

普通高校经济管理类**立体化教材**



免费提供
教学资源下载

基础课系列

财务管理

彭 岚 主 编

龚 靛 徐建红 副主编

- 吸纳同类教材精粹，推陈出新
- 遴选经典本土案例，学以致用
- 精心制作电子教案，方便教学
- 设置知识网络拓展，内容全面
- 配备各类精选习题，易学易用

清华大学出版社

普通高校经济管理类立体化教材 基础课系列

财 务 管 理

彭 岚 主 编

龚 靓 徐建红 副主编

清华大学出版社

北 京

内 容 简 介

本书全面探讨产权财务管理的基本价值观念和现代企业的产权财务活动,使产权财务管理目标在财务管理策略、方法和技能中得到全面体现。

本书重点阐述了财务管理的基本理论、基本方法和基本内容。在培养学生的资金财务管理能力的同时,还注重和加强学生的产权财务管理能力的培养。对于各章的重点与难点问题,本书列举了大量例题加以分析说明,所举例题具有很强的实用性。并安排了一定的阅读材料和讨论题,以便学生深入思考。

本书主要是为工商管理学科和经济学科的本科生编写的教科书,也可作为研究生学习的参考书,还可作为企业财务人员提高财务管理能力的高级读物。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。
版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

财务管理/彭岚主编;龚靓,徐建红副主编. —北京:清华大学出版社,2011.1

(普通高校经济管理类立体化教材 基础课系列)

ISBN 978-7-302-24243-7

I. ①财… II. ①彭… ②龚… ③徐… 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(2010)第 230714 号

责任编辑:朱 颖 杨作梅

装帧设计:杨玉兰

责任校对:周剑云

责任印制:王秀菊

出版发行:清华大学出版社

地 址:北京清华大学学研大厦 A 座

<http://www.tup.com.cn>

邮 编:100084

社 总 机:010-62770175

邮 购:010-62786544

投稿与读者服务:010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质 量 反 馈:010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 刷 者:清华大学印刷厂

装 订 者:三河市金元印装有限公司

经 销:全国新华书店

开 本:185×260 印 张:25 字 数:599 千字

版 次:2011 年 1 月第 1 版 印 次:2011 年 1 月第 1 次印刷

印 数:1~4000

定 价:40.00 元

产品编号:035166-01



前 言

在市场经济产权化的宏观经济背景下,在财务管理理论与实务中形成产权观思维显得十分重要。从产权观角度考察,财务管理是对产权价值流转实施的全程管理,是企业管理的重要职能,为企业的生存、发展和获利服务。财务管理目标是指企业进行理财活动所期望达成的结果和目的,在企业管理中发挥着评价企业财务活动开展是否合理、财务关系处理是否得当的准绳作用。财务管理目标不仅取决于企业的总目标,而且受财务管理自身特点的制约。

现代企业是多边契约关系的总和,股东、债权人、经理层、雇员等都是企业产权主体,各方都有自身的利益,共同参与构成公司的利益制衡机制,这是企业财务目标在确定过程中需要考虑的问题。当产权理论引入后,不同的产权分配制度赋予了产权主体不同的重要性,不同的产权分配制度也决定了不同的财务管理目标的选择。产权关系的复杂性、多元性就必然决定了企业财务目标绝不可能是单项的、唯一的,而是应该具有多重性的。基于古典产权制度的财务管理目标是利润最大化和股东财富最大化,因此当现代产权关系建立后,企业价值最大化和相关者利益最大化就成为财务管理追求的目标。

财务管理目标对企业财务管理起到行为导向作用,是财务管理理论框架体系研究中的重要环节。本书从现代产权观的角度对企业财务管理目标进行分析研究,并组织全书的编写。全书共分 10 章。第 1 章现代产权财务管理探讨了产权财务管理目标,产权财务管理的基本假设、内容、环境和原则;第 2 章至第 10 章分别探讨了产权财务价值观念、企业价值管理、财务预测与计划、企业筹资方式、企业筹资决策、资本投资管理、资本预算、营运资本管理、股利政策理论与实践。

该教材首先使学生具有坚实的财务管理理论基础,并在培养学生的资金财务管理能力的同时,还注重培养学生的产权财务管理能力。为了适应财务管理专业及其他相近专业扩大学生的知识面,更新知识结构,培养宽口径专业人才的需要,本书着重加强财务管理理论与实际的结合,在全书的编写过程中,我们力求将枯燥的理论与生动的案例结合起来,对财务管理理论、方法、原则在上市公司的实际应用加以分析,使读者在提高学习兴趣的同时,加深对理论和方法的理解。书中适当地增加了风险报酬观念、企业价值管理、资本预算等实用性较强章节的比重,强调财务管理理论与观念在指导财务管理实务中的重要性。

全书共分 10 章,由彭岚副教授任主编并负责全书的总撰,龚靓老师任第一副主编,



徐建红(湖北大学)任第二副主编,蒲文燕老师参加编写。具体分工情况如下:第1章由蒲文燕编写,第2、3、4章由龚靓编写,第5、6、7章由徐建红编写,第8、9、10章由彭岚编写。

