

高等院校经济学管理学系列教材



企业财务管理

Corporate Financial Management

刘娥平◎编著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

高等院校经济学管理学系列教材

企业财务管理

Corporate Financial Management

刘娥平◎编著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

内 容 简 介

本书是根据作者近30年的教学经验编写而成的。企业财务管理是有关企业资金的筹集和有效使用的管理,目标是企业价值最大化。该书首先介绍企业财务管理的基础知识,包括企业财务管理的研究对象、目标、委托代理冲突与协调和金融市场,以及财务管理的两大价值观念——资金的时间价值与投资的风险价值;然后按照财务活动的四个方面——筹资、投资、营运、分配,逐一介绍了每一活动中所涉及的概念、原理与决策分析方法;最后介绍财务报表的阅读与分析以及企业财务管理中的两个专题内容。全书包括总论、财务管理的价值观念、企业资金的筹集、资本成本与资本结构、固定资产投资、证券投资、营运资本管理、利润管理、财务报表与分析、企业并购的财务管理、国际财务管理,共计11章。该书既全面介绍了企业财务管理的基本理论与方法,又结合中国的实际加以论述,并力求深入浅出、言简意赅,注意运用图表、例题加以说明,一改财务管理在非财务人员心目中深奥、枯燥的印象,让非财务人员体会到财务管理的作用和乐趣。在每章后面还配有复习思考题及练习题。

本书适合大专院校财务、会计、企业管理及相关专业作为教学用书,也可作为在职人员的培训教材及各类经济管理人员的参考书。

图书在版编目(CIP)数据

企业财务管理/刘娥平编著. —北京:北京大学出版社,2014.8

(高等院校经济学管理学系列教材)

ISBN 978-7-301-24466-1

I. ①企… II. ①刘… III. ①企业管理-财务管理-高等学校-教材 IV. ①F275

中国版本图书馆CIP数据核字(2014)第148244号

书 名: 企业财务管理

著作责任者: 刘娥平 编著

责任编辑: 徐 音 王业龙

标准书号: ISBN 978-7-301-24466-1/C·1025

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路205号 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

新浪微博: @北京大学出版社

电子信箱: sdyy_2005@126.com

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 021-62071998 出版部 62754962

印 刷 者: 北京富生印刷厂

经 销 者: 新华书店

787毫米×1092毫米 16开本 20.75印张 492千字

2014年8月第1版 2014年8月第1次印刷

定 价: 46.00元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话: 010-62752024 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

前 言

随着社会主义市场经济体制的建立与完善,企业面临的市场竞争越发激烈,理财环境日益复杂,这些都对企业管理人员提出了更高的要求。如何筹集资金,用活、用好资金,使企业的资产保值增值,为企业所有利益相关者创造更多价值,为国家、为社会增加更多财富,成了许多企业关注的中心议题,因而财务管理在企业管理中的地位也日益重要。

企业管理包括对人、财、物、信息等各种资源的管理,既有对价值的管理,也有对使用价值的管理。而财务管理则侧重于价值的管理,主要是利用资金、成本、收入、利润等各种价值量指标来组织企业中价值的形成、实现和分配,并处理这种价值运动中的经济关系。企业财务管理是一种价值管理,是基于企业再生产过程中客观存在的资金运动和利益关系而产生的。因此,企业财务管理是研究如何组织企业资金运动、处理和协调企业各利益主体之间关系的一门学科。

企业财务管理是财务会计类专业和管理类专业的一门重要专业课,它需要运用经济学、管理学、会计学 and 数学等许多相关学科的知识。如微观经济学中的边际收入与边际成本理论、完全竞争理论,管理学中的决策理论、行为科学理论,会计学中的核算原理,数学中的统计原理、定量分析方法等,在企业财务管理中都有非常广泛的应用。

本书内容有以下特点:

(1) 视角独特。本教材是站在企业管理人员角度来理解财务管理的内容,因此写法上,对一些非常专业的内容,除了采用规范的定义和科学的分析方法外,尽量用一种深入浅出的语言和方式去解释,同时结合国内外的企业实践加以说明,以增强教材的可读性和实用性。

(2) 内容新颖。本书是按照最新出台的法律和相关财务会计制度以及最新的公司财务数据和行业绩效评价标准编写而成,使教材能更好地为理财实务服务。

(3) 逻辑性强。本教材的结构及各章内容是根据作者近 30 年的教学和实务经验形成的,易于为学生所接受。

(4) 理论联系实际。本教材既全面介绍了企业财务管理的基本理论与方法,又结合中国的实际加以论述。

(5) 简明易懂。本教材力求深入浅出、言简意赅,注意运用图表、例题加以说明,在每章后还配有复习思考题及练习题,便于学生练习。

本书的创新之处是能很好地将国外权威教材的内容与国内实际结合起来,理论部分与国际接轨,实际运用时紧密联系国内实际,逻辑清晰,通俗易懂。本书融入作者近年来承担国家、省市和企事业单位研究项目的研究成果,以及担任上市公司独立董事、政府及企业项目财务评审专家等实际工作的经验,内容的可读性强。

本书可作为大专院校财务、会计、企业管理及相关专业的教材,也可作为自学教材及在职人员的培训教材,对企业管理人员也有重要的参考价值。

本书在撰写过程中得到北京大学出版社徐音编辑的大力支持和有益建议,在此表示衷心的感谢!

