

CAIWUGUANLI

财务管理

■莫凯林 刘晶夫 朱旭东 主编



哈尔滨地图出版社

财 务 管 理

CAIWU GUANLI

主 编 莫凯林 刘晶夫 朱旭东
副主编 史梅霞

哈尔滨地图出版社

• 哈尔滨 •

图书在版编目(CIP)数据

财务管理/莫凯林,刘晶夫,朱旭东主编. —哈尔滨:
哈尔滨地图出版社,2007.8

ISBN 978-7-80717-717-3

I. 财… II. ①莫…②刘…③朱… III. 财务管理 IV.
F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 126599 号

哈尔滨地图出版社出版发行

(地址:哈尔滨市南岗区测绘路2号 邮编:150086)

哈尔滨动力区哈平印刷厂印刷

开本:787 mm×1 092 mm 1/16 印张:12.875 字数:346 千字

2007年8月第1版 2007年8月第1次印刷

ISBN 978-7-80717-717-3

印数:1~1 000 定价:22.00 元

前 言

为了适应医学高等院校卫生管理专业教学的需要,我们组织编写了这本教材。财务管理是卫生管理专业中的一门重要课程,但有关医院财务管理的教材却很少。使用企业的财务管理教材又针对性较差,不能完全适用于医学院校管理专业的教学需要。为此,我们试图在这方面做一些努力。本教材主要针对我国的实际情况,理论联系实际,力求深入浅出,通俗易懂,突出实用性。因此,更适合卫生管理专业本科生学习的需要;也适合医院财务管理人员继续教育的需要。

财务管理是以合理有效地利用卫生资源为目标,以资金和资金运行的规律为研究对象,通过科学的论证和决策方法,最大限度地提高资金的使用效率。特别是在市场经济、资金有限的条件下,科学地使用资金对医院的发展尤为重要,对医院的财务管理也提出了越来越高的要求。

本书系统阐述了财务管理的知识和技能,全书分为十一章:介绍了财务管理的概念和财务管理中的基本理念;资金成本与资本结构,投资管理,筹资决策的管理理论和方法;医院收入、支出及成本费用的管理方法和理论;制定科学的预算,开展预算管理;医院资金管理,包括固定资产管理、流动资金的管理、营运资金的管理和结余及其分配的管理;现有医院的财务报告体系和财务分析。本书介绍了目前许多医院正在探索的资金管理问题,是医院财务管理迫切需要了解的重要内容。

本书由莫凯林、刘晶夫、朱旭东担任主编,由史梅霞担任副主编。各章具体撰写人员如下:第一章、第二章、第三章由莫凯林编写;第四章、第五章、第六章、第十章由刘晶夫编写;第七章、第八章、第九章由朱旭东编写;第十一章由史梅霞编写。全书由莫凯林统稿定稿。

本书在编写过程中,参考了大量的资料,注意吸收对我们有益的内容,试图引进最新的理念和方法,研究总结医院财务管理的实践经验,探索建设适合高等医学院校卫生管理专业所需要的教材。

由于我们水平所限,医院改革也正处于不断发展完美之中,编写时间又很短促,难免有不妥之处,希望读者多多批评指正,以便不断完善与提高。

作者

2007年7月

目 录

第一章 财务管理概述	(1)
第一节 财务管理的内涵.....	(1)
第二节 财务管理的目标	(5)
第三节 财务管理的理论基础.....	(9)
第四节 财务管理的环境	(14)
第二章 财务管理价值理念概述	(19)
第一节 货币的时间价值	(20)
第二节 债券估价	(28)
第三节 股票估价	(34)
第四节 风险和报酬	(37)
第三章 资本成本与资本结构	(44)
第一节 资金成本	(44)
第二节 杠杆原理	(48)
第三节 资金结构	(51)
第四章 筹资决策	(64)
第一节 企业筹资概述	(64)
第二节 权益性资本的筹集——股票筹资	(65)
第三节 权益性资本的筹集——内部筹资	(71)
第四节 负债性资本的筹集——债券筹资	(75)
第五节 负债性资本的筹集——中长期借款和租赁	(79)
第五章 医院收入管理	(86)
第一节 医院收入管理概述	(86)
第二节 医院财政补助收入管理	(87)
第三节 医疗收入管理	(89)
第四节 药品收入管理	(94)
第五节 上级补助收入和其他收入的管理	(95)
第六节 医院收入的确认、预测和控制.....	(96)
第六章 医院支出及成本费用管理	(99)
第一节 医院支出及成本费用概述	(99)
第二节 医院支出管理的原则和要求.....	(100)
第三节 成本费用管理.....	(102)
第四节 医院支出管理.....	(104)
第五节 医院支出的确认、预测和控制	(107)
第六节 医院成本费用的预测和控制.....	(109)

第七章 医院预算管理	(113)
第一节 医院预算概述.....	(113)
第二节 医院预算的编制原则和准备工作.....	(114)
第三节 医院预算编制的方法.....	(117)
第四节 医院预算的编制.....	(119)
第五节 医院预算编制的审批程序和调整.....	(124)
第六节 医院预算执行的检查和分析.....	(125)
第八章 医院固定资产管理	(127)
第一节 固定资产概述.....	(127)
第二节 固定资产管理的要求和任务.....	(129)
第三节 固定资产修购基金管理.....	(131)
第四节 固定资产管理.....	(134)
第五节 固定资产的控制和分析.....	(138)
第九章 营运资金	(140)
第一节 营运资金的含义与特点.....	(140)
第二节 现金的管理.....	(141)
第三节 应收账款的管理.....	(147)
第三节 存货管理.....	(157)
第十章 结余及其分配管理	(165)
第一节 医院收支结余管理.....	(165)
第二节 医院结余分配管理.....	(166)
第三节 结余及其分配的控制.....	(167)
第十一章 财务报表和财务分析	(168)
第一节 财务分析概述.....	(168)
第二节 医院财务报告概述	(174)
第三节 财务分析概述.....	(181)
第四节 医院的基本财务分析方法.....	(183)
第五节 公司财务指标分析.....	(190)

