

21 世纪高等学校**会计学**系列教材

**F**INANCIAL  
MANAGEMENT

# 财务管理

◆ 马英华 王秋霞 主编  
◆ 王晓莹 副主编



中国工信出版集团



人民邮电出版社  
POSTS & TELECOM PRESS

21 世纪高等学校

FINANCIAL  
MANAGEMENT

# 财务管理

◆ 马英华 王秋霞 主编  
◆ 王晓莹 副主编

人民邮电出版社  
北 京

## 图书在版编目(CIP)数据

财务管理 / 马英华, 王秋霞主编. -- 北京: 人民邮电出版社, 2016.8  
21世纪高等学校会计学系列教材  
ISBN 978-7-115-42982-7

I. ①财… II. ①马… ②王… III. ①财务管理—高等学校—教材 IV. ①F275

中国版本图书馆CIP数据核字(2016)第178906号

## 内 容 提 要

本书系统地阐述了财务管理的基本理论和基本方法, 内容涉及货币时间价值与风险价值、财务报表分析、筹资管理、项目投资管理、证券投资管理、营运资本管理等学科领域的诸多方面, 基本涵盖了目前国内财务管理的主要内容。

本书既可作为高等院校财经类专业的本科教材, 也可作为非财务管理专业相关人士及企事业单位管理人员了解财务知识的参考书。

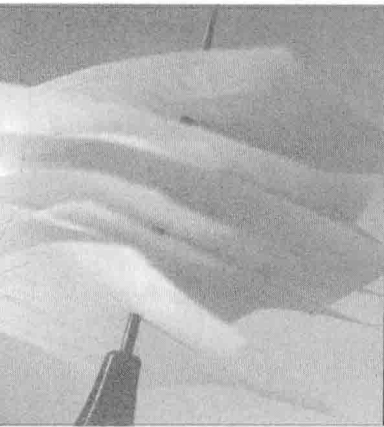
- 
- ◆ 主 编 马英华 王秋霞  
副 主 编 王晓莹  
责任编辑 孙燕燕  
责任印制 沈 蓉 彭志环
- ◆ 人民邮电出版社出版发行 北京市丰台区成寿寺路 11 号  
邮编 100164 电子邮件 315@ptpress.com.cn  
网址 <http://www.ptpress.com.cn>  
北京艺辉印刷有限公司印刷
- ◆ 开本: 787×1092 1/16  
印张: 15 2016 年 8 月第 1 版  
字数: 421 千字 2016 年 8 月北京第 1 次印刷

定价: 38.00 元

读者服务热线: (010)81055256 印装质量热线: (010)81055316

反盗版热线: (010)81055315

# 前言 Preface



财务管理既是会计学、财务管理专业的一门重要专业课，也是工商管理、市场营销等专业的核心课程之一。本书是根据会计学专业、财务管理专业及其他相关专业的教学计划编写的一本专业教材。

本书特色如下：

(1) 本书的编写根据大学本科教育的要求，本着务实、求新的精神，不断更新，力争做到实用性与前瞻性相统一、定性分析与定量分析相结合，着重培养学生财务专业方面的判断能力、分析能力和解决问题的能力。

(2) 本书主要阐述了财务管理的基本理论和基本方法，按财务管理基本理论、筹资管理、投资管理、营运资金管理、利润分配管理和预算管理的顺序进行安排。本书首先介绍了财务管理的基本知识，在详细阐述财务管理两个重要的价值观，即货币时间价值和风险价值的基础上，对企业的财务状况进行分析，并由此按照财务管理的环节层层展开，内容系统、充实，基本覆盖了目前国内财务管理课程的主要内容。

(3) 为便于学生理解和掌握财务管理的相关知识和理论，并能运用所学的方法解决实际问题，本书在每章前都设有引导案例，章后安排有配套练习，尽可能将理论和实践相结合，以提高学生的学习兴趣。

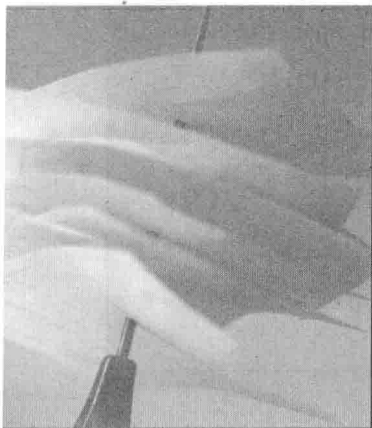
本书的参考学时为 48~64 学时，学校可以根据学生的专业特点并结合教学计划的要求，合理安排学时。对每章节的具体学时，教师可以根据具体情况做出合理安排，在此不做统一要求。

本书由马英华、王秋霞担任主编，王晓莹担任副主编，并共同负责拟定全书的写作大纲和组织编写工作。具体分工如下：第 1 章、第 3 章由王秋霞编写；第 2 章由程继爽编写；第 4 章、第 5 章由马英华编写；第 6 章、第 8 章由王晓莹编写；第 7 章、第 9 章由康玲编写；第 10 章由黎朝霞编写。全书最后由马英华负责修改和定稿。此外，本书在编写过程中，还得到了学院领导和其他教师的大力支持和帮助，在此深表感谢。

编者

2016 年 6 月

# 目 录 Contents



## 第1章 财务管理导论

- 1.1 财务管理的内容 / 2
  - 1.1.1 企业的筹资管理 / 2
  - 1.1.2 企业的投资管理 / 3
  - 1.1.3 企业的营运资金管理 / 4
  - 1.1.4 企业的利润分配管理 / 5
- 1.2 财务管理的目标 / 5
  - 1.2.1 财务管理目标概述 / 5
  - 1.2.2 财务管理目标的演进 / 7
- 1.3 代理关系和代理成本 / 8
  - 1.3.1 代理关系 / 8
  - 1.3.2 代理成本 / 8
  - 1.3.3 管理机制 / 9
- 1.4 财务管理环境 / 9
  - 1.4.1 金融市场的构成 / 10
  - 1.4.2 金融市场的类型 / 11
  - 1.4.3 金融市场的功能 / 12

