清华—哈佛案例与教程 教师手册及PPT讲义

目 录

格力电器
框架媒介
国泰航空
神州数码
招商银行

格力电器

新兴市场中的股权资本成本

如果全球资本市场是充分整合的，那么折现率可以由下面的“资本资产定价模型（CAPM）”给出：

$$R_E=R_F+\beta(R_M-R_F)$$

其中，R_M表示全球股票投资组合预期回报率，β是将全球股票投资组合视为“市场投资组合”的条件下，对市场模型回归得到的β值。

新兴市场中的股权资本成本

大部分发达国家的股票市场已经很好地融入全球股票市场之中。在这些国家，国际CAPM相当有效。

一些发展中国家也有股票市场，但是并没有很好地与全球股票市场融为一体。

特别是一个国家可以采取资本控制政策以维持金融政策的自主性，以防止急剧资本流动造成或加剧金融危机。

新兴市场中的股权资本成本

资本控制：该政策的制定旨在限制或重新引导金融资产的国际买卖和交易。

国际货币基金组织（IMF）对两种资本控制的定义如下：

行政性控制，禁止特定资本流动或者要求其进行预先核准。

市场性控制，包括对跨国界资本流动征税和双重汇率体系。

来源：拉维·阿布德拉（Rawi Abdelal）， 劳拉·艾法罗（Laura Alfaro）， 资本控制. 哈佛商学院案例9-702-082.

新兴市场中的股权资本成本

中国当前采取的是一种分割政策，限制本国公民的资本流出，但不限制外国投资者进行资本投资。

国际投资者可以通过中国企业的美国存托凭证，在股票市场上自由交易中国公司股票。他们也可以购买中国的B股或在中国香港上市交易的股票。

但是中国国内投资者却面临非常有限的投资机会，他们拥有的大部分是国内资产。

新兴市场中的股权资本成本

这改变了中国国内交易市场的供求平衡。

中国居民的巨额储蓄都在国内，这使得在国内交易所上市的公司具有潜在的机会竞争追逐低成本的融资交易。

从中国企业的角度看，与拥有更均衡资本供需关系的全球资本市场相比，中国国内股票市场可以提供更低的资本成本（或更高的估价）。

新兴市场中的股权资本成本

如果资本市场被分割，国家风险的非分散性会对受限的国内投资者构成影响。

调节CAPM的方式如下：

改变“市场投资组合”，使组合中的资产可供（受限的）国内投资者进行投资。

对照受限市场投资组合计算资产β值，这样当地政治风险可能不会被分散。

同时改变无风险回报率以反映无风险资本的真实机会成本（受其供求关系影响，对中国这样的国家可能会低一些）。

新兴市场中的股权资本成本

在国际背景下使用CAPM时，我们应当像在美国使用CAPM一样谨慎。

在实践中，人们通常会发现其他“系统风险因素”会增加市场风险因素。

普遍使用的因素包括市场规模、账面市值比和价格动量。

即使对美国市场而言，“异常性”的存在表明我们还没有彻底理解资本成本。

框架媒介

EFMD EQUIS ACCREDITED
S两大全球管理教育顶级认证的中国内地商学院
mainland to attain both AACSB and EQUIS accreditation
清华经管学院 Tsinghua SEM



敲响纳斯达克开市钟
（2019年7月13日）



首个交易日，在时代广场
（2019年7月13日）

框架媒介收购案（案例B）

条款

3960万元现金+价值5540万元的分众传媒普通股+ 8800万元的获利后支付计划

估值

对于框架媒介来说，交易价值的范围是按每股美国存托凭证收盘价24.56美元计算得到的1.83亿美元到几个月后按每股美国存托凭证收盘价42.42美元计算得到的2.76亿美元之间。

