



国家级优秀教学成果奖
普通高等教育“十一五”国家级规划教材
教育部普通高等教育精品教材
教育部推荐教材

中国人民大学会计系列教材

第六版

Accounting

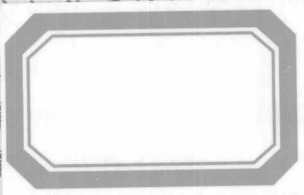
财务管理学

Financial Management

主编 荆新 王化成 刘俊彦

 中国人民大学出版社

国家
普通
教育
教育



”国家级规划教材
品教材

中国人民大学会计系列教材

第六版

Accounting

财务管理学

Financial Management

主编 荆新 王化成 刘俊彦

中国人民大学出版社

·北京·

图书在版编目 (CIP) 数据

财务管理学/荆新等主编. —6 版. —北京: 中国人民大学出版社, 2012. 6
中国人民大学会计系列教材
ISBN 978-7-300-15802-0

I. ①财… II. ①荆… 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 (2012) 第 102935 号

国家级优秀教学成果奖
普通高等教育“十一五”国家级规划教材
教育部普通高等教育精品教材
教育部推荐教材
中国人民大学会计系列教材·第六版
财务管理学
主 编 荆 新 王化成 刘俊彦
Caiwu Guanlixue

出版发行	中国人民大学出版社		
社 址	北京中关村大街 31 号	邮政编码	100080
电 话	010-62511242 (总编室)		010-62511398 (质管部)
	010-82501766 (邮购部)		010-62514148 (门市部)
	010-62515195 (发行公司)		010-62515275 (盗版举报)
网 址	http://www.crup.com.cn		
	http://www.ttrnet.com (人大教研网)		
经 销	新华书店		
印 刷	涿州市星河印刷有限公司		
规 格	185 mm×260 mm 16 开本	版 次	1993 年 9 月第 1 版 2012 年 6 月第 6 版
印 张	28.25 插页 1	印 次	2012 年 8 月第 2 次印刷
字 数	658 000	定 价	38.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

第六版总序

中国人民大学会计系列教材（以下简称系列教材）自1993年推出第一版至今，已有近20个年头了。这期间我国经济实现了高速发展，会计制度与会计准则也发生了巨大变化，大学会计教育无论从规模还是质量来看都有了长足的进步。回顾十几年的发展历程，从系列教材的第一版到现在呈现在读者面前的第六版，我们都在努力适应会计环境和教育环境的变化，尽可能满足高校会计教学的需要。

系列教材第一版是由我国当时的重大会计改革催生的。那次会计改革的“一个显著特点是国家会计管理部门改变了新中国成立以来一直沿用的通过制定和审定分部门、分所有者的统一会计制度来规范各基层单位会计工作的模式，代之以制定所有企业均适用的会计准则来指导会计核算工作的模式”（阎达五，系列教材第一版总序）。我们在编写时关注两个重点：一是适应我国会计制度从苏联模式向以美国为代表的西方模式的转变，教材的编写遵循1992年颁布的“两则两制”（“两则”是指《企业会计准则》与《企业财务通则》，“两制”是指行业会计制度与行业财务制度）的要求；二是教材之间尽可能避免重复。第一版包括9本教材，即《初级会计学》、《财务会计学》、《成本会计学》、《经营决策会计学》、《责任会计学》、《高级会计学》、《财务管理学》、《审计学》、《计算机会计学》。

系列教材第二版从1997年10月起陆续出版。为适应各院校的课程开设需要，将《经营决策会计学》与《责任会计学》合并为《管理会计学》。

系列教材第三版从2001年11月起陆续出版。“第三版修订工作除了因国家修订《会计法》、国务院颁布《企业财务会计报告条例》、财政部修订和颁布《企业具体会计准则》以及颁布新的《企业会计制度》等法律、法规需要进一步协调原教材与现行规章制度不够衔接之处外，还尽可能吸收了国内外财会理论界所取得的一些新的理论研究成果”（阎达五，系列教材第三版总序）。

系列教材第四版从2006年7月起陆续出版。第四版进一步修订了教材与2007年1月1日开始实施的新《企业会计准则》和《注册会计师审计准则》之间的不协调之处，并将《计算机会计学》变更为《会计信息系统》。

系列教材第五版从2009年6月起陆续出版。第五版对《高级会计学》、《财务管理学》、《财务会计学》等书的框架结构做了较大调整，同时，新增《会计学》（非专业用）一书。

2012年起陆续出版的系列教材第六版，新增“财务报表分析”课程的配套教材；

针对一些学校强化实务性、应用性的教学要求，新增“简明”和“模拟实训”两个子系列；原有《初级会计学》和《成本会计学》课程随书配套实训资料。同时，第六版还提供更加完善的教辅资源，包括教学用PPT、学习指导书、教材习题解答、辅助阅读资料等。

