



名校名家
MBA 案例
点评系列

● 对外经济贸易大学
● 南开大学
● 南京大学
● 大连理工大学
● 对外经济贸易大学

Financial
Management

财务管理 案例点评

编著 张新民 孔宁宁



对外经济贸易大学出版社
University of International Business and Economics Press

名校名家 MBA 案例点评系列

财务管理案例点评

编著 张新民 孔宁宁

对外经济贸易大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

财务管理案例点评/张新民, 孔宁宁编著. —北京: 对外经济贸易大学出版社, 2008

(名校名家 MBA 案例点评系列)

ISBN 978-7-81134-281-9

I. 财… II. ①张…②孔… III. 财务管理—案例—分析—研究生—教学参考资料 IV. F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 179097 号

© 2008 年 对外经济贸易大学出版社出版发行

版权所有 翻印必究

财务管理案例点评

张新民 孔宁宁 编著

责任编辑: 王 宁

对外经济贸易大学出版社

北京市朝阳区惠新东街 10 号 邮政编码: 100029

邮购电话: 010-64492338 发行部电话: 010-64492342

网址: <http://www.uibep.com> E-mail: uibep@126.com

北京市山华苑印刷有限责任公司印装 新华书店北京发行所发行

成品尺寸: 185mm × 230mm 23.75 印张 477 千字

2008 年 11 月北京第 1 版 2008 年 11 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-81134-281-9

印数: 0 001 - 5 000 册 定价: 41.00 元

作者简介

张新民，管理学博士。企业财务状况质量分析理论的创立者。现为对外经济贸易大学国际商学院院长、会计学教授、博士生导师。全国 MBA 教育指导委员会委员，中国会计学会理事，中国对外经济贸易会计学会常务理事，资深英国特许公认会计师（FCCA），资深澳洲注册会计师（FCPA）。

主要研究领域与近期研究内容包括：财务会计、企业财务报表分析、企业财务状况质量分析等。

北京市教学名师，2008 年国家级精品课程《企业财务报表分析》主持人，曾经为包括清华大学在内的多所国内著名高校 EMBA 项目讲授《企业财务报表分析》等课程。

承担多项国家级、省部级研究课题，获得过多项国家级和省部级教学科研奖励。创立的企业财务状况质量分析理论在学术界独树一帜。出版专著和教材 20 多部，在各类专业刊物上发表学术论文 40 余篇。其中，代表性成果包括《企业财务战略研究》、《企业财务质量分析与管理透视》、《解读财务报表——案例分析方法》、《企业财务报表分析案例点评》、《企业财务状况质量分析理论研究》、《企业财务报表分析》等。

曾经担任多家著名上市公司独立董事。

孔宁宁，管理学在读博士，对外经济贸易大学国际商学院副教授，硕士研究生导师，中国注册会计师协会会员，荷兰尼津洛得大学访问学者，美国西东大学访问学者。主要研究领域包括财务管理、企业财务分析与业绩评价等。任教以来，先后为本科和 MBA 等各层次学生讲授《公司财务管理》、《高级财务管理》、《高级财务报告》等多门专业课程。编著和参编《财务管理》等教材四部，主译《公司财务与投资》等学术专著五部，在《当代财经》等专业期刊上发表论文二十多篇。

总 序

自中国大陆 20 世纪 90 年代正式开展 MBA 教育以来，到现在为止，已经有 120 多所高校获得了 MBA 教育资格，30 所高校获得了 EMBA 教育资格。MBA 教育和 EMBA 教育呈现出蓬勃发展的态势。

但是，应该看到的是，MBA 和 EMBA 教育毕竟是舶来品，对其教育规律的研究和探索将决定中国 MBA 和 EMBA 教育的质量。与在 MBA 和 EMBA 教育中普遍推崇案例教学、模型模拟教学等的热闹场景形成强烈反差的是，相当一部分教师的所谓案例教学远远达不到整体的案例教学的要求。

究其原因，恐怕主要有这样几个因素：第一，教师在理论上融会贯通的能力不强，在案例分析中往往就局部问题展开讨论，难以站在企业或者组织的整体去思考问题；第二，教师对时间的感悟能力不足，这既有教师理论素养和境界不高的问题，也有教师缺乏必要的实践积累的问题；第三，缺乏对案例教学的整体驾驭能力。

