

汪平 / 著

财务理论

「修订版」

CORPORATE FINANCE THEORY



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

汪平 / 著

财务理论

「修订版」

CORPORATE FINANCE THEORY

图书在版编目 (CIP) 数据

财务理论 / 汪平著. —修订版. —北京: 经济管理出版社, 2008.6

ISBN 978-7-5096-0233-1

I. 财... II. 汪... III. 财务管理 IV. F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 053931 号

出版发行: 经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话: (010) 51915602 邮编: 100038

印刷: 北京晨旭印刷厂

经销: 新华书店

组稿编辑: 张永美

责任编辑: 张永美

技术编辑: 蒋 方

责任校对: 超 凡

787mm×1092mm/16

36.75 印张 845 千字

2008 年 6 月第 2 版

2008 年 6 月第 2 次印刷

印数: 1—3000 册

定价: 69.00 元

书号: ISBN 978-7-5096-0233-1/F·229

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部

负责调换。联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

修订版序

写《财务理论》这样的一本书，很自然地要想到一个问题，就是：公司理财学是一门独立的学科吗？它的独立与否的标志是什么呢？想到这个问题，我自然地又联想到经济学发展历史中著名的关于“经济学是否是一门科学”的争议。缪尔达尔认为，经济学是对人的行为的研究，这类研究势必会伴随着时间和地点的变化而变化，获得放之四海而皆准的所谓真理是几乎不可能的。著名经济学家罗伯特·索洛也持同样的观点。作为该论点的反对派，萨缪尔森和弗里德曼反驳了这一论点，强调了经济学的科学性质。弗里德曼还说了如下一段极为经典的话：“经济学是一门迷人的学问。而最令人着迷的是，它的基本原理如此简单，只要一张纸就可以写完，而且任何人都可以理解，然而，真正理解的人又何其稀少。”^①伟大的经济学尚且存在如此质疑和争议，对公司理财学是否是一门独立的学科进行深究似乎完全没有理由了。

1958年，对于公司理财学来讲，是一个不容忽视的年份。在这一年的6月，米勒教授和莫迪格莱尼教授在《美国经济评论》杂志上联名发表了一篇文章，即《资本成本、公司理财与投资理论》。这篇文章的发表后来被理财学界认定为标志着现代理财学的诞生，理财学实现了由“传统”向“现代”的华丽转换。从20世纪50年代开始，越来越多的学者沿着米勒、莫迪格莱尼两位教授指引的道路向前迈进，不断地推动着理财学的发展。

根据迈克尔·J.巴克利（Michael J.Barclay）等人的说法，在美国的商学院里，公司理财学作为一门课程，已经开设几乎100年之久了。“在过去的几十年中，金融经济学家试图将公司金融转化为一门科学化的学科，其正规的知识体系都经过实证研究和公司行为的检验。判断理论的意义在于理论与现实的一致性——以及理论预测实际行为的能力。但是……很难建立起实证检验以对理论给予充分的支持，显示出其与竞争性理论的差异。”^②郎咸平在公司财务理论的研究中，也深切地体会到了对财务理论进行实证检验的困难。他说：“公司财务中较受重视的理论反而是以逻辑推演为主，而不以数学推导为主……投资学的实证鉴定均是以数学推导之理论为主，数学结构性和逻辑性非常清楚，因此可以做成直接的检验。但公司财务的实证研究大部分是以逻辑推演之理论为主，结构性不清楚。因此，当我们想鉴定一个理论时，你所能收集到的公司的实际数据基本

^① 张桂珍、李宏著：《弗里德曼》，第130~131页，中国财政经济出版社，2006年7月。

^② 迈克尔·J.巴克利（Michael J.Barclay）、小克利福德·W.史密斯（Clifford W.Smith, Jr.）著：《资本结构之谜：另眼看实证》，载小唐纳德·H.丘（Donald H.Chew, Jr.）、斯腾斯特公司（Stern Steward & Co.）主编，朱肇等译：《新公司金融：理论与实践》，第247~248页，中信出版社，2007年9月。

上是不足的,因此,我们只能做一个间接的检验,而做成直接检验的可能性不大。”^①这无疑加大了公司财务理论研究的难度,减弱了现代财务理论的实证性。在这种情形之下,产生相当多的争议和研究之谜也就不足为奇了。

现代理财学就这样踉踉跄跄地迈进了 21 世纪,在争争吵吵中走到了今天。

公司理财学应当是一门独立的学科,是一门对公司财务问题(主要是投融资问题)进行系统研究的学科,是一门对投资者—企业管理者—企业理财行为—企业绩效之间相关关系进行深入分析的学科,是一门对企业可持续发展动力进行探讨的学科,是一门存在于金融学大厦之下的微观层面的学科。在所有的经济学学科中,唯有公司理财学是从企业产生的源头开始,从投资者的欲望及其行为开始对企业的投融资行为进行研究,从而在股东财富不断增加的前提下确保企业的健康发展。

时至今日,不会再有人对公司理财学与现代金融学之间的关系产生怀疑了。理财学是微观层面的金融学,金融学是理财学的学术背景和基础。从整个金融学的演变历史看,20 世纪 50~70 年代,资产定价等投资学问题的研究构成了金融学发展的主流,并创造了金融学的极度繁荣时代,其间的众多学术成就早已成为整个经济学世界的瑰宝,点亮了人类智慧的天空。现代投资理论的突破性发展是金融学演变历史中最为耀眼的部分。80~90 年代之后,围绕着股权结构、代理冲突、企业绩效等重要概念展开的公司治理方面的研究,将理财学研究引领到一个更高的、新的层面。人们逐渐意识到,再完善、再科学的理财技术也要受制于一种机制,这种机制可以将人们的理财行为转化为投资者期望的满足或者是落空。“人”的研究又回到了理财学家的视野中。进入 21 世纪,整个金融学研究出现了上浮的局面,即开始由以人的投资行为为研究主体转向以企业的理财行为为研究主体。公司理财学的发展进入到一个新的历史时期。

