

企业价值提升与财务管理

万解秋 徐锦荣 贝政新 著

復旦大學出版社

内 容 提 要

在市场经济体系中,现代企业和公司必须通过资本的投资与运作来获得高的收益,实现企业价值的创造。企业资本收益的提高,在严格的财务管理体系下可提升企业的价值,实现企业价值的最大化,这是近年来企业利益相关者普遍关心的课题。

本书作者以价值提升为核心来展开价值管理和财务管理体系的讨论,在分析中,引用了大量的现代财务金融理论和最新的应用工具,同时还注意了实际案例的分析讨论,使读者能较容易地把握一种新的价值管理理念并能在实践中使用。

前 言

在过去的二十多年中,企业的经营组织和管理体系发生了根本性的变化,企业的现代化转型使公司企业成为最基本的形态。这种变革无疑给原有的企业管理思想和战略提出了挑战,非价值型的实物管理控制体制在市场体制下已经完全失去了意义,企业价值型的管理成为企业管理的核心,而企业价值的提升则成为企业财务管理和战略管理的主线,这导致了对传统企业财务管理目标体系、决策控制手段和内部控制体制的超越。一种新的、公司型的财务管理体系正在代替原有的管理体系而发挥作用。

新的市场经济体系的兴起将企业推进了市场竞争的环境中,仔细地看,企业在市场体系中的使命正在发生改变,它追求的目标日益清晰,即企业的价值最大化。企业的价值已经不再是企业产出的最大化,或产能的最大化。那么,它是利润的最大化吗?也许利润的最大化比企业的价值最大化更有意义,但对于企业的所有者和企业利益的相关者来说,利润最大化作为管理目标仍然有着明显的局限性。对于企业的所有者来说,利润是实现其投资回报最大化的基础,它也是其承担投资风险的回报;但是,对于企业的其他利益相关者来说,利润最大化的意义就不同了,其有可能需要承担更大的风险,面临更大的不确定性,而获得的收益并不会相应增加。这势必会引起企业内部对管理目标的分歧,这种分歧会通过企业的治理结构体现出来。

新的市场体系和企业结构已经向企业的管理者提出了挑战,要确立一个更为稳定的、能够实现企业价值的管理目标。从市场中的企业来看,它最需要关注的是企业的价值创造和经营战略,它涉及到能否实现企业价值的最大化。在企业追求价值的过程中,管理者面对的问题既有生产经营和财务控制方面的;也有投资、融资和资产重组等经营战略方面的;甚至在战略选择和财务融合的变动局面中,实施收购、重组和出售的选择,将“皇冠上的明珠”售予他人。在资产的转手变动中,公司的价值可能会超出所有者原有的价值。因此,从企业管理的环境看,现代企业管理的重心已经由生产经营管理向价值创造和价值管理转化,企业财务管理的角色地位也由此而发生历史性转变,它引发了管理控制目标的转变,即由以往的经营核算转向价值的管理。

现代的公司企业通过资本的投资和运作来获得高于投资成本的收益,以此

实现价值的创造。从市场体系的角度看,这是具有普遍意义的。企业只有通过创造价值或者说是提升价值,才能得到发展,价值的创造和提升是企业管理和财务控制的核心,价值的创造和最大化是企业管理者追求的根本目标。价值提升作为财务管理的主线,需要企业的管理者去认识企业的价值;确立企业价值最大化的目标;运用财务工具和手段来实现价值的提升。而财务工具涉及到十分广泛的内容,从投资、融资、运营管理到收购兼并、资产出售、资本重组和股份回购,这些工具包括了财务控制、资产运作和资产的交易。

从价值管理的角度看,财务管理控制一是要通过经营控制和安排去实现企业的经营绩效,去创造价值;二是要通过检查和分析评估来了解企业运营过程中价值提升的措施,确定价值的创造;三是通过资本运作和资产交易等活动来实现企业价值的最大化。企业的财务管理,通常被看作是理财,是对企业资产的合理有效管理,以获得最大的经济效益。但这仍然存在着明显的局限,投资者和经营者在企业财务管理上,将会以企业价值的最大化和价值提升作为核心,这将为现代企业造就一个新的财务管理本质。