当今社会，大学生的就业压力很大，就业市场对大学教育的影响日益增大。具体到会计学专业，一个突出的表现是，注册会计师考试对大学会计教育的影响在迅速增大。如何处理好大学会计教育与注册会计师考试的关系，成为必须面对的一个比较突出的问题。我们认为，不能无视学生参加注册会计师考试的需要，更不能削弱对学生实际能力的培养。

一方面，在教材内容和知识点的安排上尽可能满足注册会计师考试的需要，特别是《财务会计学》、《高级会计学》、《审计学》等教材的安排，我们在这方面做了较大的改进。《财务会计学》和《高级会计学》的各章基本上对应于相关的企业会计准则，在内容上尽可能与注册会计师考试用书的相关部分保持一致。

另一方面，我们在关注学生参加注册会计师考试这一客观需要的同时，更加重视学生的长远发展，更加重视学生基本素质和能力的培养。注册会计师考试注重现行法律、法规等规定是理所当然的，但我们的大学会计教育不能局限于对现行法律、法规的介绍与解释，而应当更加重视培养学生发现问题、分析问题和解决问题的能力。究其原因，一是社会经济环境日趋复杂，对会计专业人才的要求日益提高。随着信息技术的快速发展，很多技能性的会计核算工作逐渐由计算机替代，会计工作的重点由核算转向管理是一种必然的趋势。这就要求我们将人才培养的重点由核算型人才的培养转向管理型人才的培养。二是会计规范形式已经由会计制度转向会计准则，这也要求会计专业人士具有更强的职业判断能力。为了培养学生处理复杂业务和适应环境变化的能力，在教材的编写和使用中重视“以问题为导向”，可能是一种有效的方法。为此，系列教材第六版更多地注重引导学生积极思考，更好地将对会计准则等法规的介绍和解释融入到对会计基本理论的阐释和对解决问题的探索之中。

此外，我们在教材编写和使用过程中，更加重视同一门课程内容的前后联系以及各门课程之间的内在关联，以更好地帮助学生把握相关专业知识的系统性和整体性，努力避免局部知识之间相互隔离、彼此割裂的状况。

中国人民大学会计系列教材是在我国著名会计学家阎达五教授等老一辈会计学者的精心呵护下诞生，在广大兄弟院校的大力支持下逐渐成长的。我们衷心希望系列教材第六版能够继续得到大家的认可，也诚恳地希望大家多提改进建议，以便我们在今后的修订中不断完善。

中国人民大学会计系

第六版前言

《财务管理学》作为中国人民大学会计系列教材之一，自1993年初版以来，至今已经推出第六版。在近20年的时间里，本书深受全国众多高等院校师生及广大读者的认可和厚爱，许多大学将其作为财务管理学课程的首选教材。本书也是教育部推荐教材，并被评为普通高等教育“十五”和“十一五”国家级规划教材，在2005年获得国家级优秀教学成果奖，在2011年被评为教育部普通高等教育精品教材。在教材的使用过程中，我们收到了不少师生的宝贵修改建议，如陈平（南京审计学院）、钟琮和李巧丽（杭州师范大学钱江学院）、吴皖平（北京城市学院）、郭爱军（河北经贸大学）等。值此第六版问世之际，谨向选用本书和提出宝贵修改建议的广大师生和读者朋友，致以衷心的感谢！

本次修订在保持第五版内容体系和体例的基础上，对部分内容进行了修订。第六版的框架结构仍然保持第五版时的6篇，即财务管理基础、筹资管理、投资管理、营运资本管理、股利政策、并购与重组。与第五版相比，第六版主要做了以下修订：

1. 删除了个别内容。如删除了第3章财务分析中不常用的财务比率“到期债务本息偿付比率”，第6章资本结构决策的每股收益分析法中，删除了例题中的优先股内容。

2. 更新了一些内容。第六版对部分内容和数据进行了补充或更新，如第11章中补充了我国沪深A股上市公司行业平均股利支付率和平均股利报酬率的数据。

3. 修订了部分练习题的内容。第六版对一些章节的练习题进行了修订或更新，更便于学生加深对教材中相关理论和方法的理解。

4. 规范了一些术语。长期以来，我国财务管理学的术语用法不统一，不规范，如贴现率与折现率、收益率与报酬率、筹资与融资等术语经常混用。经过作者的多次讨论，并征求一些教师的意见，第六章对一些术语进行了规范和统一。如收益（income）与报酬（return），一般我们主张用报酬，又如，用投资报酬率，而不用投资收益率；用期望报酬率，而不用预期收益率。但是，在会计报表中，为了与会计学的术语一致，我们还是用了每股收益、投资收益等术语。第六版与第五版一些术语的变化如下表所示：

