

股东价值取向差异与股东利益最大化实践问题

——佛山照明案例分析

□朱武祥 杜丽虹

摘要:本文比较分析了业务发展策略、投资行为和红利政策截然不同的2家同行企业上市以来,短期及长期股票投资收益,长期经营业绩和行业竞争地位。在短期投机交易获利偏好主导股票市场的环境下,佛山照明坚持基于增强主业产品市场持续竞争优势的业务发展策略和高派现政策,嘉宝集团采取迎合股票市场短期投机交易偏好的业务发展策略及高股票股利政策。分析结果表明,佛山照明没有给部分短期投机交易的A股股东创造资本高收益,但为大多数长期股东创造了价值。嘉宝集团则相反。本文进一步讨论了“股东价值最大化”在实践中面临的问题。我们认为,股票市场投资者及上市公司控股股东的价值取向都会多样化,股东价值最大化是股东细分市场上的目标股东价值最大化,而不是笼统的所有不同风险偏好的股东价值最大化。本文结果对上市公司股东价值最大化实践、正确运用金融经济学实证研究方法等有启示意义。

关键词: 股东利益最大化 股东价值取向 佛山照明

一、引言

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”。主流金融理论假设股票市场完美有效,无税和交易成本,股东同质,利益一致,信息完备,投资者能够对公司资本配置行为给予正确评价,即股票价格能正确或无偏地反映公司内在价值。此时,最大化股东价值就等于最大化公司股票价格。近年来,随着现代企业制度建设,特别是股票市场发展,股东价值在国内受到关注。国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见中指出“上市公司董事和高级管理人员要以股东利益最大化和不断提高盈利水平作为工作的出发点和落脚点”,“重视资本市场投资回报”。

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。特别是股票市场高度投机的环境下,股票短期价格与公司内在价值严重脱节,如何评价上市公司是否创造了价值?最大化哪类股东价值?最大化什么价值?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。

佛山照明1993年11月A股上市,1995年发行B股。上市10年来,一直专注于主业电光源产品研发、生产和销售。最近6年主营业务收入年增长率在11%~20%之间,净利润年增长率保持在5%以上;连续10年每股收益在0.5元以上,有3年超过0.9元,最高达到1.26元,是中国股市上少有的业绩稳定增长的公司,已成为国内最大的电光源生产企业,灯泡产量居全国第二,有“中国灯王”之称。公司一直维持高派现股利政策,是沪深两市唯一一家现金分红超过股票融资的公司,有“现金奶牛”之称。

年份	送股	转增股	派现	红利支付率(%)
1993	5		3.00	24.44
1994			8.16	4.33
1995		5	6.80	73.81
1996			4.77	74.92
1997			4.00	82.30
1998			4.02	75.00
1999		1	3.50	60.98
2000			3.80	68.56
2001			4.00	66.92
2002			4.20	77.00

人们对佛山照明长期高派现股利政策的评价大不相同。由于佛山照明股价一直相对稳定,即使在股市泡沫较强的1999~2001年,公司股价稳定

在10~13元水平,换手率低。短线交易的流通股股东颇为恼火,一位股民抱怨说“我在股市泡了7年,从没有见过这样死的股票。”另一位股民则表示“我是佛山照明多年的老股东,一开始还卖出过一些,现在决定不动了,不管股价能涨多高,每年分分红也不错。哪一天走不动了,还可以用这笔钱请个保姆照顾我。”学者和媒体的评论也有褒有贬。褒扬称这是公司控股股东和管理层不以圈钱为目的的表现,而有些学者则认为佛山照明“高额派现金股利并没有提高公司价值”,“现金股利可能是大股东转移资金的工具,并没有反映中小投

股票简称	市盈率	市净率	配股价格市盈率
佛山照明	28.63	3.21	8.70
嘉宝实业	45.26	4.07	20.32
广电电子	33.67	4.23	12.41
浙江阳光	55.24	18.75	—
平均	46.85	6.26	20.78

注:以上采用了2000年数据进行计算。

	2002年12月31日	2003年6月30日
国家股	23.90%	23.90%
法人股	11.99%	11.99%
流通B股	22.94%	22.94%
基金持股	9.31%	5.91%
合计	68.14%	64.74%
A股散户	31.86%	35.26%

前十大股东中的基金和金融机构投资人	基金风格
裕元证券投资基金	重组基金
DBS VICKERS (HONG KONG) LTD A/C CLIENTS	
富国动态平衡证券投资基金	收益与风险平衡型
银丰证券投资基金	收益与风险平衡型
金鑫证券投资基金	稳定成长型国企大盘股与国企重组股
DEUTSCHE BANK AG LONDON	

投资者的利益与愿望”(陈信元、陈冬华和时旭,2003)。证据是股票市场对于佛山照明高派现股利政策反应平淡,上市10年来,股利公告日前后的平均超额收益率和累计超额收益率都略呈负值。佛山照明高股利政策是否为股东创造价值?

实际上,佛山照明股东构成比较复杂。国有股占23.9%,由佛山市国资办持有;法人股占11.99%,法人股比较分散,最大的法人股东持股比例不到2%;流通B股占22.94%,主要被新加坡一家公积金、香港汇丰银行、百富勤重仓持有;流通A股占41.7%,2003年6月30日,若干平衡型基金和追求重组题材的基金持有5.91%。流通A股股东占总股本的35.26%,非流通股股东、境外投资人和机构投资者合计持股在65%~70%之间。不同类型的股东价值取向不同,定价模式和价格水平差异甚大,例如,B股与A股投资者,以及A股投资者之间。因此,更准确的问题应该是佛山照明为哪类股东创造了价值?

