

公司财务理论主流

Contemporary
Theory of
Corporate
Finance

沈艺峰 沈洪涛 著

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

本书的目的在于叙述
现代公司财务理论思潮里各主要流派的理论、
研究方法和实证检验证据。
这些主要流派包括新优序融资理论、
信号模型、
自由现金流量假设与公司控制权市场理论。
在具体介绍之前，
先说明本书的写作方法、
写作范围和写作框架。

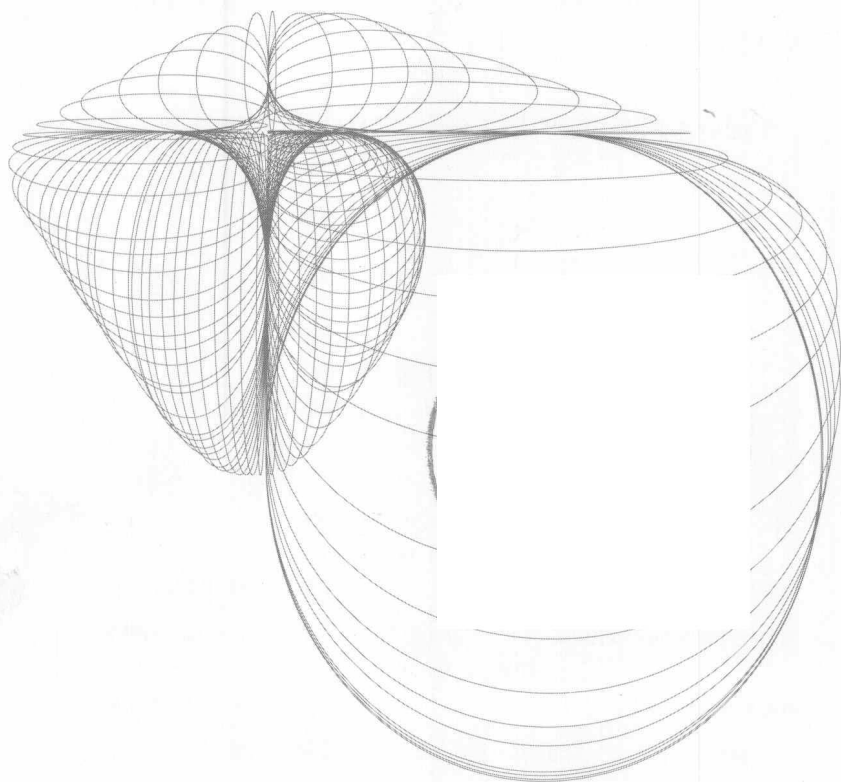
公司财务理论主流

F276.6

S420:1

rate
Finance

沈艺峰 沈洪涛 著



FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

© 沈艺峰等 2004

图书在版编目 (CIP) 数据

公司财务理论主流 / 沈艺峰, 沈洪涛著. —大连: 东北
财经大学出版社, 2004.8

ISBN 7-81084-345-1

I. 公… II. ①沈… ②沈… III. 公司-财务管理
IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 112940 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

总编室: (0411) 84710523

营销部: (0411) 84710711

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@vip.sina.com

大连海事大学印刷厂印刷

东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 148mm × 210mm

字数: 398 千字

印张: 11 7/8

印数: 1—3 000 册

2004 年 8 月第 1 版

2004 年 8 月第 1 次印刷

责任编辑: 方红星 廖世成 陈 薇 责任校对: 刘铁兰 毛 杰
那 欣 尹秀英

封面设计: 冀贵收

版式设计: 钟福建

定价: 24.00 元

本书受教育部
“优秀青年教师资助计划”资助

目 录

导 言

- 1 0.1 本书的写作方法
- 7 0.2 本书的写作范围
- 14 0.3 本书的写作框架
- 16 第1章 新优序融资理论
- 16 1.1 新优序融资理论的产生
- 23 1.2 权衡理论
- 29 1.3 梅耶斯—迈基里夫模型及其批判
- 38 1.4 新优序融资理论的实证检验
- 38 1.4.1 间接的检验证据
- 44 1.4.2 赫尔维格—梁检验
- 47 1.4.3 塞安桑德—梅耶斯检验
- 53 1.4.4 奥普勒—平克维茨—斯塔尔茨—威廉姆森检验

