# 企业财务管理目标及其重构

西南财经大学　何泉成

【摘要】 本文将对现有的主要财务管理目标进行解析和评价,并在此基础上提出企业应将剩余索取权价值最大化作为财务管理目标。

【关键词】 财务管理目标　剩余索取权

财务管理目标是指财务管理工作要达到的目的，它是企业财务管理工作的起点和终点,也是构建财务理论体系的基础。它决定了企业财务管理组织结构的构建、管理人才的选拔、管理手段和方法的选择以及财务指标体系的建立。因此,财务管理目标的明确对财务理论和实务都具有极其重要的意义。

## 一、关于财务管理目标主要观点的评价

**1.**利润最大化。利润最大化目标是指通过对企业财务活动的管理,不断增加企业利润,使利润达到最大,这是西方国家早期的企业财务管理目标。我国在经济体制改革的过程中,把利润作为考核企业经营状况的首要指标,把企业职工的经济利益同企业利润紧密地联系在一起,这使得利润最大化逐步成为企业财务管理的主要目标。以利润最大化作为财务管理目标能够最大限度地促使企业获得利润并将其用于扩大再生产,提高自身的抗风险能力。但这个目标没有考虑必要的风险因素，企业为追求利润往往通过大量举债获得杠杆效应,从而导致极大的财务风险;企业为在近期获取高额利润而对企业长远发展的投入(如进行技术革新和人才培养)不足,容易造成企业行为的短期化。同时,该目标没有考虑利润获取的投入产出比和时间性。

**2.**每股收益最大化。在20世纪60年代,由于股份公司在西方的迅速发展,每股收益最大化也成为了企业新的财务管理目标。该目标消除了企业规模因素的影响,把企业的利润和股东投入的资本联系起来,在自主经营、自负盈亏的约束下,企业必

为与财务政策、财务状态保持协调一致。因此,在进行财务政策选择时必须全面、综合分析企业财务系统外部和内部的不确定性因素,正确评判企业财务状态。

**2.**利益相关者的风险偏好。风险偏好决定了利益相关者的财务政策选择。冒险型的利益相关者偏向于积极的财务政策;中庸型的利益相关者偏向于稳健的财务政策;保守型的利益相关者偏向于保守的财务政策。利益相关者的风险偏好也是不稳定的,会受到资本、知识、信息与能力等因素的影响。

**3.**利益相关者的预期收益。不同的利益相关者对同样的财务状态会产生不同的预期收益,相同的利益相关者对不同的财务状态也会产生不同的预期收益。预期收益的变化将会导致利益相关者财务政策选择的变化。如果预期利率上涨,则所有者和经营者会选择积极的资本结构政策,适度提高资产负债率,以获得资本利得;而债权人则会担心资产负债率的提高会影响企业的偿债能力从而选择谨慎的财务政策。如果预期物价持续上涨，则利益相关者会选择积极的财务政策,扩大生产,拓展盈利空间;而政府则担心通货膨胀的发生会带来经济运行的系统性风险从而选择谨慎的财务政策。

**4.**财务目标。财务目标是利益相关者在充分考虑各自风险偏好与预期收益、正确评判企业财务状态之后而确立的。财务目标反映了利益相关者的风险偏好与预期收益要求,也反映了企业的财务状态。财务政策一方面要反映财务目标的要求,另一方面要对财务行为提供指导。因此,财务目标是影响财务政策选择的重要因素之一。在资本市场比较发达的国家,发行股票、债券等是企业的主要融资方式,企业的价值可以通过股票和债券的价格予以反映，财务目标为企业价值最大化。发展中国家的资本市场尚处于初级发展阶段,金融产品种类比较单一,市场的容量很小,财务目标定位为考虑一定风险条件下的利润最大化较为合适。企业价值最大化目标导向下的财务政策选择模式受外部控制市场的影响较大，财务政策选择以股东财富最大化为目标。利润最大化目标导向下的财务政策选择模式受企业内部控制市场的影响较大，财务政策选择以利润最大化为目标。另外,在企业发展的不同阶段,企业财务目标的定位各不相同,财务政策的选择自然也不同。在初创阶段,企业财务目标为筹资与销售收入最大化;在成长阶段,企业财务目标为利润最大化;在成熟阶段,企业财务目标为企业价值最大化;而在衰退阶段,企业财务目标则转为追求现金流量的收支平衡。处于不同的阶段,企业自然会有不同的财务政策选择。

### 主要参考文献

①吴树畅.相机财务论:不确定性条件下的财务行为选择研究.北京:中国经济出版社,2005

②Avinash K.Dixit,Robert S.Pindyck.朱勇译.不确定条件下的投资.北京:中国人民大学出版社,2002

③吴树畅,胡国强.财务管理.成都:西南财经大学出版社,2006

须考虑持续经营,实现收入和支出的平衡。与产值最大化和利润最大化财务管理目标相比,每股收益最大化目标有明显的进步,但是它仍然没有考虑每股收益的风险性以及每股收益取得的时间性,容易导致企业发生短期财务行为。

**3.**股东财富最大化。股东财富最大化财务管理目标的内涵主要包括:①对于额外的风险,要求有更高的预期收益予以补偿,忽略风险的差别将会导致错误的决策;②对于相同的投资报酬,现金流入越早其价值越大,忽略现金流入时间的差别将会导致错误的决策;③当公司可以通过一项新的投资提高盈利水平时,如果公司的股东用同样的资金在另一项风险相同的投资中可以获得更高的收益,那么只要从股东的利益出发,公司的经营者就会投资于收益更高的项目。股东财富最大化财务管理目标与利润最大化财务管理目标相比,由于它考虑了不确定性、时间价值和股东的资金成本,无疑更为科学和合理,因此该目标被许多学者所接受。

