

上市公司理财目标的定位

湖北经济学院 孙喜平 武汉世通物流股份有限公司 许晓燕



一、价值最大化

迄今为止,将上市公司理财目标定位为价值最大化已成为主流,但在具体表述上存在歧义,经常遭人们误解。目前,价值最大化存在三种表述:①股价最大化;②股东价值或股东财富最大化;③企业价值最大化。长期以来,人们往往从字面上去理解它们的含义,结果将它们视为三种不同的目标。实际上,在现代财务理论体系中它们有着相同的含义,那就是未来现金流量折现值最大化。现代财务理论认为,企业价值就是未来现金流量的折现值。所以,现金流量折现值最大化,也就是企业价值最大化,在资本市场有效的前提下,也就是股价最大化,从而也就是股东价值或股东财富最大化。但是,这三种表述都容易引起歧义和误解,从而会对企业经营理财行为产生误导。

首先,股价最大化的说法存在一系列问题:①股价最大化不能反映规模概念。因为若公司规模太小,股价再高,市值也不大。例如:公司A股价高达60元/股,总股本5 000万股,总市值仅30亿元;公司B股价仅10元/股,总股本100亿股,总市值达1 000亿元。如果依据股价最大化标准,前者比后者更有价值。事实上未必如此,由于规模悬殊,后者有着比前者更重要的经济意义。②股价最大化不能反映增值概念。可能因为股本设计、股份合并等原因导致股价升高,但这些因素都与资本增值无关。③由于不反映规模和增值概念,因此股价最大化不能适当地反映公司创造价值的大小。④股价最大化不等于股东利益最大化。比如股份合并导致的股价升高不能增加股东利益,反而可能增加股东风险,我国A股市场高价股遭冷遇、送股除权受追捧的现象便是这类风险增加的典型例子。⑤现实中的资本市场并不都是有效市场,在市场失效的情况下,股价最大化的说法可能误导企业舍本逐末,脱离经营去从事金融投机活动。

其次,股东价值或股东财富最大化的说法容易引起歧义。具体而言:①在实际经济生活中,股东价值不等于股权价值。股东有新老股东和先后股东之分,在新股发行中,股票定价直接影响到利益在新老股东之间的分配。过高的发行价将导致新股东受损、老股东受益,过低的发行价将导致老股东受损、新股东受益。如果笼统地以股东价值最大化为决策目标,那么在进行新股发行的定价决策时将无所适从。②在并购交

易中,交易双方分配标的企业的价值,分配的结果取决于谈判博弈的结果。在这个分配过程中,所谓的股东价值最大化是原股东(出让方)价值最大化,还是新股东(受让方)价值最大化呢?可以肯定的是,一方利益多了,另一方利益必定减少。而股东价值最大化的说法未能涵盖这些区分,容易导致管理决策无所适从。③在错误理解的情况下,股东价值最大化取向也可能引导企业损害利益相关者利益。④股东价值增加不完全等价于资本增值或企业价值增加,增加的股东价值可能来源于债权人或其他利益相关者。在企业价值既定的条件下,可能由于股东与债权人之间的价值分配发生了变化,而导致股东利益增加或减少。在企业价值减少的情况下,可能由于侵占了债权人的利益而使股东价值增加。

最后,企业价值最大化的说法只反映了规模概念,不反映增值概念,这就容易引导企业只追求规模扩张而不追求价值创造。现实中,资产规模巨大、市值很高但资本增值和价值创造为负的企业触目可见,而规模尚小但创造可观价值的企业却不乏其例。

总之,股价最大化、股东价值最大化、企业价值最大化,在现代财务理论体系中,就是企业的未来现金流量折现值最大化,也就是价值创造最大化。从这个意义上说,以它们作为上市公司理财目标的意义是等价的,而且是正确的。但在实际运用中,它们又存在不少缺点,容易引起歧义和误解,并可能对企业经营理财行为产生误导。

二、市场增加值最大化

坚持创造价值的核心内容,尽量回避价值最大化的缺陷,笔者认为,市场增加值最大化是上市公司最适当的理财目标。

上市公司市场增加值的概念来自于现代西方财务理论,简称MVA。它反映的是上市公司的市场价值与投资者对上市公司所投入的资本(即占用资本)之间的对比关系,是从资本市场角度反映资本的投入产出关系。其计量公式为: $MVA = \text{上市公司的市场价值} - \text{占用资本}$ 。其最大特点是,直观地反映了上市公司的资本增值大小。MVA为正,意味着上市公司的市场价值大于投资者所投入的资本额,表明上市公司实现了增值;MVA为负,意味着上市公司的市场价值小于投资者所投入的资本额,表明上市公司不仅没有创造价值,而且还损害了价值。

以MVA最大化作为上市公司理财目标,具有以下特点:

