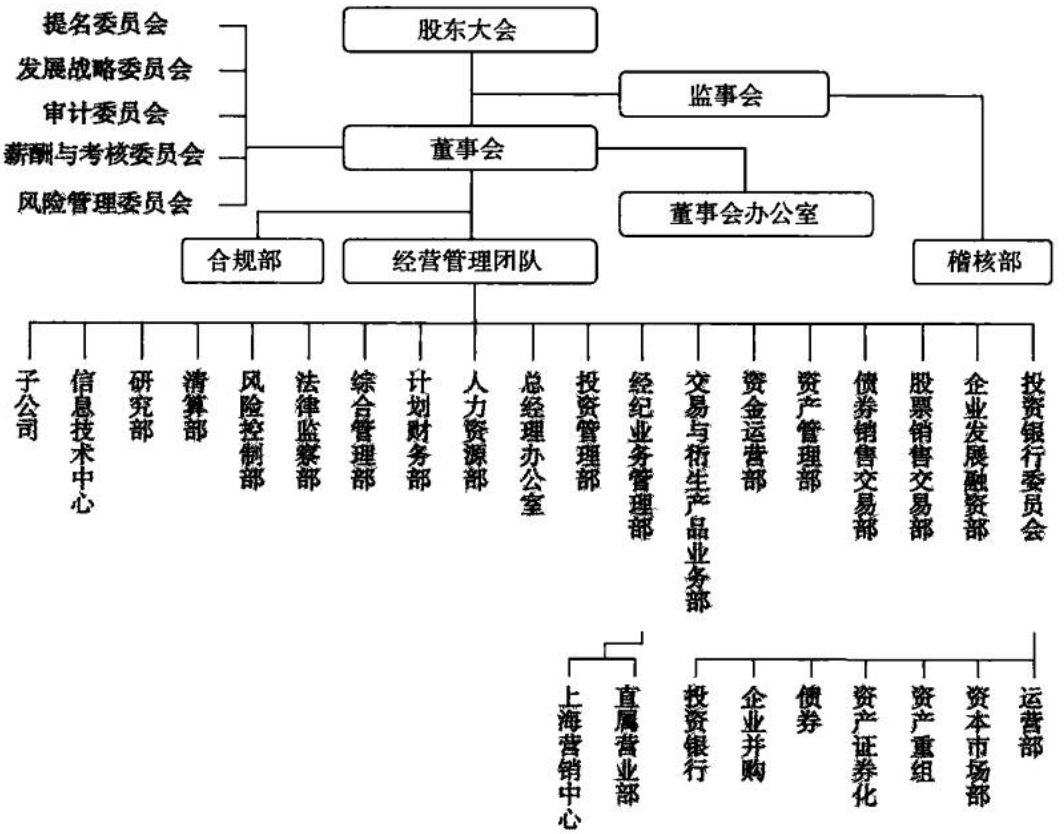



**图 11－2　中信证券股份有限公司组织机构图**

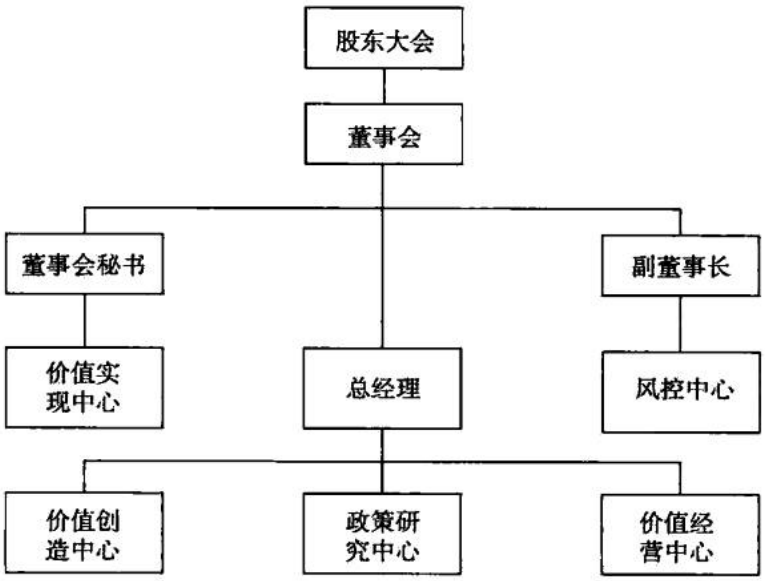



**图 11－3　市值管理制度下的企业组织架构图**

# 第五部分　市值管理延伸篇

在前面几部分研究了上市公司市值管理背景、理论、实践等内容基础上，本篇着重研究市值管理涉及的业务领域的各类机构，包括上市公司、机构投资者（如基金、社保基金）、中介机构（如银行、证券公司、期货公司、信托公司）以及与市值管理有关的证券监管机构等。这些机构在市值管理中扮演什么角色？起到哪些作用？同时市值管理制度的实施又会为上述这些机构带来什么？特别是市值管理制度的实施会给资本市场带来什么影响？对监管机构职能的发挥又会有什么推动作用？等等。在此基础上，力争通过对市值管理的研究为各类机构投资者对投资及投资资产进行管理提供指导，力争实现投资权益的平稳发展，实现科学、理性、规范的市值管理理念和市值管理操作实践。

# 第十二章　市值管理与机构投资者

即将推行的上市公司市值管理制度，是中国资本市场发展到全流通时代的必然选择，也是机构投资者从弱小走向成熟并发展、壮大过程中的必然要求。除上市公司市值管理需求最大的上市公司以外，机构投资者是市值管理制度最大的受益者和积极的需求者。在资本市场上不论是封闭式基金、开放式基金、私募基金、资产管理业务、产业基金，还是社保基金、保险基金、企业年金、QFII、QDII 等各类机构投资者，对市值管理制度均有极大的需求。市值管理制度的出台与落实，将彻底改变资本市场上机构投资者的运营模式和盈利模式，对各类机构投资者的投资理念、投资模式、操作模式等将带来巨大的改变，同时会对资本市场的平稳发展起到巨大的推动作用。

## 第一节　市值管理与投资者

中国资本市场从 1991 年诞生至今已有近 20 年的时间，其间投资者结构发生了巨大的变化，原本以散户投资者为主体的资本市场已经过渡到以机构投资者为主体，且各类机构投资者占据市场 70% 以上的份额。2005 年 4 月 29 日启动的股权分置改革使得资本市场开始进入全流通时代。原本流通股股票市值仅仅占总市值的 20% 左右，经过股权分置改革，至 2009 年 8 月 3 日，流通市值已经突破总市值的 50%；2009 年底流通股市值达到上市公司总市值的 74% 左右。市值管理越来越成为市场投资者关注的热点问题，越来越成为市场稳定发展的关键制度创新，越来越成为机构关心的核心问题，更成为市场发展方向的关键所在。那么市值管理的实施会给投资者带来哪些影响？本节将探讨市值管理对投资者利弊的影响。

### 一、对投资理念的影响

伴随着中国资本市场的诞生，中国的证券投资者人数不断增加，截止到 2009 年 8 月 5 日已经有近 1.329858 亿个股东账户，排除历史遗留因素

和一个人同时拥有深圳、上海两个股东账户的情况，大概有 5 000 万的投资者参与中国的资本市场。据 2009 年 8 月 5 日中央证券登记结算公司公布的数据，2009 年 7 月 27 日至 31 日这一周发生股票交易的人数接近 2 626.11万户，持仓账户 4 903.27 万户，也就是说资本市场上个人投资者在 2 500 万人左右。我国资本市场是在“摸着石头过河”、“让一部分人先富起来”的指导思想指引下产生、发展而来的，同时是一个政策主导型的资本市场，个人投资者投机氛围特别浓厚，基本上都是短期投机行为。即使到今天，包括机构投资者在内还是存在大量的投机行为，市场大起大落的主要原因在于机构的抛售与抢持股票筹码而导致一般投资者恐慌所致。

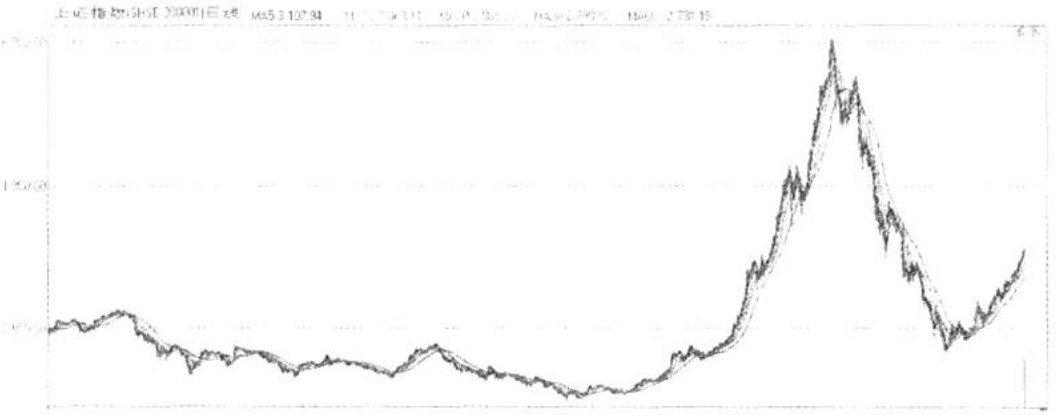


**图 12－1　上证指数走势图**

资本市场实施市值管理机制以后，资本市场的各类投资者可以通过股指期货、融资融券等风险对冲工具的选择实现长期投资和价值投资的目标，分享资本市场高速成长带来的财富溢价。整个投资理念将由投机转化为投资、由短期操作转变为长期持有。

## 二、对投资实践的影响

投资者在资本市场进行投资的具体实践过程中，原本都是以听股评、挖内幕信息、研究行业及上市公司、研究政策趋向等方式进行股票的投资选择，而后两者基本上都是机构投资者投资的选择，并且都随着市场的发展变化不断转换投资品种。那么市值管理机制实施后，首先是上市公司在实施市值管理过程中会出现强者恒强、弱者恒弱的现象，使得投资者长期持有某一股票会不断地获得收益；大的投资者及机构投资者又可以通过股指期货、融资融券等业务，不断转移投资的风险、增加投资收益；资本市场也会因市值管理机制的实施而实现一个跨越式的发展。所以投资者在进

行股票投资时，将由目前的频繁选股、换股转变为长期持有某一只股票，使得股票投资更轻松；投资股票的选择将由目前选择具有投机机会的股票转变为选择在市值管理推进上业绩突出的大蓝筹公司股票；投资者对上市公司的关注将由关注上市公司经营业绩转变为关注上市公司价值创造、价值实现、价值经营、政策效应与风险控制的综合实力的提升，特别是通过价值经营实现的优质资源的不断扩大、优质资产的注入、业绩的不断提升、抗风险能力的不断加强等方面。

### 三、对投资收益的影响

按照市值管理机制实施后的投资选择理念进行股票投资，广大投资者的收益一定会有很大的改善。2006 年以前对于个人投资者来说，盈利者占 3% ~5%、持平者占 5% ~7%、亏损者占 90% 左右；2007 年的大牛市仍然有近 50% 的亏损者；2008 年至今累计实现盈利的投资者不会超过 5%，90% 以上还是亏损。为什么会出现这一现象？主要原因在于中国资本市场存在过度投机、政策多变、舆论误导、政府错误引导、缺乏正确的投资理念等行为所致。市值管理机制实施后，资本市场在实现全流通、融资融券双向交易、股指期货等风险对冲工具的应用、上市公司可以维护自身股价及市场稳定等基础上，会有一个跨越式稳定发展的趋势。特别是在中国资本市场上实施市值管理业绩比较突出的上市公司将会越来越脱颖而出，投资者的投资环境越来越公开、公正、公平、透明，赚取阳光下的利润会越来越受到广大投资者的青睐，投资者的盈利结构会得到巨大的改善。

## 第二节　市值管理与基金

市值管理机制实施后，资本市场上最大的受益者和需求者就是基金公司。由于基金公司的特殊行业地位，不论在行业研究、宏观研究、人才储备、资金实力、操作能力、市场敏感度等方面均具有相当优越的条件来实施市值管理，而且对基金的快速成长和良好的盈利等方面均会带来一定的积极影响。那么，市值管理机制实施后，对基金会有哪些具体的影响呢？

### 一、基金公司的业务结构和投资理念

基金公司的业务结构基本上包括开放式基金、封闭式基金、一对一专户理财、一对多专户理财等业务，相应配备的业务部门如图 12 -2 所示。而基金公司的投资理念则各有不同。下面以某一基金公司为例进行投资理

念的介绍：该基金公司将研究的重点集中在上市公司股价与其内在价值的差异上，即价格/内在价值。他们认为，公司内在价值由其未来的超额现金流决定。由于上市公司盈利周期波动而对中期现金流的错误估计、对产业或公司的结构性变化的估计不足、短期市场噪音扰动等因素造成的市场无效经常发生，证券价格会经常偏离内在价值，为基金公司买卖证券提供了机会。图 12－2 表示了基金公司选股的策略，即挖掘具有相对价值的股票进行投资。从图形可以看出，这样的投资也是中短期投资行为，并不是长期投资。故基金公司在进行选股和投资时就会对市场造成一定的波动，进而影响到资本市场的波动。

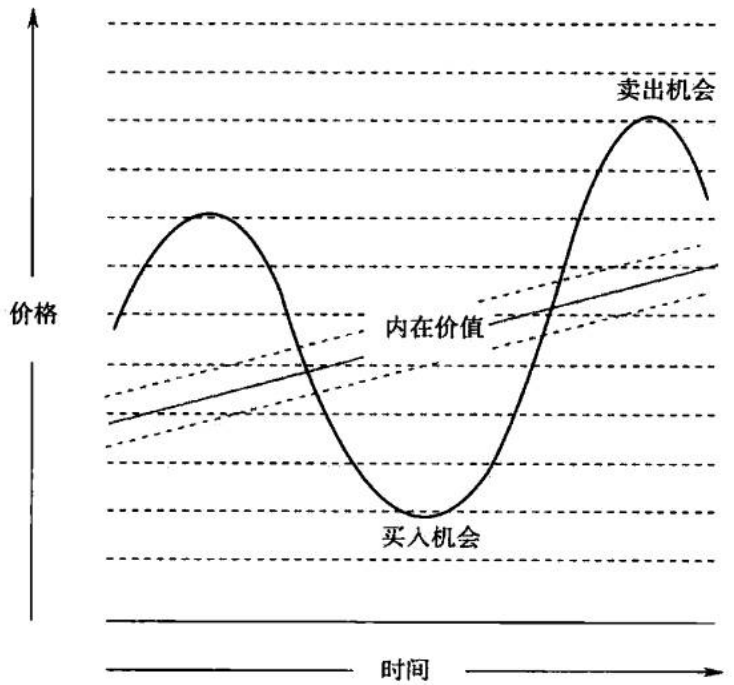



**图 12－2 基金投资策略图**

## 二、基金公司的组织结构及投资流程

从图 12－3 可以看出，基金公司的组织结构是根据市场需求和证券监管按照现代企业制度要求而搭建的运作基金的管理组织，各个部门各有分工、相互监督、相互配合，是一个有机的、完善的业务团队。

从上面的基金公司投资流程可以看出，目前基金公司的投资基本上是基于一定的投资理念，在研究国内外经济形势、投资环境、政策走势的基础上，选择具有投资价值的股票组成股票池，通过风险管理系统进行精确

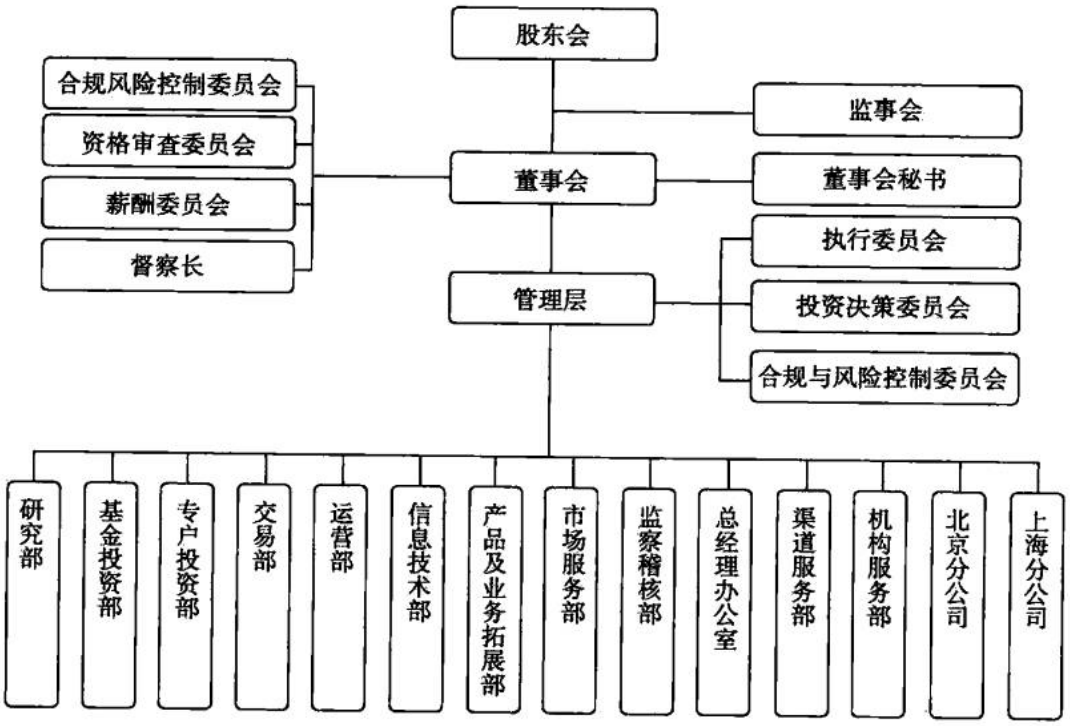



**图 12－3　某基金公司的组织结构图**

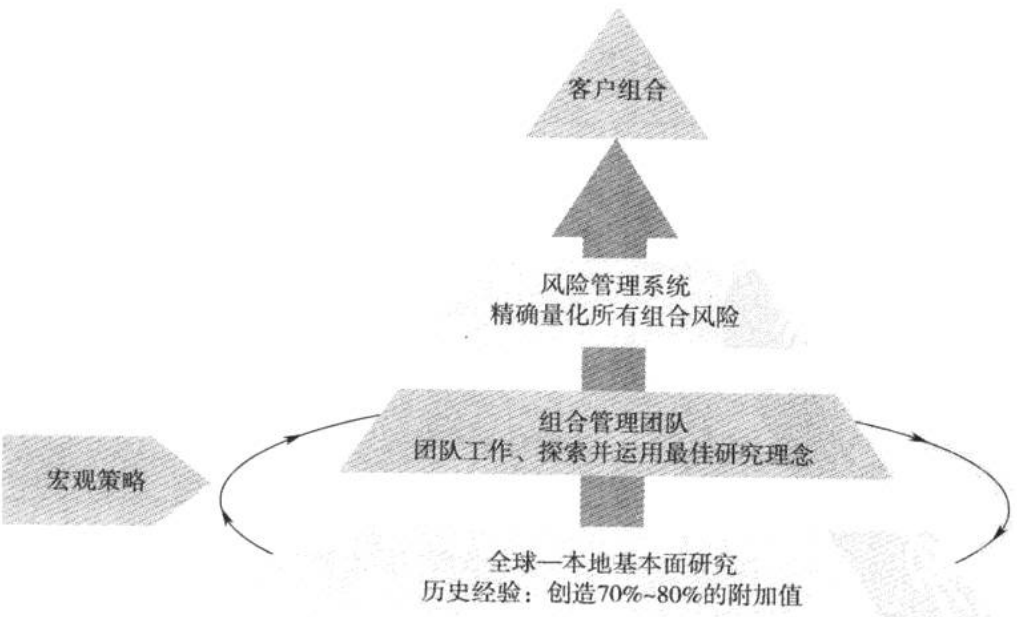



**图 12－4　某基金公司的投资流程**

量化组合风险测试后，形成整个基金的投资组合方案。

## 三、市值管理机制对基金公司投资理念和组织结构的冲击

基金公司在具体运作过程中，均有自己的一套行之有效的投资理念和投资流程以及相应的组织结构。然而当资本市场实施市值管理机制之后，在投资理念、运作流程、组织机构设置等方面均将发生一定的变化，带来一定的挑战。投资理念在原本价值发现投资的基础上，将更加注重长期投资、价值投资，通过融资融券和股指期货等手段实现双向交易和风险对冲，基金受益将处于稳步增长的态势而改变伴随资本市场波动而不断波动的局面。

