

# 理财的逻辑——价值创造、契约与理财

袁业虎

(江西财经大学会计学院 南昌 330013)

**【摘要】** 本文揭示了理财的本质及其演变与发展的内在动因,试图从探索理财的内在逻辑角度出发,找寻构建财务理论及理财学科的基石。

**【关键词】** 理财假设 资本管理 价值创造 契约

## 一、理财的逻辑起点

理财,顾名思义,应是关于财富的事务。因此,财富就成为理财的基本概念和理财学研究的切入点。对于什么是财富经济理论界尚存在争论,归纳起来可从以下三个方面把握其基本内涵:

1. 财富是指各种能满足人们需求的有用物品。人的需求有多种,但根本上源于维持自身生存与发展的需要,从衣、食、房屋等有形物品,到文化艺术等无形物品,都能使人生存与发展的各种需求得到满足。物品所具有的这种内在属性及功能被古典经济学家称为“效用”,它是物品具有价值的充分条件。因此,人们获取财富的首要目的即在于满足自身生存与发展的各种需求——消费。

2. 并不是所有的有用物品都被视做财富,只有相对稀缺的物品才被视做财富。资源不因优良的质地而成为财富,它之所以成为财富,是因其稀缺。

3. 财富因其有用和稀缺,一方面可以用来交换其他物品。财富不仅仅因为其有用物品本身所带来的消费满足,其更深的含义在于因为可以交换其他物品而带来的范围更广的物品享受和服务满足。正如亚当·斯密所言,财富是力量,购买的力量,一种凌驾于所有劳动或者所有劳动生产的产品(然后投放到市场)之上的控制力。正因为这个特点,财富在另一个层面的含义是指财产权利。

从历史的角度来考察,可以发现正是因为维持自身生存与发展的需要才产生了人们对能满足消费需求的财富的追逐。但早期的人类社会(如原始社会末期以前)生产能力极端低下,生产工具简陋,劳动产品仅够满足基本的生活需要。后来,随着劳动技术的提高与劳动工具的改善,人们逐步有了剩余产品,并开始了分工,专业化生产又进一步提高了生产力并推动了劳动产品的交换,然而同时人口也在不断增加,由于资源稀缺性的存在以及为了提高稀缺资源的利用效率,人类社会逐渐产生了私有财产制。私有制会使与公有制相联系的许多外部成本内在化,因为对现在的所有者来讲,他能凭借排除其他人的权利,对有关的可实现收入进行全面的计算。这种收益与成本向所有者的集中,产生了更有效地使用

资源的激励。

因此,随着人类社会剩余产品与私有财产制的出现,人们的财富观念得以确立,由此人们获取与运用财富的行为——理财也就相应产生了。

## 二、理财假设

追逐财富是理财行为产生的动因,而这又源于人类满足自身生存与发展的消费需要,但人的需要(欲望)是无限的,人们获取资源的能力是有限的,因此人们要对资源的利用进行合理选择(理性计算),使资源的利用效率达到最大化,即使自身各种需要的满足达到最大化。从价值是客体对主体的满足这一价值的根本内涵来说,实现了效用最大化也就实现了价值最大化。由此可以归纳出以下理财假设:

1. 由于人们获取财富的初始动机在于不断追求自身各种消费需求的满足,因此人们不断追求自身各种消费需求的满足就成为财务活动的基本前提,即理财的基本假设。这一理财假设表现为人们总是追求更多的财富,即财富的边际效用为正。

2. 因为提供给人们消费的物品(资源)总是稀缺的,所以人们要对有限的财富进行合理的消费与分配,如对财富进行理性的计算,并由此进行理性的预测、控制等,如对生命周期内的消费进行理性的规划,因此理性理财也成为人们财务活动的基本特征与基本前提——基本假设。但由于人的能力有限,这一理性理财也必然只是有限理性理财而非完全理性理财。

3. 因为资源的稀缺性和物品的有限性以及人的理性理财需要的存在,导致了对财富排他性占有的要求,因此人们的财务活动从一开始就表现为建立在一定的排他性占有权基础上的获取以及处置财富的活动。在这里,确定财产权的主体(即理财的主体)就成为财务活动的基本前提之一——理财主体假设。

