

企业价值最大化:企业理财目标的理性选择

武汉工业学院 张国华 石家庄经济学院 翟春风

在我国理财界,理财目标问题是20世纪90年代继财务本质之后讨论得最热烈的一个问题。到目前为止,有关现代企业理财目标的提法有股东财富最大化、企业价值最大化、相关者利益最大化、资源配置效率最大化、经济增加值最大化等。其中,有关前三种目标的研究较多,可谓现代企业理财目标的三大主流观点。本文想通过三大主流观点的比较分析,对我国企业理财目标的选择有所启迪。

一、对三大主流理财目标理论的概述

1. 股东财富最大化目标理论。这种观点认为,企业的所有权属于股东,企业的经营管理应代表股东的利益,即通过财务上的合理经营,为股东投入到企业中的资本创造更多积累,为股东创造更多财富。“股东财富最大化”或“企业价值最大化”是在市场经济体制下提出并逐步完善的,已成为现代企业制度下最科学的理财目标。

理论界所公认的衡量股东财富的标准是公司当前的股票价格。因为,在股份公司中,个别股东财富的多少取决于两个因素,即股东拥有的股份数量以及每股股票的市场交易价格。其中,股份数量的多少取决于股东最初投入的资本数额,所以在确定了股份数量引发的股东财富增长数后,股票市场价格就成为决定股东财富的唯一因素。

股价的高低反映了潜在的投资群体对公司价值的客观评价。衡量股东财富大小的标准——每股股价的高低反映了投入资本与获利额之间的关系;每股股价的高低受预期每股收益现值的影响,反映了预期每股收益的大小和取得的时间;每股股价的高低也能够一定程度上反映出每股收益的风险。综上所述,与其他财务管理目标相比,股东财富最大化目标有其显著的优点:①考虑了资金的时间价值。②考虑了风险因素。③考虑了公司长远发展,因为只有公司未来的发展前景好,预期的每股收益才会提高,公司的股票市场价格才会上升。

但是,这一理财目标也有其缺点:①适用范围有限,只适用于上市公司。②在对股东财富进行衡量时,使用的是预期每股收益,带有一定主观色彩,不够客观准确,由此计量出的公司股价也不够准确。③在将预期每股收益折现时,折现率的选择及确认也都受主观因素的影响,以此衡量股东财富可能与事实略有偏差。

2. 企业价值最大化目标理论。企业价值最大化是指企业通过合理经营,采用最优的财务政策,在考虑货币时间价值和风险报酬的情况下不断增加企业财富,使企业总价值达到最大。通俗地讲,企业价值是指将企业如同一般商品一样拿到市

场上去卖,看它值多少钱。企业虽不是一般意义的商品,但也可以被买卖。要买卖必然要对企业进行市场评估,通过市场评估来确定企业的市场价值或企业价值。评估企业价值的依据不是企业已经获得的利润水平,而是企业未来的获利能力。因此,企业价值不是企业账面资产的总价值,而是企业全部资产的市场价值,它反映了企业潜在或预期的获利能力。

投资者在评估企业价值时,是以预期投资时间为起点的,并将未来收入按预期投资时间以同一口径进行折现。可见,这种计算方法考虑了资金的时间价值和风险价值。企业所得的收益越多,实现收益的时间越近,应得的报酬越确定,则企业的价值或股东财富越大。

企业价值最大化目标有如下优点:①该目标考虑了资金的时间价值和风险价值,符合企业理财的两大基础观念,有利于获利期限结构的优化和风险投资项目的组合决策。②该目标反映了对企业长期稳定的盈利能力的要求,符合投资者对资本保值增值的深层次的认识,既有利于克服管理上的短期行为,同时也是企业抵御风险能力的表现。③该目标有利于社会资源的合理配置,各种有效资源总是流向企业价值最大化的企业或行业,这有利于实现全社会效益的最大化。

企业价值最大化目标是一个抽象的目标,实践证明其也不尽完善,主要存在以下缺陷:①对于上市公司而言,虽可通过股票价格的变动来揭示企业价值,但股价是受多种因素影响的结果,特别在即期市场上的股价不一定能够直接揭示企业的获利能力,只有股价的长期发展趋势才能揭示企业的获利能力。②为控股或稳定上下游企业之间的购销关系,现代企业很多情况下采用环形持股的方式,因此企业股权结构中法人股的比重较高,但法人股股东对股价的敏感程度远不及个人股股东,对股价最大化目标没有足够兴趣。③对非上市公司来说,企业价值的确定只能采用对企业进行专门评估(资产评估)的办法,而在评估企业的资产时,由于受到评估人员主观因素、评估标准和评估方式等的影响,这种评估价往往不够准确、客观。

3. 相关者利益最大化目标理论。根据詹森(2001)的定义,相关者利益最大化是指在考虑企业所有利益相关者的利益的基础上,增加企业长期总市场价值。其中,利益相关者包括股东、债权人、雇员、供应商、顾客、政府等利益受到企业经营的影响,同时又通过特定手段影响着企业经营的主体。我国理论界关于相关者利益最大化的定义是:通过企业财务上的合理经营,采用最优的财务政策,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,使企业的利益相关者财富达到最大。这一目标是以利益相关者理论为基础提出的。该理论认为,理财目标应该与企业多个利益相关者有关。可以说,理财目标是这些利益相关者共同作用、相互妥协并最终达到均衡的结果。在一定时期、一定环境、一定条件下,某一利益相关者可能会起主导作用,比如股东。但从长期发展来看,不能只强调某一利益相关者的作用,而置其他利益相关者的利益于不顾。仅仅将理财目标集中于某一利益相关者的利益的做法是不妥当的,而应该兼顾其他利益相关者的利益。这一理论的基本思想是将企业长期可持续发展放在最重要的地位,强调满足各个利益相关者的利益。