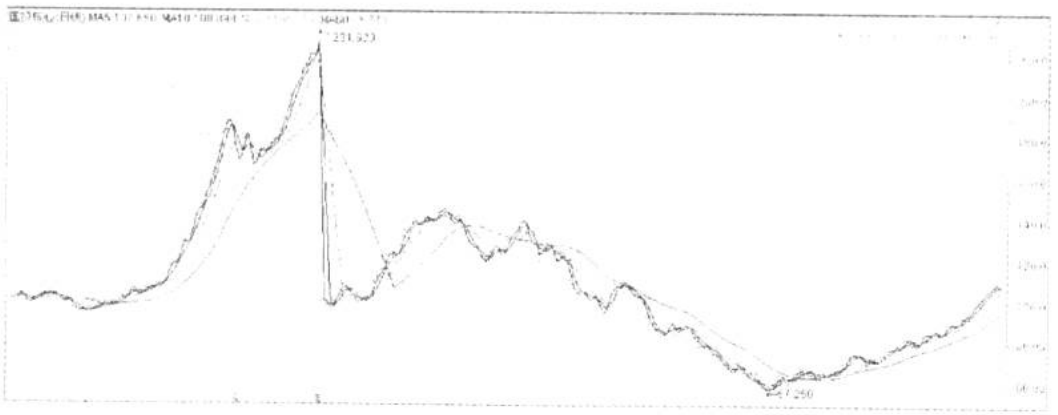


图 12－5　某基金行情的走势图

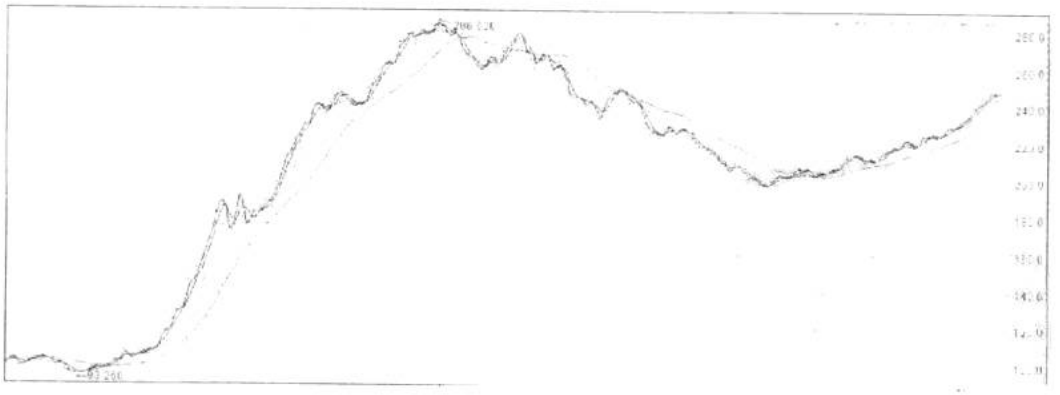


**图 12－6　同一基金行情复权后的走势图**

为此，在组织结构上也将有相应的完善。例如根据资本市场的具体状况，设计相应持仓比例的股指期货套期保值方案、融资融券方案，由此导致的机构设置和风险控制等方面要重新进行设计，以便适应市场的需求。

## 四、基金公司进行市值管理的案例分析

下面以上述基金为例，该基金成立于2006年4月19日，规模88亿元；股票投资占全部基金份额的60%～90%，假设为90%，即持有股票规模79.2亿元；实施市值管理后假设股指期货已上市、融资融券已实施。



**图12－7　沪深300指数走势图**

首先考虑股指期货的套期保值。仅以空头全额套期保值为例，保证金比例为10%、融资融券费率为10%。在2007年10月18日基金单位净值达到1.4467元（含权为2.866元），沪深300指数处于5 813点和5 613点之间（见图12－8）。




**图12－8　2007年10月18日沪深300指数分时走势图**

考虑到市场的风险，该基金假设对持仓股票进行全额保值，1手股指期货合约涵盖的市值为5 600×300＝168（万元），而79.2亿份的净值为114.57864亿元对应的合约数量大概是6 820手，需要保证金12亿元左右；至2008年11月4日，沪深300指数下行至1 648点和1 606点之间（见图

12－9）。




**图 12－9 2008 年 11 月 4 日沪深 300 指数分时走势图**

我们对持有的 1.35 万手空头合约在 11 月 4 日前后以 1 800 点为基础进行买入平仓，股指期货套期保值方面将实现（5 600－1 800）×300×6 820＝77.748（亿元）的收入，而同期基金净值的损失为（1.4467－0.5725）×88＝76.9296（亿元）。在实现保值的基础上，略有盈余为 77.748－76.9296＝8 184（万元）。也就是说，对基金进行全额套期保值后，即使大盘下跌了 72.73%，而基金的净额仍将保持在 1.456 元左右。而且伴随着市场的走好，该基金净值由 0.5725 元/份上涨到 1.107 元/份（2009 年 8 月 5 日）。如果将股指期货套期保值盈利的 77 748 亿元按照同样的投资品种和投资比例进行相应的股票投资，基金每份的净额将达到 1.107×1.456/0.5725＝2.815（元）左右，极大地回报了投资者。

其次是融资融券业务。在对该基金进行全额套期保值业务的同时，我们可以将手中持有的全部股票委托证券公司或融资融券管理中心进行融券业务。如果按照 10% 的融资融券费率计算，79.2 亿元的股票市值将有 7.92 亿元的收益，均摊到基金份额上，每份基金的净额将增加 0.09 元左右，这就更好地回报了投资。

可见，上市公司市值管理机制的实施，对于改善基金公司的经营与管理、转变基金等机构投资者短期投资理念实现长期持有股票的价值投资、提升基金等各类机构投资者的抗风险能力、促进资本市场健康稳定发展等将起到巨大的推动作用。

## 第三节 市值管理与社保基金

社保基金既是全国人民生存的最后保障，又是全社会非常关注的焦

点。2001 年 6 月 22 日《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》出台，明确了社保资金增加的一个新渠道。然而证券市场上的投资者不能够接受，于是市场出现了宽幅震荡，4 个月后该方案被叫暂停，2002 年 6 月 23 日最终停止，没有从根本上解决社保资金的来源。2006 发生在上海的“陈良宇社保资金案”，引起社会各界人士对社保基金的规模及运作模式的高度关注，各抒己见；2007 年社保基金进入股市收入颇丰，而 2008 年整个收益又有了大幅的缩水；2009 年 6 月 19 日财政部等四部委联合发布了《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》，为社保基金的来源拓宽了长期有效的渠道。社保资金在金融危机的大背景下，如何运作方能长期稳定增长？在中国资本市场进入全流通的大环境中，市值管理机制的提出又为社保基金的运行带来哪些新的运作模式？

## 一、社保基金的构成与现状

社会保障（Social Security）制度，指国家和社会依据一定法律和规定，通过国民收入的再分配，对社会成员的基本权利予以保障的一项重大社会政策。这一制度的建立与否，关系到一个国家社会安定，也是一国社会生活、经济实力等综合国力的反映。

目前我国实行的是“统账结合”的公共养老保险制度，对“统账结合”的规模、结构、待遇进行了明确的规定。2000 年我国成立全国社会保障基金理事会，专门负责管理全国社会保障基金，基金主要由国有股减持、转持划入资金及股权资产、中央财政拨入资金、经国务院批准以其他方式筹集的资金及其投资收益形成。至 2008 年 12 月 31 日，我国五险资金滚存结余已高达 1.37 万亿元。但投资体制不合理，收益率仅为 2%，而 2007 年的 CPI 高达 5.9%，形成了严重的倒挂现象，成为负利率。同期全国社会保障基金总资产 5 625 亿元，基金权益 5 132 亿元，全年已实现收益率为 5.25%。两项社保资产积累已经近 2 万亿元。

## 二、股份转持对社保基金的影响

根据《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》，IPO 重启后新上市的公司必须获得国有股股权转持批复，而且该批复是作为上市的必备条件。截至 2009 年 7 月底，全国社保基金理事会已受理 13 家首次公开发行股票的上市公司的国有股转持批复，涉及股东 66 家，应转持股份约 20 亿股，其中以下 2 家已经成功划转。在四川成渝（9601107）和中国建筑（601668）的上市公告书中社保基金赫然在列，它

们分别持有5 000万股和12亿股，位居第三和第二大股东。国有股转持政策的顺利实施，充实了全国社保基金，有利于拓宽全国社会保障基金筹资渠道，有利于国内资本市场的稳定和健康发展，有利于加快完善社会保障体系，更有利于社保基金进行全面的市值管理。

## 三、当前社保基金的投资模式

全国社保基金的投资是在一定比例控制下采取的直接投资和委托投资两种方式。根据《全国社会保障基金投资管理暂行办法》的规定，股票的投资主要是采用委托投资方式。从成立至今，社保基金会选择了10家境内投资管理人，包括9家基金公司和1家证券公司。截至2007年底，10家境内委托投资管理人管理了40个投资组合。每个投资组合分别由不同的基金经理按照既定的投资策略和投资风格进行独立运作。

在直接投资方面，目前社保基金已投资交通银行100亿元、中国银行100亿元、工商银行100亿元、京沪高速铁路股份有限公司100亿元。从已投资的项目来看，交行、中行、工行已全部上市。截至2007年12月31日，三大行总市值1 272亿元。

按照全国社会保障基金理事会的规定，社会保障基金进入资本市场的比例不能超过30%。而近期对中国农业银行股份制改革、中国进出口银行股份制改革的进程看，全国社会保障基金理事会作为继财政部、汇金公司之后成为第三大股东，而全国社会保障基金理事会主席戴相龙近期发表讲话，表示社保基金将加大入市的比例甚至全额入市，抓住资本市场的发展机遇，通过资本市场的跨越式发展来实现社会保障基金的跨越式发展。也就是说，社保基金的运作模式正在发生深刻的变化，在资本市场上全面推进市值管理机制和股份转持的大背景下，通过相应的市值管理手段，实现社保基金保值增值及跨越式增长的目标将越来越快地成为事实。

2010年3月全国社保基金理事会主席戴相龙表示“社保基金将全面参与股指期货和融资融券业务”。

## 四、美国社保基金的运行模式

图12－10为美国证券市场道琼斯工业平均指数1896年以来的走势图。

美国的养老保障体系经过多年的发展和完善，形成了基本社会保障计划、雇主补充养老计划（企业养老保险计划）、私人储蓄养老三足鼎立的局面，具有覆盖面广、保障层次高、兴办者主体多样化的特点。私人储蓄属于个人自愿行为，因而更多地体现在商业保险和个人融资理财方面。而

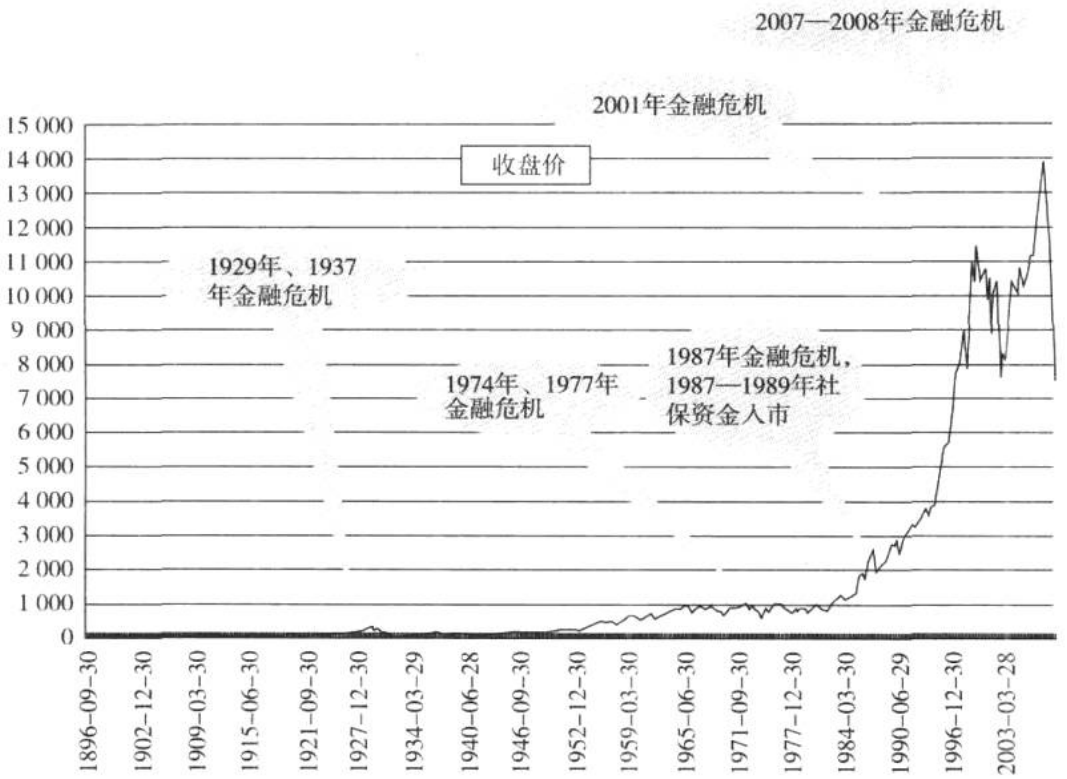



**图 12－10　道琼斯工业平均指数走势图（1896—2008 年）**

社会保障与雇主补充养老计划则受到国家法规的调控与引导，更多地体现了政府管理经济和社会的职能，也是养老保障体系中最主要的部分。

从以上美国社会养老保障体制的构成，可以看出，美国各种社会养老保险资金在 1987—1989 年 80% 以上参与证券市场，通常以股票、基金、各类持股等方式参与股票市场，从而在证券市场跨越式发展的大背景下，社会养老保障资金得到了跨越式增长的结果。

## 五、金融危机对社保基金的影响

美国次贷危机引发的席卷全球的金融危机，给中国的资本市场带来巨大的冲击，给中国的实体经济带来巨大的负面效应，社保基金也不能独善其身，特别是社保基金对股票投资部分也发生了巨大的损失。从表 12－1 可以看出全国社保基金历年的盈利状况及存在的潜在风险，即我国社保基金投资收益较低，在中国资本市场缺乏风险对冲工具的环境下，股票投资存在巨大的系统性风险，面对风险又束手无策。那么在《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》的管理办法出台后，社保

基金的来源渠道被打开，社保基金将随着资本市场IPO制度的重新起航而不断壮大；股指期货和融资融券制度的实施，将为社保基金进行市值管理提供盈利与避险的手段；而即将推行的市值管理制度，将为社保基金的保值增值提供制度的保证。

**表12-1**

编制单位：全国社会保障基金理事会　　单位：亿元人民币

| 项目 / 年份 | 金额 | 收益率（%） | 通货膨胀率（%） |
|---|---|---|---|
| 2000 | 0.17 | — | — |
| 2001 | 7.42 | 1.73 | 0.70 |
| 2002 | 19.76 | 2.59 | -0.80 |
| 2003 | 44.71 | 3.56 | 1.20 |
| 2004 | 36.72 | 2.61 | 3.90 |
| 2005 | 71.22 | 4.16 | 1.80 |
| 2006 | 619.79 | 29.01 | 1.50 |
| 2007 | 1 453.50 | 43.19 | 4.80 |
| 准则转换调整 | -261.45 | — | — |
| 2008 | -393.72 | -6.75 | 5.90 |
| 累计投资收益 | 1 598.11 | （年均）8.98 | （年均）2.34 |

## 六、市值管理体制下社保基金运行的新模式

市值管理（Market Value Management）是中国资本市场领域出现的全新概念，它的萌生与2005年4月29日开启的具有划时代意义的中国上市公司股权分置改革有着密切的联系。伴随股权分置改革的即将结束，中国资本市场自2008年6月17日已经逐步进入了全流通的新时代，同时也宣告了市值管理时代的即将到来。

社保基金在价值投资、责任投资、长期投资、专业规范、安全至上的投资理念指导下，作为资本市场上的一个长期股票组合投资的机构，在市值管理机制指导下，在《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》的政策支持下，其投资理念在原有的基础上，将更注重长期投资、规避风险、资本运作、保值增值。具体是通过有效的市值管理手段，特别是融资融券、股指期货、套期保值等手段来增加收益、对冲风险，实现社保基金长期稳定保值增值的运作模式。

## 七、社保基金运行模式的实证分析

社保基金在“社保基金将加大入市的比例甚至全额入市，抓住资本市场的发展机遇，通过资本市场的跨越式发展来实现社会保障基金的跨越式发展”思想指导下、在长期投资、规避风险、资本运作、保值增值等投资理念指导下，充分利用市值管理的各种手段，实现社保基金组合资产的市值最大化、风险最小化。下面以融资融券、套期保值为例进行实证分析。