参考文献

第2章 信号模型(上)

- 61 2.1 资本结构信号模型
- 62 2.1.1 利兰—派尔模型
- 65 2.1.2 罗斯模型
- 71 2.1.3 哈里斯—拉维模型和金模型
- 76 2.1.4 资本结构信号模型的实证检验

94	2.2 新股发行信号模型
96	2.2.1 新股发行信号模型的信息不对称理论基础
101	2.2.2 格林布拉特和黄模型
105	2.2.3 艾伦和福尔哈伯模型
107	2.2.4 维尔奇模型
111	2.2.5 新股发行信号模型的实证检验
115	参考文献
120	第3章 信号模型(下)
120	3.1 股利信息含量假设
135	3.2 股利信号模型
135	3.2.1 巴塔恰亚模型
138	3.2.2 卡莱模型
140	3.2.3 米勒—洛克模型
146	3.2.4 约翰—威廉斯模型及其扩展
154	3.3 股利信息含量假设:进一步的实证检验
156	3.3.1 股利未来永续盈利信息含量
168	3.3.2 股利当期永续盈利信息含量
174	3.4 股利信号模型的实证检验
186	参考文献
190	第4章 自由现金流量假说
190	4.1 自由现金流量概念
193	4.2 自由现金流量假说的内容
194	4.2.1 负债是提高公司效率和监督管理者的有效控制机制
198	4.2.2 自由现金流量是决定公司收购决策的重要因素之一
200	4.3 自由现金流量的经济学理论诠释
202	4.3.1 格罗斯曼和哈特的契约论

206	4.3.2 威廉姆森的公司治理结构理论
209	4.3.3 伊斯特布鲁克的股利代理成本论
211	4.4 自由现金流量假说的实证检验
212	4.4.1 关于自由现金流量是否存在代理成本的检验
227	4.4.2 负债与自由现金流量关系之检验
230	4.4.3 收购与自由现金流量关系之检验
241	参考文献
246	第 5 章 公司控制权市场理论 (上)
246	5.1 公司控制权市场理论的形成
250	5.2 成功收购的公司股东收益
251	5.2.1 目标股东收益
258	5.2.2 收购方股东收益
272	5.2.3 帕累托最优与公司股东收益
276	5.3 不成功收购的公司股东收益
276	5.3.1 不成功收购的实证检验
285	5.3.2 卡尔多—希克斯效率与公司股东收益
290	5.4 公司股东收益的来源
304	参考文献
311	第 6 章 公司控制权市场理论 (下)
312	6.1 资本结构与公司控制权市场理论
314	6.1.1 斯塔尔茨模型
318	6.1.2 哈里斯—拉维模型
324	6.1.3 伊斯雷尔模型
328	6.1.4 资本结构与公司控制权市场理论模型的实证检验
338	6.2 股票回购与公司控制权市场理论
354	参考文献
359	外国人名索引

导 言

本 书的目的在于叙述现代公司财务理论思潮里各主要流派的理论、研究方法和实证检验证据。这些主要流派包括新优序融资理论、信号模型、自由现金流量假设与公司控制权市场理论。在具体介绍之前，先说明本书的写作方法、写作范围和写作框架。

0.1 本书的写作方法

1900 年，巴舍利耶（Louis Bachelier）完成了他的博士论文，题为《投机理论》（Théorie de la spéculation）。数十年后，这篇关于证券市场统计研究的论文被辗转译为英文，最终被认定是标志着财务学从经济学中独立出来成为一门新学科的里程碑。至今，财务学已完整地走过了一个世纪。在 20 世纪的历史长河里，财务学思想史上涌现了大量具有深远影响的优秀作品，产生了一大批在经济学史

上占有重要地位的学者，他们的思想经年累月，流传下来，成为一份丰富和宝贵的精神遗产，也构成了财务学思想史的主要内容。与此同时，在致力于财务学思想的传播、发展与创新的过程中，许多学者也不断地对财务学思想的得失与功过进行回顾、反省与总结，努力建立一套能够反映财务学思想历史原貌的框架体系。大致上，学者们主要通过两种方法来描绘和勾勒财务学思想的历史、现状和发展。

