



央国企市值管理·他山之石(美国篇)

# “股东至上”的利与弊

◎ 记者 王哲希

1月24日,国务院国资委首提将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人绩效考核。市值管理是国企改革的重要一环,实现路径聚焦提高核心竞争力和增强核心功能。此举或进一步推动央企及其上市公司共同价值回归。

国九条3.0版的印发,为资本市场深化改革制定了全新时代表和路线图,将从中长期改善上市公司质量,提升投资价值,增强投资者获得感。这需要企业在练好内功的同时,放眼全球市场,博采众长。

本文以美国资本市场经验为对照,结合其上市企业市值管理模式、优缺点,以及相关案例分析,以期提供参照。

根据金融服务商 City Index 公布的数据,在2023年全球市值排行榜中,共有8家美国企业进入前十,其中不乏苹果、微软、亚马逊等知名公司。

进入2024年,全球市值排名位次进一步变动,但前十仍基本被美国公司包揽,截至目前,共有6家美国公司市值超过1万亿美元。

股市方面,受益于AI技术的推动,以“美股七巨头”(微软、苹果、英伟达、Alphabet、亚马逊、Meta、特斯拉)为代表的科技股大放异彩。目前,“美股七

巨头”的股票占纳斯达克指数权重的一半左右;2023年全年,“美股七巨头”更是为标普500指数贡献了2/3的涨幅。纳斯达克综合指数和标准普尔500指数均是市值加权指数。

与此同时,美国拥有世界上规模最大的资本市场,总市值逼近全球一半。而欧盟与中国市场的占比各在一成左右,影响力仍有待提升。

那么,美国如何成长为当前最大的资本市场?其在市值管理方面有何可供借鉴的经验?



IC 图

## 2

### “股东至上”的两面

不过,陈欣也强调,美国公司与其说是“市值管理”,不如说是“股东至上”。

“美国乃至整个英美体系基本上都是股东至上的,这点跟日本和德国不一样。日本和德国以往以制造为主的企业,如果再不重视研发,只能是“自取灭亡”。

英伟达去年的市值增加了两倍多,跃升至第六位;Meta的市值几乎增加了两倍,排名进入前十;微软、苹果等“美股七巨头”的市值总和甚至超过了除美国以外的任何单一国家股市市值。

的确,经过长时间的发展,美国的资本市场已经较为成熟,能够促使它自发地作出重视股东利益的行为,较大程度保护到股东的权益。但是过犹不及,过多资金流入投资人口袋,也会导致企业没有足够的研发资金投入制造。

“这也是这些年波音事故频发的原因之一。”陈欣向记者表示,“站在中国市场的角度,我们不应照搬美国经

验。”

可以说,研发投入一定程度上反映了企业的科技含量。那些精准把握住“风口”的科技公司,其市值也一路水涨船高,更遑论那些以制造为主的企业,如果再不重视研发,只能是“自取灭亡”。

英伟达去年的市值增加了两倍多,跃升至第六位;Meta的市值几乎增加了两倍,排名进入前十;微软、苹果等“美股七巨头”的市值总和甚至超过了除美国以外的任何单一国家股市市值。

而目前市值最高的欧洲公司是丹麦制药公司诺和诺德,该公司市值的成长得益于开发的减肥药司美格鲁肽注射液带来的巨大效益。这背后的研发投入自是不必多说。

根据咨询公司安永的评估,去年,全球市值最高的100家上市公司

的市值增长了29%,达到约36.5万亿美元,创下新高。安永在分析中指出,科技行业的繁荣使得美国的主导地位进一步巩固;2023年全球市值最高的100家公司中有62家位于美国;而在全球金融危机爆发前的2007年,全球市值100强公司中有46家总部位于欧洲,只有32家总部位于美国。

