

现代西方财务理论述评

王永海

一、现代西方财务理论的内容体系

现代西方公司财务管理理论产生于19世纪末期。西方经济学家一般认为,美国人托马斯·L·格林(Thomas L. Greene)在1897年出版的《公司财务》(Corporation Finance)一书,开始了现代西方财务管理理论的系统研究。在以后的近一百年中,现代西方财务管理理论依次经历了筹资理论研究阶段、日常财务管理研究阶段和投资决策研究阶段,最终于本世纪60、70年代形成了以筹资理论、投资决策理论和日常管理理论与方法为主、以公司财富最大化为基本目标的内容体系。

现代筹资理论是建立在资本主义国家中的股份公司组织形式和现代货币金融体系的基础上,它主要解决公司如何充分、有效地利用各种金融工具筹集所需资金,同时,使公司财富最大化等问题。西方公司的筹资分长期筹资和短期筹资两种基本类型。长期筹资主要以普通股筹资、长期负债和优先股筹资为主,此外,还包括期权交易、认股权证书、可调换证券和租赁等筹资方式。短期筹资方式主要包括贸易信贷、有担保短期贷款、存货筹资等。如何选择各种不同的筹资方式及其规模,特别是各种长期筹资方式及其规模,建立公司最优资本结构,从而使公司财富最大化,一直是筹资理论的核心。因此,筹资理论的出发点和最终目的是建立公司最优资本结构。资本结构理论是西方筹资理论的基础。

1953年,美国人拜昂B·哈瓦德(Bion

B·Howard)和米勒·厄普顿(Miller Upton)共同出版了《企业财务基础》(An introduction to Business Finance)一书,使公司财务理论研究转向以日常财务管理理论研究为主,研究的内容包括:预算控制、生产过程中的财务控制、资产和费用的财务控制等。可具体分为存货管理、现金和有价值证券管理以及应收帐款管理。日常财务管理理论以西方企业的现代管理科学,特别是行为管理科学为理论基础,其最新成果集中表现在现金流动预算的风险分析上。

第二次世界大战之后,西方经济学家开始转向公司投资决策研究,并在50、60年代取得了丰硕的成果。著名的代表人物有美国著名经济学家、1981年诺贝尔奖金获得者J·托宾(J·Tobin)、1985年诺贝尔奖获得者F·穆迪格里尼(F·Modigliani)、1990年诺贝尔奖获得者亨利·M·马柯维茨(Harry·M·Markowitz)、W·F·夏普(W·F·Sharpe)和M·H·米勒(M·H·Miller)。他们研究的共同出发点是如何在现有的资源和风险条件下进行有效地投资,以获取尽可能高的投资报酬。J·托宾认为,投资的预计收益具有不确定性,所以,人们经常将财富分别投资在收益率较低而安全性较高,或虽有风险但收益率较高的资产上,以保证其财富增殖在总体上的最大化。这就是说,公司最优资产构成应该包括两种选择,其一是在安全资产和风险性资产之间的选择;其二是在风险性资产之间的选择。他首倡了著名的组合资产选择理论,(the theory of portfolio selection)^①。这种理论打破了风险越高、收益越低的传统观念,认为风险高收益也高。马柯维茨在预期投资收益和风险的计量方面进一步丰富和发展了组合资产选择理论,提出了平均方差分析法或二参数分析法,^②从而为西方公司如何进行有效地投资提供了理论基础。美国

斯坦福大学经济学教授夏普被誉为组合资产投资理论的第二代大师,他继承并发展了马柯维茨的组合资产选择理论,提出了对角模型(Diagonal model),首次将统计学中简单回归分析的Beta系数(β)引入资本资产定价模型(CAPM),用于计量组合资产中单项资产对总体的风险贡献,从而使风险越高收益越大的原则得以量化,使资本资产定价模型(CAPM)在公司投资决策中具有广泛的实用性。^③美国芝加哥大学经济学教授米勒对公司财务理论的贡献最大,其研究范围涉及到公司资产、股息政策、现金管理等各个方面,其中以与穆迪格里尼共同倡导的“穆迪格里尼—米勒模型”(也称MM模型)最为闻名。该模型认为,即使信贷利率上升,但资本成本不变,从而推翻了“低信贷资本成本较低廉”的传统观念,为正确地评估投资预期收益和公司举债经营的绩效提供了科学的依据。此外,米勒教授还在公司日常财务管理方面作了深刻的研究,与另一位经济学家丹尼尔·奥(Derue Orr)提出“现金控制模型”(cash control model),为公司有效地运用“预防动机”的资金提供了具体指南。

