



基于价值创造的我国上市公司增长及其波动研究

JIYU JIAZHI CHUANGZAO DE WOGUO SHANGSHI
GONGSI ZENGZHANG JIQI BODONG YANJIU

李东红 著



云南民族大学
学术文库

中国社会科学出版社



013030935

F279.246
359



JYU JIAZHI CHUANGZAO DE GUO SHANG SHI
G TANG JIQI BODONG YANJU SHANGSHI

李东红 著

中国社会科学出版社

基于价值创造的我国上市公司增长及其波动研究



北航

C1638718

F279.246

359

图书在版编目(CIP)数据

基于价值创造的我国上市公司增长及其波动研究/
李东红著. —北京: 中国社会科学出版社, 2012. 5
ISBN 978-7-5161-2124-5

I. ①基… II. ①李… III. ①上市公司—经济增长—
研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 035106 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 陈肖静
责任校对 王兰馨
责任印制 戴 宽

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号 (邮编 100720)
网 址 <http://www.csspw.cn>
中文域名: 中国社科网 010-64070619
发 行 部 010-84083685
门 市 部 010-84029450
经 销 新华书店及其他书店

印 刷 北京君升印刷有限公司
装 订 廊坊市广阳区广增装订厂
版 次 2012 年 5 月第 1 版
印 次 2012 年 5 月第 1 次印刷

开 本 710×1000 1/16
印 张 10.5
插 页 2
字 数 178 千字
定 价 38.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书,如有质量问题请与本社联系调换
电话:010-64009791
版权所有 侵权必究

云南民族大学学术文库委员会

学 术 顾 问 郑杭生 孙汉董 汪宁生 马 戎 杨圣敏
李路路 姚 洋 文日焕 陈振明 陈庆德
彭金辉

学术文库委员会：

主 任	甄朝党	张英杰			
副 主 任	和少英	马丽娟	王德强	张桥贵	
	王四代				
成 员	安学斌	尤仁林	李若青	李 骞	张建国
	高梦滔	孙仲玲	谷 雨	赵静冬	陈 斌
	刘劲荣	李世强	杨光远	马 薇	杨柱元
	高 飞	郭俊明	聂顺江	普林林	高登荣
	赵世林	鲁 刚	杨国才	张金鹏	焦印亭

《云南民族大学学术文库》总序

云南民族大学党委书记、教授、博导 甄朝党

云南民族大学校长、教授、博导 张英杰

云南民族大学是一所培养包括汉族在内的各民族高级专门人才的综合性大学，是云南省省属重点大学，是国家民委和云南省人民政府共建的全国重点民族院校。学校始建于1951年8月，受到毛泽东、周恩来、邓小平、江泽民、胡锦涛等几代党和国家领导人的亲切关怀而创立和不断发展，被党和国家特别是云南省委、省政府以及全省各族人民寄予厚望。几代民族大学师生不负重托，励精图治，经过近60年的建设尤其是最近几年的创新发展，云南民族大学已经成为我国重要的民族高层次人才培养基地、民族问题研究基地、民族文化遗产基地和国家对外开放与交流的重要窗口，在国家高等教育体系中占有重要地位，并享有较高的国际声誉。

云南民族大学是一所学科门类较为齐全、办学层次较为丰富、办学形式多样、师资力量雄厚、学校规模较大、特色鲜明、优势突出的综合性大学。目前拥有1个联合培养博士点，50个一级、二级学科硕士学位点和专业硕士学位点，60个本科专业，涵盖哲学、经济学、法学、教育学、文学、历史学、理学、工学和管理学9大学科门类。学校1979年开始招收培养研究生，2003年被教育部批准与中国人民大学联合招收培养社会学博士研究生，2009年被确定为国家立项建设的新增博士学位授予单位。国家级、省部级特色专业、重点学科、重点实验室、研究基地，国家级和省部级科研项目立项数、获奖数等衡量高校办学质量和水平的重要指标持续增长。民族学、社会学、经济学、管理学、民族语言文化、民族药资源化学、东南亚南亚语言文化等特色学科实力显著增强，在国内外的影响力不断扩大。学校科学合理的人才培养体系和科学研究体系得到较好形成和健全完善，特色得以不断彰显，优势得以不断突出，影响力得以不断扩大，地位与水平得以不断提升，学校改革、建设、发展不断取得重大突破，学

