

改革与探索

——上海财经大学研究生论文选（1999）

主 编 谈 敏 夏大慰

副主编 冯正权 林 珏 应望江



上海财经大学出版社

改革与探索

——上海财经大学研究生论文选(1999)

主 编 谈 敏 夏大慰

副主编 冯正权 林 珏 应望江

上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

改革与探索—上海财经大学研究生论文选. 1999/谈敏, 夏大慰主编.
—上海: 上海财经大学出版社, 2000. 2
ISBN 7-81049-401-5/F·337

I. 改… II. ①谈…②夏… III. 经济-研究-文集 N. F-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 12532 号

GAIGE YU TANSUO

改革与探索

——上海财经大学研究生论文选(1999)

谈 敏 夏大慰 主编

冯正权 林 珏 应望江 副主编

责任编辑 麻俊生 封面设计 未 名

上海财经大学出版社出版发行
(上海市中山北一路 369 号 邮编 200083)

全国新华书店经销

上海第二教育学院印刷厂印刷

上海浦江装订厂装订

2000 年 4 月第 1 版 2000 年 4 月第 1 次印刷

850mm×1168mm 1/32 17.625 印张 442 千字
印数: 0 001—1 500 定价: 32.00 元

前 言

上海财经大学是一所以经济学、管理学为主,兼有法学、人文学科的多学科性大学,其研究生教育始于1979年。1981年我国学位制度建立,上海财经大学成为国内首批具有硕士、博士学位授予权的院校之一,当时被批准的有博士点1个、硕士点8个。1999年博士点已发展到13个,硕士点18个,博士学位一级学科授予权1个;各门学科中会计学成为国家重点学科,会计学、产业经济学、财政学、统计学成为财政部重点学科,企业管理、金融学、国际贸易成为上海市重点学科。

1991年学校成为全国首批试点招收工商管理硕士(MBA)的九所院校之一;1992年成为全国首批设立社会科学(经济学)博士后科研流动站院校之一;1996年又成为国务院学位办首批批准的在中国境内授予外国学位的试点单位之一。

研究生招收也从1979年硕士生10人、1981年博士生1人,分别扩大到1999年的271人和58人。1999年在校研究生已达到1028人,其中博士生148人,中外MBA硕士生360人。学校拥有理论经济学、应用经济学、工商管理三个博士后流动站。

1995年学校实现以财政部领导为主,财政部与上海市人民政府共建共管的行政管理体制。1996年学校顺利通过“211工程”部门预审,成为面向21世纪国家重点建设的100所大学之一。1997年又通过“211工程”建设项目可行性研究报告和立项审核,由此学校进入“211工程”建设全面实施的新阶段。

为了提高研究生培养质量,实现将上海财经大学建成全国一流大学的“211 工程”目标,研究生部建立了“研究生综合质量检验”制度,即根据学校确定的培养目标,通过定量和定性评价相结合,对学生的德、智、绩、能进行量化,分成 A、B、C、D 几个权数,进行综合素质评定。这一制度使得对研究生客观管理的各种规章制度转化为研究生主观勤奋学习的动力,出现人人争当优秀生的风气,学生的学习热情高涨,科研能力大有提高。几年来,研究生科研成果丰硕:2/3 的研究生参加了市、校、系科研项目,学生在全国各专业杂志上公开发表的专业论文逐年递增,由 89 级硕士生的人均 0.74 篇提高到 96 级的 3.5 篇。其中,95 级就有 20 篇论文在《经济研究》等国家核心期刊上发表,96 级有 125 篇论文在国家核心期刊上发表。

学校每年举办的研究生经济理论研讨会受到学术界和新闻界的关注。1998 年学校有 4 名研究生赴瑞士圣加仑大学参加第 28 届国际经济管理研讨会。1999 年 5 月至 6 月又有 3 名博士生、6 名硕士生分别赴瑞士和香港参加 29 届圣加仑经济管理理论研讨会与第一届中国会计与财务国际研讨会,1 名博士生赴美国参加 1999 年度美国会计学博士生联谊会。1999 年两名博士生获得上海市哲学社会科学规划办的博士论文资助,1 名硕士生获得中国发展中心奖学金资助。

为了展示近年学校研究生的科研成果,鼓励研究生积极从事科研活动,我们特从 96 级、97 级研究生在 1998 年至 1999 年期间撰写的论文中遴选出 58 篇,编辑了这本论文选。这些论文大部分曾在《经济研究》等学科核心杂志上发表过,还有一些是参加国际会议的研究生入选论文和学校第十届研究生理论研讨会获一等奖的论文。