由于时间仓促和笔者水平有限,书中难免有不妥和疏漏之处,敬请广大读者指正。

彭 岚



目 录

第1章 现代产权财务管理	1	3.2.4 相对比较法	93
1.1 产权财务管理目标	2	3.3 企业价值创造的业绩分析: EVA	
1.1.1 企业的目标	3	系统	98
1.1.2 企业财务管理目标	4	3.3.1 EVA 概述	98
1.1.3 基于产权的财务管理目标	7	3.3.2 EVA 的业绩评价作用	100
1.2 产权财务基本理论	15	本章小结	102
1.2.1 财务管理的基本假设	15	第4章 财务预测与计划	103
1.2.2 财务管理的内容	17	4.1 财务预测	104
1.2.3 财务管理的环境	20	4.1.1 财务预测的意义和目的	104
1.2.4 财务管理原则	26	4.1.2 运用销售百分比法预测外部	
本章小结	32	融资需求	105
第2章 产权财务价值观念	34	4.1.3 内含增长率与可持续	
2.1 货币时间价值	35	增长率	110
2.1.1 货币时间价值的含义	35	4.1.4 财务预测的其他方法	116
2.1.2 货币时间价值的本质	37	4.2 全面预算	121
2.1.3 货币时间价值的计算	37	4.2.1 预算管理概述	122
2.2 风险与报酬	46	4.2.2 预算编制方法	126
2.2.1 风险与收益概述	46	4.2.3 全面预算的编制	132
2.2.2 单项资产的风险与收益	49	本章小结	142
2.2.3 资产组合的风险与收益	53	第5章 企业筹资方式	143
2.2.4 贝他值	58	5.1 吸收直接投资	144
2.2.5 证券市场理论	65	5.1.1 企业资本金制度	144
2.2.6 Ross 的套利定价模型	68	5.1.2 吸收直接投资的种类	145
本章小结	71	5.1.3 吸收直接投资的方式	146
第3章 企业价值管理	73	5.1.4 吸收直接投资的评价	146
3.1 企业价值管理概述	74	5.2 股票和长期债务筹资	147
3.1.1 企业价值管理目标	74	5.2.1 股票	147
3.1.2 企业价值管理的模式	74	5.2.2 普通股	151
3.2 企业价值评估模型	75	5.2.3 优先股	159
3.2.1 企业价值评估对象	75	5.2.4 借款	161
3.2.2 基于资产价值的评估方法	80	5.2.5 债券筹资	164
3.2.3 自由现金流量折现法	81	5.3 融资租赁和信用筹资	167



5.3.1 融资租赁的概念和种类.....	167	7.3 基金投资.....	250
5.3.2 融资租赁的决策.....	169	7.3.1 基金概述.....	250
5.3.3 应付账款.....	173	7.3.2 证券投资基金的评级.....	255
5.3.4 信用筹资的其他方式.....	174	7.3.3 证券投资基金的投资.....	259
5.4 期权融资.....	175	本章小结.....	261
5.4.1 认股权证筹资.....	175	第8章 资本预算	262
5.4.2 可转换公司债筹资.....	176	8.1 资本预算决策方法.....	263
5.4.3 可交换债券筹资.....	178	8.1.1 资本预算概论.....	263
本章小结.....	180	8.1.2 非贴现的资本预算决策方法.....	264
第6章 企业筹资决策	181	8.1.3 贴现的资本预算决策方法.....	267
6.1 资本成本.....	182	8.1.4 贴现投资评价方法的比较.....	270
6.1.1 资本成本的概念.....	182	8.2 资本预算现金流量的估算.....	276
6.1.2 各种筹资方式的资本成本.....	184	8.2.1 项目现金流量的概念.....	276
6.1.3 加权平均资本成本.....	188	8.2.2 相关现金流量.....	277
6.1.4 边际资本成本.....	190	8.2.3 估计现金流量应该注意的问题.....	280
6.2 杠杆原理.....	193	8.3 资本预算项目评估.....	283
6.2.1 成本习性、边际贡献和息税前利润.....	193	8.3.1 固定资产扩张项目.....	283
6.2.2 经营杠杆.....	194	8.3.2 固定资产重置分析.....	285
6.2.3 财务杠杆.....	197	8.3.3 不同使用期限项目的比较.....	287
6.2.4 公司总风险和复合杠杆.....	201	8.3.4 资本限量决策.....	289
6.3 资本结构理论.....	204	8.4 资本预算项目的风险处置.....	291
6.3.1 资本结构的概念.....	204	8.4.1 资本预算项目风险的处置方法.....	291
6.3.2 古典资本结构理论.....	207	8.4.2 项目风险的估计.....	294
6.3.3 现代资本结构理论.....	209	本章小结.....	298
6.3.4 新资本结构理论.....	217	第9章 营运资本管理	299
本章小结.....	222	9.1 营运资本管理概述.....	300
第7章 资本投资管理	223	9.1.1 营运资本的概念及管理.....	300
7.1 证券投资管理.....	224	9.1.2 营运资本持有政策.....	301
7.1.1 股票投资.....	224	9.1.3 营运资本筹集政策.....	302
7.1.2 债券投资.....	229	9.2 流动性和现金.....	305
7.1.3 证券投资组合.....	234	9.2.1 流动性及其作用.....	305
7.2 期权投资.....	236	9.2.2 现金管理和现金预算.....	307
7.2.1 期权的基本知识.....	236	9.2.3 现金管理方法.....	312
7.2.2 期权的价值分析.....	239	9.2.4 最佳现金持有量的确定.....	315
7.2.3 投资的实物期权分析.....	244		
7.2.4 金融期权与金融投资风险.....	247		