科建设、师资队伍建设、校区建设、党的建设等工作不断取得标志性成就,通过人才培养、科学研究、服务社会、传承文明,为国家特别是西南边境民族地区发挥作用、作出贡献的力度越来越大。

云南民族大学高度重视科学研究,形成了深厚的学术积淀和优良的学术传统。长期以来,学校围绕经济社会发展和学科建设需要,大力开展科学研究,产出大量学术创新成果,提出一些原创性理论和观点,受到党和政府的肯定,以及学术界的好评。早在20世纪50年代,以著名民族学家马曜教授为代表的一批学者就从云南边疆民族地区实际出发,提出“直接过渡民族”理论,得到党和国家高层领导刘少奇、周恩来、李维汉等的充分肯定并采纳,直接转化为指导民族工作的方针政策,为顺利完成边疆民族地区社会主义改造、维护边疆民族地区团结稳定和持续发展发挥了重要作用,作出了突出贡献。汪宁生教授是新中国成立后较早从事民族考古学研究并取得突出成就的专家,为民族考古学中国化作出重要贡献,他的研究成果被国内外学术界广泛引用。最近几年,我校专家主持完成的国家社会科学基金项目数量多,成果质量高,结项成果中有3项由全国哲学社会科学规划办公室刊发《成果要报》报送党和国家高层领导,发挥了资政作用。主要由我校专家完成的国家民委《民族问题五种丛书》云南部分、《云南民族文化史丛书》等都是民族研究中的基本文献,为解决民族问题和深化学术研究提供了有力支持。此外,还有不少论著成为我国现代学术中具有代表性的成果。

改革开放30多年来,我国迅速崛起,成为国际影响力越来越大的国家。国家的崛起为高等教育发展创造了机遇,也对高等教育提出了更高的要求。2009年,胡锦涛总书记考察云南,提出要把云南建成我国面向西南开放的重要桥头堡的指导思想。云南省委、省政府作出把云南建成绿色经济强省、民族文化强省和我国面向西南开放重要桥头堡的战略部署。作为负有特殊责任和使命的高校,云南民族大学将根据国家和区域发展战略,进一步强化人才培养、科学研究、社会服务和文化遗产的功能,围绕把学校建成“国内一流、国际知名的高水平民族大学”的战略目标,进一步加大学科建设力度,培育和建设一批国内省内领先的学科;进一步加强人才队伍建设,全面提高教师队伍整体水平;进一步深化教育教学改革,提高教育国际化水平和人才培养质量;进一步抓好科技创新,提高学术水平和学术地位,把云南民族大学建设成为立足云南、面向全国、辐射东南亚南

亚的高水平民族大学，为我国经济社会发展特别是云南边疆民族地区经济社会发展作出更大贡献。

学科建设是高等学校龙头性、核心性、基础性的建设工程，科学研究是高等学校的基本职能与重要任务。为更好地促进学校科学研究工作、加强学科建设、推进学术创新，学校党委和行政决定编辑出版《云南民族大学学术文库》。

这套文库将体现科学研究为经济社会发展服务的特点。经济社会需要是学术研究的动力，也是科研成果的价值得以实现的途径。当前，我国和我省处于快速发展时期，经济社会发展中有许多问题需要高校研究，提出解决思路 and 办法，供党委政府和社会各界参考和采择，为发展提供智力支持。我们必须增强科学研究的现实性、针对性，加强学术研究与经济社会发展的联系，才能充分发挥科学研究的社会作用，提高高校对经济社会发展的影响力和贡献度，并在这一过程中实现自己的价值，提升高校的学术地位和社会地位。云南民族大学过去有这方面的成功经验，我们相信，随着文库的陆续出版，学校致力于为边疆民族地区经济社会发展服务、促进民族团结进步、社会和谐稳定的优良传统将进一步得到弘扬，学校作为社会思想库与政府智库的作用将进一步得到巩固和增强。

