

○ 李 斌 / 著

公司价值与公司治理



GONGSIJIAZHI
YU
GONGSIZHILI



方志出版社

F276.6
81

公司价值与公司治理

李 斌 著

方 志 出 版 社

图书在版编目(CIP)数据

公司价值与公司治理/李斌著. - 北京:方志出版社,
2004. 11

ISBN 7 - 80192 - 225 - 5

I. 公... II. 李... III. ①公司 - 价值 - 研究②公
司 - 企业管理 IV. F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 062843 号

公司价值与公司治理

著 者: 李 斌
责任编辑: 联 胜

出版者: 方志出版社
(北京市建国门内大街 5 号中国社会科学院科研大楼 12 层)
邮编 100732
网址 <http://www.fzph.org>

发 行: 方志出版社发行部
(010) 85195814

经 销: 新华书店总店北京发行所
排 版: 北京中文天地文化艺术有限公司
印 刷: 北京通州丽源印刷厂

开 本: 850 × 1168 1/32
印 张: 7. 125
字 数: 160 千字
版 次: 2004 年 11 月第 1 版 2004 年 11 月第 1 次印刷
印 数: 0001—2000 册

ISBN 7 - 80192 - 225 - 5/F · 43

定价: 15. 00 元

版权所有 翻印必究

目 录

| | |
|----------------------------|----|
| 导 言 | 1 |
| 公司价值评估 | 1 |
| 公司治理 | 7 |
| 公司价值与公司治理 | 11 |
| 第一章 资本结构理论 | 17 |
| 第一节 资本结构与资本成本 | 17 |
| 第二节 传统资本结构理论 | 21 |
| 第三节 现代资本结构理论 | 28 |
| 第二章 国有企业资本结构 | 42 |
| 第一节 国有企业资本结构 | 42 |
| 第二节 软预算约束与国有企业资本结构 | 47 |
| 第三节 资本结构劣化的成因 | 54 |
| 第四节 国有企业资本结构的调整目标 | 58 |
| 第三章 代理成本与资本结构 | 64 |
| 第一节 代理关系与代理成本 | 64 |

| | | |
|------------|-------------------------|------------|
| 第二节 | 委托代理的风险及防范 | 69 |
| 第三节 | 代理成本与资本结构 | 84 |
| 第四章 | 风险与资本结构 | 92 |
| 第一节 | 内部收益率与资本结构 | 92 |
| 第二节 | 风险测算 | 97 |
| 第三节 | 风险与资本结构 | 103 |
| 第五章 | 资本结构与企业价值 | 113 |
| 第一节 | 一般估价模型 | 114 |
| 第二节 | 复利与现值 | 115 |
| 第三节 | 风险与报酬 | 119 |
| 第四节 | 单项资本成本 | 134 |
| 第五节 | 加权平均资本成本 | 148 |
| 第六章 | 中间层理论与公司治理 | 151 |
| 第一节 | 中间层理论、契约的信度 | 151 |
| 第二节 | 企业性质 | 157 |
| 第三节 | 治理机制 | 161 |
| 第七章 | 不完全信息与公司治理 | 171 |
| 第一节 | 完全合同与公司治理模型 | 171 |
| 第二节 | 代理问题与公司治理 | 174 |
| 第三节 | 超产权论与公司治理 | 176 |
| 第八章 | 融资与公司治理 | 181 |
| 第一节 | 企业绩效与代理人努力程度 | 182 |

| | | |
|---------------|----------------------|------------|
| 第二节 | 股权融资 | 183 |
| 第三节 | 债权融资 | 185 |
| 第四节 | 债股权融资 | 187 |
| 第九章 | 委托代理模型与激励机制研究 | 190 |
| 第一节 | 委托代理模型 | 190 |
| 第二节 | 风险态度中立的最优激励机制 | 191 |
| 第三节 | 对于规避风险代理人的最优行动 | 193 |
| 第四节 | 逆向选择与激励机制 | 196 |
| 主要参考文献 | | 204 |
| 后 记 | | 219 |