虽然这些论文的内容涉及到经济学、管理学、法学等各部门学科,但研究的主题只有一个,即探讨了当前经济体制改革与运行机

制的完善。不少论文作者对本学科经济改革中的热点问题或重大问题提出了独到的见解,颇值得一读。

为了不使读者有论文堆积之感,我们按照经济与法律、财政与金融、投资与证券、管理与营销、财务与会计五个部分进行分类。我们希望论文集的出版在推动上海财经大学研究生科研工作的同时,也能推动财经类学科理论研究的进一步深入。

这是我校研究生的第一本论文选,今后我们还将把研究生新的科研成果奉献给大家。

编 者
1999年12月

目 录

前 言	(1)
-----------	-------

经济与法律篇

对我国各行业未来成长能力的实证考察:一种市场视角	(3)
中国工业经济波动的实证分析	(16)
当前我国经济增长的理论思考	(34)
中国科技体制的未来	(46)
我国通货紧缩的形成与危害	(51)
通货紧缩中的正统政策与非正统政策:中国的事例.....	(64)
社会运转体制的经济学随想	(76)
知识经济不等于知识价值论	(85)
托达罗基本模型的启示、发展和运用.....	(96)
新问题	
——新市场、新技术、新技能的桥梁、动力及润滑剂 ...	(104)
克林顿经济学与美国“新经济”.....	(111)

财政与金融篇

从效益角度看财政支出·····	(119)
财政投融资体制的强化与财政政策的实施·····	(129)
区域经济发展不平衡与货币总量调控的局限性 ——最适货币区理论对宏观政策选择的启示·····	(141)
论我国市政债券市场的建立和发展·····	(150)
中国银行业竞争力分析·····	(157)
新货币经济学·····	(165)
RTGS:实时全额清算系统·····	(175)
国际金融市场不稳定性:道德风险 ——东亚金融危机的信息经济学分析·····	(185)
对亚洲金融危机传导机制的重新思考·····	(199)

投资与证券篇

中国上市公司所得税税收负担问题研究·····	(213)
国有企业重组上市的几种具体方式·····	(224)
中国上市公司资产质量分析 ——一些描述性统计证据·····	(230)
我国上市公司的结构问题研究·····	(243)
投资基金与公司治理机制改革·····	(253)
跨国公司对华直接投资战略与政府行为之间互动性的 实证分析·····	(259)
我国证券市场中若干税务问题亟待解决·····	(271)

对完善我国证券税制的几点思考·····	(277)
我国应实行住房抵押贷款证券化·····	(283)
从企业融资体制角度对资本市场发展的思考·····	(291)
中国股票市场非线性的实证研究	
—— R/S 分析及 BDS 检验·····	(298)

管理与营销篇

企业组织中的人力资本和非人力资本	
——也谈企业所有权的发展趋势问题·····	(309)
试论网络环境下商业银行营销策略的转变·····	(315)
消费者受让价值与营销竞争·····	(325)
多角化经营已不合时宜·····	(331)
超越现代管理的两难境地·····	(335)
预算管理的行为观及其模式·····	(341)
世界电力行业政府管制变革及启示·····	(354)
股份公司领导结构的比较·····	(362)
减员之后“幸存者”是增效的关键·····	(368)
如何得到员工的真诚合作·····	(374)
浅议企业统计发展趋势·····	(379)
论风险企业的发展·····	(385)
从巨人危机看我国民营企业的特点·····	(390)
进攻性战略及其对我国企业发展的启迪·····	(395)
中国过渡经济中国有企业经营者的成功·····	(400)
竞争失效产品定时截尾的简单恒加寿命试验的优化设计	
·····	(405)

财务与会计篇

会计盈余披露的信息含量

——来自上海股市的经验证据·····	(417)
试论有效市场假说的会计含义·····	(432)
资产证券化带来的会计确认问题探讨·····	(443)
我国上市公司股利分配的实证研究·····	(454)
试论我国外币报表折算的最佳方法·····	(466)
财务总监委派制的可行性研究	
——兼论国有企业监督机制的设计·····	(482)
上市公司财务恶化预测的实证分析·····	(493)
从中期报告看关联交易:现实问题与理性思考 ·····	(509)
存货计价方法对财务报表及比率分析指标的影响·····	(522)
中国上市公司应收账款的实证研究·····	(530)
以公平原则为基础建立证券市场会计理论与会计规范 ·····	(542)