与我们对其6000万美元这一较低的估值相比，这相当于高于300 %的回报。

均势协同效应非常重要。最终的行业整合。虞锋说：“谭智应该感谢我……”。



谭智（左）和江南春（右）在记者会上
宣布分众传媒对框架媒介公司的收购交易
（2019年10月）

聚众传媒并购案

条款

9400万美元现金+按每股美国存托凭证30美元计算的价值2.31亿美元的分众传媒普通股

估值

3.25亿美元。与此相比，分众传媒原始股东所持股票价值为113万美元（相当于每股美国存托凭证30美元，总计3780万美国存托凭证股票）

这种估值方式有效地使聚众传媒的价值减少到不足分众传媒并购框架媒介之前价值的1/3。

虞锋接受了。

发生了什么



聚众传媒同意被分众传媒并购

最新进展

交易结束后，虞锋和江南春担任分众传媒的联席主席。

谭智留下来担任分众传媒首席执行官。

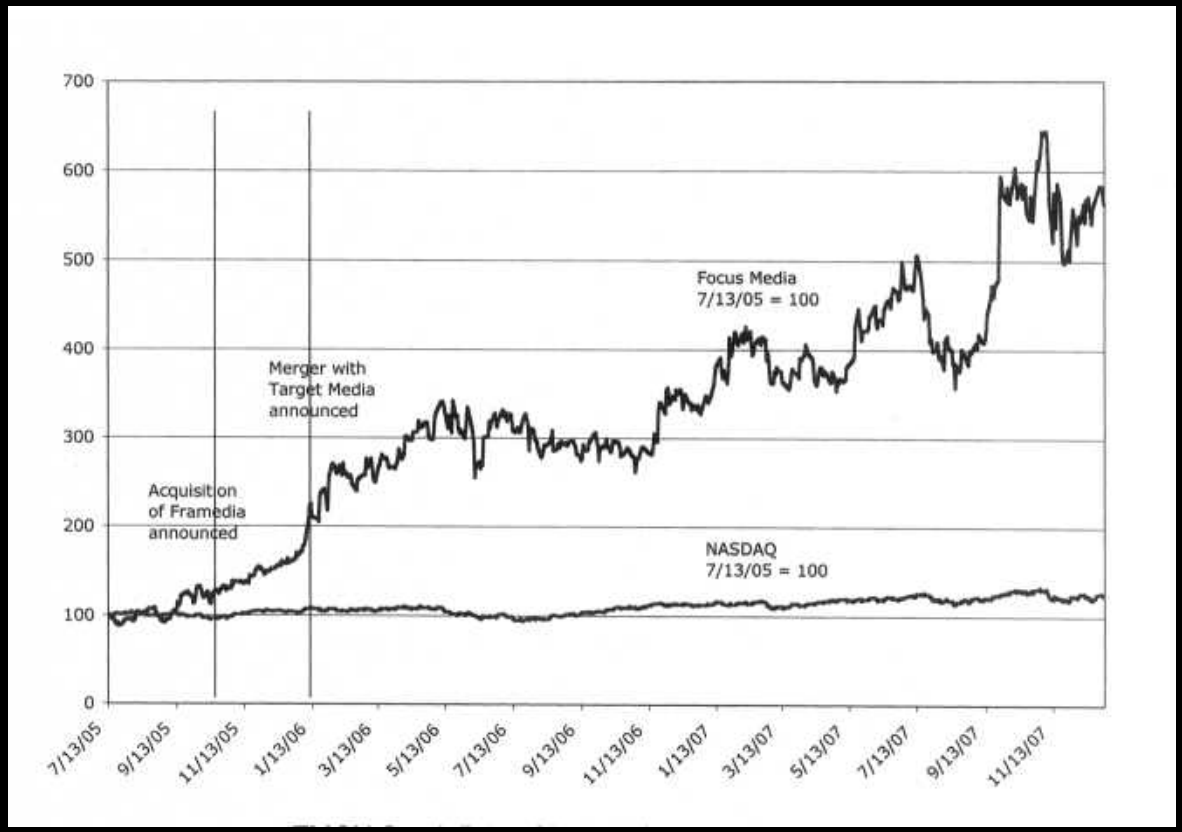
中国于2019年8月出台反垄断法，该法律于2019年8月全面生效。

根据Zacks公司最近的一份报告，分众传媒在中国（数字广告市场）占有写字楼液晶显示器屏幕广告和海报框架广告市场大约90%的份额。

该业务预计到2019年将以20%的年复合增长率发展。

分众传媒还占有无线广告市场50%的份额，预计这个市场会由2019年的7.7亿美元业务额增加到2019年的30多亿美元。

