

公司资本经营的

GONGSI ZIBEN JINGYING DE

稳健性理论研究

WENJIANXING LILUN YANJIU

刘胜军 著

黑龙江人民出版社

公司资本经营的 稳健性理论研究

刘胜军 著

黑龙江人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

公司资本经营的稳健性理论研究/刘胜军著. —哈尔滨:黑龙江人民出版社,2008.9

ISBN 978 - 7 - 207 - 07948 - 0

I. 公... II. 刘... III. 公司—资本经营—文集
IV. F276.6 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 141973 号

责任编辑:黄铁峰 李春兰
封面设计:李莹

公司资本经营的稳健性理论研究

Gongsi Ziben Jingying De Wenjianxing Lilun Yanjiu

刘胜军 著

出版发行 黑龙江人民出版社
通讯地址 哈尔滨市南岗区宣庆小区1号楼
邮 编 150008
网 址 www.longpress.com
电子邮箱 hljrmcbs@yeah.net
印 刷 黑龙江神龙联合制版印务有限责任公司
开 本 650×980毫米 1/16
印 张 12
字 数 160千字
版 次 2008年7月第1版 2008年7月第1次印刷
书 号 ISBN 978 - 7 - 207 - 07948 - 0/F · 1322
定 价 25.00元

(如发现本书有印制质量问题,印刷厂负责调换)

本社常年法律顾问:北京市大成律师事务所哈尔滨分所律师赵学科、赵景波

前 言

现代资本理论是上个世纪50年代后发展起来的一种新的理论,是微观经济理论的一个分支,又是现代投资分析和公司理财的基础。资本理论面临的一个典型问题是:在缺乏精确的定量数据的情况下,必须有分析地推论一个复杂系统的运动方向和状态。但是,诺贝尔经济学获奖者保罗·萨缪尔森指出:“经济学成就大体上可以分为两类:(1)从厂商或个人极大化假设得出的定理;(2)与经济单位之间相互作用有关的稳定条件。……但后者一直到最近还没有过非常充分的研究。”这说明稳定性假设同极大化假设在理论具有同样重要的意义。

在现实中,我们经常发现一些具有获利能力的企业却在困境中挣扎,而一些亏损企业仍然能够持续经营。这说明在资本运营过程中存在某种约束—缓冲机制。在理论上可由“稳健度”表达这种约束—缓冲机制,来反映资本运营的稳健程度。在逻辑上它应与企业获利能力相关,与其现金流量相关。持续的获利能力是企业价值提升的驱动因素,而适度的现金流量则是企业持续经营的保障力量。研究“企业资本及其稳健经营理论与方法”这一课题的意义在于:找出存在于获利能力和现金流量之间的约束—缓冲机制(资本稳健程度),建立稳健性为核心的资本评价理论模式,并以此作为评价企业资本的核心标志。本文首次从经营角度和财务角度对公司稳健经营进行一定的界定,并将自适应控制理论这一广泛应用于自然科学领域的现代控制理论引入到传统的财务控制中来,提出了财务自适应控制概念,并运用自适应控制的思想与方法构建财务自适应控制系统和模型,旨在为加强财务控制对环境变化的适应性以及提高公司经营的稳健性提出有价值的参照。

本书是以著者的博士论文核心概念为基础,体系完整、逻辑严密,并结合作者多年的成功财务教学科研经验而完成的,作为黑龙江省教育厅骨干教师科研项目的科研成果,本书适合财务、会计和管理方面的专业人士从事理论和实际工作参考。由于著者水平所限,书中不当之处,敬请批评指正。

作 者

2008年7月

内容简介

本文以现代投资分析和公司理财理论为基础,运用综合概括与具体分析相结合、实证分析与理论分析相结合、模型显示与逻辑实证相结合、研究的系统性和重点性相结合的方法,对影响企业资本及其稳健经营的相关因素进行了系统的研究。其主要内容是:

1. 结合经济理论和企业理论提出 企业是一种资本的物化形态,表现为特定经营资产的稳健组合。企业是一种类似生物体的资本增值工具,处于成长阶段的企业活动的主要目的是使资本增值最大化;处于成熟阶段的企业活动目的是使其资本稳健的增值的观点。经营资产组合的经济稳定性是企业生存与发展的原动力,这是本文的逻辑起点。

2. 核心概念界定 用稳健度和稳健因子这两个核心概念作为表述资本稳定性理论框架的基础,反映企业资本运营稳健的程度。本文在理论上定义其为:稳健度 = 资本期望收益率与标准化后的现金流量之间的协方差;稳健因子 = 资本期望收益率与标准化后的现金流量之间相关系数。稳定度可以独立使用,稳健因子则可作为目标参数的系数。

3. 在现代资产组合理论的基础上,拓宽了有效资产组合边界概念 有效资产组合边界一般认为由收益率和风险决定,这忽略了资本的流动性价值。因此本文对有效资产组合边界进行补充修正,指出有效资产组合边界应由收益率、风险和流动性这三个因素决定的观点。

4. 在对财务困境和资本成本构成研究的基础上,提出资本安全边际概念(资本安全边际 = 稳健收益率 - 资本成本),以资本安全边际作为判断财务困境的标准进行实证分析。

5. 现金流量是决定资本成本和资本流动的内在因素 本文研究

了现金流量表的构建过程,并基于现金流量表对企业资本经营做了实证分析。

6. 提出财务自适应控制的相关涵义与功能特征

7. 构建财务自适应控制系统和财务自适应控制理论模型

8. 企业资本及其稳健经营评价的理论框架 认为企业资本的质量取决于资本获利能力和资本流动能力,两者的匹配形成资本的稳健状况。这种稳健状况能够用“资本稳健度”来表示。以“资本稳健度”为基点,才能对资本收益、资本成本等进行系统评价。

本文的研究使企业资本管理进一步系统化、规范化和数量化。对于在全球经济一体化环境中的我国上市公司和国有企业的资本管理有重要参考价值。

关键词 公司;资本收益;资本成本;资本流动;资本稳定性;财务困境

Abstract

The modern capital theory rising up after the 1950s, is a embranchment of the microeconomics, and is the foundation of investment analysis. The typical question faced by capital theory is: Under the complexion being short of accurate measured data, we must analytically deduce a complicated system's moving direction and existing position. But as Paul Samulson who gained the Nobel economic award pointed out: The accomplishment in economics can be classified into two categories (1) The theorem deduced from firm's and individual's maximum hypothesis, (2) The stably condition existing among economic entities mutually effects. However, the last aspect has not been satisfying studied up to recentness. This indication means the hypothesis of stability is as important as maximum.

In practice, we have found that some profitable corporations are floundering going in financial distress. And that corporation in loss is going concern. This phenomenon tells us that there is some restricting - buffer mechanism. This mechanism can be expressed with stability level (CSL). In capital operation, logically CSL has mutuality with profitability and cash flow and moderate cash flow serves as a guarantee for going - concern.

The significance of this research - Evaluation Theory for Stability of Corporation Capital ESCC is the revealing to CSL between profitability and liquidity of capital, and the developing of a capital evaluation model contained a kernal concept; stability. On the basis of modern investment and advanced financial management, with the integrations of demonstration - theoretics; model - logic; system - emphases, we research the

capital economy and stability. The main work is as follows:

1. Integrating economics and business theory, developed a point of view that the economic stability of operating assets combination serves as logic beginning of the paper.

2. The defining of kernal concepts. Defined two concepts: SL(Stability Level) is the covariance between capital earning ratio and cash flow. SF(Stability Factor) is the related factor.

3. Broaded the efficient boundary of portfolio. Indicated that the efficient boundary should be consisted of earnings ratio risk and liquidity index.

4. After advance research for capital structure, put forwards a new concept - Capital Safety Marginal (CSM), to estimate concept - capital safety marginal (CSM), business distress.