1. 融资融券

在融资融券业务试点一段时间后，根据证券市场发展的需要，会不断地扩大融资融券业务，社保基金等必是首选。通过国家融资融券管理中心，社保基金可将其账户内的资金按照市场利率水平融给证券公司等机构，也可以将手中持有的上市证券通过融资融券管理中心或证券公司融给投资者。这样，在上述投资理念指导下的投资策略，不仅仅可以获得股票升值及红利所得，还可以按照市场化的利率水平实现无风险的融资融券收益，目前水平在8%～12%。例如社保基金规模5 000亿元，其中有3 000亿元资金、2 000亿元股票，融资利率按照10%计算、融券利率按照9%计算，那么每年会有480亿元的现金收入。可见仅仅融资融券这一项业务收入水平即将高于社保基金历年的平均收益水平，更高于分散在各省分管的社保基金收益水平。

2. 套期保值

假如股指期货已经上市交易，交易保证金为10%、合约乘数为300元/点、标的物为沪深300指数，为了便于计算，交易手续费设为零、沪深300指数按收盘价计算，社保基金持有股票规模为2 000亿元。

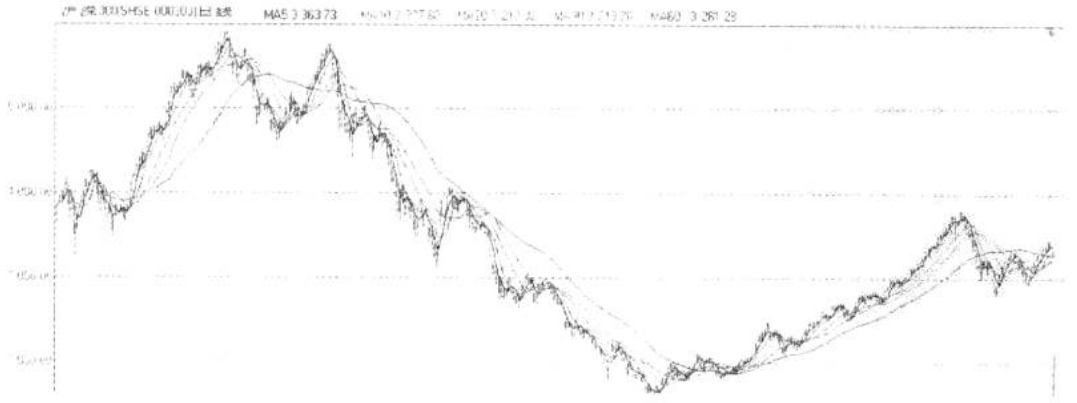


**图12－11　沪深300指数2007年5月至2009年10月28日的走势图**

2007年8月31日沪深300指数为5 296点、2007年9月30日沪深300指数为5 580点、2007年10月31日沪深300指数为5 688点，其中2007年10月17日沪深300指数最高为5 891点、2008年11月4日沪深300指数最低点为1 606点。

在2007年9月至10月股票市场行情火暴的情况下，社保基金开始了减仓，即卖出一部分股票。如果当时有股指期货这类风险对冲工具，为了规避价格变动的风险，可以在股指期货市场上建立与现货相当的卖出头寸，按照2007年9月至11月沪深300指数平均数5 600点计算，每手合约市值168万元、2 000亿元市值对应期货合约为12万手，于2007年9月、10月、11月分别卖出IF0803、IF0806、IF0806合约各4万手，然后于2008年3月、6月移仓至IF0812合约，需要保证金为12万手×168万元/手×10% =201.6亿元。

按照2008年10月至11月沪深300指数平均点1 800点计算，将2007年9月至11月建立的12万手卖出期货合约于2008年10月至11月买入平仓，将实现盈利（5 600－1 800）×300元/手×12万手 =1 368亿元。也就是说，利用期货市场为社保基金进行对应股票持仓的套期保值业务，通过201.6亿元的保证金占用，实现了1 368亿元的套期保值业务收入，基本弥补了同期社保基金由于股票市场暴跌带来的损失，极大地规避了由于金融危机导致的股票市场暴跌而给社保基金带来的风险，保证了社保基金的稳健发展。

可见，在资本市场各项制度逐步完善的今天，社保基金可以利用市值管理的各项价值经营手段，充分利用资本市场跨越式发展的机遇、充分利用股指期货等风险对冲手段、充分利用融资融券等业务创新手段，实现社保基金总市值的最大化、风险最小化。

# 第十三章　市值管理与中介机构

在推进上市公司市值管理制度的过程中，上市公司如何制订市值管理方案离不开证券公司与期货公司的配合；如何更好地推进市值管理制度的落实，上市公司离不开银行与信托公司的协助；如何实现上市公司的市值管理目标更离不开上述中介机构。中介机构是上市公司市值管理方案的组织者、策划者、设计者、实施者、协调者，为上市公司的市值管理业务提供技术支持和业务开展的平台。中介机构是上市公司实施有效市值管理业务的重要平台。

## 第一节　市值管理与银行

新中国的银行业是在党的十一届三中全会精神和改革开放政策指引下发展起来的。特别是伴随资本市场的快速发展和股份制改革的成功，银行业得到了快速的发展。在实施银行股份制改造并在证券交易所成功上市的政策支持下，不仅原国有四大商业银行成功实现股份制改革并上市，而且一大批中小商业银行、地方性商业银行也实现了股票的发行与上市交易，例如南京银行、兴业银行、宁波银行、北京银行等。银行在资本市场中发挥越来越重要的作用，在沪深两市总市值22.5万亿元中金融类上市公司占据了5.13万亿元。而在即将实施的市值管理业务过程中，银行既是市值管理的参与者，又是组织者、策划者、支持者，同时还是资本市场上市值管理所需专项资金的提供者。银行等金融类上市公司在上市公司的市值管理中发挥着举足轻重的作用。

### 一、银行的业务模式

不同的银行，业务重点不同，业务发展模式也有区别。比如某一商业银行的业务模式确定为以科技为先导，大力发展个人金融业务，以信用卡为平台和载体营造方便个人操作金融业务的氛围，努力打造银行和个人的和谐服务和被服务的环境。

业务模式直接制约着银行的经营状况、市场竞争力、运作效率和风险管控，也就直接影响着对其股权价值的评估。1970—2000 年，美国商业银行资产结构发生了重大变化，其中最为突出的现象有：一是证券类资产所占比重提高到了 22.55%，二是房地产贷款与工商贷款的比例从 73.34% 上升到 153.44%。美国认为，这一变化有效地改变了有关商业银行贷款“软约束”所引致的种种风险。在中国银行业资产结构中，直到 2003 年，证券类资产占总资产的比重还仅为 13.43%，各项贷款所占比重高达 70.57%。这种资产结构的差别，不仅反映了中美银行业的业务模式及盈利模式的差别，而且反映了各自的风险程度的差别。在此背景下，依美国银行业模式对中国银行业资产价值的评价就很难达到国际水准。

业务模式的差别必然带来盈利模式的差别。英国银行业收入结构中，“佣金和收费收入”与“利息与分红净收入”之比，2000 年就已达到 62.87%，到 2004 年这一比例更是上升到 73.29%。这反映了英国的商业银行主要靠金融产品创新和提高服务质量获得营业收入和提高盈利水平。与此不同，在中国四大国有商业银行 2002 年的收入结构中，利息收入占总收入的比重高达 94.13%；在 1 747.65 亿元的总收入中，手续费收入仅为 28.08 亿元。这决定了一旦存贷款利率下行，存贷款利差缩小，中国主要商业银行就将面临严重经营风险。按照国际标准衡量，这种盈利结构差别决定了中资银行的经营效率较低、风险较大，因此，资产价值的评估值较低。

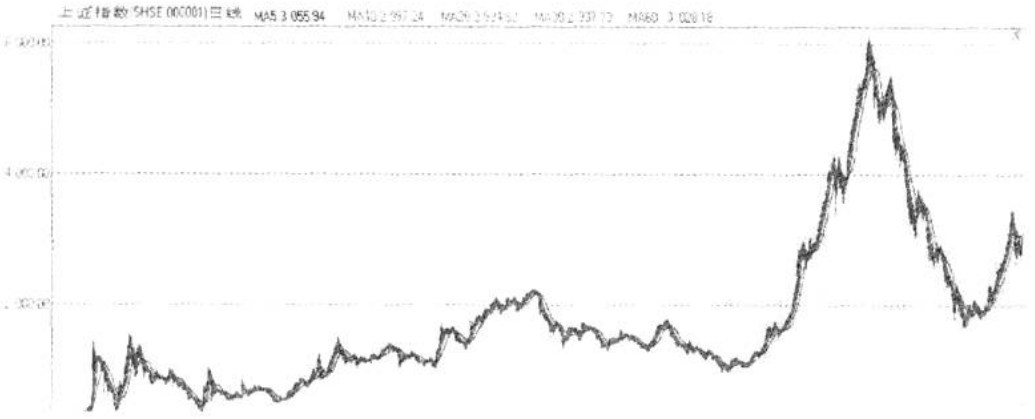


**图 13－1　上证指数 2009 年 10 月 28 日前走势图**

在 2006 年以前，国有商业银行的股份制改革和发股上市受到中国 A 股市场走势的严重制约。2001 年 6 月至 2006 年 6 月间，A 股市场走势一路下落，上证综合指数从最高点 2 245 点逐年降低，其间曾跌破 1 000 点。受

股市走低的影响，A 股市场融资额也逐年减少。2002 年以后，A 股首发（IPO）的融资额从 2002 年的 516.93 亿元急速降低到了 2005 年的 56.74 亿元。如此规模的 IPO 融资额与四大国有商业银行发股上市所需的融资额相比几乎不可同日而语。由此，A 股市场无力支持国有商业银行的发股上市。这决定了国有商业银行的发股上市必须重视按照海外市场的标准来考虑，只能在 A 股市场有能力接受这些大盘股 IPO 的条件下，才能启动在境内股市发股上市的程序。

毫无疑问，2006—2007 年，A 股市场走出了一轮快速上行的行情，融资额在 2007 年达到了全球首位。中国工商银行、中国银行、中国建设银行等成功地实现了股份制改造和 IPO 首发上市交易，中国农业银行也于 2008 年底成功地完成了股份制改造，于 2010 年 7 月上市。从 2007 年起至今中国工商银行稳居世界第一大商业银行总市值宝座，而其他商业银行在国际排名上不断靠前。

伴随中国银行业的快速发展，银行的业务模式和盈利模式均在不同程度地发生变化。而且在全球性金融危机洗礼之后，在即将推出的市值管理制度实施之际，银行各项业务创新不断，业务结构和盈利模式正在发生巨变。

## 二、银行的组织架构

图 13－2 为国内某商业银行的组织架构图。从图中我们可以看出，在现代企业制度下建立的具有竞争力的扁平化管理模式以及事业部制的运营模式，在当今世界银行业的管理中具备一定的优势。然而在市值管理制度实施后，目前的银行业管理模式将发生一定的转变，特别是在政策研究及市场转化、风险管理与规避、价值经营与盈利模式、价值创造与组织架构、价值实现与投资者关系及品牌等各个方面的转变。随着市场的变化和需求、客户的需求、投资者的愿望要求，在市值管理制度的指引下，银行类上市公司在具备人才储备优势、资金筹集优势、业务创新优势等各类优势的条件下，在不断地进行自身市值管理的实践与创新的同时，也将更好地为其客户——一般上市公司提供市值管理的服务与技术支持。

## 三、市值管理给银行带来的机遇与挑战

市值管理制度给银行带来了巨大的发展机遇。比如市值管理提升了银行的盈利能力，完善了业务结构，降低了业务风险，提高了风险规避的手段和能力，完善了企业的组织架构，提供了做大做强的资本平台和可持续发展的平台等。

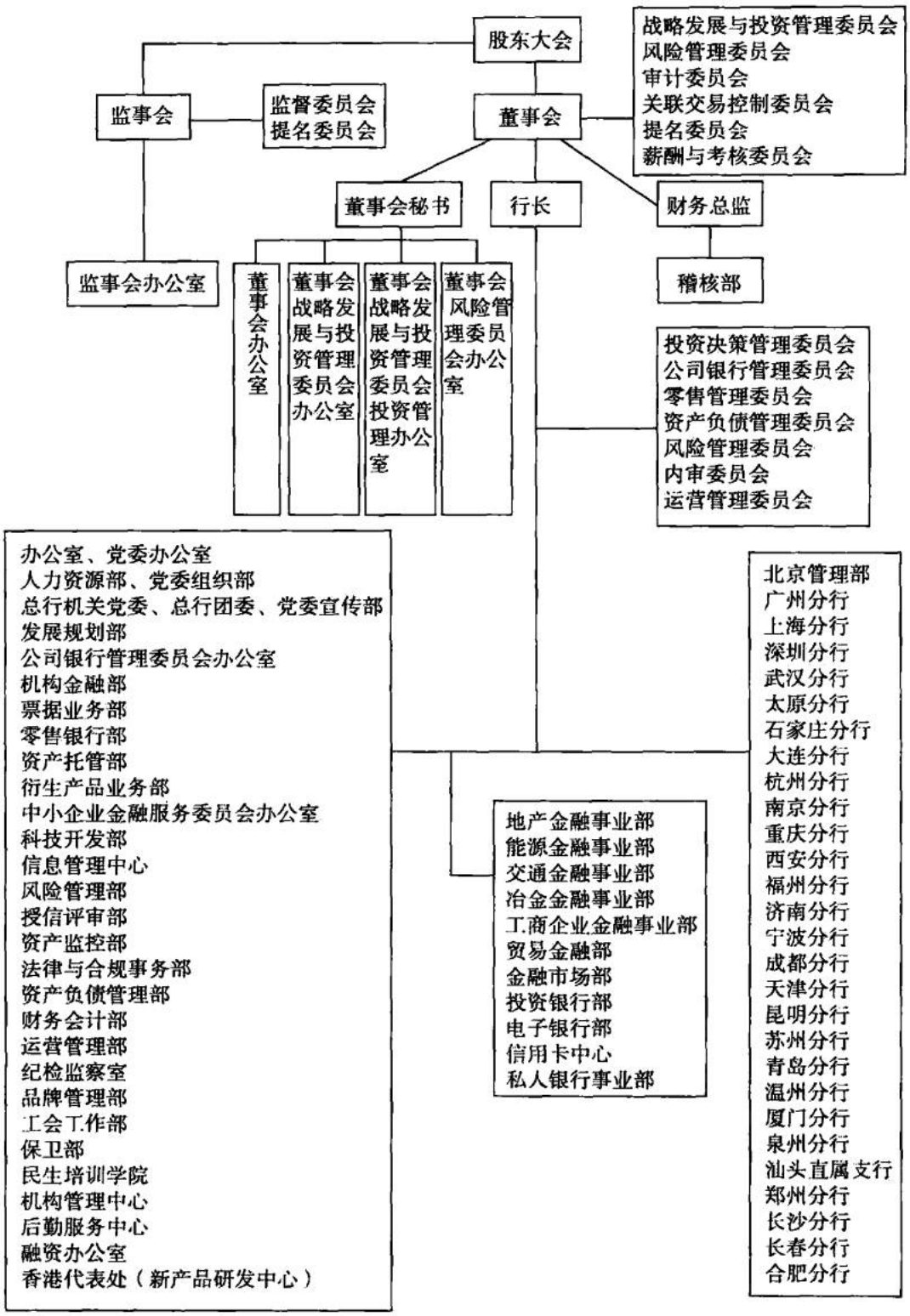



**图 13－2　某商业银行组织架构图**

市值管理制度的提出也给银行带来了一定的挑战。比如，对市值管理认识的挑战，对传统经营管理理念和方式的挑战，对市值管理运作模式的挑战，对市值管理风险规避手段和方案认识与实践的挑战，对银行在市值管理中如何定位的挑战等。

## 第二节　市值管理与证券公司

### 一、证券公司的业务模式

目前综合类创新证券公司的业务模式基本上是以经纪业务为基础、以投行业务为重点、以自营和资产管理业务为核心、以基金公司和产业基金公司为利润增长点、以收购期货公司和信托公司为创新点的集团化经营模式。公司主营业务范围包括：证券（含境内上市外资股）的代理买卖；代理证券还本付息、分红派息；证券的代保管、鉴证；代理登记开户；证券的自营买卖；证券（含境内上市外资股）的承销（含主承销）；客户资产管理；证券投资咨询（含财务顾问）以及各类控股子公司的所有业务。

面对即将实施的上市公司市值管理制度，证券公司的业务模式将有一定的变化，而盈利空间将有一个巨大的突破。比如说以市值管理业务为核心的市值管理中心，专门负责上市公司特别是股权分置改革中托管的上市公司的市值管理方案的设计、实施、跟踪与服务，同时也为上市的证券公司自身设计市值管理方案、为基金公司及各类理财产品设计市值管理方案等。市值管理业务将是证券公司继经纪业务之后的最重要业务之一，它将为证券公司带来巨大的利润空间。政策研究及风险控制将是证券公司应对市值管理制度的又一新的业务重点，并且要实现研究、方案设计与实施、风险预测与控制等顺畅、有序、高效地紧密结合，形成有效的风险控制与政策研发中心。

### 二、证券公司的组织架构

图 13－3 是某一在证券交易所上市的综合类创新证券公司的组织架构图，从图中可以看出该证券公司的业务模式及管理模式。此种组织架构与经营管理模式是根据现代企业制度构建的，重点在于关注价值创造、价值经营、价值实现，其中价值经营只是体现在投行业务的构造上，而价值实现只是体现在董事会办公室即董秘这一环节，还没有形成完整的价值经营中心和价值实现中心。至于风险控制中心只是董事会下辖的风险控制委员

会及总经理下辖的风险控制部，还没有形成预测风险、提示风险、规避风险、对冲风险的完整的风险控制中心，该中心不创造价值，但可以减少价值的损失。政策效应中心在充分研究宏观、微观经济及产业政策、调控政策的基础上，通过对资本市场的研判，利用风险对冲工具规避政策性风险，利用各项价值经营手段将政策研究转化为公司利润。政策效应中心必须与价值经营中心、风险控制中心紧密结合、沟通顺畅，才能真正实现市值管理的目标。