练习题 / 13

## 第2章 货币时间价值与风险价值

- 2.1 货币时间价值 / 15
  - 2.1.1 货币时间价值的原理 / 16
  - 2.1.2 一次性收付款项时间价值的计算 / 17
  - 2.1.3 年金时间价值的计算 / 19
  - 2.1.4 货币时间价值计算的特殊问题 / 23
- 2.2 风险价值 / 25
  - 2.2.1 风险的含义 / 25
  - 2.2.2 风险价值的含义 / 27
  - 2.2.3 投资收益率的种类 / 27
  - 2.2.4 单项资产风险及收益 / 27
  - 2.2.5 投资组合的风险及收益 / 30
  - 2.2.6 资本资产定价模型 / 34

练习题 / 36

### 第3章 财务报表分析

#### 3.1 财务报表分析概述 / 41

3.1.1 财务报表分析的目的 / 41

3.1.2 财务报表分析的主体 / 41

3.1.3 财务报表分析的方法 / 42

3.1.4 财务报表分析的局限性 / 45

#### 3.2 财务比率分析 / 46

3.2.1 偿债能力分析 / 47

3.2.2 营运能力分析 / 51

3.2.3 盈利能力分析 / 54

3.2.4 发展能力分析 / 59

#### 3.3 财务报表综合分析 / 61

3.3.1 财务报表综合分析的含义及特点 / 61

3.3.2 财务报表综合分析方法 / 62

练习题 / 66

### 第4章 筹资管理 (上)

#### 4.1 筹资概述 / 69

4.1.1 筹资目的与原则 / 70

4.1.2 筹资渠道与筹资方式 / 70

4.1.3 资金需要量预测 / 72

4.1.4 短期筹资的特点与筹资策略的类型 / 74

#### 4.2 短期筹资的方式 / 77

4.2.1 商业信用 / 77

4.2.2 短期借款 / 79

4.2.3 短期筹资的其他方式 / 83

#### 4.3 长期筹资方式 / 84

4.3.1 吸收直接投资 / 84

4.3.2 发行股票 / 86

4.3.3 发行债券 / 90

4.3.4 长期借款 / 94

4.3.5 融资租赁 / 96

练习题 / 99

### 第5章 筹资管理 (下)

#### 5.1 资本成本 / 103

5.1.1 资本成本的含义和作用 / 103

5.1.2 个别资本成本 / 104

5.1.3 加权平均资本成本 / 106

5.1.4 边际资本成本 / 107

#### 5.2 杠杆原理 / 109

5.2.1 经营风险与经营杠杆 / 109

5.2.2 财务风险与财务杠杆 / 112

5.2.3 公司总风险与复合杠杆 / 114

#### 5.3 资本结构决策 / 115

5.3.1 资本结构理论 / 115

5.3.2 资本结构决策方法 / 117

练习题 / 121

### 第6章 项目投资决策

#### 6.1 项目投资概述 / 125

6.1.1 项目投资的特点 / 125

6.1.2 项目投资的类型 / 126

6.1.3 项目计算期的构成及资本投入的构成 / 126

6.1.4 项目投资决策程序 / 126

#### 6.2 项目投资现金流量的内容及估算 / 127

6.2.1 项目现金流量的概念 / 127

6.2.2 项目现金流量的估算 / 128

#### 6.3 项目投资评价方法及应用 / 130

6.3.1 项目投资评价方法 / 130

6.3.2 投资评价方法的应用 / 133

#### 6.4 项目投资风险的评价与处置 / 136

6.4.1 投资风险的类型 / 136

6.4.2 项目投资风险处置的一般方法 / 136

6.4.3 项目特有风险的评价与分析 / 137

练习题 / 139

### 第7章 证券投资管理

#### 7.1 证券投资概述 / 143

7.1.1 证券投资的含义 / 144

7.1.2 证券投资的种类与目的 / 145

7.1.3 影响证券投资的因素分析 / 146

#### 7.2 债券投资 / 148

7.2.1 债券投资风险 / 148

7.2.2 债券的估价 / 148

7.2.3 债券的收益率 / 149

7.2.4 债券投资的优缺点 / 151

**7.3 股票投资 / 151**

- 7.3.1 股票投资的风险 / 151
- 7.3.2 股票的估价 / 152
- 7.3.3 股票投资的收益率 / 153
- 7.3.4 股票投资的优缺点 / 154

**7.4 基金投资 / 155**

- 7.4.1 证券投资基金的概述 / 155
- 7.4.2 证券投资基金的特点 / 155
- 7.4.3 证券投资基金的分类 / 156
- 7.4.4 基金投资的优缺点 / 156

练习题 / 157

**第8章 营运资本管理****8.1 营运资本概述 / 159**

- 8.1.1 营运资本的含义 / 159
- 8.1.2 营运资本的特点 / 160

**8.2 现金管理 / 160**

- 8.2.1 现金的持有动机与成本 / 160
- 8.2.2 最佳现金持有量的确定 / 161
- 8.2.3 资金集中管理 / 163
- 8.2.4 现金的日常管理 / 164

