



TEACHING MATERIALS
FOR COLLEGE STUDENTS
高等学校教材

Financial Management

财务管理学 (第2版)

主 编 王爱东 陈显明

副主编 孙燕芳 杨 蕾 齐建民 张艳婷

财务管理学 (第2版)

主 编 王爱东 陈显明
副主编 孙燕芳 杨 蕾
齐建民 张艳婷

中国石油大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

财务管理学/王爱东,陈显明主编.—2版.—东营:中国石油大学出版社,2013.5
ISBN 978-7-5636-4128-4

I. ①财… II. ①王… ②陈… 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(2013)第 210031 号

中国石油大学(华东)规划教材

书 名:财务管理学(第2版)
主 编:王爱东 陈显明
副 主 编:孙燕芳 杨 蕾 齐建民 张艳婷

责任编辑:王金丽(电话 0532—86983567)

封面设计:韩彩宁

出 版 者:中国石油大学出版社(山东 东营,邮编 257061)

网 址: <http://www.uppbook.com.cn>

电子信箱: shiyoujiaoyu@126.com

印 刷 者:东营石大博雅印务有限公司

发 行 者:中国石油大学出版社(电话 0532—86981532,86983437)

开 本:180 mm×235 mm 印张:19 字数:390 千字

版 次:2013年10月第2版第1次印刷

定 价:30.00 元

前 言

P R E F A C E

财务管理学又称理财学,是一门对企业财务问题进行系统研究的学科,是一门存在于金融学大厦之下的微观层面的分支学科,也是当前最具活力和发展潜力的学科。财务管理是一项价值管理工作,是关于企业资源取得与使用的管理活动。本书紧紧围绕价值管理这一核心,以企业价值最大化理财目标为导向,以价值创造为主线,尽量清晰地将一个全面完整的财务管理体系呈现给读者,并体现最新的财务管理研究成果。

本书系统地介绍了财务管理的基本理论和基本方法,全书内容共分九章,第一章是财务管理总论,主要介绍财务管理的概念、职能、组织结构、目标及金融市场等内容;第二章是财务预测与计划,这是财务工作的起点;第三章是财务估价基础,由于估价问题是财务的核心,几乎涉及每一项决策,因此单独设为一章介绍其基础知识;第四章是项目投资决策,作为最核心的财务决策,其决定了企业的价值创造;第五章是证券投资决策,主要介绍基础证券的投资评价方法和投资组合理论;第六章是融资决策,主要介绍融资渠道与方式、资本成本与资本结构等内容;第七章是股利决策,主要介绍股利理论与各种分配政策;第八章是营运资金管理决策,作为日常财务工作的主体,营运资金的持有及筹集政策直接影响企业价值最大化目标的实现;第九章是财务分析,主要介绍财务分析的指标和方法。

本书在各章均设置了便于读者自学和复习的板块,穿插了大量的例题和案例,努力体现其科学性、启发性、完整性和实用性。本书可作为本科阶段会计学、财务管理学等工商管理类专业学生学习财务管理的通用教材。

本书由王爱东教授负责全书提纲的拟定、初稿的修改和补充,并最终定稿。各章具体分工如下:第一、第二章由陈显明撰写,第三章由王爱东撰写,第四、第六章由杨蕾撰写,第五章由张艳婷撰写,第七章由孙燕芳撰写,第八、第九章由齐建民撰写。

本书在编写和出版过程中,得到了中国石油大学(华东)经济管理学院有关领导和各位同仁的关心和帮助,在此谨向他们表示最诚挚的感谢。

限于水平,本书可能存在许多疏漏和不当之处,恳请读者批评指正。

编 者

2013年5月

目 录

CONTENTS

第一章 财务管理总论	1
第一节 财务管理与公司金融	1
第二节 财务管理的目标	7
第三节 财务管理基本理论	13
第四节 金融市场与财务管理	20
本章复习思考题	24
本章关键词汉英对照	24
第二章 财务预测与计划	25
第一节 财务预测	25
第二节 增长率与资金需求	30
第三节 财务计划	40
本章复习思考题	53
本章关键词汉英对照	53
第三章 财务估价基础	55
第一节 财务估价概述	55
第二节 货币的时间价值	58
第三节 风险与收益	69
第四节 现金流量分析	75
本章复习思考题	77
本章关键词汉英对照	78
第四章 项目投资决策	79
第一节 项目投资决策概述	79
第二节 项目投资现金流量分析	83
第三节 项目投资决策评价指标	97
第四节 项目投资决策方法的应用	105



