



## 从公司融资、公司财务到公司金融 ——Corporate Finance 中译背后的知识谱系

刘 燕\*

### The Knowledge Pedigree behind the Chinese Translation of Corporate Finance

Liu Yan

**内容摘要:** Corporate Finance 作为一种管理活动和一门学科,在过去的一百年间经历了翻天覆地的变化。Corporate Finance 的商业实践从初始的公司发起设立融资发展成为集财务决策、财务预测、财务计划、财务控制和财务分析于一身,以筹资管理、投资管理、营运资金管理和利润分配管理为主要内容的管理活动。而 Corporate Finance 作为一门学科也从会计学的分支转而变成了应用经济学的分支,其关注视角也从公司本身转到以证券市场为中心。这一概念被引入中国时,正值我国改革开放与经济快速转型之期,对 Corporate Finance 的学习呈现断裂式的路径依赖,最终成就了今天 Corporate Finance 中译呈现“公司理财”“财务管理”“公司财务”“公司金融”等术语自由生长的状态。当 Corporate Finance 进入我国法学界时,“公司金融”几乎成为现有的法学翻译作品对此的标准中译,而实际上,法律语境下的 Corporate Finance 也经历了上述历史

\* 法学博士,北京大学法学院教授。

演进过程。

关键词:公司融资 公司财务 公司金融 历史演进

随着我国改革开放的深化与资本市场的迅速发展,公司财务运作或资本运作因其对企业财务状况立竿见影般的提升与再造而备受关注。有关公司财务(Corporate Finance)的书籍、文章也大量涌现,法学界也出现了一些以公司财务的法律规制为主题的翻译作品。然而,各种出版物对 Corporate Finance 的翻译莫衷一是,“公司财务”“公司理财”“公司金融”“公司融资”等等,各种译法呈现自由生长的状态,令人困惑不已。一个最典型的例子就是由美国财务学家托马斯·E. 科普兰、J. 弗雷德·温斯顿等编著的 *Financial Theory and Corporate Policy*, 该书的第三版在 2003 年引入国内时书名译为“财务理论与公司政策”; 2007 年的第四版则被译为“金融理论与公司政策”。<sup>[1]</sup> 这种从“财务”到“金融”的变化究竟意味着什么? 国内的教科书中则常常见到这样的说明:本书定名为《公司理财学》(或者《公司金融学》《公司财务学》),“是因为英文的 Finance 一词一般译为‘理财学’,但也经常根据场合不同而译为‘金融’或‘财务’”。<sup>[2]</sup> 这里“不同场合”又指的是什么? 联想到 1997 年后我国金融学界就“金融”与 Finance 中译所发生的大争论<sup>[3]</sup>,附着于 Finance 的 Corporate Finance 的中译出现春秋战国之况似乎也很正常。然而,如果说管理学或者经济学尚可以含糊其辞,那么,法学则要求概念绝对清晰。当 Corporate Finance 与 Law 联系在一起,中译问题就变得更加复杂化,例如,Corporate Finance & Law 究竟是指“公司融资与法律”还是“法与公司金融”?

语词的流变总是在社会变迁中发生的。著名金融学家黄达教授曾针对“金融”与 Finance 之争的“公案”评论道:“对于‘金融’这个范畴的理解,并不是‘论证’出来的,而是在经济生活中自然而然形成的。”<sup>[4]</sup> 它也完全可以适用于“公司财务”的术语之感。就最一般的理解而言,公司财务首先是一种企业管理活动。“财务”管理与公司的“生产”管理、“技术”管理、“人事”管理等相

[1] 托马斯·E. 科普兰、J. 弗雷德·温斯顿:《财务理论与公司政策》,宋献中主译,东北财经大学出版社 2003 年版;托马斯·E. 科普兰、J. 弗雷德·温斯顿、库尔德普·萨斯特里:《金融理论与公司政策》,柳永明、温婷、田正炜译,上海财经大学出版社 2007 年版。

[2] 参见陈小悦、乌山红编著:《公司理财学基础》,清华大学出版社 1994 年版,前言 IX。另参见胡庆康主编:《公司金融》,首都经济贸易大学出版社 2003 年版,第 2 页。

[3] 20 世纪 90 年代中后期,《新帕尔格雷夫经济学大辞典》翻译出版以及教育部调整金融学专业设置,引发了国内金融学界关于“金融”学科的定位与“金融”一词应如何界定的大讨论。一些从英美商学院留学归来的学者主张中国人可能错用了“金融”一词,“金融”对应于英文 Finance,但后者是一个狭义的概念,指资本市场。参见黄达:“金融、金融学及其学科建设”,载《当代经济科学》2001 年第 4 期。

[4] 参见黄达:“关于金融学科演进的几点认识”,载《中国金融》2009 年第 4 期。

对,通常指企业内部针对资金收支的管理活动<sup>[5]</sup>,涉及融资、投资、分配决策以及现金流使用、管理等一系列行为。其次,公司财务也是一门学科,主要探讨公司为经营而寻求资金的方式,如采用股权融资还是债权融资或其他方式获得资金,以及由此导致的资本结构的表现方式等等。公司财务理论的主要目的就是在公司生命周期的不同阶段,对于如何融资以及资金使用政策方面的问题给出预测或者建议。<sup>[6]</sup>然而,不论是作为一种管理活动,还是作为一门学科,Corporate Finance 在过去的一百年间经历了翻天覆地的变化,导致其像一个万花筒,不同的角度可以呈现出色彩斑斓但又各不相同的图像。特别是,作为一门学科的公司财务是过去半个世纪中西方应用微观经济学领域最活跃的部分,新古典经济学、新制度经济学、行为经济学等分析工具依次上阵重塑公司财务领域的面貌。

中文文献中有关 Corporate Finance 的各种译法的并存便是对 Corporate Finance 的不同解读方式的一个具体体现。究其原因,大概可归诸以下两方面:第一,公司财务本身是一个复杂的、不断演进的过程。它既涉及财务决策,又离不开财务成果的呈报与披露;既体现为企业的自主融资决策,同时又受制于资金供给方(不论是信贷市场还是资本市场、债权人或投资人)的要求;既属于公司内部的管理实践,又无法脱离外部的法律与监管环境。而且,上述多重视角在不同的历史时期、不同的经济制度下可能呈现出完全不同的内容,公司财务的学术研究对于这一实践领域的内在规律的认识与描述也处在不断深化的过程中。第二,20世纪90年代,公司财务运作的理念高调进入中国时,正值我国改革开放与经济快速转型之期,以美国资本市场实践及其学术潮流为代表的现代西方公司财务观念迅速改造了我国企业的财务运作方式以及财务学界的传统思维。国内的公司财务管理文献呈现出一种对西方文献“不断追赶”的状态,对 Corporate Finance 的解读,甚至对相关概念的使用都给人以日新月异之感,“财务管理”“公司理财”“公司财务”“公司金融”等概念相继登场,或被交替使用,或被辨析离,各个术语与我国特有的公司财务运作实践的契合程度也不尽相同。

本文试图梳理 Corporate Finance 的商业实践与学术路径的历史演进,展示其作为管理活动、学科领域的特征以及与中国国情、法律因素结合后所呈现的新特点,为国内法学界解读 Corporate Finance 勾画一份线路图。下文第一、二部分将分别描述 Corporate Finance 作为一种商业实践以及作为一门学科的历史发展,展示 20 世纪 50 年代之后现代公司财务理论的兴起及其对实践的重大

[5] 陈毓圭:“财务管理与会计管理是不同质的管理活动”,载《会计研究》1986年第1期。

[6] 让·梯若尔:《公司金融理论》,王永钦、许海波、佟珺、孟大文译,中国人民大学出版社 2007年版,第116页。

影响。第三部分回顾 Corporate Finance 进入我国的过程,引入我国独特的社会转型因素,展示 Corporate Finance 的不同中译方式所依附的制度背景。第四部分进一步加入“法”的因素,探究法律语境下的 Corporate Finance 及其与经济学界的“法与金融”进路的区别。第五部分是对 Corporate Finance 中译的知识谱系的一个总结。

### 一、从融资到财务管理——Corporate Finance 商业实践的历史演进

从历史来看,公司财务在过去一百多年的发展过程中变化很大,先后经历了筹资、依法理财与内部控制、资产财务管理与内部决策、投资财务管理、风险管理等不同阶段。20 世纪后半期的发展历程深受现代公司财务理论的影响。

一般认为,公司财务作为企业专门的管理活动兴起于 19 世纪后期,涉及为股份公司等大型企业组织,特别是铁路、银行等筹集经营活动所需的大额资本。因此,最初的公司财务 (corporate finance) 仅仅指公司的“融资”——从字面上理解就是筹集修建铁路、开办银行的资金<sup>[7]</sup>,它们通常采取债券等方式。在美国 19 世纪与 20 世纪之交的第一次并购浪潮中,众多小企业被资本化成股份公司(如美国钢铁公司等),并向公众发行普通股。以摩根为代表的银行家以及专业的发起人通过将企业家所经营的传统制造业企业重新组合成大型股份公司而向市场释放巨量的股票,公司所有权从一小群企业管理者分散到成千上万购买股票的大众投资者手中。至此,公司融资工具的基本形态,从铁路债券到新型工业企业发行的风险较高的优先股,直至高风险的普通股,都已为公众投资者熟悉并开始接受。<sup>[8]</sup> 大型股份公司的发起与设立 (promotion) 成为当时最主要的公司财务实践。<sup>[9]</sup>

1929 年,美国华尔街的股市暴跌以及随之而来的世界性经济大萧条,导致众多银行与企业破产,投资者利益受损。西方国家开始对公司融资的证券市场进行监管,出台了《证券法》等法律法规,对公开发行证券的公司提出了强制信息披露、独立审计等要求。由此,公司财务进入“依法财务管理”(compliance corporate finance)时期<sup>[10]</sup>,公司的融资活动首次置于政府的直接监管之下,记

[7] 路易斯·洛温斯坦:《公司财务的理性与非理性》,张蓓译,上海远东出版社 1999 年版第 2—3 页。

[8] Lawrence E. Mitchell, *The Speculation Economy: How Finance Triumphed Over Industry*, Berrett-Koehler Publishers, 2008, pp. 4, 9—10.

[9] Arthur Stone Dewing, *The Financial Policy of Corporations*, The Ronald Press, 1941, pp. 407—511.

