对财务管理目标主流观点的质疑

上海商学院　吴　健　王顺惠

【摘要】目前许多财务管理方面的教科书都认同以下三种财务管理目标:利润最大化、资本利润率或每股利润最大化、企业价值最大化。本文对这三种财务管理目标的观点提出四点质疑,对其表述方式和阐述内容提出不同的看法,以供进一步探讨和商榷,目的在于完善财务管理目标理论体系。

【关键词】财务管理目标　会计利润　经济利润　EVA　MVA

质疑之一:利润最大化如何理解

利润可以区分为经济利润和会计利润。利润最大化这一命题最早是在经济学中提出来的，即当产品的边际收入等于边际成本时利润最大。对于利润最大化,通常人们以为是会计利润最大化,但更正确的理解应是经济利润最大化。著名经济学家斯蒂格利茨对经济利润的通俗解释是:“要是企业会计账户显示的利润水平是 3%,但如果资本存入银行账户的收益率是 5%,据此,经济学家认为该企业处于亏损状态而不是盈利状态。如果没有合理地计算机会成本,就意味着会计利润经常会高于真实的经济利润。”财务会计不计算机会成本,但财务管理必须考虑与重视机会成本。这里的机会成本就是资本成本。会计利润是企业收入扣除全部实际费用的差额,它所扣除的负债利息是企业实际支付的。而资本成本本质上是一种未来成本、机会成本,而不是企业实际支付的账面负债成本和权益成本,它是根据债权人、权益人遵循风险收益对等原理在估计风险和资金时间价值的情况下所要求的最低必要投资报酬率而定的，因而它既考虑了资金时间价值又考虑了风险因素。

在 20 世纪 80 年代,美国纽约斯特恩·斯图尔特咨询公司提出了经济增加值(EVA)理论,从而将经济利润这一抽象概念提升到企业实际可操作的层面。EVA 是公司税后经营利润扣除资本成本后的余额。为计算经营利润即息税前利润,事先要对财务报表做若干技术性调整。EVA 理论认为，经济利润即 EVA 应当取代会计利润成为分析、评价和考核公司经营业绩的核心经济指标。与 EVA 配对的是市场增加值(MVA)。它是指公司资本市值减去投入资本的余额，是衡量公司为股东创造财富多少的战略性市场目标。EVA 是时期性的,而 MVA 是时点性的,两者具有正相关性。在经济学和财务管理学中最有意义的分析方法是动态的增量分析法，如边际分析法和现金流量折现法等。该方法必须考虑机会成本,最有意义的指标是增量指标,EVA 和 MVA 便是最典型的增量指标,因为所有者着重关注的不是你过去做成的蛋糕有多大(这是财务会计的事情),而是预期你以后可做的蛋糕相比现有的能增加多少(这是财务管理的事情)。当然会计利润也可理解为增量指标,但就先进性而言,它不及 EVA。掌握 EVA 分析方法是理解公司如何为股东创造财富的关键,创造财富就是创造价值。EVA 给予我们的重要启示之一是对财务管理学的理解不能仅仅停留在价值管理的层面,其本质在于它是一门创造财富、创造价值的学问。创造价值和增加价值是同义词组,EVA 应理所当然地负起这一重任。由此可见，无论是理论分析还是实践应用，利润最大化目标更为合理的理解应是预期经济利润最大化即预期 EVA 最大化!

质疑之二:会计利润最大化目标是否真的具有忽略资金时间价值等缺陷

令人费解的是，差不多所有的教科书在谈及利润最大化目标时均指责它既没有考虑资金的时间价值或利润的取得时间,也没有考虑获取利润的风险因素。笔者认为,这种说法缺乏严密的逻辑论证。我们现在所讨论的问题是如何确定面向未来的将来时式的属于财务决策范畴的利润目标，哪一种利润目标更好? 如何确定未来一定时间内既先进又合理的令人满意的目标值?在贯彻执行中如何控制风险?这些都需要充分了解与分析过去,在此基础上科学地预见未来,为决策提供依据。从过去时式的分析去简单推导将来时式的决策,其错误在所难免的,因为过去是确定的,未来是不确定的。

有的教科书把财务管理目标简称为财务目标，这很容易产生歧义，人们不清楚是在讨论财务会计目标还是在讨论财务管理目标?这两种目标有根本性的区别。删去“管理”二字,这可能是产生上述错误认识的根源所在!

财务管理和管理会计,它们均主要面向未来,主要为改善企业内部管理水平服务。而财务会计主要反映过去,主要为外部利益相关人服务。诚然,财务会计利润也主要为外部利益相关人服务,它主要反映过去,而不是主要面向未来。但这并不是说财务会计利润完全没有面向未来，而只是说其主要不是面向未来,换句话说它可以次要地面向未来,而已作为财务管理目标的财务会计利润此时已次要地作为面向未来的目标利润来对待,而不是主要作为已实现的利润来对待了。而作为财务管理的主要利润目标自然是指管理会计利润和经济利润了。

不得不承认的事实是：目前国内许多企业在做目标利润规划时还比较普遍地采用财务会计利润。不过，它和其他利润一样不可避免地会产生所有者和经营者之间或上下级之间一场讨价还价式的谈判，这很正常，但若说财务会计利润目标缺点之一是不能避免企业短期行为，这种说法就不正常，因为我们列举不出哪一种考核目标能避免短期行为？短期行为的产生需要产权经济学来解释。双方当事人在谈判中均会有意识或无意识地考虑确定目标利润时面临的各种风险因素和资金的时间价值因素，尽管在实际工作中当事人并非一定会运用各种数学模型如折现模型或复利模型等方法对此两因素分别加以估算，尽管当事人会掺入一些个人利益因素，但称职的当事人一定会考虑这两个因素。推而广之，任何经济效益指标，一旦决策当事人把它当做决策目标来对待，就必然会十分重视这两个因素。

