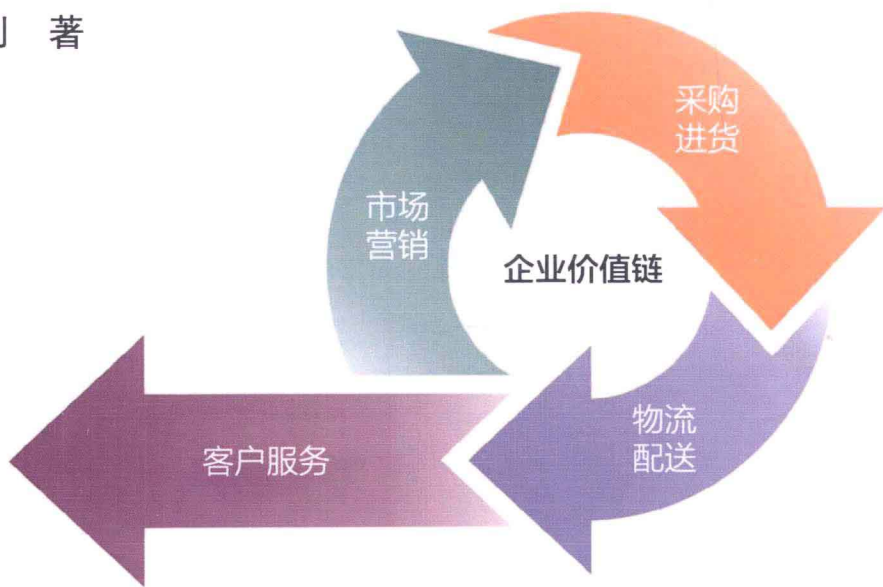


基于价值链的企业 价值评估

■ 王新利 著



知识产权出版社

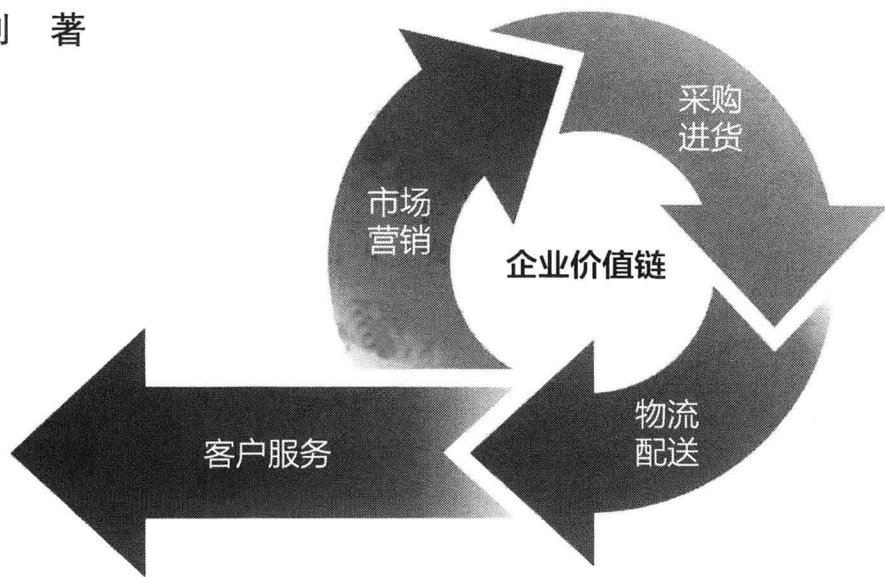
全国百佳图书出版单位

H 行业战略·管理·运营书系

此专著受 中央高校基本科研业务费专项资金资助
项目名称：基于价值链理论的企业价值评估研究
项目编号：12MS139

基于价值链的企业 价值评估

■ 王新利 著



知识产权出版社

全国百佳图书出版单位

内容提要

本书受中央高校基本科研业务费专项资金项目资助。全书从阐述价值链与企业价值评估理论入手,分析了基于价值链的企业价值评估的必要性,然后深入分析传统企业价值驱动因素,着重探讨基于价值链的企业价值驱动因素,通过介绍传统的企业价值评估方法,针对各种方法的不足,引出基于价值链的企业价值评估方法,并通过实证分析,增强理论的说服力,最后提出基于价值链的企业价值评估的应用建议。

