



企业效率与财务估价

经济金融化是近几十年以来宏观经济形势的最主要特征，这一趋势将在 21 世纪得以继续。与传统的工业经济时期不同，在经济金融化环境下，企业效率的性质及其评价方法出现了重大变化。证券市场尤其是股票市场在企业效率的评价过程中发挥着越来越大的作用。企业经营绩效良好，会给有效率的股票市场发出好的信息，促使股价上扬；相反，经营绩效不理想，则会给股票市场发出不好的信息，致使股价下跌。在这个过程中，财务估价技术事实上处在一个极为核心的位置上。投资者进行财务估价并据此作出买卖决策的结果，不断使得股票市场价格达到新的均衡状态。企业理财人员通过财务估价，了解企业真实的经济价值，作出科学的投资决策与融资决策，不断提高企业价值，增加所有者财富。财务估价理论目前已成为金融经济学的核心内容。

一、经济金融化与企业效率

根据王广谦的研究^{〔1〕}，可以用金融工具或金融资产与国民财富（有形资产价值）的比率即金融相关比率来度量经济金融化的程度。由于金融运行的相对独立性，即使在理论数值上这个比率也完全可能大于 1。事实上，许多发达国家的金融相关比率早已超

过了 1，并且仍然呈迅猛上升的趋势。许多金融经济学家都认为，金融工具、金融机构以及它们的组合种类越多、分布越广、规模越大即金融相关比率越高表明金融发展程度越高经济越发达。

对于企业经营而言，经济金融化的不断深入既带来了持续发展的机遇，也带来了不容忽视的越来越大的风险。随着金融工具的不断增多，企业融资方式也出现了多样化的趋势，充分满足了企业投资多元化的需要，奠定了持续发展的基础。但机遇与风险并存，日益增多的金融交易也给企业经营加入了极大的风险因素。对风险的定义、度量、分散与控制早已成为金融经济学的重要内容之一。

整个经济从农业化到工业化、货币化到金融化的持续演变，不仅改变了经济系统中的实体内容，同时也在很大程度上不断地改变着人们对经济系统及其效率的认识。例如，在工业化时期，拥有先进固定资产、能够生产出大量质优价廉产品的企业就是优秀企业。生产能力、技术水平成为决定企业效率的决定性因素。但随着经济金融化的进展，这种对企业效率的认识显然与新的经济环境不再完全吻合。因为与工业化时期不同，这时企业管理当局所控制的资源往往是已经完全证券化的资产和负债，比如股票、债券等。这些资源的流动性乃至它们的价值都受到金融市场的重大影响。尤为关键的是，由于证券市场的高度发达，许多企业实现了直接融资，股权投资人和债权人成为企业资产的直接索偿权持有人。企业管理者对企业效率的关注似乎已经远离了生产经营过程而转移到了企业各种金融资产的市场价值上。仅仅在 10 年以前，许多西方国家的证券分析专家还将分析的重点放在一些传统的会计数据上，比如每股盈利、股权资本报酬率等，以此来判断企业绩效的高低。但如今已有越来越多的人关注于现金流量、股票市场价值等因素的评价和分析。企业发行股票的市场价值越

大，表明企业的经营绩效越明显。根据有关资料^[2]，1994 年美国可口可乐公司的市场价值总值为 610 亿美元，投资者最初投入的股权资本仅为 80 亿美元，因而该公司自其建立以来的市场价值增量为 530 亿美元。换言之，投资者当初每投入 1 美元到 1994 年已经增值到 7.62 美元。与之形成鲜明对比的是通用汽车公司在 1994 年的市场价值总值为 810 亿美元，绝对值超过可口可乐公司，但其最初的股权资本投入额为 880 亿美元即市场价值增量为 -70 亿美元。投资者当初每投入 1 美元到 1994 年不仅没有增值反而跌到了 0.92 美元。

