

梯若尔教授《公司金融理论》导读

张 春

(中欧国际工商学院金融和会计系主任, 荷兰银行风险管理学讲席教授)

让·梯若尔教授(Jean Tirole)是国际经济学界公认的顶级理论大师。他的学术研究既深入又广泛,在经济学界的许多领域都有开创性的贡献,这些领域包括产业经济学、公共经济学、博弈论、信息经济学、合约理论、公司金融学以及金融中介理论。国外经济学界的学术贡献一般都是通过在学术期刊上发表学术论文,而梯若尔教授与很多大师的不同之处在于,他既在学术期刊上发表了大量的原创性论文,还撰写了几本经典的专著(其中一些是和其他学者合著的)。这些专著已经成为经济学相关领域的研究人员不可或缺的甚至是唯一的参考书。《公司金融理论》是他学术生涯的又一个里程碑,是他对自己以及其他学者在公司金融领域多年的理论研究的一个总结,而且他是将公司金融学中的众多议题放在一个统一的理论框架之下进行探讨和分析的。在这篇导读中,我将对公司金融学研究的基本议题、主要理论框架以及它的特点作一个引导性的介绍,以便读者对梯若尔教授的这本专著在整个公司金融学中的位置、他的理论框架相对于其他理论的优势和劣势,以及本书的特点,有一个更全面的了解和认识。

一、公司金融学和它的主要研究议题

公司金融学是从英文 corporate finance 翻译过来的。finance 这个词在英文里可以翻译成金融或者财务。其实,它的含义同时包容了中文里的金融和财务这两个概念。所以,也有人将 corporate finance 译成公司财务。但是,在传统的中文里,人们对金融学的理解更偏向于宏观的货币银行学,同时,很多人又常常将财务和会计等同起来,所以,很多人对公司金融或者公司财务这个概念比较陌生。实际上,corporate finance 主要关注的是企业的融资、投资、上市和兼并等决策及其对企业市场价值的影响,在中国惯称为企业的资本运作。以下是国际上传统的公司金融学研究中最关注的一些研究议题:

- 公司的资本结构(capital structure)——研究和分析公司最优的融资方法和融资结构;

- 公司的股利策略(dividend policy)——研究公司用什么方法将所赚的钱返还给股东以及返还多少;

- 兼并与收购(mergers and acquisitions)——探讨并购的原因和并购的方法;

- 公司治理(corporate governance)——研究公司的所有权和控制权结构以及怎样对投资者进行保护;

- 投资银行业务的过程(investment banking process)——研究证券上市和发行的过程和方法;

- 金融中介(financial intermediation)——研究和分析商业银行等金融中介机构的功能及效率。

狭义地说,金融中介不应该包含在公司金融的范畴内。但是,由于金融中介的研究方法与公司金融非常接近,运用的理论框架和实证方法也相似,因此梯若尔教授的这本专著中也包含了金融中介尤其是银行贷款的内容。

二、公司金融学的主要理论框架

公司金融学研究的一个基本特征是,理论框架比较多。不同的现象可能要用不同的理论来解释。这对初学者造成了一定的困难。公司金融学的主要理论框架包括:(1)完美市场理论(perfect market theory);(2)信息不对称理论(information asymmetry theory);(3)代理理论(agency theory),以及由代理理论衍生出的完全合约理论(theory of complete contracts)与不完全合约理论(theory of incomplete contracts);(4)行为理论(behavioral theory)——也就是非完全理性(或建立在心理学基础上的)的理论;(5)法律和金融理论(theory of law and finance),即研究法律和金融发展的关系,从制度经济学的角度来解释。

梯若尔教授在本书中采用的理论框架主要是(2)和(3)。在这里我们对这些理论框架的特点作一些简单的评论,以便初学者更好地理解本书理论在整个金融学研究中的位置。

完美市场理论是根据经济学中完美市场的假设推导出的金融学的经典理论。如果将完美比喻为没有摩擦力(frictions)的话,则可以将金融学的经典理论比喻为物理学中没

收稿日期:2008-08-13

有摩擦力的理论,它是所有理论的基础和标杆。完美市场理论在资产定价理论中的运用很广,例如获得诺贝尔经济学奖的资本资产定价模型(Capital Asset Pricing Model)和布莱斯科尔斯期权定价模型(Black-Scholes' Option Pricing Model)都是在完美市场的条件下推导出来的。但是,公司金融学中摩擦力的作用非常大,不考虑摩擦力的话,很多公司金融的决策就没有意义。例如,在完美市场的情况下,公司的融资策略、股利策略和收购兼并对它的市场价值都不会有影响,这就是著名的莫迪格里安尼米勒定理(Modigliani-Miller Theorem)。所以,要理解现实公司金融学中的规律,我们必须考虑市场的不完美性,即摩擦力。我们主要考虑的摩擦力有税收、信息不对称、代理问题、政府、法律及制度的干预和影响以及非理性的行为。我们以上提及的其他几种理论框架就是对应这些摩擦力而产生和发展起来的。

