



您的位置：首页 - 文章选登

引入市值考核机制夯实A股价值基础(孙怀宇；12月14日)

文章作者：孙怀宇

近年来，随着公募基金等机构投资者的发展壮大，一些国际成熟资本市场的股票估值方法在国内的应用开始增多，除了我们已经比较熟悉的市盈率、市净率等相对估值法，红利贴现、自由现金流贴现等绝对估值法也逐渐普及。但与国际接轨的估值方法是否就可以构筑起A股投资安全而有效的基础呢？我们认为，这要从估值方法的前提和假设来考察。

从表面上看，市盈率和市净率等相对估值法，与红利贴现、现金流贴现等绝对估值法是两种不同的体系，但实际上，它们有着同样的隐含前提和假设。每一个合理市盈率或市净率，其实都可以对应到贴现法中对公司基本面的具体假设，如收入增长、利润率、运营资金变化、资本开支、融资计划、分配方案等。因此，流通股股东无论采用哪种估值方法，都是基于对公司现在和将来的资产状况、经营战略、盈利前景的具体分析与判断。

在这个分析判断的过程中，始终贯穿着一个关键的假设，即，管理层是追求“股东价值最大化”的“理性人”。具体体现为“股权价值最大化”，或“资本收益最大化”。流通股股东假设，公司管理层作为股东资产管理人，会在考察外部经营机会和内部竞争优势的基础上，进行理性的投资、有效的运营，以使资产收益率达到或超过流通股股东所要求的回报率。当无法找到能为流通股股东带来高于其资金成本的收益机会时，管理层应选择将多余的现金和利润分配给流通股股东，而不是盲目投资，扩大经营规模。

但我国目前的实际情况是，出于资产保值增值的考虑，国有上市公司普遍选择了净资产值作为国资考核体系的一个核心目标。如果国有控股股东所持有的股份根据净资产来确定价值，那么代表大股东利益的公司管理层，一方面为避免净资产的“流失”，会本能地倾向于将现金和利润保留在公司账本上，不分配或少分配，即使这样会导致整体的净资产收益率下降。另一方面，为使净资产更快的“增值”，管理层容易产生非理性的股权融资冲动，并会因“融资需求”而设“投资项目”，即使这些投资项目的收益率低于流通股东所要求的资本收益率，甚至根本无法盈利。此外，净资产考核也使得国有上市公司管理层更多地去关注会计利润，而忽视现金流。对会计收入和利润增长的盲目追求，诱导管理层放松运营资金的管理和控制，将本应分配给股东的现金利润，“套牢”在一些存在回收风险的流动资产，如应收账款上。这些都是净资产考核下，公司违反“理性人”假设的行为。因此我们认为，在缺乏市值考核机制的市场环境中，即使采用了国际通行的方法，也无法计算出国有上市公司真正的公允价值。

而在采用市值考核之后，这种国有控股股东即管理层与中小流通股股东之间严重背离的价值判断标准将不复存在，净资产规模最大化的目标将让位于市值最大化目标，从而形成大股东和小股东共同的利益基础，最终实现股东价值最大化。

在市值考核体系下，国有控股股东及管理层的行为会趋向于我们前面提到的“理性人”假设。由于股价的涨跌关系到对他们的评价，促使管理层从流通股股东的角度，也即股权价值的角度，来考察并作出经营、投资、融资、分配等各类决策。管理层会从单纯关注资产规模的增加，转而看重资产盈利能力。在这个新的指导思想下，他们会努力降低成本，提高利润率；减少非理性的资本支出，控制只“做大”而非“做强”的投资冲动。他们知道，只有那些资本收益率高于股权投资成本的增长和扩张行为，才能得到流通股东的认同，才能带来股票价值的提升。管理层还会慎重考虑其增发计划，因为盲目的股权融资，不仅会削弱国有控股股东的控制权价值，同时也会遭到中小股东“用脚投票”的抵制，导致股价下跌，对其考评造成较大的负面影响。由于现金红利、自由现金流是估值的真正基础，会计利润并不会直接提高股票价格，管理层将改变以往的习惯，将增加经营现金流而非账面利润作为主要业绩目标。此外，在缺乏好的再投资项目时，管理层会倾向于发放现金红利，避免由于资产收益率降低而削弱公司的股权价值。

在欧美成熟市场中，对上市公司管理层普遍采用市值考核。虽然这个方法本身也存在一些缺陷，但从长时段来看，市值考核确实能有效地约束管理层，保证他们按照“股东价值最大化”的目标去“理性地”经营上市公司。与此同时，投资者按照“理性人”假设，对公司形成合理的长期预测，并在此预测下，结合股权投资成本，计算相应的股票价值。而在以净资产增值为目标的A股国有上市公司中，“股东价值最大化”的“理性人”假设是不成立的。净资产考核下的管理层，不仅不会去主动谋求股权价值最大化，甚至还会有意无意地损害股权价值；因为单方面地增值净资产而不相应提高盈利，最终将导致资产收益率的降低，而资产收益率的降低无疑是一种价值削弱的标志。当流通股股东遇到与自身目标天然不一致的管理层，他无法建立起对公司的稳定预期和信心；此时用国际化的估值方法进行估值，无疑是建造空中楼阁，对投资毫无指导意义。因此，只有引入市值考核机制，国有上市公司的大股东和管理层才能真正从股权价值的角度去衡量自身业绩，并作出“理性”决策。在此之后，A股市场估值才具备基本前提。

文章出处：《中国证券报》

[推荐朋友] [关闭窗口] [回到顶部]

转载务经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院  
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究  
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307  
版权所有：中国社会科学院金融研究所