1990 年,经济学诺贝尔奖同时颁给三位美国金融学家米勒教授、夏普教授和马科威茨教授,这被认为是金融学的创新发展获得了整个经济学界的高度肯定,并由此拉开了金融学家频频荣获该项奖金的大幕。

Brian Kettell 在其《金融经济学》一书中主要以获得诺贝尔经济学奖为标准,评述了十余位金融学家、理财学家的学术成就:^② ①Louis Bachelier (1870~1946),主要贡献是开创了有效市场理论研究的先河,关于随机行走假说的最早的经验检验就是由 Bachelier 完成的。②John Virgil Lintner (1916~1983),在资产定价、股利政策、兼并、金融市场等方面均有突出贡献。1990 年,当经济学诺贝尔奖颁授给米勒、马科威茨与夏普三位金融学家的时候,学界很多人认为,如果 Lintner 还在世的话,他也应获得诺贝尔奖。③Benoit Mandelbrot,主要研究领域及其贡献是在有效市场假说方面。④Harry Markowitz,主要研究领域就是资产组合理论,为 20 世纪 50 年代之后资产定价理论研究的繁荣奠定了基础。⑤Richard Roll,他的名字是和资本资产定价模型(CAPM)联系在一起的。著名的“罗尔批评”(Roll's critique)从某种意义上说提升了对于 CAPM 的检

① 郎咸平著:《郎咸平学术文选》(上),第 11 页,人民出版社,2007 年 10 月。

② 参阅 Brian Kettell, *Financial Economics: Making sense of information in financial markets*, pp.27-56. Prentice-Hall, 2001。

验质量。⑥Stephen Ross, 他主要的贡献是提出了套利定价模型 (Arbitrage Pricing Theory, APT), 推动了资产定价技术的发展。⑦Merton Miller (1923~2000), 他的主要贡献是“MM 资本结构无关理论”和“股利无关理论”等, 为现代公司财务理论的发展奠定了雄厚的基础, 被人尊称为“现代理财学之父”。⑧Myron Scholes (1941~), Robert Merton (1944~) 与 Fischer Black (1940~1995), 他们的主要贡献就是对期权定价理论的研究以及期权定价模型的提出。⑨Paul A. Samuelson, 美国著名的经济学家, 在金融学研究方面的贡献主要是对有效市场理论的研究, 在资产定价方面也有很多重要的成果。⑩William Sharpe, 他的主要贡献是提出并推广了资本资产定价模型。⑪James Tobin, 他对金融市场的创造性研究奠定了资产定价理论发展的基础。Tobin'Q 概念的提出在以后的金融研究中获得大量而有效的应用。

2007 年 10 月 15 日, 2007 年经济学诺贝尔奖终于名花有主, 被颁发给开创了“机制设计理论”的三位美国经济学家, 即赫维茨 (Hurwicz)、马斯金 (Maskin) 和迈尔森 (Myerson)。所谓“机制设计理论”, 是研究在自由选择、自愿交换、信息不完全等条件之下, 通过设计出一套高效的机制以实现既定目标的一种理论。该学术领域的开山鼻祖, 也是此次获奖人之一的赫维茨教授已经年届 9 旬, 说明该领域的研究不仅前沿, 而且拥有很悠久的演变历史。这种情形恰恰符合诺贝尔经济学奖长期以来颁授的惯例。没有一个相当长时期的学术检验和实践检验, 是不可能获得诺贝尔经济学奖的。

每年的诺贝尔经济学奖项花落谁家历来被视为是最难于预测的一个奖项, 2007 年同样不例外。

在奖项公布之前的各种预测中, 根据有关渠道可知, 有两位与公司财务理论发展密切相关的学者成为人们猜测的重点获奖人选, 一位是重量级金融学家、有效市场理论的主流学者法玛 (Fama) 教授, 另一位是年仅 54 岁的公司治理学者梯若尔 (Tirole) 教授。

有效市场理论是研究股票价格对于各种有用信息的反应程度的学说。价格对于各种有用信息反应得越及时、越准确、越全面, 说明证券市场的有效程度就越高; 反之, 说明证券市场的有效程度就越低。从历史上看, 有关有效市场理论的研究可以追溯到 19 世纪。法玛教授的主要贡献就在于按照有用信息的科学分类, 将有效市场的有效程度划分为“弱式有效”、“次强式有效”与“强式有效”三个等级, 从而科学地解决了这一最为重要的现代金融学说的实证检验问题, 大大提高了有效市场概念的实用性和可操作性。最近半个世纪以来金融学、公司理财学的迅猛发展, 充分证明了这一学说的奠基性意义。法玛教授在有效市场理论发展中的核心地位无疑将受到学界的高度尊重。

梯若尔教授可谓较为年轻的金融学家, 尤其在产业经济理论方面的研究产生了较大的影响。2002 年, 梯若尔出版了《公司财务理论》(The Theory of Corporate Finance) 一书, 被认为是从公司治理方面研究公司理财问题的一本重要著作。他以信息经济学与契约经济学为基础, 构建了现代公司财务理论的新的架构。公司治理历来都是现代公司财务理论研究中的一个核心领域, 其研究成果将在很大程度上影响到整个理财学的发展。从理财目标的界定, 到代理冲突问题的分析, 再到投融资决策中的股权结构因素的研究等, 无一不是治理问题与理财问题的交叉和重合。只把公司财务理论看成是对公司投融资决策所进行的单纯分析的看法毫无疑问是错误的, 也是对财务理论演变历史的不了