[10] 这一时期也被西方财务学家称为“法规描述时期”(Descriptive Legalistic Period),参见道格拉斯·R.埃默瑞、约翰·D.芬纳蒂、约翰·D.斯托:《公司财务管理》(第 2 版),荆新、王化成、李焰等译,中国人民大学出版社 2008 年版,第 17 页。

录公司财务运作结果的财务信息的编制与呈报也逐渐趋于统一与规范化。不仅如此,大萧条引发的公司破产浪潮也导致各方面对公司负债与破产重组问题的关注,美国国会 1938 年通过的《破产法》引入了“公司重整”制度,吸收普通法院自 19 世纪后期在铁路破产财产接管方面所进行的创新,即由代表债权人利益的投资银行、律师与法院密切合作,重新设计破产企业的资本结构,降低负债,以便企业在破产接管结束后可以重归正常的财务状态。<sup>[11]</sup> 困境企业中不同证券持有人的权益调整逐渐被人们接受,如债权人被置入优先级、劣后级的结构中,旧债券通常被置换为新的债券及优先股,而原有普通股及优先股股东在支付一定对价后也可能获得债券以及数量不等的重整公司的普通股。<sup>[12]</sup> 总的来说,在法律与市场环境的双重压力下,公司财务实践由扩张性的外部融资开始转向兼顾防御性的内部资金管理,尝试建立内部控制程序,对资本流转进行有效的管理。诸如债务重组、资产评估、保持偿债能力等与破产相关的问题,相继进入公司财务的范畴。<sup>[13]</sup>

二次世界大战结束后,西方国家开始了经济的恢复与腾飞,公司财务则进入资产财务管理时期,以提高资金的使用效率为目的的财务决策成为公司财务实践的中心。资金的时间价值引起普遍关注,以固定资产投资决策为研究对象的资本预算方法日益成熟,财务管理的重心由外部融资转向资金在公司内部的合理配置,公司财务管理也出现了质的飞跃。与此同时,资本市场对公司整体价值的关注刺激了评价公司股票、债券价值的方法的创新,公司的盈利能力、资本结构、股利政策、经营风险等一系列因素成为公司估值标准的内在组成部分。

也正是在 20 世纪 50 年代,公司财务的学术研究不再局限于总结、描述公司财务的实践与法律要求,而是引入了新古典经济学的研究方法,现代公司财务理论由此兴起,并在此后的岁月中成为推动公司财务实践发展的强大动力。约尔·迪安的资本预算模型(1951)<sup>[14]</sup>、哈里·马科维茨的证券组合理论(1952、1959)<sup>[15]</sup>、弗兰克·莫迪格利安尼与默顿·米勒的资本结构理论(1958)<sup>[16]</sup>以

[11] 对这一过程的精彩描述,参见小戴维·A. 斯基尔:《债务的世界:美国破产法史》,赵炳昊译,中国法制出版社 2010 年版,第 56—158 页。

[12] Peter Tufano, “Business Failure, Judicial Intervention, and Financial Innovation: Restructuring U. S. Railroads in the Nineteenth Century”, 71 *Business History Review* 1 (1997).

[13] 这一时期的公司财务书籍的内容清晰地反映了这一点, see Arthur Stone Dewing, *The Financial Policy of Corporations*, supra note [9]; 朱国璋:《公司理财》,中华书局 1948 年版。

[14] Joel Dean, *Capital Budgeting: Top Management Policy on Plant, Equipment and Product Development*, Columbia University Press, 1951.

[15] Harry Markowitz, “Portfolio Selection”, 7 *The Journal of Finance* 77 (1952); Harry Markowitz, *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, John Wiley & Sons, 1959.

[16] F. Modigliani & M. H. Miller, “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, 48 *American Economic Review* 261 (1958).

及威廉·夏普、约翰·林特纳等人在马科维茨证券组合理论上提出的资本资产定价模型(1964、1965)<sup>[17]</sup>等等,陆续为企业财务决策的科学化提供理论支持。特别是,投资组合理论和资本资产定价模型将“收益”与“风险”有机结合起来,揭示了资产风险与预期报酬率之间的关系,不仅可以适用于资本市场对证券的评价,而且可以应用于公司的投资项目决策与资本预算。<sup>[18]</sup>这也进一步推动了公司财务从资产管理向投资管理阶段迈进。

20世纪70年代以后,随着金融工具,特别是衍生金融工具的推陈出新,公司财务实践与资本市场的联系日益加强,期权、远期等风险管理工具广泛应用于公司筹资和对外投资活动。而支撑公司财务运作范围拓展的是公司财务理论的又一波创新浪潮。费希尔·布莱克、迈伦·斯科尔斯等人创立的B—S期权定价模型(1973)<sup>[19]</sup>使得金融衍生工具快速进入公司财务管理的工具箱,帮助企业建立科学的风险投资决策方法以及完善的投资决策指标体系。

与此同时,公司财务与公司治理开始出现交叉、融合的趋势。以詹森和麦克林(1976)<sup>[20]</sup>对公司资本结构、代理问题以及所有权结构的富于洞见的观察为起点,公司财务不再是一个单纯的技术问题,而是与制度、规则、法律约束等紧密联系在一起。1992年12月,英国卡德伯瑞委员会发布了第一部具有广泛影响力的公司治理原则文献——《公司治理的财务侧面》(*The Finance Aspects of Corporate Governance*)。<sup>[21]</sup>它在贡献了一个简洁明了的公司治理概念——“公司治理是公司被管理及控制的一套制度”<sup>[22]</sup>——的同时,突出了公司治理中财务问题的重要性,强调公司内部财务控制和风险管理,关注董事会(特别是非

[17] William F. Sharp, “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk”, 19 *Journal of Finance* 425 (1964); John Lintner, “The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets”, 47 *The Review of Economics and Statistics* 13 (1965).

[18] 参见威廉·夏普:“存在或不存在负持有下的资本资产价格”,载《诺贝尔奖讲演全集》编译委员会编译:《诺贝尔奖讲演全集》(经济学卷II),福建人民出版社2003年版,第125页。

[19] Fischer Black & Myron Scholes, “The Pricing of Option and Corporate Liabilities”, 81 *Journal of Political Economy* 637 (1973).

[20] Michael C. Jensen & William H. Meckling, “The Theory of Firm; Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, 3 *Journal of Financial Economics* 305 (1976).

[21] 该报告由伦敦证券交易所、英国财务报告委员会和英格兰及威尔士会计师公会联合发起,针对英国公司自20世纪80年代后出现的公司财务丑闻而对改进公司内部治理提出政策建议,直接的导火索则是英国1991年曝出的出版业大亨麦克斯韦尔因侵吞《每日镜报》数亿英镑的退休基金而投海自杀事件。该报告因委员会主席阿德里安·卡德伯利(Adrian Cadbury)爵士之名而被简称为卡德伯利报告(Cadbury Report)。

[22] 进一步扩大卡德伯利报告关于“公司治理”定义之影响力的,是随后OECD在全球推广公司治理理念的举措,尽管后者对公司治理与公司财务之间关系的认知发生了变化,强调“竞争”“进入资本市场”,而不是“公司行为的高标准”和“负责任”。参见 Cally Jordan, “Cadbury Twenty Year On”, 58 *Villanova Law Review* 1 (2013).

执行董事)以及公司审计师的监督功能。2002年,美国爆发安然、世通等大公司财务丑闻,欧洲爆发乳业巨头帕玛拉特公司财务丑闻后,对公司内部控制问题的关注达到了顶峰,美国2002年出台的《萨班斯法案》对在美上市公司的内部控制提出了严格的要求。从某种意义上说,进入21世纪后,公司财务实践有部分地向早期的“依法财务管理”回归的迹象。

回顾公司财务一百多年的演进历史,它已发展成为集财务决策、财务预测、财务计划、财务控制和财务分析于一身,以筹资管理、投资管理、营运资金管理和利润分配管理为主要内容的管理活动,并在企业管理中居于核心地位。<sup>[23]</sup>美国财务学家路易斯·洛温斯坦教授曾诙谐地评论说:

公司财务涉及工商企业的几乎所有方面,以及在日常生产和货物流动之外的资金的流动。……以尽可能低的成本筹集所需资金。这是公司财务的精髓……财务有助于企业在范围广泛的问题上作出决策,例如如何在特定部门和项目之间分配资金,股息政策的制定,对员工持股计划的评价,以及公开宣布破产的时机选择等等。这个清单很长,且内容广泛。有时公司财务——以及从事财务工作的人——威胁要吞没整个金融界和商业界,几乎没留下什么不属于他们的东西,这没有什么值得大惊小怪的。<sup>[24]</sup>

## 二、从融资决策到资本市场——Corporate Finance 理论建构与学科转型

以1911年美国人弗雷德里克·W.泰勒发表的《科学管理原理》<sup>[25]</sup>为标志,管理学的发展已有一百余年的历史。公司财务管理作为一类专门的管理学知识,也产生于19世纪、20世纪之交。不过,早期的公司财务书籍主要是对公司融资实践以及相关法规要求的直观描述。直到20世纪50年代,经济学分析方法被引进公司财务研究领域,建立起有关公司融资、证券投资行为的一系列理论模型,现代公司财务理论方正式诞生。自20世纪70年代末开始,信息经济学、合约理论、行为理论等进一步改写了现代公司财务理论。可以说,过去半个世纪中,公司财务从会计学的分支转变成应用经济学的分支,成为经济学中发展最迅猛的领域,诞生了包括马科维茨、夏普、莫迪格利安尼、米勒、布莱克、斯科尔斯、默顿、法玛等十多位诺贝尔经济学奖得主。学者们在揭示证券市场

[23] 有学者认为,在我国,从《公司法》对董事会职责与权限的规定可以看出,财务决策的地位要高于生产、经营决策。参见李心合:“财务管理学的困境与出路”,载《会计研究》2006年第7期。

[24] 路易斯·洛温斯坦:《公司财务的理性与非理性》,同前注[7],第2、3、7页。

[25] 该书中文版可参见F.泰勒:《科学管理原理》,蔡上国译,上海科学技术出版社1982年版;弗雷德里克·泰勒:《科学管理原理》,马凤才译,机械工业出版社2013年版。

运作规律方面取得的多项突破性进展,使得公司财务的视角不再局限于公司本身,而以证券市场为中心,这也成为中文语境下“公司财务”向“公司金融”飞跃的理论背景。

### (一) 传统的公司财务研究

为满足 19 世纪、20 世纪之交美国大型股份公司的兴起对管理人才的需求,1908 年,哈佛大学成立企业管理研究院,其开设的三门必修课程——会计学、商法与契约法以及美国商业总论——反映了美国经济较古老的商业倾向,其选修课程则将工业公司管理、运输公司管理等纳入其中,并设置了财务方面的课程,包括公司财务、银行业务以及人寿保险;同时,作为 19 世纪后期公司财务实践集中于铁路融资的体现,铁路组织及财务、铁路经营以及铁路运费制订等均成为选修课。<sup>[26]</sup>

直到 20 世纪 50 年代,财务书籍主要是对公司财务实践的总结与描述,侧重于描述公司融资的制度安排和法律结构、公司长期融资的模式,提供投资分析的实用指南,并对混乱的公司财务实践予以批评并提出改进建议。财务学者的“观点来自偶然的观察,而不是基于明确的理论模型”。<sup>[27]</sup> 法律与会计是公司财务研究中两个最重要的观察视角。阿瑟·杜因(Arthur S. Dewing)是这一时期最有代表性的财务学者,他认为,一本公司财务的书“无法忽略会计原理或者法律施加的限制条件。……在受盎格鲁—萨克森法主导的国家中,财务上的灵活性受制于法律环境,某些情况下甚至完全由法律条件控制,后者清晰地展现在制定法与判例传统中”。<sup>[28]</sup> 杜因本人的著作充满了逸闻且强调会计的重要性,对揭露一些受人尊敬的市场操纵者的真面目有极大的兴趣,在其笔下,企业及其金融家们在操纵市场以及在欺诈的边缘踮脚行走时所显示的才华得到了淋漓尽致的展现。

1940 年,美国财务学会(American Finance Association)从美国经济学会(American Economic Association)中分离出来,并在 1945 年创办了《财务学期刊》(*Journal of Finance*)。不过,当时在《财务学期刊》上发表的文章主题比较散乱,包括联邦储备政策、货币增减对于物价与企业活动的影响、租税问题以及公司理财、保险与会计等。极少数文章触及投资的相关课题,但也多半是讨论流动性、股利政策及退休基金等。<sup>[29]</sup> 研究型文献很少,零星地散布于风险管理、

[26] 小艾尔弗雷德·D. 钱德勒:《看得见的手——美国企业的管理革命》,重武译,商务印书馆 1987 年版,第 550—551 页。

[27] 彼得·阿特勒尔:《财务管理基础》,赵银德、张华译,机械工业出版社 2004 年版,第 3 页。

[28] Arthur Stone Dewing, *The Financial Policy of Corporations*, *supra* note [9], preface.