但是,股东财富最大化目标也有明显的缺陷。首先,股东财富最大化目标是把股东的利益作为企业财务管理目标的核心,而对企业其他相关利益主体的利益重视不够,不利于处理好现代企业财务活动中存在的各种财务关系。其次,只有在完善的金融资本市场上股票价格才能真正地反映股东的财富,而目前我国股票价格受多种因素的影响,具有很大的不确定性,无法真实地反映股东的财富。

**4.**企业价值最大化。有学者认为,财务管理目标应与企业多个利益集团有关,即财务管理目标应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对企业财务管理目标起主导作用,但从企业的长期发展来看,不能只强调股东的利益而置其他集团的利益于不顾,不能将财务管理目标集中于保护某一集团的利益。从这一意义上讲,股东财富最大化不是财务管理的最优目标。

将企业价值最大化作为财务管理目标能够使企业在重视股东利益的基础上,加强与债权人的联系,获得更为稳定的资金来源。但是,这种观点实际上把股东利益和企业的其他利益集团的利益对立起来,似乎企业价值最大化的实现就必须否定股东价值最大化。笔者认为,出现这种倾向的原因可能是我国公司治理结构不完善,大股东侵害小股东、债权人及其他利益相关者利益等现象普遍。

**二、企业财务管理新目标的构建**

**1.**企业财务管理新目标:剩余索取权价值最大化。根据新制度经济学,企业是一系列契约的联结体,企业契约的不完全性,导致了剩余产权(包括剩余索取权和剩余控制权)的出现,而企业剩余索取权和剩余控制权的配置反映了企业契约的本质内涵。剩余索取权是相对于固定合同收益权而言的,是指对企业收入扣除所有固定的契约支出(如原材料成本、固定工资、利息等)后的余额(即利润)的要求权。剩余控制权是契约中没有特别规定的决策权。企业所有权配置的最优原则是剩余索取权和剩余控制权的对应,也就是说,根据企业契约本质的要求,剩余索取权在通常情况下应该与剩余控制权相对应,拥有剩余索取权的一方必然享有对重大经营和财务事项的决策权。将剩余索取权价值最大化作为企业财务管理目标,要求企业的原有投资能够保值增值,因为只有资金不断增值,剩余索取权价值才能不断提高,同时才能满足其他利益相关者的利益需求,使企业的整体价值得到提高。

**2.**以剩余索取权价值最大化作为财务管理目标具有合理性。根据企业生命周期理论,企业在发展过程中通常要依次经历初创期、发展期、成熟期、衰退期。在不同阶段或同一阶段的不同时期,企业的财务状况会表现出不同的特点,其财务管理目标也会不同。而剩余索取权和剩余控制权实际上是"状态依存所有权",即企业在不同的状态下,可能会有不同的利益主体拥有剩余索取权和剩余控制权。

张维迎、杨瑞龙和周业安分别对企业在非正常经营状态下和正常经营状态下剩余产权的依存特征作了分析。其基本内容是:当企业处于非正常经营状态(即亏损状态)时,如果企业仍能支付到期债务和职工的基本工资,则股东是企业剩余索取权的拥有者,企业的财务管理目标实际上是股东财富最大化;如果企业可以将基本工资付清,但是不能支付所有的到期债务,则债权人拥有企业的剩余索取权,企业的财务管理目标实际上是债权人价值最大化;如果企业连职工的基本工资也不能支付,那么就由职工拥有企业的剩余索取权,企业的财务管理目标为职工价值最大化。当企业处于正常经营状态时,张维迎认为企业的剩余索取权由经理拥有,杨瑞龙和周业安则认为企业的剩余索取权由各个利益相关者拥有。而笔者认为是由股东拥有剩余索取权,即企业此时的财务管理目标是股东财富最大化。其原因是:企业正常的经营状态并不是由经营者完全支配的状态,经营者的决策要受股东和其他利益相关者的约束和影响。企业以剩余索取权价值最大化作为财务管理目标,能够与企业不同时期财务状况相适应,因此剩余索取权价值最大化财务管理目标既具有动态灵活性,又使企业在各时期和各种财务状态下都具有核心价值观。同时,由于事实上包括剩余索取权在内的剩余产权的所有者是不断变化的,这就促使股东更加重视防御风险和保持企业的稳定发展。

**3.**以剩余索取权价值最大化作为财务管理目标具有极强的可操作性。剩余索取权价值最大化财务管理目标与企业不同的财务状况相适应,使企业在不同时期有不同的核心价值观。因此,可以将剩余索取权价值最大化这个基本财务管理目标和不同财务情况下的中间财务管理目标以及具体财务管理目标相结合,形成一个财务管理目标体系,这个目标体系表示企业在不同的财务状况下所应进一步确立的中间财务管理目标和各个中间财务管理目标下的具体财务管理目标。例如,企业在非正常财务状态下尚可偿还近期债务,但不能支付职工的基本工资,则此时职工拥有企业的剩余索取权,企业的基本财务管理目标就是职工价值最大化,而在此前提下最首要的中间目标就是职工的福利目标(偿还拖欠的职工薪金等),其次是盈利性目标和偿债性目标,最后是企业的成长性目标。而对于这些中间财务管理目标,又可以向下划分为相应的具体财务管理目标,从而形成一个完整、灵活、重点突出、层次分明的企业财务管理目标体系。

**主要参考文献**

芮明杰,袁安照.现代公司理论与运行.上海:上海财经大学出版社,2005