

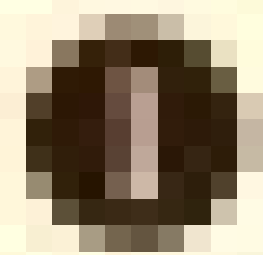
# 郎咸平学术文选

Ⅰ

人民出版社



即此即此即此即此即此即此



即此即此即此即此即此即此

# 郎咸平学术文选

Ⅰ

人 民 出 版 社

**图书在版编目 (CIP) 数据**

郎咸平学术文选 ( I、II ) /郎咸平 著. —北京: 人民出版社, 2007. 10

ISBN 978-7-01-006574-8

I. 郎... II. 郎... III. 公司—企业管理—文集 IV. F276.6—53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 153896 号

**郎咸平学术文选 ( I、II )**

作 者	郎咸平
策 划	许剑秋
统 筹	吴玉萍
责任编辑	钱 星
插 页	1 张
出 版	人民出版社
发 行	人民出版社
地 址	北京市东城区朝阳门内大街 166 号
邮 编	100706
印 刷	北京智力达印刷有限公司
版 次	2007 年 10 月第 1 版
印 次	2007 年 10 月第 1 次
开 本	787 × 1092 毫米 1/16
印 张	26.25 ( I )
书 号	ISBN 978-7-01-006574-8
定 价	128.00 元 ( I、II )
发行电话	(010) 65230553 65245857

版权所有, 违者必究

本书观点并不代表本社立场

## 我的学术研究生涯

此次承蒙人民出版社出版我的学术论文集,在读者的要求之下,我先谈一谈我的研究与学术生涯。

我想我将我的研究分成几个阶段进行解释。我前三阶段的研究都以美国市场为主,到了第四阶段以后才转向研究亚洲市场。我的研究以公司治理的方向为主,其他领域的研究不是最主要的。我的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》) 等国际重要的学术杂志上。按照国际金融学术界的惯例,我的每篇论文的作者排序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作法不同。

### 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 Litzenberger。由于我的指导教授 Irwin Friend 曾告诉我经济学中托宾的  $Q$  (即公司市值除以账面值) 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 Litzenberger 先生做了多次请益。经过数次讨论以后,他带领着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,并确实发现了这个结果。该篇文章的题目为《股息公布:现金流量信号和自由现金流量假说》,文章完稿时,我已于 1987 年 9 月赴密



歇根州立大学任教了。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》是与我的指导教授 Irwin Friend 共同创作的,并且很顺利地于 1988 年在 *Journal of Finance* 发表。但在论文发表前,我的指导教授 Irwin Friend 却因中风过世,享年 70 岁。这篇论文是我人生中第一篇发表的论文,却是我的指导教授人生中的最后一篇。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越保守,公司的负债率也越低。这篇文章的结论是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,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因为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。这一篇文章和另一篇文章——《股息公布》在 *Journal of Financial Economics* 1989 年的同一期上刊登。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》。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 1991 年在 *Journal of Financial Economics* 上发表。

这三篇论文在美国是相当受到重视的,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。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,他希望我能和他写一篇论文。他在罗彻


斯特大学(University of Rochester)的博士论文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,这时也比较知道如何把问题给说圆了,因此也较容易找到突破口。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呢?它们有没有可能和债权人私下和解呢?于是有了这篇题目为《不良负债重组与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。

我的这一篇文章还是比较受到学界的重视,被列入1990年当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,而且也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)之一。另外,这一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,反而是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况,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《围绕股息通告的内部人交易: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应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具有信心的,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,而高负债的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《出于业绩跌落的大企业自愿重组》一文。该文详细罗列了美国大企业碰到业绩跌落时的反应。但结论却是美国企业的经理人员碰到危机后的反映是怪罪他人,然后裁员以减低成本等等,而很少怪罪自己。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。我当时已经在美国呆了 10 年,虽然研究做得挺好,但在美国总是二流公民,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紧密联系,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。