解。梯若尔教授的《公司财务理论》一书使得这一领域又增添了一部极其重要的学术文献。在 2007 年诺贝尔经济学奖得主的预测中，梯若尔的呼声很高，这从一个侧面也反映了公司治理研究、公司财务理论研究在当今经济学研究中的核心地位。

在最近几年的诺贝尔经济学奖预测中，还有一个金融学家被多次提起，那就是套利定价模型（APM）的发明人罗斯（Ross）教授。资产定价理论与技术的研究是现代金融学研究的核心之一，也是 20 世纪 50~70 年代经济学发展的热点领域，其研究成果在很大程度上促进了现代经济学的跨越式发展。比如，期权定价模型的提出被普遍认为是 20 世纪经济学发展历程中的一座里程碑。罗斯教授的套利定价理论在资产定价理论发展中具有不容忽视的重要地位。

其实，梳理现代财务理论的演变历史，像伯利（Berle）和米恩斯（Means）的“股权分散”理论、詹森（Jensen）的“代理理论”等同样具有获取经济学诺贝尔奖的实力。

考察诺贝尔经济学奖多年以来的颁授情况，可以看出如下三个获奖要点：一是绝大部分的获奖内容和学者都是在科学继承的基础上取得了重大的学术创新，并因此推动了学术的进步，学术继承与学术创新同样重要；二是所有获奖学说均具有奠基性的学术意义，基础性研究是获取诺贝尔奖的主要领域；三是获奖学说往往经受了长时间的学术检验和实践检验，并在此过程中逐渐获得公认。记得国外曾经有学者说，评判一个学说能否获得诺贝尔奖，有一个简单而有效的标准，即看该学说在大学教材中是否已经得到了大量的采用。

众多具有超绝智力的学者参与到金融学、理财学研究的阵营中来，实可谓“众星捧月”，在短短半个世纪的光景里取得如此成就也就不足为奇了。

从根本上讲，公司理财学的基本理论问题大致有二：

其一，投资者与企业之间的关系。投资者通过自身的投资行为将资金投放到企业中，并对企业未来的现金流量产生索偿权，可以说是现代理财学的“第一命题”。这一命题的直接结果就是产生了理财学的第一概念，那就是“资本成本”。“资本成本”概念贯穿财务理论的始终，左右着人们的理财行为。

其二，投资者与理财行为之间的关系，或者更直接地说是资本成本、股东财富与企业投融资等理财行为之间的关系。不同的理财行为必将产生不同的后果，对投资者的财富产生不同的影响。那么，什么样的理财行为是好的理财行为？什么样的理财行为是坏的理财行为？这是一个基本的财务问题。解决这一财务问题的工具就是“资本成本”概念及其由此衍生出来的“净现值”法则。

强调“资本成本”第一概念的地位，强调股东财富最大化之于公司理财行为的指引作用，是公司理财学有别于其他学科——包括金融学中的子学科，比如金融市场学、投资学等的主要特征。这些基本概念和理念已经成为国际上研究现代公司财务理论的基本前提。正是在这个同一的学术范式下，学者们殚精竭虑，提出了一个又一个极具生命力的学说或者模型，为企业理财行为的科学化作出了贡献。

本书正是基于这一理念进行分析和研究的结果，试图以“资本成本”概念贯穿整个财务理论体系，以“股东财富最大化”这一理财目标作为科学的财务决策的基准，通过合乎目标的理财行为实现企业价值的持续增加。理论的成熟在于其推演的逻辑性以及结

论的严密性，环环相扣，步步相连。同时，成熟的理论也应当是简洁的、明了的。

我国经济体制改革已经走过了 30 个年头，成效举世瞩目，造就了当今中国的辉煌业绩；国有企业虽说历经磨难，但至今仍然是我国国民经济的主体，是中国强盛的主干力量。但与美、日等先进国家的企业比较，我国企业在生产经营的质量、绩效等诸多方面仍然存在着很大的差距。造成这种差距的原因可能是复杂的，涉及微观、宏观等方方面面的因素，但从公司理财的角度讲，漠视股东财富，漠视科学理财，是造成我国企业难以达到先进水平的重要原因。

尊重投资者向企业的投资，尊重投资者利益，力促股东财富最大化理财目标的实现，这首先是公司董事会、管理高层应当遵循的基本职业道德，其重要性甚至要大于他们所理应具备的管理才能。道德问题浮出水面，往往是社会进步的体现。公司理财中最大的道德就是对股东财富的尊重！

在计划经济体制下，对于众多的国有（营）企业而言，企业产权属于全民所有，属于国家所有。百分之百的利润分红从机制上强化了这一体制。从财务理论的角度分析，对于所有权、管理权集于一体的企业来讲，100%的分红比例是有其合理性的。为了更好地推动国营企业生产经营的积极性，我国实施了向国营企业下放经营管理权利的政策。但对于国有企业管理高层来讲，这种权利的下放与其责任的加重并没有取得协调一致。我国国有企业在没有明确理财责任的情况下，在改革的道路上继续坎坷前行。