**8.3 应收账款管理 / 165**

- 8.3.1 应收账款的功能和成本 / 165
- 8.3.2 应收账款信用政策 / 166
- 8.3.3 应收账款的日常管理 / 170

**8.4 存货管理 / 172**

- 8.4.1 存货的功能和成本 / 172
- 8.4.2 经济批量模型及其扩展 / 173
- 8.4.3 存货其他控制方法 / 176

练习题 / 178

**第9章 利润分配****9.1 利润分配概述 / 181**

- 9.1.1 利润及其构成 / 182
- 9.1.2 利润分配的原则及程序 / 182

**9.2 股利的分配程序和支付方式 / 184**

- 9.2.1 股利分配的程序 / 184
- 9.2.2 股利支付的方式 / 185

**9.3 股利理论与分配政策 / 186**

- 9.3.1 股利分配理论 / 187
- 9.3.2 影响股利分配政策的因素 / 189
- 9.3.3 股利分配政策的类型 / 190

**9.4 股票分割与股票回购 / 193**

- 9.4.1 股票分割 / 193
- 9.4.2 股票回购 / 194

练习题 / 195

**第10章 预算管理****10.1 预算管理概述 / 197**

- 10.1.1 预算的特征与作用 / 197
- 10.1.2 预算体系 / 198
- 10.1.3 预算管理的组织 / 199

**10.2 预算的编制方法与程序 / 199**

- 10.2.1 预算的编制方法 / 199
- 10.2.2 预算的编制程序 / 205

**10.3 预算的编制 / 206**

- 10.3.1 业务预算的编制 / 206
- 10.3.2 专门决策预算的编制 / 211
- 10.3.3 财务预算的编制 / 211

**10.4 预算的执行与考核 / 215**

- 10.4.1 预算的执行 / 215
- 10.4.2 预算的调整 / 216
- 10.4.3 预算的分析与考核 / 216

练习题 / 217

**附录一 复利终值系数表****附录二 复利现值系数表****附录三 年金终值系数表****附录四 年金现值系数表****参考文献**



## 【学习目标】

财务管理在现代企业管理中变得越来越重要,已经成为企业管理的重要组成部分。本章主要阐述了企业财务管理的内容、目标和环境等,旨在使初学者对财务管理有一个基本的认识,为以后各章学习打下良好的基础。

通过本章的学习应达到以下目标:

- 掌握财务管理的内容;
- 理解财务管理的目标;
- 了解财务管理的环境。



## 【引导案例】

### 巨人集团的兴衰史<sup>①</sup>

1989年8月,从深圳大学软件科学管理系硕士毕业的史玉柱和3个伙伴,用借来的4 000元钱承包了天津大学深圳科技工贸发展公司计算机部,并在《计算机世界》利用先打广告后付款的方式做了8 400元的广告,将其开发的M-6401桌面排版印刷系统推向市场。广告打出后13天,史玉柱的银行账户第一次收到3笔汇款共15 820元。巨人事业由此起步。

1993年1月,巨人集团在北京、深圳、上海、成都、西安、武汉、沈阳、香港成立了8家全资子公司,同年,巨人实现销售额300亿元,利税4 600万元,成为中国极具实力的计算机企业。

由于国际计算机公司的进入,计算机业于1993年步入低谷,巨人集团也受到重创。1993—1994年,全国兴起房地产和生物保健品热,为寻找新的产业支柱,巨人集团开始迈向多元化经营之路——计算机、生物工程和房地产。在1993年开始的生物工程刚刚打开局面但尚未巩固的情况下,巨人集团毅然向房地产这一完全陌生的领域进军。最初史玉柱并没有开发房地产的设想,只是计划盖一栋38层的大楼,且大部分自用,后来他将设计从38层升到54层。不久,一个关于“广州要盖63层全国最高楼”的消息传来,这时有人建议史玉柱应该“为珠海争光”。遵照所谓“巨人大厦要夺全国第一高楼”的“民意”,史玉柱又将楼层数改为64层——比广州那座最高楼要高1层。两年后,巨人大厦即将动工之际,楼层计划又变了,因为“64”这个数字“好像不吉利”,于是史玉柱索性定为70层。就这样,巨人集团一改初衷,拟建的巨人科技大厦设计一变再变,楼层节节拔高,从最初的38层一直涨到70层,投资也从2亿元涨到12亿元。

1994年2月,巨人科技大厦破土动工。对于当时仅有1亿资产规模的巨人集团来说,单凭巨人集团的实力,根本无法承受这项浩大的工程。对此,史玉柱的想法是:1/3靠卖楼花,1/3靠贷款,1/3靠自有资金。但令人惊奇的是,从1994年2月大厦破土动工到1996年7月,巨人集团未申请过一分钱的银行贷款,全凭自有资金和卖楼花的钱支撑。

1996年,让史玉柱焦急的是巨人大厦的资金问题。他决定将生物工程的流动资金抽出投入大厦的建设,而不是停工。进入7月,全国保健品市场普遍下滑,巨人保健品的销量也急剧下滑,维

<sup>①</sup> 资料来源:根据汪静赫《“三大战役”导致巨人集团名存实亡》(中国企业报/2011年/12月9日/第018版)改编。

持生物工程正常运作的基本费用和广告费用不足，生物产业的发展受到极大的影响。大厦动工时为了筹措资金，巨人集团在香港地区卖楼花拿到了6 000万港币，大陆卖了4 000万元，其中在国内签订的楼花买卖协议规定，三年大楼一期工程（盖20层）完工后履约，如未能如期（1996年年底）完工，应退还定金并给予经济补偿。而当1996年年底大楼一期工程未能完成时，当初建大厦卖给大陆人们的4 000万楼花就成了导致巨人集团财务危机的导火线。巨人集团终因财务状况不良而陷入破产的境地。

为什么巨人集团会陷入破产的困境呢？通过本章的学习，可以找到一些答案。

## 1.1

# 财务管理的内容

任何组织都需要财务管理，但是营利性组织和非营利性组织的财务管理有较大区别，本书主要讨论的是营利性组织的财务管理，即企业财务管理。企业财务管理的基本内容包括筹资管理、投资管理、营运资本管理和利润分配管理，下面分别予以介绍。

### 1.1.1 企业的筹资管理

假设你大学毕业后打算自己创办一家“非诚勿扰”咖啡店，经过初步估算，共需投入20万元，但是你只有资金5万元，因此你首先要考虑的是这15万元的资金缺口如何解决。实务中，为了解决资金需求，企业有多种筹资渠道和筹资方式，如吸收直接投资、发行股票、发行债券、向银行借款等。前两种筹资方式会使企业的所有者权益增加，因此被称为权益资本，又称权益资金；后两种筹资方式会导致企业负债增加，因此被称为债务资本，又称债务资金。不同的筹资渠道和筹资方式下，企业筹资所付出的代价和承担的分险是不一样的。用财务管理的术语来讲，就是企业的资本成本和财务风险是不一样的。从理论上来讲，使用债务资金的资本成本较低，但是财务风险较高；使用权益资金的资本成本较高，但是财务风险较低。表1-1展示了两类资金资本成本和财务风险大小。