5. Cash flow is the intrinsic factor that determine company capital cost and capital flow. This paper investigated the composing process of he statement of cash flow and based on the statement made a demonstration for business capital operation.

6. Finally, a theory frame for ESCC was set up, deems that capital quality lies on profitability and liquidity, the matching of this two elements shape the capital stable position which can be recognized by CSL and a systematical efficient evaluation for capital operation was obtained.

The research can advance capital management to systemization standardization and quantification, and may serves as a reference for the decision - making in operation under the circumstance of global economy.

Key words: Corporation; Capital Returns; Capital Cost; Capital Flow; Capital Stability; Financial Distress.

目 录

Contents / 1

第1章 绪论 / 1

1.1 研究背景及意义 / 1

1.1.1 研究背景 / 1

1.1.2 研究意义 / 3

1.2 国内外研究现状综合评述 / 4

1.2.1 国外研究现状分析 / 4

1.2.2 国内研究现状分析 / 11

1.3 研究的内容与方法 / 16

1.3.1 研究内容与本文结构 / 16

1.3.2 研究方法 / 18

第2章 企业、资本和稳健性等基本范畴研究 / 20

2.1 若干企业理论评析 / 20

2.1.1 新古典理论和经理型理论 / 20

2.1.2 行为型理论和演进理论 / 21

2.1.3 现代企业理论 / 22

2.2 资本范畴的解析 / 24

2.2.1 资本的内涵 / 24

2.2.2 资本的确认 / 25

2.3 理论上的归纳——一个基本概念的形成 / 29

2.3.1 资本 / 29

2.3.2 企业 / 29

2.3.3 资本经营 / 30

2.4 本文核心概念的界定——一个核心概念的提出 / 31

2.4.1 对稳健性的定性认识 / 31

2.4.2 对稳健性的定量描述 / 32

2.5 本章小结 / 39

第3章 资本流动能力研究 / 41

- 3.1 资本流动及其前提条件 / 41
 - 3.1.1 资本的流动属性 / 41
 - 3.1.2 资本流动的前提假设 / 42
- 3.2 资本流动的层次 / 43
 - 3.2.1 资本在宏观上的流动 / 43
 - 3.2.2 资本在微观上的流动 / 45
- 3.3 资本流动的约束 / 46
 - 3.3.1 内部约束 / 46
 - 3.3.2 外部约束 / 50
- 3.4 资本流动的结果 / 52
- 3.5 资本流动能力的计量 / 52
 - 3.5.1 计量工具的选择 / 52
 - 3.5.2 对现金流量的研究和应用 / 54
 - 3.5.3 现金流量表的构建 / 57
- 3.6 基于现金流量表的实证分析 / 70
 - 3.6.1 公司个体分析 / 70
 - 3.6.2 公司总体分析 / 71
- 3.7 本章小结 / 73

第4章 资本收益能力研究 / 75

- 4.1 资本收益理论的一般分析 / 75
 - 4.1.1 资本收益的经济含义 / 75
 - 4.1.2 资本收益与风险的度量 / 76
 - 4.1.3 风险价值的计量方法 / 77
- 4.2 风险的弱化原理 / 80
 - 4.2.1 马柯维茨(Markowitz)模型 / 80
 - 4.2.2 多样化(diversification) / 82
 - 4.2.3 相关性(Relationship) / 84
 - 4.2.4 有效性(Efficiency) / 86
- 4.3 资本资产定价模型评述 / 87
 - 4.3.1 模型的前提假设 / 87
 - 4.3.2 资本市场线(I) / 89
 - 4.3.3 资本市场线(II) / 91
 - 4.3.4 证券市场线 / 92