导 言

公司价值评估

公司价值 (Valuation) 是什么? 从不同的视角——不同的公司利益相关人会得出不同的结论; 在不同的时间度量——公司的长期价值或是公司的短期价值也会得出不同的结论。按照经济学的基本假定, 人们是理性的, 都会以自己的经济利益最大化为行动准则。那么, 作为公司股东从长期利益来看, 公司价值就是其税后现金流的折现值。同样, 仅仅从经济利益出发, 企业对于国家的价值应该是其上缴国家税金流的折现值; 公司对于雇员的价值是雇员预期薪金流的折现值。显然, 公司利益相关人的分配制度会直接影响从不同视角对于公司价值的度量结果。

麦肯锡公司价值评估是以股东价值为核心目标的, 因此, 麦肯锡的基本假设是^①: “把重心放在增加股东价值上的管理

^① 汤姆·科普兰、蒂姆·科勒、杰克·默林著, 郝绍伦、谢关平译: 《价值评估——公司价值的衡量与管理》, 电子工业出版社, 2002。

2 公司价值与公司治理

者能造就更为健康的公司。”以股东价值为核心的基本方针不仅有利于股东，也有利于社会经济，有利于公司的利益相关人。这样的基本思想是，有利于股东的目标就是公司价值的最大化，把公司价值即蛋糕做大；对于社会及公司的利益相关人，只有蛋糕做大了，大家才有可能分得多一些。

在现实世界中，管理者面临众多的评估标准，其基本分析框架如表 I 所示。

表 I 价值评估的标准综合框架

| 涵 义 | 指 标 |
|-----------|------------------------------|
| 1. 股价表现 | 股东收益率、市场增加值 |
| 2. 财务指标 | 投入资本收益率、(营业收入、息税前利润)增长率、经济利润 |
| 3. 内在价值 | 折现现金流量、实物期权估价 |
| 4. 价值驱动因素 | 市场份额、单位成本、研发项目的价值 |

1. 股价表现：股东收益率、市场增加值

(1) 股东收益：包括股利、优先认股权、售股的纯收入，等等。

$$\text{股东收益率} = \frac{\text{税后净营业利润}}{\text{权益资本总额}} \times 100\%$$

注意，这里税后净营业利润一般是现值，而权益资本总额是投入期价值，两者是不可以直接比较的。

(2) 市场增加值：是指债务和权益市值与投入资本的差额。债务和权益市值与投入资本比率是市场增加值的一种演

变，它不是用额度而是用比率来表示的一种评估标准。市场价值是与市场即供求关系有密切联系的价值。

人们用来评价公司业绩的指标不是公司的市场价值，而是其市场增加值。市场增加值是总市值和总资本之间的差额。

$$\text{市场增加值} = \text{总市值} - \text{总资本}$$

总市值包括债权价值和股权价值，总资本是资本供应者投入的全部资本。

从理论上讲，市场增加值是评价公司创造财富的科学方法之一，市场增加值是外部评价公司管理业绩的一种有效方法；市场增加值具有高度概括性，可以反映公司的风险；市场增加值相当于一家公司在资本市场的价值（净现值），容易被人们广泛使用。

由于股票价格不仅受管理业绩的影响，还受股市总水平等其他因素的影响，所以股票市场并不能完全反映公司价值。对于非上市公司的价值只能是估计，上市公司也只能整体计算它的经济增加值，无法计算公司内部各单位经济增加值，不能用于公司内部业绩评价。

2. 财务指标：投入资本收益率、（营业收入、息税前利润）增长率、经济利润

(1) 投入资本收益率（return on invested capital，ROIC）：

$$\text{股东收益率} = \frac{\text{税后净营业利润}}{\text{权益资本总额}} \times 100\%$$

投入资本包括权益资本和债务资本。

(2) 主营业务收入增长率：

主营业务收入增长率是本期主营业务收入与上期主营业务

收入之差与上期主营业务收入的比值。用公式表示为：

$$\begin{aligned} \text{主营业务收入增长率} = \\ \frac{\text{本期主营业务收入} - \text{上期主营业务收入}}{\text{上期主营业务收入}} \times 100\% \end{aligned}$$