虽然作者尽了最大的努力,但由于受到自身水平所限,难免有不足之处,恳请读者批评指正。

刘娥平

2014年6月8日于康乐园

目 录

第一章 总论	(1)
第一节 企业财务管理的研究对象	(1)
第二节 企业财务管理的目标	(4)
第三节 金融市场	(13)
第二章 财务管理的价值观念	(16)
第一节 资金的时间价值	(16)
第二节 投资的风险价值	(30)
第三章 企业资金的筹集	(39)
第一节 所有者权益和负债	(39)
第二节 权益资金的筹集	(41)
第三节 长期负债资金的筹集	(50)
第四章 资本成本与资本结构	(66)
第一节 资本成本	(66)
第二节 财务杠杆	(77)
第三节 资本结构	(82)
第五章 固定资产投资	(101)
第一节 固定资产概述	(101)
第二节 投资项目的现金流量	(107)
第三节 投资项目的经济评价方法	(110)
第四节 投资项目经济评价方法的应用	(121)
第六章 证券投资	(138)
第一节 证券投资概述	(138)
第二节 股票投资	(142)
第三节 债券投资	(159)
第七章 营运资本管理	(166)
第一节 营运资本概述	(166)
第二节 流动资产的管理	(170)
第三节 流动负债管理	(190)
第八章 利润管理	(200)
第一节 企业利润的规划	(200)
第二节 企业利润的构成	(206)

第三节 企业利润的分配	(210)
第九章 财务报表与分析	(223)
第一节 财务报表	(223)
第二节 财务分析	(230)
第十章 企业并购的财务管理	(269)
第一节 企业并购概述	(269)
第二节 企业并购理论与动因	(274)
第三节 企业并购的财务分析	(280)
第十一章 国际财务管理	(292)
第一节 国际财务管理概述	(292)
第二节 外汇风险管理	(294)
第三节 国际企业的长期筹资	(301)
第四节 国际企业的投资管理	(306)
第五节 国际企业的营运资金管理	(311)
第六节 国际企业的纳税管理	(314)
附录	(318)
附录一 复利终值系数表	(318)
附录二 复利现值系数表	(320)
附录三 普通年金终值系数表	(322)
附录四 普通年金现值系数表	(324)
附录五 标准正态分布表	(326)
主要参考文献	(328)

第一章 总 论

第一节 企业财务管理的研究对象

财务,从字面上讲,就是有关财产的业务。财务有两种形式,一种是实物财产形式,另一种是货币财产形式。对前者的管理称为“物资管理”,对后者的管理称为“财务管理”。货币形式财产的业务,就是指用价值量来表示的物资运动,即资金运动,因此,企业财务管理就是通过价值形态对企业资金运动进行决策、计划和控制的综合性管理。

一、企业资金运动存在的客观必然性

随着企业生产经营活动的进行,人、财、物、信息等各种生产经营要素也必然发生运动,从而客观地存在着一种资金的运动。

在商品经济中,社会产品是使用价值和价值的统一体,企业的再生产过程既是使用价值的生产和交换过程,也是价值的形成和实现过程。在这一过程中,一方面,劳动者运用一定的劳动资料对劳动对象进行加工,生产出新的产品或使用价值,并将其出售,使商品的使用价值得以实现,这表现为物资的运动过程;另一方面,劳动者将生产中消耗掉的生产资料的价值,如折旧费、材料费等转移到产品上去,并创造出新的价值,最终通过商品的出售,使物化劳动的转移价值和活劳动新创造的价值得以实现,这表现为资金的运动过程。因此,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企业的再生产过程。资金运动和物资运动是在企业生产经营过程中同时存在的经济现象,物资运动是资金运动的基础,而资金运动又是物资运动的反映。只有在再生产过程中,运动着的价值才是我们所说的资金,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,也就不成其为资金。因此,资金的实质是再生产过程中运动着的价值。

二、企业资金运动的过程

企业财务管理的对象,就是企业在再生产过程中的资金运动。所谓企业的资金运动,是指企业中资金从货币形态转到其他资金形态,又回到货币资金形态的运动过程。它分为资金的筹集、资金的运用、资金的分配三个阶段。

(一) 资金的筹集

资金是企业进行生产经营活动的前提条件,因此,筹集资金是资金运动的起点。

所谓筹资,是指企业为了满足生产经营投资和用资的需要,筹措所需资金的过程。无论企业采取何种渠道和方式筹集资金,其途径不外乎以下三种:第一种是接受投资者投入的资金,即企业的资本金和资本公积金;第二种是通过企业的生产经营而形成的积累,即盈余公积金和未分配利润,它和第一种合在一起,称为企业的“所有者权益”,形成所有者

