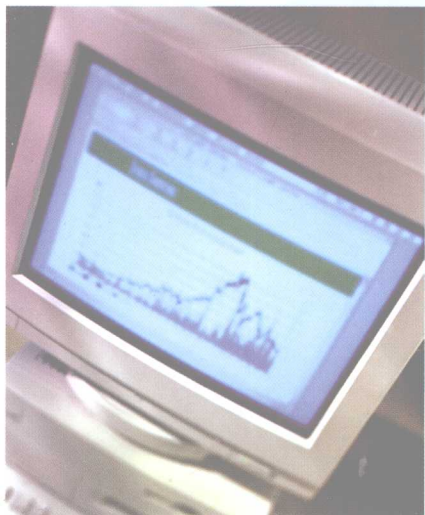


CAIWU GUANLI YU YINGYONG

刘华山 杜玉瑞 张青玉 编著

财务管理与 应用



山西出版集团
山西人民出版社

图章编号(CIP)数据

财务管理与 应用

刘华山 杜玉瑞 张青玉 编著

财务管理应用

编著：刘华山、杜玉瑞、张青玉
责任编辑：高然
封面设计：阳光

出版：山西出版集团·山西人民出版社
地址：太原市建设南路21号
电话：0351-4932250（发行中心）
0351-4932232（综合部）
E-mail: fxxk@sxwkb.com
web@sxwkb.com
fenniship@sxwkb.com
网址: www.sxwkb.com

经销：山西出版集团·山西人民出版社
承印：山西出版集团印刷厂
开本：787mm×1092mm 1/16
印张：25.3
字数：672千字
版次：2008年4月第1版
印次：2008年4月第1次印刷

书号：ISBN 978-7-203-06036-2

山西出版集团
山西人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

财务管理与应用 / 刘华山, 杜玉瑞, 张青玉编著. —太原: 山西人民出版社, 2008. 5
ISBN 978-7-203-06076-5

I. 财… II. ①刘…②杜…③张… III. 财务管理
IV. F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 046263 号

财务管理与应用

编 著: 刘华山 杜玉瑞 张青玉

责任编辑: 高美然

装帧设计: 阳 光

出 版 者: 山西出版集团·山西人民出版社

地 址: 太原市建设南路 21 号

邮 编: 030012

电 话: 0351-4922220(发行中心)

0351-4922235(综合办)

E-mail: fxzx@sxskcb.com

web@sxskcb.com

Renmshb@sxskcb.com

网 址: www.sxskcb.com

经 销 者: 山西出版集团·山西人民出版社

承 印 者: 山西文博印业有限公司

开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印 张: 25.5

字 数: 672 千字

版 次: 2008 年 4 月 第 1 版

印 次: 2008 年 4 月 第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-203-06076-5

定 价: 45.00 元

前 言

随着经济的发展,会计从业人员不仅仅要求具备一般的记账、算账与报账的能力,还应该具备开拓进取精神、具备理财、理念的高素质。《财务管理与应用》一书就是本着这样一个原则,力求简单适用。

本书在编写过程中,我们依据了新《公司法》、《证券法》、《企业会计准则》、《企业财务通则》等有关内容,并充分考虑高职教育的特点,结合学生的实际需要,注意详略得当、深浅适度,重视理论与实践的结合。以企业筹资、投资营运、股利分配等为理财主线,阐述了促使企业价值增长的基本理念与方法,力求充分体现财务管理作为企业管理中价值管理的角色特征,着重于企业价值创造的理念与方法,立足于我国的客观理财环境,并结合一些西方的市场经济条件下的理财理念与方法,并利用一些真实的案例,使本书更具有其实用性。

本书可作为高职院校、高等专科学校、成人院校财务管理辅导资料,也可作为从事财务管理工作的专业人士的参考资料。

本书由刘华山、杜玉瑞、张青玉、魏宝香、石晋源老师编著。其中由刘华山老师总策划,提纲由杜玉瑞老师拟订,经编写小组商讨通过并对全书进行了总撰。具体分工是:第一章、第三章、第八章由刘华山老师编写;第五章、第六章、第十章由杜玉瑞老师编写;第七章、第九章、第十二章由张青玉老师编写;第二章、第十一章由魏宝香老师编写;第四章、第十三章由石晋源老师编写。

本书在编写过程中曾得到高美然老师的大力支持,在此谨表示衷心的感谢!

由于时间仓促和水平有限,本书难免存在疏漏和不足,我们真诚地欢迎读者批评指教。

编 者

2008年1月16日

目 录

第一章 绪 论	(1)
第一节 财务管理的基本内容	(1)
第二节 财务管理的目标	(5)
第三节 代 理	(11)
第四节 财务管理原则	(14)
第五节 财务管理的环境	(19)
典型案例应用	(24)
第二章 财务管理的价值观	(28)
第一节 资金的时间价值	(28)
第二节 投资的风险价值	(37)
典型案例应用	(42)
第三章 资金成本和资金结构	(47)
第一节 资金成本	(47)
第二节 财务管理中的杠杆原理	(53)
第三节 资金结构	(65)
典型案例应用	(71)
第四章 筹资管理及应用	(73)
第一节 企业筹资的动机与要求	(73)
第二节 企业资金需要量的预测	(77)
第三节 权益资金的筹集管理	(83)
第四节 负债资金的筹集管理	(89)
第五节 融资租赁与商业信用筹资管理	(95)
典型案例应用	(99)
第五章 项目投资管理	(106)
第一节 项目投资相关概念及其分类	(106)
第二节 现金流量的内容及其估算	(107)

