

# 现代财务理论 与战略管理理论的冲突和发展

华南理工大学工商管理学院 李红凯 蓝海林(博士生导师) 李卫宁

**【摘要】** 本文分析了现代财务理论与战略管理理论之间的矛盾,并对目前已存在的关于公司多元化、绩效和风险的实证研究进行了讨论。

**【关键词】** 现代财务理论 战略管理理论 冲突 发展

在现代财务理论蓬勃发展的同时,战略管理理论也开始萌芽。在两个学派的发展过程中,出现了一系列的观点冲突,冲突首先来自20世纪70年代出现的多元化热潮,期望多元化形成的“三条腿的凳子”战略能使公司在变化的环境中站稳脚跟。这种观念来自于现代财务理论中关于证券组合风险的管理,其认为人们可以通过多样化证券组合来消除单个证券所存在的非系统风险,但是很多研究成果证明这并不能使公司的非系统风险显著下降。很多战略管理理论的学者在实证研究基础上开始质疑现代财务理论在公司管理中的应用效果,并对现代财务理论中通过证券组合降低风险的观点提出疑问。本文就这两种理论的冲突与发展作以下分析。

## 一、两种理论间的矛盾

1983年,Bettis提出了在现代财务理论与战略管理理论之间存在的三个矛盾,即非系统风险管理的矛盾、信息公开的矛盾和国际化竞争的矛盾。

**1.非系统风险管理的矛盾。**现代财务理论认为,公司面临的风险可分为系统风险和非系统风险两部分。系统风险受整个市场影响而无法通过多元化来消除,比如整个经济环境的变动、税收改革或世界能源情况的变化等;非系统风险与特定公司有关而不受系统风险影响,如新竞争者开始生产与本公司基本相同的产品、技术革新使现有产品面临淘汰等。现代财务理论认为,非系统风险可以通过多元化来消除,而且研究表明,随机选择15~20种股票就足以消除大部分非系统风险。

由于非系统风险可以通过多元化消除,因此无法在公司价值中反映出来,股东就不需要关注它,而应当更关注系统风险。同样,在公司管理中,经理们不应当关注对非系统风险的管理,因为这样的工作不会带来股票回报。非系统风险与公司特定的资源、竞争力和环境相关,通过严格和持续的非系统风险管理实现战略调整是公司战略管理的核心。

Van Horne列举了一些管理非系统风险的实例,如当竞争者开始生产与公司几乎相同的产品时,公司面临的实际上是来自于新进入者的风险,要管理这个风险就要制定阻止新竞争者进入市场的战略。以美国20世纪80年代汽车业所面临的危机为例,缺乏产品差异(如质量)、技术(如机器人技术)以及成本优势(如劳动力成本)都是美国汽车业被

日本入侵的原因。因此从国际化竞争的角度来看,公司有着非常现实的原因需要关注非系统风险。Van Horne列举的另一个关于管理非系统风险的实例是,当技术变革使现有产品过时,公司要将研发力量集中在现有产品的改进上,为了使公司的研发成果有革命性进步,公司需要管理技术变化带来的风险。

**2.信息公开的矛盾。**现代财务管理的一个重要假设是有效市场的存在。有效市场存在的假设定义了有效资本市场,并将有效资本市场分为弱式有效、半强式有效和强式有效三种。在弱式有效市场上,历史价格数据可通过现有股票市场价格有效反映出来,即股票市场现在的价格可以有效地反映历史信息,但不可被用来预测未来市场走势;在半强式有效市场上,所有公开可获得的信息(不只是历史信息)都可通过现在的证券价格充分地反映出来;在强式有效市场上,所有信息(包括特殊信息或内部信息)都可通过现在的证券价格充分反映出来。这三种有效市场形式都不能使公司从公开信息中获得超出市场平均水平的超额收益。这方面的实证研究基本上支持弱式有效市场的存在。

