

## 如何正确理解

## 公司价值



□ 孙昌宇

追求公司价值最大化并使之实现持续增长,是现代公司财务管理的基本目标。但是,公司价值的核心内容是什么,理论界有不同的看法。西方商界在这一问题上较为一致的看法是股东价值。他们认为,股东是公司的所有者,董事是股东们选出来服务于全体股东利益的代表,公司的目标就是要使股东价值最大化。国外学者把20世纪80年代美国经济的强劲增长,归因于股东利益对企业经营的有效制约,以及企业经营参与者们对股东利益的日益重视。这印证了200多年前亚当·斯密的论断:生产率高、创新能力最强的公司,能为股东带来最大的受益。一些学者研究了美国、日本、德国一系列行业的劳动生产率、股东财富的增加以及就业增长之间的关系,得出了这样的结论:股东价值创造并不以牺牲其他利害方的利益为代价,那些劳动生产率较高的公司比劳动生产率较低的公司有可能创造更大的价值,从而创造更多的就业机会。总之,公司以股东价值为核心不但对股东而且对其他利益关系人和整个经济都有好处。为此,管理当局应当把重心放在为股东努力创造价值上,成为真正的价值创造者。

成为价值创造者要求管理者把重点放在长远的现金流量收益上,而不能以每股收益的季度变化为核心;也要求管理者接受一种冷静的、以价值为核心的公司活动观点,认识到公司经营有可能出现的情况——新的生产

投资可能获得高于资本机会成本的收益,也有可能得不到。价值管理者较为独到的能力,体现在能采取局外人般冷静的立场,敏捷地抓住机遇,创造价值。最为重要的是有必要在整个组织内开发和建立一种价值管理的理念,以股东价值为核心并不是面对股东压力时或有潜在的兼并风险时才偶尔为之,而应该是持之以恒的追求。

以价值为核心的理念的形成过程有两个独到的方面。第一,这个过程涉及到公司重组,重组可以把公司内蕴含的价值释放出来。重组的直接结果既有可能收效甚微,也有可能成就斐然。但同时,要达到这样的结果也有可能得付出高昂的代价,如出售资产、裁员等。管理层可以抓住价值管理过程的第二个方面,以避免将来可能遭遇的剧烈动荡,即在重组后,开发出以价值为核心的方法,对公司进行领导和管理。这就涉及到这样一些要求:要以价值创造为基础确立管理活动的优先顺序;要以股东价值为目标编制计划、评价绩效、进行奖励;要与投资者就价值创造进行沟通;作为价值创造者与管理者,必须熟悉并正确地对公司进行动态的价值评估。

企业价值评估,就是对公司产生

现金流量的长期能力做出预计。这种评估的原理来自对价值创造基本规律的正确认识。为此,必须研究价值的基本原理,以为价值评估提供理论基础。为简便起见,我们设计一个简例说明价值创造与评估的一般原理。

迈克拥有一家小型的硬件连锁店,他该如何评估公司的财务结果呢?我们应当计算他的投入资本收益率,然后把它与投资于其他领域(如股票市场)可能取得的收益率相比较,来看看目前的投资是否划算。

迈克算出的投入资本收益率是16%,而股票市场的投入资本收益率是10%。他的公司经营得不错,因为他的投资收入比投资于其他方面的可能收入高。

那么,迈克是否应该使他的投入资本收益率最大化?他有一个分店的投入资本收益率只有13%。如果他把这个商店关闭了的话,其平均的投入资本收益率就会提高。但是,从价值创造来看,他关心的不应该是投入资本收益率本身,而应该是投资收益(相对投资成本而言)和资本额的综合指标,该指标可以用经济利润来表示,见下表。

迈克硬件公司与低收益店的财务分析 单位:万元

	投入资本收益率(%)	资本成本(%)	差异(%)	投入资本	经济利润
整个公司	16	10	6	10 000	600
除低收益店外	17	10	7	8 000	560

经济利润等于投入资本收益率与资本成本之差乘投入资本。就迈克这个案例来看,整个公司的经济利润是600万美元,他如果把低收益店关闭了,平均的投入资本收益率是会上升,但经济利润会下降为560万美元。这个低收益店的投入资本收益率虽然比他所拥有的其他店低,但却高于资本成本。经营的目标是要使经济利润最大化,而不是使投入资本收益率最高。因

而不应当关闭低收益店。

接着,迈克想发展一项“超级硬件”的新业务,因为对投入资本的新要求,经济利润在未来几年会有暂时的下滑,四年以后,经济利润将比目前高。那么如何权衡短期的经济利润下跌和长期的改善呢?