第三节 项目投资决策评价指标与运用	(115)
典型案例应用	(125)
第六章 证券投资	(127)
第一节 证券投资概述	(127)
第二节 证券投资的 risk 与收益率	(129)
第三节 证券投资决策	(133)
(1) 第四节 债券投资管理	(135)
第五节 股票投资管理	(137)
(1) 第六节 基金投资管理	(139)
(2) 第七节 投资组合管理	(141)
(11) 典型案例应用	(145)
第七章 营运资金管理	(147)
(18) 第一节 营运资金概述	(147)
第二节 企业筹资组合	(149)
(83) 第三节 现金管理	(152)
(85) 第四节 应收账款管理	(160)
(86) 第五节 存货管理	(166)
(94) 第六节 营运资本管理	(174)
典型案例应用	(176)
第八章 经营成果及其分配的管理	(181)
(74) 第一节 营业收入	(181)
(82) 第二节 营业收入的预测	(184)
(86) 第三节 营业收入计划	(189)
(17) 第四节 目标利润规划与控制	(193)
(87) 第五节 利润分配原则与项目	(200)
第六节 股利政策	(202)
(87) 典型案例应用	(209)
第九章 财务预算	(211)
(88) 第一节 财务预算概述	(211)
(90) 第二节 财务预算的编制方法	(212)
(90) 第三节 全面预算的编制	(221)
典型案例应用	(233)
第十章 财务控制与评价	(237)
(90) 第一节 财务控制概述	(237)

第二节 财务控制的要素与方式	(238)
第三节 责任会计	(246)
第四节 责任预算、业绩考评与责任报告	(254)
第五节 内部转移价格	(260)
第六节 内部结算和责任结转	(265)
典型案例应用	(273)
第十一章 财务分析	(275)
第一节 财务分析概述	(275)
第二节 营运能力分析	(285)
第三节 偿债能力分析	(292)
第四节 获利能力分析	(300)
第五节 企业财务评价	(308)
第六节 上市公司股票投资价值评价	(313)
第七节 企业财务综合评价	(319)
典型案例应用	(330)
第十二章 国际财务管理	(334)
第一节 国际财务管理概述	(334)
第二节 外汇管理	(337)
第三节 国际筹资管理	(341)
第四节 国际投资管理	(345)
第五节 国际的营运资金管理	(347)
典型案例应用	(348)
第十三章 特殊情景下财务管理问题	(352)
第一节 兼并与收购	(352)
第二节 资产重组	(359)
第三节 公司清算	(362)
第四节 财务危机预测	(366)
典型案例应用	(367)
附表	(396)
参考文献	(400)

第一章 绪 论

（一）本章主要介绍财务管理的概念、财务活动、财务关系，财务管理的目标及其协调，财务管理的环

节以及财务管理的环境等基本问题，并利用案例的形式加以分析与说明。

【本章学习的】

1. 掌握财务、财务管理的概念及内容。
2. 掌握企业组织形式与理财特征。
3. 熟悉各种理财目标的优缺点。
4. 掌握企业价值最大化的理财目标的优缺点、实现途径。
5. 熟悉企业价值最大化理财目标实现过程中的代理冲突及解决方式。

现代财务管理学产生于 20 世纪 50 年代的美国。几十年来，随着企业理财环境的发展变化对于企业财务管理要求的变化，特别是由于经济金融化趋势的不断扩大，财务管理的研究方法逐步改进和丰富，财务管理的理论与方法得以极大地发展。企业财务管理已经成为具有相对独立性并融合了多学科知识，致力于促使企业市场价值增值的完整的知识体系。

第一节 财务管理的基本内容

一、财务管理的概念与内容

（一）企业财务存在的客观必然性

企业财务存在的客观必然性是由市场经济的特性所决定的。市场经济条件下，企业的生产经营过程表现为商品的生产和交换过程，由于商品具有使用价值和价值的双重属性，企业的再生产过程一方面表现为使用价值的生产和交换过程，同时也表现为价值的形成和实现过程。从使用价值的运动过程来观察，企业生产经营开始时，首先必须通过一定的渠道和方式筹措一定数量的货币资本，垫支在流动资产和固定资产等资产形态，然后在生产经营过程中，劳动者利用劳动工具加工劳动对象，使资产由原材料形态转化为在产品形态、生产过程结束的标志是劳动者将在产品加工成符合市场需要的产成品，企业创造使用价值的目的是为了获取由使用价值承担的商品的剩余价值（利润），因此，就必须将生产过程创造的使用价值通过流通领域交换出去，从而使产成品转化为债权性资产——应收账款或现金形态，当企业资产形态由应收账款转化为现金形态后，资产又再度回到货币资本形态，实物资产完成了一个循环周转过程。由企业的再生产活动的持续性决定，企业的资产将沿着垫支—收回—再垫支—再收回的过程周而复始、循环往复地运动；企业的生产经营过程

不仅表现为使用价值的运动过程,同时也表现为价值的运动过程,商品的价值是借助于货币加以计量的,以货币表现的商品的价值和价值运动过程称为资金或资金运动,企业的资金及其运动过程称为企业财务。企业财务以价值的形式综合反映企业的生产经营过程。企业财务管理是对企业生产经营过程中的价值所进行的规划与控制,其目的是通过财务决策等手段,实现企业经济价值的增长。

(二) 企业财务管理的基本内容

企业的财务活动表现为企业再生产过程中周而复始、循环往复的资金运动,企业资金运动从经济内容上观察,可以划分为筹资活动、投资活动和股利分配活动等环节,因此,企业财务管理的基本内容包括企业筹资决策、投资决策、股利分配决策等。

