

从经济环境看我国企业财务管理目标的选择

***** 华中科技大学管理学院 袁建国(教授) 郭亚雄 *****



长期以来,我国在财务管理目标方面一直存在争议,提出了许多有价值的观点,其中占主导地位的观点是股东财富最大化与企业价值最大化。任何企业的财务管理活动都是在一定的经济环境中进行的,其所应用的理论也都受到经济环境的影响和制约。因此,只有认真分析各种财务管理目标形成的经济环境,并结合我国企业的实际

情况,才能找到适合于我国企业的财务管理目标。

一、股东财富最大化目标及其适合的经济环境

股东财富最大化是指企业通过合法经营,采取科学的财务管理策略,在考虑时间价值与风险价值的基础上,为股东增加尽可能多的财富。在以股份制为主体的经济中,股东财富是由其所拥有的股票数量和股票市场价格决定的。当股票数量一定时,股票市场价格越高,股东财富越多。这种财务管理目标考虑了资金时间价值和投资风险价值,在一定程度上克服了利润最大化目标的不足,并且通过股价这一可量化的工具来评价企业的经营绩效具有理论和操作上的优势。

股东财富最大化在以美国为代表的证券市场发达的西方国家已得到广泛认同,并在管理实务中得到推广应用。这与其经济环境密切相关,主要有:①股东的影响。美国以个人股东居多,这些个人股东不直接控制企业财权,只是通过股票的买卖来间接影响企业的财务决策,因而股票价格成了财务决策所要考虑的最重要因素。而且美国的证券市场经过一百多年的发展,已成为一个“强式有效”的市场,股票价格能够反映企业的经营绩效。②债权人的影响。美国的法制比较健全,债权人与企业之间是一种契约关系,当企业财务状况良好时,企业可以比较容易地从银行等金融机构融资;当企业财务状况恶化时,债权人能够通过契约或法律途径保护自己的权益。因此,债权人和企业之间是一种通过契约联系在一起的比较松散的关系,债权人更多的是关注企业以股票价格所表现出来的经营业绩,而不是其经营决策过程。③企业内部关系人的影响。美国是一个劳动力市场非常发达的国家,企业员工很容易通过劳动力市场更换工作,因此员工与企业之间是一种比较松散的劳务关系,员工并不是非常关心企业的长期发展,而是更多地关心自己的经济利益。因此,企业的决策也较少考虑对企业内部关系人的影响。

以上几个重要的经济因素决定了在美国企业中股东是

财务决策的主导力量,在财务决策时必须注重决策对股价的影响,尽可能使股价维持在较高的水平,并保持稳定,以使股东的财富达到最大化。尽管股东财富最大化目标理论在资本市场比较健全的西方国家获得了很大的成功,但其缺陷也是不容忽视的。股东财富最大化目标不能兼顾股东和企业经营者的利益,企业经营者可能因为追求股价的短期效应而做出有损企业长远利益的短期决策,或者因为自身利益而做出违背道德的经营决策,即存在“道德风险”,近几年出现的安然事件和世界通信的财务丑闻就是典型的例证。同时,这种目标也没有合理兼顾债权人的利益,在其他经济法制环境中适应性较差。

二、企业价值最大化目标及其适合的经济环境

企业价值最大化是企业未来净现金流量现值的最大化。它既不是企业期间利润的最大化,也不是简单以股价衡量的股东财富最大化,而是企业在经营期间可实现的建立在合理决策基础上的以实现企业长期发展为目的的净现金流量的最大化。企业价值最大化目标追求企业的长期健康发展,旨在使企业在长期持续经营中的赢利能力不断增强,为企业带来最大化的净现金流量,并使企业的价值达到最大化。

日本是采用企业价值最大化目标的典型代表,并且在这种目标指导下,日本企业在世界范围内获得了巨大的成功。这与日本国内的经济环境有着很大的关系,主要有:①股东的影响。日本企业的股东多为法人,股权相对集中,股票不经常转让。日本企业的股东认为,股票价格的一时升降并不重要,重要的是企业的长期稳定发展。因此,日本企业的财务决策受股票价格波动的影响较小,企业出资人更关心决策的长期效用,即决策在未来的经营中能为企业带来多少现金流量,而不太看重股票价格短期波动对股东财富的影响。②债权人的影响。日本实行主银行制度,每个企业都有一家大银行支持,银行与企业之间有着稳固、密切的联系。当企业出现暂时困难时,债权人一般不诉求企业破产还债,而是千方百计地协助企业渡过难关。而且,日本允许银行持有企业股份,许多银行既是债权人,又是股东,这种双重身份为银行和企业建立战略合作伙伴关系奠定了基础。在这种经济环境中,债权人的经济利益更多地依赖于企业的长期赢利能力,债权人不仅对企业的决策进行监督,而且可以以股东的身份直接参与企业的决策。企业为实现价值最大化而进行决策时,不会出现急功近利的情况,也不会因为受到来自债权人的压力而做出不利于企业长期发展的决策。③企业内部关系人的影响。日本企业推行的是终身雇佣制和逐级提升制,企业与员工之间存在比较稳定的关系。

