



基于微观动力视角我国上市公司 市值管理绩效评价的研究

吕 飞

摘 要：内生动力不足一直是困扰我国上市公司市值管理、监管层科学监管和投资者理性投资之重要问题。构建上市公司市值管理动力保障、评价和实现的“三个环节”机制尤为紧迫。笔者在上市公司内含价值分层及管理理论上设计一套由上市公司内外部经济技术指标构成的市值管理绩效评价指标体系，并通过对其公开披露财务报表板面数据的有效性实证检验。实验证明该指标体系具有较好的现实解释力和较为广阔的应用前景。

关键词：市值管理；动力机制；绩效评价；内含价值

一、问题的提出

（一）我国上市公司市值管理现状

从 2005 年 5 月股权分置改革开启到 2014 年 5 月国务院提出鼓励上市公司建立市值管理(Market Value Management, MVM)制度,经过十余年的发展,我国上市公司市值管理再次成为关注焦点。然而,从目前市值管理的发展情况看,理论和实践都不同程度地存在需完善的地方。尤其在我国新兴加转轨的资本市场条件下,股改后人们所期待的资本市场价值发现和资源配置等功能还没有充分体现出来,我国上市公司市值(Market Value, MV)仍难以真实反映自身的内含价值。中小投资者非理性投资充斥我国资本市场,部分上市公司市值管理行为扭曲,加剧了 A 股市场“牛短熊长”、“暴涨暴跌”的局面。在资本市场,“牛熊轮替”是一个客观经济规律。然而,在我国,当牛市行情到来时,由于中小投资者非理性“羊群效应”的投资行为,上市公司的市值往往被推至远远超过其内含价值的高度;而当熊市到来时,由于市场非理性恐慌情绪的蔓延,造成“价值洼地”。

当前学界多把市值管理定义为企业的战略管理行为,把市值管理看作是价值管理的延伸和发展,并运用其技术和方法进行市值管理,分为价值创造、经营和实现等“三个环节”的管理。而从微观动力机制角度的研究大都是基于上述定义将一些成果分散于分拆上市、风险管理等上市公司市值管理的部分环节之中。刘国芳(2010)作为最早系统研究论证市值管理动因模型的中国学者,也仅是基于价值创造理论,通过其建立的上市公司市值管理与传统管理收益比较模型,认为市值管理下利润的单位期间增长率 ρ 足够大,足以弥补初期的利润差,并得出选择市值管理对上市公司是有利的,且可成为其主动行为的结论。然而事实上,在我国新兴加转轨的弱有效资本市场条件下,上市公司由于财务短视,也很难与股东利益完全保持一致(李未佳、于胜道,2013:76-77)。虽然各研究机构选取的具体时间节点不完全一致,但从 2005 年股改至 2014 年新牛市到来的十年间,大家对有四次牛熊市轮替循环过程的认识却是基本一致的,1990 年 7 月至 2015 年 7 月上证指数牛熊市轮替情况如表 1 所示。从理论研究情况看,我国 A 股市场实际也客观存在着一定的周期

性,闫超、刘金全、隋建利(2014)运用马尔科夫区制转移模型,得出股票价格持续走高时,一般情况下会有较大波动性的结论。尤其是 2015 年中后期发生的我国 A 股市场的数次千股跌停或涨停的戏剧性变化,以及国家多重措施出手“救市”,也再次印证了这一周期的客观性。笔者发现,在表 1 所列牛熊市轮替的背景下,我国市值管理理论也可分为“提出(2005—2007 年)、兴起(2008—2009 年)、沉寂(2010—2013 年)、再热(2014 年 5 月后)”四个阶段。这也反映出我国市值管理理论从诞生到再度被引起关注,除了国家 2014 年 5 月开启顶层设计的诱因外,还具有一定的利益动机诱因。随着市值管理财富效应的逐步显现,每当牛市到来时,市值管理理论都会被再度“炒热”,伴随而来的是打着市值管理的旗号,实际上内幕交易、虚假陈述、操纵市场等上市公司所谓市值管理行为,要么冲破政策底线,要么游走在灰色地带,成了个别人攫取不正当利益,损害中小股东利益的违反“三公”原则的行为(黄湘源,2015)。

表 1 1990 年 12 月—2015 年 7 月上证指数牛熊市市场轮替情况表

序号	牛 市				熊 市			
	时间跨度	时间间隔 (月)	指数区间 (点)	涨幅 (%)	时间跨度	时间间隔 (月)	指数区间 (点)	跌幅 (%)
1	1990.12—1992.5	18	95—1429	1404%	1992.5—1992.11	6	1429—386	−73%
2	1992.11—1993.2	3	386—1558	304%	1993.2—1994.8	18	1558—325	−79%
3	1994.8—1994.9	1	325—1052	224%	1994.9—1996.1	16	1052—512	−51%
4	1996.1—1997.5	16	512—1510	195%	1997.5—1999.5	24	1510—1047	−31%
5	1999.5—2001.6	25	1047—2245	114%	2001.6—2005.5	47	2245—998	−56%
6	2005.5—2007.10	29	998—6124	514%	2007.10—2008.10	12	6124—1665	−73%
7	2008.10—2009.7	9	1665—3478	109%	2009.7—2010.7	12	3478—2319	−33%
8	2010.7—2010.11	4	2319—3186	37%	2010.11—2014.7	44	3186—2075	−35%
9	2014.7—2015.6	12	2075—5177	149%	2015.7—			

