

三招提升股东价值最大化

□清华大学经济管理学院公司金融教授 朱武祥

●在短期投机的价值取向下,上市公司要坚持长期真实价值最大化并不是一件容易的事。A股市场长期以来被短期投机交易投资理念及其投资力量主导, 这导致流通股股东与内部控股股东在价值创造、融资和价值分配策略上的分歧会比较突出。因此不能简单地把流通股股东的利益等同于上市公司股东价值最大化

●早期制定的公司法无视非流通股股东与流通股股东权力的实际显著差异,过于强调同股同权,限制了投资者之间的合约条款灵活设置。实际上,内部控股股东与外部公众投资者的分歧并不可怕,关键是正视差异和分歧,明确游戏规则,通过金融工具创新及合约设计找到分歧的解决方案。股票类型及其权力设置是投资者之间的事情。在成熟资本市场上,上市公司创始人股东为保持股权集中和控制权,往往设置不同表决权股份,形成一家公司多种股份格局。建议修改和完善公司法,放松对股份类型及权利设置单一化的限制,允许一家公司存在多种类型的普通股,增加金融合约自由度

自现代公司财务理论创建以来,所有的公司财务教科书开宗明义都写着“公司经营的财务目标是股东价值最大化”。但由于资本市场并不完美,股东风险收益偏好不同,存在多样化的类别股东。特别是我国上市公司股权类型多样化,尤其是形成了非流通的发起人股份(国有股股东、其他法人股股东,自然人股东)与社会公众流通股股份之分,还有A股、B股及H股之分。理论上,如果不同类别的股东可以分别根据合约规定的剩余收益分配权定价,公司股东类型多样化并不必然导致利益冲突。但现实中,不同类别股东的价值取向差异甚大。例如,同为流通股股东,境外投资者(H股、B股股东)相对A股投资者更偏好现金股利;非流通股股东分享不到资本收益,偏好现金红利。由于流通A股股东普遍短期投机偏好,导致流通股股东偏好股票股利。于是出现了一会儿批评“低分红是上市公司大股东圈钱行为”,一会儿批评“高派现是大股东侵占小股东利益的手段”。无论是哪派观点,举的大旗都是“股东价值最大化”。“股东价值最大化”,“保护中小股东权益”,“反对一股独大”成为时髦口号。

最大化什么价值? 最大化哪类股东价值? 如何评价上市公司是否创造了价值? 如何实施股东价值最大化? 显然,股东价值最大化这句听上去理所当然的口号,在实际执行过程中面临很多问题。如果不能清楚地理解这些问题,股东价值最大化不过是一句空话,甚至误导公司资本配置行为和监管政策。

最大化什么价值?

公司价值有内在真实价值和股市评估价值之分,股市评估价值受投资者价值取向、估价模式等因素影响。行为金融理论模型及大量的实证研究表明,股市对信息反应的有效性并不等于对公司真实价值的有效性。股市短期定价往往偏离公司真实价值。股价不仅反映公司内在价值,更反映短期投机因素。特别是在乐观预期的市场上,公司真实价值在股价中的比重很小,公司长期持续发展能力和真实价值与股价短期表现并不一致。此时,价值最大化是基于长期可持续发展能力的公司真实价值,而不是股价。巴菲特1988年写给股东的信中指出,“我们不想使伯克希尔公司股票交易价格最大化,我们希望公司股价以企业内在价值为中心的狭窄范围内变动。过分高估或低估不可避免使外部股东产生与公司业务成果大相径庭的结果。如果我们公司的股价始终反映企业真实价值,每一位股东在持股期间会得到大致等于公司业务成果的投资收益。”

即使在一个中长期有效的股市上,投资者奉行企业内在价值投资理念。但由于公司信息传递的及时性、完备性以及投资者自身的评价能力约束,外部投资者不可避免会忽视公司很多对价值有影响的行为,也难以迅速理解公司投融资及红利行为对公司价值的影响,股价短期表现同样不反映公司真实内在价值(Jensen[2001])。其次,股价受多种因素影响,如宏观经济、投资者情绪等,公司层次的因素只是其中之一。此时,最大化股东价值应该是公司长期市场价值,而不是短期股价。

此外,随着股市深化,上市公司控股股东和外部投资者的价值取向都将多样化,呈现类别公司和类别投资者,此时,不存在笼统的股东价值最大化。

最大化哪种类型股东价值?