- 4.4 资本市场的实证比较 / 94
 - 4.4.1 美国资本市场 / 94
 - 4.4.2 中国资本市场 / 96
- 4.5 本章小结 / 99
- 第5章 基于稳健性的资本经营模式理论框架 / 101**
 - 5.1 资本收益的上限研究 / 101
 - 5.1.1 有效边界的构建 / 101
 - 5.1.2 有限边界的拓展 / 102
 - 5.1.3 稳健性有效边界的意义和局限 / 103
 - 5.2 资本稳健性的下限研究 / 104
 - 5.2.1 财务困境 / 104
 - 5.2.2 安全边际 / 106
 - 5.3 资本流动能力和收益能力的均衡 / 109
 - 5.4 本章小结 / 111
- 第6章 公司稳健经营的自适应控制原理 / 113**
 - 6.1 稳健经营的界定 / 113
 - 6.1.1 基于经营角度的界定 / 113
 - 6.1.2 基于财务角度的界定 / 115
 - 6.2 公司稳健经营的决定因素 / 116
 - 6.2.1 公司战略目标 / 116
 - 6.2.2 公司治理结构 / 117
 - 6.2.3 经营运作效率 / 118
 - 6.2.4 财务控制能力 / 119
 - 6.2.5 环境适应能力 / 120
 - 6.3 自适应控制原理与公司稳健经营机制的关联分析 / 122
 - 6.3.1 自适应控制原理 / 122
 - 6.3.2 公司稳健经营机制 / 123
 - 6.3.3 自适应控制原理与稳健经营机制的契合点 / 125
 - 6.4 本章小结 / 127
- 第7章 公司财务自适应控制模型的构建 / 128**
 - 7.1 财务自适应控制概念的界定 / 128
 - 7.1.1 财务自适应控制的涵义 / 128
 - 7.1.2 财务自适应控制的特征 / 128
 - 7.1.3 财务自适应控制的功能 / 130

- 7.2 财务自适应控制系统的构建 / 131
 - 7.2.1 财务自适应控制系统的组成要素 / 131
 - 7.2.2 财务自适应控制系统的要素分析 / 132
- 7.3 财务自适应控制模型的构建 / 135
 - 7.3.1 财务自适应控制模型的理论框架 / 135
 - 7.3.2 相关控制变量描述 / 136
 - 7.3.3 财务自适应控制器的设计原理 / 143
- 7.4 本章小结 / 144
- 第8章 公司财务自适应控制模型的检验分析 / 146
 - 8.1 公司财务自适应控制模型的检验 / 146
 - 8.1.1 输入变量的调整与输出结果整合方法 / 146
 - 8.1.2 模型有效性的定性检验 / 148
 - 8.1.3 模型适合性的模拟检验 / 148
 - 8.2 模型检验的结果及分析 / 150
 - 8.3 公司财务自适应控制系统有效运行的保障 / 152
 - 8.3.1 人力资源保障 / 152
 - 8.3.2 组织能力保障 / 153
 - 8.3.3 信息系统保障 / 154
 - 8.4 本章小结 / 155
- 第9章 公司资本稳健经营的实证研究 / 156
 - 9.1 我国当前资本市场状况 / 156
 - 9.2 实证研究过程 / 158
 - 9.2.1 研究目的 / 158
 - 9.2.2 方法与数据说明 / 158
 - 9.2.3 实证结果与解释 / 160
 - 9.3 政策建议 —— 采用稳健与开拓并重的管理方式 / 164
 - 9.3.1 收益、流动和稳定三位一体的评价指标体系 / 164
 - 9.3.2 收益—流动匹配的财务管理目标 / 165
 - 9.4 本章小结 / 166
- 结论 / 168
- 参考文献 / 171

Contents

Chapter 1 Introduction / 1

- 1.1 The Background and Significance / 1
 - 1.1.1 The Background / 1
 - 1.1.2 The Significance / 3
- 1.2 The Analysis of Domestic and Foreign Current Research / 4
 - 1.2.1 Review of Foreign Current Research Situation / 4
 - 1.2.2 Review of Domestic Current Research Situation / 11
- 1.3 The Content and Creative Point / 16
 - 1.3.1 Contents and Structure in the Dissertation / 16
 - 1.3.2 Methodology and Creative Point / 18

Chapter 2 Research on the Essential Concepts of Corporation Capital and Stability / 20

