

CORPORATE GOVERNANCE

公司治理



郎咸平◎著

LARRY H.P. LANG

易宪容 等译校

公司股利政策

信号效果、内部人交易和剥削股

公司长期债政策

公司破产与重组

公司兼并与收购

自由现金理论的检验

公司的多元化经营
与投资策略的分析

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

金融市场的
定价和特性



公司治理

CORPORATE GOVERNANCE

郎咸平○著

易宪容 等译校

社会科学文献出版社

公司治理

郎咸平 著
易宪容 等译校

社会科学文献出版社

公司治理

著 者 / 郎咸平
译 校 / 易宪容等

出 版 人 / 谢寿光
出 版 者 / 社会科学文献出版社
地 址 / 北京市东城区先晓胡同 10 号
邮 政 编 码 / 100005
网 址 / <http://www.ssdph.com.cn>
责 任 部 门 / 财经与管理图书事业部
(010)65286768
出版策划 / 周 丽
责任编辑 / 于渝生
责任校对 / 邵鸣军
责任印制 / 同 非

总 经 销 / 社会科学文献出版社发行部
(010)65139961 65139963
经 销 / 各地书店
读者服务 / 客户服务中心
(010)65285539
法律顾问 / 北京建元律师事务所
排 版 / 北京中文天地文化艺术有限公司
印 刷 / 北京彩艺印刷有限公司

开 本 / 787×1092 毫米 1/16 开
印 张 / 36.5
字 数 / 640 千字
版 次 / 2004 年 2 月第 1 版
印 次 / 2004 年 2 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 7-80190-113-4/F·059
定 价 / 68.00 元

本书如有破损、缺页、装订错误，
请与本社客户服务中心联系更换



版权所有 翻印必究

JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS
ALL STAR PAPER

**Managerial performance, Tobin's q , and
the gains from successful tender offers**

Larry H. P. Lang

René M. Stulz

Ralph A. Walking

September 1989

Volume 24, No. 1, pp. 137-154

**5.7 Average Citations per Year
from Publication through 2001**



William Stulz
Managing Editor

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 Starbuck

Managing Editor

JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS
ALL STAR PAPER

**A test of the free cash flow hypothesis:
The case of bidder returns**

Larry H. P. Lang

René M. Stulz

Ralph A. Walking

October 1991

Volume 29, No. 2, pp. 315-335

**6.5 Average Citations per Year
from Publication through 2001**



William Stulz

Managing Editor

JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS
ALL STAR PAPER

Leverage, investment, and firm growth

Larry H. P. Lang

Eli Ofek

René M. Stulz

January 1996

Volume 40, No. 1, pp. 3-29

**3.7 Average Citations per Year
from Publication through 2001**



ELSEVIER

William Stulz

Managing Editor

译者序：公司治理在于保护 中小投资者

已有的许多研究表明，如何回报投资者一向以来都是上市公司问题的核心，而回报中小投资者所采取的方式、态度与办法都涉及如何对待和保护他们利益的核心问题。因此，保护中小投资者利益是一家上市公司及至整个证券市场繁荣与发展的关键。可以说，股市繁荣就在于有效地保护中小投资者。试想，如果中小投资者的利益不能受到保护，公司内部人肆无忌惮掠夺走公司的利润，还有人愿意为这样的公司投资吗？如果没有人对公司投资，股市如何繁荣？而就是这样一个最基本的常识在我们的市场中，不少人却会视而不见、听而不闻。

在中国，资本市场已经发展了十多年，从发展规模上来看其成绩不小，但积累的问题却很多很多。何也？在国人的眼里，一碰到市场出现问题，一强调证券市场的建设，人们往往就会强调市场的法制不足，强调加强法制建设的重要性，强调政府对市场的管理或管制，这些说法当然没有什么错，但是却并没有把握住中国证券市场的问题所在，没有去反思一下现行证券市场的制度安排是否能够有效保护中小投资者的利益，如果不能保护中小投资者的利益，无论是国内还是国外，证券市场能够长期稳定地发展吗？从安然事件以来，美国股市为什么会一直“跌跌不休”，最大的问题就在于上市公司以欺诈的方式来掠夺中小投资者的财富，就在于投资者对股市没有信心。再来看中国股市，从2001年以来，中国股市也一直熊气漫天，政府对此也出台了一系列利好政策，但是股市中小投资者不领情，股指只能是进一步而退两步，问题在哪里？问题也就于广大投资者对股市没有信心。试想，在一

