

# 论股权高度分散企业的 财务管理目标



厦门大学管理学院 赵 勇 广州边防指挥学院 李辰星

**【摘要】** 财务管理目标是财务理论和实践活动的出发点,目前理论界和实务界对这个问题的认识还存在分歧。本文借助财务学中最基本的概念,如时间偏好、投资机会等,从一个新的角度论证了股权高度分散企业的财务管理目标是企业价值最大化。

**【关键词】** 财务管理目标 时间偏好 投资机会

财务管理目标是企业财务理论研究的起点和基础,同时也是指导和评价企业财务活动的基本准则。关于企业财务管理目标的表述,目前最为流行的观点有两种:企业价值最大化和股东财富最大化。美国学者Haim Levy和Marshall Samat通过严密的数学推导,证明了企业价值最大化不过是股东财富最大化名异实同的表述而已。我国学者李心愉分析了导致企业价值最大化等同于股东财富最大化结论的原因,并通过举例的方法证明了企业价值最大化并不等于股东财富最大化。这一观点得到了越来越多文献的认同。本文与国内其他相关文献的研究方法有所不同,主要从财务学的最基本的概念(如时间偏好、投资机会等)出发,对研究股权高度分散企业的财务管理目标做以下探讨。

## 一、确定性条件下的时间偏好与投资机会

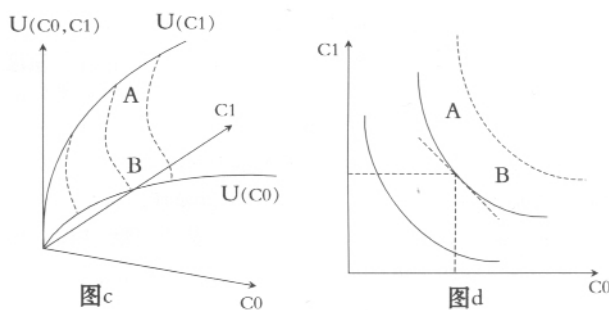
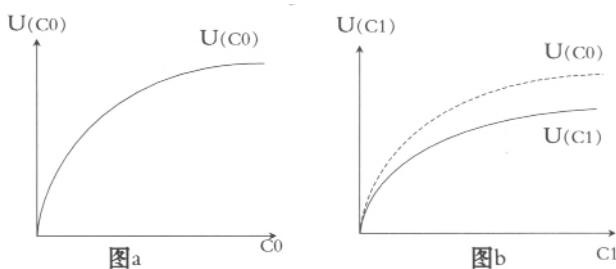
在现实经济生活中,影响人们经济观念及其决策的重要因素有两个:一个是主观性质的时间偏好,一个是客观性质的投资机会。所谓时间偏好,即讲究时间价值,它是指某一数量的现有财富通常会优于同等数量的将来财富。人们对现在财富和将来财富具有不同的主观评价。所谓投资机会,即重视投资时机,它是指人们放弃目前本可用于消费的现金流量而投资于那些在净现值上能带来比较利益的选择机会上,以期在将来获得更多的现金流量。投资机会是人们面对的外生变量,它取决于客观的政治、经济和法律环境等。

在讨论时间偏好与投资机会之前,本文先做如下主要假设:①投资者可以自由进出资本市场,并且为价格接受者;②市场无摩擦,即不考虑交易成本;③关于任何一种证券的价格和质量的信息都是公开的;④没有税收。此外,还假定投资者是理性的,这意味着投资者通常不愿意放弃能带来高净现值的投资机会,尽管这需要放弃部分本可用于现在消费的现金流量。

1. 时间偏好(无差异曲线)。投资者的时间偏好,即投资者选择当前消费还是将来各个时期进行消费。为了分析的简便,不妨将未来的各个时期“浓缩”为“将来”这个单一期间。根据边际效用递减理论,可画出投资者的消费效用曲线图a和图b。其中,图a为投资者期初消费所得到的总效用,图b为投资者期末消费所得到的总效用(虚线表示图a的部分)。因为效用