自首次公开上市以来的分众传媒股价

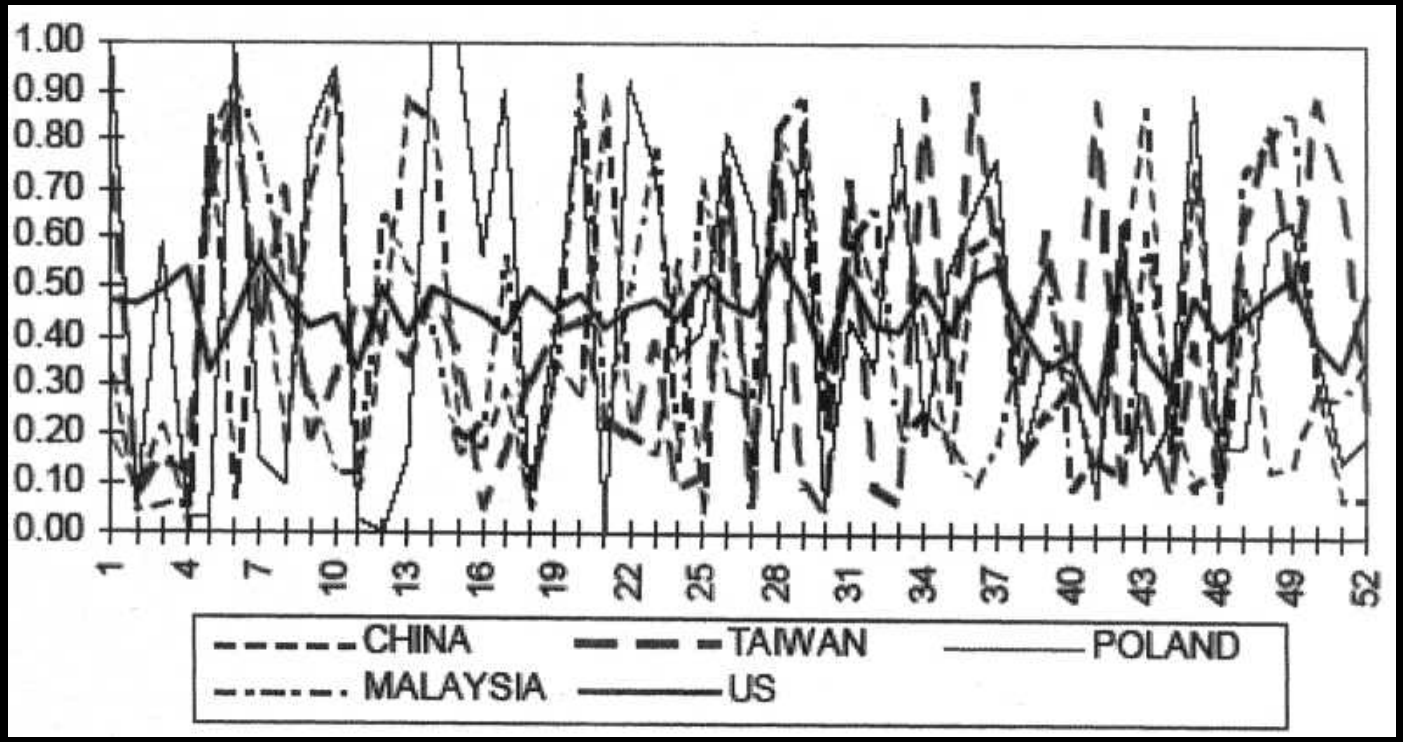


资料来源：彭博

附录1：为什么在新兴市场中投资是有风险的？

经验表明：在新兴市场上股价往往一起波动

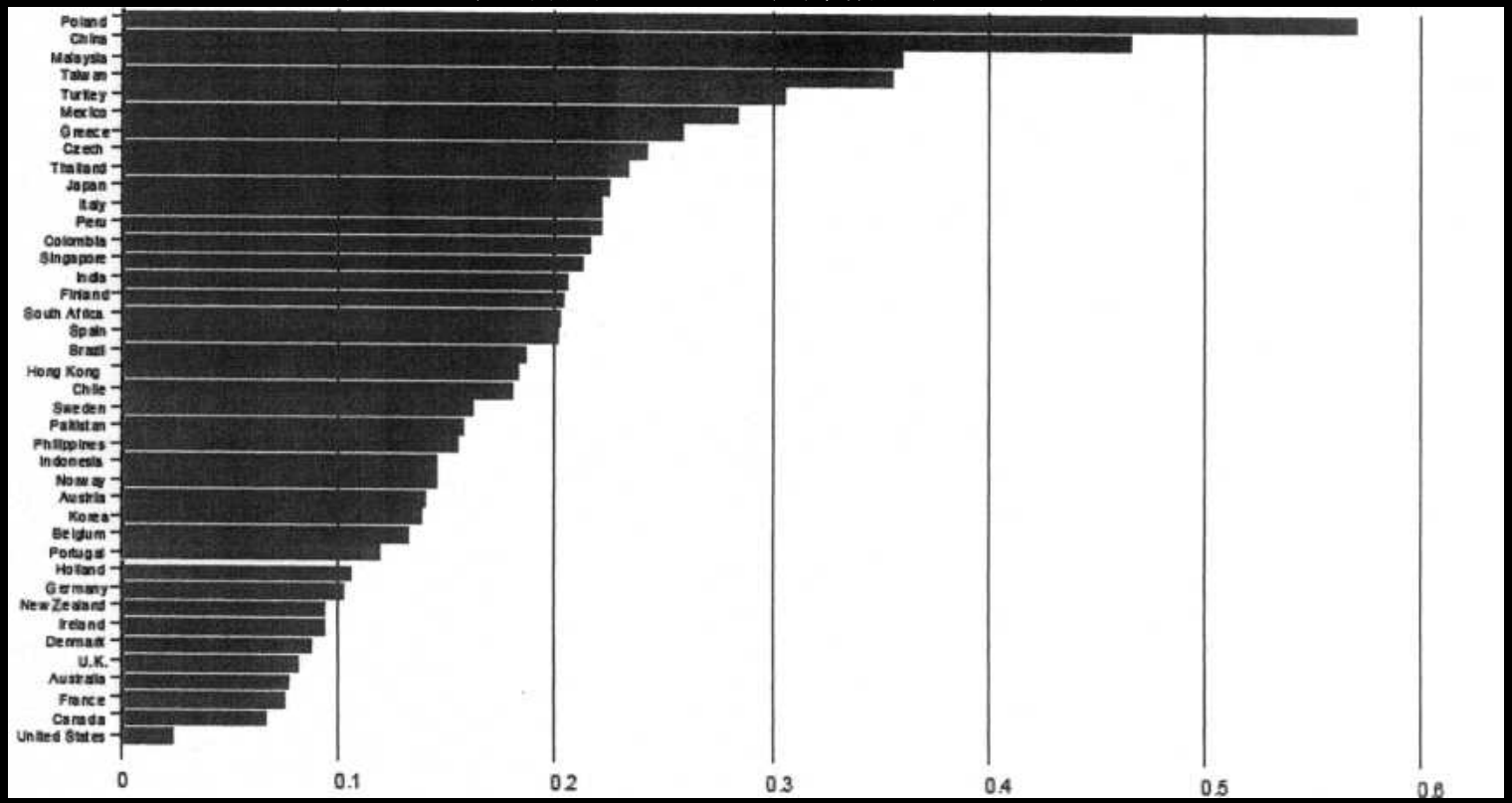
图1　2019年每周部分股票市场价格上升统计



资料来源：R. Morck，B. Yeung，W .Yu，2000年，股票市场的信息：为什么新兴市场上存在股价同步变动的情况. 金融经济学第58期，第215-260页。