术语对照表

第六版	第五版
报酬	收益
期望报酬率	预期收益率
投资报酬率	投资收益率
留用利润	留存收益
筹资	融资
折现率	贴现率
营运资本	营运资金
股权资本	权益资本
资本成本	资金成本
离散系数	变异系数

本书适合选作高等院校会计学、财务管理、金融学、企业管理、市场营销、财政、税务等经济管理专业的本科教材，以及相关专业硕士研究生入学考试的参考教材，也可作为对学习财务管理有兴趣的读者的学习参考书。

本次修订由中国人民大学荆新教授、王化成教授、刘俊彦副教授担任主编，各章的修订分工为：第1、第2、第7~第10章由王化成执笔，第4~第6章由荆新执笔，第3、第11~第13章由刘俊彦执笔。由于编者水平和时间有限，本书可能存在不足之处，恭请广大师生和读者批评指正。

在本次修订过程中，中国人民大学出版社编辑陈永凤和戴萍收集整理了读者的意见和建议，认真负责地完成了编辑工作，谨向她们表示衷心的感谢！

荆新 王化成 刘俊彦

目 录

第 1 章	总论	1
	1.1 财务管理的概念	1
	1.2 财务管理的目标	5
	1.3 企业组织形式与财务经理	11
	1.4 财务管理的环境	15
第 2 章	财务管理的价值观念	25
	2.1 货币时间价值	25
	2.2 风险与报酬	39
	2.3 证券估值	61
第 3 章	财务分析	71
	3.1 财务分析概述	71
	3.2 财务能力分析	81
	3.3 财务趋势分析	100
	3.4 财务综合分析	107
第 4 章	财务战略与预算	116
	4.1 财务战略	116
	4.2 全面预算体系	123
	4.3 筹资数量的预测	125
	4.4 财务预算	133
第 5 章	长期筹资方式	139
	5.1 长期筹资概述	139
	5.2 股权性筹资	146
	5.3 债务性筹资	156
	5.4 混合性筹资	171
第 6 章	资本结构决策	178
	6.1 资本结构的理论	178
	6.2 资本成本的测算	185
	6.3 杠杆利益与风险的衡量	197
	6.4 资本结构决策分析	205
第 7 章	投资决策原理	220
	7.1 长期投资概述	220

	7.2 投资现金流量的分析	223
	7.3 折现现金流量方法	228
	7.4 非折现现金流量方法	233
	7.5 投资决策指标的比较	235
第 8 章	投资决策实务	243
	8.1 现实中现金流量的计算	243
	8.2 项目投资决策	248
	8.3 风险投资决策	258
	8.4 通货膨胀对投资分析的影响	272
第 9 章	短期资产管理	277
	9.1 营运资本管理	277
	9.2 短期资产管理	279
	9.3 现金管理	285
	9.4 短期金融资产管理	295
	9.5 应收账款管理	298
	9.6 存货规划及控制	309
第 10 章	短期筹资管理	322
	10.1 短期筹资政策	322
	10.2 自然性筹资	329
	10.3 短期借款筹资	334
	10.4 短期融资券	338
第 11 章	股利理论与政策	347
	11.1 股利及其分配	347
	11.2 股利理论	351
	11.3 股利政策及其选择	361
	11.4 股票分割与股票回购	372
第 12 章	公司并购管理	381
	12.1 公司并购的概念与类型	381
	12.2 公司并购理论	385
	12.3 公司并购的价值评估	391
	12.4 公司并购的支付方式	402
第 13 章	公司重组、破产和清算	408
	13.1 公司重组	408
	13.2 财务预警	413
	13.3 破产重组	423
	13.4 企业清算	428
	附录	435
	参考文献	441

学 习 目 标

1. 理解财务管理的概念。
2. 掌握财务管理目标的主要观点。
3. 了解企业的组织形式以及财务经理的职责。
4. 了解财务管理的环境。
5. 了解利息率的构成及其测算。

1.1 财务管理的概念

财务管理 (financial management), 是组织企业财务活动、处理财务关系的一项经济管理工作。因此, 要了解什么是财务管理, 必须先分析企业的财务活动和财务关系。

1.1.1 企业财务活动

企业财务活动是以现金收支为主的企业资金收支活动的总称。在市场经济条件下, 一切物资都具有一定的价值, 它体现了耗费于物资中的社会必要劳动量, 社会再生产过程中物资价值的货币表现就是资金。在市场经济条件下, 资金是进行生产经营活动的必要条件。企业的生产经营过程, 一方面表现为物资的不断购进和售出; 另一方面则表现为资金的支出和收回。企业的经营活动不断进行, 也就会不断产生资金的收支。企业资金的收支, 构成了企业经济活动的一个独立方面, 这便是企业的财务活动。