企业效率即是企业经过经营活动满足企业各类投资者对企业收益索偿权要求的程度。在不同的经济形势下，由于经济环境、企业经营性质以及投资者财富构成的巨大差异，人们对企业效率的认识是不相同的。从经济学的发展历程来看，近一个世纪以来，企业及其企业效率问题始终受到经济学家们的关注。在传统的新古典微观经济学中，企业不是一个学术研究的对象，而仅仅是学术研究的一个前提，一个假设或称一个“黑箱”。在当时人们不关心企业本身的性质，他们所关心的是在企业业已存在的情况下，如何通过价格机制，达到企业利润的最大化。正因如此，有人称新古典经济学为价格理论。在价格理论中，企业被粗略地简化为“产出”。假如将市场视为产出与需求的一个统一体的话，那么，这种简化就意味着将企业逐出了经济学研究的视野，因为价格理论正是对产出与需求相互关系进行研究的学问。

这种经济学研究特征与当时的宏观经济形势及企业组织形式是密切相关的。在以私有制企业为主的经济环境中，由于资本、需求等诸多因素的限制，私有制企业的规模往往很小，业主既是投资者又是劳动者，收益的生成及分配极为简单。企业管理行为甚至就是业主的个人活动。社会的发展对政府的功能提出了越来越

多、越来越高的要求，这种要求反过来又刺激了大型企业的产生与发展。与私有制企业比较，现代股份公司无论是资本规模、经营规模还是组织机构的复杂程度都有了天壤之别。“企业”——这一隐藏在传统经济学浓雾中的岛屿，终于不容再为人们所忽视，开始显露其真面目。只是其最初的面目是模糊的，很难辨识的。

企业是什么？企业为什么存在？企业与市场的边界在哪儿？这些都是企业理论试图要回答的问题。

1. 科斯(R. Coase)认为，交易费用的存在是企业机制取代市场机制的根本原因。按照斯密的理论，分工越细，效率越高。但科斯在对实际经济情况的考察中发现，不少企业尤其是大型公司，其生产所需的零部件并非按分工原则购自外部，许多是自己生产的，因为自己生产比外购便宜。他认为，这时市场失败了，市场的效率低于企业组织效率，因为市场的交易费用大于企业自产的交易费用。这样，通过企业内部化实现了市场分工。换言之，企业替代了市场。于是，企业产生了。这一替代，意味着市场的契约形式被企业的权威形式所取代。

由于科斯的远见卓识使得‘企业’成为现代经济学中一个不容忽视的内涵极为丰富的词汇，大大拓展了经济学的视野。

2. 威廉姆森(O. E. Williamson)丰富、发展了科斯的企业理论。他认为，企业 and 市场是两种不同的管制机构(governance structure)，可以各自处理特定类型的交易。例如，资产专用性(asset specificity)高的交易为了降低交易费用，需要在企业内部自行生产。随着资产专用性的降低或消失，买者与卖者之间的依赖度也随之降低，外购比自产便宜，这时交易就会由企业转向市场。按照他的分析，作为两种不同的管制机构，市场机制与企业机制各有优缺点，至于采用哪种机制，完全取决于交易的类型。

3. 阿尔钦(Alchian, A)和德姆塞茨(Demsetz, H)则以团队生

产(term production) 概念丰富了企业理论。他们认为, 企业与市场并不像科斯那样在交易费用方面具有巨大的差异, 企业的实质在于采用了团队生产的方式。团队生产的效率也就是企业的效率。为了避免“免费搭车”现象, 必须设立一个能够享受剩余索偿权的角色, 这就是企业家。企业的规模则取决于对团队生产的计量能力的大小。换言之, 在能够准确计量各项投入的生产率(收益性), 而且能够确定一种能使各项投入所获得的报酬与其生产率密切相关的分配方案 流动性 的前提下 企业可以无限地扩展规模。

