



2009年卷 第2辑 (总第16辑)
No.2 2009 (Sum.16)

会计论坛

中南财经政法大学会计研究所 编

Accounting Institute

Zhongnan University of Economics and Law

Accounting Forum



中国财政经济出版社

F230-53
6
:16

2009年卷 第2辑 (总第16辑) No.2 2009 (Sum.16)



Accounting Forum

会计论坛

中南财经政法大学会计研究所 编

Accounting Institute

Zhongnan University of Economics and Law

中国财政经济出版社

图书在版编目(CIP)数据

会计论坛: 2009年卷. 第2辑: 总第16辑/中南财经政法大学
会计研究所编—北京: 中国财政经济出版社, 2010.1

ISBN 978-7-5095-1938-7

I.会… II.中… III.会计学—文集 IV.F230-53

中国版本图书馆CIP数据核字(2009)第239035号

责任编辑: 张从发

责任校对: 颜燕

封面设计: 黄薇

内文设计: 黄薇



中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com>

E-mail: cfeph@drc.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京海淀区阜成路甲28号 邮政编码: 100142

营销中心电话: 010-88190406 销售电话: 027-88071749 88324370

华中科技大学印刷厂印刷 湖北南财文化发展有限公司经销

889×1194毫米 16开 7.25印张 150千字

2010年1月第1版 2010年1月第1次印刷 定价: 16.00元

ISBN 978-7-5095-1938-7/F·1619

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010-88190744

会计论坛

Accounting Forum

2009 年卷 第 2 辑(总第 16 辑)

No. 2, 2009(Sum.16)

中南财经政法大学会计研究所编

Accounting Institute

Zhongnan University of Economics and Law

编 辑:《会计论坛》编辑部

电 话:(027)88386514

传 真:(027)88386515

电子信箱:kjlt@znufe.edu.cn

通讯地址:中国·武汉市·洪山区南湖南路 1 号

中南财经政法大学会计学院

文泉楼南 607 室

邮政编码:430073

本辑责任编辑:冉明东

顾 问

葛家澍	王松年	谷 棋
冯淑萍	刘玉廷	陈毓圭
郭复初	于玉林	杨宗昌
毛伯林	易庭源	边恭甫

编委会

主 任:郭道扬

副主任:罗 飞 汤湘希 许家林

委 员:

郭道扬	罗 飞	张龙平
夏成才	唐国平	许家林
汤湘希	高文进	张敦力
季小琴	王雄元	王清刚
王 华		

编辑部

主 任:冉明东

编 辑:许家林 康 均 唐本佑

目 录

金融危机对公司财务管理理论的挑战与反思	/3
汤谷良 王 珮	
公司社会责任与财务绩效关系研究:基于利益相关者理论	/13
张兆国 尹开国 李庚秦	
IPO 抑价与市场状况、股权结构的实证研究: 基于 A 股市场 2006 ~ 2008 年的经验数据	/25
杨汉明 曾庆华	
产权保护、信贷机会、所有权结构与公司投资: 来自中国制造业企业的经验数据	/37
李青原 陈 超	
管理者过度自信对债务期限结构的影响研究	/53
严 静	
上市公司社会责任信息披露目标研究	/61
邓启稳	
公司盈余质量分析:理论与方法	/75
吴德军	
中国外资并购上市公司法规的演进与解构(1995~2008)	/89
胡 伟	
“管理层讨论与分析”研究:回顾与前瞻	/103
李燕媛	

CONTENTS

- The Financial Crisis' Challenge to the Theory of Corporate Financial Management and the Related Thoughts /3
Guliang Tang , Pei Wang
- Study on the Relationship between Corporate Social Responsibility and Financial Performance Under the Framework of Stakeholder Theory /13
Zhaoguo Zhang, Kaiguo Yin, Gengqin Li
- Empirical Analysis on IPO Underpricing, Market Condition and Equity Structure:
A Research Based on the data in A-Share Stock Market from 2006 to 2008 /25
Hanming Yang, Qinghua Zeng
- Property Institutions, Access to Credit, Ownership and Corporate Investment: Empirical Evidence from Chinese Manufacturing Firms /37
Qingyuan Li, Chao Chen
- The Impact of Managers' Overconfidence on Debt Maturity Structure /53
Jing Yan
- Study on Social Responsibility Information Disclosure Objective of Listed Companies /61
Qiwen Deng
- Analysis of Earnings Quality: Theories and Methods /75
Dejun Wu
- Evolution and Analysis of the Laws and Regulations of Foreign-capital M&A of Listed Companies from 1995 to 2008 in China /89
Wei Hu
- Management's Discussion and Analysis: A Review and Prospects /103
Yanyuan Li

金融危机对公司财务管理理论的挑战与反思

汤谷良 王 珮

【摘要】2008 年下半年起影响全球的金融危机挑战着传统的经济理论,包括公司财务管理理论,同时金融危机也为反思、重构财务管理理论提供了良机。本文在概述当今财务基础理论和内容框架的基础上,集中在理性经济人、有效市场与市价主导、财务风险缺陷、金融创新、漠视商业运营与财务制度等方面反思了财务理论上存在的诸多缺陷和漏洞,并提出一些改进完善与重构的思路。本文认为,建立服务于工商业企业不确定环境下决策与管理实践的财务学科体系是理论演进的基本方向。

