

中国经济出版社

谨以此书献给
伊妮德·巴斯金·芬克
安妮·费伦·米兰蒂

著作权合同登记号：

图字：09-2018-00000000

粵勻陽裁韻再音云悅韻何褚韻曉隸耘云霞粵星悅云

分燥熱燥土月熱燥土月寒燥土

孕禁造援酉酉難觸 分癸

[illegible]

云通城責漢責轉責燥漢通燥土責忽忽

悦采藻藻藻藻藻士悦采藻藻藻藻藻 圆用用用用用

悅容補精潤燥聖藥

粵造蜂巢初葉藥增藥援

版权所有 翻印必究

前摇摇头

在确定资本结构，以便为大企业的活动筹措资金的过程中，制度和机构究竟起了何种作用，这一研究始于乔纳森·巴伦·巴斯金（Jonathan Baran, 1912-1982）。而我与这一工作的联系，则开始于我接受邀请、对巴斯金的最早著述进行评论之时。在阐明长期存在的、使公司经理人员与投资者利益关系对立起来的信息不对称问题是如何影响了财政工作中制度措施的形成时，这一著述所采用的方法给了我非常好的印象。这点在巴斯金的论文：“1929-1933年，英国和美国公司金融市场的发展：克服不对称信息”中得到了非常充分的发挥。这篇论文发表于《商业历史评论》，并于1982年获得纽科门学会奖（Newcomen Society Award）。

我在评论中建议，如果再加上更多的有关具体公司或各类公司在历史上如何解决资本结构难题的范例，使该研究的重点有所扩大的话，那么，这一研究工作的效果便有可能增强。除了使这一研究的重要结论有足够的说服力外，此种方法将为巴斯金的下述论点提供依据，这就是：财政学的理论建设会因使历史研究的方法与定量分析的方法更好地结合而变得丰富多采。用指导现代金融研究的分析框架来重新解释一大批历史研究的成果，将会收到一种新的综合效果。

巴斯金对自己观点的修正因其英年早逝而中断。由于保罗·辛恩芬克（Paul Sinefin, 1912-1982）对爱的承诺，怀念着自己有天赋的养子的他，希望看到他在财政史方面的重要学术贡献得以实现，才使这一研究工作最终再次取得进展。那时，保罗·芬克邀请我去完成这一使命。我感谢他在编辑方面的宝贵帮助，感谢他协助安排了财政支援问题。

由于在研究中引进了公司一级的历史事实而产生的新观点，也导致对分析框架稍稍加以未曾设想过的修改。这一研究扩充之后，在评述美第奇银行（~~文艺复兴时期~~）、东印度公司（~~17世纪~~）、~~铁路公司~~、~~19世纪~~铁路、综合性联合大企业公司的成长时，越来越清楚地看到，在财政方面的制度创新与机构创新也对提高企业效率产生了作用。正如这一研究将证实的那样，金融创新之所以做到了这一点，那是因为它既减少了与信息不对称有关的风险观念和公司所遇到的其他不确定因素，也促进了规模经济成就的取得，并有助于克服市场的不完全性，以及使其顺利地适应外生变动成为可能。