9.3 应收账款管理	322	10.2 股利理论	348
9.3.1 应收账款管理的目标	322	10.2.1 股利无关论	348
9.3.2 应收账款的成本	322	10.2.2 股利相关论	350
9.3.3 信用政策的确定	324	10.3 股利政策	353
9.3.4 应收账款的日常管理	330	10.3.1 影响股利政策的因素	353
9.4 存货管理	331	10.3.2 股利政策的类型	357
9.4.1 储存存货的原因和成本	331	10.3.3 股利支付的形式	365
9.4.2 存货决策	334	10.4 股票的分割与回购	370
9.4.3 基本模型的扩展	336	10.4.1 股票分割	370
本章小结	343	10.4.2 股票回购	372
第 10 章 股利政策理论与实践	344	本章小结	376
10.1 盈利分配程序	345	附录	379
10.1.1 盈利分配程序	345	参考文献	385
10.1.2 股利支付程序	347		





第 1 章 现代产权财务管理

学习目标

- 理解企业的目标
- 掌握财务管理的通用目标
- 理解产权财务管理目标
- 掌握财务管理假设
- 理解财务管理环境对于财务管理的影响
- 理解各项财务管理原则及运用

内容提要

财务管理是企业管理的重要职能，为企业的生存、发展、获利服务。传统的财务管理目标围绕着利润最大化、股东财富最大化、企业价值最大化、相关者利益最大化这几个目标进行，但引入产权理论后，不同的产权分配制度赋予了产权主体不同的重要性，不同的产权分配制度也决定了不同的财务管理目标的选择。在古典产权时代，主要追求的是利润最大化和股东财富最大化，当现代产权关系建立后，企业价值最大化和相关者利益最大化成为财务管理追求的目标。在研究了产权财务管理目标后，第二节主要包括产权财务管理的基本假设、内容、环境、原则。

关键术语

产权；财务管理；利润最大化；股东财富最大化；企业价值最大化；利益相关者利益最大化；财务管理原则；财务管理假设；筹资；投资；股利分配

引导案例

谁的财富最大化——以沃尔玛的财务目标为例

作为全球最大的零售商，沃尔玛(Wal-Mart)在全球 10 个国家拥有 4791 家连锁店，员工超过 130 万人。在过去的 20 年中，沃尔玛以每年 20% 的增长速度膨胀，业务迅速扩张。沃尔玛成功的一个重要原因是财务目标的导向，其财务目标是相关者利益最大化。

作为一个零售商业企业，沃尔玛从进货、配送到销售，日常经营和社会公益活动等，和许多不同的利益相关者发生联系。这些利益相关者主要包括顾客、管理者、职工、股东、债权人、供应商、政府、社会公众等。

在所有利益相关者中，把顾客放在首位，一方面，顾客是企业财富的源泉，拥有良好的顾客资源是企业财务目标实现的前提，特别是对于沃尔玛这样直接面对顾客的零售商业企业；另一方面，沃尔玛也始终把“满足顾客的需求”作为其首要原则。管理层是公司经营的领导核心和中坚力量，是否能够有效激励他们，是一个企业能否发展的重要条件。沃尔玛除了加强与经理们的思想沟通，让他们充分感受到企业对他们的重视外，很早就开始