表 1-1

权益资金和债务资金的资本成本和财务风险比较

| 比较项目<br>资金种类 | 资本成本 | 财务风险 |
|--------------|------|------|
| 权益资金         | 高    | 低    |
| 债务资金         | 低    | 高    |

假设所需的15万元，有二种筹资方案可以解决：一种是朋友投资5万元（吸收直接投资），向银行借入10万元；一种是所需的15万元全部向银行借入。不同的筹资方案下，公司初始资本的构成是不一样的，用财务管理的术语来讲，就是企业的资本结构是不一样的，不同方案下的资本结构如图1-1所示。不同的资本结构下，企业所承担的财务风险和资本成本是不一样的，进而将影响公司的价值。因此，财务管理的内容之一就是选择使得公司价值尽可能大的负债与所有者权益的比率，即选择使公司价值尽可能大的资本结构，这便形成了企业筹资管理的核心问题。

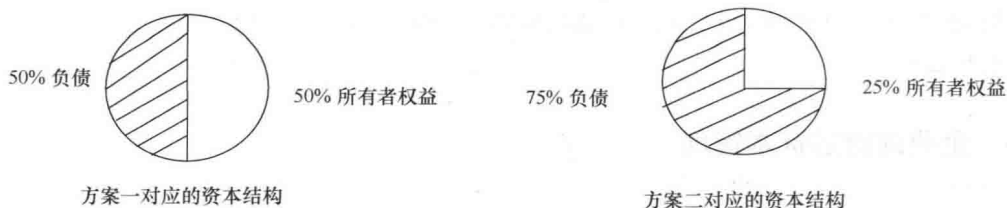


图 1-1 不同筹资方案下对应的企业的资本结构图

### 1.1.2 企业的投资管理

假定企业采用方案一获得了所需要的 15 万元的资金，接下来需要考虑的一个问题是如何进行投资。

假设拟投资的“非诚勿扰”咖啡店，有两个具体的可供选择的方案，每个方案的投资期均为 4 年。方案 A 是走高端路线，铺面精装修需要花费 10 万元（面积为 20 平方米），购入机器、设备需要花费 5 万元，剩下 5 万元作为流动资金用于原材料的采购、人员工资的支付、每月铺面的租金等。预计开张后，每年的现金净流入量分别为 10 万元、20 万元、30 万元和 40 万元<sup>①</sup>。方案 B 是走大众化的路线，铺面普通装修需要花费 10 万元（面积为 40 平方米），购入机器、设备需要花费 5 万元，剩下 5 万元作为流动资金，预计开张后每年的现金净流入量都为 20 万元<sup>②</sup>。方案 A 和方案 B 的每年产生的现金流如图 1-2 所示。图中，向下的箭头表示的是现金的流出量，向上的箭头表示的是现金的流入量。

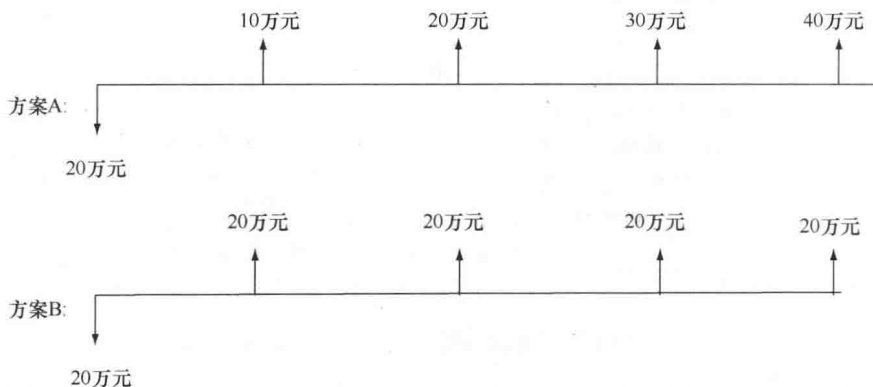


图 1-2 方案一和方案二的现金流量图

假设不考虑货币的时间价值，方案 A 和方案 B 的投入（20 万元）和产出（100 万元）是一样的，且产出均大于投入，两个方案都可行。但是，如果考虑货币的时间价值的话，结果可能就不一样了。

所谓货币的时间价值，是指货币经过一定时间的投资和再投资后所增加的价值。货币之所以具有时间价值，是因为货币投入市场后其数额会随着时间的延续而不断增加，这是一种普遍的客观的经济现象。正是因为货币具有时间价值，所以现在的 1 元钱比将来的 1 元钱的经济价值大，也就是说同样的一元钱，如果分布在不同的时点的话，其价值量是不相等的。

虽然方案 A 和方案 B 的产出都是 100 万元，但是由于这些现金流分布在不同的时点，如果考虑货币的时间价值的话，方案 A 和方案 B 的产出是不相等的。此外，如果考虑了货币的时间价值后，这些分布在不同时点的 100 万元是否大于现在投入的 40 万元呢？这就需要把这些处于不同时点的现