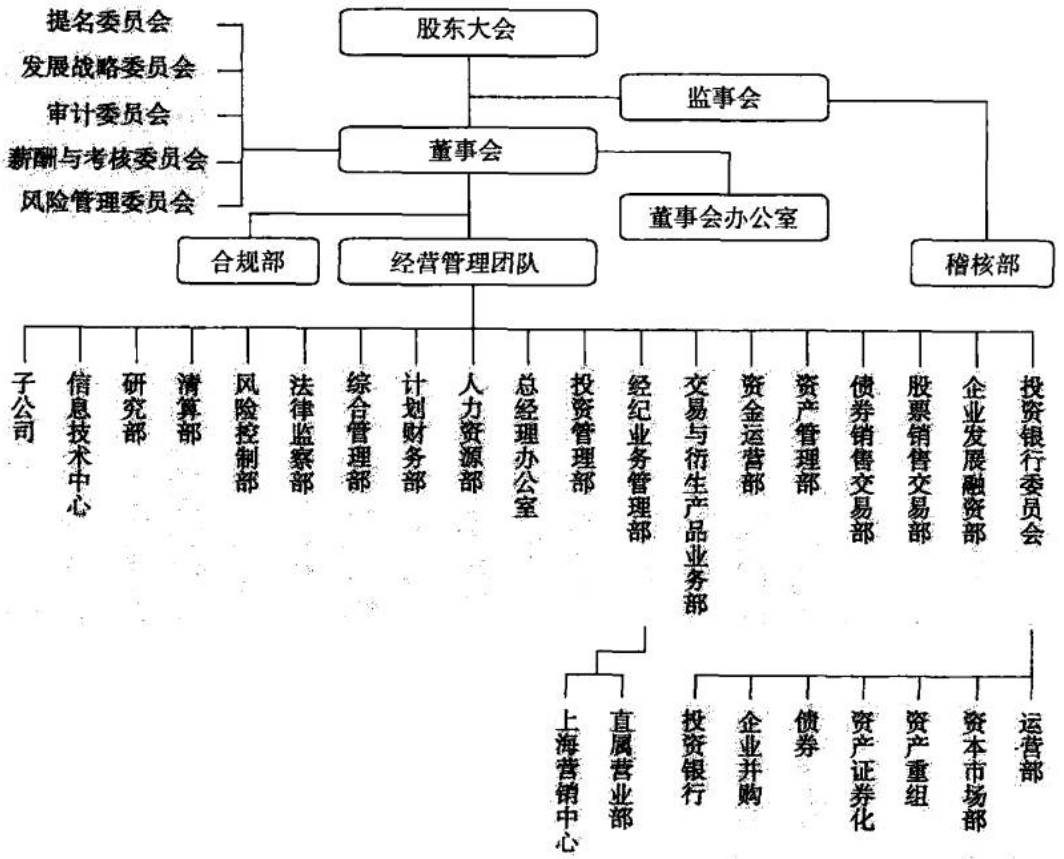



**图 13－3　某上市证券公司的组织架构图**

## 三、市值管理给证券公司带来的机遇与挑战

市值管理制度的实施，为证券公司的发展带来了巨大的机遇，同时也给证券公司带来了一定的挑战。

首先，证券公司业务结构及创利机制迎来了巨大的发展机遇。原本以经纪业务和投行业务为主要利润来源的证券经营模式和业务结构，逐步变

成基础性、稳定性的利润来源，而以市值管理中价值经营为代表的新业务将成为证券公司的主要的、持久的利润来源，特别是为上市公司设计的各类市值管理方案及实施将是证券公司的主要业务。市值管理不再仅仅是为上市公司大小非解禁套现进行管理，而是更深层次的业务创新；风险控制不再是原本以监测风险和处理风险为主的业务，更加注重风险的预测、规避与对冲；政策效应不再是只对宏观经济、行业进行研究，而是在充分研究各项宏观、微观产业政策、行业政策、调控政策的基础上，进行系统性风险的规避以及利用经济政策充分进行价值经营以实现价值最大化的目标，等等。市值管理制度的实施，将为实施市值管理的上市公司带来巨大的利润空间和快速发展的渠道。

其次，市值管理制度的实施为证券公司组织架构的完善提供了制度上的保障。我们从上面证券公司组织架构可以看出，多年来，证券公司都在积极努力打造自己的交易平台。伴随着股份制改造并上市，其组织架构已经过渡到今天的符合现代企业制度要求的架构。然而伴随着市值管理制度的实施，将进一步完善上市公司的组织架构，逐步将其打造成为拥有价值创造中心、价值经营中心、价值实现中心、政策效应研究中心、风险控制中心的五位一体的组织架构模式，以适应新时期证券市场的发展需求，适应证券公司创新发展的需求。

最后，市值管理制度的实施为证券公司战略转型并逐步打造成为国际金融控股集团公司提供了制度和方法的保障。由于市值管理业务的创新和发展，中国资本市场在股权分置改革后形成规模可观的市场资源为这一业务发展提供了广阔的前景。更为关键的是，该业务的开展能够产生一系列衍生业务，有助于券商延伸自身的业务链，开发新的业务机会。市值管理业务是券商业务发展中的一个主流趋势，在海外成熟市场上已经相当成熟，而在我国仍属于新兴业务。随着市值管理业务的发展与成熟，市值管理业务也将被赋予更多的内涵（市值管理将成为上市公司战略发展、股权安排的策划者、管理者和实践者），并最终助推证券公司完成自身角色和战略定位的转型。同时，由于券商正在努力打造成为金融控股集团公司的组织经营模式，包括在海外设立子公司、设立基金公司、控股或全资收购自己的期货公司和信托公司、设立全资的投资银行和资产管理公司等，证券公司已经在逐步转化为金融控股集团公司。市值管理制度的实施，将加快和完善金融控股集团公司的步伐。

## 第三节 市值管理与期货公司

我国期货行业的发展，经历了以1990年10月12日郑州粮食批发市场转制为郑州商品期货交易所为标志的遍地开花式的商品交易所的设立及以1992年9月第一家期货经纪公司——广东万通期货经纪公司的成立为标志的期货公司纷纷设立的过程。至1993年下半年，各类商品期货交易所竟达50多家，期货公司近千家。由于指导思想出现偏差，加之对期货市场功能、风险认识不足，法规监管严重滞后，期货市场一度陷入了一种无序状态，市场上存在严重的操纵市场、欺诈投资者及不规范交易等行为，造成过度投机、风险事故频发的局面，期货市场的功能难以真实发挥。

1993年11月4日国务院下发《关于制止期货市场盲目发展的通知》开始了第一次清理整顿，最终商品期货交易所有15家被保留；1998年8月1日国务院下发《国务院关于进一步整顿和规范期货市场的通知》开始了第二次清理整顿工作，至此，仅有郑州商品交易所、大连商品交易所、上海期货交易所三家被保留，中国期货市场开始逐步进入规范发展阶段。2001年3月全国人大批准的“十五”规划第一次提出了“稳步发展期货市场”，为我国期货市场长达7年的清理整顿画上了句号。2004年2月1日国务院发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，对稳步发展期货市场作了进一步的阐述和部署，成为指导期货市场发展的纲领。2006年5月18日中国期货保证金监控中心的成立，标志着中国期货市场进入规范、稳定、快速发展阶段；2006年9月8日中国金融期货交易所的成立标志着中国即将进入金融期货的发展阶段；2007年3月16日《期货交易管理条例》的颁布实施，标志着具有商品期货和金融期货的现代期货市场进入快速发展阶段；2008年1月9日黄金期货的上市与2009年3月27日螺纹钢期货和线材期货的上市，推动了期货市场的快速发展，期货市场客户保证金已逾千亿元（见图13-4、图13-5）。

### 一、期货公司业务模式

从国外期货行业的发展来看，期货公司正在逐渐成为以大型金融集团为主的综合性金融机构的分支。单纯的期货经纪公司在发展中由于核心产品单一而举步维艰，高投入与佣金水平的持续降低导致利润减少，小规模的公司只有被整合到大型金融机构中才能够得以生存。期货公司的业务模式必须建立在相关法律环境和制度规范的基础上。我国现阶段实行银行、

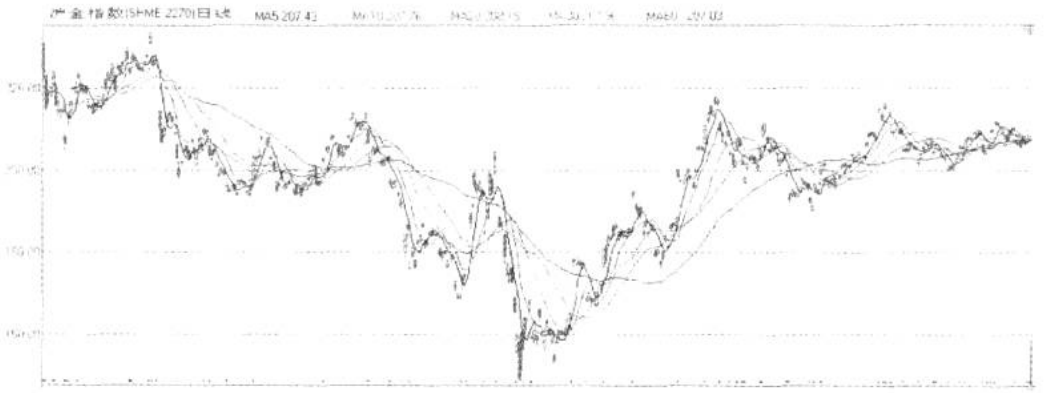


图 13－4　黄金期货上市至 2009 年 8 月 25 日的走势图

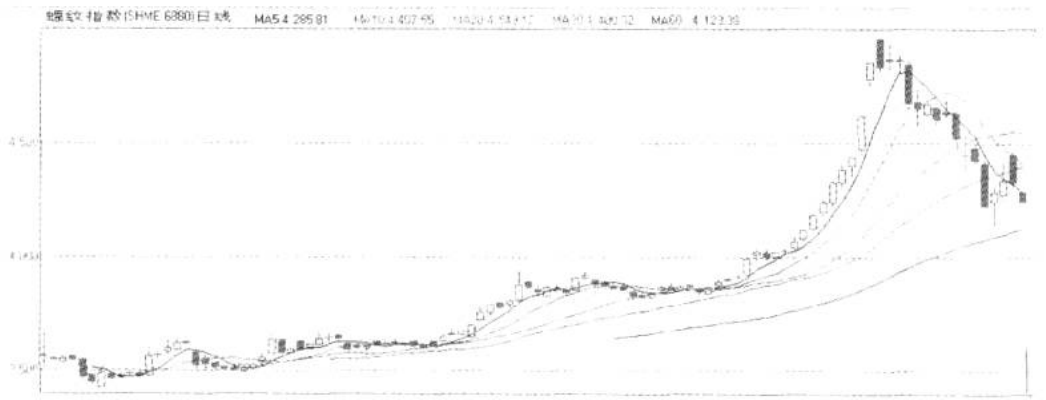


**图 13－5　螺纹钢期货 2009 年 3 月 27 日上市至 8 月 25 日走势图**

保险、信托、证券、期货分业经营的体制，但最终实行金融混业经营将是大势所趋。因此，我们可以将期货公司的业务划分为金融分业经营框架下和金融混业经营框架下的两类模式。

1. 在金融分业经营框架下，即我国现阶段，期货公司的业务模式主要分为两类：一是专业期货公司，这是主体；二是一些大型现货机构兼营期货业务。专业期货公司应开展全面期货业务，大型现货机构只宜结合自身经营需要兼营期货自营业务。

在股权关系上，专业期货公司的股东可以是金融机构，也可以是大型现货企业。专业期货公司与股东或其他机构在业务上是合作模式，构成业务合作关系。其他机构只能通过专业期货公司参与期货业务，本身不能从事任何期货核心业务，业务上是期货公司的客户。在期证合作中，证券公司以 IB 或居间人身份向期货公司介绍客户并收取佣金。证券公司的期货自营业务以期货公司客户的身份参与，双方后台核心交易系统各自独立。

在未来的股指期货业务中，现实选择会有两种情况：一是证券公司通过直接设立或收购方式控股期货公司，通过控股的期货公司参与期货业务，即IB业务模式，这种形式至今已基本构建完成；二是专业期货公司与不存在控股关系的其他证券公司合作，双方以居间人的方式进行期证业务合作。

2. 与金融分业经营体制相比，金融混业经营框架下金融机构可以直接兼营期货业务。除了分业框架下期货公司业务模式以外，金融机构兼营期货业务的模式占有重要地位。

金融机构兼营期货业务的具体模式又可以分为两类：一是继续保持分业框架下的业务模式，即其他金融机构通过控股期货公司参与期货业务，这样做的好处是在期货公司与其总公司之间竖起一道防火墙；二是金融机构直接兼营期货业务，并以其全部资产承担结算清偿责任。对于后一种模式以银行或保险公司为例，这些公司在内部设立专门的金融期货业务管理部（总公司一级业务部门），下面可具体设置期货自营部、期货研究部、市场拓展部、交易结算部、风险管理部等二级业务部门。这些公司也可以是期货交易所的会员，其自营业务以自营会员身份直接进行，可以开展期货集合理财、代客理财或设立期货投资基金等资产管理业务。投资者只要拥有一个账户，就可以既投资货币市场业务或保险市场业务，又可以投资期货业务。从国外发展趋势看，金融机构直接兼营期货业务，提供全方位的金融服务产品，打造综合性金融服务平台往往是大型金融集团的选择。这种模式将在未来期货市场中逐渐占据重要地位，但一旦出现大的风险，往往会拖垮整个集团，这就是事物的两面性。

## 二、期货公司组织架构及挑战

从图13－6某期货公司的组织架构图可以看出，目前期货公司根据业务开展状况进行分工，基本上分为四大块：首席风险官负责的风险控制部、合规检查部、稽核部等；主管财务的副总经理负责的财务部与结算部等；专管交易的副总经理负责的市场部、营业部、交易管理部及技术部等；主管金融期货的副总经理负责的金融事业部和研究部等。以上的格局是基于期货公司业务逐步发展而形成的。面对期货市场的快速发展、营业部的纷纷设立、业务部门的逐步专业化、投资者结构的机构化等新变化，特别是面对即将实施的上市公司市值管理制度的实施，期货公司如何应对市值管理给期货公司带来的巨大的业务空间的机遇与挑战？如何应对CTA（期货特定客户资产管理业务）的发展机遇与挑战？组织结构要如何重新

构建与完善？等等，都是制约期货公司下一步做大做强的重要因素。

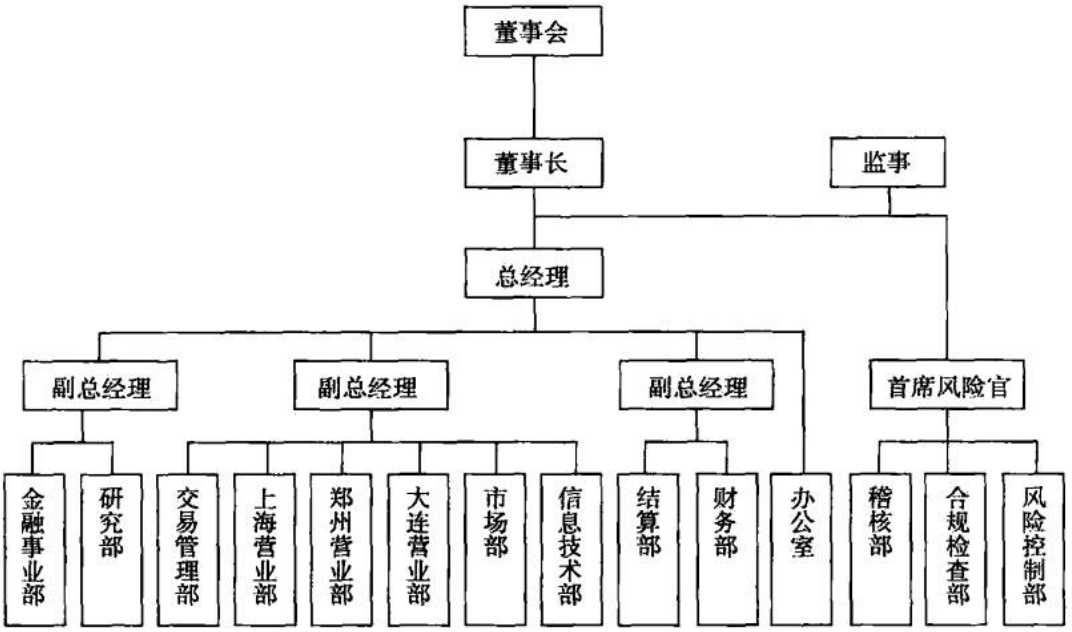



**图 13－6　某期货公司组织架构图**

根据业务创新及业务发展的模式，期货公司的组织架构和业务分工要有一个较大的转变。在原有架构基础上，首先是考虑设立 CTA 子公司及业务开发、服务的配套机构，以应对期货衍生理财产品的快速发展；其次是与银行、证券、信托、保险等机构联合设立市值管理研究中心，以应对市值管理中企业对期货特别是对股指期货套期保值的需求，包括市值管理方案的设计、实施与跟踪服务；最后是为了各个业务部门包括各地营业部的快速有效发展，形成对各个部门的有效支持，要形成一个以研发为核心、各专业部门为主导的专业化团队。总之，为了应对市场发展提供的机遇与挑战，为了期货公司的快速发展，在组织架构和业务分工及业务模式上均要有一个跨越式的发展与创新。

## 三、市值管理下的期货公司业务模式

1. “三位一体”的运营模式

在市值管理制度实施后，期货公司的业务模式将发生根本性的变化，在传统商品期货业务开发服务模式的基础上，更加注重机构套期保值客户及套利客户的开发与服务，努力形成以客户为中心、以研发为支持、以市场开发为主导、以客户服务为基础的三位一体的运营模式（如图 13－7 所示），彻底改变研发、市场开发、客户服务分割的局面。