运用配发股票的方式对经理们进行奖励。零售是典型的“人”的商业，从最初山姆·沃尔玛(沃尔玛公司创始人)雇佣几个零售店员，到现在沃尔玛成为拥有 100 多万名员工的全美国最大的私人雇主。保证员工利益，进行有效激励是沃尔玛成功的一个重要因素。沃尔玛主要从精神和物质两个方面进行职工有效管理：加强精神鼓励，在加强精神激励的同时，沃尔玛还制定了整套具体的员工福利方案。将“员工是合伙人”这一概念具体化的政策是三个互相补充的计划：“利润分享计划”保证了为公司努力工作的员工可以分享公司利润；“雇员购股计划”允许员工以低于市价的价格购买公司股票；“损耗奖励计划”对努力减少损耗的职员增发奖金。债权人所提供的资金在企业资金组成中占有重要地位，在把资金借给企业后，债权人一般都希望企业能够努力经营，以便按时收取利息，到期收回本金。由于沃尔玛始终保持着良好的信用，总是按时清偿。因此，这些银行对沃尔玛提供了充裕的贷款资金支持。可以说，充足的银行贷款保证了沃尔玛在早期得以顺利快速地发展。股东是企业的所有者，企业重大的财务决策必须经过股东大会或董事会的表决，股东对企业的财务管理具有重大影响，他们关心投资回报率和企业的发展。从满足股东要求和利益出发，沃尔玛加强与股东的交流，保证股东对公司的信心。充分的交流和优良的投资回报，使得沃尔玛的股东们更有信心与沃尔玛合作，支持沃尔玛的生产经营。供应商是企业供应链的重要组成部分，能否确保供应商利益、与其保持良好的业务关系将会直接影响到企业的正常经营循环，从而影响财务目标的实现。沃尔玛重视与供应商建立友好融洽的协作关系，保护供应商的利益。政府作为国家权力机关，在制定经济政策方面进行宏观调控，提供各种公共服务，对企业生产经营具有直接或间接的影响。对于沃尔玛这样的跨国公司，能否与所在国政府建立良好的关系，将影响到其进一步的发展、扩大和财务目标的实现。对此，沃尔玛通过一系列策略，建立了与当地政府之间的良好关系。其中，“购买美国货运动”和“本土化战略”可以作为其主要代表。企业存在于社会之中，一个在社会公众心目中具有良好企业形象的企业不仅可以增加其企业的无形资产，更增加了其未来竞争力。沃尔玛在成功经营的同时，积极回报社会。以上对沃尔玛的相关者利益的分析表明：现代企业面临着复杂的社会和经济环境，要实现企业财务目标，必须正确处理好企业与各方之间的关系，充分考虑各方利益，在相关各方利益之间进行权衡。企业财务目标是权衡相关者之间利益的结果。处理不好任何一方的利益，都会给企业发展带来不利影响，从而影响企业目标的实现。

(资料来源：翁健英. 企业财务管理目标的综评及拓展——基于沃尔玛的成功经验.

财会通讯(综合版)，2004 年第 11 期)

1.1 产权财务管理目标

财务属商品经济的范畴，随商品生产与交换的产生而产生，并随其发展而发展。财务管理是企业管理很重要的一部分，有关于资金的获得和有效使用的管理。财务管理的目标，反映了企业财务行为的目标，其不仅取决于企业的总目标，而且受财务管理自身特点的制约。

1.1.1 企业的目标

企业是营利性组织,获利是其存在的目的。但在企业从产生到存续的过程中其面临竞争,并始终处于生存和倒闭、发展和萎缩的矛盾之中。企业必须生存下去才可能获利,只有不断发展才能求得生存。因此,企业管理的目标可以概括为生存、发展和获利。

1. 生存

企业只有生存,才可能获利。企业在各种市场中,比如商品市场、金融市场、人力资源市场、技术市场等,如果想生存下去,基本条件是以收抵支。企业一方面用资金从市场上取得所需的资源;另一方面提供市场需要的商品或服务,从市场上换回得以存续的资金。企业从市场获得的货币至少要等于付出的货币,以便维持继续经营,这是企业长期存续的基本条件。因此,如果企业想在市场上生存下去。如果企业长期处于收入不能弥补亏损的状态,企业的存在就失去了意义。那么从财务的角度来看,企业如何才能生存下去呢?

企业生存的另一个基本条件是到期偿债。企业在日常经营过程中难免会遇到扩大业务规模或者突发经营周转的临时需要,此时可以向其他个人或法人借债。但关于债务的相关权利与义务,国家有相应的法律规定,比如规定债务人必须“偿还到期债务”,在一些规定的情形下债务人必须“破产偿债”。企业如果不能偿还到期债务,就可能被债权人接管或被法院判定破产。

因此,企业生存的主要威胁来自两方面:一个是长期收不抵支,它是企业终止的内在原因;另一个是不能偿还到期债务,它是企业终止的直接原因。因此对于企业来说,无论现在亏损还是盈利,都需要考虑这两个问题。亏损企业经常会遇到借新债还旧债,但如不能扭亏为盈,长期收不抵支,最终会因为借不到钱而无法周转,从而不能偿还到期债务。盈利企业在利用借款扩大业务规模时要充分考虑到相关的风险,比如冒险失败,为了清偿扩大规模过程中的债务必须出售不可缺少的厂房和设备,使生产经营无法继续下去。

从生存的角度看,企业力求保持以收抵支和偿还到期债务的能力以减少破产的风险,使企业能够长期、稳定地生存下去,相应的财务管理应能够在收入和支出的配比以及举债、债务的期限结构、债务的清偿方面发挥相应的职能。

2. 发展

如同逆水行舟,企业是在发展中求得生存的。在变化莫测的知识经济时代,顾客的需求发生了很大的变化,企业需要通过产品的创新、商业模式创新等,根据市场需求向顾客推出更好、更新、更受顾客欢迎的产品,这才是企业在市场中的立足之本。如果一个企业不能提高产品和服务的质量,不能满足顾客日新月异的需求,不能在强大的竞争对手和面临潜在的进入者时扩大自己的市场份额,就会被其他企业挤出市场。企业的停滞是其死亡的前奏。