方法之一：大部分学者如柯普兰（T.E.Copeland）和维斯顿（J.F.Weston, 1984）以及麦金森（W.L.Meggison, 1999）等人采用的是横向方法（或称水平线方法）。他们将财务学的各个研究领域在水平线上一字拉开排列，把各个财务现象独立地切割出来，分为一个个单独的问题，然后围绕问题的中心来组织各类理论解释与经验证据。每个基本的财务问题从一开始就被提出，接着指明回答和解决这些基本问题所需的各个方法与步骤，凡与基本问题无关的东西，均忽略不谈或一语带过，而不管它们在形成财务思想的过程中所具有的重要性。这种方法类似于“问题史学”的方法论模式，曾得到布罗代尔（F. Braudel）等第二代年鉴学派史学家的推崇。^① 从其最基本结构上说，横向方法完全是对财务学教科书的临摹。自米德（E.S.Mead）以来，财务学历史发展各个不同阶段上出现的各类不同版本的经典财务学教科书，包括格思曼（H.G.Guthmann）和杜格尔（H.E.Dougall）的《公司财务政策》、范霍恩（J.C.Van Horne）的《公司财务与政策》、维斯顿和布里格姆（E.F.Brigham）的《公司财务原理》、布里利（R.A.Brealey）和梅耶斯（S.C.Myers）的《公司理财原理》以及罗斯（Stephen Ross）、威斯特菲尔德（R.Westerfield）和杰菲（J.Jaffee）的《公司理财》无一不是采用这一范式。因此，这一方法也可以称为教科书式方法。教科书式方法有其显而易见的好处。首先，它是一种问题导向的方法。费希尔曾指出：“没有问题，便没有史学。”^② 有了需要研究的财务问题，才会有提出财务理论的需要。在“问题史学”方法下，相关财务理论被按照设定的中

^① “问题史学”方法系以布洛克（Marc Bloch）和费希尔（Lucien Febvre）为代表的第一代年鉴学派所提出的。

^② 转引自何兆武和陈启能：《当代西方史学理论》，501页，北京，中国社会科学出版社，1996。

心问题罗列起来，成为该问题的备选解释，供人们从各个角度进行观察和思考，从而满足了人们对某一财务学问题较为全面了解和整体认识的心态。例如资本结构理论，其中心问题在于探讨企业是否存在最优资本结构，围绕这一问题，先后出现了MM定理、税差学派、破产成本主义、权衡理论与后权衡理论、代理成本说、新优序融资理论、财务契约和公司治理结构学派等，分别从局部均衡、税收制度、破产制度、委托代理、信息不对称、信号、契约与公司治理等方面，多视野、多途径、深层次地剖析企业资本结构的表象，把握企业资本结构的内在规律，从而加深了对企业资本结构问题的整体认识。其次，横向方法同时也是一种结构主义的方法。结构主义的核心概念当然是“结构”（structure），教科书式方法接纳了类似于皮亚杰（Jean Piaget）的观点，将财务学这一“结构”看成是由各个相互依存的部分所形成的一个整体，其中各部分只能在“财务学”这一整体中得到它们各自的意义，但各个部分之间虽然相互制约，却可独立于任何外部因素的影响。例如，股利政策作为财务学的一个重要部分，有其独特的研究对象，股利政策理论通过税差学派、股利信息含量假设、信号传递模型及代理成本理论形成了自己不同于其他方向的研究领域。但另一方面股利政策与投资决策和资本结构决策又共同构成财务学三大决策体系，它决定于企业的投资决策，又与企业资本结构决策相互作用。股利政策理论与其他财务学理论的发展共同推动财务学科整体的进步。所以，教科书式方法让我们对财务学“结构”的认识具有整体性、转换规律和自身调整性等三个特点。^① 所以，问题导向方法和结构主义特征使得教科书式方法具有相当的普及性。

但是，横向方法同时也具有若干缺陷，而且其缺陷与其优点一样突出。首先，横向方法基本上是一种重视局部、强调个体的方法。它明显地带有克罗齐（Benedetto Croce）的新黑格尔主义史学理论的某些表征，包括将思想史看成是“除了专门史以外并无任何真实的东西。”^② 因此，横向方法下的财务学，其重点都放在对财务学各个组成部分的完善上，