① 为了简化问题，假设第四年的现金流量中包含了项目结束后收回的垫支的营运资金以及其他的终结的现金流量。

② 同上。

金流换算到同一时点比较其大小。以上所述项目的可行性分析以及项目的优劣性分析，便形成了投资管理的核心内容。

### 1.1.3 企业的营运资本管理

假定通过项目可行性分析后，企业选择了方案 B，“非诚勿扰”咖啡店顺利开张。在日常的运营中，企业可能形成图 1-3 所示的资产负债表。

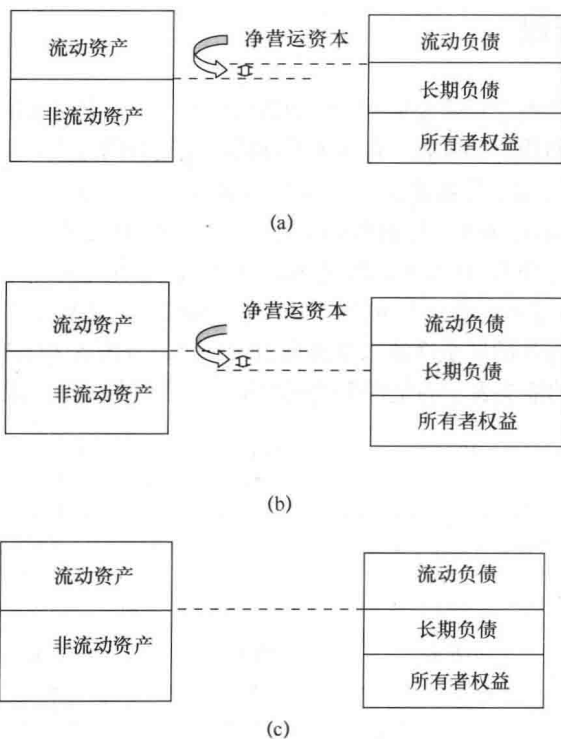


图 1-3 “非诚勿扰”咖啡馆资产负债

在日常运营中，由于经营活动产生的现金流入和现金流出通常在时间上是不匹配的，且经营活动产生的现金流在数量上和具有不确定性，因此，财务经理必须致力于管理现金流的这些缺口。从资产负债表的角度看，现金流量的短期管理与净营运资本有关。如图 1-3 所示，净营运资本是指流动资产与流动负债之间的差额。如果公司的净营运资本为正数（见图 1-3 (a)），表示公司配置了较多的营运资本，即除了用流动负债满足流动资产的资金需求外，还通过长期负债的形式来满足部分流动资产的资金需求，这样做会减少现金流的缺口，但会增加资本成本；反之，如果公司的净营运资本为负数（见图 1-3 (b)），表示公司配置了较少的营运资本，即流动负债不仅满足流动资产的资金需求，还满足部分非流动资产的资金需求，这样做有利于节约资本成本，但增加了不能及时偿还债务的风险。如果公司的净营运资本为零（见图 1-3 (c)），表示公司流动负债正好可以满足流动资产的需求，这样做使得资本成本和风险介于前两者之间<sup>①</sup>。因此，公司需要根据具体情况权衡风险和报酬，制定适当的营运资本筹资政策，这便形成了企业营运资本筹资管理的核心内容。

公司日常的营运资本管理还要考虑以下问题：持有多少现金以备支付？分配多少资本用于应收

<sup>①</sup> 这是一种较理想的状态，但现实中很少能实现。现实中，企业营运资本总是处在动态调整的过程中。

账款和存货,即如何制定应收账款政策和存货采购批量政策?以持有现金为例,现代企业通常都需要持有一定量的现金以备用,如果持有的太多,则现金的持有成本增加,持有资产的收益下降;如果持有的太少,则现金的持有成本下降,持有资产的收益上升,但不能满足临时性资金需求的风险增加,有可能导致企业生产受到负面影响,进而影响企业的信誉。因此,企业需要在收益和风险之间进行权衡,以制定一个最佳的现金持有量。

总之,企业营运资本管理的目标通常有以下3个:①有效地运用流动资产,力求其边际收益大于边际成本;②选择最合理的筹资方式,最大限度地降低营运资本的资本成本;③加速流动资本周转,以尽可能少的流动资本支持同样的营业收入并保持公司偿还债务的能力。

#### 1.1.4 企业的利润分配管理

假如,经过一年的经营,年底“非诚勿扰”咖啡店的净利润为16.5万元。假定不考虑提取法定盈余公积金等事项,这时候涉及的问题是如何分配这16.5万元。由于投资者享有剩余收益,这16.5万元归投资者所有,既可以按投资比例或公司章程约定全部分配给投资者,也可以拿出一部分资金分配给投资者,剩下一部分资金(从会计的角度看,称为未分配利润)继续留在企业,相当于投资者对企业追加的投资。也就是说,未分配利润也是企业资金来源的一个非常重要的渠道,属于权益资金的一部分。很显然,随着未分配利润的增加,企业的资本结构将会发生改变。也就是说,企业的利润分配管理和企业的筹资管理之间有着密切的联系。

此外,如果从一家上市公司的角度来看的话,根据信号传递理论,由于企业的行为可以传递信号,或者说投资者总是通过企业的行为来推测企业未来的发展状况,因此,在进行利润分配时,上市公司必须考虑清楚分多少,怎么分、以尽可能向市场传递出一个积极的、正面的信号,以利于公司的市值管理。

综上所述,在企业的经营活动中,财务管理人员必须回答4方面的问题:一是应实施何种投资项目;二是如何为项目筹资;三是如何管理企业日常的营运资本;四是如何对投资、筹资、营运活动的结果进行分配。上述4个方面构成了财务管理的基本内容,四者既相互联系、相互依存,又存在一定的区别。

## 1.2

## 财务管理的目标

目标,既是标准又是导向,没有明确的目标,就无法判断一项决策的优劣。财务管理的目标是指在特定的理财环境下,企业通过一系列的财务管理活动所希望实现的结果。财务管理的目标决定着财务管理的基本方向,是制定和评价财务决策的客观依据。

### 1.2.1 财务管理目标概述

从根本上说,财务管理的目标取决于企业的目标,所以财务管理的目标和企业的目标是一致的。那么,财务管理的可能目标会是什么呢?避免财务困境或破产?销售额最大化或者市场份额最大化?成本最小化?以上罗列的是一些可能的目标,但是,对于财务经理来说,每个目标都可能存在一定问题。例如,如果企业从不贷款或从不承担任何风险,可以避免财务困境或破产;如果企业降低价格或者放松赊销付款的条件,销售额或者市场份额就会增加;如果企业不进行研发投入或者战