该项指标用来判断公司发展所处的阶段，也可以用来测度公司产品的生命周期。

(3) 经济利润 (economic profit, EP)：

$$\begin{aligned} \text{经济利润} = \\ \text{投入资本} \times (\text{投入资本收益率} - \text{机会资本成本}) \end{aligned}$$

净利润 (net income) 忽略了为取得利润而占用资本的机会成本，经济利润指标比净利润指标更能完整反映公司的经济状态。

上述公司经济指标是以公司外在经济指标为主，基本反映的是企业过去的经营业绩，而没有反映对于企业未来的期望，或者说，没有反映企业内在价值。

3. 内在价值：折现现金流量、实物期权估价

(1) 折现现金流量 (discounted cash flow, DCF)

折现现金流量 (DCF) 分析法的基本计算公式为：

$$\begin{aligned} DCF &= -C_0 + \frac{C_1}{1+r} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \cdots + \frac{C_T}{(1+r)^T} \\ &= -C_0 + \sum_{i=1}^T \frac{C_i}{(1+r)^i} \end{aligned}$$

式中： C_i 表示第 i 期的现金流入； r 是市场贴现率； T 是可以期望的公司具有现金流入的期间寿命。

需要注意的是，按照“内部收益率的基本法则” (basic IRR

rule) (这个基本法则仅适用于现金流满足如下条件的时间序列: 首期为负, 其余为正), 根据市场贴现率 r 和内部收益率^①之间的关系可以作为选择投资项目的重要参考指标之一。

折现现金流量也叫做现值 (present value)。

(2) 实物期权估价

期权 (Option) 是期货合约选择权的简称, 是购买方支付一定的期权费后所获得的, 在将来允许的一定时间买进或卖出一定数量的基础商品的选择权。期权是一种选择权, 它赋予合约持有者在某一时期内, 以事先确定的价格买进或卖出的权利。如果持有人有按约定的价格买入的权力, 则称为买方期权; 如果持有人有按约定的价格卖出的权力, 则称为卖方期权。

期权是为持有者提供的一项在期权到期日或之前以一个固定价格 (称为执行价格) 购买或出售一定数量标的资产的权利。

把期权概念应用于现实资产时称之为实物期权, 即实物期权是以期权概念定义的现实选择权。在资本市场上, 期权赋予投资者权利, 而不是义务去按一个指定的价格购买或者卖出一种证券。在商品市场上, 实物期权同样赋予投资者的是一种权利, 而不是义务去按一个指定的价格购买或者卖出一种实物。

4. 价值驱动因素: 市场份额、单位成本、研发项目的价值

(1) 市场份额

市场份额是企业特别重要的一个指标, 它应该包括数量和质量两个方面的内容, 企业应根据行业市场化程度、产品寿命

① 内部收益率的决定: $-C_0 + \sum_{i=1}^T \frac{C_i}{(1+IRR)^i} = 0$, 其经济意义就是使这项投资未来现金流的现值减去成本的现值所得到的结果为 0 的贴现率。

周期和本身的发展战略，决定市场份额数量和质量的选择。

· 市场份额数量也就是市场份额的大小。它的表示：第一是用企业销售占总体市场销售的百分比表示；第二用企业销售占竞争者销售的百分比表示。市场份额质量是指市场出售公司产品的内在质量和技术尤其是核心技术、知识产权含量，是市场份额能够给企业带来的经济利益总和。这种利益即包括现金收入，也包括无形资产增值所形成的收入。表征公司市场份额质量的主要指标有：顾客满意率、顾客忠诚率。当然，顾客满意率和顾客忠诚率越高，市场份额质量也就越好；反之，亦反。

(2) 单位成本

单位成本，是将总成本按不同消耗水平摊给单位产品的费用，它反映同类产品的费用水平。生产单一产品的项目以总成本除以设计生产能力即是单位产品成本，生产多种产品的项目，也可按项目成本计算单位成本。