第一,MVA是明确的,不易导致误解。市场增加值是上市公司的市场价值减去上市公司投入资本的差额。其中,上市公司的市场价值是明确的,投入资本也是明确的,很少有歧义,

应计制向混合制转变的理论分析与实现途径

西安总会计师协会 戴燕

混合制是指在会计确认过程中,不单单采用应计制或现金制,而是将两者结合起来使用,充分发挥两种制度的优越性,减少运用一种制度的弊端,以确保会计信息质量的真实性和可靠性。

一、混合制产生的背景分析

1.网络经济的出现对会计基本假设提出了严峻挑战。以互联网为代表的新型技术在会计领域的运用,剧烈地冲击着传统的会计理论与实务。随着经济的发展,会计电算化和网络会计得到了进一步的推广,计算机和网络的运用使信息处理能力和传递能力都大大提高,从而解决了传统会计工作量繁重的问题。因为会计信息处理速度大为提高,会计人员可以根据管理人员对会计信息的即时需要来编制相应的会计报表,而不需要等到会计期末才编制,从而使会计四大基本假设之一——会计分期假设受到了严峻的挑战。

2.账面价值难以作为公司评价的基础,评估现金流量要求引入现金制。新经济时代一个耐人寻味的特征就是:一些

因而使人产生误解的空间较小。

第二,MVA反映的是上市公司的资本增值量,是对价值创造的直接度量。这意味着:①MVA不反映企业价值或资本的绝对规模,企业价值绝对规模的扩大可以通过规模扩张来实现。资产数量、销售收入、市场份额、公司市值等等都可以在不创造价值甚至损害价值的情况下得到增加,但MVA不行。MVA只有在创造价值的前提下才可能增加,或者说MVA就是创造出来的价值量。②MVA也不是公司的资本增值率。经济社会真正需要的是价值而不是比率,10%的增值率与20%的增值率相比较,哪个更好?在引入规模概念和风险概念之前很难得出结论。100万元的资本规模,增值率20%,带来的增值额为20万元,1亿元的资本规模,增值率10%,可带来增值额1 000万元,显然后者创造了更多的价值。总之,MVA是创造价值的直接度量。MVA增加,意味着价值创造增加;MVA减少,意味着价值创造减少;MVA最大化,意味着价值创造最大化。相比较而言,股价最大化、企业价值的绝对规模最大化,都未必意味着价值创造的增加。

第三,MVA概念几乎涵盖了现代财务理论的所有成果,包括货币的时间价值、风险、现金流量折现值、投资净现值、权益资本成本、经济利润等等。在资本市场有效的前提下,MVA是公司未来经济利润的折现值,MVA最大化就是经济利润最大化、投资净现值最大化。

第四,MVA将资本市场中的价格机制引入公司价值,以

企业的市场价值严重偏离了应计制下的账面价值,其中高新企业表现得尤为突出。

3.衍生金融工具的出现和运用对应计制提出了挑战。金融资产和金融负债的价值与企业持有时间的长短及企业的主观努力无关,而完全取决于金融市场的波动水平。同时,金融资产的价值不像商品的价值那样由生产它的社会必要劳动时间决定,并具有一定的稳定性,金融资产的价值是极不稳定的,且受环境因素影响容易波动。因此,按照传统的应计制以交易价格来确认金融资产与金融负债是不符合实际情况的。特别是当金融资产在企业资产中达到一定比例,企业利润有相当部分是来自于金融资产的交易时,再按应计制来处理这部分业务就十分不合理了。

二、混合制的优越性评价

1.在应计制原理的指导下,针对各个会计主体、核算对象来客观、正确地确认各期收入、费用,合理计算经营成果,核算企业的盈利状况,从而提供尽可能真实的会计信息。

MVA最大化作为上市公司理财目标,体现了资本经营与生产经营的本质区别,能够最大限度地折射出金融经济时代公司生存和发展所面临的问题和挑战,这对引导公司资本经营超越生产经营将起到关键的作用。

第五,以MVA最大化作为理财目标,对促进资源优化配置、提高资源利用效率有重要意义。 $MVA = \text{投入资本} \times \text{资本增值率}$ 。显然,要最大化MVA,就必须扩大投入资本的规模或提高资本增值率。所以,MVA既引导企业追求资本规模,更引导企业追求资本增值。从资源配置和资本利用效率的意义上说,MVA最大化是最可取的理财目标。MVA意味着把更多的资源或更大规模的资本配置到更有效率或更能增值的企业中去,这必将带动帕累托效率的改进。

诚然,以MVA最大化作为理财目标也存在缺点,那就是现实的资本市场并非都是完全有效市场,公司的市场价值并不能准确地反映公司的真实价值。而且公司的市场价值受到市场特性、市场意识和宏观经济等众多因素的影响,并不完全与公司的经营能力和经营效果有关。因此,以MVA最大化作为理财目标,也可能对公司的经营能力和经营效果做出不当的评价。

笔者认为,现实经济生活中没有理想王国,任何一种理财目标都会存在这样那样的缺点,试图找到一种没有缺点的理财目标是徒劳的。相比较而言,MVA最大化是一种缺点最少、优点最多的上市公司理财目标。□