

21世纪清华MBA精品教材

财务管理

(第4版)

◀ 卢家仪 主编 ▶

◀ 杜勇 刘新智 副主编 ▶

MBA

清华大学出版社

21世纪清华MBA精品教材

财务管理

(第4版)

卢家仪 主编

杜勇 刘新智 副主编

清华大学出版社

北 京

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/卢家仪主编.--4版.--北京:清华大学出版社,2011.1
(21世纪清华MBA精品教材)

ISBN 978-7-302-23708-2

I. ①财… II. ①卢… III. ①财务管理 IV. ①F275

中国版本图书馆CIP数据核字(2010)第165467号

责任编辑:刘志彬

责任校对:宋玉莲

责任印制:何 芊

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:北京市清华园胶印厂

装 订 者:三河市新茂装订有限公司

经 销:全国新华书店

开 本:185×260 印 张:18.75 插 页:1 字 数:430千字

版 次:2011年1月第4版 印 次:2011年1月第1次印刷

印 数:1~5000

定 价:36.00元

产品编号:035372-01

后的逻辑关系进行了各章节的合并、独立和调整,具体包括:将原书第一章、第二章、第三章合并为修改后的第一章;将原书的第四章保留为修改后的第二章第一节,将原书的第十章、第十一章调整为修改后的第二章第二节,将原书的第五章保留为修改后的第二章第三节;将原书的第二十章保留调整为修改后的第三章;将原书的第八章、第十三章、第十四章、第十五章、第十七章、第十八章、第二十二章调整合并为修改后的第四章,并补充了相关内容;将原书的第七章、第九章调整合并为修改后的第五章,并补充了投资概述及对外投资的内容;将原书的第十九章、第二十一章合并为修改后的第六章,并增加了流动负债管理的内容;将原书的第十六章调整为修改后的第七章,并补充了股利分配的程序与方案、股票分割和股票回购等内容;将原书的第六章调整为修改后的第八章,并补充了财务综合分析等内容;修改后的第九章企业价值评估、第十章企业并购均属于新增加的章节。

本书由卢家仪任主编,杜勇、刘新智任副主编。具体分工如下:卢家仪编写第一章、第三章、第四章;杜勇编写第二章、第五章;鄢波编写第六章、第七章;刘新智编写第八章;杜军编写第九章;陈建英编写第十章,最后,由杜勇对全书进行总纂、修改和定稿。

2010年5月

案 例	72
第四章 筹资管理	76
第一节 筹资管理概述	78
第二节 权益资本筹资	86
第三节 债务资本筹资	91
第四节 混合资本筹资	116
第五节 资本成本	124
第六节 资本结构	131
习 题	146
案 例	150
第五章 投资管理	153
第一节 投资管理概述	154
第二节 对内投资管理	156
第三节 对外投资管理	174
习 题	180
案 例	182
第六章 营运资金管理	185
第一节 营运资金管理概述	186
第二节 流动资产的管理	189
第三节 流动负债管理	201
习 题	208
案 例	208
第七章 收益分配管理	210
第一节 收益分配概述	210
第二节 股利分配政策	213
第三节 股票分割和股票回购	221
习 题	223
案 例	227
第八章 财务分析	229
第一节 财务分析概述	230
第二节 财务分析的方法	232
第三节 财务比率分析	234
第四节 财务综合分析体系	255

习 题.....	259
案 例.....	260
第九章 企业价值评估	263
第一节 企业价值评估概述.....	264
第二节 企业价值评估的方法.....	270
习 题.....	282
第十章 企业并购	283
第一节 企业并购概述.....	284
第二节 目标公司的选择.....	287
第三节 并购支付方式的选择.....	288
习 题.....	289
案 例.....	289
参考文献	291

学习目的与要求

本章主要讲授财务管理的基本概念、研究对象、目标、环境等。通过本章的学习,需要掌握:

- (1) 财务管理的内涵。
- (2) 财务管理的基本内容和环节。
- (3) 财务管理目标的主要观点及优缺点。
- (4) 财务管理的环境。

教学重点与难点

财务管理的基本内容、财务管理的目标比较。

引例

SWU 公司财务管理目标的选择

SWU 公司是一家集商贸、化工、房地产于一体的集团公司。2009 年 7 月,SWU 公司发布公告称,公司的高级管理人员已于近日陆续从二级市场上购入该公司的社会公众股,平均每股购入价格为 900 元左右。公告还显示,购入股份最多的是该公司总经理王学超,持股数量达 60 000 股,占总股份的 5%,而购入股份最少的高级管理人员也有 12 000 股,占总股份的 1%。按照有关规定,上述人员只有在离职 6 个月后,才可将所购入的股份抛出。此次高级管理人员持股,可以说是公司董事会的一种强制行为。自 2008 年底田野公司入主 SWU 公司以来,经过半年多的清产核资,SWU 公司的不良资产基本上得到剥离,留下的都是比较扎实的优良资产。在此基础上,2009 年 1 月 5 日,SWU 公司董事会提出,公司的总经理、副总经理、财会负责人和董事会秘书等在 6 个月之内,必须持有一定数量的公司发行在外的社会公众股,并且如果在规定的期限内,高级管理人员没有完成上述持股要求,公司董事会将解除对其的聘任。该公司总经理解释说,董事会这样做的目的是为了增强高级管理人员对公司发展的使命感和责任感,让他们也来投资自己所管理的公司。如果公司做好了,他们的资产就会增值;如果公司做得不好,也就会直接影响到他们的切身利益,把他们

的个人利益与公司利益紧密结合起来,有利于企业的快速、健康发展。另据资料显示,SWU公司自2000年7月上市以来已经两度易主,股权几经变更。最近一次股权变更是在2008年12月,该公司第二大股东浙江田野有限公司通过受让原第一大股东的股权,从而成为SWU公司的现任第一大股东,田野公司承诺所持股份在两年之内不转让。

显然,SWU公司的这种强制持股的做法能够将高级管理人员的利益与其所管理的公司的利益紧密结合起来,增强高级管理人员的责任心,从而使上市公司的高级管理人员在作出决策时更加注重公司的利益而不是大股东的利益,同时,对高级管理人员努力提高公司的业绩也能产生较大的动力。

思考:你认为公司高级管理人员持股对公司财务管理目标有何影响?

第一节 财务管理的内涵

“财务”一词的英文为“finance”,是指政府、企业和个人对货币这一资源的获取和管理。因此,国家财政、企业财务和个人理财均属“finance”的范畴。本书讲述的财务管理(financial management)是研究企业货币资源的获得和管理,具体地说就是研究企业对资金的筹集、计划、使用和分配,以及与以上财务活动有关的企业财务关系。

第一,企业的经营活动脱离不了资产,如非流动资产(建筑物、设备和各种设施)、流动资产(存货、现金和应收账款),而购置这些资产需要资金。企业既可从自身经营所得中提取资金用于再投资,也可以在金融市场上以一定的价格发行股票、债券或向金融机构借贷获取资金。企业的财务管理人员在筹集资金的过程中要研究和设计最优的筹资方案,使企业筹资的成本最小;所筹集的资本能发挥最大的效益,从而使企业的价值达到最大。

第二,企业资本和资产的有效运用与所投资的项目,包括实物资产、技术和人力资源的投入和产出是否经济、合理,投资收益是否高于成本,风险如何补偿等问题有关。企业的投资决策正确与否,直接影响其未来的净现金流量,亦即影响其资产的增值。因此,投资决策也是财务管理中研究的重要问题。

第三,企业的一切财务活动与其外部环境息息相关。国家的经济发展周期、政府财政政策的宽松和紧缩对企业的财务管理策略有很大的影响。与企业筹资直接有关的金融市场及利率是企业财务人员必须熟悉和重点研究的领域。财务管理在企业与资本市场之间、企业和国家宏观财税政策之间的桥梁和资金转换的作用是显而易见的。财务管理就是寻求在一定的外部环境下,使企业资金运用尽可能有效的方法,这就需要在企业的需求与收益、成本及风险之间作一衡量,作出最终能使股东财富达到最大化的决策。

总之,企业财务是指企业在生产经营过程中客观存在的资金运动及其所体现的经济利益关系。前者称为财务活动,后者称为财务关系。财务管理是企业组织财务活动、处理财务关系的一项综合性的管理工作。