二、股票投资收益分析

1. 短期投资收益

我们选择与佛山照明同行的嘉宝集团比较。该公司主营业务和上市时间与佛山照明相近,但投资行为和股利政策与佛山照明形成鲜明对比。

嘉宝集团前身为上海嘉宝照明电器公司,1992年上市,2001年以前主营业务一直为电光源产品,产销量居全国第一,但1999年净利润下降90%,2000年、2001年连续亏损,2001年11月将主业灯头制造业务剥离,置换为房地产业务。嘉宝集团1994~1996年连续3年送股,1997年召开临时股东大会以10:3转增股本,只有1996年按每10股派现2元。尽管主业经营业绩每况愈下,直至变更,但由于历史上多次送股,形成了送股预期,加上1999年开始大力推进房地产、电子、电机、食品领域的投资,还拟进入医药领域。嘉宝集团股价剧烈波动,1997年3~4月,股价从7.6元拉升到14.30元,涨幅接近100%,后跌回7.5元;1999年5~6月,再次从7.5元拉升到13元以上;2000年10~11月,从8.8元上涨至13.4元。此后股价一路下跌,目前只有5.4元左右。

与嘉宝集团相比,佛山照明A股股价波澜不

表5 嘉宝集团历年股利政策

送股	转增股	派现	除权日期
2		1	1994年05月09日
2			1995年10月19日
2			1996年03月27日
		2	1997年07月04日
	3	1	1997年08月06日

惊。最近5年,股价维持在10~13元水平,未出现过涨停现象。

佛山照明确实没有给短期投机交易偏好的流通股股东创造厚利。

2. 长期投资收益分析

股东持有期收益由两部分组成,一部分是现金股利,另一部分是考虑持股期间送股、转增股和配股后的资本收益。我们分别计算了持有佛山照明A股3种期限的持有期收益率:(1)上市之初购买(按1993年12月最后1个交易日收盘价计算)一直到2003年中期9.5年,假设流通股股东参与了佛山照明1994年12月的配股,按10:4全额认购可配股份,这与当时实际配股情况基本一致。其中,现金股利再投资收益率取一年期人民币储蓄

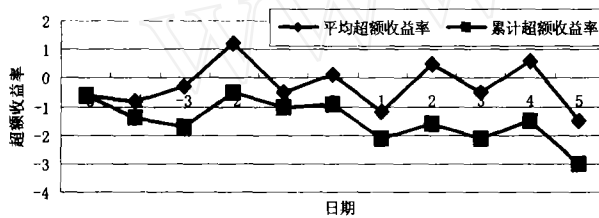


图1 佛山照明股利公告日市场反应

存款利率,即股东收到股利后不再进行其他投资,而是存进银行;期间的投资成本除了1993年末购买股票时的成本外,还包括1994年12月配股时按10:4以8元/股的配股价全额认购的配股款;(2)1998年中期购买(按1998年7月最后1个交易日收盘价计算)持有到2003年中期5年;(3)2000年末增发后购买(按2000年12月最后1个交易日收盘价计算)持有到2003年中期2.5年。

计算结果表明:9.5年持有期收益率为6.10%,与同期银行存款收益率(6.17%)相近;5年为4.62%,高于同期银行存款收益率(2.5%);2.5年持有期收益率为-0.68%,由于近两年大盘整体疲弱,低于同期银行存款利率(2.20%)(见表6)。

我们还分别计算了佛山照明B股股东3个持有期收益率:1995年中期佛山照明B股上市后持有到现在,1998年中期购买并持有到现在,2000年末期购买并持有到现在,再投资收益率取同期美元1年期基准利率。计算结果表明,佛山照明为B股投资者创造了丰厚的回报,最低的持有期收益率也有9.2%,远高于同期美元存款利率(4.86%),尤其是最近5年,尽管B股整体走势偏弱,但佛山照明股价却从2元多涨到7元以上,说明佛山照明关注长期价值的业务发展战略与高派现的价值分配政策受到境外投资人认同(见表7)。

佛山照明长期高派现是否为A股股东创造了

表6 持有佛山照明A股股票的投资及收益状况(单位:每10股)

	持有9.5年期	持有5年期	持有2.5年期
1993年12月31日买入	$-10 \times 24.5 = -245$		
1994年5月分红	3		
1994年12月配股	$-10 \times 1.5 \times 0.2 \times 8 = -24$		
1995年7月分红	$8.1 \times 1.5 \times 1.2 = 14.58$		
1996年6月分红	$6.8 \times 1.5 \times 1.2 = 12.24$		
1997年7月分红	$4.77 \times 1.5 \times 1.2 \times 1.5 = 12.88$		
1998年7月分红	$4 \times 1.5 \times 1.2 \times 1.5 = 10.8$		
(1998年7月31日买入)		$-10 \times 11.72 = -117.2$	
1999年6月分红	$4.02 \times 1.5 \times 1.2 \times 1.5 = 10.85$	4.02	
2000年6月分红	$3.5 \times 1.5 \times 1.2 \times 1.5 = 9.45$	3.5	
(2000年12月31日买入)	$-10 \times 12.84 = -128.4$		
2001年7月分红	$3.8 \times 1.5 \times 1.2 \times 1.5 \times 1.1 = 11.29$	$3.8 \times 1.1 = 4.183.8$	
2002年6月分红	$4 \times 1.5 \times 1.2 \times 1.5 \times 1.1 = 11.88$	$4 \times 1.1 = 4.44$	
2003年6月分红	$4.2 \times 1.5 \times 1.2 \times 1.5 \times 1.1 = 12.47$	$4.2 \times 1.1 = 4.644.2$	
2003年6月23日卖出	$10 \times 1.5 \times 1.2 \times 1.5 \times 1.1 \times 11.4 = 338.58$	$10 \times 1.1 \times 11.4 = 125.4$	$10 \times 11.4 = 114$
持有期收益率	6.10%	4.63%	-0.68%
红利贡献(%)	64.27%	72.46%	100%
资本收益贡献(%)	35.73%	27.54%	-100%

