

厦门大学会计学
研究生系列教材

财务管理理论

Financial Management Theory

傅元略 主编

厦门大学会计学
研究生系列教材

财务管理理论

Financial Management Theory

傅元略 主编

厦门大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

财务管理理论/傅元略主编. —厦门:厦门大学出版社, 2007. 5

(厦门大学会计学研究生系列教材)

ISBN 978-7-5615-2744-3

I. 财… II. 傅… III. 财务管理-研究生-教材 IV. F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 040692 号

厦门大学出版社出版发行

(地址:厦门大学 邮编:361005)

<http://www.xmupress.com>

[xmup @ public. xm. fj. cn](mailto:xmup@public.xm.fj.cn)

厦门昕嘉莹印刷有限公司印刷

(地址:厦门市前埔东路 555 号 邮编:361009)

2007 年 5 月第 1 版 2007 年 5 月第 1 次印刷

开本:787×960 1/16 印张:28.25

字数:492 千字 印数:1~4 000 册

定价:36.00 元

本书如有印装质量问题请寄承印厂调换

前言

Financial Management Theory

2004年8月26日,德隆系(主要包括新疆德隆、德隆国际、屯河集团)与华融资产管理公司在北京签订了《资产托管协议》,约定将截至2004年8月31日德隆系合法拥有所有权的全部资产委托给华融公司管理。交由华融资产管理公司进行整体托管的德隆系股权和实物资产总计不过200多亿,而其债务已超300亿元,涉及债权银行15家,近10家私募机构和40多家上市公司都成为其受害者。至此,一个以精于并购、擅长资本运作而著称的民营企业的成长神话彻底破灭了。这一民营企业的失败究竟是如何发生的呢?有人说是公司融资不当引起的,有人说是扩张过快引起资金链断裂,有人说是财务监控不力而产生的后果,有人说并购后企业间的业务整合和资金整合管理不善,等等。你相信这些说法吗?我们认为这些说法都具有一定的合理性,但这些说法能都成为德隆系失败的原因吗?中国实务界应该从中吸取什么教训?我们能否从此案例推演出比较适用的财务理论,探究出资金营运管理规律?这些都是值得我们研究的重要问题。

在本书里,我们根据多年的财务管理理论的研究和教学经验,大量借鉴西方现代财务管理理论研究成果,结合中国的国情,就九个主要理论分支和五个主要突破点作了较系统的阐述和探讨。

财务管理理论的发展速度是惊人的,比任何学科(如经济学)都来得快,至今已有许多新的研究成果出现,但无法在本书中全部介绍。九个主要理论分支介绍的是财务管理理论的经典之作,五个主要突破点是我们近几年进行财务理论研究取得的一些成果,这些成果称为突破点,可能有点不恰当,但这些成果可以发挥其抛砖引玉的作用,希望读者能对这些成果存在的问题进行批评和后续的研究。

本书的主要特点可归结为以下五个突破点:

1. 财务目标理论的现实选择和创新性。在本书我们倡导:企业应当采用

权衡利益相关者利益条件下的股东财富最大化作为财务目标。其理由是:

- (1)利益相关者中的企业经理和员工是创造股东财富的关键。
- (2)在两权分离的企业中,权衡其他利益相关者的利益是必备的条件。
- (3)传统财务理论容易得到继承和拓展。
- (4)财务目标的现实选择,可在财务预算中得到落实。
- (5)以多方利益相关者的利益最大化作为财务目标是不可行的和不现实的。

2. 战略目标与权衡条件下的股东财富最大化目标的融合模型和权衡条件下的企业价值最大化与股东财富最大化是等价命题。强调以公司战略和公司战略目标为基础导入公司财务目标:权衡利益相关者的利益条件下的股东财富最大化。通过战略目标构成的分析发现,其构成中的最高层次的指标变量是投资社会报酬率 $[SROI = (EBIT + \text{工资}) / \text{投资资产}]$ 和股东权益报酬率(ROE),进而延伸为财务目标数学模型中的社会贡献和股东自由现金流,由此建立了战略目标与财务目标的密切联系,为财务预算过程提供可计算的财务目标模型,并以“模型—预算—实施”的理财模式将选择的财务目标贯穿于整个财务管理过程。

