

市值管理:上市公司亟待重视的价值标尺

股票市值是上市公司市场规模和业绩水平的重要“参照系”,是公司治理结构、经营管理能力、市场竞争能力等关系到公司发展的一系列因素的综合反映,是公司重要的市场评价和社会评价指标,也是衡量一国直接融资活跃程度和资本市场发达程度的重要指标。

股权分置改革后,国资委提出将市值作为上市公司业绩考核的指标,目的在于引导上市公司扩大市值,确保国有资本的保值增值,同时促进股市“经济晴雨表”的功能发挥,打造有效的资本市场。

不过,市值考核机制并非意味着上市公司仅仅关注股票市值的变动,或仅仅关注影响市值变动的一些表面因素,实际上,上市公司市值管理是一个科学的管理体系,包含着相当丰富和相当复杂的内容。

○苑德军 修宗峰 王丽霞

上市公司市值管理凸现五大经济意义

上市公司市值管理,准确地说,应该叫做“上市公司价值管理”。这是国外一直使用的概念。上市公司价值最大化,应该是所有公司利益相关者利益的最大化。如果上市公司不能正确对待股东以外的其他利益相关者的利益,就无法使公司的价值特别是公司的长期价值充分放大,就不是一家充分履行社会责任的公众公司。

从理论和实践的相结合上考察,上市公司实施价值管理的经济意义,主要表现为以下五个方面。

第一,促进上市公司注重维护投资者利益,为投资者带来直接的财富增长。公司市值的增长与公司治理的完善程度息息相关。麦肯锡(2001)对200个代表了3.25亿美元资产的国际投资人的调查表明,大多数投资者都认为,为公司治理完善程度较高的企业支付溢价,可以在较长期间内获得丰厚的投资回报。因为公司治理的成果会在很大程度上体现在股价上。而公司的市值增长,一方面会使公司股票投资者的资本利得增加,另一方面则预示着公司有较强的股利支付能力。这两者归结到一起,都会给投资者带来直接的经济利益,促进投资者财富的增加。

股权分置改革基本完成后,上市公司的大股东和中小股东的利益趋于一致化,制约公司治理结构完善的制度性障碍得以消除,公司治理水平日益提高。在新的公司治理结构框架下,大股东也和中小股东一样,高度关注公司市值的变化,因为在全流通的市场制度环境下,公司市值的变化与其经济利益息息相关。

与此同时,随着市场规范化水平和股票定价能力的提高,公司股价波动越来越能真实地反映公司的内在价值。上市公司实施价值管理并将其作为公司治理体系的核心内容,就可使其不仅在经营目标的确定上,而且在经营理念和经营决策的选择上,也会以投资者利益为依归,将促进投资者财富增长作为自身的出发点和落脚点。

第二,为公司管理层提供了有效的市场激励和约束机制。公司市值的

增加,是以其内在价值的提升为前提的。公司市值是一面镜子,不仅透视着公司的质地、公司的核心竞争力和公司的发展前景,而且是公司治理层管理水平和经营能力的现实反映。

如果一家公司的股价长期低迷不振,表明该公司管理层的管理水平肯定是低下的。同一行业内生产或经营同类产品的不同上市公司之间的股价差异,实际上是不同公司管理层管理水平差别的折射。上市公司实行价值管理,把市值作为衡量公司管理层管理水平和经营能力的一个重要标尺,将使公司管理层实实在在地感受到来自市场的股价变动压力。一方面,由于公司股价变化会影响大股东的利益,因此,大股东会把股票价格的市场表现与管理层的薪酬直接挂钩。特别是在实行股权激励的情况下,股票价格的涨跌,更是直接关系到管理层自身的经济利益。

另一方面,一家公司的股价长期低迷,往往会成为被收购兼并的目标,从而大大增加了公司被并购的风险,而收购方收购兼并成功后就可以改组董事会,更换经理人员。一般来说,并购的频率和公司经理更换的频率是紧密联系的。可以说,并购是一种非常有效的外部公司治理机制,其通过公司控制权转移而对公司经理人施加了一种强制性市场约束力量。很显然,上市公司实施价值管理,将造就一种有效的对公司管理层的市场激励与约束机制。