第五节 项目投资决策的风险分析	113
本章复习思考题	122
本章关键词汉英对照	122
第五章 证券投资决策	123
第一节 证券投资概述	123
第二节 债券投资决策	125
第三节 股票投资决策	134
第四节 投资组合的风险与收益	139
本章复习思考题	151
本章关键词汉英对照	152
第六章 融资决策	153
第一节 融资概述	153
第二节 融资渠道与融资方式	156
第三节 资本成本	158
第四节 财务杠杆	171
第五节 资本结构理论与方法	179
第六节 融资管理与企业价值最大化	188
本章复习思考题	193
本章关键词汉英对照	193
第七章 股利决策	195
第一节 股利及其分配	195
第二节 股利理论	198
第三节 股利政策	201
第四节 股票分割与股票回购	205
本章复习思考题	212
本章关键词汉英对照	212
第八章 营运资金管理决策	213
第一节 营运资金管理	213
第二节 短期财务管理与企业价值最大化	218
第三节 短期融资管理	223
第四节 现金管理	229
第五节 应收账款管理	237

第六节 存货管理	245
本章复习思考题	256
本章关键词汉英对照	256
第九章 财务分析	257
第一节 财务分析概述	257
第二节 财务指标分析	264
第三节 财务综合分析	281
本章复习思考题	287
本章关键词汉英对照	287
附录	289
参考文献	293

第一章 财务管理总论

财务管理是一项旨在实现企业价值增值、增加股东财富的价值管理活动,财务管理学是对企业的财务管理活动一般规律进行研究的学科。企业需要通过一系列的手段、采取多种方式来追求价值最大化和增加股东财富,其中投资决策是核心问题。通过发现投资机会、实施投资行为,才能使企业保持竞争地位,立于不败之地;为保证投资行为的顺利实施,需要筹措资金;为了投资行为的正确实施,需要进行监督和考核;为了对外表达公司的价值,需要进行利润分配。所以财务管理是一系列的管理行为。

为实现财务目标,财务管理需要具有财务预测和计划、财务决策、财务控制、财务分析等职能,其核心是财务决策,通常认为有如下四个重要的财务决策:投资决策、融资决策、股利决策与营运资金决策。

企业的财务管理工作是一项技术性很强的工作,要想成为一个合格的财务管理人员就必须了解一些必要的金融学的基础学说或模型,如果企业的决策依据管理者的经验意志而缺少财务理论的支持,必然导致财务管理水平低下从而影响企业的稳定发展。此外,金融市场是企业投资和筹资的场所,财务人员必须熟悉金融市场的规则,有效地利用其组织资金的筹措和进行资本投资等活动。本章主要介绍以上财务管理的相关基本概念和基本理论。

第一节 财务管理与公司金融

一、财务管理的概念

(一) 财务管理学的学科性质

财务管理学也称为理财学,是一门独立的学科,是对企业财务问题(主要是投融资问题)进行系统研究的学科,涉及企业财务活动所有方面,从财务计划、财务决策到财务控制与考核,还包括财务管理机构和财务人员管理。财务管理学面向所有企业,公司理财学面向公司制企业。公司理财学属于微观金融,是经济学的一个分支,主要研究基于投资机会预期收益的投资价值、一般项目投融资、战略投融资、并购重组,重点关注收益率和风险管理。