第一章 财务管理概述

第一节 财务管理的内涵

一、财务管理概念

在商品经济条件下,社会产品是使用价值和价值的统一体。企业再生产过程也表现为使用价值的生产和交换过程与价值的形成和实现过程的统一。在这个过程中,劳动者将生产中消耗掉的生产资料的价值转移到产品中去,并且创造出新的价值,通过实物商品的出售,转移价值和新创造的价值得以实现。在企业再生产过程中,商品价值的货币表现就是资金,资金的实质是再生产过程中运动着的价值。资金离不开实物商品,又不等于实物商品。它是实物商品的价值方面,体现抽象的人类劳动,而不论其使用价值如何。资金不能离开再生产过程,离开了再生产过程,既不存在价值的转移也不存在价值的增值,也就是说,不处于再生产过程中的财产不是资金。

在企业生产经营过程中,实物商品不断地运动,实物商品的价值形态也不断地发生变化,由一种形态转化为另一种形态,周而复始,不断循环,形成了资金运动。所以,企业的生产经营过程,一方面表现为实物商品的运动过程,另一方面表现为资金的运动过程或资金运动;资金运动不仅以资金循环的形式而存在,而且伴随再生产过程的不断进行,资金运动也表现为一个周而复始的周转过程。资金运动是企业再生产过程的价值方面,它以价值形式综合地反映着企业的再生产过程。企业的资金运动,构成企业经济活动的一个独立方面,具有自己的运动规律,这就是企业的财务活动。

企业的资金运动,从表面上看是钱和物的增减变动。其实,钱和物的增减变动都离不开人与人之间的经济利益关系。

一言以蔽之,企业财务是指企业在再生产过程中客观存在的资金运动及其所体现的经济利益关系。财务管理是基于企业再生产过程中客观存在的财务活动和财务关系而产生的,是企业组织财务活动、处理与各方面财务关系的一项经济管理工作。

二、财务管理的内容

企业财务管理的内容包括长期投资或资本预算决策、长期筹资决策、营运资金管理决策及资金分配决策。

(一)长期投资或资本预算决策

企业取得资金后,必须将资金投入使用,以谋求最大的经济效益;否则,筹资就失去了目的和效用。企业投资可以分为广义投资和狭义投资两种。广义的投资是指企业将筹集的资金投入使用的过程,包括企业内部使用资金的过程(如购置流动资产、固定资产、无形资产等)以及对外投放资金的过程(如投资购买其他企业的股票、债券或与其他企业联营等)。狭义的投资仅指对外投资。无论企业购买内部所需资产,还是购买各种证券,都需要支付资金。而当企业变卖其对内投资形成的各种资产或收回其对外投资时,则会产生资金的收入。这种因企业投资而产生的资金的收付,便是由投资而引起的财务活动。

一个成功的企业通常有着增长迅速的销售额。这就要求不断地对固定资产、无形资产和

其他长期资产投资,我们把规划和管理企业长期投资的过程称为资本预算。在资本预算中,企业必须把握获利的投资机会。选择那些产生的现金流入量超过其投资金额的资产或项目。一般而言,长期投资的回收期长,投资多、变现能力差,对企业的影响深远。因此,企业不仅需考虑投资项目或资产所期望的收益,而且还必须考虑何时取得这些收益,以及取得这些收益所伴随的风险。评价长期投资所期望的未来现金流量的大小、时间和风险是资本预算的关键。总之,企业财务管理人员在长期投资决策中,应识别好的投资机会,寻找有利的投资时机,确定合适的投资方式和投资组合,充分考虑投资收益与风险的均衡。

(二)长期筹资决策

企业财务管理人员必须考虑企业应如何筹措长期资金以满足其长期投资所需的资金。长期筹资决策应该考虑两个方面:首先,确定企业最佳的资本结构。所谓资本结构是指长期负债与股东权益之间的比例结构。资本结构的选择将对企业的价值和风险产生影响。其次,必须合理规划长期筹资的最佳来源和筹资方式。因为从不同筹资来源、不同筹资方式筹集的资金,其使用时间、限制条件和筹资成本各不相同,从而给企业带来的风险也不一样。另外,企业的内部留存也是企业长期筹资的重要来源,而内部留存的高低又取决于企业利润分配决策。对于股份公司来说,利润分配决策又称为股利政策,即确定在公司所获利润中,有多少作为股利发放给股东,有多少留在公司内部进行再投资。所以,企业利润分配决策实质上是企业筹资决策的一部分。

整体上看,任何企业都可以从两方面筹资并形成两种性质的资金来源:一是企业自有资金,它是企业通过向投资者吸收直接投资、发行股票、企业内部留存收益等方式取得,其投资者包括国家、法人、个人等;二是企业债务资金,它是企业通过向银行借款、发行债券、应付款项等方式取得。企业筹集资金,表现为企业资金的流入。企业偿还借款、支付利息、股利,以及付出各种筹资费用等,则表现为企业资金的流出。这种因为资金筹集而产生的资金收支,便是由企业筹资而引起的财务活动,是企业财务管理的主要内容之一。

(三)营运资金管理决策

企业在日常生产经营过程中,会发生一系列的资金收付。首先,企业要采购材料或商品,以便从事生产和销售活动,同时,还要支付工资和其他营业费用;其次,当企业把产品或商品售出后,便可取得收入,收回资金;第三,如果企业现有资金不能满足企业经营的需要,还要采取短期借款方式来筹集所需资金。上述各方面都会产生企业资金的收付。这就是因企业经营而引起的财务活动,也称为资金营运活动。