1. 投资决策。投资是企业为了获取经济资源的增值而将其货币投放于各种资产形态上的经济行为。依据投资的形式可将投资划分为实物投资与金融投资。实物投资是对企业生产经营实际应用的实物资产进行的投资,如购置生产线、更新设备、兼并企业进行生产经营规模的扩充、对新的投资项目进行的投资、由于企业生产经营规模的扩充对营运资本进行的投资等;金融投资是对金融性资产所进行的投资,如购买股票、债券等。由于最近数十年间,经济金融化是现代经济发展中的趋势,因此,同原始经济中企业主要进行实物投资形式不同,在现代经济中,大部分投资都是属于金融投资。

由于企业拥有的经济资源具有稀缺性,有效投资、提高投资的效率,就成为企业投资决策首先应解决的问题。财务管理的任务是通过对外投资项目的财务可行性的评价,为企业投资决策提供方法上的支持,以最大限度上保证投资决策的科学性。

投资决策首要考虑的问题是如何合理确定企业资产的结构,即企业资产负债表的左方所显示的现金、应收账款、存货、固定资产等构成比例以及各投资项目的构成比例。企业经营的获利能力及由此相伴的风险程度是由企业的投资结构所构成的,投资于不同行业,决定了企业的获利能力与风险程度。例如,投资于未来具有广阔前景的高科技行业可能比投资于成熟行业如食品业能够获取更多的收益,但同时也必须承担更大的风险。再如,固定资产等长期资产占较高构成比例的企业可能会获取较高的收益,但同时也必须承担流动资产比例较低所导致的企业资产转化为现金的能力弱、企业支付能力差、到期不能还债的高财务风险。企业投资结构应该是能够创造最大经济价值的资产结构,要么在既定风险下带来最大收益,要么是在既定收益水平下承担最小的风险。收益与风险的相均衡,是进行投资决策所必须遵循的一项原则。

投资项目财务可行性的评价是投资决策的主要内容。确定一个投资项目财务可行性的重要标准是看该投资项目是否拥有正的净现值,只有投资项目能够带来正的净现值,才能够增加企业的经济价值,才具备财务上的可行性。所谓净现值,是指一个投资项目的未来所产生的现金净收益的现值与投资现值的差额。拥有正的净现值,说明投资项目未来获得的收益在满足了投资者要求的基本报酬后,还有剩余收益,从而能够增加企业的市场经济价值,未来获利能力越强的企业的价值越大。企业在市场上的竞争手段也表现为使自己拥有正的净现值而使竞争对手的净现值为负数。企业对实物资产和金融资产的投资可行性的评价原则都是以净现值为依据的。关于投资项目净现值的计算及决策,应关注在项目投资和有关证券投资、企业兼并投资中的具体应用。

2. 筹资决策。投资决策一经做出,理财人员必须为满足投资对于资金的需要而进行筹资决策。筹资是为了满足企业对于资金的需要而筹措和集中资金的经济行为。筹资决策表现为对企业资金

需要量的确定、对筹资方式的选择、对企业权益资本与长期负债比例的规划等方面。

筹资决策的核心问题是确定企业的资本结构。资本结构是指长期负债与权益资本二者之间的比例关系。由于资本来源中的短期负债属于企业财务管理的日常营运资本的管理范畴,对企业不形成长期影响,所以资本结构不含短期债务资本。资本结构中的长期债务资本以及权益资本均属企业的长期资本,在未来一定时期其比例关系相对稳定,对企业未来的发展具有重要的、长期的、战略意义的影响。因此,资本结构决策对于企业意义重大。

资本结构决策的首要问题是确定企业资产负债率的高低,即在企业资本总额中安排多高比例的负债。负债对于企业具有杠杆作用,当预期资产报酬率超过债务的利率时,增加债务的使用比例,由于使用债务会使企业获得剩余收益,同时相对使用了较少的权益资本,因此会提高股东的净资产收益率或每股收益;反之,当预期资产报酬率低于债务的利息率时,使用债务资本,会降低净资产收益率或每股收益,这种负债对于净资产收益率或每股收益的作用,称为财务杠杆,对于使用负债导致的净资产收益率或每股收益的波动现象或使用负债所增加的企业破产的几率,称为财务风险。负债除具有当企业预期资产报酬率超过债务利率时能够提高净资产收益率或每股收益的正向财务杠杆作用外,债务的利息还可以抵减所得税;债权人由于承担的风险低于股东承担的风险,所要求的投资报酬率(亦称债务资本成本)低于股东要求的报酬率(亦称权益资本成本)。但是,提高债务比率会加大企业财务风险,导致企业出现到期不能还债的财务危机,严重者甚至导致企业破产。因此,在确定资本结构时,理财人员不仅要对负债的预期效用进行预计,同时也必须考虑多种因素,来确定企业合理的资本结构,以提高企业价值。

确定企业的股权结构也是资本结构决策的重要问题。在股权结构中,由于剩余收益归属于企业产权的所有者,从而形成产权所有者巨大的激励源,因此,不同的股权结构产生的企业生产经营效率是不同的。实证研究表明,由大股东绝对控股企业的经营效率高于股权控制分散的企业,产权具有明确归属企业的经营效率高于产权模糊的企业。因此,在资本结构决策中,理财人员应努力促使企业建立一个良好的股权结构,提高企业生产经营效率,增加企业价值。