经验表明：在新兴市场上股价往往一起波动

图5b 市场体现出的股票价格变化平均方差



资料来源：R. Morck，B. Yeung，W .Yu，2000年，股票市场的信息：为什么新兴市场上存在股价同步变动的情况. 金融经济学第58期，第215-260页。

模型综述

金李教授（哈佛商学院）和Stewart Myers教授（麻省理工学院）建立模型解释了为什么方程拟和值R^2在发达国家较低。

（金李，Stewart Myers. 世界各地的R2：新的理论和检验. 金融经济学，2019年2月）

公司有内部经理人（或管理团队）管理着公司，并定期报告公司的运作情况。许多外部权益投资者团体是公司的实际拥有者。

模型综述

外部投资者不会看到公司具体的现金流情况的所有资料。他们能观察到的是宏观经济的运行如何以及所有的“系统性”因素。

信息不对称导致外部投资者基于他们“能拥有的全部信息”对企业进行估值：而在许多新兴市场中这些信息大多数是有关于宏观经济的信息。

模型综述

委托代理问题意味着内部管理者在操控一切，即他们仅仅基于外部投资者对公司价值的预期而对其支付分红。这在很大程度上取决于宏观经济因素。

内部管理者获取了绝大部分的公司特定的现金流变化收益。

他们是如何操作的？向所有人及每个重要项目提供大量的福利、高薪及高额奖金，甚至是直接窃取。

另一方面，如果公司的实际收益低于外部投资者预期，那么内部人员有时需要被迫用自己的钱去进行“弥补”。

模型综述

股价反映了预期未来收益的净现值，因此主要是“市场风险因素”的函数。

股票回报最终将主要反映市场信息，而不是公司层面的信息。

因此，在新兴的市场国家中，股价倾向于与宏观经济一起变化，或在资本资产定价模型（CAPM）中的R^2高于平均水平。

自然实现的股票价格

外部投资者基于他们获取的信息而形成对股票价格的信任或期望（大多是宏观的消息，再加上他们可以收集到的企业层面的信息）。

内部投资者可以观察到这一点，并根据外部投资者对股价的预期向其支付红利。

已发放红利的数目证实了外部投资者对股价的预期。

自然实现的股票价格

内部管理者为什么不多支付一些红利？

他们不会作出回应。

内部管理者为什么不少支付一些红利？

外部投资者也不会做出回应。因为他们可以找其他愿意多支付红利的人代替他们来管理公司。

解雇经理人？

外部投资者可以通过解雇经理人，直接接管公司来解决问题吗？

这不是最佳的做法。

他们必须聘请其他人或他们中的一个人来管理公司。

