

现代财务学的学科性质、分析框架和发展规律

张兆国¹, 张五新², 江厚锋¹

(1. 华中科技大学 管理学院, 湖北 武汉 430074; 2. 湖北经济学院 会计学院, 湖北 武汉 430205)

[作者简介] 张兆国(1956-), 男, 湖北宜昌人, 华中科技大学管理学院会计系教授, 主要从事公司资本结构、公司财权安排与公司治理结构研究; 张五新(1967-), 男, 湖北汉川人, 湖北经济学院会计学院会计系副教授, 华中科技大学管理学院博士生, 主要从事行为财务研究; 江厚锋(1979-), 男, 湖北红安人, 华中科技大学管理学院会计学系硕士生, 主要从事会计学研究。

[摘 要] 现代财务学的学科性质、分析框架和发展规律均属于现代财务学的方法论问题。明确这些问题, 不仅有助于我们深入地理解现代财务学的理论知识, 正确地把握现代财务学发展的脉络和趋势, 而且有助于我们学习现代财务学提出问题、研究问题和解决问题的方法。作为现代经济学的一个分支, 现代财务学采用由研究基点、假设条件、理论依据、理论模型、经验实证和分析工具等要素构成的分析框架, 具有强调实际应用导向、重视实证研究、倾向数学化、耦合技术分析与制度分析等规律性。

[关键词] 现代财务学; 学科性质; 分析框架; 发展规律

[中图分类号] F234.4 [文献标识码] A [文章编号] 1672-7320(2006)05-0697-05

现代财务学产生于 20 世纪 50 年代。在此以前, 财务学对企业财务行为的研究主要建立在经验判断的基础上, 是一种规范性的描述, 缺乏科学的分析框架和研究方法, 不可能形成完整的理论体系^[1] (第 167 页)。20 世纪 50 年代, 诺贝尔经济学奖获得者莫迪格莱尼和米勒 (Modigliani and Miller, 1952) 共同提出的资本结构与企业价值无关理论^[2] (第 261-297 页), 标志着现代财务学的诞生。从此, 财务学才步入了实证科学的领域。经过半个世纪的发展, 现代财务学的学术研究日益科学, 理论体系也日臻成熟。现代投资组合理论、现代资本结构理论、资本资产定价模型、有效资本市场理论、期权定价理论等理论构成了现代财务学的核心内容。现代财务学的发展对金融市场和企业财务实践的发展产生了重大而深远的积极影响。

在现代财务学的发展过程中, 现代财务学的方法论起到了举足轻重的作用。现代财务学的方法论是指对现代财务学的方法进行理论探讨的一门学说, 它是现代财务学理论形成和发展的基础。现代财务学的学科性质、分析框架和发展规律都属于现代财务学的方法论问题。明确这些问题, 不仅有助于我们深入地理解现代财务学的概念和理论体系, 正确地把握现代财务学发展的脉络和趋势, 而且更重要的是有助于我们系统地学习和掌握现代财务学提出问题、研究问题和解决问题的方法。

一、现代财务学的学科性质

从理论渊源上看, 我们认为现代财务学应该是现代经济学 (包括理论经济学和应用经济学) 的一个分支^①。这不仅是因为现代财务学的发展深受经济学发展的影响, 也不仅是因为现代财务学的发展对

经济学的发展作出了巨大的贡献^②,更是因为这两门学科的研究对象具有共同性和相融性。正如毛泽东曾在其《矛盾论》中所指出:“科学研究的区分,就是根据科学对象所具有的特殊的矛盾性”。

经济学的研究对象是什么?经济学界虽有不同的看法^[3](第 85 页),但把它概括为“人类的社会经济活动”却是基本一致的^[4](第 20-21 页)。问题是如何看待人类的社会经济活动。我们认为,人类的社会经济活动具有二重性:一方面是物质生产活动,它体现了人与物的自然关系;另一方面是社会交往活动,它体现了人与人的社会关系,由此便决定了经济学理论分析角度和具体研究对象的差别,从而形成了不同的理论学派。新古典经济学着重从技术层面,把人与人的社会关系视为外生性变量,从人与物的自然关系方面来研究人类的社会经济活动,从而提出解决经济问题的最优边界。而新制度经济学则着重从制度层面,把人与物的自然关系视为外生性变量,从人与人的社会关系方面对人类的社会经济活动进行研究,从而解决在多大程度上达到解决经济问题的最优边界。

现代财务学的研究对象是现代市场经济条件下的企业财务经济活动,包括筹资、投资、融资、收入、分配等具体财务经济活动。它是人类社会经济活动的重要组成部分。从现象上看,企业财务经济活动似乎只是钱与物的交换,反映了人与钱、物的关系,但实质上体现了企业与各利益相关者的经济利益关系。