我在 1994 年和 Rene Stulz 在 Journal of Political Economy 上发表了《托宾的 Q、公司的多元化经营、公司业绩》一文。这篇文章出来后,引领了其后几乎上百篇的论文,一直到 2007 年仍有相当多的后续文章出来。这篇文章对学术界而言,是相当有震撼力的,因为我们提出了一个反思维:公司多元化经营是有害的,我们应该将所有鸡蛋放在同一个篮子里。大概到了这个时候,我才形成了自己的一套研究体系而且也相当受到金融学主流的认可。由于我的论文有一种特殊的风格,也就是我喜欢用极为简单的话语来说明问题,因此我的论文大部分是在 Journal of Financial Economics 上发表的,因为他们比较喜欢我的风格。

我的这篇论文也影响了哈佛管理学院的教学。哈佛管理学院的教授 Peter Tu-



fano 在 2003 年 3 月份推出 MBA 网上教学圆桌讨论,即针对“企业多元化经营的股价折扣”课题,提出如何将我所牵头贡献的此学说融入哈佛及其他学校的 MBA 的教学。

这篇文章是针对美国企业所做的研究,但其结论应该可以给国内国企大量乱投资的现象给予当头棒喝。多元化经营是前几年国内大型国有企业趋之若鹜的课题。以胜利油田、大庆油田、红塔和宝钢等国有企业为例,平均每一家投资于非主营业务的资金累计总额即高达 500 至 1 000 亿。举例而言,国内有相当多的桑拿和酒店等观光旅游事业(据称大约有半数)是由红塔等国有企业所投资,例如上海瑞吉红塔等。根据我的数据显示,这些非主流业务之中成功而有效益的企业不超过 5%。事实上我的论文已经证明了多元化经营的不可行性,这些国企的乱投资现象只是更进一步地证明了中国企业和美国企业多元化经营类似的低效性。

但是李嘉诚的多元化经营却是成功的。哈佛大学的金融学教授 Tufano 邀请我针对此一课题撰写短评,教导哈佛 MBA 学生如何理解这个现象。我的短评在网站 <http://www.ssm.com/fen/> 刊出,原文为:

“Mr. Li Ka Shing in Hong Kong is ranked as one of the top 10 wealthiest entrepreneurs in the world. He owns 6 listed conglomerates with total asset more than 100 billion USD. One of his listed company Hutchison Whampoa covers seven sectors including telecommunication, infrastructure, finance, real estate, retailing, harbours and energy. The growth rate of EBIT of these 7 sectors ranges from - 50% to + 200%. However, the sales weighted average of the growth rate of EBIT of these 7 sectors combined only ranges from - 5% to 20%. Because these 7 sectors are complementary to each other in their earnings, hence the reduction of volatility through complementarity creates stability but at the expense of diversification discount. Ironically, according to Mr. Li — stability is his key to success.”

以上内容翻译为中文,即:“李嘉诚先生是香港的世界十大首富之一。他目前拥有六家上市公司,资产超过 1 000 亿美金。其中和记黄埔拥有七大不同部门,包括电信、港口、基建、地产、零售、能源、财务等。这七大行业分别的息税前净利成长率最低为 50% 最高是 200%, 但七大行业的加权平均息税前净利成长率最低的竟然只有 5% 而最高也不过是 20%, 足足小了 10 倍。因此虽然这七大行业的股票总回报率低于七大行业分开的回报率加总,但这七大行业的之间却有着互补的作



用,因此形成了一个稳定的和黄。这个稳定却竟然是和黄成功的关键。”

李嘉诚的案例告诉我们,多元化经营仍然可取,但企业间的互补就相当重要,否则无法减低企业经营风险。

我和 Rene Stulz, Annette Poulsen 于 1995 年又在 Journal of Financial Economics 上发表了《资产出售:企业业绩和谨慎管理的代理成本》一文。该文提出若公司出售资产用来还债,则对股民而言是好消息。

1996 年我和 Rene Stulz, Eli Ofek 在 Journal of Financial Economics 上发表了题为《杠杆作用、投资与企业增长》一文。该文提出:如果公司的托宾的  $Q$  小于 1,则负债的上升可以限制该等坏公司的盲目乱投资;若托宾的  $Q$  大于 1,公司负债则无此效果。

这两篇文章清楚地指出美国市场的债务可以有效地控制经理人。但是这个结论有一个前提,那就是法制系统必须很有效地保护债权人。因此当借款人不准时付利息时,任何一个债权人,不论是银行或是持有公司债权的小债权人,都可以宣布借款人破产或径行扣押其资产用以还债。就是因为债权人有此特权,所以可以逼迫经理人员加倍辛勤工作,否则公司就会因借债过多而倒闭,这对经理人员也是一个很大的打击。因此以美国的经验看来,借债多反而对股民而言是好消息。但目前国内法制系统仍无法有效保护债权人,因此债务无法有效控制经理人。

