

公司财务理论研究:现状、问题和改进

中南财经政法大学会计学院 田延平

【摘要】本文分析了公司财务理论的发展历程,提出了公司财务理论与现实的偏离,并从七个方面深入改进公司财务理论研究。

【关键词】财务理论 发展历程 改进方向

一、引言

以有效资本市场和经济人理性选择为前提的现代主流公司财务理论发源和成长于美国,经过几十年的发展,建立了比较完善的理论体系,对于证券价格、投资风险评估量化、公司财务决策,以及根据人们行为的可预测性从经济上解释普遍存在的代理关系等方面,都作出了巨大的贡献(麦金森,2002)。美国式的公司财务理论研究成为经济全球化背景下各国竞相学习效仿的蓝本。但是,近几年美国接连发生的诸多公司舞弊案和次贷危机证实,美国金融行业和实体经济正面临着远比其他主要经济体严峻得多的考验。这让我们不得不对美国式的公司财务理论研究进行深刻反思。本文试图从公司财务理论研究的工具、方法和假设前提的角度回顾公司财务理论研究历程和现状,分析其存在的不足,最后提出其未来的改进方向。

二、公司财务理论的发展历程

早期公司财务理论研究(20世纪50年代之前)主要关注的是运用方法,如投资决策的评价工具、资本成本的计算方法、股利政策的制定原则等。研究工具主要是初等数学,研究方法接受了古典经济学理论的前提,即企业是一个外生给定的追求利润最大化的生产函数(杨瑞龙等,2005),经济人完全理性,市场完美有效,财务政策与产品市场、要素市场没有关联,目标函数是利润最大化或成本最小化。这个阶段的主要环境特征包括:大规模、匿名交易的私人资本市场及其规范尚在形成之中,区别对待股权收益和债权收益的所得税制初步确立(Baskin,1997)。由于研究方法和工具的限制,早期公司财务理论研究并没有形成一个完整的理论体系。

20世纪50至70年代公司财务理论研究主要围绕资本结构和股利政策展开,成果主要有:理想资本市场和无税收条件下公司价值与资本结构和股利无关、存在公司所得税的资本结构理论、存在公司和个人所得税的资本结构理论及股利政策理论、综合税收和财务困境的权衡理论等。研究工具方面,理论构建开始采用数学方法建立模型和进行推理,理论阐述逐步转向数理建模。研究方法方面,明确接受了新古典经济学关于经济人、完全信息和完全理性、零交易费用和完善市场等前提假设,引入了经济学的均衡理论和套利分析技术(沈艺

峰,1999)。公司和个人的所得税已经成为美国的主要税种,税收的影响贯穿了此时的研究模型。二战之后美国资本市场快速发展,经济繁荣导致投资者出现由对股利收益的关注转向追求资本利得的倾向(Baskin,1997),公司财务理论研究的目标函数便由公司价值最大化取代了对资本成本和利润的考量。这个时期的公司财务理论研究成果可以归纳为数学工具、新古典经济学研究方法、资本市场和税收制度四个因素。

信息经济学和新制度经济学的发展为公司财务理论研究带来了新的契机。从20世纪70年代后期开始,信息不对称理论和代理理论大大拓展了研究的广度和深度,并一直持续到了现在。优序融资理论和信号理论从公司内外部信息不对称角度研究公司资本结构和股利政策问题。而代理理论则从股东与管理层、股东与债权人、控股股东与中小股东之间的利益冲突出发,研究了债务对管理层的治理作用。

20世纪80年代产业经济学引入公司财务理论,主要研究产品市场竞争与资本结构之间的互动关系,包括财务结构对企业产品市场竞争中的投资能力、定价行为和业绩、行业特性的影响和产品市场竞争结构对财务结构的影响,产业特征与资本结构,竞争战略与资本结构,价值链与资本结构,产品生命周期与资本结构(王化成,2006;赵蒲等,2003)。源于企业战略管理学说的战略财务管理,以企业经营战略为目标,运用战略管理的方法和工具,对公司财务政策的决策与选择、实施与控制、计量与评价等活动进行全局性、长期性和创造性的谋划(王满,2006)。虽然随着核心竞争力理论的发展,基于产业经济学和战略管理的公司财务理论研究都将竞争力作为研究对象,两者在研究方法却有较大差异。基于产业经济学的研究沿袭了经济学的一贯风格,主要是运用数理建模进行推导和实证检验。基于战略管理的研究更多的是运用管理学的方法进行分析。