如同事业成功是个人发展的一个衡量标准一样,企业的发展在很多情况下表现为扩大收入。收入的扩大源于销售更多产品或者提供更多劳务,因此,企业只有提高产品质量,得到市场认可,才能扩大销售量;但扩大规模则要求企业不断更新相应的设备、技术和流



程，并在人力资本上加大投资；而要投入更多、更好的物质资源和人力资源，这些资源的取得都离不开货币的支出。

企业需要发展，发展就一定离不开资金。因此，对于财务管理的第二个要求是如何筹集企业发展所需要的资金。

3. 获利

生存是为了以后的发展，而发展是为了企业终极目标的实现，任何一个企业存在的价值就在于其能够获利。虽然现在提到企业需要对于增进员工福利、维护社区利益、减少环境污染等负有责任，但这些目标的实现如果缺乏利润的支撑，结果会怎样呢？

企业的盈利既是企业的出发点，又是企业的归宿点，不仅能概括其他目标的实现程度，而且还有助于其他目标的实现。

那么从财务管理的职能上讲，如何为企业的盈利提供支持呢？首先，需要搞清楚，企业盈利的来源，盈利其实就是通过企业的运营使得投入的资产获得超过其投资的回报。在市场经济中，“天下没有免费的午餐”，资金的每项来源都有其成本。每项资产都是投资，都应当是生产性的，因此要求从中获得回报。例如，各项固定资产要充分用于生产，要避免存货积压，尽快收回应收账款，利用暂时闲置的现金等。

因此，财务主管务必使企业正常经营产生的和从外部获得的资金能以产出最大的形式加以利用。通过合理、有效地使用资金使企业获利，是对财务管理的第三个要求。

综上所述，企业的目标是生存、发展和获利。企业的这些目标要求财务管理完成筹措资金并有效地投放和使用资金的任务。企业的成功乃至生存，在很大程度上取决于过去和现在的财务政策。

1.1.2 企业财务管理目标

1. 企业财务管理目标的定义

财务管理是企业管理系统的重要子系统，财务管理目标首先要服务于企业目标，它是实现企业目标的过程中企业财务行为处理原则和处理方式的选择，是企业财务决策的准绳。因此，企业财务管理目标是企业在特定的理财环境中，组织企业财务活动、处理财务关系所要达到的根本目标。

2. 企业财务管理的通用目标

1) 利润最大化

这种观点认为，企业是营利性的组织，利润代表了企业创造的财富，以大卫·李嘉图为代表的古典经济学就开始推崇利润最大化。利润越多则说明企业的财富增加得越多，越接近企业的目标。

这种观点的缺陷是：

第一，没有考虑利润的取得时间。例如，一个月获利 100 万元和一年获利 100 万元，哪一个更符合企业的目标？同样，今年获利 100 万元和明年获利 100 万元，这两个 100 万元能否堪称是一样的，因为没有考虑货币的时间价值，无法作出正确判断，利润指标缺乏

纵向可比性。

第二，没有考虑所获利润和投入资本额的关系。取得的利润额如果都是 100 万元，但投入额分别为 500 万元和 1000 万元，这两者是不能等同的，因此其没有横向可比性。

第三，没有考虑获取利润和所承担风险的关系。风险是指未来的不确定性，承担的风险越大势必要求更高的收益。但如果企业单纯考察利润指标，则会导致为了一味追求利润，而不管潜在的风险多大，最终将使企业陷入困境。因此不考虑风险大小，单纯以利润额的大小难以作出正确判断。

2) 股东财富最大化

这种观点认为：股东财富最大化或企业价值最大化是财务管理的目标。股东创办企业的目的是为了增加财富，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。股东权益的市场价值由股东所持有的股数和股票的市价决定，因此对于上市的股份公司而言，财务目标往往被表述为股价最大化。在股东投资资本不变的情况下，股价上升可以反映股东财富的增加，股价下跌可以反映股东财富的减损。股价的升降，代表了投资大众对公司股权价值的客观评价。它以每股的市场价格，反映了资本和获利之间的关系；它受预期每股盈余的影响，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。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。

这种观点的缺陷是：

第一，忽略了其他利益相关者的矛盾。公司有众多的利益相关者，股东只是利益集团的一方，强调公司股东的利益，会忽视或者损害与公司相关的其他利益集团的利益。比如国家、债权人、管理层和社会公众，他们的利益往往和股东是不一致的。

第二，股东财富最大化的衡量的不准确性。一般情况下，股东财富可以用股东权益的市场价值来衡量。股东权益的市场价值由股东所持有的股数和股票的市价决定，但市价的决定因素很多，有很多是国际、国内宏观经济环境和政策以及一些企业并不可控、可知的因素，因此把企业不能控制的因素作为衡量企业财务管理的目标存在不适宜性。