股东价值取向差异与股东利益最大化实践问题

中国工商管理评论

长期资本价值?我们仍然与嘉宝集团进行比较。这家在A股市场上短期收益的胜出者是否也是长期价值创造者?用同样的计算方法,我们计算了嘉宝集团9.5年期、5年期和2.5年期股票到期收益率。

由表8可见,如从上市开始就持有佛山照明股票,持有期收益率高于嘉宝集团。进一步比较2只股票5年期和2.5年期的收益率。如从1998年中期分别买入并持有这2只股票,则到2003年中期,佛山照明收益率显著高于嘉宝集团。实际上,如长期持有嘉宝集团股票,投资人在以每年8%速率亏损。如在股市较热、嘉宝集团短期投资收益最丰厚的2000年介入这2只股票,则到2003年中期,除佛山照明A股股东可做到基本不赔不赚外,嘉宝集团的流通股股东严重亏损。嘉宝集团平均每年亏损26%,2.5年共损失初始投资额的53%。

此外,浙江阳光2000年上市,主业与佛山照

明最相近,目前与菲利浦公司合作开发新型照明设备。该公司股利政策既不同于佛山照明高派现,又不同于嘉宝集团的高送股,而是不派现也不分红,制造含权形象和送股预期。计算结果表明,浙江阳光上市后这2.5年的持有期收益率也是严重为负,平均每年亏损23%,2.5年共损失初始投资额的48.5%。

通过上述比较我们可以看到,采取高股票红利和投资热点业务的嘉宝集团,虽然给流通股股东创造了较高的短期收益,但长期收益低下。嘉宝集团9.5年期、5年期和2.5年期投资收益率都显著低于佛山照明,而且收益波动较大,风险较高。而佛山照明股票收益波动性很小,无论是在1993年、1998年还是2000年购买都不会亏损。这一方面是佛山照明这类关注长期股东利益的公司不为短期投机者青睐,股价比较稳定,资本收益本身波

表7 持有佛山照明B股股票的投资及收益状况(每10股)(单位:港元)

	持有8年期	持有5年期	持有2.5年期
1995年8月上市时买入	$-10 \times 6 = -60$		
1996年6月分红	$6.8/1.06 = 6.4151$		
1997年7月分红		$4.77/1.06 = 4.5$	
1998年7月分红	$4/1.06 = 3.7736$		
1998年7月31日买入		$-10 \times 2.32 = -23.2$	
1999年6月分红	$4.02/1.06 = 3.7925$	$4.02/1.06 = 3.7925$	
2000年6月分红	$3.5/1.06 = 3.3019$	$3.5/1.06 = 3.3019$	
2000年12月31日买入	$-10 \times 4.5 = -45$		
2001年7月分红	$3.8/1.06 \times 1.1 = 3.9434$	$3.8/1.06 \times 1.1 = 3.94$	$3.8/1.06 = 3.58$
2002年6月分红	$4/1.06 \times 1.1 = 4.1509$	$4/1.06 \times 1.1 = 4.1509$	$4/1.06 = 3.77$
2003年6月分红	$4.2/1.06 \times 1.1 = 4.36$	$4.2/1.06 \times 1.1 = 4.36$	$4.2/1.06 = 3.96$
2003年6月23日卖出	$10 \times 1.1 \times 7.34 = 80.74$	$10 \times 1.1 \times 7.34 = 80.74$	$10 \times 7.34 = 73.4$
持有期收益率	9.18%	34.38%	28.73%
红利贡献(%)	33.36%	20.59%	13.63%
资本收益贡献(%)	66.64%	79.41%	86.39%

表8 持有嘉宝集团股票投资及收益状况(单位:每10股)

	持有9.5年期	持有5年期	持有2.5年期
1993年12月31日以收盘价买入	$-16.63 \times 10 = -166.3$		
1995年10月配股	$-10 \times 1.2 \times (0.25 \times 3.6 + 0.55 \times 3.8) = -35.88$		
1997年7月分红	$2 \times 1.2 \times 1.8 \times 1.2 \times 1.2 = 6.22$		
1998年2月配股	$-10 \times 1.2 \times 1.8 \times 1.2 \times 1.3 \times (0.231 \times 5 + 0.31 \times 5.1) = -110.1$		
1998年7月31日买入		$-10 \times 9.23 = -92.3$	
2000年12月29日买入	$-10 \times 12.72 = -127.2$		
2003年6月23日卖出	$10 \times 1.2 \times 1.8 \times 1.2 \times 1.3 \times (1 + 0.231 + 0.31) \times 5.97 = 371.4$	$10 \times 5.97 = 59.7$	$10 \times 5.97 = 59.7$
到期收益率(%)	3.59%	-8.35%	-26.11%
红利贡献(%)	3.59%		
资本收益贡献(%)	96.41%		