第二节 财务管理的研究对象

一、财务管理学科的发展

早期财务管理学科是作为微观经济学的一个分支诞生的,它是微观经济理论的一个应用学科。从 1897 年美国人格林(Thomas L. Greene)的《公司理财》(*Corporate Finance*)一书起,到 1920 年斯通(Arthur Stone)出版《公司财务策略》(*Financial Policy of Corporation*)止,财务管理学科的研究主要集中于企业如何在外部资本市场上筹集资金。由于这一时期西方资本市场发育日趋完善,各种金融机构的出现和金融工具的使用,加上企业规模扩大的需要,促使财务管理学研究企业如何利用普通股票、债券和其他证券来筹集资金,以及金融中介,如投资银行、保险公司、商业银行和信托投资公司在企业筹资中的作用等。当时的财务管理学是对金融市场、金融机构和金融工具的描述和讨论。

20 世纪 30 年代西方经济大萧条,企业的破产、清偿和合并成为财务管理研究的主要问题。这为企业财务状况的系统分析及对资产流动性分析打下了基础。

20 世纪 50 年代投资项目选择和评价方法的出现使财务管理中的投资决策理论得到发展。现金流折现方法被用于资本预算分析及金融资产的定价。资本成本、股息策略和资本结构理论也开始发展。这一时期财务管理的研究从外部筹资转向了内部资产的管理,注重企业内部的管理决策。

20 世纪 60—70 年代,统计学和运筹学优化理论等数学方法被引入到财务理论研究中。这一时期形成的“资产组合理论”、“资本资产定价模型”和“期权定价理论”为评价企业的价值、研究证券投资的风险和收益奠定了基础,形成了近代财务管理学的主要理论构架,并使财务管理中的投资决策、筹资决策、资本结构和股息策略决策均建立在可靠的实证理论基础之上。

20 世纪 80—90 年代,财务管理学进一步研究了不确定条件下的企业价值评估以及通货膨胀对企业价值的影响。这一阶段主要对已有的理论进行完善,并在实践验证的基础上对理论作出修正,使之更好地应用到企业的实际管理中去。

20 世纪 90 年代后,随着行为财务的崛起,人们开始关注 MM 理论的最后一个没有被放松过的假设条件:资本市场的有效性。在这些前提下研究公司财务问题,就产生了行为公司财务的研究范式。行为公司财务是公司财务理念与行为财务理论相结合的产物,其实质是在行为财务的研究范式下来研究外部市场的无效性和内部管理层的非理性对公司的融资、投资、资本结构、股利政策和兼并收购的影响。

二、财务管理的内容

财务管理的内容是财务管理对象的具体化。财务管理对象是企业在生产过程中的资金活动。所以,财务管理的内容就是企业资金活动所表现出来的各个具体的方面。资金活动具体表现为筹资管理、投资管理、营运资金管理和利润分配管理四个方面。通常将这些方面称为财务管理的基本内容。

（一）筹资管理

筹资是指企业为了满足投资和用资的需要,筹集和集中所需资金的过程。企业的经营活动必须以一定的资金为前提,从这个意义上讲,筹资管理是企业财务管理的首要环节。企业从各种渠道以各种形式筹集资金是资金运动的起点。事实上,筹资以及筹资管理贯穿企业发展的始终。无论是在企业创立之时,还是在企业扩张规模之际,乃至在日常经营之中,都需要筹措资金。

企业常用的筹资途径有两种:一是权益资金。它是企业通过向投资者吸收直接投资、发行股票、企业内部留存收益等方式取得,其投资者可以是国家、企业和个人等。二是债务资金。它是企业通过向银行借款、发行债券、利用商业信用等方式取得。企业筹集资金,表现为企业资金的流入,而企业偿还借款、支付利息、支付股利以及付出各种筹资费用等,则表现为企业资金的流出。

（二）投资管理

投资是指投资主体为取得未来收益而将资金投放于某一特定对象的行为。投资管理是企业财务管理的又一重要环节,投资决策的成败对企业经营的成败具有根本性的影响。

投资按回收期的长短不同可以分为短期投资和长期投资。短期投资是指回收期在一年以内的投资,主要是指对货币资金、应收账款、存货、短期有价证券等的投资。长期投资是指投资回收期在一年以上的投资,主要是指固定资产投资、无形资产投资、对外长期投资等。投资按对象不同可以分为对内投资和对外投资。对内投资是指把资金投放于企业范围内的投资。对外投资是指把资金投放于本企业以外的其他单位的投资。