权益的资金称为“权益资金”；第三种是向债权人借入的资金，即企业的负债，形成企业负债的资金称为“负债资金”。在筹资过程中，既要合理确定筹资总量和时间，选择好筹资渠道和方式，还要降低资金成本，合理确定资金结构，充分发挥财务杠杆的作用，降低财务风险。

（二）资金的运用

资金运用就是把筹集到的资金合理地投放到生产经营的各项资产上。资金的运用也就是对各种资产的投资和营运过程。

资产，是指企业过去的交易或者事项形成的由企业拥有或者控制的，预期会给企业带来经济利益的资源，包括各种财产、债权和其他权利，它们是企业从事生产经营的物质基础，并以各种具体形态分布或占用在生产经营过程的不同方面。按其流动性，资产通常可分为流动资产和非流动资产。非流动资产主要包括长期股权投资、固定资产、无形资产和其他资产。

企业为了进行生产经营活动，一方面要兴建房屋、建筑物，购置机器设备、运输车辆等固定资产；另一方面要使用货币资金购进原材料、商品等，投资在各种流动资产上。此外，企业还可以进行无形资产的购买或创立，形成无形资产的投资；也可以用现金、实物、无形资产或者购买股票、债券等有价证券方式对其他单位进行投资，形成长期股权投资和金融资产投资。

投资是筹资的目的和归宿，也是筹资的实现和保证。在投资过程中，既要确定投资的规模，分析各种投资的经济效益；还要合理安排投资结构，以求降低投资风险。

（三）资金的分配

资金的分配就是将企业取得的经营收入进行分配。

企业通过投资过程必然会取得收入，包括营业收入、投资收益等。取得的收入首先要用以补偿生产经营耗费，以保证企业生产经营活动的继续进行；其次要缴纳流转税，如增值税、营业税、消费税等。这样就形成了企业的息税前收益，即支付利息及缴纳所得税之前的收益。息税前收益在支付债权人的利息以后，依法缴纳所得税。税后利润在弥补亏损，提取法定和任意公积金以后，才能向投资者分配。

需要指出的是，虽然向债权人支付利息和向投资者分配利润都是属于资金分配的内容，但两者的分配形式不同。利息是通过计入财务费用形式在税前进行分配的，而支付给投资者的利润是在税后通过利润分配形式进行的。另外，支付利息是企业的法定义务，不论企业是否有利润，都必须向债权人支付利息；而向投资者分配利润的多少则取决于企业的盈利情况。

资金的分配不仅关系到各相关主体的利益，也与企业资金运动密切相关。通过资金的分配，一部分资金将留在企业，而另一部分资金将退出企业的生产经营。这不仅影响到企业的资金规模，还影响到资金的结构，从而又反过来影响到企业的筹资和投资。