动性较小。佛山照明 β 值为0.75,嘉宝集团为1.22。从2000年末到2003年的弱市中,佛山照明年均资本损失率仅为4.65%,嘉宝集团则高达26.11%。另一方面,高派现一定程度上规避了资本收益波动风险,佛山照明2.5年期年均资本收益为-4.65%,但同期现金红利收益率为+4.6%,抵消了资本收益亏损。

由于佛山照明现金红利高且稳定,我们用红利贴现模型估算2003年初期佛山照明股票价值。2002年佛山照明每股派发现金红利0.4元,即 $Do=0.4$,过去3年净利润年均增长率为6.7%,我们设置了3

种情形:(1)假设2003年以后现金红利不增长,保持2002年水平;(2)2003~2007年现金红利增长率 $g=5\%$,2008年以后不增长;(3)2003~2013年现金红利增长率为 $g=5\%$,2014年以后不增长。用CAPM模型估算公司资本成本,无风险收益率 r_f 取过去6~10年期国债年均收益率4.42%;过去6年沪深两市综合指数平均股指收益率为9.82%,风险溢价为 $9.82\% - 4.42\% = 5.4\%$;1997年以来公司股票 β 系数为0.7562,公司股权资本成本为 $k = 4.42\% + 5.4\% \times 0.7562 = 8.50\%$ 。由此计算的公司每股价值分别为4.7元、6.15元和7.03元。与B股股价8~8.5元接近,低于A股价格12.5~13.5元。这表明,B股市场价格基本体现了公司长期价值;此外,即使是现金红利稳定的公司,A股和B股估价理念仍然存在差异。

嘉宝集团股利政策不稳定,多数年份未派发现金红利,很难用红利贴现模型估算公司的价值。同时,2000~2001年自由现金流分别为-388万元和-15490万元,过去5年主营业务收入平均增长率为-20%,连续2年亏损,2001年亏损额更是高达1.4亿,自由现金流贴现法也很难对公司估值。但该公司股票却多次涨停,A股市场短期投机偏好可见一斑。

3. 长期经营业绩和产品市场竞争地位

图2~4为佛山照明和嘉宝集团上市以来的主营业务收入增长率、毛利率和每股收益状况。

佛山照明上市10年来,投资重心没有脱离主业。主营业务收入年增长率在11%~20%之间,净利润年增长率保持在5%以上;连续10年每股收益在0.5元以上,有3年超过0.9元,最高达到1.26元,是中国股市上少有的业绩稳定增长的公司。在产品市场上积累了显著的竞争优势。

但嘉宝集团主营业务收入增长率波动很大,6年中有4年的主营业务收入增长率为负,2000年

表9 电光源上市公司股票长期收益率比较

	佛山照明	嘉宝实业	浙江阳光
9.5年期到期收益率	6.10%	3.59%	-
9.5年期年均资本收益率	2.55%	3.37%	-
5年期到期收益率	4.63%	-8.35%	-
5年期年均资本收益率	1.36%	-8.35%	-
2.5年期到期收益率	-0.68%	-26.11%	-23.34%
2.5年期年均资本收益率	-4.65%	-26.11%	-23.34%
股利政策	高派现	持续股票股利	不派现,无股票股利

虽然增长率为正,也只有3.86%,不到佛山照明的1/3。嘉宝集团业务发展策略和投资方向多变。1998年配股资金中,70%用于房地产开发,只有25%用于主业投资,同年又将自有资金4290万元投资房地产,6631万元投入食品领域,随后又变更部分房地产投资,转投电机行业,2001年业绩出现大幅下滑,2002年将原主业电光源生产线作为不良资产置换出去,借助重组实现了34.7%的收入增长,实际上原来的主营业务已经更替。

如果佛山照明将股利政策改为股票红利,迎合A股市场短期投机者偏好,是否能够做得既创造长期资本价值,又兼顾短期价值呢?

佛山照明每年有1.5亿元以上的净经营现金流入,在派发高额股利,公司资金将大量闲置,面临再投资问题。从佛山照明历年投资项目来看,确实没有更好的主业投资项目。佛山照明也投资过金融、地产以期保值,但效果并不好。2001年末,公司1.15亿元短期股票投资减值到8019万元,缩水了30%;公司参股的实业投资出现多处亏损,其中,深中浩资不抵债,成都虹波每股净资产低于投资成本,计提了资产减值准备;2001年投资的珠江资产管理公司严重亏损,计提了资产减值准备。佛山照明5年来多元化投资平均收益率为4.08%,略高于同期银行存款利率。但考虑到金融、地产和实业投资的高风险,这样的投资回报并不理想。

综上所述,在A股市场高度投机的环境下,嘉宝集团只给部分短期投机者创造高价出售获取厚利的短期高收益,非流通股股东、长期投资股东和其他利益相关者等大多数利益受到严重损害。佛山照明长期奉行将富裕现金大量分配给股东,给占公司股份大多数的合理定价的长期股东以及创造了稳定和较高的长期投资价值,并非大股东转