企业财务活动可分为以下四个方面。

1. 企业筹资引起的财务活动

企业从事经营活动, 首先必须解决的是通过什么方式、在什么时间筹集多少资金。在筹资过程中, 企业通过发行股票、发行债券、吸收直接投资等方式筹集资金, 表现为企业资金的收入; 而企业偿还借款, 支付利息和股利以及付出各种筹资费用等, 则表现为企业资金的支出。这种因为资金筹集而产生的资金收支, 便是由企业筹

资引起的财务活动。

在进行筹资活动时，财务人员首先要预测企业需要多少资金，是通过发行股票取得资金还是向债权人借入资金，两种方式筹集的资金占总资金的比重应各为多少等。假设公司决定借入资金，那么是发行债券好，还是从银行借入资金好呢？资金应该是长期的还是短期的？资金的偿付是固定的还是可变的？等等。财务人员面对这些问题时，一方面要保证筹集的资金能满足企业经营与投资的需要；另一方面还要使筹资风险在企业的掌控之中，一旦外部环境发生变化，企业不至于由于无法偿还债务而陷入破产。

2. 企业投资引起的财务活动

企业筹集资金的目的是把资金用于生产经营活动以取得盈利，不断增加企业价值。企业把筹集到的资金用于购置自身经营所需的固定资产、无形资产等，便形成企业的对内投资；企业把筹集到的资金投资于其他企业的股票、债券，与其他企业联营进行投资以及收购另一个企业等，便形成企业的对外投资。企业无论是购买内部所需的各种资产，还是购买各种证券，都需要支出资金。当企业变卖其对内投资的各种资产或收回其对外投资时，会产生资金的收入。这种因企业投资而产生的资金的收支，便是由投资引起的财务活动。

在进行投资活动时，由于企业的资金是有限的，因此应尽可能将资金投放在能带给企业最大报酬的项目上。由于投资通常在未来才能获得回报，因此，财务人员在分析投资方案时，不仅要分析投资方案的资金流入与资金流出，而且要分析公司为获得相应的报酬还需要等待多久。当然，获得回报越早的投资项目越好。另外，投资项目几乎都是有风险，一个新的投资项目可能成功，也可能失败，因此，财务人员需要找到一种方法对这种风险因素加以计量，从而判断选择哪个方案，放弃哪个方案，或者将哪些方案进行组合。

3. 企业经营引起的财务活动

企业在正常的经营过程中，会发生一系列的资金收支。首先，企业要采购材料或商品，以便从事生产和销售活动，同时，还要支付工资和其他营业费用；其次，当企业将产品或商品售出后，便可取得收入，收回资金；再次，如果企业现有资金不能满足企业经营的需要，还要采取短期借款方式来筹集所需资金。上述各方面都会产生资金的收支，属于企业经营引起的财务活动。

在企业经营引起的财务活动中，主要涉及的是流动资产与流动负债的管理问题，其中关键是加速资金的周转。流动资金的周转与生产经营周期具有一致性，在一定时期内，资金周转快，就可以利用相同数量的资金生产出更多的产品，取得更多的收入，获得更多的报酬。因此，如何加速资金的周转、提高资金的利用效率，是财务人员在这类财务活动中需要考虑的主要问题。

4. 企业分配引起的财务活动

企业在经营过程中会产生利润，也可能会因对外投资而分得利润，这表明企业有了资金的增值或取得了投资报酬。企业的利润要按规定的程序进行分配。首先要依法纳税；其次要用来弥补亏损，提取盈余公积；最后要向投资者分配股利。这种因利润分配而产生的资金收支便属于由利润分配引起的财务活动。

在分配活动中，财务人员需要确定股利支付率的高低，即将多大比例的税后利润

用来支付给投资人。过高的股利支付率，会使较多的资金流出企业，从而影响企业再投资的能力，一旦企业遇到较好的投资项目，将有可能因为缺少资金而错失良机；而过低的股利支付率，又有可能引起投资人的不满，对于上市公司而言，这种情况可能导致股价的下跌，从而使公司价值下降。因此，财务人员要根据公司自身的具体情况确定最佳的分配政策。

上述财务活动的四个方面不是相互割裂、互不相关的，而是相互联系、互相依存的。正是上述四个方面构成了完整的企业财务活动，这四个方面也正是财务管理的基本内容：企业筹资管理、企业投资管理、营运资本管理、利润及其分配的管理。

1.1.2 企业财务关系

企业财务关系是指企业在组织财务活动过程中与各有关方面发生的经济关系。企业的筹资活动、投资活动、经营活动、利润及其分配活动与企业内部和外部的方方面面有着广泛的联系。企业的财务关系可概括为以下几个方面。

