

有关财务管理目标的探讨



中山大学管理学院 史宗飞

任何事物的发展都依赖于其存在的环境,当环境发生改变时,它们也将随之改变。企业的财务管理目标也是随财务管理环境的变化而不断演进的。从古典企业到现代企业,从不发达的资本市场到发达的资本市场,从物质资本占主导地位到人力资本在企业中占有重要一席,财务管理目标从利润最大化发展到股东财富最大化,乃至企业价值最大化。随着企业规模的扩大和社会责任的增强,企业利益相关者利益最大化和利益相关者利益均衡也日益受到重视。

但从财务管理目标的演化过程来看,随着企业的产权关系和组织形式越来越复杂,制定财务管理目标所要考虑的因素也越来越多。同时出现的一个重要问题是,企业的财务管理目标越来越缺乏可操作性,理论界和实务界的意见分歧也越来越大。本文意在提出一个既有理论基础又有可操作性的财务管理目标。

一、财务管理目标的演进

利润最大化是西方微观经济学的理论基础,西方经济学家以边际收入等于边际成本来确定企业的产销量,使厂商利润达到最大,并以利润最大化来分析和评价企业行为。但利润最大化容易导致企业片面追求短期效益而忽视长远发展,忽视风险因素以及货币时间价值。为了克服利润最大化目标的缺陷,西方学者以“股东至上”的逻辑提出了股东财富最大化的目标,并从产权的角度认为股东财富最大化与企业价值最大化是一致的,股东财富最大化是在考虑了货币时间价值和风险报酬的前提下,要求企业的总价值最大。但是随着产权的交易,股东(尤其是企业的大股东)凭借自己的有利地位侵犯其他利益主体的行为时有发生,股东财富与企业价值一致性的前提条件遭到破坏。同时,平等保护各产权主体利益的要求则不容置疑。企业价值最大化恰恰迎合了以上思想,在这种背景下被提出来。到目前为止,企业价值最大化还是学术界较为公认的财务管理目标。随着高科技企业的发展,人力资本在企业中越来越重要。有些学者开始怀疑价值最大化的目标,提出了基于企业“共同治理”逻辑的利益相关者理论,并由此提出了两种新的财务管理目标——利益相关者利益最大化和利益相关者利益均衡。但以上观点还没有完全被学术界所接受,未成为主流理论。

从利润最大化、股东财富最大化到利益相关者利益最大化,清晰地向我们昭示了推动目标理论发展的两条线索:一是财务管理目标理论本身的缺陷——这是推动财务管理目标理论发展的内在因素,二是产权制度及其发展——这是推动财务管理目标理论发展的外在因素。

二、产权理论的修正

当今世界经济形态从工业经济向知识经济转变,导致企业资产结构发生改变,在企业资产总额中无形资产所占比重上升,有形资产所占比重下降。在工业经济社会,经济增长主要依赖厂房、设备、资金等有形资产,而在知识经济社会,生产要素的内涵已由原来的传统工业资本转化为知识或智力,知识成为企业新的生产力。在企业资产中,以知识为基础的专利权、商标权、商誉、人才素质、产品创新、环境体系认证等无形资产的比重大大提高。据粗略估计,在美国无形资产价值如今已占公司市场价值的70%(在工业经济时代,则是有形资产占70%),无形资产已成为决定企业未来收益的主要资产。无形资产的所有者也逐渐成为企业的主体,也要求享有企业的剩余索取权。

企业的资本结构也发生了深刻的变化。过去由于人力资本及无形资产对企业价值影响较小,人们把企业看作物质资本所有者的企业,形成“股东至上”的逻辑。随着人力资本在企业中地位的上升,“股东至上”的逻辑受到了挑战。原有的资本结构发生了改变,企业价值的计算公式也应随之改变。古典企业价值等于债权价值和股权价值之和。现在的企业价值除包括债权价值、股权价值之外,还包括企业人力资本价值。企业的价值还可以看作是有形资产和无形资产的价值之和。根据无形资产的定义可知,无形资产是能给企业带来未来经济利益的经济资源。因此,企业的无形资产是在不断地向有形资产转化,同时企业也在不断地用有形资产去创造无形资产,即企业的有形资产和无形资产在不断地相互转化。在不断地相互转化的过程中,有形资产和无形资产已经整合为企业的资产,并不能追溯到其具体的所有者。由于债权人只收取固定的本金和利息,对企业价值的创造作用有限,所以企业价值可以看作是由股东、人力资本所有者共同创造的,在这种新的逻辑下,企业股东拥有的财富与企业价值之间也就产生了差别。

三、现有财务管理目标理论辨析

实务界认为企业利润最大化与企业价值最大化没有区别,并且企业利润最大化要比企业价值最大化更易于操作。笔者认为,企业利润最大化与企业价值最大化不是同等概念。例如,企业按历史成本计价的长期资产可能包含持有利得,如果按利润最大化的观念则应将该持有利得进行变现,但事实并非如此,因为这样会损害企业的长期生产能力,影响企业的价值。因此,企业利润最大化和价值最大化是有区别的,并且企业价值最大化的目标在理论上要优于利润最大化。

由于企业产权关系的变化,使企业股东利益与企业整体利益内在不一致。企业价值最大化更能体现企业主体的特征和利益相关者的利益,较股东财富最大化的目标更为合理。企业价值最大化不再只体现股东的利益,而是体现企业整体的利益,是利益相关者总体利益的最大化。

企业本身作为一个主体,必然追求自身利益最大化。但利益相关者利益最大化的财务管理目标使经营者无从决策,因为各利益相关者之间的利益并不是完全一致,而是存在冲突的,因此利益相关者利益最大化在企业经营中缺乏可操作性。企业是一系列利益相关者契约的联结,企业价值最大化就是利益相关者利益总和最大化。企业价值最大化才是真正体现利益相关者利益的财务管理目标,并且企业价值最大化包含了利益相关者利益最大化,企业价值最大化要比利益相关者利益最大化更为明确。

