

公司金融理论

The Theory of
Corporate Finance

上册

[法] 让·梯若尔 著

Jean Tirole

中国人民大学出版社

经济
科学
译丛



梁晶工作室
JIANGSU PUBLISHING HOUSE

F276.6/203

:1

2007

公司金融理论

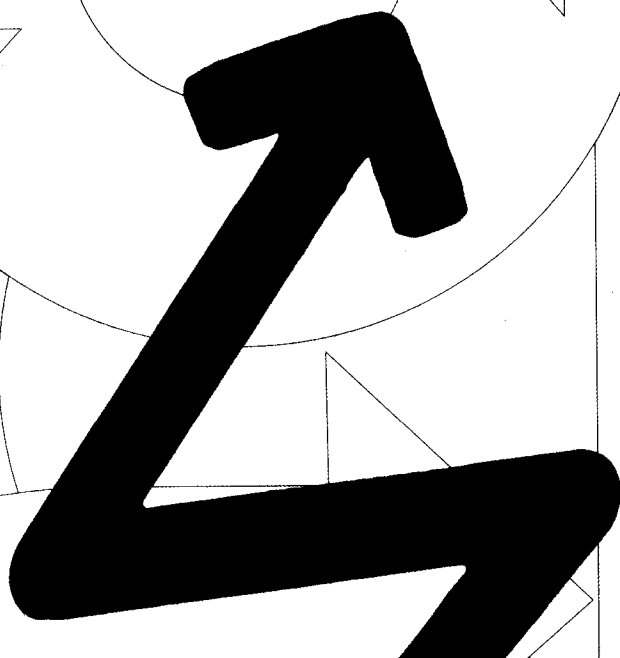
The Theory of
Corporate Finance

上册

[法] 让·梯若尔 著
Jean Tirole

王永钦 / 校

王永钦 许海波 佟珺 孟大文 / 译



中国人民大学出版社

经济科学译丛

《经济科学译丛》

编辑委员会

学术顾问

高鸿业 王传纶
胡代光 范家骧
朱绍文 吴易风

主 编

陈岱孙

副主编

梁 晶 海 闻

编 委

王一江	王利民
王逸舟	贝多广
平新乔	白重恩
刘 伟	朱 玲
许成钢	张宇燕
张维迎	李 扬
李晓西	李稻葵
杨小凯	汪丁丁
易 纲	林毅夫
金 碚	姚开建
徐 宽	钱颖一
高培勇	梁小民
盛 洪	樊 纲

(按姓氏笔画排列)

献给娜丽斯 (Naïs)、
马戈 (Margot) 和罗曼 (Romain)

《经济科学译丛》总序

中国是一个文明古国，有着几千年的辉煌历史。近百年来，中国由盛而衰，一度成为世界上最贫穷、落后的国家之一。1949年中国共产党领导的革命，把中国从饥饿、贫困、被欺侮、被奴役的境地中解放出来。1978年以来的改革开放，使中国真正走上了通向繁荣富强的道路。

中国改革开放的目标是建立一个有效的社会主义市场经济体制，加速发展经济，提高人民生活水平。但是，要完成这一历史使命绝非易事，我们不仅需要从自己的实践中总结教训，也要从别人的实践中获取经验，还要用理论来指导我们的改革。市场经济虽然对我们这个共和国来说是全新的，但市场经济的运行在发达国家已有几百年的历史，市场经济的理论亦在不断发展完善，并形成了一个现代经济学理论体系。虽然许多经济学名著出自西方学者之手，研究的是西方国家的经济问题，但他们归纳出来的许多经济学理论反映的是人类社会的普遍行为，这些理论是全人类的共同财富。要想迅速稳定地改革和发展我国的经济，我们必须学习和借鉴世界各国包括西方国

家在内的先进经济学的理论与知识。

本着这一目的，我们组织翻译了这套经济学教科书系列。这套译丛的特点是：第一，全面系统。除了经济学、宏观经济学、微观经济学等基本原理之外，这套译丛还包括了产业组织理论、国际经济学、发展经济学、货币金融学、公共财政、劳动经济学、计量经济学等重要领域。第二，简明通俗。与经济学的经典名著不同，这套丛书都是国外大学通用的经济学教科书，大部分都已发行了几版或十几版。作者尽可能地用简明通俗的语言来阐述深奥的经济学原理，并附有案例与习题，对于初学者来说，更容易理解与掌握。