责任编辑:蔡虹

责任出版:刘译文

图书在版编目(CIP)数据

基于价值链的企业价值评估/王新利著. —北京:知识产权出版社, 2013. 11

ISBN 978 - 7 - 5130 - 2411 - 2

I. ①基… II. ①王… III. ①企业—价值论—研究 IV. ①F270

中国版本图书馆CIP数据核字(2013)第267731号



基于价值链的企业价值评估
JIYU JIAZHILIAN DE QIYE JIAZHI PINGGU

王新利 著

出版发行: 知识产权出版社

社址: 北京市海淀区马甸南村1号

网址: <http://www.ipph.cn>

发行电话: 010 - 82000860 转 8101/8102

责编电话: 010 - 82000860 转 8324

印刷: 知识产权出版社电子制印中心

开本: 787mm × 1092mm 1/16

版次: 2013年11月第1版

字数: 230千字

邮 编: 100088

邮 箱: bjb@cnipr.com

传 真: 010 - 82005070/82000893

责编邮箱: caihong@cnipr.com

经 销: 新华书店及相关销售网点

印 张: 14

印 次: 2013年11月第1次印刷

定 价: 42.00元

ISBN 978-7-5130-2411-2

出版权专有 侵权必究

如有印装质量问题,本社负责调换。

内容简介

随着社会经济的迅猛发展，市场需求不断变化，企业面临的竞争压力日益加大。在激烈的竞争环境中，如何使企业价值提升一直以来都是企业财务管理中的焦点。企业价值评估又称公司价值评估，作为帮助企业实现财务管理目标的有力手段之一，它是资产评估业的一个重要发展方向。企业价值评估的目的在于分析和衡量企业的公平市场价值并提供有关信息，以帮助投资人和管理者改善决策。价值链是一个企业内外部诸多与战略相关的活动组成的链条，随着市场全球化和科学技术的迅猛发展，价值链管理越来越成为提升企业竞争力的有效途径。现代企业正处于一个错综复杂、瞬息万变的环境中，因此，不同的企业或同一企业的不同时期具有不同的价值链，即企业的价值链是动态的、不断变化的。将价值评估和价值链联系在一起的是价值创造活动。优异的价值链运营能够为企业创造价值，促进企业目标的实现，有关企业价值的理论研究和案例探索也在不断地深入开展。价值链理论的出现为现代企业的价值评估提供了一个新的思路。

本书将价值链理论与企业价值评估理论有机结合起来，提出一种基于价值链理论的企业价值评估体系，以企业的创造价值活动为评估目标，从价值链角度出发，改进了以往价值评估体系在评估指标、评估标准、评估范围等方面的局限性，体现了价值评估理论的发展与进步。本书的主要内容如下。

第一章主要阐述了价值链的研究现状，分析了几种具有代表性的公司理财目标，重点从价值链视角下分析了公司理财目标对企业价值评估的影响，从而引出基于价值链评估企业价值的必要性；第二章主要阐述价值链和价值评估的理论基础，包括企业价值、价值链理论、企业价值评估理论。第三章依据价值链思想，分析了企业内外部价值活动，结合企业价值驱动因素的研究现状，从财务价值和非财务价值两个方面分析了传统企业价值驱动因素，针对价值链与价值驱动因素的相互关系，重点探讨了基于价值链的企业价值驱动因素；第四章分析了几种主要的企业价值评估方法，并对各种方法进行



了评价；第五章针对传统的企业价值评估方法的不足，主要介绍基于价值链的企业价值评估方法，主要是运用 EVA 方法通过财务指标计算出初步的企业评估价值，运用德尔菲评价法和 AHP 来确定各个非财务指标的权重系数，并通过对非财务指标的分析，计算纠偏系数，对初步评估出的企业价值进行修正，从而得出企业的整体价值；第六部分是对基于价值链的企业价值评估方法的具体应用，通过实例分析，用现实数据证实本书的价值评估体系，并与传统的净现值法评估结果进行对比，增强理论的说服力，最后提出了完善基于价值链的企业价值评估应用建议。