我们还证明了权衡条件下的企业价值最大化和股东财富最大化的等价命题:如果企业的经理人能平衡好股东和债权人之间的利益关系,权衡利益相关者的利益条件下的企业价值最大化与股东财富最大化是一致的。

3. 中国上市公司的资本结构的新解释和资本结构优化决策。通过一些经验数据的分析,我们发现:国有控股上市公司和民营上市公司对融资方式的选择,都表现为内源融资第一、负债第二、股权融资第三的顺序,基本符合“优序融资假说”。

本书第四章分析了最优资本结构的目标确定经验。我们建议,CFO 可以应用本书理论分析结论、有关模型以及三种方法——公司价值估计法、权衡资本成本法、类比法——来综合确定指定企业的最佳资本结构,以达到权衡条件下的企业价值最大化。

4. 资本资产定价模型中的 β 系数估计的改进和海外融资成本估计模型的建立。引入会计数据法和类比法改进 β 系数的估计问题,同时考虑企业重要因素(企业成长、利润波动、举债能力等)影响的调整。

在做海外融资决策时应充分考虑到海外融资成本,本书中提出了两因素CAPM模型:权益资本成本 $= R_0 + \beta_1(R_m - R_0) + \beta_2(R_h - R_m)$,强调对海外的政治风险、汇率风险、海外利率波动、股价被低估和发行失败等风险的估计。同时,建议还需要考虑增加的披露成本和中介成本。

5. 尝试设计公司治理与适时财务控制融合的治理系统。这是基于这样的考虑:(1)适时财务控制是公司治理的重要组成部分;(2)公司治理所需的适时财务控制分散在公司治理组织机构(“三会”)和公司经营管理机构中,并与之构成一个有机整体;(3)如果简单把传统的财务控制模式与公司治理结合,不可能提高公司治理效率,因此本书特别强调从公司治理实务的需求角度出发,实现公司价值流再造、公司信息系统变革和适时管理控制机制重构;(4)解决我国公司治理实务的薄弱环节,关键是将适时财务控制与实时网络信息系统集成并融合到公司治理的不同层级的监控中。

本书可作为高等院校财务管理专业、会计专业、企业管理专业、注册会计师专业和相关专业的研究生教材,也可作为工商管理类和经济类高年级本科生的教材,也可作为工商管理硕士(MBA)研究生的参考书,而且还可作为实务界的财务、会计和企业管理人员以及其他有关人员的在职进修培训的教材和参考用书。

本书既是我们的教学经验的结晶,也是我们的财务理论研究的部分成果的总结。本书由傅元略教授主笔并撰写第一章至第十一章和第十五章,博士生李文昌、梁丽珍和陈春梅分别参与第十二章、第十三章和第十四章的撰写,博士后屈耀辉参与本书有关数据的整理。最后全书由傅元略总纂定稿。

本书虽经过多次的修改,但由于学识、资料、时间的限制,书中的某些观点和结论仍需要进一步完善,也可能存在其他一些缺陷,恳请读者给予批评指正。

作者

2006. 11. 28

目 录

Financial Management Theory

目 录

第一章 财务管理理论绪论	(1)
一、什么是财务管理理论	(2)
二、现代财务管理的基本原则	(4)
三、财务管理理论的主要理论分支	(7)
四、本书的几个突破点	(18)
五、财务管理决策应关注的几个问题	(20)
六、现代财务管理理论的未来发展	(24)
七、本章小结	(28)
第二章 企业财务目标与相关者利益	(31)
一、企业财务管理目标有争议的几个问题	(32)
二、几种财务目标模式与利润最大化之间的联系	(35)
三、股东财富最大化和企业价值最大化的关系及其等价命题	(40)
四、股份制企业的股价最大化与股东财富最大化	(42)
五、相关者利益最大化的论争	(46)
六、由企业财务目标引发的有争议的问题	(48)
七、不同目标模式下的企业实际财务政策	(51)
八、我们所倡导的财务目标模式	(54)
九、财务目标与战略目标的衔接	(56)
十、基于战略目标的财务目标的数学模型与价值最大化等价命题	(58)
十一、本章小结	(63)
第三章 资本结构理论	(66)
一、资本结构主要理论简介	(68)
二、资本结构的现实模式	(81)
三、资本结构理论发展的新趋势：企业战略决定资本结构	(84)

