

向巴菲特学市值管理 PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

https://www.100test.com/kao_ti2020/246/2021_2022__E5_90_91_E5_B7_B4_E8_8F_B2_E7_c70_246992.htm 去年10月23日，沃伦巴菲特旗下的伯克希尔哈撒韦公司A股股票的交易价格收盘时达到每股10万美元，成为美国历史上最昂贵的股票。而1962年巴菲特及其投资伙伴买进了伯克希尔公司的股票时，股价仅为每股7美元。这一可怕的成绩单对于仍在金融市场蹒跚学步的众多国内上市公司而言，仰望之余，或许更应该注意到巴菲特的一句看似简单的话：“从短期来看，股市是一个投票机；而从长期来看，股市是一个称重机。”反观乎己，时值全流通日益逼近之际，经历过艰辛股改的上市公司们想必早已意识到，股权分置改革带来的不仅是一场结构性市场制度的变革，更是逼迫管理者进行一次监管和投资理念的转变：在全流通背景下，以公司市值来衡量公司经营团队的成绩，本质上就是以市场机制来衡量公司经营团队的成绩。这也就是巴菲特所指的“称重机”。因此，公司市值低的上市公司不仅容易使投资者对其经营失去信心，增大其融资成本，还很容易成为今后并购浪潮中的靶子企业。而对于国企而言，国资委将市值指标引入其业绩考核机制也自然是大势所趋。回溯中国上市公司的发展历程可以发现，股改之前，上市公司“圈钱”、价格操纵、大股东利益输送等灰色行为频发。事实表明，这样的股价提升无法持续。在日益成熟的资本市场中，企业的生存与发展之道何在？以持续、稳定、合理和有效的提高上市公司总市值为目标，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的最大化和

股东价值最大化方为正解。这也正是“市值管理”的涵义所在。再回到巴菲特，7美元到10万美元的奇迹绝非偶然，或许我们可以暂且放下复杂的模型和copy书本上的概念，从巴菲特丰富的公司管理经验中，挖掘一部分市值管理的精髓。公司治理上市公司治理水平可以影响公司对社会资本的吸纳能力，持续提高和改善企业的管理水平、战略执行能力，强化投资者对企业的信心，从而提高企业内在价值。但是，公司治理的关键就是，经理层与股东利益的冲突。如何缓解这些冲突是巴菲特40年职业生涯矢志不渝的追求。对巴菲特而言，经理是股东资本的管家。最好的经理在进行公司决策时会牢记股东的利益。因此，巴菲特认为，在管理团队中拥有一流的成员，远比设计等级制度、明确向谁汇报以及何时汇报重要的多。上策是谨慎挑选可以不受羸弱体制束缚而表现优良的CEO。此外，巴菲特反对传统的管理教条，他认为用股票期权酬报经理会对股东产生毒害作用，他更加倾向于直接用现金奖励经理。因为这些经理如果真的看好自己公司的股票，大可以到二级市场购买。股票期权会诱使经理们为使短期业绩增长而留存了本应派给股东的红利。巴菲特强调，公司治理中关键的对主管人员的薪酬依据应该是其业绩。主管人员的业绩应当用公司盈利能力来衡量，也就是扣除相关公司运用的资本的费用或留存收益后的利润。如果他们由于本身业务业绩而获得现金奖，他们完全可以购买自己公司的股票，这样就“站在了公司所有者的立场上了”。欢迎理性的投资者根据信息不对称原理，投资者所作出的投资决策并不一定真正地反映上市公司内在价值。但是市值管理要求股票能持续地按与其企业内在价值理性相关的价格进行交易。所

谓理性价格无论是当前的还是未来的，都是产生于理性所有者。巴菲特欢迎看重企业长线的所有者，并过滤掉可能存在的专注于市场表现的短线客。他认为新股东应该了解公司的运作，分享公司成长的时间，并且像衡量自己一样衡量公司。只有这样的股东才会保证公司的股票以与其价值理性相关的价格进行交易。所以理性所有者是维护市场稳定的中坚核心力量，起着市场价格的发现者、引导者的作用。同时引导理性的投资也是巴菲特考虑问题的出发点。他列举了这样的例子，一家净资产收益率是12%的公司，假定其股票换手率每年高达100%。如果以账面价值买卖一次股票，那么假定公司的所有者总计要支付公司当年资产净值的2%以获得转移所有权的特权。这个交易活动对企业的收益毫无意义，而且对所有者来说意味着收益的1/6通过转移的“摩擦”成本消耗了。频繁地交易以及承担的投资管理成本，股东总体的长期表现必然逊色于他们拥有的公司。“一个过度活跃的投资是投资者口袋的扒手，”理性的投资达成了企业和投资者的双赢，投资者真正的获利才是企业吸引投资者的关键。然而获得高质量的股东并非小事一桩。菲尔费雪有这样的观点，“公司就像餐馆，提供吸引特定口味顾客的菜单。”巴菲特认为可以吸引并保持高质量的所有权，应该坚持传播他的企业与所有权哲学。通过政策和交流来力图吸引可以理解其公司的运作、态度和期望的投资者。在正直与坦诚中交流，在公司的股东大会上，巴菲特只讲述事情本来面目。他的股东大会是关于公司问题的持续的、卓有成效的对话。分红政策 股份公司的分红政策是一个重大的资产分配问题。资产分配影响了公司股东权益、总体增量资产持续表现以及股市的交易成

本，从而影响着公司的市值。巴菲特强调“资产分配对于公司和管理层来说至关重要”。巴菲特相信一条保留收益的正确理由，未限定用途的收益只能在有合理期望的时候才能留存得到历史证据的大力支持，或者适当地得到对未来周密分析的支持也就是“对于股份公司留存的每一个美元，至少可以为所有者创造一美元的市场价值。”只有当留存资产可以产生与投资者通常可以获得的收益相等的，或者更高的收益时，这样的分红政策才是有道理的。然而这样的简单道理却常常被公司管理者所忽略。判断是否应该留存收益时，不应当仅仅将最近几年总的增量收益与总增量资本进行比较，因为这种关系可能被公司的核心业务发展状况扭曲。在通货膨胀时期，公司可以把一小部分增量资产投入其回报率很高的核心业务中，而大部分资金投入低回报的业务中，公司留存资产的总收益仍可以表现的很出色，因为核心业务产生了超常回报。好似“滥竽充数”的成语故事。资产配置领域上的失误，实际上是高价收购了本质上平庸的公司，股东们的金子已经由于错误的企业决策而变成了铝。这与股东价值最大化的市值管理理念背道而驰。此外值得一提的是，全流通时代，股东利益达到真正的一致。上市公司大股东和投资者有足够的动力和共同价值目标来提升上市公司的市值。因此，除去公司管理者应该充分重视公司资产配置的研究和判断外，投资者的积极参与决策，主动创造条件参与到上市公司市值管理之中也是尤为重要的。或许不少人会注意到，7美元到10万美元的“光辉的历程”仍然花费了44年的漫长岁月。但44年中，不知有多少大小上市公司黯然消逝。由一种成熟理念指引，稳固而踏实地前行，而非杀鸡取卵或妄想一蹴而

就，这或许更是巴菲特值得国内上市公司的思索之处。

100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问

www.100test.com