



普通高等教育“十一五”国家级规划教材

国家级精品课程
国家级重点学科
东北财经大学会计学系列教材

财务管理

FINANCIAL MANAGEMENT

谷祺 刘淑莲 主编

2



普通高等教育“十一五”国家级规划教材

国家级精品课程
国家级重点学科
东北财经大学会计学系列教材



财务管理

FINANCIAL MANAGEMENT

谷祺 刘淑莲 主编

© 谷祺 刘淑莲 2007

图书在版编目 (CIP) 数据

财务管理 / 谷祺, 刘淑莲主编. —大连: 东北财经大学出版社,
2007. 2

(东北财经大学会计学系列教材)

ISBN 978 - 7 - 81084 - 977 - 7

I. 财… II. ①谷…②刘… III. 财务管理 - 高等学校 - 教材
IV. F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 018558 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

总编室: (0411) 84710523

营销部: (0411) 84710711

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

东北财经大学印刷厂印刷

东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 170mm × 240mm 字数: 621 千字 印张: 27 1/4 插页: 1

印数: 1—15 000 册

2007 年 2 月第 1 版

2007 年 2 月第 1 次印刷

责任编辑: 田世忠 李 彬

责任校对: 边 倚

封面设计: 卓 朗

版式设计: 钟福建

定价: 32.00 元

卷首语

“经济越发展，会计越重要”，经济越发展，会计越需要改革。21 世纪之初，人类社会正在步入知识经济时代，经济发展日益呈现出市场化、知识化、信息化和全球化的趋势。在这一背景下，国际会计发展面临着新的挑战，特别是“安然事件”等一系列会计造假案的发生对会计理论与实务产生了巨大的冲击。我国的经济发展与会计环境同国际经济发展及会计环境变化是紧密相连的。国际国内经济的发展与会计环境的变化要求中国会计必须不断改革与完善。2006 年 2 月 15 日，财政部在北京举行会计审计准则体系发布会，发布了 39 项企业会计准则和 48 项注册会计师审计准则，这标志着我国与国际惯例趋同的企业会计准则体系和注册会计师审计准则体系正式建立。

中国的会计改革，一要适应不断变化的国际会计环境；二要满足中国经济改革与发展的要求；三要考虑中国会计实务界对会计理论与操作的需要。会计改革的重点在于会计理论体系与方法体系的完善，会计改革的关键在于会计教育的改革，会计教育改革的基础在于会计教材建设与会计人才培养。因此，建立一套体系科学、内容新颖、切合实际的会计学系列教材，既是当前经济发展与会计改革的要求，也是培养高素质会计人才的需要。

作为高等财经院校的会计学院，尤其是作为国家级重点学科所在院校之一，东北财经大学会计学院理所当然肩负着探索和研究会计教育改革、建立和完善会计教材体系、培养和教育高素质会计人才的重任。早在 1995 年，我们就初步确立并编写出版了首批会计系列教材，并且于 2000 年、2003 年根据实际情况的变化作了进一步的完善。我们所编写的教材在教学与实践中受到了广泛的好评，许多兄弟院校都采用了我们的系列教材。

应当看到，随着国际会计环境变化与中国会计改革的深化，我们的教材在某些方面已经不能适应日新月异的经济发展的需要。因此，改革与完善我校现行的会计学教材体系和内容是当务之急。我们在广泛征求高校教师、学生及实务界对我校会计系列教材意见与建议的基础上，组织我院 20 多位在各自领域有突出研究专长和丰富教材编写经验的教授、专家，对新的系列教材的编写原则、体系结构和基本内容进行了充分的探讨。最后，由会计学系列教材编委会决定：对东北财经大学会计学系列教材进行全面修订；调整部分系列教材的主编及编写人员；制定系列教材编写目标、原则与体例等。

本次修订的教材包括：《基础会计》、《中级财务会计》、《高级财务会计》、《成本会计》、《财务管理》、《财务分析》、《管理会计》、《审计》、《会计学》和《会计信息系统》，共 10 部。

本次教材建设（修订）的目标是：适应普通高等学校会计专业的需要；满足社会经济建设对会计知识的需求；确保教材建设与我校会计学全国重点学科地位相匹配；力争在国际会计学界有一定影响。