数据来源:根据国泰安数据库整理。

（二）从微观动力角度看市值管理绩效评价问题

剔除上市公司非可控因素,市值实际反映的是资本市场对上市公司股权价值的判断,它包含着资本市场对企业未来收益和风险的估计。有效资本市场的建立需要国家通过法律、体制和机制的不断完善,规范和调整资本市场环境和各参与主体的行为,而上市公司市值管理主要是以市值的最优化和最大化为经营管理目标,形成一套完整的、系统的分析、计划、组织、指挥、协调和控制自身市值的管理机制,并运用符合法律、法规要求的技术手段和工具,达到既定管理目标的企业管理行为(吕飞、干胜道、李伯瀚,2015:89-100),其中市值目标的最优化是指市值要与其内含价值相匹配,实现市值持续的、稳定的不断增长;最大化是指在市值最优化的基础上,与同一资本市场环境、同一所处行业的其他上市公司市值相比,要实现市值的相对最大化。上市公司市值与股东财富最优化和最大化的目标是一致的。尽管绝大部分学者都指出市值管理目标应当是促使上市公司股价充分反映其内在价值,实现产品市场和资本市场的相互匹配、促进和发展(易莹,2015),但在现有理论指导下的市值管理,不仅难以激励和引导上市公司进行真正市值管理的主动性和积极性,反而给一些上市公司或机构滥用市值管理名义操纵股价起了推波助澜的作用。这从 2014 年 12 月份证监会通报的市场操纵违法违规涉及的 18 家上市公司反映出的问题就可以看出(陆晓龙,2015:100-101)。笔者认为,市值管理无论从宏观层面还是微观层面,其立意和出发点都应当是建立我国有效资本市场。市值管理需要从上市公司“人”的责权利出发,建立起良性的市值管理动力机制,促使其在可预见的未来,长期稳定地为股东创造财富,并维持其市值与内涵价值的相互匹配,发挥我国资本市场国民经济“晴雨表”、资源配置以及保护中小投资者利益等功能。

二、内含价值的重新定义及微观动力机制设计框架

（一）内含价值的重新定义

目前,我国上市公司市值管理理论对市值的理解均基于两个公式,其中以施光耀、刘国芳(2008)、蓝天祥(2011)等为代表的价值管理学派,以市值=股份×股价为出发点,并由此衍生出市值管理的“股东、股价和股本”的“三股管理”理论,认为市值管理定义是一种战略管理行为;以谢风华(2008)、毛勇春

(2012)等为代表的综合管理学派,则以市值=税后利润×市盈率为出发点,并由此衍生出市值管理“上市公司、资本市场、外部因素及变量”的“溢价管理”理论,认为市值管理是一种动态平衡管理。而且,大部分市值管理理论均以估值理论为基础,把公司理论价值等同于内在价值(Intrinsic Value, IV),即公司剩余寿命中包含的可产生现金的折现值,并以此为依据,计算与市值相匹配的内在价值。若 V 代表内在价值, CF 代表存续期间每年的现金流, t 代表存续年限, r 代表贴现率,其公式为: $V = \sum_{t=1}^n \frac{CF}{(1+r)^t}$ 。

但内在价值估算却有一定局限性,因为内在价值只是一个估计值,而不是一个精确值,其会随着市场利率对企业未来现金流预测修正变化而不断变化。同时,由于对未来现金流预测很难得到一个准确值,不同分析师对同一企业的预测也往往得出不同的计算结果,尤其是弱有效资本市场与成熟市场有本质区别,市值与内在价值估值之间往往有差异较大,并不能用西方经济学理论解释这些问题存在的原因。

笔者认为,在不考虑上市公司被“恶意坐庄”(例如小盘股被恶炒等)或突发性外部诱因(如战争、金融危机等)的前提下,上市公司市值增减主要由两大诱因组成:一部分是宏观外部资本市场环境带来的市值增减变化;另一部分是上市公司自身带来的市值增减变化。其中,在不考虑上市公司非可控因素的情况下,微观市值管理的管理对象应是企业的内含价值(Embedded Value, EV)。