安永业务经理亨利克·阿勒斯(Henrik Ahlers)表示,欧洲资本市场目前“过于分散”,尤其是对于新的、有抱负的公司而言,通过上市筹集资金的障碍太高。

这从侧面印证了美国资本市场的集中、便利与开放。

“美国的做法是赚了钱,要给股东分出来,公司想要投资,就要自己去市场上融资,市场会判断投资的项目到底好不好。”陈欣指出。

## 3

### “市值管理”的路径

1月24日,国务院国资委提出,将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩评价,引导管理层关注股价变化。国资委目前对央企负责人的业绩评价核心指标是“一利五率”,即利润总额、资产负债率、净资产收益率、营业现金比率、研发投入强度和全员劳动生产率,以“财务效率”方面指标为主,不包含与资本市场有关指标。

随着市值管理的市场关注度提高,上市公司对于市值管理的理解也在加深。除了做好主业,在合适时点推出重要股东增持、回购股份、股权激励、加大分红力度等技术性市值管理举措,也被越来越多上市公司所接受。不少上市公司表态,将加大分红力度,积极回报股东。

尽管市值管理在近日才走进我们的视野,但实际上,它并不是一个非常

新鲜的词汇。

“以往站在央国企和政府的角度来看,对市值管理并没有像现在这么重视。现在是因为股价波动太大了,所以开始重视市值管理。为什么会存在这个问题?就是因为大股东和中小股东的利益是不一致的。大股东控制企业,控制权会带来一些溢出效应,而这些溢出效应体现不到中小股东身上。”

陈欣说,“对于这一类企业,可能国家希望通过各种方法来促使这些公司的价值得到释放,然后股票的价格能够更好地反映它的内在价值。”

需要注意的是,市值管理并不意味着提高股价。“不是说拉高才叫管理,而是说要使股价更平稳,这也是一种管理。”陈欣向记者强调,应当具体问题具体分析。“如果被低估了,管理的目的就是拉高(股价);如果现在是合适的,那么站在大股东的角度,可能

就更希望平稳股价”。

至于如何做好企业市值管理,陈欣指出,“要真金白银地通过一些方法来提升外部股东的回报,这样股价才会有所反应。比如,如果是盈利特别好的公司,账上现金特别多的,就要进行分红和股票回购,这也是比较常见的两种市值管理方式。”

加强信息披露,增强与投资者沟通也是市值管理的一个有效途径。陈欣指出,有时候公司被低估,恰恰是因为投资者对公司价值了解不够。

美国公司的市值管理往往体现为投资者关系处理,陈欣向记者介绍,“他们一般都有个投资者关系部门,负责跟投资者打交道,影响投资者对公司股价的看法。”

此外,加强对管理层、员工的激励,使得管理层跟股东的利益绑定更为一致,也是一种方式。

## 4

### 分红尺度需把握

如果将目光聚焦到单个公司,以波音为例,这些年的基本面并不算乐观。

1月31日,波音美股盘前发布2023年第四季度及全年业绩。去年四季度实现营收220.18亿美元,同比增长10.2%;归母净亏损0.23亿美元,同比收窄96.37%;调整后每股亏损0.47美元;自由现金流为30亿美元。

去年业绩因销量增加而有所改善,波音2023年全年实现营收777.94亿美元,同比增长16.79%;归母净亏损22.22亿美元,同比收窄54.97%。

4月25日,穆迪评级将波音的信用评级从Baa2下调至Baa3,仅比“垃圾级”高出一个等级,并给出了负面的评级展望。穆迪预计,波音未来几年都将面对财务困境,自由现金流无法达到穆迪此前预期的水平,波音可能需要通过发行新的债务来应对现金流不足的问题,波音商业飞机部门面临的不利因素将至少持续到2026年。

股价方面,波音的股价曾一度大幅上涨,在2019年初达到每股446美元的历史最高点;而2019年波音737MAX机型被全球停飞,叠加2020年初新冠疫情爆发所带来的影响,其股价在2020年3月又曾暴跌至每股89美元;目前,受“螺栓门”等事件影响,公司股价仍在进一步波动。