许多人都对提高这一研究成果做出了贡献。其中最重要的是兰·戴维斯（~~兰·戴维斯~~）、~~詹姆斯·格雷~~（~~詹姆斯·格雷~~）和理查德·西利（~~理查德·西利~~），他们都通读了全部底稿，并提出了许多有益的建议。如果乔纳森·巴斯金还健在的话，他将要对自己在学术生涯中从朋友和同行那里得到的指导和帮助表示感谢。这些朋友和同行既包括他在纽约市立大学巴鲁克学院的院长弗朗西斯·康内利（~~弗朗西斯·康内利~~），也包括罗伯特·艾里尔（~~罗伯特·艾里尔~~）、保罗·阿斯奎斯（~~保罗·阿斯奎斯~~）、狄克逊·乔（~~狄克逊·乔~~）、本杰明·弗里德曼（~~本杰明·弗里德曼~~）、理查德·卡尔特（~~理查德·卡尔特~~）、已故的杰弗里·刘（~~杰弗里·刘~~）、斯图尔特·迈尔斯（~~斯图尔特·迈尔斯~~）、霍华德·罗斯（~~霍华德·罗斯~~）、詹姆斯·斯托拉尔（~~詹姆斯·斯托拉尔~~）、欧文·斯通（~~欧文·斯通~~）、文森特·苏（~~文森特·苏~~）和斯塔弗罗斯·托马达克斯（~~斯塔弗罗斯·托马达克斯~~）。我也得益于其他许多人所提出的有关公司财政特定方面的见解，这些人有努斯雷特·凯基奇（~~努斯雷特·凯基奇~~）、艾尔弗雷德·钱德勒（~~艾尔弗雷德·钱德勒~~）、凯文·陈（~~凯文·陈~~）、欧内斯特·英格兰德（~~欧内斯特·英格兰德~~）、艾琳·芬内尔、霍尼格曼（~~霍尼格曼~~）、路易斯·加拉姆博斯（~~路易斯·加拉姆博斯~~）、伦纳德·古德曼（~~伦纳德·古德曼~~）、琼·格雷（~~琼·格雷~~）、吉卡斯·哈杜维利斯（~~吉卡斯·哈杜维利斯~~）、比基·贾吉（~~比基·贾吉~~）、

艾伦·考夫曼（粤造社运转译）、愧匿李（愧匿临）、肯尼斯·利帕勒蒂托（运藻社藻藻藻藻）、约·门萨斯（再赠藻藻藻）、巴里·纽曼（月期赠藻藻藻）、奥迪德·帕尔蒙（韵藻藻藻藻）、埃德·珀金斯（耘造藻藻藻）、比尔·泰勒（月造藻藻藻）、尤金·怀特（耘造藻藻藻）和劳伦斯·扎卡赖亚斯（藻藻藻藻藻在藻藻藻藻）。此外，这一研究在编辑方面还得到许多有益的建议，其中既有我的研究助理埃里克·奥斯特拉格（耘造藻藻藻的藻藻藻）的勤奋工作，还包括有建议提出者保罗·芬克（孕造藻藻藻）、格里·坎伯（赠藻藻藻藻）和罗伯特·雷辛（砸藻藻藻藻砸藻藻藻）。最后，我谨对阿瑟·克特夫特院长（阅藻社粤藻藻则运藻藻）、约翰·伯顿院长（阅藻社先藻月藻藻）和乔治·本森院长（阅藻社赠藻藻月藻藻）的鼓励和支持表示感谢，由于他们的帮助，才使我现在的学术活动中心——拉特格斯大学，成为努力取得学术成就的理想场所。

目 录

前 言	(I)
-----------	-------

导 论 财政学的历史与现代理论	(员)
-----------------------	-------

第一篇 前工业社会

第一章 中世纪与文艺复兴时期的发源	(猿)
-------------------------	-------

第二章 全球探险时代的公司财政：贸易公司与海洋新发现 (员缘~ 员园)	(远)
--	-------

第三章 证券投资公开市场的出现 (员愿~ 员缘)	(怨)
----------------------------------	-------

第二篇 现代工业的诞生

第四章 运河时代和铁路时代的财政 (员缘~ 员园)	(员怨)
-----------------------------------	--------

第五章 以普通般筹措资金和经理资本主义的兴起 (员园~ 员园)	(员员)
--	--------

第三篇 向当代的过渡

第六章 核心公司的资金筹措 (员园~ 员缘)	(圆)
--------------------------------	-------

第七章 综合性联合大企业与融资购并联合公司	(圆缘)
-----------------------------	--------

后 记	(猿缘)
-----------	--------

附录一 摇古代社会中的金融与信息不对称问题	(猿猿)
附录二 摇公司管理的国际模式	(猿猿)
索引	(猿猿)

