现代公司理财目标：权益直接相关者价值最大化

邱兆学

（中国海洋大学管理学院 青岛 266100）

【摘要】从现代公司契约理论和产权理论角度来看，公司只有首先保证与公司权益有直接关系的股东、债权人、经理人和员工的投资回报价值最大化，才有可能为未来高质量可持续的发展提供最基本的物力资本和人力资本保障。本文认为，之前所提出的利润最大化、每股收益最大化、股东财富最大化、经济增加值最大化、企业价值最大化、利益相关者利益最大化等理财目标都无法承载这个使命，唯有以权益直接相关者价值最大化作为理财目标更为合适。

【关键词】公司理财目标 权益直接相关者价值最大化 投资回报

当前世界经济正处于快速发展、经济形势复杂多变、后金融危机背景下经济回暖态势渐趋明朗的关键时期，成熟市场经济国家和新兴市场经济国家的现代公司也正经历着制度创新、技术更新、组织变革与法人间购并整合等一系列重大结构性调整。为了适应这些调整带来的新变化，现代公司理财目标的定位也越来越成为人们关注的焦点。公司理财目标从被人们认识开始到现在一直随着经济发展和企业变革而不断变化调整，当前现代公司究竟该以什么作为理财目标仍然没有达成共识。因此，对公司理财目标的各个发展阶段进行梳理并结合企业实际尽快明确可行性理财目标必将对促进现代公司的健康有序发展产生重大而深远的影响。

一、关于公司理财目标的主流观点

在理论界，公司理财目标经历了很多发展阶段，其中具有代表性的理财目标主要有利润最大化、每股收益最大化、股东财富最大化、经济增加值最大化、企业价值最大化、利益相关者利益最大化等六种类型。从发展趋势来看，前四个阶段的目标已经逐渐淡出历史舞台，当前被财务管理教材普遍公认的公司理财目标是企业价值最大化，被学术界作为热点研究的公司理财目标是利益相关者利益最大化，本文主要介绍这两种理财目标。

1. 企业价值最大化。企业价值最大化是指通过企业财务上的合理经营，采取最优的财务政策，充分考虑货币的价值与报酬的关系，在保证企业长期稳定发展的基础上使企业总价值达到最大。这个理财目标追求的是企业各种利益主体共同的价值最大化，而不仅仅考虑股东一方。

但是企业价值最大化目标也绝非完美。第一，企业价值最大化目标没有突出强调企业的利益归谁所有。现代企业的所有权属于投资者，由于实际上企业被经营者所控制而使投资者承担着巨大的风险，因此公司理财目标必须保护投资者的利益。否则，一旦投资者的积极性受到打击而将资金撤走，必然有损于公司的长期发展。第二，企业价值最大化目标不能正确处理公司长期积累与现实分配的关系。强调企业价值最大化就会片面强调长期积累，忽视现实分配的重大意义。公司经营者往往能影响甚至控制公司的利润分配政策。若将企业价值定义为包括一定时点负债、所有者权益的账面价值，则显然是不分配利润比分配利润要好。可见，由企业价值最大化目标导致不分配利润的做法既背离了投资者的利益，也不符合社会长远利益。第三，就我国当前不太成熟的资本市场而言，企业价值最大化中的“企业价值”难以准确衡量，公司股价难以反映企业的价值。第四，企业价值最大化目标确定价值的承担者不恰当。从根本上说，公司的一切经营活动都是为了人，这里的“人”应该是自然人，也就是说，公司理财目标应为具体的人服务。可是企业价值最大化这一目标，强调经营者对企业负责，而企业只是法律上的人格化，并非真正的人，因此不具备价值承担者的基本属性。第五，将企业价值最大化作为一种理财目标，容易使公司理财偏重于远期规划，忽视短期利益和日常经营中的财务管理。在短期决策和长期决策发生冲突时，以企业价值最大化的观念为导向很容易偏向长期决策。长期决策存在较大的预测风险，并可能造成决策的失误。

