

# 财务双目标协调论

干胜道<sup>1</sup>(博士生导师) 邓小军<sup>1,2</sup>(教授) 陈念<sup>2</sup>

(1.四川大学商学院 成都 610064 2.西北民族大学管理学院 兰州 730030)

**【摘要】**作为财务研究的逻辑起点,财务目标的设计应凸显财务公平与效率导向。本文针对现行各种财务目标的理论界定时“效率至上”的局限性及由此导致实务中“利润侵蚀工资”和“工资侵蚀利润”的事实,提出新经济时代财务目标应全新定位为“协调企业价值创造最大化和企业价值分配公平化”,即“财务双目标协调论”。同时,文章就“财务双目标协调论”的构建机理、财务双目标协调绩效的测度进行了较为深入的探讨。

**【关键词】**价值创造最大化 价值分配公平化 财务双目标 协调 测度

## 一、“财务双目标协调论”的构建依据

1. 现行财务目标理论界定的局限性。传统经济学都假定企业是以追求利润最大化为财务目标的经济实体,这一观点已延续200多年。随着企业制度和公司治理结构的不断发展与更新,上世纪五十年代末西方财务经济学理论界提出企业是追求股东财富最大化的经济实体。

相应地,其他类似财务目标(如企业市场价值最大化、企业股价最大化、企业经理利益最大化等)相继被提出,上述财务目标曾经是甚至现在还是企业投资、融资和股利分配决策的基础。系统梳理现行各类财务管理文献中有关财务目标的界定,至少存在如下几种表述模式:①产值最大化;②利润最大化;③每股收益(资本利润率)最大化;④股东财富最大化;⑤企业价值最大化;⑥股票价格最大化;⑦经理利益最大化;⑧相关利益者利益最大化。

这些表述模式试图从不同的视角对企业财务目标从理论上进行不同描述,演绎着随着财务环境的变迁人们对作为财务理论研究逻辑起点的财务目标的认识不断深化的演进过程。但我们认为这些财务目标模式都凸显了“财务效率至上”的范式,而忽视或者说没有考虑价值创造后初次分配的“财务公平性”。这既是这些财务目标模式的共同局限,更是基于公平效率相结合思路提出“财务双目标协调论”的理论缘起。“财务效率至上”这一结论可简单证明如下:假定企业持续经营,未来各期纳税付息前利润为EBIT(t),税率为T,风险报酬率为K,举债为B(t),平均利率为r,第t期净利润的现值可表述为:

$$\frac{\text{EBIT}(t)(1-T)+r \times B(t) \times T}{(1+K)^t} \quad (\text{公式1})$$

则企业总价值最大化可表述为:

$$V_{\max} = \max \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{EBIT}(t)(1-T)+r \times B(t) \times T}{(1+K)^t} \quad (\text{公式2})$$

为简化分析,假定公式2中的EBIT(t)和B(t)均为常数,则公式2可简化为:

$$V_{\max} = \max \frac{\text{EBIT}(1-T)+r \times B \times T}{K} \quad (\text{公式3})$$

从公式2或公式3可得到:在风险报酬率K确定,企业各期净利润(或平均净利润)最大时,企业总价值V最大化。当r=K时,公式3可改写成:

$$V = \frac{\text{EBIT} \times (1-T)}{K} + T \times B \quad (\text{公式4})$$

这与MM(Modigliani & Miller)1963年提出的命题结论是一致的。因而企业总价值最大化模式(公式2或公式3)已把风险、资本成本、货币时间价值、时间跨度、利润、举债量、利率和所得税八个因素综合考虑,在此基础上可进一步证明股东财富最大化、企业价值最大化、股票价格最大化、经理利益最大化、相关利益者利益最大化等命题的等价性(由于篇幅所限,进一步证明省略)。

2. “利润侵蚀工资”和“工资侵蚀利润”的现实。2007年《中国企业竞争力报告(2007)——盈利能力与竞争力》披露:从1990年至2005年,劳动者报酬占GDP的比例从53.4%降至41.4%,降低12个百分点;同期营业额占GDP比例从21.9%增加到29.6%,增加7.7个百分点。1998年国有及规模以上工业企业工资总额是企业利润的2.4倍,到2005年降到了0.43倍;1998年国有及规模以上工业企业利润占工业增加值的比重是4.3%,到2006年提高到21.6%。可见,企业利润变化与职工工资变化方向相反,随着企业利润占比递增,劳动力报酬占比逐渐递减。对这一客观存在的企业利润与职工工资相反方向变化的事实,学界称为“利润侵蚀工资”。

同时,对于企业内收入再次分配中企业高管与员工收入差距不断拉大、高管自定薪酬、薪酬与绩效脱节等现象,学界将其界定为“工资侵蚀利润”。在上海市国资委调查统计范围

内,国企经营者与普通职工收入差距平均为6倍,国企高管与普通职工收入差距为4.1倍。个别企业收入差距在10倍以上,甚至极个别企业存在经营者收入增加、职工收入下降的情况(周密,2007)。