导摇摇论

财政学的历史与现代理论

一、经济理论的两面透镜

摇摇在进一步理解经济学及其有关各门学科（如公司财政学）的学术研究工作中，长期以来，均将历史学和统计学视为重要的辅助工具。例如，约翰·内维尔·凯恩斯（John Maynard Keynes）在其不朽的著作《政治经济学的对象与方法》（The Scope and Limits of Economic Science）（1935年）中，便将这两类专业之间的相互关系的性质定为实际上是相辅相成的。^①这一观点的内涵就是认定：经济学的理解力之所以能产生一种非常明晰的聚焦作用，依靠的仅仅是将各个学科所提出的独特观点合成一体，就像立体视镜的不同透镜经过折射作用将物体合成为一完整形象那样。

尽管这两类学科之间的相互关联，一般人都赞同凯恩斯观点，但约瑟芬·熊彼得（~~Joseph A. Schumpeter~~）尔后在他的《经济学分析的历史》（~~History of Economic Analysis~~）（1954年）一书

中，却表示了不同的意见：他认为，历史的研究具有更重要的意义。在他看来，经济学是一种独特的历史过程，只有在更广泛的社会联系中，结合事件、制度、各个个体与组织机构来加以考察，才能充分把握其重要意义。以历史学与统计学和作为学术研究重点的理论来相比，他说：

在这一基本领域中，经济史——它既产生、也包含着当今的现实——是其中最重要的学科。现在，我愿如实地说，要是我重新开始研究经济学，如果有人告诉我，我只能研究这三门学科中的一种，而且，我又可以自己选择的话，那么，我将选择经济史。我之所以这样，依据有三。首先，有史以来，历史这门学科本质上就是一种独一无二的过程。如果没有掌握充分的历史事实，没有足够数量的历史观念，或者，没有足够的、可以称为历史经验的东西，那么，任何人都不可能指望懂得任何一个时代（包括现代）的经济现象。其次，历史记录不可能纯粹是经济上的，而且必不可免地还要反映非单纯经济方面的“制度上的”事实。因而，它为了解经济史实与非经济史实是如何相互联系，以及不同的社会科学彼此应当如何相关而提供了最好的方法。第三，就是我认定，实际上，现今经济分析中所产生的绝大多数根本性错误，是缘于缺少历史经验，而不是由于经济学家缺乏什么其他设施。当然，也必须懂得，历史要包括那些作为专业训练成果的、已获得称号的领域，如史前期事件和人种学（人类学）。^圆

继熊彼得之后，这一研究采用历史的方法来详细陈述一个当代重要典范：“现代财政理论”。所评价的是以下两个核心问题：第一是资金筹措问题，它确定了何者为最佳资本结构选择的决定因素；第二是红利问题，它阐述了哪些是控制股东剩余收益分配决策的因素。^猿

虽然这一研究工作强调了不断改变的制度相关关系所产生的影

响，但它也承认，量的研究和统计研究在增强人们对财政学的理解上有着重要的作用。自第二次世界大战以来，由于一些学者试图将经济学建立在“实证的”基础上，从而使之更近似于自然科学，所以，这一学科范围有了拓宽。^源他们提出的这类学术思想，是以前面那些假设为依据，而且是以经验主义为依据来定型，并经过了经验主义的检验。按新的科学方法而提出的深刻见解，其重要性已为倡导者中的源人于 20 世纪 50 年代获得诺贝尔经济学奖一事所证实。他们的研究工作吸取了一套与众不同的科学方法。他们用演绎的方法，详细说明了按表达这一模式实质意义的理性行为概貌而建立的那些假设，据此，对总的问题进行了评估。尽管这一模式的最简略形态并未宣称是准确地反映了自身的外部条件，但它的前后一致性、完整性和内涵，却可以运用形式逻辑和数学计算来加以评估。不过，它的基本假定是以规章来表示的，目的是说明，这一模式的诸要素是与现实世界中的情况何等的一致。

