



中大管理研究

(第二辑)

中山大学管理学院 编

- 资本市场
- 公司治理
- 并购重组



中国财政经济出版社



中大管理研究

(第二辑)

中山大学管理学院 编

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中大管理研究 (共三辑)/中山大学管理学院编. —北京: 中国财政经济出版社,
2005. 3

ISBN 7-5005-8007-X

I. 中... II. 中... III. 企业管理-文集 IV. F270-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 017012 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://ckfz.cfeph.cn>

E-mail: ckfz @ cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×1092 毫米 16 开 85.25 印张 1 778 000 字

2005 年 3 月第 1 版 2005 年 3 月北京第 1 次印刷

定价 (共三辑): 180.00 元

ISBN 7-5005-8007-X/F·7013

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

庆祝中山大学管理学院成立二十周年

序

1985年3月，中山大学建管理学院，至今已整二十载。人生二十，正当青春年少，学院二十春秋，亦正风华正茂。中山大学乃中山先生亲手创立，伟人首创，山高水长。80年历史，积深厚文化学术传统。幽雅校园，大师云集，才俊辈出，浩然天下，成就一代著名学府。管理学院于此浓郁文化氛围中滋养长成。又值祖国改革开放千载难逢之时机，在南方这片得改革开放之先的热土上，得以茁壮成长。

值学院二十年院庆之时，我们选择学院师生近年来公开发表的部分文章汇集成册，结集出版，命名为《中大管理研究》。其目的大致有三：一为纪念学院学术之发展历程；二是以文会友，与同行交流探讨，以求学院学术之提升；此外，还可以给许多在学的同学以及校友作为参考文献，以资研究学习之用。

文集收录的文章基本上是发表在各个研究领域国内最好的杂志上，包括《中国社会科学》、《经济研究》、《管理世界》、《中国工业经济》、《管理科学学报》、《会计研究》和《金融研究》等。本文集分为三册，按照专业研究领域进行了粗略的分类。管理学发展至今，已高度细分和专业化，涉及的研究问题也十分广泛。管理学院积二十年发展，学术研究已基本上覆盖了管理学的全部领域。同时，管理学又与经济学、行为科学、心理学、组织理论、社会学等学科领域有着直接的甚至不可分割的联系，其学科边界也在逐渐淡化而相互融合之中。因此，文集之中亦反映出这种学科融合交叉发展之趋势。这也使得一个清晰的分类变得十分困难。本文集分类的研究主题基本上是按照学院学科发展和研究的特色来设计，对于学院在这些领域的主要学术进展给出了一个初步的汇总。这些主题同时也反映出国内近年来在管理学理论和企业管理实践与变革中关注的重大问题，是国内管理理论与实践发展的一个缩影。在这一意义上，本文集有着深刻的时代烙印。

文集第一辑的研究主题包括：公司重构与国际化经营、企业成长与竞争力、集群与高科技产业、家族企业管理、本土组织行为与高层管理团队。这是企业战略与组织研究领域所关注的主要问题，汇集了毛蕴诗、李新春、谢康、符正平、李非、顾宝炎、顾乃康、孙海法、欧阳桃花、刘小平、张秀娟、汤光华、张书军等学者的

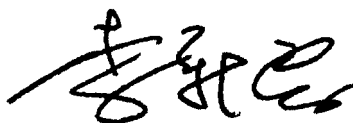
研究成果。第二辑则汇集了在资本市场、公司治理、并购重组等领域的研究成果，陈建梁、魏明海、李善民、刘峰、谭劲松、张立明、唐清泉、漆江娜、蔡祥等学者形成了在这几个领域的研究团队。第三辑的主题涵括会计审计、服务管理与第三产业研究、本土消费行为与品牌管理、物流与供应链管理等几个专业领域，主要汇集了卢泰宏、李江帆、汪纯本、李学柔、谢康、魏明海、刘峰、谭劲松、林斌、张立明、陈婉玲、唐清泉、韦沛文、陈志祥、田宇等一大批学者的研究论文。

