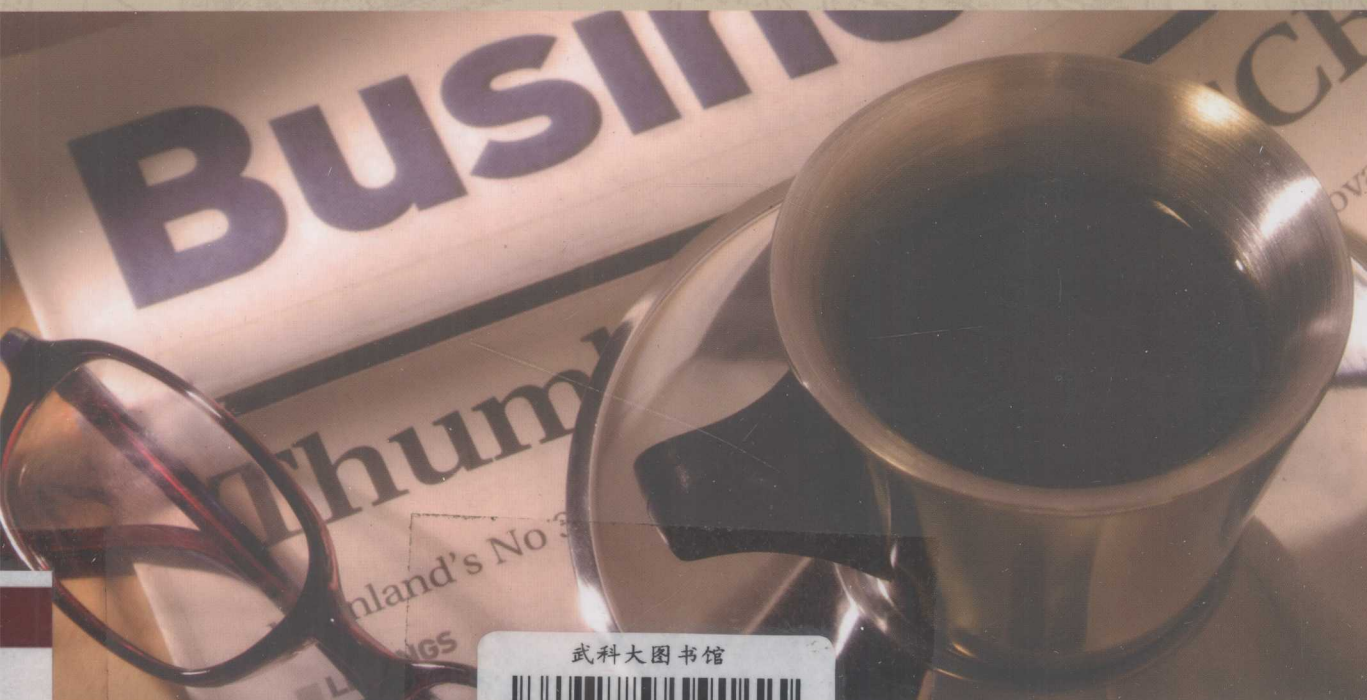


科学版精品课程立体化教材·管理学系列



Financial Management 财务管理

肖作平 主编



武科大图书馆



A1082341



科学出版社

科学版精品课程立体化教材·管理学系列

Financial Management

财务管理

肖作平 主编



武科大图书馆



A1082341

科学出版社

北京

内 容 简 介

本书是国家级精品课程配套教材,其内容不仅包括了财务管理基础知识,而且涵盖了财务管理前沿理论与学术界最新的研究成果。本书共13章,其中,“每章学习目标”列示了每章学习重点、难点和需要了解的内容,读者可以根据需要有的放矢地把握和学习相关内容;“引子”以实际的公司案例引出所在章节的主旨,能够更好地调动读者的学习兴趣;正文根据内容需要配有例题、图和表。每章的案例分折、思考题、练习题根据内容精心设计而成,其内容附在本书光盘上,学习方便。

本书可作为经济管理类专业财务管理课程的教材,还可以作为老师、研究生及自学者的参考书。

图书在版编目(CIP)数据

财务管理/肖作平主编. —北京:科学出版社,2011

科学版精品课程立体化教材·管理学系列

ISBN 978-7-03-031368-3

I. ①财… II. ①肖… 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(2011)第104862号

责任编辑:彭楠/责任校对:张林红

责任印制:张克忠/封面设计:番茄文化

科学出版社出版

北京东黄城根北街16号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

骏杰印刷厂印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2011年6月第一版 开本:787×1092 1/16

2011年6月第一次印刷 印张:24 1/2

印数:1—3 000 字数:596 000

定价:42.00元(含光盘)

(如有印装质量问题,我社负责调换)