2. 利益相关者的利益最大化。利益相关者的利益最大化是指企业的财务活动必须兼顾和均衡各个利益相关者的利益，使所有利益相关者的利益尽可能最大化。对企业来说，是否能够承受如此众多利益相关者的责任之重一直是一个有争议的话题，尤其是对于利益相关者的利益最大化是否应该成为企业的财务目标更是争辩激烈。企业首先是一个产权主体，其生产经营的根本目标是实现企业产权资本保值增值，通过产权资本的保值增值使得企业能够实现可持续经营，企业财务目标的实现是产权资本在企业是否能够得以延续的基本前提和保障，也就是说，如果企业的生产经营不能保证产权资本的保值增值，企业将退出经济舞台，这是市场法则的必然选择。当企业连生存都存在危机，产权资本所有者之外的其他利益相关者的利益必将无暇顾及。因此，利益相关者的利益最大

化目标也无法承担起当前公司理财目标赋予的历史重任。

二、以“权益直接相关者价值最大化”作为公司理财目标

1. 权益直接相关者价值最大化理财目标的提出。我们知道,企业财务目标经历的利润最大化、每股收益最大化、股东财富最大化、经济增加值率最大化、企业价值最大化和相关者利益最大化这六个发展阶段本质上可以分为“股东至上”的股东财富最大化和“利益相关者共享”的相关者利益最大化两种观点,在这两种观点的演进博弈中,当前形势下后一种观点逐渐占了上风。“利益相关者共享” 的相关者利益最大化观点主要包括企业价值最大化和相关者利益最大化两个阶段，这两个阶段虽然都体现了利益相关者财富最大化的基本理念,但是其基本内涵、价值衡量和利益指向等方面均有所不同。虽然目前西方企业界和我国许多财务理论工作者普遍接受企业价值最大化为公司理财目标的观点，包括国内一些财务管理教材也都采用这种观点。但是正如本文前面的分析,企业价值最大化这一理财目标自身还存在明显的缺陷，加之国内外诸多学者对相关者利益最大化理财目标的研究和推崇，企业价值最大化大有被相关者利益最大化取而代之之势。

当然,通过前面的分析我们也知道,当前理论界对“利益相关者”和“利益相关者的利益最大化”的提法还存在诸多不科学性和不可行性。在此,笔者主张对企业价值最大化和利益相关者的利益最大化两个理财目标进行整合，以权益直接相关者价值最大化作为现代公司的理财目标。

2. 权益直接相关者价值最大化的含义及将其作为理财目标的必要性。

(1)权益直接相关者价值最大化的含义。权益直接相关者是指在当前被理论界普遍认可的诸多利益相关者中与企业权益直接控制权、剩余索取权有密切关系的那一部分利益相关者,主要包括投资者、债权人、经理人和员工,其中投资者和债权人是企业的物质资本所有者，经理人和员工是企业的人力资本所有者。所谓权益直接相关者价值最大化，就是使投资者、债权人、经理人和员工这四类权益直接相关者从企业分配到的利益(价值)达到最大化。

(2)以权益直接相关者价值最大化为理财目标的必要性。企业的产权资本包括物质资本和人力资本，其中物质资本由股东和债权人以货币资金、实物等形式提供,人力资本由职业经理人和员工以其智力和劳力形式提供。由这些物质资本和人力资本共同作用所形成的税后净收益和资本利得，自然应该由物质资本和人力资本的出资人共同享有。

在企业众多的利益相关者中，真正称得上与企业净收益和资本利得的所有权与控制权相关的只应当包括股东、债权人、经理人和员工四类。在这四个利益相关者中,股东、经理人和员工分别用物质资本和人力资本等专用性资产进行投资,自然应该是产权资本的所有者。至于债权人,由于债权本金和利息回收时间的事先契约规定和利息额度的固定性，债权人能否作为产权投资者尚存一定争议。但是,有一点已经形成共识，就是现代企业对债权资本的高度利用使得债权人也承担了大量风险,如果企业破产,债权人也要遭受本金和利息的损失。从这个意义上说,债权人也有资格成为税后净收益和资本利得的享有者。因此,从产权的角度来说,我们可以把股东、债权人、经理人和员工统称为权益直接相关者。