财务管理学是对企业理财活动的一般规律进行研究的学科。20世纪20年代,随着

企业外部融资活动的广泛开展,尤其是美国大型股份公司的不断建立和发展,理财问题逐渐引起了学者们的注意。20年代末及30年代初全球性经济大恐慌的出现,又使得资本结构、流动性和兼并、破产等问题成为理财学中的主要研究对象。40年代及50年代前半期,现金流量概念及其相关的现金流量规划与控制开始引起人们的关注。50年代末期以莫迪格莱尼教授与米勒教授发表的MM资本结构无税模型为起点,理财学发生了革命性的进步。这种进步主要体现在企业价值最大化作为理财活动的基础,成为人们普遍接受的理财行为绩效的评判准绳。同时它也成为贯穿理财学整体的一个基本思路,即所有的财务决策都以了解企业价值为始,以企业价值最大化为终。伴随着这些概念进步的还有许多技术上的进步,比如资本预算编制技术越来越趋于完善,经济学中的一些分析方法开始被运用于解决理财问题。

（二）财务管理的概念

企业财务管理是以资金运动为管理对象,以资源配置为手段,以企业价值最大化为目标的企业管理活动。具体而言,财务管理是一项关于企业资源的取得与使用的管理活动。所谓资源的取得是指筹资活动,即以最低的成本筹集经营活动所需要的各种资本。企业为了开展和维持正常的经营活动,需要具备包括有形资产和无形资产在内的各种经营性资产,企业为了取得对这些经营性资产投资所需的资金,必须出售代表所有权或债权的有价证券,即金融资产,它们代表着对企业经营性资产及其将产生的现金流量拥有求偿权,这就要求企业经营性资产能取得足够的现金流量以满足这些金融资产持有者的求偿权。所谓资源的使用是指投资活动,即将筹措的资本用于旨在提高企业价值的各项活动,企业的各种经营性资产都必须通过投资形成。

财务管理分为长期投资管理、长期筹资管理和营运资金管理三部分。长期投资管理(资本预算)主要侧重于企业资本的投向、规模、构成及使用效果管理;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;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的筹资管理。投资、筹资及营运资金管理共同作用的结果是使资源的使用效益大于资源的取得成本,实现企业价值最大化。需要说明的是,股利政策是确定企业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,若不将利润作为股利分配给股东,它就会成为企业的一项资本来源,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,企业的股利政策可看作是筹资活动的一个组成部分。

二、财务管理的职能

财务管理的职能主要包括:财务预测和计划、财务决策、财务控制、财务分析。

（一）财务预测和计划

财务预测是根据财务活动的历史资料,考虑现实的要求和条件,对企业未来的财务活动和财务成果做出科学的预计和测算。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,相应地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。财务预算是指运用科学的技术手段和计量方法,对未来财务活动的内容及指标所进行的具体规划。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。

(二) 财务决策

财务决策是指财务人员按照财务目标的总体要求,利用专门方法对各种备选方案进行比较分析,并从中选出最佳方案的过程。在市场经济条件下,财务管理的核心是财务决策,财务预测是为财务决策服务的,决策成功与否直接关系到企业的兴衰成败。

一个财务决策系统由决策者、决策对象、信息、决策理论与方法以及决策结果五个要素构成。其中决策者是决策的主体,它可以是一个人,也可以是一个决策机构。决策对象是决策的客体,即决策想要解决的问题。信息包括企业内部功能的信息,以及企业外部环境的状态和发展变化的信息。决策的理论和方法包括决策的一般模式、预测方法、定量分析和定性分析技术、决策方法论、数学和计算机应用等。决策结果是指通过决策过程形成的、指导人的行为的行动方案。

在企业财务管理活动中,通常认为有如下四个重要的财务决策:投资决策、融资决策、股利决策与营运资金决策。

(1) 投资决策。

所谓投资决策,又被称为资本预算决策,是关于企业长期的、资本性的投资决策。具体方法就是通过对投资项目所涉及的所有现金流量——现金流出与现金流入的预测与分析,对投资项目的绩效进行评价;只要投资项目的报酬率高于企业的资本成本即项目的净现值为正值,项目就可以被接受,否则,项目将被否决。