上述基于信息经济学、代理理论、行为理论、产业经济学和管理学的公司财务理论虽然在方法、工具和前提假设方面存在一定的差异,但其目标函数却是一致的:公司价值最大化。可持续发展公司财务理论就建立在对这个目标函数的质疑和对股东至上与经济人自利的批判之上。借用可持续发展经济学的思想,可持续发展公司财务理论从四个维度方面提

出了可持续发展公司财务理论框架:在企业性质/公司目标维度,用基于利润、人本和环境的多属性目标代替风险—报酬目标的最优化;在行为人人本性质维度,用合作互信代替自私假设;在所有权维度,用利益相关人的联合体代替股东;在伦理维度,用道德—伦理代替功利主义(Soppe, 2004)。

公司财务理论的发展历程表明,基础理论、工具和方法的不断创新是公司财务理论研究的有力武器。借助于工具和方法,理论模型逐步放松了前提假设,如信息经济学和新制度经济学将古典经济学和新古典经济学的企业黑箱打破,行为学和行为经济学将人从单一的完全理性假设还原到有限理性假设,资本市场发展又促进了以实证方法对各种理论学说快速方便地进行检验。基础理论和工具方法的创新可以将更多的环境因素纳入分析模型,以使理论切合现实,如产业经济学将企业经营的业务与财务行为联系起来,税收制度、资本市场进入分析框架等。这些方面共同作用,公司财务理论研究得到了前所未有的丰富与充实(沈艺峰等, 2004)。

三、公司财务理论与现实的偏离

尽管在工具和方法上不断创新,研究假设也不断放松,然而公司财务理论与现实仍有较大的差距。例如,虽然面向实务界针对财务模型和方法的使用情况的问卷调查结果证实了数理财务的技术性工具(如 NPV、IRR、WACC 等)得到了广泛的应用,但为数不多的针对财务理论进行的问卷调查表明,理论与实际相符和不符的证据都存在。对于目前的主流财务理论与现实的偏离性,李心合(2008)认为主要表现在内容上错位、流程上缺位和方法上越位:重点关注的是非经常发生的投融资问题,而实际中企业经常关注的如预算、资产管理、成本费用控制、现金流管理、财务分析、风险管理等事项却未得到应有的重视;对财务事项关注的重点集中在决策上,对流程、执行和控制关注不够;在设定其决策规则时,选择了唯一的价值标准,而现实中如人、制度、伦理道德、文化等内生于公司的财务行为却被忽视。

Ogden 等(2004)建立了一个研究公司财务理论的综合分析框架,将企业面临的环境与外部管制、选择的内部治理与企业战略、采取的经营与财务结构以及由此三个方面决定的风险、业绩与偶发事项联系起来。对照该框架与前述财务理论我们发现,与公司战略和经营密切相关的环境,如经济周期、通货膨胀、生产力增长等宏观经济状况,技术、劳动力和管理技能等生产要素,公司经营活动对此非常关注,却尚未纳入财务理论的研究范畴。此外, Baskin(1997)考察了西方公司财务理论发展史后发现,在缓解内部人与外部投资者关于信息与风险识别的不对称性和代理问题的过程中,金融创新和制度变迁体现出了非常强的路径依赖和历史演进特性。

四、公司财务理论研究的改进方向

1. 结合制度、文化和社会历史因素研究公司财务理论。用代理理论、信息经济学和合约理论的方法研究公司财务理论是过去三十年乃至现在的热点。然而我们也发现,以日本和德国为代表的经济体明显表现出与英美模式不一样的公司财务行为和特征,即使是英美两国在金融体系方面也存在明显