[29] 彼得·伯恩斯坦:《投资革命——源自象牙塔的华尔街理论》,李繁康、邓哲夫、李挺生译,上海远东出版社 2001 年版,第 48 页。

营运资本或者资本市场的运作等领域。总体上,公司财务的学科被定位为会计学的一个分支。<sup>[30]</sup>

## (二) 现代公司财务理论

20世纪50年代中,受经济学方法训练的新一代学者开始构筑理论来解释公司财务中的各种现象。具有里程碑意义的开创性研究,是M.莫迪格利安尼和M.H.米勒1958年对公司资本结构的研究提出的“不相关定理”(又称“MM定理”),即在一定条件下,企业无论以负债筹资还是以权益资本筹资,都只是改变了企业总价值在股权和债券筹资者之间分割的比例,不影响企业的市场总价值。<sup>[31]</sup>考虑到实践中融资决策在公司财务决策中被赋予的重要地位,这一结论令人震惊。

在MM定理之前,人们认为财务杠杆(即举债比例)对公司价值的影响复杂难解,但莫迪格利安尼和米勒利用套利原理简洁而有力地证明:在完善的资本市场环境下,公司价值仅取决于它未来期望的经营现金流量的大小和资本成本的高低,而不是取决于这些现金流量如何在股东和债权人之间进行分配。若不是这样,譬如杠杆(举债)公司股价高于非杠杆(举债)公司,那么理性投资者就会卖出前者的股票,同时借款来购买后者的股票,从而压低前者的股价,提高后者的股价。只要投资者个人能以与公司相同的条件借入或贷出,他们就能靠自己来复制公司层面的财务杠杆的影响。换言之,在一个不存在交易费用的完美的证券市场中<sup>[32]</sup>,套利机制将推动具有同样未来经营现金流量和风险等级的举债公司与非举债公司之间趋向一价,达至均衡状态,从而消除公司层面的融资决策的影响。<sup>[33]</sup>

MM定理被视为现代财务管理的起点<sup>[34]</sup>,后续学者就是在放松MM定理的理论假设的基础上研究真实世界中的公司资本结构,将税收成本、破产成本、信息成本、代理成本等因素渐次纳入公司融资决策的分析框架中。20世纪70

[30] 彼得·阿特勒尔:《财务管理基础》,同前注[27],第3页。

[31] 随后两位作者又发表了延伸的研究,提出了公司的股利政策与公司价值无关等观点。这些研究也被人们称为“不相关定理”或“MM定理”。

[32] 完美市场的假设包括以下七个条件:(1)没有资金潜在供应者和使用者进入市场的障碍;(2)有完善的竞争,也就是说,每个参与者都充分小,它的行为不会影响价格;(3)金融资产无限可分;(4)没有交易成本,包括破产成本;(5)所有存在的信息对每个资本市场参与者而言都是可以免费充分获取的;(6)没有不对称税负;(7)交易中没有政府或其他限制。道格拉斯·R.埃默瑞、约翰·D.芬纳蒂、约翰·D.斯托:《公司财务管理》(第2版),同前注[10],第487页。

[33] 对MM不相关假说的回顾,see Merton H. Miller, “The Modigliani-Miller Propositions after Thirty Years”, 2 *Journal Economic Perspectives* 99 (1988)。对MM定理及其贡献的一个全面而生动的中文描述,参见沈艺峰:《资本结构理论史》,经济科学出版社1999年版。

[34] 瑞典皇家科学院在1985年诺贝尔经济学奖颁奖词中称:“仅在莫迪格利安尼和米勒提出他们的定理之后,这一领域中才出现比较严格的理论。”参见《诺贝尔奖讲演全集》编译委员会编译:《诺贝尔奖讲演全集》(经济学卷1),福建人民出版社2003年版,第641页。

年代末之后,对资本结构问题的研究进路从新古典经济学进一步扩展到制度经济学、行为经济学等。<sup>[35]</sup> 其中,麦克林和詹森关于代理成本的经典论文针对公司财务决策中的市场有效性提出了质疑,指出了研究公司财务的另一条进路——关注代理成本问题,从而开启了资本结构理论研究的一个新阶段。不过,MM 定理始终被视为公司财务理论中最重要的结论,其里程碑式的意义不限于其令人目眩的结论,更在于“一种公司理财原则的新的分析方法”<sup>[36]</sup>。相较于之前的研究,MM 定理“建立在关于投资者行为和资本市场功能的根本不同的看法之上”,因此它与传统分析方法之间较量结果的意义远远超越了像财务杠杆对资本成本影响之类的问题。<sup>[37]</sup> 这种方法论革命上的意义在 MM 定理问世三十年时已经得到普遍承认:

(MM 定理)将以往人们对资本结构的投资政策、融资政策与股利政策的规范研究,转向了可选择的投资政策、融资政策和股利政策对企业价值会产生什么影响的实证研究,其方法论上的创新改变了经济分析在资本结构问题上的作用,并为以后的期权定价、股票市场的有限量最优以及公共财政和宏观经济学奠定了基础。<sup>[38]</sup>

20 世纪 50 年代的另一重大突破是马科维茨 1952 年、1959 年基于对证券市场中投资决策行为模式的研究所提出的证券组合理论,即通过投资组合实现更大的投资收益及消除投资风险。该理论表明在不确定性条件下对资本资产进行投资的诸多困惑可以减少为两方面——预期收益和证券组合——方差之间的比较,具体来说,就是用证券收益的方差来度量证券风险,用证券组合收益的协方差来分析证券组合降低风险的作用。马科维茨的理论后来被夏普、林特纳等人借鉴,发展出资本资产定价模型(Capital Assets Price Model,以下简称 CAPM)。这一模型具有非常简单的数学形式:某一公司股票的期望收益率等于无风险收益率加该股票的风险溢价,而该股票的风险由该股票的贝塔值( $\beta$ )来度量。CAPM 区分了证券的系统性风险与非系统性风险,为

[35] 有学者总结:“MM 理论、权衡理论和米勒模型基本上是以新古典经济学为理论基础;资本结构契约理论(包括代理成本理论、信号理论、控制权理论)主要是以新制度经济学为理论基础;资本结构的产品市场竞争理论主要是以产业组织理论为理论基础;行为资本结构理论主要是以行为经济学为理论基础。”参见张兆国、尹开国、刘永丽:“试论现代财务学的学科性质、分析框架和研究方法”,载《会计研究》2010 年第 9 期。

[36] 语出瑞典皇家科学院 1985 年诺贝尔经济学奖颁奖词,参见《诺贝尔奖讲演全集》编译委员会编译:《诺贝尔奖讲演全集》(经济学卷 I),同前注[34],第 641 页。

[37] Franco Modigliani & Merton H. Miller, “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction”, 53 *American Economic Review* 433 (1963).

[38] Sudipto Bhattacharya, “Corporate Finance and the Legacy of Miller and Modigliani”, 2 *Journal of Economic Perspectives* 135 (1988).

权衡投资活动内在的风险与回报提供了一个分析框架。此后,斯蒂芬·罗斯提出的套利定价理论(1976)<sup>[39]</sup>进一步完善了资本资产定价问题的研究。60年代中期后,尤金·法玛等人的理论性工作探讨了信息与市场有效性之间的联系,有效资本市场假说(Efficient Capital Market Hypothesis,以下简称ECMH)成为对证券市场运作内在机理进行描述的基本框架。<sup>[40]</sup>1973年,布莱克、斯科尔斯以及罗伯特·默顿在套利、有效市场假说、资本资产定价模型的基础上提出了期权定价模型,该模型迅速为实务界所接受,从而开启了以金融衍生工具为载体的风险定价与交易的新金融产业,并极大地完善了公司财务管理的工具箱。<sup>[41]</sup>此后,针对证券市场中的反常现象(anomaly),丹尼尔·卡尼曼、罗伯特·希勒等人则从心理学的视角进行研究,进一步丰富了人们对证券市场内在复杂机理的理解。<sup>[42]</sup>

至此,一系列重大的理论突破将公司财务改造成成了一门规范的科学,包括均值一方差资产组合理论、资本资产定价理论与套利定价理论、期权定价理论、MM定理等,这些理论的核心都是“个人、企业和我们这个社会如何在风险资产定价的基础上通过价格机制就稀缺资源分配做出决策”。<sup>[43]</sup>在方法论上,现代公司财务理论引入了新古典经济学的分析范式,进行定量的实证研究。构成财务学新方法论核心的逻辑和数学方法不仅被用于评价资本市场的总体行为表现,将资本市场置于完备产品市场竞争的均衡模型中分析,而且被用来构造公司如何为其经营活动进行融资的理论。财务学由此发展成为应用经济学的分

[39] Steven A. Ross, “Arbitrage Theory of Capital Assets Pricing”, 13 *Journal of Economic Theory* 341 (1976).

[40] Jonathan Barron Baskin, Paul J. Miranti, Jr., *A History of Corporate Finance*, Cambridge University Press, 1997, p. 231; 对这一过程的更具体而详尽的描述,参见彼得·伯恩斯坦:《投资革命——源自象牙塔的华尔街理论》,同前注[29],第47—176页。

[41] 其中,斯科尔斯和默顿共同获得了1973年诺贝尔经济学奖,两人的获奖演说也是对期权定价公式的诞生过程及其广泛应用前景的一个生动描述,参见罗伯特·默顿:“期权定价理论的应用:最近25年的回顾”,载《诺贝尔奖讲演全集》编译委员会编译:《诺贝尔奖讲演全集》(经济学卷II),同前注[18],第441—478页;迈伦·斯科尔斯:“动态环境下的金融衍生品”,载《诺贝尔奖讲演全集》编译委员会编译:《诺贝尔奖讲演全集》(经济学卷II),同前注[18],第479—514页。

[42] 行为金融学是金融学、心理学、行为学、社会学等学科相交叉的边缘学科,力图揭示金融市场的非理性行为和决策规律,卡尼曼、希勒等学者为此分别获得了2002年、2013年诺贝尔经济学奖。有关行为金融学对资本市场反常现象的研究,参见石善冲、齐安甜:《行为金融学与投资博弈》,清华大学出版社2006年版。不过,有效市场的支持者认为行为金融学的研究并不能否定资本市场有效假设,参见斯蒂芬·A.罗斯、伦道夫·W.威斯特菲尔德、杰弗利·F.杰富:《公司理财》(原书第9版),吴世农、沈艺峰、王志强等译,机械工业出版社2012年版,第300页。从法律视角对行为金融学研究及意义的一个评论,see Lawrence A. Cunningham, “Behavior Finance and Investor Governance”, 59 *Washington & Lee Law Review* 767 (2002).