1980年代以后,企业的管理结构和重心出现了明显的变化,股东在企业中的利益和企业其他利益相关者的利益出现了分歧,因为管理层的实际控制和对利益的追求,公司企业的利润率出现了下降的趋势,企业的股票价值则是停滞不前,股东的利益受到了直接的影响。人们担心对于企业管理层的激励要求会影响到股东的利益,而公司企业没有管理层的积极参与和利益分享,企业的经营将会受到严重影响。显然,几十年来公司股权和管理结构的变迁带来了财务管理的目标冲突,作为股东利益目标的利润最大化和企业管理者的利益报酬及激励机制出现了矛盾,作为出资者和经营者追求的利益目标在企业财务管理中出现了不协调,公司的治理结构出现了明显的裂痕,利益的冲突影响了公司的经营绩效和价值提升,导致了企业委托代理成本的上升。改善这种公司治理结构已经成为企业财务管理体制变革和调整的根本。

进入1990年代以后,企业经营环境发生了变化,对股东利益和企业价值的关注增加了,而且对企业利益相关者的利益也日益重视,人们发现,把企业价值和股东利益作为企业财务管理的中心地位,企业价值的提升,管理者的利益和报酬也可以因为股票价值上升而增加,因为市场引入了管理层持有股票和分享企业利润的制度,股票期权制度的引入更提高了管理层的利益分享能力,公司企业的经营管理因为股东和管理层利益的融合而产生积极的激励驱动。这一点,对于中国的企业,尤其是民营化的企业来说,也同样面临着一个转轨改制和

财务管理体系改造的问题,企业价值的提升已是市场条件下财务管理的核心。

在企业财务管理体系中引入企业价值提升概念和企业价值的最大化,将会改变企业财务管理的目标和角色,将使一个企业的经营者财务和出资者财务获得最佳的结合。我们在本书中涉及的主要问题从企业的财务目标出发,通过对企业的投资、融资、资本结构调节,企业价值评估,企业的合并和重组,企业股利分配,财务分析和财务控制等方面的分析,研讨和揭示了企业的价值提升和价值最大化问题。

价值管理和价值提升的财务管理究竟有何新颖之处,它对于企业的管理者到底意味着什么,对于正在向市场体系转型的企业来说,这需要建立一种新的价值管理理念,运用更合理的分析方法实现真正的价值管理。这对于企业的管理者来说,它必须要明确追求价值的真正意义,即企业如何能创造最大的价值,为什么能创造最大的价值,以及企业价值最大化的实现途径。另一方面,这种战略方法和管理体制的实施,是基于市场竞争体系的,企业的投资者和股东能够理解这个体制的价值和给他们带来的利益,他们能够接受这样的管理体制,从而使企业的各利益相关者形成管理和战略上的协调。

本书在讨论价值管理和财务管理体系时,以价值提升为核心来展开分析。全书共分十章。第一章分析了财务目标的确定和价值提升(俞雪华);第二章提出了收益风险权衡和价值提升(俞雪华,徐锦荣);第三章探讨价值评估方法和价值提升(万解秋);第四章引入企业的资本结构安排和价值提升(徐涛);第五章探讨企业的筹资决策和价值提升(龚菊明);第六章分析企业的投资决策和价值提升(薛誉华);第七章探讨企业的股利分配政策和价值提升(徐涛,徐锦荣);第八章和第九章分析了企业的财务管理体制和内部控制体制与价值提升(贝政新,王则斌);第十章探讨了财务分析的方法和工具(贝政新)。

在本书的分析中,我们引用了大量的现代财务金融理论和分析工具,结合中国企业体制的现实,作出分析探讨。在分析中还使用了较多的实际案例,使得理论和分析方法更为容易把握。

本书的分析方法和工具对于企业的经营管理者,公司企业的财务管理人员,以及证券投资管理人員都有参考意义,能为企业的管理层导入一种新的价值管理理念,同时为财务分析提供了基本的方法和作为参考的工具。