资金的筹集、运用、分配构成了资金运动的全过程，如图 1-1 所示。这个过程也就是企业财务管理研究的主要对象。

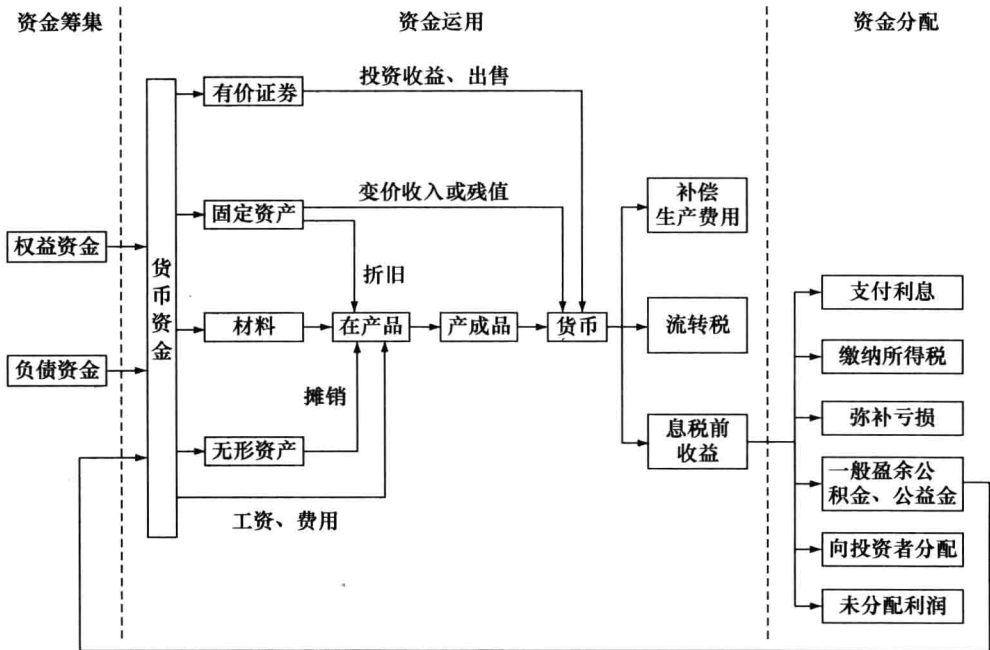


图 1-1 企业资金运动全过程

三、企业财务管理的内容

通过浏览资产负债表和利润表(参见本书第九章“财务报表与分析”表 9-1、表 9-2),我们大致可以了解企业财务管理所要研究的内容。

资产负债表的右边反映企业资金的来源,分为负债和所有者权益。负债根据偿还时间不同分为流动负债和非流动负债。流动负债是指将在一年内或者超过一年的一个营业周期内偿还的债务。除了短期借款外,大多是在商品交易和劳务供应过程中由于延期付款或预收货款而形成的一种借贷关系,是一种自然筹资方式,如应付款和预收款等。而流动负债以外的负债统称为“非流动负债”,即偿还期在一年或者超过一年的一个营业周期以上的债务,如长期借款、应付债券等。所有者权益是指企业资产扣除负债后,由所有者享有的剩余权益,也称“净资产”或“股东权益”,其来源包括所有者投入的资本以及企业历年实现的净利润中留存于企业的部分。资产负债表的左边是企业的资产,根据流动性不同分为流动资产和非流动资产。流动资产是指预计在一年内或超过一年的一个正常营业周期内变现、出售或耗用的资产,如货币资金、应收款、预付款和存货等;而流动资产以外的所有其他资产称为“非流动资产”,如长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产等。

利润表反映了企业在一定时期的经营成果。企业将所有活动的收入扣除所有活动的成本、费用和税金后就是利润。如果企业实现了利润,则所有者权益将增加;如果企业发生了亏损,则所有者权益将减少。

结合企业的资金运动和资产负债表、利润表的构成,我们不难理解企业财务管理主要是对以下四个问题的研究:

1. 筹资管理。企业应该如何筹集所需资金？这个问题涉及资产负债表的右边，也是资金运动的起点。一个企业在成立之初的资金一般都来源于股东投入的资本，当权益资金不能满足企业资金需要时，也可通过负债来解决企业短期和长期资金的需求。权益资金和负债资金具有各自的优缺点，如何安排短期及长期负债与所有者权益的比例即如何确定资本结构，不仅关系到企业筹资成本和收益，也影响到整个企业的风险和价值，是企业财务管理研究的重要内容之一。本书第三章和第四章属于筹资管理的内容。

2. 投资管理。企业应该将筹集到的资金投资于什么样的长期资产？这个问题涉及资产负债表的左边，也是资金运动的关键环节。企业需要的各种资产类型和比例会因为行业的不同产生很大差异，但无论投资企业是投资于实物资产还是金融资产，都必须以增加企业价值为前提。投资决策被认为是企业所有决策中最为关键、最为重要的决策，投资决策失误往往会使一个企业陷入困境，甚至破产。因此，企业管理者的一项极为重要的职能就是把好投资决策关。本书第五章和第六章属于投资管理的内容。

3. 营运资本管理。企业应该如何管理短期经营活动产生的现金流？这个问题涉及资产负债表的上半部分。企业的资金运用既是投资的过程也是运营的过程。首先，经营活动产生的现金流入和现金流出通常在时间上不匹配。其次，经营活动产生的现金流的数量和时间都具有不确定性。企业财务管理的一个重要任务就是要管理好现金流的这些缺口，这就是营运资本管理的内容。营运资本就是流动资产与流动负债之差，对营运资本的管理就是对流动资产、流动负债及其两者之间关系的管理。本书第七章属于营运资本管理的内容。

4. 收益与分配管理。企业资金运动的结果如何以及如何应该分配经营所得？这个问题既涉及利润表，也和资产负债表有关。通过利润表，既可以看出利润的构成也可以反映各年利润变化的趋势及其上升或下降的原因，为企业进一步制订财务计划提供依据。企业利润的分配影响到企业资金的筹集，留存收益是企业重要的资金来源，在利润一定的前提下，分配越少，留存下来的收益就越多。利润分配既影响资本结构也影响企业价值。本书第八章属于收益与分配管理的内容。

除以上四部分内容以外，本书的第一章是对全书所要研究问题的一个总介绍；第二章是研究企业财务管理问题的一个重要基础；第九章是企业资金运动结果的分析；第十章和第十一章属于企业财务管理的专题内容。

第二节 企业财务管理的目标

企业财务管理的目标是指企业财务管理工作所要达到的最终目的。财务管理是企业的一部分，因此，财务管理的目标取决于企业的总目标。企业作为一个盈利性的经济组织，其最终目标是盈利，但在激烈的市场竞争中，企业的盈利是以生存和发展为前提的。因此，企业管理的目标可概括为生存、发展和获利三个方面。

为了实现企业管理的目标，在财务管理上应力求保持以收抵支和偿还到期债务的能力，使企业生产经营活动能持续进行下去；合理筹集企业发展所需的资金，使企业能在发展中求得生存；通过合理、有效地使用资金，使企业获利来实现企业的最终目标。