这些理论都有其优点和弱点,一个理论一般不可能完全解释所有的现象。信息不对称理论往往建立在博弈论的基础之上,而代理理论的理论基础则是合约理论。博弈论(game theory)和合约理论(theory of contracts)是经济学中比较艰深的理论,但是它们的理论基础比较严谨。梯若尔教授对合约理论作出过许多原创性的贡献,所以他在本书中运用的主要理论框架是建立在合约理论之上的。书中的一些理论也起源于博弈论,想更深入地了解这些理论的读者应该参考有关博弈论的教科书和合约理论的教科书。法律和金融理论是比较新的理论,它主要建立在一些可以由实证方法检验的假说之上,理论框架相对单薄一点,基本上还是一个实证的学科。梯若尔教授在本书的第16章中,也尝试了几个引入政治因素和法律因素的金融模型。

以上理论框架都建立在经济活动的参与者是理性的(rational)假设之上的,理论虽然严谨,但它们还是不可能解释所有的现象。近年来,建立在非理性假设基础上的行为金融理论发展得很快。但是,在应用行为金融理论时,尤其要注意到它的双面性。一方面,由于行为金融理论可以借助非理性的因素,所以比较容易用它来解释很多现象。但另一方面,如果每一个难以解释的现象都可以找出一个特别的非理性的理由来解释的话,那我们就很难发现一般的规律,或是发现哪几个非理性因素是比较重要的,这样,行为金融理论也就失去了价值。所以,不应该轻易地找出一个比较方便的非理性因素来解释某个理性理论暂时还不能解释的现象。要做好行为金融理论的研究,必须有选择地抓住几个重要的、常见的非理性因素。

三、公司金融学研究的特点和本书的特点

与其他学科尤其是自然科学相比,公司金融学具有其突出的一些特性,这些特性表现在以下方面:(1)公司金融学没有一个相对统一的理论框架和研究方法,不同学者可能会用不同的方法从不同的视角来研究同一个问题;(2)公司金融研究的众多议题分散在众多的原始论文里,没有很好的、系统的专门为公司金融学的研究人员撰写的专著。

在这种情形下,要使这个学科有所发展,就需要熟知其

他学者的研究进展,需要对学科前沿知识的现状有一定的共识。例如,哪些实证现象是一般的规律,哪些实证现象是有争议的。在国外,研究公司金融某一个领域的学者对本学科的知识现状及前沿是比较清楚的,也有一定的共识。(当然,在一些领域中,不同学派间的争议还是很大的。对什么是意义的研究以及用什么方法来进行研究会有不同的观点。但是,这些争议的焦点,整个学术界是很清楚的。如何解决这些争议的焦点,往往会成为今后最有意义的研究议题。)新的学术研究或一篇论文的贡献和重要性是用相对于现有文献和知识现状的共识来衡量的。这两个特征使得初学者,尤其是不在主流研究国家的学者,难以把握和判别哪些研究课题是有意义的、重要的,也使得他们很难理解究竟用哪一种方法来研究这些课题比较好。当他们阅读原始论文时,众多模型中的不同的符号和侧重点往往会使得他们看不清这些模型在理论上的共性和差异。

本书在一定程度上填补了这些空白。在本书中,梯若尔教授用一连串比较类似的代理理论的模型对公司金融的许多重要议题进行了深入的阐述,为用代理理论来研究公司金融学的方法和结论提供了一种共识。当然,由于篇幅的限制以及他个人的研究兴趣和偏好,他在本书中没有也不可能仔细地阐述所有的理论框架,也没有囊括公司金融学中的所有议题,例如,对投资银行(即证券的发行)过程就未作探讨。

梯若尔教授在本书中采用的一系列类似的理论模型主要来源于建立在合约理论基础上的代理理论,我个人认为,这个理论框架是几大理论框架中最严谨的理论。当然,为了更连贯地阐述和运用这个理论体系,梯若尔教授对本书中的章节安排没有完全按照传统的公司金融学的议题顺序,也没有将这些议题集中在一起讨论。也就是说,本书中的章节是按照理论体系分类排序,而不是按照传统的议题分类排序的。例如,他对资本结构理论的阐述就不是集中在一起的,而是分散在好几章中。同时,他还增加了传统公司金融学中不太涉及但却比较重要的一些研究议题,例如,公司金融对宏观经济的影响的理论。

本书还有一个特点就是,由于梯若尔教授的研究偏重于建立理论模型,除了前两章外,书中基本没有对公司金融的实证研究结果进行系统的阐述。对公司金融学的主要实证研究结果感兴趣的读者可以参考我的中文教科书《公司金融学》(北京,中国人民大学出版社,2008),其中简单地总结了公司金融学的几大研究议题的实证研究结果,也可以参阅我在下面的参考文献中推荐的相关综述论文。