西方公司的投资决策,无非是把投资的预期报酬与风险加以综合计算、比较,选择报酬高而又较安全的投资对象。但是,由于投资报酬与投资风险成正比,风险成为投资者取得较高投资报酬必不可少的代价,因而,必须精确地计量投资报酬和风险程度,并在投资风险和报酬之间仔细权衡。现代西方公司的投资决策理论就是建立在上述各经济学家的理论基础之上,围绕着这两个方面展开的。

现代西方财务理论体系除了包括筹资理论、日常管理理论与方法和投资决策理论之外,还包括一些专门的财务管理问题,主要有:财务报表分析、财务计划与预测、公

司合并、剥夺和控股中的财务问题、公司破产和改组中的财务问题、跨国经营中的财务管理以及退休金计划的管理,等等。

综上所述,现代西方财务理论的内容体系以财务决策为核心,以使公司财富最大化为基本目标,主要包括筹资理论、投资决策理论和日常财务管理理论和方法,兼容西方公司的具体财务问题所组成的逻辑严密的理论和方法体系。它既以西方宏观微观经济理论和金融理论作指导,又是西方宏观微观经济理论的具体应用。在一定意义上,可以说是西方宏观微观经济理论和金融理论的延伸和具体化。

二、现代西方财务理论的基本特点

现代西方财务理论适应了西方公司科学管理的需要,解决了西方公司在科学财务管理过程中所遇到的具体问题,发展至今已逐渐演变成相当成熟的理论体系,具有下列四个基本特点:

(一)新古典主义经济理论的强烈影响。新古典主义经济理论认为,资本形成对财富增殖具有重要的推动作用;当可供使用的资源已定时,资源最优配置就显得特别重要;市场—价格机制对资源良好配置起着均衡作用;投资者的行为是一种理性行为;投资者对均衡市场中刺激信号有灵敏的反应。投资者如何为利益所驱使,又如何为成本所约束,在替代物之间作出选择,以获得最大的福利,应该成为经济学家注意的中心点。^④新古典主义经济理论是贯穿现代西方财务理论的一条主线。现代西方财务理论首先以有效性市场假设(EMH)为前提,分析了有效证券市场的均衡状态,同时对资本的价格—市场利率进行均衡分析,并以此为基础探讨了约束投资者行为的资本成本。西方公司的筹资理论直接受到新古典主义资本积累理论的影响,谋求公司对各种筹资方式的合理选择,建立公司最优资本结构。投资决策理论认为,投资者对预期报酬和风险的偏好

(preference)和预期(expectation)是投资者的刺激—反应机制中的两个主要参数;投资者总是回避风险,偏好报酬;在现有的资源成本和风险条件约束下,投资者应该实现投资分散化,对投资方案或投资对象进行理性选择,实现总体上财富最大化。可见,西方公司的投资决策理论直接以新古典主义经济理论为基础。

(二)财务理论趋向数学模型化。例如,经过两代经济学家的努力,组合资产选择理论用数学模型进行定量分析已经相当成熟。马柯维茨认为,投资者的投资目标不应局限于投资报酬的预期价值最大化,而应该是投资者效用函数的预期价值最大化。如果用 U 表示效用, E_p 表示组合资产的预期报酬, σ_p^2 表示组合资产的预期报酬的方差, A 表示投资者的风险回避系数,那么,各投资者都有一个二次效用函数:

$$U = E_p - A\sigma_p^2$$

当 $A > 0$ 时,

$$\frac{\partial U}{\partial E_p} > 0 \quad \frac{\partial U}{\partial \sigma_p^2} < 0$$

$$\frac{d\sigma_p^2}{dE_p} = -\frac{\partial U / \partial E_p}{\partial U / \partial \sigma_p^2} > 0$$