本次教材建设(修订)的指导思想与原则是:

1. 理论与实践相结合。会计学作为经济应用学科,其教材既要讲清理论,又要注重应用。教材编写既要从理论高度进行概括和解释,又要运用基本原理去解决实际问题,提高学生分析、解决问题的能力。为实现上述目标,本系列教材除主教材外,还编写了配套的习题与案例。主教材增加了案例的比例,习题与案例包括每章的内容提要、应掌握的学习要点、复习思考题和案例分析等,有利于锻炼学生综合分析问题和解决问题的能力。

2. 教学与科研相结合。教材建设要吸取相关领域的最新科研成果,使教材内容反映本课程的最新研究状况。科研工作要为教学服务,针对教学中的问题和教学改革的要求进行专题研究。通过教学与科研互动,完善教材内容,提高教材质量。

3. 中国特色与国际化相结合。教材的编写既要立足中国、侧重当前,又要放眼世界、关注未来。在选材上,尽量选择在当前我国实践中行之有效的内容,同时尽可能与国际会计接轨,反映国际会计理论与实务的发展潮流。

4. 继承与创新相结合。教材修订要保持原系列教材的精华和特色,同时也要注意新法规、新政策、新理论、新方法的充实与完善。

5. “通”与“专”相结合。“通”与“专”是现代高等教育的一对矛盾。会计作为一个相对独立的学科,其课程内容和教学安排既要体现本学科的特殊性,又不能完全割裂与其他相关学科之间的必要的联系。因此,本系列教材应该兼顾会计专业与非会计专业、校内学生与校外学生的需要。

东北财经大学会计学系列教材是会计学院全体教师与学生共同劳动的结晶,凝聚了众多资深教授和专家多年的经验和心血。当然,由于我们的经验与人力有限,教材中难免存在不足,我们期待着会计界的专家、学者和广大读者的批评指正,以便再版时补充修改。本次修订仅仅是一个新的起点,而不是终点,我们将随着经济的发展与会计环境的变化不断修订,使东北财经大学会计学系列教材紧随时代步伐,及时反映学科的最新发展。

东北财经大学会计学系列教材编委会
2007年1月

前言

财务管理或公司理财作为工商管理最具活力的一门学科，在过去的一个世纪里得到了令人瞩目的发展。继莫迪格利尼—米勒、马柯威茨—夏普的财务革命之后，布莱克—斯科尔斯的期权估价理论和詹森—麦克林的代理学说使这一学科充满了生机和挑战，展现出无可限量的发展前途。伴随着财务学科的发展，财务管理的理论框架也在不断地更新与变革。从以筹资为核心研究公司财务问题的传统财务派，到以资产定价为核心研究公司资源配置与财务政策的现代财务学派，财务管理研究的视角发生了很大的变化。现代财务学派的研究框架主要有两个：一是通过资源的流动和重组实现资源的优化配置和价值增值；二是通过金融工具的创新和资本结构的调整实现资本的扩张和增值。这两个问题的核心都涉及如何度量公司的内在价值，即投资与筹资决策中的“估价 (valuation)”问题。

从最近的发展动向看，财务管理的许多理论已走出学院的象牙塔，越来越广泛地运用于公司财务管理的实践中。为适应财务管理的发展与教学需要，我们在原教材的基础上，对书中有关内容进行了增删和修改，重新撰写了财务报表分析、证券估价、风险与收益、资本成本、筹资计划、并购价值评估，增加了项目筹资、项目风险模拟分析和期权与公司财务等内容。事实上，在原教材的基础上，我们对每一章节都进行了修订和更新，力求使每一次改版都更加符合财务学科发展的要求，都能满足读者的要求。

本书以公司理财为主体，以价值评估为主线，系统介绍了财务管理的基本理论和实用技术。全书共分五篇十五章，第一篇为基础篇，即以财务管理目标为导向，以金融市场为背景，系统介绍了财务报表分析的框架与方法、证券价值评估模型、风险与收益模型。第二篇至第四篇为主体篇，沿着筹资、投资和股利政策的思路，介绍了资本成本、长期筹资、短期筹资与计划，资本预算、流动资产管理，资本结构和股利政策等基本理论与实用技术。第五篇是应用篇，分别阐述了公司并购与重组，期权与公司财务、衍生工具与风险管理，跨国公司财务管理等。

