基于价值创造的投资者保护：管理会计的视角

■ 穆林娟 宋 研



投资者作为证券市场的基本细胞，对其利益的保护是维持资本市场健康发展的重要环节。对于投资者的保护，以美国为代表的证券监管体系始终秉持这一条核心原则，即强调信息公开披露下的买者自负：监管机构确保证券发行人充分披露真实信息，投资者基于此做出自己的判断，对自己的交易行为负责。然而，这种针对投资者利益的保护措施并未充分考虑到投资者个体的多样性与差异性，不同的投资者在信息获取和信息处理方面的能力可能存在巨大的差异，当市场分层越来越多，交易品种越来越复杂，普通投资者更是拙于应对。由此可见，单纯建立在信息充分披露基础之上的监管模式并不能充分适应目前投资者保护的需要。投资者进行投资的最终目的是财富的保值增值，为投资者提供合适、合规、合理的回报才能保护投资者的权益，为股东创造价值才是保护投资者利益的最佳方法。

价值管理（VBM）是基于公司股东价值最大化的管理体制，是强调价值创造的管理体制。企业集中于股东价值创造可以从根本上维护投资者的利益，并有效地平衡不同利益相关者之间相互冲突的利益。也就是说投资者的回报是首要的，因为只有保证投资者能得到足够的回报，公司才能受到资本市场的青睐，获得维持发展的资金。因此，本文将从管理会计的角度，基于VBM理论，在价值创造和风险控制两个方面提出对加强投资者保护的相关建议。

一、VBM的基本观念

VBM是从“价值”这个视角来看待整个企业，整个企业管理就是基于价值的管理，销售、市场、财务、生产管理均是围绕实现价值战略的职能活动。VBM需要企业所有部门的管理活动支撑，强调的是一种整体价值提升的观念。

1. 重视企业战略目标

VBM的最终归宿是企业的战略目标，即实现企业最大的价值增值，这是现代企业发展的核心管理目标。VBM作为一种新的管理思想和方法为创造价值和实现价值增长提供了可能性。

2. 奉行“现金流至上原则”

VBM的观点强调公司价值是比每股收益、销售和利润增长或其他传统会计指标更为重要的决定因素。公司价值的概念不是基于已获得的市场份额和利润数据，而是基于与适度风险相匹配的已经获得和可能获得的自由现金流量。公司价值本质上是投资者对公司自由现金流量追索权的大小，公司价值也当然取决于公司在当期以至未来创造自由现金流量的能力。

3. 公司价值由多种因素驱动

影响公司价值的因素可以归纳为自由现金流量和资本成本两大类因素，包括销售增长率、销售利润率、所得税税率、固定资本增长率、营运资本增长率、现金流量时间分布和加权平均资本成本等。VBM应该回答的问题是从长期财务目标开始，并将之与某些行动结果联系起来，这些行动必须在财务指标、业务流程、内部流程，最后是员工及系统中实施，公司在为股东寻求利润与财富的同时，满足了管理者、债权人供应商、顾客、员工、政府等的共同价值需求，所以有人认为公司价值最大化的目标本身就是一个多方利益协调且最终达到总和最大化的过程。

4. VBM以“过程”为导向

VBM强调管理是一个社会过程，要将价值评估和管理的方法引入管理过程的各个方面，特别关注如何运用价值观念进行战略和日常经营决策。管理层实施以价值为基础的管理，可以将公司的全局目标、分析技术和管理程序整合在一起，推动公司将管理决策集中在价值动因方面，最大限度地实现其价值。这些行动主要涉及到人和人之间的关系，具有鲜明的社会过程性。因此，所谓基于价值的管理（VBM）理论就是要就价值来论管理，体现管理的社会过程，立足于组织结构和治理环境从实现公司战略目

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

标，提高其核心竞争能力的角度重新解读管理功能。

5. 人的价值实现是公司基于价值的管理的实质内涵

在基于价值的管理（VBM）过程中，只有充分发挥人的主观性和能动性，才能有效利用企业的各项资源，并将企业所拥有和控制的各种资源转化为可以带来增值的资本，因为人的创造力和对成功的渴求才是企业价值的真正源泉。在企业内部只有建立了创新型企业价值文化，管理层和全体员工齐心协力，积极参与，进行团队合作，才能够保证VBM的成功实施，也就是说，人本管理与VBM是密不可分的。