被聘请的那个人会变成新的内部人员，也会做同样的事情。

外部投资者可以接管公司来解决问题吗

外部投资者可以共同担任公司的管理者吗？

有这么多的管理者很可能成本太高，而且协调并不容易。

可以由一个外部投资者收购其他投资人的全部股份从而持有整个公司吗？这将给他100 %的激励，他既是公司的管理者又是投资人。

这样也无益于提高外部投资者股权。然而，如果代理问题和信息问题非常严重的话，这可能是一条出路。

在新兴市场中，很多企业都是私营的，其原因可能是缺乏有效的公开股票市场。

蕴含的启示

为什么任何方式都是如此的糟糕？

内部管理者会有某些“窃取”行为。外部投资者对此的担心

降低了其对公司现金流的预期，因此使股价降低。

（单一的）企业内部管理者最终可以保证（多样化的）外部投资者不受企业现金流波动的影响。这种做法效率并不高。

蕴含的启示

为什么任何方式都是如此的糟糕？（续）

它降低了股票市场的信息有效性。

由于价格信息通常被用来配置市场中有价值的资源，它会潜在的造成曲解。

蕴含的启示

为什么任何方式都是如此的糟糕？（续）

股价崩溃的频率更高了。当内部管理者需要应对过多的企业负现金流冲击，并决定放弃公司的时候，这种情况就会出现。外部投资者突然经历股票价格的大幅降低，有时甚至跌到零。

这会导致资本市场的瓦解。

课堂开场白
IT框架

2019年：旧经济体迎接未来互联网的膨胀相对更困难，但他们却是获胜者。第二代互联网。

数字融合：视频—影音—文本

（正确预见：时机是问题）——引爆流行。

全球宽带的拓展和无线上网的普及致使成本激增，引起供应商的战争。潜能几乎未得到任何开发。

托马斯·弗里德曼的《世界是平的》，2019年。

外包、内购、离岸、开放式来源、供应链结构重组、信息互动。

课堂开场白

全球范围内数字业务的大规模增长（2019年中国互联网用户超过美国），以及6亿的手机用户。

创业精神：繁荣期已过，商业活动照常进行。

社会阻力、实体销售和在线点击（70%~86%）。

企业文化的“创新者的进退维谷”。

先行者、迅速跟进者、战略必要性。

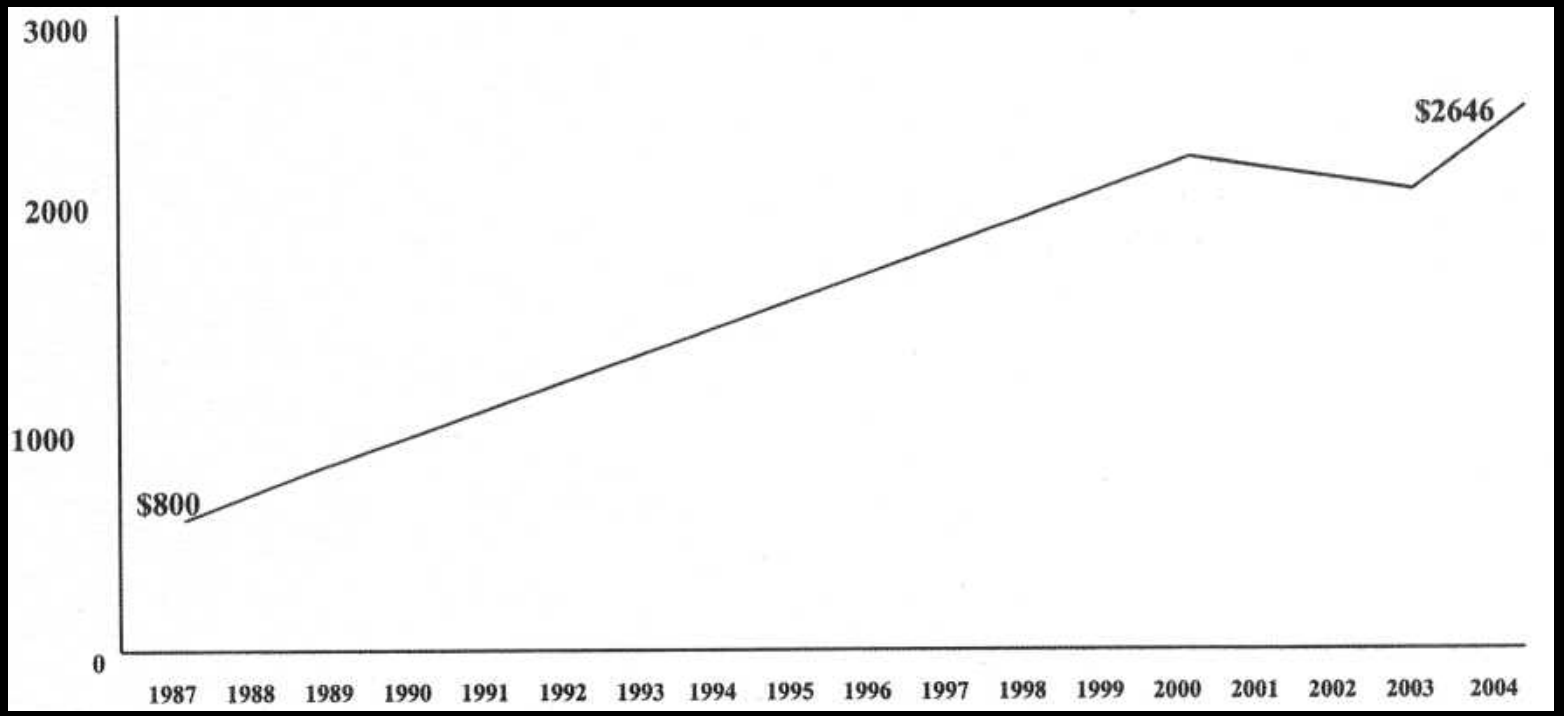
15%的真知灼见，85%的执行力。

课堂开场白
电脑的经济性

年份	成本（单位：美元）	64位（处理器）速率
1964	$10,000,000	1
2019	$7	1,508,002
2019	$0.87	11,508,821
2019	$0.01	670,329,823