[43] 韦斯腾:“财务理论的发展”,载《财务管理》1981年,十周年纪念刊,转引自沈艺峰:《资本结构理论史》,同前注[33],第52页。

支,其研究结论超越了会计的反映论,具有了引领实践的意义。<sup>[44]</sup>

公司财务的研究群体也发生了根本性转变:传统商学院的教师主要来自商界和政界受人尊敬和经验丰富的权威;如今,

公司金融学教师主要是传统意义上的学者。他们大部分人除了进行咨询外,一般都没有商业经验。他们的兴趣和所接受的训练是发展理论以解释经济行为,然后借助统计学和计量经济学工具来检验这些理论。轶事证据和个人从商经验已经被现代公司金融理论的逻辑分析法所取代。<sup>[45]</sup>

商学院的课程体系也进行了重大改革,以满足智识上更高的挑战。如今,域外商学院、经济学系开设的 Finance 专业,

包括两大主流——第一是投资(Investment),第二是公司财务(Corporate Finance)或称公司治理(Corporate Governance)。投资学主要是探讨金融市场和金融资产(包括股票、债券、期权和期货)的定价模式。……公司财务主要是探讨公司实物投资与财务运作的决策过程,而公司治理就是探讨这些决策对股东权益的影响,因此,公司财务和公司治理很难清楚地分开。……其重要课题包括资产定价模型(CAPM)、风险套利模型(APT)、微观结构(Microstructure)、期权与期货(Options & Futures)和一般均衡定价模型(General Equilibrium)等等。<sup>[46]</sup>

### (三) 关于资本市场的微观经济学

就法律关系而言,公司融资体现为公司与资金提供者之间的双务合同。当公司在资本市场进行股票发行或债券筹资时,公司与资金提供者各执合同一端,后者通常又被称为投资人。从这个角度看,以 MM 定理为代表的公司融资决策理论加上证券组合、CAPM、ECMH、期权定价模型等为代表的投资决策和资产定价理论,共同构成了一个完整的描述证券市场中两类相对立的主体——融资者与投资者——在不确定性条件下如何利用价格机制进行决策的理论。当然,两类研究之间并非如现实世界中“融资人 v. 投资人”那样泾渭分明、两造对立,而是你中有我,我中有你。例如,MM 定理的套利分析就把投资人的决策行为模式以及证券市场的功能纳入公司财务决策的考量因素中,或者,用瑞典皇家科学院在 1985 年诺贝尔经济学奖颁奖词的提法,把公司的财务政策“放在

[44] Jonathan Barron Baskin, Paul J. Miranti, Jr., *A History of Corporate Finance*, *supra* note [39], pp. 10—11. 关于管理学与经济学之间的主要差异,参见刘源张:“中国管理学的道路——从与经济学的比较说起”,载《管理评论》2006 年第 12 期;罗仲伟:“管理学方法与经济学方法的借鉴、融合”,载《中国工业经济》2005 年第 9 期。对公司财务学属于经济学的一个简要的讨论,参见张兆国、尹开国、刘永丽:“试论现代财务学的学科性质、分析框架和研究方法”,同前注[35]。

[45] 托马斯·E. 科普兰、J. 弗雷德·温斯顿、库尔迪普·萨斯特里:《金融理论与公司政策》,同前注[1],前言第 1—2 页。

[46] 郎咸平:《郎咸平说:公司的秘密》,东方出版社 2008 年版,第 161—162 页。

融资—市场均衡<sup>[47]</sup>理论中考虑”。另一方面,证券组合、CAPM、期权定价模型等投资决策与资产定价理论也可以用来指导公司如何为其经营活动进行融资以及如何进行投资,因为证券市场估值过程为评价公司财务决策提供了合理性标准。<sup>[48]</sup> 归根结底,二者的终极目标都是探索个人或厂商在不确定条件下运用价格机制决策的规律和方法,它们共同构成了证券市场或资本市场<sup>[49]</sup>的微观经济学。其中,证券组合理论揭示了证券市场中的投资者如何最优化实施其行为,CAPM 则研究了这种最优化行为背后的经济均衡问题<sup>[50]</sup>,MM 定理则是一般市场均衡理论在企业资本结构问题上的应用<sup>[51]</sup>。

作为这种对立统一关系的一个象征,1990 年的诺贝尔经济学奖授予了马科维茨(证券组合理论)、夏普(CAPM)和米勒(MM 定理)三人,以表彰他们在资本市场,特别是在证券投资方面作出的杰出贡献。<sup>[52]</sup> 此前,MM 定理的另一

[47] 原文为“finance-market equilibrium”,我国学者在不同时期翻译的诺贝尔奖颁奖词中分别翻译为“财务—市场均衡”(王宏昌编译:《诺贝尔经济学奖金获得者讲演集 1987—1995》,中国社会科学出版社 1997 年版)和“金融—市场均衡”(《诺贝尔奖讲演全集》编译委员会:《诺贝尔奖讲演全集》(经济学卷 II),同前注[18]),但二者皆难以完整传递颁奖词此处将 finance 与 market 对应所表达的含义。故笔者特译为“融资”,以体现公司融资决策的视角。

[48] 我国学者对此的一个高度简练的归纳,参见陈小悦、乌山红编著:《公司理财学基础》,同前注[2],第 5 页。

[49] 在传统的金融分业经营的背景下,商业银行提供的是短期融资,而资本市场提供长期融资,公司在资本市场中发行股票、公司债券等证券凭证来募集长期资本。从这个意义上说,“资本市场”与“证券市场”的含义基本相同。不过,也有学者对资本市场做更宽泛的解释,如斯蒂格利茨认为,将“资本市场”等同于华尔街只是媒体的理解,经济学家眼中的“资本市场”,是指包括银行和保险公司在内的与筹资(及分担风险和保险)相关的所有机构,也就是广义的金融市场。参见约瑟夫·E. 斯蒂格利茨、卡尔·E. 沃尔什:《经济学》(第 4 版)(上),黄险峰、张帆译,中国人民大学出版社 2010 年版,第 16—17 页。

[50] 微观经济学主要研究构成经济的个体单位——厂商、家庭和个人——的行为,即个体单位如何作出决策以及影响这些决策的因素。它试图回答厂商和消费者如何最优化地实施其行为,植根于这种行为的经济均衡之本质等问题。Finance 理论与传统微观经济学的厂商理论和消费者理论的不同点仅在于:它所考虑的是投资者,而不是生产企业或消费者,并且注重研究不确定性下经济主体的决策。参见马科维茨:“证券组合理论基础”,载《诺贝尔奖讲演全集》编译委员会编译:《诺贝尔奖讲演全集》(经济学卷 II),同前注[18],第 99 页。

[51] 沈艺峰:《资本结构理论史》,同前注[33],第 52 页。

[52] 颁奖词对三位获奖者共同的研究领域使用的是“financial market”的术语,直译是“金融市场”,但从颁奖词的具体内容看,它指的是“证券市场”或“资本市场”,参见颁奖词中如下段落对“financial market”的描述:“在很大程度上,国民经济中各部分的储蓄,正是通过这种市场才转化为厂商在厂房和机器设备上的投资的,而且 financial market 反映着厂商的未来景况。在本世纪 50 年代以前,几乎没有任何有关 financial market 的理论。这一领域的开拓性贡献是由哈里·马科维茨作出的,他提出了一种有关在不确定性条件下家庭和厂商证券组合决策的理论。……(夏普的——引者注)资本资产估价模型,已成了现代 financial market 价格理论的核心。……当证券组合模型和资本资产估价模型侧重于 financial market 时,默顿·米勒起初与弗兰柯·莫迪里安尼(即弗兰克·莫迪格利安尼——引者注)合作,建立了现代公司理财理论的基础(MM 定理——引者注)。……在成熟的资本市场上,股票融资和借款之间的选择,并不会影响厂商的市场价值和资本成本。”《诺贝尔奖讲演全集》编译委员会编译:《诺贝尔奖讲演全集》(经济学卷 II),同前注[18],第 97—98 页。

作者莫迪格利安尼已经于1985年获得诺贝尔奖;此后,期权定价模型的作者斯科尔斯、默顿则于1973年获奖<sup>[53]</sup>,有效市场假设的主要贡献者法玛也在2013年获奖。可以说,Finance理论这一资本市场的微观经济学是最具诺贝尔奖星光的经济学分支,这个“20世纪50年代以前尚不存在的理论”(1990年诺贝尔奖颁奖词)迅速成长为经济学中的显学。

在《新帕尔格雷夫经济学大辞典》的Finance词条中,撰写者骄傲地宣称:

Finance以其不同的中心点和方法论而成为经济学的的一个分支。其基本的中心点是资本市场的运营、资本资产的供给和定价。其方法论是使用相近的替代物给金融契约和工具定价。……大量累积的数据和市场的经验知识、一些强有力的有时是竞争性的直觉,使金融研究日益活跃。这些直觉常用于梳理对数据和产生这些数据的市场的理解。金融中的现代传统起源于建立精巧的模型和理论,以探讨这些直觉并使其能为实际所验证。<sup>[54]</sup>

在“四种基本直觉”下,有效市场假说、CAPM、期权理论、MM定理等尽人彀中。<sup>[55]</sup>

现代公司财务理论在诺贝尔奖的辉煌殿堂中一路高歌猛进时,并不曾注意到它身后已是一地鸡毛。第一个被颠覆的无疑是传统的公司财务学科。公司财务从管理学向经济学的转型使得理论模型、实证检验成为研究与教学的重心,财务书籍不再谈论混乱的公司,而是讲优美的数学模型。然而,商学院的公司财务学科毕竟还承担着培养未来的企业管理人员的职能,而管理有时更像是一门艺术而非科学。因此,也有人质疑这些象牙塔中的理论与真实公司的财务管理之间究竟有多相关,认为:

对于那些沉湎于其中的人说,这是财务的一个阳光明媚的新时代——可以用“优雅”这个词一遍又一遍地描述。而对于我们这些并不相信这点的人来说,“优雅”却是一种诅咒,一个确切地表明我们正处在不坚实的基础之上的信号。……精确性是学术界的那些为焦虑的客户制作精妙软件的咨询家们的一个有用的推销工具。虽然对那些被不确定性所困扰的人来说,这是一种安慰;但在把握不确定性的未来方面,财务上的精确在最糟的情况下是一个陷阱,在最好的情况下也不过是一种错觉。……商学院的