负商誉性质之我见

东北财经大学 刘非菲

所谓负商誉,一般是指企业并购时买方支付的价款小于被并企业单个资产公允价值之和的价值。关于负商誉的性质,理论界的看法不一,本文试对此作一探讨。

一、关于负商誉性质的不同观点及其分析

1. 递延收益观。这种观点认为,主并企业以低于被并企业净资产公允价值的价格进行收购,实质上是获得了一笔递延收益,应在以后期间与付出的代价进行配比,加以摊销。

这种观点没有考虑到用发行股票方式并购时,负商誉是风险转移的结果,企业将来的经济利益减少还是增加是不确定的,承担者是主并企业还是主并企业和被并企业两者也是不确定的;将差额直接计入递延收益,分期确认,虚增资产,漏列负债,虚增利润,从而增加了企业的所得税负担,而且没有考虑到是否含有庞大离退休费用等未入账的隐性负债。

2. 负债观。这种观点认为,被并企业净资产公允价值中未能包括许多影响主并企业未来经济活动的账外不利因素,如

企业的隐性负债和隐性成本,这会使其未来资产贬值或经济利益减少。

这种观点的不妥之处在于负商誉不完全符合负债的性质,构成负债的一个关键要素是“向其他主体交付资产或提供劳务”,而负商誉这一责任不是由主并企业向其他主体交付资产或提供劳务解除的;它不能解释并购经济活动的性质,因为企业并购可能是投资或者购买资产,如果是购买整个企业的投资活动,收购价格低于净资产公允价值的差额中还应包括整体购置的折价因素;它没有将资产评估的虚增因素排除,会高估资产和负债,不利于对负商誉的会计处理;如果确认这项负债,它也只是一项或有负债,何时消除,如何消除,往往存在假定性、主观性和操作上的困难。

3. 自创商誉的转化形式观。这种观点认为,负商誉对主并企业来讲,是主并企业将商誉让渡给被并企业所产生的价值;对于被并企业来讲,它是为了获得主并企业的资产所付出的

企业一般不解雇正式录用的职工,职工在企业出现暂时困难时也不离开企业,而且企业在作决策时,会充分考虑员工的利益。因此,企业价值最大化目标符合企业员工的利益。

以上因素决定了日本企业的决策是由股东和债权人在充分考虑经营者和员工利益的基础上进行的,因此日本企业也在此理论指导下取得了巨大的成功,并成为仅次于美国的经济强国。然而,企业价值较难准确量化,在利益关系不明晰的情况下,会给科学决策带来很大的困难。

三、EVA最大化是当前经济环境下我国企业财务管理目标的合理选择

我国当前的经济环境具有以下基本特征:①正处于市场经济发展初期,市场机制尚不够完善;②资本市场不成熟,证券市场尚属“弱式有效”市场,股票价格对企业经营绩效的反映能力较弱;③企业大多是国有企业或国家控股企业,上市公司所占比重较小;④国有企业当前普遍存在出资人缺位的问题,国家对企业缺乏有效的监管,对国有企业的重大决策缺乏有效的控制。

显然,在我国证券市场缺乏有效性、股票价格不能反映企业的实际经营绩效的情况下,以股东财富最大化作为财务管理目标无法兼顾股东、债权人和企业经营者的利益,因此不适合我国企业的实际情况。同样,由于我国国有企业的出资人缺位,国有资产所有者对企业经营决策还缺乏科学有效的控制,加之我国银行等金融机构与企业缺乏紧密联系,企业决策控制权大多掌握在经营者手中,很难保证决策有利于企业未来

赢利能力的最大化,因此企业价值最大化目标也不适合我国企业的实际情况。

在选择我国企业的财务管理目标时,既要使其适合我国现阶段的经济环境和企业实际情况,具有普遍适用性,又要使其在实施过程中能够得到合理控制,目标能够量化,具有可操作性和可控性。美国财务分析师乔·思登在1991年首次提出的经济增加值(EVA)概念,是在传统会计利润上减去投入的所有资本的费用,包括债务利息和股东权益资本所包含的机会成本,即 $EVA = \text{税后营业利润} - \text{资本成本}$ 或 $EVA = (\text{税后资本利润率} - \text{资本加权成本率}) \times \text{资本总额}$ 。EVA指标不仅考虑了资金的时间价值和投资风险,也考虑了经济学中的资本的机会成本;不仅考虑了股东所投入资本的成本,也考虑了债务资本的成本。因此,EVA中的资本成本是一个包括债务资本成本和权益资本成本的总成本概念,而收益则是一个经济学意义上的剔除了资本的机会成本的概念。可见,EVA指标是一条将股东、债权人和经营者联系在一起的纽带,是能够同时兼顾三方经济利益的综合指标,能够使企业的经营决策有利于企业的可持续发展。EVA指标具有普遍适用性,无论是国有企业或非国有企业,无论是上市公司或非上市公司,都可以使用EVA指标作为评价经营绩效的标准。EVA指标具有较强的可操作性,可对其进行比较准确的量化,并据此对企业进行客观的评价。因此,在我国当前资本市场不健全,出资人对企业缺乏有效控制的情况下,将EVA最大化作为财务管理目标是我国企业的合理选择。□