筹资方式的选择是筹资决策的一个重要问题。不同的筹资方式的特点不同,对企业的影响就不一样。通常企业在筹集资本时,会面临多种筹资方式供选择,例如,企业是采取发行股票筹集资本,还是采用发行债券筹集资本?是采取短期筹资方式还是长期筹资方式?是发行固定利率债券还是发行浮动利率债券?是发行普通股筹资还是发行优先股筹资?是发行普通债券还是发行可转换债券筹资?不同的筹资方式会导致企业的财务风险程度、资本成本水平、公司控制权的分散程度等多方面是不同的。因此,理财人员必须在清楚每一种筹资方式特点的基础上,结合企业自身的特点,做出合理的抉择,以使企业获得代价最低的资本来源。

3. 股利分配决策。股利分配决策是确定企业当年实现的税后净利在股东股利和企业留存收益之间的分配比例,即制定企业的股利政策。由于留存收益是企业的筹资渠道之一,因此,股利分配决策实质上是筹资决策的延伸。股利分配决策通常涉及下列问题:采取怎样的股利分配政策才是企业的最佳选择?企业应采取怎样的股利分配形式?是派发股票股利还是现金股利、负债股利或财产股利?企业能否进行股票分割或股票回购?企业应对股东分配现金股利的比例有多大?对于这些问题的回答,理财人员应根据企业的实际情况,以增加企业价值为出发点,做出合理的选择。

二、企业组织形式与理财特征

企业的组织有三种基本形式:独资、合伙和公司制企业。因为公司是企业组织的主导形式,整

个社会的大部分商业活动要由公司制企业来执行,所以本书侧重于公司财务管理,但所讨论的财务管理的原理原则上也适用于独资与合伙企业。

(一) 独资企业

独资企业是由一个单独的投资者作为唯一的业主而建立的企业。在独资企业中,业主拥有企业的全部资产并对企业的债务承担无限责任,也就是说,虽然在会计上,独资企业作为一个会计主体与个人事务是相分离的,但是在法律上,独资企业业主对于企业的财产拥有所有权,同时要以个人财产承担企业债务偿还的无限责任,企业业主所拥有的企业属于个人财产,与个人事务并非分离。独资企业组建的手续较为简单,一般规模较小,很多小型企业如零售店、服务行业以及律师、医生、会计师等大多采取这种形式。

独资企业的优点是:注册成立费用低,业主直接拥有、控制和经营企业,可以避免公司制企业中由于所有权与经营权的分离而发生的监督与激励费用,经营较少受到政府的管制,比较灵活。此外,独资企业免缴企业所得税,但必须缴纳个人所得税。

独资企业的缺点是:独资人要承担企业债务偿还的无限责任,承担的风险较大;独资企业规模较小,虽然由于独资人承担无限责任具有较高的财务信誉,但个人信用能力的有限性决定其难以大量筹措资金,因此独资企业只适合于小型企业,如果企业业务规模扩大,需要筹集巨额资金时,应将独资企业改组为有限责任公司,一方面分散出资者承担的风险,一方面筹措适合企业规模扩充所需要的资金;独资企业的寿命周期有限,随创办人的死亡而消失。

(二) 合伙企业

合伙企业,就是由两名或两名以上的业主,按照共同投资、共同经营、共担责任、共享收益的原则建立的企业。合伙企业分为无限合伙企业和有限合伙企业。在无限合伙企业中,所有合伙人均承担无限责任,合伙人通常按其出资比例分享利润或分担亏损,合伙企业不缴纳企业所得税,但须缴纳合伙人个人所得税,如果一个无限合伙人退伙或死亡,那么该合伙企业必须解散。有限合伙企业是在无限合伙人之外可有一个或多个有限合伙人。无限合伙人按无限责任经营合伙企业,有限合伙人按出资分享合伙企业的收益或分担亏损,但所承担的责任限于其出资额。此外,允许有限合伙人通过转让其份额而退伙。

合伙企业的优缺点与独资企业的优缺点相类似,这里不再赘述。

(三) 公司

公司是与其所有者相独立和区别的法律实体。在法律上,公司是独立的法律实体,具有“法人”资格,可以享有和自然人相同的权利。公司可以拥有资产、承担负债、缴纳公司所得税、签订合同等。公司具有法人资格,独立拥有财产,这是理解公司融资付出代价——资本成本的前提。正是因为理财是站在公司的角度进行,所以,对资金所有者支付的报酬,作为公司使用资金所发生的资本成本来看待;同理,对于企业项目投资所要求的基本报酬率,也应该是包括公司所有资本供给者所要求报酬的一个加权平均数——加权平均资本成本。

公司组织形式具有如下优点:

1. 有限责任。股东对公司的责任限于其投入的份额。公司制下,公司的债权人对公司的财产拥有索偿权,但对股东个人的财产并无索偿权,公司股东仅以个人出资额度为限,承担公司的破产风险。

2. 永久性。公司的法人地位不受某些股东死亡或转让股份的影响,其生产经营的寿命有更好的法律保障。

3. 所有权的可转让性。股东转让股份是在公司外部进行的,不影响公司正常的经营活动。股份有限公司的股票,具有较好的流动性,投资者在需要时随时可以将股票转化为现金。

4. 易于筹集资本。因为公司的永久性,以及股东个人承担的有限责任导致的财产损失风险的有限性,公司权益资本规模较大导致的举债能力的增强等原因,使得公司更容易积聚资本。

