



现代企业财务目标的新选择

西南财经大学会计学院 官峰 张一帆

企业财务目标是企业在特定的理财环境中,通过组织财务活动、处理财务关系所要达到的目的。目前,企业财务目标的观点大多侧重于从企业财务活动方面对企业财务目标进行描述。财务管理是基于企业再生产过程中客观存在的财务活动和财务关系而产生的,它不是对资金运动的简单管理,而是借助于资金运动的管理来实现产权管理,是“价值”与“权力”的结合。

财务管理就是组织企业资金活动、处理企业同各方面的财务关系的一项综合性的经济管理工作,是企业管理的重要组成部分,它兼有价值管理和行为管理的双重属性。在现代企业拥有充分的法人产权和财权的条件下,只有从财务关系(权力)和财务活动(财力)两方面来研究财务目标,才能更好地体现现代财务的本质特征。为此,本文从财务关系和财务活动两个方面对财务目标进行研究。

一、从财务关系方面研究财务目标

财务关系是经济组织(企业)在再生产过程中形成的各种经济关系,体现了生产关系的性质和特征。而企业的本质是一系列契约关系的集合体,是由企业所有者、经营者、债权人、职工、消费者、供应商所形成的契约网。契约本身所内含的各利益主体的平等化和独立化,要求公司治理结构的主体之间应该是平等、独立的关系,契约所涉及的各方被称为利益相关者,企业的效益就是建立在这些利益相关者基础之上的。企业是众多利益相关者之间的一系列契约的集合体,股东和各利益相关者为了自身利益最大化必然要进行博弈,而博弈的结果必然使股东与其他利益相关者之间的利益分配达到均衡。为了实现企业整体效益,企业不仅要重视股东利益,而且要考虑其他利益相关者的利益,因而企业财务目标可以看成是各利益主体博弈结果的一个体现。因此,企业财务目标的最佳选择应是利益相关者之间的利益分配均衡化。

1.对股东财富最大化财务目标的挑战。

(1)利益相关者的利益分配均衡化体现了各利益主体的权利要求。在工业经济时代,股东是风险的主要承担者,因此也拥有企业的剩余索取权。但是,随着分工的日益合理化,人力资本的专用性不断增强,经营风险也不断增大,风险的承担者逐渐由单一的股东变成了股东、经营者、债权人、职工,企业不再被视为属于股东的实物资产的集合体,而成为一种治理所在企业财富创造活动中的各投资主体的相互关系的法律框架。这里的主体,是包括股东在内的所有的利益相关者。从某种意义上说,他们都做出了专用化或合作专用化的投资,都可以分享企业利润的相应份额,都承担着一定的投资

风险,也都掌握着一定的实际控制权。因此笔者认为,将企业视为股东所有会损害其他利益相关者利益,影响他们的投资积极性。所以,企业所有权即企业的剩余索取权应该由利益相关者拥有。

(2)利益相关者的利益分配均衡化反映了知识经济时代对企业的要求。知识经济时代拓展了资本的范围,改变了资本的结构。在知识经济时代,企业的关键资产已不再是固定资产和金融资产,而应该是知识资产。企业也不再仅仅归属于股东,还应该属于知识所有者。股东财富最大化的目标是与物质资本占主导地位的工业经济时代相适应的,它忽视了知识资本的地位。同时,在知识经济时代,知识资源成为比物质资源更为重要的资源,而且知识资源具有共享性和可转移性,其流动性可以不受时间和空间的限制,这就使得企业和社会的联系更加紧密。企业对知识的要求和应用将在更大程度上取决于社会对知识形成和发展所做的贡献,相应地也就要求企业更加重视自身的社会责任。因此,社会责任目标应该被纳入财务管理的体系中。而股东财富最大化忽视了企业的社会责任,过分强调股东的权利,致使在谋求股东财富最大化的过程中出现了许多损害社会利益的行为。

(3)利益相关者的利益分配均衡化反映了公司治理结构的转变。传统经济学认为企业是属于股东的,股东是企业风险的主要承担者,因此股东对企业具有天然的剩余索取权,掌握着企业的控制权。有效率的公司治理结构应该是“股东至上”模式,相应的表现就是拥有剩余索取权的股东通过对经理人员的激励和约束来实现股东利益的最大化。然而,在现代社会中处于统治地位的公司包括股份公司和有限公司,它们恰恰是偏离“股东至上”模式的。股东对公司的绝对权威已不复存在,股权的运用受到其他利益相关者的制约,各利益相关者在公司治理结构中的作用也越来越大,它逐渐从单边治理过渡到共同治理。平衡公司参与者的利益成了全球公司治理发展的共同趋势,企业治理正由传统的“股东至上”模式向“共同治理”模式演进。

2.对利益相关者价值最大化财务目标的修正。

(1)利益相关者的利益分配均衡化表述更加科学。利益最大化的财务目标是一种较极端的表述,带有浓厚的单边治理色彩。在所有权和经营权相分离的现代企业中,企业是由专用性资源所有者投资、以契约为纽带形成的经济实体,是各利益相关者利益的集合体,不可能实现股东或某一部分利益相关者利益的最大化。这是因为企业所有权与经营权的分离,使股东不可能追求到自身利益或价值的最大化;经营者受到外界

和自身的约束,也无法实现股东或企业价值最大化;产权残缺使企业利益相关者追求自身利益时受到限制,所以其也不能实现自身利益最大化。

(2)均衡是经济学中的一个基础概念,是指当作用于某一系统的多种对立力量处于均势时该系统所处的状态。它既包括静态均衡,又包括由非均衡状态达到均衡状态的动态均衡。企业是由各投资者投入专用性资源而形成的一种经济实体,是各利益相关者利益形成和分配的载体,也是一个复杂的系统组织。企业的存在和发展就是其作为一个系统而存在的不同均衡状态,企业的运行实际上是该系统由均衡到不均衡再到均衡的一个循环过程,这一过程表现在企业不同的发展阶段。推动企业运行的便是利益相关者的利益,从这个意义上看,企业的存在和发展是由利益均衡所产生的一种依存状态。