的差异。制度分析需要从历史的角度分析物、人和精神三个维度的演化(汪丁丁, 2005),合约理论应该是演化的结果而不是事先谈判确定的(Hellwig, 2000)。Baskin(1997)考察了英美两国公司融资产财在环境、制度和组织交互影响的发展演变历程,对用完全和不完全合约理论研究公司财务理论加入社会和历史的演化因素这一方法做出了开创性贡献。美国在 19 世纪下半叶经济快速发展,不是照搬而是借鉴英国经验,逐步建立和发展了其自身独特的金融体系,并支撑了随后一个世纪的经济的发展。美国模式在 21 世纪初也面临着巨大的危机。在我国经济迅速发展、境外资源和市场依赖上升的情况下,如何结合历史、制度、文化和国际经济形势,借鉴国外的研究成果和经验教训,解决公司财务领域已经存在和将要面临的问题,是一个值得深入研究的方向。

2. 公司财务领域的效率和公平问题。公司是创造价值和分配价值的组织。20 世纪 70 年代以前财务理论关注的重点是价值创造。20 世纪 70 年代之后则以代理理论和信息不对称称为工具,重点研究的是价值分配过程,尤其是在 21 世纪初美国资本市场发生了几件重大舞弊案后,以中小投资者保护为核心的公司治理研究成为研究重心。张维迎对此趋势表示了不同意见,2007 年 12 月 11 日他在《财经》年会“2008: 预测与战略”上就提出了“企业重要的不是分配价值,而是创造价值”的观点。公司财务理论的研究需要关注公平与效率的平衡。

3. 股东之间的公平问题。本次从美国次贷危机引发的全球性金融危机和经济衰退表明,以公司价值最大化为目标的财务管理已被以公司市值最大化为目标的财务管理所替代,而忽略了公司经营及财务风险,忽视了公司的长期可持续发展,忽视了股东间的公平。目前的研究文献大多把托宾 Q 值作为衡量公司价值的指标。权益性证券的价格以基本价值为基础,受金融市场流动性(过剩或不足)、投资者的有限理性、不完全市场和供求关系的影响。在我国证券市场中,虽然在股权分置改革完成日就可预见供应量的增加,但大小非禁售到期时证券价格还是出现了显著大于同期指数的下跌幅度,由此可见供求关系对证券价格的影响较大。以公司市值最大化为目标的公司投融资战略显然会受短期外部环境的影响,目前的财务理论鲜见关于平衡短期市值与长期竞争力的研究。

以公司市值最大化为目标的财务理论忽视了不同股权结构下股东对公司的作用以及获取利益方式的差异。对于管理层控制型的公司,股东为公司提供资本,其获取利益的方式是股票增值和现金股利。对于存在长期控股股东的公司,由于控股股东不打算(同时也因股票供求关系难以)出售股权,其获取利益的方式是合法的现金股利和不合法的牟取。公司市值最大化观点的盛行与期权在管理层薪酬结构中大量使用基本同步。

4. 竞争力财务理论。国内对竞争力财务理论进行系统研究的有冯巧根(2000)、王跃武(2006)和王满(2006),他们的研究主要集中于财务自身的竞争力这个问题。而 Baskin(1997)

论公允价值计量的及时性

福州大学管理学院 庄智华(博士) 重庆大学经济与工商管理学院 张金若(博士)

【摘要】 本文说明了目前主要会计概念框架对及时性的论述,研究了及时性与相关性、可靠性之间的关系,并得出此次金融危机中会计信息之所以能及时地反映金融危机既因为公允价值计量,又因为会计信息的公布时间和频率等结论。

【关键词】 公允价值计量 及时性 次贷危机

美国次贷危机将公允价值计量推到了风口浪尖。金融界人士和政客纷纷指责公允价值对金融衍生产品的不可靠计量加重了金融危机的程度,是金融危机发生的元凶之一。而会计界人士则力挺公允价值计量,其中一个理由是:公允价值计量相对于历史成本计量更具有及时性,公允价值计量能更及时地反映金融危机。及时性是会计信息质量特征的一种,会计界搬出及时性作为辩驳的理由是否充分有力呢?本文试图通过研究会计信息的及时性,对会计界的辩驳进行评判,以期次贷危机中的会计争论提供一些观点。