[53] 布莱克因1995年离世与诺贝尔奖擦肩而过。

[54] 约翰·伊特韦尔、默里·米尔盖特、彼得·纽曼编:《新帕尔格雷夫经济学大辞典》(第2卷),经济科学出版社1996年版,第345页。该词条由美国著名财务学家、套利定价模型作者斯蒂芬·罗斯撰写。

[55] 同上注,第345—359页。

学者们的行为越来越过激,好像公司财务这个工具以某种方式提供了一种严格的、科学的,甚至几乎不会出错的资本投资的方法。<sup>[56]</sup>

第二个被颠覆的是大洋彼岸的中国金融学界。由于 Finance 的标准中译是“金融”,当 1996 年《新帕尔格雷夫经济学大辞典》在我国翻译出版时,Finance 词条被译为“金融”,但却未包括国内金融学界主流观点认同的货币银行学<sup>[57]</sup>,结果在国内金融学界引发很大震动。恰在此时,教育部进行的高校专业调整将原有的“货币银行学”“国际金融”两个专业合并为“金融学”(含保险)专业,此一“金融学”专业与域外商学院或经济系的 Finance 专业简直风马牛不相及,结果引发了我国金融学界历时多年的关于“金融”与 Finance 的含义及学科定位的大争论。<sup>[58]</sup>

第三个被颠覆的自然是 Corporate Finance 的中译。《新帕尔格雷夫经济学大辞典》的译者在将 Finance 词条直接翻译为“金融”的同时,也将其中的 Corporate Finance 直译为“公司金融”。本来,在中文语境里,“公司”“企业”是微观主体,而“市场”或“金融”都属于更为宏观的范畴。因此,传统上“公司财务”或“会计学”与“金融”或“金融学”之间的界限是非常清楚的。如今,顶着诺贝尔奖熠熠光环的现代公司财务理论却如同坐火箭一般直升入“金融理论”,或者,用我国学者的语言来说,“公司财务学与金融学的一体化”<sup>[59]</sup>,的确让人有眩目之感。

那么,Corporate Finance 是否就必然译为“公司金融”呢?

### 三、当 Corporate Finance 进入我国——中文语境下的语词流变

在我国,Corporate Finance 是一个历史悠久的舶来品,民国时期就已经从英美引入,与当时孱弱的民族资本以及初生的证券市场相对应。在计划经济时代,体制性因素导致英美模式的 Corporate Finance 荡然无存,转而采苏联模式下的企业内部财务管理进路。改革开放之后,英美模式的 Corporate Finance 又重新进入人们的视野。可以说,20 世纪中国社会与经济制度的几度急剧转型导致了一种断裂式的路径依赖,不同时期、不同形态的企业财务活动呈现不同的特点。这一切为“公司财务”一词的中译增加了新的制度因素,也成就了今

[56] 路易斯·洛温斯坦:《公司财务的理性与非理性》,同前注[7],第7、9页。

[57] 在美国,货币银行学是 Money Economics,属于宏观经济学的范畴,与 Financial Economics 是两个不同的概念。

[58] 参见黄达:“金融、金融学及其学科建设”,同前注[3];黄达:“关于金融学科演进的几点认识”,同前注[4];黄达:“中国的金融学科建设之路”,《第一财经日报》2011年6月2日。按照黄达教授的观点,为协调 Finance 作为微观经济学的定位与中文语境下“金融学”之宏观定位之间的冲突,可将 Finance 理论称为“金融市场决策学”。

[59] 参见李心合:“财务管理学的困境与出路”,同前注[23]。

天“公司理财”“财务管理”“公司财务”“公司金融”等术语自由生长的历史背景。

### （一）公司理财

清朝末期,随着民族资本主义的萌芽,我国开始出现官商合股的股份公司,并有了向公众发行股票募集资金的尝试。<sup>[60]</sup> 进入民国后,公司法、票据法、银行法等商事法律相继颁布,上海等地设立了股票交易所。尽管早期的股份公司及证券市场的运作因为各种原因而弊端丛生,但它们毕竟为初生的民族资本企业的财务管理提供了一个外部制度环境。在这一背景下,英美国家的会计制度和财务管理知识也被从海外留学归来的学子陆续引入。在笔者检索的北京大学图书馆藏书中,民国时期出版的书籍通常将 Corporate Finance 译为“公司理财”。

以朱国璋先生的《公司理财》为例。<sup>[61]</sup> 作者认为,“定义之诠释,为研究任何科学之先决条件,……但英美理财之名著,对于定义,鲜有适当之解释”,故该书首先给“公司理财”定义如下:“公司理财者,为研究公司资金之募集,运用及分配之科学也。”作为一门学科的公司理财学,其内容包括五个方面:“(1) 公司创立时之理财问题;(2) 公司扩充时之理财问题;(3) 公司流动资金之筹募及运用问题;(4) 公司损益之取决及利润之分配问题;(5) 公司之财务改组问题。”<sup>[62]</sup>

从民国时期的公司理财书籍中可以获知以下几点:

第一,在时间点上,民国时期对应于西方国家公司财务的“融资时期”及“依法管理财务时期”,因此公司理财的书籍也很典型地反映了此一时期域外文献的特点,即以描述公司财务实践为主,核心是融资决策,同时兼顾资金管理与破产改组,并强调会计问题的重要性。

第二,当时对于“公司理财”与其他相关学科之关系已有基本认识,认为公司理财“应与其他商学课程相配合,尤以会计学、投资学、银行学及财政学为最”。<sup>[63]</sup> 其中,“公司理财”与“投资学”为一个硬币之两面:“前者以公司为主,研究如何吸收社会游资,以供其需;后者以投资者为主,研究如何以其过剩之资金,选购各企业之证券。立场虽异,重心则同。”<sup>[64]</sup> 而银行学则与今天的金融机构学、金融组织学异曲同工,覆盖商业银行、投资银行、中央银行、票号、交易所

[60] 参见陈锦江:《清末现代企业与官商关系》,中国社会科学出版社2010年版,第134—146页。

[61] 参见朱国璋:《公司理财》,同前注[13]。该书共有1945年版、1946年版和1948年版3个版本。

[62] 同上注,第1页。

[63] 同上注,第3页。

[64] 同上注,第4页。

等不同金融中介组织,且主张理解银行及金融市场对于研究公司理财问题非常重要。<sup>[65]</sup>

第三,当时已经形成了“公司”与“市场”两个不同层次的术语:在微观主体层面,是“公司理财”;在市场层面,包括作为部分的“证券市场”和作为整体的“金融市场”。对金融市场中不同金融中介组织各自的核心功能也有清晰的描述:

银行为融通资金之机构,向有工商业输血管之称,在现代化之国家中,因信用制度之高度发展,银行遂日趋分工与专业。商业银行,以融通短期资金为任务;投资银行,以供应长期资金为职责;中央银行,以控制信用,调剂金融为使命;外加证券市场,票号等融通资金之中间机构,集合而成一完备之金融市场,为产生及孕育股份公司之母体……<sup>[66]</sup>

1949年后,随着中国大陆经济与社会体制的改变,股份公司与证券市场不复存在,“公司理财”这一中译方式也随之消散;但在大陆之外的华语世界这一译法却延续下来,如中国台湾地区学者黄柱权于1972年出版的台湾高等学校财务管理课程的教材——《公司理财》。不过,自20世纪90年代中期开始,大陆学者也重拾“公司理财”之称谓,如1994年出版的陈小悦、乌山红所著之《公司理财学基础》,王向阳、葛俊杰、雷良海所著的《当代公司理财》<sup>[67]</sup>,1995年出版的熊楚熊编著的《公司理财学原理》<sup>[68]</sup>,等等。当然,此时大陆学者已经将现代西方公司财务理论的研究成果吸收进来,因此,公司理财学教材的内容已经与民国时期的《公司理财》有显著区别。

以陈小悦、乌山红编著的《公司理财学基础》为例。该书认为,公司理财学以企业的投资与筹资以及与之相关的问题(特别是金融市场)为研究对象,主要内容包括:(1)现值计算;(2)收益与风险分析;(3)资本预算;(4)企业资本结构与资金成本;(5)融资工具与融资战略;(6)期权知识及其在公司财务中的应用;(7)企业绩效分析及财务计划等。

不仅如此,该书作者还对 Corporate Finance 的几种中译进行了说明:“本书定名为‘公司理财学基础’,是因为英文的 Finance 一词一般译为‘理财学’,但也经常根据场合不同而译为‘金融’或‘财务’。”<sup>[69]</sup>不过,该书并不严格区分“公司财务”与“公司理财”两种提法,该书的如下表述可堪为证:“公司财务或

[65] 同上注。

[66] 同上注。

[67] 王向阳、葛俊杰、雷良海编著:《当代公司理财》,同济大学出版社1994年版。

[68] 熊楚熊编著:《公司理财学原理》,中国财政经济出版社1995年版。

[69] 陈小悦、乌山红编著:《公司理财学基础》,同前注〔2〕,前言IX。

称公司理财学,研究公司当前与未来经营行为所需资源的取得与分配。”<sup>[70]</sup>“公司财务的理论基础,或者更一般地——理财学的基础理论部分又称为财务经济学(financial economics)。”<sup>[71]</sup>

## (二) 财务、财务管理、企业财务管理、公司财务管理

新中国成立后,逐渐建立起公有制为主导的计划经济体制,证券交易所被关闭,仅余银行作为外部融资渠道。国有企业取代了股份公司,企业在财务事项方面的自主权大大降低,仅限于对计划内拨付给企业的资金进行管理。“公司理财”不复存在,代之以苏联模式的“财务工作”或“财务管理”。

在1949年至1954年间,原东北人民政府财政部、中央第一机械工业部等陆续组织翻译了苏联及其他新民主主义国家的财政金融或企业管理方面的著作。其中,与企业财务管理有关的书籍对企业的资金收支与管理业务采取了“财务”的提法,如1953年出版的《棉纺织企业的生产、财务技术计划》<sup>[72]</sup>《苏联建筑机关财务工作上的各项基本问题指南》<sup>[73]</sup>《机器制造工厂的财务计划工作》<sup>[74]</sup>等。在1954年,《工业企业财务监督的组织》<sup>[75]</sup>一书翻译出版;同年底,商业部财务会计局根据国营商业财务制度及信贷、结算办法,并参照商业部苏联专家关于苏联贸易机构财务工作情况的报告及中国人民大学有关苏联贸易财务课程的教材,编写形成《国营商业财务教材》<sup>[76]</sup>。这一从翻译到编著的转换,标志着我国从知识体系上对前苏联传统的企业内部财务管理基本框架的引入已基本完成。

基于本文的写作目的,计划经济体制下的企业财务管理中可以提炼出以下几个特点:

第一,企业财务管理是在国家与企业的纵向财务管理关系下进行的,国家统收统支,不承认企业作为独立商品生产经营者的地位。因此,企业缺乏经营、筹资与投资的自主权,其财务管理的核心内容不是融资决策,而是按照经过批

[70] 同上注,第1页。

[71] 同上注,第3页。

[72] “企业的生产财务技术计划,是国民经济计划的一部分,它包括企业下列各方面的活动:如生产、财务、基本建设、供应及销售。”扎马赫夫斯基、薄列克、氟里金贝尔克:《棉纺织企业的生产、财务技术计划》,中国人民大学工业企业组织与计划教研室译,中国人民大学1953年版,第1页。

[73] 伊·朴·雷查金、玛·雅·格陵堡、阿·伊·沙赫诺维赤编著:《苏联建筑机关财务工作上的各项基本问题指南》,甘雨农译,东北人民出版社1953年版。

[74] 斯捷潘诺夫:《机器制造工厂的财务计划工作》,中央第一机械工业部财务会计司译,机械工业出版社1953年版。

[75] 克里契夫斯基、格鲁特曼:《工业企业财务监督的组织》,中央第一机械工业部财务会计司译,机械工业出版社1954年版。

[76] 中华人民共和国商业部财务会计局编著:《国营商业财务教材》,财政经济出版社1955年版。

准的生产经营计划取得资金、使用资金,并尽可能节约资金的使用,同时对相关业务流程进行财务监督。企业外部资金来源主要是国家拨款,也有银行、贸易往来等。

第二,财务管理强调的是守法(守规)、执行、监督的内部管理程序,与会计、法律的关系很紧密,颇有西方公司财务早期“依法财务管理”的影子。以国营商业企业为例,其财务管理工作包括:企业资金及其来源,财务计划(包括自有流动资金定额计划、利润计划、应纳税金计划、固定资产折旧计划等),企业的划拨结算,企业信贷,财务分析,财务监督与检查,等等。<sup>[77]</sup>对工业企业的财务监督则涉及根据生产经营计划对生产过程、原材料供应过程、产品发出与销售过程的财务监督。<sup>[78]</sup>

第三,将企业的资金收支管理称为“企业财务”,与“国家财政”之间形成逻辑上的对称关系,也使得该概念更清晰明了,容易为人接受。其实,民国时期的书籍就将“公司理财”与“财政学”视为姊妹学科,为体现对称性,表述中也已经采用了“公司财务”之提法,如“前者(财政学)为研究国家理财之方法,后者(公司理财)为研究公司财务之处理”<sup>[79]</sup>。不过,这种“微观—财务、宏观—财政”的对称关系的明确建立,还是在计划经济阶段完成的。

然而,十年“文革”打碎了“一切规章制度”,即使是苏联传统的财务计划—资金使用—财务监督模式也未能有效执行。用武林的语言来说,企业被彻底废掉了财务管理的内功。20世纪80年代恢复经济建设后,企业不得不重新熟悉基本的财务管理技能,建立诚信的会计记录。然而,彼时已开始的体制改革将企业从传统的计划工厂转型为自负盈亏的商业主体,融资以谋求发展又成为摆在企业面前的严峻课题,它们急需了解银行贷款、外资合资、企业联营等不同资金筹措渠道。进入90年代后,股份公司的兴起、资本市场的建立以及国有企业财务、会计制度的改革,给企业实现由商品生产者到资本运作者的“最惊人的一跳”<sup>[80]</sup>搭建了制度平台。可以说,改革开放以来企业财务关系在内、外两方面呈现的剧烈变动,令“财务管理”重新成为经济生活中的热门话题。

不过,此时,“财务管理”已不复前苏联传统的内涵,但也非英美传统下的以资本市场为导向的融资决策与投资决策,而是兼具“融资决策”与“提升资金管理能力的”双重涵义。其中,提升资金管理能力的又与会计管理密切相关,因

[77] 同上注。

[78] 参见克里契夫斯基、格鲁特曼:《工业企业财务监督的组织》,同前注[75]。

[79] 朱国璋:《公司理财》,同前注[13],第3页。

[80] 市场人士将我国企业由产品生产到商品生产的转变称为“第一次跳跃”,由单一生产型向生产经营型的转变称为“第二次跳跃”,由生产经营型向资本运作型的转变称为“第三次跳跃”,并认为这是“最惊人的一跳”。参见慕刘伟主编:《资本运作》,西南财经大学出版社2005年版,前言第1页。

为会计系统提供的真实、可靠、完整的财务信息是企业进行融资、投资和其他相关决策的信息基础。这种独特的“财务管理”概念反映出我国现阶段企业的独特诉求：既需要补上企业管理专业化、规范化这门课，又需要面对经济全球化、金融全球化以及资本运作的新挑战。在此，外部融资与内部管理同样重要。

正是在这一背景下，当我国企业经历组织形态的变更，或改制、或设立为股份公司时，企业财务管理也就自然地转换为“公司财务管理”，或者“公司财务”。不难想见，有之前数十年的“财务”概念做铺垫，“财务管理”或“公司财务”也成为这一时期相关书籍、教材最主流的提法。

### （三）公司金融

“公司金融”的提法在我国出现是在 20 世纪 90 年代中后期，但真正流行起来还是进入 21 世纪之后。不同阶段的“公司金融”背后隐含着学者不同的兴趣与学科进路。

最早以“公司金融”命名的教科书是上海交通大学管理学院一群教师在 1995 年编写的《现代公司金融》。<sup>[81]</sup> 编写者有感于刚刚进入证券市场的上市公司（多为国企改革而来）对“现代”公司财务管理概念的陌生，特别是忽略会计管理与财务管理的差异，特撰写该书来系统地介绍公司金融活动方面的内容，希望推动上市公司建立独立于会计部门的“金融投资部门”。<sup>[82]</sup> “公司金融活动”包括公司投资决策、筹资手段、金融工具、证券的发行、分红政策、企业兼并收购及融资租赁等方面。作者认为，企业组织从传统计划经济体制下的工厂模式向现代公司模式转变，需要经历两次观念革命：一是市场营销观，即以销定产而不是按上级批准的计划生产；二是金融观，即

认识到金融投资活动在现代公司经营中所处的位置不亚于市场营销，筹资的方式、时机、投资的方向与金额，把投资性质与筹资方式综合考虑以作出最佳筹资投资决策等等，这些金融投资活动对整个公司的成败起着至关重要的作用。<sup>[83]</sup>

可以说，此一时期的“公司金融”与“公司财务管理”并无本质差异，仍然着眼于提升企业的财务管理能力，而非金融理论导向。

另一方面，1996 年《新帕尔格雷夫经济学大辞典》翻译出版以及 1997 年教育部对金融学专业的调整在金融学界引发的震动在进入 21 世纪后终于传导到

[81] 杨朝军等编著：《现代公司金融》，上海交通大学出版社 1996 年版。

[82] 该书对会计部与金融投资部各自的职能进行了区别：金融投资部负责筹资和投资，银行和信用关系及管理，股息红利政策，保险、退休金计划，兼并控股扩张等；会计部负责会计及财务报表，内部稽核与审计，税务、记录保管，预算准备，职员工资等。参见杨朝军等编著：《现代公司金融》，同上注，前言第 2 页。

[83] 同上注，前言第 1 页。

Corporate Finance 上。由于 Corporate Finance 课程也是金融学专业的基础课程,在经过激烈的争论后,金融学界基本达成了将“金融学”划分为“宏观金融学/宏观金融分析”与“微观金融学/微观金融分析”<sup>[84]</sup>的共识,“公司财务”被纳入“微观金融学”的范畴。2003年,两本以《公司金融》命名的教材问世,即高等财经院校系列教材之《公司金融》<sup>[85]</sup>以及21世纪高等院校经济与管理核心课经典系列教材之《公司金融》<sup>[86]</sup>,其背景正是我国高等院校金融学课程体系改革,设置微观金融方面的课程。此后,自编教材或翻译引进的教科书中以《公司金融》命名者越来越多。

由此,Corporate Finance 的中译在我国就形成了“公司理财”“公司财务”“公司金融”“财务管理”“财务学”“企业财务管理”共生的局面。其中,“公司理财”与“公司财务”之间差异不大,几可归入一类。学科背景方面,金融学专业背景的相关书籍大多谓之《公司金融》,而会计学专业、财务管理专业背景的则偏好《公司财务》或《公司理财》之名。不过,目前来看二者之间的差异可能“名大于实”。一方面,受到现代公司财务理论的影响,不少会计与财务管理背景的学者也认同公司财务的学科定位已从传统的管理学或者会计学分支转变为应用经济学的分支,因此尽管其教材以《公司理财》《公司财务》《财务管理》或《财务学》命名,但也更多着眼于企业层面涉及金融市场、金融行为的管理活动,或多或少地将成本管理、预算和财务分析等剔除在外,以划清自己与传统的“财务管理”(强调以财务数据为基础、对企业实行有效控制)<sup>[87]</sup>之间的界限。另一方面,《公司金融》虽已定位于微观金融或微观经济学,但对于何谓“公司金融”却尚未达成共识。<sup>[88]</sup>最有意思的可能是王重润教授主编的“21世纪高等学校金融学实践创新系列教材”,该书2005年出第一版时名为《公司金融学》<sup>[89]</sup>,到2010年出第二版时,封面《公司金融学》书名下添括号注明“又名:公司理财学”<sup>[90]</sup>,且开篇即称“公司金融又称公司财务,公司每一项决策都与此有关”<sup>[91]</sup>。当然,随着金融理论的进一步发展,定位于微观金融分析的“公司金

[84] 宏观金融学“是研究资金在一国范围或全球范围内配置的学科,这是通常的宏观经济学、货币银行学、金融市场学研究的内容”,微观金融学“是研究个人、企业如何进行资源配置以及金融资产定价的学科,它包括投资学、公司金融等内容。……公司金融主要是研究公司的投资和融资管理,是金融学中研究企业金融决策的分门学科”。同上文,第2页。

[85] 岳军、冯日欣、闫新华编著:《公司金融》,经济科学出版社2003年版。

[86] 胡庆康主编:《公司金融》,同前注[2]。

[87] 胡奕明、陈亚民主编:《公司财务案例》,中国财政经济出版社2007年版,前言第1页。

[88] “目前,我国学术界对公司金融的理解也不尽相同,有人认为公司金融应定义为与企业有关的一切金融活动;有人则认为公司金融只应包括企业内部的资金管理。”胡庆康主编:《公司金融》,同前注[2],第2页。