个没有信心的市场中，有谁愿意进入？

最近有报道说证监会已废除了一些旧的规章制度，政府试图通过调整现行的制度安排来改善市场的环境，来增加广大投资者对市场的信心。这当然是一个好的开端，但就目前的情况而言，与市场所暴露出的一系列问题及市场的要求相比还相差很远。近年来金融市场的发展与法律体系之间的关系成为现代金融学理论研究的热点问题。一些实证研究表明，不同的法律体系对投资者保护的差异性决定了资本市场资源的配置效率及繁荣程度。因为，证券是一种私人合同，它实质是代表了上市公司对证券持有人的隐性负债，这类负债隐藏于标准化的、可转让的股票中。在股票中，债务关系是隐含的，“债权人”的权利请求显然要弱于正式而详细地列明权利与义务的一般合约。证券所隐含的许多权利实际上依赖于法律体系和政府监管条例来完成。可以说，证券的价值由它们所隐含的法律权利和保障这些权利的司法体系共同决定；在某种情况下可能更多的是依赖于法律体系对投资者权利的保护程度和这种保护的有效性。可见，法律体系对投资者的保护是十分重要的。为了使法律制度能够有效地保护投资者的利益，大多数国家需要广泛的法律、监管和司法制度改革，必须看到任何法律制度的不完全性在不断地改进。这正是近年来郎咸平教授一直所主张与身体力行的事情。我想，郎咸平教授之所以能够在这样短的时间内闻名国内证券市场，就在于他的观念、主张与要义都是在如何保护中小投资者的利益，在于如何把上市公司运作的真相告诉广大的中小投资者，就在于把保护广大投资者的利益放在第一要义。

当然，更为重要的是，郎咸平教授的这些观念、主张与要义，并非仅是脑袋里简单的空穴来风，也不仅是某种理论的植入，而是对现代公司的实证研究长期积累的结果。现在奉献给读者的这本40万字的作品，就是对现代公司实证研究的结果。在现代公司治理理论中，最基本的问题就是如何建立有效的公司治理结构。这一直是理论界与管理层最为关注的问题。特别对上市公司来说，有效的公司治理结构是上市公司质量好坏的基础。但是，什么是有效的公司治理结构？它的机制、运作模式如何？国外的公司治理结构是整齐划一的吗？在现行的约束条件下，应该建立什么样的公司治理结构？等等，这些都是需要很好地回答的。因为，无论是从国内，还是从国外来说，如何建立有效的公司治理机制是世界普遍存在、人们一直在探讨及尝试解决

的问题。因为，有效的公司治理结构不只在公司的经理如何实现所有者利益最大化的同时实现自身的利益最大化，而且还在于不同的经济环境、不同的文化背景下采取怎样的公司治理模式，在不同的制度安排下如何来协调委托人与代理人的利益关系等等更为复杂的问题。而郎咸平教授的这本书，不仅从一般性的意义上以实证的方式全面分析上市公司治理的运作机制与实际运作过程，如公司股利政策、公司长期债政策、公司破产与重组、公司兼并与收购、公司经营方式及公司股权结构，而且对不同的制度文化背景下的公司股权结构进行讨论与辨析。这样就可能站在更新的高度、更深厚的背景上来理解公司治理机制的运作、来理解不同的市场体系下中小投资者的利益是在什么样的条件下受到侵害及如何保护的。可以说，这正是该书的理论特色。也正是在这基础上，郎教授的不少研究成果具有相当的原创性，如公司财务破产的研究就被美国最为流行的罗斯《财务学》教科书所采用。很简单，一种学说如果没有原创性是很难纳入教科书的知识体系的。郎咸平教授对公司治理理论的贡献，在此我不一一评说，有心的读者可以自己读其作品就可更深入地了解。我现在仅是列举一些更直观的资料，让读者自己来评估郎咸平教授本书的价值。

收录在本书的作品，基本上是郎咸平教授发表在世界一流学术刊物上的论文。这些发表在多家世界顶尖的经济和财务期刊上的 17 篇学术论文，如《American Economic Review》（全世界经济类排名第一），《Journal of Political Economy》（经济类排名第三），《Journal of Financial Economics》（金融类排名第一，经济类排名第二），《Journal of Finance》（金融类排名第二，经济类排名第五）等学术期刊上，内容涉及财务、内幕交易、企业行为、股权结构、公司治理等诸多方面。据统计，他在金融类期刊综合引用率第一的《Journal of Financial Economics》上面共发表了 9 篇论文，郎咸平教授的论文每年被引用 38.11 次，世界排名为第 38 位。他的学术成果得到世界一流商学院的普遍认可。