利益相关者利益均衡考虑的是如何协调利益分配关系,而这完全取决于契约安排和各利益相关方在契约签订过程中的博弈。这种博弈取决于各方对企业价值贡献的大小,其博弈过程只是企业正常经营过程中的一小部分,而财务管理目标是企业经营的指导方针,需要长期、持续地发挥作用。因此,利益相关者利益均衡不能作为财务管理目标。

综上所述,在现有财务管理目标理论中,只有企业价值最大化是最具有说服力的,在理论上是较为完善的。现代企业作为一个经济主体和法人组织,有自身的生命周期和生存目标,有着独立的人格,它不仅要生存还要发展,在其发展过程中,应该实现企业主体利益最大化,而不能是某些利益主体利益最大化,企业价值最大化符合企业主体特征。企业价值最大化是在修正了产权理论之后才成立的。

四、财务管理目标理论的基本假设

财务管理的具体实施者为企业的经营者,他们根据企业所处的环境做出能实现目标的经营决策。而环境具有复杂性和不确定性,使得人们不能准确地把握未来,其所做的决策只能保证在有限的时段内最优。除了环境的不确定性之外,人的决策必然受本身条件的限制。现代经济学认为人是有限理性的经济人,它包含三层含义:①经济人是自私的,即追求自身利益是经济人的根本动机;②经济人在行为上是理性的,具有完备或较完备的知识和计算能力,并能够视市场情况和自身状况追求个人利益最大化,但人的活动要受到各种条件的约束,人追求自身边际效用最大化时并不是无所不能的;③只有在良好的制度保证下,个人追求自身利益最大化的自由行动才不会损害社会的公共利益。由于人是理性经济人,人在追求自身利益最大化的过程中,有无限地获取别人信息的倾向,且总想保留自身所拥有的信息。在这种情况下,信息的需求要大于供给,由此必然存在信息的不对称性。同时,信息是大量的、复杂的,而人的精力是有限的,即使存在信息供给,由于受到生理条件以及信息成本的限制,人也无法获得所需要的全部信息。因此,信息不对称客观地存在于生活之中,影响着人们的经营决策。

环境的复杂性和不确定性、人的有限理性和信息不对称,使得人在经济决策中只能在风险和收益之间进行权衡,只能在兼顾长期利益的前提下实现短期利益最大化。

五、企业价值最大化财务管理目标的实现途径:企业竞争力最大化

综上所述,企业价值最大化考虑了企业的风险报酬、货币时间价值等因素,较其他目标更为科学。企业价值是未来现金流量的现值,企业价值的大小取决于未来的现金流量和风险程度。由于未来现金流量和风险程度会不断发生变化,企业的价值本身就具有很大的不确定性。这使得企业价值最大化在实务中的可操作性较差,由此人们容易产生企业价值最大化与企业利益最大化没有区别的错误的认识,因为环境和自身能力的限制使经营者在长期和短期利益之间难以做出正确选择。除了环境的复杂性、人的有限理性和信息不对称等因素外,不同经营者在知识积累、风险偏好、年龄等各方面的差异都会影响其在长期和短期利益之间的权衡。不同的经营者对于同一经济事项即使都用企业价值最大化作为衡量标准,所做出的决策也会存在差异。正因为如此,企业价值最大化这一财务管理目标丧失了可操作性。如何让好的理论能够得到实际应用,成为摆在我们面前的一大课题。

企业价值最大化的前提是企业能够健康地存在。由于激烈的市场竞争和未来风险的不确定性,企业的生存时刻都会受到威胁,这种威胁主要来自于同行业的竞争。因此,企业要生存就要在同行业中保持强大的竞争力。所谓企业竞争力,是在市场经济条件下,企业成功地将现有资产用于增值过程,比竞争对手创造更多财富、提供更优服务、实现更多价值的的能力。企业竞争力是从企业整体的角度来考虑问题,不断增强企业的获利能力。从长期来看,则是不断增大企业的未来现金流量,也就增加了企业的价值。同时,企业只有在同行业中保持足够的竞争力,才能不断地发展壮大,这也是在兼顾长期利益前提下力求短期利益最大化。

企业竞争力最大化保障了企业的生存,为企业的发展奠定了坚实的基础,也是实现企业价值最大化的基本途径。企业竞争力最大化不仅取决于物质资本的状况,还取决于人力资本的状况,它是企业综合获利能力的体现。因此,企业竞争力的取得必然顾及企业利益相关者的利益。企业竞争力最大化是企业的财务管理目标——企业价值最大化的最佳替代形式,也是企业的现实选择。☐

中国会计学会'2005学术年会于2005年7月16~17日在北京举行。这是一次由中国会计学会教育分会主办、中央财经大学会计学院承办的国际性会计学术盛会。本次会议旨在促进国内外高等院校会计学者间的学术交流,推进中国会计研究、教育和实务工作。

本次会议得到了海内外会计学者、政府主管部门、会计实务界等方面的积极响应与大力支持,共收到提交讨论的文章426篇,入选215篇,其中在大会期间进行交流的论文100余篇。400余名国内外专家、学者到会,围绕会计理论与应用展开讨论,共同探讨会计学科的前沿问题。

财政部部长助理王军在开幕式上发表了激情洋溢的讲话,阐述了中国会计精神的内涵。他指出,诚实守信是会计行业之魂,客观公正会计行业之本,开放胸襟是会计进步之基,进取创新是会计发展之源。(经湘)