只有能够增加企业价值、能够增加股东财富的投资项目,才是可以被采纳的项目。按照现代财务理论,只有能够创造正净现值的投资项目才是企业价值的唯一源泉,同时也是企业实现理财目标的根本途径。投资决策是企业第一位的财务决策,是决定着企业未来发展方向的财务决策,是最为重要的财务决策。

(2) 融资决策。

融资决策是企业关于长期融资问题所进行的取舍决定,比如关于股票融资的数额、时机等问题的决定;关于公司债券融资的数额、时机等问题的决定;关于海外融资诸多问

题的决定等。

融资决策其实是为企业的投资决策和经营活动服务的。按照MM资本结构无关理论,资本结构与企业的价值无关。虽然这一理论是在一些极端假设的基础上得出的,但理财人员也必须认识到能够影响并决定企业价值的唯有投资决策,其他所有的因素都是附属的要素,包括融资决策。

随着企业直接投资方式的大量运用以及证券市场的不断发展,企业融资活动的外部化现象越来越突出。所谓融资活动外部化,就是一旦公司做出融资决策,一些重大的融资行为就可以委托给外部的专门人员和专门机构比如投资银行、证券公司等机构来实施。对于企业的理财人员来讲,他们首先要明确各种不同的融资方式的重要特点以及对企业未来的股权结构、现金流量等产生的不同的影响,这是科学地进行融资决策的基础。

(3) 股利决策。

股利决策是上市公司财务决策系统中的重要内容之一,直接影响着股东财富的变化,是沟通企业现金流量与股东财富的基本途径。一个发展健康、管理理性的上市公司必然有自己明确的、稳定的股利政策,因为这是吸引股票投资者的重要方式之一。

股利政策的主要内容大致有二:一是决定股利支付率的高低,即决定将多少当年的税后净利以股利的方式分派给公司的股东;二是决定股利支付的具体形式,是以现金股利的方式,还是以股票股利的方式等。

(4) 营运资金决策。

所谓营运资金决策,就是关于企业流动资产的占用和流动负债的融资的政策,具体而言,就是决定流动资产占用多少的政策和决定流动负债融资的政策。

营运资金政策的制定,在客观上取决于如下几个因素:①理财人员对于未来经营活动中收益和风险的权衡态度。比如,如果极端厌恶财务风险,理财人员会制定较为稳健的营运资金政策;相反,如果企业有意在效率提高方面做出努力,就会制定较为激进的营运资金政策。②理财人员对于营运资金性质的认识。比如,如果理财人员认为流动资产占用不会带来现金流量,对于企业价值的创造不会产生任何有利的影响,那么,就会尽量地减少流动资产的占用。③企业经营活动的效率。通常情况下,企业的经营活动效率越高,资金的周转速度越快,营运资金政策就可以越激进。④行业特征的影响。与股利政策一样,营运资金政策是一个极具行业特征的财务政策。换言之,同行业其他企业营运资金政策的现状会在很大程度上影响到公司的营运资金政策的制定。

(三) 财务控制

财务控制是在财务管理的过程中,利用有关信息和特定手段,对企业财务活动所施加的影响或进行的调节。实行财务控制是落实预算任务、保证预算实现的有效措施。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。

财务控制是企业内部控制和风险管理的一个重要方面,依据内部控制和风险管理的

基本原理,财务控制包括控制环境、目标设定、事项识别、风险评估、风险应对、控制活动、信息和沟通以及监控八个基本要素。

(四) 财务分析

财务分析是根据核算资料,运用特定方法,对企业财务活动过程及其结果进行分析和评价的一项工作。通过财务分析,可以掌握各项财务计划的完成情况,评价财务状况,研究和掌握企业财务活动的规律,改善财务预测、决策、预算和控制,改善企业管理水平,提高企业经济效益。

三、财务管理的组织结构

企业管理行为的科学化体现在管理行为的逐渐细化与理性化。为达此境界,管理人员的职业化特征也越来越明显,对于提高企业管理水平产生着非常大的作用。理财行为是一种极为复杂的管理活动,没有强大的机制上的支持和执行人员理念上的支持,便不可能达到财务管理的较高水平。