四、中国上市企业的现实资本结构的理论解释·····	(87)
五、本章小结·····	(92)
第四章 资本结构优化决策 ·····	(98)
一、企业举债杠杆效应的度量:理论与实践的比照·····	(99)
二、资本结构与代理成本·····	(101)
三、破产成本分析与估计·····	(103)
四、代理成本的分析与估计·····	(106)
五、权衡破产成本和代理成本的最优资本结构·····	(109)
六、融资优序理论对资本结构优化的解释·····	(116)
七、我国部分上市公司偏好发行股票的原因分析·····	(123)
八、权衡优化理论与融资优序理论之争·····	(129)
九、资本结构优化的策略·····	(131)
十、本章小结·····	(135)
第五章 有效市场与股票价格 ·····	(140)
一、有效市场理论·····	(141)
二、股价、股东权益内在价值与股市有效性·····	(147)
三、弱式有效市场的检验·····	(150)
四、事件研究法检验(半强式有效市场的检验)·····	(155)
五、强式有效市场的检验·····	(159)
六、关于有效市场理论的争论·····	(160)
七、本章小结·····	(163)
第六章 资产定价与风险收益权衡 ·····	(169)
一、风险与收益的权衡·····	(170)
二、投资组合的风险与收益·····	(175)
三、资本资产定价模型·····	(182)
四、套利定价模型·····	(191)
五、CAPM的几个前提假设与实际市场环境的偏离·····	(196)
六、 β 系数与风险报酬的估计修正·····	(201)
七、本章小结·····	(206)
第七章 期权定价模型及其应用 ·····	(209)
一、金融期权的概念和平价原理·····	(209)
二、布莱克—舒尔斯期权定价模型与隐含波动率·····	(214)
三、股票价格随机过程与布莱克—舒尔斯偏微分方程·····	(218)
四、布莱克—舒尔斯期权定价模型的实证研究及理论扩展·····	(224)

五、布莱克—舒尔斯期权定价模型的延伸及应用	(228)
六、本章小结	(232)
第八章 企业价值和股东权益价值的估计	(236)
一、基本原理	(237)
二、企业价值和股票价值的价值评估方法	(239)
三、公司价值和股票价值的估计:现金流贴现法	(241)
四、公司价值和股票价值的估计:相对比率法	(244)
五、价值评估的环境因素分析与应注意的问题	(252)
六、企业债务价值的估值理论	(253)
七、股票价值估计的深入研究	(258)
八、本章小结	(262)
第九章 资本预算与投资决策管理	(268)
一、资本预算决策的基本理论	(268)
二、资本预算的决策程序	(271)
三、现金流量和投资的风险辨识	(275)
四、资本预算的评价方法	(277)
五、资本预算评价方法的深入探讨	(281)
六、高级资本预算问题:融资与投资之间的相互作用	(282)
七、传统资本预算的缺陷和有关新发展	(288)
八、本章小结	(297)
第十章 股利政策与股票回购	(302)
一、股利政策的三个基本问题	(303)
二、现行的股利政策模式	(304)
三、经典股利理论	(310)
四、股利理论的发展	(316)
五、股票回购效应及其理论研究进展	(325)
六、中国上市企业的股票回购	(329)
七、如何制定股利政策和股票回购政策	(332)
八、本章小结	(336)
第十一章 公司治理效率与财务监控	(341)
一、市场监控机制的困惑和历史教训	(342)
二、企业内部财务监控机制的困惑	(343)
三、公司治理绩效与监控机制重构的几个主要方面	(349)
四、公司治理所需的财务监控信息系统变革	(354)