1. 企业同其所有者之间的财务关系

这主要是指企业的所有者向企业投入资金，企业向其所有者支付投资报酬所形成的经济关系。企业所有者主要有四类：（1）国家；（2）法人单位；（3）个人；（4）外商。企业的所有者要按照投资合同、协议、章程的约定履行出资义务，以便及时形成企业的资本金。企业利用资本金进行经营，实现利润后，应按出资比例或合同、章程的规定，向其所有者分配利润。企业同其所有者之间的财务关系体现着所有权的性质，反映着经营权和所有权的关系。

2. 企业同其债权人之间的财务关系

这主要是指企业向债权人借入资金，并按借款合同的规定按时支付利息和归还本金所形成的经济关系。企业除利用资本金进行经营活动外，还要借入一定数量的资金，以降低企业资本成本，扩大企业经营规模。企业的债权人主要有：（1）债券持有人；（2）贷款机构；（3）商业信用提供者；（4）其他出借资金给企业的单位或个人。企业利用债权人的资金后，要按约定的利息率及时向债权人支付利息。债务到期时，要合理调度资金，按时向债权人归还本金。企业同其债权人之间的关系体现的是债务与债权关系。

3. 企业同其被投资单位之间的财务关系

这主要是指企业将其闲置资金以购买股票或直接投资的形式向其他企业投资所形成的经济关系。企业向其他单位投资，应按约定履行出资义务，参与被投资单位的利润分配。企业同被投资单位之间的关系体现的是所有权性质的投资与受资的关系。

4. 企业同其债务人之间的财务关系

这主要是指企业将其资金以购买债券、提供借款或商业信用等形式出借给其他单位所形成的经济关系。企业将资金借出后，有权要求其债务人按约定的条件支付利息和归还本金。企业同其债务人的关系体现的是债权与债务关系。

5. 企业内部各单位之间的财务关系

这主要是指企业内部各单位之间在生产经营各环节相互提供产品或劳务所形成的经济关系。在实行内部经济核算制度的条件下，企业供、产、销各部门以及各生产单

位之间,相互提供产品和劳务要进行计价结算。这种在企业内部形成的资金结算关系,体现了企业内部各单位之间的利益关系。

6. 企业与职工之间的财务关系

这主要是指企业在向职工支付劳动报酬的过程中形成的经济关系。企业要用自身的产品销售收入,向职工支付工资、津贴、奖金等,按照提供的劳动数量和质量支付职工的劳动报酬。这种企业与职工之间的财务关系,体现了职工和企业劳动成果上的分配关系。

7. 企业与税务机关之间的财务关系

这主要是指企业要按照税法的规定依法纳税而与国家税务机关之间形成的经济关系。任何企业都要按照国家税法的规定缴纳各种税款,以保证国家财政收入的实现,满足社会各方面的需要。及时、足额地纳税是企业对国家的贡献,也是对社会应尽的义务。因此,企业与税务机关之间的关系反映的是依法纳税和依法征税的权利义务关系。

1.1.3 企业财务管理的特点

企业生产经营活动的复杂性,决定了企业管理必须包括多方面的内容,如生产管理、技术管理、劳动人事管理、设备管理、销售管理、财务管理等。各项工作是互相关联、紧密配合的,同时又有科学的分工,具有各自的特点,其中财务管理的特点是:

1. 财务管理是一项综合性管理工作

企业在实行分工、分权的过程中形成了一系列专业管理,有的侧重于使用价值的管理,有的侧重于价值的管理,有的侧重于劳动要素的管理,有的侧重于信息的管理。社会经济的发展,要求财务管理主要运用价值形式对经营活动实施管理。通过价值形式,把企业的一切物质条件、经营过程和经营结果都合理地加以规划和控制,达到企业效益不断提高、财富不断增加的目的。因此,财务管理既是企业管理的一个独立方面,又是一项综合性的管理工作。

2. 财务管理与企业各方面有着广泛联系

在企业的日常经营活动中,一切涉及资金的收支活动,都与财务管理有关。事实上,企业内部各部门与资金不发生联系的情况是很少见的。因此,财务管理的触角常常伸向企业经营的各个角落。

每一个部门都会通过资金的使用与财务部门发生联系,每一个部门也都要在合理使用资金、节约资金支出等方面接受财务部门的指导,受到财务制度的约束,以此来保证企业经济效益的提高。

3. 财务管理能迅速反映企业生产经营状况

在企业管理中,决策是否恰当、经营是否合理、技术是否先进、产销是否顺畅,都可迅速地在企业财务指标中得到反映。例如,如果企业生产的产品适销对路,质量优良可靠,则可带动生产发展,实现产销两旺,资金周转加快,盈利能力增强,这一切都可以通过各种财务指标迅速地反映出来。这也说明,财务管理工作既有其独立性,又受整个企业管理工作的制约。财务部门应通过自己的工作,向企业领导及时通报有关财务指标的变化情况,以便把各部门的工作都纳入提高经济效益的轨道,努力实现财务管理的目标。