【关键词】金融危机 财务基本理论 非理性经济人 财务理论重构

一、问题的提出

金融危机已经在全球范围内蔓延和肆虐了将近两年,不仅使全球资本市场陷入长期低迷的状态,也对各国的实体经济造成了重创。金融危机使得让人迷茫的问题越来越多,但是有个问题是肯定的:全球经济和当今社会始终处于不确定性之中,不能肯定的是不确定性程度。不确定性环境极大地挑战着建立在“理性经济人”和“市场有效”等诸多完美假设基础上现行财务管理理论体系,尤其是主流财务经济学传承了数学和物理学原理而提出十分严谨的财务模型和金融创新工具,而且也质疑着现行财务学科中一度让人们学习、追捧的财务命题与研究结论,诸如股东价值最大化目标、公司市价高低是什么因素决定的?财务风险如何计量与防范?金融工具如何防范风险?财务理念如何创新?对金融

收稿日期:2009-10-09

作者简介:汤谷良,男,博士,对外经济贸易大学国际商学院会计系教授,博士生导师。

王珮,女,中国石油大学工商管理学院会计系讲师,对外经济贸易大学国际商学院在读博士生。

创新是应该采取彻底摒弃的态度还是理性地加以运用?财务理论应该如何服务于公司财务管理实践?财务理论是否需要重新构建?……对这些问题的回答已经变得十分迫切,很有必要进行理论上的梳理,这就成为了本文写作的动机。当然,由于问题的复杂性和宽泛性,本文的实际内容可能更多还是在提出并思考这些问题,至于回答这些问题只能说仅仅是开始。

本文在概览当今财务理论基本框架、命题和理论体系的基础上,针对金融危机的成因与影响,重点从理性经济人、有效市场、财务风险、金融工具、商业运营、财务制度等几个方面反思财务理论存在的缺陷,提出了改进和重构的基本思路。

二、当今公司财务管理学的主要研究议题与理论基础

关于公司财务学,中、英文都有多种表述,如公司理财(Corporate Finance)、公司财务管理(Corporate Financial Management)等。从内容上讲,“公司理财”更多地涉及财务经济学(Financial Economics)的问题,如金融市场、资产定价理论、金融中介、融投资工具及其创新、上市发债、公司并购等。我们提议把其概念定位于“公司财务管理”,理由是这门学科应该立足于非金融企业如何利用财务理论和金融工具实现财务资源的组织、配置对企业价值的影响,包括财务决策、计划、控制、分析等,只有这样才能“公司财务管理”名副其实。这一界定成为本文写作的概念前提。

当然,无论是“公司理财”,还是“公司财务管理”,从学科内容上看,基本是一致的,主要包括资本预算、融资与资本结构、股利政策和并购。公司财务管理涵盖的核心原理应该包括净现值、资本资产定价、马科维茨的资产组合、以MM理论为代表的资本结构和布莱克-斯科尔斯的期权定价模型等。这些财务学核心内容的理论基础尽管比较丰富,但主要还是集中在代理理论(完全合约理论)、理性经济人、有效市场假说、对称信息等理论框架内。可以说没有这些基本理论就没有当今公司财务管理学科体系。

比如,充分有效市场理论是根据经济学中完美市场的假设推导出的财务学的经典理论。如果将“充分有效”视为没有摩擦力的话,则可将财务经典理论视为物理学中没有摩擦力的理论,它是所有理论的基础和标杆。众所周知,充分有效市场理论在财务学、资产定价理论中的运用很广,例如资本资产定价模型和布莱克-斯科尔斯期权定价模型都是在完美市场的条件下推导出来的。还有,在充分有效市场的情况下,公司的融资策略、资本结构、股利策略和收购兼并都与公司市场价值无关,都不会有影响,这就是著名的莫迪格里安尼米勒定理。但是公司财务学并非绝对没有考虑各种“摩擦力”的存在,而是从不同程度和不同角度考虑了市场的“半强”或“弱势”有效性。现行财务学考虑的“摩擦力”主要有税收、信息不对称、代理问题、法律以及非理性的行为。这些内容业已成为财务学理论向纵深发展的标志性成果,但是我们并不能由此否定“有效市场假设”在财务理论构建中的奠基作用。

另外,代理理论的理论基础是契约理论,而信息不对称理论则是以博弈论为基础。契约理论和博弈论都是经济学中比较艰深的理论,多用数学理论推导加以逻辑证明,理论基础比较严谨。同时,二者也都必须是建立在经济活动的参与者是理性的假设之上,所以它们不可能解释所有的财务问题和市场现象。何况被实证模型主导的财务金融理论“已取得了真正的科学突破,比如一般均衡理论、博弈理论、资产组合最优化模型和衍生品定价模型。但任何优点被运用到了极致,都会变成缺点。主流经济学习惯披上数学和物理学的外衣,但这两个学科的严谨,可能会给业外人士——尤其是商业领袖、监管者、政策

制定者——留下一种错误的印象:我们模型得出的结论精确无误。(Andrew, 2009)”

三、现行财务基本理论的缺陷与思考

(一)“理性经济人”假设:无法诠释为什么会发生金融危机

现行财务理论继承了亚当·斯密“理性经济人”的假设,即假定人是完全理性的,追求自身的最大利益是驱动其经济行为的根本动机。因此“理性经济人”命题可以概括为“利己动机+理性行为”。现行财务理论的有效市场假设(Efficient Market Hypothesis,简称EMH),该假设首先也是以“理性经济人”为前提,同时认为:资本市场的股价会反映所有的相关信息,即使股价偏离基本价值,也是因为信息不对称和信息接受过程中短时间内的差异所造成的,随着时间推移和学习曲线效应,投资者对信息的获取越来越充分,股价必定会回归基本价值,所以价格的偏离只是短期的现象。