#### 阶段四(1997~现在)

从 1997 年以后,我就开始将重心转移至亚洲公司财务的课题研究。由于以前一直从事对美国市场的研究,因而我对亚洲市场相当生疏。若没有相当多时间的投入,很难取得好的研究成果。而且美国的一流期刊对于亚洲市场的研究有相当的排斥性,这更增加了我研究亚洲市场的困难度。在 1997 年亚洲金融危机以后,世界银行对于亚洲市场的研究已开始重视,因此聘请我于 1998 年赴美国华府参与一项亚洲公司治理的研究。这是我第一次有系统地参与大规模的亚洲市场研究。我在 1998~1999 的这段期间也曾经在芝加哥大学任教。对亚洲地区的研究而言,此项大规模研究尚属首次。研究成果标题为《East Asian Corporations: Heroes or Villains》并被美国国会图书馆收藏( ISBN: 0 - 8213 - 4631 - 8 )。

根据这项研究,我和世界银行的 Stijn Claessens, Simeon Djankov 于 2000 年在 Journal of Financial Economics 上发表了一篇关于东亚股权结构的论文,题目为《东

亚公司中所有权和控制权的分离》。这篇文章目前还是比较受到重视的,论文引用率也相当高。我们在论文中指出:东亚国家中家族控股是常态(日本除外),而且家族利用金字塔结构使所有权和控制权分离。举例而言,家族控制 A 公司 51% 的股权, A 公司控制 B 公司 51% 股权, B 公司控制 C 公司 51% 的股权,而 C 公司控制 D 公司 50% 的股权方式就叫做金字塔控股。在金字塔控制下,家族对上市公司 D 的所有权是 7%,即  $51\% \times 51\% \times 51\% \times 50\%$ ,而控制权却是 50%(金字塔中选出最低的控制权)。金字塔结构造成了所有权和控制权的分离,因为所有权是 7% 而控股权是 50%。也就是说东亚家族利用较少股权控制了相当多的公司,而且所有权与控制权的分离也给了家族剥削中小股民的机会。我在讨论公司治理课题时会详细讨论所有权和控制权分离的问题。

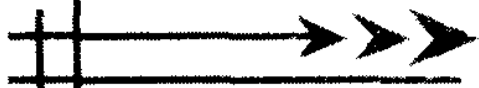
当时针对这个研究课题,我与世界银行的同事 Stijn Claessens, Simeon Djankov 以及香港的同事 Joseph Fan 继续完成了另一篇论文《大股东激励与壁垒效应解析》(2002 年发表于 Journal of Finance)。这篇文章明确地提出了家族控制权愈高股价愈低,而所有权愈高则股价愈高的实证研究。因此对于亚洲家族而言,所有权与控制权的分离会直接打击股价以及损害中小股民的利益。

由于我与世界银行的同事针对东亚地区做了相当多的研究,因此我很想了解一下西欧的状况如何。我和一位意大利的年轻助理教授 Mara Faccio 共同完成了《西欧公司的最终所有权》一文,并于 2002 年发表于 Journal of Financial Economics。该文指出西欧各国竟然也是以家族控股为主的,因此我提出“家族控股是常态,大众持股反而是特例”的观点。但西欧家族所有权和控制权的分离状况不如亚洲严重,因此其对中小股民的剥削程度亦较轻。

我和 Leslie Young, Mara Faccio 合并了前述东亚和西欧的股权数据,在 2001 年的 American Economic Review 上发表了《股息和利益侵占》一文。我们利用公司派发的股息数据以了解西欧与东亚两地区对股民剥削的情况。我们的结论是:西欧剥削情况较东亚轻,而且西欧的第二大股东有着制约大股东的力量;但东亚的第二大股东与第一大股东却经常联合起来剥削其他中小股东。国内也有所谓一股独大的问题,吴敬琏教授就曾提出建立第二和第三大股东以制衡大股东的建议。当然吴教授的建议有其理论可行性,尤其是在西欧,但在东亚可能就会碰到几个大股东相互勾结而剥削其他小股东的局面。