此次文集出版得到中国财政经济出版社的大力支持，郭兆旭、文远怀二位领导直接关注联系文集出版，在此表示衷心感谢！文章的收集整理得到学院各位老师的支持，谭劲松、符正平副院长、院学术教务部兰宇主任一起参与文集编辑工作，有了大家的共同努力，文集才得以顺利出版。

过去的二十年，是国家蒸蒸日上蓬勃发展的二十年，也是我国管理学科得以迅速成长的二十年，是管理学科的春天。从西方学术思想和研究方法的介绍、引进到结合本土经验和问题的研究发展，管理学科走过了一条学习、探索和创新的道路。显然，中国管理科学的发展才刚刚开始，学术的发展需要永不停歇的努力。我们需要不断地与浮躁、轻薄、急功近利等恶习斗争，需要不断地学习、交流。管理学院的学术发展只有在不断地学习和交流中才能进一步成长。此文集正是作为我们学习交流探索发展的一个脚步，希望得到社会各界的批评指正。

以此为序。

中山大学管理学院院长、教授



2005 年元月于广州

目 录

公司重构与国际化经营

- 范围紧缩为特征的公司重构与我国企业战略重组 毛蕴诗、许倩 (3)
- 日本企业的生存危机与公司重构及其启示——日本松下电器的 V 字回复与
业务重构 毛蕴诗、高瑞红、汪建成 (19)
- 日本跨国公司对华直接投资的动机与区位因素分析 毛蕴诗、汪建成 (34)
- 中国家电企业的竞争优势——格兰仕的案例
研究 毛蕴诗、欧阳桃花、魏国政 (42)
- 中国企业的高起点经营——基于海尔的案例分折 欧阳桃花 (61)
- 知识型服务业跨国公司直接投资的微观经济效应分析 张书军 (76)
- 产权、管理与企业绩效 冯巨章 (82)

企业成长与竞争力

- 美国企业竞争力超过日本企业之探究 毛蕴诗、程艳萍 (95)
- 中国国有企业重组的企业家机制 李新春 (108)
- 企业家过程与国有企业的准企业家模型 李新春 (121)
- 单位化企业的经济性质 李新春 (131)
- 中国企业的信息需求与信息化投资模式 谢康 (144)
- 企业知识分享 学习曲线与国家知识优势 谢康、吴清津、肖静华 (156)
- 虚拟衍生企业的竞争力研究 申光龙、李非、李承业 (168)
- 市场的本质、内容与特征 顾宝炎、刘有贵 (181)
- 企业经营原因不明中的企业家能力 张书军 (188)
- 企业跨地域扩张战略的初步研究——以广东工业类上市公司为
例 何云、李新春 (198)
- 资源异质性、同质性与企业绩效关系研究——以我国医药类上市公司
为例 贺小刚、李新春 (212)



集群与高科技产业

- 高科技创业的地区差异 李新春、宋宇、蒋年云 (227)
- 硅谷机制与企业高速成长——再论企业与市场之间的关系 毛蕴诗、周燕 (244)
- 企业家协调与企业集群——对珠江三角洲专业镇企业集群化成长的分析 李新春 (254)
- 高科技企业的合约特征与企业家性质 李新春 (266)
- 论企业集群的产生条件与形成机制 符正平 (275)
- 中国移动通信服务行业的竞争发展及其战略调整 欧阳洁、李刚 (285)
- 产业群聚与产业的升级改造——以广东东莞的数码制造业为例 何云 (297)

家族企业管理

- 信任、忠诚与家族主义困境 李新春 (307)
- 经理人市场失灵与家族企业治理 李新春 (318)
- 总经理继任：西方的理论和我国的实践 李新春、苏晓华 (331)
- 企业成长的控制权约束——对企业家控制的企业的研究 李新春、胡骥 (342)
- 家族企业持续成功经营的挑战与应对方案 唐清泉 (353)
- 内部治理、外部环境与中国家族企业生命周期 苏琦、李新春 (364)
- 灵活信任、企业家能力资本化与治理——对家族化合伙创业企业的分析 张书军 (384)