经济与法律篇

对我国各行业未来成长能力的 实证考察：一种市场视角

赵宇龙 易琮

由于对一个国家或地区各行业未来成长能力的评价往往成为政府产业政策的取向，因而它在现实中更多地表现为一种政治程序(political process)。这种政治化的评价过程及其结论虽然有利于在某个时期达到各种社会力量的均衡，但它的缺陷却是显而易见的：一是信息不完备和评价结论的非效率性(inefficiency)。即使有产业界、学术界和政府的精英人士参加这种行业成长性的评价和预测，但由于高额信息成本的存在使得评价结论不能充分反映各种相关信息，因而造成评价结论的非效率。二是强势政治力量的介入容易导致评估过程和结论的非公正性(unfairness)。由于强势政治力量在选择产业政策之前往往已经有了预定的名单，所以社会谈判的结果是社会力量的均衡态偏离经济资源的均衡态，使一个国家或地区最具有经济优势的产业难以得到有效的识别和发展，资源的流动和配置受到行政力量的左右，从而降低产业结构的整体素质，不利于国民经济的长期发展。

实际上，市场是行业未来成长能力的“最不坏”的评估师，以个人分散决策为基础的市场机制对各种信息具有强大的解析和综合能力。这种令人敬畏的信息处理能力是任何个人和机构都不可比拟的。如果我们能够探查到市场对不同行业未来成长能力的定价，

那么这对于学术和政策都是一件极有价值的事。

本文试图考察上海和深圳两个证券交易所的 457 家 A 股样本公司股票价格中所包含的行业未来成长能力信息。我们首先从经典的股票计价模型和资本资产定价模型 CAPM 引出研究对象和模型,再把样本公司分为 30 个行业(另有一个“其他”类),计算它们的成长系数,揭示资本市场对我国各行业未来成长能力的评估和定价状况。最后我们还解释了不同计算基础导致的差异以及市场对行业成长能力可能存在的高估和低估情况。

一、股票计价与企业成长性的评估模型

某一时点的公司股票价格是市场对未来净现金流量的预期值的折现,即:

$$P_0 = \frac{E(D_1)}{1+r_1} + \frac{E(D_2)}{(1+r_2)^2} + \cdots + \frac{E(D_T)}{(1+r_T)^T} \quad (1)$$

其中, P_0 是 0 时点股票的价格, $E(D_T)$ 是未来 T 时点可获得股利的预期, r_T 是未来 T 时点的折现率。我们进一步假设:

公司未来各期的折现率(资本成本)固定为 r ;

公司未来盈余 E 以常数 g 的速度增长;

公司每年的股利发放率 $Payout$ 是不变的,即 $D = Payout \cdot E$;

由此可以得到在市场对公司未来成长能力 g 具有预期的情况下公司的股票价格,

$$P_0 = \frac{E(E_1)}{r-g} \quad (2)$$

上面实际上是财务学中的戈登模型(Gordon Model),只是我们在固定股利发放率的假设下把股利变换成了盈余。显然,如果公司未来为零增长,即 $E(E_1) = E_0, g = 0$, 那么:

$$P_0 = E_0 / r \quad (3)$$

由模型(2)和(3)可以得到股票价格中市场对企业未来成长能

力的定价 $PVGO$:

$$PVGO = \frac{E(E_1)}{r-g} - \frac{E_0}{r} = P_0 - \frac{E_0}{r} \quad (4)$$

为了使不同行业未来成长能力的市场定价之间具有可比性,我们引入成长系数,即股票价格中 $PVGO$ 所占的比例:

$$GWITH\% = PVGO/P \quad (5)$$

公式(4)中的 r 是投资人的期望报酬率。在实证研究中,资本资产定价模型可以为我们提供 r 的期望值 $E(r_i)$:

$$E(r_i) = r_f + \beta_i(E(r_m) - r_f) \quad (6)$$

其中, r_f 是无风险报酬率, $E(r_m)$ 是市场投资组合报酬率的期望值, β_i 是该股票的系统风险系数,它可以根据 CAPM 计量模型(7)用最小二乘法估计:

$$r_{it} = r_{ft} + \beta_i(r_{mt} - r_{ft}) + \varepsilon_i \quad (7)$$

二、对我国行业未来成长能力的市场定价

(一)样本选取

我们在深沪两个股市中选择符合下面条件的共 457 家 A 股上市公司作为研究样本(深市 235 家,沪市 222 家):