营运资金管理是对企业流动资产与流动负债的管理。这是一项为确保企业有足够资源满足其正常运作而进行的日常活动。企业财务管理人员在营运资金管理决策中必须考虑以下问题:企业应持有多少现金和存货;企业是否采用赊销;如果采用赊销,其赊销条件和赊销对象的范围如何;如何获取所需的短期资金;是采用赊购还是以现金付款;短期负债的主要来源是什么;等等。

(四)资金分配决策

企业通过投资取得的收入如销售收入,首先要用以弥补生产经营耗费,缴纳流转税,其余部分为企业的营业利润;营业利润和投资净收益、营业外收支净额等构成企业的利润总额。利润总额首先要按国家规定缴纳所得税,净利润要提取公积金和公益金,分别用于扩大积累、弥补亏损和改善职工集体福利设施,其余利润作为投资者的收益分配给投资者或暂时留存企业或作为投资者的追加投资。值得说明的是:企业筹集的资金归结为所有者权益和负债两个方面,在对这两种资金分配报酬时,前者是通过利润分配的形式进行的,属于税后分配;后者是通

过将利息等计入成本费用的形式进行分配的,属于税前分配。

另外,随着分配过程的进行,资金或者退出或者留存企业,它必然会影响企业的资金运动,这不仅表现在资金运动的规模上,而且表现在资金运动的结构上,如筹资结构。因此,在依据一定的法律原则下,如何合理确定分配规模和分配方式,以使企业的长期利益最大,也是财务管理的主要内容之一。

上述财务活动的四个方面,不是相互割裂、互不相关的,而是相互联系、相互依存的。正是上述互相联系又有一定区别的四个方面,构成了完整的企业财务活动,这四个方面也就是企业财务管理的基本内容。

三、财务管理的职能

财务管理的职能主要包括:财务分析、预测和财务计划;财务决策;财务控制和财务监督;参与金融市场;风险管理。

(一)财务分析、预测和财务计划

财务分析就是运用各种分析工具及技术以分析财务报表中的有关资料,揭示其重要的相关性。财务分析不仅可以评价企业过去的经营业绩,而且也可以剖析企业目前的财务状况。通过财务分析可以避免仅凭预感、直觉作决策,减少了决策的盲目性。

财务预测是制订财务计划的重要依据,任何一个企业对于未来的发展需要做出多种设想和方案,这些方案中的收入、成本、利润和资金需要量等数据都是财务预测提供的。财务预测通过对销售前景的预测,有助于评估增加或减少生产能力的必要性,从而安排筹资计划。

财务计划可以分为财务规划和财务预算。财务规划是把资金、利润和成本相互协调以适应企业发展规模和水平。财务规划工作的重点在于对各部门活动进行协调,为财务预算提供基础。例如,市场营销影响了销售的增长,相应的,对投资要求也产生了影响,因此,必须协调财务决策与资金来源、存货管理和生产能力之间的关系。财务部门必须与其他职能部门保持沟通和协调,以确保公司更为有效地运作。财务预算是对未来的财务状况和经营成果做出科学的估计。财务预算是财务计划工作的重要成果,它不仅使财务决策更加具体化,而且也是财务控制的依据。当财务人员着手准备和提出将决定公司未来的计划时,必须与其他管理人员保持交流。

虽然财务分析、预测和财务计划在很大程度上依赖于财务报表,但其目的在于评估公司现金流量,建立规划以确保公司有足够的现金流入来支持公司财务管理目标的实现。

(二)财务决策

财务决策是指有关资金筹集和使用的决策。企业财务管理人员必须在对企业财务内部条件和外部环境进行分析、找出决策依据的基础上,围绕企业所要解决的问题设计出多种备选方案,并分析各方案的优缺点,按一定的评价准则选择最优的行动方案。财务决策是一个提出问题、分析问题和解决问题的分析判断过程。财务决策并不是一次性完成的,往往需要返回到以前的阶段。如在拟定解决问题的备选方案时会发现预测的信息并不完善,需要重新补充收集新的内容和决策依据,等等。企业有些财务决策是不断出现的重复性工作,如现金管理、应收账款管理、存货管理、股利分配,等等。对于重复性财务决策,企业可以建立一定的程序。只要按程序进行就可解决问题;但有些财务决策是非重复性的,如企业跨行业投资、扩大投资规模等决策,对于此类财务决策,企业必须针对具体问题采取相应对策来解决。财务决策是财务管理的核心,是贯穿于企业经营活动全过程的一项重要财务职能。

(三)财务控制和财务监督

控制是落实计划和执行决策的手段。财务控制的职能是对比应达计划和标准与实际状况

之间的差异,分析产生差异的原因,并采取相应行动以纠正差异,使财务活动向既定目标发展。

财务监督是对企业经营计划、方案的执行情况进行监督,及时发现和制止企业违反国家财经管理法律、法规的行为和可能造成出资者资产损失的经营行为,并向董事会报告。必须在企业内部自上而下地建立起信息灵敏、监控严密、运作规范、科学高效的财务管理体制,以降低成本、减少风险和确保资产的保值增值。

(四)参与金融市场

财务管理人员必须参与金融市场。这是因为:首先,企业通过金融市场上的交易实现资金融通,使企业的生产经营活动能够顺利进行;其次,金融市场也为企业财务管理提供了非常有价值的信息,市场利率、汇率的变化反映了金融市场的供求关系,促使企业优化筹资、投资的方向与规模,发挥资金利用效益。同时,有效的证券市场客观真实地反映了投资者对公司价值的评价,以公司市场价值最大化为目标的财务管理必须以此作为企业投资、筹资和日常经营决策的重要依据。

