

浅论公司理财学的发展历史

贺颖奇

公司理财作为一门独立的学科的形成则是当代近些年的事。最初，公司理财活动只是公司中的一个简单的职能活动，从属于会计活动，旨在完成会计分析的职能。随着公司这种组织经营形式的迅猛发展与完善和市场经济不断发达，特别是国际化与金融化市场经济的形成，市场竞争环境日益复杂，公司理财活动的决策功能日显突出，并朝着既综合又独立的方向发展。具体表现为：公司的资本筹集、使用及其管理等重要的理财活动是一项涉及财务会计、管理会计、经营管理、货币银行、国际金融等诸多领域业务的综合性活动，需要由专门的管理人员从事其研究决策活动；从而客观上要求公司理财活动必须从会计活动中独立出来，同时这种客观要求和理财实践活动的深入发展推动着管理实践家和理论家开始总结研究实践中的一些重要成果，逐渐形成了一些与公司理财相关的理论与方法；这些理论和方法又在指导理财实践中得以发展并臻完善，于是公司理财学便随之诞生且发展起来。纵观西方一些国家的研究成果，公司理财学的发展过程大体上可划分为四大阶段：

第一阶段：18世纪末至20世纪初，这个时期是公司理财学的产生阶段。19世纪末，在工业革命大潮的冲击下，技术革新日新月异

异，股份公司和托拉斯纷纷成立，公司经营规模迅速扩大，公司急需筹集巨额资本以满足发展需要。这时，传统的自主理财方式无以适应时代发展，再加上以两权分离为特征的公司经营方式的客观需要，各公司的经营控制权移到职业经理手中，而这些经理又通过下设专门的财务机构和雇佣专门的财务人员来从事公司理财活动，因而客观上需要大量财务管理人员以满足公司理财活动的需要。为此在大学里开始设立有关专业和开设有关课程，有关著作亦开始出现。1897年美国著名财务管理专家格林的《公司理财》一书出版，标志着最早的理财著作问世。之后，戴维于1910年出版了《公司理财》等，为公司理财学的初步发展做出了贡献。

但是，这一时期由于资本市场还相当原始，股票市场很不完善，内幕交易和操纵股价的行为大量存在，再加之公司财务报告的有关数据很不可靠，所以公司很难将居民储蓄为其所用，投资者也不愿意购买公司发行的股票和债券。因此这一时期理财活动主要是在中立的立场上研究证券发行、公司合并等法律性事物，为公司筹资服务。

第二阶段：从本世纪30年代至40年代，这是公司理财学的初步发展时期。

这一时期西方国家的经济环境发生了

重大变化,特别是30年代的经济大萧条迫使大量公司纷纷倒闭破产;在此冲击下,公司理财活动的内容发生了较大变化,其重心从资本的筹集转向资本的运用;从谋求公司的规模拓展转向谋求长期生存;从研究证券发行转向研究破产公司的重组、清算以及政府对证券的管理上。然而这一时期理财工作仍然是中立的立场上进行法律性研究,但同时一些有助于提高公司利润和股价的分析技术开始受到重视。

这一时期的理论研究还未构成理财学的较完整的理论基础,大都在局部范围内研究融资成本与投资收益及其关系问题。为“资本运用”提供了一定的依据。尽管如此,这一时期确也出现了许多有关理论研究成果:1921耐特在专心研究风险问题的基础上,出版了《风险、不确定性和利润》一书;此后10年费雪尔进一步发展了利率理论,于1930年出版了《利率理论》,研究了个体时间型消费/储蓄和投资决策的特征,而且把货币流量作为资产纳入其分析,从公司的角度阐述了举债投资决策问题;1938的赫尔雷佛提出关于投资保值理论公司、威廉提出投资估价理论,为后来的莫蒂格列尼和米勒的资本结构理论奠定了基础;同年,米德和劳思分别出版了《公司财务政策》和《公司及其财务问题》等著作,1939年和1940年希克斯和卢兹提出利率期限结构理论(纯预期理论),在一定程度上研究了债券期限与其收益率间的关系。这些重要著述为公司理财学深入发展打下了基础。

第三阶段:从本世纪50年代至70年代,这是公司理财学大发展的时期,也是现代公司理财学产生和深入发展时期。

这一时期西方经济学的现代资本市场理论被引入理财研究领域,并成为公司理财学的理论基础。在诸多学者的共同努力下,奠定了现在公司理财学的基本理论与方法体系。因此,这一时期有关公司理财的理论研