- 2.1 Review Some Business Theory / 20
 - 2.1.1 New Classic Theory and Manage Model Theory / 20
 - 2.1.2 Behavior Model Theory and Evolvement Theory / 21
 - 2.1.3 Modern Business Theory / 22
- 2.2 Analysis for the Category of Capital / 24
 - 2.2.1 The Meaning of Capital / 24
 - 2.2.2 The Recognition of Capital / 25
- 2.3 Theoretic Induction / 29
 - 2.3.1 Capital / 29
 - 2.3.2 Corporations / 29
 - 2.3.3 Capital operation / 30
- 2.4 The Defining for a Kernel Concept / 31
 - 2.4.1 Determining the Nature of Stability / 31
 - 2.4.2 Determining the Size of Stability / 32
- 2.5 Brief Summary / 39

Chapter 3 Research on the Capacity of Capital Flow / 41

- 3.1 Precondition of Capital Flow / 41
 - 3.1.1 Liquid Nature of Capital / 41
 - 3.1.2 Hypothesis for Capital Flow / 42
- 3.2 The Levels in Capital Flow / 43
 - 3.2.1 Macroscopical Flow / 43
 - 3.2.2 Microcosmic Flow / 45
- 3.3 Restriction on Capital Flow / 46
 - 3.3.1 Inside Restriction / 46
 - 3.3.2 Outside Restriction / 50
- 3.4 Result of Capital Flow / 52
- 3.5 Measuring for Capital Flow / 52
 - 3.5.1 Choose for Measuring Tools / 52
 - 3.5.2 Study and Appliance of Cash Flow / 54
 - 3.5.3 Establishing a Statement of Cash Flow / 57
- 3.6 A Demonstration Based on Statement of Cash Flow / 70
 - 3.6.1 Analysis for Unit of Corporation / 70
 - 3.6.2 Analysis for Collectivity of Corporation / 71
- 3.7 Brief Summary / 73

Chapter 4 Research on the Capacity of Capital Returns / 75

- 4.1 General Analyzing on Capital Returns Theory / 75
 - 4.1.1 The Meaning of Capital Returns / 75
 - 4.1.2 Measurement of Capital Returns and Risk / 76
 - 4.1.3 Measuring Method on Risk Value / 77
- 4.2 Softening Principle to Risk / 80
 - 4.2.1 Markowitz's Model / 80
 - 4.2.2 Diversification / 82
 - 4.2.3 Relativity / 84
 - 4.2.4 Efficiency / 86
- 4.3 Appraising on Capital Asset Pricing Model / 87
 - 4.3.1 The Hypothesis / 87
 - 4.3.2 Capital Market Line(I) / 89
 - 4.3.3 Capital Market Line(II) / 91
 - 4.3.4 Securities Market Line / 92

4.4	Demonstrations on Capital Market / 94
4.4.1	The Capital Market in U. S A / 94
4.4.2	The Capital Market in China / 96
4.5	Brief Summary / 99
Chapter 5	Capital Operation Model Based upon Stability / 101
5.1	Upper Limit of Capital Operating / 101
5.1.1	Forming the Efficient Boundary / 101
5.1.2	Extending the Efficient Boundary / 102
5.1.3	The Significance and Limit of Stable Efficient Boundary / 103
5.2	Lower Limit of Capital Operating / 104
5.2.1	Financial Distress / 104
5.2.2	Safety Boundary / 106
5.3	The Equilibrium of Returns and Liquidation / 109
5.4	Brief Summary / 111
Chapter 6	Demonstration to Capital Stability / 113
6.1	Briefly Review to China Present Capital Market / 113
6.2	The Process of Demonstration / 116
6.2.1	The Aim of Research / 116
6.2.2	Explain to Method and Data / 117
6.2.3	Results and It's Meaning / 118
6.3	Political Suggestion / 122
6.3.1	Perfect the System of Capital Performance Evaluation / 122
6.3.2	Adopt the Management Manner Paying Equal Attention to Stability and Deploitation / 123
6.4	Brief Summary / 127
	Conclusions / 168
	Acknowledgements / 171