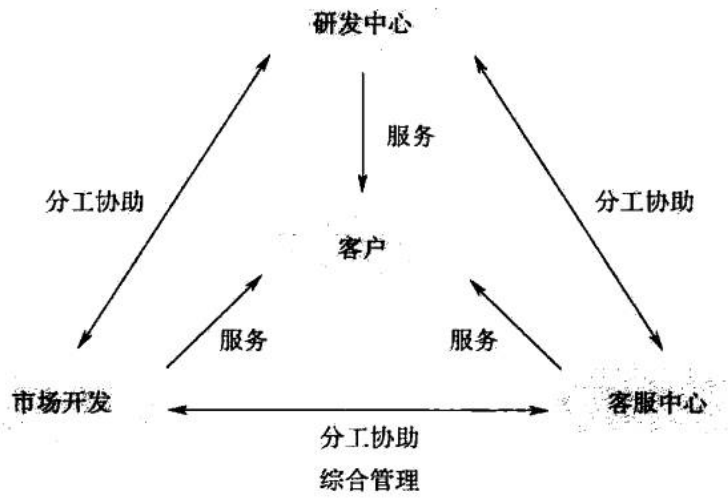



**图 13－7 期货公司“三位一体”的运营模式**

2. 以市值管理方案设计和实施的创新业务模式

在中国资本市场实施市值管理机制后，上市公司特别是大蓝筹类上市公司对利用商品期货套期保值进行微观市值管理的同时，也有通过股指期货等金融期货进行宏观市值管理的迫切需要，同时包括多种衍生产品组合的市值管理手段的组合应用。为此期货公司在原有业务模式的基础上，要形成以研发、技术及综合业务岗位深度结合的创新业务模式，为上市公司等企业进行市值管理方案的设计、实施与跟踪，重点是充分发挥期货市场规避风险和价格发现的功能，实现企业的平稳快速发展。对此期货公司在收取佣金、手续费的同时，可以收取方案设计研究经费、跟踪服务费、咨询费等。

3. 期货特定客户资产管理业务

所谓期货特定客户资产管理业务，是指期货公司通过设立子公司（CTA 基金）的方式，为机构投资者提供期货账户管理服务，并收取一定的管理费用作为酬劳。对于多年以来仅仅依靠经纪业务吃饭、同质化竞争严重的期货业而言，CTA 业务的开展不仅有望丰富期货公司收入渠道，同时也有利于打造出不同类型的特色期货公司。

与传统共同基金、对冲基金有所不同的是，CTA 基金不是传统意义上的集合理财产品。欧美较为流行的 CTA 模式是每个 CTA 基金只设一个基金经理，基金经理同时管理多个商品交易顾问，每个顾问可管理一个或多个期货账户，从而形成一个伞状的基金管理架构。

我国期货特定客户资产管理业务还处于探索阶段。目前市场上所做的

期货特定客户资产管理业务只是类似于私募基金的形式，还没有公开化、市场化、合法化。然而我国资本市场确实存在对期货特定客户资产管理业务的巨大需求，如何做好这一创新业务，是关系到期货公司未来发展的关键因素。

4. 期货投资基金业务

根据目前资本市场发展的状况，期货投资基金逐渐将浮出水面。如何应对期货投资基金业务的开展及创新，是期货公司未来业务发展趋势的重大选择。期货投资基金应包括专门的期货投资基金、期货公司委托理财业务、银行与信托等机构发行的投资理财产品等。特别是股指期货上市以后，期货理财产品将逐步超过目前的各类银行理财产品，成为资本市场上重要的投资品种。那么在一个具有上万亿元规模的投资理财产品业务上，期货公司如何确定自己的业务范围及在期货市场的定位，将是制约期货公司发展的关键因素。

5. 培育多层次期货投资者队伍

2009 年面对螺纹钢期货、线材期货两大品种的上市，期货市场投资者队伍结构在发生剧烈变化，期货市场的客户保证金已超过 1 000 亿元，并且伴随着螺纹钢与线材期货套期保值功能的发挥及企业对套期保值业务的深刻认识，就目前的上市品种而言，期货保证金在众多钢铁生产、加工、贸易、流通及涉钢企业的参与下将超过 2 000 亿元的规模。在做好各类企业客户期货投资、套期保值、套利等业务培训及期货知识普及的基础上，有针对性地做好各类企业的套期保值方案、市值管理方案、套利方案等方面的研究及推广，积极培育多层次的期货投资者队伍，期货业的春天将快速来临。

总之，期货公司在未来进行的市值管理过程中，将发挥越来越大的作用，为各类市值管理机构设计规避风险和指数投资的各类方案提供交易平台。而期货公司本身的业务结构和盈利能力均将发生翻天覆地的变化。届时期货市场的保证金不再是几百亿元或几千亿元，而是几万亿元，那么期货公司在进行市值管理过程中如何发展自身的核心业务将是下一轮期货公司竞争的核心。

## 第四节　市值管理与信托公司

信托公司是以信任委托为基础、以货币资金和实物财产的经营管理为形式，融资和融物相结合的多边信用行为。它是随着商品经济的发展而出

现的。信托业务18世纪出现于英国，在我国则是伴随中共十一届三中全会和改革开放及邓小平南方谈话后产生发展起来的，率先成立的是中国国际信托投资有限公司。

信托业务主要包括委托和代理两个方面的内容。前者是指财产的所有者为自己或其指定人的利益，将财产委托给他人，要求按照一定的目的，代为妥善的管理和有利的经营；后者是指一方授权另一方代为办理一定的经济事项。信托业务的关系人有委托人、受托人和受益人三个方面。转移财产权的人，即原财产的所有者是委托人；接受委托代为管理和经营财产的人是受托人；享受财产所带来的利益的人是受益人。

## 一、信托业务种类

信托业务种类很多，不同的信托公司，其业务重点均有不同。一般来说，信托公司的主要业务如下：（1）受托经营资金信托业务。（2）受托经营动产、不动产及其他财产的信托业务。（3）受托经营动产信托业务。（4）受托经营不动产信托业务。（5）受托经营有价证券信托业务。（6）受托经营其他财产权信托业务。（7）作为投资基金或者基金管理公司的发起人从事投资基金业务。（8）经营企业资产的重组、购并、项目融资、公司理财、财务顾问等业务。（9）受托经营国务院有关部门批准的证券承销业务。（10）办理居间、咨询、资信调查等业务。（11）代保管业务及保管箱业务。（12）以存放同业、拆放同业、贷款、租赁、投资方式运用固有财产。（13）以固有财产为他人提供担保。（14）从事同业拆借。（15）法律法规规定或中国银行业监督管理委员会规定的其他业务。上述经营范围包括本外币业务。

## 二、信托公司组织架构及业务简介

图3－18为某一信托公司的组织架构图，由此图所示的部门设置可以看出该公司的信托业务重点及发展方向。

（一）资金信托

资金信托部是公司负责本外币证券投资信托、股权（受益权）投资信托、商品投资信托和贷款信托等资金信托业务的执行机构。主要业务类型有：

1. 证券投资信托

（1）“红宝石”系列业务，指由受托人代为确定管理方式的人民币证券投资信托业务。该类业务中受托人根据委托人的收益风险偏好，以及对

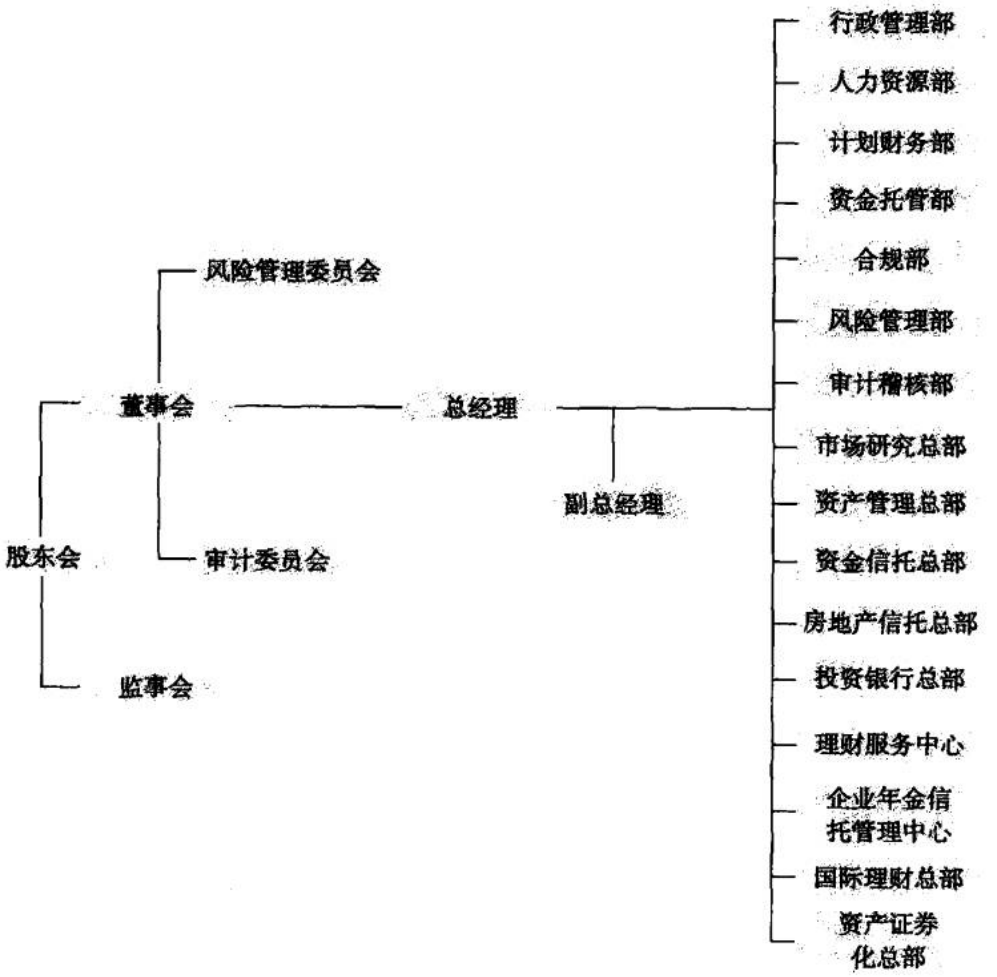



**图 13－8　某信托公司组织架构图**

市场的研究判断，自主地进行证券投资决策，为委托人争取最大利益。受托人的管理费率可随投资收益率水平浮动。

（2）“蓝宝石”系列业务，指采取“优先/一般”的法律结构，由一般委托人行使一般交易指令权，由受托人行使特别交易指令权的人民币证券投资信托业务。在该类业务中，除非信托计划出现需要强制止损等特殊情况，一般情况下由一般委托人进行研究分析和投资决策，受托人根据信托计划的规定接受一般委托人的有效交易指令进行投资。受托人一般按照固定的费率提取管理费。

（3）“紫晶石”系列业务，指受托人将信托计划的投资决策权限部分或全部外包的除“蓝宝石”系列以外的证券投资信托业务。

2. 股权（受益权）投资信托

（1）股权（受益权）投资集合资金信托系列，指采取“优先/一般”的法律结构，将委托人交付的信托资金用于受让上市公司限售流通股股权受益权，并采用一般委托人指令权和受托人指令权相结合的投资管理模式进行管理。受托人和托管行按信托计划规定共同进行严格的风险控制，并以管理、运用或处分信托财产形成的收入作为信托利益的来源，到期按信托计划的规定按相应权属分配信托利益。为了保障投资者利益，该系列产品可采用多种/多重风险防范机制，如控制股权受益权转让价格、采用优先/一般结构、股权质押、回购担保、单一信托保障等。其中引入单一信托保障设计尤为突出。

（2）PE 市场投资。拟上市公司股权投资信托业务，将信托业务和国际通行的私募股权投资巧妙结合。目前主要通过纯投资、投融资结合、股权受益权投资等方式投资金融股权，最终实现成功退出。

（3）股权激励业务。为非上市公司、上市公司策划股权激励信托方案。

3. 贵金属和大宗商品信托

这是指目前以国内黄金现货和未来可能包括的黄金衍生产品市场以及国内国际商品市场为主要投资对象的信托业务，可通过各类收益分配结构（一般和分层）、资金来源（银行理财/信托私募）、内部/外部管理模式、信托收费模式进行产品开发和运作，满足理财市场需求。

4. 铂金系列——国际资本市场信托

经监管机构批准，公司获得合格境内机构投资者（Qualified Domestic Institutional Investor，QDII）的业务资格。这项业务指在相应的法律法规规定下，通过发行信托产品从事境外金融市场固定收益类产品投资、股票债券类资产投资，以及相应的基金、票据等金融资产投资。

5. 贷款信托

这是指以信托贷款方式运用信托资金的信托业务，资金可运用于除房地产外的各行业，以银行理财产品与信托计划对接，信托资金运用于银行认可的借款人为主要模式。

（二）房地产信托

房地产信托部是公司专业化从事房地产投融资业务的职能部门。为全方位服务于房地产项目投融资需求，团队针对房地产项目的不同特点，开发了一系列房地产信托产品。

1. 资产支持信托是由资信好、规模大、资产实的企业集团作为发起

人，以单个或多个物业（资产池）的财产权设立信托，由××信托以资产池产生的现金流（包括租金和销售收入等）为支持，向投资者发行不同受益级别的信托单位，信托期间投资者获取资产池收入带来的收益。产品采用结构化内部信用增级设计，以资产（池）设置抵押担保，并由企业集团提供外部信用增级。充足的资产价值、良好的现金流和优秀的企业信用为该类产品提供了充分的安全保障。

该产品是公司秉承其在财产权信托领域的业务优势，将资产证券化原理在房地产领域的创新应用，以物业证券化为特征，以资产（池）信用和企业整体信用为支持，为社会投资者通过金融信托工具分享不动产的稳定回报提供了切实可行的解决方案，体现了“资产证券化、物业组合性、保障充分性、利益综合化”的产品特点。

2. 股权投资信托是指公司针对房地产优秀企业优质房地产项目，以优先股股权投资的方式阶段性受让项目公司一定比例的股权（有时也包括部分股东借款），信托计划采用结构化设计原理进行内部信用增级，同时以房地产企业集团整体信用进行外部信用增级的信托产品。

该产品是公司结合国内房地产项目资金需求特点，将夹层融资原理在房地产领域的良好应用。产品总体上风险适度、收益较高、期限灵活，体现“优秀企业、优良项目、优质风控、优势利益”的产品特点，能够较好地满足私人银行高端客户理财需求。

3. 私人股权投资信托是公司联合我国具有卓越品牌的优秀房地产企业作为投资管理人，以极大的诚信、深厚的投融资背景和高素质的项目管理团队进行高效投资运作，以直接投资为主要资金运作方式、专注投资于住宅房地产的中长期基金型私人股权投资信托产品，使投资者在风险可控的前提下充分分享房地产行业发展的投资回报。

此外，房地产信托总部还为房地产企业提供信托贷款、过桥融资、资产收购和财务顾问等“一站式”房地产金融服务。

（三）投资银行业务

投资银行部业务范围主要包括财务顾问业务和信托产品开发，包括房地产信托、股权信托、上市公司股权受益权信托、PE 投资信托、银信合作业务、固定收益产品投资信托、员工持股信托等。

财务顾问业务是投行总部的传统业务。多年来，投资银行部在财务顾问、资产重组、资本运作、风险管理等方面积累了丰富的专业化知识和技术，并运用这些知识和技术为信托投资项目提供专业化的投融资顾问服务。

投资银行总部开发的信托产品有：房地产信托业务涉及房地产贷款、房地产股权信托、经营性物业受益权信托等；股权信托是信托公司接受客户委托设立股权投资信托，利用自身的优势投资于某公司股权；上市公司股权受益权信托即以信托资金受让客户持有的上市公司股权的受益权并办理质押手续，从而实现客户以上市公司股权质押获得融资；PE 投资信托是投资银行部的一项新业务，是通过信托私募的方式筹集资金用于投资未上市公司股权、不动产等，持有直至通过上市或转让实现退出后实现收益的信托产品；银信合作业务是指信托公司与商业银行紧密合作，利用商业银行的资金渠道和项目资源开发出的新型信托业务；固定收益产品投资信托是指信托资金专门用于投资固定收益产品，包括国债、企业债、票据、回购、央行票据等；员工持股信托是为了实现企业的员工激励计划设立的集合信托产品。

（四）资产管理业务

资产管理部主要负责公司自有资金的对外投资、融资（包括贷款与融资租赁）业务，并对投融资所形成的资产进行专业化管理获取收益。在项目融资、股权投资与管理等方面积累了较丰富的经验。其业务运作的主要方式如下。

投资业务：根据“新两规”的要求，公司固有项下投资目前集中于金融类公司股权投资和金融产品投资，重点清理退出实业股权投资，通过优化自有资金配置，加强和规范股权投资管理，稳步提高投资收益。

贷款业务：公司自从 20 世纪 80 年代中期即开展了本外币贷款业务，有力地支持了经济建设，同时公司也取得了较好的收益。

融资租赁业务：融资租赁业务是信托公司的一项主要业务，可与专业租赁公司建立战略合作关系。

（五）企业年金

信托公司在企业年金受托管理业务中主要从事以下业务：针对企业的特点和需求，量身定制企业年金计划方案；提供年金培训；协助企业调整薪酬福利体系；选择、监督、更换账户管理人、托管人、投资管理人以及中介服务机构；根据企业职工的风险/收益偏好，制定企业年金基金投资策略；编制企业年金基金管理和财务会计报告；根据合同对企业年金基金管理进行监督；根据合同收取企业和职工缴费，并向受益人支付企业年金待遇；接受委托人、受益人查询，定期向委托人、受益人和有关监管部门提供企业年金基金管理报告，发生重大事件时，及时向委托人、受益人和有关监管部门报告；协助与社保部门沟通联络。

## 三、信托的作用

信托具有银行、保险、证券等其他金融机构所无法替代的功能，是现代金融体系不可或缺的重要组成部分。从实践来看，信托在我国社会经济生活中的重要作用主要体现在以下几个方面。

1. 提供长期融资服务。我国金融市场长期以银行信用为主，缺乏发挥中长期融资功能的金融机构。而信托是一种适合于长期财产转移与财产管理的制度，因而也具有中长期融资功能。信托既可以筹集长期资金用于生产和建设，也可以以融物的形式，实现财产融通。银行的资金主要是期限较短的存款资金，短存长贷给银行带来了巨大的流动性压力。信托通过发挥中长期融资功能，可以弥补我国金融市场的结构性缺陷。

2. 信托产品是引导社会闲置资金或财产转化为投资的最安全渠道之一。近年来，商业银行、证券公司等金融机构纷纷推出各具特色的理财产品和服务，但这些理财产品的基础资产没有真正实现破产隔离，存在制度缺陷。信托公司提供的信托产品是以真正实现了破产隔离的资产作支持，比以企业的信用作支持的其他金融产品具有更高的安全性。而且，信托产品以其独特的制度优势可以直接参与项目利润的分享，收益率会高于其他金融产品。

3. 信托制度在优化金融结构、降低金融体系风险方面也具有积极作用。目前，我国居民的金融资产仍以储蓄为主，企业融资仍以间接融资为主。这种金融结构的后果是银行实际承担了所有的社会信用风险。而信托公司的功能是通过提供信托产品，一方面可以引导储蓄直接变成投资，另一方面也起到了分散银行风险的作用。与此同时，信托公司通过信贷资产证券化等业务，可以有效提高银行资产的流动性，降低银行存量信贷资产的风险。