究发生了突破性进展,短短的20年产生了许多种具有代表性的理论学说:1952年马克维茨发表了《有价值证券选择》这篇著名论文,提出投资组合理论,首次把“均值一方差”分析方法用于不确定条件下的投资决策,并将风险予以量化,通过适当的投资组合实现报酬最大和风险最小,他的理论问世标志着现代公司理财学的开端;1958年至1963年莫蒂格列尼和米勒先后发表了《资本成本、公司理财和投资理论》、《股利政策、增长和股票估价》以及《公司所得税和资本成本》等重要论文,提出了筹资决策的估价理论,即资本结构的静态权衡理论,为公司资本成本的确定和目标资本结构的选择奠定了基础;1964年夏普发表了《资本资产定价模型:风险条件下的市场均衡理论》,发展了资本结构理论,其资本资产定价模型(CAPM)理论对证券估价、风险分析及公司业绩评价等领域产生了深刻影响;1970年布莱克又在CAPM的基础上提 $0-\beta$ 模型;1970年法默提出有效资本市场理论,研究了信息的公开性和股票估价以及公司市场价值的关系,对公司有价值证券的定价、发行、出售、回购、还债付息等重大财务决策及其理论问题产生了有重大影响;1973年布莱克和舒勒斯发表了《选择定价与公司负债》一文,提出了普通股选择权定价模型,引起了制度上的创新;1976年詹生和麦克林把资产权和代理人说引入理财理论研究,对“两权分离”制度的完善、代理人的业绩评价与激励、代理人与公司长期发展目标的关系等重大问题的解决提供了理论方法依据,引起了实践上的重大突破;1976年罗斯提出套利定价理论,放宽了CAPM的假设条件,在多因素模型下,分析了资本资产定价的含义,研究了影响证券报酬的各种因素的市场价格,使CAPM更具一般性。

上述这些重大理论经十几位著名经济学家从提出到发展的深入研究,现已成为现代公司理财学的重要的理论基石,它们从不同

的方面构成了现在公司理财学的基本研究内容，为现代理财方法的形成提供了方法论的依据。值得一提的是，在现在公司理财学理论体系与方法的形成过程中，法默和米勒做出了特殊贡献：他们坚持不懈地进行了大量的“标准化”工作，结束了理财理论长期存在的“分散割据”的状况。

从实践上看，正是这些理论的产生和发展，导致了这一时期的理财活动的内容发生了重大变化：即从原来的资金筹集与运用进一步扩展为注重资金结构的平衡、长期投资决策、短期资产和生产成本控制、风险分析、目标利润的规划等方面的内容。

第四阶段：从本世纪 70 年代末至今，这是理财理论研究成果进一步运用于实践和跨国公司理财产生与发展时期。

这一时期的理论研究更注重理论方法在实践中的可行性，许多研究人员通过实践对已有的理论与方法进行证伪，例如 1980 年和 1985 年布朗和沃纳进一步实证研究了法默的学说等；一些较为复杂的方法都通过电脑化过程在实践中得以运用。

这一时期实践特征是西方国家的经济环境发生了重大变化：一是经济出现“滞胀”；二是金融市场发达起来，一些新的金融机构和融资工具及创新业务纷涌而现，国际游资充裕；因此许多大的公司为了摆脱国内经济

形势的困扰，纷纷跨出国门寻找出路，于是对外直接投资大幅度增加，跨国公司经营迅速成长。这些跨国公司从国际金融市场上融通资金，其理财活动一方面和国际金融业务紧密相联，另一方面又纷纷谋求汇兑损益等，从而大大丰富了公司理财的内容，同时也使跨国公司理财的研究成为时代的热点，一些重要著作相继出现，例如罗德哥滋、理德和尤金卡塔尔的《国际财务管理》(1979 年)、理维、莫里斯的《国际理财》(1983 年)以及艾特曼和斯德希尔的《跨国公司理财》(1986 年)等著作都是这一时代的产物。目前，随着世界经济一体的纵深发展，公司理财学也必将在“全球性战略”思想下得到新的发展。

随着我国市场经济体制改革的逐步深入和股份制企业改制试点工作的实施，股份公司和公司制度在我国得以初步确立和发展，公司理财活动也由之而生；在实践的推动下，人们开始认识和研究公司理财，一些研究公司理财基本理论问题的文献也见诸于世；去年我国高等教育专业目录中增设了“理财学”专业，标志着理财学在我国正式成为一门独立的学科。

作者单位：厦门大学 MBA 中心
责任编辑：陆惠敏