由此可以看出，广义相关者中的其他人都与企业产权无直接关系,如供应商和分销商,如果企业与之没有债权债务关系,则仅仅是企业经营的交易对象之一,其有自己为之经营的企业,也有属于自己的产权,只能属于自身投资企业的权益直接相关者。另如顾客,与企业之间只存在等价有偿服务的关系,只能从企业提供的优质服务中获得需求效应的满足,而不够从企业获取其他利益。再如政府、社区、社会公众和竞争对手,企业的纳税、捐赠、吸纳劳动力就业、保护环境、尊重对手和良性竞争的行为都是属于企业基本的社会责任，这些都是由法律或道德来约束的，企业履行这些社会责任付出的代价是企业的经营成本，这些经营成本应当在企业正常运行的承受能力之内,否则企业也会退出经济舞台。因此,在企业正常运营状态下的净收益和资本利得是在企业履行社会责任之后形成的,政府、社区、社会公众和竞争对手等自然也就失去了享有权和控制权,因此不能成为企业的真实利益相关者。基于此，传统意义上所说的企业价值最大化最终应该由利益相关者中真正与所有权、索取权和控制权等权益直接相关的股东、债权人、经理人和员工享有。

虽然企业价值最大化是每一个权益直接相关者在追逐自身价值最大化实现过程中所形成的必然结果，由此进一步使得不同权益直接相关者竞相通过合理分配最大化的价值变为现实,但是在分配企业实现的最大化价值时,权益直接相关者之间不可避免地会产生利益冲突，如果利益冲突得不到有效协调，必将挫伤权益直接相关者在共同实现企业价值最大化过程中的积极性，这显然与权益直接相关者价值最大化的利益诉求相悖。

3. 权益直接相关者价值最大化作为理财目标的可行性。

(1)追求价值最大化是权益直接相关者共同的天然诉求。首先,股东作为物质资本的直接出资者,投资的目的自然不可避免地体现着资本贪婪的逐利属性——追逐无穷大的价值,即追逐价值的最大化。其次,债权人之所以向企业出资,是为了按照约定时限和金额收回本息，并且最大限度地避免各种可能出现的风险。虽然人们普遍认为债权人所得到的本息是确定的,不存在最大化问题,但是,债权人采取各种措施尽最大可能规避风险的诉求就是为了使可以预见的损失降到最低，这种做法必然从数量上帮助债权人实现价值最大化。再次,职业经理人是企业经营战略的实施者,凡是得到股权激励的经理人，必然会因为已经享有股东部分的权益而会尽最大的努力拓展业务,扩大市场份额和业务量,以为企业全体权益直接相关者谋求更多价值的同时实现自己的价值最大化。最后，持有公司股票的员工跟职业经理人一样也已经形成了事实上的股东，由于员工已经与股东和高层经理被股票牢牢地捆绑在一起，因此员工的一举一动直接左右着这些权益直接相关者的切身利益,为了员工的自身利益能够得以保全,他们自然也不得不为追求企业的价值最大化而努力工作，这从上

沪市小盘股效应分析

何承丽　瞿海华

（四川大学工商管理学院　成都　610064）

【摘要】许多研究已经证实小盘股效应在金融市场上普遍存在。本文首先回顾了国内外学者对小盘股效应研究取得的成果，然后从沪市随机选取40只股票，并对其在2007～2009年的收益率进行实证研究，讨论这三个时期沪市是否存在小盘股效应，并从行为金融学的角度对其产生原因进行分析。