(五)风险管理

在财务管理中,风险是指不确定性,是偏离目标的程度。严格地讲,不确定性和风险是两个不同的概念:不确定性是不知道随机变量的概率分布;而风险是知道随机变量的概率分布。企业在经营过程中将面临着商品价格、利率、汇率和证券价格的不确定性,还有诸如火灾、地震等自然灾害。财务管理人员通常负责企业全面的风险管理计划,通过购买保险或在金融衍生市场上进行套期保值以降低一部分风险。但必须认识到,不确定性是把双刃剑,它一方面与损失相联系,另一方面也意味着获利的机会。因此,财务管理人员应能在控制不确定性带来损失的同时,充分利用不确定性带来的收益。

四、财务关系

企业财务关系是指企业在组织财务活动过程中与有关各方所发生的经济利益关系。企业资金的筹集、投放、使用、收入和分配,与企业上下左右各方面有着广泛的联系,企业的财务关系可概括为以下几个方面:

(一)企业与政府之间的财务关系

中央政府和地方政府作为社会管理者,担负着维持社会正常秩序、保卫国家安全、组织和管理社会活动等任务,行使政府行政职能。政府依据这一身份,无偿参与企业利润的分配。企业必须按照税法规定向中央和地方政府缴纳各种税款,包括所得税、流转税、资源税、财产税和行为税等。这种关系体现一种强制和无偿的分配关系。

(二)企业与投资者之间的财务关系

这主要是指企业的投资者向企业投入资金,企业向其投资者支付投资报酬所形成的经济关系。企业的所有者主要包括国家、法人和个人。企业的所有者要按照投资合同、协议、章程的约定履行出资义务以便及时形成企业的资本。企业利用资本进行营运,实现利润后,应该按照出资比例或合同、章程的规定,向其所有者支付报酬。一般而言,所有者的出资不同,他们各自对企业承担的责任也不同,相应对企业享有的权利和利益也不相同。但他们通常要与企业发生以下财务关系:

1. 投资者能对企业进行何种程度的控制;
2. 投资者对企业获取的利润能在多大的份额上参与分配;
3. 投资者对企业的净资产享有多大的分配权;
4. 投资者对企业承担怎样的责任。

投资者和企业均要依据上述四个方面合理地选择接受投资企业和投资方,最终实现双方

之间的利益均衡。

(三) 企业与债权人之间的财务关系

这主要是指企业向债权人借入资金,并按借款合同的规定按时支付利息和归还本金所形成的经济关系。企业除利用资本进行经营活动外,还要借入一定数量的资金,以便降低企业资金成本,扩大企业经营规模。企业的债权人主要有债券持有人、贷款机构、商业信用提供者、其他出借资金给企业的单位和个人。企业利用债权人的资金,要按约定的利息率,及时向债权人支付利息;债务到期时,要合理调度资金,按时向债权人归还本金。企业同其债权人的财务关系在性质上属于债务与债权关系。

(四) 企业与受资者之间的财务关系

这主要是企业以购买股票或直接投资的形式向其他企业投资所形成的经济关系。随着市场经济的不断深入发展,企业经营规模和经营范围的不断扩大,这种关系将会越来越广泛。企业向其他单位投资,应按约定履行出资义务,并依据其出资份额参与受资者的经营管理和利润分配。企业与受资者的财务关系是体现所有权性质的投资与受资的关系。

(五) 企业与债务人之间的财务关系

这主要是指企业将其资金以购买债券、提供借款或商业信用等形式出借给其他单位所形成的经济关系。企业将资金借出后,有权要求其债务人按约定的条件支付利息和归还本金。企业同其债务人的关系体现的是债权与债务关系。

(六) 企业内部各单位之间的财务关系

这主要是指企业内部各单位之间在生产经营各环节中相互提供产品或劳务所形成的经济关系。企业内部各职能部门和生产单位既分工又合作,共同形成一个企业系统。只有这些子系统功能的执行与协调,整个系统才能具有稳定功能,从而达到企业预期的经济效益。因此,企业在实行厂内经济核算制和企业内部经营责任制的条件下,企业供、产、销各个部门以及各个生产单位之间,相互提供劳务和产品也要计价结算。这种在企业内部形成的资金结算关系,体现了企业内部各单位之间的利益关系。

(七) 企业与职工之间的财务关系

这主要是指企业向职工支付劳动报酬过程中所形成的经济关系。职工是企业的劳动者,他们以自身提供的劳动作为参加企业分配的依据。企业根据劳动者的劳动情况,用其收入向职工支付工资、津贴和奖金,并按规定提取公益金等,体现着职工个人和集体在劳动成果上的分配关系。进一步分析,企业与职工的分配关系还将直接影响企业利润并由此而影响所有者权益,因此职工分配最终会导致所有者权益的变动。

第二节 财务管理的目标

根据系统论,正确的目标是系统实现良性循环的前提条件,企业的财务目标对企业财务系统的运行具有同样意义。财务管理的目标又称理财目标,是指企业进行财务活动所要达到的根本目的,它决定着企业财务管理的基本方向。在充分研究财务活动客观规律的基础上,根据实际情况和未来变动趋势,确定财务管理目标,是财务管理主体必须首先解决的一个理论和实践问题。本节通过介绍企业目标、企业目标对财务管理的要求,指出企业财务管理的目标应该是什么及财务管理目标的协调。