财务管理工作在企业管理体系中的地位是很高的。在总经理之下,有专司各职的多位副总经理,比如负责营销的副总经理、负责生产的副总经理、负责财务管理的副总经理等。财务经理事实上已经成为一个超过其他副总经理的管理职位,他所从事的工作在整个企业经营管理中客观上也已居于重要的位置。

公司的组织结构如图 1-1 所示。

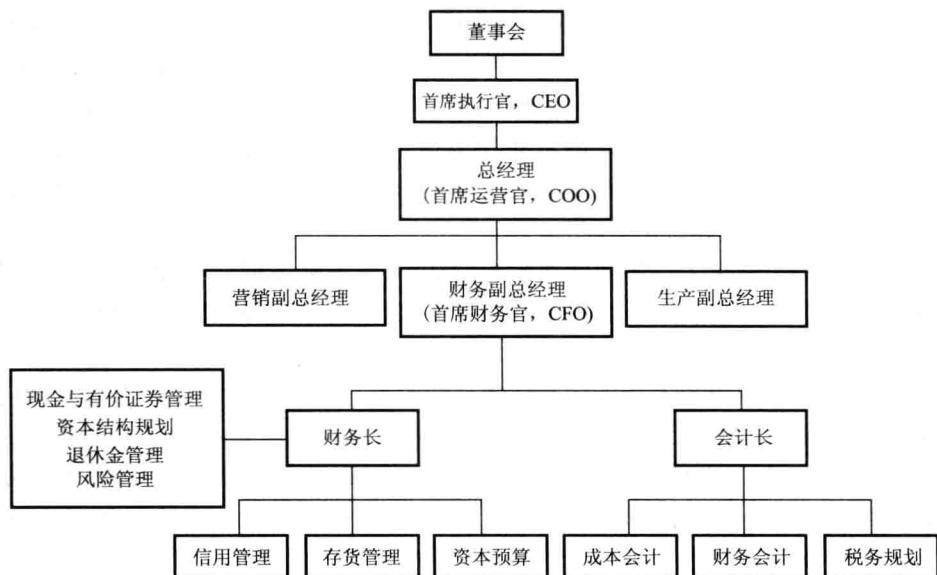


图 1-1 公司组织结构图

在一个现代化的企业中,首席财务官(chief financial officer, CFO)是管理职位仅次于

于首席执行官(chief executive officer, CEO)的一位高级管理者。与 CEO 不同,首席财务官的主要职责有三:① 明确 CEO 关于企业发展的战略考虑及其核心措施;② 对企业发展过程中隐含的各种风险进行预测和规避;③ 科学地运作资金,保证企业发展战略的顺利实施。在这个过程中,首席财务官最为重要的素质就是要冷静地对 CEO 所提出的发展战略进行周密而科学的判断,并以财务技术量化企业的未来图景,提出针对性的财务规划,敦促企业管理各个部门按照规划运作,保障企业经营目标的实现。在一个企业中,CEO 可以是胸怀大志、无所顾忌的天才,但作为企业家左膀右臂的 CFO 必须要经过严格的学术训练,具有科学的财务管理理念,掌握现代化的理财技术,这是这个企业能否取得成功的一个主要因素。

首席财务官其下通常设立会计部门和财务部门,分别由主计长(controller)和司库(treasurer)负责。主计长(会计长)的职责主要是通过各种会计核算工作向外部投资者和企业管理当局提供各种数量化的财务信息。司库(财务长)的职责主要是负责企业的现金管理、对融资行为与投资行为的管理,以及与银行、股东及其他投资者保持联系。早在 20 世纪 30 年代,人们就已经认识到,“财务长的主要职责就在于管理企业的现金流动以及保障企业的偿债能力”。这种认识,时至今日仍为至理。由于现金流量的极端重要性,虽然会计长负责财务报告工作,但有关现金流量的预测与报告工作,一般仍由财务长掌握。