另外，根据 2002 年最新统计（“Impact: What Influences Finance Research?” Alex Butler 等人，email: butler@lsu.edu），郎教授的公司破产论文“不良负债重组与公司私下重组的实证研究”是被列入全世界引用率最高的 50 篇公司财务论文之一，而同篇论文及另外一篇有关公司兼并论文“管理

业绩、托宾 Q 和成功收购要约获得的收益”同时被列为全世界引用率最高的 28 篇公司财务学方面论文之一。特别是以上所指的关于公司破产论文被列入 1990 年所有出版财务学论文中世界排名引用率最好的文章。还有，郎咸平教授在 20 世纪 90 年代中期以后所发表的 3 篇论文也在学界引起很大反响，而有着很高的论文引用率，这 3 篇论文为“托宾 Q 公司多元经营、公司业绩”，“杠杆作用、投资与企业增长”，“东亚公司中所有权和控制权分离”。

此外，全世界最通用的公司财务教科书《Corporate Finance》（作者 Jaffe, Ross, Westerfield, 国内翻译本为《公司理财》）引用了郎咸平教授的 4 篇论文，而且世界上大部分公司财务学教科书都引用郎咸平教授的论文。例如《Corporate Finance Theory》（作者 Megginson）；《Corporate Financial Management》（作者 Emery 和 Finnerty）；《Financial Management》（作者 Pinches）；《Financial Management and Intermediate Financial Management》（作者 Brigham and Gapenski）；《Damodaran on Valuation》（作者 Damodaran）；《Financial Institutions Management》（作者 Saunders）；《Financial Markets and Corporate Strategy》（作者 Grinblatt and Titman），还有其他不少欧美财务学教科书都有所引用，在此不一一列举。

还有，郎咸平教授虽然是公司财务学专家，但在经济学界也极富盛名。根据社会科学引用率计算（<http://student.ulb.ac.be/~tcoupe/update/top1000c.html>），郎咸平教授论文的总引用率位于全世界经济学家的第 122 名，以作者数目平均，则排名第 302 名，以作者和年数平均，则排名第 386 名。而且郎咸平教授已被列入世界经济学家名人录中（Who's Who in Economics, 4th Edition, Edward Elgar Publishing 2003）。

别看列举这些数字十分简单，但是，学术圈内的人谁不知道呢，世界上十几万经济学家都盯着这几本杂志，莫说是在这些杂志上刊登几篇文章，就是能够上一篇也是莫大的荣幸之事了。就是在中国，包括那样多在欧美留学的经济学博士，又有多少人的文章能够上这些杂志呢？更不用说刊出这样多篇了。即使在美国，其成就也是非常惊人的，因为美国许多名牌大学商学院的教授们都难以望其项背的（在国外，一般来说，在这些刊物上发表 3 篇论文就可以被评为终生教授）。目前，国内有些人见郎咸平教授在国内发表意见很是不以为然。其实，这并不重要，有人真的觉得自己行，那么为什么不也到这些国际上公认的刊物上发表一两篇文章呢？据有人统计，国内还很少

有“金融学家”在这些刊物上发表财务学的论文。一个社会、一个学界如果连基本的判别准则都没有，那么我们是无法走向国际的。因此，本书的出版不仅可以为国人就现代财务学方面提供一份最前沿的成果，也可以从中看到学者之艰辛。一个人不花十分的努力并加上思想的原创性是不可能做出这样的成就的。

还是在香港大学工作时，我就知道郎咸平教授，知道他对上市公司治理结构研究十分精通，也知道他在这方面做了许多卓越的工作，但由于种种原因一直没有与他谋面。直到2001年，他写了关于中国证券市场监管一系列的文章，尤其是关于辩方举证、集体诉讼等如何保护证券市场中小投资者的文章后，我意识到这才是中国证券市场监管的核心问题。因此，我就与他联系，并且郎咸平教授即刻给我打来了电话。两人畅谈甚欢，并很快地成了朋友。因为郎咸平教授有一点是与我的观念相合的，即证券市场最根本的一条就是如何保护中小投资者的利益。或许这就是志同道合吧！不过，那时我对郎教授的认识也仅如此而已。