① [瑞士] 皮亚杰：《结构主义》，第一章“导言和问题的定位”，倪连生、王琳译，北京，商务印书馆，1996。夏基松：《现代西方哲学教程》，605页，上海，上海人民出版社，1985。

② [意] 克罗齐：《历史学的理论和实际》，92页，傅任敢译，北京，商务印书馆，1997。

各类不同的理论被严格集中在所分析的主题范围内。而对于各个部分里所涉及的理论,其前后承接、来龙去脉和因缘际会等等问题往往跳过不谈或一笔带过。因此,在横向方法里,常常出现这样的情况:有时我们对于某一个特定的财务现象或问题有了较为充分的了解,也知道了用于解释此一财务现象或问题的若干理论,但到底这些理论是如何产生的?来自于何处?同一理论在各个不同领域里的解释相互之间又有何联系?读者只能强作解人。自由现金流量理论就是一个典型的事例,即使在最权威的教科书里,我们也只能看到这个概念被用到股利政策、公司控制权市场等专门的研究领域,但两者如何在自由现金流量假设下串联起来,找出它们的“公约性”,^①在教科书式方法下是无法实现的。一般的财务学教科书存在这样的缺陷尚可理解,但像麦金森那样专门叙述财务理论的专业书籍也落下这个毛病就不应该。究其原因,还在于横向方法本身的这一局限性。其次,横向方法同时还是一种静态的方法。教科书本身是一面镜子,它反映的是一定历史条件下财务学发展所达到的高度,不同的教科书,只是镜子的清晰度不同而已。但既然是一面镜子,它反映出来就只是在某一时点上静止不动的东西。在任意选择的一本教科书式的作品里,你会看到各类财务理论一成不变地叙述和解释着各种财务现象。但理论本身是如何发展的,不同阶段上的理论内容是否又有所不同,理论如何随着财务现象或问题的变化而得到展开,特别地,原本用于解释某一特定财务现象或问题的理论如何因为向其他财务领域的渗透而变得复杂起来。对于这类问题,教科书式方法本身无法自行解释。在柯普兰和维斯顿的巨著里,形形色色的财务理论被有机地排放到以不同财务现象为标题的章节里,但我们最终还是看不到资本结构理论的信号传递模型是否还延伸到其他财务学领域里,这类模型与诸如股利政策研究领域里的信号传递模型又是如何从不同的角度推动信号理论的整体发展,这样一本庞大著作没有起到更多的作用,真所谓“做得太多几乎无异于做得太少。”^②

^① 公约性和不可公约性是沃什尔(W. H. Walsh)历史哲学的一个概念,即指历史学家们之间在历史事实上是否存在一个共同尺度。何兆武和陈启能:《当代西方史学理论》,248~273页,北京,中国社会科学出版社,1996。

^② [美]埃克伦德(Robert B. Ekelund, Jr.)、赫伯特(Robert F. Hebert):《经济理论和方法史》,4页,杨玉生等译,北京,中国人民大学出版社,2001。

描述财务学思想历史的另一种办法是所谓的纵向方法（或称垂直线方法）。这也是本书将要采用的方法。纵向方法的要旨在于它专门把各个不同的财务学研究领域里的同一个理论或思想串联出来，从中理清、融合和深化这些理论的发展脉络、因缘关系、前后顺序、学说渊源或师承关系以及历史意义，从而揭示这些理论（思想或学说）的起源、作用和演变以及它们最新的发展方向，说明同一理论在各个不同财务领域里的不同运用，以及这些运用之间的相互影响和相互印证关系。纵向方法存在于众多的经济学思想史的著作中。例如，我们在罗尔（E. Roll）的《经济思想史》、埃克伦德和赫伯特的《经济理论和方法史》以及斯皮格尔（H. W. Spiegel）的《经济思想的成长》等著作中都看到了纵向方法的运用。^① 因此，纵向方法或许可以被看成是思想史式方法。新黑格尔主义史学另一位大师柯林武德（R. G. Collingwood）曾指出，一切的历史都是思想史。如果我们接受这个观点，教科书式方法所提供给我们的财务学就只是停留在财务学历史知识的外边，还没有真正浸入财务学的思想深处。财务问题的再多堆积和财务现象的普遍罗列，充其量也只是在我们的面前拉上一道窗幔，而要揭开窗幔，看到房间里的事物，则有赖于思想史式的方法。但要用好思想史式的方法，就必须按照前人的方式去描述他们的思想形成的逻辑过程，了解一切财务问题和财务现象背后某一种思想的来源、趋向和形成过程。例如，优序融资是最早被唐纳森（G. Donaldson）观察到的一种财务现象，企业怎样通过优序融资来筹集资金是一个难解的财务问题，但如何解释优序融资的现象和问题，我们无法单纯从唐纳森教科书式的描述当中掌握住全貌，因此，就需要从纵向的思想史的路线延伸到梅耶斯的不对称信息下的新优序融资理论上去，花力气弄清楚新优序融资理论的起源、演变以及前后相承和左右对接的关系，清楚地认识到任何一种财务学思想都是由前人某一思想演变而来，而且它本身也必将继续往下变化，从而才能“在自己的心灵中重演过去。”^② 罗宾斯（L. Robins）说过：“由于当代的思想是过去思想的