1. 在 1998 年 5 月的最后一个交易日(5 月 29 日)股票在交易所进行交易并有价格记录,也就是说公司该交易日没有因为重大事件公告等原因暂停交易。我们选择 5 月份最后一个交易日的价格(收盘价)来衡量公司的市场价值是出于如下考虑:每年 1~4 月是上市公司年度报告的法定披露时间,如果我国股票市场具有半强势效率,即股票价格能够充分、及时、无偏地反映一切公开可获得的信息,那么 4 月底的股票价格就已经及时充分地反映了市场根据公司披露的年度盈余信息而对未来盈余作出了预期。但是已有的实证研究表明(赵宇龙,1998),我国股票市场尚未达到半强势

效率,市场还不能及时对公开披露的公司盈余信息做出价格上的调整,所以我们留出1个月的滞后反应期,选取5月29日的收盘价作为公司价值的衡量指标。

2. 在1997年12月1日前已经上市。这一条件可以保证在利用CAPM计量模型估计各家公司的系统风险系数 β_i 时至少存在半年左右的日报酬率数据。

3. $P/E(I)$ (市盈率I)和 $P/E(II)$ (市盈率II)皆大于0并分别小于100和120。这里的 $P/E(I) = P_{529}/EPS_{97}$, $P/E(II) = P_{529}/CEPS_{97}$,其中 P_{529} 是考虑了公司从1997年12月31日到1998年5月29日期间A股流通股股本扩张因素后的1998年5月29日的收盘价, EPS_{97} 是该公司1997年度用净利润计算出的每股收益, $CEPS_{97}$ 是用主营业务利润(调整为税后)计算的每股收益。我们排除市盈率为负(即亏损)的公司是因为市盈率小于零,没有成长性的经济含义,排除市盈率I大于100和市盈率II大于120的公司,是因为这些市盈率是总体中的极端值,把它们放在样本中会造成估计偏差。

(二)资料来源

本研究所需的数据主要包括深沪两市全部A股上市公司从1997年11月28日到1998年5月29日的全部交易行情及各公司在该时期内发生的历次分红送配数量、除权除息日期;所有样本公司1997年度财务报表以及它们在1997年12月31日和1998年5月29日两个交易日的A股流通股数量等。这些数据均来自深沪交易所出版的统计月报、《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》等权威的公开出版物。

(三)研究设计中的几个问题

1. 如何估计 β 系数?因为公司的盈余是每年决算和报告一次,本研究用的折现率也是以年为单位,所以在利用模型(7)估计 β 系数时最好是用股票的年度报酬率数据。但由于我国的证券市

场只有不到 10 年的历史,大部分上市公司也是最近两三年才上市交易,所以不可能用年度报酬率来估计 β 系数。由于 β 系数在时序上的相对平稳性使得我们能够把日报酬率放进 CAPM 模型来估计股票的 β 系数。

2. 我们用 1998 年 5 月 29 日当时的商业银行 1 年期定期储蓄存款利率 5.22% 作为无风险报酬率 r_f , 在回归模型(7)中换算为日报酬率($\sqrt[360]{1+0.0522}-1$)。

3. 模型(7)中市场投资组合报酬率 r_m 如何确定? 我们用简单算术平均的方法来计算市场报酬率,即第 t 天的市场报酬率是当天参加交易的全部股票的报酬率的算术平均。我们按深沪交易所分别计算深沪两市的市場投资组合报酬率,也分别构造回归模型。当然,在计算个股的日报酬率时已经根据分红送配转等除权除息情况对股票价格进行了复权处理。

4. 在利用 CAPM 公式(6)计算各公司的年度折现率时, β 系数是用模型(7)算出来的估计值, r_f 用年度数据 5.22%,深沪两市的 $E(r_m)$ 是 1998 年 5 月 29 日的 A 股收盘指数与 1997 年 5 月 30 日的 A 股收盘指数之比再减 1,分别是 $(1496.326/1341.862-1)$ 和 $(466.824/443.909-1)$ 。这里本也应该按简单算术平均的方法来计算市场报酬率,但由于一部分样本公司在 1997 年 5 月 30 日时尚未上市交易或暂停交易,没有收盘价格,因此无法计算这些个股在这一年之中的年报酬率,从而难以计算包含这些个股在内的市场投资组合的年报酬率。为简化起见,我们用与之相近的市场指数变化来替代市场报酬率。

5. 公司的永久经济盈余(permanent economic earnings)如何衡量? 首先,在具有不确定性的现实经济环境中,公司的经济盈余是一个不可计量的概念,任何一种会计方法都不可能算出公司真正的盈余数字。但是会计盈余(accounting earnings)数字可以帮助投资者预期和评估企业未来经济盈余的方向、时点、大小和不确定