4. 建立在一定产权基础上的财富,通过交易可使人们获取更多有用而稀缺的物品,即交易使财富的价值增加,因此人们的财务活动也建立在社会分工与交易的基础上,但交易会有交易成本,交易成本假设也成为理财的基本假设。

根据历史与逻辑相统一的原则,上述四个基本假设构成人们财务活动及财务理论的现实与逻辑的基本前提。从这四个基本假设中可直接得出,财务理论逻辑体系的补充的前提是派生假设。

由第一个基本假设可直接推导出派生假设——持续理财假设,即人们不仅要考虑当前的消费需要,更要对未来持续的消费需求满足进行理性规划,由此产生人们的投资行为。由第一和第二个基本假设相结合可推导出第二个派生假设——风险厌恶(回避)假设。由于未来的不确定性和人们的有限理性,在同等的未来与当前消费的选择过程中,人们偏好当前的消费。它包括消费风险厌恶(回避)和投资风险厌恶(回避),导致理财学上重要的基础概念——货币时间价值和投资风险价值概念的产生,同时也使(个人的)理财目标表现为追求消费现值的最大化,企业的理财目标企业价值最大化也表现为企业(资产)现值的最大化,投资项目评价使用净现值(NPV)指标。

综上所述,我们根据历史与逻辑相统一的原则,首先界定了人们从事理财活动的四个基本前提——基本假设,又直接推导出反映人们理财行为基本特征的四个推论——派生假设,由此我们可以建立起对人们理财活动分析的基础以及财务理论内在逻辑体系的基石。

### 三、理财的本质

理财的实质内涵在于对资本的耗费及在不确定性环境因素影响下所实现的未来收入进行理性的预测、控制与决策,以达到理财主体生命周期内消费(效用)最大化的目标。这是一种对资本的管理活动,表现为一种投资行为。理财本质上是一种资本管理,其核心内容就表现为对投资成本、投资风险、投资收入的理性预测、控制与决策。在任何时候,只有收入与成本、风险相配比后所得(大于零的)投资净收入或纯收入,才是下一期消费满足的来源,该纯收入通常称为“收益”。为了保障理财主体未来整个生命周期内的消费得以满足,则需要保证不断有资本投入,即必须保全资本。因此,亚当·斯密最早给“收益”下的定义为:所谓纯收入(收益),乃是以不侵蚀资本为条件,留供居民享用的资财。该收益既然是上述收入、风险、成本配比后的最终结果——剩余,则实现了收益也即实现了价值创造。价值创造是理财主体在资本管理过程中都要考虑的理财目标。

随着人类劳动技术的提高和劳动工具的改良,剩余产品不断丰富,商品生产与商品交换得以产生,货币开始出现,其中用以购买资本品的那部分货币量蜕变为资本。因此,理财的资本运作过程(投资过程)就表现为,理财主体从投入货币购买生产性物品与商品到这些物品出售以取得更大的货币收入(即实现价值创造)的货币(现金)流转形式的过程。不过,这里以货币为媒介的价值创造过程中的“价值”涵义为交换价值。货币的出现使理财的未来可实现收入具有了更大的不确定性,即加大了投资风险,人们要对物品的交换价值进行合理预测,并加强资本品流动(变现)的管理。例如中世纪欧洲商人普遍具有的“对货物的恐惧”,即存在的资本品变现风险,导

致对推销问题近似狂热而狭隘的关切(罗尔,1981)。这样,理财就进入到以货币资本运动——现金流转为对象的阶段。但在真正的货币信用关系产生之前,理财的资本管理主要表现为业主的投资管理,而还未出现筹资与资本收益分配的管理问题。

### 四、理财内涵与形式的拓展

自由契约使资本的交易及信用(信托)制度得以产生。资本是理财主体实现收益(价值创造)的源泉,货币资本则是一种能带来剩余价值的价值,内含着对未来收益的要求权。因此,其交易不同于一般商品的交换,而是表现为一种具有实际性的财产权利的交换,即资本的盈余者(资本所有者)通过契约让渡或转让当前资本的使用权给资本的稀缺者,然后依据契约的规定获取未来的资本权利,由资本的特性可知,未来的资本权利所索取的价值(价值预期)必然要大于当前让渡的资本权利所索取的价值。这样理财就由早期的单纯业主资本管理分化为资本所有者理财与代理人(或受托人)理财,理财的内涵与外延由此得到拓展。