(3)企业的利益相关者将专用性资源转让给企业,这样专用性资源就通过市场在利益相关者与企业之间形成了一种供求关系:利益相关者是专用性资源的供应者,企业是专用性资源的需求者。在市场机制的作用下,市场把他们分为买方和卖方,并对专用性资源进行定价,形成专用性资源的价格,这个价格代表利益相关者在企业的价值;对于企业而言,这个价格则代表其获得专用性资源所付出的代价。当专用性资源的所有者和企业之间的利益达到一般均衡时,均衡价格形成,各种专用性资源就开始成交,企业便从利益相关者处取得了企业产生、存在和发展所需要的资源。如果专用性资源所有者和企业之间没有达到利益的均衡,则意味着针对专用性资源的交易不能成交,企业也就不能获得其存在和发展的财务资源。

(4)各种专用性资源只有在企业中相互结合才能产生生产力,才能使企业持续地创造出大于单个专用性资源所有者从事生产经营活动所创造的剩余,即“组织租金”。因此,利益相关者因为向企业投入了专用性资源而具有了相互之间讨价还价的能力。经济学家通过实证研究发现,在企业中权利的最终分配是相关当事人讨价还价的结果,并且每一方当事人获得的份额都是由其相对谈判实力来决定的。各利益相关者为了获得利益最大化,相互之间就要进行博弈。这种博弈是一种合作博弈,并遵循利益均衡原则、合作原则和“最大馅饼原则”。利益相关者的经营逻辑是:只有在利益相关者的利益达到均衡以后,大家才会进行合作,在此基础上,企业的“馅饼”才能做大,从而使利益相关者得到比从事单个经营多得多的利益。

(5)利益相关者的利益分配均衡化更能反映经济实质,体现财务关系。利益相关者价值最大化目标只表明了利益相关者对财富绝对量的要求,其所关注的是如何把“蛋糕做大”,这是财务活动的目标和结果;而利益相关者的利益分配均衡化反映的是在企业创造的财富总量不变的情况下,企业各利益主体分配财富的比例关系,其所关注的是如何“分配蛋糕”,体现了各利益相关者在企业中的财务关系,是企业财权配置的结果。

二、从财务活动方面研究财务目标

财务活动是商品价值的形成与实现过程中所进行的本

金投入与产出(收益)活动。而本金的投入又包括筹资、投资、耗资三个环节。由于对财务本质“价值流”的认识,很多学者侧重于从企业财务活动方面来研究企业财务目标,并提出了很多观点。

目前较为流行的是股东财富最大化的观点和企业价值最大化的观点。将股东财富最大化作为企业财务目标是不太合适的,这一点在前面已经有了详细的论述,实证研究也证明了股东财富最大化目标的不合理性。英国学者帕克等人对英国一些企业的目标定位情况进行的一项调查表明,管理人员对企业的盈利能力更感兴趣,股东财富最大化的目标仅排在企业目标的第四位,而且只有不到18%的被调查者认为它是一个“非常重要”的目标。许多美国企业的调查研究者也支持这一观点。

对于企业价值最大化的财务目标假说,主要存在以下两方面的问题:

一是企业价值的含义模糊,与利润和股东财富的关系尚未理清。西方经济学自产生以来就一直认为企业的价值在于追求利润的最大化,因此,作为出资人的股东最关心的也是企业的利润及产生利润的载体——企业的资产和净资产。然而,随着信息技术和知识经济的发展,某些企业的市场价值与其利润或净资产已发生严重背离。于是,人们便考虑用股票市值来解释企业价值,并将企业价值等同于股东财富。美国麦肯锡公司的汤姆科普兰、蒂姆科勒和杰克·默林三位学者在《价值评估——公司价值的衡量和管理》一书中,还将企业价值解释为“产生现金流量和基于现金流量的投资回报能力”,并认为这就是全新的价值观念。

二是企业价值难于计量。在现有文献中,人们已经提出的企业价值的计量方法有每股收益法、股票市价法、净资产收益率法、经济利润法(公司价值现值=投资资本+相当于每年创造价值的溢价即预计经济利润)和未来现金流量折现法等,并且以股票市价法和未来现金流量折现法最为流行。股票市价法只能在上市公司使用,并且最好是该公司的股票市价与其价值高度相关,但符合这种条件的公司为数不多。至于用未来现金流量的折现这个具有高度不确定性的数值来计量公司的价值,其可靠性也是很难保证的。

关于现代企业的财务目标,笔者认为应该是实现企业有效增加值的最大化。增加值是对企业创造的新财富的价值衡量,从价值构成上看,即(V+M),增加值用以体现企业为社会创造的新财富的实际水平;同时它也是企业股东、债权人、经营者、政府、员工等利益相关者的利益源泉和基本保障,用增加值作为财务目标,能够兼顾所有利益相关者的利益需求。对单个企业而言,增加值有有效增加值与无效增加值之分,有效增加值是指通过市场交换或企业来分配已实现的增加值;无效增加值是指虽然消耗了社会必要劳动,但不能被社会所承认,其价值没有实现的增加值。由于增加值的实质是未来经济利益的流入,因此区分的标志就是看增加值能否给企业带来实际的经济利益的流入。信用风险和权责发生制是形成无效增加值的原因。因此,只有有效增加值最大化,企业才能不断创造更多的有效社会财富,才能有足够的增加值供利益相关者进行分配。☐