信托与其他金融方式和工具的根本区别就在于它独有的破产隔离功能。信托业务的本质就是充分利用信托制度，在实现财产破产隔离的基础上，提供“受人之托，代人理财”的金融服务。

## 四、我国信托业务存在的问题

我国信托投资公司目前的发展主要存在以下几个方面的问题：现有信托公司业务定位模糊，没有自己的特色，绝大部分业务属于银行、证券公司或基金公司业务，缺乏专属性的、稳定的盈利模式，信托业边缘化的趋势不断加重；信托投资公司业务中固有业务比重过大，信托投资公司的生

存、发展主要依赖于固有业务收入，信托业务收入还难以维持信托公司的生存；信托市场面临银行、证券等机构的挤压，信托公司在不平等的竞争中明显处于弱势；信托公司专业人才缺乏，创新不足；信托公司受历史形象不佳的拖累，社会各界对信托公司地位和作用的认识存在偏见等。

针对这些问题，结合我国经济金融发展现状，信托公司作为金融中介机构，而不是投资机构。信托公司是依托信托原理，为企业或个人提供资产管理的专业化金融服务，这也是信托公司与银行、证券等其他金融机构的区别所在。为了从根本上转变我国信托公司由于行业定位模糊带来的诸多问题，在统筹分析我国金融体系特点和功能的基础上，我国信托公司的发展取向应立足信托主业，开展专业化经营，成为理财产品的专业提供商。具体而言，信托公司的业务应主要集中在以下三个方面：

1. 受托管理业务方面。2001 年颁布实施的《信托法》为我国开展以信托为特征的受托管理提供了基本的法律条件。同时，现行的金融制度体系也赋予了信托公司开展受托管理业务的相对垄断性。从市场空间看，年金和资产证券化将有可能发展成为最具规模的受托业务。此外，单一资金信托、员工持股信托、股权管理信托、表决权信托、准资产证券化、公益信托等其他受托业务也具有巨大的发展潜力。

2. 融资服务方面。尽管目前信托融资仍以短期融资为主，但是随着信托融资制度的逐步规范，信托公司必将在提供中长期资金融通方面发挥重要的作用。通过积极推进信托产品的标准化、规模化、公募化等配套改革，信托公司可以更好地服务于国家基础设施建设、基础产业和支柱产业等重大建设领域。通过发起设立产业基金，可以有力地推动高新技术产业和中小企业的发展。

3. 理财服务方面。成为理财产品的专业提供商是信托公司未来发展的主要方向。目前我国金融产品明显供不应求，信托公司的信托产品连接金融市场和实业，并且具有独特的破产隔离功能，在安全性、收益性等方面具有明显优势。因此，信托公司是天然的金融产品提供商，可以为包括银行、保险等金融机构在内的理财产品需求提供量身定做的金融产品。

## 五、信托公司与市值管理

在上市公司进行市值管理的过程中，信托公司同样发挥重要的功能和作用。具体来说，信托公司可以在以下领域为上市公司市值管理提供支持和服务：

1. 为上市公司提供市值管理方案中的员工持股信托、股权管理信托、

股权激励信托等信托专业方案。

2. 为上市公司市值管理提供必须的融资安排和融资策划。

3. 配合上司公司市值管理进行上市公司的各类机构理财方案的设计与服务以及衍生的各类理财产品。

4. 承担上市公司市值管理方案的整体规划、设计、实施、评估及各项业务的推进。

# 第十四章　市值管理与证券市场

对作为资本市场重要组成部分的上市公司来说，即将实施的上市公司市值管理制度对上市公司发展模式是一种大机遇与挑战，上市公司的运营模式、管理模式、风险规避模式、盈利模式等均将发生重大变化。而对于监管者来说更是一个巨大的挑战。十几年来证券监管机构一直充当监管者、救市者等多重角色，资本市场发展的好坏、快慢均与监管者发生必然的联系。为了保护投资监管者要监管各项规则和市场行为，为了市场活跃监管者还要进行各项政策的调控、法规的修正以及与国家各主要职能机构联合颁布政策以达到救市或平抑股市的目的。市值管理制度实施后，将很多关于市场稳定发展的职责归还于市场，更多的是转移到上市公司，监管者自身的职责更加明确。而市值管理制度的实施对于中国的资本市场来说，带来了巨大的发展空间和发展机遇，为资本市场进入平稳、健康、长期可持续发展提供了政策与制度的支持与保障。

## 第一节　市值管理与上市公司

### 一、市值管理对上市公司管理理念的影响

上市公司是中国资本市场的基石，上市公司管理理念是上市公司经营的核心，在价值创造能力、持续发展能力、集约经营能力、市场溢价能力和分红派息能力方面存在的差距反映了中国上市公司经营现状的严峻性，也提示了市值管理的迫切性。

1. 管理理念的转变。上市公司实施市值管理后，企业将从追求利润转变到追求价值。利润是反映企业经营水平和成果的重要指标之一。改革开放以来，我们的企业也一直将利润作为一个重要目标。但是，利润指标有其明显的局限性。一来它不能充分反映经济效益，有些利润是不惜以牺牲资源、牺牲环境和牺牲未来的代价换取的。二来它不是终极指标。对上市公司及其股东来说，企业利润固然重要，它是决定企业价值的基础，但它

只是一个过程指标，股东价值才是企业经营追求的终极目标。追求股东价值，不但强调利润指标，还强调效率指标、持续发展指标、综合实力指标、市场溢价指标、股东回报指标，等等。毫无疑问，价值指标比利润指标更全面、更现代。因此，强化市值管理，首先要对上市公司管理理念进行两个升级：一是企业定位——从利润中心升级成为价值中心，另一是经营理念——从追求利润升级成追求价值。

2. 管理意识的升级——从缺位到到位。意识先于行动，意识决定行动。市值管理是一个新生事物，管理者和投资者普遍对它还不熟悉、不了解或者不习惯，加上市值管理具有涉及内容众多、包含元素复杂、产生影响敏感等特点，因此，市值管理意识在上市公司及其股东身上往往缺失。如何使得市值管理意识由缺位到到位，是强化市值管理的必要前提，特别是大股东的市值管理意识。大股东要率先树立高度的市值管理意识，并且根据公司法人治理结构的要求和原则，敦促上市公司管理团队转变市值管理意识，推动上市公司市值管理行动。

3. 管理能力的升级——从单项选手到全能选手。从追求利润到追求价值，上市公司经营目标的重大升级，客观地将上市公司带入到一个更丰富、更复杂、更精彩的管理世界，要求上市公司在做好实体经济管理——价值创造的同时，还要做好虚拟经济管理——价值实现。要求上市公司管理团队特别是主要领导，不但是商品市场的专家，而且还是资本市场的高手；不但要善于管理员工和客户，而且还要善于管理股东；不但要懂得质量管理和利润管理，而且还要懂得价值经营和市值管理。一句话，要从单项选手变成全能选手。

4. 管理机制的升级——从行政到市场。市值管理以市场为导向。强化市值管理要求无论是上市公司内部管理机制，还是上市公司外部管理机制，都必须要本着市场化的基本原则深化改革，从根本上实现从行政机制到市场机制，或者从弱市场机制到强市场机制的转变。就内部管理机制而言，上市公司要根据市值管理的规律和要求，重新审视原有机制，建立以市场和市值为导向的重大决策机制、部门协调机制、资源配置机制、绩效考核机制和价值分享机制。上市公司的大股东特别是有国资背景的大股东，要站在更高的高度来支持并敦促上市公司实现市值管理机制升级。

对于外部管理机制——主要就监管机制而言，要遵循资本市场基本规律，根据全流通时代的新特点，完善相关监管思路、政策和机制，能借用市场机制的不动用行政力量，在时间、数额和权限等多个维度上方便市值管理实践，支持激励机制创新，同时严格防范内幕交易，严厉打击违法违

规交易，大力敦促公司治理，促进资本市场的可持续发展。

## 二、市值管理对上市公司管理的挑战

上市公司市值是由股票市场形成的，是投资者对上市公司经营质量评价的结果，包含了投资者对上市公司当前经营成果的评价以及对未来的预期，是股东价值的真正体现。股权分置改革成功地实现了资本市场的全流通，实现了长期并不被重视的市值，取得了在成熟资本市场上所应享有的新地位，成为中国资本市场上的一个全新的衡量标准。市值在上市公司管理中占有越来越重要的地位：

1. 市值成为衡量上市公司实力大小的新标准，而不再是净资产等指标。

2. 市值成为考核经理层业绩好坏的新标准，而不再是利润的多少。

3. 市值成为上市公司收购与反收购能力强弱的新标准，而不再是资产与净资产指标。

4. 市值成为决定上市公司融资成本高低的新标准，而不再是净资产收益率指标。

5. 市值成为决定投资者财富大小的新标准，而不再是收益分红和溢价指标。

6. 市值成为衡量一国资本市场乃至经济实力的新标准，而不再单纯的是国民生产总值这一指标。

正是因为市值成为中国资本市场考核的衡量标准，上市公司实行以市值为目标的市值管理，实现股东价值的最大化就成为市场的必然选择。市值的空前重要性和市值管理的提出，给上市公司管理层提出了严峻的考验，不仅仅是经营理念、管理机制等方面的挑战，包括组织架构、考核机制、经营工具与手段、政策与风险控制等方面均提出了全新的挑战。

## 三、市值管理对上市公司组织架构的影响

市值管理的提出，使得上市公司的组织架构需要进行全面的升级与完善，以便适应市值管理的需要（见图 14－1）。

1. 要健全适合市值管理的组织架构。新的组织架构包括政策研究中心、价值创造中心、价值实现中心、价值经营中心、风险控制中心等，负责政策研究、市值监测、市值评估、市值管理、市值考核、风险评估与控制。首要的是明确市值管理的目标。

2. 要健全市值管理机制：包括组织机制，要有明确的决策主体和执行

主体；运作机制，包括决策机制、执行机制、沟通机制、风险应对机制、政策研究与提示机制；考核机制，包括明确市值管理的目标任务、考核主体、奖惩制度等。

3. 市值管理应明确市值管理的工作内容、工作规范和工作标准。明确了工作内容，才能各司其职，分工合作；明确了工作规范才能做到井然有序，尽职尽责；明确了工作标准才能实行绩效考核，做到奖惩分明。

4. 建立市值管理的人力资源管理体系，包括岗位管理人员的任职资格、绩效考核、薪酬体系、培训与学习等。

5. 建立适应市值管理需要的政策研究、决策体系和风险控制体系。

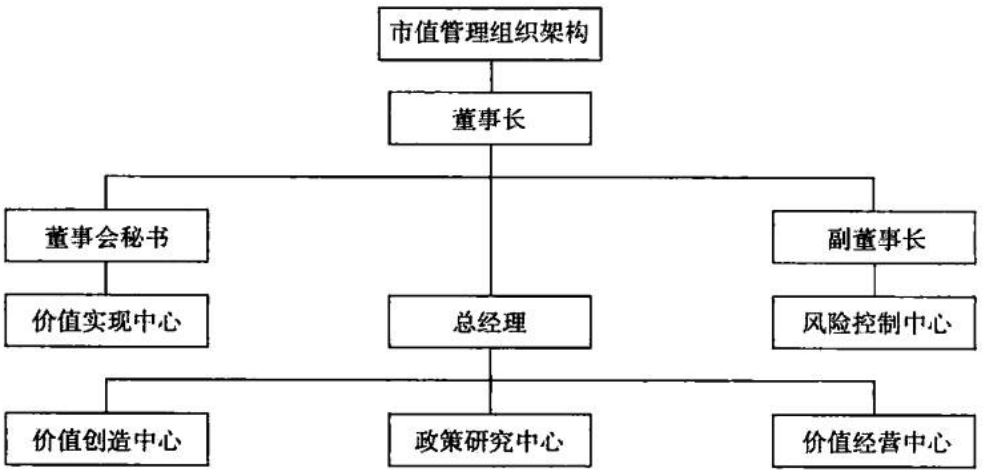



**图 14－1　市值管理下的企业组织架构图**

## 四、市值管理对上市公司投资者关系的影响

投资者关系管理就是上市公司通过各种手段建立和加强与全体投资者的联系与沟通，形成公司与投资者之间的良性互动关系，以建立并提升公司的诚信形象，提升公司的价值表现，降低公司的融资成本，实现股东利益最大化的战略管理行为。

在成熟的资本市场里，股价比较能够反映公司的价值，上市公司管理层只要专心于价值创造最大化就可以了。然而在一个弱式有效且处于新兴加转轨的资本市场里，公司的价值并不能自然反映其内在价值，也就是说公司的内在价值并不能自然转换成为公司的市值，所以上市公司管理层不仅要致力于价值创造的最大化，还要关注价值实现，主动向投资者揭示价值，以达到投资者对公司的认知和价值的认同，以促使内在价值充分表现为市场价值。

良好的投资者关系可以提高投资者对公司的认知度，避免公司价值被低估；良好的投资者关系可以提高投资者对公司的认同度，实现公司价值；良好的投资者关系管理可以减少信息不对称，纠正市场估值偏差；良好的投资者关系有利于管理投资者预期，增强市场信心；良好的投资者关系可促成融资行为，降低公司融资成本；良好的投资者关系有助于改善公司的市场形象，提升无形资产，分享市场溢价；良好的投资者关系可以提高公司的决策科学性，增强价值创造能力。

投资者关系管理渠道主要有上市公司季报、半年报及年报、上市公司公告、股东大会、分析师会议或业绩说明会、一对一沟通、互联网、广告、媒体采访报道、邮寄资料、现场参观、电话咨询、路演等形式。投资者关系管理在上市公司的市值管理中的重要作用越来越凸显出来，并且将越来越重要。

## 五、上市公司如何应对市值管理

面对市值管理机制的实施，上市公司对如何应对市值管理以达市值最大化的目标有着不同的管理策略。一是不迎合股票市场短期投机股东或分析家对公司不切实际的乐观或悲观评价，不在意股票市场对公司股票短期价格冷淡甚至负面反应，坚持以企业可持续发展和长期真实资本价值最大化的原则来配置资本，制定公司业务发展战略、投融资战略和价值分配策略。另一种是完全迎合股票市场短期投机交易偏好，制定业务发展策略、红利政策和股票市场政策。这样的公司资本配置行为往往投机和短期化，可能引起投机的股票市场短期积极反应，但也容易导致主业竞争地位衰落。A 股市场以往有不少上市公司主动迎合股票市场短期投机交易偏好，采取高转增或送股的股利政策，资本配置行为投机和短期化，虽然引起 A 股市场短期积极反应，但主业日益衰落；还有一种就是基于公司可持续发展和真实价值增长，制定业务战略和资本市场战略，相机博弈迎合股票市场。如果控股股东认为公司股价被高估，可以利用投资者的过度热情增发股票，支持公司业务战略；利用高估的股票作为支付手段，兼并收购；分拆被股票市场高估的业务单元。如果控股股东认为公司股票价格被股票市场不合理地低估，可以回购股票，甚至退市等。最为科学的应该是根据资本市场所处的历史发展阶段，结合自身业务发展的具体状况，科学有效地采取市值管理各项策略的组合策略，达到在政策有效研究的前提下实现风险最小化，总市值保值增值；价值创造最大化、价值经营最优化、价值实现最优化的股东价值最大化的终极目标。

# 第二节　市值管理与证券市场

## 一、证券市场的现状

根据沪深交易所公布的数据，2009 年 6 月 29 日沪市总市值为 159 953.7亿元，其中流通市值为65 502.85 亿元；深市总市值为42 624.06 亿元，流通市值为26 038 亿元。沪深两市总市值达到202 577.8 亿元，两市 A 股市值也同时达到201 181 亿元；至2009 年8 月4 日沪深两市总市值已经接近24 万亿元，并且从2009 年8 月3 日起沪深两地流通总市值超过了非流通股的总市值。伴随限售股解禁的加快，至2009 年底流通股总市值将达到沪深两地总市值的74%左右。

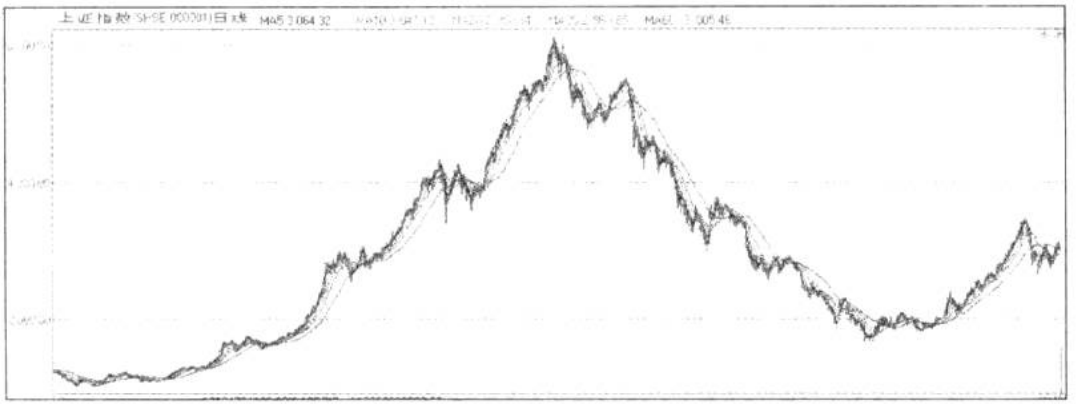


**图 14－2　上证指数走势图**

从图 14－2 上证指数走势图可以看出，中国资本市场在2006—2007 年得到了长足的发展。在良好宏观经济背景、流动性过剩、人民币升值、证券发行制度改革、通过买壳上市与借壳上市等模式实现整体上市、股指期货预期上市等各项资本市场发展与完善措施的作用下，上证指数由2005 年6 月6 日的998.22 点上涨到2007 年10 月16 日的6 124.02 点。之后，在全球性金融危机的影响下、在股指期货迟迟不推出和融资融券政策公布一年尚未有结果等一系列原因作用下，上证指数于2008 年10 月28 日下跌到1 664.93 点。之后在国家刺激经济政策出台，2008 年9 月17 日汇金公司公告将在二级市场增持工商银行、建设银行、中国银行三大行股票，国资委鼓励国有上市公司增持股票及回购股票，2009 年6 月19 日国务院四部委联合发布了《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施

办法》、2009 年 7 月 4 日公布了《关于规范上市公司国有股东行为的若干意见》、《资产重组通知》以及《发行可交换公司债券及国有控股上市公司发行证券有关事项的通知》等一系列促进资本市场发展的重大举措的促进下，资本市场企稳反弹，逐步进入了新的一轮上涨行情。