3) 企业价值最大化

有时财务目标还被表述为企业价值最大化。企业价值最大化是指企业通过合理经营，采用最优的财务政策，在考虑货币时间价值和风险报酬的情况下不断增加企业财富，使企业总价值达到最大。从来源上看，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。企业价值通常可用三种形式表示：一是企业价值等于公司负债市场价值与权益市场价值之和；二是企业价值等于现有项目投资价值与新项目投资价值之和；三是企业价值等于未来时期内期望的现金流量按照加权平均资本成本进行折现的和。

这三种企业价值形式从不同侧面反映了企业价值，第一个从企业价值的构成反映了企业价值主要取决于两个利益相关者(股东和债权人)的价值；第二个企业价值公式反映了企业价值的真正来源，企业价值的来源在于企业的投资，投资为企业创造了价值；最后一种



价值形式很好地体现了企业价值的性质,即企业价值从本质上讲,反映的是企业投资者对企业现金流量的索偿权的大小。在现金流量之于企业的意义上,债权人与股东没有差别,都是企业的投资者,都向企业提供了资金,都有权利从企业获取一定数额的报酬。由此可见,企业价值最大化是站在企业投资者的角度来讲的,前两种价值形式均体现了这一点。因此,通常我们采用未来期望的现金流量按照加权平均资本成本进行折现求得企业价值,从方法的角度来看,企业也可以通过资产评估的程序来取得企业资产的价值。由专业资产评估师所进行的评估,有一套科学的方法、法定的程序,评估结果比较符合资产的市场价值。但是,资产评估通常是在企业经营方式变更、资产流动、产权变更之时进行。

以企业价值最大化作为公司的目标,就意味着在企业管理中,尤其在企业的理财活动中,应该关注现金流量;意味着企业要加强风险管理,将经营风险与财务风险纳入可控制范围之内;意味着企业要关注可持续发展,因为真正决定企业价值的是企业在较长时期内所能够获取的现金流量的多少。并且,企业价值最大化这一目标函数的决策功能极强,在投、融资决策方面均可作出正确的选择,并且会在预测与目标实现之间提供良好的指导与监督。因此,这一目标也就成了管理人员进行决策的出发点与落脚点,成为其基本的行动准则。能够增加企业价值的决策是有效的,能够增加企业价值的理财行为是科学的,有效的决策以及科学的理财行为应该采纳。反之,无效的决策、不科学的理财行为,应该予以否决。同时,价值最大化这一目标能够让经济系统中的每个公司对自身的经营业绩进行科学的衡量,用一定阶段的价值创造和消减来衡量公司管理层的成功与否。通过对公司管理人员业绩的衡量来决定对其支付的报酬,实现了管理人员创造公司价值与自身价值的统一,使得管理人员对自己的决策失误承担相应的责任。

这种观点的缺陷是:

第一,何谓真正的企业价值之感。以未来企业报酬贴现值作为理财目标,从理论上看来颇有道理,但是在实践的可操作性上却存在着难以克服的缺陷:企业的未来报酬以及按此报酬折算出来的企业资产价值都是就企业整体而言的,计算出来的资产价值也包括由债务资本形成的资产。因此,如果企业本年资产价值较上年增长,就并不一定能说明企业经济效益的提高(如企业增加负债,提高资产负债率,相应的增加了企业资产的价值)。“单用总资产的大小衡量一个公司,没有什么实际意义,而且很容易误导外行人。”同时,公式中两个基本要素——未来各年的企业报酬和与企业风险相适应的贴现率是很难预计的,预计中很可能出现较大的误差,因而很难作为对各部门要求的目标和考核的依据。

通常情况下,企业价值的目标值是通过预测方法来确定的,对企业进行考评时,其实际值却无法按公式的要求来取得。如果照旧采用预测方法确定,则实际与目标的对比毫无意义,业绩评价就很难进行。这大概也就是为什么在对企业财务负责人进行问卷调查中,支持这种方法的人为数较多,而实际采用这种方法的人却又屈指可数的原因。

第二,无法兼顾利益相关者的要求。在与股东财富最大化目标进行比较时,只是把债权人的目标考虑进来,仍然无法对其他利益相关者的利益诉求做出相应的回应。

4) 相关者利益最大化

相关者利益最大化的观点是企业的财务目标是利益相关者(Stakeholders)共同作用、相互妥协并最终达到均衡的结果。在一定时期、一定环境、一定条件下,某一利益相关者可能会起主导作用,比如股东。但从长期发展来看,不能只强调某一利益相关者的作用,而

置其他利益相关者的利益于不顾。仅仅将理财目标集中于某一相关者利益的做法是不妥当的,而应该兼顾其他相关者的利益。

1.1.3 基于产权的财务管理目标

1. 产权的相关概念

1) 财产(Asset)