函数的一阶导数大于零、二阶导数小于零,图a、b中的效用曲线应是严格上凸的。

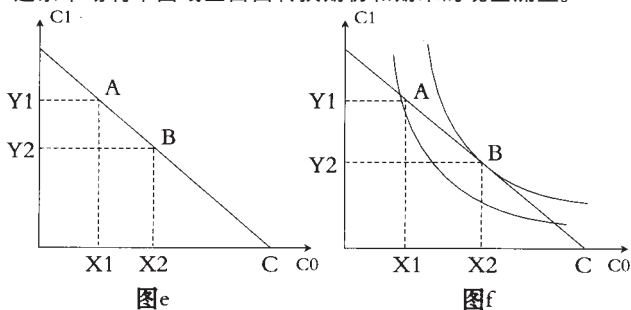
图c为图a、b联合的三维空间图,描绘了一个效用曲面,即期初和期末的消费组合给投资者所带来的总效用。图c中的虚线表示沿着效用曲面的等高线,在同一条等高线上,不同的 $c_0$ 和 $c_1$ 的组合产生相同的总效用 $U(c_0, c_1)$ 。由于沿着同一条等高线的所有点均具有相等的效用,对任何投资者个人来说都是无差异的,故可把这些等高线称为无差异曲线。将这些等高线投影到平面上就可得到图d,即投资者期初和期末消费选择组合的无差异曲线。图形走势可以证明该曲线是严格下凹的,任意两条无差异曲线都不相交,并且朝东北方向的无差异曲线具有更大的效用。这些无差异曲线上任意一点(例如点B)的斜率,可表示投资者当前消费和未来消费的边际替代率(MRS),这个边际替代率也即投资者的主观时间偏好率。



2. 资本市场的作用(市场利率曲线与无差异曲线)。由上述分析可知,每个投资者均有各自的由消费组合构成的无差异曲线,这些组合是投资者基于资本市场利率的考虑,反映了

投资者主观方面对时间价值的偏好。

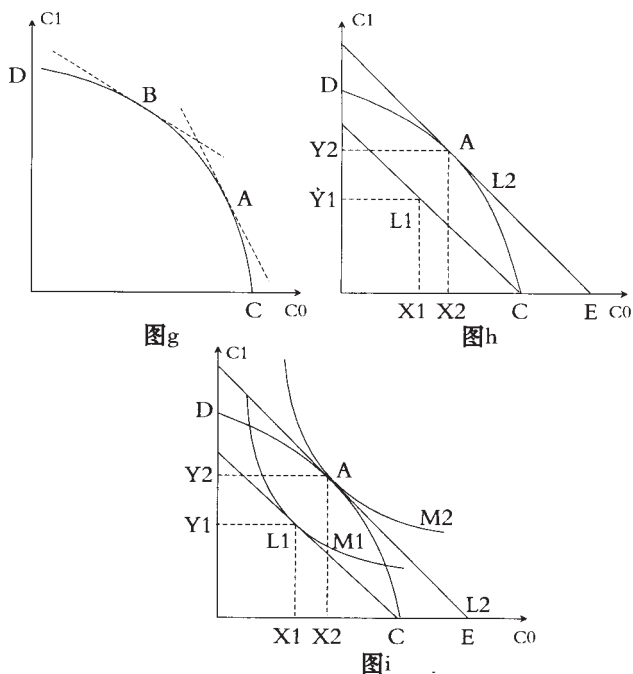
在此,我们假定投资者可以对资本市场上的金融资产进行投资,在市场一般均衡且是确定的条件下,市场利率将是一个固定可知的值。通过假定可以发现,资本市场的存在将改进投资者的消费效用。如图e所示,投资者期初拥有现金流量 $X_1$ ,期末拥有现金流量 $Y_1$ ,可以看出此时投资者可以获得消费组合 $(X_1, Y_1)$ 落在效用曲线的A点上,但当把将来的一部分现金流量 $(Y_1 - Y_2)$ 在资本市场上按照无风险利率贴现(在确定的经济环境中,投资者都是风险中性的)后得到期初的现金流量 $(X_2 - X_1)$ 时,其财富组合或者消费组合可变为 $(X_2, Y_2)$ ,且这个组合落在效用曲线的B点上,这时投资者获得的效用增加了(如图f)。很明显,这里的无风险贴现率就是市场的均衡利率 $r$ ,而图e中的效用曲线的斜率就是 $-(1+r)$ 。我们可以把这条效用曲线看作市场利率曲线。投资者可以在这条市场利率曲线上自由转换期初和期末的现金流量。



由此可以看出,资本市场可以促使资金在贷款人和借款人之间互相转移,其提供的机制使得现金流量可以在任意时点上分布。图中市场利率曲线与横轴相交的点C就是投资者在期末获得现金流量的现值和期初现金流量的总和。这里市场利率曲线和无差异曲线相切就是使 $I+R=MRS$ 。

3.投资机会(投资机会曲线和市场利率曲线)。在当前的经济环境中,假设投资者不仅可以投资金融资产,而且还可以投资真实资产,如购买厂房、机器设备等进行生产。假设投资者能绘制出一张从最高的报酬率到最低的报酬率的生产投资机会曲线,还假设边际报酬率是逐渐减少的,且所有的投资均相互独立,完全可以被分割。由假设可知该生产投资机会曲线应是严格上凸的(如图g)。其斜率即边际投资回报率(MROI)是递减的且为正数。