这为我们提出了本书的另一目的，即是要论证，在现代财政理论中，必须更加重视方式方法的从属性（~~其属性与历史相联系~~）和历史的演变。^缘这并不意味着，现代财政理论本来就是前后不一致，或者说：与理论工作者不同，实际工作者并非是根据自身探索的需要来修正基本的模式。相反，千真万确地说，像所有的科学研究那样，非常现实的危险是，广泛流行的模式对分析学家使用的方法抱有偏见，因而限制他们愿意采用或认可的相关变量的次数。^远

那么，在公司财政中，制度和机构起什么作用呢？按照兰斯·~~拜耶~~戴维斯（~~其姓名与阿诺德~~）与道格拉斯·~~休斯~~诺思（~~其姓名与阿诺德~~）的说法，制度代表影响社会相互作用的制约力。在企业与财政中，它们实际上是追逐机会的竞赛中的规则，因而，由它们确定展现在企业家面前的可能性范围。它们的价值，在很大程度上取决于降低不确定性和增强经济稳定性的能力。它们既可能是正规的，如现今长期债务契约的情况那样；也可能是非正规的，如早期金融市场上指导交易员的见习期行为标准那样。^苑

为追求共同目标而联合为集团的机构，是按制度结构的指令，在社会环境许可范围内进行运作。从历史上看，诸如公司、联合股份公司和合营企业这类机构，一直都是开拓经济机会的主要社会工具。制度为机构提供凝聚力，以使其各个组成部分结合为一体，并规定它们与外部环境之间的相互关系。此外，制度对机构还有极其重要的意义，因为它往往包含着从过去的经验中吸取到的良好信息；所以人们将它们视之为实现特定目标的“最佳”手段。在这一研究中作为重点的那些主要企业，其制度方面的发展始终是出现于公司在学习适应动态经济环境的最有效方法时，出现于公司所特有的学习方式的决定过程中。^愿

除了资本结构和红利支付问题外，这一研究以制度改革和机构改革为重点，也使分析历史上金融创新对实现重大效益所起的作用方式有了可能。经过挑选作为评估样本的公司，大都偏向于这类公司：有能力集中大量的金融资本，在各个时期，原本就是非常善于保持自己强有力的经济领导地位的。因此，在某几章中，重点是评估像美第奇银行（~~文艺复兴时期~~）和英国东印度公司这类个别的巨型投机企业所起的作用。另外，在其余几章，却分析像 ~~19~~ 世纪的铁路公司和 ~~19~~ 世纪期间巨型的、多样化的制造业公司，这种重要类型企业机构的经历。

从通过金融创新提高效率来说，这一研究所评估的处于竞争中的公司，有四种处境是优越的。第一种，对实现重要的规模经济与范围经济有潜力，这种潜力往往依公司能设计出多少可吸收巨额金融资本的有效方法而定。在这些场合，财政工作通常属于一种辅助活动，但对取得为开拓新机会所不可缺少的经营资金和生产资源来说，却是极其重要的。通过对债务进行有序的处置，财政工作便能保证企业有足够的时间，可用于学会如何吸收提高效率的新技术和新经营方式。^愿

第二种，是金融创新能有助于公司机构从外生业务活动中取得收益。例如，金融债务的重组，既便于用局部休克的方式——如在

金融市场上制造严重混乱，也便于用大范围休克的方式——如大幅度地改变相对价格或相对收入水平，来对重大的经济失衡进行调整。此外，融资措施的修改，也有可能从税收或管理政策的变化、像战争这类政治事件，或者，如影响交通或农业产量的气候变化，这类重大的环境改变中赚取到收益。^[8]