在我们的研究中,“利润侵蚀工资”和“工资侵蚀利润”的现实依然存在。我们选取2007~2010年四川省50家上市公司为研究样本,其中四川省国资委控股地方上市公司(简称“地企”)18家、国务院国资委控股上市公司(简称“央企”)11家、民营企业(简称“民企”)21家。在四川省全部85家上市公司中剔除上市不到4年及数值差异悬殊(相差100%及以上)的样本,用“修正的拉克尔系数=应付职工薪酬/增值额=应付职工薪酬/(EBIT+应付职工薪酬+流转税)”作为衡量财务公平的测定尺度,结果发现修正后拉克尔系数平均值地企为0.235 099、民企为0.284 530 2、央企为0.418 447 6。这些实证数据表明:四川央企人均薪酬远高于地企和民企,但人工投入产出低于地企和民企。央企修正后拉克尔系数高于拉克尔系数黄金值,地企和民企相对较低。这表明央企薪酬分配高但未起到激励作用,地企和民企员工薪酬偏低。

可见,财务目标定位时“财务效率至上”范式是直接导致理论上财务不公平以及现实中“利润侵蚀工资”和“工资侵蚀利润”现象存在的首要原因。实现财务公平,遏制以至消除“利润侵蚀工资”和“工资侵蚀利润”现象的财务思路和途径,必须在创造财务效率的财务活动中体现财务公平,协调企业价值创造最大化和企业价值初次分配的公平化。

## 二、“财务双目标协调论”构建机理

1. 基本思路。我们认为财务目标模式的构建应以以下四个标准为指导:①财务目标能否被清楚和准确描述;②界定的财务目标能否既简便又快速地对企业的成功或失败做出评估;③该财务目标所创造的价值是否超过全部附加成本;④财务目标与公司长期稳定和战略目标是否一致。在此标准引导下,财务双目标协调论认为企业财务目标应该是价值创造目标和价值分配目标两方面不可分割的有机结合,价值创造过程追求利润最大化,价值分配过程凸显初次分配公平化,是价值创造最大化和价值分配公平化的协调统一。

(1)在价值创造的财务活动中追求效率,实现价值创造最大化目标。企业价值作为财务目标内容,在投资组合理论、资本资产定价模式、资本结构理论、股利理论等现代财务理论中无一不是以价值最大化为起点。企业价值最大化已成为现代财务理论的起点与核心,失去企业价值,现代财务理论体系将失去目标。同时,现代公司管理的核心在于财务决策——投资决策与融资决策,实现公司价值最大化。在这个过程中,财务管理需着眼未来以规划公司在可预计年度内的效率及其成长以不断提高公司价值。

企业价值最大化作为企业财务基本目标,不仅指明了企业财务的预期结果,还明确了所应采取的措施:努力提高净现金流量,均衡风险与收益,关注长期发展能力及财务决策

的范围,成为企业各项财务决策的出发点。首先,任何一个企业在财务决策之前,都必须了解企业现有价值;其次,在企业价值最大化财务目标指导下,财务决策实际上就是一个分析该决策可能对企业价值造成何种影响的过程;最后,财务决策实施后的企业价值变化作为该财务决策的现实结果表现,是评价该决策优劣的公正尺度,同时又为企业今后的财务决策奠定了基础。

因此,公司价值是决定公司一切财务活动的基础。价值管理(VBM)导入财务使得企业价值已成为主导经营者经营决策的风向标,也使得新型的管理命题在不同管理活动领域中脱颖而出,如作业管理(ABM)、基于过程的预算管理(ABB)、关键成功因素(KSF)、业务过程再造(BPR)、战略业务单位(SBU)、关键绩效指标(KPI)、平衡计分卡(BSC)、整合绩效管理(IPM)、经济增加值(EVA)、市场增加值(MVA)等。这些致力于价值创造的管理命题同时也使得VBM变成现实可操作的程序和方法体系,把财务职能从着眼于历史的控制职能转变为着眼于未来的增值职能。

在此意义上,价值创造型财务模式体系设计和理论框架至少应涵盖如下内容:①以“目标→战略→财务管理”为主线的价值创造模型;②组织与流程:财务治理、SBU与业务流程;③价值驱动因素:KVD与FCF;④价值规划与全面预算体系;⑤价值报告与预警机制;⑥价值控制:资产组合与风险控制;⑦价值化的KPI和激励制度。

(2)在价值分配的财务关系中凸显公平,实现价值初次分配公平化目标。资本所创造的价值要公平合理分配,否则会损害各方利益,从而反过来影响价值创造过程。价值分配过程即财务关系处理过程要讲求公平,称为“财务公平”。财务公平主要包括代理关系公平、大小股东关系公平和劳资关系公平三方面。价值分配是否公平,就我国现行会计报表体系而言,我们认为可通过编制第四张报表——“增值表”来进行分析。目前我国的财务报表包括资产负债表、损益表和现金流量表。资产负债表、损益表遵循权责发生制,可认为是标准会计报表;现金流量表遵循收付实现制,可看做标准财务活动报表。但这一报表体系未能充分考虑资本参与各方在企业的财务利益,所以应编制增值表来定量反映企业财务关系的公平性。“增值表”为左右式结构,左边反映增值额创造,右边反映增值额分配。其中,增值额创造的金额由营业收入减去已售产品外购材料与劳务、减去管理耗用材料与劳务、减去折旧求得经营净增加额,加投资净利、加偶然所得、减偶然损失而计算得出;增值额分配的金额由刚性分配(税金、利息、保险费、优先股股息)加弹性分配(职工薪酬、高管薪酬、普通股红利、当期留存)而计算得出。在此基础上,可通过分析增值额创造金额大小与增值额分配金额大小来权衡企业创造的价值是否得以公平分配。