已知投资者拥有期初现金流量 $X_1$ 和期末现金流量 $Y_1$ ,该点 $(X_1, Y_1)$ 落在市场利率曲线 $L_1$ 上(如图h),则该投资可获得的现金流量总现值为 $c$ ,可利用这个现金流量总现值的部分投资于列出的投资机会,一直到A点,即生产投资机会曲线与市场利率曲线相切的点(图h)此时 $I+R=MROI$ 。此时将得到一个新的现金流量或投资财富组合 $(X_2, Y_2)$ ,并在市场利率曲线 $L_2$ 上将得到最优消费组合(图i)。可以发现此时投资者期初和期末的现金流量总现值增加到E点,其增加量 $CE$ 即为投资者生产投资的净现值。可见,生产投资机会回报率越大,即生产投资机会曲线越陡,投资者获得的净现值将越大。净现值越大,投资者获得的现金流量总现值越多,在存在资本市场的条件下,其所得到的无差异曲线就越高,即效用越大(如图i,比较无差异曲线 $M_1$ 和 $M_2$ )。



经过以上分析可知,在具有投资机会和资本市场交换机会的情况下,投资者消费效用最大化的决策过程包括以下两个相互独立且互异的步骤 ①首先选择最优生产投资决策,即选择能带来较大净现值的项目进行投资,一直到投资的边际报酬率与市场实际利率一致,即 $I+R=MROI$ (这里的市场实际利率 $R$ 也是投资者在确定经济环境下所要求的必要报酬率即时间价值),使得投资者期初和期末的现金流量总现值最大(图i中的E点); ②沿着市场利率曲线借款或者贷款的方式来选择最优现金流量组合也就是和最高的无差异曲线相切的最优消费组合,即 $I+R=MRS$ 。

通过以上两个步骤,可以发现达到最优均衡时 $I+R=MROI=MRS$ ,即投资边际报酬率等于投资者的主观时间偏好率,并且都与市场利率保持一致,而这个市场利率就是投资者在无风险情况下要求的最低报酬率即市场均衡时的时间价值。同时,投资者的生产决策和消费决策可以相分离,即在完全资本市场中,生产决策严格遵循客观的市场标准(投资获得的净现金流量最大),它与个人消费决策的主观偏好无关。

## 二、不确定条件下企业的投资者和管理人员

上述结论是在严格假定条件下成立的,但现实中的情况并不一定如此,下面的分析将放宽这些假设:引进风险来取代收入的确定性,以及引进信息不对称来取代信息完全。

1. 股东、债权人和职业经理。从20世纪初期到现在,股份公司取得了迅速发展,由于市场不断扩大而导致分工加剧的同时也促进了股份公司所有权和经营权的分离。除了分工加剧以外,市场竞争力的增强以及风险的提高也促使股东进行多元化投资以减少风险,并不得不放弃手中的经营权而交给经过专门训练的职业经理人。

现在我们假设一个企业有两种投资者,一种是股东,一种是债权人。债权人给企业提供资金并要求获取固定报酬,他们只是企业的投资者,并不享有企业的所有权和经营权,而按照法律规定,股东是企业的所有者,在股份公司兴起和发展的过

程中,这种法律意义上的产权明晰是非常重要的,对公司的治理结构和管理绩效有着深远的影响。但是在现代股份公司中,产权关系早已不像人们所设想的那样了。

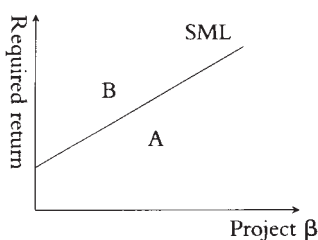
美国著名经济学家Alfred D.Chandler在其巨著《The Visible Hand》中对现代公司中的所有权与经营权的分离问题进行了精辟的分析。他认为,现代企业雇佣各种层次的中、高级经理来管理和协调在其控制下的各单位的工作,他们形成了一个全新的经理阶层。产权结构的这一变化对企业的决策和目标的影响是至关重要的。所有权和经营权的分离或者经理式的企业是以经理阶层的目标为主导的。职业经理人成为一种使企业进一步发展壮大的持久力量。

在现实中,股份有限公司的产权关系被极大程度地淡化了。虽然股东仍具备法律意义上的所有者身份。但在通常情况下,他们已不具备经济意义上的所有者身份,在更多情况下,他们只关心股票市价的涨跌,至于公司的管理及其绩效,股东们并不感兴趣。在这种情况下,所有者会毫无保留地将经营权交给公司管理当局。当所有者不满意公司状况时,他所能做的也不过是“用脚投票”将手中的股票抛出。与此相反,经营管理人员却极为关注公司的管理及其绩效,因为这关系到他们的收入、成就和社会地位等。在经济意义上,经营管理者必须同时对股东和债权人负责。因为企业的血脉——现金流量除了自身创造价值外,主要来源于这两类投资者,而这两类投资者都有各自要求的报酬率,如果公司管理当局经营业绩很差,就有可能被股东炒鱿鱼,或者被债权人申请破产,企业将无法继续生存下去。因此,从经济意义上讲,股东和债权人都都是企业的所有者。从更广泛的意义来说,企业的一切现金来源都是源于企业的所有者,管理人员必须对这些所有者负责。