由上述可见,现代财务学的研究对象与经济学的研究对象具有高度的同质性和相融性。所以,现代财务学是现代经济学的一个分支。伍中信(2002)认为,现代财务学是“研究资本市场条件下,企业在当前和未来可能的活动中获取资源和使用资源,以使企业价值增值的一门经济学”^[5](第 2 页)。正是从这种意义上看,有许多学者把现代财务学称之为“现代财务经济学”。

二、现代财务学的分析框架

明确了现代财务学是现代经济学的一个分支之后,我们纵观现代财务学的发展过程便不难发现,现代财务学中的不同学派、不同理论所研究问题的范式都基本上是基于现代经济学的分析框架^[6](第 33 页)。现代经济学作为一门实证的科学,其分析框架一般由研究基点、假设条件、理论依据、理论模型、经验实证、分析工具等要素构成^[7](第 1-12, 103-125 页)。下面主要以现代资本结构理论为例,说明这种分析框架在现代财务学中的应用。

1. 研究基点。在理论研究中,选择什么理论作为研究现实问题的“基准点”或“参照系”,是首先需要解决的问题。作为研究基点的理论,其重要性并不在于它是否准确地解释了客观现实,而在于它为人们更好地解释客观现实提供了一般性的指南或思路。例如,现代资本结构理论研究资本结构如何影响企业价值的基准点,就是 1958 年莫迪格莱尼和米勒共同提出的资本结构与企业价值无关理论。正如瑞典皇家科学院教授本策尔在 1985 年诺贝尔经济学奖颁奖盛会上所说:“仅在莫迪格莱尼和米勒提出他们的定义后,在这个领域中才出现了比较严格的理论成果。莫迪格莱尼和米勒把财务政策放在财务—市场均衡理论中考虑,为在此领域中继续进行研究提供了一般性的指南”^[8](第 61-62 页)。此后,权衡理论、米勒模型、资本结构契约理论(包括激励理论、信号传递理论和控制权理论)、以产品和要素投入市场相互作用为基础的资本结构理论、行为资本结构理论等资本结构理论都是从这一基准点出发,逐步放松该理论的假设条件,并纳入到资本结构研究当中,从而使现代资本结构理论日益贴近客观现实^[9](第 38-41 页)。

2. 假设条件。它是指人们对某种行为、现象或事件作出合理的、推测性的解释。假设条件的设定是一个由具体到抽象的过程,即从对各种现象的分析和归纳中,舍去次要的事实或关系,抽象概括出主要的事实或关系,作为理论推导和逻辑演绎的起点。可见,假设条件是我们从实际出发研究问题的“视角”。在现代财务学中,主流财务理论研究问题的基本假设主要有两个:一是有限理性的“经济人”;二是有效资本市场。这两个基本假设又可以合乎逻辑地派生出一些其它假设,如股东财富最大化、信息不对

称分布、机会主义行为、合约不完备性等。例如,现代资本结构理论就是基于这些假设条件,把所研究的问题集中在:资本结构的选择如何影响经营者和投资者的行为,从而影响企业价值。

3. 理论依据。在理论研究中,无论是假设的形成还是理论的演绎都离不开已有理论的支持。这就是理论的继承性。它是理论研究与发展的基本特点之一。从企业财务学的发展过程看,经济学历来是企业财务学的最重要的理论基础之一,企业财务学的每一次重大发展或突破,无一不与经济学的发展相联系。例如,现代资本结构理论的不断完善和发展就是以现代经济学为重要学术背景的。具体表现在:MM理论、权衡理论和米勒模型基本上是以新古典经济学为理论基础;资本结构契约理论主要是以信息不对称理论和新制度经济学为理论基础;以产品和要素投入市场相互作用为基础的资本结构主要是以产业组织理论为理论基础;行为资本结构理论主要是以行为经济学为理论基础。

4. 理论模型。它是指在人们思想中建立的关于解释客观现实的理想化形象,是一种思想实验的产物,即理论结论。在财务理论研究中,绝大多数理论模型都是用数学模型来描述的。数学模型是最严格的形式逻辑。但是,在将理论模型数学化时要特别注意两点:一是模型不能太复杂,以便节约信息;二是模型不能太偏离客观现实,以便对客观现实有足够的解释和预见能力。

5. 经验实证。以上4个要素构成了实证研究中的理论实证。所谓理论实证,就是以从客观现实的分析和归纳中概括出来的一些基本假设作为逻辑分析的起点,然后在此基础上进行逻辑演绎,推导出一些理论结论。但是,这些理论结论对解释客观现实的真实性和有效性还要通过经验实证来检验。经验实证是实证研究中的另一种方式,它是指通过对大量事实或数据的统计、分析和处理,对理论实证所得出的理论结论进行检验的过程(即证实或证伪的过程)^③。只有不被经验现象证伪的理论,才是正确的理论;如果是被经验现象证伪的理论,就要修正原来的理论假设,重新进行理论研究;如果是暂时不能被经验现象证伪的理论,就不能阻碍人们把它当作正确的理论加以运用,直到证伪为止。现代财务学中的投资组合理论、资本资产定价模型、有效资本市场理论、期权定价理论、资本结构理论、金融中介理论、市场微观结构理论等理论,都是经过许多经济学家和财务理论专家经验验证的,而且都是在诸多能够解释相应现象的理论中影响较大的。