略性广告投资,可以减少成本支出。但是,很难说这些行为都是符合股东利益的<sup>①</sup>。

那么,企业财务管理的目标究竟是什么?理论界有许多不同的表述,具有代表性的观点主要有以下4种。

### 1. 利润最大化

该观点认为:利润代表了企业新创造的财富,利润越多,说明企业的财富增加得越多。该观点在西方经济理论中是根深蒂固的,西方许多经济学家都以利润最大化这一概念来分析和评价企业行为和业绩。例如,亚当·斯密、大卫·李嘉图等经济学家,都认为企业的目标是利润最大化。20世纪50年代以前,西方财务管理理论界也认为,利润最大化是财务管理的最优目标。历史上,我国也有部分财务管理学家认为,以利润最大化为目标是财务管理人员的最佳选择,这是因为企业要想取得利润最大化,就必须讲求经济核算,加强管理,改进技术,提高劳动生产率,降低产品成本,这些都有利于经济效益的提高<sup>②</sup>。

但是以利润最大化作为财务管理的目标存在以下缺点。

(1) 没有考虑利润的取得时间。例如,有A、B两个项目,A项目是2016年获利100万元,B项目是2017年获利100万元,哪一个项目更符合企业的目标?若不考虑货币的时间价值,就难以做出正确的判断。

(2) 没有考虑所获利润与所投入资本数额的关系。例如,A、B两个项目,其利润都是100万元,但A项目投入资本是300万元,B项目投入资本是500万元,哪一个项目更符合企业的目标?若不将所获利润与所投入资本数额联系起来,就很难做出正确的判断。

(3) 没有考虑所获利润和所承担风险的关系。例如,A、B两个项目,都是投入500万元且本年都获利100万元,但A项目获利可以全部转化为现金,B项目获利则全部是应收账款,哪一个更符合企业的目标?若不考虑所获利润和所承担风险的关系,就难以做出正确的判断。

当然,如果投入资本相同、利润取得的时间相同、相关的风险也相同,利润最大化是一个可以接受的观点。事实上,许多经理人员都把提高利润作为公司的短期目标。但是,从长期来看,利润最大化目标似乎并不是一个合理的目标,因为该目标往往会导致企业财务决策具有短期行为的倾向,即只顾实现目前的利润最大化,而忽视企业的长期可持续发展。

### 2. 每股收益最大化

该观点认为:应当把企业的利润和股东投入的资本联系起来,用每股收益(或权益资本净利率)来概括企业的财务目标。每股收益不仅能够说明企业的盈利水平,还可以在不同资本规模企业或同一企业不同时期之间进行比较,揭示其盈利水平的差异,可以避免利润最大化目标在衡量资本效率方面的缺陷。

但是这种观点仍存在以下缺点:①没有考虑每股收益取得的时间;②没有考虑每股收益的风险。

当然,如果风险相同,每股收益时间相同,每股收益最大化也是一个可以接受的观点。事实上,许多投资者都把每股收益作为衡量公司业绩的最重要的指标。但是,和利润最大化目标一样,以每股收益最大化为目标,仍不可避免地会导致企业的短期行为。

### 3. 股东财富最大化

该观点认为:增加股东财富是财务管理的目标,因为股东创办企业的目的是增加财富,如果企业不能为股东创造财富,他们就不会为企业提供资本;没有了权益资本,企业也就不存在了。因此,企业要为股东创造财富。

① 是否符合股东利益的目标一定就是最优目标,学术界也存在很多争论。随着社会责任理念和利益相关者理念的不断深入,很多人主张企业的价值取向应该由股东财富最大化向利益相关者利益最大化转变。相应地,企业财务管理的目标也应该随着企业价值取向的变化而变化。

② 王化成.高级财务管理学(第2版).北京:中国人民大学出版社,2007。

就上市公司而言, 股东财富由其所拥有的股票数量和股票价格(简称股价)两方面决定。在股票数量不变的情况下, 股价上升可以反映股东财富的增加, 股价下降可以反映股东财富的减损; 股价达到最高时, 股东财富也就达到最大, 所以股东财富最大化, 又被表述为股价最大化。此外, 由于股价取决于股票的价值, 因此股东财富最大化也被表述为股票价值最大化。

股东财富最大化目标的主要优点是: ①考虑了风险因素, 因为风险的高低会对股价产生重大影响; ②有利于在一定程度上克服企业的短期行为, 因为不仅目前的利润会影响股价, 未来的利润预期也会对股价产生重要影响。

基于该目标的优点, 国内外许多学者认为以股东财富最大化作为财务管理的目标是合适的。但有部分学者对此提出了反对意见, 认为该目标存在以下缺陷: ①通常只适用于上市公司, 对非上市公司很难适用; ②股票价格除了受财务因素的影响之外, 还受多种其他因素的影响, 并非都是公司所能控制的, 把不可控的因素引入财务目标是不合理的; ③只强调股东的利益, 对公司其他利益相关者的利益重视不够。

#### 4. 企业价值最大化

该观点认为: 增加企业的价值是财务管理的目标, 因为现代企业是多边契约关系的总和, 企业不仅要考虑股东的利益, 还要考虑其他利益相关者的利益, 通过利益相关者利益最大化来实现企业价值最大化。

对该观点, 主张财务管理目标是股东财富最大化的学者认为: 主张股东财富最大化, 并非不考虑其他利益相关者的利益, 因为股东享有的是剩余权益, 只有在职工、供应商、债权人以及其他利益相关者都得到了他们应得的部分以后才享有剩余资产的所有权。如果股东因为剩余部分的增长而获得成功, 那么其他人一定也获得了成功。

此外, 从理论上讲, 企业价值的增加是由于股东权益价值增加和债务价值增加引起的。假设债务价值不变, 则增加企业价值与增加股东权益价值具有相同意义。假设股东投资资本和债务价值不变, 则企业价值最大化与股东财富最大化具有相同意义。

### 1.2.2 财务管理目标的演进

从历史和现实看, 企业的价值取向存在着两种模式: 股东价值取向模式和利益相关者价值取向模式, 且经历了由股东价值取向模式向利益相关者价值取向模式的演进(李心合, 2004)<sup>①</sup>。财务管理是企业价值管理的主要手段, 企业的价值取向从根本上决定了财务管理的目标。因此, 与企业的价值取向模式相协同, 企业财务管理的目标也正经历着由股东财富最大化目标向利益相关者利益最大化目标的转变。