综上所述,财务管理的概念可以概括为:企业财务管理是企业管理的一个组成部

分,它是根据财经法规制度,按照财务管理的原则,组织企业财务活动,处理财务关系的一项经济管理工作。

1.2 财务管理的目标

由系统论可知,正确的目标是系统良性循环的前提,企业财务管理的目标对企业财务管理系统的运行也具有同样的意义。为此,应首先明确财务管理的目标。

1.2.1 财务管理的目标概述

目标是系统希望实现的结果,根据不同的系统所研究和解决的问题,可以确定不同的目标。**财务管理的目标**(financial management objective),是企业理财活动希望实现的结果,是评价企业理财活动是否合理的基本标准。为了完善财务管理理论,有效指导财务管理实践,必须对财务管理目标进行认真研究。因为财务管理目标直接反映理财环境的变化,并根据环境的变化做适当调整,它是财务管理理论体系中的基本要素和行为导向,是在财务管理实践中进行财务决策的出发点和归宿。财务管理目标制约着财务运行的基本特征和发展方向,是财务运行的一种驱动力。不同的财务管理目标会产生不同的财务管理运行机制,科学地设置财务管理目标,对优化理财行为,实现财务管理的良性循环具有重要意义。财务管理目标作为企业财务运行的导向力量,其设置若有偏差,财务管理的运行机制就很难合理。因此,研究财务管理目标问题,既是建立科学的财务管理理论结构的需要,也是优化我国财务管理行为的需要,在理论和实践上都具有重要意义。

明确财务管理的目标,是搞好财务工作的前提。企业财务管理是企业的一个组成部分,企业财务管理的整体目标应该和企业的总体目标保持一致。从根本上讲,企业的目标是通过生产经营活动创造更多的财富,不断增加企业价值。但是,不同国家的企业面临的财务管理环境不同,同一国家的企业公司治理结构不同,发展战略不同,财务管理的目标在体现上述根本目标的同时又有其不同的表现形式,主要有利润最大化目标和股东财富最大化目标两种。

1. 以利润最大化为目标

利润最大化是西方微观经济学的理论基础。西方经济学家以往都是以利润最大化这一标准来分析和评价企业的行为和业绩的。持利润最大化观点的学者认为:利润代表了企业新创造的财富,利润越多则企业的财富增加得越多,越接近企业的目标。其观点可表述为:利润额是企业一定期间经营收入和经营费用的差额,是按照收入费用配比原则加以计算的,反映了当期正常经营活动中投入与产出对比的结果。股东权益是股东对企业净资产的所有权,包括股本、资本公积、盈余公积和未分配利润四个方面。其中股本是投资人已经投入企业的资本,如果不增发,它不可能再增大;资本公积则来自股本溢价、资产重估增值等,一般来说,它数额再大也不是由企业当期自身的经营业绩所致;只有盈余公积和未分配利润的增加,才是当期企业经营效益的体现,而这两部分又来源于利润最大化的实现,是企业从净利润中扣除股利分配后的剩余。因此,从会计的角度来看,利润是股东价值的来源,也是企业财富增长的来源(如图1-1所示)。

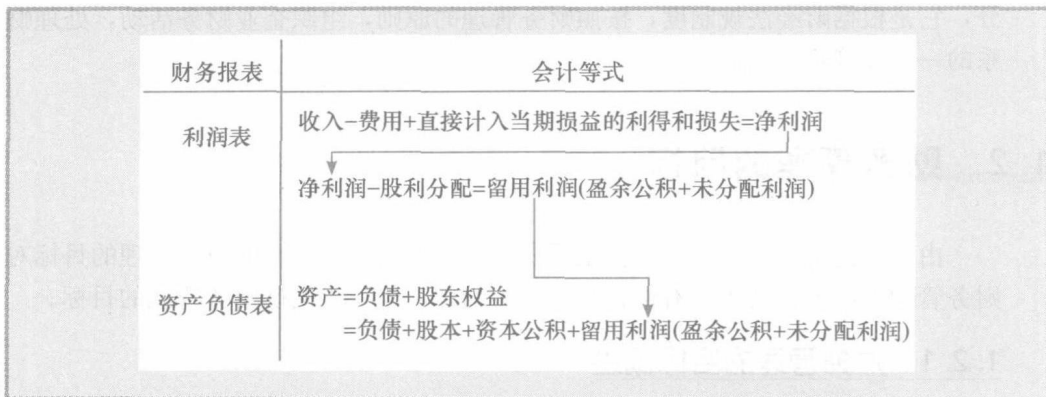


图 1—1 财务报表之间的勾稽关系

目前,我国在许多情况下评判企业的业绩还是以利润为基础。如在企业增资扩股时,要考察企业最近三年的盈利情况;在考核国有企业经理人员的业绩时,也以利润为主。但是,在长期的实践中,利润最大化目标暴露出许多缺点:

(1) 利润最大化没有考虑利润实现的时间,没有考虑项目报酬的时间价值。例如有 A、B 两个投资项目,其利润都是 100 万元,如果不考虑资金的时间价值,则无法判断哪一个更符合企业的目标。但如果说 A 项目的 100 万元是去年已赚取的,而 B 项目的 100 万元是今年赚取的,显然,对于相同的现金流入来说,A 项目的获利时间较早,也更具有价值。

(2) 利润最大化没能有效地考虑风险问题。高风险往往伴随着高利润,如果为了利润最大化而选择高风险的投资项目,或进行过度的借贷,企业的经营风险和财务风险就会大大提高。仍以上面两个企业为例。假设 A、B 两个投资项目在今年都赚取了 100 万元利润,但 A 项目的利润全部为现金收入,而 B 项目的 100 万元全部是应收账款,显然,B 项目的应收账款存在不能收回的风险,因此,A 项目的目标实现得更好一些。

(3) 利润最大化没有考虑利润和投入资本的关系。假设 A、B 两个项目都于今年获得了 100 万元利润,并且取得的都是现金收入。但是,如果 A 项目只需投资 100 万元,而 B 项目需要投资 300 万元,显然 A 项目更好一些,而如果单看利润指标却反映不出这样的问题。

(4) 利润最大化是基于历史的角度,反映的是企业过去某一期间的盈利水平,并不能反映企业未来的盈利能力。在图 1—1 中,虽然净利润带来了股东权益和企业财富的增加,但并不意味着企业持续经营和持久盈利能力的增强、股东在未来能够获得报酬。

(5) 利润最大化往往会使企业财务决策带有短期行为的倾向。利润最大化往往会诱使企业只顾实现目前的最大利润,而不顾企业的长远发展。比如企业可能通过减少产品开发、人员培训、技术装备水平方面的支出来提高当年的利润,但这显然对企业的长期发展不利。

(6) 利润是企业经营成果的会计度量,而对同一经济问题的会计处理方法的多样性和灵活性可以使利润并不反映企业的真实情况。例如,有些企业通过出售资产增加现金收入,表面上利润增加了,但实际上企业财富并没有增加。其他会计政策的选择也可能影响企业的利润。

可见，利润最大化目标只是对经济效益浅层次的认识，存在一定的片面性。所以，现代财务管理理论认为，利润最大化并不是财务管理的最优目标。

2. 以股东财富最大化为目标

股东财富最大化 (maximum of shareholders wealth)，是指通过财务上的合理运营，为股东创造最多的财富。在股份公司中，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。如果股票数量一定，当股票价格达到最高时，股东财富也达到最大。所以，股东财富最大化又演变为股票价格最大化。尽管理论界存在“股东财富最大化能否转化为股票价格最大化”的争论，但是当我们作出资本市场有效假设以后，可以认为股票价格是衡量股东财富的最佳指标。资本市场有效假设最早是由法马(Fama)提出的^①，他根据历史信息、全部公开信息和内幕信息对股票价格的不同影响，将市场效率分为弱式有效市场、半强式有效市场和强式有效市场。在有效的资本市场上，证券价格能迅速、全面地反映所有有关价格的信息，证券价格就是其价值的最好反映，此时，股东财富最大化目标可以用股票价格最大化来替代。虽然对资本市场有效性还存在争论，但从严格意义上来说，不能否定效率市场的存在。而且，随着市场的逐渐成熟和监管措施的加强，市场也在逐渐趋向有效。

从理论上说，股东财富的表现形式是在未来获得更多的净现金流量，对上市公司而言，股东财富可以表现为股票价值，股票价值一方面取决于企业未来获取现金流量的能力，另一方面也取决于现金流入的时间和风险。因此，与利润最大化目标相比，股东财富最大化目标体现出以下优点：(1) 股东财富最大化目标考虑了现金流量的时间价值和风险因素，因为现金流量获得时间的早晚和风险的高低，会对股票价格产生重要影响。(2) 股东财富最大化在一定程度上能够克服企业在追求利润方面的短期行为，因为股票的价格很大程度上取决于企业未来获取现金流量的能力。(3) 股东财富最大化反映了资本与报酬之间的关系。因为股票价格是对每股股份的一个标价，反映的是单位投入资本的市场价格。

此外，股东财富最大化目标也是判断企业财务决策是否正确标准，因为股票的市场价格是企业投资、筹资和资产管理决策效率的反映。这可以用企业的投资工具模型^②来分析(如图1—2所示)。