（三）营运资金管理

营运资金是指为满足企业日常经营活动所需要的资金,由流动资产和流动负债构成。营运资金管理的基本任务是短期资金的筹措和短期资金周转效率的提高。其基本目标是通过有效地进行资金的日常调度和调剂,合理地配置资金,以提高资金的使用效率,增强短期资金的流动性。

营运资金管理的主要内容是:①合理安排流动资金与流动负债的比例关系,确保企业具有较强的短期偿债能力;②加强流动资产的管理,提高流动资产的周转效率,改善企业财务状况;③优化流动资产以及流动负债的内部结构,以使企业短期资金周转得以顺利进行和短期信用能力得以维持。

（四）利润分配管理

企业通过投资或资金营运活动应当取得收入。投资成果表现为取得的所有收入扣除各种成本费用后的利润,利润分配就是对投资成果的分派过程。企业的收入首先要弥补经营中的各种耗费,形成的利润必须按照规定的程序进行分配。企业利润首先要依法缴纳所得税,税后利润还要弥补以前年度的亏损,并提取公积金和公益金,剩余的利润可以分配给投资者或者留存企业。

利润分配管理主要研究企业实现的税后净利润如何进行分配,即多少用于发放给投资者,多少用于企业留存。利润分配决策的关键是如何在股东的近期利益和长远利益中进行权衡。股利发放过少,会使股东的近期利益得不到满足,而股利发放过多,又会使企

业留存过少,不利于企业的长期发展。

具体来说,利润分配管理要解决的问题包括:①股东对股利分配的要求;②企业发展对保留盈余的要求;③影响股利政策的各种因素;④股利政策的选择和连续性。

以上财务管理的四个方面,不是互相割裂,而是互相依存、有机地联系在一起。上述既互相联系又有一定区别的四个方面构成了企业财务管理的基本内容。财务管理人员必须将这四个方面加以综合分析、考虑,统筹安排,才能取得财务管理的良好效果。

三、财务管理的环节

财务管理环节是根据财务管理工作的程序及各部分间的内在关系划分的,分为财务预测、财务决策、财务预算、财务控制、财务分析和业绩评价。

1. 财务预测

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作出科学的预计和测算。它既是两个管理循环的联结点,又是财务计划环节的必要前提。

2. 财务决策

财务决策是对财务方案、财务政策进行选择 and 决定的过程,又称为短期财务决策。财务决策的目的在于确定最为令人满意的财务方案。只有确定了效果好且切实可行的方案,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。

3. 财务预算

财务预算是运用科学的技术手段和数学方法,对目标进行综合平衡,制定主要计划指标,拟定增产节约措施,协调各项计划指标。它是落实企业奋斗目标和保证措施实现的必要环节。

4. 财务控制

财务控制是在生产经营活动的过程中,以计划任务和各项定额为依据,对资金的收入、支出、占用、耗费进行日常的计算和审核,以实现计划指标,提高经济效益。它是落实计划任务、保证计划实现的有效手段。

5. 财务分析

财务分析是以核算资料为主要依据,对企业财务活动的过程和结果进行调查研究,评价计划完成情况,分析影响计划执行的因素,挖掘企业潜力,提出改进措施。

6. 业绩评价

业绩评价是指运用数理统计和运筹学的方法,通过建立综合评价指标体系,对照相应的评价标准,定量分析与定性分析相结合,对企业一定经营期间的获利能力、资产质量、债务风险以及经营增长等经营业绩和努力程度的各方面进行的综合评判。

以上这些管理环节,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。

四、财务管理的延伸

随着经济的发展,企业财务活动的范围和类型不断扩大,企业财务管理的内容也随之

不断丰富和延伸。例如,创业的价值评估、频繁发生的并购、重组、破产事件,公司治理以及高管行为对公司财务的影响等问题,迫切需要财务管理人员开拓视野,创新方法,完善和扩充现有的财务管理理论体系。