作 者

2005. 4. 8

目 录

第一章 财务目标选择和企业价值提升	1
第一节 企业目标和财务目标	1
第二节 财务目标的实践及其评价	5
第三节 财务目标的选择和企业价值的提升	8
第二章 收益—风险权衡和企业价值提升	13
第一节 投资收益与风险	13
第二节 证券投资的风险与投资者预期收益率	20
第三节 资本资产定价模型 :风险资本要求的收益率确定	23
第三章 价值评估和企业价值提升	33
第一节 价值评估的基本原理和方法	33
第二节 公司价值评估	38
第三节 证券评估(市盈率评估和价格/账面价值评估)	45
第四节 价值评估理论运用和企业价值提升	53
第四章 资本结构安排和企业价值提升	55
第一节 资本结构理论及其评价	55
第二节 MM 定理 :理论与现实的差距	62
第三节 最优资本结构的决定 :理论与方法	65
第四节 我国企业资本结构对企业绩效的影响	68
第五节 我国上市公司资本结构的实证研究	71
第五章 筹资决策和企业价值提升	77
第一节 资本成本和筹资决策	77
第二节 EBIT—EPS 分析和筹资决策	83
第三节 金融市场和筹资方式选择	85

第六章 投资决策和企业价值提升	95
第一节 企业投资概述	95
第二节 资本预算及其运用	99
第三节 长期证券投资决策	106
第四节 营运资本管理	119
第七章 分配、股利政策和企业价值提升	129
第一节 收益分配方式及其评价	129
第二节 股利分配政策及其理论基础	130
第三节 股利政策的决定因素	135
第四节 我国股利政策的现实研究	137
第八章 财务体制安排和企业价值提升	150
第一节 财务管理体制和财务运行	150
第二节 企业内部财务管理体制模式及其评述	155
第三节 不同企业财务管理体制的选择	157
第九章 财务控制和企业价值提升	161
第一节 财务控制基本理论	161
第二节 财务控制的原则和方法	169
第三节 财务控制制度的建立	178
第十章 财务分析评价和企业价值提升	180
第一节 财务分析评价的内容	180
第二节 单项财务分析评价方法及运用	190
第三节 综合财务评价方法及其运用	197
主要参考文献	204

第一章 财务目标选择和企业价值提升

现代企业是以公司为基础组织形态的,公司企业的资本来源是社会化的,它的经营目标是要为公司的股东创造最大的价值,价值的最大化是使得投资者股东获得回报和企业长久发展的源泉。从公司的市场化经营看,其价值目标的实现和认识依赖于一个有效的市场体系,从而使投资者和公司管理者确立更加长远和有效的战略目标。

企业价值是指企业当前的市场价值,理论上等于企业未来各年的净收益按照投资者要求的收益率贴现的现值之和。影响企业市场价值的因素有两个:企业未来的收益和投资者要求的收益率。收益大而有后劲,投资者要求的收益率低,则企业的市场价值大。企业追求的财务目标在企业经营体制变迁条件下也在发生变化,而现代企业将价值最大化作为其基本目标,而提升企业价值则成为实现企业管理目标的根本途径。

第一节 企业目标和财务目标

一、企业财务目标的特点与认识

企业财务管理目标(财务目标)是指企业进行财务管理活动所需要达到的目的,它是企业进行财务决策的最高准则,它规定了企业财务活动的运行方向和运行方式,也是评价企业财务活动是否合理的标准。

在企业财务管理活动过程中,应有一个基本准则,如果没有基本的准则,企业财务管理就没有方向,财务管理的效果就不能达到。确定合理的企业财务管理目标,在整个企业财务管理活动中具有极其重要的意义。企业财务管理目标具有以下几个特点。

(一) 企业财务管理目标在一定时期具有相对稳定性

企业财务管理目标是一定政治、经济环境的产物,随着环境条件的变化,企业财务管理的目标也会发生变化。但政治、经济环境在一定时期具有相对稳定性。如西方国家的企业财务目标经历了:筹资数量最大化→利润最大化→财富最大化的过程。

1920年代以前,西方企业面对的是卖方市场,产品有限,产品销路好,企业只要增加产量,通过向市场提供更多的产品就能较轻松地获得较大的利润。所以,在

这一阶段企业只要能筹集到尽量多的资金,就能实现规模的扩张,扩大产量,从而获得好的效益。“筹资数量最大化”作为西方企业财务管理的目标一直延续了较长的一段时期。到了1930年代,产品不断的丰富,企业面对的是买方市场,企业的生存依赖于产品的销售情况,降低成本,尽可能多地获得利润成了企业能否生存的焦点,所以,企业财务管理的目标转向“利润最大化”。这个目标到1980年代为“财富最大化”所代替。直到现在,西方企业仍在使用它作为企业财务管理的目标。