本书力求突破财务管理教材的传统模式与写作方法，书中内容求“实”与求“新”、求“深”相结合。本书在参阅了大量中外文献的基础上，以全新的视角，条分缕析地进行分析研究，将现代财务管理模式与我国的现实情况相结合，尽量为读者提供一种理财的思路或导向，引导读者分析理财实务中的成败得失、经验教训，使读者能学以致用，有所借鉴。同时，本书配有《财务管理习题与案例》和网络电子课件。《财务管理习题与案例》包括学习目的与要求、预习要览、本章重点与难点、练习题、案例及参考答案等内容，以方便学生练习和实践。

目前，越来越多的公司使用商务软件来解决现实问题，实务界期望学生能够熟练使用工作表、数据库等商务软件。为此，本书以上市公司的数据为基础，提供了按 Excel 电子表格或财务函数解决一般财务问题的具体操作过程（采用 Excel 工具求解财务模

型),如股票价值评估、债券持续期、投资风险、 β 系数、资本预算、风险分析、期权估价等,使全书内容更加丰富、新颖,便于学习和理解。本书设计的宗旨在于帮助读者巩固财务管理课程所学的理论概念,使读者能够利用 Excel 工具进行财务建模、财务分析和财务决策。本教材既可满足会计、财务管理和金融等专业财务管理课程教学需要,也可从事相关方面研究与教学人员提供案头参考,为从事财务管理的实际工作者带来启发或裨益。

全书由谷祺教授、刘淑莲教授主编,第一、二、三章由谷祺教授撰写;第五、六章由傅丹副教授撰写;第四、七、八、十、十二、十三章由刘淑莲教授撰写;第九、十一章由秦志敏教授撰写;第十四、十五章由罗菲讲师撰写。最后,由谷祺教授、刘淑莲教授对全书进行修改和总纂。

任何一本教材的架构和写作不仅源于作者的知识积累和创造,更来自于前人的研究成果和贡献。本书在写作过程中,参阅了国内外许多财务专家、学者的最新研究成果,他们的思想和观点对本书的完成极为重要。此外,孙晓琳、徐丹丹、宋安洲、赵建卫、王耀生、王硕、杨继伟、王博、邓军、闫哲、尼尧、腾圣杰、郭巍、孙文佳和林丹丹等对书稿进行了仔细的阅读与演算,由于他们的工作,使本书得以顺利出版,在此一并表示谢意。

本书写作的目的不仅在于通过财务知识的介绍、传播,帮助读者将财务概念用于解决现实问题,同时将作者从这个学科中获得的兴奋与快乐传递给读者。限于水平和时间,书中难免有许多疏漏和不当之处,恳请各位读者不吝赐教。

作者
2007年2月

目录

第一篇 财务管理基础

第一章 财务管理概述	1
第一节 财务与财务经理	1
第二节 财务管理目标	4
第三节 金融市场	11
第二章 财务报表分析	20
第一节 财务报表分析概述	20
第二节 财务比率分析	27
第三节 现金流量与风险分析	37
第三章 证券价值评估	45
第一节 现值估价模型	45
第二节 债券价值评估	50
第三节 股票价值评估	58
第四章 风险与收益	74
第一节 风险与收益的衡量	74
第二节 投资组合风险分析	85
第三节 风险与收益计量模型	89

第二篇 筹资管理

第五章 资本成本	106
第一节 资本要素与成本计算	106
第二节 综合资本成本	112
第六章 长期筹资	120
第一节 长期借款筹资	120
第二节 债券筹资	123
第三节 租赁筹资	128
第四节 股票筹资	133
第五节 项目筹资	140
第七章 短期筹资与计划	146
第一节 短期筹资方式	146
第二节 资本需要量预测	153

第三节	增长率	160
第四节	短期筹资策略与计划	163

第三篇 投资管理

第八章	资本预算	172
第一节	投资决策程序	172
第二节	现金流量预测	174
第三节	投资项目评价标准	181
第四节	投资项目决策分析	191
第五节	投资项目风险评价	196
第九章	流动资产管理	214
第一节	现金和有价证券管理	214
第二节	应收账款管理	223
第三节	存货管理	233