2002年3月，我受郎咸平教授之邀请到香港中文大学商学院访问了几天。尽管这次访问的时间是那样短促，但是几天的畅谈加深了我对郎咸平教授的了解。郎教授不仅就读于国际第一流的美国沃顿商学院，而且曾经执教于多家国际知名的商学院，其中包括沃顿商学院、密歇根州立大学、俄亥俄州立大学、纽约大学、芝加哥大学等。现在为香港中文大学财务学（金融）系讲座教授。也担任过多个国际和国内机构包括世界银行、香港政府财经事务局等的公司治理顾问。

也正是这种阅历为其学术背景提供了深厚的功底，也为郎咸平教授对一些证券市场的问题发表意见提供了内在根据。近年来，郎咸平教授耗费相当的精力于国内股市，为建立一个健康法制的中国股市而四处奔波，甚至不畏得罪各类利益集团而呐喊，其智慧与勇气都为世人所仰慕，当然这也会开罪一些既得利益者。而本书的出版更是为国人全面认识郎咸平教授提供了一面镜子，以此为镜子，一些看法也就会烟消云散了。

本书能够翻译出版，是我们大家集体努力的结果。初稿由我的学生蒋涛（一、二、五、六、九、十三、二十三）、周凯（三、八、十、十二、十五、十九、二十四）、卫东（七、十一、十四、十六、十七、二十）、阎小娜

(四、二十二)、刘光谱(十八、二十一)译出的,然后由我与郎咸平教授一起校对整理。尽管花了一年多的时间与功夫,大家做得十分辛苦,但要把其著作译好并非易事,特别是关于现代财务理论方面的作品更是困难,其中肯定有许多不足之处,希望读者能够提出宝贵意见。在这里,特别要感谢郎咸平教授与社会科学文献出版社的周丽,没有他们的支持、帮助与鼓励,我们是无法把这项工作做好的。

易宪容

2003年9月29日于王府温馨公寓11楼

郎咸平自序

经济学与金融学的比较

首先我想谈一下经济学和金融学的关系。经济学是个非常大的学科，它包括了很多次级学科，例如货币银行学，经济理论（其中又包括了微观经济学和宏观经济学），经济发展，计量经济，比较制度经济，经济史和经济思想史，国际金融，国际贸易，数理经济，博弈论和农业经济等等。在 20 世纪 70 年代以前金融学是属于经济学的的一个次级学科，但由于金融市场在 70 年代以后急速发展，金融学慢慢形成了一个独立学科并移到了商学院（或称管理学院）。

管理学院在 70 年代以后也慢慢成长为一个独立的学院，而该学院一般而言有六或七个专业——会计、金融、企业战略与管理、组织行为、市场营销、决策科学和商业经济。

金融学教学和研究的介绍

金融学领域基本上包括了两大主流——第一是投资（Investment），第二是公司财务（Corporate Finance）。

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）定价模式。关于课程方面，投资学领域可以开出如下课程——投资学（探讨金融市场的组织和特性，股票，债券和期权与期货的基本特性和基本定价），固定收益债券（专门探讨政府债券和公司债的特性和定价），国际金融市场（介绍国际金融市场的组织，运作和金融工具的运用，利率，汇率的定价和特性等等），期权与期货（专门探讨期权与期货的特性和定价）。

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。公司财务学领域可以开出如下课程——公司财务，公司兼并与收购，公司治理。公司财务课程讨论如何评估（实物）投资项目的收益与风险，投资项目的融资，股利政策和破产与重组等等课题。公司兼并与收购课程探讨如何利用公司财务

课程所学到的评估与融资手段进行企业或项目的收购。公司治理探讨公司财务政策对股价的影响，也就是如何透过公司财务的运作以追求公司价值极大化。由于师资的缘故，因此一般学校是不开设公司治理课程的。有些学校也开国际公司财务的课程，但该课程与公司财务课程的差别不够大，而且市面上的教材也不足。

我想读者可能也想了解一下投资学和公司财务的研究方向。投资学的研究方向是金融资产的理论定价和理论模型的实证检定。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。投资学领域对于数学和统计的要求相当高，由于国人从小到大受到良好的数学逻辑思维的教育，因此国人在此领域较易发挥。几位较有成就的华人金融学家，例如 MIT 的王江，耶鲁的陈志武等人均在此一领域。我在此领域只能说是稍有涉猎。

