

国有上市公司财务管理目标的 异化及其实现途径探析

周泽将

(厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005)

摘要:在国有股“一股独大”的特殊股权结构下,政府会通过国有上市公司实现其社会职能,从而损害了其他股东的利益,产生了财务管理目标异化行为。据此,我们应该在考虑其他利益相关者利益的前提下,以股东价值最大化为国有上市公司的财务管理目标,并结合中国的实际情况,通过改变不合理的股权结构、改变政企关系和考核机制,从而实现国有上市公司股东价值最大化。

关键词:国有上市公司;股东价值最大化;财务管理目标

中图分类号:F231.6 **文献标识码:**A **文章编号:**1005-1007(2009)07-0063-04

Abstract: The government realize its social function by listed state-owned companies, and it cause a damage of interest of other shareholders, creates alienation of financial management goal. On the basis of it, the financial management goal of listed state-owned companies should be value maximization of shareholders on the premises of considering the interest of other shareholder.

Key Words: Listed State-owned Companies; Shareholder Value Maximization; Financial Management Goals

一、引言

我国国有企业在相当长的一段时间内在国民经济中占据着绝对优势。传统的国有企业的形成是适应优先发展重工业这样一个战略要求,为了最大限度地动员剩余,并将其配置于适合战略目标的部门,所诱致出的一种内生的制度安排。由于在传统的国有企业制度安排下,国有企业是国家机构组成的一部分,一切都是按照计划进行生产,难以调动国有企业的积极性,从而使得我国的经济社会发展缓慢。此后,为了加快国民经济发展,开始了一场以建立市场经济和现代企业制度为导向的国有企业改革。证券市场作为现代市场经济的重要组成部分,成立之

初被赋予了帮助国有企业“脱贫解困”的使命,所以在证券市场的发展初期,上市公司基本上为国有企业。国有上市公司的终极控制人为国家或者地方各级人民政府及其国有资产管理部,国家或者地方政府在一定程度上控制着国有上市公司(包括公司高层管理人员的任命乃至企业的具体经营决策),而作为大股东的国家或者地方政府的目標不仅包括从国有上市公司获取股利,通常还包括社会稳定、国家或地方就业水平、GDP的增长速度,乃至包括涉及地方官员晋升的相关因素等。因此国有上市公司在进行某些投资决策时,可能并不一定从(全体)股东价值最大化的目标出发,甚至为了迎合大股东(国家和地方政府)的需要,做出损害企业价值的决策,在本文中,我们称之为国有上市公司财务管理目标异化。本文通过分析国有上市公司财务管理

收稿日期:2008-11-18

作者简介:周泽将(1983-),男,厦门大学管理学院博士生。

发行监管制度主要有三种:审批制、核准制和注册制。在2000年以前,我国主要实行核准制,政策基本向国有企业倾斜,上市的绝大多数公司为国有企业。

在国有上市公司中,国有股一般占据较大比例。

经济学上通常认为人都是自利的,政府官员就有可能利用手中控制的国有上市公司为自己谋取政绩,从而获得晋升的机会。

国航为了满足奥运的需要,进行了大量的投资,但是其品牌美誉度增幅甚至为负值。见《南方周末》2008年9月18日C20版《国航的奥运生意经》一文。

目标异化的原因,指出考虑其他利益相关者利益下的股东价值最大化是国有企业恰当的财务管理目标,并结合中国的实际情况提出相应的应对策略。

二、国有上市公司财务管理目标异化的原因分析

中国的上市公司制度起源于帮助国有企业“脱贫解困”,因此自证券市场诞生之日起,国有股“一股独大”的现象就为相关学者所诟病。下表和图示表示在我国上市公司中国有股所占比例的年度分布状况,其中,国有股比例 = 国有股股数 / 总股数。