这套文库将与我校学科建设紧密结合，体现学术积累和文化创造的特点，突出我校学科特色和优势，为进一步增强学科实力服务。我校2009年被确定为国家立项建设的新增博士学位授予单位，这是对我校办学实力和水平的肯定，也为学校发展提供了重要机遇，同时还对学校建设发展提出了更高要求。博士生教育是高校人才培养的最高层次，它要求有高水平的师资和高水平的科学研究能力和研究成果支持。学科建设是培养高层次人才的重要基础，我们将按照国家和云南省关于新增博士学位授予单位立项建设的要求，遵循“以学科建设为龙头，人才队伍建设为关键，以创新打造特色，以特色强化优势，以优势谋求发展”的思路，大力促进民族学、社会学、应用经济学、中国语言文学、公共管理学等博士授权与支撑学科的建设与发展，并将这些学科产出的优秀成果体现在这套学术文库中，用这些重点与特色优势学科的建设发展更好地带动全校各类学科的建设与发展，努力使全校学科建设体现出战略规划、立体布局、突出重点、统筹兼顾、全面发展、产出成果的态势与格局，用高水平的学科促进高水平的大学建设。

这套文库将体现良好的学术品格和学术规范。科学研究的目的是探寻真理，创新知识，完善社会，促进人类进步。这就要求研究者必须有健全的主体精神和科学的研究方法。我们倡导实事求是的研究态度，文库作者要以为国家负责、为社会负责、为公众负责、为学术负责的高度责任感，严谨治学，追求真理，保证科研成果的精神品质。要谨守学术道德，加强学术自律，按照学术界公认的学术规范开展研究，撰写著作，提高学术质量，为学术研究的实质性进步做出不懈努力。只有这样，才能做出有思想深度、学术创见和社会影响的成果，也才能让科学研究真正发挥作用。

我们相信，在社会各界和专家学者的关心支持及全校教学科研人员的共同努力下，《云南民族大学学术文库》一定能成为反映我校学科建设成果的重要平台和展示我校科学研究成果的精品库，一定能成为我校知识创新、文明创造、服务社会宝贵的精神财富。我们的文库建设肯定会存在一些问题或不足，恳请各位领导、各位专家和广大读者不吝批评指正，以帮助我们将文库编辑出版工作做得更好。

二〇〇九年国庆于春城昆明

序

企业是国民经济的细胞，它们相互作用构成了宏观经济的微观基础。因此，企业能否健康地、可持续地增长，关涉宏观经济增长与可持续发展。经济增长理论已形成了较为系统和完整的理论体系，对企业增长的研究却犹如盲人摸象一般。正如彭罗斯所说：“在经济学的文献中，‘现实世界’的企业长期处于‘纯理论’这一高耸而干旱的高原和‘经验主义研究’这一交错而杂乱的森林之间那片尴尬的无人区中。两地居民间的边境冲突时有发生，……看起来任何参与者很难清楚地发现他的对手在哪儿，其结果是在某一方向上产生一系列不同的推动力，但又没有真正地相互撞击。”企业增长问题涉及经济学、产业经济学、社会学、管理学、系统科学等多个学科的理论，找到一个理论切入点，并通过经验性研究去发现企业增长过程中的真实问题，从而使理论与现实很好地结合起来，解决彭罗斯所说两者的“冲突”。李东红博士以企业价值创造与增长的波动性作为理论切入点，抓住了价值创造是企业可持续增长的基础这个核心，并选取 2000—2006 年我国上市公司为研究样本进行实证检验，对企业增长及其波动进行了深入、系统的研究。本书是她在其博士论文基础上形成的学术专著，与现有的企业增长研究文献相比，本书的研究具有以下特点：