有鉴于此，我们组织了中国高校几位著名的教授，出版一套“名校名家 MBA 案例点评系列”，本系列的主要作者均为长期活跃在 MBA 和 EMBA 教育一线、案例教学成绩突出、教学效果和教学质量获得广泛好评、深受广大学生爱戴的著名教授。本系列的学科涵盖范围包括了 MBA 教育的主要学科。

在过去的几年中，对外经济贸易大学一直致力于为中国的 MBA 和 EMBA 教育提供高质量的教材和支撑教学资料，并取得了显著成效。我们从 2000 年开始，就先后出版了系列 MBA 教材和 MBA 经典案例评析系列。已出版和再版的教材和案例评析著作已达 20 余部。上述书籍的出版，极大地丰富了中国 MBA 教育的教材市场，产生了广泛的社会反响。

我们相信，本案例点评系列的出版，必将会对进一步推进中国 MBA 和 EMBA 教育事业的发展作出应有的贡献。

“名校名家 MBA 案例点评系列”编委会

2008 年 6 月

前言

经济金融的全球一体化发展，推动了国际先进管理理念和管理工具的广泛传播；中国经济持续的突飞猛进，导引了国内经济环境和资本市场的迅猛变迁。在这样的背景下，公司财务领域风起云涌，经典财务事件层出不穷，财务管理实践取得了前所未有的创新发展。把丰富鲜活的公司财务案例引入学校课堂，引领学生将财务教材中的概念和技术应用于广泛的管理和经营决策实践，从理论上和逻辑上深刻阐释真实的商业世界，理性剖析公司的成功经验和失败教训，实现理论基础与实践应用的更好契合，是我们在财务管理教学中一直思考、探索和努力尝试的重要课题。

呈现给读者的这本《财务管理案例点评》，是我们配合财务管理课程的理论教学，从近年来快速变迁的我国资本市场上精选和提炼素材，进行逻辑梳理和深度评析形成的案例研究成果。本书的特色具体表现在以下四个方面：

(1) 全书的内容体系分为十二个专题，每个专题的结构安排分为案例资料、背景知识和案例评析三部分，涵盖财务管理课程的基本理论、模型和分析方法，既包括对资本预算、融资结构、股利政策和营运资本管理等核心知识的实例诠释，也涉及对多元化经营、并购和财务状况综合分析等扩展问题的全面解析。

(2) 所选案例素材全部取自我国上市公司，兼顾“鲜活性”和“代表性”。多数案例是发生在2007年的“新鲜”事件，例如作为公司债券发行试点正式启动后“第一单”的07长电债券发行，在资本市场上掀起巨大波澜的“中石油IPO之殇”等等，反映出了我国资本市场的现实图景；具有代表性的经典案例，例如招行转债风波昭示出股权割裂诟病，新兴铸管高派现引发对证监会“强制分红”政策的思考等等，则折射出了新兴国家资本市场的发展变迁过程。

(3) 背景知识奠定了各类共性问题的分析框架，为案例评析提供了理论基础支撑，是促进“举一反三”教学效果实现的根本。在背景知识的写作中，除精炼相关财务管理的基本理论外，更加注意进行思维视角的扩展。例如，在财务管理目标讨论中引入了股

东财富最大化目标与利益相关者价值最大化目标的评述与选择；在资本预算部分提出了构建将公司战略、项目评估系统及公司文化有机结合在一起的灵活资本预算系统的理念；在营运资本管理部分探讨了零营运资本管理和负营运资本管理的风险和收益，等等。

(4) 案例评析是在一定的理论框架内对案例的具体内容进行分析，尤其重视财务实践对政策制定和理论发展的重要推动作用，强调财务职能与管理决策、公司规划以及更广泛的外部环境的结合。例如，在中石油 IPO 案例评析中，讨论该事件对我国尽快推行 IPO 发行制度改革的政策推动意义；在苏宁电器营运资本管理案例评析中，强调营运资本的 OPM 管理实践对传统财务理论的超越以及财务分析、商业模式分析与营销模式分析的系统融合，等等。对经济事件的分析，“仁者见仁、智者见智”。作者提出自己的看法和主张，旨在为使用者提供参考和借鉴，并不代表惟一正确的“标准答案”。