本土组织行为与高层团队管理

- 企业高层管理团队研究的进展 孙海法、伍晓奕 (395)
- 组织承诺及其形成过程研究 刘小平、王重鸣 (407)
- 论职务晋升的激励作用与公正原则 张秀娟 (416)
- 组织承诺影响因素的模拟实验研究 刘小平、王重鸣、Brigitte Charle-Pauvers (425)
- 经济增长与就业协调论 汤光华、舒元 (432)
- 当前企业管理教育的需求状况分析——2000年珠江三角洲企业管理者抽样
问卷调查报告 李善民、赵君、顾乃康、陈玉罡 (436)
- 广东省经济增长中人力资本贡献的实证分析 朱翊敏、钟庆才 (445)
- 关于会计人员继续教育的若干问题 李洪斌、傅凝洲、陈建成 (456)

资本市场

- 评人民币汇率调整的理论依据——兼评实际汇率分析法 陈建梁 (465)
- 上市公司资本结构影响因素述评 李善民、刘智 (471)
- 中国上市公司的亏损问题与重构研究 毛蕴诗、蒋敦福、程艳萍 (479)



盈余管理基本理论及其研究述评	魏明海 (490)
公司财务理论研究的新视角	魏明海 (499)
中国 A 股发行公司首次公开募股过程中的盈利管理	林舒、魏明海 (507)
盈余管理与审计意见相关性实证研究	章永奎、刘峰 (527)
资本市场审计信任关系的建立与维护——一种社会学的理论解释 ...	漆江娜 (540)
基于通货中性的货币政策研究——货币政策的粘性均衡通货膨胀效应模型及其实证检验分析	刘纪显、张宗益、陈建梁 (549)

公司治理

制度安排与会计信息质量——红光实业的案例分析	刘峰 (563)
控制权、业绩与利益输送——基于五粮液的案例研究	刘峰、贺建刚、魏明海 (576)
股权结构与大股东利益实现方式的选择——中国资本市场利益输送的初步研究	刘峰、贺建刚 (592)
国有企业经理人行行为激励的制度分析：以万家乐为例	谭劲松、黎文靖 (610)
我国上市公司独立董事制度若干特征分析	谭劲松、李敏仪、黎文靖、郑珩、吴剑琳、梁羽 (623)
产权安排、治理机制、政企关系与企业效率——以“科龙”和“美的”为例	谭劲松、郑国坚 (645)
独立董事“独立性”研究	谭劲松 (665)
内部控制信息披露的现状与改进——来自我国 ST 上市公司的数据分析	张立民、钱华、李敏仪 (679)
如何看待公司董事会的认知资源	唐清泉 (689)
信息不对称性下的利益冲突与激励贷款合同	唐清泉 (695)
后安然时代的会计准则：原则导向还是规则导向 ...	平来禄、刘峰、雷科罗 (702)
我国上市公司独立董事制度：缺陷与改进——一个基于制度分析的研究框架	阎达五、谭劲松 (711)
公司治理结构信息披露：若干发现	向凯、刘峰 (722)

并购重组

上市公司兼并与收购的财富效应	李善民、陈玉罡 (735)
控制权转移的背景与控制权转移公司的特征研究	李善民、曾昭灶 (747)
中国上市公司资产重组绩效研究	李善民、李珩 (763)
中国上市公司资产重组长期绩效研究	李善民、王彩萍、曾昭灶、陈玉罡、朱滔 (777)



质量差异化与产品互补型企业兼并问题	李善民、曾昭灶 (787)
收购公司与目标公司配对组合绩效的实证	
分析	李善民、朱滔、陈玉罡、曾昭灶、王彩萍 (798)
公司控制权市场问题：君安与万科之争的再探讨	刘峰、魏明海 (810)
换股合并与资本市场效率——新潮实业与新车股份换股合并的案例	
分析	刘峰、谢莹、毕秀玲、王健 (817)
企业合并中的多方利益博弈——一项 10 起换股合并案例为基础的	
研究	谭劲松、黎文靖、谭燕 (830)
上市公司被接管之后的资产重组行为分析	蔡祥 (850)