表 1 国有股比例

年度	国有股比例平均数	国有股比例中位数
1999	0.4560	0.4726
2000	0.4572	0.4892
2001	0.4578	0.4859
2002	0.4578	0.4931
2003	0.4546	0.4918
2004	0.4502	0.4886
2005	0.4376	0.4728
2006	0.3799	0.4050
2007	0.3615	0.3692

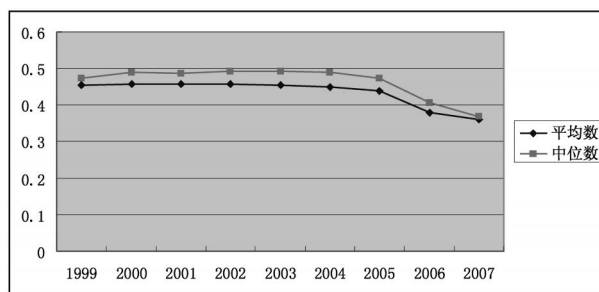


图 1 国有股比例分布图

由表 1 和图 1,我们可以看出,国有股比例的平均数和中位数基本都在 40% 以上,而仅仅在 2006 年和 2007 年略微低于 40%,但是这基本不影响国有股“一股独大”的地位,而在 2006 年和 2007 年有

所下降的原因主要在于股权分置改革,国有股为了获取流通权,必须向流通股股东支付一定的对价,从而降低了国有股的比例。

Shleifer 和 Vishny (1997) 在研究了东亚的一些公司治理结构后认为,某些国家的代理成本来自于控股股东和小股东之间的利益冲突。上文的分析说明了在我国国有上市公司中,国有股处于绝对优势,一般情况下拥有控股权,这就容易造成国有股与其他股东之间的利益冲突,同时国有股的“一股独大”也为其侵占其他股东利益创造了条件,因为其他大股东持有的股份所占比例较低。在国有股占据控股地位的国有上市公司中,其董事长和总经理等高级管理层的任免权在国家及相关机构手中。成立国有企业的根本目的之一在于国家可以利用国有企业更好地为自身利益服务,譬如在建国初期,国家对私营企业实施了一系列的国有化政策,就是为了更好地应用经济剩余服务与其优先发展重工业的目的。在当今社会,国家依然承担着一系列的社会职能,如维持社会稳定、保证充分就业、发展公共基础设施等,而这些又是相关部门考核地方官员的重要指标,这就在一定程度上促使官员为了晋升需要而借助一定手段实现这些目标。国有上市公司由于其与政府的天然联系,又由于上文所述的国有股“一股独大”所创造的条件,政府就可以通过国有上市公司实现其社会目标。此外,国有上市公司的高层管理人员(如董事长、总经理)的任免权控制在政府手中,企业的高层管理人员也就会应用其所掌握的经济资源,为实现这些政府的社会目标而努力。

为了实现这些社会目标,必须牺牲一定的企业的经济利益。由于国有股“一股独大”的地位,其他股东即使反对企业财务管理目标异化的行为,但往往由于其他股东的持股比例较少,难以对国有股这个大股东形成制衡能力。财务管理目标异化的直接后果是,国有上市公司应用企业资源服务于政府的目的和意图,其形成的利益全部为国有股的最终控股股东——政府所享有,而其他股东由于无法直接享受到经济利益而最终受损。

数据来源:国泰安公司和香港理工大学联合开发的 CSMAR 研究数据库,我们应用了 SAS 分析了含有国有股的上市公司(结果是由我们整理而来)。

控股权有绝对控股权和相对控股权之分,一般认为所持股份大于 50% 就属于绝对控股,所持股份大于 20% 而小于 50% 拥有相对控股权。

如肖作平(2006)的研究表明第二到第六大股东持股比例之和的中位数和平均值仅约为 0.05 和 0.08。详见《公司治理影响了审计质量吗》一文,管理世界,2006 年第 7 期,22 - 33。