目 录

第一章 引言	(1)
1.1 价值链的产生	(1)
1.2 企业理财目标	(8)
1.3 价值链视角下公司理财目标对企业价值评估的影响	(17)
第二章 价值链与企业价值评估的理论基础	(24)
2.1 企业价值	(24)
2.2 企业价值评估	(32)
2.3 价值链理论	(41)
2.4 企业价值评估理论	(60)
第三章 基于价值链的企业价值驱动因素分析	(69)
3.1 企业价值链活动	(69)
3.2 企业价值驱动因素研究现状	(72)
3.3 价值驱动因素分析	(78)
3.4 价值链分析与价值驱动因素的相互关系	(93)
3.5 基于价值链的企业价值驱动因素	(93)
3.6 基于价值链的价值增长机理	(115)
第四章 企业价值评估方法	(117)
4.1 收益现值评估方法	(118)
4.2 相对比较评估方法	(136)
4.3 实物期权评估方法	(140)
4.4 基于资产的评估方法	(151)



4.5	账面价值调整法	(152)
4.6	EVA 价值评估法	(155)
第五章	基于价值链的企业价值评估	(173)
5.1	价值链思想下的企业价值评估思路	(173)
5.2	基于价值链的企业财务指标	(175)
5.3	用德尔菲法评估非财务指标	(190)
5.4	基于价值链的企业价值计算	(192)
第六章	实证分析	(194)
6.1	案例背景	(194)
6.2	运用 NPV 法评估企业价值	(195)
6.3	基于 EVA 的企业财务因素评估	(196)
6.4	非财务指标分析	(199)
6.5	财务与非财务指标整合	(204)
6.6	评估的效果分析	(205)
6.7	基于价值链的企业价值评估应用建议	(207)
参考文献	(213)

第一章 引言

1.1 价值链的产生

1.1.1 商业环境的现实选择

从美国《财富》杂志推选出的 2008 年度 50 个全球最受尊敬的公司名单里可以看出，进入 21 世纪以来，经济全球化趋势越来越明显，作为世界科技革命的产物和市场经济发展的结果，经济全球化已成为一种客观的历史潮流。在这种商业环境下，企业传统的整合运作模式必然要受到极大的挑战，企业要想在全球化的商业环境中生存与发展，就必须有效构建企业价值链。主要原因如下。

(1) 经济区域化、一体化以及全球化进程加快。随着国际分工的深化和世界产业结构的调整，世界贸易和跨国投资快速发展，国际间开放程度日益提高，经济区域化、一体化以及全球化进程空前加速。资源要素在全球内加速配置与重组，产业、资本、技术、信息、人力、服务等要素不断转移，资本的逐利特征使得跨国公司充满了世界每一个有利可图的资本市场。与此同时，企业之间竞争战线被拉长，单个企业面临更大的竞争压力。

(2) 市场分工越来越细。国际分工进一步在广度和深度上不断发展：广度上，参与国际分工的国家和地区已遍及全球；深度上，国际分工越来越细，生产工序化和生产专业化日益成熟。在这种情况下，企业必须将有限的资源集中用于战略业务，同时将非战略业务剥离、外包，据福里斯特研究公司调查，2007—2012 年仅美国金融服务公司就向海外转移就业岗位 50 多万个。企业正从一体化的格局向专业化分工转变，行业间和行业内的企业分工日益细化，出现了所谓的超分工格局，从而使得企业越来越需要与其他企业进行



有效的分工合作，向市场提供专门化的产品和服务。

(3) 顾客需求越来越苛刻。随着市场竞争日益激烈，市场上的产品越来越多样化，越来越好，用户的期望也越来越高，需求也越来越苛刻。他们越来越希望用最低的价格获得高质快捷的服务和更富有个性的产品。因此，每个供应商专注于自己核心竞争力的同时，还必须考虑整个流程的充分整合。有些厂商甚至发现，最好的产品是他们和用户一起设计完成的。全球的价值链使这种整合成为可能，这个链条也将顾客纳入其中，使最终产品真正满足顾客的需求。

(4) 产品寿命周期不断缩短。由于客户需求日益多样化和个性化，产品品种增加，新产品或改良产品不断推出，使得产品更新换代速度越来越快。企业只有通过发挥自身经营优势，与顾客和供应商联合起来，建立合作关系，以及流程再造，才能极大地缩短产品的生命周期，适应顾客不断变化的需求。但伴随着产品生命周期的缩短，企业开发产品的时间也需要越来越短，这就给企业带来了巨大压力。不仅需要巨额的初始技术投资，随着技术的加速折旧，企业对新技术的投入也变得更大，这导致其技术创新的风险和成本不断加大，需要它们与其他企业合作以分散风险和成本。