会计与审计

论会计透明度	魏明海、刘峰、施鲲翔 (867)
会计师事务所脱钩与政府选择：一种解释	刘峰、林斌 (875)
会计准则能提高会计信息质量吗——来自中国股市的初步	
证据	刘峰、吴风、钟瑞庆 (886)
我国审计市场制度安排与审计质量需求——中天勤客户流向的案例	
分析	刘峰、张立民、雷科罗 (901)
风险导向型审计·法律风险·审计质量——兼论“五大”在我国审计市场的	
行为	刘峰、许菲 (910)
分析性程序——发达国家审计准则的实证研究及其启示	张立民 (920)
审计制度建设的理论依据——从“受托经济责任论”到契约经济学	张立民 (927)
审计法治及其构架——兼议《审计法》修改与审计结果报	
告权	陈小林 (935)
我国 A 股审计市场的结构研究——来自 2002 上市公司年度报告的	
数据	张立民、管劲松 (947)
提高会计信息质量的经济思考	谭劲松、丘步晖、林静容 (957)
试论智力资本会计	谭劲松、王朝曦、谭燕 (966)
民营企业内部审计：理论框架与发展对策	谭劲松、陈小林、郭群、黎文靖 (978)
论不确定性会计	林斌 (990)
会计准则的定位：一项调查的分析性研究	林斌、黄婷晖、杨德明 (999)
作业成本法在我国铁路运输企业应用的案例研究	课题组 (1011)
网络经营与网络财会条件下的审计初探	陈婉玲、韦沛文 (1025)
中国审计行政管理的概念和内容初探	李学柔 (1031)
我国上市公司中期财务报告预测价值研究	谭燕、黄钰新、李昭 (1038)
会计信息系统教材内容比较分析与改革建议	韦沛文、覃杰宏 (1062)



事务所规模·品牌·价格与审计质量——国际“四大”中国审计市场收费与质量研究	漆江娜、陈慧霖、张阳 (1068)
中国实证会计研究述评	蔡祥、李志文、张为国 (1079)
资产减值准备的计提、追溯与市场效应	蔡祥、张海燕 (1108)
国有资本金效绩评价体系的价值相关性	胡志勇 (1132)
理论的作用：关于补充审计的案例分析——兼论互联网的独特角色	麻晓艳、熊秀华、刘峰 (1144)
服务管理与第三产业研究	
中国第三产业内部结构升级趋势分析	李江帆、曾国军 (1155)
旅游业的产业关联和产业波及分析——以广东为例	李江帆、李冠霖、江波 (1163)
中国加入 WTO 对网上银行的挑战与对策研究	谢康 (1175)
WTO 规则例外研究	谢康 (1185)
服务质量、消费价值、旅客满意感与行为意向	汪纯本、温碧燕、姜彩芬 (1191)
顾客满意感与忠诚感关系的实证研究	汪纯本、韩小芸、温碧燕 (1200)
顾客消费情感对顾客满意感的影响	韩小芸、温碧燕、伍小奕 (1209)
本土消费行为与品牌管理	
广义品牌关系结构研究	周志民、卢泰宏 (1221)
品牌的阴阳二重性——品牌形象的市场研究方法	黄胜兵、卢泰宏 (1232)
品牌个性维度的本土化研究	黄胜兵、卢泰宏 (1239)
物流与供应链管理	
供应链中的企业合作关系	陈志祥、马士华 (1253)
MRP II 中主生产计划 (MPS) 的柔性决策	陈志祥 (1261)
企业集成的系统方法论研究——供应链的系统性、协调性和运作范式	陈志祥、马士华 (1270)
网络化管理——敏捷供应链系统	陈志祥、马士华、陈荣秋 (1280)
家具制造企业生产管理系统 GJ_MRP II 的研究与开发	陈志祥 (1285)
制造型企业采购—供应协调管理策略研究	陈志祥 (1292)
虚拟企业制造资源计划 V_MRP II 系统分析与设计	陈志祥 (1302)
AHP 方法在敏捷供应链协调绩效评价决策系统的应用	陈志祥 (1307)
电子商务中的物流服务采购政策研究	田宇 (1312)
物流服务供应链构建中的供应商选择研究	田宇 (1319)