但金融危机的现实证明了市场上的投资者并非都是理性的,所以在面临不确定的市场和未来时,投资者的情绪、对信息的敏锐度、心理状态和控制的差异都会对最终决策产生决定性的影响。也正是由于人们认知过程中的偏差和情绪等心理方面的原因,致使投资者无法按照理性人的方式做出现行财务理论所假设的最优行为模式。市场的“蝴蝶效应”,使越来越多的人同意从心理学视角诠释金融危机的发生,投资者的“动物精神”、“群体极端行为”是金融危机的主要心理原因。下面分别讨论之:

1.动物精神(Animal Spirit)。人类行为几乎不可能是理性的,而是受到“动物精神”的驱动,从而导致市场的起落。凯恩斯在其传世巨著《通论》中曾说,人们的行为不仅仅受理性指导,也受其动物精神的影响。而今“动物精神”正在由新凯恩斯主义学者发扬光大,并用于解释经济波动。动物精神理论认为尽管人类大多数经济行为源自理性的经济动机,但也有许多经济行为受动物精神的支配:即人们总是有非经济方面的动机,在追求经济利益时,并非总是理性的。人们的理性有可能被动物精神支配。目前的动物精神理论强调了人们在五个方面的非理性动机和行为及其对经济的影响:信心是超越理性、公平心理、腐败和欺诈、货币幻觉、故事传播。诺贝尔奖得主阿克洛夫(G. Akerlof)之类的行为宏观经济学家也必须考虑动物精神,才有可能真正理解经济波动。

2.羊群效应(The Effect of Sheep Flock)。简单说就是根据别人的信息而不是自己的信息做出决策,而不论这种信息是否真实,或者不能确定别人确实比自己掌握更多的信息。在证券市场上,羊群效应是指在一个投资群体中,单个投资者总是根据其他同类投资者的行动而行动,在他人买入时买入,在他人卖出时卖出。导致羊群效应的还有其他一些因素。比如说,一些投资者可能会认为同一群体中的其他人更具有信息优势。羊群效应也可能由系统机制引发。例如,当资产价格突然下跌造成亏损时,为了满足追加保证金的要求或者遵守交易规则的限制,一些投资者不得不将其持有的资产割仓卖出(Philippe, 2005)。这种情况一旦形成就有不断加强的趋势,但如果特别强烈的反向信号出现,又会一次性地扭转整个趋势。

3.群体极端行为(Group Polarization)。这也是发端于心理学的一种行为理论(Moscovici 和 Zavalloni, 1969; Myers 和 Lamm, 1976),主要说明和解释单个个体在全体中交互影响并做出极端(破坏性)举动和决策的现象。运用到证券市场,该理论强调投资者个体行为具有明显的外部性,这会造成外部群体非理性、极端效应,包括投资者之间相互影响、相互依赖、相互刺激的现象,会形成市场上集体疯狂抛售资产的现

象,造成市场恐慌,这种恐慌又会放大个人投资者的预期,进而再次影响到个体行为,对市场震荡推波助澜。这次金融危机的发生、演进过程也进一步证实了这种“群体极端行为”效应的存在及其破坏性。

对于以上这些非理性、极端心理行为,我们该如何认识和面对?我们认为麻省理工学院斯隆管理学院教授 Andrew 的观点为我们指明了方向:“我们可以相信市场在正常时期会合理运行,但如果人类受到极端情绪的支配,动物精神就有可能压倒理性,甚至对于监管者和政策制定者亦是如此。因此,那些无视环境不断变化的一成不变的规则,几乎总是会导致有违本意的结果:那些在危机之后施行的规则,对于正常时期来说可能过于严厉;而那些在长时期繁荣之后被废止的规则,可能会导致未来的过剩。打破这种恶性循环的唯一方法,是承认其根源——适应性行为——并设计出具有同样适应性的监管规则,来中和人类本性的影响”(Andrew, 2009)。当然 Andrew 所谈的是“看得见的手”如何作用以及市场监管如何着力的方向问题。回归财务理论变革,我们迫切需要以“行为财务理论”为基础,继续放松“理性经济人”假定,构建“有限理性和非理性经济人”假设来解释当今财务现象,以提高财务理论应对不确定经济环境下的能力。

(二)证券市场并非充分有效:崇尚证券“市价”还是回归其“内涵价值”

财务学以公司价值最大化为目标,但是财务学者几乎把“公司价值”与“公司股价”等同起来,或者说公司市值(股价)是公司价值最直观的表达。由于这一“等同”理论背景,致使“市价”成为财务决策与评价的主导甚至唯一标准,如:第一,“盯住市价”(Mark to Market)成为公司会计计量基础的主导;第二,市盈率 P/E 或市净率 P/B 等公司估值的基本方法;第三,“市值管理”成为时尚。把股票市值视为上市公司市场规模和业绩水平的唯一参照系,强调股价是公司治理结构、经营管理能力、市场竞争能力等关系到公司发展的一系列因素的综合反映。市值管理引发经营思维、经营内容、公司治理、业绩考核、管理层激励等方面的一系列变化。如此这般把公司价值与股价“等同”财务学说,其实隐含着一个重要前提,即证券市场是充分有效、完美、成熟的市场。