四、阅读本书的建议

本书适合于对公司金融学的研究有兴趣的读者,这些读者主要包括:大学经济、金融、会计和管理专业的研究生,从事金融、经济和企业研究的专业人员。但是,由于本书是一本公司金融研究的比较深入的专著,不同的读者,尤其是中国的读者,由于背景不同,阅读这本书会有不同的难度。想要理解以至掌握本书的内容,需要有不同的知识准备。

本书运用最多的理论框架大多出自合约理论,对于那些

不太了解合约理论的读者,我认为一个入门的好方法是阅读哈特和霍姆斯特朗(Hart and Holmström,1987)有关合约理论的文献综述,以及艾伦和温顿(Allen and Winton,1995)有关金融合约理论的文献综述。想更深入地了解合约理论的读者,可以阅读博尔顿(Bolton)和德瓦特里庞(Dewatripont)的著作《合约理论》(Contract Theory)。那些想对博弈论有一个初步了解的读者,我建议可以阅读罗伯特·吉本斯(Robert Gibbons)的著作《应用经济学中的博弈论》(Game Theory for Applied Economists)中的相关章节。

那些对公司金融学研究的基本议题和实证结果不太熟悉的读者,我建议可以先阅读我的中文教科书《公司金融学》。我的书也不是一本基本的教科书,而是写给那些想从事公司金融研究的读者的一本入门书。它总结了公司金融学的几大研究议题中的主要的实证研究结果,并介绍了这

参考文献:

[1]张春 (Chun Chang)[M]. 公司金融学. 北京:中国人民大学出版社,2008.

[2] Allen,F. and R. Michaely. 2003. Payout Policy. Handbook of the Economics of Finance 1A (ed. G. Constantinides,M. Harris and R. Stulz) . Elsevier Science B. V. ,Amsterdam.

[3] Allen, F. and Winton,A. 1995. Corporate Financial Structure,Incentives and Optimal Contracting. . Handbooks in Operations Research and Management Science 9(R. A. Jarrow et al. Eds.)Elsevier Science B. V. ,Amsterdam.

[4] Andrade,Gregor,Mark Mitchell,and Erik Stafford. 2001. . New Evidence and Perspectives on Mergers. Journal of Economic Perspective 15 No. 2;103—120.

[5] Becht,M. , Patrick Bolton,and Ailsa Roell. 2003. Corporate Governance and Control. . Handbook of the Economics of Finance 1A(ed. G. Constantinides,M. Harris and R. . Stulz). Elsevier Science B. V. , Amsterdam.

[6] Bolton,P. and M. Dewatripont. Contract Theory. MIT Press,2005.

[7] Gibbons,R. Game Theory for Applied Economists. Princeton University Press,1992.

[8] Gorton,G. and A. Winton. 2003. Financial Intemediation. Handbook of the Economics of Finance 1A(ed. G. Constantinides, M. Harris and R. Stulz). Elsevier Science B. V. ,Amsterdam.

[9] Hart,O. and B. Holmström 1987. The Theory of Contracts. Advances in Economic Theory,Fifth World Congress (Truman Bewley ed.). Cambridge University Press.

[10] Myers S. 2003. Financing of Corporation. Handbook of the Economics of Finance 1A(ed. G. Constantinides,M. Harris and R. Stulz). Elsevier Science B. V. ,Amsterdam.

[11] Ritter,Jay. 2003. Investment Banking and Securities Issuance. Handbook of the Economics of Finance 1A (ed. G. Constantinides,M. Harris and R. Stulz) . Elsevier Science B. V. ,Amsterdam.

编者附注:张春(Chun Chang),中欧国际工商学院副教务长,金融和会计系主任,荷兰银行风险管理学讲席教授,上海交通大学安泰经济与管理学院博士生导师。加入中欧之前,张春教授在美国明尼苏达大学(University of Minnesota)卡尔森管理学院(Carlson School of Management)担任金融学教授 17 年。他是新中国的留学生中第一个在美国大学金融系执教的学者,也是第一个辞去美国大学金融系终身教授全职回国任教的金融学教授。1995—1996 年,担任中国留美经济学会会长。他的主要研究领域为:公司金融、银行监管和劳动经济学。他现在是国际上研究中国经济的领头期刊《中国经济评论》(China Economic Review)的执行主编。梯若尔教授在《公司金融理论》(The Theory of Corporate Finance)专著中引用了张春教授的 4 篇论文。

些议题中的主要的几个理论模型,还分析了中国企业的一些实证研究结果。

康斯坦丁尼德斯(G. Constantinides)、哈里斯(M. Harris)和斯图尔兹(R. Stulz)三位教授 2003 年主编的《金融经济学手册》(Handbooks of the Economics of Finance)中有关于公司金融学的几大研究议题的多篇很好的文献综述。这些综述文章一般由学科领域中的领头学者撰写,它们对于想从事公司金融研究的入门者来说是最有用的入门文献,我将这些论文列在下面的参考文献中。

本书还有一个优点是,习题很多,而且还提供了习题的解答。与学习数学类似,学习金融学理论的一个重要且有效的方法就是做习题。通过做习题,读者才可以更深入地理解和消化书中的理论。