我在后面谈到公司治理的课题时还会再讨论我这几篇论文。Faccio 教授在发表这两篇论文后被美国七家大学由意大利挖至美国任教。Faccio 虽然来自于意大利山区的一所名不见经传的小学校(Catholic University of Milan),但在我的大力推





荐下几乎拿到了哈佛的聘书。虽然哈佛一再告诉我说 Faccio 只要再等一个礼拜就可以定案了。但很可惜她顶不住其他学校的压力而匆匆忙忙选择去了另一家名校 University of Notre Dame, 后来又转往 University of Vanderbilt, 2007 年她以 38 岁的年龄荣获了 Purdue University 的讲座教授。这种事在美国是经常发生的。当某校知道另一家更好的学校再过一个礼拜要发聘书时, 它就会要求你今天做决定否则收回聘书。一般人是顶不住这个压力的, 因为万一要是那家更好的学校临时变卦, 那就什么都没了。

事实上美国的大学对于发表论文是相当重视的, 而且对于年轻学者而言, 机会是相当多的。我也借此期望国内年轻学者能在论文发表上多放些时间和精力, 因为我认为一个蓬勃发展的经济体, 例如中国, 将来必定会相当重视论文发表的, 我目前已经看到了这个趋势。大家想想, 两三年以前国内可能根本就不知道什么是 Journal of Financial Economics, 但今天连研究生都知道这个期刊的分量。事实上, 我目前虽然在内地和香港的外务较多, 但我从来不敢不做研究, 我经常在周末呆在研究室做研究, 这已经形成了一个习惯。否则我如何能够有信心地开口批评呢? 我想我的努力研究也应该是国内朋友对我比较认可的地方。

除了研究欧亚股权结构外, 我和香港科技大学的范博宏教授 (Joseph Fan) 在 2000 年的 Journal of Business 上共同发表了《相关性度量: 对公司分散化的应用》一文。本文利用了投入产出表构建了企业相关度指标 (包括垂直相关和横向相关)。我们的结论是企业收购垂直相关或横向相关企业都有损其企业价值。针对这篇文章, 我和范教授目前正开展一个新课题——产业链的竞争。以往我们谈竞争时都是针对一个企业而言, 我觉得我们更应该以一个产业链为分析的目标, 来观察产业链之间的竞争所产生的种种问题。

我和 John Doukas 于 2003 年在 Journal of International Business Studies 所发表的论文, 题目为《对外直接投资, 多样化投资与公司业绩》。该文指出美国企业的对外直接投资若提升了企业的专业化, 则股价上升; 若降低了企业的专业化, 则股价下降。这两篇论文的结论与我 1994 年发表的多元化经营的论文结论类似。

我和 Yoser Gadhoun, Leslie Young 于 2005 年在 European Financial Management 发表了一篇有趣的论文——《谁控制了美国》, 该文指出美国并不是我们所想的那样、完全由社会大众所控股。我们的研究发现有 59% ~ 74% 的上市公司都有大的控股股东, 而这个比例甚至高于由银行大股东控股的 58% 的日本上市公司。而且美国有 36% 的上市公司是由大家族所控股, 这个比例和德国的 37.26% 家族控股比例类似, 但是远远地高于日本、法国和英国的大家族控股比例。我们还发现有

24.57% 的美国上市公司是由大家族控股和经营的,这个比例甚至高于亚洲的公司。16.33% 的美国上市公司是由金融机构控股的,而这个比例和由金融机构所控股的欧洲上市公司的比例差不多。

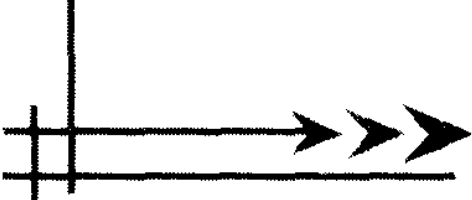
2006 年,我和 Wai Ming Fang, Yoser Gadhoun, Nataj Attig 联合发表了《大股东持股对于信息不对称和股票流动性的影响》一文。这篇文章接续了我在 2002 年所发表的一文的精神,我们发现家族控制权和所有权的分离不但会影响股价,而且会影响股票的流动性。对于亚洲家族而言,所有权与控制权的分离不但直接打击股价损害中小股民的利益,也会打击股票的流动性。