这次金融危机已经再次证明,资本市场的有效性大大折扣。在金融危机这种不确定的经济环境下,市场的失灵使得公司的市场价格严重偏离了其账面价值或内在价值,甚至根本无法在市场上找到可盯住的价格,市价为主导的估价方法在这种不确定性环境下失去了应用前提。也难怪“以市值计价”(Mark to Market)会计准则在此次金融危机中饱受指责,不少人简单地把“Mark to Market”译成“公允价值”,这犯了概念错误。准则将公允价值的确定分为三个层次:(1)交易价格(Mark to Market),即相同资产如果有公开市场的自愿报价,公司应首先选择公开市场报价作为金融工具计价的标准;(2)类似资产报价(Mark to Matrix),即如果本类资产没有公开市场报价,即应采用类似资产的公开市场报价作为金融工具计价的标准;(3)估值技术(Mark to Model),即在公开市场报价缺失的前提下,可以采用估值技术。上述三个层次是依次选用的,即第一个层次的计价条件不具备,才可转用第二个层次的计价方式,如仍不具备,则可选用第三个层次的计价方式。这种结局有市场原因,也有投资银行家转嫁责任与公众视线的动机,其实也是会计准则制定者对资本市场过度有效的预期所致。

基于充分有效市场假设并对市价的过度关注,致使财务理论和实际问题良多:第一,极易导致资产价格和盈利水平的泡沫。当市场震动加剧,价格大幅波动时,如公司的市价突然飙升了 50%,用市值作为计价标准,资产价格飙升,并把这部分增值的价值转变成当期利润,在资产没有变现的情况下,这个利润仅是账面上的“公允价值变动损益”,完全可能成为一种泡沫。这种泡沫肯定会误导投资者、包括管理层本身对自身盈利能力的真实判断。第二,混淆了公司价值的“实质”与“形式”。本质上说,

财务理论上追求的内涵价值,即以未来现金流折现为基础的内在价值。公司的市价应该是内涵价值的表现形式。如果市场充分有效,市价应该等于内涵价值,然而“充分有效”市场假设实在过于苛刻。

所以我们强调财务理论必须盯着“内涵价值”,对于内涵价值的理解就比较统一了。“为谁创造价值?创造什么样的价值?在我们这个商业社会中,财务上所指的价值,就是产生更加明确的现金流入。我们所指的价值包括了现金和现金流量两个方面:一方面,现金是一个企业提供给股东的回报所采取的形式;另一方面,从市场来看,现金流量是一个企业正常运作的标志”(安德鲁·布莱克等,2005)。还有人说:其一,“现金流”理念排斥和否定经营管理中各种命题和概念,这种残酷性在于她的真实性。其二,一切决策和战略必须回归现金流的朴素取向:流向正、流量大、流速快。其三,现金流,尤其是自由现金流量反映了最终可以分配的“现金”,并排除了非经常性的、非主营业务的收入,也扣除了公允价值变动损益形成的“浮盈浮亏”,很好地反映企业的可重复性“经营能力”。

以此为基础,我们特别提倡价值投资与价值经营的理念,强调以(自由)现金折现(DCF)估值技术的使用,从根本上彰显公司价值的本源。何况大批实证研究已经得出结论,不论是在自由发达的资本市场,还是在有一定政策影响下的中国资本市场,DCF估值都能很好地衡量企业的投资价值(韩阅川,2008)。熟悉巴菲特的投资理念的人也都知道,他就是一个彻底的“内在价值学说”的实践者。

(三)风险及其防范:财务风险理论本身存在巨大漏洞

对风险的研究无疑是财务学的灵魂。我们归纳、审视财务理论中有关风险的核心观点与内容应该包括:第一,财务理论上的风险源于数理分析中的“确定性、风险性和不确定性”事件。尽管有时候也强调风险性和不确定性事件的差异,但是在“主观概率”的引导下,几乎把“风险性”和“不确定性”混为一谈;第二,财务理论大都关注着企业流动性风险(偿付能力)及其具体的风险“减低”技术。尽管最近几年金融风险测量技术、计量技术和风险计价、风险防控技术有了很大改进与提高;第三,较为严格地区分系统性风险和非系统性风险。以 β 系数为代表的系统性分析是财务研究的重点,非系统性风险则通过投资组合来“中和”;第四,以经营杠杆系数DOL为代表的经营风险和以财务杠杆系数DFL为代表的财务风险,是对资产负债表左右两边风险的全面考查,但是它们都是着眼于企业内部的成本结构与资本结构;第五,财务理论上对风险防范的对策,集中于资本结构的适当水平与动态调整,另一个就是与证券投资理念相联系的投资组合;第六,在过去10年中,金融风险管理领域发生了翻天覆地的变化。期权定价、德尔塔对冲(Delta Hedging)、风险价值(VAR)等定量工具开始为金融机构广泛应用(Philippe, 2005)。以上这些财务风险理论与技术在数理上的完美几乎无懈可击。