1. 企业价值评估

企业价值评估是将一个企业作为一个有机整体,依据其拥有或占有的全部资产状况和整体获利能力,充分考虑影响企业获利能力的各种因素,结合企业所处的宏观经济环境及行业背景,对企业整体公允价值进行的综合性评估。价值评估可以用于帮助投资者进行投资分析,帮助企业管理者进行财务决策,战略分析等。

2. 企业并购

企业并购(mergers and acquisitions, M&A)包括兼并和收购两层含义、两种方式。国际上习惯将兼并和收购合在一起使用,统称为 M&A,在我国称为并购。即企业之间的兼并与收购行为,是企业法人在平等自愿、等价有偿的基础上,以一定的经济方式取得其他法人产权的行为,是企业进行资本运作和经营的一种主要形式。企业并购主要包括公司合并、资产收购、股权收购三种形式。

企业作为一个资本组织,必然谋求资本的最大增值。企业并购作为一种重要的投资活动,产生的动力主要来源于追求资本最大增值的动机,以及源于竞争压力等因素,但是就单个企业的并购行为而言,又会有不同的动机和在现实生活中不同的具体表现形式。不同的企业根据自己的发展战略确定并购的动因。

3. 企业破产

企业破产是指企业在生产经营中由于经营管理不善,其负债达到或超过所占有的全部资产,不能清偿到期债务,资不抵债的企业行为。破产案件是指通过司法程序处理的无力偿债事件。这里所说的司法程序包括三种:和解、重整和破产清算。不能把破产案件简单地归结为清算倒闭事件。破产清算是公平清理债务的一种方法,但不是唯一方法。《中华人民共和国企业破产法》(以下简称《破产法》)鼓励当事人积极寻求以避免企业倒闭清算的方式来公平清理债务。

4. 公司治理

公司治理是指诸多利益相关者的关系,主要包括股东、董事会、经理层的关系,这些利益关系决定企业的发展方向和业绩。公司治理讨论的基本问题,就是如何使企业的管理者在利用资本供给者提供的资产发挥资产用途的同时,承担起对资本供给者的责任。利用公司治理的结构和机制,明确不同公司利益相关者的权力、责任和影响,建立委托代理人之间激励相容的制度安排,是提高企业战略决策能力、为投资者创造价值管理的大前提。公司治理如同企业战略一样,是中国企业经营管理者普遍忽略的两个重要方面。

5. 行为财务

行为财务的核心是财务主体的价值观念,这必然对财务信息的处理流程管理产生影响,包括对人们的动机形成、生产水平、决策行为、利益分配的影响。需要指出的是,行为财务不同于财务行为。财务行为是指“财务主体在其内部动因驱动和外在环境刺激下,按照财务目标的要求,遵循一定的行为规则,利用特有的理论和方法,对经济活动中的经济

信息进行生产、加工并适时传递的一种实践活动”。行为财务涉及的范围比财务行为更为宽广,行为财务还要说明通过何种途径使得财务行为或经济信息对客体产生的种种影响。在行为科学的影响下,行为财务不仅要对过去的财务行为进行适时控制,还要对未来的财务行为进行预测和决策,从而实现全过程控制。

第三节 财务管理目标

一、财务管理目标的概念

企业财务管理目标(又称企业理财目标),是财务管理的一个基本理论问题,也是评价企业理财活动是否合理有效的标准。目前,我国企业理财的目标有多种,其中以产值最大化、利润最大化、股东财富最大化或企业价值最大化等目标最具有影响力和代表性。

企业财务管理目标是企业经营目标在财务上的集中和概括,是企业一切理财活动的出发点和归宿。制定财务管理目标是现代企业财务管理成功的前提,只有有了明确合理的财务管理目标,财务管理工作才有明确的方向。因此,企业应根据自身的实际情况和市场经济体制对企业财务管理的要求,科学、合理地选择和确定财务管理目标。