我们要运用折现现金流量(DCF)来分析迈克的新业务。用10%对预测的现金流量折现,公司目前的折现现金流量是5 300万元,新业务的折现现金流量是6 200万元,因此新业务是利可图的,用同样的资本成本对经济利润的折现值加上投入资本的和与DCF是相等的。

迈克对公司的第三步动作是让其上市,这便需要应用价值评价的决策原则来同时管理真实市场和金融市

场。股票的价格是基于投资者对股票价值的看法决定的,投资者根据他认为目前的价格是高于还是低于股票的内在价值来进行交易。内在价值是由公司未来的现金流量和收益能力确定的。从实质上来看,投资者所购买的,是他们认为公司在未来可能取得的绩效,而不是过去的成果。即使在真实市场上创造了很大的价值,但没有达到投资者的预期,投资者还是会失望。管理者的任务就是要使公司的内在价值最大化,并适当地管理金融市场的期望。

迈克公司的案例说明了价值创造及其评估的要点。以下是价值创造的五点主要启迪:

1、在真实市场,价值创造是通过获取高于资本机会成本的投资收益实

现的。

2、高于资本成本收益的投资越多,创造的价值就越大(即只要投入资本收益率超过资本成本,业务的扩展就能创造更大的价值)。

3、选择能使预期现金流量现值或经济利润现值最大化的战略。

4、股市上公司股票的价值等于其内在价值,内在价值以市场对公司未来绩效的期望为基础,但市场对公司未来绩效的期望可能不是一种公平的估计。

5、期望的变化对股票收益的影响超过了公司的实际绩效所起的作用。

(作者单位:南京工程学院管理系)

责任编辑 崔洁



□ 俞玉林 陈志斌

以安然和世通为代表的舞弊丑闻,促使美国国会痛下决心,于2002年7月颁布了旨在打击公司犯罪的萨班斯—奥克斯利法案,该法案要求在美国上市公司发布的财务报告必须由注册会计师对其内部控制制度进行测试并作出评价。中石化股份作为一家境外上市的公司,对此非常重视,专门聘请专家对企业的内控制度进行了完善和严格的测试。而扬子石化有限公司作为中石化的子公司,同样需要建立科学完善的内控制度。为此,今年初我们

与一些著名高校专家合作开展了内部控制制度建设,与此同时,股份公司也正进行企业信息化建设。这迫使我们的领导班子和专家们必须思考这样几个问题:企业内部控制制度建设与信息化建设之间有没有内在联系?为什么有些企业花大价钱上的ERP(企业资源计划)效果不明显,甚至反而影响了经营效率?在信息化环境下企业应该如何构建自己的内部控制制度?本文是我们对这些问题的一些思考和做法,写出来与大家作一交流和探讨。

#### (一)突破旧思维 树立新理念

传统的内部控制理论虽然几经发展,但都是基于以人工生产为主的传统经济模式构建的,关注的是企业的组织机构、岗位和职能。而企业信息化以后,几乎所有的作业都在计算机或网络上完成,传统的内控方法已难以适应新的环境和要求。要想在信息化环境下科学有效地进行内部控制,就必须突破旧思维,树立新理念,重视流程规范和作业重组与管理。所以,我们提出内部控制制度建设要想适应企业信息化环境,设计理念必须由原来的以职能为导向转变到以流程为导向,关注对流程和作业的控制。

#### (二)走内控制度建设寓于企业信息化系统之路

考察分析已经实施ERP的企业,我们发现一个共性问题:如果这个企业在实施ERP之前或在实施过程中通过内部控制建设,认真细致地重整业务流程,使再造后的流程不但符合经济环境的实际情况,而且使企业的业务流程、管理流程和控制流程三流统一,则不仅会使企业的内部控制制度