根据上述数学模型,投资者可以确定一组有效组合资产。有效组合资产曲线与投资机会曲线的相交点就是投资者的最优组合资产。

(三)注重公司财务风险和投资风险分析。将风险因素作公司财务决策的主要参数,并对风险程度作精确地计量和评估,这是现代财务理论与传统财务理论的主要区别。现代西方财务理论认为,公司财务风险取决于公司的负债总额,投资风险取决于实际报酬与预期报酬之间的差额。风险程度的大小及投资者的风险回避态度直接影响到公司筹资决策和对资本成本、预期投资收益的评估。为此,西方经济学家详细研究了影响

公司风险的因素、风险的计量、风险与报酬之间的关系、风险与公司资本成本及市场价值之间的关系、资本预算中的风险分析等问题。

(四)对举债经营(leverage)的再认识。古老的西方商人都有这样一个古训,即向他人借债是危险的。十九世纪末所形成的传统观点则认为,借债经营对公司的资本成本和市场价值有有益的影响。举债经营象物理学中的杠杆作用(leverage)一样,对公司的财富增殖有扩大效应。1958年,穆迪格里尼和米勒经过实证研究认为,传统的举债经营观点是不正确的;在不考虑公司所得税因素时,公司的市场价值和资本成本与举债经营是无关的。因为,不管举债经营对利率的影响如何,权益资本化比率的上升都足以抵销使用低成本负债所带来的资本节约额。同时,在存在完全市场和理性投资者的前提下,净经营收益相等的两家公司不可能有不同的市场价值。这就是著名的穆迪格里尼—米勒模型的核心内容。对举债经营的再认识,反映了公司资本构成和财富增殖战略发生了变革。现代财务理论认为,只有使举债经营的边际收益等于边际成本的资本结构才是最优资本结构,才可以使公司财富达到最大化。

三、现代西方财务理论具有内在缺陷

现代西方财务理论建立在西方主要国家的发达金融体系之上。它对世界上大多数金融体系不很发达的国家而言,无论是从其建立的基本前提还是从其本身来看,都具有内在的缺陷。主要表现如下:

第一,现代西方财务理论建立在以下四个基本前提之下,即金融市场极为发达和健全,金融工具非常丰富;生产要素和产品具有“无限可分割性”,各生产单位都能够使用相同的技术;货币与实物资产是完全可以相互替代的以及财务资产具有极大的流动

性。这就是说,现代西方财务理论主要被应用于金融体系极为发达的经济环境中。根据美国著名经济学家雷蒙德·W·戈德史密斯(Raymond W·Goldsmith)的研究结果,只有美国、日本及西欧国家基本上符合上述四个前提。^⑥而在世界上大多数国家中,特别是在发展中国家中,资本市场还不很完善,经济货币化程度还不高,在金融领域中被认为存在着“二元结构”状态:生产要素具有“无限不可分割性”,以资本为例,由于存在着规模经济问题,只有资本投资达到一定的规模,投资者才能取得预期投资报酬,因而,使小部门生产与发达的现代生产在技术运用上存在着很大的反差,对市场的反映也有所不同;在发展中国家里,货币与实物资产只是互补关系,不是替代关系,由于资本市场和商品市场不很发达和完备,企业根本无法根据现金报酬率和资本报酬率来选择实物资产和货币,而必须同时持有货币和实物资产,才能够达到公司财富最大化的基本目标;发展中国家中的财务资产不很健全,即便有也因金融市场不完善而在时间和空间上处于被分割的状态,财务资产的流动能力很低。

第二,现代西方财务理论在理论渊源上沿袭了西方宏观经济学理论中的庸俗一面,从而使财务理论在一定程度上脱离了公司财务活动现实,在理论上打下了庸俗性的烙印。例如,公司资本预算理论主要仍沿袭和应用了凯恩斯的资本边际效率理论。凯恩斯说:“投资之意义,既包括一切资本设备之增益,不论所增者是固定资本、营运资本或流动资本”,^⑦“当一人购买一投资品或资本财产时,实即购买取得此组未来收益之权利”,^⑧“从一种资产之未来收益与其供给价格之关系,可得该类资本之边际效率”,^⑨“当前之实际投资量一定达到一点,使得各类资本之边际效率皆不超过现行利率。”^⑩