第三种，是有可能从降低了风险感的金融创新中取得收益。关键的问题是企业的信息分配不对称和管理部门与投资对企业的发展前景预期各不相同。在目标上和取得信息的渠道上的差异，往往使投资者在与自己公司的代理人打交道时处于不利的地位。例如，或者因公司代理人的机会主义，或者在道德危险的极端情况下，由于公司代理人的弄虚作假，投资者的资财均有可能受到威胁。此类风险的减少只可能靠签订下述比较有效的合同：有企业资产留置权的担保，才能维护投资者不致因企业丧失清偿能力而受到损害；以及通过签订激励性补偿合同，方能使管理部门的目标与股东的目标比较协调一致。此外，通过设置董事会与建立财务报告制度来实行卓有成效的监督，才能驱散人们的风险感。^[9]

第四种，金融创新能有效地克服代价高昂的市场不完整性。^[10]这类收益可能来自企业内部建立的信息交流和管理结构，是这二者使交易成本减少到低于单靠市场结构就能达到的那种水平。在财政工作中，如同其他职能部门一样，组织机构的发展有三个层次。它们是通过公司在特定的学习过程中逐渐形成的。^[11]第一个层次包括建立基本的日常工作，以便保证有效地处理经常性的业务活动，如管理来自销货交易的现金收入程序。第二个层次是开发统一与协调重要职能活动（如销售与生产）之财务需求的方法。最后一个层次是制定战略计划，这是关系着如何才能使企业资金储备达到最佳分配，以适应企业经营环境预期会发生的变化。

尽管代价高昂，但是，在企业内部，这些能提高信息传递速度和扩大传递范围的组织机构的创建，却为企业带来了额外的财政收益。可以理解，大量丰富可靠的信息，通过较为精确的风险评估会

有助于降低非优选择的成本保险费用。同时，由于充足的信息扩大了人们对可利用的市场机遇范围的眼界，因而也增加了金融交易所带来的潜在收益。

本章的其余部分还为围绕现代财政理论所产生的某些争论提供了背景材料。我们先从研究曾对第二次世界大战以来，实证经济的重振有影响的那些因素开始。继之，以长达四节的篇幅，着重阐述有关现代财政理论研究成果中学术争论的主要问题：现代财政理论的知识基础；这一理论研究成果与债务政策的关系；号称为“红利支付”一词在公司资金筹措中所起的作用；以及代理商和与信息有关的市场低效率的问题。本章还对书中以后各节的结构做了简要的总的概括。

二、强化了定量透镜的聚焦作用

摇摇在第二次世界大战以前，有几项发展推动了经济学和财政学的进一步量化。许多学者希望借助于德高望重的科学思想家所采用过的分析方法，将这些学科建立在更加科学的基础之上。由于统计学和数据处理技术上的进步，使得计算效率可能有了更大的提高，以及由于在分析企业决策中，采用了数理方法和逻辑方法的新行为模式所具有的明晰性，这一目标似乎才有可能实现。

在 19 世纪 80 年代和 90 年代期间，哲学家卡尔·波珀（~~英国哲学家~~）针对何者是科学探索中最正确的方法而提出的主张，给许多经济学家留下了良好的印象。波珀观点的核心，是极度怀疑凭归纳法推理所得出的知识的可靠性，他认为，这是不可能验证普遍的科学规律的。在社会科学中，归纳法的缺点似乎是最明显的——例如，按照马克思主义者的主张，历史学是一门其内涵本质上是通过归纳研究而得以扩展的学科，它所遵循的是永恒不变的规律。波珀认为，这种结论之所以含混不清有两个原因：首先，人类

理解力的范围有限，因而凭特殊事例所推导出的一般规律便是靠不住的东西；其次，由于归纳法违背了演绎推理的禁证结论陈述，所以，归纳法在逻辑上是有漏洞的。尽管波珀相信，经验主义的知识是不可能验证普遍规律的，但他却认为，在证明陈述实质上是虚伪时，经验主义的知识还是有用的。按照他的观点，在任何时点上，科学知识的主体都是由这类陈述构成的，而这些陈述均成功地经受了抗“证伪能力（*refutation power*）”的严峻考验。在这一先验图式中，进展只有通过不断地猜测（*conjecture*）、批判（*criticism*）和重述（*re-statement*）过程来取得。^①