第三,促进上市公司经营理念和经营目标的转型。价值管理使市值成为衡量上市公司实力和经营绩效的新标杆。这将促使上市公司的经营目标,由追求利润的最大化向追求企业价值的最大化转变。而企业价值并不是按照最大市值的账面价格来估算的,其是以企业未来的盈利能力及预期的现金流来预计的。自然,上市公司在经营理念上和绩效考核体系上也将发生重要变化,上市公司将更关心自身价值的提升和长期增值,即更着眼于企业的长远发展,从而会自觉地把企业的长期发展和短期目标紧密结合起来。

第四,有利于增强上市公司自主创新能力,促进国家科技创新体系的建设。上市公司作为我国企业的核心部分,自主创新意识和品牌意识不强,是一个不争的事实。我国长期以来把净资产作为衡量企业财务成果的重要

指标,是导致这种情况出现的一个重要原因。

企业财务报表仅仅反映了企业有形资产的投资收益,而没有将技术专利、品牌价值等无形资产对企业经营和财务成果的贡献反映出来,亦即企业的净资产指标很难反映无形资产的获利情况。这样一种财务评价机制,使公司管理层不愿在财务成果中无从反映的无形资产上下功夫,缺乏自主创新的动力和强烈的品牌意识。

上市公司实施价值管理,就是要构建一个融公司有形资产价值与无形资产价值为一炉的价值衡量体系,用更全面的价值指标来评价经营管理层的业绩。这在客观上会增强公司的自主创新意识和品牌意识,促进公司加大这方面的投入,从而提升公司的自主创新能力,加快我国科技创新体系的建设。

第五,有利于更好地实现资本市场优化资源配置的功能。资本市场优化资源配置功能的实现程度,与资本市场的定价能力密切相关。只有股票价格能够充分反映上市公司的信息,资本市场定价机制是合理的、准确的,不存在扭曲现象,市场才能以最低交易成本为资金需求者提供足够的金融资源,从而也才能实现金融资源的高效配置。

上市公司实施市值管理,必然有助于形成以公司价值为核心的合理波动的股价,提高资本市场的定价效率。股权分置改革的基本完成,使资本市场进入了真正意义上的全流通时代,则为资本市场定价能力的提高提供了重要的制度条件。所有这些,无疑有助于强化资本市场优化资源配置的功能。另一方面,市值规模也与公司的融资能力有着密切的联系。市值越高的公司,股权融资的能力越强,融资的条件越宽松,融资的成本越低。自然,这类优质公司也就能获得规模扩张和快速发展所需要的金融资源,从而大大地提高公司的产出效率。

总之,实行价值管理是后股权分置时代上市公司发展的必然选择,也是股东和上市公司其他利益相关者对上市公司的必然要求。管理层的目标必然要从利润最大化角度转向股东利益最大化角度,更具体地说是公司股东权益市场价值最大化,实行价值管理将成为必然。这种转变为上市公司

进行价值管理提供了充足的动力,同时价值管理对公司的长期发展也会起到推动作用。

EVA:更能反映上市公司公司价值

EVA是一种业绩评价指标,是现代公司价值管理的工具。它由著名的咨询公司斯特恩——斯图尔特公司(Stem Stewart&Co.)倡导和推广,被许多世界著名大公司(如可口可乐公司)所采用。

EVA克服了传统的公司业绩评价方法的缺陷,能够真实反映公司的经营业绩,体现公司的真正价值。它注重公司的可持续发展,考虑到了会计信息质量高低对公司决策可能产生的影响,将股东财富与公司经济决策联系在一起,使经营者与股东的目标函数趋于一致,最大限度地限制了管理者的短期行为和道德风险。

相比之下,传统公司价值指标是在公认会计原则的基础上计算出来的,较多的会计估计与判断以及管理人员的会计选择权,在一定形式上忽视了对经济实质的反映,而EVA是在一种新的经济基础之上计算出来的。这种新的经济基础更加重视经济实质,力图更为准确的反映经济真实。

首先,EVA的基本思想,是资本获得的收益至少要能补偿投资者承担的风险。在EVA标准下,资本报酬率的高低并非完全是公司投资和经营状况好坏的评估标准,关键在于报酬率是否超过资本成本。只有在投资成本大于投资成本这一条件得到满足的情况下,公司的经济价值才会增加,投资者(包括股东或债权人)的权益也才能得到增加,公司的整体价值才能得到提升。EVA把包括机会成本在内的所有资本成本都考虑在内,显示出公司创造或流逝的财富总量,是对公司经济利润的一个较为真实的计量,准确地表明了公司股东剩余索取权的多少。根据EVA的计量方法,在营业净利润增长而没有占用额外的资金、或者新的资金投放于收益率高于资本成本的项目、或者将资金从不足以弥补其成本的项目中撤出的情况下,EVA将获得增长,即管理行为为股东创造了价值。