简而言之,凯恩斯认为,现有投资规模取决于预期收益和投资成本两个基本因素。由于未来收益具有很大的不确定性,所以,投资者的预期在确定投资规模时起很大的作用。如果按现行利率贴现的未来收益现值之和小于投资成本,则该投资方案是不可取的。凯恩斯的未来收益实际上是资本预算中投资项目的现金流动,供给价格指初始投资额,资本边际效率是资本预算中的内含报酬率。当投资项目的内含报酬率低于现行利率时,该投资项目是不可取的。凯恩斯在分析投资引诱时强调未来收益的风险因素、投资者的投资信心以及投资项目的时点因素,并提出了投资项目评估的方法原则和评估标准,这是凯恩斯资本边际效率理论的贡献。但是,根据凯恩斯资本边际效率理论推演的一套资本预算理论和方法,并不能科学地取舍某一投资项目。首先,资本边际效率理论注重投资收益的增量分析,当各投资方案的投资规模相差悬殊很大时,资本边际效率很高的投资方案往往并不是最优投资方案。其次,依据凯恩斯理论,取舍投资项目的最低标准是现行利率。姑且不论现行利率是否能够准确地反映资本的供求关系,这一投资决策理论仍无法回答米勒教授提出的“利率上升,资本成本不变”的诘难。最后,凯恩斯的资本边际效用理论及其推演的一套投资决策理论和方法,无法回答人们为什么既要保持安全性强但收益较低的资产,又要保持风险程度高收益也高的资产。

第三,现代西方财务理论体系中某一具体的理论模型也并非无懈可击。例如,夏普教授倡导的“资本资产定价模型”(CAPM)被认为是西方财务理论体系的基础理论,它被广泛地应用于资本资产定价、实物资产的风险性投资评估、公司举债经营评估以及证券组合资产管理等各个方面。该模型以组合资产选择理论为基础,并作了以下8个基本

假设:

1. 投资者只关心某一个期间(a single period)的投资报酬;

2. 投资者可用于投资的资本是一定的;

3. 投资者偏好预期报酬率高且其均方差低的组合资产;

4. 投资者总是从风险性组合资产总体来评估预期报酬率及其均方差;

5. 投资者能够以无风险利率借入和贷出资本;

6. 有价证券是在完全竞争市场中被买进和卖出的,并且,没有交易成本(如,佣金费);

7. 所有投资者对自己有价证券的未来报酬都有同样的预期,即所有组合资产的预期报酬率和均方差都是相等的;

8. 税金并不影响投资者对投资项目(方案)的选择。

资本资产定价模型的核心内容是:

1. 有价证券的风险可用Beta系数(β)表示;

2. 有价证券的最低报酬率取决于无风险利率、市场风险报酬和有价证券的Beta系数;

3. 只有在由风险性有价证券组成的组合资产可高度分散化时,投资者才应该持有风险性有价证券;

4. 增加预期投资报酬的唯一途径是承担额外风险。

虽然西方经济学界普遍认为,该模型经受了西方国家历史数据的检验,并在实践中具有重大的实用价值,但是,它在下列几个方面仍有可质疑之处:

首先,该模型是建立在投资者预期的基础上,而投资者的预期是很难计量的,并且,它假设投资者对自己的有价证券有同样的预期,这在现实经济生活中似乎是不合理的。

其次,该模型的核心是风险性组合资产有可能被高度分散化。如果说在金融体系极为发达的国家中尚能如此,那么,在众多的发展中国家或金融体系不很发达的国家中,由于金融市场不完善,财务资产不丰富,可供选择的投资机会极为有限,可高度分散化的组合资产可以说是不存在的。在这种情况下,完全照搬照用资本资产定价模型是不可能的。

又次,资本资产定价模型(CAPM)是一个单一期间模型,而在现实经济生活中大量遇到的是涉及多个期间(multiperiod)的财务决策问题。修正或扩展的资本资产定价模型对多个期间的财务决策是否仍然有效,这在西方经济学界尚未定论。

最后,该模型认为无风险利率指美国政府长期债券利率,并以此计算预期投资报酬率,分析投资风险与报酬之间的关系。事实上,美国政府债券利率一样因利率浮动、货币贬值和报酬率低而遭风险。