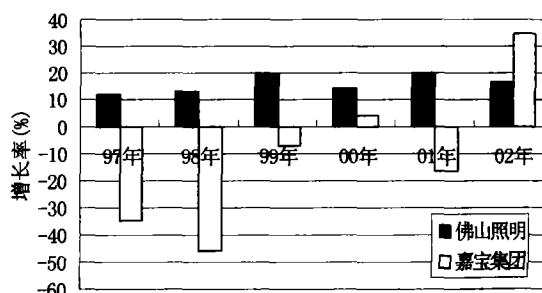


图2 佛山照明、嘉宝集团历年主营业务收入增长率比较

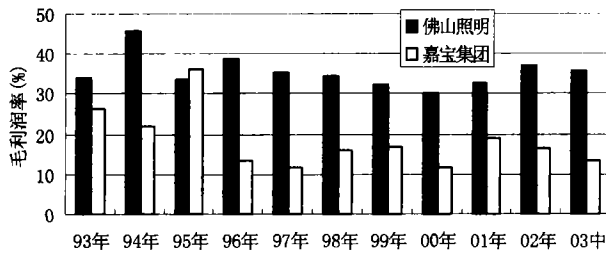


图3 佛山照明、嘉宝集团历年毛利率比较图

移资金的工具。如果佛山照明采用嘉宝集团投资策略和A股市场偏好的股票股利政策，可能会通过形成A股市场偏好的送股预期，给部分A股短期投机股东创造较高的投资收益，但不会有今天主业竞争能力强、业绩稳定增长和长期投资收益较高的境地。同时，将损害非流通股股东、B股股东、偏好长期增值的A股股东以及佛山照明公司管理层、员工、债权人等利益相关者的利益。如果说佛山照明“并没有反映中小投资者的利益与愿望”，实际上只是没有反应以乐观预期高估定价、短期投机的A股股东利益与愿望。但乐观预期的短期投机者以高估的价格交易，是投机者之间的博弈，收益风险应该自己承担，公司控股股东也没有必要为这类股东价值负责。

三、股东价值最大化的实践问题

1. 最大化什么价值

公司价值有内在真实价值和股票市场评价价值之分，股票市场评估价值受投资者价值取向、估价模式等因素影响。理论模型及实证研究表明，在投机性的股票市场上，股票价格不仅反映公司内在价值，还反映短期投机因素，股票价格短期明显偏离公司真实价值。特别是在乐观预期的市场上，公司内在价值在股票价格中的比重很小，公司长期持续发展能力和真实价值与股票价格短期表现并不一致。此时，价值最大化是基于长期持续发展

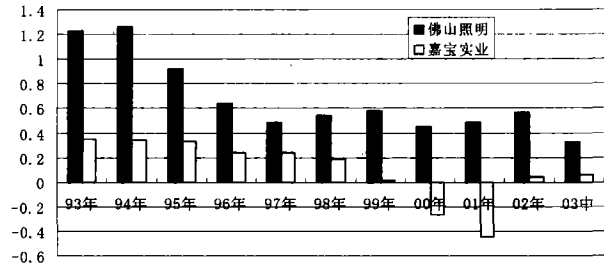


图4 佛山照明、嘉宝集团历年每股收益比较图

能力的公司真实价值，而非股票价格。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，我们希望公司股票价格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。如果我们公司的股票价格始终反应企业真实价值，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”。

我国的A股市场，属于新兴市场，庄家操纵一度盛行，短期投机交易偏好的价值取向长期主导股票市场，流通股股东普遍偏好从短期交易中获得资本收益，不看重现金红利，热衷于炒作概念和题材，不关注公司是否具有把增长机会转换为实际盈利的执行能力，往往比公司管理层更乐观其成企业投资计划。尽管一股独大、股权流通性割裂、圈钱等行为已被流通股股东和舆论视为恶行，但流通股股东仍然给予上市公司股票高溢价，严重背离公司真实价值。A股市值与公司内在价值、经营业绩、治理质量之间不存在普遍显著的相关性，股票市场对增长概念的追捧超过了对上市公司持续经营能力的关注。A股短期价格不能有效衡量公司内在价值。

即使在一个中长期有效的股票市场上，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地会忽视公司很多

表10 佛山照明最近5年非主业投资回报情况

年份	投资回报率	总投资额	投资项目	资产质量
1998	5.56%	6784万	1184万股票, 5600万金融、实业(参股比例小于15%)	股票投资损失30%, 深中浩资不抵债, 成都虹波每股净资产低于投资成本 珠江资产管理公司严重亏损, 计提资产减值准备
1999	-0.26%	11713万	股票、金融、实业参股	
2000	3.05%	31929万	股票、房地产、银行、创投公司、实业参股	
2001	4.07%	27591万	股票、房产、银行、创投公司、实业参股	
2002	8.00%	15460万	股票、房产、银行、创投公司、实业参股	
平均	4.08%			

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,股票价格短期表现同样不反应公司真实内在价值(Jensen,2001)。其次,股票价格受多种因素影响,如宏观经济、投资者情绪等,公司层次的因素只是其中一类。此时,最大化股东价值应该是公司长期市场价值,而不是短期股票价格。

此外,随着股票市场深化,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。

2. 最大化哪类型股东价值

上市公司股东可以分为内部股东(控股股东和非控股股东)与外部公众股东。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、价值取向及利益也并不完全一致,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。例如,万科总经理王石认为,企业不应该只是为了追求眼前的利润最大化而存在的,最不能忽视的是公司的存在价值。如果忽略了企业的可持续发展,即使某段时间内的盈利非常高,但盈利最多的时候可能就是开始走下坡路的时候。而且,控股股东资产往往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。价值型投资者偏好现金红利,增长型投资者偏好股票红利。

我国上市公司股权类型多样化,特别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,境外股东(H股、B股股东)相对A股股东更偏好现金股利;流通A股股东偏好短期投机,以严重脱离公司基本面价值的高价格交易,因而更偏好股票股利;非流通股股东分享不到资本收益,偏好现金红利。即使是流通A股股东,投资风格也不同,社保基金和某些机构投资者开始重视价值投资。但人们往往指责控股股东,批评非流通的控股股东侵害了流通股东利益。从五粮液低派现到用友高派现,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”,“保护中小股东权益”、“反对一股独大”成为时髦口号。那么上市公司究竟应该为哪类股东价值最大化?