第一，本书从增长波动的视角，把创造价值作为判断企业增长是否合理的标准。投资者、政府和内部管理者都希望企业持续高速增长，与此同时，高速增长也是企业应对激烈的市场竞争的一种本能反应，因而不少企业陷入了为了增长而增长的恶性循环，使得企业增长不可持续，并导致国民经济结构不合理。本书的最终研究结论均表明，应该把是否创造价值作为企业增长合理性的判断标准，这对企业制定正确的增长战略具有十分重要的指导意义。企业增长的机理较为复杂，采用增长波动率与价值创造关系的思路来研究企业增长问题，在理论上有一定的创新性。

第二,本书引入静态和动态增长波动的概念及计量指标,从而对企业增长波动有了更全面的认识和把握。静态增长波动是对企业营业收入实际增长的路径描述;而动态增长波动则是在运用系统科学理论和企业内生增长理论观点的基础上,指出波动是企业实际增长对自身资源所支撑的内在增长的偏离程度,偏离越大,即增长不足或增长过度,都会损害企业的价值创造,企业增长的可持续性将会受挫。对我国上市公司的实证研究表明,无论静态增长波动还是动态增长波动,均与企业创造的价值有显著的反向关系。这一结论,支持了增长波动率与价值创造关系研究思路的可行性。

第三,基于企业内生增长的观点,本书从理论和实证上探讨了影响企业增长波动的内部因素,它们包括公司规模、流动性、负债率等公司特质因素,治理结构因素和公司的多元化水平因素。尽管实证结论不显著,但从另外一个侧面反映出我国上市公司增长波动可能更多取决于外部政策和环境因素,说明我国企业增长的可持续性还未真正地依赖企业自身的能力。可以预见,随着我国经济高增长时代的结束,企业的可持续增长将更多地取决于企业内部资源的优化、结构调整和人力资源的创新能力等因素。

当然,本书作为作者阶段性研究的成果和探索性研究,还有若干亟待完善和改进的问题,包括企业内部管理层的激励机制对增长波动的影响、增长波动的外部影响因素研究、事件因素对增长波动的影响,等等。希望作者在本书的基础上,进一步深入和扩展后续研究,以便对企业增长及其波动的机制有更全面的认识。

毛道维谨识

2012年7月22日于川大竹林村

目 录

《云南民族大学学术文库》总序	(1)
序	(1)
第一章 绪论	(1)
第一节 研究背景和选题的意义	(1)
第二节 研究主题的界定	(6)
第三节 研究思路和研究方法	(9)
第四节 研究的创新点	(11)
第二章 企业增长及其波动的文献综述	(13)
第一节 企业增长理论研究文献	(13)
第二节 企业增长影响因素的实证研究文献	(26)
第三节 文献评述	(36)
第三章 我国上市公司增长及其波动的概况	(40)
第一节 我国上市公司实际增长状况的分析	(40)
第二节 我国上市公司增长波动的分析	(52)
第三节 本章小结	(59)
第四章 企业增长及其波动与价值创造	(61)
第一节 价值创造的衡量——经济增加值 (EVA)	(61)
第二节 企业增长波动与价值创造的实证研究	(69)
第三节 企业增长与价值创造	(76)
第四节 本章小结	(80)
附录	(82)

第五章 企业增长波动的影响因素实证研究	(84)
第一节 公司特质、治理结构和多元化程度对增长波动影响的 理论分析	(85)
第二节 实证研究设计	(96)
第三节 实证结果与分析	(101)
第四节 本章小结	(112)
 第六章 公司可持续增长案例	
——云南白药的价值创造型增长之路	(116)
第一节 云南白药集团股份有限公司基本情况介绍	(116)
第二节 云南白药的增长之路	(118)
第三节 云南白药价值创造型增长的分析	(125)
第四节 本章小结	(131)
 第七章 研究结论及未来研究的方向	(133)
第一节 研究结论	(133)
第二节 研究启示	(137)
第三节 研究的局限性和未来研究方向	(138)
 参考文献	(140)
后记	(149)