但是针对这次金融危机,我们发现完美的财务风险理论与技术似乎没有任何用武之地。究其原因,财务理论上的风险与风险管理理念、内容和技术存在太大的局限性,单一地从数理去表达、计算和探索风险防范的理论范式本身就存在极大的风险。以期权定价和风险价值(VAR)为例,人们越来越担心,当金融体系受到外部冲击时,这些风险管理工具可能诱发不同的银行采取类似的交易模式,产生所谓的羊群效应,羊群效应会使得众多金融机构同时陷入困境,导致系统风险(Philippe, 2007)。另外,正如巴菲特所言:“个别风险比系统性风险更重要!其实风险是不能分割的。”

所以,我们认为财务风险理论需要多方重构:

首先,概念重构。财务风险一定是一个多视角、多变量、多层次的复合性概念。既有财务“规模”量上的风险问题,也有财务“结构”上的风险问题;既有静态财务风险问题,更多是动态上的财务风险问题;既有财务业务过程管控上的风险问题,也有财务结果上的“偏离预期”风险问题;既有资产负债表风险、

盈利能力风险,更有现金流量表风险;既有企业内部财务风险,也有外部元素导致的财务风险;既有财务数据上的风险,还有财务制度风险(包括制度残缺与制度失灵)。一句话,只有从不同风险要素、风险成因、风险表象、风险层次等方面理解和研究财务风险,才是现实的、理性的财务风险研究理论范式。

其次,风险防范对策的创新。由于“羊群效应”或者“蝴蝶效应”使得非系统性、个别风险也会迅速转化为系统性风险。金融危机过程中所暴露出来的风险,越来越具有系统性,并迅速传递。比如这次在信贷领域里出现的次贷违约,然后传导到资产市场、证券化市场,接着传导到商品市场,传导到整个实体经济和工商企业,传导到全球,表现出非常快的传染和系统性特点。反过来,再看一下现行财务理论倡导的防控风险措施,体现出了太多的分散性,这些工具都分散在财务理论的各个模块、具体的金融工具当中,没有形成综合性、系统性的体系。这就使得财务理论与技术在应对金融风险特别是系统性风险的时候,很难有用武之地。

风险防控对策方面,要特别关注各类风险的组合和匹配。比如在应对此次金融危机的对策方面理论和实践上都有“压缩投资”的建议。其实 Ghemawat(1993)指出,当经济处于低潮时,企业需要衡量不投资带来的竞争地位损失和投资可能会导致财务危机的风险。在经济萧条期间,企业过分强调投资的财务风险,但付出的代价是不投资导致竞争地位下降的风险。投资的财务风险只是未能获得合理的投资收益,而竞争风险是指因投资不足,导致在维持应有的竞争地位方面失败。因此,企业需要平衡财务风险和投资竞争风险。很多企业的脱颖而出和长盛不衰的战略就是“反周期投资”的成功。投资太多盈利能力低的项目和错失获利机会高的项目其实比流动性风险更可怕。

再次,面对巨大的、全球性的系统性风险的时候,旨在分散风险的任何类型的衍生金融工具都逃脱不了,相反这些工具会放大风险,所以原有的衍生金融工具的设计理念必须反思,并适度创新找到新的应对风险的工具。

最后,财务学理论除了制造防范风险的金融工具外,财务学还要立足实用主义立场,探讨和设立一个更有效的以评估企业资产、风险状况的财务预警系统,及时检测企业财务风险,尤其是“扫描”高风险业务活动。

(四)对金融工具及其创新:是彻底摒弃还是理性应用

金融创新作为20世纪财务理论的“突出”成果和理论创新,一直受到理论界和实务界的推崇。但在这次金融危机中颇受“非议”,被认为是导致金融危机爆发的直接诱因。当前关于金融创新的评价学术界有两派观点。新凯恩斯主义认为此次危机是创新过度造成的,应认真反思金融创新。

这次次贷危机发生之前,投资者们疯狂购买存在巨大风险的抵押支持债券(MBS)、债务抵押债券(CDO)、信用违约掉期(CDS)等衍生金融产品,以追逐高额的杠杆收益。这些衍生产品在资本市场上的标价远远超过了其背后抵押物的真实价值,大量的“泡沫”充斥着整个市场。杰里米·西格尔(Jeremy Siegel)认为,全球这场最严重的金融危机的真正原因到底是什么呢?不是华尔街的过度贪婪,也不是市值计价会计方法,真正的原因在于:金融机构以借贷的资金购买、持有大量与抵押贷款相关的高风险资产,以及为其提供保险。具有讽刺意味的是,这些金融巨头没有必要持有这些证券,就只是创造、打包并销售这些证券,他们就已经赚得盆满钵满了。“20世纪90年代初期,在dot-com公司的首次公开募股中,承销股票的机构并不持有那些股票”,西格尔说,“他们迅速将其抛出。但是,面对抵押贷款担保的证券,金融机构却认为,这些证券是优良资产,值得持有。这就是他们的致命错误。”现在不少学者也认同此观点,认为此次金融危机是“金融创新”的风险放大效应。当然,对金融衍生工具的指责早已存在,例

如巴菲特曾在其公司 2002 年度报告中,就提到衍生工具“对交易双方和经济体系来说都是定时炸弹”。

而奥地利学派经济学家罗斯巴德教授和美国的希勒教授则一致认为:各种金融产品的初衷都是为了用来防范或者分散风险的,只不过在金融市场的运行过程中,由于各种各样的问题,使得金融产品又被人们当作赌博的工具进行投机。目前市场上已经有很多的金融产品可以选择,但相对于风险管理的要求来说,还远远不够。最有效的化解风险的方式就是通过持续的金融创新。希勒教授同时还指出:任何金融创新都可能带来负面效果,比如金融市场的过度波动、内幕交易和欺诈、政治不稳定等等。故此“金融创新过度还是金融创新不足”被推到了学术讨论的风口浪尖。