其次,EVA体现了公司价值链管理的要求。以EVA作为公司价值链会计的核心内容,能更好地评价公司的整体价值。毋庸置疑,价值链管理的目标是为公司创造财富。与传统的会计评价指标相比,基于EVA的公司内部价值链管理,追求的是扣除资本成本之后的经济利润。

基于EVA的公司内部价值链管理系统,所追求的是公司从价值链管理和价值创造系统设计中取得的扣除公司所有成本,包括债务资本成本和权益资本成本后的剩余收益。这部分价值越高,说明公司的价值链管理和价值创造系统设计越有效,公司的核心竞争力越强。

EVA作为公司价值链管理的工具,弥补了价值链理论在实际应用中的一些不足。建立EVA评价标准并使其成为公司价值链管理的核心,可以为投资者提供一套科学的上市公司价值评价标准与计量工具,也可以为公司建立全新的价值链管理系统提供决策依据。

EVA可以为我国上市公司制定发展战略提供依据,并利用其来建立有效的高管人员激励机制。以EVA为基准的上市公司激励制度,能够使公司高管人员的利益与公司的价值创造能力紧密联结。我国上市公司应该依据EVA的标准来对公司的业务结构进行调整,使资本投入到能创造EVA的部门,通过并购、出售等手段使公司价值最大化。

再次,EVA与上市公司治理结构关系密切。作为上市公司价值管理重要工具的EVA指标,与公司治理结构有着十分密切的关系。

一是EVA与公司管理层关系。很多上市公司采用一些会计收益指标来评价公司高管人员的经营业绩,试图以此对公司管理层进行有效激励,同时降低公司管理层与股东之间的信息不对称,但在指标的实际执行过程中,仍存在两个问题:一是管理层通常能够找到提高当期经营业绩的方法,以满足各项契约的要求,从而放大自己的经济利益;二是由于会计盈余评价指标在计量真实性方面的限制,可能导致管理层做出错误的决策,使股东财富受到损害。

EVA指标则能解决上述衡量标准问题:其一,通过这种衡量系统,既可以对会计利润进行一些调整,以使税后营业净利润的定义建立于正确的经济基础之上,也可以约束公司经理人利用过多的非经营收入操纵利润,从而使公司管理层的盈余管理行为得到一定程度的遏制;其二,EVA对所有资金(股权和债务)的机会成本都进行扣除,这样可使股东和管理者明确错误的扩张和兼并是不经济的行为。

也就是说,EVA通过正确计量经济财富的增加,可以激励公司高管人员充分考虑资本成本,提高公司经营管理水平。就数量方面而言,EVA总是越大越好。EVA的设计着眼于公司的长期发展,而不是像利润一类指标,仅仅是一种会计期间指标,可能不具有持续性和可预测性。应用EVA指标,能够鼓励公司管理层做出给公司带来长远利益的投资决策,如新产品的研究和开发、人力资源的较大投入等。这样可正确引导公司高管人员的努力方向,促使他们充分关注公司的资本增值和长期经济效益。

二是EVA与公司大股东关系。股权分置改革后,大股东所持股份可以上市流通。在这种情况下,大股东可能更为关注公司的长远发展,而不仅仅是当期净资产的增加。这恰恰与EVA管理的目标相吻合,即将为股东管理和创造财富作为公司财务目标,并将其贯彻到公司管理决策的方方面面。体现EVA要求的公司发展战略,要求通过设立新的EVA指标体系来指导公司的各项经营活动,实现包括股东价值最大化在内的公司价值目标,而不是像传统做法那样只考虑净资产总额的最大化。当然,在引入了EVA管理计划和解决了股权分置问题后,并不意味着大股东占用公司资金等问题能够得到根治,但随着大股东与中小股东利益的一致化,以及证券市场监管制度的逐步完善,大股东侵害公司利益的行为将越来越受到抑制,上市公司的长期发展作为代价,在目前牛市氛围下,这一问题更值得关注。