[89] 王重润主编:《公司金融学》,东南大学出版社2005年版。

[90] 王重润主编:《公司金融学》(第2版),东南大学出版社2010年版。

[91] 同上文,第1页。

融”与强调管理、控制的“公司财务”之间或许会有更明显的分野。

从实践层面看,“财务管理”的概念最为深入人心,“公司财务”或“公司理财”也因此广为接受,相较之下,“公司金融”的提法几乎难为实务界理解。这里可能有几个方面的原因。第一,“金融”概念在我国的使用和传播已有一百余年,通俗版的“资金融通”说与主流定义——“金融是指货币流通和信用活动以及与之相联系的经济活动的总称”<sup>[92]</sup>——均指向宏观的金融体系、制度以及货币银行等金融领域,并不突出反映资本市场的地位,更不涉及企业的微观管理活动。第二,Finance 一词在中文中根据不同的场合本已有不同的译法,并非一概译为“金融”。<sup>[93]</sup> 将 Corporate Finance 译为“公司财务”,与 public finance (“公共财政”)形成“微观—财务、宏观—财政”的对应关系,也容易被接受。第三,我国资本市场也不过二十余年,上市公司数量有限,一般企业进入资本市场直接融资迄今仍有诸多限制,因此,企业财务管理与资本市场的联系远不及英美国家。相反,“公司财务”或“公司理财”的管理学色彩较浓厚,蕴含着企业练内功、提升对财务事项的管理能力之义,也符合我国当前企业管理水平的现状,与企业的诉求比较吻合。

#### 四、当 Corporate Finance 遭遇 Law

公司是一个聚合大众资本而成的商业组织,Corporate Finance 自始与法律紧密交织在一起,因任何一种融资交易都可能滋生公司作为融资人与债权人或股东之间的矛盾,从而需要法律定分止争。正因为如此,我们看到,从 19 世纪末开始,英美国家中有关 Corporate Finance 的法律教科书就已经问世。<sup>[94]</sup>

相对于近年来 Finance 或 Corporate Finance 的中译对我国金融学界或管理学界造成的震荡,Corporate Finance 进入我国法学界的过程可谓是波澜不惊,“公司金融”几乎成为现有的法学翻译作品的标准中译。<sup>[95]</sup> 这不免让人感到一丝惊奇。法律是一个有厚重历史感的领域,很难想象 Corporate Finance 在过去的一个世纪中理论与实践的快速变化不会给它打上烙印。进一步,当“法律语境下的 Corporate Finance”进入中国时,又会遭遇怎样的制度背景? 这些题目太

[92] 刘鸿儒主编:《新金融辞海》(上),改革出版社 1995 年版,第 59 页。

[93] 例如,《新帕尔格雷夫经济学大辞典》中紧随 Finance 词条的 Finance and Saving,就被译为“融资与储蓄”,而非“金融与储蓄”;Public Finance 也是译为“公共财政”,而非“公共金融”;Financial accounting 则被译为“财务会计”,而非“金融会计”。

[94] See William A. Reid, *A Treatise on the Law Pertaining to Corporate Finance (including the Financial Operations and Arrangements of Public and Private Corporations as Determined by the Court and Statutes of the United States and England)*, H. B. Parsons, 1896.

[95] 参见艾利斯·费伦:《公司金融法律原理》,罗培新译,北京大学出版社 2012 年版;弗兰克·B. 克罗斯、罗伯特·A. 普伦蒂斯:《法律与公司金融》,伍巧芳、高汉译,北京大学出版社 2011 年版。

大,不是本文能处理的。在此,笔者只是粗略地探讨一下域外法律文献中的 Corporate Finance 的基本含义。

一篇发表在 1971 年美国《商业律师》杂志上的文章——“州(公司)法对 Corporate Finance 的规制”给我们的探索提供了方向性的引导。文章开篇即言:“Corporate Finance 一词,以它当下在公司法层面被使用的方式,不过是对法定会计(legal accounting)或规制公司经营与财务报表的会计理念的一个新提法。在此之前,我们大多数人理解的 Corporate Finance 仅指与证券发行有关的商业与法律问题。”<sup>[96]</sup>按图索骥,我们可以发现,在不同时期法律语境下的 Corporate Finance 存在着不同的面貌,而且这种面貌与 Corporate Finance 本身的演变之间存在一种若隐若现的联系。

#### (一)“与证券发行有关的商业与法律问题”

“与证券发行有关的商业与法律问题”正是 20 世纪 50 年代之前的公司法务所关注的问题。那是一个被称为公司财务早期的“融资阶段”与“依法财务管理阶段”,同时也是公司财务与法律密切交织的阶段。我们可以在这一时期的法律书籍与公司财务书籍中清晰地找到这种相通性。例如,阿道夫·伯利的 *Case and Materials on Corporate Finance* (1930, 1942)<sup>[97]</sup>、威廉·道格拉斯等的 *Case and Materials on the Law of Financing of Business Unit* (1931)<sup>[98]</sup> 等法学教材,与财务学家阿瑟·杜因的 *The Financial Policy of Corporations* (1919, 1920, 1926, 1934, 1941), 都是对公司融资实务的详细描述,从发起设立公司到发行股票、债券、优先权证等,介绍与之相关的公司法、破产法或证券监管方面的要求,列举了很多案例与轶闻,强调会计的重要性,对一些欺诈性做法进行谴责,等等。只不过,公司财务书籍通常落点在法律框架下的财务实践,而法律书籍则定位于更充分地阐述规制公司财务实践的法律规范。

#### (二)“法定会计”与“财务条款”

“州(公司)法对 Corporate Finance 的规制”一文的背景是 20 世纪 60 年代的美国第三次并购浪潮。60 年代正是现代公司财务理论兴起的时期,财务学者对于资本市场运作机理的描述正逐渐深入,它即将对法律规制公司融资、并购以及其他财务交易的传统方式提出挑战。但在“州(公司)法对 Corporate Finance 的规制”成文时,人们所关注的还是如何规制大公司这种具有威胁性的经济实体。

[96] Abraham M. Stanger, “State Regulation of Corporate Finance”, 26 *Business Lawyer* 301 (1970).

[97] 该书 1942 年版更名为 *Case and Materials in the Law of Corporate Finance*, 并增加了第二作者 Roswell F. Magill, 由 West Publishing Co. 出版。

[98] William O. Douglas & Carrol M. Shanks, *Case and Materials on the Law of Financing of Business Unit*, Callaghan, 1931.

60年代并购潮中争议很大的一个问题就是权益结合法(pooling of interest)导致的激励扭曲。这是一种对并购交易进行记录的会计处理方法,特点是按合并双方账面价值编制合并后的财务报表,不确认收购溢价(商誉),不调整被并入企业资产的账面价值,同时确认合并时被并入企业已实现的利润。由于这种会计处理方法可以在并购后快速提升公司每股收益,在60年代一路上涨的股市中备受欢迎,因此当时进行的许多并购交易并非出于实现规模效益或者提高经营效率,而主要是为了利用会计准则来制造财务收益。美国著名会计专家亚伯拉罕·布里洛夫教授将其形象地比喻为“肮脏的池塘”(dirty pooling)。<sup>[99]</sup>当时,美国证券交易委员会、美国财务会计准则委员会以及州公司法立法者都受到公众压力要遏制此种并购交易。不过,该问题因过于技术性而最终未得到州公司法或证券监管者的实质性回应,而是通过会计准则的修订限制权益结合法的滥用。<sup>[100]</sup>

总体来看,美国公司法本身的法定会计规则局限于“财务条款”,即涉及如下内容的条款:“对股东的股息和其他分派;股票的赎回或者以其他方式取得,以及随后的处置;声明资本的维持与减少”<sup>[101]</sup>,换言之,也就是公司法中历史悠久的法定资本规则。不过,当《统一示范公司法》在20世纪80年代最终摒弃法定资本概念时,美国公司法中的财务条款也基本瓦解了。另一方面,证券监管在规制公司财务方面却开始发力,包括美国《证券法》第11条终于对公司财务造假祭出利剑<sup>[102]</sup>,《威廉姆斯法案》(1968)对要约收购的监管,以及后续《反海外贿赂行为法》《萨班斯法案》等对公司建立内部控制程序的要求,等等。

今天来看,这一语境下的Corporate Finance基本转化为“证券监管”与“法律&会计”两条进路,后者也被有些学者认为属于公司治理的一部分。<sup>[103]</sup>

### (三)“公司融资与财务经济学的结合”

1985年,《杜克法律评论》上的一篇书评提供了关于Corporate Finance的新

[99] Abraham Briloff教授发表了一系列文章,对权益联合法给予猛烈的抨击,包括: Abraham Briloff, “Dirty Pooling”, 42 *Accounting Review* 489 (1967); Abraham Briloff, “Distortions Arising From Pooling-of-Interests Accounting”, 24 *Financial Analyst Journal* 71 (1968); Abraham Briloff, “Much-Abused Goodwill: Purchase Accounting Has Become as Dirty as Pooling”, *Barron's* April 28, 1969; Abraham Briloff, “The ‘Funny-Money’ Game”, 25 *Financial Analyst Journal* 73 (1969); and Abraham J. Briloff, *Unaccountable Accounting*, Harper & Row, 1972.

[100] 对此过程的描述,参见乔尔·塞里格曼:《华尔街变迁史——证券交易委员会及现代公司融资制度的演化进程》(修订版),田风辉译,经济科学出版社2004年版,第422—436页。

[101] William P. Hackney, “The Financial Provisions of the Model Business Corporate Act”, 70 *Harvard Law Review* 1357 (1957).

[102] *Escott v. BarChris Construction Corp.*, 283 F. Supp. 643 (S. D. N. Y. 1968).

[103] Joel Seligman, “Accounting and the New Corporate Law”, 50 *Washington & Lee Law Review* 943 (1993); Lawrence A. Cunningham, “Sharing Accounting’s Burden: Business Lawyers in Enron Dark Shadows”, 57 *Business Lawyer* 1421 (2002).

见解：“在当下的公司法教学中，Corporate Finance 意味着一门将有关公司融资的传统法律材料与财务经济学（financial economics）原理与实务结合的公司法高级课程。”<sup>[104]</sup> 引领这一新风尚的是维克多·布鲁德尼（Victor Brudney）与马尔文·A. 查尔斯泰恩（Marvin A. Chirelstein）于1972年出版的 *Case and Materials on Corporate Finance*。<sup>[105]</sup>

布鲁德尼与查尔斯泰恩两位作者原为罗格斯大学的同事。1965年，查尔斯泰恩加入耶鲁大学法学院，被安排教授“商事单元II”，主题是债券契约和其他法律实务合同。这些源于融资律师实务的契约条款繁琐细碎，缺乏理论性，属于“天底下最无聊、最不起眼的课程”。<sup>[106]</sup> 然而，彼时现代公司财务理论的研究正异军突起，洞见迭出，MM定理、证券组合、CAPM等纷纷华丽登场，它们对证券市场的描述比债券合同中的条款要有趣得多，智识上也更有挑战性。布鲁德尼与查尔斯泰恩对诸如股价随机漫步、有效市场假设等新观念非常着迷，也好奇它们对公司法中的法律责任规则或财产规则可能会有怎样的影响。这种痴迷的结果就是二人在1972年出版的 *Cases and Materials on Corporate Finance*，把财务经济学的基本原理与传统公司法下的融资问题结合在一起，以推动公司融资领域法律问题的深入讨论。该书以“对财务经济学的导读”开头，依次处理企业与证券估值、资本结构、高级证券（可转换公司债、优先股）、股利和保留盈余、信息披露、内幕交易等主题。80年代时恶意收购出现后，该书修订版剔除了有关内幕交易、1933年《证券法》下的责任等内容，补充了并购交易部分。

法学院 Corporate Finance 课程的创设，特别是将现代公司财务理论引入对公司融资法律问题的分析，标志着“美国公司法研究的革命之肇始”<sup>[107]</sup>，其贡献可与微观经济学（价格理论）对反垄断法研究的革命相媲美。<sup>[108]</sup> 新的分析框架以公司价值最大化为目标，将法律因素、商业考虑、法庭意见、监管者的政策与公司管理层、投资人、基金经理等各种主体的决策等都纳入其中，打破了传统法律文献对公司融资的商业实践过度简化描述的现状，重构了一个与真实世界的复杂性更吻合的模型，并在各个环节展示公平与效率的冲突。

目前，美国顶尖法学院基本都开设了 Corporate Finance 课程，并以财务经

[104] William W. Bratton, “Corporate Finance in the Law School Curriculum”, 1 *Duke Law Journal* 237 (1985).