可见,虽然企业财务管理目标会随着财务管理环境的变化而发生变化,但在一定时期或特定的条件下是保持相对稳定的。如我国企业财务管理的目标也经历了:产值最大化→利润最大化→财富最大化的过程。

(二) 企业财务管理目标具有多元性

企业财务管理目标的多元性是指企业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。企业财务管理是一个系统,所以企业财务管理目标也是一个多元的有机构成体系。在企业财务管理目标体系中,有一个目标是处于支配地位、起着主导地位的,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(见图1.1)。

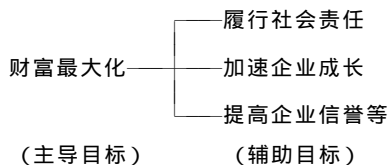


图 1.1 企业财务管理目标的多元性

(三) 企业财务管理目标具有层次性

企业财务管理目标的层次性是指企业财务管理目标按一定标准可以划分成若干层次。例如:企业财务管理可以分解为筹资管理、投资管理、利润分配管理等,而在每一个分支中又可以分为若干层次。企业财务管理的目标也可以分解为企业财务管理的总体目标(整体目标)和筹资管理、投资管理、利润分配管理等分部目标,以及再分解的具体目标(见图1.2)。

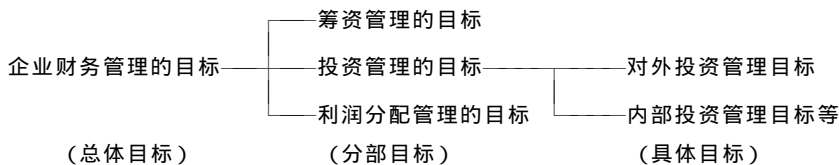


图 1.2 企业财务管理目标的多层次性

企业财务管理多元目标中的主导目标、层次性中的总体目标(整体目标),都是指整个企业财务管理工作所要达到的最终目标,是同一个事物的不同提法,它们是一致的,对企业的财务活动起着决定性的影响作用,统称为企业财务管理的基本目标。

二、企业目标及其对企业财务管理的要求

企业财务管理是企业的重要组成部分,所以,企业财务管理的目标应和企业的总体目标相一致。

1. 企业目标

企业是以盈利为目的从事生产经营的经济组织,其出发点和归宿都是盈利。企业一旦成立,就会面临竞争,并始终处于生存和倒闭、发展和萎缩的矛盾之中;企业想生存下去,必须具有活力,只有不断发展才能求得生存。因此,企业目标一般可以分为三个层次。

(1) 生存目标。企业只有生存,才可能获利。企业市场中生存下去的基本条件是以收抵支。企业一方面支付货币,从市场上获得所需的实物资产;另一方面提供市场需要的商品和服务,从市场上换回货币。企业从市场上获得的货币至少要等于付出的货币,才能维持继续经营,这是企业长期持续的基本条件。企业生存的另一个基本条件是到期偿债。企业为扩大业务规模或满足经营周转的临时需要,可以对外借债。但企业必须根据法律的要求到期偿还本金和利息。否则,就可能被债权人接管和被法院判定破产。

(2) 发展目标。企业是在发展中求得生存的。企业的生产经营如逆水行舟,不进则退。在科技不断进步的今天,企业只有不断推出更好、更新、更受顾客欢迎的产品,才能市场中立足。一个企业如不能不断提高产品和服务的质量,不能不断扩大自己的市场份额,就不能发展,就有可能产生生存危机,就有可能被其他企业排挤出去。

(3) 获利目标。企业只有能够获利,才有存在的价值,也是其生存和发展的支撑条件。企业的目的是盈利,盈利不但体现了企业的出发点和归宿,而且可以反映其他目标的实现程度,并有助于其他目标的实现。

2. 企业目标对财务管理的要求

(1) 生存目标对财务管理的要求。企业生存的威胁主要来自两个方面:一个是长期亏损,它是企业终止的根本原因;另一个是不能偿还到期债务,它是企业终止的直接原因。亏损企业为维持运营被迫进行偿债性融资,借新债还旧债,如不能扭亏为盈,迟早会借不到钱而无法周转,从而不能偿还到期债务,造成企业终止。盈利企业也可能出现“黑字破产”的情况。如通过借款的方式上项目,