当危害这完全也可以由百分之百国有控股的公司完成。

三、两种主流财务管理目标模式的相关评述

当前,关于企业财务管理目标模式,主要存在着股东价值最大化和利益相关者价值最大化两种观点,这两种观点各有其优点和缺点。

1. 股东价值最大化

该理论认为,企业是由于股东的投入而形成的,股东是企业的终极所有者,企业理所当然应为实现股东的价值最大化服务。其之所以没有强调股东的利润最大化,是因为财富同利润相比,具有考虑了财富的时间价值、风险收益权衡等优点。但是该理论存在着以下不可克服的缺点,股东价值最大化仅仅考虑了股东的利益,忽视了其他利益相关者的利益,同时还会由于仅考虑股东利益而造成对企业经营管理者 and 员工积极性的伤害。

2. 利益相关者价值最大化

按照契约理论,企业是所有参与人之间的合约,这些参与人包括企业家、股东、债权人、客户、供货商和政府等。利益相关者进一步发展了企业价值的概念,将企业财务管理的目标所应考虑的对象进一步扩大,其直接的后果是将更多人的利益纳入企业财务管理目标的范围,有利于激励各方面的力量,从而在实现企业发展的同时,实现了利益相关各方的利益。但是利益相关者价值最大化模式无法实现各利益相关者利益的加总问题,难以对企业的财务目标作出一个明确的回答。即使在同一相关者内部,各方虽在财务目标上呈现出某种程度上的一致性,但是他们之间的权重仍是一个很大的问题。利益相关者之间的目标差异过大,如果采用该目标模式,势必会造成利益相关各方无休止地跟经理人员讨价还价,造成资源的极大浪费。其次,由于不同利益相关者评价标准不同,难以真正实现利益相关者价值的最大化。现代企业的利益相关者模式认为,各利益相关者是企业的委托人,他们负责对受托人(经理人员)的考核,而由于他们自身利益的不同,他们的评价标准也是显著不同的,这样我们就难以用统一的指标对经理人员的业绩进行考核。适得其反的结果往往是,众多利益相关者的“搭便车”行为普遍流行,难以形成对经理人员的有效监督。即使经理人员由于某方面的原因受到指责,他们也会以实现其他方的利益而推诿。而实际上,经理人员往往实现了自身的利益。由此可见,利益相关者价值最大化的财

务目标模式往往难以解决现代企业中的委托代理问题,难以适应现代企业财务管理的要求。

四、国有上市公司合适的财务管理目标

由上面的分析我们知道,股东价值最大化和利益相关者价值最大化难以成为企业的财务目标。一般认为作为企业的财务管理目标应该满足以下四个条件:(1)目标能被清楚准确地描述;(2)用它既可以简洁又快速地对企业的成功和失败作出评估;(3)它所创造的股东财富肯定超过所有附加成本;(4)公司财务目标、企业长期稳定及战略目标相一致。

虽然单独的股东价值最大化和利益相关者价值最大化都难以为继和满足上述条件,但是可以将二者的长处结合起来,从而制定适合国有上市公司的财务管理目标。我们认为适合国有上市公司的财务管理目标应该是考虑其他利益相关者利益前提下的股东价值最大化。可以将现代公司理解为经理人员同广大利益相关者的一个合约,在这个合约中,债权人、员工、客户等利益相关者获得固定的合同收入,而股东获得剩余收益,同时也承担了企业风险,因此必须获得企业控制权。我们提倡考虑其他利益相关者利益下的股东价值最大化这种财务目标模式主要基于以下理由:

首先,股东价值最大化易于确定,且利用这一目标衡量经理人员业绩更加可行。一般情况下,各国公司法都规定同股同权(我国比较例外,股权分置改革后这一状况有望得到改变),这样股东的财富由于建立在统一的基础上比较易于衡量,像债权人就会存在由于长短期债权的风险不同而目标不一样。也因如此,利用剩余收入就可以方便地衡量经理人员业绩,使得经理人员有一个明确的目标,有利于企业财务管理目标的实现。