财务管理是企业管理的一部分,是有关资金的获得和有效使用的管理工作。财务管理的目标,取决于企业的总体目标。

二、财务管理目标的作用

1. 导向作用

财务管理是一项组织企业财务活动,协调企业同各方面财务关系的管理活动。理财目标的作用首先就在于为各种管理者指明方向。

2. 激励作用

目标是激励企业全体成员的力量源泉,每个职工只有明确了企业的目标才能调动起工作的积极性,发挥自身的潜在能力,尽力而为,为企业创造最大的财富。

3. 凝聚作用

企业是一个组织,是一个协作系统,只有增强全体成员的凝聚力,企业才能发挥作用。企业目标明确,能充分体现全体职工的共同利益,就会极大地激发企业职工的工作热情、献身精神和创造能力,形成强大的凝聚力。

4. 考核作用

目标是企业绩效和各级部门工作业绩的考核标准。企业的目标明确了,各级领导干部才能按照职工的实际贡献大小如实地对其绩效进行评价。

三、财务管理目标应具备的基本特征

企业财务管理的目标取决于企业生存和发展的目标,两者必须是一致的。企业财务管理目标应具备以下四个特征。

(一) 财务管理目标具有层次性

财务管理目标是企业财务管理这个系统顺利运行的前提条件,同时它本身也是一个

系统。各种各样的理财目标构成了一个网络,这个网络反映着各个目标之间的内在联系。财务管理目标之所以有层次性,是由企业财务管理内容和方法的多样性以及它们相互关系上的层次性决定的。如企业财务管理的内容可以划分为筹资管理、投资管理、营运资金管理、利润分配管理等几个方面,而每一个方面又可以再进行细分。

(二) 财务管理目标具有多元性

多元性是指财务管理目标不是单一的,而是适应多因素变化的综合目标群。现代财务管理是一个系统,其目标也是一个多元的有机构成体系。在这些多元目标中,有一个处于支配地位、起主导作用的目标,称为主导目标;其他一些处于被支配地位、对主导目标的实现起配合作用的目标,称为辅助目标。如企业在努力实现“企业价值最大化”这一主导目标的同时,还必须努力实现履行社会责任、加速企业成长、提高企业偿债能力等一系列辅助目标。

(三) 财务管理目标具有相对稳定性

随着宏观经济体制和企业经营方式的变化,随着人们认识的发展和深化,财务管理目标也可能发生变化。但是,宏观经济体制和企业经营方式的变化是渐进的,只有发展到一定阶段后才会产生质变;人们的认识在达到一个新的高度后,也需要有一个达成共识、为人们所普遍接受的过程。因此,财务管理目标作为人们对客观规律性的一种概括,总的来说是相对稳定的。

(四) 财务管理目标具有可操作性

财务管理目标是实行财务目标管理的前提,它要能够起到组织动员的作用,要能够据以制定经济指标并进行分解,实现职工的自我控制,进行科学的绩效考评,这样,财务管理目标就必须具有可操作性。具体来说,包括可以计量、可以追溯、可以控制。

四、企业财务管理目标的类型

企业财务管理目标可以分为不同的类型。

(一) 利润最大化

利润最大化是指企业通过对财务活动和经营活动的管理,不断增加企业利润。企业利润也经历了会计利润和经济利润两个不同的发展阶段。利润最大化曾经被人们广泛接受,在西方微观经济学的分析中就有假定:厂商追求利润最大化。这一观点认为,利润代表企业新创造的财富,利润越多,则说明企业的财富增加越多,越接近企业的目标。

利润最大化的发展初期是在19世纪初,那时企业的特征是私人筹集、私人财产和独资形式,通过利润的最大化可以满足投资主体的要求。然而,现代企业的主要特征是经营权和所有权分离,企业由业主(或股东)投资,而由职业经理人来控制其经营管理。此外,债权人、消费者、员工以及政府和社会等,都是企业的利益相关者。

(二) 股东财富最大化

这种观点认为,企业主要是由股东出资形成的,股东创办企业的目的是扩大财富,他们是企业的所有者,因而理所当然地,企业的发展应该追求股东财富最大化。在股份制经

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决定,在股票数量一定的前提下,当股票价格达到最高时,股东财富也达到最大,所以股东财富又可以表现为股票价格最大化。

股东财富最大化与利润最大化目标相比,其有着积极的方面。这是因为:一是利用股票市价来计量,具有可计量性,利于期末对管理者的业绩考核;二是考虑了资金的时间价值和风险因素;三是在一定程度上能够克服企业在追求利润上的短期行为,因为股票价格在某种程度上反映了企业未来现金流量的现值。