扩大经营规模,当由于各种原因导致投资失败时,为清偿债务企业必须出售其资产,使生产经营无法持续下去而引起破产。因此,减少破产的风险,使企业能够长期、稳定地生存下去,是对企业财务管理的第一个层次的要求。

(2) 发展目标对财务管理的要求。企业的发展集中表现为扩大收入。而扩大收入的根本途径是提高产品的质量、扩大销售的数量。这就要求不断更新设备、技术和工艺,并不断提高各种人员的素质,也就是要投入更多、更好的物质资源和人力资源,并改进技术和管理。企业取得各种资源都需要付出货币。企业的发展离不开资金。因此,筹集企业发展所需的资金,是对企业财务管理的第二个层次的要求。

(3) 获利目标对财务管理的要求。从财务的角度看,盈利就是使资产获得超过其投资的回报。企业的每项资产都是投资,这些投资都有一定的来源,各种来源的资金都有一定的成本。因此,每项投资都应获得相应的报酬。财务人员要对企业正常经营产生的和从外部获得的资金加以有效利用。这是对企业财务管理的第三个层次的要求。

在传统计划经济的集权管理模式下,企业的所有权和经营权高度集中,企业的主要任务是完成上级下达的产值指标。因此,完成国家计划规定的产值指标是当时企业财务管理的目标。随着我国现代企业制度的建立和完善,企业法人地位的树立、政府职能的转变、企业投资主体的多元化,企业的生产经营目的发生了很大的变化。建立现代企业制度的基本特征之一,就是要求企业按照市场需求组织生产经营,以提高劳动生产率和经济效益为企业的目的。从本质上说,企业生产经营的根本目的是获利,这是企业的立足点和出发点,也是投资者出资创办企业的目的,更是企业赖以生存和发展的基础。

大多数人认为在我国现阶段以经济效益作为企业财务管理的目标是合适的。因为经济效益主要是通过财务指标如资金、成本、收入和利润等表现出来的。通过对财务指标的分析,可以考察一个企业经济效益的好坏。经济核算要求对生产中的消耗、占用和成果进行记录、计算、对比和控制,要求企业做到以收抵支、增加盈利、提高资金利用效果,这些要求大部分要通过企业财务管理来实现,而这些方面都直接决定和影响企业的经济效益。但用经济效益最大化来表述企业财务管理的目标也存在问题,如经济效益是一个模糊的概念,它必须通过一系列财务指标来反映;以抽象的概念作为企业财务管理的目标又显得笼统和不直接。所以,从发展的观点出发我们认为现代企业财务管理的目标应该是在追求经济效益的基础上提升企业的价值。应该把企业价值作为投资者和企业管理者评价企业经济效益的主要指标。

第二节 财务目标的实践及其评价

一、影响财务目标的各种利益集团

财务管理目标是在特定的财务管理环境中形成的。从根本上说,财务目标取决于企业生存目的或企业目标,取决于特定的社会经济模式。根据现代企业财务管理理论和实践,目前,企业财务管理的目标通常可以表述如下:

①利润最大化;②净现值最大化;③资本成本最小化;④股东财富最大化;⑤现金股利最大化;⑥经济效益最大化;⑦投资者、经营者和社会利益最大化;⑧超利润目标;⑨根本目标是资本增值,直接目标是利润、核心目标是经济效益;⑩产值最大化;⑪综合现金净流量最大化;⑫长期资本增值;⑬企业价值最大化;⑭资金运动合理化等。

但利润最大化和企业价值最大化是到目前为止在我国和西方国家广泛认同的两种观点。根据对华北地区 105 家不同所有制企业的调查,有 83% 的企业认为企业的财务目标应该是企业价值最大化,而只有 32% 的企业实际采用的是以利润最大化作为财务管理的目标;有 13% 的企业认为企业的财务目标应该是利润最大化,而有 55% 的企业实际采用的是以利润最大化作为财务管理的目标。

要确立科学的财务管理目标,必须分析各种利益关系对企业财务管理产生的影响。与企业有关的利益集团很多,但不一定都对企业财务管理产生重大影响。对企业财务管理产生影响,进而会对财务管理目标的制定产生影响的利益集团应该满足以下三条标准:

(1) 必须对企业有投入,即对企业有资金、劳动或服务方面的投入;

(2) 必须分享企业收益,即从企业取得诸如工资、奖金、利息、股利和税收等各种报酬;

(3) 必须承担企业风险,即当企业失败时,会承担一定的责任。

根据这三个标准,影响财务管理目标的利益集团主要有以下四个方面。

1. 企业所有者

所有者对企业财务管理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,企业经理和财务经理的任免也由董事会决定,因此,企业所有者对企业财务管理有重大影响。所有者对企业的要求决定了企业运行的方向,也就决定了财务管理的目标。

2. 企业债权人

债权人把资金借给企业后,一般都会采取一定的保护措施,以便按时收取利息,到期收回本金。因此,债权人必然要求企业按照借款合同规定的用途使

用资金,并要求企业保持良好的资金结构和适当的偿债能力。当然,债权人权力的大小在各个国家有所不同,在日本,债权人尤其是银行对企业财务决策会产生重大影响。

3. 企业职工

企业职工包括一般的员工和企业经理人员,他们为企业提供了智力和体力的劳动,必然要求取得合理报酬。职工是企业财富的创造者,他们有权分享企业收益。职工的利益与企业的利益紧密相连,当企业失败时,他们要承担重大风险,有时甚至比股东承担的风险还大。因此,在确立财务管理目标时,必须考虑职工的利益。

4. 政府

政府为企业提供了各种公共方面的服务,因此要分享企业收益,要求企业依法纳税,对企业财务决策也会产生影响。政府经常通过政策诱导的方式影响企业财务管理的目标。

根据上述分析,我们可以把财务管理划分为四大模式:投资者利益导向模式、债权人利益导向模式、职工利益导向模式和政府利益导向模式。企业作为一个独立的法人,其本身具有一定的利益,但它首先要遵照投资者的意愿,受到投资者的控制,同时它还要受到债权人、职工和政府等的制约。所以,企业财务管理要在满足投资者利益需求的同时尽量满足其他各方面的利益需求。

二、利润最大化及其评价

利润是企业一定时期全部收入和全部费用的差额,体现了企业的经济效益。利润是资本报酬的来源,资本不仅要在生产经营中保全,而且必须增值,利润的多少表明了资本增值的多少,利润也是提高职工劳动报酬的来源,在市场经济条件下,按劳分配的“劳”只能是被市场承认或实现的劳动价值,利润是这种实现了的劳动价值的综合体现,利润越多,意味着实现的劳动价值越多,相应地职工的劳动报酬也就越高,利润代表着剩余产品的多少,剩余产品越多,意味着社会财富越多,利润最大化意味着社会财富最大化;利润的多少还会决定资本的流动,资本一般总是流向利润较大的行业和企业,利润最大化有利于实现资源的合理配置。在市场经济中,企业获得的利润的多少,表明企业竞争能力的大小,决定了企业的生存和发展。所以,利润最大化自然地成为了企业财务管理的基本目标。

以“利润最大化”作为企业财务管理的目标的合理之处主要在于:有利于促使企业落实经济核算、加强内部管理、改进工艺技术、提高劳动生产率、努力降低成本;有利于社会资源和企业内部资源的合理配置。

但以“利润最大化”作为企业财务管理的目标也有缺陷,主要表现在以下几个方面。

(1) 利润概念模糊不清。利润最大化只是指利润绝对额的最大化,没有反映出所得利润额与投入资本额之间的投入产出关系,因而不能科学地说明企业经济效益的高低。

(2) 利润额可以通过会计的方法人为地“做”多或“做”少。不同的会计确认和计量方法、会计人员对会计准则的不同理解以及采用不同的会计核算方法都会使企业最终的财务成果(利润)产生偏差。当管理者弄虚作假、故意篡改会计数据时,利润指标将会给人们产生极大的谬误。

(3) 没有考虑利润发生的时间,没有考虑资金的时间价值。

(4) 没有考虑企业经营的风险。一般地,报酬越高,风险越大,追求利润最大化可能增加企业的风险。以利润最大化作为财务管理的目标会致使企业不顾风险大小,片面追求利润额的增加。

