

# 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

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人开始重视价值投资。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。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。

如果股市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，兼并收购；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的收益相关，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竞争战略能够保持一贯性，形成股市评价与产品市场竞争之间的良性互动。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及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上锁定目标股东。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。新兴行业的公司，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，吸引了一批养老基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)，即股票分析师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项目，轻率进行实业投机。例如，1999年股市青睐高科技概念时，上百家上市公司纷纷投资科技企业，甚至更名为科技公司；2000年投资网络科技；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损失。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，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

●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