上市公司股东可以分为内部股东(控股股东,非控股股东),外部公众股东。不同类型的股

东承担的风险、责任,在企业价值创造中的角色不同,风险偏好、价值取向及利益并不完全一致,甚至冲突。例如,内部控股股东通常是公司价值的创造者和价值分配决策者,承担更多的企业长期经营责任,属于长期股东,关注公司核心竞争力和持续竞争、盈利能力。而且,控股股东资产集中在单一上市公司,对公司经营风险暴露程度高。A股公司控股股东因股权不能在股票市场上流通,难以通过出售股权获得现金投资其他资产来分散风险;外部流通股股东往往是价值评估者和价值分配方案的接受者,具有高度连续的流动性。而且,机构投资者的资产分散度较高,只有小部分投在单一上市公司,可以通过投资不同公司证券组合来规避单一公司的非系统风险。

外部流通股股东风险收益偏好和价值取向也大不相同,并不是所有流通股股东都追求短期资本收益最大化。至少可以分为短期交易投机型、长期投机交易型和长期价值投资型。即使是流通A股股东,投资风格也出现分化,社保基金和某些机构投资者开始重视价值投资。在股利政策方面,价值型投资者偏好现金红利,增长型投资者偏好股票红利。境外投资人(H股、B股股东)相对A股股东更偏好现金股利。

现实中,股市上的投资者价值取向、风险收益偏好多样化,公司经营理念和价值取向同样可以多样化,公司很难满足风险收益偏好不同的所有股东利益最大化。哪种类型股东价值最大化应由上市公司控股股东决定。股市本身是各种价值理念和力量博弈的自由选择的场所。在股市投机盛行的环境下,上市公司控股股东可以选择不同的业务发展—价值创造策略和红利政策—价值分配政策。

其一,不迎合股市短期投机股东或分析家对投资题材的追捧和价值分配方式的要求,不在意股市对公司股票短期价格表现冷淡甚至负面反应,或者不切实际地乐观预期,坚持以企业可持续发展 and 长期真实资本价值最大化的原则来配置资本,制定公司业务发展战略,投融资战略和价值分配策略。同时,注意构建一个与控股股东业务发展战略和价值取向一致的目标股东群,致力于目标股东价值最大化。

其二,迎合股市短期投机偏好,制定业务发展策略和红利政策,公司股票短期收益最大化。这类上市公司主动迎合股市短期投机交易偏好,采取高转增或送股的股利政策,资本配置行为投机和短期化,主业衰落,却往往引起A股市场短期积极反应。

其三,基于公司可持续发展和真实价值增长,相机博弈迎合股市。

如果股东认为公司拥有许多净现值(NPV)大于零的投资项目,从而高估公司价值,但理性的控股股东清楚,这些项目实际上不可能实现

正的净现值。如果控股股东认为公司股价被过分高估,可以利用投资者的过度热情增发股票,但并不将募集资金投入到新项目中去,而是保留现金或投资于资本市场上其他公平定价的证券,或者在投资者青睐的领域只投小部分募集资金。如果控股股东认为公司股价被市场不合理地低估,可以回购股票。同时,利用高估的股票作为支付手段,兼并购收;分拆高估的业务单元等。

此外,还可以利用投资者的红利偏好制定红利政策。Baker和Wurgler[2003] 实证研究表明,由于投资者通常把支付现金红利的公司和不支付现金红利的公司视为两类,投资者对这两类公司的兴趣及红利政策偏好时常变化,对股价产生影响。历史上,有些公司一直分配现金红利或者股票红利,大多数公司管理者通常会迎合投资者偏好制定红利政策,目的在于获得股票溢价。即当投资者倾向于风险回避,对支付现金红利的股票给予溢价时,管理者就支付现金红利;当投资者偏好股票红利,对股票红利股票给予溢价时,管理者就改为股票红利。如果股票价格与公司管理者收益相关,管理者更有可能取悦投资者,抓住股票溢价机会改变股利政策。