五、适时财务监控与公司治理相融合的三点建议	(356)
六、本章小结	(358)
第十二章 公司多元化、内部资本市场与集团财务	(361)
一、公司多元化、公司战略和集团财务	(362)
二、内部资本市场与集团财务资本预算	(366)
三、财务结构、现金流控制权与集团治理	(373)
四、本章小结	(380)
第十三章 国际融资分析	(383)
一、国际融资决策模型	(384)
二、国际融资决策应当权衡的政治风险和监管漏洞风险	(387)
三、海外股权市场融资成本的确定	(389)
四、跨国融资的利弊分析	(394)
五、国家经济安全问题的考虑	(397)
六、权衡利弊的国际融资决策的原则	(399)
七、本章小结	(401)
第十四章 行为财务学在公司理财中的应用	(404)
一、行为财务学简介	(405)
二、行为财务学与公司理财的结合——行为公司财务	(410)
三、行为财务学与融资决策	(411)
四、行为财务学与投资决策	(414)
五、股利政策与行为财务学——股利之谜	(421)
六、公司并购重组的行为财务学分析	(427)
七、本章小结	(429)
第十五章 新经济环境下的财务管理理论变革	(433)
一、财务目标的变革	(434)
二、财务管理对象重新定向	(435)
三、企业价值估计理论的变革	(436)
四、企业资本结构理论的变革	(436)
五、财务决策方法的变革	(437)
六、财务信息共享和提供方式的变革	(437)
七、财务预算控制的变革	(438)
八、日常财务管理方法的变革	(439)
九、本章小结	(440)

第一章

财务管理理论绪论

小案例导引：

假定你是 AA 公司(在国内上市)的新任财务总监,AA 公司销售收入和资产呈快速增长——在过去的 5 年里,年平均增长率超过了 22%,而且增长势头看来还在继续,但盈利情况不好。经分析你发现公司财务管理和财务制度较混乱,需要你在接任后对 AA 公司的财务管理流程和制度进行重构,你必须在最开始就学会驾驭和处理复杂的财务难题。你会面临诸多特殊的问题和挑战,你可能需对如下问题做出决策:

财务问题 1:过去五年的销售和资产增长的幅度都超过了公司的战略目标值,但股东权益价值增长很不理想,过去在财务管理方面也强调以股东财富最大化为目标,但未收到预期的效果。分析公司战略目标与财务目标之间的关系,发现两者之间没有一种可建立联系的制度,而且与企业利益相关者也未建立联系,改进这种关系是今后的关键点。

财务问题 2:董事会成员、高管人员的年薪制度和递延养老金计划是否应进行改革?对目前公司职工的基本工资、股票期权激励、薪酬、年度奖金和递延养老金的报酬计划进行了解,发现长期激励还不足以留住关键管理人员和技术人员,如何改进激励机制将是董事会面临的难题。

财务问题 3:何时引进未来的投资项目?新生产线的引进计划在新任财务总监到任就开始实施,经分析,新生产线的产品近年市场销售疲软,是否考虑应延迟引进,等待市场对新产品的需求又呈现出比较好势头时再开始引进,依据什么理论来解决这一资本预算(投资决策)问题?

财务问题 4:新生产线引进需要资金达 2 亿多元,也需要相应的流动资金投入。目前 AA 公司的负债率为 37%(略高于同行平均数),总资产为 30 亿元,这笔资金来源应如何安排?可否利用海外融资渠道?你可能还要权衡几

种融资方式:(1)发行股票;(2)银行借款筹资;(3)发行债券;(4)减少发放股利。

财务问题 5:AA 公司的机构股东要求公司增加股利支付,但有些大股东和内部人股东提出公司应当回购在外股票来代替股利的发放,以增加剩余股东的股票价值。你应当怎样对不同的股东要求给予满意的答复?如果可能的话,新的股利政策应当如何设计和实施?

财务问题 6:2001 年 12 月 2 日安然公司申请破产保护,2002 年美国制定了《萨班斯法案》,2004 年底中航油的倒闭案爆出。全世界的上市公司都在抓治理结构改进和内控制度建设,能否把公司治理与财务监控融合成一个高效率的治理与财务监控集成系统?

你会考虑能否在财务管理理论中找到决策的理论根据和决策模型,以解决 CFO 所面临的上述问题。这些问题的答案分散到本书的各章中,有些比较综合性的问题(如财务问题 4)将涉及多章的内容。

本章要解决的中心议题为:(1)什么是财务管理理论;(2)财务管理的基本原则是什么;(3)财务管理理论的主要分支;(4)本书的几个财务理论突破点;(5)财务管理理论应用过程应注意的几个问题;(6)财务管理理论的未来发展方向是什么。

一、什么是财务管理理论

财务管理过程是复杂的。目前,财务理论界人员往往热衷于探究深奥的财务管理理论,实务界人员往往热衷于实务过程的细节而不考虑其系统性。根据我们的经验,从教学科研和财务管理实务这两个角度来看,过分追求深度或过分追求应用的细节都很难把一个复杂的系统恰如其分地描述出来。我们在本书中将探求一套财务管理理论体系来解决这一问题。