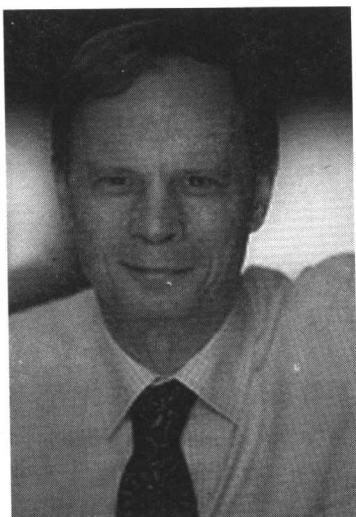
经济学是一门社会科学，许多基本原理的应用受各种不同的社会、政治或经济体制的影响，许多经济学理论是建立在一定的假设条件上的，假设条件不同，结论也就不一定成立。因此，正确理解掌握经济分析的方法而不是生搬硬套某些不同条件下产生的结论，才是我们学习当代经济学的正确方法。

本套译丛于 1995 年春由中国人民大学出版社发起筹备并成立了由许多经济学专家学者组织的编辑委员会。中国留美经济学会的许多学者参与了原著的推荐工作。中国人民大学出版社向所有原著的出版社购买了翻译版权。北京大学、中国人民大学、复旦大学以及中国社会科学院的许多专家教授参与了翻译工作。在中国经济体制转轨的历史时期，我们把这套译丛献给读者，希望为中国经济的深入改革与发展作出贡献。

《经济科学译丛》编辑委员会

1996 年 12 月

作者简介



让·梯若尔，欧洲最好的经济学研究中心之一——法国图卢兹大学产业经济研究所（Institut d'Economie Industrielle at the University of Social Sciences in Toulouse）学术主任，麻省理工学院兼职访问教授和巴黎经济研究院（Paris Sciences Economiques）兼职教授。曾担任计量经济学会（Econometric Society）和欧洲经济学会（European Economic Association）主席。著有（包括合著）八本书，包括《金融危机、流动性与国际货币体系》（*Financial Crises, Liquidity, and the International Monetary System*）、《产业组织理论》（*The Theory of Industrial Organization*）、《博弈论》（*Game Theory*）（与朱·弗登伯格合著），以及《政府采购与规制中的激励理论》（*A Theory of Incentives in Procurement and Regulation*）（与让-雅克·拉丰合著）。

致 谢

尽管我是本书唯一的作者，但本书却是一部集体作品。没有大家的智慧与慷慨，就不会有本书的存在。

首先，本书很大程度上要归功于我和本特·霍姆斯特朗（Bengt Holmström）的合作。其中许多章节都是从我们的合作和讨论中毫无保留地借鉴过来的。

许多研究人员和学生的投入也让本书获益匪浅，他们对本书的形式和内容都作了很大的帮助。我要感谢 Philippe Aghion, Arnoud Boot, Philip Bond, Giacinta Cestone, Gilles Chemla, Jing-Yuang Chiou, Roberta Dessi, Mathias Dewatripont, Emmanuel Farhi, Antoine Faure-Grimaud, Daniel Gottlieb, Denis Gromb, Bruno Jullien, Dominique Olié Lauga, Josh Lerner, Marco Pagano, Parag Pathak, Alessandro Pavan, Marek Pycia, Patrick Rey, Jean-Charles Rochet, Bernard Salanié, Yossi Spiegel, Anton Souvorov, David Sraer, Jeremy Stein, Olga Shurchkov, David Thesmar, Flavio Toxvaerd, Harald Uhlig, Michael Weisbach, 以及一些匿名评审人，他们提供了非常有益的评论。

我特别感谢 Jing-Yuang Chiou, Emmanuel Farhi, Denis Gromb, Antoine Faure-Grimaud, Josh Lerner, 以及 Marco Pagano, 他们非常慷