对金融创新应该采取何种态度,我们认为金融创新虽然产生了新的风险,但它们在转移和分散金融风险方面的贡献还是功不可没的。我们不能因为金融创新暂时出现的问题就对其因噎废食,全盘唾弃衍生金融品,彻底否定金融创新。正如学者德曼所言:“问题并不在于创新本身。”故对于金融创新,我们不应对其摒弃,而应理性地加以运用并持续不断地创新,只有这样金融创新才能保持和充满活力,才能发挥其应有的功能。

(五)现行财务理论的研究对象:紧盯企业的资本运作还是顾及商业运营

现行财务理论特别关注证券市场和资本运作。“实际上,Corporate Finance 主要关注的是企业的融资、投资、上市和兼并等决策及其对企业市场价值的影响,在中国惯称为企业的资本运作”(张春, 2008)。这样的话,现行公司财务学就是以上市公司为主体、以资本运作为对象的财务学。当然,我们并非认为以资本市场为背景的财务学就缺乏学科价值,但是这种财务理论有明显缺陷:第一,因为以上市公司为对象的财务理论对非上市公司而言,其适用性是比较差的,而上市公司的数量相对于非上市公司,不是一个数量概念的,很显然,现行财务理论只是关注了重点的少数。第二,现行财务理论将关注的重点集中在资本市场中的投融资决策和股利分配问题上,现实企业内部财务运作和效益问题不可避免的被忽视了。

我们认为现行财务理论是一种忽视企业的商业模式、经营战略、产品经营,紧盯资本运作的理论模式。这一点在此次的金融危机中也得到印证,正是由于财务理论对资本市场的过多关注,使得企业错误地将证券的价格代替公司的真实价值,一味追求其在资本市场上证券价格的表现,并通过在资本市场上的兼并收购等资本运营方式获得非理性的扩张和繁荣,却忽视了对企业内部财务管理和核心竞争力培养等内功的修炼。

很少有人否认公司经营的基本目的在于创造财务上的业绩,公司的成功最终表现在财务上的成功,而财务业绩主要是靠商业市场的客户决定的,但是这一基本主张并不能被贯彻始终,许多著作和管理实践给人们造成了两种极端印象:一种极端是财务业绩完全依赖于公司的运营效率,而另一个极端是经营战略的目标是寻求销售数量 and 市场份额的最大化,并充分满足客户的偏好,好像只要做到了这些就足以产生出一个令人满意的营运结果。前者过分强调了成本,而后者则完全忽视了成本。以“盈利模式(Profit Model)”为例,也是如此。战略上特别关注盈利模式,但是财务理论很少研究盈利模式问题,似乎盈利模式与财务理论无关,即使提到这个概念,也只是轻描淡写,这的确是财务理论的严重缺陷,也难怪不少战略学者总是“讽刺”我们财务学者不懂战略。财务学很需要关注和研究盈利模式,反过来亦然,商业战略理论研究上同样需要用财务理论、理念和工具来夯实对盈利模式问题的研究。因为财务业绩是经营战略的最终标准,提高财务业绩和公司价值的主要手段是能在竞争性商业市场上获得成功。今天的成功取决于过去某一段时间采取的战略,所以创造价值最基本的方法就是识别、评估和采纳

那些创造收益超过资本成本的战略,并且在尽可能长的时间里创造并保持竞争中的优势地位。而衡量战略成功与否的最终标准就是价值是否增值。总之,企业的基本目标也就是经营战略的基本目标,即增强所有者的长期价值。

尽管公司的价值在很大程度上通过金融市场来反映,但是实现企业价值最大化目标还是要看企业能否在商品市场、商业经营上赢得有利可图的客户和产生持续的营业收入,这是实现价值目标的根本问题,也是公司内涵价值概念决定的。可见企业生存的主宰是在金融市场,但是生存的方式、获利的途径则是由商品市场上的表现所决定的,所以财务管理理论必须和公司商品经营战略相联系。

(六)财务技术上的完善与财务制度的进步:不可偏废,必须相得益彰

本文所指的“财务技术”是指财务上投资、融资、股利分配和并购等方面的流程、方法,还有风险监测与防范策略,这类技术问题主要关注公司绩效(Performance Dimension);而财务制度是从制度层面关注财务行为的合规性、合法性、纪律性,这类制度问题关注公司的财务行为合规问题(Conformance Dimension)。在整个企业财务理论框架中,两个维度并不是独立存在的,良好的制度可以有效控制企业各个组织层次的责任履行,从而为财务目标实现提供制度保证。公司财务技术上的完善与制度建设的进步二者要相得益彰才能够确保企业长治久安、不断发展^①。

