




公司治理

郎咸平学术文集
(上卷)

郎咸平著

增补版

人民东方出版传媒
 东方出版社

014044033

F276.6
721-2
V1

公司治理

(增补版)

郎咸平学术文集(上卷)

郎咸平 著



北航

C1731240

人民东方出版传媒
东方出版社

F276.6
721-2
V1

图书在版编目 (CIP) 数据

公司治理: 郎咸平学术文集: 增补版 / 郎咸平 著. —北京: 东方出版社, 2014. 1
ISBN 978-7-5060-7205-2

I. ①公… II. ①郎… III. ①公司—企业管理—文集 IV. ①F276.6-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 016982 号

公司治理: 郎咸平学术文集 (增补版) (上卷)
(GONGSI ZHILI: LANG XIANPING XUESHU WENJI)

作 者: 郎咸平

责任编辑: 黄晓玉 余文俊 张军平

出 版: 东方出版社

发 行: 人民东方出版传媒有限公司

地 址: 北京市东城区朝阳门内大街 166 号

邮政编码: 100706

印 刷: 北京次渠印刷包装有限公司

版 次: 2014 年 4 月第 1 版

印 次: 2014 年 4 月第 1 次印刷

印 数: 1—5000 册

开 本: 710 毫米×1000 毫米 1/16

印 张: 27 (上卷)

字 数: 442 千字 (上卷)

书 号: ISBN 978-7-5060-7205-2

定 价: 138.00 元 (上、下卷)

发行电话: (010) 65210056 65210060 65210062 65210063

版权所有, 违者必究 本书观点并不代表本社立场

如有印装质量问题, 请拨打电话: (010) 65210004

我所有的发言，都是有深厚的学术根基来做背景的。
坦白讲，我的贡献就是用数据说话，仅此而已。

——郎咸平

出版者的话

为了向读者介绍郎咸平教授在公司治理方面的学术研究成果，我们将郎咸平教授所发表的公司财务方面的论文分成下列七大类：

1. 公司股利政策——信号效果、内部人交易和剥削股民。
2. 公司长期债政策——内部人持股、出售资产清偿债务和公司利用借债成长。
3. 公司破产与重组——破产与重组的选择、破产的间接成本与大公司的重组策略。
4. 公司兼并与收购——自由现金流理论的检验。
5. 公司的多元化——经营与投资策略的分析。
6. 股权结构的分析——亚洲与欧洲股权结构的分析和对公司价值的影响。
7. 金融市场的定价和特性。

这七大类几乎包含了公司治理的所有主流课题。这些都是郎咸平教授学术生涯中非常值得回忆的著作，而且也深受国际学术界的重视。为了方便读者阅读和理解，郎咸平教授首先从历史的角度详述了公司治理所扮演的角色。郎咸平教授本人的贡献在本书中以 Larry H. P. Lang 的名字体现。这些文章通俗易懂，一般读者亦可理解。此外，每一篇论文都有一到两页的“导读与借鉴”，以方便涉猎经济学或金融学领域的读者阅读。

郎咸平教授除了在公司财务和公司治理领域是世界顶尖级学者外，还尝试涉足投资学领域，其研究范围涉及金融市场的定价和特性——其中包括金融分析师研究报告的分析和应用、股市的信息不对称、货币在股市的定价和货币风险定价、债券掉期理论、全球股市的变动依存度分析等课题。这些论

文虽然不属于公司治理的范畴，但是这些论文大部分都在国际一流期刊上发表过，因此值得读者关注。

本书未收入的郎咸平教授的其他学术论文摘录如下，这些论文有的和公司治理无关（如下列论文 1, 2, 3, 4, 6），有的是前面公司治理论文的推广介绍（如下列论文 5, 7, 8, 9），因此阅读前面的公司治理论文已经足够，当然，有兴趣的读者可以阅读原文。

1. 储蓄银行发生危机的重组策略——Troubled Savings and Loan Institutions: Turnaround Strategies Under Insolvency（合作者 R. DeGennaro, J. Thomsen），1994, *Financial Management* 22, 163—175。