20 世纪 90 年代初期，我国股票市场以深、沪两市的开张为标志进入了一个新的历史时期。越来越多的国有企业、集体企业甚至私营企业纷纷上市融资，制约企业发展的资金“瓶颈”问题以及银行不良贷款问题获得了很大程度的缓解。这应当是在我国企业界树立科学理财观的一个最佳的历史契机，让我们每一个与企业相关的人都知道，企业是由股东投资建立起来的，董事会、管理层是为股东财富最大化目标的实现而工作的。不幸的是，我们没有充分地利用这一契机。结果，我国企业基本上是在没有“股东利益至上”观念的基础上上市融资的。在很长的一段时期里，“上市圈钱”成为上市融资的同义语。对上市公司逐渐丧失信心的广大股票投资者，也从关注上市公司逐渐移向漠视上市公司而关注股票行市，被迫由投资者转身为投机者。这是我国股票市场的悲哀，也是我国上市公司的悲哀，更是我国企业理财人员的悲哀。

没有忠诚的上市公司，便培养不出忠诚的股东，而一个没有忠诚的上市公司的股票市场是绝对没有希望的。这里的所谓“忠诚”，主要就是指公司对股东的忠诚，对股东财富的忠诚。

正确地了解投资者尤其是股权资本投资者与企业之间、企业管理当局之间的关系是进行科学理财的理念基础。在谈到中、美两国上市公司在对待各自股东不同的态度的时候，我经常举的一个例子是我们姑且把公司视为一艘将要驶向远方的巨轮。在美国，如果投资者购买了公司的股票，他们就犹如巨轮的乘客一样，跨上了这艘船，与同行。而公司的管理当局也始终关注着这些股东们的意愿，按照他们的要求去组织管理行为，确保股东的投资目标得到满足。一旦股东不满意于公司的管理及其结果，他们要么替换管理者，要么就离“船”而去。股票市场的存在为股票投资者提供了一个极好的“转移”或“退出”机制，降低了他们的投资风险。而在我国数量甚多的上市公司高管的心

目中,投资者购买了本公司的股票,就意味着“下海”了,他们需要凭借自身的能力和运气来与风险搏斗,甚至与命运搏斗。也就是说,在公司管理层的思维里,股权资本投资者的财富变化与公司的运营没有关系。坐在宽阔、平坦的巨轮甲板上,高管们沐浴着海风和阳光,望着渐行渐远的、在海水中搏斗的公司的股东,针对他们利用股东所投进的这笔巨资将要展开的宏事伟业侃侃而谈。此时此刻,高管们心中即使有股东,借用鲁迅先生的一句话,想的可能也是“Ade,我的股东们!”^①甚至有些股票投资者自己也认为股票投资属于“零和交易”,无论是赔还是赚皆由自己。这种理念不改变,我们的企业就是没有文化的企业。

理财人员正确的理财观念是:不要让我们的股东“下水”,企业是因为他们而存在的;要通过我们的工作,满足股东报酬率的最低要求。“资本成本”和“股东财富最大化”正是支撑这种理念的两个基本的财务概念。

公司理财学就是一门教育公司董事会、教育公司管理者如何对股东忠诚的一门学问;同时,尤为重要的是,公司理财学还告诉公司董事会和管理者如何实现这种忠诚。因为,“股东财富最大化”不是一句口号,而是实实在在的利益的创造和利益的流动。

本书是《财务理论》(2003年4月,经济管理出版社版)一书的修订版。虽说是修订版,但其中的内容有很大的修改,这从目录上可以清楚地看出来。此次修订改动核心主要涉及如下三方面:

第一,在某些基本概念、基本理论方面做了些改动,从某种意义上讲,这意味着理论的修正和优化,最为主要的就是“资本成本”概念和“股东财富最大化”的理财目标,基本上做了全新的分析(这里的“全新”只是针对本书的第一版而言)。在现代财务理论中,资本成本问题和股东财富问题是两个极为核心的研究领域,其研究结论早已成熟并接受了长时期的检验。但可惜的是,在这两个基本的财务问题上仍然存在着诸多的争议和质疑,以至于影响到人们对于现代理财学的认识。

第二,对全书的结构做了彻底的调整。在第一版中,我分了五大部分共计19章安排结构,各章也划分得很细。但在这次修订中,发现第一版的划分对于某些问题的分析反倒变得很困难,比如关于风险问题的讨论、关于资本成本问题的讨论,等等。学术上的前后关联有时是很复杂的,刻意地突出这种前后的关系往往会影响论述的深度和合理性。在修订版中,我只安排了12章,很多相互关联的理论问题干脆放置在一个章节中。如此处理可能会给阅读带来一定的困难。

第三,对于第一版中留下的文字都做了较大的修改和完善,对发现的错漏做了改正,学术引文等也力争做到更加细致和规范。

许多人为本书的写作作出了自己的贡献,尤其是邹颖、李光贵、孙世霞、闫甜、陈艳等在文献的整理与分析方面做了大量的工作,特此致谢。还要特别感谢我的朋友杨世伟博士,从《财务理论》的第一版到修订版的写作和出版,他都给予了无私的关怀和帮助。

修订《财务理论》的这段时间,对我而言既寂寞又愉快。在寂寞的写作中,我体会

^① 鲁迅语,“Ade,我的蟋蟀们! Ade,我的覆盆子们和木莲们!”见《从百草园到三味书屋》,载钱理群、金宏达选编:《鲁迅文集精读本》,第296页,中国华侨出版社,2004年4月。