所谓财产是指产权的客体,它是与主体相分离或相对分离、能够被人们拥有、对人们有用、稀缺的对象,是人们建立产权关系的客观基础,它本身并不体现什么权利关系。作为客体,它总是人们建立或设置权利的对象,却并不等于本身就是主体的意志。人拥有财产固然包含着人与物的关系,但是物并不等于人,人对物的权利也不等于物本身。并非物理学上的一切物质或自然界和社会的一切客观存在都是财产。作为财产必须同时具备四个条件:第一,必须是独立或相对独立于主体(人或人的群体)的意志而存在的对象,也就是说,财产必须是与财产主体分离开来的。财产主体是意志的化身,而财产本身是没有意志的。满足这一条件,对于绝大多数财产来说,都容易理解。第二,必须是能够被人们所拥有的对象,即必须能够为人们所控制和利用。如果不能成为人们的拥有物,尽管它存在,人们也不可能控制和利用它,因而不可能成为财产。第三,必须对人具有使用价值,即必须有用,无用的东西不可能成为财产。一种客观存在的东西是否具有使用价值,取决于它自身的物理性质或社会性质(有些无形财产没有物理性质或物理性质不明显),也取决于人认识、控制和利用它的能力。同时,财产的使用价值不仅体现在自身固有的属性和直接用途上,而且体现在它可以间接地为人们带来一定的经济的或其他的用途,或者避免利益损失。因此,财产的有用性条件及有用性的表现方式也已经蕴含着财产外延扩大的趋势。第四,必须具有稀缺性。一种独立于人的意志存在的东西,虽然能被人们拥有,也对人们有用、甚至用处极大,但是如果取之不尽、用之不竭,即不具有稀缺性,也就不可能成为财产。也就是说,人们对它不可能建立起财产观念、形成财产权利关系。

2) 产权(Property rights)

在马克思看来,产权即财产权,它是一种法权,是生产关系的法律表现。马克思认为,财产权是一系列权利的统一,包括所有权、占有权、使用权、经营权、索取权、继承权和不可侵犯权等,在某些情况下,它们是统一的,都属于财产的所有者。产权同时也是可以分解的,财产的各种权利可以相互分离。在与财产有关的一系列权利中,决定性的是所有权。在权利统一而不相互分离的情况下,拥有所有权,就意味着拥有与财产有关的全部权利,也就是拥有完全产权。马克思主义认为,企业是以获取剩余价值为目的的生产经营组织,资本是带来剩余价值的价值,资本家是资本的人格化,企业的财产是资本家(出资者)的财产。因此,企业产权,在它尚未发生分离之前,就是资本家拥有的包含全部责权利关系的所有权,即包含狭义所有权(归属权)、占有权、支配权、使用权以及实施这些权能带来的经济利益。它是一种完整的产权束,所有的权能和利益都结合在一起。利益最主要的是剩余价值,是实施权能的结果和权能的体现,自然归所有者所得,索取权是分配关系的法律表现。职能资本家、货币资本家、土地所有者在法律上都享有对剩余价值的索取权。在索取权的要求下,剩余价值分割为企业主收入、利息、地租等各种不同的相互独

立的形式,归不同的人所有。货币资本家和土地所有者凭借所有权取得索取权,职能资本家凭借对资本的使用权或支配权,从而凭借对劳动力的使用权或支配权取得索取权。

针对马克思在《资本论》中对于产权的定义,在新制度经济学家看来,并没有产权的统一定义。比如,哈罗德·德姆塞茨(Harold Demsetz)在他的《关于产权的理论》一文中对产权的定义是:“所谓产权,意指使自己或他人受益或受损的权利。”道格拉斯·诺斯(Douglass C. North)也从德姆塞茨基本一致的角度给产权下了定义:“产权本质上是一种排他性权利。”即强调了产权的行为性——排他性行为,又强调了产权是人与人之间的关系——产权主体排斥他人的关系。阿曼·阿尔钦(Armen A. Alchain)在其论文《产权:一个经典的注释》中给“产权”下了一个简明的定义:“产权是一个社会所强制实施的选择一种经济品的使用的权利。”E. 富鲁布顿和 S. 佩杰威齐在《产权与经济理论:近期文献概览》一文中,通过对产权理论文献进行总结,把产权经济学家的各种各样的产权定义归结为:“产权不是关于人与物之间的关系,而是指由于物的存在和使用而引起的人们之间一些被认可的行为性关系,……社会中盛行的产权制度便可以描述为界定每个在稀缺资源利用方面的地位的一组经济和社会关系。”尽管这些定义不一致,但从中可以找出产权的基本含义:产权不单是人和物的关系,它更是人和人的关系;产权是一组权利,但不是单项权利,而是一组相互联系、相互统一,又可以分解的权利群、“权利束”;产权是一种经济活动的规则,这些规则主要是由强制性法律所明确规定的;产权具有排他的性质;产权是一种社会工具,它可以协调人们之间的行为,处理人们活动的关系;产权起源于资源的稀缺性。