财务管理理论是指针对财务管理实践中的问题进行研究形成系统性的系列结论,且能直接用于解释、评价、指导和完善财务管理实践的理性知识体系。对财务管理理论而言,具有如下的一般特征:

1. 公司财务管理理论来源于企业财务管理的实践。从本章的开头导引案例的财务问题 4 中可演绎出负债率应当保持多少为佳(涉及资本结构优化理论),应选择什么样的融资方式(涉及融资优序理论、债券定价理论、股票定价

理论、股利政策和资本资产定价理论)等问题。可以看到从一个财务管理实际问题就可以涉及一系列的(六个)重要财务理论。这六个理论就是对类似上述的财务实际问题的研究而形成的。

2. 财务管理理论应接受财务管理实践的检验,并指导财务管理实践。所有财务管理理论都是对现实生活中涌现出许多亟待解决的财务管理问题的归结,它们不仅要求概念上的可定义性,而且要求其模型的可操作性、可计量性。诸如权衡资本结构优化理论和有效市场理论不仅在概念上可定义,而且理论模型的可操作性、可计量性使之可直接用于解决实际的企业财务问题。应用的过程也是接受实践检验的过程,在这一实践检验的过程中也会发现新问题,这就需要理论研究者对理论进行改进和扩展的研究,然后又回到实践中加以经验论证和实践检验,如此循环不已。这样使这些理论模型和命题结论更为完善,更具有指导实际财务管理的现实意义。

3. 财务管理理论体系的建立是一个漫长的过程,它随着财务管理实践的需要不断发展和不断完善。公司财务管理理论是一个年轻的理论,它的发展过程大致如下:20世纪50年代初期马科维茨的投资组合理论标志着现代财务理论的诞生,其后不断地涌现出新的理论,如50年代末60年代初MM的举债无关论与股利无关论,60至70年代夏普和罗斯的资产定价理论、布莱克-斯科尔斯期权定价理论和金融中介理论,以及70年代的詹森和麦克林的代理理论,80年代市场微观结构理论和现代公司控制理论。所有这些理论都基于信息有效的资本市场假设,即市场由理性的、追求财富最大化的投资者组成,他们可以无成本地分散非系统风险,并只考虑影响整个经济的宏观因素。这些理论被世界诸多财务经理人用来创造和管理巨额财富。这是一个理论体系的发展过程,也是人们对财务管理实践的理性认识的进一步升华过程。经过40多年的发展,财务管理理论从20世纪50年代的基本空白,发展成为富有活力的内在有机联系的理论体系,对相关的学科(如经济学、管理学)产生重大影响,并且可用来解释现代金融市场和企业财务管理的实际现象和指导财务管理实践。

4. 财务管理理论有一个框架体系。财务管理理论框架体系可简化为:由一套财务管理基本原则、若干个(本书介绍9个)财务理论分支(本章第三节将介绍9个理论分支,也可以进一步扩展)、若干个新的理论突破点和财务理论未来研究展望所构成的理论知识体系。

二、现代财务管理的基本原则^①

财务管理的基本原则是企业财务管理工作必须遵循的基本准则。如何将这些基本准则贯穿于企业财务管理过程,是财务管理近几年的发展重要方面之一。企业财务管理的基本原则是从企业理财实践中抽象出来的并在实践中证明是正确的行为规范,它反映着理财活动的内在要求。企业财务管理的原则一般包括如下几项:

1. 现金流转平衡原则

在企业财务管理中,现金流转平衡是一项重要的工作,它可以通过企业编制的预测现金流量表和实际现金流量表得以实现。

现金流转动态的平衡公式简化为:

目前现金余额+预计现金流入-预计现金流出=预计现金余额

如果预计的现金余额远远低于理想的现金余额,则应积极筹措资金,以弥补现金的不足;如果预计的现金余额远远大于理想的现金余额,应积极组织还款或进行投资,以保持现金流入流出的动态平衡,确保企业经营上各种现金收支平衡。

现金流转平衡原则是财务管理的一项基本原则,财务管理的过程就是追求平衡的过程。如果不需要平衡,也就不需要财务管理。只有实现了现金的动态平衡,才能更好地实现财务管理目标。在财务管理实践中,企业日常经营的现金收支机制、企业证券投资决策、企业筹资决策,都必须在这一原则指导下进行。