我和 Leslie Young, Mara Faccio 曾经在 2001 的 American Economic Review 发表了《股息和利益侵占》一文。我们当时同时研究了另外一个课题《负债和利益侵占》。但是运气不好,这篇文章一直拖到了 2007 才有可能在 Journal of International Business Studies 发表,我们现在根据审稿人的建议还在修改,至于能否顺利发表还是未定之数,还要过好几次,可见在外国发表论文有多么困难。我们的研究发现亚洲地区的家族公司常常会利用关联交易用关联银行的钱投资于风险大的项目。此种用银行的钱投资于风险大的项目现象在欧洲也是存在的,但和亚洲不同的是他们并不是利用关联交易。而且欧洲银行对于金字塔最底端的上市公司的贷款都很谨慎,因为他是在金字塔的最下层,风险太高,因此为了确保债权而不太愿意贷款给上市公司的。

## 金融学与投资学

国内学术界对于经济学界还是比较熟悉的,但对金融学界就比较陌生。我想先谈一下经济学和金融学之间的关系,而后再系统地介绍金融学。但是国内的进步是非常之快的。最近国内清华大学连续向香港各大学挖角。2005~2007 年的两年之间,清华大学就以 60 万人民币的年薪从香港大学挖走了白崇恩,以及从香港科技大学挖走了李道魁。近又以 104 万人民币的高年薪从我们香港中文大学挖走了李宏斌。

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 70 年代以前,金融学属于经济学的一个次级学科,但由于金融市场在 20 世纪 70



年代以后急速发展，因此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20世纪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。但国内有些大学管理专业的专业划分过细，例如证券、国际金融、金融工程等等。有些国内大学甚至还有会计金融学院，其中包括证券系等等。国内这种过细的专业划分在全世界都可以说是绝无仅有的。这种细分法立刻带来一个严重的问题——大部分课程都太类似，而且重复性太高。举例而言，证券系、国际金融系、金融工程系在各国都是属于金融系的范畴，而且就算金融系本身可以开出来的、重复性不大的课程也只有七八门而已。如果再把金融系分成三个专业，那么这些重复性不大的七八门课程几乎在每个专业都得重复。因此，为了表现出差异性，证券系就不得不开很多制度性的课，例如中国证券市场概论、国外证券市场概论、证券法规、证券市场操作守则等等。而国际金融系也就得开设国际金融市场概论、国际证券市场、国际贸易实务、国际金融实务等等。由于这些课程根本没有理论架构，因此学生只能学习历史和制度。例如中国证券市场概论的一半课程都在讨论股票交易所成立的历史。我不是说这些制度性课程不重要，而是这些太实务的课根本不需要在学校学，只要学生把理论基础打好，自己看都可以。就是由于本科生花了太多时间学习制度性的课程，因此对于数理方面的基础课程或是理论性的课程就相对读得太少。因此国内商科学生的素质明显偏差，无法和中国香港特别行政区与国外的研究生课程相适应。目前在中国香港特别行政区和国外大学招收商科研究生基本上是以内地理工专业的本科生为主，而不是商科学生。

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）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。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以及利率、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，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的分开。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东权益的影响,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,但一般反应都不太好。主要由于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学的要求相当高,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鉴定。理论模型虽偶尔会利用到较高深的数学理论,但理论终究不是公司财务的主流。公司财务中较受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研究就是探讨公司财务政策对股东权益的影响,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最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。投资学的实证鉴定均是针对以数学推导之理论为主,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为主,结构性不清楚。因此,当我们想鉴定一个理论时,你所能收集到的公司实际数据基本上是不够的,因此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得重要。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，因此国际一流的期刊对英文的要求就相当高，甚至要求要达到文学化的水平，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，而且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的能力）。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潮流。不太可能由你凭空想象一个有创意的题目而且顺利发表。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，金融学论文投稿非常困难。举例而言，投稿金融学的顶级期刊 *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 4 或 5 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 2 000 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。但也必须修改个两三次，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也会磨掉对方一层皮。

# 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六大类：

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、卖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比较值得回忆的著作，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历史角色。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内容简介，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的学者外，郎咸平教授亦尝试涉足投资学领域，其研究的范围涉及金融市场的定价和特性——其中