从以上企业理论的演变发展中不难看出, 企业存在的前提乃是企业的效率高于生产的效率。随着经济危机现象的频繁出现, 人们越来越迫切地认识到, 在资源配置活动中, 市场不是万能的, 而是有缺陷的; 同时, 这种缺陷不仅需要政府的权威来弥补, 而且还需要企业的权威来弥补。企业效率便由简单的产出与价格反应问题深化为具有内化特征和人为特征的管理问题。因此, 企业理论很自然地就转向了对企业管理问题的探讨, 例如, 企业家问题、激励问题、代理问题等等。

一般而论 在经济金融化形势下 企业效率已经不是一个单纯的企业生产经营个体产出高低的问题, 而是逐渐呈现出多层次、复杂的特征。

(一) 企业效率评价市场化

会计信息在企业效率的评价过程中始终扮演着重要的角色。在美国, 自第二次世界大战以后, 收益性会计数据受到了社会各界的重视, 损益表取代了资产负债表成为企业财务报表体系中的第一报表。会计信息的基本特征一是历史性, 二是会计政策的人为性。无疑, 根据会计信息进行企业效率评价很难符合科学决策的要求。无论是融资决策, 还是投资决策, 决策的着眼点都是未来的现金流量, 而非以往业已发生的现金流量。同时, 随着投资者数量

的日益增多，信息披露的数量、时间和途径等方面的要求均与以往有了重大的区别，尤为关键的是信息的社会化程度越来越高。

对于股份有限公司而言，效率评价的市场化使其经营行为、理财行为等的影响可在很短的时间内反映在其股票价格之上，即科学、合理的管理行为能提高公司股票市值，低劣、不合理的管理行为则降低公司股票市值。而公司股票市值的变化又直接导致了投资者——既包括股权资本投资者，也包括债权资本投资者——财富的增减。这种机制的形成无疑是经济金融化对整个经济系统所带来的最大的变化，甚至也可以说是人类经济在 20 世纪所获得的最大进展之一。

企业效率评价市场化是一个历史的概念。一般而论，一个国家的经济发达程度越高，企业效率评价的市场化程度就越高；进一步说，可以企业效率评价的市场化程度来判断一个国家的经济发达程度。以我国为例，在改革开放初期，企业效率评价在很大程度上仍然延续了以往严格的宏观计划管制下的思路与方法，渗透了太多的非经营因素。随着证券市场尤其是股票市场的开放与不断完善，人们对企业经营绩效的评价越来越多地转向企业行为的各种市场表现，尽管这种变化仅仅是开始，还存在着许多不甚完善之处。在有效市场假说理论中，最有效的市场是能够及时地、全面地吸收、反映所有信息的市场，不管这种信息是内部信息还是外部信息。这表明整个经济系统已经步入完善和成熟的阶段。

企业效率评价的市场化可以使企业的投资者与经营者都将眼光关注于一个较长时期内企业价值的持续稳定增长。这是财务估价的根本精神所在。

（二 在企业效率评价中 风险成为一个极其关键的要素

经济金融化在神奇般地提高了整个经济系统的流动性的同时，也带来了不容忽视的风险。这种风险，在经济发展顺势时，可

以给人们带来巨额的财富；但在发展逆势时，也会给人们带来巨大的损失。对风险的界定、度量及控制，是金融经济学为整个经济学大厦所作出的最重大的贡献。因为在传统的经济学中，人们只是关注于用边际分析的方法求得最佳生产方案的解，风险并不在研究的视野之内。

一个企业如要求得长远的发展，必须在风险与收益之间科学地进行权衡。严格而论，不考虑风险因素的单纯对收益的追求是没有意义的。在金融经济学的背景下，20%的要求报酬率与10%的要求报酬率是无法进行直接比较的。企业理财人员无论是进行投资决策还是融资决策，都必须将风险因素考虑进去，并依此为基础，确定合理的收益水平。这正是夏普教授资本资产定价模型的基本思想。