本书编写的十二个案例，基本上是按照财务管理课程的教学内容顺序设计，能够满足辅助财务管理理论教学的要求。每个案例服务于一个财务专题，教师在使用过程中，可以根据自身需要，打破顺序组织教学。需要指出的是，虽然案例是一种有效的教学工具，有助于教师对知识的传授和学生的能力提升及特质培养，但我们不主张以案例主导教学，而是希望把它作为教学的多种方法之一，帮助学生培养起系统化的思维方式和有扎实理论根基支持的解决问题的能力。因此，教师在教学过程中，需要重视财务管理教材以及本书中背景知识部分的基本理论和扩展知识传授，重视财务管理各部分内容之间的内在联系和融会贯通。

在具体使用案例教学时，学生可在教师的指导下进行分组讨论，然后将分组讨论结果在课堂演示，教师适当进行点评。在案例讨论过程中，学生应该成为主导，教师则退居组织者的角色。教师应注重对学生系统思维方式的培养，任何能够达到目的的思路和做法都可以得到认同，发散式思维应该得到允许和鼓励。在可能的情况下，教师还应引导学生跟踪资本市场的最新发展，关注和采集授课期间发生的与课程相关的真实案例，培养和形成灵活运用理论知识解决现实问题的能力。

受到公司公开披露数据资料所限，本书对一些案例的深度挖掘还存在欠缺，加之作者水平有限，书中错漏之处在所难免，恳请读者批评指正。

最后，希望所有阅读和使用此书的教师、学生、理论和实务工作者都能获享系统化思维方式的有益培养和解决实践问题能力的有效提升。

张新民 孔宁宁

2008年10月12日于对外经济贸易大学

目 录

案例一 佛山照明股东价值最大化实践 (2007) / 1

我国上市公司应该以可持续发展和长期真实资本价值最大化为原则制定各种战略,构建与控股股东价值取向一致的目标股东群,致力于目标股东价值最大化。

案例二 中航油公司治理与财务治理 (2004) / 17

在我国公司治理与财务治理中,需要强化权力制衡机制,科学设计经理层激励和薪酬制度,完善上市公司信息披露,提高公司治理效率。

案例三 中石油首次上市融资 (2007) / 35

为了维护资本市场的健康发展,必须积极推行新股发行制度改革,致力于推进多种利益主体共同博弈下的真正市场化,保护中小投资者的利益。

案例四 长江电力公司公司债券发行 (2007) / 56

针对我国公司债券市场落后、融资结构失衡的现状,积极推进公司债券融资市场化改革,开拓公司债券融资新渠道,有利于资本市场的均衡、协调发展。

案例五 招商银行可转换债券融资 (2003) / 76

在可转换债券融资过程中,应考虑发行规模的确定、转股价格的设计、发行时机的选择等因素的影响,兼顾控股股东、可转换债券投资者和流通股股东的利益。

案例六 用友软件资本结构决策 (2006) / 103

处于高成长发展阶段的公司采取财务保守行为,是一种兼具财务风险管理、投资扩张和有利创新的理性战略,但长此以往不利于公司的持续发展。

案例七 深圳万科募资投向与资本预算 (2006) / 119

建立以清晰的战略目标为导向、以多元化的融资渠道为依托、以完善的管理制度为基础的资本预算决策体系,有助于公司竞争优势的充分发展。

案例八 青岛海尔多元化经营 (2007) / 146

在日渐成熟的市场上,经营机会诱发形成的多元化企业集团需要向创造价值的专业化企业转变,坚定不移地实施归核化战略,积极培植核心竞争力。

案例九 新兴铸管股利分配政策 (2007) / 172

上市公司只有建立健全股利分配政策,真正注重对中小股东的回报,切实保护流通股股东的合法权益,才能提高在证券市场中的认同度,充分体现自身价值。

案例十 苏宁电器营运资本管理 (2007) / 189

营运资本管理的 OPM 战略强调在加速流动资产周转的同时大量运用流动负债融资,其成功实施能够带来较高的公司盈利和股东回报,但同时也蕴涵着较大的风险。

案例十一 中国铝业并购包头铝业 (2007) / 215

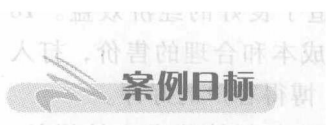
并购支付方式的选择,关系到并购双方的切身利益,也是并购交易最终能否成功的重要环节,恰当的支付方式可使各方达到利益上的均衡。