^① [美] 熊彼特（J. A. Schumpeter）虽然强调“经济学史、经济分析史和政治经济学史以及经济思想史”必须“加以区分”，但在他的《经济分析史》中，我们同样可以看到纵向方法的运用。[美] 熊彼特：《经济分析史》第一卷，朱泱等译，北京，商务印书馆，1991。

^② [英] 柯林武德：《历史的观念》（英文版），251页，转引自何兆武和陈启能：《当代西方史学理论》，194页，北京，中国社会科学出版社，1996。

继续,因而参照历史的框架搞清各种观点的渊源并相互加以对照,对于弄清当前使人感到困惑的问题会有极大的帮助。”^① 不过,我们承认,要真正捕捉住财务学前辈的思想和意图,并不是一件容易的事。正因为对每一种财务思想,我们几乎没有办法再去重复演算或验证,我们只能在掌握尽可能详尽和丰富的材料之基础上,靠“推论进行研究”。^② 这就难免在此过程中渗透进我们自己的思想,掺入我们自己的个人好恶和轻重取舍等因素在内,罗尔也曾承认:“一部思想史本质上是选择性的和解释性的;从他所省略的东西和他描述所包含的内容的方式,作者施加了他自己的兴趣、偏好和偏见。”^③ 不可否认,此即思想史式方法的缺陷之一。但同时,我们也记得熊彼特说过:“一个人如果从他自己时代的著作站后一步,看一看过去思想的层峦叠嶂而不感受到他自己视野的扩大,那么这个人的头脑肯定是十分迟钝的。”^④

本书整体上采用了纵向方法或思想史式方法,具体到各章的叙述上则采用思想史的不同叙述形式。某些章节采用的是“一元论者”的形式,即把某一个具体财务研究领域看做是由一位权威学者所主导,从这位学者的生平、作品和言论乃至花絮可以看出这个领域的研究历史、现状和发展。第1章“新优序融资理论”中的梅耶斯、第4章“自由现金流量假设”中的詹森(M. C. Jensen)都是这一类权威学者的典型代表。某些章节采用的是“二元论者”的形式。“二元论者”把特定财务研究领域看做是两大领袖人物或两种宽泛的思想之对立,它们往往在同一个时期产生、流传和发生影响,两者之间既有因观点、主张和方法的不同而相互攻击、激烈辩论以及相互扬弃的一面,也有惺惺相惜、共生互动的一面。例如,第3章股利信息含量假设里,通过沃茨(R. Watts)等人与佩蒂特(P. R. Pettit)等人截然相反的两派观点之比较,能够清楚地看到股利理论的早期形态。再比如第5章里,通过“二元论者”的形式,可以较好地把握住公司控制权市场围绕股东收益的两派对立观点和立场。除此之外,在部分章节里用到了“三元论者”的形式。所谓“三元论者”指分别处于三个不同历史阶段上的