前言

现代西方财务管理理论方兴未艾,为处于新兴资本市场的中国企业提供了有益借鉴。同时,转轨经济制度下的中国企业财务管理实践迅速发展,为财务理论的创新研究提供了新鲜土壤。梳理现代西方财务理论,并考虑中国独特的财务管理环境,有利于管理者思考如何优化企业的财务状况,发挥财务管理在现代企业管理机制中的重要作用。

《财务管理》课程作为经济管理专业本科生的一门核心课程,需要这样一本教材:既能够全面介绍财务理论,又能融合具体现实问题,达到理论与实务的结合。本教材正是上述背景下的一种尝试。本书是编者在参阅大量相关书籍的基础上,结合财务理论前沿编写而成的。本书可以满足高等教育经济管理各专业本科生学习的需要,还可以作为教师、研究生及自学者的参考书。

相比国内同类教材,本书力创以下特色:

(1) 通俗易懂。在阐述每章具体内容的过程中,力求以通俗易懂的语言对相关知识进行阐述,同时辅之以典型例题,让读者能够更好地学以致用。

(2) 结构新颖。每章在正文之前有相应的学习目标,可以让学生更好地把握学习的重点和难点。每章正文前穿插了一个小案例作为引子,开门见山地引入本章主题,且选取的案例经典、真实,均为国内知名公司近几年发生的财务事件或与生活息息相关的事件。让学生真切地感受理论来源于实践,又用于实践,公司财务活动与我们的生活息息相关。

(3) 资源丰富。本书为国家精品课程《财务管理》的重要构件,为方便教学,我们为本书制作了随书光盘,附有每章教学案例的详细分析,帮助学生理论联系实际,尝试运用财务理论解决现实中的财务管理问题。同时,光盘还附有每章的思考题、练习题和参考答案,帮助学生更好地巩固和复习所学的知识。

(4) 博采众长。本书不仅覆盖了国外经典财务理论,且深入探讨了西方财务理论移植我国新兴资本市场后的异象,把相关领域最新的国内外研究成果充分展现给学生。帮助学生在基本学习知识的同时,了解当前国内外该领域的最前沿知识,以及发展脉络。

本书共 13 章,涵盖了财务管理的基本内容。本书结构及各章主要内容如下:

第 1 章公司财务管理概论,主要介绍财务管理的基本内容、目标、代理问题和公司治理以及财务管理环境。

第2章财务报表分析, 主要介绍财务报表分析的基本方法和基本步骤、财务比率的分析 and 杜邦分析体系。

第3章资金的时间价值, 主要介绍货币时间的概念、现值和终值的计算、名义利率和实际利率的区别以及各种年金的计算。

第4章风险与收益, 主要介绍收益、风险及其度量和资本资产定价模型内容。

第5章证券估值, 主要介绍债券和股票的概念、分类、估值的基本方法。

第6章资本预算, 主要介绍资本预算的分类和程序、基本方法以及现金流量的估算, 同时介绍了常见的资本预算的深层问题。

第7章资本市场的有效性, 主要介绍有效资本市场的概念、类型、异常现象以及资本市场效率对公司理财的影响。

第8章长期融资, 主要介绍普通股融资、长期负债融资和混合型融资三种融资方式的概念、种类、各自的优缺点和融资基本程序。

第9章资本成本, 主要介绍债务成本、权益成本以及加权平均资本成本的度量方法。

第10章资本结构, 主要介绍资本结构的相关概念、基本理论发展轨迹、公司融资管理无差点分析方法和中国上市公司资本结构的状况。

第11章短期融资管理, 主要介绍营运资金和经营周转期等相关概念、短期融资的特点和来源以及现金和有价证券、应收账款、存货三种短期融资方式的管理。

第12章财务计划, 主要介绍财务预测、利润规划和财务预算。

第13章股利政策, 主要介绍了股利支付的程序和方式、股利政策理论、影响股利政策的因素、实务中的股利政策以及股票回购、股票股利和股票分割三种易混淆的股利政策, 同时介绍了中国上市公司股利分配情况。

本书由肖作平教授主编, 来自九江学院的尹林辉博士、四川理工学院的梁利辉博士和桂林电子科技大学的杨小平博士, 也参与了教材的编写工作。教材内容编写分工如下: 肖作平教授负责全书的总体框架设计和提纲细目的确定、组织编写工作并负责全书的审稿、定稿工作, 同时负责第1, 3, 9, 10章; 尹林辉博士负责第2, 5, 13章; 梁利辉博士负责第6, 11, 12章; 杨小平博士负责第4, 7, 8章。另外, 硕士研究生田小辉、杨娇、文竹、蒋孟菲、刘彦、靳灵聪、陶旭斌、陈雨薇、赵玲、徐玲玉、刘秋宇、杨赟赟、谢珍珠、李姝婷、仲艳平、王佩佩在资料收集、习题解答和书稿校订等方面付出了辛苦的劳动, 在此表示衷心感谢。