图目录

图 1—1	研究思路	(10)
图 3—1	动态增长波动各区间观测值分布情况	(59)
图 4—1	价值创造的三个维度	(63)
图 5—1	企业生命周期曲线	(86)
图 5—2	企业增长与利润之间的权衡	(88)
图 5—3	管理者控制的公司、股东控制的公司对增长率和 利润率的决策	(89)
图 5—4	流动比率的选择	(97)
图 6—1	云南白药集团股份有限公司的组织结构	(117)
图 6—2	云南白药实际营业收入增长率与可持续增长率的比较	(129)

表目录

表 3—1	样本公司在各年度的分布	(41)
表 3—2	年营业收入增长率和年利润增长率的描述性统计	(41)
表 3—3	按营业收入增长率四分位划分的增长率描述性统计	(42)
表 3—4	按利润增长率四分位划分的增长率描述性统计	(43)
表 3—5	样本公司的行业分布	(45)
表 3—6	样本公司按行业分类的增长率描述性统计	(46)
表 3—7	2001 年各行业增长的统计	(47)
表 3—8	2002 年按行业的增长率统计	(48)
表 3—9	2003 年按行业的增长率统计	(48)
表 3—10	2004 年按行业的增长率统计	(49)
表 3—11	2005 年按行业的增长率统计	(49)
表 3—12	2006 年按行业的增长率统计	(50)
表 3—13	30 家增长率异常公司的情况	(54)
表 3—14	样本公司静态增长波动的描述性统计	(55)
表 3—15	按静态增长波动区间的公司数目分布情况	(55)
表 3—16	净资产为负数的 76 家公司	(56)
表 3—17	营业收入增长率与可持续增长率的描述性统计	(56)
表 3—18	威尔科克森符号等级检验的秩	(57)
表 3—19	威尔科克森符号等级检验法检验结果 ^b	(57)
表 3—20	2000—2006 年 1130 家样本公司增长动态波动的描述性 统计	(58)
表 4—1	模型中各变量定义	(70)
表 4—2	模型 1 各变量的描述性统计结果	(72)
表 4—3	模型 2 各变量的描述性统计结果	(73)

表 4—4	模型 1 各变量 Pearson 相关性检验结果	(73)
表 4—5	模型 2 各变量 Pearson 相关性检验结果	(74)
表 4—6	模型 1 和模型 2 的多元回归分析结果	(75)
表 4—7	各变量的定义及其计算	(77)
表 4—8	各变量分别按年营业收入增长率和净利润增长率四分位 分组的统计结果	(77)
表 4—9	企业增长与价值创造	(79)
表 5—1	模型各变量的定义	(98)
表 5—2	样本筛选情况	(99)
表 5—3	2003 年模型 1 各变量的描述性统计	(101)
表 5—4	2004 年模型 1 各变量的描述性统计	(101)
表 5—5	2005 年模型 1 各变量的描述性统计	(102)
表 5—6	2006 年模型 1 各变量描述性统计	(102)
表 5—7	2003 年模型 2 各变量描述性统计	(103)
表 5—8	2004 年模型 2 各变量描述性统计	(103)
表 5—9	2005 年模型 2 各变量描述性统计	(104)
表 5—10	2006 年模型 2 各变量描述性统计	(104)
表 5—11	模型 1 各变量 2003 年 Pearson 相关性检验结果	(106)
表 5—12	模型 2 各变量 2003 年 Pearson 相关性检验结果	(107)
表 5—13	静态增长波动的回归结果	(108)
表 5—14	动态增长波动的回归结果	(110)
表 6—1	云南白药各事业部的经营业绩	(118)
表 6—2	云南白药、医药行业 and 所有上市公司的 EVA、单位 净资产 EVA 的比较	(126)
表 6—3	云南白药 2003—2009 年价值驱动因素	(127)
表 6—4	云南白药 2003—2009 年增长波动的影响因素	(129)