在有效资本市场上,证券价格能反映所有可从公开渠道获得的信息。因此,从公开渠道获得的信息数量是决定证券价格的重要变量。一般情况下,公司对信息管理非常谨慎,大量信息都是管理层谨慎研究后才公开的。根据有效市场的定义,证券价格会部分反映管理层选择公开信息的数量和时机,这一结论对于评估内部信息的价值非常重要。Pratt和De Vere研究发现,相对于市场9.6%的年收益率,内部人的年收益率则为27.1%,这一结果显示了非公开信息或内部信息的重要性。

当信息增加使得收入的不确定性下降时,投资者会愿意为之付出费用。因此管理层可以通过公开更多信息来提升公司的市场价值,或者说是降低公司的资本成本。但是企业公开的许多可以提高公司现金流量可预测性的信息,同时也是竞争对手想要的信息。

战略管理理论的研究者对新产品特性、要实现的市场份额、新产品创新、工厂成本和容量等信息的公开进行了讨论。实际上从竞争的角度来看,管理层有时会发现发布的一些误导性的信息反而很有用。因此,对于投资者而言,可更准确预

测现金流量的信息可以提高公司的价值,但这些信息同样也可被竞争对手用来阻止公司实现利润。Bettis认为如果投资者可以从证券市场上获得信息,那么竞争对手也能获得同样的信息。因此,信息是否公开就得在投资者和竞争对手间进行平衡。

这样的信息困境给战略管理提出了一个重要问题。大部分公司都认为重要的信息应当被谨慎对待,因为公开这样的信息会使竞争局势发生变化。但这样的观点忽略了公开信息的作用,因为公开信息可以降低项目的融资成本,换言之,战略管理只考虑了事情的一个方面。

**3. 国际化竞争的矛盾。**现代财务理论认为公司财务管理的目标应当是股东财富最大化,其中股东财富以公司股票的市值来衡量。市值是由有效的证券市场决定的,从微观的角度来看,市值代表了大多数投资者对净现值的期望,是投资者预期的整体反映。

从现代财务理论的观点来看,衡量管理决策的一个重要标准是通过股票市值来看决策是否影响股东财富,因此投资者要求的收益率就显得非常重要。从资源分配的角度来看,建立在股东财富最大化、有效的资本市场和资本资产定价模型(CAPM)基础上的现代财务理论在逻辑上是有说服力的。但它的整体模型和经济实现却在国际化竞争和全球化公司以及相关的公共政策方面出现问题:在国际化竞争中,有些公司会由于东道国经济环境的显著不同而获得显著的优势或处于劣势。比如有些国家的公司比美国公司有着低得多的资本成本,这样的例子还有如日本公司和国有企业(SOE)。

无论是发达国家还是发展中国家,政府都可能会成为一些公司的所有者。政府可能以合伙人的身份拥有公司的部分或全部所有权。由于国家拥有公司并希望使之成为国家政策的工具,因此决策者会对此隐含的政治意义更加关注,反而不太关心对经济效益的影响。换言之,对国家而言,其作为股东所期望的“回报”是政治和经济的集中体现,而不只是纯粹的经济回报。对于一些经济上有困难的公司,政府也会提供一定的资金支持,如美国政府在1977~1980年期间就提供给Chrysler公司超过30亿美元的补贴和贷款。

国有公司、获得补贴的公司和日本公司有一个共同点,即这些公司常愿意并能够接受低于股东财富最大化和有效市场环境下必要的收益水平。这一点在国际化竞争越来越激烈的条件下显得尤为重要。正如Porter指出的:在全球化的产业中,竞争者在全球市场上的定位会影响其在单个国家市场上的战略定位。全球化的产业要求公司在世界范围内协调运营,否则就会在战略上处于劣势。在全球化日益加深的时代,对于公司战略管理面临的这些突出问题,现代财务理论并不能予以解决,因为它关注的是有效市场的财务环境。

Bettis认为两种理论间的种种矛盾需要两个领域的学者通过统一双方术语、互相学习和借鉴来逐步解决。战略管理理论研究吸收了产业组织经济学、营销学和管理行为学等学科的成果,这样的研究有利于从多角度审视管理的各种问题,但由于其缺乏系统的整合,阻碍了战略管理的进一步发展;而现代财务理论所提出的重要理论虽然非常经典和实用,但也需吸收战略管理理论的一些新的研究成果。