第二次世界大战后，这又对许多知识分子提出了更高的要求。当时，他们一方面为现代政治学的悲观记录感到沮丧，同时，又对现代科学的了不起的成就有良好印象。这期间的战争、经济萧条和社会巨变，似乎无疑地反映出欲在坚实的知识基础上建立社会科学的愿望，遭到了根本性的失败。例如，密尔顿·弗里德曼（*Milton Friedman*）（此人 对波珀的观点有良好印象）曾断言，实证经济学越是发展，终将促使社会更加和谐，亦即：

不管怎样，我敢断言，毫无疑问，在西方世界，特别是在美国，在不抱偏见的公民心目中，经济政策上的差异，主要是来自于对它付之实施后会产生什么样的经济后果有着不同预期（这是一些靠实证经济学的发展便能基本上消除的差异），而不是来自于基本估价方面的重大差异；这是一些人们最终只能与之斗争的差异。^②

财政学学术成就不断变化的发展过程，也反映在 1946 年考尔斯委员会（*Cowles Commission*）的建立中。最初建立于科罗拉多州科罗拉多温泉的这一开创性机构，专门对证券市场和其价格变动做精确的定量研究。它的创建人阿瑟·考尔斯三世（*Arthur L. Corss III*）是芝加哥一富有家族的后裔，那时，他已对确定价格波动的影响是否可以预测产生了兴趣，把它当作自己地产经营职

责的一个组成部分。^愿尽管经济计量技术在 20 世纪 40 年代已由哥伦比亚大学的韦斯利·米切尔（^愿宰藻增悦酝藻藻造）和哈佛大学的沃伦·珀森斯（^愿宰藻增悦酝藻藻造）这些学者所采用，但却很少将重点放在阐明证券价格的波动上。^愿此外，早在 1904 年，由法国数学家路易斯·巴切莱勒（^愿德急月葬藻藻藻）和名为《投机理论》的书就做过了那种有先见之明的对金融市场的统计研究，几十年来，在很大程度上被人们遗忘了。相反，对价格变动的分析倒一直是报刊金融撰稿人的本职工作，例如像《华尔街日报》的创办人兼编辑的查尔斯·道（^愿悦藻藻藻藻藻藻）和他的当编辑的接班人威廉·彼得·汉密尔顿（^愿宰藻增悦酝藻藻造），后者将称为“道氏理论”的、用图表来显示股票价格变动的方法加以普及推广。不过，由于考尔斯委员会的建立，这种对价格资料进行更加科学的研究的机会大为增多。这一委员会的工作计划对财政学术成就的影响，不久便反映在它与主流学院经济学的密切联合中。^愿1928 年，考尔斯委员会开始资助《计量经济学会刊》（它的第一任编辑为约瑟夫·熊彼得）。^愿1933 年，该委员会因首次迁往芝加哥大学而进一步增强了这种关系；以后，于 20 世纪 50 年代，它在诺贝尔奖金未来得主詹姆斯·托宾（^愿宰藻增悦酝藻藻造）的指挥下，又迁往阿瑟·考尔斯的母校耶鲁大学。^愿

经济学和财政学的量化，也是提高计算效益和效率所带来的成果。在 20 世纪 40 年代期间，由 厄恩斯特·费希尔（^愿宰藻增悦酝藻藻造）、杰齐·内曼（^愿宰藻增悦酝藻藻造）和埃冈·皮尔逊（^愿宰藻增悦酝藻藻造）于生物学研究中加以完善了的新统计方法，最终在分析经济总量中派上了用场。在第二次世界大战期间，为解决密码术、后勤学、火力控制和定型轰炸中的难题所取得的成功，又提高了统计学和运筹学的声誉。更富有成效的数理分析所具有的潜力也因电子数据处理技术的完善而得到增强。由于晶体管的发明使得电路系统的微型化成为可能，从而大大降低了大宗信息分析的成本。加之，因财务会计的进一步标准化，公司财务数据的质量与数量均有了稳步的提高。最