我们以精品教材为目标并尽己所能编写了本书, 力求体现本科教育特色, 但由于水平所限, 加之时间仓促, 疏漏和不足之处在所难免, 恳请各位专家和读者批评指正, 以便我们以后加以修正, 不断提高教材质量。

肖作平

2011年5月

目 录

前言

第 1 章

公司财务管理概论	1
1.1 公司财务活动	2
1.2 财务活动的职能	3
1.3 财务管理的目标	6
1.4 代理问题与公司治理	10
1.5 财务管理环境	17

第 2 章

财务报表分析	31
2.1 财务报表分析概述	32
2.2 财务比率分析	39
2.3 杜邦分析体系	49
2.4 财务分析中的新观点	52
本章附录	56

第 3 章

资金的时间价值	60
3.1 货币时间价值的概念	62
3.2 现值和终值	63
3.3 名义利率和实际利率	64
3.4 年金	66

第 4 章

风险与收益	74
4.1 收益	75

4.2	风险及其度量	80
4.3	资本资产定价模型	87
第5章		
	证券估值	114
5.1	债券及其估值	115
5.2	股票及其估值	126
第6章		
	资本预算	135
6.1	资本预算概述	136
6.2	资本预算方法	137
6.3	现金流量估算	152
6.4	资本预算: 深层问题	158
第7章		
	资本市场的有效性	173
7.1	有效资本市场概述	173
7.2	有效资本市场的类型	174
7.3	异常现象	176
7.4	资本市场效率对公司理财的含义	179
第8章		
	长期融资	181
8.1	普通股	182
8.2	长期负债融资	197
8.3	混合性融资	205
第9章		
	资本成本	234
9.1	资本成本概述	235
9.2	资本成本的影响因素	236
9.3	债务资本成本	237
9.4	权益资本成本	239
9.5	加权平均资本成本	247

第 10 章		
	资本结构	249
10.1	关键术语	250
10.2	资本结构理论发展轨迹	251
10.3	公司融资管理无差点分析	258
10.4	中国上市公司资本结构状况	262
第 11 章		
	短期融资管理	273
11.1	短期财务计划	273
11.2	短期融资	278
11.3	现金及有价证券管理	284
11.4	应收账款管理	290
11.5	存货管理	297
第 12 章		
	财务计划	303
12.1	财务预测	304
12.2	利润规划	314
12.3	财务预算	335
第 13 章		
	股利政策	345
13.1	股利支付的程序和方式	346
13.2	股利政策理论	348
13.3	影响股利政策的因素	354
13.4	实务中的股利政策	358
13.5	股票回购	364
13.6	股票股利和股票分割	369
13.7	中国上市公司股利分配情况	374
主要参考文献		384

第1章

公司财务管理概论

【本章学习目标】

- 了解公司三大财务活动：筹资活动、投资活动和利润分配活动；
- 掌握公司理财目标的几种观点，现代公司理财目标；
- 了解现代公司代理关系和代理成本；
- 理解代理关系对公司财务活动的影响；
- 掌握解决代理冲突的方法；
- 了解公司治理和代理问题之间的关系；
- 掌握公司理财的金融市场环境，理解金融市场和公司理财之间的关系，金融市场的构成及其类别；
- 掌握主要的金融机构分类，了解中国的主要金融机构；
- 掌握公司理财的法律环境，了解税法对公司财务决策的影响；
- 掌握市场利率的构成，了解利率在公司理财中的作用，了解利率期限结构问题。

【引子】

公司治理、资本市场掠夺和市场进入障碍

2007年5月11日，中国东方航空公司（简称东航）公告称“为了扩展商业合作机会，增强公司竞争力，公司正在与包括新加坡航空公司（简称新航）在内的潜在战略投资者接触并商谈合作事宜，以期在时机成熟时引进战略投资者”。9月2日，东航与新航和淡马锡控股公司（Temasek Holdings，简称淡马锡）达成并签署相关协议。根据协议，东航将以每股3.80港元的价格，定向增发数量为29.85亿股的H股，募集资金约113亿港元。其中向新航发行12.35亿股，向淡马锡发行6.49亿股。与此同时，中国国际航空股份有限公司（简称国航）的母公司中国航空集团公司不断增持东航H股，截至5月18日，中国航空持有东航H股的份额从4月20日的4.92%增至9.81%。国航已持有东航“A+H”总股本3.16%，为第三大股东。9月4日，国航再次增持东航H股，成为东航最大的H股股东。9月21日，国航控制的国泰航空用高达40亿美元的价格收购东航股权，用以阻击新航进入东航。2008年1月6日，国航公告称如果新航方案未能获得特别股东大会的批准，国航拟建议由国航