课堂开场白

美国每名雇员的企业IT支出（1987-2019）



美国1987—2019年间所有IT企业全职员工（FTE）。

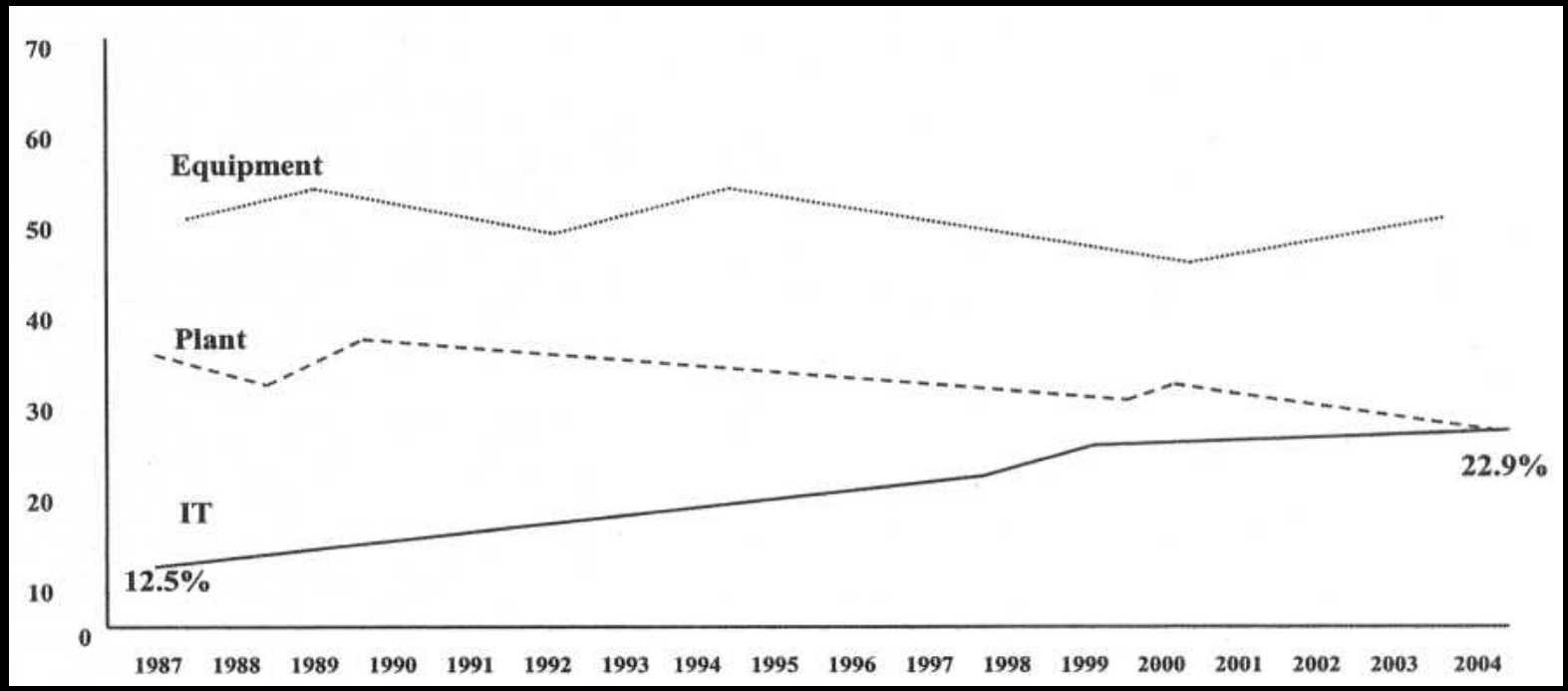
每年的值是根据IT支出总量（按历史成本计价）除以全日制雇员总数计算得到的。

（数据来源：美国经济分析局（BEA）有形财富调查）

（根据Brynjolfsson的论文资料整理）

课堂开场白

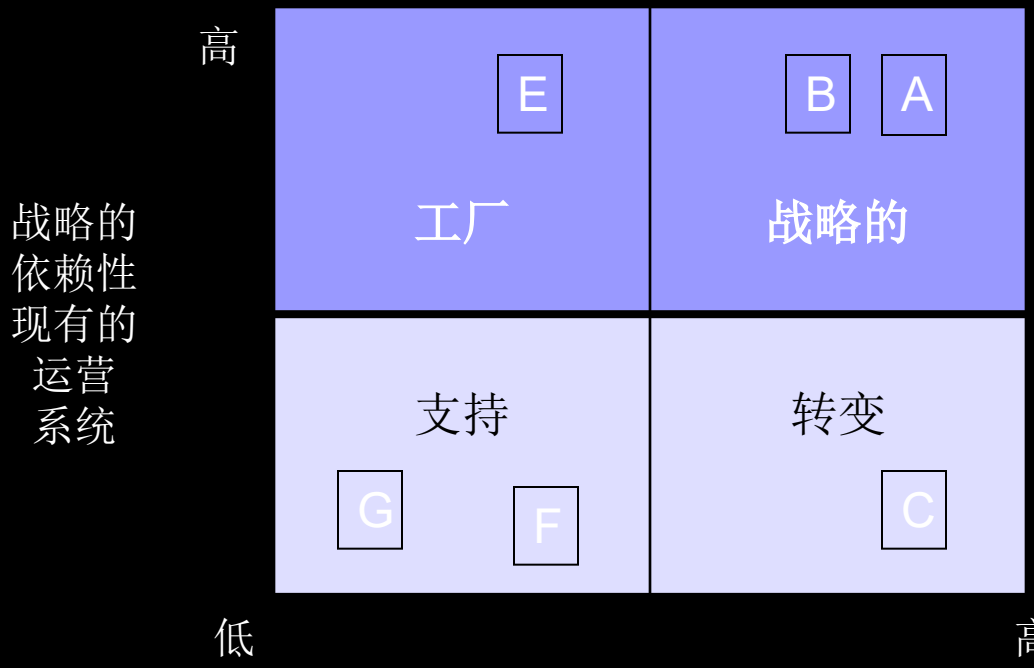
美国企业的有形财富减少（1987-2019）



设备、厂房和IT支出占美国企业有形财富的百分比（1987-2019）
每年这三者的价值总和为100%。
（数据来源：美国经济分析局（BEA）有形财富调查）
（根据Brynjolfsson的论文资料整理）

课堂开场白

战略影响：应用开发投资组合



A：主要的电子元件公司
B：大型证券公司
C：大型农业公司
E：主要航空公司
F：主要咨询机构
G：保险经纪公司

课堂开场白
IT的应用领域

公司边界的重新界定

组织变革

服务变革

产品变革

电子商务渠道：企业到企业、企业到客户、客户到客户

公司边界的重新界定

基础结构-acct/人力资源

外包给一家供应商北电网络（业务流程外包）

供应商的角色

运输决策权、资产与成本拍卖、财团等。

境内物流

利丰集团，拥有4000家工厂

受成本和范围控制的全球性外包

境外物流

亚马逊/邦诺

实体渠道和网络渠道问题

组织变革

决策权转移分享/转换

巨大的机会/风险

节约成本

朗讯的现金报价，280天-160天

奥的斯的建设提案，340天-68天

HEB公司，经营成本下降3%

吉列，招聘费用减少90%

减少层级

文书工作锐减

遗留系统：构建良好的原料库

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：https://d.book118.com/637120103011006055