通过对公司财务发展史和核心公司的考察认为,财务为公司生产经营过程免受外部冲击提供长期足够的资金支持,以有助于公司形成管理或技术竞争力,实现规模经济;对于没有长期核心业务的多元化集团公司,财务创新取代了核心公司管理或技术竞争力,通过运作和安排的创新而促使公司获取效益。总的来说,基于竞争力的公司财务理论还没有形成体系。

5. 知识社会的公司财务理论。英国经济学家约翰·杜宁在分析生产的组织形式时,对以市场为基础的资本社会进行了划分,即:从17世纪初到19世纪以土地为基础的农业经济,管理体制是封建封闭式或个体组织经营型,经济活动的地域形式是一地化或一个局部区域;从19世纪到20世纪末以机器或金融为基础的工业或制造业经济,管理体制是经营型或等级制度,经济活动的地域形式表现为局部区域性的或国家的范围;20世纪末以后,则要过渡到以金融或知识为基础的服务性经济,管理体制是一种联合式的非严格等级式,经济活动的地域特征为全球化。知识经济、非严格等级式管理(如微软、谷歌等)和全球化都已经成为全球经济强势实体的明显特征,然而公司财务理论研究至少在前两个方面还没有取得明显的进展。

6. 结合心理学和行为学的管理层激励合约设计。现有公司财务理论关于管理层激励的研究基于代理问题和信息不对称下的机会主义行为,视管理层为同质化的人,开出的药方是标准的激励合约,完全忽视了人的差异性。而现实状况是,面对CEO的薪酬(如果以管理团队任期内的薪酬总和来看则

一、目前主要会计概念框架对及时性的论述

及时性较早受到致力于财务会计概念框架建设的各国准则制定机构、会计职业团体和会计学界的重视。1970年,美国准则制定机构——会计原则委员会(APB)发布了第4号公告《编制企业财务报表的基本概念和会计原则》,在这份首次以会计目标作为概念框架起点的报告中,会计信息质量被表述为质的目标,而及时性就是其中的一个。1975年,英格兰和威尔士特许会计师协会下属的会计准则筹划委员会发表了《公司报告》,这份讨论性的文件认为财务报表应当满足其用户的

更是天价),纵使实务中非常关注管理层的选聘和激励合约设计,在学术研究中这个天价不过是吸引眼球的数字而已,对人力资本投资的研究远不如同规模的项目投资决策更受关注。虽然设计具体合约是公司和董事会的责任,但学术界仍可借助心理学和行为学对管理人员的激励与约束合约进行深入研究。

7. 管理者行为模式与公司财务。管理者过度自信的行为会导致公司投资行为和财务结构不符合实际。行为经济学用经理人过度自信解释了融资、过度投资和收购兼并等公司财务行为(刘力等,2007)。Shefrin(2007)认为,经理人过度自信会导致在资本预算时高估预计收益、低估预计成本和风险。在次贷危机中遭受重挫的美国金融机构,以及受此影响的三大汽车公司,在衍生金融交易中遭受巨大损失的中航油、中信泰富,在铁矿石价格高涨时购买了大量海外铁矿石的中国钢铁企业,盲目扩张的企业(如中钢集团、当年的巨人集团)等等,这些企业最终都陷于资金链断裂导致的财务困境。因此需要在公司治理和投融资研究中将管理层过度自信(或危机后的过度悲观)因素纳入分析范畴。

主要参考文献

1. 李心合. 对公司财务学理论及方法论局限性的认识与批判. 会计研究, 2004; 10
2. 罗伯特·J.希勒著,李心丹等译.非理性繁荣.北京:中国人民大学出版社,2008
3. 威廉·L.麦金森著,刘明辉译.公司财务理论.大连:东北财经大学出版社,2002