



企业理论丛书·企业理论译丛

主编 杨瑞龙

公司财务 和治理机制：

美国、日本和欧洲的比较

▶ *Studies in International
Corporate Finance and Governance
Systems: A Comparison of the U.S.,
Japan, & Europe*

唐纳德·H·邱 (Donald H. Chew) 主编
杨其静 林妍英 聂辉华 林毅英 等译

 中国人民大学出版社

企业理论丛书·企业理论译丛 主编 杨瑞龙

公司财务 和治理机制：

美国、日本和欧洲的比较

► *Studies in International*
Corporate Finance and Governance
Systems: A Comparison of the U.S.,
Japan & Europe

唐纳德·H·邱 (Donald H. Chew) 主编
杨其静 林妍英 聂辉华 林毅英 等译

图书在版编目 (CIP) 数据

公司财务和治理机制: 美国, 日本和欧洲的比较/邱主编: 杨其静等译.

北京: 中国人民大学出版社, 2005

(企业理论译丛)

ISBN 7-300-06498-1

I. 公…

II. ①邱…②杨…

III. 公司-财务管理-文集

IV. F276.6-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 035662 号

企业理论丛书·企业理论译丛

公司财务和治理机制

——美国、日本和欧洲的比较

唐纳德·H·邱 主编

杨其静 林妍英 聂辉华 林毅英 等译

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511239 (出版部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com>(人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 河北三河市新世纪印务有限公司

开 本 965×1300 毫米 1/16

版 次 2005 年 5 月第 1 版

印 张 43.75 插页 2

印 次 2005 年 5 月第 1 次印刷

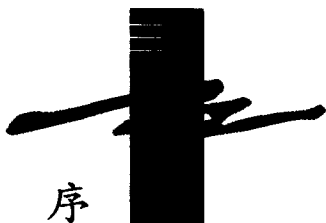
字 数 686 000

定 价 58.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换

总 序



近 30 年来，对企业的研究越来越成为国际学术界最活跃的领域之一。对企业问题的研究大致可分为两大领域：以研究企业的市场行为规律为主要内容的“产业组织理论”；以研究企业本身性质和内部制度安排规律的“企业理论”。

以研究企业的本质、企业的边界、企业的内部组织与制度安排等重要内容的现代企业理论是由科斯（Coase）所开创的，其标志就是《企业的性质》（1937）的发表。在这篇革命性的论文中，科斯提出了“交易费用”的概念，并且认识“企业”的本质就是对“市场”这种配置资源方式的一种替代。张五常教授进一步在《企业的契约性质》（1983）一文中告诉我们，企业在本质上只是用一种要素雇用契约替代商品契约。在科



斯之后，企业理论朝着多个彼此既独立又有关联的方向发展。

既然科斯已经将我们带入了企业这个原本是“黑箱”的内部，那么研究企业相关当事人之间的关系就成为了一个必然，委托代理理论由此发展起来。在这个框架中，所有权和控制权分离条件下投资者对企业经理的最优激励合约安排是研究的重点。虽然委托代理理论帮助我们深化了对很多问题的认识，但是它却很难将企业特有的契约关系与一般契约关系区分开，因而对于我们理解企业性质、企业边界等很多关键性问题的帮助有限。

与此同时，以威廉姆森（Williamson）为代表的经济学家认为科斯并没有把“交易费用”的成因讲清楚，从而提出了“专用性投资/资产”（specific investment/assets）概念。在这一分析框架中，“交易”被作为了分析单位，并且指出不同的交易性质要求不同的交易方式与之相适应。由此，他们强调了企业是保护和激励专用性投资的装置，研究的重点自然也就转向了纵向与横向一体化问题（integration）。目前，交易费用理论还进一步扩展到多企业之间关系的研究，从而形成了一个前沿性的研究领域——“网络经济学”。

由于交易费用理论以“交易”作为分析对象，而因对于企业内部的关系，尤其是权利（rights）/权力（power）关系难以进行分析。在这种背景下，以哈特（Hart）为代表的一些经济学家强调了契约的不完全性，并认为“剩余控制权”的配置是企业制度中最关键的内容。由此形成了一个以研究剩余控制权如何在企业中最优配置的学派，即“不完全契约理论”（the theory of incomplete contract）。又由于他们认为“剩余控制权”天然地来自于物质资产所有者，因此该学派也被称为“（新）产权学派”（the（new）school of property rights）。由于（剩余）控制权变量的引入，对公司治理的研究也就上升到一个新的台阶——企业融资理论和公司治理理论能够很好地融合在一起，而且阿洪和博尔顿（Aghion and Bolton, 1992）还由此发展出一个最新的“最优证券设计理论”（the theory of optimal security design）。