综上所述，在未来的商业环境中，单个企业仅仅依靠竞争手段获取竞争优势是行不通的，制造商在快速变化的细分市场中成长的能力并不仅仅是简单的技术或组织结构、人员的利用问题，而应以顾客需求为中心。一些在快速变化的细分市场中服务的企业，已经试图渐渐超越大批量的生产体制束缚，它们更加意识到个性化产品和服务与大批量生产的差别。企业需要在竞争中合作，在合作中竞争。任何企业只依靠单纯的国内市场和自身条件都难以获得长远发展。价值链理论的提出是一种历史的必然。每一个企业都是在研究、开发、生产、分配、营销的过程中形成的活动的集合体，这些活动可以用一个价值链来表明。因此，一个成功的企业在进行价值分析时，不应仅仅着眼于企业自身，以及单一的行业上，而应在整个价值链的价值创造体系上进行分析。在价值链这个系统中，供应商、制造商、分销商、零售商以及顾客将共同合作创造价值。同时，企业的经营不能只考虑内部的运作，还要考虑企业的外部环境，将企业自身与供应商、客户通过价值媒介有机地联系起来。

1.1.2 价值链研究现状

1. 国外研究现状

“价值链”概念是 Michael E. Porter (迈克尔·波特) 于 1985 年在其著作《竞争优势》中提出的。Porter 是在研究跨国企业的战略管理中引入价值链分析工具的, 他当时将价值链描述成一个企业用以设计、生产、销售、交货以及维护其产品的内部过程或作业。“价值链”思想的核心观点是: 价值是客户对企业提供的产品或者服务所愿意支付的价格。一个企业创造的总价值是由顾客愿意购买的产品或者服务的单位价格和其数量的乘积决定的。价值链理论把总价值按照企业的价值活动展开, 将企业的价值作业分成两部分: 基础作业和辅助作业。企业从原材料采购开始到制成品再到实现销售, 这一系列经营活动构成了一条完整的价值链。波特的价值链分析已经成为研究竞争优势的有效工具, 通常被认为是传统意义上的价值链, 它偏重于以单个企业的观点来分析企业的价值活动, 企业与供应商顾客可能的联系, 以及企业从中获得的竞争优势。

后来 John Shank 和 V. Gowindarajan 在 1992 年对价值链作了更大范围的描述, 认为“任何企业的价值链都包括从最初的供应商手里得到原材料直到将最终产品送到用户手中的全过程”。Shank 和 Gowindarajan 不但扩大了价值链的范围, 同时他们还将会计信息置于价值链分析中, 计算出价值链每一个阶段的报酬率与利润, 从而确定竞争优势。价值链的分析方法与会计信息结合, 使得企业战略性成本管理成为现实。

Pete Hine 进一步将价值链定义为“集成物料价值的运输线”, 将那些与生产行为直接相关或有影响的企业也包括进去, 使不同企业间的“协同”成为新型价值链的一个重要特征。与传统价值链相比, Hine 的价值链作用的方向相反, 他把顾客对产品的需求作为生产过程的终点, 把利润作为满足这一目标的副产品, 而波特定义的价值链把利润作为主要目标。其次, Hine 把原材料与顾客纳入他的价值链中, 而波特的价值链只包含那些与生产行为直接相关或直接影响生产行为的成员。它们的第三个区别是基本活动交叉功能, Hine 的理论中这些价值活动沿着价值链的流程比较合理地建立, 而不只是存在于生产作业中。最后, Hine 价值链中现行的辅助活动还包含信息技术的运用, 另外, 与这部分相关的利润也被看成是有效完成这一过程的副产品。