慨地抽出时间，对本书倒数第二稿作出了极为细致的评论。Catherine Bobtcheff 和 Aggey Semenov 为最后一稿提供了出色的助研工作。

本书的草稿曾经在巴黎理工大学 (Ecole Polytechnique)、图卢兹大学 (University of Toulouse)、麻省理工学院 (MIT)、瑞士央行研究中心 (Gerzensee)、洛桑大学 (University of Lausanne) 和武汉大学作为教学之用；我感谢这些机构的学生提供的评论和建议。

当然，我对本书任何遗留的错误和疏漏负有完全责任。我将非常感谢读者指出这些错误和疏漏；对本书有任何评论，可以直接与我联系，也可以上传到如下网址：<http://www.pupress.princeton.edu/titles/8123.html>。

这一网站还包括练习和答案，以及一些讲稿的幻灯片，演讲者可以下载并加以修改，用于他们自己的用途，标明出处和适当致谢即可。

我特别感谢我的助手 Pierrette Vaissade，她具有高标准和出色的技能。在本书进展和修订的十年间，只有她的愉快情绪才能和她如此的耐心相配。她的工作非常出色。我还要感谢 Emily Gallagher，她总是使我到麻省理工学院的访问非常顺利。

普林斯顿大学出版社的发行人 Peter Dougherty 和本书的编辑 Richard Baggaley，在本书出版的各个阶段都给了我非常有用的建议和鼓励。T&T 有限公司的 Jon Wainwright 和 Sam Clark 在原稿的编辑和排版方面做了非常出色的工作，并且在长时间的工作、紧张的进度安排和我不断的修改与要求之下仍然保持热情。

研究环境和同事们也使我获益颇丰：首先，是让-雅克·拉丰 (Jean-Jacques Laffont) 在图卢兹第一大学校内创立的产业经济研究所 (Institut d'Economie Industrielle, IDEI)，它的环境适意而富有启发性；还有麻省理工学院经济系和法国国立桥路学院 (Ecole Nationale des Ponts et Chaussées, CERAS，现在是巴黎经济研究院的一部分)。这些机构的同事们友善的鼓励对我来说非常宝贵。

在本书问世的漫长日子里，我的妻子纳塔莉 (Nathalie) 和我们的孩子们——娜丽斯 (Naïs)、马戈 (Margot) 和罗曼 (Romain)，给予我很多的理解、支持和关爱。

最后，希望这本书能作为献给让-雅克·拉丰的薄礼。让-雅克在 2004 年 5 月 1 日英年早逝。在我们过去 23 年的合作里，我们关于本书的话题，关于更一般的经济学问题，关于他的项目和梦想，关于生活，有过无数次的讨论，我会一直珍惜这些记忆。对我和许多其他人来说，他都是一位楷模，一位导师，一位挚友。



内容简介

在最近 20 年中，公司金融领域在理论和实证上都取得了巨大的进展。尽管这个领域一度只关注企业的融资——股权、债务和估值，但现在已经发展到包括公司治理、流动性、风险管理、银企关系以及企业的宏观影响等重要问题。但是，接踵而来却是一大堆杂乱无章的概念和模型，学生们常常不知所措。

在本书中，世界经济学的领军人物之一——让·梯若尔为现代公司金融理论提供了一个清晰、全面和统一的阐述。这部里程碑式的巨著运用的是激励理论和合约理论的方法，贯穿始终的是一个模型。本书填补了一个空白，对于研究生、高年级本科生，以及公司金融、产业组织、政治经济学、发展经济学、宏观经济学领域的研究者来说，本书都是不可或缺的。

本书的题材也别具匠心，涵盖了当今最重要的管理问题和公共政策问题，诸如公司治理和审计的改革；私募债、金融市场和接管的作用；杠杆率的决定、股息、流动性和风险管理；管理层激励方案的设计等等。作者将实证研究的成果很自然地融入到理论分析之中，并将企业放在一个更大的背景下来研究，兼顾了微观经济和宏观经济的维度，而且还考察了企业的环境与制度之间的互动关系。