(3) 研发项目价值^①

从企业研究开发经费占产品销售收入的比重看，20世纪90年代，美国、日本的企业平均在3%左右，许多世界500强企业都超过了10%。我国企业用于研究开发的经费平均仅占企业销售收入的1%（1998年，我国工业企业用于研究与开发的资金占销售额的比重平均只有0.7%。2000年，在我国2655家企业集团中，研究开发资金只占主营业务收入的0.9%）。国际企业界普遍认为，研究开发经费占销售额的5%以上，企业才有竞争力；占2%仅够维持；不足1%的企业则难以生存。按照平均水平计算，我国的企业还处于“难以生存”的水平，

^① 数据：陈佳贵，《经济参考报》，2003-01-15。

多数大企业只达到“仅能维持”的水平。

企业的研究开发投入，应该是研究开发项目价值的一个重要指标，也应该是表明企业未来价值的一个重要先期指标。另外，研究开发项目价值与研究开发项目的知识产权、核心技术的使用、产品的市场预期等密切相关。

公 司 治 理

以上可见，公司的利益相关人从不同的视角测度公司价值，会得出并不相同的结论。如逆向选择问题、道德风险问题、机会主义行为、“隧道行为”等等。为了解决这些问题，保障公司的健康成长而设计的一系列制度安排或经济契约，就成为一般公司治理的研究范畴。“公司治理是一个多角度多层次的概念，很难用简单的术语来表达。”^① 这里的一个难字表示了公司治理内涵、外延的复杂性。

公司治理，最初来源于英文词 *corporate governance* 的中文翻译。有“公司治理”、“公司治理结构”和“法人治理结构”的不同译法，其内涵确无显著区别。一般来说，公司治理研究的就是企业制度安排的问题。狭义的制度安排是指公司所有者（公司股东、委托人）对于公司经营者（代理人）的监督、制衡机制，通过制度安排，确定所有者与经营者之间的利益分配和控制关系，公司治理的目标就是保证股东利益最大化，同时防止代理人道德风险等机会主义行为；广义的制度安排是指公

^① 李维安等著：《公司治理》，天津，南开大学出版社，2003。

司利益相关者之间的一系列关系。它是关于企业组织结构、控制程序、分配方式的法律、文化和制度安排。它即包括所有者与经营者之间的关系，也包括公司与雇员、顾客、供应商甚至社区之间的关系。这一制度安排确定了公司的经营目标，即公司为谁服务、由谁控制、风险和利益如何分配等一系列具体问题。这一制度安排的科学性、合理性是决定公司绩效的最重要因素之一。

“公司治理是一组规范公司相关各方的责、权、利关系的制度安排，是现代企业中最重要制度架构。它包括公司经理层、董事会、股东和其他利益相关者之间的一整套关系。”^①

由此而来，“公司治理的主体不能仅局限于股东，而应是包括股东、债权人、雇员、顾客、供应商、政府、社区等在内的广大公司利益相关者。作为所有者，股东处于公司治理主体的核心。”^②

股东作为公司治理的主体可以解决一些问题，主要是关于其自身经济利益的保护，这是公司治理研究的主流问题。甚至成为贯穿公司治理的主线。但这只能是公司治理主体的一个重要方面，而不能是公司治理主体的全部。

仅仅依靠一系列制度安排或经济契约构成的公司治理体系是不够完整的，譬如说“隧道行为”是经济契约所无能为力的。此时，就需要一种强制性力量加以解决，保护广大投资者的利益，维护市场秩序，以保持经济稳定增长。具有这种强制

① 李维安等著：《现代公司治理研究》，北京，中国人民大学出版社，2002。

② 李维安等著：《公司治理》，天津，南开大学出版社，2003。

性力量的只能是代表国家权利的政府及其授权机关或机构，由代表国家权利的政府及其授权机关或机构制定的基本法律文件，如公司法、证券法等等，奠定了公司治理的根本基础和基本框架。因此，如果说，公司治理是规范公司行为（经营行为、投资行为、决策行为等）的一系列制度安排或经济契约，那么，构成这一系列制度安排或经济契约至少有符合两方面的要求：第一是法律要求，必须遵守公司法、证券法等相关国家法律。这是公司治理中的硬约束，没有丝毫商量余地，不允许讨价还价；第二是经济要求，满足公司利益相关人的经济利益。这是公司治理中的软约束，可以是公司利益相关人经过商量、讨价还价的博弈结果，见表Ⅱ。