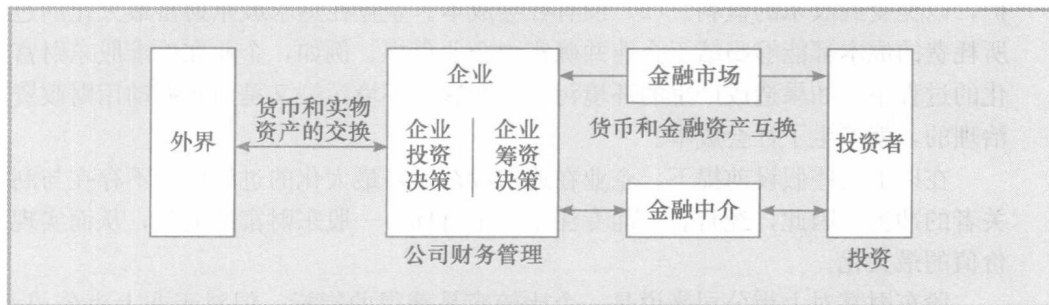


图 1—2 企业的投资工具模型

^① Eugene F. Fama, “Efficient Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *Journal of Finance*, May 1970, pp. 383-417.

^② 道格拉斯·R·爱默瑞：《公司财务管理》，12页，北京，中国人民大学出版社，2008。

投资工具模型是对企业最基本的认识，模型中的投资者是股东，是委托人，通过金融市场或金融中介向企业提供资金，委托经营者管理企业。企业的经营者是代理人，他们将资金用于投资，与外界（包括市场、竞争对手、政府等）进行货币和实物资产的交换，并将收益分配给投资者。同时，企业的投资、筹资决策和股利政策要受到外界和金融市场的影响，这些财务决策将决定企业的规模、资产和收益的增长，最终将影响企业未来的现金流量，现金流量将影响股票的市场价格。因此，企业的投资、筹资决策和股利政策的好坏将通过股票的市场价格表现出来，企业在作出财务决策时就要综合考虑多种因素，以符合股东的最大利益。

虽然股东财富最大化的观点已得到普遍认可，但是，随着债权人、雇员、供应商等利益相关者在企业运营中的作用越来越重要，有人提出了相关者利益最大化的观点。持相关者利益最大化观点的学者认为，企业不能单纯以实现股东利益为目标，而应把股东利益置于与利益相关者（如借款人、政府、管理者、员工、供应商等）相同的位置上，即要实现包括股东在内的所有利益相关者的利益。

但是，持股东财富最大化观点的学者提出，追求股东财富最大化实际上并不损害其他相关者的利益，恰恰相反，它是以保证其他相关者利益为前提的。因为企业达到股东财富最大化目标的结果，也增加了企业的整体财富，其他相关者的利益也会得到更有效的满足。如果企业不追求股东财富最大化，相关者的利益也会受损。另外，根据法律规定，股东所持有的投资报酬要求权是“剩余要求权”，是在其他相关者利益得到满足之后的剩余权益，企业只有在向供应商支付了货款，向员工支付了工资，向债权人支付了利息，向政府支付了税金之后，才能够向股东支付回报。

从契约经济学的角度看，企业是各种利益相关者之间契约的组合。通过书面契约，管理者、员工、供应商等可以保护自己的利益免受股东的侵害；即使没有与某些利益相关者（如社会、政府和环境）订立书面契约，企业仍然受到法律和道德的约束。而且，如果企业违反了契约的规定，利益相关者就会中断与企业的交易，企业最终会遭受损失。

基于以上几点可以认为，在对股东财富最大化进行一定约束后，股东财富最大化成为财务管理的最佳目标。这些约束条件是：（1）利益相关者的利益受到了完全的保护，以免受到股东的盘剥。（2）没有社会成本。企业在追求股东财富最大化的过程中所耗费的成本都能够归结于企业并确实由企业负担。例如，企业在追求股东财富最大化的过程中，如果造成严重的环境污染，而这种环境污染又是由政府动用财政资金来治理的，就产生了社会成本。

在以上这些假设前提下，企业在追求股东财富最大化的过程中将不存在与利益相关者的冲突。因此，经营者就能专注于一个目标——股东财富最大化，从而实现公司价值的最大化。

股东财富对上市公司来说是一个比较容易获得的指标，但对于非上市公司而言，该如何运用股东财富最大化这一原则呢？从理论上说，这些公司的价值等于公司在市场上出售的价格，或者投资人转让其出资而取得的现金。对一个正常经营中的企业而言，很难用这种整体出售的价格来衡量。因此从实践上看，可以通过资产评估来确定非上市公司价值的大小，或者根据公司未来可取得的现金流入量来进行估值。