《公司金融理论》确立了一个新的里程碑，在未来的很多年里，它都将是—本权威的教科书。

简要目录

	绪论	1
第 1 篇	公司制度的经济学概览	19
	第 1 章 公司治理	21
	第 2 章 公司融资：一些特征性事实	116
第 2 篇	公司融资与代理成本	173
	第 3 章 外部融资能力	175
	第 4 章 贷款能力的决定因素	245
	第 5 章 流动性和风险管理、自由现金流以及长期融资	308
	第 6 章 不对称信息下的公司融资	366
	第 7 章 产品市场和收益操纵	440
第 3 篇	退出与呼吁：消极型监督与积极型监督	513
	第 8 章 投资者的进退之道：呼吁、退出与投机	515
	第 9 章 借贷关系和投资者积极主义	547
第 4 篇	证券设计：控制权视角	593
	第 10 章 控制权与公司治理	595
	第 11 章 收购	653

第 5 篇	证券设计：需求方视角	685
	第 12 章 消费者的流动性需求	687
第 6 篇	宏观经济含义与公司金融的政治经济学	725
	第 13 章 信贷配给与经济活动	727
	第 14 章 并购与均衡资产价值的决定	767
	第 15 章 总量流动性短缺与流动性资产定价	797
	第 16 章 制度、公共政策和融资的政治经济学	822
第 7 篇	部分习题答案与复习题	875
	部分习题答案	877
	复习题	969
	部分复习题答案	981
	索引	996
	译后记	1008

目 录

	绪论	1
	公司金融概览和本书的内容	1
	方法	7
	必备基础知识和进一步的阅读内容	8
	本书省略的部分重要内容	9
	参考文献	13
第 1 篇	公司制度的经济学概览	19
	第 1 章 公司治理	21
	1.1 引言：所有权与控制权的分离	22
	1.2 管理层激励：总论	27
	1.3 董事会	38
	1.4 投资者积极干预	46
	1.5 接管和杠杆收购	55
	1.6 作为治理机制的债务	65
	1.7 政策环境的国际比较	68
	1.8 股东价值与利益相关者群体	71

补充节	78
1.9 利益相关者群体：激励与控制	78
附录	82
1.10 卡德伯里报告	82
1.11 对图表的注释	86
参考文献	89
第2章 公司融资：一些特征性事实	116
2.1 引言	116
2.2 莫迪格里安尼-米勒与融资结构之谜	120
2.3 债务工具	123
2.4 股权工具	134
2.5 融资模式	141
2.6 小结	150
附录	151
2.7 信用分析中的5C原则	151
2.8 贷款限制条款	152
参考文献	157
第2篇 公司融资与代理成本	173
第3章 外部融资能力	175
3.1 引言	175
3.2 净资产的作用：信贷配给的简单模型	178
3.3 债务积压	190
3.4 借款能力：股权乘数	194
补充节	201
3.5 信贷配给的相关模型：内部股权与外部债务	201
3.6 可验证的收入	203
3.7 半可验证的收入	211
3.8 不可验证的收入	215
3.9 习题	219
参考文献	233
第4章 贷款能力的决定因素	245
4.1 引言：对可保证收入的追求	245
4.2 促进贷款能力：多元化及其局限性	246
4.3 增强贷款能力：抵押的成本和收益	254
4.4 流动性—可靠性之间的权衡取舍	264
4.5 抑制借款能力：人力资本的不可转让性	272
补充节	276
4.6 团体贷款和小额信贷	276

4.7 序贯项目	281
4.8 习题	288
参考文献	299
第5章 流动性和风险管理、自由现金流以及长期融资	308
5.1 引言	308
5.2 债务期限	311
5.3 流动性与规模之间的权衡	319
5.4 公司风险管理	329
5.5 内生流动性需求、投资对现金流的敏感性和软预算约束	336
5.6 自由现金流	343
5.7 习题	348
参考文献	356
第6章 不对称信息下的公司融资	366
6.1 引言	366
6.2 “柠檬”问题和市场关闭的含义	371
6.3 损耗性的信号发送	381
补充节	401
6.4 知情方的合约设计：简介	401
附录	408
6.5 前景为私人信息模型的最优合约	408
6.6 可能收入连续时的债务融资偏好	409
6.7 以抵押担保的方式进行信号发送	411
6.8 作为信号发送的短期证券	412
6.9 低价销售问题的正式分析	413
6.10 习题	415
参考文献	424
第7章 产品市场和收益操纵	440
7.1 公司融资和产品市场	440
7.2 创造性会计和其他的收益操纵	461
补充节	486
7.3 布兰德和刘易斯的古诺竞争分析	486
7.4 习题	490
参考文献	498