第1章 绪论

现代资本理论是上个世纪50年代后发展起来的一种新的理论,是微观经济理论的一个分支,又是现代投资分析和公司理财的基础。投资是为了获得更多的未来消费而牺牲当前消费,其目的是在整个时间跨度上获得最大效用的经济行为。假设投资没有风险,即未来的投资收益是确定的,那么当投资者边际替换率、生产性投资的边际转换率、由供求决定的市场利率三者相等时,经营主体就达到了最优决策,社会资源达到最佳配置。然而,投资风险,即投资未来收益的不确定性是一种客观存在。对风险的准确度量和对风险资产的评价正是现代资本理论的核心内容。长期以来,投资者的决策行为大多依赖于实践中总结出来的格言警句,以及在此基础上发展起来的投资计划,并没有完全上升到理论的高度。这是资本实践与理论的差距。另一方面,资本理论目前是处于发展阶段并没有形成完善的体系,以给予公司资本经营有效的指导。这是资本理论与实践的差距。

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

自从提出建立“产权明晰、权责分明、政企分开、管理科学”的现代企业战略目标,就标志着我国的经济改革进入了机制转换,制度创新和整体配套改革阶段,由外延型改革转向内涵型改革。中国企业由此开始了现代化的进程。企业的现代化与资本市场的发育是密切相关的,由于我国优先发展了资本市场,目前以证券市场为主体的资本市场不仅对资源配置,而且对宏观经济流程开始起到日益重要的作用。但是,伴随着企业改制、市场深化,逐渐暴露出有关我国企业和市场的一些问题、困境和不稳健现象。相关情况归纳如下:

1. 经营主体不稳健 作为市场主体的国有及国有控股大中型企

业行为近年来表现出了更大范围的不确定性。主要表现在:(1)企业破产数量大幅上升。2000年,经法院受理的破产案件达15 000余件;2007年达到60 000余件。(2)企业负债率偏高。2006年,企业平均负债率在75%以上,流动资产负债率达90%以上。(3)企业经营主导思想不稳健,对多元化经营和产业整合认识有偏差,盲目扩张,形成了高负债经营的局面,经营失败后,影响到银行及其他相关企业。

2. 市场效率低 市场秩序问题一直没得到根本解决,过度竞争、虚假信息使市场风险加大、供求错位,导致企业经营的不稳定,经营效率大幅波动。

3. 上市公司经营和信息质量差 上市公司中真正完成企业改制并符合有关会计标准、内控、财务以及管理都达到一定水平的合格的上市公司还是比较少。如果上市公司经营和信息质量不真正提高,早晚有一天,单纯靠巨额资金堆积起来的“沙塔”会坍塌。有学者做过研究,上海、深圳两个证券交易所上市的公司中,上市后三年间的财务状况是:每股收益和每股净资产的走势,基本上都是一条抛物线,从第一年到第三年,这些公司上述两个指标均下降达70%左右。对此,著名经济学家吴敬琏指出,这样的状况既不能很好地起到高效率地配置资金的作用,也难以形成投资者对于上市公司资金使用的制度化约束。如果没有投资者的约束,股市就有可能成为狂热投机的场所。

4. 经济国际化对中国企业的冲击 经济全球化和知识经济被概括为当今世界经济的两个特征。从1978年到2000年,中国经济的对外依赖度自9.8%上升到35.6%。中国成为仅次于美国的直接投资接受国,而投资对我国经济增长的贡献率达43.3%,这说明迄今为止,投资是我国经济增长的主要动力。此外,以WTO规则链接国外的资本市场风险、金融风险必然以各种方式影响我国企业的运营。金融的波动和风险成为主要风险,因为金融规模如此之大,金融运作量如此之大,运作速度如此之快,金融的波动是我们当前主要的金融风险,不管是国内企业还是国际企业,因为中国70%的GDP和贸易有关,在中国的每一个企业其实都和贸易有关,和 international 的金融市场一起成长,这是一个不可更改的事实。