在阐述企业财务管理目标之前，先讨论企业的组织形式。

一、企业的组织形式

典型的企业组织形式有以下三种：

(一) 独资企业

独资企业是指由一个人拥有并独立经营的企业。从企业发展的历史上看,它是最早、最简单的一种企业形式。这种企业不具有独立的法人资格。独资企业的所有者称为“业主”,他承担企业的全部风险,对企业的债务负有无限的责任。即业主完全占有企业所创造的利润和承担所发生的亏损,而国家对其所创造的收入和发生的亏损,按照个人所得税率征税。当企业无力清偿债务时,债权人有权要求业主用其私人资产偿还未清偿的债务。

独资企业开办容易,结构简单,决策快,利润独享,限制较少。由于独资企业不能利用发行股票和债券筹集资金,只能通过取得银行贷款从外部筹得资金,而且银行对其提供的贷款规模较小,规定的贷款条件也较为严格,因此该种企业筹资困难,规模小。独资企业业主对企业债务负有无限责任,企业一旦破产,业主将倾家荡产。另外,独资企业所有权转让困难,存续时间有限。

在美国,独资企业在企业数量上占的比例最高,但提供的收入比例却最低。

我国颁布的《中华人民共和国个人独资企业法》中所称“个人独资企业”,是指依法在中国境内设立,由一个自然人投资,财产为投资人个人所有,投资人以其个人财产对企业债务承担无限责任的经营实体。个人独资企业应当依法履行纳税义务。

(二) 合伙企业

合伙企业是指由两个或两个以上的业主共同创办的企业。这种企业一般也不具有法人资格,和独资企业一样,是一种自然人企业,合伙企业的收入按照合伙人的个人所得征收所得税。合伙企业分为普通合伙企业和有限合伙企业。在普通合伙企业中,所有合伙人需承担企业的全部经营风险,对企业的债务负有无限连带的责任,即如果一个合伙人没有能力偿还其应分担的债务,其他合伙人有责任替其偿还债务。有限合伙企业允许某些合伙人对企业债务的责任仅限于其个人在合伙企业的出资额。有限合伙企业至少要有有一个普通合伙人,有限合伙人不参与企业管理。

合伙企业开办容易,由于合伙人共同偿还债务,因而降低了风险,提高了融资能力,但往往合伙人之间意见的分歧容易造成决策延误。合伙人的退出或死亡,或新的合伙人被接纳,都必须重新建立合伙企业,由此带来很大麻烦。合伙企业所有权转让困难,存续时间也有限。

我国颁布的《中华人民共和国合伙企业法》中所称“合伙企业”,是指自然人、法人和其他组织依法在中国境内设立的普通合伙企业和有限合伙企业。普通合伙企业由普通合伙人组成,合伙人对合伙企业债务承担无限连带责任。有限合伙企业由普通合伙人和有限合伙人组成,普通合伙人对合伙企业债务承担无限连带责任,有限合伙人以其认缴的出资额为限对合伙企业债务承担责任。合伙企业的生产经营所得和其他所得,按照国家有关税收规定,由合伙人分别缴纳所得税。

(三) 公司

公司是指依照公司法组建并登记的以盈利为目的的企业法人。公司的所有者称为

“股东”。公司作为一个独立的法人实体,在法律上是与其所有者相脱离的,并不会因其所有者的变换而对其法人地位产生影响。因此,公司是一种具有无限生命力的企业组织形式。在美国,公司在企业数量上占的比例较低,但创造的收入却占国民收入的绝大部分。

公司最初的股东是公司的发起人,发起人以货币、实物或无形资产投资入股。此外,公司可以通过募股来筹集资金。

公司的最高权力机关是股东大会。股东大会的例会一般每年举行一次。由于一年一度的股东大会无法适应及时作出经营决策的需要,所以通常选举出一个由少数董事组成的董事会,作为股东大会的常设机构,代表股东大会行使经营管理权,并聘请总经理。总经理是公司的行政执行官,是股东大会和董事会决议的执行者。

公司这种组织形式最突出的优点是股东只对公司债务承担有限责任,即只在其出资范围内对公司债务负责;一旦公司破产,债权人只能对公司的破产财产要求赔偿,不能要求股东动用私人财产来清偿公司无力偿还的债务。对股东来说,在公司破产时,所遭受的损失只是以其在公司中的出资额为限。公司组织形式具有无限生命,其业务不会因股东死亡或股权转让而终止。在国外,由于大多数公司都是上市公司,可供选择的筹资方式很多,如发行股票、发行债券、向银行贷款等,股权转让也非常容易。由于所有权和经营权相分离,因此可吸引优秀人才来掌管公司的经营大权。

但公司这种组织形式的设立程序复杂,要求的条件也较严格,组建不像前面两种企业组织形式那样方便灵活。由于所有权和经营权相分离,公司的经营者往往不是公司的所有者,二者的目标并不一致,因此产生了委托人(出资者)和代理人(经营者)之间复杂的委托—代理关系。作为法人,公司必须缴纳公司所得税,而股东收到股利时还要缴纳个人所得税,存在双重纳税。