方面取代淡马锡及新航的角色，从而担任东航新的战略伙伴；原来按照新航方案将发行给东航、淡马锡及新航的 29.85 亿股 H 股将根据中航方案发行给东航和国航方面，但将按照显著更高的价格即每股 H 股不低于 5.0 港元的价格发行。1 月 8 日，由于国航的阻击，东航拟以每股 3.80 港元价格引入新加坡航空与淡马锡一事未能获得股东大会投票支持。

（资料来源：徐龙炳，李科. 2009. 公司治理、资本市场掠夺和市场进入障碍——国航竞购东航的案例分析. 财经研究，(2): 51-64）

1.1 公司财务活动

财务是进行与货币有关的活动，关注确定价值。公司财务即关注如何确定企业的价值。公司财务活动就是组织公司资本运动的活动。尽管不同企业的具体情况不尽相同，甚至差异很大，但是公司财务管理的主要职能是相似的，就是组织筹资、进行投资和分配股利，即解决如何获得资金，使用资金使其增值和如何分配的问题。因此，公司财务活动主要包括三个领域：筹资活动、投资活动、利润分配活动，这三个领域从不同的角度处理财务交易。

1.1.1 筹资活动

投资是组织企业生产经营的基础，而筹资则是进行投资的前提。因此，筹资活动是现代企业财务管理的首要环节，而且始终贯穿于企业的发展过程之中。筹资，是指企业为了满足投资和用资的需要，筹措和集中资本的过程。

企业可获得的主要资本来源分为两大类：一是债务，其由契约条款构成，企业凭此借入一定数额资金并承担在某一特定时间偿还的义务；二是权益，企业为了获取资金而必须出售部分产权。这两种主要的融资工具与不同的收益和控制权水平相关，债务承诺要求权期满时的固定定期清偿，具有固定索取权；权益承担资源流入和承诺给其他代理人偿还差额的剩余风险，具有剩余索取权。

筹资活动面对的问题是多层次的。首先，不同的筹资形式（如向银行贷款、发行股票等）有着不同的资本成本（如利息、股息等），而不同的筹资方式和数量组合会形成不同的资本结构和成本组合。因此，筹资活动必须注重资本结构的合理安排，以保证企业财务具有稳定性和灵活性。其次，筹资活动必须注重成本的控制，不同的资金提供者会要求不同的报酬率，故而企业要进行广泛的比较与选择。此外，筹资活动还应该密切配合投资和生产经营的实际需要，做到适时和适量。财务管理中，有效的资金筹集就是形成这样的资本结构：以最少的成本、最低的风险来获取最大的收益。

1.1.2 投资活动

投资是金融机构或个人从事组合投资而获得回报的领域，是现代企业财务管理的重要环节。投资决策的成败，对企业具有根本性的影响。企业的投资决策，按不同的标准可以作以下分类。

1. 直接投资和间接投资

直接投资是指把资金直接投放于生产经营性投资,以便获取利润。例如,购置设备、兴建工厂、开办商店等。

间接投资又称证券投资,是指把资金投放于金融性资产,以便获取股利或利息收入的投资。例如,购买政府债券、购买企业债券、购买公司股票等。

2. 长期投资和短期投资

长期投资是指超过一年的投资,又称资本性投资。例如,购买设备、建造厂房等。

短期投资是指不超过一年的投资,又称流动资产投资或营运资产投资。例如,对应收账款、存货、短期有价证券的投资。

投资活动的基本内容是投资决策分析,就其完整意义而言,投资活动的首要任务是如何进行投资方面的选择,如多元化投资、一体化投资及专业化投资等。由于不同的投资方向意味着企业不同的发展方向和路径,因此,投资方向选择是一个非常具有战略意义的问题,需要谨慎研究。在具体的投资决策分析中,一方面要结算现金流量,另一方面还要充分考虑投资风险。在投资项目形成以后,还要注意加强跟踪管理,以确保投资项目实施过程中取得预期效果。

投资有三个功能:一是交易证券,二是个股分析,三是为投资人确定最佳的投资组合。

1.1.3 利润分配活动

企业盈利后,公司还要考虑如何分配收益。在满足公司所有者(股东)利益的同时,又留有足够的资金以保证公司可持续发展,这就是股利政策所要解决的问题。

利润分配活动主要是研究企业实现的税后净利润如何进行分配,多少用于发放股利,多少用于企业留存以进行再投资。在进行利润分配决策时,需要综合考虑股东的近期利益和长远利益。股利分配水平过低,会使股东的近期利益得不到满足,可能引起股东不满,造成股价下跌;股利分配水平过高,企业留存过低,又不利于企业的长期发展,影响企业再投资能力,会使未来收益减少,造成股价下跌。具体来说,利润分配活动主要研究解决的问题包括:① 股东对分红的要求;② 企业发展对保留盈余的要求;③ 影响利润分配政策的各种具体因素;④ 股利政策的连续性问题。