1995年，哈佛商学院的杰弗里·F. 雷鲍特（Jeffrey F. Rayport）和约翰·J. 斯维奥克拉（John J. Sviokla）两位学者在《开发虚拟价值链》（Exploiting the Virtual Value Chain）一文中首次提出虚拟价值链（Virtual Value Chain）的概念，提出构建全球一体化基础上的虚拟企业。这种观点提出，企业组织不仅是在有形的资源世界中，同时也在信息构成的虚拟世界中竞争，即企业要在两个世界中竞争：一个是管理者可以看到、触及的由资源组成的物质世界，称为市场场所；另一个则是由信息所组成的虚拟世界，称为市场空间。市场场所和市场空间中的竞争规则不同。这就需要企业组织通过不同的价值链开展价值创造活动。价值链中的每一项价值增加活动都可以分为两部分：一部分是在市场场所中基于物质资源的增值活动；另一部分是在市场空间中基于信息资源的增值活动。物质增值活动构成了传统价值链，而与此相对应的信息增值活动则独立出来构成虚拟价值链。虚拟价值链并不仅仅包括信息的价值增值活动，更重要的是，“它还是一种为顾客‘重新创造价值’”的活动。企业在市场空间中的竞争优势体现在比竞争对手更有效地进行信息的增值活动，关键一步是超越对实体过程的简单理解，通过寻找信息取代实体过程而不仅仅是记录实体过程。虚拟价值链的任何创造价值环节都要涉及五个步骤：收集、组织、挑选、合成和分配信息。信息不仅有益于理解或者改变实体世界，还可超越实体世界，提供生产新产品、新服务和开拓新市场的机会。

Mercer 顾问公司的著名顾问史莱渥斯基（Adrian Slywotzky）在《发现利润区》一书中首次提出价值网的观念。他指出，“由于顾客的需求增加、国际互联网的冲击，以及市场高度竞争，企业应该改变事业设计，将传统的供应链转变为价值网。价值网强调任何顾客的价值决定性因素均是联系顾客的网络”。价值网是以客户为中心，由公司、供应商和客户等构成的多元价值创造体系。在价值网中，顾客并非仅是被动的接受者，更是参与价值网的价值创造者，每一个虚拟企业本身就像一个小型网络，它由所有的成员企业和合作伙伴组成。价值网是一种新业务模式，它将顾客日益提高的苛刻要求与灵活、有效率、低成本的制造相连接；采用数字信息快速配送产品，避开了代价高昂的分销层；将合作的企业连接在一起，以便交付定制解决方案；将运营设计提升到战略水平，适应不断发生的变化。此时，价值链的概念发展成了一个网链的概念。随后，prabakar Kathandaraman 和 David T. Wilson 提出

了价值网模型，这一模型使用了价值创造的三个核心概念，即优越的顾客价值、核心能力和相互关系。该模型明确表现出三个核心概念之间存在复杂的相互作用和系统联系。这一模型的提出，较好地总结了前面价值链研究的一些核心理念，诸如顾客价值（Slywotzky A. J. et al. 1998 等）、核心能力（Stabell C. et al. 1998 等）与合作（KIJn et al. 1997 等）。

C. - H. Kim, Y. - J. Son 在 2006 年通过设计企业价值链的方式，帮助管理者深入了解商业过程，识别和解决执行实体商业过程中不可预知的瓶颈，价值链开始用于事前控制。现在，价值链理论已经发展到价值网阶段，并广泛应用于经济发展的各个领域，价值链理论从之前的一种管理分析工具发展成为企业战略。

2. 国内研究现状

与国外相比，在我国企业价值概念的提出和运用时间较晚，由于缺少现代经营理念的积累，企业价值评估理论与方法的研究相对滞后。研究内容主要有以下几个方面。

(1) 企业价值影响因素。王化成、尹美群在《价值链模式下价值创造的要素体系研究——兼论价值评估过程中与传统模式之间的异同》中着重阐述了价值链模式下价值创造的要素体系，对比了其与传统模式下价值影响要素的异同。从价值链价值创造要素体系的特征出发，得出价值链模式下价值创造的三个主要外部影响要素：优越的顾客价值、核心能力与相互关系。宋常、郭大明在《公司价值创造驱动因素研究》中指出依据波特的竞争优势理论，从管理学角度来看，创造公司价值的驱动因素主要包括公司战略、公司治理、管理控制。杨琦的《价值链与提升企业价值创造能力》主要探讨了企业价值链的作业价值、产品价值、企业价值、顾客价值以及它们之间的关系。企业应围绕创造顾客价值与企业价值的目标，关注顾客需求、降低产品成本、优化作业流程、识别目标顾客等，来提升企业创造价值能力与市场竞争力。郭富红的《价值链创造价值的因素构成研究》将价值链理论和顾客价值理论结合，从顾客角度全面系统地分析了价值创造的因素构成，并根据这些构成因素从观念、战略、策略等方面提出改进建议，从而提升价值链创造价值的能力：既能为顾客创造满意的价值，同时又能塑造企业的核心竞争力，最终实现顾客与企业的双赢。