现实中,股票市场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。为哪类型股东价值最大化由上市公司控股股东决定。股票市场本身是各种价值理念和力量博弈好自由选择的场所。在股票市场投机盛行的环境下,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。

(1)不迎合股票市场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,不在意股票市场对公司股票短期价格表现冷淡甚至负面反应,或者不切实际的乐观预期,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。佛山照明代表了一类上市公司的经营理念、资本配置战略和价值取向。

(2)迎合股票市场短期投机偏好,制定业务发展策略和红利政策,公司股票短期收益最大化。嘉宝集团代表了一批上市公司的经营理念和价值取向。这类公司主动迎合股票市场短期投机交易偏

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,往往引起A股市场短期积极反应。

(3)基于公司可持续发展和真实价值增长,相机博弈迎合股票市场。如果股票市场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,而是保留现金或投资于资本市场上其他公平定价的证券,或在投资者青睐的领域只投小部分募集资金。如控股股东认为公司股票价格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,对股票价格产生影响。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。尽管在股票市场短期投机盛行的环境下,股票价格波澜不惊,甚至低弥,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,纠正股票市场对公司行为的误解和定价的明显偏差,使公司股票价格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经营战略能够保持一贯性,形成股票市场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的需求,而是针对目标客户。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,并且向股票市场传达这一明确信号,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。

佛山照明一直能够采取高派现股利政策与其股东结构有关,其稳定增长的业绩和高现金股利、低 β 值的特性为许多基金青睐。该公司董事长曾表示:“B股股东赞成现金分红,国家股也赞成,大部分股民赞成现金分红。送股等于泡沫进去,现金红利才是真正的投资汇报。所以,我们董事会一直坚持现金分红的作法”。实际上,A股股东中也有不反对现金红利的长期投资者。因此,佛山照明拥有一个赞成业务发展策略和现金红利的股东群。

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(Brancato,1997)。新兴行业的公司,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。公司股票价格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票市场,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,美国股票市场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票价格低。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票市场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、Nortel等不少公司就是典型。

A股市场上,嘉宝集团这类迎合股票市场短期投机偏好、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会,轻率进行实业投机。例如,1999年股票市场青睐于高科技概念时,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,2001年又转向传媒。股票市场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—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,甚至被置换出股票市场。有些原本优秀的企业因此沦落。在不少行业,如零售业,非上市公司比上市公司业绩更好,竞争能力更强。

3.如何度量上市公司是否创造了股东价值?

近年来,以公司宣布某项事件前后若干日的股票市场反应计算超额累计收益率的实证研究方法在国内金融研究中的运用日益普遍。但这类事件研究方法往往是短期时点性、假设所有股东同类、风险偏好一致,并且市场有效,投资者能够合理评价公司价值。但在高度投机的股票市场上,流通股股东风险偏好,股票价格往往严重脱离基本面价值。此时,事件研究结果只能说明投资者行为,而不是公司是否为股东创造了价值。实际上,超额累计收益率为负反映不同风险偏好或价值取向的流通股股东更替过程,短期投机、高估定价的投资者失望退出,长期合理定价的投资者进入。或者相反。因此,在高度投机的股票市场上,不应简单地用股票市场短期反应的正负作为上市公司价值创造的评价标准。

四、结论及对股东价值 最大化实践的启示

佛山照明长期的高现金红利政策,给占公司股份大多数的以公司内在价值定价的长期股东创造了稳定和较高的长期投资价值。

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票价格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票市场参与各方行为的政策法规,对股票市场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票市场双方博弈?监管机构有时候迫于股票市场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。有些规定矫往过正,

股东价值取向差异与股东利益最大化实践问题

中国工商管理评论

例如,由流通股股东决定公司能否实施再融资计划,限制了诚信经营的上市公司正常商业抉择,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。

为有效实施股东价值最大化,需要改造股票市场本身和公司治理机制。

继续大力发展机构投资者,增加大盘蓝筹股,加强对股票市场本身的改造,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。

到目前为止,国内投资基金风格还比较趋同。从基金投资组合和2003年1季度持仓变动来看,基金对一批老牌绩优股进行了减持。基金增仓的股票往往涨幅较大,而减仓的股票1季度涨幅都不大。例如,佛山照明业绩稳定优良,2002年每股收益达到0.52元,增长17.77%,分配方案为每10股派4元。2003年1季度没有什么涨幅,却遭到基金减持。佛山照明机构持股波动较大,最多的时候有35只基金持有,但目前只有3只基金持有。这表明基金经理“去弱留强”的牛市操作思维。国内机构投资人还是受短期业绩评价的压力很大,“追涨”心理比较显著。有报道说近期社保基金看好佛山照明,有意入驻。

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

表 11 佛山照明股票 A 股投资基金持有结构变化

日期	持股基金家数	持股市值(万元)	占该股流通市值比例(%)
2003-09-30	3	3268.48	1.481
2003-06-30	19	23465.49	10.533
2003-03-31	2	5921.23	2.502
2002-12-31	35	32639.61	14.537
2002-09-30	4	8906.65	3.469
2002-06-30	17	16380.06	6.166
2002-03-31	2	4097.43	1.536
2001-12-31	11	8561.49	3.142
2001-09-30	4	3640.65	1.462
2001-06-30	4	2679.12	0.886
2000-12-31	12	13857.72	6.136