然而，有的学者 [比如津格勒斯（Zingales）和拉詹（Rajan）] 进一步认识到，在现实的企业中，权力（power）并不仅仅来自于非人力资本，而且还有其他来源——只要某种东西是企业所必需的关键性资源（key assets）。鉴于此，我们有必要更深入地研究企业内部权力的性质



和来源。事实上，津格勒斯等人还认识到，仅仅通过控制和配置对关键资源的“进入通道”（access）也可以产生激励和约束作用。这些都引起企业理论的一个新发展方向——企业的“权力理论”（the theory of power）。

由于企业理论和管理学联系非常紧密，管理学家也越来越多地进入到企业理论的研究领域中。管理学家更为现实地认识到企业并非像经济学理论中所抽象的那种“同质化”组织，而是具有很强的“异质性”。那么，异质性体现在何处呢？管理学家普拉赫勒德（Pralhalad）等人认为关键在于“核心竞争力”的差别性，也由此引发了一系列内容广泛的研究。

事实上，除了上述具有某种主流地位的企业理论流派之外，还处在其他一些非主流的企业理论流派，比如强调企业家精神和创新的奥地利学派。

自我国实行改革开放的国策以来，国有企业的改革一直成为经济体制改革的关键性环节。国有企业为什么出现普遍的低效率现象？国有企业的改革为什么要走产权明晰化道路？如何对国有企业进行股份制改造？如何在所有权与控制权分离的条件下激励与约束经理人行为？如何创造企业公平竞争的市场环境？等等。我国的经济学家一方面从改革的实践中找到上述问题的答案，另一方面开始引入国外的企业理论，以便从经济学的层面上给出一般性的解释，进而提出改革设想。例如杨瑞龙提出了国有企业分类改革，其中大型竞争性国有企业实行双层股份制模式的构想；周昭主张模仿前苏联搞“国民基金计划”；张维迎以及刘恒中等提出将国有资本“优先股权化”或者“债权化”；钱颖一、青木昌彦等人主张采用日本的主银行制度，即强化以银行为首的金融机构对内部人的相机治理来约束内部人行为。

到了20世纪90年代中期，随着非国有经济成分的扩大，我国经济学家尝试着探讨一些更具普遍性的企业问题，比如企业的性质，企业的最佳契约安排等等。首先，以张维迎为代表的学者强调应循着西方主流理论一贯倡导的“资本雇佣劳动”逻辑来完善企业的治理结构。以周其仁为代表的一些学者则认为“资本雇佣劳动”的命题是由含糊的资本概念支持着。他们沿着熊彼特的创新理论的思路，并结合人力资本不可压榨的思想，指出那些消极的物质资本向来都是掌握在那些拥有企业家人



力资本的人手中。随后，杨瑞龙、周业安在借鉴了20世纪80年代在国外兴起的“利益相关者理论”基础上指出，物质资本和人力资本都是应该得到承认和保护的平等产权主体；不仅如此，在企业中不仅物质资本的投资者承担了投资风险，而且包括普通工人在内的企业参与者也投入了具有专用性的人力资本，因此也应该参与企业管理并分享组织租金。也就是说，最优的企业治理结构应该是允许众多的企业利益相关者共同治理企业。

尽管至今为止这场争论并没有得出一个最终的结论，但这些研究大大地提升了我们对企业的认识。随着中国改革不断深化和开放程度迅速扩大，我们对企业问题研究的广度和深度都在迅速的扩展。除了那些经典的研究领域之外，现在关于企业的核心竞争力，企业的网络化，企业的创业和发展，以及企业制度的演进等等都是国内研究的重要问题。我们的研究也越来越国际化。只可惜在这些研究中真正属于我们自己的原创性思想并不多，因此下一步的工作就是要努力使我们真正能够站在国际学术研究的前沿，借助我国丰富的企业案例，推进现代企业理论的研究。我们的目标是既用这样的创新性研究成果为我国的企业服务，又能为推动中国的经济学走向国际舞台。我们编辑这一套“企业理论丛书”正是出于这样的考虑。