(2) 价值链的应用。主要集中在：①将价值链与企业竞争优势相联系，



王艳芹, 王璐, 彭萍 (2006) 研究了如何通过价值链的优化以提升企业竞争力。②价值链与成本管理结合, 蒋云霞在 (2006) 论述了价值链分析在企业战略成本管理中的具体应用途径, 构建了以内部价值链分析、竞争对手价值链分析、行业价值链分析为内容的战略成本分析框架。③应用于财务管理, 如: 薛东波, 韩道琴 (2007) 提出, 中小企业应当实行价值链管理, 改善财务管理工作, 从而实现持续成长。他们首先分析了限制中小企业成长的管理因素以及中小企业财务管理中存在的问题, 最后提出了解决对策。田中禾、张晓芳提出企业应建立一种基于价值链的企业价值评估方法, 在对影响企业价值增值的财务因素进行评估的同时, 考虑影响企业价值增值的非财务因素, 以期实现企业价值最大化的目标。张先治认为, 企业价值应该与企业未来资本收益的现值相等。企业未来资本收益可用股利、净利润、息税前利润和净现金流量表示, 不同的表示方法反映的企业价值内涵是不同的。他还提出利用净现金流量作为资本收益进行贴现, 是较理想的价值评估方法。王天有指出企业价值评估方法已经形成一个体系, 共有三大部分: 以资产为基础的方法包括净变现值调整法、账面价值法、重置成本法; 以收益为基础的方法包括超额收益法、约当估计法、现金流量贴现法、未来收益资本化法; 以市场为基础的方法包括市场价值法、市场比较法、直接市场数据法。陈醒玲、陈彤应用综合财务指标与非财务指标, 构造新的价值评估框架, 同时提出以模糊数学理论动态的对企业价值进行评价。赵秀芳的《基于价值管理的企业价值评估体系研究》以企业价值评估为主线, 运用价值链分析法, 通过对现有价值评估方法和体系的修正, 构建了一套既能满足企业价值管理需要, 又可用于并购交易的价值评估体系。

(3) 对价值链理论的创新和发展。吴良平借助无边界组织的思想, 认为企业价值链的无边界应以市场和客户需求为导向, 以核心企业为龙头, 以提高竞争力、市场占有率、客户满意度和获取最大利润为目标, 以协同商务、协同竞争和多赢原则为运作模式, 通过运用现代信息技术、网络技术和集成技术, 达到对整体价值链上的信息流、物流、资金流、商流和工作流的有效规划和控制, 从而将核心企业与客户、分销商、供应商、服务商连成一个网络结构的无边界组织。冯海龙认为波特教授的价值链与竞争优势理论在价值活动划分和企业竞争优势来源等方面的观点值得商榷。作者基于企业管理活动的基础管理—职能管理—战略管理的层级框架及价值活动的竞争优势产出

假设,修正阐释了波特的基本价值链,其基础活动为:计划、组织、领导、控制;辅助活动为:生产管理、财务管理、会计、营销管理等。提出了价值链与竞争优势的协同新论。迟晓英、宣国良对价值链的理论进行了研究,他们总结了前人对价值链理论研究观点,并结合科学技术广泛应用的事实,把重点放在技术发展对价值链的影响,尤其是信息技术、互联网以及电子商务对价值链的影响上,同时提出有价值链理论研究的问题和不足,并对价值链理论作出展望,认为定量研究价值链的优化与管理应是深入研究的重点。靳珂珂、杨新华对企业价值链进行量化的讨论,将企业价值链进行分解,针对不同部分采用不同的评价指标进行评估,最终使用超额赢利能力指标对评估结果进行分析,通过对企业价值链价值进行评估以反映企业的整体价值。刘淑莲以自由现金流量价值链和卡普兰价值链为基础,研究企业价值创造和战略设计之间的关系,强调价值发现和价值增值,而不拘泥于价值评估模型的推论和具体的计算方法,从经营观和财务观两方面探索价值创造的驱动因素。黄大春、刘秋生、金晓扬指出基于价值链的成本管理是战略成本管理的延伸和价值链管理的一部分,扩展了企业成本管理的空间范畴和时间观念,企业在价值链管理环境下,收集、分析和利用价值链上各个环节的成本信息以支持价值链构建和优化,努力降低价值链各环节的成本,提高核心企业及整个价值链联盟的长期竞争优势。尹美群在《价值链与价值评估》专著中重点分析了价值链节点企业的价值影响因素,并对价值链节点企业自由现金流进行预测,并提出了价值库的构建。