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。例如,1996年,巴菲特等合伙人控股的伯克希尔公司股票价格为每股36000美元,大多数为长期股东持有,交易很不活跃。为防止一些人发行以伯克希尔公司高价股票为投资对象的小额低价单位信托基金,巴菲特等合伙人决定直接发行小面值、低价格的伯克希尔B股,调整股权结构,原来的普通股被命名为A股。每一股B股拥有的收益权为A股的1/30,投票权为A股1/200;每1股A股可以选择在任何时候转换为30股B股,但B股不能转换为A股。B股股东没有资格参加公司有股东指定的慈善捐赠计划。私募融资中,允许投资人之间根据利益和风险管理要求灵活设计合约,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。

继续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及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那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。投资者也需事先了解上市公司控股股东的经营理念、价值取向和价值分配政策。避免招商银行再融资以及用友红利政策那样的争议。

(作者单位:清华大学经济管理学院金融系;责任编辑:尚增健)

参考文献

- (1) Baker, M., Jeffrey Wurgler, 2003, "A Catering Theory of Dividends," Working paper, Harvard University.
- (2) Brancato, K.C., 2001, *Institutional Investors and Corporate Governance—Best Practices for Increasing* (下转第133页)

附表5 微波炉总装车间先进班组排行榜 甲班积分表

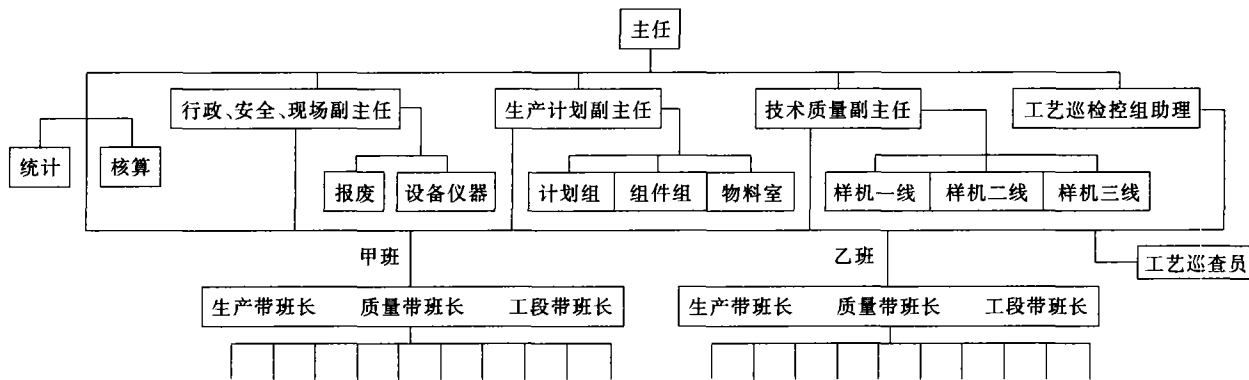
生产线	现场管理 22分	生产计划 25分	产品质量 22分	工艺技术 15分	安全生产 10分	材料 6分	当月得分	当月名次	累计积分
A线	21.5	24.8	16	14	10	6	92.3	13	
B线	21.5	24.8	16	14	10	6	92.3	13	
C线	21.5	25	20	13.5	10	6	96	8	
D线	21	24.6	16	13.5	10	6	91.1	17	
E线	21	25	22	13.5	9	5	95.5	10	
F线	21	25	22	13	10	5	96.5	5	
G线	21	24.85	22	14	10	6	97.8	1	
H线	20.5	25	20	13.5	10	6	94.8	12	
I线	21	25	16	14	10	6	92	15	
J线	21	25	20	14	10	6	96	8	
K线	21	24.6	16	14	10	6	91.5	16	
L线	20.5	24.8	22	13.5	10	5	95.8	10	
M线	21	24.8	22	14	10	6	97.8	2	
N线	20.5	24.8	22	14	10	6	97.3	3	
O线	24.5	24.6	16	13.5	9	6	89.6	20	
P线	20	24.8	22	13.5	10	6	96.3	7	
Q线	24.5	24.3	16	13.5	10	6	96.3	19	
R线	21	24.3	22	13.5	10	6	96.8	4	
S线	20.5	24.5	22	13.5	10	6	96.5	5	
T线	20	24.5	18	13.5	9	6	91	18	

附表5 微波炉总装车间先进班组排行榜 乙班积分表

生产线	现场管理 22分	生产计划 25分	产品质量 22分	工艺技术 15分	安全生产 10分	材料 6分	当月得分	当月名次	累计积分
A线	21.5	24.8	20	14	10	6	96.3	4	
B线	21.5	24.8	25	14	10	4	96.3	4	
C线	21.5	25	22	13	10	6	97.5	2	
D线	21	24.5	22	13	10	4	94.5	11	
E线	21	24.9	22	13.7	10	6	97.6	1	
F线	21	24	18	13.5	10	6	93.5	14	
G线	20.5	24.4	20	13.5	10	4	92.4	17	
H线	20.5	25	22	13.5	10	4	95	10	
I线	20.5	25	20	14	10	6	95.5	7	
J线	21	25	20	14	10	6	96	6	
K线	21	25	20	13	10	4	93	15	
L线	20.5	24.5	22	13.5	10	6	96.5	3	
M线	21	25	16	14	10	6	92	18	
N线	21	24.5	20	14	10	6	95.5	7	
O线	20.5	24.9	20	13.5	10	4	92.5	16	
P线	21	25	16	13.5	10	4	89.5	20	
Q线	20	24.5	20	13	10	4	91.5	19	
R线	21	24.6	20	13.5	10	6	95.1	9	
S线	20.5	24.6	20	13.5	10	6	94.5	11	
T线	20	24.5	20	13.5	10	6	94	13	