二、对三大主流理财目标的比较分析

纵观三大主流理财目标理论综述,对其进行比较可看出:股东财富最大化的目标主要代表着股东的利益,企业应站在股东的立场上为其服务,保证股东财富达到最大;相关者利益最大化的目标是站在企业所有的利益相关者的立场上,使企业各相关者利益达到最大化;而企业价值最大化的目标则是从企业自身利益考虑,努力实现企业价值最大化,保障企业长期可持续发展。三大主流观点对理财目标的争论与其理论依据有关。

1. 股东财富最大化目标的理论依据:股东利益至上理论。该理论的基本理念是管理者服务于股东,股东是公司剩余风险的承担者,股东拥有使用、处置、转让其产权的权力,管理者的目的就是追求股东利益最大化。自从西方学术界提出股东至上理论以来,财务理论界就一直以“股东财富最大化”作为理财目标。

2. 相关者利益最大化目标的理论依据:利益相关者理论。该理论认为,企业在生产经营的过程中,不仅要考虑股东的利益,还要考虑债权人、雇员、顾客、供应商、政府等其他利益相关者的利益。企业不仅是股东的企业,同时也是所有的利益相关者的企业。随着知识经济的发展,企业的社会责任日益加重,只考虑股东利益的企业经营模式不再符合企业可持续发展的要求。凡是受企业经营活动的影响,并能影响企业经营活动的群体与个人,其利益都应该纳入企业考虑的范围,因此企业理财目标应定位在“相关者利益最大化”上。

李心合教授认为,网络内部成员间的互惠性期望以及公司财务网络的社会嵌入性决定了公司财务行为目标应是有利于公司利益相关者整体和社会整体可持续发展,而不是所谓的“公司价值最大化”或“股东财富最大化”。

3. 企业价值最大化目标的理论依据:财权流理论。该理论认为,理财目标是在确定理财本质、理财主体基础上的进一步研究,具有过程依赖性。伍中信教授认为,价值是理财学最基本的核心概念,价值管理是理财的重要特征,“利润”只是价值的一部分,“财富”这一概念不在财务学概念框架之内,“企业价值最大化”是企业理财目标的理想模式,在现实中还存在企业与外界环境相适应的具体理财目标。

三、企业价值最大化是现代企业理财目标的现实理性选择

由上述比较分析可以看出,与其他两种主流观点相比,企业价值最大化更能体现现代企业理财目标的特性和财务活动的规律。其具体表现在以下三个方面:

1. 明确了理财主体为企业组织。企业价值最大化理论与理财主体理论是一致的。理财主体假设为我们限定了财务管理空间范围,即财务管理工作不是漫无边际的,而应限制在一个在经济上和经营上具有独立性的组织之内。具体到企业财务管理,理财主体就是具有独立经营权和财权的企业,财务管理目标应该体现为理财主体财富的增长,企业价值最大化目标能够满足这一要求。而股东财富最大化目标却混淆了企业这一理财主体和股东这一理财主体的关系,一个理财主体的财务管理是为了实现另一个理财主体财富的最大化,从理论上无法解释。相关者利益最大化目标更是如此。

2. 体现了理财本质,即价值管理。企业理财目标作为企业理财业绩考核标准,必须要体现理财本质。否则,起不到标准的作用。企业理财(亦即企业财务管理)之所以作为企业管理重要组成部分,是因为它具有广泛性及综合性特点,而这些特点又是取决于理财本质——价值管理。股东财富最大化目标中的财富、相关者利益最大化目标中的利益都只是企业价值的一部分。

3. 符合理财目标唯一性的特性。企业理财目标作为企业理财的导向,必须是唯一的,否则会使企业在理财过程中无所适从,目标也就失去了存在的意义,正如詹森提到的“多重目标就是没有目标”的情形。相关者利益最大化就是多重目标的真实写照。股东财富最大化这一理财目标虽具唯一性,但将股东作为企业理财主体是不恰当的。

企业理财的目标应明确理财主体、体现目标特征、符合理财规律。据此,企业价值最大化的理财目标能充分体现现代企业理财目标的特性和财务活动的规律,笔者认为,现代企业理财目标的现实理性选择非企业价值最大化莫属。而且它是以企业价值最大化为核心,集企业价值最大化、股东财富最大化、资源配置效率最大化、相关者利益最大化等于一体的一个具有统一性、层次性与多元性的金字塔式综合目标群。

综上所述,在诸多理财目标中,企业价值最大化更能体现企业理财目标的本质。该目标群的统一性体现了目标的唯一性及方向性,层次性和多元化由理财内容的特点决定,符合理财规律。其他目标(如经济增加值、市场增加值等)则分别从不同的角度服从于该目标。

主要参考文献

1. 冯静. 股东财富最大化或企业价值最大化. 财经科学, 2000;2
2. 王鑫. 浅谈我国股份制企业财务管理目标. 北方经贸, 2001;2
3. 袁水林, 张利云. 利益相关者财富最大化是财务管理目标的首要选择. 经济经纬, 2002;2