投资、筹资和利润分配三个方面相互联系、相互依存,共同构成了公司财务活动的基本内容。

1.2 财务活动的职能

那么,如何去管理以上的领域?这就涉及财务活动的职能。财务活动的职能主要是建立科学的财务管理运行机制。

财务活动是一个循环过程,一般来说,它应与本企业的生产周期相吻合,应包括财务决策、财务预测、财务计划、财务控制、财务分析、财务检查六个环节。这些环节,互相

配合、紧密联系,形成周而复始的财务管理循环过程,构成完整的财务管理工作体系。

1.2.1 财务决策

财务决策,是指对财务方案、财务政策进行选择 and 决定的过程。财务决策的目的在于确定最佳的财务方案。只有确定了效果好并切实可行的方案,财务活动才能取得好的效益,完成企业价值最大化的财务管理目标。因此,财务决策是整个财务管理的核心。财务决策在财务管理的基础与前提下对财务预测的结果进行分析与选择,是一种多标准的综合决策。决定方案的取舍,既有货币化、可计量的经济标准,又有非货币化、不可计量的非经济标准。因此,决策方案往往是多种因素综合平衡的结果。财务决策按照能否程序化,可以分为程序化财务决策和非程序化财务决策。前者指对不断重复出现的例行财务活动所作的决策;后者指对不重复出现、具有独特性的非例行财务活动所作的决策。按照决策所涉及的时间长短,可分为长期财务决策和短期财务决策。前者指所涉及时间超过一年的财务决策;后者指所涉及时间不超过一年的财务决策。按照决策所处的条件,财务决策分为确定型财务决策、风险型财务决策和非确定型财务决策。前者指对未来情况完全掌握、每种方案只有一种结果的事件的决策;次者指对未来情况不完全掌握、每种方案会出现几种结果,但可按概率确定的条件的决策;后者指对未来情况完全不掌握,每种方案会出现几种结果,且其结果不能确定的事件的决策。按照决策所涉及的内容,财务决策还可以分为投资决策、筹资决策和分配决策。前者指资金对外投出和内部配置使用的决策;次者指有关资金筹措的决策;后者指有关利润分配的决策。

1.2.2 财务预测

财务预测就是在认识财务活动的过去和现状的基础上,发现财务活动的客观规律,并据此推断财务活动的未来状况和发展趋势。在变化莫测的市场中,企业必须抓住机遇,驾驭市场,制定出可行的经营目标。财务活动自身的客观规律和现代经济预测理论、方法的发展,使准确地开展财务预测成为可能。从财务管理的整个过程看,财务预测在财务决策、预算和控制等之前,是财务活动的首要环节。财务预测可为进行财务决策、编制财务预算、实施财务控制提供依据。

财务预测可以根据不同标准进行多种分类:①按预测对象分为筹资预测、投资预测、成本预测、收入预测和利润预测;②按性质分为定性预测和定量预测;③按预测时间跨度分为长期预测、中期预测和短期预测;④按预测值多寡分为单项预测和多项预测;⑤按预测态势分为静态预测和动态预测。

开展财务预测的一般步骤如下:①明确预测对象和要求,即首先要明确预测什么和完成什么要求。预测的对象和要求不同,所需搜集的资料、采用的方法、预测结果的表现方式等均会不同。②搜集和整理资料,预测必须依据可靠的资料,并要求其具有完整性和典型性,对搜集到的资料还应进行归类、汇总、调整、加工处理,使之满足预测的需要。③运用预测方法进行预测,即对经过加工整理的资料,选用适当的预测方法做出说明,取得初步的预测结果。

财务预测有定性预测和定量预测两种方法。定性预测是通过判断事物所具有的各种因素、属性进行预测的方法,它是建立在经验判断、逻辑思维和逻辑推理基础之上的,主要特点是利用直观的材料,依靠个人经验的综合分析,对事物未来状况进行预测。经常采用的定性预测方法有专家会议法、菲尔调查法、访问法、现场观察法、座谈法等。定量预测是一种通过分析事物各项因素、属性的数量关系进行预测的方法。它的主要特点是根据历史数据找出其内在规律、运用连贯性原则和类推性原则,通过数学运算对事物未来状况进行数量预测。定量预测的方法很多,应用比较广泛的有时间序列预测法(包括算术平均法、加权平均法、移动平均法、指数平滑法、最小二乘法等)、相关因素预测法(包括一元线性回归法、多元线性回归法等)、概率分析预测法(主要指马尔柯夫预测法),等等。