同其他企业组织形式相对比,公司组织形式也具有如下缺点:纳税负担沉重。公司作为法人需缴纳公司所得税,公司股东个人分得的红利和资本利得收益要缴纳个人所得税,实质上是双重课税;政府管制较为严格。企业组建必须要符合政府法律的规定,筹集资本符合法律规定的条件、上市公司的信息必须按照政府的有关规定定期披露,等等;公司的代理成本较高。公司制企业大多属于经营权与所有权相分离的企业,某些情况下,管理者可能为获取自身的利益而牺牲股东的利益,股东为促使经营者与股东的目标相一致,会发生监督成本等。

第二节 财务管理的目标

企业财务目标是指通过企业财务管理的融资与投资活动所要达到的根本目的。在现代财务管理的理论体系及理财实践活动中,理财目标是一个逻辑起点,决定着财务管理各种决策的选择,是企业各种理财决策的标准,科学的理财目标有助于企业日常理财的规范化,有助于科学理财观念的树立,有助于提高企业的理财效率并支持企业的可持续发展能力。西方企业的理财目标经历了“利润最大化”、“每股盈余最大化”、“股东财富最大化”、“企业价值最大化”等主要阶段。在我国,传统的计划经济体制下,企业理财的目标可以被定义为“产值最大化”,这种理财目标随着计划经济体制的解体而自然消失。我国改革开放初期,以“放利让权”、调动企业的生产经营积极性为出发点,在企业生产经营管理体制上,曾先后实行过企业基金、利润留成、生产经营承包责任制等管理制度,企业的目标导向是“利润最大化”。在企业步入社会主义市场经济的时代,企业生产经营机制发生了很大的变化,但如何确定企业的理财目标,还是一个正在探讨的问题。目前,理论界和实务界通常采用的理财目标是股东财富最大化与企业价值最大化。本书将企业财务目标界定为企业价值最大化,并将企业理财工作看做是以创造、增加企业价值为目的的价值管理工作。

一、财务管理目标的本质特征

按照系统论,目标是保证系统良性循环的前提条件。财务管理的目标是保证财务管理良性循环的前提条件。财务管理目标的建立,既要反映财务管理的特点,又要充分体现企业相关的要求。财务管理目标应该具备如下特征:

1. 系统性。系统是彼此相互制约的各个要素组成的有机整体。财务管理的目标,是企业目标的一个子目标,要与企业的整体目标相匹配,充分反映企业目标的要求并与之保持一致,以支持企业系统的良性循环。现代经济理论认为企业是具有多方利益要求的集合体,无论是股东对净资产的要求权,还是债权人对企业资产的索偿权,还是经营者及职工对企业利益的要求权,在企业都应

予以满足,只有实现各个利益主体利益的相均衡,企业才能够在代价最低的情况下稳定运行。作为企业的理财目标,必须考虑企业各利益主体的要求,妥善地权衡和处理企业所有者与经营者、所有者与债权人各方的利害关系,才能使理财活动有效提高理财效率进而提高企业效率;系统性也告诉我们,企业目标的确定,离不开企业运行的环境的现状及环境的发展,确定企业的理财目标,必须要反映企业外部政治、经济、法律、社会文化等环境发展的要求,使目标能够体现外部环境的约束。财务管理目标从属于财务管理系统及企业运行系统,但理财目标对系统也具有反作用,目标是一种行为的导向,合理的理财目标能够发挥积极的作用,扭曲的目标则对系统起破坏作用。从这点意义上观察,设计理财目标,也必须要考虑对系统的行为导向。

2. 长期性。长期性是企业理财目标应具备的另一个基本属性。长期性是指财务目标应以能够保证企业的长远发展、能够保证企业长远效率的不断提高为目的,这是企业战略发展的要求。长期性要求我们进行企业的理财活动,无论是投资决策、融资决策,还是企业理财结果的评价,我们不能只注重已拥有的历史出现的结果,更要注重对未来的影响,否则,非长期化的理财目标必然在现实利益与未来利益之间,选择眼前利益,结果是可能伤害企业的长远价值。例如,在企业资本结构的安排上,如果片面追求暂时利益的话,当企业面临利率极低而融资不受限制的情况下,为使股东报酬最大化,可能会大量举债,使财务风险迅速扩张,当企业资产流动状况不能满足企业偿债的要求时,企业可能会陷于财务困境甚至破产。

再如,企业为使当期利润最大化,可能会忽视企业新产品的开发,忽视生产能力的维护,结果会损害企业的长远发展能力。长期性注重的是对企业未来的导向,我们确定企业的理财目标,绝不能因为企业的现实生产经营机制的约束而过分迁就企业的现实,一旦我们认为某一种理财目标是最为合理的话,我们就应该采取必要的措施,来使企业在既定目标下良性运行。

3. 风险性。风险性是指企业理财目标必须要充分反映风险。现代企业是在风险环境中运行的。所谓风险,是指企业未来获得收益的不稳定性,收益的变动越大,风险就越大。企业之间竞争的加剧,影响资本市场的各项因素的不断变化,使得企业的经营风险越来越大;企业外部筹资环境的不断调整与变化,利率与汇率的波动,债权人对资本约束的不断严格,造成企业财务风险的加剧。按照现代经济理论,风险与报酬是相均衡的,企业承受的风险越大,要求的报酬就越高。但是,如果在预期报酬一定的情况下,风险如果得不到有效的控制,企业很有可能会发生意外的损失甚至会破产。因此,科学的理财目标必须要考虑风险,在理财导向上要有利于经营者充分考虑企业对于风险的承受能力,采取有效的措施控制风险,在理财结果的评价上,也要有利于股东、债权人、经营者将风险作为一个关键的因素加以考虑。