财务理论的确关注财务的制度问题,尤其是财务治理问题,按照代理理论的分析框架,许多学者对经营者与所有者之间的利益冲突以及如何通过制度安排与机制设计来缓解这种冲突进行了大量的研究。其中,公司治理的核心就是通过制度安排与机制设计来缓解经营者与所有者之间的利益冲突,确保投资者利益不受侵蚀。而内部治理机制又包括董事会构成、经理人薪酬契约、大股东治理和债务融资等方式。Bradley等(2002)指出,尽管经营者不一定会排斥股东利益最大化这一目标,但是他们往往还会去追求受人尊重、掌握权力、接受挑战以及扬名的机会,并且由于掌握着企业的实际控制权,因此有能力去实现私人收益。Denis(2002)指出,经营者与所有者之间主要存在三种冲突来源:经营者维持现有权力的欲望、风险厌恶和对自由现金流的处理方式。对于所有者与经营者之间的利益冲突,财务理论界也普遍认为存在三种解决办法,即通过事前契约安排来约束经营者的行为、监控经营者行为以确保他们遵循股东利益最大化原则、通过激励机制设计将经营者自身利益与股东利益联系起来。由于契约的内生不完全性以及由此引发的交易成本太高等原因,财务学特别强调内部治理机制尤为重要。

然而,近二十年来发生的许多相关政治经济事件(尤其是几次严重的金融危机和大量的公司财务丑闻)已经让越来越多的人意识到这一观点的狭隘和短视。这次金融危机,实际上是经理人对股东、对社会的一种掠夺。沃顿商学院 Jeremy Siegel 教授在谈到“金融危机的原因到底是什么”时认为,最终的责任在于公司的首席执行官,他们没有就抵押贷款证券带来的风险提出足够尖锐的问题。他谈到,他和其他人感到奇怪的是,为什么像雷曼兄弟公司、贝尔斯登公司(Bear Stearns)和摩根士丹利公司(Morgan Stanley)这样的机构,挺过了20世纪30年代情况更为严重的“大萧条”,却在2008年垮塌了。他认为,其中的一个理由在于,当时这些机构都是合伙制企业。在这种组织结构中,合伙人必须用自己的资金承担风险。然而,当合伙制被广泛地改造成公众持股的上市公司时,它们便没有了这样的限制。“当企业是合伙制机构时,你的‘身家性命’都投在了公司里”。西格尔还发现,随着公众持股形式的不断增加,银行还开始进行高回报但风险同样很高的投资。欧洲著名管理学者奥地利人弗雷德蒙德·马

^① 参见:Enterprise Governance: Getting the Balance Right, IFAC, 2002。

利克(Fredmund Malik)近期尖锐地指出:自20世纪90年代中期开始,所有的经济失误都是通过种种方式的公司治理造成的,马利克甚至认为“公司治理”本身也是一个应景而生、经不起推敲的概念^①。

这次危机也宣告了美国体系下投资者靠市场约束经理人的机制失灵,投资者“用脚投票”其实没有判断标准,投资者的盲目使华尔街缺少了约束它的主人,置身事外的政府又长期未实施有效的监督。

在公司治理的研究中财务理论似乎过分强调高管薪酬、股票期权的激励作用。实际上,高管薪酬与一个公司的竞争力并无必然联系,甚至会破坏公司竞争力。由于金融高管有很高的期权收入和收益提成激励,这促使他们为追求短期的高回报,放松了风险管理,大肆放大金融杠杆,最终酿成了系统性风险。而风险的损失,很大程度上由股东和全社会(纳税人)承担了。虽然雷曼兄弟申请破产,但其董事长理查德·富德离职时依然获得了数亿美元的薪酬。美国集团(AIG)的例子也是一个很好的说明,AIG集团在此次金融危机中由于其对信用违约互换(CDS)的内控制度存在重大缺陷,使其确认了110亿美元的巨额损失,公司几乎走到破产边缘。但即使在经济如此衰退、公司陷入困境并已接受政府救助的境况下,公司依然要向管理高层支付高达1.65亿美元的薪酬,可见公司的薪酬激励制度设计存在明显的不合理性,不能单纯依赖畸形的公司内部财务治理和制度安排去解决。

由于“制度是全社会必须普遍遵循的硬性约束,制度并不是政治与经济力量的体现和延伸,而是全社会的文化认同,它的根本使命是制约政治权力和经济强势的泛滥”(姚国华,2007),Jensen(1993)认为,公司治理存在四种基本途径,包括法律与政治途径、内部控制机制、外部控制机制和产品市场竞争。所以金融市场、公司财务的稳定健康发展需要内部治理、外部监管等各类制度形成合力,共同起作用。良好的公司治理结构能够利用这些制度安排的互补性,并选择某种结构来降低代理成本。财务理论研究不能忽视强化法律、政治途径、政府直接干预,以完善公司财务决策行为。

四、基本结论

这次金融危机应该在不久的时间里结束,但是不确定性的经济环境应该成为财务管理的常态。财务管理理论体系需要充分利用这次金融危机作出科学的反思、修正和完善。本文提出的研究结论应该有:继续放松理性经济人和充分有效市场假设,充分考虑非理性和非充分有效证券市场条件下的财务命题;阐明财务价值的实质与形式,关注内涵价值;构造财务风险复合概念,谋求财务风险控制的改进;推进衍生金融品的持续创新;财务理论既要研究公司的资本运作,又要研究企业商业运营和商业模式的价值创造;在继续完善公司治理的财务制度的基础上,探索法律与政治途径完善财务制度,实现财务管理技术与财务管理制度的相得益彰。以上研究结论实质上还呼吁必须采取“多维整合”的研究范式重构财务基础理论、基本命题、管理技术和内容体系,使得财务管理理论在危机中(后)又一次充满生机。

主要参考文献

Jeremy Siegel.2009.金融危机的原因到底是什么? <http://www.knowledgeatwharton.com.cn/index.cfm?fa=Article&arti>