从市值管理的角度看,上市公司价值由当前运营价值(Current Operating Value, COV),也称现实内含价值,即在现有资源条件下的公司价值;未来增长价值(Future Growth Value, FGV),也称预期内含价值,即上市公司未来预期新增投入资本及获得之收益;资本品牌溢价,即在不同资本市场,上市公司综合管理能力的价值体现等三部分之和构成(吕飞、干胜道、赵阳光, 2015: 70-81),其概念是投资分析理论中净现值分析(Net Present Value Analysis, NPVA)的推广和应用。由此可见,两者根本区别在于:内在价值估算比较主观,尤其是在对未来现金流量估算方面,没有充分考虑现有经营状态下公司本身所蕴含的价值,且未对未来可预见的现金流量进行细分。同时,也未考虑不同资本市场间存在着不同资本溢价的现实,笼统用价值管理或溢价管理理论的技术和方法很难解释市值增减变化的原因,难免以偏概全。而且公司内在价值大都是基于金融资本市场投资者的角度对公司价值的判断,但从上市公司内部管理角度却无法进行自我价值的衡量。因而,笔者认为的公司内含价值推导过程如下:

(1)假设没有发生影响上市公司市值的外部因素,包括被恶意打压或抬高股票价格等;

(2)假设宏观外部资本市场环境对上市公司市值影响值为零。

若以 NOPAT 代表税后净利润(Net Operating Profit After Tax, NOPAT), EBIT 代表息税前利润(Earnings Before Interest and Tax, EBIT), FS 代表自由盈余(Free Surplus, FS), NA 代表净资产(Net Asset, NA), CL 代表或有负债预计损失额(Contingent Liability, CL), β 为资本品牌溢价, t 代表某一时刻,则某一时刻的内含价值 EV_t 计算公式如下:

$$\text{NOPAT} = (\text{EBIT} - \text{利息费用}) \times (1 - \text{所得税率}) \quad (1)$$

$$\text{FS} = \text{NA} - \text{CL} \quad (2)$$

$$\text{则,} \quad \text{EV}_t = \text{NOPAT} + \text{FS} + \beta \quad (3)$$

而内含价值变动即为经济增加值(Economic Value Added, EVA)。若以 IC 代表新增资本投入(Invested Capital, IC), CC 代表资本成本(Cost of Capital, CC),则某一时刻 EVA_t 计算公式如下:

$$\text{EVA}_t = \text{EV}(t) - \text{EV}(t-1) + \text{现金股利} - \text{IC} + \beta \quad (4)$$

若以 RONA 代表预计调整后的净资产回报率(Return on Net Assets, RONA), WACC 代表加权平均资本成本(Weighted Average Cost of Capital, WACC),则公式(4)可改写为:

$$\text{EVA}_t = (\text{RONA} - \text{WACC}) \times \text{EV}_t + \beta \quad (5)$$

若 PVFE 代表未来 EVA 的现值(Present Value of Future Eva, PVFE), r 代表风险贴现率, $\Delta\beta$ 资本品牌增长额,则未来 EVA 的现值计算为: $\text{PVFE} = \sum \frac{\text{EVA}_t}{(1+r)^t} + \Delta\beta$ (6)

若 MV 代表市场价值(Market value, MV),则 MV 计算为: $\text{MV} = \text{EV}_t + \text{PVFE} \pm \Delta\beta$ (7)

从上式可以看出, EV_t 就是上市公司当前运营价值, 也即现实内涵价值。若预期按基期取得的 EVA_t 业绩水平持续下去, COV 就是 MV , 即: $COV = EV_t + \frac{EVA_t}{WACC} + \Delta\beta$ (8)

若 FGV 代表 EVA 增量投入资本化现值作为未来增长价值, 也即预期内含价值。这时, 市值管理中的内涵价值即等于市值, 并分为三个层次, 其公式可改写为: $MV = COV + FGV + \Delta\beta$ (9)

这就意味着, 增加股东财富, 也即增加上市公司市值, 须从创造超过当前 EVA_t 的期望值、增加投入带来未来预期的 EVA 、维护提升资本品牌溢价等三方面提升上市公司内含价值。

(二) 从微观动力机制角度设计的市值管理总体框架

以往市值管理理论大部分从价值创造理论角度研究市值管理, 鲜有从微观动力机制角度的研究, 例如以施光耀、刘国芳等(2008)为代表的学者, 创建了基于数据包络分析(Data Envelope Analyse, DEA)技术的资本品牌价值评估 $Avan$ 溢价模型, 并运用于我国上市公司市值管理的绩效评价, 到 2015 年已连续 9 年向社会推出了年度报告; 以张济建、苗晴(2009)等为代表的学者, 考虑了市值管理财务及非财务性驱动因素, 采用战略管理的平衡计分卡(Careersmart Balanced Score Card, CBSC)技术市值管理进行了实证检验; 以夏鑫、傅元略、常叶青(2013)等为代表的专家学者, 考虑利益相关者(Stakeholder)角度的价值驱动要素出发, 建立了可持续市值管理的理论框架等等。但对从市值管理微观动力机制角度的研究目前尚无进展, 大多数研究只是从表象上提出我国上市公司市值管理存在内在动力不足等问题。笔者设计的市值管理动力机制总体框架, 主要从市值管理动力机制构建涉的及三方面利益主体开始, 即股东、经营管理层和关键岗位员工, 而上市公司市值管理主要是调动它们进行市值管理的积极性。2014 年证监会就市值管理现状对 2365 家上市公司进行了问卷调查, 仅有 25% 的公司实施过激励计划, 其中股票期权占 44%、限制性股票占 38%, 但股票增值权、延期支付等方式运用较少(中国证监会上市部, 2014: 365)。由此可见, 激励不足问题仍然是上市公司缺乏市值管理主动性和积极性的一个重要因素。