案例十二 格力电器财务状况综合分析 (2007) / 252

对公司财务状况进行综合分析,不仅应关注财务比率,更应全面考察公司的资产质量、资本结构质量、利润质量和现金流量质量。

参考文献 / 268

案例一 佛山照明股东价值 最大化实践 (2007)



本案例分析佛山照明的股东价值最大化实践，旨在阐明财务管理目标的主流观点和现实选择，引发读者对我国当前资本市场上公司股东价值最大化目标含义和实现方式的深入思考。

一、案例资料

(一) 公司背景

佛山电器照明股份有限公司（简称“佛山照明”）是由佛山市电器照明公司、南海市务庄彩釉砖厂、佛山市鄱阳印刷实业公司共同发起，通过定向募集方式设立，由法人与自然人混合持股的股份有限公司，成立于1992年10月20日。1993年10月，公司获准向社会发行人民币普通股（A股）1 930万股；1995年7月，公司获准发行B股5 000万股；2000年12月，公司经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）批准增发A股5 500万股。佛山照明是全国电光源大型骨干企业，被国务院批准为机电产品出口基地，享有自主进出口业务经营权，在国内、国际市场上享有“中国灯王”美誉，是全国电光源行业中规模最大、质量

最好、创汇最多、效益最佳的外向型企业，工业总产值、利税总额、出口创汇、人均劳动生产率等主要指标均居全国同行首位，2001 年被批准为广东省高新技术企业。

公司主要生产和经营各种电光源产品、电光源设备和电光源配套器件，主要产品有普通灯泡、装饰灯泡、碘钨灯、溴钨灯、单端灯、汽车灯、摩托车灯、高压汞灯、高压钠灯、金属卤化物灯、T8 及 T5 细管径高效节能荧光灯、紧凑型节能荧光灯和反光碗，以及主要与 T8、T5 节能灯配套的灯具等系列产品。产品 40% ~ 50% 出口，内销除巩固广东市场外，还辐射到全国主要大中城市。公司根据市场需求科学地调整产品结构及营销策略，把加速绿色照明光源 T8 及 T5 高效节能荧光灯作为 A 股增发的主要投资项目。2007 年，公司年产灯泡 10 万只，日光灯产品市场销路很好，已成为重点生产项目，为公司创造了良好的经济效益。T8 和 T5 荧光灯更是以高科技、高质量、低成本和合理的售价，打入国际市场，树立起绿色照明的崭新形象，博得客户的好评。

上市 15 年来，佛山照明的经营业绩连年保持稳定良性增长。据各年年报数据显示，自 1993 年至 2007 年，公司资产总额由上市前的 6.81 亿元增长到 33.93 亿元，增长了 398.24%；净资产从 5.36 亿元上升到 29.7 亿元，增长了 457.28%；主营业务收入从 4.22 亿元上升到 14.96 亿元，增长了 254.50%；净利润从 0.94 亿元上升到 4.24 亿元，增长了 351.06%；公司总股本从 1993 年的 7 717 万股增加到 2007 年的 4.66 亿股，增长了 4.05 倍；每股收益连续 15 年基本保持在 0.5 元以上；是中国股市上少有的业绩稳定增长公司。佛山照明主要财务数据资料以及各年自由现金流量状况如表 1-1 和表 1-2 所示。

表 1-1 佛山照明上市以来主要财务数据

年份	每股收益 (元/股)	净资产收益 率 (%)	主营业务 收入 (亿元)	净利润 (亿元)	净资产 (亿元)	总资产 (亿元)
1993	1.23	17.69	4.22	0.94	5.36	6.81
1994	1.26	21.97	4.46	1.46	6.63	8.88
1995	0.92	16.57	4.88	1.69	10.22	13.01
1996	0.64	16.47	4.0	1.76	10.66	14.25
1997	0.49	12.30	4.47	1.34	10.90	13.85