在我国,很多学者们认为产权即财产所有权(Ownership of the Asset),是指对给定财产的所有权(狭义)、占有权、使用权、收益权与处置权。完整的产权有两层含义:一是指所有权(狭义)、占有权、使用权、收益权与处置权的统一;二是指权利与义务的统一,这主要表现在两个方面:首先,产权是财产所有者对其行使财产权利的行为后果的一种承担。当这种后果是一种利益与剩余时,即表现为财产主体的权利;当这种后果是一种成本或损失时,即表现为财产主体的义务。其次,产权不仅是财产所有者对其行为的一种承担,而且是对未来的一种承担,人们的经济行为总是面向未来的。产权既是对预期收益的明确、分配和索取,也是对预期成本、风险和损失的承担。

产权可分为原始产权和派生产权(如法人财产权),这种分离是在同一项财产上所形成的基本产权关系,两者的关系可概括为:第一,原始产权的性质决定派生产权的基本性质,派生产权可以有自身独立的意识和权能,但是必须以实行原始产权(即所有者)的权益为前提。第二,原始产权的主体与派生产权的主体在法律上是平等的经济主体。提出原始产权的性质决定派生产权的性质,并不意味着两者如行政组织体系中的上下级关系,产权关系一旦确立,派生产权主体就可以在其合法的范围内自主地运用产权,谋求自身利益,而不受同一财产上其他主体包括原始产权主体的随意干扰;当然,这种平等关系并不排斥原始产权主体对派生产权主体进行必要的约束,不过这种约束必须按法定程序进行。第三,一个主体可以拥有多项产权,但一项特定产权只能归属一个主体。第四,不仅原始产权可以派生出派生产权,派生产权也可以再派生出派生产权来。如控股公司的产权为派生产权,但它向被控股公司的投资继续又在被控股公司中形成再派生产权,而且这种过程可以连续下去,使产权关系变得十分复杂。

产权也可以根据主体不同分为自然人产权和法人产权。法人是指法律认可的参加民事活动的组织机构，如公司、社团等。法人并不是人，而是组织。在享有民事权利和承担民事义务上，它也类似于“自然人”，因此，法律就赋予这类组织一个法律民事主体，即“法人”的地位。作为民事主体，它相对于“自然人”。在相应的权利和义务方面，它享有与自然人主体平等的地位，并遵循相同的行为规则。组织机构本身并没有行为能力，它的行为必须具体落实到自然人。于是法人就有自然人作为其行为代表，这就是“法人代表”。几乎所有的企业、社会团体、各种机构，包括国家，都可以成为“法人”。法人产权是相对于“自然人产权”而言，法人可以或可能拥有产权。但法人产权和“自然人产权”存在区别，产权主体不同，法人产权的主体不是自然人而是组织机构。这些组织一般都是人的群体，是由人组成的可代表或大或小一群人意志的，但是它不等于这群人的每一个自然人成员。“公司法人产权”也就是采取公司形式的企业拥有的产权。按照股份公司的基本原则，公司作为法人，不可能拥有所有权，因此，“公司法人产权”不能包括“所有权”。公司资产的所有权主体是股东，这些股东可能是法人，但是法人股权并不等于其股权所对应的公司具有股权。即使法人股东本身就是一个股份公司，也不能说公司法人可以拥有所有权。首先，这种公司作为法人，不可能持有本公司的股权，因此，不可能拥有本公司资产的所有权。其次，公司作为法人股东拥有别的公司的股权，并不等于该公司成为真正的所有权主体。它作为法人的这种股权并不是公司的而是最终属于该公司股东的。公司法人产权或经营权是在两权分离的基础上确定的。所有权与经营权分离，原所有者掌握所有权，公司只可能拥有所有权以外的产权。法人所有权与股东所有权的不同是主体不同，并不是新创造了一个不同于股东所有权的所有权。

3) 企业所有权(Ownership of the firm)

企业所有权是财产所有权内涵的延伸，但是，它又相对独立于财产所有权。^①企业所有权指的是对企业的剩余索取权(Residual claim)和剩余控制(Residual rights of control)。剩余索取权是相对于合同收益权而言的，指的是对企业收入在扣除所有固定的合同支付(如原材料成本、固定工资、利息等)后的余额的要求权。企业的剩余索取者也即企业的风险承担者，因为剩余是不确定的、没有保证的，在支付固定合同索取之前，剩余索取者是什么也得不到的。剩余控制权指的是在契约中没有特别规定的活动的决策权。剩余索取权是财产所有权中收益的延伸；而控制权则是控制给定财产的占有权、使用权和处置权。

2. 企业与产权的关系

1) 企业的本质

企业是一系列契约的组合，是个人之间交易产权的一种方式。作为签约人的企业参与者必须对自己投入企业的要素拥有明确的产权。产权是企业存在的前提，没有个人对财产的所有权，就不可能有真正意义上的企业。第二，企业是由不同财产所有者组成的，企业所有权不等于财产所有权。财产所有权是交易的前提，企业所有权是交易的方式和结果。

2) 企业产权结构的变迁

产权结构是指与财产所有权有关的各项权能的不同程度的分离及其相互之间的组合形

① 杨瑞龙，周业安. 企业的利益相关者理论及其应用[M]. 北京：经济科学出版社，2000.