正是由于风险因素的加入，使得企业效率评价的难度大大增加。在新古典经济学中，企业效率是通过“利润最大化”的方式来描述的。这种观点在一个较长时期内得到了企业界的认可。但人们逐渐认识到，利润最大化并不是一个富有意义的、界定非常清晰的概念。不少企业在经历了一年或几年的高利润率回报之后，进入长期的低迷状态，甚至破产倒闭。这不能不使人怀疑是对利润最大化的追求破坏了企业赖以持续发展的内部机制。加入经营风险与财务风险因素，一方面使人们注意到对未来长远目标的追求，保持一定的稳定性；另一方面也加大了企业效率评价技术的难度。因为在这种情况下，人们很难再以某一个或某几个指标来概括地反映企业效率的高低。对企业效率的评价必须涵盖收益分配的广泛性（社会性）、长期性等诸多因素。正是由于其重要性与复杂性，企业效率评价成为近十年来国际经济学界、管理学界的研究热点之一。

（三）对企业效率的评价应关注企业的可持续发展

企业的可持续发展是整个国民经济长期健康发展的基础，也是经济资源得以有效运用的前提。没有可持续发展，企业的一切功用将无以发挥。从国际范围来看，可持续发展的能力是判断一个企业素质强弱的关键。很难设想，一个经营寿命极其短暂的企业能够有效地运用它所掌握的一切资源，能够为社会创造尽可能多的财富。

随着证券市场的不断完善，投资者行为的理性程度也在不断提高。他们越来越清醒地认识到，投资获利水平的高低不是取决于企业在以往时期里所获得的收益（它们与投资无关），而是取决于企业在未来时期里可能获得的收益（现金流量），因此才出现了所谓“购买股票就是购买企业的未来”一类的说法。企业的可持续发展意味着企业在未来可预见的时期（比如 50 年）以内有望获得足以补偿各项成本的、稳定增长的现金流量，从而使企业各类投资者的财富得到预期的增加和最大化。尤为关键的是，这种可持续发展的能力在投资者那里的信任度越高，预见性越强，企业的价值就越大 效率水平越高。

市场的效率通过价格机制得到了完全的发挥，这已为历代的经济学家所共识。那么，企业的效率又将通过什么来得以维持和提高呢？换言之，如何评价企业的效率及其提高呢？

企业效率（在管理者的眼中，这就是企业目标）应当体现在企业价值最大化上。企业价值最大化是判断企业效率高低的最佳标准。这是因为，只有企业价值这一概念能够包容上述的市场化、风险以及可持续发展等要素特征，能够在一个较完整的范围内，极其明确地对企业效率进行考察和判断。

二、财务估价的性质

所谓财务估价，简言之，就是对企业的持续经营价值进行判断、估计的过程，也就是对企业未来效率水平进行科学量化的过程。企业价值是进行财务估价的直接结果，而通过了解企业价值的增减进行各种投资决策、融资决策则是财务估价的根本目的。无论是对于投资者，还是对于企业管理人员，科学地进行财务估价准确地了解企业价值都具有重大意义。

自 1950 年代以来，由于投资理论发展的重大突破，人们对证券投资尤其是对其中的证券估价理论有了较多的了解与运用。一般而论，折现现金流量模型是人们进行证券估价——公司债估价、优先股估价、普通股估价等的基本方法。这一估价技术的关键有两点：一是对证券未来特定时期内现金流量的预测，二是对各期现金流量所隐含的风险程度的分析并据此确定折现率。因此，现金流量预测以及风险分析便成为估价技术中的核心，这两项工作的质量直接决定了整个估价工作的质量。有关投资风险分析的内容构成了经济学界在 20 世纪所获得的重大学术成就，例如马科威茨的证券组合理论、夏普的资本资产定价模型，等等。