正因为我们判断现代企业理论愈来愈成为现代经济学讨论的关键性问题以及在我国未来的改革与发展中的重要应用价值，所以我们把“企业经济学”作为中国人民大学“十五”、“211工程”建设项目“中国经济学的建设与发展”的一个子项目。“企业理论丛书”正是由我主持的“企业经济学”项目的一种研究成果的体现。


“企业理论丛书”分为两个子系列。一个系列是“企业理论译丛”，其目的是向国内介绍国外企业理论的经典和最新研究成果，内容主要涉及企业基本问题研究，如企业理论的思想史、产权经济学、企业的性质、交易费用理论、企业的契约理论等，还包括企业的应用研究，如企业家与创业理论、企业财务理论（企业的财务结构，企业的融资契约理论）、企业治理研究、企业的人事管理和薪酬制度、企业战略研究、企业的核心竞争力、企业文化、企业的网络化研究等；另一个系列是“企业理论文丛”，其反映的是国内学者在企业经济学领域的高水平研究成果，除了国内经济学家对上述企业的理论及应用性问题提出自己独到的

创新性见解外，还对国内企业改革与企业管理的热点问题进行深层次的研究，如国有企业与国有资产管理体制改革研究、公司治理结构创新研究、企业家问题研究、民营企业问题研究等。

“企业理论丛书”既是我们向国内的经济学界同行及企业界朋友传递我们关注和研究企业理论信息的一个平台，也是为我国有志于研究企业理论的同行搭建的一个交流平台。我们希望借助这个属于我们大家的平台，开展学者之间、学者与企业家之间的交流，在推进我国的企业理论研究同时，更好地让企业理论为我国的企业改革与发展服务。杨其静，周业安、郑江淮、陈宇峰、王忠玉、李卫华等参加了第一批书目的推荐工作，愿更多的同行支持我们的工作。

杨瑞龙

2004年春节



译者序

随着我国现代企业制度的逐步建立，对公司财务和公司治理问题的关注也日益强烈，相关的论文、著作以及译著不断涌现出来。不可否认，这些文献大大地推动和深化了我们对相关问题的认识。但是我们也不得不承认，它们大都来自于国外文献中的某一种观点，甚至不少还有低水平重复之嫌；即便是一些高水平的译著，往往也只是阐述了某一种极端的观点。令人欣慰的是，唐纳德·H·邱（Donald H. Chew）主编的《公司财务和治理机制——美国、日本和欧洲的比较》为我们展示了一幅关于公司财务和公司治理问题的全景图。因此，当马学亮老师邀请我参与“企业理论译丛”的翻译工作，并建议我翻译该书时，我毫不犹豫地承接了下来，并且我起初甚至打算独自完成该书的翻



译工作。事实上，当译校了全书之后，我更加庆幸自己组织翻译了本书，因为与国内外关于公司财务和公司治理的其他著作相比，该书真实而全面地展示了该领域中的各种权威性观点，代表了该领域研究的最高水平，蕴涵着公司财务和公司治理的研究和实践的发展方向。

首先，本书所收录的 28 篇文论，均出自于全球公司财务、公司治理和企业管理等领域的一流学者和世界成功企业的首席执行官或总裁之手，比如，1990 年诺贝尔经济学奖得主默顿·米勒 (Merton Miller)， “代理成本” 分析法的奠基人迈克尔·詹森 (Michael Jensen)， “竞争理论” 的开创者迈克尔·波特 (Michael Porter)， “核心能力理论” 的先驱 C.K. 普拉赫勒德 (C.K.Prahalad)， 以及公司治理领域的实证研究权威安德瑞·史莱佛 (Andrei Shleifer)。而且，书中的绝大多数论文都已经发表在《应用公司财务杂志》 (*Journal of Applied Corporate Finance*)， 代表了这些学者的主要研究成果，从而确保了本书在内容上的权威性。与此同时，也正是这些人代表着该领域中最有影响的各种流派，因此本书是一幅主流与非主流观点异彩纷呈的图画，从而为我们提供了一个多视角、全方位理解公司财务和治理的窗口。特别值得一提的是，本书编者还特别收录了两次著名的公司治理研讨会——“关于 20 世纪 90 年代全球竞争的大陆银行研讨会” 与 “斯特恩—斯图尔特研讨会：关系投资与股东沟通” ——的与会者发言。研讨会上，这些一流学者和管理者相互争论，各种观点激烈碰撞，经济理论和管理实践紧密结合，智慧的火光不时闪耀，极富启迪性。