到了治学的快乐。每天清晨，或淡或浓的晨雾中，我穿过一条小径，来到办公室，开始一天的工作。关上窗子，将喧闹的市声挡在室外。一本本书胡乱地散落在我的四周，貌似没有生命的它们，时时刻刻都在招呼着我和它们交流。恍惚之间，历史和今天、理论与实践，交汇在这台小小的电脑中。偶尔，我会想起许多人说过的话，理论研究虚幻漂浮，还是务实一点儿的好。我不想反驳什么，每个人的想法都有所不同，而每一个想法都有其价值。但从我个人的兴趣来讲，我还是更喜欢单纯一点儿、纯粹一点儿的东西，就像明光下的琉璃、艳阳中的翡翠，既干净清爽，又耀人眼目。太阳渐渐西移，室内也变得越来越暗。稿子又增加了许多，我又度过了充实的一天。

2008年，是每一个中国人都充满期待的一年；你和我，同样也满怀希望，在耕耘中收获着幸福。

汪平 博士

理财学教授，博士生导师

2008年1月27日于北京

理财学、理财学家与理财学教育

(第一版代序)

一、引言

理财学研究、理财学家与理财学教育是既有区分又紧密联系的三个领域。理财学研究水平的提高依赖于理财学家们在正确方向下所付出的努力，理财学教育水平的提高则依赖于理财学研究水平的提高。没有一个素质较高、遵守理财学研究范式的理财学家群体，便不可能产生高水平的理财学研究成果，所谓高水平的理财学教育也就没有了依托。就理财学研究而言，目前的关键问题是明确理财学研究范式，使我们的理财学者在一个规范的、与国际理财学研究接轨的研究氛围中从事科学的学术研究活动。学术研究上的无所依据、无所约束和无所畏惧，只能表明学者对学术的无知。

历史的发展总能够找到一些令人莞尔的东西。在1958年，为了解决人们对资本成本概念的浅化、错误理解，米勒教授与莫迪格莱尼教授发表了他们对现代理财学产生了奠基性影响的伟大著作，即学术论文《资本成本、公司理财与投资理论》。^①“什么是资本成本呢？这一问题曾至少使三类经济学家感到困惑：①关心为厂商筹资使他们得以生存和成长的公司理财专家。②关心资本预算编制的管理经济学家。③关心从微观和宏观两个层次解释投资行为的经济理论家。”经过米勒与莫迪格莱尼教授以及其他众多理财学家的努力，“资本成本”作为现代理财学中的一个核心概念问题已经得到了很大程度的解决，并由此推动了整个理财学的长足发展。但考察我国理财学目前的发展现状以及公司理财行为的具体情形，在“资本成本”以及其他重要理财学概念、技术方面所存在的众多困惑仍然制约着我们的进步。

必须承认，我国理财学的研究并没有实现与国际先进的理财学研究的并轨。没有这种学术研究规范的并轨，我们就不能科学地继承国际范围内现有的理财学研究成果，就不能实现我国理财学学术的健康发展。

^① 米勒、莫迪格莱尼著：《资本成本、公司理财与投资理论》，载《美国经济评论》1958年6月号。中译文见首都经济贸易大学出版社出版的“诺贝尔经济学奖获奖者学术精品自选集”之《莫迪格莱尼文萃》，第107~151页，2001年。

二、理财学的学科性质及其科学性

在本序的第二部分,将就:①理财学的学科性质;②理财学的基本理论学说;③以价值最大化为基础的理财学的崭新发展三个问题予以阐述。

明确理财学的学科性质将直接关系到理财学的健康发展。因为只有明确了理财学的学科性质,我们才能够深入理解理财学概念、理财学分析技术演变的学术渊源,确切地掌握理财学发展的科学脉络。

现代理财学属于金融学的重要组成部分。按照夏普教授的观点,金融经济学的主要研究内容包括:时间经济学研究、不确定性经济学研究、期权(潜在选择权)经济学研究与信息经济学研究。在著名的《The Palgrave: A Dictionary of Economics》中,美国著名金融经济学家 Stephen A. Ross 在定义“FINANCE”一词时指出,“无论是在关注的内容还是在方法论方面,金融经济学都已经成为迥异于其他经济学学科的经济学分支。金融经济学所关注的是资本市场的运作以及资本资产的供应和定价。金融经济学的方法论即是以‘替代复制’方法来定价金融契约和金融工具。这种方法论被运用于那些极具时间跨度和风险收益的工具定价”。^①了解金融经济学发展历史的人们都知道,随着 20 世纪 50 年代以来许多优秀的金融经济学家 Hirshleifer, Arrow, Debreu, Miller, Modigliani, Markowitz, Sharpe, Lintner, Jensen, Fama, Roll, Black, Scholes, Merton, Ross^② 等的不断努力,金融经济学羽翼渐丰,科学性日益提高。尤其是伴随着优秀理财学家逐渐荣获经济学诺贝尔奖,金融学在整个经济学家族中的重要地位得以确认。21 世纪已经被认为是一个经济金融化的时代,在这个时代中,金融学的地位终将会得到进一步的提升。离开金融经济学的理念分析和技术保证,现代金融经济环境中的风险问题、收益问题都将难以得到妥善处理,现代经济秩序的建立也会缺乏理论支持。

现代金融学由金融市场学、投资学与公司理财学三部分组成。1997 年,美国学者 Ronald W. Melicher 等发表了他们著作《Finance》(金融学)的第九版。在这部书中,他们将金融学分为如下三个部分:金融系统(The Financial System)、投资学(Investments)与公司理财(Business Finance)。同时,他们将金融学从宏观层面与微观层面进行了划分。对金融机构与金融市场以及国内和国际经济中金融系统的运作进行的研究作为宏观层面的金融学研究,而对企业经营过程中的财务规划、资产管理以及融资等所进行的研究则被认为是微观层面的金融学研究。^③从学术渊源上讲,投资学与公司理财学之间的关系更为紧密和重要。风险与收益的确认和度量、风险与收益之间的权衡、估价技术与金融工具的设计(金融工程)是投资学研究的核心内容,也是经济学在 20 世纪获得成就最为卓著的领域之一。比如,证券组合理论、资本资产定价模型、期权定价模型等,这些理论与模型不仅完善了投资学学科,而且成为人们解决风险与收益

① Stephen A. Ross, Finance, The Palgrave: FINANCE, p.1.