与证券估价相比较，财务估价具有如下几个重要特征：

（一）证券估价的对象是单一的证券 财务估价的对象是持续经营中的整个企业

财务估价在很多时候又被称为企业估价或公司估价，是估价理论与方法中最为复杂、最为困难的一部分。企业在经营过程中，其现金流量很难保持一个理想的稳定状态。不仅如此，一些企业的价值有时很难用传统的折现现金流量方法来确定。比如，目前被西方管理学界特别关注的所谓“战略价值”的估价就面临着许多新的挑战。战略价值之所以不同于一般意义上的企业经营价值，

是由于它在时间上具有长期性，在形式上具有潜在性，在性质上具有更大的风险性。许多先导性企业往往具有较重大的战略价值。比如，在经济较为落后地区设立银行服务网点。如果按照传统的折现现金流量方法对此网点的价值进行估价，则在有限的时期之内，其净现值极有可能为负值，因而不具备投资价值。但考虑到网点建成之后对该地区经济的不断渗透以及潜在的、较为远期的收益的增长，即所谓战略价值，该银行网点的建立可能会成为一项极富价值的投资。

与单一证券估价不同，对企业价值进行的财务估价中充满了各种各样的变数，需要估价者综合考虑各种变量以确定合理的企业价值。证券估价中所涉及的变量相对而言要少得多。

（二 在估价中 证券通常都有有限的到期时间 可据此确定估价期间，但在企业估价中却难以确定明确的估价期间

在证券市场上，证券通常可按到期时间的长短分为短期证券和长期证券，以吸引不同类型的投资者。在短、长期证券中又可被划分为长短不一的到期时间。这一切均可在不同形式的交易契约中予以确定。估价期间的明确大大减轻了证券估价的难度，即使是像普通股票这类没有明显到期约定的证券，由于存在着效率极高的流通市场，也可以通过设定条件来达到估价的目的。

对企业价值进行估价，估价期间的确定是个不容回避的技术问题。前已指出，财务估价所要确定的是企业的持续经营价值，不是清算价值，而持续经营价值的核心就在于它的“持续”性质。因此，在财务估价中，必须将企业置于一个可持续经营的状态下对其价值进行预测和分析。如何解决持续经营价值与有限估价之间的这一冲突是财务估价技术中的一大难题之一。这绝非一个简单的方法问题，它往往体现着重要的估价思想。

（三）企业现金流量的风险比一般证券现金流量的风险要大得多

在所有的估价方法中，折现现金流量估价方法是最具理论意义、最基本的方法。经济学家也都普遍认为，资产的价值就是其未来现金流量的折现值。资产在未来持有期间所创造的现金流量越多，在其他因素相同的情况下，其价值就越大。企业价值的性质也是如此。具体言之，在其持续经营期间内所创造的经营现金流量越多，企业价值就越大；所创造的经营现金流量越少，企业价值就越小。很明显，从根本上说，经营现金流量的多少是决定企业价值的根本因素。因而，如何预测和确定企业经营现金流量的具体数额便成为财务估价中的核心内容之一。

与现金流量的具体数额同样重要的是现金流量归属的性质。换言之，在财务估价中，必须明确现金流量的归属，是属于企业或股权所有者，还是属于债权所有者。由于负债契约约束比较规范，归属于债权人的现金流量较易确定，一般包括利息和本金。在企业价值的估价过程中，最基本的方法是按照加权平均资本成本即企业资本成本对归属于企业的现金流量进行折现处理。

（四）证券通常具有有效的流通市场 存在着一个市场价格 但企业却没有类似的市场价格

投资者根据自己的要求报酬率以及对证券未来现金流量的预期，对证券的内在经济价值予以确定。然后将此价值与该证券的市场价格进行比较，以做出投资决策。如果证券的内在价值等于或大于市场价格，便购入证券并持有之；如果内在价值小于市场价格，售出证券或者不予购入。证券估价的重要意义正在于此。

企业估价显然比证券估价要复杂得多。从企业估价的目的看，通过财务估价确定企业价值在较多情况下并不是着眼于对企业的购入或卖出（当然，也不排除财务估价对企业购并行为的影响），而是着眼于企业经营决策尤其是财务决策的科学化。但即使