四、坚持马列主义,批判、借鉴西方财务理论和方法

列宁指出:“睁开眼睛来看资产阶级科学,注意它,利用它,批判地对待它,不放弃自己完整的和确定的世界观”。^⑩我国是一个社会主义国家,又是一个发展中国家。随着我国社会主义经济进一步发展,我国与西方资本主义国家的经济交往会越来越密切。同时,如何有效地利用我国企业的现有资产,建立最优资产结构,加强企业日常财务管理,以提高企业经济效益,既是完善社会主义制度的客观要求,又是我国经济发展所面临的最重要问题之一。因此,我们有必要运用马列主义的世界观和方法论,系统地研究西方公司的现代财务理论和方法,揭露西方财务理论的内在缺陷,学习、借鉴现代西方财务理论和方法体系中的科学成份。我体会到,批判、借鉴现代西方财务理论和方

法具有如下三个方面的意义:

第一,学习、批判现代西方财务理论和方法,有利于了解西方企业管理机制和宏观经济运行机制,便于理解西方宏观微观经济理论的具体内涵,为进一步扩大对外经济交流,有效地管理、利用外资,积极参与国际经济合作和竞争提供理论基础和具体指南。

第二,现代西方财务理论和方法对完善我国社会主义企业机制,提高企业活力,建立符合我国国情的企业筹资机制和投资机制,也是有借鉴意义的。如,在巩固社会主义公有制的同时,提高企业现有资产的流动性;增加企业可供选择的投资机会,为企业的剩余资金或资源提供基本出路;建立适合我国国情的投资决策理论和方法,努力做到投资决策科学化和民主化;正确地认识和评估我国企业中的经营风险和财务风险,建立科学的企业风险回避方法体系,等等。

第三,批判、借鉴现代西方财务理论和方法,有利于完善我国财经学科的课程设置体系,防止出现我们对西方宏观微观经济理论和西方公司经济活动在认识上脱节的现象。同

时,对于更新和完善目前的《企业财务》课程内容也是有借鉴意义的。

注释:

①详见J·Tobin: Liquidity Preference as toward Risk, Review of Economic Studies, Feb, 1958.

②详见H·M·Markowitz: Portfolio Selection, 1959.

③参见George C·Philipatos: Financial Management Theory and Techniques, 1973年, P440.

④参见谭崇台主编:《发展经济学》,上海人民出版社,1989年版,第116页。

⑤参见〔美〕雷蒙德·W·戈德史密斯著,周朔等译:《金融结构与金融发展》,上海三联书店出版,第28~30页。

⑥⑦⑧⑨〔英〕凯恩斯著,徐毓枏译:《就业、利息和货币通论》,商务印书馆出版,第68、115、115、116页。

⑩《列宁全集》第3卷,人民出版社,1959年版,第581页。

(责任编辑 徐开榜)

(上接第50页)

引自夏皮罗的《宏观经济分析》,1978年英文版,第324页。

⑮冯金华、郭熙保等译:《现代经济学的最新发展》,经济科学出版社,1987年版,第83页。

⑯希克斯:《IS—LM: 一个解释》,载J·费图西(J·P·Fitoussi)编:《现代宏观经济学》,1983年英文版,第49页。

⑰莱荣霍夫德(A·Leijonhufvud):《IS—LM的问题何在?》,载费图西编:《现代宏观经济学》,1983年英文版,第64—90页。

⑱克洛尔:《凯恩斯主义反革命: 一个理论评价》,载哈恩(F·Hahn)等编:《利率理论》,

1985年英文版;莱荣霍夫德:《论凯恩斯学派经济学与凯恩斯经济学》,1965年英文版;巴罗(R·Barro)和格罗斯曼(H·I·Grossman):“收入和就业的一般非均衡模型”,《美国经济评论》1973年3月号。

⑲贝纳西:《市场非均衡经济学》,上海译文出版社1989年,第2—3页。

⑳布劳格:《经济理论回顾》,1989年英文版,第670页。

㉑帕西内蒂:《增长与收入分配》,剑桥大学出版社1947年,第48页。

(责任编辑 傅殷才)