② Copeland & Weston, Financial Theory and Corporate Policy, Addison-Wesley Publishing Company, 1988.

③ Ronald W. Melicher, Merle T. Welshans & Edgar A. Norton, Finance. South-Western Publishing Co., 1997.

问题的基本思路和基本工具。投资学研究的这些突出成就对于现代理财学的发展起到了极为重要的作用。比如，如果没有投资学中对于风险与收益之间相关性的极其深入的科学研究，理财学中对于资本成本的估算技术仍将难以取得技术上的突破。

在整个金融学中，公司理财学处在一个非常关键的地位上。因为理财学不仅科学地融汇了金融市场学、投资学中一些极为重要的概念和技术，而且在人的行为、目标设计、决策影响等方面大大丰富了金融学的内容。与投资学侧重于技术分析的特征形成对比，理财学更多的则是关注于科学理念的研究与应用。在投资学中，马科威茨的“均值一方差原则”很好地揭示了人们进行证券投资时所应当遵循的基本目标，并以此为基础，金融学家们逐步展开了对投资有效性问题的深入探讨。但在理财学中，由于涉及问题的广泛与复杂，人们对于理财目标函数以及理财行为对理财目标的影响的认识，始终停留在一个极为朴素的认识阶段。

现代理财学的发展是以一些重要的金融学学说或者模型为依托和基础的。罗彻斯特大学理财学教授史密斯（Clifford W. Smith, Jr.）将有效市场理论、证券组合理论、期权定价理论、资本资产定价模型和代理理论等列为现代金融经济学的五大基本学说。^① 博瑞汉姆（E. F. Brigham）等教授则把以下学说列为金融经济学的基本理论：完全资本市场（Perfect Markets）、折现现金流量分析（Discounted Cash Flow Analysis, DCFA）、MM 资本结构理论（MM' Capital Structure Theory）、MM 股利理论（MM' Dividend Theory）、组合理论与资本资产定价模型（Portfolio Theory and The CAPM）、期权定价理论（Option Pricing Theory）、市场有效性和风险与收益的权衡（Market Efficiency and The Risk-Return Trade-off）、代理理论（Agency Theory）等。^②

完全资本市场与有效资本市场理论是理财目标函数研究中必需的假设条件，也是财务理论研究所需要的重要前提。折现现金流量分析是理财学中基本的分析方法和分析工具。从某种意义上讲，不了解与折现现金流量模型相关的一些理论或者是概念，几乎就等于不懂得现代理财学。MM 理论——MM 资本结构理论与 MM 股利理论是现代财务理论的理论基础。没有米勒和莫迪格莱尼两位教授极具创造性的理财学研究，现代理财学想获得今天的巨大成就是不可想象的。因为一个不知道企业价值、资本成本等基本内涵的人，也就不可能真正理解理财学的精髓之所在。风险与收益的权衡以及与此相关的各种定价模型比如资本资产定价模型、套利定价模型、期权定价模型等均是投资学研究成果在理财学中的重要应用，同时，它们也是现代财务理论中不可分割的组成部分。没有这些科学的定价模型的存在，要求报酬率、资本成本的估计便没有了技术上的支持，而这也就意味着整个财务理论失去了技术上的支撑。将代理理论引入理财学，标志着理财学家在对基本概念、基本工具进行研究的同时，开始关注人们的理财行为以及理财行为对理财目标实现的影响。

考察自 MM 理论提出的半个世纪以来理财学的发展，可以发现如下重要轨迹：在

^① Clifford W. Smith, Jr., *The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview*, 1990.

^② Eugene F. Brigham & Louis C. Gapenski, *Intermediate Financial Management*, fifth edition, pp.4-25. The Dryden Press, 1996.

20 世纪 80 年代以前，现代理财学在出现了 50 年代以及 60 年代重大的理论突破之后，在完整的财务理论架构方面的建设是相当缓慢的。进入 80 年代以后，由于经济环境的巨大变化尤其是所谓“网络新经济”的发展、金融工具的日益丰富以及经济国际化的不断深入，财务理论研究中涉及风险分析的因素越来越多，这从某种程度上推进了财务理论分析技术的演进。但不容置疑的是，直到 20 世纪末 MM 所创建的企业价值理论才真正成为人们架构财务理论体系的根本理念。

基于股东财富和企业价值的财务理论的发展是近年来理财学研究领域所出现的一个具有革命意义的变化，稳固地耸立在 MM 企业价值理论之上的财务理论大厦迎来了又一个长足发展的黄金时期。

基于股东财富、企业价值的现代财务理论需要解决的重大问题无非有二：一是理财目标问题；二是财务决策与理财目标之间的相关性问题。按照 MM 的企业价值理论，科学的理财目标只能是股东财富最大化或者企业价值最大化。

三、理财学家的责任

财务理论的发展依赖于理财学家辛勤、刻苦的研究活动，每一个科学、先进的财务学说、财务模型的前面都有一个或几个理财学家的光辉的名字。可惜的是，截止到目前，在这一长串著名的理财学家的名单中，还没有中国人的名字。

1995 年 5 月，美国科学院、美国工程科学院、美国医学科学院以及科学、工程和公共政策委员会发布了一个页数极少的小册子，《怎样当一名科学家——科学研究中的负责行为》。^①该书在引言中写道：