1.2.3 财务计划

财务计划是财务预测所确定的经营目标的系统化和具体化,又是控制财务收支活动、分析和检查生产经营成果的依据。它主要运用科学技术手段和数学方法,对目标进行综合平衡,制订主要计划指标,包括资金使用计划、资金筹集计划、费用成本计划、利润及利润分配计划等。企业在计划期内以货币形式反映生产经营活动所需要的资金及其来源、财务收入和支出、财务成果及其分配的计划。财务计划的实施也可编制成财务预算。财务预算,既是财务预测和财务决策结果的系统化和具体化;又是企业内部各级、各部门的奋斗目标,是企业各项工作协调、实施财务控制和开展财务检查的依据。财务预算是反映某一方面财务活动的预算,如反映现金收支活动的现金预算;反映销售收入的销售预算;反映成本、费用支出的生产费用预算(包括直接材料预算、直接人工预算、制造费用预算)、期间费用预算;反映资本支出活动的资本预算等。综合预算是反映财务活动总体情况的预算,如反映财务状况的预计资产负债表、预计财务状况变动表、财务成果预计损益表。

编制财务计划大致要经过以下程序:①由企业最高管理当局根据财务决策提出一定时期的经营目标,并向各级、各部门下达规划指标;②各级、各部门在规划指标范围内,编制本部门预算草案;③由财务部门或预算委员会对各部门预算草案进行审核、协调,汇总编制总预算并报企业负责人、董事会批准;④将批准的预算下达各级、各部门执行。

财务计划具有多种编制方式:①固定计划,即按计划期某一固定的经营水平编制的财务计划;②弹性计划,即按计划期内若干经营水平编制的具有伸缩性的财务计划;③滚动计划,即用不断延续的方式,使计划期始终保持一定长度的财务计划;④零基计划,即对计划期内指标不是从原有基础出发,而是以零为起点,考虑各项指标应达到的水平而编制的财务计划。

1.2.4 财务控制

财务控制,是现代企业科学管理的重要内容,也是财务管理的核心内容。按现代企业制度管理要求,财务控制就是在实施财务计划、组织财务活动的过程中,根据反馈信息,及时判断财务活动的进展情况,财务控制要求相互对照,发现差异,并根据具体原因及时采取措施,保证财务活动按计划进行。财务控制不仅是企业经营状况和经营成果的评价和

监督,而且还是企业进行预测、决策和实施战略管理的基础和依据。财务控制和财务计划有密切关系,计划是控制的重要依据,控制是执行计划的手段,它们组成了企业财务管理循环。财务管理循环的主要环节包括:①制定财务决策;②制定预算和标准;③记录实际数据;④计算应达标准;⑤对比标准与实际;⑥差异分析与调查;⑦采取行动;⑧评价与考核;⑨激励;⑩预测。

1.2.5 财务分析

财务分析是以财务报表数据和其他资料为依据和起点,采用专门的方法,系统分析和评价企业过去、现在的经营成果,财务状况及其变动,并检查企业偿债、获利和抵抗风险的能力,为企业的投资者、债权人、经营者,及其他关心企业的组织或个人了解企业过去、评价企业现状、预测企业未来,做出正确决策提供准确信息或依据的经济应用学科。通过这种分析和评价,可以为财务决策、计划和控制提供广泛的帮助。随着制度和法律的逐步建立和完善,对现代企业进行财务分析也变得越来越必要,越来越迫切。

财务分析的一般目的可以概括如下:评价过去的经营业绩;衡量现在的财务状况;预测未来的发展趋势。根据分析的具体目的,财务分析可以分为以下四类:①流动性分析;②营利性分析;③财务风险分析;④专题分析。财务分析的方法包括比较分析法和因素分析法。因素分析法具体又分为四类:差额分析法、指标分解法、连环替代法、定基替代法。

1.2.6 财务检查

财务检查是以核算资料为主要依据,对企业经济活动和财务收支的合理性、合法性和有效性进行的检查,是实现财务监督的主要手段。财务检查主要检查国家财经制度、财经纪律的执行情况。

1.3 财务管理的目标

公司理财目标,是指公司进行财务活动所要达到的根本目的。它是评价公司财务活动是否合理的标准,决定着公司理财的基本方向。公司的财务管理应有明确的目标,将其作为财务决策所依据的最高准则,是企业财务活动所要达到的最终目标。因为资本增值是企业的本质追求,企业的所有目标最终都会归结于财务目标,因此,企业目标也往往等价地表达为财务目标。

影响企业目标形成的主要因素包括投资者、雇员、管理者、消费者、政府及社会公众。究竟公司财务应以何为目标?随着研究的发展,理论界提出过以下几种观点。

1.3.1 利润最大化

利润最大化是财务管理最基本的目标,也是公司可能实现的目标。它是指公司的利润额在尽可能短的时间内达到最大。这样设定财务目标,从一般的经济理论意义上讲是合理的。因为,企业的目的就是创造剩余价值,而剩余价值的多少可以用利润来衡量;而且在自由竞争的条件下,资本将流向能实现最大增值的企业,以利润最大化为财务目标有助于

