

现代财务学十大难题

□厦门大学 曾小青编译 江西财经大学 袁宗舜教授编校

英国 Richard A. Brealey 教授与美国 Stewart C. Myers 教授合著的《公司财务原理》(Principles of Corporate Finance, 2002年, 机械工业出版社)一书是公司财务原理方面的权威著作之一, 也是一本介绍财务理论与实践的优秀教科书。Brealey 教授曾任欧洲金融协会主席, Myers 教授曾任美国金融协会主席。两位大师在该书对现代财务理论前瞻性地提出了十大极具挑战的领域供后来者探索, 笔者拟对其作一编译, 以使对财务学感兴趣者能直接接触到其理论前沿问题。

一、如何作出主要财务决策?

Arnold Sametz 于 1964 年评论道: “对于重大的非常规财务决策是如何作出的, 我们所知甚少。”这句话在今天仍不失其正确性, 我们了解一些资产评估方面的知识, 但对于产生这些价值的决策, 却不是很清楚。使一家企业作出一项重大决策以及另一家企业拒绝一项重大决策的过程是什么? 为什么一家企业决定举债, 而另一家企业决定发行权益性证券? 如果我们知道企业为何作出某一特定决策的话, 那么我们本可更好地帮助其改进决策。

当面临重大战略决策时, 便显示出我们最大的无知。我们将战略计划描述为“在巨大规模基础上的资本预算”。战略计划试图确定企业的业务范围, 在该业务范围内, 企业拥有最佳长期机会并设计计划以取得成功。但



难于计算重大战略决策的净现值 (NPV)。例如, 考虑一家承诺设计与生产计算机内存的企业, 它的确开始了一项要求在若干年发生资本支出的长期方案。但它无法确认所有的未来项目, 更无须说评估其 NPV 了。相反, 它决定继续经营, 因为电脑内存业务正快速增长, 因为在该业务企业已经进展顺利, 以及因为它有无形资产——或许是专用技术——它认为该无形资产将使其在竞争中具有优势。

战略计划是一种“自上而下”式的资本预算: 你选择所希望进入的业务, 并为其获得成功而发生必需的资本支出。除了采用“自下而上”法来看资本投资之外, 企业以“自上而下”法看资本投资是完全合理及自然的。问题是我们对资本预算过程的“自下而上”法的理解远甚于对“自上而下”

法的理解。

“自下而上”法与“自上而下”法不应成为互相排斥的资本预算方法。它们应是一项完整程序的两个方面。并不是所有的企业都成功地整合了这两种方法。无疑有一些企业这样做了, 但我们真的不知道该怎样做。

我们认为期权定价理论可以有助于揭开某些战略计划之迷。是否真是如此, 我们将拭目以待。

二、什么决定了项目风险和现值?

好的资本投资能带来正的净现值。我们已经详细讨论了如何计算净现值, 但除了说当企业能赚取经济租金时项目有正的净现值之外, 我们未教你如何发现正的净现值项目。但

为什么有一些企业赚取了经济租金, 而同一行业的另一些企业却未赚取经济租金呢? 这些租金只是意外的收益, 还是他们能被预测并有计划地获得? 他们来源于何处? 当竞争降低经济租金时, 他们又能继续多长时间? 当涉及这些重要问题时, 人们所知甚少。

此处有一个问题是: 为什么一些不动产有风险, 而另一些不动产相对更为安全? 我们提出了项目 β 系数差异的一些理由, 如经营杠杆系数的差异, 或者项目的现金流量对国家经济业绩的反应程度的差异。这些均为有益的线索, 但迄今为止我们仍没有评估项目 β 系数的一般程序。因此, 评估项目风险仍是一个凭经验判断的问题。

三、风险与收益——我们遗漏了

什么?

1848年, John Stuart Mill曾说:“很高兴在价值规律领域没有任何东西留待现在或未来的学者去解释, 该理论是完整的。”而当代经济学家并不如此确信。例如, 资本资产定价模型(CAPM)朝理解风险对资产价值的影响方面前进了一大步, 但仍留有許多统计上和理论上的疑问。

统计问题产生的原因在于CAPM难于被最终证明或反驳。它表明低 β 系数股票的平均收益过高(即高于CAPM的预测), 高 β 系数股票的平均收益过低; 但这可能是检验实施方法的问题, 而非模型本身的问题。我们也描述了Fama与French所发现的奇特现象, 即预期收益似乎与企业规模以及股票账面价值与市价之比率有关。无人理解为何会这样; 或许这些变量与变量X——神奇的第二个风险变量——有关, 在对股票进行定价时, 投资者可能理性地将该变量考虑在内。