6. 分析工具。在现代财务理论研究中,无论是理论实证还是经验实证都离不开一定的分析工具。这些分析工具大多是采用数学(包括统计学)方法。在理论实证中,现代财务理论几乎都是用数学模型来描述的。在经验实证中,对现代财务理论的检验都基本上是采用以统计计量方法为基础的方法,如事件检验法、长期业绩检验法等^④。在现代财务理论研究中广泛地使用数学方法,有助于我们更严格、更精练地阐述和表达财务理论及观点,更深入、更系统地分析错综复杂的财务行为及现象。可以说,如果现代财务学不成功地运用数学,就不可能成为现代意义上的财务学。但是,财务学毕竟不是数学。在财务理论解释并指导财务实践的过程中,数学只是一种工具或一种逻辑语言,绝不可能取代任何理论思想及其作用。目前,有一些学者忽视财务理论的作用,片面地追求复杂而艰深的数学模型,以为数学模型就是财务理论。如果数学模型与客观现象不一致,则这样的模型充其量是一种数学游戏,不能称之为财务理论。

三、现代财务学的发展规律

现代财务学的发展规律是指现代财务学发展过程中的本质联系和必然趋势。总结并预见现代财务学的发展,它具有如下规律性:

1. 强调实际应用导向。现代财务学作为应用经济学的一个分支,强调理论研究要适应企业财务实践的发展和外部环境的变化,注重理论成果的实际应用。如前所说,权衡理论、米勒模型、资本结构契约理论、以产品和要素投入市场相互作用为基础的资本结构理论、行为资本结构理论等资本结构理论,都是放松MM理论的某些假设条件并作为内生性变量纳入资本结构研究之中的结果,这就反映了

现代资本结构理论的发展与现实经济生活的联系越来越密切。投资组合理论、资本资产定价模型、期权定价理论、有效资本市场理论等其它财务理论的发展也是这样。所以,现代财务学的发展对金融市场和企业财务实践的发展起到了积极的理论指导作用。

2. 重视实证研究。现代财务学作为一门实证的科学,特别重视从企业 and 市场实际出发的实证研究,依赖于实际数据的支持和检验。所谓实证研究,就是对客观事物“实际是什么”的分析和陈述。它是现代财务学的基本方法,包括两个相互联系、相辅相成的部分或阶段,即理论实证和经验实证。事实上,上文所论述的现代财务学的分析框架就是建立在这种研究方式的基础上的。

3. 倾向数学化。与其它学科相比,现代财务学更倾向于数学化,以便使财务理论更准确、更严谨。其原因也不难理解,由于企业财务涉及数字、方程式以及财产的现值问题,因此为了正确地加以计算,对定量分析技术的要求不仅现在很高,而且将来也一定会更高。正是从这种意义上看,麦金森(Meggison, 2002)认为,“财务学是一门定量学科”^[10](第 27 页)。

4. 紧密联系经济学。当然,现代财务学与会计学、管理学、社会学等其它相关学科也有着密切的联系。但相比之下,现代财务学与现代经济学的联系更紧密,尤其是注重吸收现代经济学的最新成果来充实和发展其理论。

5. 耦合技术分析 with 制度分析。从总体上看,现代财务学自形成以来,基本上是以新古典经济学为理论基础,把“制度”作为外生性变量,着重从“技术层面”对企业财务经济活动进行研究,从而提出解决企业财务问题的最优边界。现有的国内外财务学教科书几乎都是连篇累牍的财务计量技术和财务方程式及其推导,而很少涉及企业财务经济活动中的制度安排问题。可见,这样的财务学实际上是“计量财务学”。它只是体现了企业财务经济活动的自然属性和计量属性,而忽视了制度环境和各利益相关者对企业财务经济活动和财务政策设计的影响,没有考虑企业财务经济活动的社会属性即财务关系。在现代市场经济条件下,企业本质上是各利益相关者缔结的“一组契约”^[11](第 305-360 页),影响企业财务经济活动及其效果的关键性因素不是各种技术方法,而是各种制度因素。从这种意义上看,企业理财是一种制度性理财^[12](第 40-41 页)。有鉴于此,李心合(2003)将新制度经济学用于现代财务学的研究,创造性地提出一个如何从“制度层面”研究企业财务经济活动的理论与概念框架^[13](第 22-62 页)。我们把这样的财务理论研究称之为“制度财务学”。所以,随着现代市场经济的规范化发展以及新制度经济学在财务理论研究中的广泛运用,现代财务学发展的一个重要趋势就是技术分析 with 制度分析相耦合,即现代财务学既从“技术层面”又从“制度层面”对企业财务经济活动进行研究,从而既解决财务资源配置的最优边界问题,又解决在多大程度上达到最优边界的问题。现代资本结构理论中的资本结构契约理论便预示了这一趋势。