实现社会资源的合理配置。现代财务理论认为,利润最大化作为企业财务目标,是在19世纪发展起来的。当时企业结构的特征是自筹资金、私人财产和个人业主。简单地以利润最大化就可以满足个人业主的目的——增加个人财富。但是现代企业的环境是以有限责任和经营权与所有权分离为特征的,企业由职业经理人负责经营。职业经理人面临的环境比以往复杂得多,需要协调所有与企业有利害关系的主体之间的矛盾。在这种情况下,利润最大化的目标已经不适当了,它存在着一定的局限性,不能同时满足与企业相关各主体的要求。

(1) 没有考虑所获得的利润和投资资本额的关系,即没有考虑企业的投入和产出之间的关系。不考虑利润和投入资本的关系,会使财务决策优先选择高投入的项目,不利于高效率的项目。

(2) 利润最大化的概念模糊不清。针对利润不同的定义,如会计利润(账面价值)最大化或是经济利润(市场价值)最大化,是短期利润最大化还是长期利润最大化,它们并不总是相一致的。

(3) 利润最大化忽略了所获货币的时间差异。货币是有时间价值的,而利润最大化只关注于最终结果,而忽略了得到货币的时间。

(4) 利润最大化忽视了不同方案间的风险。如果两个企业预期收益相同,但如果一个企业比另一个企业波动大得多,那么前者的风险就比后者大,理性的投资者毫无疑问会选择投资于后者。这样,利润最大化就不能满足投资风险和收益相匹配的原则。

(5) 利润最大化强调的是会计利润,只考虑了债务成本利息,但是忽略了重要资金成本之一的股本成本。且由于利润指标是根据会计标准、按权责发生制原则计算的结果,便于管理者操纵。

1.3.2 每股收益(盈余)最大化

每股收益是税后利润与普通股股数之比。这种观点认为,应当把公司的利润和股东投资的资本联系起来考察。其优点是把公司实现的利润额与股东投入的资本进行比较,能够说明公司的盈利水平,可以在不同资本规模的公司之间进行比较,揭示其盈利水平的差异。但该指标仍不能避免利润最大化目标在第(2)~(5)项上的局限性。

1.3.3 股东财富最大化

正常状态下,股东是公司的所有者,他们购买股票是为了追求财务报酬,投资者会对引起股票价格涨跌的各种信息做出反应。因此,股本价值提供了衡量公司业绩效果好坏的良好指标。管理者是为股东工作的,他们应当制定并执行有利于增加股东价值的经营策略,财务管理的最主要目标之一是股东财富最大化(stockholder wealth maximization)。股东财富最大化是指通过财务上的合理经营,为股东带来最多的财富。在股份经济条件下,股东财富就是股东所持有股票的价值,通常按照股东持有的股份乘以股票的市场价格来确定。在股票数量一定且股票价格达到最高时,则股东财富达到最大化。

股东价值最大化是指管理者寻求公司的股东预期未来收益现值的最大化。因此,该目标考虑了货币的时间价值、风险等因素。股东价值最大化是一个市场概念,而不是会计概念。持这种观点的学者认为,股东创办企业的目的是增长财富。他们是企业的所有者,是

企业资本的提供者,其投资的价值在于它能给所有者带来未来报酬,包括获得股利和出售股权获取现金。在股份经济条件下,股东财富由其所拥有的股票数量和股票市场价格两方面来决定。因此,股东财富最大化也最终体现为股票价格。他们认为,股价的高低代表了投资大众对公司价值的客观评价。它以每股的价格表示,反映了资本和获利之间的关系;它受每股盈余的影响,反映了每股盈余大小和取得的时间;它受企业风险大小的影响,可以反映每股盈余的风险。

企业以股价最大化为目标,除了它代表着投资者对公司价值的客观评价,同时对社会而言也是有利的,因为:①股价最大化需要企业尽可能以低的成本提供高质量的产品或服务;②股价最大化要求公司不断开发新产品以满足消费者的需要,从而创造出更多的新产品、新技术和就业机会,为社会服务。

与利润最大化目标相比,股东财富最大化目标具有如下优势:①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;②在一定程度上能够克服公司在追求利润上的短期行为。因为不仅当前的利润会影响股票价格,预期的目标利润也会对公司股票价格产生重要的影响。