鉴于此, 笔者认为上市公司市值管理目标一经确定, 就需进行市值管理动力机制的设计, 主要以上市公司董事会、监事会、高管层和重要岗位员工为核心, 引导他们主动地进行市值管理, 其中动力保障机制是市值管理的基础, 主要由“人”的责、权、利构成; 动力评价机制由市值管理绩效评价、人力资源绩效管理构成; 动力实现机制由市值信号预警、市值管理工具运用和强化投资者关系管理机制等构成。设计的基于微观动力机制视角的市值管理绩效评价指标体系, 是激励“人”的“利”的核心。

由图 1 可以看出, 市值管理动力保障机制由市值管理文化、市值管理导向机制、市值管理激励机制、市值管理约束机制和市值管理控制机制等共同支撑, 其核心是围绕上市公司各管理层级员工的责、权、利所进行的管理行为, 其中市值管理文化是上市公司特有企业文化的组成部分, 就是要建立为股东负责并创造最优化和最大化财富的公司文化; 市值管理导向机制就是吸引和凝聚上市公司各管理层级员工时刻关注市值变化, 并引导其以市值最优化和最大化为目标, 积极合

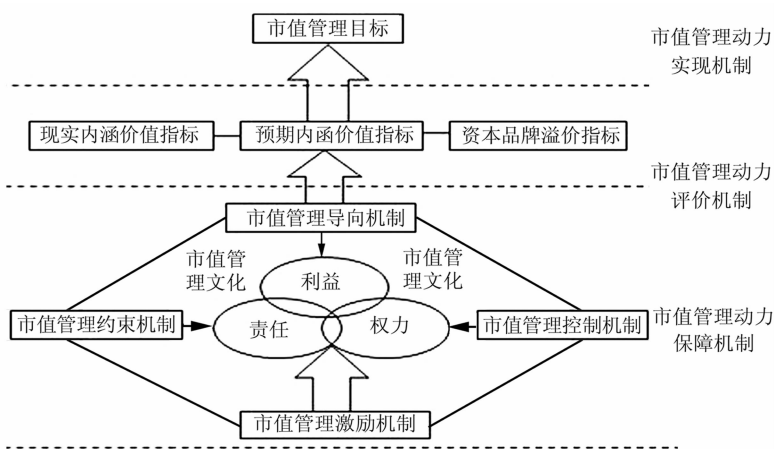


图 1 微观视角的市值管理

理配置企业内外部资源, 为股东创造可持续的不断增加的财富; 激励机制是激发和强化上市公司各管理层级员工完成市值管理目标, 达到个人与市值管理的目标高度融合; 约束机制就是要对上市公司各管理层级员工有违市值管理目标行为进行制约, 形成内生驱动力, 避免能量损失; 控制机制就是建立动态的、干预性的市值调节体系, 确保市值管理沿着正确的方向和预定的目标进行。

动力评价机制中的市值管理目标绩效评价机制是对市值管理结果与目标的偏差进行分析,并持续改进,而各管理层级员工绩效评价机制,主要是对分解到评价各管理层级员工完成情况,并与其个人薪酬直接关联。动力实现机制中的市值信号预警机制就是上市公司自身对企业内含价值有准确的估计,当股价超出或低于预警区间值时,需及时干预并处理;管理工具运用机制就是上市公司根据市值信号反馈情况及时做出的反应,并有效运用市值管理工具以达到预期的结果;投资者关系管理不仅要与资本市场互动,还要选择价值投资者,促使市值与内含价值匹配。

(三) 系统动力学理论指导下的市值管理绩效评价

美国麻省理工学院福雷斯特教授在 20 世纪 50 年代创立了系统动力学(System Dynamics,SD),并已广泛运用于企业、城市、地区、国家甚至世界规模的许多战略与决策等分析中,被誉为“战略与决策实验室”(贾仁安,2014:18-25)。它以反馈控制理论、计算机仿真技术为基础和手段,普遍用于定量研究复杂的社会经济系统问题。其特点是:(1)处理长期性和周期性问题;(2)对数据不足问题进行研究;(3)处理精度要求不高的复杂的社会经济问题;(4)需要有条件预测。而市值管理正符合上述特点,首先本文倡导的市值管理目标是长期、稳定和持续增长的市值增长,而且市值在同一资本市场的增减具有一定周期性变化;其次影响市值的内外部因素非常复杂,不可能找出所有的数据直接进行量化并测算出具体数值;再次围绕内含价值波动而形成的市值增减不可准确计量,只要在同一资本市场的合理区间内波动,均属于正常范围;最后三个层面的内含价值需要根据企业发展战略的具体措施进行预测。