## 二、公司多元化、绩效和风险的实证研究

在Bettis提出以上问题之后,现代财务理论和战略管理理论的研究者进行了大量实证研究,这些研究主要是围绕公司多元化如何影响公司绩效和如何降低、消除企业系统风险和非系统风险来进行的。

**1. 公司多元化与绩效关系的研究。**20世纪80年代以前,西方学者对公司绩效的研究多采用财务方法、残值分析法和时间研究法等。1983年,Michael Lubatkin首先提出了多元化类型可能是导致绩效不同的原因。随后各种关于绩效的研究开始蓬勃发展,出现了反常收益分析法、层次分析法、数据包络分析、Logit模型等各种方法。这些研究从各个角度对公司多元化和绩效的关系进行了研究,如产业组织经济学、战略管理理论和现代财务理论。这些研究所得到的一个共同结论是:在其他条件相同的情况下,存在一定产品和市场相关性的多元化比没有相关性的多元化要好。

战略管理理论研究者对公司多元化和绩效的关系进行了理论推导和检验,认为这两者之间并不存在简单的线性正相关关系,而是存在曲线关系,这种曲线呈“U”形。即公司在单一业务和不相关多元化时,绩效最低;当公司进行相关多元化或有限多元化时,公司的绩效最好。正如Hoskisson和Hitt所说,代理行为鼓励企业发展高度多元化,但代理成本会吞噬多元化带来的经济效益,抵消多元化的优势。

近年来,我国一些学者也开始关注公司多元化与绩效的关系。有学者的研究表明,我国上市公司多元化程度在整体水平上与公司绩效ROA在一定显著水平上呈负相关关系,但在多元化程度小于平均水平的分组中,多元化与ROA呈显著正相关关系,而多元化程度超过了平均水平后二者呈显著负相关关系。这与Hoskisson和Hitt研究得出的倒“U”形关系类似。

**2. 公司多元化与风险关系的研究。**在人们关注公司多元化和绩效的关系时,多元化行为是否能真正降低公司风险也是学者们争论的焦点。从现代财务理论角度来看,公司收入的期望方差可以通过充分多元化来实现最小化。也就是说,如果把两种或两种以上相关的收入进行组合,特别当这些收入之间呈负相关关系时,收入的变动方差就会显著下降。当然负相关的例子比较少,但当两种收入的相关性很弱时,即当两种不相关的业务组合时,组合理论预期多元化公司收益的非系统风险会显著下降,这是多种收入的风险平均的结果。因此,当公司的业务越相关时,其收益就会越趋于相同变化,其组合的非系统风险降低的幅度就会越少。支持现代财务理论的学者认为公司多元化与风险之间存在负相关关系。

而战略管理理论的研究者认为,非系统风险和系统风险都可以通过多元化达到最小化,即通过组合具有协同作用的相关业务来实现。它们认为一定程度的多元化会给公司带来协同的好处,如范围经济、共享有效的管理系统以及产生多点竞争的优势,但完全不相关多元化不能产生期望的协同作用,因为不相关多元化的各种业务对业务本身和宏观经济的变动具有高度敏感性,每一个单一业务之间也都缺乏联系,这样使公司各业务之间无法实现资源共享。

在公司多元化和绩效关系研究的基础上,Michael

# 资产证券化会计确认标准探讨

西南财经大学 张晓敏

**【摘要】** 目前,美国财务会计准则委员会(FASB)和国际会计准则理事会(IASB)均采用金融合成分析法对证券化资产进行会计处理。与传统的风险报酬分析法相比,金融合成分析法具有一些优点,但也存在不足。本文就此进行分析,并提出我国资产证券化会计确认的现实选择。

**【关键词】** 资产证券化 会计确认标准 金融合成分析法

对于资产证券化会计确认标准,国际上普遍采用风险报酬分析法、金融合成分析法和后续涉入法三种方法。传统上采用的是风险报酬分析法,但实践证明该方法存在较多缺陷,在此不作过多阐述。国际会计准则委员会(IASC)第62号征求意见稿认为,采用金融合成分析法对证券化资产进行会计确认具有较大的优越性。笔者在此就这一问题作以下分析,并提出我国资产证券化会计确认的现实选择。