4. 时间性。时间性是指企业的理财目标必须要考虑货币的时间价值。现代经济学认为,等量的货币在不同的时间具有不同的价值,在没有风险和通货膨胀的假设下,投资的货币会发生增值。按照货币时间价值的观念,收益赚取的时间越早越好,时间越长,远期的货币的现值就越低。货币时间价值是财务管理的估价手段,投资与筹资的估价乃至企业价值的估价都离不开货币的时间价值,它是被广泛运用于财务领域的一个基本观念。作为企业理财的目标,当然要反映这一观念,当进行一项理财决策时,货币时间价值是估价的方法,当对企业运行的结果进行评价或者是预测未来运行的效率时,货币的时间价值也是评价分析的重要手段。显然,离开了货币时间价值的理财目标,不是科学的理财目标。

5. 重要性。重要性是指企业理财目标要充分揭示企业的本质特征,反映企业存在发展的根本原因。企业财务管理是企业管理活动的一个有机组成部分,财务管理目标不可能游离于企业目标而单独存在,因此,企业存在与发展的内在原因,也就决定了理财的目标。研究企业理财目标,要根

据决定企业良性循环的目标导向对理财活动的要求来确定。我国企业的现代企业制度尚未完全建立,企业还未在市场机制的作用下实现良性循环,研究企业的理财目标,不能根据我国企业的现状要求来确定,而必须将我国企业定位在企业制度的变革当中、按照我国企业改革发展的长远目标来确定,任何权宜的、过分强调与企业现状相匹配的企业理财目标,无助于企业向市场目标机制的过渡,甚至于对企业的发展起到破坏作用,也是一种极其不负责任的做法。

二、企业各种理财目标的分析

根据上述企业理财目标的本质特征,对企业各种理财目标评价如下:

(一) 利润最大化

利润最大化是传统厂商理论的基本假设。单一目标函数的建立是解决厂商目标问题的基本思路,利润最大化便是这类函数中最为常见的一种。直至今日,在厂商目标理论已经发生了巨大变化的今天,在为数不少的微观经济分析模型中,利润最大化仍为不可替代的假设之一。

在厂商理论中,产量决策是个关键的决策。一般认为,管理当局在制定各种决策尤其是产量决策时,均假定企业为利润最大化企业。所谓利润最大化企业,是指投入量及产出量的选择皆以获得最大限度经济利润——总营业收入与总经济成本的差额——为唯一目标,这一假设在经济学文献中具有很长的历史。

利润最大化与边际主义有着密切联系,具体言之,如果厂商追求的是严格意义上的利润最大化,那么必须遵循边际原则进行决策。按照边际原则,在企业实现边际成本与边际收益相等的产销量时,企业能够达到利润最大化。在利润最大化理论出现以后,受厂商经济理论的影响,利润最大化也被认为是企业理财的目标,其奉行理由为:第一,企业是以赢利为目的的经济实体,利润最大化作为企业的理财目标符合企业的经济本质;第二,在自由竞争的资本市场中,资本的使用权最终属于获利最多的企业;第三,利润代表了企业新创造的物质财富,只有每个企业都实现了利润最大化,才能够达到整个社会财富的最大化,从而带来社会的进步与发展;第四,利润最大化有利于企业提高竞争能力,静态下的边际成本与边际收益相等时,被认为是企业竞争能力的提高和效率提高的标志。第五,在自由竞争的资本市场中,资本的使用权最终属于获利最多的企业。

但是,利润最大化也存在着难以克服的种种弊端,由于这些弊端的存在,利润最大化不应该成为现代企业追求的目标。第一,利润最大化是以静态状况下的边际收益等于边际成本为前提条件的,短期内的利润最大化会造成企业的短期行为,进而损害企业的长远价值。我国在企业经济体制改革过程中,曾经先后实行过利润留成、企业基金、生产经营承包责任制等多种对国有企业的管理制度,可以说,这些制度的导向都是利润最大化。比如,企业生产经营承包责任制的原则为:“包死(利润)基数、确保上缴、超收多留、歉收自补”,明确引导企业取得短期利润最大化。造成了企业普遍的短期行为,在这种管理制度下,资源可能被掠夺性地使用,使得企业生产经营能力受损,一些涉及企业长远发展的措施往往被忽视,如新产品的试制与开发、产品结构的调整、人才的培训等。更有甚者,当利润指标难以完成时,在行政利益及个人利益的诱导下,承包企业往往弄虚作假,通过低估成本,高估收入,虚增资产,虚拟资产等手段来粉饰企业的会计报表,制造出虚假利润,导致企业多上缴所得税,多对职工颁发奖金,承包者也多得个人好处,使大量现金流出企业,形成了事实上的国家投入企业本金的流失,也削弱了企业再生产的能力,其结果是很多国有企业在利润最大化的

目标导向下悄然消失。我国曾经为利润最大化的目标导向付出了巨大的代价。第二,利润最大化的目标导向不符合现代企业战略管理的要求。现代企业战略管理需要对企业进行长远的、全局性的规划,其着眼点在于保证企业的长远良性发展。在战略管理下,一些企业成本对于短期利润的最大化是没有必要的,但是对于企业长远的发展则是必须的,如人才培养成本、研究开发成本、市场营销成本等。第三,短期利润最大化不能作为企业增强竞争能力的手段。现代企业的竞争能力应该建立在战略优势的基础上,这种竞争能力存在于对未来的战略规划之中,从长远来看,只有实现了未来的价值的增加,企业才能生存下去。第四,从财务估价的角度,利润最大化忽略了货币的时间价值及风险因素。在不考虑货币的时间价值的情况下,理财决策是不科学的决策,也有可能造成决策的失误。盲追求利润最大化就有可能忽略风险,结果可能会给企业带来意外的损失。第五,利润极其最大化要受到会计政策选择等人为因素的影响。总之,由于利润最大化不具有系统性、长远性、重要性、时间性、风险性等企业理财目标应具有的特性,所以,不能以其作为企业理财的目标。