一、财务管理目标的选择

企业是以营利为目的的组织,其出发点和归宿是赢利。企业一旦成立,就会面临竞争,并

始终处于生存和倒闭、发展和萎缩的矛盾之中,企业必须生存下去才能有活力,只有不断发展才能求得生存。因此,企业目标可以具体细分为生存、发展和获利。

企业只有生存,才可能获利。企业在市场中生存下去的基本条件是以收抵支。企业一方面支付货币资金,从市场上取得所需的实物资产;另一方面提供市场需要的商品或服务,从市场上换回货币。企业从市场上获得的货币至少要等于付出的货币,才能维持经营,这是企业长期存续的基本条件。企业是在发展中求得生存的。企业只有能够获利,才有存在的价值。

公司是建立在一系列相互关联的契约之上的法律和经济实体,这些契约的缔结方是公司的利益相关者。公司的利益相关者包括公司股东、债权人、经理、员工、供应商、顾客和政府等与公司利益紧密相连的群体。自从公司设立的那一刻起,所有利益相关者就紧紧地维系在一起,公司的兴衰成败直接关系到他们的利益。如果公司经营失败而导致破产,经理和员工失业,股东的出资将血本无归,债权人、供应商以及顾客的利益将不同程度受损,政府将失去税源。一荣俱荣,一损俱损是他们这种利益关系的真实写照。由于股东的投资收益完全取决于公司的经营收入在扣除经理和员工的薪金、各类成本费用、债务的本金和利息以及向政府缴纳各种税款等之后的剩余利润,所以,与其他利益相关者相比,股东是公司风险的主要承担者,理应对公司的收益享有更多的要求权。所以,公司应该在其他利益相关者的权益得到保障并履行其社会责任的前提下,为股东追求最大的公司价值。即股东财富的最大化,这就是公司财务管理的目标。

股东财富最大化作为公司财务管理的目标代表了公司所有股东的利益,因为如果通过有效的财务管理能使公司股东财富得到增加的话。所增加的财富可以满足各位股东不同的要求,他们可以选择现在消费,也可以将其节省用于将来的消费。无论股东个人的消费习惯和理财方式如何,公司的财务管理只要能使公司价值增值,股东就能得到更多的满足。只有这样,才能源源不断地吸引新的或增量的资本投入到公司的运作中来,从而促进公司的发展。

在明确了财务管理的目标是股东财富最大化之后,如何才能实现这一目标呢?对此有着不同的理解。有人认为可以通过使公司“利润最大化”来实现股东财富最大化。这看似合乎情理,因为决不会有哪个股东不愿其公司获利。而且,“利润最大化”的确也是企业微观经济模型中的重要内容。微观经济学告诉我们,只要边际收入超过边际成本,企业就应当增加其产量。随着产量的增加,企业利润会增加。当边际收入等于边际成本时,利润最大化。若边际成本超过边际收入,再追加产量就不可取了,因为这样做的结果只会减少利润。在边际收入等于边际成本条件下利润最大化这一微观经济学原理在固定资产和流动资产投资等决策中有着广泛的应用。但是,“利润最大化”存在着许多缺陷,无法用来指导全面的财务管理。这些缺陷主要表现在以下几方面:

第一,“利润最大化”并没有明确应该去追求总利润还是投资利润率或每股利润的最大化。“利润最大化”没有区分公司总利润还是每股利润。例如,设某公司有 1 000 万股普通股,利润为 400 万元或每股 0.40 元。如果你拥有 100 股,你将分享利润 40 元。现设该公司再发行 1 000 万股普通股,并将这些筹得的资金投资产生 100 万元利润。公司总利润上升到 500 万元,但每股利润却从每股 0.40 元下降为 0.25 元($500 \text{ 万元} / 2 \text{ 000 万股}$),现在你从公司中分享的利润只能从原先的 40 元下降到 25 元。虽然公司总利润上升,但你却遇到了利润的稀释。因此,在其他情况保持不变时,如果管理层致力于其现有股东的利益,应该关心每股的利润而不是总的公司利润。

第二,“利润最大化”没有考虑利润所发生的时间。设某公司有一个项目能使公司在今后 5 年内每年每股利润提高 0.2 元,总计为 1 元,而另一个项目在前 4 年对利润没有影响,但在

第5年将利润一下就提高到1.5元。哪一个项目更好?换言之,今后5年每年获得每股利润0.2元好,还是在第5年一次性获得每股利润1.5元好?这将取决于投资者的货币时间价值。因此,时间性就成为影响公司股东财富的重要因素而不仅仅是每股利润。

第三,“利润最大化”并没有考虑利润以及期望现金流量的风险。设一个项目期望能使公司每股利润提高1元,而另一个项目则预期每股利润提高1.20元。倘若采纳前一项目将肯定能增加每股利润1元,而后一个项目风险相当高,实现每股利润提高1.20元的把握不大。根据股东对风险的厌恶程度,或许前一项目比后一项目更受欢迎。即使两个项目具有相同的投资和相同的期望现金流量,但仍可能因各自期望现金流量风险的不同而对股东财富最大化有着不同的贡献。

第四,“利润最大化”忽视了公司利用负债所增加的财务风险。在公司总资产期望收益率超过负债利率的条件下,公司可以通过增加负债比率来增加每股税后利润,然而这种因负债或财务杠杆的利用而导致每股税后利润的增加会产生相应的财务风险,“利润最大化”并没有反映这一风险。

第五,“利润最大化”可能会对公司制定股利政策形成错误导向。股利政策的主要内容是支付股利给股东还是保留利润并在公司内进行再投资以期获得未来的现金流量。“利润最大化”可能会促使公司尽量削减目前的股利,将剩余赢利和多余资金投资于公司以增加未来的利润。但是,如果公司投资的收益率远低于股东所要求的收益率,这种做法并不能代表股东的最佳利益。