第一章 绪论

第一节 研究背景和选题的意义

一 研究背景

从宏观到微观，增长无疑已经成为当今社会发展的核心主题。在宏观层面，增长是增加和积累社会财富的重要途径，是社会全面发展的物质前提，也是社会实现充分就业的重要手段。事实上，对追求经济增长的探讨已远超出了经济学的范畴。本杰·M. 弗里德曼（Benjamin M. Friedman，2005）在其著作《经济增长的道德意义》的开篇就提出两个问题：“为了我们自己物质上的好处，我们有权使得未来的人类甚至其他物种背上沉重的负担吗？我们对增长的重视，以及为达到它所采取的行动，会不会削弱我们的道德正直性？”^①而后，在分析了大量翔实而丰富的历史事实基础上得到这样一个结论：“经济增长使一个社会更加开放、宽容和民主，这样的社会也更能促进创业和创新，从而达到更大程度的经济繁荣。”^②可见，经济增长对人类社会进步的重要作用。

在微观层面，增长是企业存在和发展的基本前提。增长既是企业为适应不确定环境采取的以变求生的本能反应，也是企业创造价值的重要手段。没有增长的企业，其现有的市场份额会被竞争对手逐渐侵蚀，原有的竞争地位会受到威胁；企业从增长中获得的盈利增长能力将丧失，企业对投资者的吸引力减弱，价值的低估可能使企业成为被收购的对象；更为严重的

^① [美] 本杰·M. 弗里德曼：《经济增长的道德意义》，李天有译，中国人民大学出版社2008年版，第4页。

^② 同上书，第15页。

是,没有增长的企业,其原有的活力不再,员工创造性削弱,企业最终失去进步的动力。在竞争激烈、技术进步加速和市场管制减弱的环境里,企业只有一种选择“要么增长,要么死亡。……增长比不增长的风险更小”^①。增长已经成为支配企业经营管理活动的首要任务。

自亚当·斯密的《国富论》问世以来,对于寻找创造和增加社会财富途径的努力就没有停息过。从观察最简单的扣针制造企业开始,斯密揭示出国民财富增长的原因在于专业化分工。每个人若都从事自己擅长的的工作,并且生产产品与其他人生产的产品进行交换,那么我们每个人的福利都将得到改善,人类增长的前景将是无限光明的。可是,托马斯·马尔萨斯(Thomas Malthus)的人口论和大卫·李嘉图(David Ricardo)关于经济增长将陷入停滞状态的观点,又使人类对增长充满着担忧。在凯恩斯奠定的宏观经济学基础上,哈罗德和多马建立起了经济长期稳定增长的模型 $g = s/v$,即若要使经济增长维持一个固定的增长率,则这一增长率所要求的投资率一定要等于储蓄率。可是,经济中由有效需求决定的实际增长率,是企业家在未经协调的情况下投资决策的结果,当实际增长率与“有保障的增长率”不一致时,经济的不平衡会进一步加剧,引起哈罗德—多马模型的“刀刃”问题。

索罗(Solow)指出,经济组织可以用劳动与资本的相互替代来生产等量产品;整个经济时刻都处于劳动和资本供求均衡的状态。在这两个假设前提下“刀刃”的问题得到了解决,充分就业的稳定增长也就得以实现。

20世纪80年代后罗默和卢卡斯(Romer and Lucas)提出的“内生增长论”认为,规模收益递增和内生技术进步是经济增长的原因。以后,储蓄率、人口增长率和技术进步等被作为内生变量引入经济增长的模型中。如:企业增加投资行为提高了知识水平,知识的正外部性使资本、劳动等投资具有收益递增的特点;经济持续增长是人力资本不断积累的结果;“干中学”积累的经验使劳动力和固定资产的效率不断提高。这意味着政府可以通过诸如对研发的投入和补贴、对教育的投入、鼓励资本积累的税收政策等措施,来促进经济的增长。

^① [美] 拉姆·查兰、诺埃尔·M. 提切:《持续增长》,鲁刚伟译,中国社会科学出版社2005年版,第6页。