利益相关者价值取向模式下, 主张以利益相关者利益最大化作为财务管理的目标, 该目标看起来似乎把股东以外的其他利益相关者的利益都纳入了考虑范畴, 似乎比传统的股东财富最大化目标更为合理。但一些学者(周清杰、孙振华, 2003; 傅元略, 2007)<sup>②③</sup>认为, 该模式在理论上还存在一些困惑, 在实践操作中还存在一定困难: ①如何界定利益相关者? ②各利益相关者的利益如何确定? ③在这么多利益相关者中, 是否存在着主次之分? ④如果存在的话, 谁的利益最重要? ⑤利益相关者利益最大化, 意味着多方利益最大化, 如何协调多方的利益并使之最大? ⑥多元化的目标有可能使股东所关心的利益与管理者所关心的利益之间发生严重的冲突, 从而使多元的目标无法实

① 李心合. 嵌入社会责任与扩展公司财务理论[J]. 会计研究, 2009(1): 66-73.

② 周清杰, 孙振华. 论利益相关者理论的五大疑点. 北京工商大学学报(社会科学版), 2003(5): 18-20.

③ 傅元略. 财务管理理论. 厦门: 厦门大学出版社, 2007.

现；⑦多元化的目标下，管理者可能会在响应一些利益相关者的利益诉求时损害另外一些利益相关者的利益，由此产生的道德风险如何解决？在一定程度上而言，对所有的利益相关者都负责相当于对谁都不负责；⑧整合各个利益团体的意见，形成公司决策是一件困难的事，而且将各种各样利益冲突的争论带到高层管理决策中来，势必影响高层经理人的决策效率。

尽管利益相关者利益最大化目标在理论上存在一定困惑，在实践上还存在一定困难，但是，随着自然环境的不断恶化，随着社会责任理念和利益相关者理念的深入人心，越来越多的企业不仅从其所处的技术环境出发，基于效率机制的考虑，追求股东财富最大化的目标；同时考虑到其所处的制度环境，基于合法性机制的考虑，追求自身合法性的提升。因此，有些学者提出财务管理的目标应该是在权衡利益相关者利益基础上的股东财富最大化目标。由于传统的财务管理的理论对社会责任考虑几乎为零，即社会责任几乎是零嵌入性的，因而传统的财务管理理论中的筹资、投资、营运资本管理以及利润分配的管理中的决策依据，主要考虑的是股东利益。如果考虑企业应该承担的社会责任，将利益相关者利益考虑进来，我们传统的财务管理理论可能需要改写，因此本书仍然是以传统的财务管理理论为主，在做出相关决策时，仍然是以股东财富最大化目标作为判断依据。

## 1.3

## 代理关系和代理成本

### 1.3.1 代理关系

现代企业最典型的特征之一是所有权和经营权的分离，股东（委托方）委托管理层（受托方）代为管理企业，股东和管理层之间的关系被称为代理关系。当委托方委托代理方代表他的利益时，代理关系就产生了。例如，某同学委托你帮忙卖一台二手计算机时，该同学和你之间也产生了代理关系。在所有这一类关系中，委托方和代理方有可能存在着利益上的冲突，这类冲突被称为代理问题（Agency Problem）。

假设你同学和你约定，如果该计算机卖出去了给你支付固定的报酬，你（代理方）的动机是把该计算机卖出去，但未必卖到最高的价格；如果同学给你的佣金是销售价格的20%而不是固定的报酬，那么这个问题可能就不存在了。该例子说明，改变支付报酬的方式，是解决代理问题的有效手段之一。

### 1.3.2 代理成本

假设，有一项新的投资项目，预计该项目的实施会使公司股价上升，进而导致股东财富的增加，符合股东财富最大化的目标。但是，该项目也可能存在一定的风险，如果事情发生意想不到的变化，可能会导致管理层丢掉工作。那么，管理层可能会基于自己所掌握的信息优势，反对该项目，尽可能少承担意外的风险，而股东也可能丧失了一个有价值的投资机会。这是代理成本的一个例子。

所谓代理成本（Agency Costs）指的是股东和管理层之间由于利益冲突而产生的成本<sup>①</sup>。这些成本可以分为直接成本和间接成本。直接的代理成本是失去的机会，如前面例子所描述的那样。间接的代理成本有两种形式：①管理层受益但股东蒙受损失的公司支出。例如，装修豪华办公室，买高档汽车等。②出于监督管理层行为需要的支出。例如，聘请注册会计师对财务报表进行审计。

①（美）罗斯，威斯特菲尔德，吴世农，沈艺峰，王志强，等译，公司理财（原书第8版），北京：机械工业出版社，2009。

### 1.3.3 管理机制

为了降低代理成本, 股东通常可以采取以下办法来协调自己和管理者之间的利益冲突。

#### 1. 监督

管理层之所以有机会将自己的利益凌驾于股东的利益之上, 是因为管理者往往比股东掌握了更多的信息。为了降低代理成本, 股东应尽量获取更多的企业信息, 并对管理者进行监督, 在管理者背离股东目标时, 充分发挥自己作为股东的权利, 利用手中的控制权来表达自己的意愿。虽然股东对企业情况的了解和对管理者的监督非常必要, 但是受到监督成本的限制, 不可能事事监督。此外, 监督也不能解决所有问题。

#### 2. 激励

减少利益冲突的另一种方式则是激励, 鼓励管理层采取符合股东利益最大化的行动。例如, 如果企业每股收益或股票价格提高后, 承诺奖励给管理者一部分的股票等。理论上认为, 如果通过股权激励使管理者获得部分股权, 则管理者不再仅仅只是管理者, 也变成了公司的股东, 从而可以从根本上保证二者之间利益的一致性。