同时,也应该看到,追求股东财富最大化也存在一些缺陷:一是股东价值最大化只有在上市公司才可以有比较清晰的价值反映,对于非上市公司很难适用;二是它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,有可能以损害股东利益为代价作出逆向选择。因此,股东财富最大化目标也受到了理论界的质疑。

(三) 企业价值最大化

企业价值最大化是指通过财务上的合理经营,采取最优的财务政策,充分利用资金的时间价值和风险与报酬的关系,保证将企业长期稳定发展摆在首位,强调在企业价值增长中应满足各方利益关系,不断增加企业财富,使企业总价值达到最大化。企业价值最大化具有深刻的内涵,其宗旨是把企业长期稳定发展放在首位,着重强调必须正确处理各种利益关系,最大限度地兼顾企业各利益主体的利益。企业价值,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换取现金。

相比股东财富最大化而言,企业价值最大化最主要的是把企业利益相关者主体进行糅合形成企业这个唯一的主体,在企业价值最大化的前提下,也必能增加利益相关者之间的投资价值。但是,企业价值最大化最主要的问题在于对企业价值的评估,由于评估的标准和方式都存在较大的主观性,股价能否做到客观和准确,直接影响到企业价值的确定。

(四) 利益相关者价值最大化

这种观点认为,企业的本质是利益相关者的契约集合体,利益相关者是所有在公司真正拥有某种形式的投资并且处于风险之中的人,企业利益相关者包括股东、经营者、员工、债权人、顾客、供应商、竞争者以及国家。由于契约的不完备性,利益相关者共同拥有企业的剩余索取权和剩余控制权,进而共同拥有企业的所有权。对所有权的拥有是利益相关者参与公司治理的基础,也是利益相关者权益得到应有保护的理论依据。

在利益相关者框架下,企业是一个多边企业的结合体,它不是由单纯的股东或单一的利益相关者构成,而是由所有的利益相关者通过契约关系组成。也就是说,企业是使许多冲突目标在合约关系中实现均衡的结合点。对众多利益相关者专用性资源进行组合,其目的是为了获取单个组织生产所无法达到的合作盈余和组织租金。各产权主体在合作过程中,由于向企业提供了专用性资源并承担企业的经营风险,因此都有权获得相对独立于其他利益相关者的自身利益。

（五）社会价值最大化

由于企业的主体是多元的,因而涉及社会方方面面的利益关系。为此,企业目标的实现,不能仅仅从企业本身来考察,还必须从企业所从属的更大社会系统来进行规范。企业要在激烈的竞争环境中生存,必须与其周围的环境取得和谐,这包括与政府的关系、与员工的关系以及与社区的关系等。企业必须承担一定的社会责任,包括解决社会就业、讲求诚信、保护消费者、支持公益事业、环境保护和搞好社区建设等。社会价值最大化就是要求企业在追求企业价值最大化的同时,实现预期利益相关者的协调发展,形成企业的社会责任和经济效益间的良性循环关系。

社会价值最大化是现代企业追求的基本目标,这一目标兼容了时间性、风险性和可持续发展等重要因素,体现了经济效益和社会效益的统一。

五、影响企业财务管理目标的因素

企业目标的确定为财务管理目标的确定奠定了基础。然而,企业作为“契约之结”是契约各方重复博弈的结果,它必须体现契约各方的利益,其中任何一方利益遭到损害,都可能导致企业解散。因此,在确定企业财务目标前必须考虑与企业相关的利益关系人。前述系统结构性原则以为,结构是物质系统各种要素内在的联系与组织方式,也就是说,结构是系统各元素的相互作用中比较稳定的方式、顺序和强弱。系统的环境依存原则认为,系统存在于一定的环境之中,系统和环境要保持物质、能量和信息的交换才能保持自己的生命。影响财务目标的利益集团主要有三个方面。

1. 企业所有者(包括政府)