1. 理财的价值创造过程因为资本交易——财产权利的交换而进一步复杂化了,理财的内涵发展到理顺产权关系,即财务关系。随着资本市场及信用制度的产生,财产权利更进一步由原来单纯的对物的排他性占有权分化为使用权、处置权与收益权等一系列产权束。正如德姆塞茨所言:产权是一种社会工具,其重要性就在于事实上它们能够帮助一个人形成他与其他人进行交易时的合理预期。产权包括了一个人或其他人受益或受损的权利。因此,任何物品的交换价值都取决于交易中所包含的产权束。

在这里,“权利”与“价值”其实是不可分的。在资本交易及信用制度产生之前,理财的价值创造过程即是单纯的自有资本的投入与取得收益的过程,其成本为资本的耗费及机会成本,风险为未来各种自然状态的不确定性的影响,最终收益则几乎全归资本所有者所有。而自资本交易及信用制度产生之后,无论是资本盈余者(所有者、贷款者)理财,还是资本稀缺者(代理人、借款者)理财,其成本、风险、收益都要涉及到交易过程的讨价还价和对方的机会主义行为的影响。为了实现财富最大化的理财目标,降低交易成本与道德风险,产权必须得到合理分解,交易双方都要明晰各自的权利与义务,以利于在理财过程中形成不同产权配置下对价值的合理预期。因此,协调好产权、理顺财务关系就成为理财的新的内涵。

2. 财务关系的协调本质上在于财务契约的治理,由此,理财行为进一步分化。契约作为规制人们交易的文件,它是协调产权关系的基础。在交易双方具有充分信息、交易者完全理性的条件下,订立契约无交易成本,该契约就是完全的,通过完全竞争的市场价格机制可使资本的配置效率达到最优。即在完全且完善的资本市场上,有生产机会的资本稀缺者(在不考虑投资机会的情况下,资本市场也能促使节俭者与挥霍者的消费效用达到最大化),通过发行证券向资本市场筹资,只要其边际投资报酬率高于市场利率,就可取得在没有资本市场情况下的投资机会;而无生产机会的资本盈余者则可通过

在资本市场上的贷款——购买证券,取得高于其目标时间利率的收益,最后充分竞争的完全市场机制使得资本市场达到均衡。

由此,理财的资本就分裂为金融资本与产业资本。理财行为也产生了分化,一部分无生产机会的资本盈余者通过资本市场投资实现价值创造,即进行证券投资;而另一部分有生产机会的资本稀缺者则通过资本市场的筹资与产业投资两个方面进行生产者理财,即企业理财。不过对资本盈余者来说,由于信息是完备的且投资者完全理性,则投资成本、投资收益可通过市场利率完全确定。资本交易的契约(证券)就是一个完全契约,完全契约是基于古典契约形式的,如标准的债务契约,它排除了事后再谈判的可能性(Hart,1998)。然而在现实中,交易者是有有限理性的,信息是不充分的,交易是有成本的,因此规制资本交易的财务契约就是不完整的。由于财务契约的不完全性,事后的再谈判是不可避免的,这就需要设计不同的财务契约及契约的治理机制,以协调资本交易双方的产权关系,最终实现双方的财富最大化——消费效用最大化的理财目标。

这样就导致了现实中多种债权(务)契约、股权契约及其他混合型契约等的出现,如第三方及法律的辅助仲裁机制、关系型契约和垂直一体化等。理财的外延形式在多种财务契约的基础上,不仅分化为资本所有者理财与代理人理财,而且资本所有者理财还进一步分化为债权资本所有者理财、股权资本所有者理财等,代理人理财也分化为金融中介理财、实业代理人理财等。

### 五、物质资本理财向人力资本理财的过渡

企业本质上是一种投资工具,是一种实现价值创造的理财手段。古典经济学家与新古典经济学家将企业描述成一种生产函数。而新古典经济学家更进一步把企业置于充分信息的完全竞争市场之下,在这里企业是同质的。然而现实中的企业规模却有大有小,千差万别,原因何在呢?现代企业理论认为,当利用权威机制(行政命令)的组织管理费用小于市场的个体生产者之间的交易费用时,企业便产生了,因此企业是市场的替代,也即用企业内的交易契约替代了外部市场交易契约(Coase,1937)。