按照现代公司理论,上市公司与非上市公司的根本区别在于上市公司股权证券化后,可在资本市场上充分流动,并利用资本市场的定价机制时时反映公司的价值,即公司价值以股票价格形式表现出来,且股票价格不仅反映了公司的现实价值,还反映了企业未来的预期价值,及不同市场条件下的资本品牌溢价,而市值管理系统本身是一个面对资本市场开放的系统,同时也是信息反馈互动系统。所以,可运用

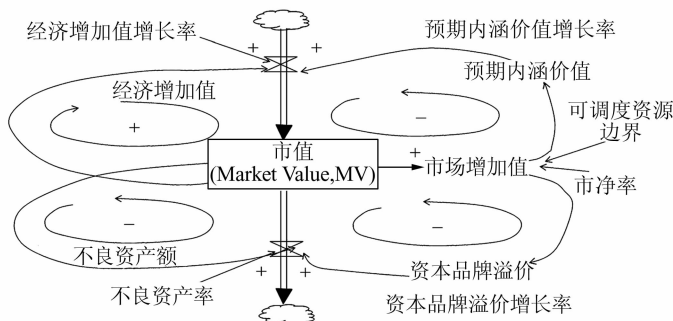


图 2 简单市值管理子流图模型

其预测上市公司市值的变化和趋势从市值管理子流图模型(图 2)所示可以看出,主要有四组变量影响上市公司市值:(1)经济增加值积累变量及与之对应的速率变量,它反映现实内含价值(包括账面价值加上现有资源条件下的预计内涵价值);(2)预期内含价值积累变量及与之对应的速率变量,它反映上市公司通过战略投资、并购重组、上市公司转板等可能带来的预期价值;(3)不良资产额积累变量及与之对应的速率变量,它反映企业经营过程中可能造成的损失,以及存在的经营风险;(4)资本品牌溢价及与之对应的速率变量,它反映企业综合管理能力在资本市场上的表现,并由此带来的市值变化。同时,任何企业都有一个可调度资源的边界,它也反映了市值增长的“天花板”。

三、从系统动力学角度建立的市值管理绩效评价指标体系及实证研究

(一) 现有市值管理绩效评价文献回顾及述评

市值管理绩效指标选择既是确定市值管理目标的依据也是动力机制构建的基础,更是能够将上市公司各层级管理员工责权利连接起来的纽带。我国现行上市公司市值管理绩效评价指标体系,主要是由施光耀、刘国芳(2014)等为代表的专家学者出版的《2014 年度中国上市公司市值管理绩效评价报告》,主要由价值创造(占比 30%)、价值实现(占比 40%)、价值关联度(占比 20%)、溢价因素(占比 10%)等四个一级指标构成,其中基础价值(占比 60%)、成长价值(占比 40%)、总市值、总市值增长率等 11 个二级指标以及 EPS、ROE、ROM 等 7 个二级指标构成;基于价值管理视角的后续研究者也大都都是运用价值管理方法从不同视角设计了测度我国上市公司市值管理绩效的指标。例如:吴夕晖(2009)基

于市值规模、效率和成长,设计了 16 个三级指标体系;徐颖(2010)基于价值创造、价值实现、价值关联度,设计了 17 个三级指标体系;高嘉桢(2013)基于价值创造、价值实现,设计了 9 个指标体系等。只有苗晴(2009)将上市公司内在市值区分为当前经济价值、潜在经济价值,采用灰色聚类决策方法中的模糊 TOOSIS 方法和突变级数法模型分别计算出价值经营能力和内在价值评价结果,设计了由当前经济价值、潜在经济价值等两个一级指标,盈利能力、偿债能力、运营能力等 11 个二级指标,24 个三级指标,19 个四级指标。就对接资本市场面板数据来研究市值现有研究文献分析,Cui、Mak(2004)实证研究了高新技术行业,证明管理层持股多少与公司财务绩效具有非线性相关;Chourou&Abaoub(2008)实证研究得出企业成长性、规模与股权激励水平正相关的结论,管理层任期长短、股权集中程度与股权激励水平负相关;Mak&Li(2001)认为企业市值的股权激励是一种多要素整合效益,实证结果表明股权集中程度、大小股东持股比例性质与股权激励水平负相关;Core&Guay(1999)的研究表明公司规模和企业市值的股权激励程度虽然正相关,但激励程度随规模的增加呈现出先升后降趋势,企业成长性、管理层任期也和企业市值股权激励程度相关联;Jin&Janson(2005)通过实证研究得出市值股权激励程度和系统风险正相关的结论。