公司是西方国家经济中的一种主要企业组织形式,因此,西方财务管理的许多理论都是在这种组织形式的基础上形成的。

我国颁布的《中华人民共和国公司法》中所称“公司”,是指依法在中国境内设立的有限责任公司和股份有限公司。公司是企业法人,有独立的法人财产,享有法人财产权。

1. 有限责任公司

有限责任公司是指由 50 个以下股东出资设立,每个股东以其认缴的出资额为限对公司承担责任,公司以其全部财产对公司的债务承担责任的企业法人。股东可以用货币出资,也可以用实物、知识产权、土地使用权等可以用货币估价并可以依法转让的非货币财产作价出资。

我国《公司法》对一人有限责任公司和国有独资公司有一些特别规定。一人有限责任公司,是指只有一个自然人股东或者一个法人股东的有限责任公司。一个自然人只能投资设立一个一人有限责任公司。该一人有限责任公司不能投资设立新的一人有限责任公司。国有独资公司,是指国家单独出资、由国务院或者地方人民政府授权本级人民政府国有资产监督管理机构履行出资人职责的有限责任公司。国有独资公司不设股东会,由国有资产监督管理机构行使股东会职权。

2. 股份有限公司

股份有限公司是指全部资本由等额股份构成,并通过发行股票筹集股本,股东以其认

购的股份为限对公司承担责任,公司以其全部财产对公司的债务承担责任的企业法人。股份有限公司的设立,可以采取发起设立或者募集设立的方式。发起设立,是指由发起人认购公司应发行的全部股份而设立公司;募集设立,是指由发起人认购公司应发行股份的一部分,其余股份向社会公开募集或者向特定对象募集而设立公司,其中发起人认购的股份不得少于公司股份总数的35%。设立股份有限公司,应当有2人以上200人以下为发起人,发起人可以用货币出资,也可以用实物、知识产权、土地使用权等可以用货币估价并可以依法转让的非货币财产作价出资。

二、企业的财务目标

西方对企业财务目标的论述,主要有以下三种观点:

(一) 利润最大化

这一目标是从19世纪初形成和发展起来的,其渊源是亚当·斯密的企业利润最大化理论。企业的目标是为了获利,因此,这种观点认为,将利润最大化作为企业财务管理的目标是符合企业目标的。

以利润最大化作为财务管理目标有其合理性。一方面,利润是企业积累的源泉,利润最大化使企业经营资本有了可靠的来源;另一方面,利润最大化在满足业主增加私人财富的同时,也使社会财富达到最大化。在我国,将利润最大化作为企业财务管理的目标表面上看起来也是很合理的。因为考核企业经营成果的首要指标就是利润,利润的大小不仅体现了企业对国家的贡献,而且与企业职工的利益紧密挂钩。另外,企业要追求利润最大化,必须努力增加收入,改进技术,提高劳动生产率,降低成本,减少各种开支。因此,将利润最大化作为企业财务管理的目标对于企业追求产值、促进企业加强经济核算是具有积极意义的。但是,以利润最大化作为企业财务管理的目标也有一些缺陷,如没有考虑利润的发生时间,没有考虑获得利润与所承受的风险大小的关系,没有考虑所获利润与投入资金的关系,因而容易导致企业为追求短期的最大利润而忽视长远的发展,追求外延的扩大、规模的膨胀而忽视效率的提高,只顾追求最大利润而忽视风险的控制。因此,现代财务管理理论认为,利润最大化并不是企业财务管理的最佳目标。

(二) 股东财富最大化

这是近几年西方财务管理中比较流行的一种观点。股东财富可以由其拥有的股票数量、每股股利和股票市场价格三方面决定。因此,为了实现股东财富最大化,必须提高每股股利和每股价格,而这些都有赖于每股收益的提高,因为每股收益的增加是提高每股股利的基础,也是提高股票价格的重要手段。但是,股票价格的提高,不仅仅取决于每股收益的增加,除外部因素变化对股票价格的影响之外,从企业内部来看,企业的未来盈利能力以及所面临的风险大小都会影响到股票的价格。如果企业未来盈利能力提高,股票价格必然上升,反之则下降;而当企业未来盈利能力不变,但面临的风险加大,如应收账款增加时,股票价格也会下降。在上市公司,股东财富是用公司股票的市场价格来计量的,它考虑了风险因素,因为风险的高低会对股票价格产生重要影响;也考虑了资金的时间价值,一定程度上能够克服企业在追求利润上的短期行为,因为不管是目前利润还是预期未来的利润对股票价格都会产生重要影响。股东财富不能用账面的股东权益来反映,因为许多资产的账面价值是一种历史成本,不代表其市场价值,更何况一些无形资产如商誉,