这些运营问题实际上是公司过于追求“股东至上”,追求短期利益所带来的恶果。

从2013年至2019年,波音一共花费了434亿美元回购股票,而其期间,公司的累计会计利润还不到388亿美元。同时,波音还进行了高额现金分红,股利比率一度超过40%。即使是在2019年737MAX停飞、公司亏损的情况下,波音仍坚持大额分红46.3亿美元,同时还回购了26.5亿美元股票。

这带来的直接后果是,波音的股东权益从2013年的150亿美元快速下滑为2018年的4亿美元,2019年公司的股东权益已降至-83亿美元,2020年甚至低至-183亿美元。直到2021年公司才停止进行股票回购与现金分红。

长期的大额回购推高了股价,波音的股东通过现金分红和股票增值也获得了高额回报,而这背后隐藏的却是巨大的债务与运营风险。

此外,由于资金更多被分配给了股东,波音在技术优化和创新上的投入相对不足,波音737型飞机事故层出不穷;应急舱门脱落、方向舵脚踏故障、发动机起火等事故都在重创波音的股价与声誉。

美国VOX网站刊文称,为了提升利润、抬高股价,波音在大量回购股票的同时,减少研发和制造、削减员工数量,还将大量业务外包给不合格的供应商,波音的衰落是此前数十年来盈利至上的结果。

“关键还是要把握好度的问题。”陈欣最后指出。

## 1

### 市值管理靠自身

根据世界交易所联合会(WFE)和证券业和金融市场协会(SIFMA)的数据,自2003年以来,全球股市的规模几乎增长了两倍,总市值攀升至109万亿美元。

美国拥有世界上规模最大的资本市场,美国企业的合计总市值正在接近全球整体的50%,对美国股票的集中度创出了约20年来的最高水平。全球投资者的资金正大规模流向美国。

这一现象的出现并非一蹴而就。

18世纪末,当时的财政部长汉密尔顿大规模发行债券,直接导致了证券市场的活跃;南北战争时期,联邦政府为军费融资,证券市场得到空前发展,股票发行也迅速增加;1860年至1870年,铁路股票在美国大量上市,出现了铁路股票泡沫,美国证券市场开始从过去的债券市场转向股票市场。

在1886年以前的大部分时间里,美国证券市场以国债、地方政府债和企业债券的交易为主,19世纪的后几十年股票市场才开始迅速发展起来,并成为华尔街的主角。进入20世纪,随着战后自由贸易的扩大、新发明新技术的涌现、美国企业管理能力和竞争力的提高,以及国际资本的大量涌入,美国经济与证券市场也经历了空前繁荣。

与美国市场成长相伴的,是泡沫

的不断涌现与市场操纵行为和投机行为的发生。

1907年的股市恐慌导致了美国政府对股票市场操纵和投机行为的关注,休斯委员会开始于1908年调查美国证券市场(包括期货市场)的操纵行为。该委员会的调查报告指出,纽约证券交易所存在操纵和投机的现象,但建议美国政府不要采取激烈的行动改变华尔街的交易规则,仅仅呼吁交易所的参与者要加强自律。

这一发展历程反映出美国经济与证券市场的“高度自由”,对于市值管理的有关举措也更多依靠企业自身,而非政府监管。

“站在美国证监会、美国监管层的角度看,他们不会去过分强调市值管理的概念,因为这是市场化的手段,是不需要监管层来干预的。”上海交通大学上海高级金融学院教授陈欣对《国际金融报》记者表示,近似市值管理的行为可能更多是由美国企业的管理层主导,外部股东对于公司的诉求也更容易得到反馈。“所以美国上市公司的股票回购、现金分红比例都比较高,给高管的股权激励也比较到位,甚至会因过度激励而引发外界批评”。

“因此,美国的市值管理往往是一种自发行为,在整个美国市场都表现得较为活跃。”陈欣说。