在计算机技术极为发达的今天,几乎全部的会计处理工作皆可通过管理信息系统或数据处理的方式或途径来进行。这是由财务会计的本质特征决定的。会计处理要求规范化、系列化和真实性,在一系列标准已规定明确的情况下,会计信息产生的过程其实就成为了一种简单意义上的数据处理过程。而且,在这一过程中,不能再加进任何人为因素,否则必将影响到会计信息的客观性和准确性。与之相反,计算机技术再发达,也不可能取代人脑进行理财活动,因为理财的本质是根据企业当前的实际情况,制定出当前适用的财务决策,从而实现企业价值的最大化。理财没有成规,只能尊重事实,随机应变,抓住机遇。而这恰恰是计算机所不能为的。

在一些大型公司里,上述各种管理职责,有的集中在财务部门,有的由几个部门共同承担,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,为企业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(如果企业专门设置了这一部门)共同完成。虽然企业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,最终的决策需由企业总裁或董事会决定或批准。

第二节 财务管理的目标

一、财务管理目标的含义

财务管理目标即理财目标,它是企业优化理财行为结果的理论化描述。同时,理财目标又是对企业理财行为的理性化牵引,有助于财务决策的科学性与合理性。对于理财人员而言,确立明确合理的理财目标是极为重要的,有助于科学地进行财务决策,保持日常理财行为的高效与规范化,并能够助理财人员建立科学的理财理念。从根本上说,财务管理目标取决于企业生存的目的或企业目标。根据现代企业财务管理理论和实践,最具有代表性的财务管理目标主要有以下几种观点。

(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和实务界仍有较大影响。

利润最大化目标假定在企业的投资预期收益确定的情况下,财务管理行为将朝着有利于企业利润最大化的方向发展。利润是企业一定期间全部收入和全部费用的差额,是按照收入与费用配比原则加以计算的。它不仅可以直接反映企业创造剩余产品的多少,而且也从一定程度上反映出企业经济效益的高低和对社会贡献的大小。同时,利润是企业补充资本、扩大经营规模的源泉。因此以利润最大化为理财目标是有一定道理的。

利润最大化目标在实践中存在以下难以解决的问题:① 没有考虑利润的取得时间,不能体现资金的时间价值。例如,今年获利 500 万元和明年获利 500 万元,哪一个更符合企业的目标?若不考虑资金的时间价值,就难以做出正确的判断。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企业或同一企业不同时期之间的比较。例如,同样获得 500 万元利润,一个企业投入资本 5 000 万元,另一个企业投入 4 000 万元,哪一个更符合企业的目标?如不与投入的资本额联系起来,则难以做出正确判断。③ 没有考虑风险因素,高额利润往往要承担过大的风险。例如,同样投入 1 000 万元、获利 500 万元,一个企业获利已全部转化为现金,另一个企业获利则全部是应收账款,并可能发生坏账损失,哪一个更符合企业的目标?若不考虑风险大小,就难以做出正确判断。如何处理风险问题,如何权衡报酬与风险之间的关系,是现代财务理论中高度关注的问题之一,当然也是理财目标假设中不容忽视的一个方面。利润指标恰恰在处理风险的问题上无计可施。④ 片面追求利润最大化,可能导致企业短期行为,如忽视产品开发、人才开发、生产安全、技术装备水平和履行社会责任等。由于利润概念的性质及其会计技术问题,利润最大化可能只适宜用作单期目标而非多期或长期目标。以利润最大化为理财目标势必会形成大量的短期行为,也就是说,这一目标很难实现当期绩效与未

来发展之间的良好沟通,当期利润极大并不意味着企业可以维持一个持续发展的态势。必须明确的一点是,一切短期行为的本质都是以未来企业综合实力的下降或丧失为代价来换取当前的利益,它必将严重影响企业的未来发展,给企业投资者造成难以弥补的损失。杜绝短期行为是企业财务管理过程中必须坚持的一个基本原则。

一个科学的理财目标,应当有助于理财行为的科学化与高效化。如果将利润最大化作为企业的理财目标,管理当局势必将很大一部分精力用在对企业盈余的操纵上以及利润表的管理上,而这种行为无论是对优化企业的财务状况,还是增加企业价值,都终将于事无补。在我国企业界,管理人员普遍关注利润表的编制以及对利润表有关数据的分析,说明利润最大化观念已经深入人心。但客观事实已经证明,片面地、孤立地追求利润,尤其是短期利润,将给企业的可持续发展造成非常不利的影响。