在账面上也反映不出来。股东财富应由股东权益的市场价值来衡量。

股东财富最大化,不但要考虑企业当前的盈利水平,而且更要注重未来的长期获利能力;不仅要考虑企业的盈利水平,更要注意将企业的风险控制投资者可接受的范围之内。由于这一目标克服了利润最大化的缺陷,因此普遍被以美国为代表的西方国家所接受。在美国,企业股东以个人股东居多,这些个人股东不直接控制企业财权,只是通过股票的买卖来间接影响企业的财务决策,股东财富通过股票的市价得以充分体现;职业经理的报酬也与股票价格直接相关,因此,股票价格成了财务决策所要考虑的最重要因素;美国劳动力市场非常发达,员工与企业之间没有稳固的关系,员工比较关心当前的工资和奖金,不太关注企业的长远发展;债权人与企业之间是一种契约关系,银行根据企业的财务状况决定是否提供贷款或者要求企业清偿到期债务甚至破产还债;政府一般不对企业进行干预,而是制定政策和法规来引导市场,通过市场来引导企业行为,要求企业必须遵循有关法律法规;美国市场经济发达,企业之间的业务往来都是通过合同来进行规范,要求企业要重合同,讲信用。由于美国企业的股东在财务决策中起主导作用,而员工、债权人、政府、供应商、客户与企业的关系都是通过法律、契约、合同等进行约定,在企业财务决策中起的作用很小,因此,美国公司财务经理非常重视股东利益,股东财富最大化就理所当然地成为他们的财务管理目标。然而,这种观点也有其缺陷。首先,强调股东的利益,而对企业其他相关者的利益不够重视,不利于处理好现代企业财务活动中产生的各种财务关系。其次,影响股票价格变动的因素,不仅包括企业经营业绩,还包括投资者心理预期及经济政策、政治形势等理财环境,因而带有很大的波动性和不可控性,股价不一定真实地反映股东权益的实际市场价值。再次,它只适合上市公司,对非上市公司而言,股东财富不易衡量。

(三) 企业价值最大化

所谓企业价值就是企业资产的市场价值,取决于企业潜在和未来的获利能力。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收益的关系,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。企业价值最大化充分考虑了资金的时间价值、风险价值和通货膨胀价值对企业资产的影响,克服了企业在追求利润上的短期行为,体现了对经济效益的深层认识,因此,被认为是现代财务管理的最优目标。

企业的价值在于它能给企业利益相关者带来长期稳定的收益。企业利益相关者包括企业股东、债权人、员工、政府、供应商、客户,这些利益相关者都有可能对企业财务管理产生影响。股东大会或董事会通过表决决定企业重大的财务决策,董事会直接任免企业经理甚至财务经理;债权人要求企业保持良好的资金结构和适当的偿债能力,以及按合同约定的用途使用资金;员工是企业财富的创造者,提供劳动必然要求合理的报酬;政府为企业提供了公共服务,也要通过税收分享收益;供应商和客户是企业的合作伙伴,也希望维持良好的合作关系,信守承诺。正是各利益相关者的共同参与,构成了企业利益制衡机制,如果试图通过损害一方面利益而使另一方获利,结果就会导致矛盾冲突,出现诸如股东抛售股票、债权人拒绝贷款、员工怠工、政府罚款、供应商停止供货、客户中止合作等不利现象,从而影响企业的可持续发展,最终损害了企业的价值。大多数情况下,股东财富最大化与企业价值最大化并不矛盾,企业只有满足客户的需求、拥有真诚的员工、保持稳

定的供应、依法纳税、按期偿债,才能不断提升整个企业的价值,从而维持股价的上升。

与股东财富最大化的财务管理目标相比,企业价值最大化同样充分考虑了不确定性和时间价值,强调风险与收益的均衡,并将风险控制在企业可以承受的范围之内,而且它还有着更为丰富的内涵:第一,营造企业与股东之间的协调关系,努力培养安定性股东;第二,创造和谐的工作环境,关心职工利益,培养职工的认同感;第三,加强与债权人的联系,重大财务决策邀请债权人参与,培养可靠的资金供应者;第四,关心政府政策的变化并严格执行,努力争取参与政府制定政策的有关活动。此外,还要重视客户利益,以提升市场占有率;讲求信誉,以维护企业形象等。企业价值最大化的基本思想是将企业的长期稳定发展摆在首位,强调在企业价值增长中满足各方面的利益关系。这一目标普遍被以日本为代表的国家所接受。在日本,企业股东以法人股东居多,股权相对集中,股票不经常转让,股东认为股票价格的一时升降并不重要,重要的是企业的长期稳定发展;日本企业推行的是终生雇用制和逐级提升制,企业与员工之间存在比较稳定的关系,企业在作决策时会优先考虑员工的利益;日本实行主办银行制度,而且许多银行既是债权人又是股东,这使得银行与企业之间有着稳固密切的战略合作伙伴关系;日本政府对经济的干预在资本主义国家中是比较多的,政府通过各种中长期计划,引导企业投资方向和经营财务决策;日本企业非常重视建立稳定的供销渠道和培养与关联企业良好的合作关系,保障原材料供应和产品的销售,树立企业重合同守信用的良好形象。在日本,各利益相关者在企业财务决策中都起着重要作用,财务决策必须兼顾各方面的利益关系,这就使得追求企业价值最大化成为企业管理的合理目标。由于企业价值主要是依赖于企业未来预期的现金流量及其面临的风险,因此估价不易客观和准确,这一目标在实际操作中不易把握,有一定的难度。