(5) 以一个时期的利润最大化作为财务管理的目标往往会使企业决策带有短期行为的倾向。如忽视产品开发、产品质量、人才培养、生产安全、技术装备水平的提高、生活福利实施的完善、履行社会责任等。

“利润最大化”只是对经济效益和获利的低层次的认识,以“利润最大化”作为企业财务管理的基本目标存在一定的片面性,不利于企业的长期可持续发展,也不能满足各方面利益集团的需求。

三、企业价值最大化及其评价

企业价值最大化是指通过企业的合理经营,采用最优的财务政策,在考虑资金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。企业价值最大化是投资者投资的最终要求,以它作为企业财务管理的目标可以满足各方面的需要。

现代金融理论认为,企业的价值可以用股权的市场价值来代表。其简化的计算公式为:

$$V = \frac{D}{K - G}$$

其中: V 为公司的总价值;

D 为预计下一年的净利润;

K 为投资者要求的收益率;

G 为预计今后净利润的增长率。

假设净利润增长率不变,则企业价值和净利润呈正比,和投资者要求的收益率呈

反比。一般情况下,企业的风险越大,则投资者要求的收益率就越大;企业的风险越小,则投资者要求的收益率就越小。从以上公式可以得出这样的结论:要使公式的值(企业价值)最大,就要使分子最大(净利润最大化);分母的投资者要求的收益率最小(企业的风险最小、长远的盈利能力强、今后的获利比较均匀)、净利润增长率最大(净利润最大化)。

所以,以上公式要求企业尽量增加利润,同时要尽量减少风险。要使利润(报酬)和风险达到较好的均衡。

以企业价值最大化作为企业的财务管理目标,既考虑了利润最大的因素,又考虑了企业风险的因素,有利于企业获得长远利益。其优点在于以下几个方面:

(1) 既考虑了时间因素,又考虑了风险因素。因为一个企业只有在企业所得利润越多、实现利润的时间越近、实现的利润越稳定时才能达到价值最大化的目标。

(2) 克服了企业片面追求利润的短期行为。从企业价值理论来看,利润多并不一定是企业价值大,企业价值不等于账面价值。不顾风险片面追求利润和经营的短期行为会使得投资者要求的收益率提高、利润的增长率降低,从而反使企业价值降低。

(3) 有利于社会财富的增加。如果每个企业都追求财富最大化,每个企业都最大限度地获得利润、追求长远利益,整个社会的财富才可能实现最大化,从而带来社会的进步和发展。同时有利于社会资源的合理配置。

(4) 使企业和职工的利益保持一致。企业追求长期稳定发展,提高企业价值,同时也是职工的要求,只有企业稳定发展,才能体现职工的根本利益。

(5) 充分体现了资本保值增值的要求。企业只有实现价值最大化,才能使企业资产最大化,做到保值、增值。

第三节 财务目标的选择和企业价值的提升

一、财务目标的选择

财务管理目标的选择与企业多个利益集团有关,是这些利益集团共同作用和相互妥协的结果。在一定时期和一定环境下,某一利益集团可能会起主导作用,但从企业长远发展来看,不能只强调某一利益集团的利益,而置其他集团的利益于不顾。从理论上讲,各个利益集团的目标都可以折衷为企业长期稳定发展和企业总价值的不断增长,各个利益集团都可以借此来实现他们的最终目的。所以,以企业价值最大化作为财务管理的目标,比以利润最大化或股东财富最大化作为财务管理目标更科学。

企业价值最大化的基本思想是将企业长期稳定发展摆在首位,强调在企业价值增长中满足各方利益关系。从采用企业价值最大化作为财务管理的目标强调风险与报酬的均衡,将风险限制在企业可以承担的范围之内,创造与股东之间的利益协调关系,努力培养安定性股东;关心本企业职工利益,创造优美和谐的工作环境;不断加强与债权人的联系,重大财务决策请债权人参加讨论,培养可靠的资金供应者;关心客户的利益,在新产品的研制和开发上有较高投入,不断推出新产品来满足顾客的要求,以便保持销售收入的长期稳定增长;讲求信誉,注意企业形象的宣传;关心政府政策的变化,努力争取参与政府制定政策的有关活动,以便争取出台对自己有利的法规,但一旦立法颁布实施,不管是否对自己有利,都应严格执行。