与此同时, 学者们在理论前沿努力耕耘。我们讨论过其中的一些研究。这里顺便再举一例。假定你喜爱精美的葡萄酒, 则你购买著名的生产葡萄酒的葡萄种植园的股票是有价值的, 即使这样做耗费了你的一大笔个人财富并导致一个相对不可分散的投资组合。然而, 你进行套期保值以防美酒价格上涨; 你的爱好将使你在牛市中为酒花费更多, 但你在葡萄种植园的股票将使你变得相应地更加富裕。从而你有一条好的理由持有相对不可分散的投资组合。我们不应预期你会为投资组合所承担的不可分散风险而要求收益。

一般而言, 如果两人偏好不同, 那么他们持有不同的投资组合是有意义的。你可能将消费需求以生产葡萄酒的投资来套期保值, 而别人可能更喜爱投资于艺术方面。CAPM并不足以解决这类问题。它假定所有投资者具有相同的偏好: “套期保值动机”不会出现, 从而他们持有相同的风险资产投资组合。

Merton将CAPM拓展至包含套期保值动机。如果足够多的投资者正试图对相同东西进行套期保值, 则该模

型包含了更为复杂的风险——收益关系。然而, 迄今为止仍不清楚什么人对什么东西进行套期保值, 因此, 该模型仍难于检验。

因此, CAPM不是由于缺乏竞争而存续, 而是由于竞争过度而存续。存在太多合理的风险计量方法, 并且关于什么是未来发展的正确方向到目前为止尚未达成共识, 如果我们放弃 β 系数的话。

同时, 我们必须正确认识CAPM: 联系风险与收益的一种不完整但极有用的方法。亦应认识到: 该模型的最基本信息, 即可分散的风险并不重要, 已几乎为每个人所接受。

四、有效市场理论之例外有多重要?

有效市场理论是强有力的, 但没有任何理论是完美的; 必定存在例外。这些例外是什么呢? 其证据能在多大程度站得住脚?

我们留意到一些明显的例外。例如, 我们发现刚上市企业的股票在随后五年内的运作平均差于市场。现在这可能只是一种简单的巧合。(越多的研究人员研究股票绩效, 他们可能发现越奇特的巧合。)或者说, 这可能意味着股票市场是无效的, 以及在其首次公开发行(IPO)中投资者已持续高估了股票的价格。当然, 我们不能期望投资者永不犯错。如果在过去错误地对IPO进行了估价, 则有意义的是看他们是否从其错误中吸取教训并在将来正确地对这类股票进行估价。

如果股票被公允地定价, 那么将无法轻易地获得超额利润。这就是为什么绝大多数市场效率检验分析是否存在能产生更佳投资绩效的简单法则。遗憾的是, 其逆命题并不成立; 股票价格可能严重偏离其公允价格, 且难以获得超额利润。

例如, 假定IBM的股票价格总是等于其公允价格的一半。只要IBM股票价格被持续低估, 则其资本收益率与股票总价按公允价格出售的资本收益率相同。当然, 如果IBM股票被低估, 相应地你的资金将获得更多的未来股利, 但低收益率的股票不会对总收益造成较大的差异。因此, 尽管大量证

据表明难以获得高回报, 我们对股票必定被公允定价的假设应谨慎对待。

一些研究人员认为有效市场假设忽视了人类行为这一重要方面。例如, 心理学家发现: 在预测未来时, 人们倾向于过分重视近期事件。假如真是这样的话, 我们可以发现投资者易对新信息过分反应。有意义的是看这类行为观测数据在多大程度能帮助我们理解明显的例外。

五、管理当局是表外负债?

封闭式基金的唯一资产是普通股股票的投资组合。人们可能认为如果你知道这些普通股股票的价值, 那么你也知道了该基金的价值。然而, 事情真相并非如此, 封闭式基金的股票经常按远低于基金投资组合的价值出售。

除了这可能只是冰山一角外, 一切都可能无关紧要。例如, 不动产股票的售价似乎低于企业净资产市价。在20世纪70年代后期和80年代早期, 许多大型石油公司的市价低于其石油储量的市价。分析师开玩笑说在华尔街可以买到比德克萨斯西部更便宜的石油。

所有这些均是有可能比较整个企业的市价与其单项资产的特例。但或许如果我们能观察到其他企业每一部分的价值的话, 则我们可以发现其整体价值经常低于各部分价值之和。

我们不理解为什么封闭式投资公司或任何其他企业按其资产市价的某一折扣率出售。一种解释是管理当局创造的价值低于管理当局的成本。那就是我们认为管理当局可能是表外负债的理由。例如, 如果投资者预期来自石油产品的利润浪费在负的NPV投资及专制行为之中, 则可以解释石油公司的股票按地下所储存的石油的某一折扣率出售的行为。增长机会的现值(PVGO)为负数。

无论企业在什么时间计算项目的NPV, 他们都隐含假定整个项目的价值简单地等于各年现金流量的价值总和。我们将这称为价值守恒定律。如果我们不能依赖该定律的话, 则冰山一角将变成棘手问题。(待续)