“遗传学家芭芭拉·麦克林托克曾经这样描述她的科研工作，‘我对我所做的工作简直着了迷，所以一大早就迫不及待地起床去做它。我的一个朋友，也是一位遗传学家，他说我是小孩，因为只有小孩，才在早晨急不可待地起床，去做他们想做的事’。

任何人，只要他体验过由观察或理解从未有人观察或理解过的事所引起的孩子似的好奇心，都能理解麦克林托克的热情。这种追求作为一种动力，使研究人员埋头实验室，跋涉在酷热的丛林中或跟踪困难理论问题的线索。研究上的成功，是科学家的个人成就，为个人带来荣誉；但它也是公共的成果，因为要学到新知识，既有赖于发现者汲取全体科学家所共同拥有的知识，又对这些知识作出贡献。”

理财学家之于理财学的态度和热情也应当如此吧。

如果不涉及改革开放以前的我国理财学的情形的话，理财学在我国新的政治、经济形势下的发展至今也已经历了 20 余年。客观而论，无论是从理财学者们所获得的成就——学术著作、理财学教材等，还是从理财学在整个经济学家族中所处的地位，抑或是财务理论在企业管理过程中所起的作用，我国理财学的研究水平都堪称低下。简言之，在这 20 余年中，我们既没有高效率地、科学地引进西方已经成熟的现代财务理论

^① 美国科学院、美国工程科学院、美国医学科学院与科学、工程和公共政策委员会编，何传启译：《怎样当一名科学家——科学研究中的负责行为》，科学出版社，1996 年。

和财务管理技术，也没有创造出我们自己的具有独创性的财务学说。从研究行为、研究人员的角度来讲，我们还没有建立起科学的理财学研究范式。

对任何学术的发展来讲，科学的、学者们共同遵守的研究范式都是这门学科走向成熟的保证，同时，也是这门学科趋于成熟的重要表现。

范式是科学研究的纲领。只有有了范式，才能够产生同一学术领域中的研究同行，才能在一个被广泛认可的基础上展开研讨。所有这一切都是学术进步的基本保证。“范式”（Paradigm）是美国著名的科学哲学家托马斯·库恩（Thomas S.Kuhn）所提出的一个极为重要的哲学概念。范式是某个领域的学者们进行学术研究活动所必须遵循的准则，是某个领域的研究者所共同认可的基本信念。库恩认为，只有在范式的规范、约束与指引下，同一个领域中的研究者的研究行为方能有所依附，研讨方能高效地进行。^① 遵守科学的范式意味着每一位学者必须认可并尊重前面学者所作出的重大的学术成就，并在前面学者们研究工作的基础上进行自身的研究。在很多情况下，科学的继承往往比科学的创新更加有利于学术的发展。因为没有完整的、准确的继承，创新只能是对学术的破坏。

具体到理财学研究，研究范式的确立已经是一个不容再拖延的问题了。只有在科学的理财学研究范式的约束与引导下，我国理财学者才能够沿着一个正确的方向去从事现代理财学的研究，尽快纳入国际先进的理财学研究轨道，为当代财务理论的发展作出我们的一份贡献。

对我国理财学研究界而言，科学的理财学研究范式的确立依赖于下列问题的解决：如何对待西方现代财务理论？我们有否可能创造出独具我国特色的财务理论？

在对待西方现代财务理论、财务学说、财务模型等问题上，存在着一种很有代表性的认识，即西方理财学界所取得的那些学术研究成果是依赖于西方工业发达国家——当然主要是美国的经济环境背景甚至文化特色，与我国差距甚大，因此，西方现代财务理论不适合于我国国情。这种认识存在着极大的偏颇，并且对我国理财学研究的发展已经产生了重大的阻碍，必须予以改正。

现代财务学说、模型大多是在一些极为极端的假设前提下推导、证明出来的，旨在对各种财务现象及其相互之间的相关性进行抽象的、本质的分析，并以此达到解释现实、预测现实的学术研究目标。但必须说明的是，能够解释现实和预测现实与直接地将纯粹的学说和模型运用于理财实践并非完全是一回事。理财人员在运用财务理论作为其理财活动指南的时候，理论、经验甚至对客观情形的敏锐感觉的综合作用才是其取得成功的关键。在理论应用与客观情形之间进行行为调整的能力是一个高水平管理人员必备的素质。完全地、死板地依赖于财务理论来优化企业的财务管理状况是不可能的，即使是在工业发达国家也不例外。

资本资产定价模型（CAPM）在现代财务理论中有着重要的应用，同时，在美国的证券市场中，该模型也获得了极大程度的认可。但人们都清楚，资本资产定价模型是在极其严格的假设条件下取得的，比如没有所得税、没有交易成本、资产可被无限细分，

^① 涂纪亮、罗嘉昌编：《当代西方著名哲学家评传之第三卷：科学哲学》，山东人民出版社，1996年。

证券市场完全有效等。基于严格假设条件所得出的理论模型是否具有应用价值，在美国理财学界也曾存在争议。著名理财学家米勒教授对此进行了精辟的论述。他认为，财务学说、财务模型等的实际应用价值与其推导所设定的假设条件没有直接关联，即假设条件的不现实绝不意味着由此所得出的理论结论不具备应用价值。具体到资本资产定价模型，贝塔值（ β ）就是一个突出的证明。贝塔值概念的得出无疑建立在各种严格的假设条件之上，但在现实环境中，这一概念以及由此所衍生出的重要的贝塔指标，早已成为国际金融市场上对股票投资风险进行度量的一个不可或缺的重要的准绳。换言之，资本资产定价模型绝不仅仅是不符合中国的国情，同样，它也不符合其诞生国即美国的国情。但这一模型在美国财务理论的发展过程中所起的作用有目共睹。