资本市场总市值在行情剧烈波动的过程中不断发生变化。2007 年底，中国资本市场总市值达到 34.42 万亿元（见图 14－3）。

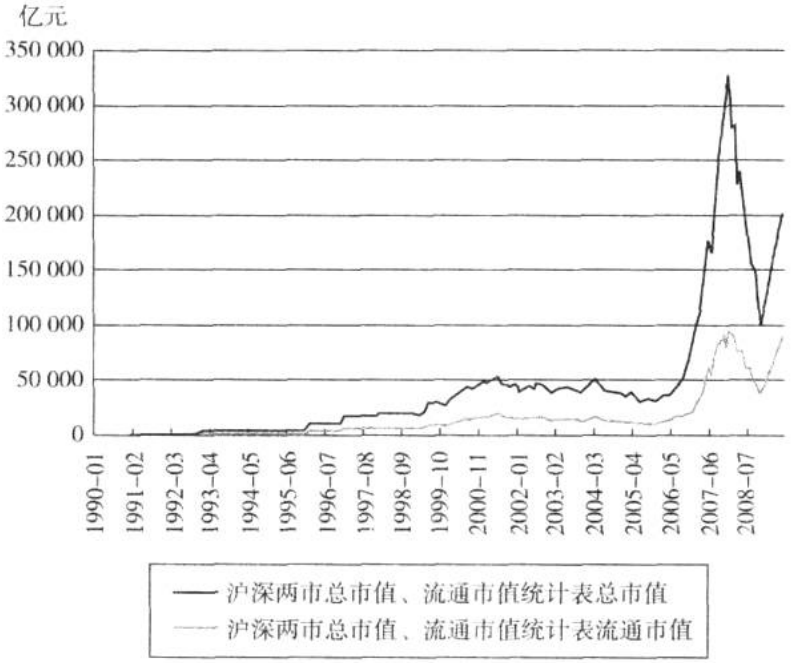



**图 14－3**

2007 年 8 月 3 日沪深两市总市值首次突破 20 万亿元，当时上证综指为 4 560.77 点；2008 年 6 月 11 日两市总市值跌破 20 万亿元，上证综指收于 3 024.24 点。2009 年 6 月 29 日，沪深两市总市值再次回到 20 万亿元，且流通市值有了一个很大幅度的提高。在经历了市场的震荡轮回之后，几个时点间的市场环境已经发生了天翻地覆的变化。

2007 年股票市值突破 20 万亿元时，大盘点位远高于 2009 年 6 月 29 日，并在之后的两个多月内一路走高，创下大盘历史最高点。那时，如中国神华、中国石油、中国太保等大盘蓝筹股还未登陆 A 股市场，A 股总股本为 14 084.72 亿股。而时至 2009 年 6 月 29 日，A 股总股本已达到 19 125.34 亿股，总股本扩张了 35.78%，并且 A 股市场流通股股份占总股本的比重已经显著提高，市场已发生了重大转变。从市场的估值水平来看，2007 年 8 月 3 日 A 股平均市盈率为 50.03 倍，2008 年 6 月 11 日

A 股平均市盈率为 25.01 倍，2009 年 8 月 13 日 A 股平均市盈率为 31.14 倍。

## 二、市值管理对证券市场的影响

中国资本市场正在逐步进入全流通时代。面对市值管理制度的即将实施，证券市场的运行机制正在不断地发生深刻的变化。我们可以看到，从股权分置改革之后，整个资本市场的制度建设均是围绕市值管理制度来逐步完善的。在逐步实现全流通的基础上，完善了股权交易制度，股份增持、股份回购、股份转持等办法的颁布实施就是一个典型的证明；而关于央企整体上市等重大资产重组行为也在不断发展和创新，例如定向增发、资产注入、买壳与借壳、吸收合并与分拆、股权激励等；面对席卷全球的金融危机企业经营风险凸显，此时国家又搭建和完善了期货市场这一规避风险的业务平台，以便规避企业生产经营中的价格波动风险；2006 年 9 月 8 日中国金融期货交易所的成立及 2010 年 4 月 16 日以沪深 300 指数为标的的股指期货的上市为所有上市公司提供了规避宏观的、系统性的风险提供了风险对冲的平台；2010 年 3 月 31 日融资融券业务的实施，彻底地改变了股票市场单向交易的特点，实现了双向交易；国资委出台的央企重大资产并购重组方案、2009 年 8 月 14 日工信部出台的十大行业企业兼并重组方案，意味着大型并购重组将是下一步资本市场发展的主题；创业板制度的颁布及实施，为中小企业搭建了一个新的发展平台；等等。所有这些转变，均为上市公司实施全面的市值管理提供了法律与制度的环境保障。

市值管理制度的即将实施，将彻底改变整个资本市场的运行机制，并购、重组、资产注入、定向增发将是资本市场发展的一个主流，是市值管理的重要内容和手段；将市值考核机制引入股权激励是市值管理稳健实施的内在要求；将商品期货、股指期货、套期保值等价值经营与风险规避手段引入市值管理，是市值管理稳健推进的保障。资本市场将更加公开、公平、公正，监管的重点将转向规范与合规，资本市场上各类内幕交易、欺诈、操作市场行为将受到更多的监管和更严厉的处罚，市值管理成为资本市场发展的重要制度保障，资本市场在国民经济中的地位将越来越重要。

# 第三节 市值管理与监管机构

## 一、证券市场监管的现状

中国资本市场经过近20年的发展，已经由区域性资本市场发展成为全国统一的资本市场，中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）对资本市场进行统一监管，而且我国证券监管体制是高度统一的集中监管体制。证券期货市场的法律法规不断完善，整个资本市场已经发展成为国际级的资本市场。证券期货监管工作在“规范证券发行和交易行为，保护投资者的合法权益，维护社会经济秩序和社会公共利益，促进社会主义市场经济的发展”（见《证券法》第一条）的理念指导下，坚持公开、公平、公正的基本原则对资本市场进行统一集中监管，保护投资者的合法权益是证券期货监管工作的重中之重。

中国证监会的基本职能包括：

1. 建立统一的证券期货监管体系，按规定对证券期货监管机构实行垂直管理。

2. 加强对证券期货业的监管，强化对证券期货交易所、上市公司、证券期货经营机构、证券投资基金管理公司、证券期货投资咨询机构和从事证券期货中介业务的其他机构的监管，提高信息披露质量。

3. 加强对证券期货市场金融风险的防范和化解工作。

4. 负责组织拟定有关证券市场的法律、法规草案，研究制定有关证券市场的方针、政策和规章；制订证券市场发展规划和年度计划；指导、协调、监督和检查各地区、各有关部门与证券市场有关的事项；对期货市场试点工作进行指导、规划和协调。

5. 统一监管证券业。

我国资本市场在新兴加转轨的历史发展背景下，证券、期货市场的监管还存在很多问题，例如重复监管、多头管理、舆论误导、政策调整频繁多变，市场还存在严重的内幕交易、操纵市场与证券欺诈行为，资本市场缺乏双向交易机制及风险对冲机制和工具、投资者教育普及严重不够等。市场始终处于政策性、暴涨暴跌的状态，严重影响着投资者的利益和投资信心。

## 二、市值管理对市场监管理念的影响

市值管理制度的实施，对证券监管机构的监管理念提出了新的挑战。

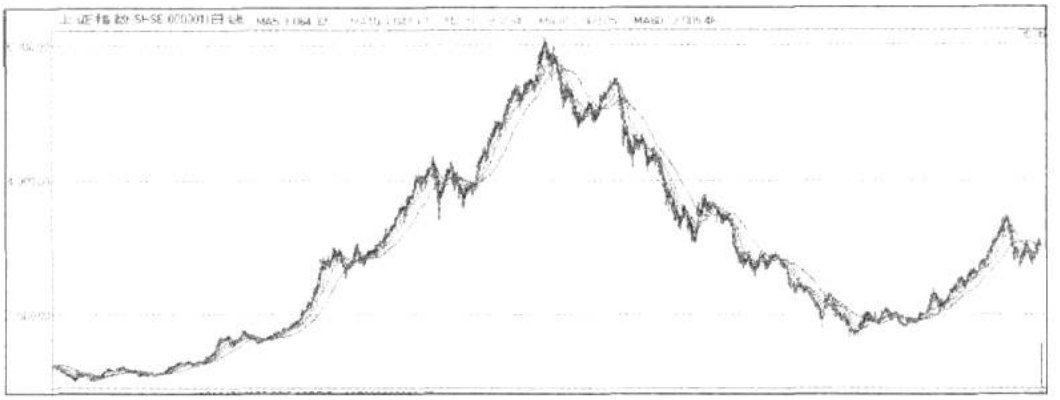


**图 14－4　上证指数 2006 年 6 月以来的走势图**

图 14－5 是上证指数 2009 年 4 月 10 日至 8 月 12 日的走势图。面对席卷全球的金融危机的影响，在国家各项稳定股市发展的政策刺激下，在国民经济发展各项指标不断改善的支持下，在国家增加投资 4 万亿元努力保持国内生产总值增长 8% 的目标努力下，中国的证券期货市场出现了独立于全球资本市场的发展态势，并且率先走出低谷。我们可以看出，资本市场的走势还是一个完全的政策主导性市场。这种直线性上涨的态势是不正常的，缺乏市场发展的坚实基础。市场上各类投资者都在进行短期投机，而不是真正的投资行为。此时资本市场出现调整是正常的，任何人永远不能用跑百米的速度来完成十万米的征程。

市值管理制度的实施与推进，将维护资本市场稳定的义务转移到上市公司，将维护投资者利益和做好投资者关系管理的任务转移到上市公司，将提升上市公司盈利能力和规避风险的能力还给上市公司，将维持上市公司及整个市场市盈率处于合理水平的任务转移到上市公司。证券监管机构对资本市场的监管将处于更加独立与公立的位置，监管重点将转移到保护投资者利益、维护市场稳定、促进经济发展和维护市场经济秩序的稳定以及相应的立规与立法方面，对资本市场参与者的监管将更加注重上市公司合规与信息披露、更加注重对内幕交易的监督与处罚、更加注重对欺诈的监管与处罚、更加注重对操纵市场行为的监管与处罚，进一步改革与完善证券发行、交易制度，而不再对市场的走势高低进行舆论导向和频繁的政策调整，更加遵守市场规律。所以说市值管理制度的实施，使得政府证券监管机构更加独立与公正地进行规范、合规与发展方面的努力，而不再充当资本市场的“救市主”。

在“法制、监管、自律、规范”八字方针的指引下，证券监管将进一

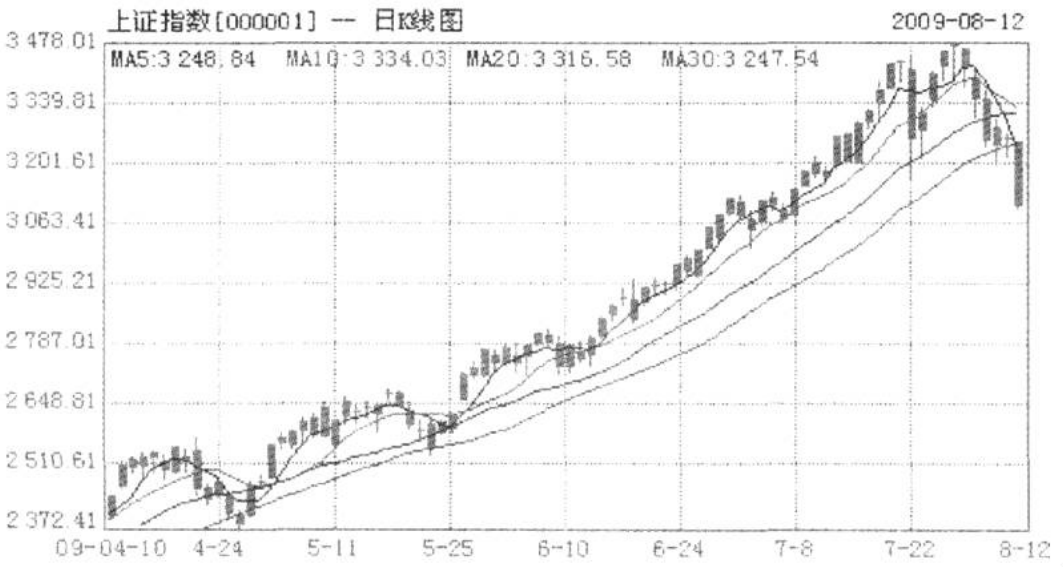



**图 14－5**

步“按照市场规律进行监管，切实保护投资者利益，建立公开、公平、公正、高效和有序的资本市场”，同时根据国际证监会组织的保护投资者，确保市场公平、有效、透明，减少系统性风险的三大监管目标，逐步与国际接轨，强化法律与制度建设，提高市场效率，完善市场基础建设，努力将中国资本市场打造成为国际性资本市场。

# 第十五章　市值管理展望

对于上市公司的市值管理制度，社会各界非常关注，都在积极地学习和研究。而对市值管理的理念、运作模式和各项发展战略由于受到传统思维和管理理念的制约而有不同的认识，特别是对市值管理容易造成一些误解。比如市值管理在国外就是价值管理；市值管理就是股价的管理，市值管理就是股本的管理，更有甚者将市值管理与操纵市场画等号等。所以在认识上，对市值管理要有一个正确的认识和理解，对市值管理未来的发展趋势要有一个较科学的判断和预期，以达到市值管理制度的成功实施。

## 第一节　市值管理误区

### 一、我国资本市场市值管理的现状

随着资本市场的各项制度的完善以及市值管理制度的不断颁布与规范，资本市场逐步回暖。至2009年6月30日沪深两地流通市值已经接近非流通市值，而从2009年8月3日起流通市值开始超过了非流通市值，当日流通市值超过非流通市值4亿元（当日总市值为23.9406万亿元，其中流通股总市值为11.9705万亿元，超过非流通股总市值4亿元）。而随下半年限售股的加快，至2009年底，流通总市值达到总市值的74%。

2009年底资本市场总市值已经接近国内生产总值的水平，市值管理越来越被提升到一个相当重要的位置。特别是近期颁布的股份转持以及央企具有稳定股市的责任与义务等相关文件的实施，完善了市值管理的各项手段，而2010年3月29日实施的融资融券业务和2010年4月16日股指期货的上市交易，进一步完善了市值管理的手段。其他有关市值管理的各项制度基本完善，市值管理制度正在从朦胧走向光明。在资本市场上进行市值管理的活动层出不穷，上市公司通过兼并、重组、资产注入、股份增持与回购、整体上市、买壳上市与借壳上市等手段进行着价值经营，对上市公司大小非解禁的管理则是上市公司市值管理的一个新业务。同时我们还

要看到，由于风险对冲工具的欠缺，上市公司对利用商品期货进行企业微观的套期保值应用甚少，在整个上市公司中尝试套期保值的不到10%；而对利用股指期货等价值经营手段对上市公司总市值的宏观套期保值还没有一个全面的认识，特别是基金、社保基金等机构投资者对自身进行市值管理如何开展更是一片茫然。市值管理在我国还属于一个新生事物，对市值管理的认识多种多样。那么在市值管理全面实施的过程中，容易出现哪些认识的误区？澄清这些误区，对让所有上市公司树立正确的市值管理理念具有实际的指导意义。

## 二、市值管理误区

### （一）市值是上市公司股本乘以股价之积（市值＝股本×股价）

股价是个变量，瞬息万变，它直接传导市场的真实波动。在股本可比的情况下，市值因股价的涨跌而增减。因此，市值的变化要看市场的“脸色”。在估值能力强有效的成熟市场里，市值是上市公司投资价值的具体体现，等于上市公司全体股东的财富价值。但在中国这种弱式有效的市场中，股本与股价之积只是市值的外在表现，市值的内在本质在于它是公司综合素质或价值的集中体现。

证券投资学理论告诉我们，有两大因素影响股价：一是内因，即股票的内在价值；一是外因，即市场对股票内在价值的发现和认同。前者是本，因为价格是价值的体现。好的价值，理论上来说，就会有一个好的价格；反之，没有好的价值，就难有好的价格，即便出现了好价格，由于没有价值的支撑，也不可能持久。然而，后者也是影响股价的重要因素。由于市场这只无形之手，它有自己的估值标准、涨跌周期和行为偏好，加上信息不对称因素，所以同样价值的股票在市场上，可以有溢价和折价之分。

所以，在进行市值管理的过程中，要通过价值创造、价值经营、政策效应以及风险最小化的不断努力来提高公司的内在价值，进而通过价值实现来实现总市值的最大化。而不能通过操纵股价来实现短期的市值最大化，这样既是违规行为，又是不能够长期支持公司的平稳发展。

### （二）市值差别＝股价差别（如股本不变）

市值的大小的确与股价涨跌密切相关。但真正决定市值的不是股价，而是股价背后影响股价的深层价值因素（盈利能力、成长前景、行业地位、团队素质、治理结构、运营规范、战略思路、投资者关系），我们不能仅仅将市值的大小认定由股价的高低来确定，还应该看看公司的深层

因素。

（三）市值管理＝股价管理（甚至股价操纵）

市值管理的确需要关注股价，但关注绝不等于直接管理甚至操纵。因为股价由市场形成，不能、不可也不容许管理。从这个角度说，市值管理是价值管理，重心在决定价格基础的价值上。

（四）市值管理＝迎合市场

市值管理需要考虑市场因素（周期、规律、市场人气、投资偏好、估值标准等），但考虑市场因素绝不等于迎合市场。不迎合≠不理睬；你不理市值，市值不理你；市值管理是必修之课；市值管理要遵循市场规律，贵在因势利导。

（五）市值管理＝追求股价的最高化

股价上扬的确对提升市值有直接影响，但股价最高化绝非市值管理追求的目的；公司和股东价值最大化也不等于股价最高化。价值管理发端于成熟资本市场企业价值最大化理论，我们可以把价值管理定义为“企业通过各种手段实现尽可能高于投资者投资成本之资本收益”。价值管理是通过科学、专业的方法与工具提高股东收益——这一收益将主要反映在企业股票市值上。公司价值的体现，涉及公司战略、公司理财、公司治理、投资者关系等多个方面的内容，又可细化出若干涉及企业方方面面的管理课题。与单纯追求高股价相比，上市公司良好的价值管理更应该体现在能够得到资本市场广泛认同方面。机构投资者、中小投资者要认同公司的理念、内在价值，市场要认同公司能够保持业绩持续增长、维持估值目标。