持续稳定增长的主营业务收入和净利润以及各年较高的每股收益，为公司高派现股利政策的实施创造了前提条件。

续表 1-1

年份	每股收益 (元/股)	净资产收益 率 (%)	主营业务 收入 (亿元)	净利润 (亿元)	净资产 (亿元)	总资产 (亿元)
1998	0.54	13.12	5.04	1.48	11.27	14.16
1999	0.57	13.37	6.03	1.58	11.85	14.63
2000	0.45	8.59	6.87	1.61	18.77	21.72
2001	0.48	9.09	8.24	1.73	19.07	22.42
2002	0.57	10.44	9.58	2.05	19.61	23.48
2003	0.63	10.34	10.21	2.26	21.89	24.13
2004	0.65	10.26	12.20	2.31	22.56	25.22
2005	0.61	9.53	12.14	2.20	23.05	25.64
2006	0.66	10.03	12.30	2.37	23.67	26.59
2007	0.91	14.19	14.96	4.24	29.87	33.93

表 1-2 佛山照明上市以来各年自由现金流量

	经营活动产生的 现金流量 (亿元)	购买固定资产和无形 资产支付的现金 (亿元)	自由现金 流量 (亿元)
1998	1.51	1.47	0.04
1999	1.66	0.76	0.90
2000	1.72	1.56	0.16
2001	2.69	1.84	0.85
2002	3.03	1.92	1.19
2003	2.33	1.70	0.63
2004	2.39	2.13	0.26
2005	2.68	1.59	1.09
2006	3.74	1.54	2.20
2007	0.51	1.40	-0.89

公司上市以来自由现金流量一直保持在较高水平。

(二) 股东价值最大化实践

在对待如何回馈股东的问题上,佛山照明的董事长钟信才表示:“作为上市公司,首先就是要真诚对待每一位股东,用好每一分钱,让股东得到良好回报。”自上市以来,佛山照明一直将为股东谋求投资利益最大化作为经营宗旨。因此,通过派发现金红利

和送股的形式为股东提供回报，也成为佛山照明最自然的选择。自 1993 年上市以来，公司连续 15 年始终保持 65% 以上的高红利支付率，迄今为止累计向投资者派发现金红利 21 亿元，比上市 15 年以来募集资金总额 12.86 亿元多出 8.14 亿元，列沪深两市之冠，被媒体誉为“现金奶牛”，为实现股东利益最大化的承诺作出了巨大努力。佛山照明上市以来历年股利政策如表 1-3 所示。

表 1-3 佛山照明上市以来历年股利政策
(单位：每 10 股)

年度	派现	送股	转增股	红利支付率 (%)
1993	3.00	4	1	24.39
1994	8.10			64.29
1995	6.80			73.83
1996	4.77		5	74.88
1997	4.00			82.30
1998	4.02			75.00
1999	3.50		1	60.96
2000	3.80			84.44
2001	4.00			82.64
2002	4.20			73.68
2003	4.60			73.02
2004	4.80			73.85
2005	4.90			80.33
2006	5.00		3	75.76
2007	5.85		5	64.32

公司上市以来持续保持很高的红利支付率，但股票市场为何对此反应平淡？

2006 年，佛山照明以 10 股送 24.5 元的创纪录现金对价，用 3.60237 亿元现金完成股权分置改革。公司原第一大股东佛山市国资委于 2004 年 8 月 31 日分别与欧司朗佑昌控股有限公司及香港佑昌灯光器材有限公司签署股份转让合同，将其持有的公司 85 922 100 股国有股（占公司总股本约 23.97%），全部转让给欧司朗佑昌控股有限公司（48 284 134 股，占 13.47%）和香港佑昌灯光器材有限公司（37 637 966 股，占 10.5%）两家外资公司，并于 2006 年 4 月 6 日完成转让过户手续，转让价每股 7.9 元，佛