思本 (二) 每股盈余或所有者权益报酬率最大化

每股盈余是税后净利与发行在外的普通股股数之比,所有者权益报酬率指税后净利与所有者权益的比率,两个指标的衡量均为股东投入的资本所实现的增值,是同一含义的指标的不同表达形式。同利润最大化相对比,每股盈余考虑了所获利润同所投入资本之间的比例关系,可以剔除企业资本规模的影响,便于不同企业之间或同一企业不同时期的效率比较。在企业股东投入资本一定的情况下,每股盈余的高低主要取决于税后净利的高低,从这点意义上观察,每股盈余最大化实际上是利润最大化的翻版。与利润最大化一样,每股盈余最大化的理财目标,同样没有考虑货币的时间价值,没有考虑风险因素。以每股盈余最大化作为企业理财目标,也没有考虑股利政策对股票市价的影响。“如果公司的唯一目标是每股盈余最大化,则公司将永不支付股利,因为公司可以把收益留在公司内部,并把它们投资于任何回报率为正,但回报微小的项目。这样,公司可以保证每股盈余持续增长。股利支付的数额会影响股票的价值,这就说明每股盈余最大化还不是一个令人满意的目标。”^①每股盈余最大化实际上是假设股票市价是每股盈余的函数,当每股盈余越大时,股票的市价就越大,这与现实严重背离。现实中,股票的市价是投资者根据与股票相关的各项信息对股票的价值所做的综合评价,这些信息包括:企业现在极其未来的每股收益、企业未来的发展潜力、企业所承担的风险、企业的股利政策、企业所处的外部环境变化等,因此,每股盈余最大化并不能导致股票市价的最大化。

在资本结构决策中,以每股盈余最大化作为企业的理财目标,会导致企业财务风险的无限度扩张。众所周知,负债具有财务杠杆作用,当企业资产的基本报酬率大于举债的利率时,由于剩余的收益归属于股东,在企业的资本结构中,适度增加负债而相对减少股东权益,会造成股东权益报酬率或每股盈余的提高,相对增加股东的报酬,反之,在资产报酬率小于债务利率时,负债则会造成每股盈余或股东权益报酬率的下降,这就是财务风险。假如企业为追求每股盈余的最大化而建立资产负债率极高的资本结构,则企业每股盈余就非常不稳定,企业破产的几率也相应加大,一旦企业资产的变现能力不足以保证偿债的需要时,企业就会陷入财务困境甚至破产。另外,由于股东对于风险的厌恶,当每股盈余波动时,股票的市场价值就会下降,这在某种程度上会降低股东的财富。

(三) 股东财富最大化

股东财富最大化是指企业应以达到股票的市价最高为目标。该种观点认为,企业是由股东投资所组建的,股东是企业的法定所有者,股票的市价代表了股东的财富,企业财务决策的优劣均会反映在股票的市价上,因此,以股东财富最大化作为企业的理财目标,体现了股东对于企业剩余所有权的要求,反映了理财的效率,追求股东财富最大化,符合股东创办企业的目的,也有利于企业社会责任的履行。在财务管理中,股票的市价是投资者根据企业未来的现金流量对股票所做的价值估量,反映了货币的时间价值;股票的市价与风险成反比,投资者所冒风险越高,投资收益越不稳定,要求的报酬率就越高,股票的价值就越低,反映了投资的风险价值。

但是,按照现代经济理论,股东财富最大化不能成为理想的企业的财务目标。首先,股东财富最大化目标忽略了企业相关方面的利益。我们研究企业的财务目标,应该以企业的性质为前提。传统的企业理论认为企业是由股东以其所拥有的资产投资而创立,因为企业为股东所有并为股东所控制,企业的目标应从属于股东创办企业的动机,即追求股东财富的最大化,进而决定了企业的财务目标是实现股东财富最大化,而忽略了经营者、员工及债权人的经济利益。契约经济学的创始人科斯认为“企业的显著特征就是作为价格机制的替代物”,“通过契约生产要素为获得一定的报酬同意在一定限度内服从企业家的指挥”。(科斯 1937 年)在契约经济学中,企业并不是一个单纯由股东创立的组织,而是一个替代了市场的价格机制的特别的市场契约。市场契约是多个所有权之间为让渡各自产权而彼此做出的保证兑现的承诺,它不属于任何单方的所有权。企业所有权是当契约不完全时,没有在契约中详细规定的那部分权利,即企业的剩余索取权和剩余控制权。效率最大化要求企业剩余索取权的安排和控制权的安排应该对应,也就是说,企业的所有权应该与契约参与各方所承担的风险相一致,在企业组织形式的早期,股东是风险的主要承担者,因此也拥有企业的剩余索取权。但是,随着分工的日益深化,人力资本的专用性不断增强,经营风险不断增大,风险的承担者由单一的股东变成了股东、经营者、债权人、职工,“企业不再被视为属于股东的实物资产的集合体,而成为一种具有治理所有在企业的财富创造活动中作了专用投资的主体的相互关系功能的法律框架结构。这里的主体,是包括股东在内的所有的利益相关者。从某种意义上说,他们谁都做出了专用化的或合作专用化的投资,他们谁都可以分享企业利润的相应份额,他们谁都承担着一定的投资风险,也都掌握一定的实际控制权,因此。将企业视为股东所有物会损害其他投资者,影响他们的投资积极性。”(费方域 1998 年)在企业的资本结构中,债权人提供的是企业的临时性的资本,承担企业的财务风险;股东提供的是企业永久性的资本,承担企业的经营风险;劳动者提供的是知识及技能资本,承担企业破产失业的风险;各种资本的组合作构成了企业生产经营的基础,各种资本的所有者依照其资本投入方式的不同承担企业的风险,参与企业的利益分配。企业实质上是在各方利益均衡的状况下运营的,企业如果不能实现各方利益的均衡,就不能充分发挥各方参与企业生产经营的积极性,不能建立一个充满活力的生产经营机制。伤害了债权人的利益,不履行债务契约,债权人就会拒绝合作,当企业财务状况不佳时,甚至会强制企业破产;忽视员工的利益,就会导致企业生产经营目标的难以完成;损伤经理人员的利益,就难以保证经理人员会有效履行与股东之间的契约。因此,企业收益的分配权也就是企业的剩余索取权应该由“利益相关者”持有。在 21 世纪知识经济条件下,知识资本成为与实体资本同等重要的生产要素和经济资源,经济的长期、持续和快速地发展更多地依赖于取之不尽、用之不竭的人才智力资源,企业这一市场契约关系参与各方的地位和作用已发生重大变化,把实体资本所有看作为唯一股东,以其财富最大化作为企