威廉姆森从交易的频率、交易的不确定性及资产的专用性等方面阐述了交易费用产生的原因,企业与市场的区别就在于契约订立与实施的交易费用。张五常更进一步认为企业是要素资本交易的间接定价机制(市场),因为企业既然本质上是投资工具,那么投入企业的都是资本(生产要素),企业就是一种非人力资本与人力资本的特殊合约。但企业的资本合约不是松散的资本联合,而是具有“团队生产”的专用性投资性质。因此,这种契约是一种关系型契约,交易者之间只有互相依赖才能在日后的长期合作中形成专用性投资及组织资本,从而产生“组织租金”(超额收益)。

然而由于人的有限理性及机会主义行为动机,人们无法事先完全通过明示契约明确各自的成本、收益,这种契约就是不完整的,企业就是一种不完全契约的治理机制。不完全契

约不只是明示契约,它暗含了契约的订立各方日后谈判的余地。不完全契约中未能明示的那部分权益是剩余权益,它归谈判能力最强的一方所有。企业的这种不完全契约其实是各种明示契约与隐含契约的结合,无论是企业的物质资本还是人力资本,只要其对企业的“组织租金”做出了重要贡献,就可索取相应的剩余权益。

从历史与逻辑相统一的角度来考察,可以发现随着企业生产方式及契约治理机制的不断发展演变,企业理财的内容也越来越丰富,其内涵与形式更进一步得到发展。早期的企业(除个体户式的家庭手工作坊之外)产生于中世纪的欧洲,由于商业与海外贸易的发展,需要集资(最初为合伙制)成立公司以分散风险,如两合公司、合股公司之类(王益,1998)。但这时的公司相当于资本的松散联合体,寿命期较短。后来随着制造业企业的出现,特别是工业革命以后,大机器生产需要占用大量资本且资本周转期限延长,业主自有资本及债务筹资已不能满足大规模生产的需要,企业组织形式开始走向现代公司制。所有权与经营权开始出现分离,企业理财从所有者理财发展到代理人(经营者)理财。

在现代公司制出现早期,物质资本对企业“组织租金”贡献明显,新技术设备的使用以及大机器生产的规模经济效应是企业竞争优势产生的源泉。所以物质资本的所有者(即企业股东)享有剩余产权,是企业的终极委托人,通过层层委托代理进行财务控制,并随着泰罗制的推广而发展了预算管理及成本控制的方法。但随着市场的扩大与健全,企业间竞争的加剧,企业家的审时度势的战略选择成为企业生存与发展的关键,这时就使物质资本的所有者退出企业经营的一线,而由具备企业家才能的职业经理进行管理,经营者的人力资本作用开始显现。特别是随着信息技术的发展及知识经济时代的到来,劳动的知识化、复杂化程度日益提高,企业的核心竞争优势不仅源于企业家的战略与经营管理才能,也源于员工所掌握的专用化知识与技能,以及企业团队内部信息沟通与合作的效率,这些需要作为利益相关者集合的企业加大对人力资本的投资及团队的关系性专用投资。因此,人力资本及其他要素资本(非物质资本是团队关系性专用投资形成的)理财就发展成为企业理财的核心。它们将极大地拓展企业理财的内涵,企业的价值创造将更大地依赖于人力资本及团队的关系性专用投资。企业的治理与财务控制将更显现人力资本所有者的主导权。企业在债务筹资的选择与股利政策上(即传统的资本结构决策)将更为谨慎与保守,以保障企业隐含契约中人力资本及其他要素资本所有者的权利。

#### 主要参考文献

1. 约翰·伊特韦尔等.新帕尔格雷夫经济学大辞典.北京:经济科学出版社,1992
2. 戈登·亚历山大,威廉·夏普.证券投资原理.成都:西南财经大学出版社,1992
3. 科斯,哈特,斯蒂格利茨.契约经济学.北京:经济科学出版社,1999
4. 盛洪.现代制度经济学.北京:北京大学出版社,2003