山照明由此成为全流通的外资控股公司。股改前后公司股份变动情况如表 1-4 所示。2007 年 12 月 31 日公司前 10 大股东持股情况如表 1-5 所示。

表 1-4 佛山照明历次股票发行与上市情况

年份	股票种类	发行日期	发行价格 (元)	发行数量 (万股)	总股本 (万股)
1993	发行 A 股	1993. 10	10. 23	1 930	7 717
1994	A 股送股	1994. 04	—	3 858. 5 (10 送 5)	11 575. 5 (送股后)
1995	A 股配股	1995. 01	8. 00	1 815. 3036 (10 配 3)	13 390. 8036 (配股后)
	发行 B 股	1995. 07	H. K. 5. 61 (RMB6. 02)	5 000	18 390. 8036 (发行 B 股后)
1996	A、B 股公积金 转增股本	1996. 09	—	9 195. 4018 (10 增 5)	27 586. 2054
2000	A、B 股 转增股本	2000. 06	—	2 758. 6205 (10 增 1)	30 344. 8259 (转增股后)
	A 股增发	2000. 12	12. 65	5 500	35 844. 8259 (增发后)
2007	A、B 股 转增股本	2007. 06	—	10 753. 4477 (10 转 3)	46 598. 2736

经过增发和送配股，公司 2007 年末总股本比上市之初增长了 4 倍。

表 1-5 股改前后公司股份变动情况

项 目	本次变动前		本次变动后	
	数量 (股)	比例 (%)	数量 (股)	比例 (%)
一、有限售条件股份	132 431 761	36. 95	132 431 761	36. 95
1. 国家持股	85 922 100	23. 97	0	0
2. 国有法人持股				
3. 其他内资持股	43 935 161	12. 26	43 945 161	12. 26
其中：				
境内法人持股	42 990 745	11. 99	42 990 745	11. 99
境内自然人持股	944 416	0. 26	944 416	0. 26

股权分置改革后，佛山照明成为全流通外资控股公司。

续表 1-5

项 目	本次变动前		本次变动后	
	数量 (股)	比例 (%)	数量 (股)	比例 (%)
4. 外资持股	2 574 500	0.72	88 496 600	24.69
其中:				
境外法人持股			85 922 100	23.97
境外自然人持股	2 574 500	0.72	2 574 500	0.72
二、无限售条件股份	226 016 498	63.05	226 016 498	63.05
1. 人民币普通股	146 090 998	40.76	146 090 998	40.76
2. 境内上市的外资股	79 925 500	22.30	79 925 500	22.30
三、股份总数	358 448 259	100	358 448 259	100

表 1-6 2007 年 12 月 31 日佛山照明前 10 名股东持股情况

股东名称	股东性质	持股 比例	持股 总数	持有有限售 条件股份数量
欧司朗佑昌控股有限公司	境外法人	13.47%	62 769 374	62 769 374
佑昌灯光器材有限公司	境外法人	10.50%	48 929 356	25 630 220
广州佑昌灯光器材贸易有限公司	境内非国有法人	1.85%	8 629 784	0
East Asia Securities Comp- any Limited	境外法人	0.97%	4 536 705	0
招商证券香港有限公司	境外法人	0.94%	4 391 017	0
Dbv Vickers(Hong Kong)Ltd A/C Clients	境外法人	0.92%	4 303 450	0
庄坚毅	境外自然人	0.78%	3 637 926	3 637 926
马海忠	境外自然人	0.47%	2 195 436	0
佛山电器照明股份有限公司 工会委员会	境内非国有法人	0.46%	2 141 370	0
中国商业银行融通深证 100 指 数证券投资基金	境内非国有法人	0.44%	2 033 265	0

不同类别股东的价值取向和风险偏好具有很大差异。公司财务管理的目标是实现股东价值最大化,但不是也不可能实现所有不同类别股东的价值最大化。

对于佛山照明所采取的长期高派现股利政策,新闻媒体普遍认为这是公司控股股东和管理层不以圈钱为目的,对股东负责的

表现；而一些学者却认为佛山照明“高额派发现金股利并没有提高公司价值”，“现金股利可能是大股东转移资金的工具，并没有反映中小投资者的利益与愿望”，证据是股票市场对佛山照明高派现股利政策反应平淡，上市以来股利公告日前后的平均超额收益率和累计超额收益率都略呈负值。站在流通股股东角度，由于佛山照明的股价一直相对稳定，换手率低，追求短期投机收益的流通股股东对它不感兴趣；另一方面，由于佛山照明长期实行高派现股利政策，偏好稳定收益的流通股股东又对它情有独钟。那么，佛山照明是否为股东创造了价值？