注 释:

- ① 也有一些学者认为,现代财务学属于管理学门类。其主要理由是在国内外大学中现代财务学通常设在管理(商)学院。我们认为,这种理由是站不住脚的,因为学科体系与课程体系是不同的,学科体系中的各门学科是按其理论与方法来建立的,而课程体系中的各门课程则是按培养目标来设置的。
- ② 例如,莫迪格莱尼和米勒获得诺贝尔经济学奖的主要理论是 MM 理论、马科维茨获得诺贝尔经济学奖的主要理论是证券投资组合理论、夏普(Sharpe)获得诺贝尔经济学奖的主要理论是资本资产定价模型、斯科尔斯(Scholes)获得诺贝尔经济学奖的主要理论是期权定价理论等,现代财务理论都是对经济学发展的重大贡献。这同时也是现代经济学研究范围迅速扩充的结果。
- ③ 经验实证是对理论结论的检验,同时也是对假设条件的检验。这是因为:把理论结论与经验证据加以比较,如果两者相符,则理论结论成立,从而假设条件亦受到检验;如果两者不符,则理论结论不成立,从而假设条件也可能遭到否定。
- ④ 事件检验法和长期业绩检验法都是根据计量经济学和统计学原理构造的计量模型,选用符合统计要求的大样本数据,检验已有的公司财务理论假设,从而判断理论模型是否或多大程度符合和诠释了实际公司财务现象。

[参 考 文 献]

- [1] 贝多广. 证券经济理论[M]. 上海:三联书店, 1995.
- [2] Modigliani & M. H. Miller. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment[J]. American Economic Review, 1958, (6).
- [3] 朱成全. 经济学方法论[M]. 大连:东北财经大学出版社, 2003.
- [4] 张曙光. 制度·主体·行为[M]. 北京:中国财政经济出版社, 1999.
- [5] 伍中信. 高级财务管理论[M]. 上海:立信会计出版社, 2002.
- [6] [英]包勃·瑞安, 罗伯特·斯卡彭斯, 迈克尔·西奥博尔德. 财务与会计研究:方法与方法论[M]. 阎达五, 等译. 北京:机械工业出版社, 2004.
- [7] 林毅夫. 论经济学方法[M]. 北京:北京大学出版社, 2005.
- [8] 王宏昌. 诺贝尔经济学奖获得者讲演集[M]. 北京:中国社会科学出版社, 1994.
- [9] 张兆国. 中国上市公司资本结构治理效应研究[M]. 北京:中国财政经济出版社, 2004.
- [10] [美]威廉·麦金森. 公司财务理论[M]. 刘明辉, 等译. 大连:东北财经大学出版社, 2002.
- [11] Jensen, M. & W. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure [J]. Journal of Finance, 1976, (3).
- [12] 张兆国. 现代企业财务管理的三大新变化[J]. 财会月刊, 2005, (5).
- [13] 李心合. 利益相关者财务论[M]. 北京:中国财政经济出版社, 2003.

(责任编辑 邹惠卿)

Modern Finance: Subject, Framework & Rules

ZHANG Zhaoguo¹, ZHANG Wuxin², JIANG Houfeng¹

(1. Management School, Huazhong University of Science & Technology, Wuhan 430074, Hubei, China;

2. Hubei College of Economics, Wuhan 430205, Hubei, China)

Biographies: ZHANG Zhaoguo (1956-), male, Professor, Huazhong University of Science & Technology, majoring in capital structure, ownership arrangement and corporate governance; ZHANG Wuxin (1967-), male, Associate professor, Hubei College of Economics, majoring in behaviour finance; JIANG Houfeng (1979-), male, Graduate, Huazhong University of Science & Technology, majoring in accounting.

Abstract: The subject character, analytical framework and rules are all the methodology of modern finance. Understanding these questions will not only be helpful to deeply understand the theoretical knowledge of modern finance and exactly grasp the rules and tendency of modern finance, but also be useful to study the methods of putting forward questions, studying questions and solving questions in modern finance. This paper thinks that modern finance is a branch of modern economics. The elements of modern finance which include the studying foundation, hypothesis conditions, theoretical basis, theoretical model, experimental empiricism and analytical instruments built the analytical framework. There are also rules which emphasize practical direction, focus on empirical study, trend to mathematics, analysis associative technology and institution in modern finance.

Key words: modern finance; subject character; analytical framework; rules