股东财富最大化可用公司股东所持普通股的市场价值,即公司股票的数量与股价的乘积来表示。如果股数确定,股东财富最大化实际上就是指股票价格的最高化。在有效率资本市场条件下,股票的市场价格是投资者对公司的客观评价,反映了公司目前和未来的获利能力。因此,股票的市场价格从理论上讲应该是属于公司股东的未来期望现金流量的现值。这些期望现金流量包括股东在未来所获的各期股利和出售股票的现金收入,然后按适当的折现率将未来的期望现金流量折现为目前的价值,即现值。选取的折现率是在考虑了未来特定时期内各种投资机会的潜在收益后确定的。如果股东实际取得现金股利和差价收入的时间越远,这种收益对股东的价值越低。另外,如果与未来收益有关的风险越高,股东对这种收益的评价也越低。因此,股票价格最高化具有以下优点:

第一,股票价格最高化充分权衡了股东期望收益的时间和风险。股东所得收益越多,实际取得收益的时间越近,收益的不确定性越小,股东财富越大。这就告诉我们,时间和风险是财务决策中必须考虑的重要因素,在此基础上做出的决策将有助于增加股东财富。

第二,股票价格最大化是评价实际财务决策可行性的一个重要标准。如果公司所作的财务决策能增加公司股票的市场价格,就是一项好的决策。凡是不利于提高股票市场价格的财务决策,就应舍弃。

第三,股票价格最高化反映了市场对公司的客观评价,反对公司现行政策或认为市场对公司股价高估的投资者可以自由地抛售该公司的股票。另一方面,股票价格最高化也意味着即使投资者的消费习惯或对待风险的态度与公司投资、筹资和股利的决策不相一致,投资者也可以按最好的价格出售其股票,然后购入更适合其需要的公司股票。

所以,以每股市价表示的股东财富最大化综合体现了公司财务管理的目标,更好地揭示了公司的市场认可价值。它不仅反映了股东投入资本与所获收益之间的关系,而且体现了每股收益的大小、取得的时间、所冒的风险以及负债利用和股利政策等。因此,股票市场价格最高化为公司经理提供了判断财务决策正确与否的标准。同时,每一项重要的财务决策都应围绕

有关影响公司股价的因素来考虑。例如,当公司准备考虑某一投资项目时,公司必须考虑:如果采纳这一项目,是否可能期望提高每股利润;是否存在成本超支的情况;售价是否会低于预期;新项目的上马是否会降低公司的每股利润;新项目取得利润需要等待多久;如何为新项目筹资;如果采用负债筹资将使公司的风险增加多少;公司是减少股利发放以把现金保留下来资助这一新项目,还是维持股利发放,从外部为新项目进行筹资;财务管理学将有助于回答包括以上问题在内的许多决策问题。

二、维护公司利益相关者的利益和承担社会责任

虽然股东财富最大化是财务管理的主要目标,近年来,许多公司正在把范围扩大到将公司利益相关者的利益也包括在内。公司应该自觉地避免通过将公司利益相关者的财富转移到公司从而对公司利益相关者构成不利的行为。当然,公司的目的并不是使公司利益相关者的财富最大化,而在于兼顾和维护公司利益相关者的利益。通过与公司利益相关者保持良好的关系,可以期望给股东带来长远的效益,因为这种关系可以降低利益相关者的不满,化解股东与利益相关者的冲突和法律纠纷。

公司在追求公司价值最大化的同时应自觉地承担起促进社会福利的责任,包括保护消费者利益、保护环境、支持社会公益活动,等等。显然,公司通过维护公司利益相关者的利益和承担社会责任,可以更好地实现股东财富最大化的目标。

三、财务管理目标的协调

企业财务管理目标是企业价值最大化,在这一目标上,财务活动所涉及的不同利益主体如何进行协调是财务管理必须解决的问题。

(一)所有者与经营者的矛盾与协调

企业价值最大化直接反映了企业所有者的利益,他与企业经营者没有直接的利益关系。对所有者来讲,他所放弃的利益也就是经营者所得的利益。在西方,这种被放弃的利益也称为所有者支付给经营者的享受成本。但问题的关键不是享受成本的多少,而是在增加享受成本的同时,是否更多地提高了企业价值。因而,经营者和所有者的主要矛盾就是经营者希望在提高企业价值和股东财富的同时,能更多的增加享受成本;而所有者和股东则希望以较小的享受成本支出带来更高的企业价值或股东财富。为了解决这一矛盾,应采取让经营者的报酬与绩效相联系的办法,并辅之以一定的监督措施。

1. 解聘。这是一种通过所有者约束经营者的办法。所有者对经营者予以监督,如果经营者未能使企业价值达到最大,就解聘经营者,经营者害怕被解聘而被迫实现财务管理目标。

2. 接收。这是一种通过市场约束经营者的办法。如果经营者经营决策失误、经营不力,未能采取一切有效措施使企业价值提高,该公司就可能被其他公司强行接收或吞并,相应经营者也会被解聘。为此,经营者为了避免这种接收,必须采取一切措施提高股票市价。

3. 激励。即将经营者的报酬与其绩效挂钩,以使经营者自觉采取能满足企业价值最大化的措施。激励有两种基本方式:(1)“股票选择权”方式。它是允许经营者以固定的价格购买一定数量的公司股票,当股票的价格越高于固定价格时,经营者所得的报酬就越多。经营者为了获取更大的股票涨价益处,就必然主动采取能够提高股价的行动;(2)“绩效股”形式。它是公司运用每股利润、资产报酬率等指标来评价经营者的业绩,视其业绩大小给予经营者数量不等的股票作为报酬。如果公司的经营业绩未能达到规定目标时,经营者将部分丧失原先持有的“绩效股”。这种方式使经营者不仅为了多得“绩效股”而不断采取措施提高公司的经营业绩,而且为了使每股市价最大化,也采取各种措施使股票市价稳定上升。