二、价值创造：投资者保护的基石

投资者的投资目的都是通过投资增值取得回报，这就要求融资者能够运用投资者的投资成本创造回报价值。VBM理论中所追求的价值为企业价值最大化，而股东价值是企业价值的绝大部分。只有对企业进行全面的价值管理，以价值导向成为战略制定、融资安排和公司治理的基础，指导管理者制定相关的经营战略、做出经营决策、安排最优资本结构、评价实际的经营绩效、设计有效的管理激励方案，从而实现公司价值创造的最大化，才能从根本上保护投资者的利益。

1. 在企业中树立价值创造观念

首先，应将价值最大化作为公司管理的整体目标，在充分考虑资金的时间价值和风险与收益关系的基础上，制定并实施最优的经营策略，在保证公司长期稳定发展的基础上，使公司价值创造最大化；其次，应树立“现金至尊”观念，上市公司股票价格变动与公司的现金流量状况密切相关，公司价值实际上就是预期现金流量的现值；最后，树立资本经营的观念，通过对资本的有效经营时投资者财富及公司价值趋于最大化。

2. 实施全面价值提升战略

首先，应拓宽提高经营效率的途径，通过节约成本、加速资本周转、提高资本的使用效率来提升现有资产的盈利能力，管理层和员工还应从战略意义上拓宽思路并能够做出轻重、利弊和缓急的权衡，提高企业核心竞争力，力争创造一个用较少成本而创造较高盈利能力并符合企业长远发展的商业模式；其次，应将资本投资于产生正EVA的项目上去，通过投资产生正经济利润，以获取更多的价值增长。另外，还应通过分析不同业务部门和业务线的价值创造情况来管理资产，对于持续损毁公司价值并且没有明显增长趋势的资产要进行正确的处置，出售不良资产，购入成长性资产。最后，还可以通过调整公司的财务策略和财务杠杆以降低资本成本率，从而提高价值创造。

3. 实施以价值创造为基础的业绩考核及激励体系

在价值管理中，可以采用EVA平衡计分卡作为基于价值创造的业绩衡量体系，其设计原则是要考虑公司未来战略的需求、各业务的关键价值驱动要素及将价值创造的责任落实到价值链的各个环节中。EVA平衡积分卡主要有两个方面的应用：一是推进公司整体和各个核心业务单元的战略实施及战略推进；二是衡量不同管理层的业绩。为了更好地发挥作用，基于价值管理的考核体系必须与激励体系挂钩，有效的激励机制能支持企业战略创造绩效，引导经理人和员工的正确行为，并能合理地同意经理人和投资者之间的利益，平衡成本的付出和人才流失的风险，有助于达到价值创造的最大化。

三、风险控制：投资者利益的有效屏障

企业的内外部环境的不确定性，使得价值创造活动不可避免的存在着一定风险，风险影响着企业生存和发展的能力，也影响其竞争能力及在市场上的声誉和形象，同时投资者的利益也会随之受到影响。因此，企业对风险的控制和管理，确保投资者投入资本的增值保值，也是对投资者利益进行保护的另一种方式。

1. 应对风险进行调查、分析与评估

深入调查、科学评估各种潜在的风险因素及可能发生的概率，提高对风险存在的客观性和不确定性的认识，掌握风险投资管理的主动权。在VBM理念下，企业进行投资时应借助财务分析手段清楚的判断目前从事的业务是否能够创造价值，以及价值创造的程度，从价值创造的角度来对企业投资的可行性进行评价，本着投资者价值最大化进行投资，谋求投资价值最大化而不仅是关注短期的利润。

2. 控制投资规模

根据VBM理论，公司规模大小已经不是值得追求的目标，公司管理层应将注意力放在创造价值上来。在投资时，应客观评价企业的经济实力和承受能力，从实际出发，根据企业的财力选择那些规模合适、力所能及的项目，避免不必要的风险。

另外，建立和完善风险管理体系。公司治理、组织结构是为风险价值目标服务的，是风险价值目标和战略实施的支持和保证。企业战略和目标应由与之相对应的治理结构和组织安排，其首要职能是为价值增长目标提供一个协调的机制和运行环境，而且随着目标、战略的调整而进行必要的调整。风险的复杂性和不确定性要求企业组织结构富于弹性、敏感性和适应性，能够及时察觉风险、并迅速应对风险。

（作者单位：北京工商大学商学院/投资者保护研究中心）

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net