附表7 微波炉总装车间今日之星排行榜

	姓名	优秀事件		姓名	优秀事件
优秀线长	甲班 梁汉全	工作中能以身作则,团结同事,充分调动员工的积极性,共同完成车间下达得生产任务。	质量卫士	甲班 周丽琼	上进心强,质量意识高,工作认真,10月份,此岗位从未出现过一次质量返工事故。
	乙班 梁明亮	工作中严于律己,凭着精湛得管理技能,带领全组员工开拓进取,在10月份的生产中取得了优异成绩。		乙班 宋良芳	工作细致,岗位意识强烈,能经常发现生产中用错的物料。
维修能手	甲班 陈昌华	多年来,工作诚恳,毫无怨言,不断积累工作经验,使得维修技术掌握非常娴熟。	装配能手	甲班 梁金枝	对待本职工作兢兢业业,无论是哪种机型的插线工作都能做到又快又好。
	乙班 卢成忠	工作中不断学习创新,领悟出了一套控制28L机型泄露的高技能。		乙班 莫松强	好学上进,岗位技能掌握得又快又好,能经常协助上下岗位工作。
调门能手	甲班 邓楠	工作积极,任劳任怨,谦虚好学,短短的调门时间内,技能突飞猛进。	服务之星	甲班 江佳才	该员工努力、勤快,成本意识高,能积极配合线上生产,协助线长工作。
	乙班 郭洪光	工作认真负责,一丝不苟,调门技术娴熟,且能很好地指导新人,是工作上的良师益友。		乙班 周兆明	不怕苦、不怕脏、不怕累,对待工作非常诚恳。



附图1 微波炉总装车间结构

(上接第122页) Corporate Value, Irwin Publishing.

(3) Full, Joseph and Michael C. Jensen, 2002, *Just Say No to Wall Street*, Monitor Company.

(4) Full, Joseph and Michael C. Jensen, 2001, *Dare to Keep Your Stock Price Low*, Monitor Company.

(5) Jensen, Michael C., 2001, "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function",

Journal of Applied Corporate Finance.

(6) 陈信元、陈东华、时旭:《公司治理与现金激励:基于佛山照明的案例研究》,《管理世界》,年第期。

(7) 佛山照明公司年报,1993~2003年。

(8) 嘉宝集团公司年报。

(9) Warren E. Buffett 著, L.A. Cunningham 编,《巴菲特致股东的信》,陈鑫译,机械工业出版社,2004年1月。

system-reformed enterprises. In recent years, increasingly intensified has been the pressingness of quickening the perfection of the coordinated mechanism of labor relations. To solve this problem we needs not only the perfection of functions of the government, the trade union and the employer organizations, but also the adjustment or correction of the existing inappropriate objectives and behavior of some departments in the government and labor union. First of all, to regulate the imbalanced relations, "administration of officials" must be rounded out thoroughly. As it is of great importance to consummating the function of right-safeguarding in trade unions of private sectors to develop the collective negotiation mechanism not only within a certain enterprise or line, a revision should be made of related clauses in "the Labor Law" and relevant necessary regulations.

The Difference in Stock Owners' Value-orientation, And the Practice of Maximization of Stock Owners' Interests

by Zhu Wuxiang and Du Lihong

In this article we have made a comparative analysis on business growth tactics and investment behavior on one hand, on the other hand, two completely different enterprises since their listing in terms of short-term and long-term stock investment yields, the long-term management achievements and competitive position in trade. Under the circumstance that the stock market has been dominated by higher profit made in short-term speculative trade, the Fuoshan Lighting (Company) has been carrying out the tactics of business growth based on the advancement of the sustained competitive advantage in the market of their main profession products, and the policy for high cash dividends, while the Jiabao Company (Group) has adopted the business growth tactics catering to the preference for short-term speculative trade in the stock market and the policy for high stock dividend on shares. Our analysis indicates that Fuoshan Lighting has not made high capital profits for some Share A holders who have engaged in short-term speculative trade while it has created value for most of long-term shareholders and that the Jiabao Company has acted the other way round. This paper has furtherly discussed the problem of "maximization of shareholder's value" in practice. In our view, the value orientation of all investors on the stock market and all shareholders of holding companies will diversify, the maximization of shareholder's value is the maximization of target shareholders' value on the sub-market of shareholders, not the maximization of the value of all non-specific shareholders with partiality for running different risks. This article will be of enlightening significance to the practice of the maximization of value of listed company's shareholders and to the right employment of case study methods of finance economics.

Editor in Chief:	Li Kemu
Vice Chief Editor:	Tian Yuan, He Shaohua, Lu Jian & Jiang Dongsheng
General Editor:	Xie Yue
President:	Gao Yanjing
Sponsor:	Development Research Centre of the State Council, P.R.C.
Add:	No.8 Dazhongsi, Donglou, Beijing, China
Tel:	(010) 62112235 62115760

MANAGEMENT WORLD

Original Name: ADMINISTRATIVE WORLD