表Ⅱ 公司治理的基本框架

| | 例 如 | 执行主体 |
|-----|--------------|------------------------|
| 硬约束 | 公司法、证券法 | 代表国家权利的政府及其授权机关 |
| 软约束 | 公司利益相关人的经济契约 | 股东为主要主体，也可以是公司利益的其他相关人 |

对于公司治理中的硬约束部分，可以从不同的视角理解。一方面，公司法、证券法属于公司治理的外部环境，或者是公司存在的法律制度；另一方面，公司法、证券法是公司活动所必须遵循的规则，公司高管——董事长、总经理、总会计师、总经济师、总工程师等必须遵守的法律或规则。从前者看，公司的硬约束条件，可以属于公司治理的外部环境，或者是公司存在的法律制度。所以，没有纳入到已有的公司治理框架中。从后者看，就成为作者将其明确纳入到公司治理框架中的理由。

公司治理主体在公司处于的不同状态也是变化的。在公司行为涉及法律时，公司治理主体是代表国家权利的政府及其授权机关或机构；在公司正常运作时，公司治理主体主要是公司股东；在公司经营困难、面临破产时，公司治理主体就会是公司债权人，见表Ⅲ。

所以公司治理主体，第一是代表国家权利的政府及其授权机关或机构；第二是公司股东和公司利益关系人，主要的是公司股东，次要的是公司债权人。

表Ⅲ

公司治理主体

| 公司状态 | 公司治理主体 | 治理依据 |
|----------|---------------|-----------|
| 公司行为涉及法律 | 法律政府及其授权机关或机构 | 机构公司法、证券法 |
| 公司正常运作 | 公司股东 | 公司章程 |
| 公司经营面临破产 | 公司债权人 | 债务合同 |

所以公司治理主体，第一是代表国家权利的政府及其授权机关或机构；第二是公司股东和公司利益关系人，主要的是公司股东，次要的是公司债权人。

我们所关心的主要是正常经营的公司，所以，这时公司治理主体就是股东，公司治理研究的主要对象就是如何保障股东利益最大化问题了。

从自身的短期经济利益出发，公司经营者即代理人更多关心的是公司短期或外在的经济指标，如公司股价行情、公司财务指标等。甚至在公司经营业绩有限时，为了实现公司短期或外在的经济目标而弄虚作假，以获得优厚的报酬。如美国

“安然”、“世通”等大公司的丑闻。

从长期经济利益出发，公司所有者即委托人更关心的是公司的内在价值或内在价值增长因素，如公司的折现现金流量、实物期权估价、公司的市场份额、单位成本、研发项目的价值等指标。当公司委托人不能满足公司这些指标时，就存在发生“隧道行为”的风险。

公司价值与公司治理

公司价值是公司治理的核心问题。可以说资本结构和公司治理的研究，涉及到经济学的各方面，如企业性质、交易成本等。企业的资本结构，一方面要涉及到企业存在的外在因素，主要指企业存在的制度因素，如企业存在的法律环境；另一方面要涉及到企业自身的内在因素，如企业的资本构成，通常是指资产负债表右侧内容，也可以是指资产负债表左侧内容，这时一般用物质资本构成来表述；更广义的企业资本构成，还应该加上企业的人力资本构成等。资本结构决定了企业的资本成本，资本成本决定了公司价值。

影响企业资本结构的诸多因素，有代理成本、资产的可塑性、产品性质、企业声誉、组织成本及合同成本等等，可以说，企业的各个方面都影响着企业的资本结构。这里既有企业性质决定的客观存在，如资产的可塑性、产品性质等，在一定意义上可以说是不可调整的；又有企业治理的主观存在，如代理成本、逆向选择问题、道德风险问题、机会主义行为、“隧道行为”等，这是公司治理的主要研究内容。而企业声誉等