通常, 股东会同时采取监督和激励两种方式来减少利益冲突。尽管如此, 仍不可能使管理者与股东的利益完全一致, 管理者仍可能采取一些对自己有利而不符合股东利益最大化的决策, 由此给股东带来一定的损失。监督成本、激励成本和代理成本之间此消彼长, 相互制约。股东要权衡轻重, 力求找出能使三者之和达到最小的解决办法。

## 1.4

## 财务管理环境

财务管理环境又称理财环境, 是指财务管理以外的并对财务管理系统有影响作用的一切系统的总和。企业财务活动是在一定的环境下进行的, 必然受到环境的影响, 要获得成功, 必须深刻认识和认真研究其所面临的各种环境。从企业的角度观察财务管理环境, 可以将其分为外部环境和内部环境两种。以下将主要参考王化成、张伟华、佟岩(2011)<sup>①</sup>的观点对财务管理的外部环境和内部环境做概括性介绍。

财务管理的外部环境包括宏观环境和市场环境。宏观环境包括经济环境、法律环境、金融市场环境、社会文化环境、政治环境、技术发展状况等。市场环境则包括与企业经营密切相关的资本市场、原材料市场、人力资源市场等要素市场和产品市场的发展状况。宏观环境为企业交易活动的顺利进行提供了各种保障和约束, 宏观环境的不同将导致市场交易成本的差异, 而交易成本的大小将直接影响到规范企业行为的一系列形式、内容与执行, 进而会影响企业的财务管理决策。外部理财环境是企业决策难以改变的外部约束条件, 企业财务决策更多地是适应它们的要求和变化。

财务管理的内部环境是指企业战略和治理结构, 包括企业的组织架构、战略及经营模式选择等。企业可以对财务管理的内部环境施加有效影响, 通过对企业组织架构、战略、经营模式等因素的调整, 直接影响财务决策活动。作为企业获取竞争优势的重要途径, 战略选择对企业财务决策的影响至关重要。如何界定、规划和执行一个良好的战略是决定其财务状况和经营绩效的关键所在。例如, 与实行成本领先战略的企业相比, 实行产品领先战略的企业应不断致力于通过塑造产品或服务的独特

<sup>①</sup> 王化成, 张伟华, 佟岩. 广义财务管理理论结构研究——以财务管理环境为起点的研究框架回顾与拓展. 科学决策, 2011(6).

性,以造成相对于竞争者的有利差异来获得竞争优势。为了支撑这一战略的顺利实施,必然需要企业投入大量资本进行产品的设计和改进,如何筹集和管理这些资本就显得至关重要(Titman, 1984)<sup>①</sup>。从控制风险的角度出发,实施产品领先战略的企业应当减少负债,而且企业的竞争优势越是依赖于创新,企业的财务杠杆率应该越低(王任飞, 2004)<sup>②</sup>。高新技术企业作为典型的以产品领先战略为核心的企业,强调风险管控,所以需要保持较高的财务松弛空间,以应对我国高度动态的环境和企业自身的高成长要求(孔宁宁等, 2010)<sup>③</sup>。任何一项产品或者服务从无到有,再到其使用价值的实现,都要经过研究、开发、生产、销售、售后服务等价值创造环节,不同的企业根据自己具备的资源 and 能力,会专注于价值链上的不同阶段,从而形成不同的经营模式。例如,专注于销售和售后服务的公司所有的产品生产可能都实行外包,从而形成轻资产型公司;而另一些专注于生产的企业,可能不得不购置大量的生产设备和厂房,从而成为重资产型公司。而不同的经营模式可能对企业的筹资、投资、分配产生不同的影响。

由于影响财务管理的环境因素太多,不同的影响因素对企业财务管理的影响机理需要具体问题具体分析,本书不一一列举。考虑到金融市场在企业筹融资中所发挥的重要的功能,下面将主要对金融市场予以介绍。

### 1.4.1 金融市场的构成

#### 1. 金融市场主体

所谓金融市场主体,即金融市场的参与者。作为金融市场的参与者必须是能够独立做出决策并承担利益和风险的经济主体。金融市场上参与者主要是居民、企业和政府,他们参与交易的目的是调节资金余缺,并不以金融交易为主业。此外,还有一类专门从事金融活动的主体,包括银行、证券公司等金融机构,它们充当金融交易的媒介。

居民,包括自然人和家庭,出于节约、预防意外支付或者延迟消费等目的,他们会储蓄部分资金,成为社会的储蓄者。当然,他们有时也会成为汽车或房屋等消费贷款的借款人,但总体上来看,居民是净储蓄者,是金融市场上最主要的资金提供者;企业,是金融市场上最大的资金需求者。资金需求者又称为筹资人或金融工具发行人。企业通过发行股票、债券等形式筹集资金,并且在货币市场中筹集短期资金。有时,企业在经营中会出现暂时的闲置资金,它们会以资金提供者身份出现,将这部分资金投入货币市场。政府经常是资金的需求者,它们通过发行中央或地方政府债券来筹集资金,用于基础设施建设,弥补财政赤字,或者进行宏观经济调控。在税收集中入库而支付滞后时,政府有时也会投资于金融市场,成为资金提供者。

#### 2. 金融市场客体

金融市场客体是指金融市场的交易对象或交易标的物,即通常所说的金融工具,它是指资金供应者和资金需求者之间进行资金融通时所签发的代表资本融通关系,具有法律效力的凭证,如银行存款单、商业票据、债券、股票等。与普通商品交易对象的不同之处在于,金融交易大多只是货币资金使用权的转移,而普通商品交易时所有权和使用权会同时转移。

#### 3. 金融市场价格

金融市场价格反映的是在一定时期内转让货币资金使用权的报酬,通常表现为各种金融工具的价格,在很多情况下可以通过利息率或收益率来反映。一种金融工具的流动性、收益性和风险性特

① S. Titman. The effect of capital structure on a firm's liquidation decision. *Journal of Financial Economics*, 1984, 13(1).

② 王任飞. 创新性战略企业的资本结构选择. *管理学报*, 2004 (3): 281-284.

③ 孔宁宁, 张新民, 唐杰. 我国高新技术企业战略、资本结构与绩效关系研究. *中国工业经济*, 2010, 9:112-120.