这里又有一个重大混乱。懂得国际金融理论的人都应当知道,确定名义汇率有绝对购买力平价和相对购买力平价两种方法。前一种方法的表达式是 $S_t = P_t / P_t^*$, S_t 表示在 t 时某货币直接标价的名义汇率, P_t 和 P_t^* 分别是本国和外国一般价格水平。

$$\text{第2种方法的表达式是 } S_{t+T} = S_t \cdot \frac{P_{(t+T)} / P_t}{P_{(t+T)}^* / P_t^*}$$

S_t 是基期 t 时某货币直接标价的名义汇率,

$P_{(t+T)} / P_t$ 和 $P_{(t+T)}^* / P_t^*$ 分别是本国和外国从基期 t 到当期 T 时一般物价指数。

对比一下,陈文的确定实际汇率的两种公式同国际上通行的计算名义汇率的两种计算方法是一样的。虽然他在下文解释道:“计算相对购买力平价时,除基期汇率可选择本期名义汇率或调整汇率外,其余年份的汇率 r_{t-1} 应为上年实际汇率而非上年或本年名义汇率 e ……这是正确计算相对购买力平价的关键”。这句话是错上加错。因为第一年的 $r_{t-1} = e_0$,按照该文的公式,以后各年份计算出的 r_t 都是符合购买力平价的名义汇率,而非实际汇率。

那么,怎样正确计算实际汇率?国际上流行的金融著作都有介绍,有不同的表达式,但含义一致。这里介绍直接标价表达式,有两种:价格水平表示法和价格指数表示法。

第一种:价格水平表示法: $R_t = S_t \cdot P_t^* / P_t$

S_t 是基期 t 时直接标价的名义汇率, P_t^* 和 P_t 分别是外国和本国的一般价格水平。 R_t 是直接标价 t 时的实际汇率。

如果绝对购买力平价成立,即 $S_t = P_t / P_t^*$,那么 $R_t = 1$,即实际汇率不变。也就是说,只有当绝对购买力平价不成立时,名义汇率才同实际汇率有偏离,才出现 $R_t > S_t$ 或 $R_t < S_t$,研究实际汇率才有意义。由于两国一般价格水平的取值很困难,又不准确,故此方法实际运用较少。用绝对购买力平价计算名义汇率,要以一价定律成立为前提,而现实中一价定律并不成立,故各国很少运用。

$$\text{第二种方法;价格指数法,其公式是: } R_{(t+T)} = \frac{S_{(t+T)}}{S_t} \cdot \frac{P_{(t+T)}^* / P_t^*}{P_{(t+T)} / P_t}$$

式中第一项是当期与基期的汇率指数,第二项是外国和本国的物价指数之比。

$$\text{如果相对购买力平价成立,即 } S_{(t+T)} = S_t \cdot \frac{P_{(t+T)} / P_t}{P_{(t+T)}^* / P_t^*},$$

那么 $R_{(t+T)} = 1$,即实际汇率不变,也就是说,只有相对购买力平价不成立时,实际汇率才偏离名义汇率,出现 $R_{(t+T)} > 1$ 或小于 1。

以人民币对美元的汇率为例,说明购买力平价与实际汇率的区别。假如从 1994 年底到 1995 年底,人民币名义汇率从 8.62 元人民币/1 美元上升到 8.35 元人民币/1 美元,1994 年底到 1995 年底中国通胀率 14.80%,美国通胀率 2.80%。那



么,按照相对购买力平价,人民币汇率应调整为: $S_{(t+T)} = 8.62 \times \frac{114.80}{102.80} = 9.626$ (人民币/1美元)。

$$\text{同期实际汇率为: } R_{t+T} = \frac{8.35}{8.62} \times \frac{102.80}{114.80} = 0.8674$$

