财务理论研究方法的演进与财务理论的发展

艾健明　许义生(教授)

(广东商学院　广州　510320)

【摘要】一门学科的发展离不开研究方法的演进,新的研究方法是对原有方法的批判与突破,并催生了新的理论。借助研究方法的演进与变革,融合相关学科的研究方法与知识,拓展财务学的研究领域与研究深度,将是财务理论发展的永恒课题。

【关键词】财务理论　研究方法　演进　发展

财务理论的形成与发展有着其他学科的烙印,其研究方法也表现为高度的融合性与广泛性。财务学发展到现在,不能不提及其研究方法论基础,更不能不提及主流经济学方法论的发展历程。正是在对主流经济学方法论的批判与反思的基础上,主流经济学才得以发展,也正因为对主流经济学方法论的引入与应用,财务学才有今天的重要地位。本文拟从财务学的研究范围,探讨财务理论的研究传统与发展。

一、经济学研究方法的演进及其对财务学的影响

主流经济学方法论的发展经历了四次大的争论。

最早的争论发生在19世纪80年代,是由门格尔和施穆勒挑起的,争论的焦点是经济学分析应以抽象演绎法还是以历史归纳法为中心线索的问题。这场争论持续了30年之久,对经济学的研究产生了深远的影响。

第二次争论发生在20世纪初,可以说它是一场"方法论革命"。争论的结果是,先后涌现出投入产出分析法、经济计量法、应用博弈论和线性规划分析法、经验统计法、制度结构分析法等大批新的研究方法。这些研究方法的萌生使经济理论获得了蓬勃的发展,同时也使经济学研究出现了向科学研究发展的趋向。这期间的财务学主要还是一门制度导向的描述性学科,这些争论对当时的财务学没有产生重大影响。

第三次争论始于20世纪50年代。受波普尔证伪主义的影响,围绕经济研究的现实性和检验标准等问题展开激烈的争论。波普尔利用理论自身的可证伪性来划分科学与非科学的界限,并且认为科学发展是通过一些理论努力取代被驳倒的另一些理论而开辟蹊径的,新的理论与旧的理论一样,只是迄今为止所有的反驳力量尚未推翻它们而已。这次争论的核心人物是弗里德曼和萨缪尔森,但无论是弗里德曼的工具主义还是萨缪尔森的操作主义,其本质并无大的区别,只是在波普尔证伪主义的框架下对如何在经济学中实施科学研究的证伪主义有不同的看法而已。

第四次争论发生在20世纪50年代末到60年代初,这次是对波普尔证伪主义方法论的批判和突破。其代表人物主要有托马斯·库恩、琼·罗宾逊等。库恩在其力作《科学革命的结构》中采用历史主义方法论的分析路径,视科学为一个过程。当反常的证据积累到足够多时,更具解释力的新的科学理论将超越旧理论,经过科学革命,新的范式就会取代旧的范式。但是,库恩只是对科学发展的历史进程作出了解释,而对科学理论的发展并未提出预见,也未对波普尔的证伪主义是好是坏做出客观的评价。而罗宾逊的《经济哲学》则把经济学描绘为一部分是对社会科学的研究,并把波普尔哲学说成是形而上学命题和科学命题的分界。可见,这个时期的一些经济学代表人物对一些重要问题的看法还是混沌的,使得经济学一只脚按照未检验的假说行进,另一只脚按照不可检验的口号行进。因而它并不完全科学。

证伪主义对财务学的研究也产生了重大的影响,像自然科学一样,财务学的一流期刊上登载的文章所采用的研究方法绝大部分是数理方法与实证研究,或者说数理分析与实证研究成了财务学研究的方法论范式。数理方法主要通过对财务现象进行分析和抽象,归纳出基本理念和假设,通过逻辑推理建立数学模型来解释公司和资本市场行为。实证研究主要包括事件研究方法和长期业绩实证方法。事件研究方法和长期业绩实证方法根据计量经济学和统计学原理构造计量模型,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说,从而判断建立的理论模型能够在多大程度上诠释公司财务现象。随着数据库质量与计量经济学工具的改善,对理论强有力的检验成为可能。

二、财务理论与研究方法的动态发展

现代财务管理的基础理论包括投资组合理论(MPT)、资本资产定价理论、期权定价理论、资本结构理论、代理理论与信息不对称理论以及资本市场效率理论。从时间顺序来说,MPT是财务学发展中的第一个具有里程碑意义的理论,它将财务学从制度导向的描述性学科纳入严谨的科学研究轨道,如马科维茨的开创性研究为资本资产定价模型(CAPM)提供了研究基础。从本质上说,MPT不只是一个定价模型,更是一个有关风险规避的投资者如何达到其个人效用最大化的理论。MPT将多元化概念以"投资组合方差"与

“证券组合之间的协方差”的形式表达出来，指出单个证券对证券组合风险的贡献来自于该证券的非多元化风险，可通过该证券的回报与既存投资组合之间的协方差来度量，并对回报分布的风险给出一个均值方差的有效集，这样就可从均值标准差区间得出一个“分离定理”，即投资者的最佳风险资产投资组合与其风险偏好相分离。

这一研究为 CAPM 提供了直觉知识与基础，资本市场上均衡定价的惟一风险是协方差或系统风险。事实上，CAPM 就是在严格假设的基础上，参照 MPT 的方法并在证券投资组合中引入无风险资产，分析单期情况下总体水平上的“分离定理”所得到的结论。这样，CAPM 就有了强大的经验含义，投资组合的系统风险与投资回报线性相关。