2. 财务双目标协调绩效的测度。财务双目标协调绩效的测度就是对财务公平绩效的测度,就国内已有文献来看,研

# 长期股权投资与合并财务报表若干问题研究

王琳(教授) 孙乃中

(兰州理工大学经济管理学院 兰州 730050)

**【摘要】** 财政部于2012年11月发布了部分具体会计准则的征求意见稿。基于对征求意见稿与现行准则的分析,本文对以下问题进行研究,即长期股权投资与合并财务报表存在的问题、征求意见稿对部分问题的解决以及对尚未解决的问题的建议。通过对以上三个部分的探讨研究,本文期望能够进一步解读和完善我国企业会计准则体系。

**【关键词】** 长期股权投资 合并财务报表 账面价值 公允价值

《企业会计准则第2号——长期股权投资》(以下简称《长期股权投资准则》)和《企业会计准则第33号——合并财务报表》(以下简称《合并财务报表准则》)自2006年2月发布以来,规范了企业相关会计处理,取得了一定成效。但是,长期股权投资与合并财务报表的有关具体规定散见于准则的应用指南、讲解和企业会计准则解释中,一定程度上不利于准则的理解和实施。于是财政部借鉴修订后的有关国际准则,结合我国实际情况初步修订了《长期股权投资准则》和《合并财务

报表准则》,并于2012年11月27日发布了《企业会计准则第2号——长期股权投资(修订)(征求意见稿)》(以下简称《长期股权投资准则征求意见稿》)与《企业会计准则第33号——合并财务报表(修订)(征求意见稿)》(以下简称《合并财务报表准则征求意见稿》),征求意见稿对长期股权投资的范围、概念、企业集团编制合并财务报表的豁免、控制的定义和判断原则等进行了修订。本文从以下三个部分对长期股权投资与合并财务报表进行研究。

究宏观层次收入分配公平的文献较多,直接对微观层次薪酬分配公平进行研究的文献很少。加之目前我国对员工薪酬水平没有规范统一的定量标准,财务分析中更是没有相关指标,因此对财务公平绩效的测度自然转换为对薪酬分配公平的测度,为此可借鉴并应用“拉克尔系数”分析我国企业员工薪酬水平是否合理、价值创造者的价值分配是否公平。

美国学者拉克尔在分析了美国近50年有关统计资料后,发现“工人工资”与“增值额”是两个极为相关的经济变量,即工资应占全部增值额的39.395%。如果某企业工资高于这一比例,应采取措施提高劳动生产率;若低于这个比例,应增加工人工资。否则,企业不会达到“最佳经营”境地。由“拉克尔法则”导出的指标可将其定义为“拉克尔系数”,39.395%是“拉克尔系数”的黄金值,是衡量企业工资水平是否公平的标杆。

“拉克尔系数”计算的核心在于“增值额”界定困境,这也是其没有在我国普遍使用的原因。我国长期用净利润额衡量工人工资效益,而增值额的计算与之存在差异:企业增值额=企业销售收入-外购商品及劳务-折旧。因而,企业效益的具体表述就是企业的增值额。如果应用原始的拉克尔系数计算公式(拉克尔系数=工人工资总额/增值额)直接测度财务公平性,存在两方面困境:一是分子、分母中的工人工资总额、增值额在我国现行会计报表体系中没有对应的一级科目数据,二是工人工资总额、增值额内容口径模糊。

为保证可测性,应对工人工资总额、增值额内容口径具体化,可通过对拉克尔系数的修正来实现。修正的拉克尔系数=应付职工薪酬/增值额=应付职工薪酬/(EBIT+应付职工薪酬+流转税)。在此基础上,结合利润表和现金流量表相关数据修正的拉克尔系数计算公式就可以进行薪酬分配公平(也就是财务公平)的测度了。

### 三、结语

财务是价值创造和价值分配的有机结合。协调企业价值创造最大化和企业价值分配公平化的财务双目标协调命题,是在反思现行财务目标模式基础上凸显财务公平效率观而对财务目标的全新界定,是构建和谐财务的逻辑前提。从某种意义上来说,折射着公平、公正社会的微观机理。

**【注】** 本文系2013年度国家社科基金资助项目“上市公司员工收益与资本回报财务公平测度研究”(课题批准号:13BJY015)的阶段性研究成果。

### 主要参考文献

1. Townsend R.M.. Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification. *Journal of Economic Theory*, 1979;21
2. Jensen M, Meckling W.. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 1976;3