如此，企业市场价格的付之厥如也给财务估价带来了不小的困难。如果存在着明确而外显的企业市场价格，通过财务估价所获得的预期意义上的企业价值就有了一个很重要的参照物即市场价格，从而有效地对估价过程及其结果进行反馈性调整，或者对市场价格进一步观察。这一切均将提高财务估价的科学性与适用性。但客观情形却并不存在这样的企业市场价格。因此，目前的财务估价理论与方法基本上是借鉴了证券估价的理论与方法，尽管二者之间存在着许多性质上的重大差异。

（五）证券估价通常以合法的契约为依据 而企业价值的多寡在根本上取决于企业的管理行为

公司债与优先股的现金流量一般由契约作出明确的规定，即使是普通股，由于行业惯例、法律规定等各方面的约束，其现金流量通常也能呈现出某种规律性。正是由于契约的限制，证券估价的结果可以维持一定的置信度，受到市场各方面的认可。期权等其他衍生金融工具的出现，固然加大了估价的难度，但由于市场价格的存在及其套利工具的巧妙运用，科学地规范了对这类证券的估价。

在企业估价中，不确定因素几乎存在于决定企业价值的各个变量之中。从实体内容上讲，企业价值取决于未来经营期间内的现金流量；但从根本上讲，企业价值取决于企业管理人员所实施的管理行为。因为科学的管理行为可以最大程度地增加现金流量，低劣的管理行为则会减少现金流量甚至于造成企业的破产倒闭。管理行为与现金流量、企业价值之间存在着直接的因果关系。但遗憾的是，人们至今在理论上未予以清晰地阐述和在方法上予以精确地量化。财务估价必须在这方面予以充分的关注。

综合上述，以提高企业价值为直接目的的财务估价与证券估价之间有着重大的差异。无论从内涵的丰富程度还是方法的复杂

程度，前者都较后者为甚。但正如前述，目前的财务估价技术事实上在很大程度上是借鉴了证券估价技术。具体而言，它是以简单的思路和简单的技术解决了复杂的问题，这其中必然存在着许多尚未明了的症结需要人们去进一步的探讨。

必须指出的是，证券估价者通常是指证券投资者或者证券分析机构，而财务估价者可有两类：一是在企业购并活动中，作为买者一方的企业对目标企业价值的估价；二是指管理当局对其所在企业的价值的估价，并据此做出科学、合理的管理决策，促进企业价值最大化目标的实现。这两类估价者的着眼点有所不同，前者是为了确定一个合理的购并价格，顺利实现企业购并；后者则是站在管理决策或者管理战略的角度对企业价值进行预测。后者与其说是对企业价值的计算和了解，还不如说是管理当局对企业价值的一种管理预期。这种管理预期既要反映企业经营的内外环境，又要反映管理当局对自身管理实力的一种判断以及对未来发展的把握程度。在财务估价中，管理人员对企业未来经营状况的预期发挥着重要的作用。

三、资源配置机制与财务估价

前已述及，在财务估价中，很少有明显的企业市场价格作为参照物，但这并不意味着市场对企业效率的估价没有任何影响。事实上，迄今人们依然习惯于以某种市场性指标来评价企业效率的高低，比如利润额、各种形式的利润率等等。