① [英] 罗宾斯:《过去和现在的政治经济学》,陈尚霖等译,7~8页,北京,商务印书馆,1997。

② [英] 罗宾斯:《过去和现在的政治经济学》,陈尚霖等译,196页,北京,商务印书馆,1997。

③ [英] 罗尔:《经济思想史》(英文版),13页,牛津,牛津大学出版社,1979。

④ [美] 熊彼特:《经济分析史》第一卷,朱泱等译,18页,北京,商务印书馆,1991。

思想,这三个阶段分别如下:第一阶段是判断,第二阶段是整理或排序,第三阶段是理解。^①我们在第3章里关于“股利信号传递模型”的论述中深入地采用了这一叙述形式。

0.2 本书的写作范围

在思想史式方法下,首要的任务就在于要善于把握住某一领域内理论思想的主流。长达一个世纪里,在财务学历史发展的各个不同时期,都曾先后产生过形形色色的各类财务理论。其中有的理论如流星,流光一闪,转瞬即逝;有的如恒星,光芒万丈,亘古长明。^②各类理论与理论之间又层峦叠嶂、纵横交错、相互渗透,成为一张密密麻麻的网。要真正从中梳理出财务理论主流,决不是一件容易的事。那么,何谓财务理论主流?我们认为,所谓财务理论主流应该是指那些能主导财务学科的发展方向、体现财务学研究思潮的大势所趋、具有一批重要的财务学文献、带动财务学进行实证检验的理论。^③自巴舍利耶以来,财务学的百年历史上,其研究思潮曾有三重大转变,出现了三批具有重大理论价值的历史文献。

财务学研究思潮的第一次转变出现在20世纪30年代。1929—1933年经济大萧条的惨痛经历促使财务学家们开始孜孜不倦地转入探讨证券市场的价格变动规律和证券内在价值问题。与此同时,经济计量技术终于也被引进到财务理论的研究之中,研究主题和方法的转向促成财务学研究思潮的首次转变。这一时期出现了数本具有较高理论学术价值的名著,包括格雷汉姆(B. Graham)和多德(D. L. Dodd)于1934年出版的《证券分析》、威廉斯(J. B. Williams)于1937年发表的《投资价值理论》和达文(A. S. Dewing)于1938年再版的鸿篇巨著《企业理财政策》。四年内连续

^① [美]斯皮格尔:《经济思想的成长》,刘宇飞等译,11~12页,北京,中国社会科学出版社,1999。

^② 笔者多年来出入国外大学图书馆,翻阅各类财务学文献,常怀感触。比如科斯(R. Coase)的《社会成本问题》一文在有的图书馆里因借阅者众多,刊物上的原文已被翻烂,馆员不得以从他处复印一份,重新装订成册,却很快又被拉扯得面目全非。也有的文章,笔者要从厚重的尘封中抽出,弹去尘土,翻开的是新鲜的、无痕无迹的页面。

^③ 关于理论主流的定义,不同的学者显然使用不同的定义,即便是最为经常使用“主流”一词的经济学家,本身也没能形成一致的看法。若干顶尖的华人经济学家认为:“美国经济学的主流关注现实经济问题,理论研究和创新的计量经济学方法。……主流随时间变化。判断的标准在一定程度上由在学术或专业刊物上发表的文章决定”(李龙飞)“(现代西方经济学的主流是)建立在真实假设基础上并通过具有真实数据的扎实的实证验证基础上的理论。”(吴仰如)见于杰:《张五常批判》,223~227页,北京,工人出版社,2002。

出版的这三本书摆脱了早期库珀 (F. Cooper) 和格斯腾伯格 (C. W. Gerstenberg) 等人“手册”和“指南”一类的旧财务学教科书式的写作方法, 转而“主要关心概念、方法、标准、原理以及最为重要的逻辑推理”,^① 并且强调了“数学方法作为一种新的工具所具有的巨大能力, 它的运用能够保证把我们引向投资分析的发展”。^② 大萧条后出现的这三本书把财务研究带往理论化发展的方向, 构成了财务思想史上第一批有重大理论价值的历史文献, 形成了财务学研究思潮的第一次转变。不过, 由于那个时期里, “财务学的基本理论似乎发展缓慢, 完全局限在一些孤独的, 主要是经验研究者的手中, 如科利斯 (A. Cowles) 和沃金 (H. Working) 等人”,^③ 而且文献数量较少, 因此, 这批文献在相当长的一段时期内自身无法形成一股理论主流, 也就只有到了后来, 现代财务理论主流才对这部分文献进行认祖归宗。