企业价值最大化扩大了企业目标的范围。现代企业理论认为,企业是多边契约关系的总和。股东、债权人、经理阶层、一般职工等,对企业的发展而言,缺一不可,各方都有自身利益,共同参与构成企业的利益制衡机制。如果试图通过损伤一方利益而使另一方获利,结果会导致矛盾冲突,不利于企业的发展。

企业价值最大化与理财主体理论是一致的。理财主体假设为我们规定了财务管理的空间范围,即财务管理工作不是漫无边际的,而应限制在一个在经济上和经营上具有独立性的组织之内。具体到企业财务管理来看,理财主体就是具有独立经营权和财权的企业,财务管理目标应该体现为理财主体财富的增长,企业价值最大化能够满足这一要求。

企业价值最大化注重在企业发展中考虑各方利益关系。如果我们把企业的财富比做一块蛋糕,并分属于企业契约关系的各方——股东、债权人、职工等。从逻辑关系上看,当企业的财富增加后,各方利益都会有所增加,都会较好地得到满足;同时,这又有利于企业财富的增加,实现财务管理的良性循环。从这个意义上说,企业价值最大化不仅仅考虑股东利益,充分考虑其他关系人的利益,是现代企业财务管理基本目标的首要选择。

二、企业价值的提升

以企业价值最大化作为财务管理的目标,最大的问题是其计量问题。在实践运用中很难确定企业的价值,因而也就难以衡量财务管理的效果。虽然可以通过资产评估来确定企业价值的大小,也可以股票的市场价值或通过公式计算出企业的价值,但在具体操作中还是会遇到这样或那样的问题。

企业价值最大化固然在操作中会遇到计量问题,但以企业价值最大化作为财务管理的基本理念是财务管理乃至企业管理的出发点和归宿。企业在财务管理中不论是筹资管理、投资管理和分配管理,还是企业联合与兼并都应该把握在

当期利润最大化的基础上考虑长远利润的增长,同时将风险降到最低程度。即在财务管理工作中始终全面地贯彻企业价值提升的理念。

三、企业财务目标的协调

企业财务管理目标是企业价值最大化,在这一目标的约束下,财务活动所涉及的不同利益主体如何进行协调是企业财务管理必须解决的问题。

(一)所有者与经营者目标的矛盾与协调

企业价值最大化直接反映了企业所有者的利益,他与企业经营者没有直接的利益关系。对所有者来讲,他所放弃的利益也就是经营者所得的利益。这种被放弃的利益也称为所有者支付给经营者的管理成本。但问题的关键不是管理成本的多少,而是在增加管理成本的同时,是否更多地提高了企业价值。对经营者来讲,其目标是工资福利和自身利益的最大化。例如,以此为目标的经营者总是以能够给他们带来最多的工资和足够的“支出账户”作为他们的决策依据的。如果他们觉得股东不能满足他们的利益,他们将通过增大其“支出账户”来满足自己的需要。这时经营者并不强调利润、股票价格或其他目标的最大化。如果经营者过多地考虑其本身的利益,就可能因此而做出错误的投资和融资决策,从而影响企业利润和股东财富的最大化。

为了解决这一矛盾,应采取让经营者的报酬与绩效相联系的办法,并辅之以下列监督措施。

1. 解聘

这是一种通过所有者约束经营者的办法实施对经营者的监督。如果经营者未能使企业价值达到最大,就将其解聘。一般经营者为了获得其合理的利益会尽量做到使企业的企业价值最大化。

2. 接收

这是一种通过市场约束经营者的办法。如果经营者经营决策失误、经营不力,未采取一切有效措施使企业价值提高,该公司就可能被其他公司强行接收或吞并,相应经营者也会被解聘。为此,经营者为了避免这种接收,必须采取一切措施提高企业价值。

3. 激励

这是一种将经营者的报酬与业绩挂钩,以使经营者自觉采取能满足企业价值最大化的管理措施的方法。激励有两种基本方式。

(1)“股票选择权”方式。即允许经营者以固定的价格购买一定数量的公司股票,当股票的价格越高于固定价格时,经营者所得的报酬就越多,经营者为了获取更大的股票涨价益处,就必然主动采取能够提高股价、增加企业价