（资料来源：佛山照明 1993 ~ 2007 各年年报，佛山照明公司网站）

二、背景知识

财务管理的目标是企业进行财务管理所要达到的目的，是评价企业财务活动是否合理的标准，它制约着财务运行的基本特征和发展方向。根据现代企业财务管理理论和实践，最具代表性的财务管理目标主要有：利润最大化、股东财富最大化和利益相关者价值最大化。在西方经济学中，出于简化理论研究的需要，经济学家提出在不考虑风险因素的前提下，应将利润最大化作为企业的目标。然而，尽管追求利润最大化在一定程度上有利于资源的合理配置和经济效益的提高，将其作为财务管理的目标却存在没有考虑利润发生的时间，没有考虑货币时间价值和风险因素，容易导致管理层决策过程中的短期行为等诸多缺陷，不能适应具有高度风险和不确定性的理财环境的需要。在财务管理理论界，股东财富最大化目标因其克服了利润最大化目标未能考虑货币时间价值和风险因素的重大缺陷，符合资本强权理论和股东利益与社会利益相统一理论，成为长期以来受到普遍认同的财务管理目标。然而，进入 20 世纪 80 年代以后，随着企业对利益相关者给予越来越多的重视和关注，以及以利益相关者为基础的多边治理理论的流行，“利益相关者价值最大化”逐渐发展成为一种新兴的财务管理目标主流观点。

（一）股东财富最大化目标与利益相关者价值最大化目标的论争

20 世纪 80 年代之前，股东财富最大化是财务管理学界普遍接受的主流目标。股东财富最大化目标的主要理论依据是资本强权理论和股东利益与社会利益相统一理论。资本强权理论认为，资本的专用性、非流动性、稀缺性和信号显示功能等，决定了企业的“剩余控制权”或“剩余索取权”天然归资本所有者（即股东）所有，资本雇佣劳动是最合理的企业制度，在法律上表现为“股东本位”原则。在这种制度和原则指导下，股东对企业具有绝对的经营支配权和控制权，因此企业的利益就是股东的利益，企业的财务目标应该围绕股东利益最大化展开。股东利益与社会利益相统一的理论则认为，最大限度为股东赚钱，就能极大增进社会福利。哈耶克曾指出，为股东赚钱与社会责任之间没有任何冲突。埃巴也认为：“从长远看，只有管理者将股东利益放在首位，才能使每个人最大限度受益。”

然而，20 世纪 80 年代中后期，“敌意收购”在美国的兴起及其对企业利益相关者所带来的消极影响，使股东利益最大化目标受到严重挑战。越来越多的学者认为，企业的发展不再只是单纯依靠财务资本推动，而是同时依靠高级管理层和员工的智力资本、社区的社会资本以及顾客网络等要素的推动。他们提出，应将公司视作财务资本投入者、人力资本投入者和社会资本投入者等利益相关者间一系列契约的组合。股东与债权人是财务资本的投入者，高级管理层和员工是人力资本的投入者，社区和顾客则通过投入社会资本和购买产品为企业创造价值。提供不同资本的个人和组织通过谈判分配各自的责任和权利，最终形成具有约束力的企业契约。因此，企业不只拥有单一财务资本的股东利益主体，债权人、供应商、客户、管理层和员工等利益相关者都因为企业提供特殊投资而承担着企业的经营风险，从而应对投入企业的要素拥有利益请求权。企业的经济本质是利益相关者的专用性投资缔结的合约网络，财务管理的目标定位不能只考虑股东的利益，而应当涵盖所有向企业提供专用性投资的利益相关者。

（二）股东财富最大化目标与利益相关者价值最大化目标的评述与选择

1. 股东财富最大化目标评述