理论的发展伴随着理论的检验，而检验工作需要使用代理变量来识别投资组合。但是，罗尔的研究发现，为了对 CAPM 进行有意义的检验，精确识别市场组合是非常重要的。如果精确识别市场组合不可行，就可得出 CAPM 不能被直接检验的结论。虽然“罗尔批判”针对的是检验而不是 CAPM 本身，但在 CAPM 理论的实证主义传统下，这一批判就具有超越检验本身的深远影响。鲍勃·瑞安等指出，人们探索着改进罗尔批判的途径有两种：一种是提出检验设计，该设计反映了罗尔批判的实质或对超越罗尔批判的尝试；另一种则关注其他的更易于接受检验的资产定价模型。

较早的罗尔检验主要是关注 CAPM 检验中的联合假设，研究者认为检验应以 CAPM 的联合假设为基础，所选择的市场组合代理变量应是实际市场投资组合的一个恰当构造。后来罗斯等人从另一个角度选择资产定价模型，他们提出套利定价理论（APT），通过假设一个无摩擦市场中多因素回报的产生过程，利用套利组合机制得出，预期资产回报率与因素敏感性之间存在线性关系。APT 的一个主要优点是不要求识别市场投资组合，消除了在 CAPM 检验上的难题。尽管 APT 有着显而易见的可检验性，但迄今为止仍没有明确一致的检验结论，甚至有人怀疑 APT 的可检验性。

确实，从资产定价理论的发展过程看，财务理论的发展过程既是一个动态的批判过程，也是一个研究方法的变革过程。对理论的实证检验、对研究方法的批判与革新，无论是现在还是将来都会是财务理论研究的主流范式。

三、财务理论研究方法论面临的挑战与财务理论的发展

财务学的发展离不开新古典经济学的研究纲领，新古典经济学的研究范式构成了财务学的方法论基础。新古典范式建立在一系列非猜测性的核心术语（如理性经济人假设、个体主义和完美市场假设等）的基础之上，然而正是这些所谓不言自明的概念与假定受到越来越多的批评和挑战，财务学的方法论基础也因此遭受到质疑。

理性经济人意味着经济关系中的投资者可以最大化自身的效用函数。投资者被假定按照冯·诺依曼——摩根斯坦公理行动，个人拥有评价选择、按其偏好对选择排序与在排序上始终保持一致的能力。这样，通过简单或复杂的数理推导过程，就可以得出封闭形式的定价模型或其他模型。财务学关注的是市场力量，理性经济人假设可避免研究卷入个体投资者的心理分析中，投资者行为的加总就在市场水平上做出定价。但是，理性经济人假设虽然在特定意义上有利于经济学家进行逻辑分析，但同时也使经济理论日益脱离现实经济生活。因为人既有经济性的一面，又有思想性的一面，应该从更广阔的视角来重新认识作为经济活动主体同时又是社会活动主体的人的人格特征。

为弥补理性经济人假设这一方法论上的缺陷，财务学者做出了不懈的努力。自 20 世纪 80 年代中期以来，许多学者讨论了非理性投资者的影响，于是行为金融学应运而生。史莱佛、高德伯格与尼采对此进行了论述与总结，它有助于我们对很多金融现象做出进一步理解。张圣平的《偏好、信念、信息与证券价格》也是这方面研究的优秀成果。

资本市场完美假设是财务学模型发展中的又一个共同特征，莫蒂格利安尼与米勒关于资本结构与股利政策的模型就是一个最具体、最著名的例证。完美市场假设市场有大量的投资者，没有税金与交易成本等摩擦，信息是完全对等的。相对于理性经济人假设来说，完美市场假设对理论研究的重要性较低。但完美市场假设有它的积极作用，它通常是初始研究阶段的一个部分，可在进一步研究中逐渐放宽，为后续研究提供参照与基础。这里不能不提及一些有影响的研究成果，如代理成本、激励信号模型等，它们为后续的研究提供了坚实的理论基础，并被应用到大量的研究领域之中。

考虑到上述各种因素对结论影响的不确定性，一些学者尝试使用了类似自然科学研究的临床诊断方法。目前，临床诊断研究方法的重要性和价值逐渐被金融学界所认同，在西方财务学研究领域日益受到重视，已成为一种重要的研究范式。临床诊断方法已经应用于融资、重组、非财务信息与市场反应、金融创新和风险管理等多个方面，主流的财务学学术刊物也开始注重刊登临床诊断的文章，临床诊断方法已与大样本计量研究方法一起成为财务学实证研究的主流方法。

从理论依据上看，财务学与经济学及金融学都关注资本市场理论、现代企业理论，其前沿理论基础是重合的。从研究的方法论基础上看，它们都建立在新古典经济学的研究框架之中。可见，各学科之间的理论研究方法是相通的，都是在多学科的交汇中完成的。因此可以预测，未来财务学的研究方法将在与现代经济学、金融学的研究方法的碰撞中不断演进，新的研究方法体系会应运而生，从而推动财务理论的不断拓展和深化。

主要参考文献

1. 韩永进.波普尔哲学对西方经济学方法论的影响.哲学动态，1999；5

2. 徐强.试论经济学的学科性质、体系和研究方法.江汉论坛，2003；1

3. 郭劲光.经济学研究方法的变革与经济哲学的运用.经济评论，2002；5

4. 杨淑娥，胡元木.财务管理研究.北京：经济科学出版社，2002