^① 汪洋.2009.公司治理,马利克的另一种看法.财经界(管理学家),8:28~33。

cleid=1978&languageid=5, 2009年2月4日, 2009年9月11日访问。

安德鲁·布莱克, 菲利普·赖特, 约翰·戴维斯著. 2005. 徐海乐等译. 追寻股东价值. 北京: 经济管理出版社, 3。

常清, 陈君. 2009. 公司治理机制失灵导致华尔街危机. 上海证券报, 1月7日。

高汉祥, 万饒. 2009. 应对金融危机发展财务理论促进经济繁荣. 会计研究, 6: 88~90。

韩阅川. 2008. 自由现金流估值法在中国股市应用的有效性研究. 证券日报, 2008年12月14日第A06版。

郎咸平. 2009. 金融超限战. 北京: 东方出版社。

乔治·阿克洛夫, 罗伯特·希勒著. 2009. 黄志强等译. 动物精神. 北京: 中信出版社。

汤谷良, 林长泉. 2003. 打造VBM框架下的价值型财务管理模式. 会计研究, 12: 23~27。

汤谷良. 2002. “安然破产”挑战公司财务经营理念. 会计研究, 2: 37~40。

汪洋. 2009. 公司治理, 马利克的另一种看法. 财经界(管理学家), 8: 28~33。

伍中信. 2005. 现代公司财务治理理论的形成与发展. 会计研究, 10: 13~19。

姚国华. 制度文明重塑现代文明自信. 21世纪经济报道, 2007年03月19日。

张春. 2008. 梯若尔教授《公司金融理论》导读. 河南师范大学学报(哲学社会科学版), 06: 67~69。

Andrew W. Lo. 2009. Why animal spirits can cause markets to break down. Financial Times, July 21.

Bradley, M., Schipani, C.A., Sundaram, A.K. 2002. The Purposes and Accountability of the Corporation in Contemporary Society : Corporate Governance at a Cross-roads. Working paper, Duke University.

Diane K. Denis. 2002. Twenty-five Years of Corporate Governance Research and Counting. Review of Financial Economics, 10: 191~212.

IASB, 2008: Reclassification of Financial Assets: Amendments to IAS39 and IFRS37, <http://www.iasb.org.uk>.

IMF, 2008: Global Financial Stability Report, <http://www.imf.org>.

Jensen. 1993. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. Journal of Finance, Vol.48: 831~880.

Jorion, Philippe. 2005. The Perceived Dangers of Following the Herd/ Financial Times, September 30.

Moscovici S, Zavalloni M. 1969. The Group as a Polarizer of Attitudes. Journal of Personality and Social Psychology, 12: 125~135.

Myers, D. G., Lamm, H. 1976. The Group Polarization Phenomenon. Psychological Bulletin, 83(4): 602~627.

Pankaj Ghemawat. 1993. The Risk of Not Investing in a Recession. Sloan Management Review. 34, No. 2: 51~58.

The Financial Crisis' Challenge to the Theory of Corporate Financial Management and the Related Thoughts

Guliang Tang, Pei Wang

Abstract: The global financial crisis in the late 2008 has challenged the traditional economy theories including the corporate financial management theory. However, we think such financial crisis also provides a good opportunity for our reconsideration as well as reconstruction of the financial management theories. In this essay, we first summarize the framework of the current financial management theories, then focus on the “Rational Economic-man” hypothesis, efficient market and market-price domination, financial risk limitation, financial innovation, disregard of commercial operation and financial system, find the shortages and deficiencies of the financial management theories and finally bring out some thoughts to improve or resolve them. Our basic and primary idea is to establish certain financial study system to support and serve the corporate's management and decision-making in the practical market.

Key Words: Financial Crisis; Basic Financial Theories; Irrational Economic-man; Financial Theories Reconstruction

公司社会责任与财务绩效关系研究： 基于利益相关者理论

张兆国 尹开国 李庚秦

【摘要】公司社会责任与财务绩效的关系一直是公司社会责任研究中颇受中外学者关注的一个热点问题,但至今未形成一致的观点和结论。本文着重运用利益相关者理论,采用规范分析与实证分析相结合的研究方法,在综述国内外相关研究成果的基础上,对公司社会责任与财务绩效的关系进行了理论和实证分析。通过分析,得出了一个基本结论,即公司社会责任对提高公司财务绩效有着积极的影响作用,但公司社会责任的不同种类或维度对公司财务绩效的影响存在差异。这一结论对于建立与公司社会责任相适应的公司治理机制,从而促使公司承担社会责任具有一定的政策意义。

【关键词】利益相关者理论 公司社会责任 公司财务绩效

一、问题提出

自 1923 年谢尔顿(Sheldon)在其《管理哲学》一书中提出“公司社会责任”这一概念以来,学术界和有关组织对何谓公司社会责任提出了诸多不同的解释。但究其内涵却基本一致,即公司社会责任是指公司在对股东承担经济责任(追求股东利益)的同时,也要对债权人、员工、供应商、客户、政府、社区等其他利益相关者以及生态环境承担社会责任。它既包括法律上的社会责任,也包括道德上的社会责任。

收稿日期:2009-09-15

作者简介:张兆国,男,博士,华中科技大学管理学院会计系教授,博士生导师。

尹开国,男,博士,华中科技大学管理学院博士后。

李庚秦,男,华中科技大学管理学院在读研究生。