利润最大化不能作为企业理财的目标,并不意味着利润指标在理财活动中的作用完全丧失。在财务管理活动中,利润额与多种形式的利润率仍然是判断企业获利水平的重要指标。

(二) 股东财富最大化

这种观点认为:增加股东财富是财务管理的目标。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价值,他们就不会为企业提供资金。没有了权益资金,企业也就不存在了。因此,企业要为股东创造价值。股东财富可以用股东权益的市场价值来衡量,股东财富由其所拥有的股票数量和股票市场价格两方面决定,在股票数量一定的前提下,当股票价格达到最高时,则股东财富也达到最大,所以股东财富最大化又可以表现为股票价格最大化。股价的高低代表了投资大众对公司股权价值的客观评价。它以每股的价格表示,反映了资本和获利之间的关系;它受预期每股收益的影响,反映了每股收益大小和取得的时间;它受企业风险大小的影响,可以反映每股收益的风险。值得注意的是,企业与股东之间的交易也会影响股价,但不影响股东财富。例如分派股利时股价下跌,回购股票时股价上升等。因此,假设股东投资资本不变,股价最大化与增加股东财富具有同等意义。

股东财富最大化作为理财目标有其积极的方面,主要表现在:① 概念清晰,股东财富最大化可以用股票市价来计量;② 考虑了资金的时间价值;③ 科学地考虑了风险因素,因为风险的高低会对股票价格产生重要影响;④ 股东财富最大化一定程度上能够克服企业在追求利润上的短期行为,因为不仅目前的利润会影响股票价格,预期未来的利润对企业股票价格也会产生重要影响;⑤ 股东财富最大化目标比较容易量化,便于考核和奖惩。

同时,追求股东财富最大化也存在一些缺点,所以,股东财富最大化目标受到了理论界的质疑。

(1) 它只适用于上市公司,对非上市公司很难适用。就我国现在国情而言,上市公司并不是我国企业的主体,因此在现实中,股东财富最大化尚不适于作为我国财务管理的

目标。

(2) 股票价格除了受财务因素的影响之外,还受其他因素的影响,股票价格并不能准确反映企业的经营业绩,理财人员的行为往往不能有效地影响股东财富,因此股票价格的高低实际上不能完全反映股东财富的大小。

(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冲突。例如,股东财富最大化要求金融市场是有效的,由于股票的分散和信息的不对称,经理人员为实现自身利益的最大化,有可能以损失股东的利益为代价做出逆向选择。以股东财富最大化作为理财目标需要较高的运行成本。但是也有一种观点认为企业不能为了满足不同利益相关者的要求而确立多个目标。任何学科都需要一个统一的目标,唯一的目标可以为企业理财提供一个统一的决策依据,并且保持各项决策的内在一致性。如果使用多个目标,就很难知道决策的选择,并很难保证各项决策不发生冲突。主张股东财富最大化,并非不考虑其他利益相关者的利益。各国公司法都规定股东权益是剩余权益,只有满足了其他方面的利益之后才会有股东的利益。不可否认,股东和其他利益相关者之间既有共同利益,也有利益冲突。因此要通过立法调节他们之间的关系,保证各方的利益,企业守法经营就基本满足了其他利益相关者的要求,在此基础上追求自身利益最大化,也会有利于社会。当然仅有法律是不够的,还需要道德规范的约束以及增强企业的社会责任感。

(三) 企业价值最大化

所谓企业价值最大化,是指通过企业财务上的合理经营,采用最优的财务政策,充分考虑资金的时间价值和风险与报酬的关系,在保证企业长期稳定发展的基础上,使企业总价值达到最大。其基本思想是将企业长期稳定发展摆在首位,强调在企业价值增长中满足各方利益关系。企业价值概念已经成为现代理财学的核心概念之一,对它的理解与运用在很大程度上决定着一个企业财务管理水平的高低。