真正国际化、全球性的公司财务与治理机制的比较研究是本书的另一个显著特征。我们所见到的绝大多数文献基本上都是以美国体制为背景，以至于美国公司财务和治理体制成为了大多数人眼中的圭臬；而本书还分别对日本（和德国）体制、欧洲体制和南非体制作了深入地比较研究。这使我们有机会了解到，随着全球化竞争的加剧，各国公司治理制度有向美国体制靠近的趋势，但是各国也仍然保留了一些适应其特殊环境的优秀特征，而且美国也在吸收日本和德国体制中兼顾各利益相关者的思想。

本书还强调理论分析与实证检验相结合。本书除了第一部分是纯理论分析外，其余部分的论文大多采用理论和实证检验相结合的方法，且不少都是该领域中的经典文献。此外，书中的几个案例研究也非常优

秀。可以毫不夸张地说，很少有书能像本书那样，将经济学、金融学和管理学完美地融于一体。而且，正如编者所言，本书将不但对公司经理，而且对那些 MBA 和高级经理培训课程的学员来说都特别有益。我们也希望本书的翻译与出版将有助于推动我国的企业治理制度的完善与发展。

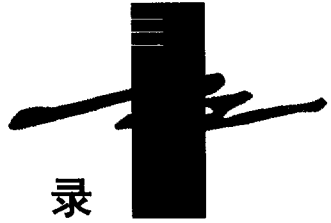
本书翻译初稿的提供者如下：第 1 部分，杨其静翻译了导言和第 1 篇文章的一小部分，其余由聂辉华译；第 2 部分中关于美国的“公司重组：20 世纪 80 年代”由林毅英译，“关系投资：20 世纪 90 年代”由李强译；第 3 部分和第 4 部分原计划由林妍英译，但在此过程中她不幸生病，因此第 4 部分 No.26-28 由苗小玲译；第 5 部分由聂辉华译。初稿译出后，我对所有的译文作了校对和推敲，努力使整本书前后术语统一，行文风格一致。我还在初稿基础上重译了第 2 部分的“关系投资：20 世纪 90 年代”，并对第 4 部分 No.26-28 的部分内容也作了重译。我们力求使译文既忠实于原文，又符合中文习惯。贾毓玲、王加一、冯为兴、林力、关兵、孙涛、崔静静、武为民、黄冲、张小杰、李力、洪涛整理了书中的文献。令我忐忑不安的是，由于受水平所限，惟恐译文中的错误和不受误导读者，但我们真诚地欢迎读者对此提出批评指正。

本书是集体努力的结果，我对参与本书翻译工作的所有人员表示深深的感激。我也感谢中国人民大学经济学院的关权副教授和程华老师，他们帮助我将书中大量的日语的英译文翻译成中文。我还要特别感谢中国人民大学出版社的编辑李淑清、李军、胡小农他们不仅为本书的翻译提供了大量帮助，而且对我迟迟未能交稿给予了我极大的耐心和理解。此外，本书的翻译工作也属于中国人民大学“十五”和“211 工程”建设项目“中国经济学的建设与发展”的子项目“企业经济学”的一部分。在此，我也衷心地感谢项目负责人杨瑞龙教授对本项工作的大力支持和关怀。

杨其静

2004 年 5 月 8 日于回龙观龙腾苑

目 录



第 1 部分 概论

1. 资本选择：正在改变美国的产业投资方式
迈克尔·E·波特 (Michael E. Porter)
哈佛商学院 (10)
2. 现代产业革命、退出和内部控制体制的失灵
迈克尔·詹森 (Michael Jensen)
哈佛商学院 (34)
3. 美国的公司治理有致命的缺陷吗？
默顿·H·米勒 (Merton H. Miller)
芝加哥大学 (75)
4. 公司治理还是公司价值增加？：对股东价值
至上观的重新思考
C.K. 普拉赫勒德 (C.K. Prahalad)
密歇根大学 (89)
5. 关于 20 世纪 90 年代全球竞争的大陆银行
研讨会 (109)