按照购买力平价,美元对人民币应升值(即人民币应下跌): $\frac{9.626 - 8.62}{8.62} = 11.67\%$ 。

现实中美元对人民币名义汇率却下跌(即人民币升值): $\frac{8.35 - 8.62}{8.62} = -3.13\%$ 。

美元对人民币实际汇率下跌(即人民币实际汇率上升): $1 - 0.8674 = 0.1326$ 或 13.26% 。

细心对比一下,陈文关于计算实际汇率的两种方法,同国际通行的方法完全相违背,只是把名义汇率的两种平价混同于实际汇率,该文在26页头一行中,说俞文关于实际汇率的公式,颠倒了分子分母,“是个笔误”。这是不对的。俞文使用 $q = eP^*/P$ 的公式才是对的。只不过俞文的用词容易造成误解。因为按此公式, q 值增大,是指美元对人民币实际汇率上升,即人民币对美元的实际汇率下降,而俞文所称的人民币实际汇率升值(该文称“高估”)应是 q 值变小。

二、评人民币实际汇率的“高估”“低估”

近几年来,有些文章专门论述人民币实际汇率高估或低估,作为人民币应当贬值或不应当贬值的理论依据。笔者仔细研究,发觉这种论证实是在似是而非,误导读者,很有必要加以澄清。

货币汇率的高估或低估,本来一直是针对名义汇率的。现在,实际汇率也被冠上“高估”或“低估”。笔者查阅了一些国际金融著作,都未找到这种“称呼”。实际汇率一贯只有上升或下跌的“称呼”。这是正确的提法。至于用人民币实际汇率高估或低估来论证有无贬值必要,更站不住脚。

陈文(22页)给实际汇率高估下的定义是这样的:“所谓某种货币实际汇率的高估,以间接标价法表示,是指其名义汇率高于其实际汇率。如以直接标价法,则为实际汇率高于名义汇率。如目前人民币对美元名义汇率8.28元,则当其实际汇率高于8.28元时存在实际汇率高估,低于8.28元时存在实际汇率低估。”这段话对该文是指导性的。但正是这段话有3个问题:一是计算人民币实际汇率的方法是错的;二是概念和逻辑混乱;三是自造出衡量实际汇率高估低估的标准,误导读者。

第一个问题上文已论述过,不再重复。该文(24页)计算了1994年以来人民



币“实际汇率”大约在7元左右,都小于8.28,该文结论是“人民币对美元实际汇率不是高估,而是低估”(第22页)。很明显,这里说的“低估”是指美元兑换人民币的“实际汇率”只有7元左右,太低了。要矫正这个低估,1美元兑换人民币的“实际汇率”应上升到8.28。然而,这个“低估”正是人民币对美元“实际汇率”的“高估”,也就是人民币兑换美元的“实际汇率”应当下跌,从1/7调整到1/8.28才对。陈文是针对俞文的,批评后者搞错了。但俞文正是论证1994—1998年之间人民币对美元、日元、马克、英镑、港币的实际汇率都升值,被“高估”了。二人结论一样。此所谓概念逻辑混乱。

第三个问题涉及汇率“高估”(overvaluation)、“低估”(undervaluation)的含义和应用。总的来说,衡量汇率的高估(不等于升值 appreciation)和低估(不等于贬值 devaluation),应以均衡汇率为尺度。均衡汇率有多种理解。有以购买力平价说为基础的均衡汇率;有以国际收支(外汇收支)平衡为基础的均衡汇率;有以利率平价为基础的均衡汇率;货币学派提出以货币供求均衡为基础的均衡汇率,等等。较易取得数据作定量分析的是购买力平价代表的均衡汇率。用直接标价法,如果名义汇率(S)大于均衡汇率(E),表明在名义汇率中外币高估或本币低估。反之,如 $S < E$,表明本币高估或外币低估。前一种情况要求本币对外币升值,后一种情况要求本币对外币贬值。