(二)所有者与债权人的矛盾与协调

所有者的财务目标可能与债权人期望实现的目标发生矛盾。首先,所有者可能未经债权人同意,要求经营者投资于比债权人预计风险更高的项目,这会增大偿债的风险,债权人的负债价值也必然会实际降低。若高风险的项目一旦成功,额外的利润就会被所有者独享;但若失败,债权人却要所有者共同负担由此而造成的损失。这对债权人来说风险与收益是不对称的;其次,所有者或股东未征得现有债权人同意。而要求经营者发行新债券或举借新债,致使旧债券或老债的价值降低(因为相应的偿债风险增加)。

为协调所有者与债权人的上述矛盾,通常可采用以下方式:

1. 限制性措施,即在借款合同中加入某些限制性条款,如规定借款的用途、借款的担保条款和借款的信用条件等。
2. 收回借款或不再借款,即当债权人发现公司有侵蚀其债权价值的意图时,采取收回债权和不给予公司重新放款,从而来保护自身的权益。

第三节 财务管理的理论基础

当代企业财务管理的理论基础主要由以财务经济学为代表的一系列新兴学科所构成,包括完备资本市场理论、折现的现金流量分析、MM的资本结构理论与股利政策理论、资产组合理论与资本资产定价模型、期权定价理论、市场有效性和风险与收益权衡、管理补偿的新方法、代理理论和信息不对称理论,等等。

一、完备资本市场的概念

财务管理理论通常是从关注公司或个人的行为着手的,然后建立正式的理论以解释这些行为。当然,所建立的理论是基于一系列假设之上。完备资本市场(perfect market)正是许多财务管理理论所依赖的一个关键假设。完备的资本市场要求满足以下条件:(1)无交易成本;(2)不存在税收;(3)有众多买家或卖家,其中没有一个人能够影响证券的交易价格;(4)个人和公司都有着同样的入市便利;(5)获取信息无需成本,所以每个人都有着相同的信息;(6)每个人都有着共同的预期;(7)不存在与财务危机有关的成本。显然,这些假设中的大部分在现实世界里并不成立。例如,存在着税收和交易成本,公司通常比个人有更便利的入市途径:经理一般会比外部投资者更了解公司的前景,等等。通常,当现实与理论假设所建立的状态非常接近时,假设就不会制约理论解释实际现象的能力。然而,一个理论不应以其假设的现实性来判断,而应根据其预测的结果与实际行为是否保持一致来评价。如果一种理论看来是合理的并能与行为保持一致,那么这一理论通常就可以接受,而与其假设是否具有现实性无关。再者,即使许多理论最初是在非常严格的假设条件下建立起来,但可以一个一个地放松,并观察每一假设对结论的影响,这样的分析可以对财务管理提供有价值的理解。

二、现金流量折现分析

在财务管理中,我们需要对如股票、债券等金融资产和如投资项目,甚至整个企业等实物资产进行评价。我们把对金融资产或实物资产所产生未来现金流量进行折现的评价过程称做是现金流量折现分析(discount cash flow(DCF) analysis)。现金流量折现分析的基础是货币的时间价值,即今天的1元钱比未来的1元钱更有价值,因为今天获得的1元钱可以投资并期望在未来获得更多的钱。现金流量折现就是计算未来1元钱相当于今天多少钱。折现现金流量分析的步骤为:(1)估计未来现金流量;(2)评估现金流的风险性;(3)将风险评估与分析相结合;(4)计算现金流量的净现值。机会成本是折现现金流量分析中最为重要的概念。其中,

折现率就可以反映公司因从事本投资而放弃的其他类似风险的最佳投资机会所能取得的收益率。通常,折现率应体现三方面的内容:(1)现金流量的风险性,现金流量风险越高,折现率也越高;(2)经济中总体收益水平,这一水平反映了投资的机会成本;(3)现金流量的时间性,通常取折现率的单位为1年,如果现金流量每半年发生一次,折现率就需相应调整。

三、MM 的资本结构理论和股利政策理论

Modigliani 和 Miller(简称 MM)于 1958 年提出了现代财务管理中最令人振奋的理论之一——资本结构无关论,他们认为公司的价值与其资本结构(即负债/股东权益比)无关。换言之,公司的价值来自于其资产的收益能力及其所伴随的风险,而与这些资产是如何筹资获得的无关。

MM 理论从包括完备资本市场等在内的一系列严格假设着手,他们利用套利来证实资本结构与公司价值是无关的。他们指出,如果负债筹资的公司比全部股东权益筹资的公司有更高的公司价值,拥有这一负债筹资公司股票的投资人就可以出售这些股票并用所得款项加上借入资金去购买全部股东;权益筹资的公司股票,抛出负债筹资公司股票的同时又购入全部股东权益筹资公司股票的市场套利行为会使这两家公司的股票价格趋于一致。这样,一家公司的股票价格与其所采用的资本结构无关。

如果 MM 理论是正确的,经理就无需关心资本结构决策。因为这种决策不会影响股票价格。可是,就如其他经济理论一样,MM 的结论只是在一组特殊的假设条件下才成立。通过展示资本结构与公司价值无关所依据的假设,MM 提供了有关负债筹资何时和如何影响公司价值的重要见解。MM 理论的重要贡献还在于把以往财务管理主要对资产负债表右侧(筹资决策)的关注调整到资产负债表的左侧(投资决策),因而在财务管理发展史上具有划时代的意义。