现代财务理论主流形成于财务学研究思潮的第二次转变时期, 即出现在 20 世纪 50 年代。第二次世界大战后财务学科制度化建设的进一步发展,^④ 以及财务研究方法论上的重大突破,^⑤ 两大因素促使 20 世纪

① [美] 格雷汉姆和多德:《证券分析》(英文版), ix 页, 怀特利塞出版社 (Whittlesey House), 1934。

② [美] 威廉斯:《投资价值分析》(英文版), ix 页, 奥盖斯特图思·M·克雷出版社 (Augustus M. Kelley Publisher), 1937。

③ 科利斯研究股票市场的随机变动问题, 沃金研究不同的时间序列问题, 科利斯:《股票市场的预测者们有办法预测吗?》, 载《经济计量学刊》, 1933, 第 1 卷, 309—324 页; 以及沃金:《不同的随机序列差异在时间系列分析中的应用》, 载《美国统计学会学刊》, 1934, 第 29 卷, 11—24 页。

④ 财务学科制度化在第二次世界大战前已经有了一定的发展, 包括 1940 年 12 月 28 日在美国芝加哥史蒂文斯饭店 (The Stevens Hotel) 正式成立了美国财务学会 (American Finance Association), 1942 年和 1943 年相继发行了两期《美国财务学》, 该刊物即美国财务学会会刊《财务学刊》的前身。受第二次世界大战的影响, 美国财务学会在美国参战后完全停止活动, 直到第二次世界大战结束, 美国财务学会会刊《财务学刊》第一卷第一期于 1946 年 8 月正式出版。1947 年 5 月 1 日, 产生了美国财务学研究领域的另一个重要组织——全美财务分析家联盟 (FAF)。美国财务学会、全美财务分析家联盟的成立及《财务学刊》的出版为财务理论朝向有组织、系统化的发展创造了良好的条件。罗尔曾经非常明确地指出:“特别是一旦当经济学变成依赖于那些通常附属于学术机构的专家的时候, 更是如此。”[美] 罗尔 (Eric Roll):《经济思想史》(英文版), 15 页, 牛津, 牛津大学出版社, 1979。

⑤ 20 世纪 50 年代之前, 财务学的方法论始终存在一个明显的缺陷, 即“财务学的绝大部分领域都是描述性的”。例如, 詹森和史密斯就指出:“50 年代之前的公司财务理论充斥了逻辑上的不一致性, 而且几乎完全是带法规性质的, 也就是以规范研究为取向。”始自 50 年代, 实证研究方法开始取代规范研究方法成为财务学最为主要的分析工具, 维斯顿认识到:“传统上属于经济学的分析方法和技术开始应用到财务问题上。”这一应用的结果意义重大, 它表明财务学终于迈出了从定性的、描述性的规范研究到定量的、分析性的实证研究的重要一步, 并已在经济学理论分析的基础上构建起自己的研究方法, 财务学开始被看成是一门“科学”。见詹森和史密斯:《公司财务理论:历史的一般观察》, 载《现代企业财务理论》, 麦格劳·希尔出版公司, 1984, 3~15 页; 维斯顿:《财务理论的发展》, 载《财务管理》, 1981, 十周年紀念刊, 5~6 页。