可以得出这样的结论，西方现代财务理论尤其是那些纯粹的学说和模型，正是由于其假设的严格与抽象，才使它们具备了扎实的理论价值，具备了广泛应用的潜质。它们不仅仅适用于其诞生国的环境，同样也适用于其他国家的环境，这正是现代学术的巨大功用之所在。

因此，我们必须无任何保留地接受西方现代财务理论的研究成果，在此基础上，接受并尊重国际普遍认可的理财学研究范式，以此推动我国财务理论的发展。

在科学哲学中，还有一个重要的概念，即学术“硬核”。所谓学术“硬核”，是指学术研究所必须遵循的最为基本的理论原则，是最为基本的学术内容。遵守必要的研究范式，就意味着要在一定的时期之内尊重并维护学术体系中的“硬核”部分。

对于现代财务理论来讲，我们应当尊重和保护的“硬核”是什么呢？以上所谓的金融学的基本学说即是理财学的学术“硬核”。任何一个理财学者，必须在接受以上基本财务学说的前提下，按照既定的研究范式来从事理财学研究活动，否则，其研究行为便不会对财务理论的发展带来有利的影响。

前已论及，理财学属于金融学的一个分支。从学术渊源上来看，从事理财学研究的学者应当具备良好的金融学背景。美国大学中为数甚多的理财学教授往往又是投资学教授便证明了这一点。事实上，一个没有一般金融学背景，尤其是投资学背景的学者，是不可能深入地对理财学进行研究的。但在我国高等财经院校中，由于历史方面的原因，从事理财学教育的教师绝大多数是财务会计背景的教师；在从事理财学研究的学者中，具有财务会计学历、学位的人士也占相当多的一部分。而这种情形导致我国理财学研究出现了一些重大的失误，比如非常多的理财学研究者始终没有弄清财务会计与理财学的学科差异，一些人甚至运用会计学的研究方法来研究理财学，等等。这种局面必须改变。

因此，理财学者首先应当是一位金融学者，对现代金融学有较为透彻的了解。

四、关于我国理财学教育的几点看法

在我国高等财经院校的专业教育中，理财学教育是出现较晚的专业之一。即使如此，理财学专业的教育在我国高校中也已经有了十余年的历史。但无论是教师还是学生，对我国理财学教育的现状都表示非常地不满意。在为数不少的财经院校中，理财学

专业的学生往往是录取分数较低的专业之一。

理财学教育水平低下的根本原因是我国理财学学术研究水平低下，是我们理财学教师理论研究水平低下。毫无疑问，没有一个高水平的财务理论研究水平，高水平的理财学专业教育便没有依托。

（一）理财学专业教育目标

教育目标的确定对于任何专业来讲都是极为重要的。由于我国学界多年来在财务会计学与理财学学科之间存在着一些严重的错误认识，虽然将理财学专业独立出来，但其教育目标却始终是模糊和混沌的，没有被明确地界定过。甚至那些致力于理财学教育的教师和理财学专业的学生，对其所处专业的宗旨、目标、前景等问题也没有明确的认识。

从国外教育的情形来看，理财学教育主要集中于基本理财观念的培养和基本理财技术的训练上，比如本科阶段的“理财学原理”课程以及硕士阶段的“财务理论与实务”课程。尤其是在工商管理（MBA）教育中，有关理财学方面的课程是其极为重要的核心课程之一。从某种意义上讲，理财学知识背景是一个合格的MBA走向成功的关键。

具体到我国目前的环境，本科阶段与硕士阶段的理财学教育在教育目标方面可以不做分别，基本保持一致，即致力于基本财务观念和理财技术的训练，以培养专门化的、高素质的理财人员为直接目标。博士阶段的理财学教育则应当以理财学学术研究为基本导向，致力于对财务理论发展的推进。

本科阶段与硕士阶段的理财学教育的基本目标可以确定为“培养一流的CFO”。

近年来，随着我国股票市场的不断发展和完善，在企业管理方面有越来越多的企业尤其是上市公司逐渐采用一些西方工业发达国家企业管理的先进经验，推动了我国企业管理水平的提高。在企业管理过程中，一些新的管理职位也按照西方企业的惯例被设立了起来，比如CEO（首席执行官）、COO（首席运营官）以及CFO（首席财务官）等。但由于我国高素质理财人员的奇缺，几乎所有的改制企业或者上市公司是将原来企业的总会计师摇身一变改称为CFO，或者财务总监。但正如前述，理财人员的知识背景和应用技术与会计人员的知识背景和应用技术是完全不同的，简单的置换改变不了我国企业财务管理水平低下的现状。事实上，我国不少上市公司的高层管理人员已经认识到了这一点，并越来越频繁地向教育界发出了如下信息：高水平的理财人员极其短缺！

培养高水平的、一流的CFO，是历史赋予我们这些从事理财学研究和理财学教育的高校教师的责任。

（二）理财学专业课程设计

理财学专业课程的设计一定要突出理财学专业的学术特色和执业特色，即通过完整的、科学的、严格的理财学学术教育，让理财学专业的学生了解现代理财学的基本内容，培养出正确的理财观念，训练出高水平的理财技术，以最大程度地使他们适应毕业以后的就业环境，尽快地成长为合格的、优秀的CFO。

除了理财学学科本身，一个合格的理财人员的知识背景中至少应当包括如下的学科