三、委托代理冲突与协调

1976年,詹森和麦克林在《财经杂志》第3期上发表了一篇题为“公司理论:管理行为、代理成本和所有权结构”的重要论文。在该文中,他们提出了“代理关系”的重要概念,并阐述了企业各利益相关主体的委托代理关系以及由此产生的各种代理成本。他们认为,代理关系是一种契约,在此契约下,一个或多个人(称为“委托人”)雇用另外的人(称为“代理人”)去执行某些工作或者把一些决策权授予代理人。按照詹森和麦克林的定义,代理成本包括为设计、监督和约束利益冲突的委托人和代理人之间的一组契约所必须付出的成本,加上执行契约时成本超过利益所造成的剩余损失。因此,代理成本为监督成本、约束成本和剩余损失之和。这里的剩余损失是指由于代理人的决策与将最大化委托人福利的那些决策之间会存在分歧而导致委托人福利减少的部分。而委托代理理论所要解决的正是如何使企业的各种代理成本达到最小。

企业的委托代理理论认为,企业是由构成企业的各利益相关主体(包括外部的债权人、关联交易商、客户,内部股东、经营管理者 and 员工等)组成的共同组织,是这些利益相关主体之间缔结的一组契约的联结。由于信息不对称、契约的不完备等市场不完全性的存在,企业各利益主体之间的利益往往不一致,更多的时候还表现为相互之间的利益冲突。由于委托人和代理人之间的信息不对称,代理人通常存在从事道德风险行为的倾向。委托人事前无法完全观察到代理人的行为,他只能通过代理人事后行动的结果来判断代

理人是否实现了自己的目标或给自己带来了利益。但由于缺乏必要的信息,他的判断缺乏必要的依据。例如,如果一个代理人没有达成委托人目的,委托人是无法分辨这种后果究竟是由于不可避免的风险造成的,还是代理人努力不够造成的。即使委托人事后能够观察到代理人的行为,但由于契约的不完备性,从第三者角度来看,委托人观察到的行为也无法作为依据来判断代理人的对错。在这种情况下,委托代理关系契约本身就给代理人留下了进行相机决策的余地。代理人就有追求自己目的的动机。

股东和债权人都为企业提供了资金,但是他们都处在企业之外,只有经营者在企业内部直接从事资金运作。企业是所有者即股东的企业,股东委托经营者代表他们管理企业,为其目标而努力,但经营者的目标和股东并不完全一致。债权人把资金借给企业,并不是为了“股东财富最大化”,与股东的目标也不一致。在公司制企业中,由于股东持股比例的不同,因此对公司的实际控制权也存在很大差异。由于大股东拥有公司的实质控制权,因此也就存在利用其在公司治理结构中的优势地位,通过一些看起来合法或一些不合法手段掠夺和侵占小股东利益的可能性,因此大小股东之间也存在利益冲突。综上,在企业中主要有三种委托—代理关系:(1) 股东与经营者之间的委托—代理关系;(2) 股东(通过经营者)与债权人之间的委托—代理关系;(3) 大股东与小股东之间的委托—代理关系。企业必须协调这些冲突,才能实现“股东财富最大化”和“企业价值最大化”的目标。

(一) 股东与经营者

所有权与经营权的分离导致了股东与经营者的代理问题。在公司制这种组织形式中,所有权与经营权是分离的,这种分离使得企业所有权的变更不会影响企业的经营,企业可以聘用专业的经理人才。但所有者的目标与经营者的目标是不一致的,所有者的目标是自身财富的最大化,而经营者的目标通常是:

(1) 报酬:包括物质和非物质的,如工资、奖金、荣誉和社会地位等;

(2) 增加闲暇时间和豪华享受:如较少的工作时间、舒适的工作条件、较小的劳动强度等;

(3) 避免风险:如努力工作而得不到应有报酬的风险,希望付出一份劳动便得到一份报酬。

在现代大型股份制企业中,由于所有权与经营权的分离,作为经营者的企业家拥有企业主要的日常经营决策控制权,但很少或几乎不持有企业的股份。经营者对剩余索取权和经营控制权拥有比例的不对称,以及股东与经营者之间的信息不对称,从而股东难以观察和监督经营者行为,加上契约的不完备所导致的经营者的非金钱的效用和利益事前在契约中无法确认、事后也无法判断等,均会使企业经营者有动机从事满足自己效用而背离股东利益的各种行为。这种背离表现在以下两个方面:

1. 道德风险。道德风险是在委托—代理双方订立合同之后,代理人以相对于委托人具有的私人信息的比较优势,从个人私利出发,采取不利于对方的行为,从而使对方利益有受损的可能性。经营者努力工作可能得不到应有的报酬,他们没有必要为提高公司股价而去冒险,因为股价上涨的好处都归于股东,而一旦失败,他们的“身份”将下跌,自己也要招致损失(如报酬减少或者被解雇)。因此他们不求有功,但求无过,因为这样做不构成法律和行政责任问题,只是道德问题,股东很难追究他们的责任。道德风险行为表现为企业经营者的低努力水平,非生产性消费,为避免风险而产生的投资不足,或为了满足