所有者对企业理财目标的影响主要是通过股东大会和董事会来进行的。从理论上讲,企业重大的财务决策必须经过股东大会或董事会的表决。企业经理、财务经理的任免也由董事会决定,目的是增强企业的生存能力,保护所有者自身的权益。此外,政府作为行政机构,因其提供的公共服务,而以税收的形式强行参与企业的利润分配。企业要吸引更多的投资者,必须取得较好的经济效益。

2. 企业的债权人

债权人把资金借给企业以后,一般会采取必要的监督措施,以保证按时收回本金和利息。因此,债权人必然要求企业按借款合同规定的用途或更有效的、合法的用途使用资金,并要求企业保持良好的偿债能力。

3. 企业职工

企业职工包括一般的员工和企业经理人员,他们为企业提供智力和体力方面的劳动,必然要求取得合理的报酬。职工是企业财富的直接创造者,他们有权分享企业的收益,以恢复体力和脑力,为企业创造更多的财富。可见,职工的利益与企业的利益紧密相连。因此,在确立企业财务管理目标时,必须考虑职工的利益,而在社会主义国家,职工利益更应优先考虑。此外,影响企业财务管理目标的因素还有其他利益集团,如企业的供应单位、消费者等。

六、我国企业财务目标的选择

在我国,公有制经济居主导地位,国有企业作为全民所有制经济的一部分,其目标是使全社会财富增长。不仅要有经济利益,而且要有社会效益;在发展企业本身的同时,还要考虑对社会的稳定 and 发展的影响;有时甚至为了国家利益需要牺牲部分企业利益。并且,我国证券市场处于起步阶段,很难找到一个合适的标准来确定“股东权益”。把“股东权益最大化”作为财务管理目标,既不合理,也缺乏现实可能性。而把企业价值最大化作为财务管理目标则显得更为科学。

但是,用企业价值最大化作为企业财务管理的目标,如何计量便成为问题。为此,现在通行的说法有若干,其中,以“未来企业价值报酬贴现值”和“资产评估值”最具有代表性,这两种方法有其科学性,但是其概念是基于对企业价值的一种较为狭隘的理解。企业是社会的,社会是由各个不同的人构成的,企业的价值不仅表现为对企业本身增值的作用,而且表现为对社会的贡献,表现为对最广大人民的根本利益的贡献。所以,企业财务目标的制定,既要符合企业财务活动的客观规律,又要充分考虑企业财务管理的实际情况,使之具有实用性和可操作性。那么,企业价值最大化的衡量指标应该以相关者的利益为出发点。

(一) 我国企业财务管理目标的定位要求

首先,财务管理目标应着眼于企业的总目标。企业以营利为目的,这是企业的重要本质属性,也就是说,企业的生产经营应以提高经济效益、确保资金的保值增值、避免在激烈的市场竞争中被淘汰为总目标。

其次,财务管理目标应协调各契约关系主体的利益。现代企业是多边契约关系的总和。股东作为所有者在企业中承担着最大的权利、义务、风险和报酬,地位当然也最高,但是债权人、职工、客户、供应商和政府也因为企业承担了相当的风险。因此,在确定企业财务管理目标时,不能忽视这些相关利益群体的利益,应协调好各契约关系主体的利益。

最后,财务管理目标应充分考虑企业的社会责任。企业对社会责任的履行状况,直接或间接地影响企业的生存与发展,企业在理财活动中必须为此作出经常性的努力。

(二) 我国企业财务管理目标的定位

企业是市场的主体,自然也是理财的主体,理财目标应成为理财主体的行动目标。我国企业财务管理目标的现实选择应是股东主导下的利益相关者财富最大化。它的内涵是处于均衡状态的出资者权益与其他利益相关者权益的共同发展,从而达到企业或企业财务管理在经济目标和社会目标上保持平衡。这是企业财务管理目标的理性选择,也是适应我国国情的财务管理目标。这样的定位既充分体现了所有者的权益,又有利于保障债权人、经营者和职工等的利益。

企业所有者投入企业的资本是长期的、不能随意抽走的,所有者履行的义务最多,承担的风险最大,理应享有最多的权利和报酬。实现所有者权益价值最大化,可以充分保障所有者的权益,是对所有者权利与义务对等的一种认同。企业经营者的利益与所有者权益是息息相关的,经营者若想得到丰厚的报酬和长期的聘用,就必须致力于实现所有者权