按照微观经济学的观点,所谓价值,是指未来现金流量的现值。随着折现技术在资本预算中的应用,财务学家们也接受了关于价值的这一定义。具体言之,企业价值就是企业未来现金流量的现值。计算公式如下:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t}$$

式中 V_0 ——企业价值,它可以是总价值也可以是某一时期的价值;

CF_t ——企业第 t 年获得的现金流量;

k ——每年所获现金流量进行贴现时所用的贴现率;

t ——企业取得现金流量的具体时间;

n ——企业取得现金流量的持续时间,当计算企业总价值时 n 取 ∞ (假设企业持续经营)。

从以上企业价值的贴现现金流量法计量模式中可以看出,企业价值是由企业第 t 年

获得的现金流量(CF_t)、每年所获现金流量进行贴现时所用的贴现率(k)、企业取得现金流量的持续时间(n)三个因子决定的。相应地,可得出实现企业价值最大化的三大常规途径,即资金成本最小化、现金流量最大化、持续发展能力最大化。该模式既考虑了风险(k)与收益(CF_t)均衡问题,又考虑了资金时间价值(n)问题。

在财务管理活动中,追求企业价值最大化意味着:

(1) 从财务意义上来讲,企业是由不同的收益索偿权持有人构成的,如普通股股东、债权人等。因此,企业未来现金流可以细分为收益索偿权持有人的未来现金流量之和,尽管不同的持有人获得未来现金流量的风险是各不相同的。从本质上讲,企业价值就是属于其投资者——股权投资者与债权投资者的财富。一种观点认为企业价值的增加,是由于权益价值增加和债务价值增加引起的。债务价值的变动是利率变化引起的,而利率不是企业的可控因素。假设利率不变,则增加企业价值与增加权益价值具有相同意义。假设股东投资资本和利息率不变,企业价值最大化与增加股东财富具有相同的意义。

(2) 企业价值是企业在其未来经营期间内所获得的现金流量的函数。简而言之,未来经营期间内的现金流量越多,企业价值越大;现金流量越少,企业价值越小。与销售额、利润额等表明企业绩效的会计数据相比,现金流量具有所指明确、计量单一的特征。因为销售额、利润额等是以权责发生制与历史成本制度为基础确认和计量的,在许多情况下,并不表明企业可支配资源的真实增加,它们的性质不符合财务决策对目标函数的要求。对于理财人员而言,现金流量是至关重要的。西方企业界存在“现金流量至高无上”(cash flow is king)这一提法,充分反映了现金流量的重要性。对于理财人员而言,一个基本的观念就是:实现企业可持续发展的重要基础是现金流入必须大于现金流出。

(3) 除了现金流量以外,影响企业价值的另一个重要因素是对未来现金流量进行折现的折现率。这一折现率的高低,取决于各收益索偿权持有人投资于企业而提出的报酬率要求,如股权资本要求报酬率、债权资本要求报酬率。它们在实质上是由企业投资决策所承担的风险大小而决定的。企业的投资风险越大,折现率越高;投资风险越小,折现率越低。在现代经济社会中,任何经营都必然要承担一定的风险。回避风险或盲目地承担高风险都不是科学的管理经营的途径。加强风险管理,将经营风险与财务风险纳入可控制范围之内,权衡风险与收益之间的关系,是理财人员在追求企业价值最大化的过程中所必须慎重对待、科学解决的问题。

(4) 注重企业的可持续发展,这也是企业价值最大化的前提条件之一。没有企业的可持续发展,便无法实现企业价值的最大化。

“企业价值就是指企业未来现金流量的现值”这一定义表明,企业价值最大化是一个具有前瞻性、复合性和实在性的企业目标函数。所谓前瞻性,是指企业价值及其最大化是着眼于未来时期的财富生成与分配的一个概念,而不是一个历史的概念。这种前瞻性一方面延续了企业目前所拥有的有助于可持续发展的一切特征,同时,或者更重要的是,也隐含着企业管理当局对于未来发展的控制实力。这种控制实力越雄厚,企业价值最大