## 一、金融合成分析法的优点

1. 证券化资产的会计确认更符合资产的定义。是否进行会计确认不是看与资产有关的风险和报酬是否转移,而是要看对该资产所拥有的权利和所承担的义务是否转移,即对资产带来的未来不确定收益是否具有控制权。资产证券化作为

Lubatkin和Sayan Chatterjee对美国200多家上市公司对多元化和风险的关系进行了研究。他们的研究认为,公司多元化和系统风险与非系统风险之间呈“U”形相关,即相关多元化公司的非系统风险和系统风险最低,单一业务和不相关多元化公司的非系统风险和系统风险最高,垂直多元化公司的风险介于中间水平。

在学者们努力寻求如何解决现代财务理论和战略管理理论之间的矛盾的过程中,一个新的理论逐渐产生,即公司多元化理论。公司多元化理论是战略管理理论的分支,以公司多元化和风险的关系为例,公司多元化理论认为现代财务理论并非不正确,不过它最初是用于评估证券组合风险,而不是为公司经理层服务。当公司业务实现多元化时,经理行为会影响合并后业务的风险,合并后收益的预期方差也不再是合并前各业务收入方差的线性扩展。换言之,现代财务理论基于被动管理的前提,现金流量虽然被合并但不会改变;公司多元化理论假设公司经理可通过主动干预来降低公司风险,这是股东无法做到的。

同时,越来越多的研究发现,系统风险和非系统风险存在某种尚未探明的内在联系,如Miller和Bromiley发现收入的变动与系统风险的相关系数为40,而非系统风险的相关系数为32。在Michael Lubatkin和Sayan Chatterjee的研究中,系统风险与非系统风险之间也具有很高的相关性( $R^2=0.43$ ,  $p <$

一种新兴的金融工具也不例外。金融合成分析法从资产的实质入手,以“可控制”作为确认的标准,这既符合资产的定义又遵循了实质重于形式原则。

2. 提供了全新的研究视角。1998年12月,IASB在第62号征求意见稿中提出了一项新的金融工具初始确认标准:当且仅当成为金融工具合约条款的一方时,企业应在资产负债表上确认一项金融资产或金融负债。该标准强调必须要成为金融工具合约条款的一方并拥有获取金融资产的合同权利时,才予以初始确认,其内涵与金融资产的定义相吻合。对资产证券化而言,只要企业成为资产证券化合约的一方,就应将资产证券化中隐含的各种合同权利和合同义务确认为资产,而不必去辨认难以确定的“相关的所有风险和报酬”是否“实质

0.001)。这为今后进一步探索公司多元化与绩效、公司多元化与风险、系统风险与非系统风险的关系等提供了依据。

综上所述,公司多元化理论的出现,部分解决了现代财务理论和战略管理理论之间的矛盾,特别是关于公司多元化与风险关系的矛盾,但公司多元化理论同时提出,现代财务理论中关于公司多元化与风险的推论并不适用于公司战略管理,当公司实现多元化时,多元化与风险的关系并不遵循现代财务理论的预测,而更符合战略管理理论的研究成果。同时公司多元化理论认为,在系统风险和非系统风险之间存在某种尚未探明的相关性,这使得系统风险和非系统风险之间的关系需要利用若干联立方程才能得到正确表达,不过迄今为止尚未有文献对这种联立关系进行深入的研究,这也给我们今后研究公司风险提供了探索空间。

**【注】** 本文系教育部哲学社会科学研究课题(项目编号为04JZD0018)“经济全球化环境下中国企业集团的成长与重组”部分研究成果。

## 主要参考文献

- ① 蓝海林,李红凯.各种战略学派总览.企业管理,1999;10
- ② 姚俊,吕源,蓝海林.转型时期企业集团多元化、结构与绩效的实证研究.北京:经济科学出版社,2005
- ③ Porter.Competitive Strategy.New York:The Free Press, 1980