【关键词】行为金融学　小盘股效应　股票市场　收益率

一、小盘股效应概述

小盘股就是发行在外的流通股份数额较小的股票，根据总股本和流通股本的规模来划分，小盘股可以分为三类：一是总股本和流通股本都比较小的小盘股，这被称为真正的小盘股；二是流通股本小但总股本大的小盘股，也就是所谓的假小盘股或暂时的小盘股；三是流通股本大但总股本较小的小盘股，通常被称为假大盘股。我国现阶段一般将总股本不超过一亿股的股票都称为小盘股。随着我国对限售股的解禁，各上市公司的流通股本和总股本趋于一致。

小盘股效应又称规模效应、公司效应，是指投资于小市值股票所获收益比大市值股票收益高的金融现象。最先发现这一金融异象的是美国学者Banz。1981年，Banz以纽约证券交易所的全部股票为样本，对这些股票1931～1975年间的月收益进行了研究，发现市值最小的10%的股票比市值最大的10%的股票的平均年收益要高，这种股票市场异象被命名为小盘股效应。

从小盘股效应被发现以来，众多学者对此进行了大量的实证研究，Siegel（1998）研究了纽约证券交易所1926～1996年

海大众和平安保险两个公司的员工持股便可以看出。

（2）权益直接相关者价值最大化理财目标可以有效避免财务冲突协调。传统的理财目标内部的出资者财务、经理人财务、债权人财务、员工财务等理财目标相互之间存在着利益冲突，为此，公司在决策和经营过程中必须时刻充分考虑各方的利益，由于牵涉到各方的理财目标较多，因而多数时候即便采取了大量措施也难以奏效，直接影响了公司经营的效率和效果。如果公司选择权益直接相关者的价值最大化作为理财目标，由于所有权与经营权从传统意义上的分离走向了一定程度上的统一，使得公司从决策的起点就考虑到了统一的目标设计，作为权益直接相关者利益集团中的每一个成员都很清楚“一荣俱荣，一损俱损”的道理，这使得公司的整个经营过程因此变得高效率和高质量，公司可以由此极大地降低和减少内耗成本。

（3）权益直接相关者价值最大化理财目标可以促进公司治理结构和模式的改革。在权益直接相关者价值最大化的理财目标下，我们不得不认真对待的是如何在各权益直接相关者之间分配企业价值，并使得各自的价值最大化。要想解决好这个问题，自然要看在权益直接相关者这个利益集团中各自的谈判实力和分量。股东、债权人、经理人和员工都会首先看到自己的重要性而忽视其他各方的重要性，这种观念自然无法维持公司的高效运转，自然会落得一损俱损的结局。因此，要想最终实现多赢，必须改革当前的公司治理结构和治理模式，成立一个由股东、债权人、经理人和员工四方组成的共同治理委员会，在公司重大战略决策和年度初期制定公司经营方案时就可以初步制定利益分配方案，在执行过程中要充分考虑政治、经济、社会及公司自身等形势的变化随之带来的经营效果的变化。为充分应对各种理财风险，公司还要制定备用方案或者调整方案。以上这些方案的制定与执行从根本上反映了股东、债权人、经理人和员工之间的利益诉求意识和利益博弈能力，也最终决定了公司的长远发展潜力和未来走势。

综上所述，公司理财目标经历的六个发展阶段虽然各自都有一定的优点，但是都不能适应现代公司发展的要求。从现代公司契约理论和产权理论角度来看，现代公司只有首先保证与公司权益有直接关系的股东、债权人、经理人和员工的投资回报价值最大化，才能为未来高质量可持续发展提供最基本的物力资本和人力资本保障。因此，当前现代公司以权益直接相关者价值最大化作为理财目标更为适宜。

主要参考文献

1. 李晶晶.浅谈公司理财目标之选择.中国商界，2009；9

2. 张惠宏. 论财务管理的目标——经济增加值最大化.冶金财会，2010；1

3. 张茂燕. 从企业财务目标的演进论最佳财务目标的选择.统计与决策，2005；10

4. 刘利，干胜道.利益相关者理论在我国的研究进展.云南财贸学院学报，2009；2