[105] Victor Brudney & Marvin A. Chirelstein, *Cases and Materials on Corporate Finance*, Foundation Press, 1972.

[106] Roberta Romano, “After the Revolution in Corporate Law”, 55 *Journal of Legal Education* 342 (2005). 有关美国20世纪60年代至80年代的公司法研究革命的概况，可参见李清池：“美国的公司法研究：传统、革命与展望”，载《中外法学》2008年第2期。

[107] Roberta Romano, “After the Revolution in Corporate Law”, *id.*

[108] William W. Bratton, “Corporate Finance in the Law School Curriculum”, *supra* note[104].

金融学作为基本分析工具。后续出版的 Corporate Finance 教材进一步反映了新制度经济学和行为经济学对现代公司财务理论的发展与修正。从内容上看,这些教材处理的主题大致包括估值、融资交易(包括各种债券与股票)、并购交易、衍生工具几个部分,它们也是现代公司财务管理的主要内容。

#### (四)“法与公司金融”

进入 21 世纪后,关于 Corporate Finance 的最新法律语境是“法与公司金融”。这可能也是国内学者最熟悉的,因为近年来“法与金融”(Law & Finance)研究在国内学术界属于比较热门的学问,而“法与公司金融”也属于同一研究进路。

“法与金融”是 20 世纪末由大西洋两岸不同国家的四位经济学家——瑞法尔·拉波塔(Rafael La Porta)、弗洛伦斯奥·洛佩斯-西莱恩斯(Florencio Lopez-de-Silanes)、安德烈·施莱弗(Andrei Shleifer)和罗伯特·维什尼(Robert W. Vishny)联合进行的一系列有关法律与金融发展的专题研究,通常以四位学者姓氏的首字母合称为 LLSV。从形式上看,LLSV 是 Finance 与 Law 的交叉研究,但其本源是两条经济学研究进路的自然延伸:一是发展经济学研究,作为发展经济学,特别是金融发展与经济增长关系研究的深化,LLSV 力图探讨法律对金融发展,特别是资本市场发展产生了何种影响,并进而如何推动了经济发展<sup>[109]</sup>;二是公司治理研究<sup>[110]</sup>,作为一种公司治理理论的创新,LLSV 扬弃了之前的根据银行主导融资模式与资本市场主导融资模式来划分不同国家公司治理模型的研究进路,转而关注法律体系的特征对于公司治理模式的影响<sup>[111]</sup>。其基本的研究结论是:英美法系国家为公司股东及债权人提供更多的法律保障,这也意味着这些国家有更多公众小股东以及更强大的资本市场。<sup>[112]</sup>

LLSV 开创的“法与金融”进路对于公司法研究有重要意义,开创了“对公司法律制度的差异进行定量研究的模式,从而塑造了关于比较公司法的当下见解”,并对法律移植与法律演变等问题提供了新的洞见。<sup>[113]</sup> 进一步的问题是,

[109] 参见皮天雷:《法与金融:理论研究及中国的证据》,中国经济出版社 2010 年版,第 9—12 页。

[110] Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, “A survey of corporate governance”, 52 *Journal of Finance* 737—(1997).

[111] Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer & Robert Vishny, “Investor Protection and Corporate Governance”, 58 *Journal of Financial Economics* 3 (2000). 该文已由缪因知博士译为中文,参见拉菲·拉波塔、弗洛伦西奥·洛佩斯德西拉内斯、安德烈·施莱弗、罗伯特·维什尼:“投资者保护与公司治理”,缪因知译,载《金融法苑》(总第 78 辑),中国金融出版社 2009 年版。

[112] Florencio López de Silanes, Rafael La Porta, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, “Law and Finance”, 106 *Journal of Political Economy* 1113 (1998).

[113] 罗伯特·罗曼诺编著:《公司法基础》(第 2 版),罗培新译,北京大学出版社 2013 年版,第 746 页。

它与法学界通常关注的两个视角——“对公司财务的法律规制”以及“公司法、证券法等背后的经济理性”——之间究竟是一种什么样的关系？二者是同一条路径还是两种不同的进路？对这个问题，或许可以借用罗纳德·科斯区分“法经济学”对于经济学家与法学家之不同蕴意的一段话来回答：

法经济学实际上存在两个分支，一个是以波斯纳教授为代表的法律的经济分析，即利用经济学原理分析法律，包括用经济学方法和概念来探讨律师所运用的法律原理，以及分析法律体系的运作。经济学家对这个分支并不感兴趣；至少我是如此。我感兴趣的是法律体系的运作对经济体系产生的影响。当法律与监管规则发生变化，经济活动将会有何不同？这是我对法经济学的兴趣所在。第一个分支或许符合贝克尔的评价，激动人心的时期已经结束；但第二个分支（对各种企业合约的研究）正欣欣向荣……<sup>[114]</sup>

笔者以为，法与金融这种基于法系比较的经济学研究正属于科斯教授所言的第二个分支，即经济学家感兴趣的“法与金融”。至于它对法律界的意义，与其说为公司财务的规制实践提供理论指导，或者证实了有关公司财务的法律规则具有经济理性，不如说它间接地为各国法律制度的改进提供了一个源自资本市场的路标。

## 五、结语

对 Corporate Finance 之中译背后的知识谱系的梳理，展示了一幅枝蔓横生的图景：这里既有商业实践与理论的交织和分离，又有持续不断的制度移植与疏离；语词的流变发生于历史长河中，也承受着历史长河的蜿蜒曲折。

黄达教授在不同场合评论我国金融学界在世纪之交那场“Finance”与“金融”大争论时感叹：“一百多年以来，我们的金融学科建设不论如何曲折萦回，基本属于‘引进’型。”<sup>[115]</sup>然而，现代经济学的概念、范畴大多只能意译。

如何选择对应的词汇不容易。……但更困难的是不存在完全对应的词汇。……在最初翻译之际，就难以实现内涵与外延的全然对应。特别是在经济发展变化的过程中，洋文本身的内涵会有所演进。……作为译文的中文词，在使用的过程中也同样会由于经济的发展而强化或弱化某方面的含义。这就使译文和原文更难保持一一对应的关系。中文的词“金融”与西文的词 Finance 就是存在着这种始终难于全然对应状况的典

[114] Douglas G. Baird, “The Future of Law and Economics: Looking Forward”, 64 *University of Chicago Law Review* 1129—(1997).

[115] 黄达：“中国的金融学科建设之路”，同前注[58]。

型例证。于是,在我们这样的国度中,常常由译文引起争论甚或混乱。<sup>[116]</sup>

Corporate Finance 也不例外。Corporate Finance 在我国的传播与接受过程被深深地打上了中国在 20 世纪经历的几番制度变革的烙印,它叠加到“Corporate Finance”本身持续变化的实践与学理之上,使得各种译法都在一定程度上获得了自身的正当性基础。不同中译的并存一方面可能是学术自由繁荣的体现,另一方面也不可避免地引发各种误读。

当 Corporate Finance 再交织进 Law,就更难免歧义纷呈。姑且不论移植引进这个因素,在概念的源头地也还存在着不同的解读。尽管 19 世纪末的法律人就开始撰写有关 Corporate Finance 的法律教材,但进入 21 世纪了依然有法律人主张:

“Corporate Finance”并不是一个专门术语,不同的人可能会有不同的理解。……“Corporate Financial Law”一词在某种程度上具有误导性,因为它并不是一个单独的法律部门。本书讨论的法律涵括了合同法、财产法、公司法和公司破产法,以及涉及证券、并购和其他事项的专门监管法律。<sup>[117]</sup>

但是,解读的多样性不应当阻碍人们进行交流与沟通,这意味着论者与听众都需要清楚术语是否处于同一语境,更不应当消解理论对实践的意义——毕竟 Corporate Finance 首先是具有实践意义的管理活动。从这个角度看,上引域外学者对 Corporate Finance Law 覆盖的众多法律领域的概括无疑体现了法律术语的实践导向。当然,如果按我国当下上市公司财务运作的法律背景来评判,域外学者对 Corporate Finance Law 的概括恐怕还是太窄了。十年前爆发而至今未结的“郎顾之争”(又称“顾雏军事件”)或许最典型地反映了当下我国上市公司财务运作争议的特征。<sup>[118]</sup>“郎顾之争”的波澜初起于公司并购交易,但郎咸平指控顾雏军的实质性违规内容却潜藏于会计操纵与盈余管理;然而,整个事件引发的争议在“国退民进”的宏观经济政策命题上最为喧嚣,但最终的法律后果却落实在公司法层面的违规操作,包括虚假出资、虚假报表、大股东挪用公司资金等。因此,从会计技术问题到财务决策问题,从微观市场主体的守法与合规问题到政府的宏观政策取向问题,四个不同层次的争议交织在一起,使得法律的介入并未定分止争,相反,往往引发更大的争议。“郎顾之争”反映

[116] 黄达:“金融、金融学及其学科建设”,同前注[3]。

[117] Louise Gullifer & Jennifer Payne, *Corporate Finance Law: Principles and Policy*, Hart Publishing, 2011.

[118] 参见搜狐财经专题:“顾雏军出狱归来,七年公案孰是孰非”,<http://business.sohu.com/s2012/guchujun/>,最后访问日期 2014 年 2 月 9 日。

出,在我国当下的经济社会急速转型与法制建设的起步阶段,每一层面上的制度建设都尚未成型,不论是会计准则还是法律,不论是公司经营理念还是政府的治理方式,都处于不断探索、试错的形成过程中。因此,我们可能需要一个非常宏观的与公司财务或公司理财相关的法律(或更确切地说,治理)框架的概念。

从这个角度看,期待一个整齐划一的“Corporate Finance”以及“Corporate Finance + Law”的标准中译的确是不现实的想法,需要考虑场合、阶段、对象、学科等。最终的判断标准可能是:当下中国的公司财务运作实践,究竟需要一个什么样的观念,才能够推动中国企业不仅通过财务运作实现“最惊人的一跳”,而且还能够安然落地。

(初审编辑 袁国何)