根据实际汇率的定义,以直接标价法,如果外国物价水平的上升快于本国,而名义汇率 S 不变,便产生实际汇率 $R > S$ 值,说明名义汇率偏离了购买力平价。这时,理论上,名义汇率的本币相对于外币低估(或称外币高估),也就是要求本币对外币升值(即 S 值变小),才达到均衡。举例而言,假如从1996年底到1997年底,人民币对美元之名义汇率从8.31调到8.29。这期间中国通胀率是1.5%,美国通胀率为2.4%。按照购买力平价,名义汇率应调整到 $8.24 \left(= 8.31 \times \frac{101.5}{102.4} \right)$ 。而现实中的汇率是8.29。按照购买力平价的尺度,美元稍为高估(即人民币稍为低估),人民币对美元的名义汇率调整到8.24,实际汇率就保持不变。陈文把这种情况称作“实际汇率高估”,不仅颠倒了因果,就是这个名词也是自造的,把原本清楚的理论搞乱了。

名义汇率是现实中(交易中使用)的汇率,一个时点只有一个。官定汇率会造成高估或低估,市场定价也会造成高估或低估。实际汇率则是抽象的汇率,人为计算出来的用于研究分析的工具或数据,反映实际购买力水平或变化,其数值有上升或下跌,但不是高估与低估的含义。

那么,实际汇率这个概念有什么用处?它是用于衡量货币实际购买力的,是出口竞争力指数之一。按照直接标价法,当实际汇率(价格指数表示法) $R > 1$,表明本国货币对外国商品的购买力下降,或外币对本国商品的购买力上升,这将改善



本国出口竞争力。当 $R < 1$ ，表明外币对本国商品的实际购买力下降，或本币对外国商品的购买力上升，有利于本国进口而不利于出口。（注意，如果用间接标价法， $R > 1$ 和 $R < 1$ 的含义同上述相反）。

如果本币对外币的实际汇率升值，要么是由于本币对外币的名义汇率的升值引起的，要么是本国物价上升快于外国引起的。无论哪个原因，都削弱外币对本国产品的实际购买力，不利于本国出口竞争力，或者说加强了本币对外国商品的实际购买力，有利于本国进口，从而总体上对国际收支有逆影响。这对于国际收支逆差的国家尤其不利，对于外汇短缺的发展中国家也不利。因此，当本币对外币的实际汇率上升太多（不等于“高估”），对出口和国际收支不利时，就需要调整名义汇率，或调整货币、利率、财政等政策，抵消其不利影响。这就是所谓实际汇率管理的作用和意义。

但是，不要过高估计实际汇率分析法的作用。一者，实际汇率是人为计算出来的，有人用消费物价指数，有人用批发品物价指数，有人用可贸易品物价指数，计算出几套实际汇率的数字，差异甚大，令人无所适从。更有甚者，有人以高通胀年为基期，有人以低通胀年为基数，有以名义汇率大调整前（如人民币 1994 年前的汇率）为基期，有以本币贬值后的年份为基期，不同基期计算出的实际汇率的“高估”或“低估”，只会造成混乱，而丧失其实际应用价值。

进一步说，本币对外币实际汇率上升，会发生在本国国际收支顺差期，也可能出现在逆差期；会发生在本国高增长期，也可能出现在经济低迷期。因此，不能简单地运用本币对外币实际汇率升值的数字来评判本币汇率合理或不合理。

最后，分析一国出口竞争力，有许多指标。实际汇率只是其中一个参考指标，而且还要仔细分辨计算这个数据所使用的物价指数、汇率基期、物价基期等是否合理，否则会被它误导。

三、现阶段人民币汇率调整的主要依据

那么，现实情况下，人民币汇率调整的理论依据是什么？可以肯定，发达国家市场经济条件下的汇率理论，多数对人民币用不上。由于中国与美国的经济发展历程、经济结构和消费结构差异甚大，无法找到适合两国篮子的商品，从而按一价定律计算出平价，加上两国的税收、价格、福利、补贴政策差异很大，因此，计算人民币对美元的绝对购买力平价，会有许多数值，从 1 美元等于 0.5 元人民币到 5 元，难以令人信服，不能作为衡量人民币汇率的依据。中国与美国的物价指数可比性不强，各有大量“非贸易品”对汇率无直接影响。因此，相对购买力平价也不能作为汇率中、短期调整的依据。