50年代财务理论研究的空前繁荣，出现了一群日后在财务学说史上举足轻重的代表性人物，他们先后发表了一批“在财务学术领域有重大贡献”（维斯顿语）的理论著作和文章，这批作品构成了财务思想史上第二批有重大学术价值的历史文献，代表了财务学研究思潮的第二次转变。与第一批历史文献相比，第二批历史文献无论是在数量上还是质量上都不可同日而语。其中最为重要的，在第二批历史文献的基础上，第二次财务研究思潮以后渐次形成了现代财务理论主流的若干个重要思想流派，包括证券市场效率、资产组合理论、资本资产定价模型、资本结构理论、投资决策理论以及股利政策等等。与其他学科一样，财务学研究思潮的转变首先是在一个或数个领域内获得突破的，其中资产组合理论与资本结构理论就被认为是现代财务理论“两个最主要的革命性突破”（维斯顿语）。第一个革命性突破的奠基性工作马克维茨（H. Markowitz）1952年的《组合选择》一文和1959年的《证券组合选择：有效的分散化》一书以及1958年托宾（J. Tobin）的《趋向风险行为中的流动偏好》一文里所完成。资产组合理论同时也为夏普（W. F. Sharpe）、林特纳（J. Lintner）和莫辛（J. Mossin）等人日后推导出资本资产定价模型打下坚实的理论基础。第二个革命性突破源于莫迪格利安尼（F. Modigliani）和米勒（M. H. Miller）在1958年所发表的《资本成本、公司财务和投资理论》一文，文中所提出的MM定理标志着在现代财务理论史上占有极其重要地位的现代资本结构理论的诞生，也预示着现代资本结构理论取代传统资本结构理论的主流地位的开始。再比如证券市场效率理论，其作为现代财务理论主流之一也是开启于20世纪50年代。当时先是肯德尔（M. Kendall）于1952年发表了《经济的时间序列分析，第一部分：价格》，以后罗伯特（H. Robert）和奥斯本（M. F. M. Osborne）在1959年又分别刊载了《股票市场“图形”和财务分析：方法论上的建议》以及《股票市场的布朗运动》两篇论文，三篇论文被认为是证券市场效率理论“最早的实证检验工作”（B. G. Malkiel）。投资决策（或称资本预算）理论也是另一个突破口。在20世纪50年代以前的财务学教科书里，我们基本上是看不到资本预算这一部分内容的。资本预算被放到财务学教科书里是20世纪50年代初的事。1951年，乔·迪安（Joel Dean）通过哥伦比亚大学出版社发表了

《资本预算》这一财务思想史上的名著。在这本书里,乔·迪安最早提出投资决策中的内部收益率法。同一年里,F.卢茨(F.Lutz)和V.卢茨(V.Lutz)在《企业投资理论》里提出另一种后来得到普遍采用的投资决策方法——净现值法。稍后,洛里(J.Lorie)和萨维奇(L.Savage)在1955年发表的《资本限额的三个问题》,赫什利弗(J.Hirshleifer)在1958年刊载的《最优投资决策理论》等文里对上述方法进行了改进与完善。这几部作品共同构成了现代企业投资决策理论学派。以上所谈到现代财务理论各个重要学派在20世纪50年代通过一系列财务学领域里的新突破,迅速确立起理论主流的地位,同时又通过后续研究中的不断创新和发展,渐次汇成了现代财务理论主流各学派,这一过程大致上经历了自20世纪50年代到70年代中期约25年左右的时间,在这一过程中主流理论陆陆续续被补充写入到各类权威的财务学教科书里。不过,一旦某种现代财务理论主流成为现代财务学教科书的必备内容,它同时也昭示着这类理论已经完成了自身的建设,在成熟中走过了发展的巅峰。一种理论在走向主流的过程中也同时孕育了反主流的力量。这股反主流的势力慢慢壮大后,最终不可避免地要推动财务研究思潮的重大转变。

20世纪70年代后期,确切地说,是在1976—1979年之间,新财务理论开始向居于正统地位的现代财务理论主流提出挑战,一大批新财务学研究思潮的代表人物崭露头角,站到了历史舞台的前台上,这期间新锐人物发表了大量“被当作是今天研究文献的基础”的文章,^①新财务理论许多有影响的文章大都是出现于20世纪70年代后期,如詹森和麦克林(W.H.Meckling)的《企业理论:管理行为、代理成本和资本结构》、罗斯(S.Ross)的《资本资产定价套利理论》发表于1976年,罗斯的《财务结构的决定:动机信号方法》、利兰(H.E.Leland)和派尔(D.H.Pyle)的《信息不对称、财务结构和金融中介》、巴塔恰亚(S.Bhattacharya)的《不完美信息、股利政策和‘手中鸟’谬论》、梅耶斯的《企业借贷的决定》、罗尔(R.Roll)的《资产定价理论检验的一项批评,第一部分:论理论过去及潜在的可检验性》均发表于1977年,史密斯(C.Smith)和沃纳(J.B.Warner)的《财务契约论》出现在1979年,等等。这些名篇佳作构成了财务思想史上第三批有

^① 哈里斯(M.Harris)和拉维(A.Raviv):《资本结构理论》,载《财务学刊》,1991,第46卷,298页。