整体而言,现有研究市值管理绩效的文献多是基于价值管理技术和方法,试图得出较为科学的评价结果,对研究我国现阶段市值管理绩效具有一定的借鉴价值。笔者认为,一方面市值管理的概念框架应涵盖过去和现在的市值创造、实现和估值,也应该对未来资本市场上预期的溢价价值具有相应的测度和解释能力。为此,我们认为市值管理的概念框架通过拓展后应包括现实内涵价值、预期内涵价值和资本市场溢价价值三部分内容构成,对市值管理绩效测度考评指标的设计应紧紧围绕上述三部分内容构成来进行设计和实证检验;另一方面,我国资本市场需要进一步完善,但任何基于我国上市公司市值管理绩效提升市值管理动机设计的指标体系必须能够有效对接我国资本市场上上市公司财务报表的面板数据,必须能够经得起我国资本市场上上市公司财务报表面板数据的实证检验并对我国上市公司股权分置改革的财务实践做出较为合理的解释。由于笔者强调的是站在上市公司自身管理角度研究市值管理动力机制,所以此处所确定的衡量预期内含价值的二级指标未来三年项目投资增长率和未来三年证券投资增长率,以及三级指标来自未来三年预计项目投资内涵报酬率和未来三年预计风险投资收益率,均取自于上市公司的内部资本预算,不在上市公司对外公开披露的财务报表板面数据中列示,所以在以下指标的相关性实证检验中不考虑上述四个指标,仅对上市公司外公开披露的财务报表板面公开指标数据进行有效性检验。然而,笔者借鉴刘光运、董元、曾涛涛(2014)等人基于中航工业 10 家上市公司内部数据中的未来三年预算净资产收益率增长率和未来三年的机构预测净资产收益率增长率等内部指标对市值增长具有有效性的检验结果,可说明内部相关指标解释能力还是较强的。此外,市值管理动力主要来源于公司现实内含价值创造能力、未来预期投资创利能力和资本品牌溢价能力,并运用 SD 理论模拟未来内含价值变化趋势与匹配度。剔除主观因素又能持续获得高溢价的上市公司市值,是对资本市场上上市公司综合管理能力和管理绩效的一种体现。笔者构建的我国上市公司市值管理绩效评价指标体系如表 2。

(二) 实证研究

笔者选取了 2005—2014 年沪深 A 股 1198 家上市公司作为研究样本。样本数据进行了 2%分位上的 Winsorization 处理。由于笔者是对依据 SD 理论设计的微观市值管理绩效评价体系的相关性、可靠性和对市值管理实务的解释能力用 SPSS20.0 和 STATA14.0 做实证检验,即实证检验表 2 中相关指标和市值管理(MVM)之间的相关性、可靠性及对 MVM 实务的解释能力,因此将因子分析法和主成份分析法相结合是较理想的方法。

1. 因子分析的可行性研究

从检验结果来看,KMO 值分别为 0.651,介于 0.5 与 1 之间;Bartlett 检验的近似卡方值为 7857.936,相应显著性概率为 0.000,高度显著,表明适合因子分析法。

2. 因子提取

用主成分分析法提取因子,得到 4 个特征值大于 1 的因子,累计贡献率 62.32%,如表 3。

表 2 基于 SD 理论的市值管理绩效评价指标表

名称	一级指标	二级指标	三级指标	指标说明
市值管理 (MVM)	现实内含 价值	经济增加值率	净资产收益率	反映企业运用自有资本的效率。
			资产负债率	反映企业偿的债能力。
			总资产周转率	反映企业全部资产的经营质量和利用效率。
			销售增长率	反映企业的成长状况和发展能力。
		不良资产比率	现金流动负债比	反映企业当期偿付短期负债的能力。
			或有负债比率	反映企业成长状况和发展能力。
	预期内含 价值	未来三年项目 投资增长率	未来三年预计项目投资内涵报 酬率	反映项目投资创造的净现值能力。
		未来三年证券 投资增长率	未来三年预计风险投资收益率	反映企业市值成长性。
		托宾 Q		Q>1 时企业价值高于重置成本。 Q 值越大,企业市值表现越好。
		决策能力	过去三年市场增加值增长率	反映持续为股东创造财富的能力。
	资本品牌 溢价价值	投资者关系管理能力	过去三年平均市盈率	反映持续为资本市场的认可能力。
		股权激励能力	过去三年平均每股收益	反映持续创造价值的 ability。
		股利分红能力	过去三年平均每股经营现金	反映持续创造现金流的能力。
		行业影响能力	过去三年平均每股净资产	反映持续市值与企业价值匹配能力。

表 3 解释的总方差

成份	初始特征值			提取平方和载入			旋转平方和载入		
	合计	方差的 %	累积 %	合计	方差的 %	累积 %	合计	方差的 %	累积 %
1	3.080	27.998	27.998	3.080	27.998	27.998	2.194	19.945	19.945
2	1.609	14.623	42.621	1.609	14.623	42.621	1.894	17.219	37.164
3	1.166	10.603	53.224	1.166	10.603	53.224	1.489	13.537	50.701
4	1.000	9.094	62.319	1.000	9.094	62.319	1.278	11.618	62.319
5	0.862	7.838	70.157						
6	0.803	7.298	77.455						
7	0.754	6.853	84.308						
8	0.611	5.552	89.860						
9	0.538	4.892	94.752						
10	0.402	3.659	98.411						
11	0.175	1.589	100.000						