在目前情况下，中国的利率调节距市场利率还有相当长的距离，外汇管制和人民币非全面自由兑换，也是长期的。这种情况下，人民币汇率也不可能按照利率平



价理论调整。

其实，中国老一辈的外汇工作者早已找到了适合中国现状的调整人民币汇率的方法。那就是以全国进出口商品的平均换汇成本作为人民币对美元基本汇率的调整依据（以出口换汇成本为主）。我国对外收支主要使用美元，人民币对美元汇率直接影响进出口和其他经常项目的成本和收益。因而我国以进出口贸易为主的外汇收支平衡，成为影响人民币汇率调整的最重要因素。而我国的美元外汇，是服务于对全世界的商品和劳务的贸易，而不仅是用于中美两国贸易。因而，中美两国物价水平对比，中美两国利率水平对比，实际上不是影响人民币汇率的主要因素。

我国外汇工作者调整人民币汇率的方法，是有充分理论依据的。其一是国际收支均衡论，或外汇流量平衡论。我国国际收支项目中，资本项目的比重在增大，但很长期间内，仍是以经常项目为主，后者又以进出口贸易收支为主。我国外汇收支中，肯定是以出口外汇收入为主导的。因此，以出口换汇成本为人民币对美元汇率的主要依据，是合理的。换汇成本概念不仅包含了贸易收支平衡，还包含了可贸易商品的价格对比。可贸易品的国际价格对比，直接影响换汇成本。

我国 1994 年初实行外汇体制改革，其中一条是汇率并轨，名义汇率从 1993 年的 5.76 调整到接近 8.7，外界舆论认为人民币对美元大贬值近 50%，实际上，到 1993 年底，企业的外汇供求，相当一部分是经过外汇调剂市场的，那时的外汇调剂价已接近 8.7。因此，汇率并轨是自然过渡，实际的外汇交易价并无大贬值。而外汇调剂价基本上反映我国外汇市场的供求均衡价和平均换汇成本。当然，笔者也不认为目前的方法是十全十美的。国外学者惯于用有关国消费品价格指数和批发品价格指数分析汇率的高估、低估，其实际意义很有限，不能作为人民币汇率调整的依据。篇幅有限，不再展开。

《经济研究》2000 年第 1 期

上市公司资本结构影响因素 述评

李善民 刘 智

摘 要 近年来,上市公司的融资方式一直是人们关注的焦点。在我国复杂的经济和制度环境下,上市公司表现出极为强烈的股权融资偏好,导致资产负债率偏低。本文从上市公司资本结构影响因素的角度出发,对国内近年来的研究成果作一梳理和综述,希望能为这一领域的继续深入研究提供参考。

关键词 资本结构 融资偏好 融资成本 公司治理

一、融资成本的影响

成本因素是企业作为一个理性的、追求利益最大化的个体,在融资时应首要考虑的问题,在企业资金使用效率既定的情况下,筹资成本的高低,直接决定了企业最终所能获得的利润。因此,考察债务融资和权益融资成本的高低,对于解释上市公司的资本结构是有必要的。

1. 债务融资的成本。陈晓、单鑫(1999)采用了截面研究方法,以1997年为研究窗口,选取1995年9月以前上市的81家公司为研究对象,考察了财务杠杆对资本成本的影响。实证结果发现,长期财务杠杆与上市公司的加权平均资本成本、权益资本成本存在显著的负相关关系。王娟、杨凤林(2002)也采用了截面法,对845家上市公司1999~2000年的财务数据与相关统计数据进行研究,结果发现资本成本WACC与负债比率负相关,我国公司的资本结构处于“权衡理论”关于资本结构与资本成本趋势图的前半段。

沈艺峰、田静(1999)则以时序研究方法,使用了莫迪格利安尼和米勒的“平均资本成本”公式($C=R_k(1-T \cdot dD/dA)$),选取了我国上市公司中百货板块1995~1997年的数据,考察了资本成本的变化趋势。结果发现,我国上市公司平均资本成本和权益资本成本均呈下降趋势,而权益资本成本明显高于企业债务资本成本。王宁(2000)也使用了莫迪格利安尼和米勒的“平均资本成本”公式,将