上述策略的中长期结果不同。实践表明,坚持以企业可持续发展和长期真实资本价值最大化的原则来配置资本,制定公司业务发展战略,投融资战略和价值分配策略。尽管在股市短期投机盛行的环境下,股价波澜不惊,甚至低迷,但有助于构建一个与控股股东业务发展战略和价值取向一致的目标股东群,纠正股市对公司行为的误解和定价的明显偏差,使公司股价始终能以与企业真实价值相关的价格交易,减少公司股票的投资机性,减少甚至消除控股股东与流通股股东在资本配置战略和价值分配政策方面的冲突,有助于公司的产品市场经营战略能够保持一贯性,形成股市评价与产品市场经营之间的良性互动。竞争地位日益强大,最终受到股票市场青睐。

正如产品市场上需要细分客户,满足客户需求并不是,也不可能满足所有客户需求,存在目标客户。股东价值最大化并非所有不同风格的投资者的价值最大化。物以类聚,人以群分;志同道合;道不同,不相与谋。公司不同的业务发展和融资战略和红利分配政策会吸引不同投资风格的外部流通股股东,不同投资风格的外部流通股股东也会影响公司投融资战略和红利政策风格。因此,上市公司可以在股东细分市场锁定目标股东。特别是关注公司长期可持续发展和资本增值的上市公司控股股东,坚持自己的经营理念和价值取向,包括公司业务发展战略、商业模式、投融资计划和红利政策,并且向股市传达这一明确信号,增加透明度,以便外部投资者正确评价和选择,吸引和筛

选出与控股股东价值取向一致的外部流通股股东,同时,使那些怀着短期预期或不现实预期的股东感到乏味而离开。这也是上市公司处理投资者关系的重要内容。

实际上,欧美很多上市公司通过明确业务发展战略、价值取向来淘汰那些与自己的经营和价值理念不一致的外部股东,建立一个与自身发展和价值理念一致的股东群。新兴行业公司,例如微软,上市以来,一直不派发现金红利,高速增长吸引了偏好资本收益的增长型股东群;而一些传统产业或公用事业公司,则通过稳定成长和高现金股利政策,吸引了一批养老金等偏好稳定的现金红利的投资者。

巴菲特(1988)指出,“我们不希望公司股票交易频繁,我们的目标是吸引长期投资者。我们努力通过我们的政策、业绩和交流,吸引那些了解我们的运作,并且能像我们(控股股东)那样衡量投资价值的股东。”“我们坚持这样做,可以不断使那些怀着短期或不现实预期的股东感到乏味而不进入或者离开。公司股价就可以始终以与企业内在价值相关的价格交易。”

而短期投机力量主导的股市,会对上市公司短期盈利形成评价压力;或者由于投资者过于乐观,定价过高,会对公司持续增长产生巨大压力,不利于上市公司长期健康发展。Fuller和Jensen[2001][2002]指出,美国股市上盛行预期公司收益游戏(Expectations game),即股票分析家往往给公司设定比较乐观的增长预期,并迫使公司管理者努力实现分析家的预期。Fuller和Jensen呼吁,公司管理层不要害怕公司股价低。因为股票被市场高估并非好事。投资者脱离实际地高估公司股票价值,会对公司未来增长产生乐观要求或者压力,而这种增长要求脱离了公司实际能力,或者是公司基本上不可能实现。如果公司管理者迫于股市分析家的这种要求或压力,往往会采取损害公司长期健康发展的战略及资本配置行为。安然等公司就是典型。

A股市场上,迎合股市短期投机偏好、采取短期和随机的业务发展策略和高股票股利政策的上市公司,往往不再致力于踏踏实实进行实业运作,提高经营效率,培育竞争能力,而是以股东价值最大化的名义,寻求新的利润增长点,热衷于在外部随机寻找不相关的热点投资机,轻率进行实业投资。例如,1999年股市青睐于高科技概念上,上百家公司纷纷投资科技企业,甚至更名为科技公司;2000年投资网络;2001年又转向传媒。股市短期投机偏好和公司治理问题严重,又激励和助长了这种短期资本配置行为。由于这类公司在投资机会获取方面高度不确定,并且缺乏把外生的投资机会转化为实际经营业绩和企业价值的执行能力,导