所以,我们应当辩证看待目前A股市场中上市公司开始普遍注意市值管理问题,既要看到市值管理对促进上市公司长期发展的积极意义,也要防止仍欠成熟的A股市场可能会把这一好的管理工具“变味”,演化成为一种新的市场操控工具。或许,这是一个值得引起市场注意的问题。

只有这样,我们才能合理、理性地辨析我国的上市公司应用市值管理工具的正反两方面的市场意义。

——亚夫

EVA:上市公司市值管理重要工具

国外衡量公司为股东创造的价值,主要采用市场增加值(MVA)和经济增加值(Economic Value Added,简称EVA)两个指标。前者即公司股票总市值(MV)与累计资本投入(CAPITAL)之间的差额,反映了资本市场对公司未来盈利能力的预期;后者是公司资本收益与资本成本之间的差额。这里的资本收益,是指经过调整后的营业净利润;资本成本,是指全部投入资本(债务资本和权益资本之和)的成本。

从本质上看,EVA是公司财务利润超出资本风险机会成本(包括机会成本和资本的风险成本)的剩余部分,反映的是公司在特定时间内创造的价值。

EVA的计算公式为:EVA=税后

经营净利润-投入的资本总额×加权平均资本成本。

在上述公式中,税后经营净利润和投入的资本总额数据,需要对会计报表相关项目进行一些调整后才能确定,调整项目较多且存在一定的主观性。用加权资本成本乘以所投入的资本总额,便得到公司的资本成本,即公司的最低盈利水平。公司必须达到最低盈利水平,才能保证支付债务利息,保证股东得到最低的投资回报,从而达到增加公司财富的目的。

其中,加权平均资本成本=公司税前债务资本成本×(1-公司所得税税率)×[公司债务市场价值÷(公司债务市场价值+公司股东权益市场价值)]+公司股东权益资本成本×[公司股东权益市

场价值÷(公司债务市场价值+公司股东权益市场价值)]

比较而言,EVA这一指标更能反映公司为股东创造的价值。这是因为:EVA指标与公司股价的相关性超过MVA和其他会计指标,而且在公式计算上,EVA是MVA的决定变量。

国外学者做过很多的实证研究,认为EVA优于传统的公司业绩评价指标体系。理由在于:当考核公司股票收益时,EVA相对于传统的公司业绩与价值衡量指标体系,能提供更多的相关信息,EVA值的增加,对应的是股票收益的增加;EVA与传统的公司业绩衡量方法相比,是一种最能激发公司的决策者与管理者提高资本使用效率的指标。

从战略高度强化上市公司市值管理

当然,EVA指标也存在一定的局限性,因此,在应用EVA推进我国上市公司价值管理时,上市公司必须尽快树立价值管理理念,学习和借鉴国内外成功运用EVA的上市公司的经验,加快应用EVA实施价值管理的进程。

第一,建立健全相关的法律法规。这是上市公司应用EVA实施价值管理的制度保证。EVA的计算涉及到大量的经济指标,而这些指标的计算尽管综合进了管理人员以及其他利益相关者的估计与判断,但都是以相应的会计和审计准则的规定为依托的。E-

VA的计算问题,是我国上市公司在运用EVA过程中所面临的最直接的问题,各项经济指标是计算EVA的基础,因此,科学规范各项经济指标的计算过程,能够从根本上保证EVA的相关性与可靠性,从而提高EVA指标的质量。因此,建立健全相应的会计、审计等法律法规,就显得尤为重要了。

第二,改进EVA的计量方法。2007年开始实施的中国企业会计准则,已经基本实现了与国际会计准则趋同,但两者之间仍存在差异。而且,现有的EVA是从西方会计学和经济学的角度出发的,其计算公式与我

国的利润在计算口径上也存在偏差。因此,我国的上市公司在应用EVA时,既要充分发挥其优点,又要考虑到我国的会计制度背景与资本市场的实际状况,有针对性地做出改进,使我国上市公司的业绩评价和价值管理体系得以完善。应依据EVA的基本原理,并结合我国实际情况,对EVA计算公式加以修正,建立符合我国上市公司实际的EVA指标。