第四篇 资本结构与股利政策

第十章	资本结构决策	239
第一节	杠杆分析	239
第二节	资本结构与公司价值	244
第三节	资本结构决定因素	257
第十一章	股利政策	265
第一节	股利政策的基本理论	265
第二节	股利政策的实施	272
第三节	股利支付方式	276

第五篇 财务管理专题

第十二章	公司并购与重组	282
第一节	并购收益与成本	282
第二节	并购价值评估	287
第三节	并购价格支付方式	303
第四节	公司反收购策略	307
第五节	公司重组策略	310
第十三章	期权与公司财务	318
第一节	期权交易的基本知识	318
第二节	二项式模型	325
第三节	布莱克—斯考尔斯模型	330
第四节	期权理论与证券估价	335
第五节	公司价值与隐含期权	347
第六节	实物期权与投资分析	353

第十四章 衍生工具与风险管理	365
第一节 金融衍生工具简介	365
第二节 期货与套期保值	368
第三节 期权与套期保值	372
第四节 互换与互换权	375
第五节 其他衍生工具	381
第十五章 跨国公司财务管理	387
第一节 外汇与汇率决定理论	387
第二节 外汇风险管理	395
第三节 跨国公司直接投资分析	400
第四节 跨国公司筹资管理	404
第五节 跨国公司内部资金转移策略	407
附录一 主要参考文献与网址	413
附录二 终值、现值表和标准正态分布曲线面积表	416

第一篇 财务管理基础

第一章

财务管理概述

第一节 财务与财务经理

一、财务管理的内容

财务管理是研究公司资源的取得与使用的一种管理活动。所谓资源的取得是指筹资（financing）活动，即以最低的成本筹集经营活动所需要的各种资本；所谓资源的使用是指投资（investment）活动，即将筹得的资本用于旨在提高公司价值的各项活动。^①从本质上说，财务管理研究的核心问题是资产定价与资源配置效率。

图 1—1 列示了资产负债表的一般表达式，可以帮助人们了解公司财务的基本内容。根据资产负债表模式，可将财务分为长期投资管理、长期筹资管理和营运资本管理三部分。长期投资（资本预算）主要侧重于公司资本的投向、规模、构成及使用效果管理，即对列示在资产负债表左下方有关项目的管理；长期筹资管理主要侧重于资本的来源渠道、筹措方式、资本成本及资本结构管理，即对列示在资产负债表右下方有关项目的管

^① 本书主要研究公司制下的财务管理，其基本理论与方法也同样适用于业主制和合伙制企业的财务管理。书中出现的“公司”或“企业”为同一含义。关于资源的概念，美国经济学家唐纳德·W. 莫法特在其《经济学词典》中对资源所作的界定是：“一种经济的基本投入物或组成部分，人们常常认为包括劳动、土地和资本，但现代经济学家把经营能力作为第四种资源。经营能力指一切可以帮助人们把资源组合起来的能力，包括管理、创新、风险的承担以及应用分析。尽管它不像其他资源一样有形，但土地、劳动和资本本身不会创造产出，因而必须与这种能力相组合。这种能力越大，产出的潜力也越大。劳动和经营能力常常被称为人力资源，而土地和资本常常被称为非人力资源。”本书中所指的资源主要是资本。

理；营运资金管理主要侧重于流动资产管理和为维持流动资产而进行筹资管理^①，即对列示在资产负债表上方有关项目的管理。投资、筹资及营运资本管理的结果使资源的使用效益大于资源的取得成本，实现公司价值最大化。

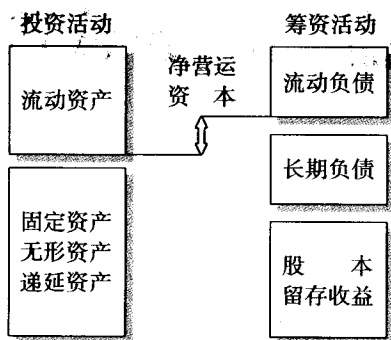


图 1—1 资产负债表模式

需要说明的是，股利政策是确定公司的利润如何在股利和再投资这两方面进行分配。尽管分配股利会增加股东财富，但如若不将利润作为股利分配给股东，它便成为公司的一项资本来源，将其进行再投资可为股东创造更多的财富。因此，在投资既定的情况下，公司的股利政策可以看作筹资活动的一个组成部分。