公司财务的研究方向主要是下面六大类，股利政策、借债政策、破产与重组、兼并与收购、多角化经营和股权结构等。公司财务的研究主要是利用实际公司资料做实证检定。理论模型虽偶尔会利用到较高深数学，但理论终究不是公司财务的主流。公司财务中较受到重视的理论反而是以逻辑推演为主，而不以数学推导为主。所以读者读到 Michael Jensen, Andrei Shleifer 等人的理论时，甚至看不到一条方程式。这与投资学的高深数学推导简直形成了强烈对比。

国内最近颇为流行的公司治理就是探讨公司财务政策对股价的影响，因此我们可以说公司治理的主要目的即在于追求公司价值极大化以保护中小股民。我的研究基本上属于公司财务和公司治理的范畴。

公司财务的实证检定与投资学不同。投资学的实证检定均是针对以数学推导之理论，数学结构性和逻辑性非常清楚，因此可以做成直接的检验。但公司财务的实证研究大部分是针对以逻辑推演之理论，结构性不清楚。因此，当我们想检定一个理论时，你所能收集到的公司实际资料基本上是不足的，我们只能做一个间接的检验，而做成直接检验的可能性不大。

由于公司财务的实证检验只是间接的检验，因此文字表达就相当重要。你必须透过文字的表达将不足之资料所做成的统计结果变成一个有意义的结论。而这个结论必须对公司财务的理论模型具有相当的参考性，也就是你得把故事给说圆了。为了把故事说圆了，国际一流的期刊对英文的要求就相当高，甚至要求达到文学化的水平，否则审稿人可以因为英文不美而拒绝你的稿件。这是一个极为艰巨的任务，而特别不适合国人良好的数学逻辑思维

(以及不足的英文文字表达思维)。因此公司财务领域有成就的中国人简直可以说是凤毛麟角。

同时公司财务的领域特别重视小圈圈，你想要发表文章必须要符合当时的公司财务学术主流。不太可能由你凭空想象一个有创意的题目而顺利发表。因此我常常告诉我的年轻同事和博士生如果想顺利发表文章，那么最好是根据前人所发表过的观点而加以完善或修正，千万不要自认为有创意而径行投稿，否则被期刊拒绝过几次后，你再也没有信心了，而无法发表文章的结果就是必须离开学术界。

而且和理工科完全不同，金融论文投稿非常困难。举例而言，每投稿金融学的第一流顶级期刊《Journal of Financial Economics》(JFE)一次就必须付400美元，但拒绝率高达95%以上。如果JFE对你的文章有兴趣，那么至少要经过四或五次的修改，但每一次修改都要付400美元。整个修改的过程大概需要两三年的时间，而你也必须花上2000美元左右。另外一个重要期刊是《Journal of Finance》(JF)，拒绝率也高达95%以上。JF投稿比较便宜，每一次投稿大概需要100美元。但也必须修改两三次，而每一次都要再付钱，整个过程大概需要一两年的时间。我个人觉得JFE困难得多，我每一次在JFE发表一篇论文都觉得被审稿人磨掉了一层皮。当然我当审稿人时一样磨掉对方一层皮。

我为何会从事公司财务的研究

事实上，我当博士生时对这些困难已经略有所知。1985年在沃顿开始写博士论文时，我只想做投资学方面的论文，我根本就不敢做公司财务的课题，因为我认为我是不可能适合这种软科学的，我也不认为我能进那个小圈圈。只是当时沃顿的一位大牌教授Irwin Friend需要一个勤劳的打杂工。由于我曾义务帮他搜集了一些资料，他很希望继续用我的廉价劳力，所以就收了我，并要求我做公司财务的实证研究。从此以后，就开始了我的噩梦生涯。

当时我根本就不知道如何找公司财务的论文题目，更不知如何着手，只是很努力但很幼稚地想把论文写好。我想可能是我的“勤劳”感动了他，他指定了一个公司财务的题目给我，同时也把有关的资料给了我。在他的细心指导下，我很勉强地把论文在半年之内写出来了。我总共花了两年半时间拿到了金融学博士学位。这个速度在沃顿创校一百余年的历史可以说是非常快的了。虽然我拿到了金融学博士学位，但我对这个领域还是相当的陌生。

我的论文题目是“管理者自身利益对公司资本结构影响的经验检验”。我完成这篇论文后，我的指导教授即以70岁高龄在1987年中风去世。我将