质疑之三：将三种目标观点并列叙述是否妥当

差不多所有的教科书在谈及这三种目标观点时都采用了并列式叙述方式。对于前二种目标即利润最大化、资本利润率或每股利润最大化主要强调了它们的缺点，对于第三种目标即企业价值最大化则主要突出了它的优点，而后者的主要优点恰好可以弥补前者的缺点。在负债资本市值稳定的条件下，企业价值最大化即是股东财富最大化，在普通股总数不变的条件下，股票市价最大化就是股东财富最大化。企业价值最大化目标既考虑了资金时间价值又考虑了风险因素，这无疑是正确的。但正如前所述，前两种目标所强调的两个没有考虑的缺点并非真实存在。这自然会引起人们猜测：强调前两种目标莫须有的缺点无非是为了反衬企业价值最大化目标的优点，这似有厚此薄彼之嫌。事实上将这两类性质层次完全不同的目标作反衬式的优缺点对比是不妥当的，会无意中将其对立而割断了两者之间的内在有机联系。

笔者认为，前两种目标可被认为是企业财务管理的战术目标，它通常用于对经营者经营业绩的中短期考核，一般来说考核期是1~3年（包括一年以内），最长是1~5年。可以作为战术目标的依次有财务会计利润、管理会计利润、资本利润率即净资产收益率、每股收益、EVA。就目前而言，最有新意、最为先进的战术目标是EVA。EVA理论认为财务管理战术目标只有EVA一个。因为国外EVA的实践表明，上到企业总部下至厂区班组一律采用EVA考核，并直接与奖金挂钩，不再需要其他考核指标，计算EVA事先要对会计报表做若干调整。企业价值最大化是企业整体性的长期战略目标，或可理解为终极性、根本性目标，即股东财富最大化或股票市价最大化。对它的观察期至少在3年或5年以上，由于系统性风险的存在，用股票市价对经营者业绩作短期考核显然是不明智的。战略目标是目的，战术目标是手段，前者是后者的依据，后者为前者服务。按管理层次高低不同，可以构建自上而下目的手段关系链，即MBO目标管理体系。由此可见，把两类性质层次不同的目标地位等同地并列式反衬式叙述是不妥当的。实际上，它们在不同层次具有不同的作用和功能。

质疑之四：最大化目标的提法是否已过时

亚当·斯密的“经济人”假设一直支配了经济学界一百多年。“以最小代价获得最大收益”几乎被看成是经营思想的核心。但这种最优化决策准则在当今复杂的经营管理工作中是不容易做到的。其主要原因是各种目标之间的矛盾、整体与局部之间的矛盾、决策者与执行者之间的矛盾、时期长短的矛盾、决策行为与决策成本的矛盾、信息不全和正确预测的矛盾等始终是客观存在的。鉴于此，西蒙认为决策者是“管理人”，是尊重现实的人。他提出“满意”准则即有限合理的准则以代替“最优”准则，属于高管层风险型或不确定型的决策范畴的财务管理目标问题更是如此。

上述分析为求方便，用了“最大化”表述方式，但人们要实现的财务管理目标一般来说是令人满意的利润和增加值，而不是利润最大化或价值最大化！如果实际超过预期则令人满意或基本满意，如果实际低于预期则不满意或基本不满意，而预期的利润或增加值究竟应定在怎样的水平上呢？在确定预期的利润或增加值的过程中必须考虑未来资金的时间价值和各种风险两大因素，但由于信息不全及内外环境的多变性，使得人们不可能对这两个因素和其他因素事先加以正确预测和把握，所以要用有限合理性决策准则替代决策的最优准则。

综上所述，财务管理目标应区分为战术目标和战略目标两种。战术目标可根据当前企业实际管理水平和要求，在财务会计利润、管理会计利润、资本利润率、每股利润和经济增加值中选择，它通常用于对经营者业绩的中短期考核，它们之间可以进行客观的优缺点对比，目的在于为我所用。战术目标是手段，战略目标是目的，前者为后者服务，后者是前者的依据。战略目标是长期整体性终极性目标，即为股东创造价值。如果投资者把公司整体作为一个投资项目，那么衡量创造价值的最恰当的指标就是公司净现值，它在资本市场上的表现是MVA。MVA的计算基础是股票市价，MVA也是由EVA的连续折现加总所决定的。任何效益指标只要把它作为管理目标来对待，“管理人”必然要考虑资金的时间价值和各种风险因素。由于许多因素事先难以正确把握，所以财务管理目标不是利润最大化和价值最大化，而是追求先进合理的令人满意的利润和增加值，其最终的根本目的是为股东创造价值。何为创造价值？巴菲特的通俗解释是，你所得到的是价值，你所付出的是价格，如果价值大于价格，则创造价值；如果价值小于价格，则毁灭价值。EVA、MVA、NPV便是最典型的创造价值的经济指标，它理所当然地应成为财务管理的核心目标！

主要参考文献

1. 爱默瑞等著.荆新等译.公司财务管理.北京：中国人民大学出版社，1999

2. AI·埃巴著.凌晓东等译.经济附加值——如何为股东创造财富.北京：中信出版社，2001