二、财务经理的职责

在实务中，公司财务管理通常与公司高层管理人员有关，如财务副总裁（vice-president of finance, VP）或财务经理（或称首席财务官，chief financial officer, CFO）。财务经理的大部分工作在于通过财务和会计工作为公司创造价值。图 1—2 描述了财务经理的主要职责。

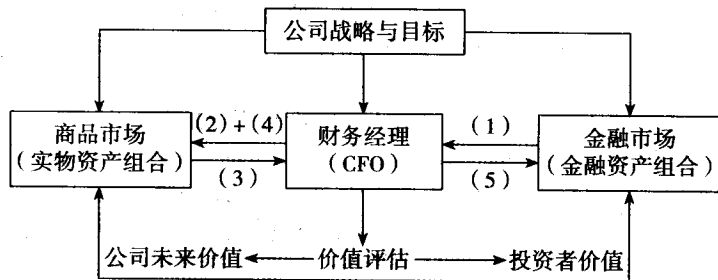


图 1—2 财务经理的职责

图 1—2 描述了现金从投资者流向公司并最终返回投资者的过程。其中：（1）筹资，在金融市场向投资者出售金融资产；（2）投资，在商品市场进行实物资产投资；（3）分析，将筹资现金流量与投资现金流量进行对比分析；（4）再投资，将投资或经

^① 从会计的定义看，营运资本一般是指净营运资本，即流动资产与流动负债之间的差额，用来衡量公司资产的流动性，但是，从管理的角度看，讨论如何管理流动资产与流动负债之间的差额是没有任何意义的。在这里，营运资本管理是指流动资产（包括现金、有价证券、应收账款和存货）管理以及与此相关的流动负债管理。这部分内容在财务管理基础中介绍，本书主要介绍投资与筹资管理。

营产生的现金流量的一部分用于再投资；(5) 分红付息，将投资收益的一部分以利息、股息或红利的形式分配给投资者。

在图 1—2 中，财务经理需要回答两个基本问题：一是如何在商品市场上进行实物资产投资，为公司未来创造价值。二是如何在金融市场上筹措资本，为投资者创造价值。对第一个问题的回答是公司的投资决策，也称资本预算决策，即根据公司的战略规划确定公司资本预算方法和程序，参与投资方案的财务评估；对第二个问题的回答是公司的筹资决策，即根据公司的需要与商业银行或投资银行一起选择或设计各种筹资工具、估算资本成本、设置资本结构和股利政策等。

在工业发达国家，CFO 负责公司的财务管理工作，其下设立会计部门和财务部门，分别由主计长（controller）和司库（treasurer）负责，其下再根据工作内容设置若干科室。主计长的职责主要是通过各种会计核算工作向外部投资者和公司管理当局提供各种数量化的财务信息。司库的职责主要是负责公司的现金管理、资本筹措，以及与银行、股东及其他投资者保持联系。公司 CFO 的主要职责不仅是监管主计长和司库的工作，更重要的是根据公司战略规划和经营目标编制和调整财务计划，制定公司的财务政策等。

在上述各种管理职责中，有的是集中在财务部门，也有的是由几个部门共同管理。如应收账款中的信贷限额可由财务部负责，也可由市场部负责，但由此引起的现金流量则必须通过财务部才能完成。又如，为公司现在经营或未来增长提供资本是财务经理的主要职责之一，但有关筹资工具或金融品种的设计、包装、发行通常由财务部门和证券管理部门（如果公司专门设置了这一部门）共同完成。虽然公司的资本预算过程交由司库或 CFO 负责组织、监管，但重大资本投资项目与产品开发计划、产品营销等方面的决策需要相关部门经理参与筹划和分析，最终的决策需由公司总裁或董事会决定或批准。