（六）市值管理＝中国特色

海外市场的确没有市值管理一词，但海外成熟市场有价值管理。成熟市场里，价值等于市值，价值管理是成熟市场上市公司的自觉行动。李嘉诚的李氏企业发展史就是一部市值管理史。由于我国是一个新兴的资本市场，股权分置改革完成还不能马上将市值体现为公司的价值，因此，我们需要市值管理，但它只是个过渡，当市场成熟以后，市值管理也就等同于价值管理。

（七）股票价格可操纵＝市值标准不可取

股价的确具有可操纵性，且此类案件时有发生。但操纵得了一时，操纵不了一世，价格不可能长期背离价值，而且操纵股价是违法行为。市场价格是公允价格，操纵案也毕竟是少数，市值标准在海外成熟市场早已通用。

总之，市值管理是一项复杂的系统的管理工程，市值管理之所以如此

重要，是因为它有助于实现上市公司的根本目标、体现投资者本位，为股东创造价值。其基本含义是：以持续、稳定、合理和有效地提高上市公司股票市值为目标，使公司股票价格正确反映公司的内在价值，并努力实现公司内在价值最大化和股东价值最大化。不过，对于中国的上市公司而言，市值管理曾经走了一个大弯路。过去，中国上市公司有流通股与非流通股之分。其中，流通股是以市值最大化为目标，而非流通股却以净资产最大化为目标。因此，几乎所有的上市公司都在圈钱，并不特别在意市值的高低。

而在全流通时代，这种本末倒置的情况得以改善，股东价值最大化的追求统一为市值最大化，融资策略也成为市值管理的一个环节。不过，当股权激励、股权支付等手段使上市公司高管个人利益与股票价格捆绑在一起时，市值管理也容易产生一些误区。

2007 年 5 月 11 日，上海证交所发布公告，对在信息披露方面存在违规行为的浙江杭萧钢构及其董事长单银木、董事潘金水、总裁周金法、总经理陆拥军、证券事务代表罗高峰进行公开谴责。证监会随后对该公司及上述个人分别给予警告并处以总金额 110 万元的罚款。

2007 年 5 月 14 日，中国证监会作出处罚决定，对天山股份原副总经理陈建良利用内幕消息买卖公司股票的行为罚款 20 万元。而根据沪深交易所网站最新公布的信息，2007 年上半年，共有 17 名上市公司高管“顶风作案”，6 个月之内买卖自家公司股票。“面对股市产生的巨大财富效应，操纵信息炒作公司股票、抬高公司股价对于公司控制者存在巨大诱惑，因为这为他们进行内部交易和通过其他违规手段牟取不当利益提供了条件。”

市值管理这些误区的直接结果是：掏空公司和掏空市场而自肥。实际上，无论是上市还是市值管理，不是为了掏空市场，而是为了加大公司的核心竞争力，加大公司创造财富的能力，使之有更大的吸引力，更健全的公司管理机制和商业模式、运作机制，更低的融资成本以及更强的资源整合能力。

## 第二节　市值管理展望

2009 年 6 月 29 日，沪深大盘再创反弹以来新高，上证指数逼近 3 000 点关口。与此同时，沪深两市总市值达到 20.26 万亿元，自 2008 年 6 月 11 日以来，股票总市值首次回升至 20 万亿元以上。

根据沪深交易所公布的数据，2009 年 6 月 29 日沪市总市值为



**图 15－1　上证指数 2009 年 10 月 28 日前走势图**

159 953.7亿元，其中流通市值为65 502.85 亿元；深市总市值为42 624.06 亿元，流通市值为26 038 亿元。沪深两市总市值达到202 577.8 亿元，两市 A 股市值也同时达到201 181 亿元。

2007 年，市场“牛气冲天”，沪深两市总市值于2007 年 8 月 3 日首次突破20 万亿元，当时上证综指为4 560.77 点。其后大盘冲高回落，在不到一年的时间里，于2008 年 6 月 11 日两市总市值跌破20 万亿元，上证综指收于3 024.24 点。2009 年 6 月 29 日，沪深两市总市值再次回到20 万亿元，在经历了市场的震荡轮回之后，几个时点间的市场环境已经发生了天翻地覆的变化。

2007 年股票市值突破 20 万亿元时，大盘点位远高于 2009 年 6 月 29 日，并在之后的 2 个多月内一路走高，创下大盘历史最高点。那时，如中国神华、中国石油、中国太保等大盘蓝筹股还未登陆 A 股市场，A 股总股本为14 084.72 亿股。而时至 2009 年 6 月 29 日，A 股总股本已达到19 125.34亿股，总股本扩张了35.78%，并且 A 股市场流通股股份占总股本的比重已经显著提高，市场已发生了重大转变。

2008 年两市总市值跌破20 万亿元时，大盘点位与2009 年6 月29 日相近，均在3 000 点左右。但不同的是，那时市场处于下降通道，而2009 年6 月29 日的市场显然处于上升通道。

另外，从市场的估值水平来看，2007 年 8 月 3 日 A 股平均市盈率为50.03 倍，2008 年6 月11 日 A 股平均市盈率为25.01 倍，而2009 年6 月29 日的 A 股平均市盈率为31.89 倍。市值同为20 万亿元，但市场估值明显低于2007 年，上升的动力更加强劲。

可见，伴随资本市场各项制度的不断完善，特别是有关市值管理的各

项法规、政策和手段的不断完善，中国资本市场发生了巨大的变化，资本市场总市值稳步上升，流通市值已于2009年8月3日超过了非流通总市值。市值管理制度正在稳步推进。那么下一步市值管理的发展方向如何？会出现哪些新的发展趋势？

## 一、沪深两市总市值将稳步增长

市值管理制度实施后，上市公司特别是大蓝筹类上市公司拥有资金、技术、人才、信息、研究等各方面的优势，综合运用市值管理的各项手段和政策，充分发挥该上市公司在资本市场上综合运作的能力，不断提升公司的整体实力和总市值的稳定增长。特别是在《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》、《上市公司增持股份管理办法》、《上市公司回购股份管理办法》、《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》、《关于规范上市公司国有股东行为的若干意见》、《资产重组通知》以及《发行可交换公司债券及国有控股上市公司发行证券有关事项的通知》等有关上市公司股权交易的办法不断规范与完善的同时，解决了上市公司市值管理的法律规范和业务流程等问题，为全面推进市值管理提供了法律与制度的保障。市值管理的推进将使得证券市场有跨越式的发展，同时能够减少市场的波动，使得资本市场处于相对平稳的运行态势。资本市场总市值将处于稳步增长的过程，特别是大蓝筹类上市公司的总市值将有快速增长的趋势。

## 二、沪深两市市盈率将控制在合理水平

市值管理制度的实施，将上市公司追求市值最大化定为公司的发展目标，也就是最大限度地回报投资者。同时强调追求市值最大化并不是操纵股价、内幕交易、欺诈等行为导致的股价非理性的上涨，那必将极大地损害投资者的利益。例如1999—2000年发生在深圳证券交易所的亿安科技（00008）股价操纵案：该股票利用虚假信息的发布操纵股票价格上涨，使得股票由1999年4月的14.26元迅速拉升至2000年2月底的126.31元，后经中国证券监督管理委员会立案调查、处理，股价急剧下跌至上市公司内在价值区域。

还有2007年2月上海证券交易所发生杭萧钢构股票内幕交易案，内幕交易人利用尚未公开的内幕信息，大量买入上市公司的股票。信息发布后，股价持续上涨。该股票价格由2007年2月13日的5.01元连续出现9个涨停板后又不断拉升至6月13日的31.58元。短短的4个月时间，股价

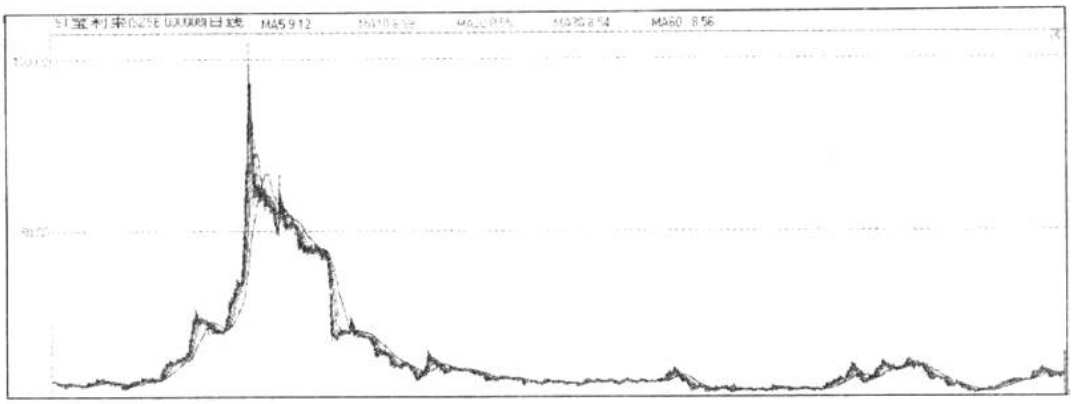


图 15－2　ST 宝利来（000008）（原亿安科技）走势图

上涨了 5 倍有余。经中国证券监督管理委员会立案调查并进行了严肃的处罚，之后股价开始回落。

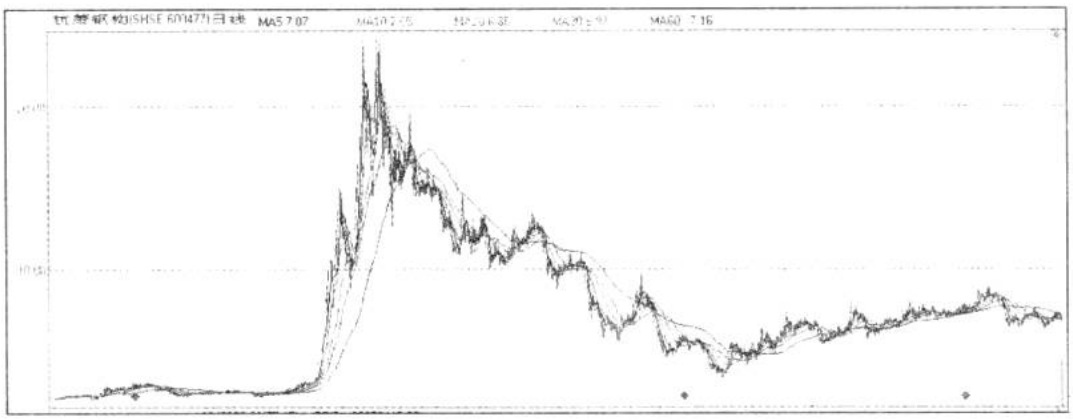


图 15－3　杭萧钢构（600477）走势图

市值管理制度的实施是以提升公司价值创造能力、价值经营能力、政策效应及风险规避能力、价值实现能力等综合实力为目标，最终体现在股价的合理波动上，同时强调市盈率要处于一个合理的位置。也就是说，市值管理的实施，国家及证券监管部门将发展上市公司、提升上市公司实力与总市值的任务还给了上市公司，并且让上市公司有动力、有能力、规范地去经营；又将维护股市的稳定、维护股价的稳定、维护市值的稳定增长交给了上市公司；还把上市公司市盈率水平的高低调整让给了上市公司，上市公司不但要维持总市值的稳定增长、维护市场的稳定，还要维护市盈率处于较为合理的水平内。这是上市公司实施市值管理的真正内涵。

## 三、上市公司承担更多的责任

实施市值管理后，上市公司将要认真地面对市场上的各类风险及维护市场稳定、维护市值稳定、维护投资者关系和社会各方面的责任及义务。国家通过法律、法规、制度、政策的完善，提供上市公司发展的证券市场平台以及风险对冲的期货交易平台，让上市公司在资本市场上充分发挥自身的优势来经营，并且不断实现股东效应的最大化、市值的最大化以及更多地承担社会责任。上市公司通过对各项法律、法规、制度、政策的研究以及对国际资本市场影响因素的研究，提出企业规避各类风险的方案、对策；通过商品期货实现原材料和产成品价格波动风险的对冲，通过股指期货实现上市公司由于系统性风险造成的总市值剧烈波动的风险对冲，通过市值管理的各项手段实现公司经营实力的全面提升，通过投资者关系的维护和社会责任的承担实现市值最大化。所以说，未来上市公司在市值管理制度下将承担越来越多的责任与义务。

## 四、上市公司更具投资价值

通过市值管理制度的实施，上市公司的价值创造能力将不断提升，价值经营能力将不断改善，政策效应实现能力将空前提高，规避风险的意识和能力将不断完善，价值实现能力将不断提高，整个上市公司的实力和经营能力将有一个跨越式的发展与提升，上市公司将被越来越多的投资者所吸引，上市公司将更具投资价值。

## 五、资本市场更加稳定

由于实施了上市公司的市值管理制度，将维护市场的稳定、维护投资者的利益、提升上市公司总市值、维护市盈率在一个较为合理的区间等责任与义务全部交给了上市公司，同时上市公司利用各种市值管理手段在资本市场上充分发挥自身的优势来进行市值管理工作，必将使得该上市公司越来越具有投资价值以及总市值的稳步上升。上市公司总市值的稳定与增长、市盈率水平趋于合理化，那么资本市场就具有了稳定发展的基础。由于各类风险对冲工具的实施，将使得资本市场的波动更为平和，市场将进入平稳健康发展阶段。

## 六、证券监管部门将处于更加公立的位置

由于上市公司市值管理制度的实施，将维护资本市场稳定发展、提升

上市公司经营实力、提升上市公司抗风险的能力、维护市盈率处于一个较为合理的区间等责任与义务全部让给了上市公司，证券监管机构不再既是“救火队长”——具有救市的责任与义务，又是监管者——监管整个资本市场的规范与合规。以前证券监管机构既是政策的制定者，又是政策的执行者，还是政策的监管者，而且还具有维护市场稳定、拯救股市的责任与义务等，这使得监管者很难做到“三公”——公开、公正、公平，这也就是多年以来我国资本市场是一个政策性市场的主要原因。实施市值管理制度后，监管机构只对市场的发展、规范、合规等方面进行监督管理，不再去救市，这样势必会使得证券监管机构处于更为公立的位置，更有利于资本市场的健康有序发展。

## 七、市值管理法规将更加完善

股权分置改革后，关于市值管理制度的讨论越来越多，市场各主体对市值管理的认识不断提高，而市值管理的手段也在不断创新发展。当2001年正式提出《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》，明确了社保资金增加的一个新渠道，然而证券市场上的投资者不能够接受，于是市场出现了宽幅震荡；2007年至2008年间根据资本市场发展和国企、央企上市发展的需求，及时推出了定向增发、资产注入、股份增持、股份回购等管理办法，极大地推动了上市公司市值管理制度的实施与创新；针对社保基金的筹集渠道以及稳定资本市场发展的目的，2009年6月19日国务院四部委联合发布了《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》，极大地促进了资本市场的发展，缓解了社保资金筹集的压力；为推动国有资源的合理配置和有序流转，规范上市公司国有股股东行使股权行为，保护各类投资者合法权益，维护证券市场稳定，国务院国资委于2009年7月4日公布了《关于规范上市公司国有股东行为的若干意见》、《资产重组通知》以及《发行可交换公司债券及国有控股上市公司发行证券有关事项的通知》，这又进一步完善了上市公司实施市值管理的各项法律规范。

融资融券制度的颁布与实施，为各类机构投资者和上市公司推进市值管理制度又增加了一个有效的手段和市值管理工具；股指期货的上市为市值管理进行规避宏观、系统性风险提供了有效的风险对冲工具；市值管理的各项法规不断完善，一旦上市公司市值管理制度实施办法颁布实施，中国资本市场将全面进入市值管理阶段，中国资本市场将有一个空前的跨越式的发展空间。

# 参考文献


[1] [美] Scott E. Harrington（哈林顿）等：《风险管理与保险策划》，中文版，北京，清华大学出版社，2005。

[2] 胡逾越：《期货投资基金》，北京，机械工业出版社，2005。

[3] 黄运成等：《证券市场监管：理论、实践与创新》，北京，中国金融出版社，2001。

[4] 江洋：《衍生品市场对经济增长的作用》，北京，中国金融出版社，2006。

[5] 蓝天祥：《股指期货一月通》，北京，北京大学出版社，2008。

[6] 蓝天祥：《黄金期货半月通》，北京，北京大学出版社，2008。

[7] 刘澄、蓝天祥：《金融发展理论》，沈阳，辽宁民族出版社，2000。

[8] 施光耀等：《市值管理论》，北京，北京大学出版社，2009。

[9] 孙才仁：《套期保值与企业风险管理实践》，北京，中国经济出版社，2009。

[10] 夏斌：《跨世纪的冲击——兼并收购、反收购及融投资策略》，北京，宇航出版社，1994。

[11] 中国保监会：《养老保险国别研究及对中国的启示》，北京，中国财政经济出版社，2007。

[12] 中国期货业协会：《期货市场教程》，北京，中国财政经济出版社，2009。

[13] 中国期货业协会：《中国期货业发展创新与风险管理研究》，北京，中国财政经济出版社，2005。

[14] 中国证监会：《中国资本市场发展报告》，北京，中国金融出版社，2008。

[15] 中国证券业协会：《证券市场基础知识》，北京，中国财政经济出版社，2009。

[16] 朱玉辰：《股指期货基础教程》，上海，上海远东出版社，2008。

[17] 大连商品交易所网站，http：//www. dce. com. cn。
[18] 贵州茅台酒股份有限公司网站，http：//www. maotaichina. com。
[19] 海通证券股份有限公司网站，http：//www. htsec. com。
[20] 建信信托有限责任公司网站，http：//www. hftic. com。
[21] 三一重工股份有限公司网站，http：//www. sanygroup. com。
[22] 上海宝钢股份有限公司网站，http：//www. baosteel. com。
[23] 上海期货交易所网站，http：//www. shfe. com. cn。
[24] 上海证券交易所网站，http：//www. sse. com. cn。
[25] 深圳证券交易所网站，http：//www. szse. cn。
[26] 郑州商品交易所网站，http：//www. czce. com. cn。
[27] 中国船舶工业股份有限公司网站，http：//www. csscholdings. com。
[28] 中国工商银行股份有限公司网站，http：//www. icbc. com. cn。
[29] 中国金融期货交易所网站，http：//www. cffex. com. cn。
[30] 中国铝业股份有限公司网站，http：//www. chalco. com. cn。
[31] 中国民生银行股份有限公司网站，http：//www. cmbc. com. cn。
[32] 中国神华能源股份有限公司网站，http：//www. shenhuachina. com。
[33] 中国银行业监督管理委员会网站，http：//www. cbrc. gov. cn。
[34] 中国证券监督管理委员会网站，http：//www. csrc. gov. cn。
[35] 中信证券股份有限公司网站，http：//www. cs. ecitic. com。