第 2 部分 美国

- I. 公司重组：20 世纪 80 年代 (150)
- 6. 20 世纪 80 年代的公司重组——及其对
90 年代的意义
戈登·唐纳德森 (Gordon Donaldson)
哈佛商学院 (157)
- 7. 20 世纪 80 年代的接管浪潮
安德瑞·史莱佛 (Andrei Shleifer) 哈佛商学院
罗伯特·W·维什尼 (Robert W. Vishny)
芝加哥大学 (183)
- 8. 公司多元化的逆转
阿玛尔·毕海德 (Amar Bhide) 哈佛大学 (198)
- 9. 萎缩行业的股东管理：格鲁曼公司的案例
雷索·卡珀瑞里 (Renso Caporali)
格鲁曼公司董事长兼 CEO (222)
- 10. 中等规模市场杠杆收购的教训：关于
斯科特公司的案例
乔治·贝克 (George Baker)
卡瑞·H·鲁克 (Karen H. Wruck) 哈佛商学院 (228)
- 11. 杠杆收购的持久力
史蒂文·N·卡普兰 (Steven N. Kaplan)
芝加哥大学 (253)
- II. 关系投资：20 世纪 90 年代 (271)
- 12. 收购者，目标与政治：美国公司治理的历史与
未来
约翰·庞德 (John Pound) 哈佛大学 (274)
- 13. 机构投资者和公司治理：关于机构话语权的案例
伯纳德·S·布莱克 (Bernard S. Black)
哥伦比亚法学院 (296)

14. 董事会中的互助基金
 马克·J·罗伊 (Mark J. Roe)
 哥伦比亚法学院 (323)
15. 资本结构中权益成分的管制：证券交易委员会
 对一股一票争论的反应
 罗纳德·J·吉尔森 (Ronald J. Gilson)
 斯坦福大学和哥伦比亚大学 (334)
16. 建立与大股东的关系：洛克希德公司案例研究
 沃尔特·斯克朗斯基 (Walter Skowronski)
 洛克希德公司
 约翰·庞德 (John Pound) 哈佛大学 (347)
17. 斯特恩-斯图尔特研讨会：关系投资与股东
 沟通 (362)

第3部分 日本 (和德国)

18. 治理、契约和投资的视野：日本和德国一瞥
 W·卡尔·克斯特 (W. Carl Kester)
 哈佛商学院 (415)
19. 企业属于谁？信息时代的一个管理新使命
 青木幸一 (Joichi Aoi) 东芝公司董事长 (443)
20. 公司治理与公司业绩：对德国、日本和美国的
 比较
 史蒂文·N·卡普兰 (Steven N. Kaplan) (455)
21. 日本成功的隐性成本
 W·卡尔·克斯特 (W. Carl Kester)
 哈佛商学院 (467)
22. 调整日本公司治理的结构失衡
 霍华德·D·谢尔曼 (Howard D. Sherman)
 布鲁斯·安德鲁·巴博科克 (Bruce Andrew Babcock)
 机构股东服务公司 (482)



第 4 部分 欧洲 (和南非)

- 23. 英国、德国和法国的公司所有权和控制权
朱莉娅·弗兰克斯 (Julia Franks) 伦敦商学院
科林·迈尔 (Colin Mayer) 牛津大学 (507)
- 24. 集代理人和委托人于一身的股东：南非的公司
治理机制
格雷厄姆·巴 (Graham Barr)
乔斯·基尔森 (Jos Gerson)
布赖恩·坎特 (Brian Kantor) 开普敦大学 (531)
- 25. 公司重组、收购和经理人股权：欧洲的情况
迈克·赖特 (Mike Wright)
肯·罗毕 (Ken Robbie) 诺丁汉大学
史蒂夫·汤普森 (Steve Thompson)
曼彻斯特大学 (558)
- 26. 关于欧洲重组的观点：采访四位欧洲
执行官 (580)
- 27. 欧洲 1992 的经济进口
艾伦·C·夏皮罗 (Alan C. Shapiro)
南加利福尼亚大学 (597)
- 28. 公司治理变革冲击欧洲
霍华德·D·谢尔曼 (Howard D. Sherman)
机构股东服务机构 (619)

第 5 部分 EVA：一种新的公司 治理理论

- 29. EVA® 财务管理制度

	乔尔·M·斯特恩 (Joel M. Stern)	
	G·班尼特·斯图尔特 (G. Bennett Stewart III)	
	唐纳德·H·邱 (Donald H. Chew, Jr.)	
	斯特恩-斯图尔特公司	(633)
30.	总体薪酬策略	
	史蒂芬·F·欧博尼 (Stephen F. O'Byrne)	
	斯特恩-斯图尔特公司	(663)



第 1 部分

概 论