2. 美国和亚洲金融市场在 1987 年金融危机的关联——Pre and Post-October 1987 Stock Market Linkages Between U. S. and Asian Markets（合作者 B. Arshanapalli, J. Doukas），1995, *Pacific-Basin Finance Journal* 3, 57—74。

3. 为何在东欧投资——Why Do Firms Invest in Eastern Europe（合作者 E. Ofek），1995, *European Financial Management* 1, 142—172。

4. 欧元的波动结构——The Intertemporal Volatility Structure of Euro CD Rates（合作者 B. Arshanapalli, J. Doukas），1995, *European Financial Management* 1, 317—330。

5. 20 世纪东亚公司的成长，融资与风险——East Asian Corporations: Growth, Financing and Risks over the Last Decade（合作者 S. Claessens, S. Djankov），1998, *Malaysian Journal of Economic Studies* 35, 137—160。

6. 台湾股市股票交易撮合系统的绩效——Performance of Various Transaction Frequencies under Call Markets: The Case of Taiwan（合作者 Y. T. Lee），1999, *Pacific-Basin Finance Journal* 7, 23—40。

7. 东亚公司的成长，融资和风险——East Asian Corporations: Growth, Financing and Risks（合作者 S. Claessens, S. Djankov），2000, *Emerging Markets Quarterly* 4, 37—56。

8. 亚洲金融危机时东亚公司内部市场的作用——The Benefits and Costs of Internal Markets: Evidence from Asia's Financial Crisis（合作者 S. Claessens, S. Djankov, J. Fan），2002, in Joseph P. H. Fan, Masaharu Hanazaki, and Juro Teranishi (Editors): *Designing Financial Systems in East Asia and Japan*。

9. 东亚公司的生产力和绩效与多元化经营有关吗? ——When Does Corporate Diversification Matter to Productivity and Performance? Evidence from East Asia (合作者 S. Claessens, S. Djankov, J. Fan), 2002, *Pacific-Basin Finance Journal*。

JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS
ALL STAR PAPER
Managerial performance: Top's share
the gains from successful tender offers

郎咸平

部分学术论文的获奖证书

郎咸平教授在《金融经济学》杂志发表多篇学术论文，其中多篇论文荣获“全明星论文”称号。此证书是对郎教授在金融领域学术贡献的肯定。

JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS
ALL STAR PAPER

**Troubled debt restructurings:
An empirical study of private
reorganization of firms in default**

Stuart C. Gilson

Kose John

Larry H. P. Lang

October 1990

Volume 27, No. 2, pp. 315-353

11.0 Average Citations per Year
from Publication through 2001



William Sharpe

Managing Editor

《金融经济学期刊》明星论文，自发表之日起至2001年，平均引用率达到每年3.7次。

获奖论文：Leverage, Investment, and Firm Growth (财务杠杆、投资与企业增长)，1996, *Journal of Financial Economics*。

自序：我的学术研究生涯

承蒙东方出版社出版我的学术论文集，在读者的要求之下，我先谈一谈我的学术研究生涯。

我想将我的研究分成几个阶段进行解释。我前三个阶段的研究都以美国市场为主，到了第四个阶段才转向研究亚洲市场。我的研究以公司治理方向为主。我关于公司治理的论文一般都发表在 *Journal of Financial Economics*（《金融经济学期刊》）、*Journal of Finance*（《金融学期刊》）、*Journal of Political Economy*（《政治经济学期刊》）、*American Economic Review*（《美国经济评论》）、*Journal of International Business Studies*（《国际企业研究期刊》）等重要的国际学术杂志上。按照国际金融学术界的惯例，我的每篇论文的作者都是按英文字母先后顺序排列。这与国内按照作者贡献大小排名的做法不同。