(4) 价值链会计的提出。我国已故会计学家阎达五于2003年首次提出价值链会计。他认为价值链会计是对企业价值信息及其背后深层次关系的研究,亦即收集、加工、存储、提供并利用价值信息,实施对企业价值链的控制和管理,保证企业的价值链能够合格、高效、有序运转,从而为企业创造最大化的价值增值和价值分配的一种管理活动。价值链会计概念的提出,将价值链理论与会计紧紧联系起来,是对传统会计理论的重大突破,也为价值链分析及价值链的优化提供了有力的理论基础。程宏伟,张永海,李想(2007)提出了以模块化为基础建立网络状价值链会计研究体系,通过划分虚拟会计主体与实体会计主体、通用信息与专用信息,以价值模块为载体构建了价值链会计的运行机制,以解释模块化时代会计信息系统的结构特征,使价值链会计的研究上了一个新台阶。



从以上的国内外研究综述中不难发现，企业价值评估的理论与方法一直是专家学者们关注的重点问题。国内外专家们的研究和理论都取得了很高的成就，其理论应用也日渐成熟。总体看来，国外对价值评估的研究比国内更全面更深入，但仍有一些不足。

(1) 价值链与价值评估联系很少。在过去，价值链和价值评估是作为独立的两个问题来研究的，基于价值链的企业价值评估理论发展还不完善，在理论和实践中都没能将二者很好地结合起来。国内外学者们侧重从价值评估理论和资本市场方面出发研究企业价值，虽然价值链理论已经存在了 20 多年，但是应用它对企业价值进行评估的并不多，价值链更多地是用于企业的成本控制和企业的战略管理中。近年来，中国虽然也有研究学者基于价值链考虑企业价值评估方法，但一般都只是从表面上考虑，并没有深入探究各项成本的驱动因素，以及各项成本变动对企业价值的影响。

(2) 对企业价值驱动因素分析不足。企业价值创造是通过价值链上的活动节点实现的。传统的价值评估方法和理论多以单项资产价值评估方法或研发项目价值评估为主，很少对企业整体和企业价值驱动因素进行深入的分析。价值评估理念应以理解公司的价值驱动因素为核心。价值驱动因素是短期或长期影响企业绩效，并能创造企业价值的行为，价值驱动因素不仅包括店铺数量、公司流动资本控制等微观活动，还包括企业的战略性行动。企业存在的意义仅在于为顾客生产或提供其所需要的、能满足其效用最大化的商品和服务。在激烈的市场竞争中，企业为了维持其生存、实现其发展目标，必须在准确、清晰的市场定位和敏捷的市场响应能力基础上，通过各种有效的途径来降低产品和服务的成本，因此，企业管理者需要在分析价值驱动因素的基础上确定价值创造的方式和领域。

1.2 企业理财目标

企业理财目标是理财主体在特定的理财环境下，组织财务活动、处理财务关系所要达到的目标。它是社会经济发展到一定阶段的产物，并随着社会经济的发展和制度的变迁而发展。随着企业内外环境的变化，公司进行财务决策的出发点和归宿必然也要相应变化，即作为财务运行驱动的理财目标也要相应变化。

目前学术界对企业理财目标有着不同的认识,总的说来有两种不同层次的理解,即广义的理财目标和狭义的理财目标。前者理解为“企业的”理财目标,如利润最大化、股东财富最大化、企业价值最大化等。基于这种理解企业理财的主体归属于“企业”,目标的实现是通过企业决策者对企业内外部各种资源要素(包括人力资源、物力资源、环境资源等)进行综合性、适时性、动态性的指挥、协调及运作的阶段性结果;后者可理解为“企业理财”的目标,如投资报酬最大化、筹资成本最小化、资金运动合理化。基于这种理解,企业理财的主体归属于“企业的财务部门”,目标的实现则是企业内财务部门通过筹资、投资、日常资金管理等财务理财职能作用发挥所要达到的理财目标。这两种认识虽然不同,但它们又相互联系。前者是广义的理财目标,即第一层次的理财目标,它的实现必须以后者即第二层次目标的实现为基础,二者并不矛盾。本书所要探讨的企业理财目标为广义的目标,即第一层次的理财目标。