业的唯一财务目标,其局限性是显而易见的。

其次,在契约参与的其他各方收益固定的前提下,以“股东财富最大化”为财务目标,并不能保证实现“社会财富的最大化”。如果企业以股东财富最大化作为唯一的追求目标,将会导致企业种种损伤社会财富的行为,比如,削减员工的工资以增加股东的财富;恶意兼并其他企业以降低员工成本或逃避国家所得税;将借入的资金投放于风险更高的项目转嫁投资风险;大量举债转嫁通货膨胀的风险;为达到股东财富的最大而减少社会责任的履行;为实现股票价值的最大增值而粉饰企业向社会披露的信息等。这说明,股东财富最大化是与社会财富的最大化相矛盾的。

再次,以股东财富最大化为财务目标,也有可能引起企业行为的短期化。因为企业的一些战略性投资,如人力资本投资,无形资产投资、高科技研究投资在几年甚至十几年内可能都难以见效,短期内不会让股价上涨,可能使股东对这些投资失去兴趣,结果造成企业丧失长期竞争能力。

(四) 企业价值最大化:企业理财目标的合理选择

企业价值是指企业的未来现金净流量按照企业要求的必要报酬率计算的总现值,也是企业的市场价值,它取决于未来企业所创造的现金净流量、企业要求的必要报酬率和企业存续时间等因素。在理论上等于企业股票的价值与债券的价值,即金融化的资产价值,以企业价值最大化作为企业的理财目标,是现代企业发展的必然要求。它具有与相关利益者利益的相一致性、保证企业战略发展的长期性、考虑风险及货币时间价值估价的风险性及时间性等特征。

我们首先观察以企业价值最大化作为企业目标对于企业相关利益主体的影响。在私有制企业阶段,企业的投资者、受益者及管理者通常为一个人,在经营过程中所涉及的资源分配问题较为简单,不会产生较明显的冲突和对抗。企业的命运大权掌握在业主手中。但在大型的股份公司出现之后,资源分配过程中便出现了不容忽视的冲突和对抗,从而对企业经营方式乃至法律形式均产生了重大影响。比如,按照詹森和梅克林的研究,只要管理当局持有的公司普通股份不足100%,股东即所有者与管理当局之间的利益冲突(即代理问题)便不可避免。不仅如此,由于现代公司对负债资金的大量运用,直接影响到企业经营的稳定和股东所承受的风险程度,因而,股东与债权人之间的利益冲突也日益引起人们的关注。这些冲突如不予以科学地处理,无疑会妨碍企业的健康发展乃至生存。换言之,在现代股份公司情况下,人们对企业效率的考虑必须顾及资源配置受益对象的广泛性,妥善地权衡和处理所有者与管理者、所有者与债权人之间的利害关系,以促进企业的发展。只能满足部分受益对象利益的企业效率将无法得到人们承认和实施。以企业价值最大化作为企业的理财目标,避免了以股东财富最大化为目标的一个重大缺陷——单纯追求股东的利益而忽略企业其他利益群体的存在。在企业价值最大化目标导向下,企业的各项理财行为是在实现各利益主体利益相均衡的过程中进行的,企业只有妥善处理企业与各个方面的财务关系,才能有效提高企业的效率,增加企业价值。企业价值最大化不否认股东财富的最大化,但同时也注重债券价值的最大化和员工利益的最大化。

其次,企业价值最大化体现了企业战略管理的要求。长期性是现代企业效率应当具备的另一个基本特征,也是战略管理的重要产生原因及内容。实行现代企业制度的企业,由于所有者的大量分散化及其股权的可转让性,使得股份公司的持续存在,在法律上和经济上成为可能。企业的持续存在与发展,既是对投资者利益的最好保护,又是整个社会保持稳定和繁荣的重要经济基础。企业效率的评价必须考虑到长期性这一特征。利润最大化作为企业效率具体体现的一个重大缺陷便是它不能包容企业持续存在这一目标要素。管理者或者所有者出于某些临时的局部的考虑,会追求