阶段一（1986—1989）

1986年我在沃顿商学院取得博士学位以后，留校一年担任讲师工作。当时沃顿从斯坦福大学礼聘了一位誉满全球的大师 Robert Litzenger。由于我的指导教授 Irwin Friend 曾告诉我经济学中托宾的 Q （即公司市值除以资产重量成本）理论将来在金融学领域中会有广泛的应用，因此我针对托宾的 Q 的应用这一问题向 Litzenger 先生做了多次请益。经过数次讨论以后，他带领我共同提出了一个观念，那就是托宾的 Q 大于 1 是好公司，而托宾的 Q 小于 1 则是坏公司；坏公司发放股利对股民而言是好消息，股价会上升，但好公司发放股利与否却不会影响股价。我们利用美国的实证资料进行验证，并确实得到了这个结果。该篇文章的题目为《股息公布：现金流量信号与自由现金

流假说》，文章完稿前，我已于1987年9月赴密歇根州立大学任教。我的博士论文《管理者自身利益对公司资本结构影响的实证检验》是与我的指导教师 Irwin Friend 共同创作的，并且很顺利地于1988年在 *Journal of Finance* 上发表。但在论文发表前，我的指导教师 Irwin Friend 却因中风过世，享年70岁。这篇论文是我人生中发表的第一篇论文，却是我的指导教师人生中的最后一篇。该论文指出美国公司的管理层在公司中持股数量越多，其行为就越保守，公司的负债率也就越低。这篇文章的结论对中国国有企业管理层持股现象具有重要意义，即管理层持股越多，则其经营行为就越趋向于保守。

1988年我在密歇根州立大学突然接到 *Journal of Finance* 的主编 Rene Stulz 打来的电话，他邀请我去俄亥俄州立大学访问一年。他希望能和我针对托宾的 Q 的应用多进行沟通。之后，我们合写了《管理业绩、托宾的 Q 和成功收购要约获得的收益》一文。这篇文章主要是解决美国市场上收购者在披露收购意向时对本身股价下跌的困惑的。我们证明股价下跌的原因是大部分收购者的托宾的 Q 均小于1，因此坏公司的继续投资或收购对于股民而言是坏消息。这篇文章和另一篇文章——《股息公布》在1989年的 *Journal of Financial Economics* 同一期上刊登。由于这两篇文章同时在世界第一流的期刊同一期刊登，因此立刻受到了学界的注意。

我和 Rene Stulz 又继续利用托宾的 Q 的概念写了另外一篇文章——《自由现金流假说检验：对投标者收益的分析》。这篇文章指出：如果收购者的托宾的 Q 小于1，而其手中现金又充裕的话，那么他的收购行为对股民而言是最不利的。因为坏公司会更加浪费股民手中的现金。这篇文章于1991年在 *Journal of Financial Economics* 上发表。

这三篇论文在美国是相当受重视的，并且后两篇论文的引用率在全世界金融学论文中占有相当重要的地位。同时，这三篇论文对国内企业的投资行为可提出比较具体的理论指导。

我在论文中提出托宾的 Q 大于1是好公司，而托宾的 Q 小于1则是坏公司。如果公司托宾的 Q 小于1，那么根据我这三篇论文的理论，托宾的 Q 小于1的坏公司就不应该继续投资，而应将手中多余的钱发还给股民。

阶段二（1989—1994）

当我仍然在俄亥俄州立大学任教时，有一位当时在得克萨斯州大学任教的年轻助理教授 Stuart Gilson 在会议上碰到我，他希望我能与他合写一篇论文。他在罗切斯特大学（University of Rochester）的博士论文中有些关于美国破产公司的资料。由于当时经过了数位大师的调教，我慢慢对公司财务有了概念，也更清楚地知道如何透过文字表达我的观点，还比较知道如何把问题给说圆了，因此比较容易找到突破口。当时灵机一动，我想，可以探讨一下为何美国公司一定会选择破产，它们有没有可能和债权人私下和解？于是有了这篇题目为《不良债务重组：对债务违约公司私下重组的实证研究》的文章，其中提出了一个新观点。我认为，直接宣告破产对股民打击太大，而私下和解对股民较为有利。这篇文章 1990 年在 *Journal of Financial Economics* 上发表。