致频繁变更募集资金投向。一旦投资失败,则通过与大股东资产置换转移投资丧失。这些公司没有因投资扩张而集聚和增强主业可持续发展能力和竞争能力,主业竞争地位显著下降,甚至丧失,经营业绩逐年显著下降,从实业运作的价值创造型企业演变为没有竞争优势的多元化投资管理公司,或沦为ST、PT。有些原本优秀的企业因此沦落。

股东价值最大化实践的启示

理想状态下的股东价值最大化在不完美的现实中面临很多问题,不是一句口号。在短期投机的价值取向下,上市公司要坚持长期真实价值最大化并不是一件容易的事。A股市场长期以来被短期投机交易投资理念及其投资力量主导,形成明显脱离公司投资价值的股价和短期交易获利的商业模式。流通股股东与内部控股股东在价值创造、融资和价值分配策略上的分歧会比较突出。不能简单地把流通股股东的利益等同于上市公司股东价值最大化。近年来,监管部门推出了一系列规范股市参与各方行为的政策法规,对股市发展和规范起到积极作用。但上市公司哪些行为需要监管? 哪些行为应该由上市公司控股股东与股市双方博弈? 监管机构有时侯迫于股市短期投机的流通股股东的舆论,制定了细致的上市公司行为监管政策。有些规定矫枉过正,例如,限制了诚信经营的公司正常商业抉择,损害了非流通股股东和其他利益相关者的合法利益,不利于上市公司持续发展。笔者个人认为,为有效实施股东价值最大化,需要改造股市本身和公司治理机制。

第一,继续大力发展机构投资者,增加大盘蓝筹股,加强对股市本身的改造,包括改变短期投机价值取向主导A股市场的格局和上市公司构成,而不是上市公司控股股东一股独大,使投资者的价值取向多样化,形成价值取向不同的投资者和上市公司控股股东能够自由博弈的制度环境。

第二,解决股权流通性分割。修改和完善《公司法》,放松对股份类型及权利设置单一化的限制,允许一家公司存在多种类型的普通股,增加金融合约自由度。早期制定的《公司法》无视非流通股股东与流通股股东权力的实际显著差异,过于强调同股同权,限制了投资者之间的合约条款灵活设置,甚至形成硬约束。实际上,内部控股股东与外部公众投资者的分歧并不可怕,关键是正视差异和分歧,明确游戏规则,通过金融工具创新及合约设计找到分歧的解决方案。公司金融创新本身的功能之一就是解决预期和利益分歧,合理分配风险和收益。股票类型及其权力设置是投资者之间的事。在成熟资本市场上,上市公司创始人股东为保持股权集中和控制权,往往设置不同表决权股份(Dual Class Share),形成一家公司多种股份格局。私募融资中,允许投资人之间根据利益和风险管理工作灵活设计合约,同类普通股股权所具有的收益分配权、表决权以及控制权、清算权的配置等可以与股份比例不一致,甚至可以分离,但设置不同情景下的条款,保护合理权益,限制风险。

第三,完善上市公司治理机制,增强上市公司董事会和管理层诚信守责的法律责任,提供发现和揭露上市公司董事会和管理层违规和营私舞弊行为的经济激励,增加发现概率。诚信守责经营的上市公司需要明确为哪种类型目标股东的利益最大化,制定和明示自己的经营理念、价值取向和价值分配政策。

以创新应对券商内忧外患局面

□天同证券 尹芊 孟凡涛

随着中国金融业混业经营趋势的日趋明显以及我国加入WTO后外国金融企业的进入,证券行业的竞争将随竞争主体的变化而产生不同的竞争态势,券商的业务定位也会发生变化。我们认为,明确混业经营趋势下券商产品和服务的发展方向,对于券商摆脱目前的困境和未来的发展有着现实和重大的意义。