在 1963 年,MM 把公司所得税加入到他们的模型中,考虑了公司所得税,公司的股价将直接与其负债筹资的利用程度有关。负债筹资比重越高,股价越高。按照有税条件下的 MM 理论,公司应该 100% 负债。因为股东的收益来自于税后利润,而偿还债权人的利息都是以息税前收益支付的。这样,负债越多,作为包括股东和债权人在内的投资者从公司经营所获收益也就越高。然而,现实中的公司并没有 100% 负债。为了使修正后的 MM 模型与实际行为保持一致,研究人员致力于使许多假设开始放松。尤其是,财务危机可能性以及代理成本的存在使有税条件下的 MM 理论发生重要改变。在修正后的 MM 模型中,税屏蔽作用使得在初期公司价值随着负债的增加而上升,但与此同时,对公司价值构成不利的潜在财务危机成本和代理成本也会提高。当负债增加到一定程度时,公司价值就会因再增加负债而下降。这是因为税屏蔽利益将被潜在财务危机成本和代理成本的增加所抵消,修正后的 MM 模型指出:(1)适度负债是有利的;(2)过分负债是不利的;(3)每一家公司都有最佳的资本结构。这一 MM 模型所基于的资本结构权衡理论揭示了影响公司最佳资本结构的因素。

MM 也讨论了股利政策与股价之间的关系,股利政策是指与支付股利有关的决策。在完备资本市场假设的基础上,他们还假设:(1)公司资本预算政策不会受股利政策的影响;(2)所有投资者的行为都是理智的。MM 在 1961 年所得出的结论是股利政策与公司价值无关。他们认为,公司价值完全是由其投资决策确定的,股利政策仅仅只是一个被动的决策组成部分。因为在假设公司投资决策和借款筹资决策不变的前提下,股利政策的制定实际上是在保留盈余还是支付现金股利并发放新股之间进行权衡。如果企业采纳支付现金股利并发放新股,怎样才能吸引投资者来购买新股呢?关键是老股东必须放弃一部分享有公司未来股利的股东权益给新股东,只要新股东所作的投资与所取得股东权益的价值等值,新股东将会参与投资。老

股东是否会在意这种一方面得到额外现金股利,另一方面其股东权益受到稀释的股利政策呢?如果这是股东得到现金的唯一途径,他们确实会重视公司推出的这一股利政策;但只要资本市场是有效的,股东还可以自己出售股票来取得现金。公司发放现金股利与股东自己出售股票换取现金的共同之处是股东权益从老股东转移至新股东。因此,股东并不会对发放高股利的股票支付更高的价格,公司的股利政策与公司价值无关。

在假设条件下,股东可以自制财务杠杆(即利用负债)来完全替代公司的财务杠杆,公司选择何种资本结构就无实际意义。同样在假设条件下,股东可以自制股利来完全替代公司支付的股利,公司股利政策也就与公司价值无关。因此,无论是资本结构无关论还是股利政策无关论,都说明了一个深刻的道理,即公司价值的创造关键取决于公司财务管理是否能为股东做其本人所不能做的某些事情。

四、资产组合理论和资本资产定价模型

把资产组合起来的能力对于财务管理有着重要的意义。例如,公司的资本成本是由其证券的风险性决定的。一方面组合效果可以降低证券的风险,另一方面所要求的收益率也取决于风险,因此组合效果影响了公司的资本成本。同样,一家公司本身也可视为经营资产(或项目)的组合,所以某一项目的相关风险就是其对资产组合风险性的贡献。现代组合理论的先驱者告诉我们,一般情况下,通过把资产构成组合而不是单独地持有资产可以降低风险。当然,组合风险降低的关键在于大多数资产的收益并不完全正相关。组合理论的意义在于:(1)投资者应该把资产构成组合以降低风险;(2)不应单独衡量各个资产的风险,而应该按其对于一个充分多样化组合风险的贡献来衡量。但 Markowitz 并没有阐明风险与所要求收益率之间的关系。Sharpe 建立的资本资产定价模型阐明了风险与收益的关系,他与 Markowitz 分享了 1990 年度的诺贝尔经济学奖。在完备市场假设和其他增加的假设基础上建立起来的资本资产定价模型指出,风险资产所要求的收益率取决于三个因素:(1)无风险利率;(2)市场组合收益率;(3)资产收益率相对于市场组合收益率的易变性。资本资产定价模型对于公司整体的资本成本和公司内部投资项目所要求收益率的设定有着重要的意义。

五、期权定价理论

期权是指一种特殊的合约,它赋予期权持有人在约定的时间内按事先规定的价格买卖某种资产的权利。虽然商品期权的交易出现在 19 世纪中叶,但股票期权、外汇期权等金融期权交易的历史并不长。特别是在 1973 年,Black 和 Schotes 提出了著名的期权定价理论(option pricing theory),为期权的理论和应用做出了重大的贡献。

以往,期权定价理论在财务管理中的应用仅局限于解释像认股权证、可转换债券等公司证券中所隐含的期权特点。但是,期权定价理论在财务管理中的应用现在已经覆盖到企业投资、筹资等各个方面,并将财务决策与财务战略有机地联系起来。与金融期权(financial options)不同的是,我们把不属于金融市场交易的期权统称为实物期权(real options)。例如,在 1995 年,美国电话电报公司与中国政府谈判安装一套尖端的数字图像通信系统。在分析这笔交易时,美国电话电报公司认识到这一交易给予公司“伸进一脚”的机会,即创造了今后与中国这位迅速增长的亚洲巨人达成其他交易的条件。考虑到这笔交易带来了有价值的新机会,其对美国电话电报公司的价值远超过常规净现值方法所估计的。这样,美国电话电报公司从这项投资中获得了两方面效益:(1)从该项目直接获得的期望现金流量;(2)对于该项目给企业带来增长机会的实物期权。按照这一思路,投资项目的价值可以认为等于常规净现值与实物期权价值之和。同样,如租赁的可取消条款、项目的可抛弃性、项目的可等待价值等也可在实物