其次,在该目标模式中,我们考虑了利益相关者的利益,这有利于企业目标的实现。企业在生产经营活动中总是同外界发生着千丝万缕的联系,如果不考虑其他利益相关者的利益,企业的股东财富最大化的目标也是空谈。考虑其他利益相关者的利益也是为实现股东财富最大化服务的,在考虑其他利益相关者利益的同时,我们也就实现了股东的财富最大化。这正符合现代企业的委托代理理论中的股东是企业委托人的观点。

再次,股东价值增加的关键在于企业经理和员

工的努力程度。在经营权和所有权分离的状况下,这一目标模式明确清晰,会让企业的经营人员有一个明确的方向,有利于调动经营者的积极性。实际法律规定中也确实如此,股东大会是企业的最高机构,由股东选举董事会,董事会雇佣经营人员,董事会是股东的代表,所以理所当然经理人员应该对股东负责,实现股东财富的最大化。这样该目标模式是符合逻辑的。

最后,股东价值最大化是指全体股东的价值总和最大化,而不是指某一部分的股东价值最大化,这就可以在一定程度上限制政府利用国有股“一股独大”的地位侵占其他股东的利益。国有上市公司在进行具体的投资决策时,不应该仅仅考虑一部分股东的利益,而应该考虑全体股东的利益。国有上市公司有了这个财务管理目标,就可以使国有股股东(政府)和其他股东的利益建立在统一的基础之上,可以避免其财务管理目标的异化行为,实现全体股东的利益。

五、财务管理目标之实现途径

考虑其他利益相关者利益前提下的股东价值最大化是国有上市公司合适的财务管理目标,但是任何一个目标的实现都要依赖于其所生存的环境,因此,我们必须在制度上保证股东价值最大化这一目标的实现。本文根据上文的分析提出如下建议。

首先,改变不合理的股权结构。“一股独大”历来为相关学者所诟病,其原因在于缺乏有效的股权制衡,从而难以有效地约束国有股的财务管理目标异化行为。由上文的分析,我们可以看出,尽管股权分置改革一定程度上减少了国有股所占比例,但是其“一股独大”的现象并没有得到本质上的改变。

“一股独大”的存在往往会使其最终控制人——政府产生侵占其他股东利益的冲动,要想限制这种冲动,必须形成制衡的股权结构。

其次,改变政企关系。国有上市公司应该作为独立的经营主体,而不应该受到过多的政府干预,形成政企不分的局面。国有上市公司应该拥有经营自主权,其在做出经营决策时,应该要以股东价值最大化为导向。政府的干预会影响企业绩效,从而为了政府的利益而牺牲了(除国有股股东之外)其他股东的利益。政府只应行使其作为股东的职能,监督和考核国有上市公司高层管理人员,确保高层管理人员不会为了自身私利背离股东价值最大化。

最后,改变考核机制。国家及各级政府对国有上市公司进行考核时,应该以股东价值最大化为导向,而不应该让国有上市公司背上过多的负担,从而损害其他股东价值。政府考核国有上市公司时,不应考虑国有上市公司的社会职能实现情况,而应该仅仅以股东价值最大化为导向,从而使使得国有上市公司高层管理人员以实现股东价值最大化为决策准则。

参考文献:

- [1]李心合.利益相关者财务论[J].会计研究 2003,(10):10-15.
- [2]袁振兴.财务目标:最大化还是均衡[J].会计研究 2004,(11):38-42.
- [3]林毅夫,蔡昉,李周.充分信息与国有企业改革[M].上海:上海三联书店,1997.
- [4]张维迎.产权、激励和公司治理[M].北京:经济科学出版社,2005.
- [5]傅元略.中级财务管理[M].上海:复旦大学出版社,2006.
- [6]Shleifer and Vishny. A Survey of Corporate Governance [J]. Journal of Finance 1997,(2):737-783.

责任编辑 应育松