第三,在上市公司全面推行信息化建设。上市公司各项业务流程的信息化,是推动EVA顺利实施的基本条件。在上市公司价值管理过程中,通

过科学、完善的信息系统,能够明确各环节的责任与权利,同时,在科学设置EVA指标的基础上,借助信息化系统中的数据,可以对相关部门和业务流程中的公司员工,进行有效的激励和监督。一个完善的上市公司信息化系统,能够提高运用EVA进行价值管理的效率,有效降低运用EVA的成本。

第四,把EVA理念转化成公司员工的自觉行动。在上市公司价值管理过程中,应让EVA理念为公司全体员工所认知。因为公司员工只有在对EVA具有较为深入的理解并明确自身

在EVA价值管理中所处的地位和角色后,才能充分激发自身为上市公司创造价值的积极性,通过EVA进行价值管理也才能收到事半功倍的效果。EVA的顺利实施,最终依赖于上市公司员工个人的经济行为。只有从以人为本的价值管理本源上入手,才能保证EVA的实施效果。

还需指出的是,同传统的会计指标一样,EVA也并非在任何情况下适用于任何公司,因此,上市公司在应用EVA时,必须考虑公司所在行业因素、公司发展战略因素以及社会责任因素等。(苑德军 修宗峰 王丽霞)

■看点

●股票市值是衡量一国直接融资活跃程度和资本市场发达程度的重要指标。对于单个上市公司来说,股票市值则是该公司市场规模和业绩水平的重要“参照系”。股权分置改革后,国资委提出将市值作为上市公司业绩考核的指标,目的在于引导上市公司扩大市值,确保国有资本的保值增值,同时促进股市“经济晴雨表”的功能发挥,打造有效的资本市场。

●上市公司市值管理,准确地说,应该叫做“上市公司价值管理”。上市公司实施价值管理的经济意义,主要表现为以下五个方面:第一,促进上市公司注重维护投资者利益,为投资者带来直接的财富增长;第二,为公司管理层提供了有效的市场激励和约束机制;第三,促进上市公司经营理念和经营目标的转型;第四,有利于增强上市公司自主创新能力,促进国家科技创新体系的建设;第五,有利于更好地实现资本市场优化资源配置的功能。

●EVA克服了传统的公司业绩评价方法的缺陷,能够真实反映公司的经营业绩,体现公司的真正价值。它注重公司的可持续发展,考虑到了会计信息质量高低对公司决策可能产生的影响,将股东财富与公司经济决策联系在一起,使经营者与股东的目标函数趋于一致,最大限度地限制了管理者的短期行为和道德风险。

●在应用EVA推进我国上市公司价值管理时,上市公司必须尽快树立价值管理理念,学习和借鉴国内外成功运用EVA的上市公司的经验,加快应用EVA实施价值管理的进程。第一,建立健全相关的法律法规;第二,改进EVA的计量方法;第三,在上市公司中全面推行信息化建设;第四,把EVA理念转化成公司员工的自觉行动。

■编余

上市公司市值管理,是A股市场全流通环境下面临的一个新课题。在股权分置改革后,随着国资委提出将市值作为上市公司业绩考核的重要指标之一,这一问题也逐渐引起了市场的高度关注。

本文作者着重分析了上市公司实施市值管理的五大经济意义,指出了实行市值管理是后股权分置时代上市公司发展的必然选择,也是股东和上市公司其他利益相关者对上市公司的必然要求。同时,作者也分析了市值管理与上市公司价值链管理要求之间的关系,及与公司大股东之间的关系。在此基础上,提出了我国开展市值管理时应注意的四个方面问题。这样的分析,对投资者分析上市公司价值是很有启发的。

当然,市值管理是一件新生事物,对A股市场而言固然也是一件好事,但我们也应当注意,如果忽略了其他利益相关者利益的话,市值管理将可能会成为上市公司大股东寻求自身利益最大化的操作工具,如利用资产注入或资产重组等短期性手段来大幅提升公司市值,有可能会以牺牲上市公司的长期发展作为代价,在目前牛市氛围下,这一问题更值得关注。

所以,我们应当辩证看待目前A股市场中上市公司开始普遍注意市值管理问题,既要看到市值管理对促进上市公司长期发展的积极意义,也要防止仍欠成熟的A股市场可能会把这一好的管理工具“变味”,演化成为一种新的市场操控工具。或许,这是一个值得引起市场注意的问题。

只有这样,我们才能合理、理性地辨析我国的上市公司应用市值管理工具的正反两方面的市场意义。