我的这篇文章受到了学界的高度重视，被列入 1990 年所有出版的金融论文（包括投资学和公司财务）中世界排名第一的最高引用率文章，而且还被列入了全世界引用率最高的 50 篇金融学论文（包括投资学和公司财务）之中。另外，这篇文章和另外一篇题为《管理业绩、托宾的 Q 和成功收购要约获得的收益》的文章同时被列入全世界公司财务引用率最高的 28 篇论文中。Gilson 也因为这篇文章和他自己的另外两篇发表的文章被哈佛大学挖走了。

由于我们国内当时还没有类似于美国的破产制度，因此本文对国内企业的指导作用不大，反而对美国的企业起了相当大的冲击，几乎大部分的美国公司财务教科书均引用了此论文。我在后面讨论公司治理的历史文献时会详细讨论美国的破产制度和我这篇文章的贡献。

1989 年我离开俄亥俄州立大学赴纽约大学任教。这几篇文章均是在我抵达纽约以后才发表的。我个人觉得我在此时对公司财务的研究才开始进入状态，也开始受到小圈子的重视，但是文学式的英文修为仍然达不到标准。我和纽约大学的 Kose John 共同写了一篇题为《围绕股息公告的内部人交易：理论和证据》的文章，并于 1991 年在 *Journal of Finance* 上发表。这篇文章用理论证实了公司内部人买（卖）自己公司股票是给股民一个正（负）面的信号，而从实证研究中也得到了相同的结果。这个结论对国内上市公司有相当大的参考意义。我的证据明显地反映出美国的股民对内部人士是有信心的，因此内部人持股的变化会影响到股民的信心。但国内的情况不一样。例如上市公司重

组时，内部人先行将资产剥离，而后在注入有概念的新资产的同时再大量买入股票。等到股价上升后，内部人立刻在最高点抛售，而后股价立刻大跌，套住了其他股民。由于国内股市内部人操纵股价的情况严重，因此很难让股民对其产生信心。

我离开俄亥俄州立大学后，仍然和 Rene Stulz 共同继续发表论文。我们于 1992 年在 *Journal of Financial Economics* 上发表了题为《破产宣告在行业内的传染效应和竞争效应的实证分析》的文章。我们发现行业内的低负债竞争者可以从其他破产公司的困境中受益，而高负债竞争者将会受到损失。这篇文章首先提出了负债率的大小可以影响一个企业的竞争力，因为只有负债率低的企业才能更快地把握住由于破产企业退出市场所创造的机会。

其后我和 Jeffery Netter 以及 Kose John 于 1992 年在 *Journal of Finance* 上发表了《大企业业绩下滑时的自主性重组行为》一文。该文详细罗列了美国大企业碰到业绩跌落时的反应。结论是美国企业的经理人员碰到危机后的反应是怪罪他人，然后裁员以降低成本等等，却很少怪罪自己。这个结论和我们部分国有企业领导非常类似，公司经营好都是自己有能力，经营不好就是体制问题。

阶段三（1994—1996）

20 世纪 90 年代初期是香港经济发展的黄金时期，香港科技大学高调成立后，立刻在国际学术界以高薪招兵买马，从而引起学界的高度重视。我当时已经在美国待了 10 年，虽然研究做得挺好，但在美国总是二等公民，感觉很不好。我还记得我在俄亥俄州立大学教书时，有一个美国白人学生看到我第一天走进教室后的第一句话就是很小声地说了句 shit。但这种感觉仅限于美国中西部地区，到了纽约以后就好多了。而且对外国人而言，除了做专业研究和教书之外，不可能对这个社会有任何实质的贡献。因此我总希望有机会能回亚洲搏一搏。当时香港科技大学也曾和我密切联系，但最后香港中文大学金融系系主任史怡中和杨瑞辉（Leslie Young）教授以更高的职位极力挖我去中文大学。因此我在 1994 年离开了纽约大学转赴香港中文大学。

我于 1994 年和 Rene Stulz 在 *Journal of Political Economy* 上发表了《托宾的 Q 值理论、公司的多元化经营与公司业绩》一文。这篇文章出来后，引领了其后的几乎上百篇的论文，一直到 2007 年仍有相当多的后续文章出来。这篇