2.投资者要求的报酬率。按照现代财务理论,股东和债权人的风险是一样的。因为信息是不对称的,投资项目预期将来的现金流量是不确定的,因此股东和债权人所投入的资金是有风险的。但从法律意义上讲,企业的所有权是属于股东的,股东和债权人之间存在代理冲突。债权人为了维护自身的利益,减少信息不对称,必然要求签订一些条款来确保他们将来对现金流量的请求权。而这些法律意义上的契约使得他们的请求权变得更加牢固,请求权越稳定越优先,债权人获取未来收益的风险越小。而股东却不同,他们的收益没有事前加以确认和担保,只能取决于企业未来的经营状况,不确定性极高,承担的风险很大。由于股东比债权人承担的风险更大,因此他们要求的报酬率就比债权人要高。

股东和债权人都都是企业的投资者,虽然他们各自要求的报酬率不同,但正如本节第一部分分析的那样,经理应把股东和债权人都看作企业的所有者,并把他们要求的报酬率予以综合考虑,而不应该单独分别考虑。

按照现代财务理论,投资者要求的报酬率是由投资者所承担的风险决定的,这可以从资本资产定价模型(CAPM)看出来。如图j所示,SML



图j

就表示企业或投资项目对应的经营风险及投资者所要求的报酬率。

从图j可以看出,在SML以上的B区域的投资项目是可接受的,而在SML以下的A区域的投资项目则是应该放弃的,因为具有一定经营风险的该项目的投资报酬率并不能满足投资者要求的报酬率。

3.企业管理者的目标。在企业追求理财目标的过程中,管理人员是极为重要、也是极为关键的力量。因为在两权分离的情况下,所有者的目标即使是在信息不对称的情况下,也不再对企业经营行为产生直接影响了,因此,对理财目标的追求和实现就完全取决于经理人员。经理人员要对所有的投资者包括股东和债权人负责,只有当企业满足了投资者的必要报酬率时,投资者才有信心继续对企业进行投资,企业才有现金来源和资金支持,才能抓住新的投资机会进行投资。可见,所有将资金投入企业中的个人和机构都是企业的投资者,他们对企业未来的现金流量均有请求权,不同的只是法律意义上的请求权优先顺序不同而已,但从经济意义上讲,或者从理财学角度讲,企业的存在依赖于所有投资者的资金支持,所有投资者都是企业的所有者。在理财活动中,理财人员无需特别关注某一类投资者要求的报酬率,而是应将所有投资者对企业未来经营活动现金流量的请求权予以综合考虑。

这一观点其实在MM资本结构理论中已阐述。标志着现代财务理论诞生的MM资本结构理论在1958年的无公司税模型中就指出,企业的价值是未来现金流量按照投资者要求的报酬率即企业的加权平均资本成本进行贴现的现值,即:

$$V_u = \frac{EBIT}{K_{su}} = \frac{EBIT}{K_a} = V_i$$

正如上述公式所示,企业的价值仅仅与企业将来可获得的现金流量以及该现金流量的风险相关,而与各个投资者个人所要求的报酬率无关。因此,管理人员只需把重心放在投资决策上,关注投资项目现金流量,控制企业系统风险,并尽量使企业将来可获得的即从投资项目中得到的现金流量最大化,同时使企业经营过程中的系统风险最小化。只有这样,才能使企业的价值获得最大增值,从而实现管理者所确定的企业财务管理目标——企业价值最大化。

通过以上分析,我们可以看到一个合理的财务管理目标具有如下特征:①它是明确的,而不是模棱两可的;②它可以及时地、清晰地对决策的成功与失败进行度量;③它的运行成本不会太高;④它与企业长期财富的最大化是一致的,即合理的理财目标应能保障企业持续稳定地发展;⑤它在企业管理当局可控制的范围之内。由此不管是确定的情况还是不确定的情况,不管是信息完全还是信息不完全,作为企业的管理人员都应该以最大化企业现金流量的现值为理财目标。如果把企业价值定义为企业未来获得现金流量的现值,那么企业现金流量现值最大化和企业价值最大化应该是等值的。因此,企业价值最大化或者现金流量现值最大化就是一个合理的理财目标。

#### 主要参考文献

- ①李心愉.论现代企业财务管理目标.经济科学,2001,3
- ②汪平.财务理论.北京:经济管理出版社,2003