3. 因子命名

运用最大方差法对提取的 4 个因子进行正交旋转后,得到因子载荷矩阵,如表 4 所示。可以看出托宾 Q(tobinq)、市盈率(pe3)、每股经营现金流量(ocps3)、每股净资产(bvps03)在因子 1 上载荷较高,说明因子 1 对这几个与市场表现有关的指标解释能力较强,故将因子 1 称为市场表现因子,用 F1 表示。净资产收益率(froe)、每股收益(eps3)、市场增加值(mva3)在因子 2 上载荷较高,说明因子 2 对这三个与业绩有关的指标解释能力较强,所以将因子 2 称为业绩因子,用 F2 表示。现金流动负债比率(cash-debt)和资产负债率(lev)两个指标在因子 3 上载荷较高,说明因子 3 对这两个与负债有关的指标解释能力较强,故将因子 3 命名为负债因子,用 F3 表示。营业增值率(increaserate)和总资产周转率(ttt)在因子 4 上载荷较高,说明因子 4 对营运能力有关的指标解释能力较强,所以将其命名为营运因子,用 F4 表示。

4. 因子得分

在上述实证处理程序完成后,得到如表 5 所示的因子得分系数矩阵。可得各个因子得分系数:

F1=-0.105X1-0.440X2+0.125X3+0.084X4-0.071X5-0.041X6-0.250X7+0.257X8+0.384X9+0.148X10-0.095X11

F2=0.399 X1 +.313 X2 -0.222 X3 +.016 X4 -0.073 X5 -0.037 X6 -0.015 X7 -0.025 X8 -0.009 X9 +0.326 X10 +0.515 X11

$$F3=-0.050 X1 +0.181 X2 +0.591 X3 -0.519 X4 +0.033 X5 -0.055 X6 +0.053 X7 +0.209 X8+0.046 X9-0.016 X10 -0.156 X11$$
$$F4=0.133 X1-0.017 X2 +0.082 X3 +0.096 X4 +0.647 X5 +0.594 X6 +0.024 X7 +0.051 X8 -0.117 X9 -0.065 X10 -0.139 X11$$
$$MVM \text{ 总得分}=0.280F1+14.623F2+10.603F3+9.094F4$$

表 4 旋转后因子载荷矩阵

	成份			
	1	2	3	4
froe	0.116	0.702	0.112	0.278
tobinq	-0.712	0.336	0.363	-0.047
cashdebt	0.206	-0.014	0.797	0.111
lev	0.169	-0.115	-0.748	0.120
increaserate	0.024	0.066	0.054	0.777
ttt	0.087	0.094	-0.060	0.727
pe3	-0.544	-0.184	0.043	-0.060
ocps3	0.588	0.267	0.334	0.163
bvps03	0.799	0.254	0.102	-0.012
eps3	0.549	0.698	0.144	0.091
mva3	0.115	0.777	-0.010	-0.031

表 5 因子得分系数矩阵

	成份			
	1	2	3	4
froe(X1)	-0.105	0.399	-0.050	0.133
tobinq(X2)	-0.440	0.313	0.181	-0.017
cashdebt(X3)	0.125	-0.222	0.591	0.082
lev(X4)	0.084	0.016	-0.519	0.096
increaserate(X5)	-0.071	-0.073	0.033	0.647
ttt(X6)	-0.041	-0.037	-0.055	0.594
pe3(X7)	-0.250	-0.015	0.053	0.024
ocps3(X8)	0.257	-0.025	0.209	0.051
bvps03(X9)	0.384	-0.009	0.046	-0.117
eps3(X10)	0.148	0.326	-0.016	-0.065
mva3(X11)	-0.095	0.515	-0.156	-0.139

5. 实证结论

笔者构筑的基于 SD 理论的 MVM 绩效评价体系总体上具有良好的相关性;托宾 Q、三年平均市盈率、三年平均每股经营现金流、三年平均每股净资产等指标对市值管理市场表现解释能力较强;净资产收益率、三年平均每股收益、三年平均市值增加值增长率等指标对市值管理绩效指标解释能力较强;现金流动负债比率、资产负债率等指标对我国上市公司市值管理负债度的解释能力较强;销售增长率、总资产周转率等指标对市值管理营运能力解释能力较强。上述分析说明我国上市公司对内部信息披露的深度和广度还有待于进一步提高,也应当将其预期内含价值的相应信息披露给金融资本市场上的投资者并获得其对公司价值的认知和认同,而且从市值管理宏观金融资本市场环境看,我国新兴加转轨金融资本市场的价值发现功能尚未得到充分体现,还需上市公司在充分对外披露信息、与分析师积极沟通、对价值投资者进行选择等方面进一步完善自身的投资者关系管理。因而,整体上看,笔者构筑的 MVM 绩效评价体系具有较好的现实解释力和较广阔的应用前景和价值。