但是股东财富最大化也存在一些缺陷:①“股东财富最大化”是一个十分抽象而很难具体确定的目标。“股东财富最大化”目标在实际工作中难以被企业管理当局和财务管理人员所捉摸。股票价格受多种因素影响,并非都是公司所能控制的,把不可控因素引入理财目标是不合理的。②由于上市企业大都相互参股,其目的在于控股或稳定购销关系,或者说,法人股东似乎并不把股价最大化作为其财务管理追求的唯一目标。③“股东财富最大化”是企业所有者所希望实现的利益目标,而对其他利益相关者的利益重视不够。在实际工作中可能导致企业所有者与其他利益主体如债权人、经理人员、内部职工、社会公众等所希望的利益目标发生矛盾。

1.3.4 公司价值最大化

西方经济发展进入20世纪90年代以来,企业生存和发展的目的逐渐由追求股东财富最大化,发展为公司价值最大化。公司价值是指把公司推向市场而具有的价值,即把公司作为特殊商品被用来买卖时的市场价值。公司价值是股东价值、债权人价值、社会价值、顾客价值、员工价值的集合,是兼顾眼前利益和长远利益的集合。

财务管理需要考虑的另一个目标是社会责任(social responsibility)。企业在寻求其他目标的同时,还应该考虑社会责任。成功的企业与雇员、供应商、消费者以及周围公共团体等紧密联系在一起,这些团体又与公司的繁荣和不断增产联系在一起,所以,公司应寻求与所有这些团体的利益均衡,而不只是关心自己公司的股东财富最大化。企业作为举足轻重的经济实体,必须要考虑其政策和行为对整个社会的影响,当然,社会责任行为需要支付成本,而不是所有企业都自愿支付这些成本。这意味着社会责任一般通过强制的方式,如法律和部门规章而不是基于自愿的原则来确保所有的企业平均分担。

但是,越来越多的企业开始主动承担起社会责任,特别是在环境保护领域,因为这样做不但可以提高企业声誉,还促进了产品销售。例如,食品企业采用可循环使用或可生物降解的无毒包装材料;清洁用品中不再含磷等。

公司价值评估的基本方法是现金流量分析法。它通过预测公司未来的收益现金流来评估公司价值。如果风险一定,公司能产生的净现金流量越多,其价值也越高。在现金流量一定的条件下,公司价值与风险则成反比,风险越大,公司价值越小,反之亦然。

公司的现金流量状况是评价公司财务状况的重要依据。用现金流量贴现模型进行公司价值评估可以采用三种方法。

1. 股利贴现方法

该方法的依据是公司的价值等于预期未来全部股利的现值总和,它所采用的贴现率即是股东所要求的收益率或机会成本。缺陷:难以对不支付股利或支付低股利的股票进行估价;股利支付率往往不稳定,使得每年的股利支付总额较税后利润额更难以预期。

2. 自有资金现金流量方法

该方法假设公司股东拥有除去经营费用、本息偿还和为保持预定现金流增长率所需的全部资本性支出之后的剩余现金流,即股东权益现金流。其计算公式如下:

自有现金流量 = 净收益 + 折旧和摊销 - 营运资本追加额 - 资本性支出 - 偿还本金

营运资本是营业流动资产和无息流动负债的差额,营运资本追加额即营运资本的变动值,营业流动资产包括公司经营所使用或需要的所有流动资产,包括某些现金余额、应收账款以及存货等。该方法采用的贴现率是公司的股权融资成本。

3. 完全现金流量方法

完全现金流量方法是指在支付了经营费用和所得税后,向普通股与优先股股东、债权人这些公司权利要求者支付现金之前的全部现金流。完全现金流除可由净现金流量与优先股股东、债权人所要求的现金流量相加计算之外,另一种计算方法如下:

完全现金流量 = 息税前收益 $\times$ (1 - 税率) + 折旧和摊销 - 资本性支出 - 营运资本追加额
其中,

息税前收益 = 销售收入 - 经营费用 - 折旧和摊销 = 净收益 + 所得税 + 利息费用

运用该方法进行股权价值评估需要先根据公司完全现金流量和以公司加权平均资本成本为贴现率计算出公司整体价值,再减去非普通股权益和债务的市场价值即可。它的优点在于:其是债务偿还前的现金流,所以在估价时不需要考虑与债务相关的现金流量,较为简便。

除了上述基本方法以外,不少分析人员使用更为简便的方法进行估价。

(1) 市盈率法。市盈率与预测的每股收益相乘就是该公司未来的股票价格。

(2) 资产基准评估法,即先对公司的每项资产进行评估,得出各项资产的公允市场价值,然后将各类资产的价值加总,得出公司的总资产价值,再减去各类负债的公允市场价值总和,就得到公司股权的公允市场价值。该方法主要适用于公司的账面价值与市场价值差别很大的情况。

(3) 市场评估模型,即先找出在营运和财务上与目标公司可比的上市公司作为参照对