莱瑞·吉特曼和查尔斯·马克两位学者在 20 世纪 90 年代曾对美国 1 000 家大型公司中的财务经理进行调查，了解他们如何分配自己的工作时间。调查结果显示：在财务经理的工作时间里，大约 35% 的时间用于公司财务计划的编制与预算；32% 的时间用于公司营运资本管理；19% 的时间用于资本预算管理；14% 的时间用于长期资本筹集管理。从投资管理和筹资管理的时间分布看，大约 58% 的时间用于资产管理；42% 的时间用于负债和股权资本管理。在长短期资本管理方面，大约 60% 的时间用于短期资本管理；40% 的时间用于长期资本管理。

三、财务经理职责的变革

20 世纪末，信息技术进步和金融市场全球化改变了公司商业运作模式和价值创造过程。在一个复杂多变的管理世界里，公司不仅期待着 CFO 能够具备扎实的专业技能并且固守职业操守，还应能有效地筹集资本、参与部署公司战略并沟通市场。CFO 的战略视野和沟通能力被视为 CFO 的重要技能，其重要性甚至超过财务专业技能。

国际会计师联盟（IFAC）下属的财务与管理会计委员会（FMAC）于 2002 年 1 月发表了一份题为《2010 年首席财务执行官的任务》（The Role of the Chief Financial Officer in 2010）的研究报告。该报告对财务经理未来职责的展望，主要表现在以下八个方面：^①

^① 陈珉、余臻荣：《后安然时代的 CFO 与财务管理》，载《中国企业家》，慧聪商务网，2003-11-25。

(1) 战略规划已成为 CFO 工作中的关键部分。他们将以全球化的视野积极参与公司的战略管理(收购与兼并),关注公司战略远胜于财务数据。

(2) 在电子商务蓬勃发展、公司数字化生存的环境下,对信息进行流程化管理,远非过去的财务信息的编制者甚或会计数字的魔术师。

(3) 公司财务仍然是 CFO 的基本职责,但重心将转向以价值为基础的财务运营管理,包括税务、现金流量管理、业绩评估和风险管理等方面。

(4) CFO 在构建公司治理结构中將更有所作为,结构简单、坚守诚信将成为主流选择。

(5) 沟通将是全方位、多角度的, CFO 的关注点将从财务监控与信息加工中解脱出来,成为沟通公司内外的信息桥梁。

(6) CFO 在高层经营班子里将扮演一个积极成员的角色。CFO 与 CEO 是建立在相互信任基础上的战略伙伴关系,两者相辅相成,彼此默契配合。

(7) 在资本全球化的大趋势下,在不同国度面对不同的投资者,为公司营造良好的投资者关系是 CFO 面临的重大挑战。

(8) 如果能够出现一套全球统一的会计准则和财务报告标准,将大大简化公司的披露成本。

在实务中,与财务管理工作相关的认证考试陆续登陆中国。来自美国权威认证机构 CAPCC 的特许财务管理师(certified financial manager, CFM)认证正式登陆中国。据悉,广东省对这一方面人才的需求缺口约在 3 000~5 000 人之间。业界有关人士认为,在中国内外贸日渐一体化的发展格局下,特许财务管理师认证的热启,将为中国财务管理理念趋向国际化铺平道路。^①被全球投资界称为“第一大考”的特许财务分析师(CFA)资格考试在中国再度升温。2000 年报考 CFA 考试的考生人数为 162 人,2004 年这一数字已达到 5 228 人。^②

另外,随着国际财务策划准则总会(Financial Planning Standards Board Ltd., FPSB)的正式运行,财务策划行业又取得了重要的新进展。这一非营利性机构旨在提供国际注册财务策划师认证和建立 FPSB 的联合组织,以便引导全球财务策划行业准则的制定和国际推广。负责推广加拿大财务策划业的财务师准则委员会(Financial Planners Standards Council, FPSC)已加入了该联合组织。FPSC 和其他 16 个非营利协会作为 FPSB 的成员,共同致力于推进这 17 个国家的财务策划师认证事业。FPSB 力图拓展美国及成员国之外的市场,2004 年年末,全球约有 9 万名注册财务策划师。

第二节 财务管理目标

一、财务管理目标评价

财务管理目标是一切财务活动的出发点和归宿。一般而言,最具有代表性的财务管

^① CFA 考试科目和要求可登录: www.aimr.com/cfaaprogram 或 www.e521.com。

^② 载《财会通讯》文摘(随刊赠送),2005(1),13 页。

理目标有以下三种提法:

(一) 利润最大化

起源于亚当·斯密基于“经济人”假说的利润最大化目标是经济学界的传统观点,时至今日这种观点在理论界与实务界仍有较大影响。以追逐利润最大化作为财务管理的目标,其原因有以下三个方面:(1)人类进行生产经营活动的目的是创造更多的剩余产品,在商品经济条件下,剩余产品的多少可以用利润这个价值指标来衡量;(2)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公司;(3)每个公司都最大限度地获得利润,整个社会的财富才可能实现最大化,从而带来社会的进步和发展。

利润最大化目标在实践中存在一些难以解决的问题:(1)这里的利润是指公司一定时期实现的利润总额,它没有考虑货币的时间价值;(2)没有反映创造的利润与投入的资本之间的关系,因而不利于不同资本规模的公司之间或不同期间之间的比较;(3)没有考虑风险因素,高额利润往往要承担过大的风险;(4)片面追求利润最大化,可能导致公司短期行为,如忽视科技开发、产品开发、人才开发、生产安全、技术装备水平、生活福利设施、履行社会责任等。

(二) 股东财富最大化

以股东财富最大化作为财务管理的目标,主要源于股东作为公司的所有者,承担着公司的全部风险,因而理应享受因经营活动带来的全部税后收益,或者说,股东对公司收益具有剩余要求权。这种剩余要求权赋予股东的权利、义务、风险、收益都大于公司的债权人、经营者和其他员工。因此,在确定公司财务管理目标时,应从股东的利益出发,选择股东财富最大。在市场经济条件下,股东财富是由其所持有的股票数量和股票市场价格两方面决定的,在股票数量一定的前提下,股票价格越高,股东财富就越大。因此,股东财富最大化也可表示为股票价格最大化。

与利润最大化相比,将股东财富最大化作为理财目标具有其积极的方面,主要表现在:(1)股票的内在价值是按照风险调整折现率折现后的现值,因此,股东财富这一指标能够考虑取得收益的时间因素和风险因素;(2)由于股票价值是一个预期值,股东财富最大化在一定程度上能够克服公司在追求利润上的短期行为,保证了公司的长期发展;(3)股东财富最大化能够充分体现公司所有者对资本保值与增值的要求。

股东财富最大化也存在一些缺点:(1)股东财富最大化只适用于上市公司,对非上市公司则很难适用;(2)由于股票价格的变动不是公司业绩的唯一反映,而是受诸多因素影响的综合结果,因而股票价格的高低实际上不能完全反映股东财富或价值的大小;(3)股东财富最大化目标在实际工作中可能导致公司所有者与其他利益主体之间的矛盾与冲突。

(三) 公司价值最大化

公司价值是指公司全部资产的市场价值,即公司资产未来预期现金流量的现值。公司价值不同于利润,利润只是新创造价值的一部分,而公司价值不仅包含了新创造的价值,还包含了公司潜在的或预期的获利能力。公司价值的评价一般是通过投资大众的市场评价进行的,投资者对公司潜在的获利能力预期越高,其价值就越大。公司价值的一般表达公式为:

公司价值 = 债券市场价值 + 股票市场价值

(1-1)

以公司价值最大化作为财务管理的目标,其优点主要表现在:(1)这一目标考虑了货币的时间价值和投资的风险价值;(2)这一目标反映了对公司资产保值增值的要求;(3)这一目标有利于克服管理上的片面性和短期行为;(4)这一目标有利于社会资源合理配置,社会资本通常流向公司价值最大化的公司或行业,从而实现社会效益最大化。以公司价值最大化作为财务管理的目标也存在一些问题:(1)对于非上市公司,这一目标值不能依靠股票市价做出评判,而需通过资产评估方式进行,出于评估标准和评估方式的影响,这种估价不易做到客观和准确;(2)公司价值,特别是股票价值并非为公司所控制,其价格波动也并非与公司财务状况的实际变动相一致,这对公司实际经营业绩的衡量也带来了一定的问题。