四、小结和展望

我国上市公司市值管理的难点在于资本市场价值发现功能尚未完全体现,从上市公司到金融资本市场的投资者均可能对公司价值产生误判。如果从微观市值管理动力机制视角,研究上市公司内含价值与市值的相互关联性,并设计一套市值管理绩效评价指标体系,不仅可解决部分上市公司市值管理内生动力缺乏的问题,还可促进提高上市公司内部管理水平,提高其市值管理的效率和质量。同时,又可帮助上市公司解决市值管理中的责任目标分解、员工薪酬体系和股权激励计划的设计、市值预警区间值设定等诸多操作层面的具体问题。本文的局限性在于虽然设计了市值管理绩效评价指标体系并进行了实证研究,但由于上市公司内部数据难以取得,未能直接进行相关性验证,且指标体系未具体运用到上市公司对自身市值管理绩效的评价,是否适用尚待验证。笔者相信,若沿着这一思路进行研究,我国上市公司将更重视公司内含价值信息的对外披露市值管理,进而会为提升我国金融资本市场有效性奠定坚实的基础。

参考文献:

[1] 高嘉桢(2013). 中国林业上市公司市值管理评价研究. 金融经济,12.

[2] 黄湘源(2015). 扶正祛邪是市值管理始终不渝的使命. 上海证券报,2015-06-12.

- [3] 贾仁安等(2014). 组织管理系统动力学. 北京:科学出版社.
- [4] 蓝天祥、陈 阳、刘 强等(2011). 市值的博弈——市值管理理论、实践与探索. 北京:中国金融出版社.
- [5] 李 冬、付杰茹(2010). 关于上市公司信用行为缺失的博弈及对策分析. 工业技术经济, 11.
- [6] 刘国芳(2010). 基于 DEA 模型的上市公司市值管理绩效评价. 武汉理工大学学报(信息与管理工程版), 1.
- [7] 刘国芳(2010). 上市公司市值管理动因模型研究. 当代经济, 24.
- [8] 刘光运、董 元、曾涛涛(2014). 上市公司市值管理:概念框架推进策略与评价体系. 2013 年度中国总会计师优秀论文选.
- [9] 刘济平(2014). 让市值管理面向阳光. 证券日报, 2014-12-24.
- [10] 李末佳、干胜道(2013). 企业财务短视行为原因及对策. 财会通讯, 1.
- [11] 陆晓龙(2015). 谁玷污了市值管理. 董事会, Z1.
- [12] 毛勇春(2012). 市值管理方略. 上海:同济大学出版社.
- [13] 苗 晴(2009). 中国 A 股上市公司市值管理研究. 江苏大学博士学位论文.
- [14] 施光耀、刘国芳(2008). 市值管理论. 北京:北京大学出版社.
- [15] 吴夕晖(2009). 中国上市公司市值管理探讨. 消费导刊, 3.
- [16] 夏 鑫、傅元略等(2013). 上市公司可持续市值管理研究. 当代会计评论, 2.
- [17] 谢风华(2008). 市值管理. 北京:清华大学出版社.
- [18] 徐 颖(2010). 中国上市公司市值管理研究. 中国电力教育, 12.
- [19] 闫 超、刘金全、隋建利(2014). 中国股票市场牛熊市运行周期探究. 经济与管理研究, 10.
- [20] 易 莹(2015). 引导规范市值管理目标和工具. 中国证券报, 2015-04-02.
- [21] 张敏芳(2013). 上市公司资本结构对市值管理影响的实证研究. 中南大学硕士学位论文.
- [22] 中国上市公司市值管理研究中心(2014). 2014 年度中国上市公司市值管理绩效评价报告. 北京:经济科学出版社.
- [23] 中国证监会上市部(2014). 关于上市公司市值管理的研究报告. 北京中国证监会.
- [24] Cui, Mak(2004). Executive compensation in the information technology industry. *Management Science*, 46.
- [25] Core J, Guay W(1999). The use of equity grants to manage optimal equity incentive levels. *Journal of Accounting and Economics*, 12.
- [26] Jin-Chuan Duan, Jason Wei(2005). Executive Stock Options and Incentive Effects Due To Systematic. *Journal of Banking & Finance*, 20.
- [27] Lamia Chourou, Ezzeddine Abaoubb(2008). The Economic Determinants of CEO Stock Option Compensation. *Journal Multinational Financial Management*, 18.
- [28] Ma, Li(2001). Option expense: The sword of Damocles Revealed. *Accounting Horizons*, 15.

Research on China Listed Company's Performance Evaluation of Market Value Management in the Perspective of Microcosmic Dynamical

Lu Fei (Sichuan University)

Abstract: Endogenous dynamics shortage has plagued China listed company's market value management as well as important issues the scientific supervision and rational investor may face. Entitlement constructions, evaluation and implementation mechanisms on China listed company's market value management are urgently needed. In this paper, we construct a series of performance evaluation of market value management indexes, which are composed of external and internal economic and technical indicators based on the stratified embedded value and management theory. Moreover, we use the publicly disclosed financial statement panel data to test the conclusion's effectiveness. The empirical results verify the indexes have a good explanatory power and can be applied extensively.

Key words: market value management; dynamic mechanism; performance evaluation; embedded value

■作者地址: 吕 飞, 四川大学商学院; 四川 成都 610044. Email: 861984811@qq.com.

■基金项目: 国家社会科学基金一般项目 (13BJY015)

■责任编辑: 刘金波