1.2.1 企业理财目标的历史演化

从理财环境与企业理财目标的关系可以看出,目标的实现需要社会环境为其创造条件,同时,环境变化也要求目标相应改变。合理的企业理财目标总是与一定的历史阶段相联系的,其转变需经历一个发展变化的过程:经济环境的变化—经营方式的变化—理财观念的变化—理财目标的转变。

(1) 产品经营阶段。在生产水平低下的情况下,产品供不应求,企业只管生产,不管供应与销售,更不必考虑筹资、投资。此时企业经营方式为产品经营,企业管理的重点在降低成本,提高劳动生产率上,不重视价值管理,没有明确提出理财目标,但实际上是以产值最大化为理财目标。

(2) 商品经营阶段。随着生产水平的提高,产品供大于求,企业不得不关注供应、生产、销售各环节及相应的筹资与投资管理。它不仅重视实物经营,而且强调价值经营;不仅重生产,而且重产销的衔接。此时经营方式为商品经营,在这种经营方式下,企业只重视总体资产的经营,对筹资、投资等环节重视不够,理财观念淡薄,在财务管理上以经济效益最大化为目标。

(3) 资产经营阶段。随着商品经济的进一步发展,在资产经营方式下(主要是对有形资产而言),企业围绕着资产的配置、使用、重组等进行管



理。这时商品经营和产品经营以资产经营为基础。它以资产的投入与产出的效率作为经营的核心，但往往忽视了资本结构与资本成本，在财务管理上以资产收益率最大化为目标。

(4) 现代资本经营阶段。随着现代股份制企业的大量出现，出现了资本经营方式，企业经营围绕着资本的保值、增值进行管理，把资本收益作为管理的核心。资本经营以资本为基础，通过优化配置来提高资本营运的效益。在这个阶段中，又分为三个时段。

第一时段在 20 世纪 30 年代经济大萧条以前，企业理财目标的导向是“股东至尊”，企业的一切组织活动围绕股东利益而开展，此阶段的理财目标也以股东利益为主体而提出，如利润最大化、股东价值最大化等。

第二时段为 20 世纪 30 年代至 80 年代后期，是企业理财目标的一个过渡、争论阶段，由于经济大萧条，人们开始对“股东至尊”的价值导向产生质疑，开始争论和探讨企业到底是“谁”的。人们开始关注企业中除股东以外的相关者利益。在 1939 年美国著名的 Petter. Letton 法案中第一次以法律形式体现了关于企业社会责任和利益相关者价值取向的问题，使人们开始接受利益相关者的价值观念。

第三时段从 20 世纪 80 年代中后期开始到现在，在美国由于“敌意收购”及其对企业利益相关者所带来的消极影响，使股东财富最大化受到了挑战，如哈佛大学经济学教授 Andrei Shleifer 和 Lawrence Summers（1988）对美国“环球航空公司”（TWA）被“恶意收购”的案例作研究时，就发现 TWA 股东收益的增加额是由工人工资的减少额带来的。由此，许多主张股东财富最大化理论的经济学家和法学家们纷纷改变自己的立场转向利益相关者的观点。与之相对应，企业理财目标也经历了从股东财富最大化转向以相关利益者即企业价值最大化为导向的演变过程。

企业理财目标的确定取决于企业价值导向，企业价值导向的发展演绎着企业理财目标的发展。从企业理财目标的演化过程中可以看出，企业理财目标包括企业理财目标主体和目标内容两个基本部分，即实现谁的目标、实现什么样的目标。企业理财目标始终在追求企业理财目标主体利益的最大化，只是不同阶段利益最大化的主体不同而已。企业理财目标主体经历了从股东到股东和债权人（企业价值最大化）再到利益相关者的转化。这和企业治理由股东为主的单边治理发展到现在利益相关者的多边治理密切相关，反映了