为了有效地配置稀缺资源，提高企业效率水平，增加整个社会的财富，需要三种力量的有机配合：市场价格机制、政府权威机制与企业权威机制。

关于市场价格机制，在传统的新古典政治经济学中做了全面而透彻的分析。在新古典经济学中，企业效率是通过“利润最大

化”的方式来描述的。同时，这种最大化是通过产出，再通过价格的变化来达到的。威廉（Hal R. Varian）教授就此分析认为，“厂商的收益和成本都要依赖于厂商所开展的活动。这些活动可以有多种形式：实际的生产活动，要素的购买，广告的购买。在一个相当抽象的水平上，我们可以设想厂商可以从事各种各样的活动。我们可以把收益写作为某 n 种活动水平的函数 $R(a_1, \dots, a_n)$ ；把成本作为同样 n 种活动水平的函数 $C(a_1, \dots, a_n)$ 。对厂商行为的多数经济分析是基于这样的一个假定：即最大化其利润。也就是说，厂商选择了行动 $(a_1, \dots, a_n)$ 以便最大化 $R(a_1, \dots, a_n) - C(a_1, \dots, a_n)$ 。如果边际收益大于边际成本，增大该活动的水平是有利的；如果边际收益小于边际成本，减少该活动是合算的”^{〔3〕}。在追求利润最大化的过程中，市场约束无疑起着重大的作用，因为决定收益的一个重要变量即价格事实上是由市场决定的。

自 1776 年亚当·斯密发表《国富论》以来，经济学家就认定市场机制可以保障各种经济资源的高效率运用。市场压力具体化为价格压力，价格压力再进一步具体化为利润压力，促使着社会各类商务活动的健康运行。如果企业生产经营的产品或服务质次价高，市场会抛弃它，消费者转而去消费其他企业的产品和服务。长此以往，这类企业就会在市场上消失，它所控制的资源要么被转移，要么被无效地消耗掉。这个过程既会给企业的投资者带来损失，也会造成整个社会财富的下降。

尽管利润最大化作为市场价格机制在企业效率评价中的主要地位至今仍然受到微观经济分析家们的拥护，但长期以来这一假说还是受到了广泛而深入的批评。1994 年 5 月 11 日，MM 理论创始人之一的莫迪格莱尼（Modigliani）教授在接受中国学者的访问时指出，“我想说的是，企业的经营目的不是利润的最大化，因为利润是一种不确定的预计的可能性。你为了利润回报要多承担风

险。所以，如果你只是为了追求利润最大化，那意味着你将承担所有可能的风险，这将导致资本结构中大量的债务。因为每当你以债务替代资产时，你将提高预期利润，但利润的标准并没有很好地规定。说某某利润是 90% 是不足以使人信服的。所以，利润不是一种有价值的观念。你应该做的是使公司的价值最大化，那是 MM 理论最主要的贡献，即指出了经营管理的核心：不应是基于这毫无意义的利润最大化的观念，而是更有意义的观念，即努力使股东所拥有的公司的价值最大”^{〔4〕}。

政府权威机制的阐述则发端于凯恩斯的具有非凡创造力的经济思想。他认为，市场机制即价格机制在诸多经济社会问题面前表现得束手无策，以至于出现了市场失效（market failure）状态。因此，政府依靠其政治权威来干预经济活动，便成为经济有序化的必要因素。这些权威活动包括：（1）缓和和经济波动，保持稳定增长；（2）提供公共服务，发展社会福利；（3）限制市场垄断，保护自由竞争；（4）调节收入分配，避免贫富悬殊^{〔5〕}。政府活动与经济发展之间具有明显的正向关系，即所谓的瓦格纳法则（Wager Law）。

但政府权威机制不能替代企业权威机制。按照科斯等人的分析，当市场效率低于企业组织效率时，或者更具体地说，当市场交易费用高于内部的交易费用时，企业权威机制就会取代市场价格机制。近几十年来，众多学者在企业—市场替代问题上进行了卓有成效的学术研究活动，充分论证了企业权威机制相对于市场机制存在的合理性。那么，相对于政府机制，企业权威机制存在的合理性又在哪儿呢？

简要言之，政府权威机制与企业权威机制之间的重大差异在于对人本问题的不同处理方式。对于政府而言，其权威实施的意义在于在新的基础上维护市场上的就业均衡。在凯恩斯看来，有效需求决定就业量、边际消费倾向，资本边际效率与流动性偏好决