金融产品和服务的消费者包括个人、金融企业外的其他企业、政府及非政府机构等,也包括其他金融企业。

个人金融需求包括:投资需要的金融产品,如存款、有价证券等,及其相关服务,即资产的盈利性需要;融资需要,如借贷、信用担保等;应对突发事件的金融需要,如失业、灾害性事件、个人健康危机出现时风险性化解的事先安排等;以及消费等活动中支付的便利性、安全性等服务要求。个人金融需求的主要特点是分散性、相似性、不确定性。

金融企业外的其他企业的金融需求包括:与投资相关的金融产品和服务,所谓的投资既包括暂时闲置资金的投资,也包括与企业发展相关的投资如并购、项目投资、IPO等;

与企业运营相关的金融产品和服务,如工资支付、货款支付、信用服务等;

与企业风险控制相关的金融产品和服务等如套期保值、商业保险等等。

金融企业外的其他企业的金融需求的主要特点是:消费能力集中,单个的企业就有着很大的需求尤其是规模巨大的集团公司,单个产品所涉及金额也可能较大;

企业需求个性化突出,需要的每个产品和服务都可能不同,如企业的MBO;

企业具有综合性的需求愿望,企业可能需要融资和理财等的综合性金融服务。

与政府相关的金融产品和服务主要是政府监管、货币政策和宏观调控的需要,如国债、国债回购协议、再贷款等。

金融企业之间的金融需求主要是相互资金融通以及借助对方的业务渠道以提升自己的竞争能力。

在混业经营的趋势下,金融机构的发展关键是谁能掌握几个关键因素:

第一,消费者,能够获得稳定和大量的客户。客户在金融需求方面出现了两个明显的趋势:一是客户的金融需求呈多样化趋势。随着市场竞争的加剧和金融市场的发展,客户对金融产品的需求不再仅仅停留在传统的资金融通层次上,而是同时注重价值组合、风险控制、信息咨询等更高层次的金融需求。二是客户的金融需求呈个性化趋势。

第二,金融产品,给消费者提供合适的产品。金融机构自身的能力尤其是核心竞争能力非常关键。

第三,风险。金融的最核心课题是对风险的管理。金融学把各种形式的人类精神失落和经济损失都看作风险,金融正是要形成一种安排:即通过利用多数人来分散发生在个别企业或者个人身上的风险,减少个别企业和个人的损失,它鼓励人们为了更好的收益而去冒大的风险。

在目前的态势下,券商在资金实力、销售渠道、传统业务盈利水平等方面都不占优势,因此必须根据金融业的未来发展设计自己的发展方向。根据前面的阐述,我们可以清晰的将券商的发展定位在两个方面:

面对个人消费者,利用网上业务及传统的营销渠道并借助银行等的终端提供标准化的金融产品,大力发展资产证券化业务;

面对机构消费者,提供个性化服务,根据自身能力可以为客户提供综合性的金融解决方案,也可以专注于某一业务领域如投资银行业务。

券商只有具备足够的核心竞争能力,才能够在金融业的发展中不断提高自己的竞争地位。所谓“券商核心竞争力”是指券商在激烈的市场竞争中逐渐形成的“独一无二”、“与众不同”和“难以模仿”或“不可复制的竞争优势”。

这种优势是券商综合素质和发展潜力的集中体现,是券商区别于竞争对手,融知识与资产为一体的文化体系。

构成这种核心竞争力的文化体系主要包括:员工的知识与技能;公司的技术系统;公司的管理系统;公司的价值和规范。这种核心竞争力的构造是本土券商应对国外券商及混业经营趋势中可能出现的竞争对手的必然选择。

我们认为,打造券商核心竞争力,关键是创新和业务整合。

第一,金融创新。其中包括业务创新和客户管理创新。就业务创新而言,目前可以预料的方向选择:

一是充当财务顾问;二是开拓和发展资产管理业务;三是开辟项目融资业务;四是进行风险资本投资的服务。但是将来要大力发展资产证券化等能够实现标准化的业务领域。客户管理创新的目标是进一步发展对机构客户的个性化服务。

第二,管理整合。我国证券业经过1996年、1997年爆发式的机构扩张以后,1998年起很多券商就感到业务拓展乏力。券商的规模除了靠新增资本的数量扩张方式之外,似乎很难实现结构性扩张。因此必须寻找竞争力整合的现实途径,实现管理整合。