二、实务中的财务管理目标

20世纪50年代以前,利润最大化观点在西方经济理论界较为盛行,许多经济学家都是以利润最大化来分析和评价公司行为和业绩的。在此之后,在理论上较为流行的观点是股东财富最大化或公司价值最大化。近年来,许多人对公司实际的财务管理目标进行了实证分析,结果都表明公司的财务经理并不总是按照股东的最大意愿去行事的。

一个高度国际化的研究小组曾对美国、日本、法国、荷兰和挪威5个国家的4个工业部门中的87家公司的财务经理做过调查,以了解他们对各种不同的理财目标重要性的评价。结果表明绝大多数国家的财务经理都非常注重提高公司每股收益率的增长(growth of earnings per share),但在挪威这一目标却未被列入前5位,而把资本可获得性(availability of capital)放在首位。资本可获得性在法国排在第2位,在日本和荷兰排在第3位,但在美国却未被列入前5位。

最大化销售利润率(return on sales)指标是唯一的一个被5个国家都列入前5位的理财目标。它在日本被排在第2位,在法国和挪威排在第3位,在荷兰和美国排在第5位。与销售利润率相类似的是投资收益率(return on investment),除法国以外的4个国家都把这一目标排在前5位;荷兰、挪威和美国将其排在第2位,日本将其排在第3位。

股票价格升值和股利这一理财目标在法国和美国排在第3位,股票市场价格最大化在美国排在第4位。资本可获得性在法国、荷兰和挪威都排在重要地位,见表1—1。

表1—1

5种财务管理目标排序

排序	法国	日本	荷兰	挪威	美国
1	每股收益增长	每股收益增长	每股收益增长	资本可获得性	每股收益增长
2	资本可获得性	销售利润率	投资收益率	投资收益率	投资收益率
3	股价升值和股利	投资收益率	资本可获得性	息税前收益	股价升值和股利
4	销售利润率	资本可获得性	市盈率	销售利润率	股票市场价格
5	息税前收益	账面价值	销售利润率	股价升值	销售利润率
样本数	8	20	13	26	20

资料来源 Arthur I. Stonehill and David K. Eitman, Finance: An International Perspective (Homewood, Illinois: Irwin, 1987), pp. 8—9. Reprinted with permission from the McGraw-Hill Companies, Inc.

Y. 赛迪 (Y. Shetty) 在对北美一些大公司的经理调查时发现, 公司的目标通常是多元化的, 既有经济目标, 又有社会目标。^① 与经济目标相关的主要是: 获利能力、增长率、市场份额。尽管股票价格最大化与这三个指标相关, 但却很少被经理作为财务管理的目标。由于引起股票价格变动的因素很多, 而有些因素既不能被经理控制也不能被经理完全理解, 所以尽管利润目标有很多缺陷, 但被调查公司中有 89% 仍将其作为财务管理目标。除经济目标之外, 大约 65% 的公司将社会责任作为其目标, 其他目标如员工福利、产品质量和服务等, 见表 1—2。

表 1—2 北美 82 家公司目标调查结果

目标类型	公司数量	百分比 (%) [*]
获利能力	73	89
增长率	67	82
市场份额	54	66
社会责任	53	65
员工福利	51	62
产品质量和服务	49	60
研究与开发	44	54
多元化经营	42	51
效 率	41	50
财务稳定性	40	49
资源保存	32	39
管理发展	29	35
跨国经营	24	29
合 并	14	17
其 他	15	18

^{*} 百分比合计超过 100% 是因为许多公司的目标不止一个。

三、目标实施与代理问题

在公司制下, 参与公司经营活动的关系人主要有两种: 一种是公司资源的提供者——股东和债权人; 另一种是公司资源的使用者——经营者。除此之外, 公司在经营活动中还要与社会上的其他关系人 (如社区、供应商、客户、政府等) 发生往来。公司代理关系模式如图 1—3 所示。

图 1—3 中的各种关系人从市场进入公司, 其目标函数各不相同。如股东追求股票价格最大化; 债权人希望到期收回本金和利息; 经营者关心工资待遇与工作条件; 供应商和客户重视产品的质量 and 价格; 政府和社区关心税收和环境问题。由于关系人各方目

^① [美] Y. 赛迪: 《公司目标新视野》, 载《加州管理评论》(California Management Review), 1979 (12), 71~79 页。