绪 论

- 1 本绪论有两重目的：阐释本书的方法和各章的安排；指出本书着墨不多的一些重要的主题（还有选择地提供了一些参考文献）。绪论对教师和研究生来说非常有用。没有很强经济学背景的读者如果在第一遍阅读的时候感觉困难，建议他们直接从第 1 章开始读起。

公司金融概览和本书的内容

在过去的二十年内，公司金融领域发生了深远的变化。相当多的重要的实证文献清晰地论述了公司融资和公司治理的模式，及其对企业行为和宏观经济活动的影响。从理论的层面上说，20 世纪 70 年代人们认为，占主导地位的无摩擦力市场（市场被假设为完全竞争的、完备的，不受税收、交易成本和信息不对称的限制）的阿罗-德布鲁一般均衡模型（Arrow-Debreu general equilibrium model）是分析金融市场上各种索取权的定价的有力工具，但该模型对企业的融资选择和治理结构却所言甚少。就金融索取权的收益取决于投资等选择这个层面而言，在阿罗和德

布鲁的完备合约的范式下，这些选择被假定为可以缔约的，从而不受道德风险的影响。而且，投资者对索取权收益的分布有一致的认识，也就是说，金融市场不受信息不对称问题所困。从阿罗-德布鲁的视角来看，金融经济学家所关心的主要问题是，风险在投资者之间的配置问题和通过套利而对多余证券的定价问题。

与此相关，莫迪格里安尼和米勒（Modigliani and Miller）在 1958 年和 1963 年的两篇论文里证明了一个重要的结果：在某些条件下，企业的财务结构（例如它的负债率或者股利政策的选择）是无关紧要的。这些条件就是基于阿罗-德布鲁世界中的条件（完备的市场、无交易成本、无税收、无破产成本）。^[1]从而，金融索取权的价值就等于这个索取权按照阿罗-德布鲁价格（即状态依存的证券的价格。状态依存的证券指的是在给定的自然状态带来 1 单位货币收益的证券）计算而得的随机价值。因此，企业的总价值等于它发行的所有索取权的价值之和，等于企业得到的、按照阿罗-德布鲁价值计算的随机收益。换言之，蛋糕的大小不受切法的影响。

由于我们对莫迪格里安尼-米勒定理世界里的企业的财务结构和治理结构没有多少发言权，所以莫迪格里安尼-米勒定理就成了公司金融理论的起点和基准，但为了研究财务结构的决定因素，就要放松它的假定。尤其是，必须摒弃蛋糕的大小不受切法影响这个假定。沿着 20 世纪 70 年代几篇有影响的论文的方向（尤其是，詹森和梅克林（Jensen and Meckling, 1976）；迈尔斯（Myers, 1977）；罗斯（Ross, 1977）），自 20 世纪 80 年代以来的主要研究方向是，将代理问题引入到公司结构的各个层面上来（如管理层、各种索取者）。

2

大量的实证研究文献和政策设计的实践对公司金融中的代理问题转向提供了有力的支持，我们将在本书的第 1 篇中论述这些内容。第 1 章和第 2 章分别介绍了公司治理结构和公司融资。这两章不求面面俱到，没有全面介绍过去二十年中快速发展的实证知识和制度知识。这两章的目的是向读者全面介绍主要的制度特征、实证规律和政策问题，它们为后面的理论分析提供了背景和导引。

公司金融的微观经济学方面的理论文献可以分为下面几个分支。

第 2 篇将论述第一个分支，该分支关注的是企业内部人的激励问题。外部人（我们称之为投资者或者债权人）与内部人（我们称之为债务人、企业家或者管理者）处在一种委托—代理关系之中。信息不对称困扰着（plague）代理关系。内部人不仅掌握着企业的技术以及环境方面的私人信息（逆向选择），还掌握着企业实际收入的私人信息（隐藏知识）。^[2]而且，外部人既观察不到内部人在选项目时的认真程度、项目的风险，也观察不到为企业赢利付出的努力（道德风险）。信息不对称使得外部人不能避免内部人采取损害投资的行为。

文献中提到的金融缔约（financial contracting）指的是如何为内部人