定有效需求，总就业量又取决于有效需求。但仅仅依靠市场机制的自发调节，则必然存在失业现象。因此，国家对此必须进行干预，具体来说，就是以增加公共投资等措施提高有效需求，达到充分就业。他认为，这是“为避免现有经济形态的全面崩溃，实为唯一可能采取的手段”^{〔6〕}。不难看出，在凯恩斯那里，市场均衡仍是政府权威机制运行的理想状态，人本问题并未引起重视。了解微观经济学的人都知道，尽管理论上该学科是以“自利”为出发点去解释人类行为的科学，但客观事实是，它的大部分的结果都是从市场的角度来解释人的自利行为的^{〔7〕}。

厂商理论的发展及其在管理科学中的重大应用改变了这一局面。厂商理论的重大价值在于它既认识到企业权威对于经济资源配置的不可或缺性，同时更深刻地认识到企业权威机制的质量。从厂商理论不同的流派的命名中可看出这一点，如“委托—代理理论”、“企业家理论”、“契约理论”等。美国著名管理学家钱德勒教授提出：“现代工商企业在协调经济活动和分配资源方面已经取代了亚当·斯密的所谓市场力量无形的手。市场依旧是对商品和服务的需求的创造者，然而现代工商企业已接管了协调现有生产和分配过程的产品流量的功能，以及为未来的生产分配资金和人员的功能。由于获得了原先为市场所执行的功能，现代工商企业已成为美国经济中最强大的机构，经理人员则已成为最具有影响力的经济决策者集团。因此，在美国，随着现代工商企业的兴起，出现了所谓经理式的资本主义。”^{〔8〕}

从某种意义上讲，政府权威机制存在的目的在于维持市场的均衡和效率，而企业权威机制代表的却是一个“人”的集合，其中包含着人的欲望、人与人之间的利益冲突以及人与人之间的利益冲突的缓和及化解，其目的乃是直接增加人的财富，从而最终达到社会的富裕、人类的进步。

企业权威机制说到底是一种“人”的机制，或者说是一种以“人”为基础的治理结构的机制。这里的“人”是指所有与企业相关的利益集团和个人，既包括管理者、股东、债权人，又包括企业雇员、顾客、所在社区、政府有关机构。从管理角度而言，最关键的问题在于：(1)谁在这个“人”的集合中居于控制地位？具体言之，谁是企业权威机制的具体行使者？是管理者还是股东？按照一般经济理论及管理理论，在股份有限公司的经营过程中股权持有者应处于所有者与最终决策者的地位。他们承担着企业经营最后的风险，即所谓的“剩余风险”，故他们应多享有企业的“剩余收益”。但根据有些学者的调查，由于股权投资的极度分散化，单一股东持有的股份数极其微小。股东的这种地位仅仅存在于理论阐述之中。比如，在 1975 年，最大的 200 家非金融性公司中有 82.5% 的资产价值占 85.4% 的公司处于“管理者”控制状态，股东对企业经营的影响微乎其微^[9]。(2)利益各方如何分配权利和义务？比如，股东通过什么方式、什么途径将企业经营的控制权转移给管理者？(3)如何实现企业权威机制的协调运行？比如，如何使利益各方的利益要求得到满足而又不伤害到其他集团或个人的利益？即在保证企业健康稳定、持续发展的同时，企业价值最大化，使与企业相关的利益各方的财富达到最大，同时也使整个社会的财富达到最大。解决这些问题的基本依据（基本方法）之一就是财务估价。

通过科学的财务估价，可以了解企业正确的、有所保证的企业价值，并在此基础上保障企业权威机制顺利、合理地运行。管理者作为企业的实际控制者具体进行财务估价，对企业价值进行估算。在财务估价中，管理者要将以下两类因素很好地结合到一起，一类是企业经营的环境因素，一类是管理者自己对企业价值的预期。环境因素包括内部因素和外部因素。这是企业价值赖以形成和增长的外在因素；而管理者预期则是企业价值的内在推动力量。甚