2. 资金占用最小化原则

财务管理过程是一个不断地追求最小资金占用的过程,也就是用最小的资金投入实现既定的财务目标进而实现战略目标的过程。

在财务管理中寻求资金占用和资金成本最小原则,主要包括如下几方面内容:

(1)同等收益情况下,每一项投资均要考虑怎样预算和控制才能达到用最小的资金投入获取预期收益目标。

(2)最小的营运资本占用的确定问题。这种情况主要是研究各种因素基本确定的情况下,确定如何才能使流动资产和流动负债占用最小。例如,理想

^① 本节摘录于傅元略,《中级财务管理》,复旦大学出版社,2005:21-24.

最小的现金余额、最小存货(或零存货)、最小的应收账款(零应收账款)、最小的短期借款额等最小化问题,都应当遵循以最小的营运资本占用原则达到同样的财务目标。

(3)最小资金成本的确定问题。在资金需求总量确定后,还需要确立各种不同资金来源之间的比例关系,以便确定最小的资金成本。如资本结构(含流动负债、长期负债和股权结构等比率)的确定、利润分配比例的确定等都属于此类问题。

最小化原则是财务管理的重要原则之一。如果在资金营运和资金成本管理方面不考虑最小化原则,就谈不上财务管理的效率和效果,财务管理目标更是无法实现。

3. 集成化原则

企业是由若干个相互作用、相互依存的部分有机结合而成的整体。财务管理从资金筹集开始,到利润分配,经历了资金筹集、资金投放、资金收回与资金分配等几个阶段,这几个阶段互相联系、互相作用,组成一个整体。在计算机网络化的环境下,如何充分利用网络化的企业信息系统的集成优势,已成为财务管理的热点问题。为此,做好财务信息的共享和财务管理业务的集成,必须从企业内部的业务管理和财务管理的融合集成开始,再进一步延伸到企业外部的供应商和销售商。财务管理中应用集成化原则的中心在于体现集成化管理的财务效应以及业务目标与财务目标的协调效应。

(1)业务目标与财务目标的协调效应

任何企业的经营业务的目标都有可能与财务目标产生矛盾和冲突。财务管理的集成化原则是利用网络化信息系统,借助于财务信息和业务信息共享、财务预算与业务管理预算一体化,实现财务适时监控和业务管理控制一体化,以提高企业的财务管理与业务管理协调效应,最终实现企业的财务目标。

(2)集成化的财务效应

财务管理系统可以从不同角度分解成不同的子系统,各个子系统从总体上来说目标是一致的,但有时也会产生矛盾。根据系统原则,必须把财务管理系统作为一个整体来进行分析,只有整体的目标才是系统的最高目标,只有整体功能最佳才是最佳的管理系统,这便是系统的整体性。例如,财务管理在实行分权管理时就不能只强调各责任单位的利益,而必须对各责任单位的利益进行协调,使整体效益达到最优。

(3)不同层次的财务管理的向上集成原则

财务管理系统是由若干不同层次组成的,每个层次都有自己的财务管理重点。例如,按管理的层次可把财务管理系统分解成四个层次:①董事会和监

事会;②CEO 与 CFO;③财务管理部门与业务管理部门;④基层管理部门。每一层次的财务管理都表现为从最基本业务活动所产生的财务管理活动向高一层的财务管理集成。财务管理系统的不同层次有不同的职责,同时也有不同的权、责、利关系,打乱了合理的层次界限就会导致系统出现无序状态。我国财务管理中的董事会与监事会的管理职责还未完全明确,但这一层次可认为是最高层次的财务管理,同时对 CEO 和 CFO 实行财务监控和业绩评价,促使他们如期完成企业财务目标。相应地 CEO 和 CFO 对其属下部门的财务管理进行集成化监控和管理,由此类推不断延伸到业务执行的过程中,从而形成自下而上的集成化管理系统。

集成化原则是集中企业资源发挥整体财务效应的基本原则,在财务管理实践中,表现为怎样利用网络信息系统的集成化优势来引导企业各部门现金流的集成和充分利用,以发挥资金集成的财务效应。

4. 利益相关者的利益协调原则

在财务管理中,要力求企业利益相关者的利益分配均衡,也就是要减少因各利益相关者之间的利益冲突而产生的总体收益下降。利益分配在数量上和时间上达到动态的协调平衡,这就是财务管理的利益协调原则。

企业的财务收益意味着企业创造的可供企业利益相关者分配的利润。企业分配其收益给利益相关者,则意味着为这些利益相关者提供必要的回报,这种回报是维系企业持续经营和发展的必要手段。要保证企业顺利地发展,就要求企业收益的分配不仅在分配数额上而且在时间上保持协调平衡。如果利益相关者中某一方得不到公正的待遇(收益分配),必然会导致企业利益冲突加剧、代理成本攀升,最终导致企业分裂和破产,比如 2001 年的美国安然公司破产案和 2002 年的世界通讯(Worldcom)破产案。

5. 风险与收益匹配原则

财务管理应努力实现风险与收益的匹配原则。在财务管理中,必须考虑企业所承担的各种风险并对各种不同的风险实施不同的风险管理,以追求财务目标的实现。

在财务管理中,之所以要保持合理承担风险并与相应收益相匹配,主要是因为以下几个方面的原因:(1)财务管理的环境是复杂多变的,企业对许多风险缺乏完全的控制能力;(2)企业财务管理人员的素质和能力也不可能达到理想的境界,因而在风险管理中可能会出现失误;(3)预先采取风险规避(如各种保险)措施,只对少数几种风险是可行的,对多数企业风险要依靠自身的风险承受能力和风险管理能力,这种能力主要表现为企业盈利能力。因此,就要求在风险管理的各个方面特别强调在承担风险的同时必须保持相应的收益能

力,也就是说收益能力要高于因承担风险而带来的成本或损失。

贯彻财务管理风险收益匹配原则的关键是防止冒过大风险,因为冒过大风险会造成企业财务危机。然而,不敢冒风险又会造成企业失去很多的投资机会,从而导致企业发展没有生机。所以确定合理的风险收益匹配必须考虑如下几个问题:(1)适应环境的盈利能力。企业适应环境的盈利能力越强,企业承担风险的能力也越强;反之,企业承担风险的能力就越弱。(2)风险损失事件出现的概率分析与防范。不利事件出现的概率越小,风险也就越小;对于不利事件出现的概率分析,其目的是对风险采取相应的防范措施。(3)企业承担风险的胆略和能力。企业承担风险的胆略越大,则对风险管理的能力和盈利能力应越强;否则企业仅具有承担风险的胆略,但没有风险管理的能力,一旦风险损失的事件出现,企业必定出现财务危机或破产。因此,企业承担风险的胆略与风险管理能力和盈利(收益)能力也应当相匹配。

三、财务管理理论的主要理论分支

财务管理人员要运用财务理论解决企业实际财务问题,当然希望财务理论模型容易被理解又形象直观,也就是说,它们既合乎常理,又能为解释和解决现实问题提供有用的工具。由于这些理论的创立和发展对财务管理理论体系具有重大的贡献,下面我们为了方便,还是按照本书的行文体系来编排各理论分支讲述顺序。

1. 财务目标理论

传统经济学都假定企业是以追求利润最大化为财务目标的经济实体。许多人认为企业追求利润最大化是理所当然的,而且把企业的将来利润看成是确定的 $[\text{利润} = \text{产量}(Q) \times \text{价格}(P) - \text{成本} C(Q)]$,也不考虑企业资本结构、企业价值和企业持续发展的能力。这种理论在延续了 200 多年之后,Anthony (1960)对利润最大化作为企业的财务目标提出质疑,同时从传统的企业股东至上的模式提出了股东财富最大化作为财务目标,这一目标理论的提出被财务管理理论界所接受,一直延续了 40 多年。当然,财务目标理论的发展也有其他的理论起源和挑战,诸如,早在 1932 年贝洛和米恩斯(Berle 和 Means, 1932)在《现代公司和私有资产》一书中认为经营者实质上控制了股份制企业,也就是说,股份企业的财务目标不再是追求股东利益最大化。30 多年过后(1966 年),勒纳(Lerner, 1966)运用贝洛和米恩斯方法,调查美国 1963 年 200 家最大的非金融企业的控制类型,并与 1929 年这 200 家的控制类型相比照,发