



实际控制人异质性、企业 过度扩张与财务风险研究

——来自民营上市公司的经验证据

竺素娥 著



中国财政经济出版社

实际控制人异质性、企业过度扩张 与财务风险研究

——来自民营上市公司的经验证据

竺素娥 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

实际控制人异质性、企业过度扩张与财务风险研究：来自民营上市公司的经验证据/竺素娥著. —北京：中国财政经济出版社，2014. 12

ISBN 978 - 7 - 5095 - 5811 - 9

I. ①实… II. ①竺… III. ①私营企业 - 上市公司 - 财务风险 - 风险管理 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 245

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 267156 号

责任编辑：梁 飞 宋学军 责任校对：李 丽
封面设计：耕 者

中国财政经济出版社 出版

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

E-mail: cfeph@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：100142

营销中心电话：88190406 北京财经书店电话：64033436 84041336

北京厚诚则铭印刷科技有限公司印刷

880 × 1230 毫米 32 开 8 印张 190 000 字

2014 年 12 月第 1 版 2014 年 12 月北京第 1 次印刷

定价：25.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 5811 - 9/F · 4698

(图书出现印装问题，本社负责调换)

质量投诉电话：010 - 88190744

打击盗版举报电话：010 - 88190492，QQ：634579818



前

言

近年来，伴随着我国民营经济的高速发展，出现了大量的民企资金链断裂事件，尤其是在民营经济较发达的浙江省，在特定的时期甚至出现了民企老板“跑路潮”。这一现象的出现引发了我们对下列问题的思考：究竟是什么导致了民企资金链断裂？是外部环境还是企业内在原因？是宏观经济不景气还是企业投资决策失败？是否与民企老板（实际控制人）的个人特征相关？这些问题迫切需要我们从事理论上进行探索并加以总结。

本书在综述相关文献与理论的基础上，以我国民营上市公司为研究对象，运用规范研究、实证研究与案例研究相结合的方法，分析研究了以下三个问题：（1）企业扩张的特征与过度扩张的度量方法；（2）实际控制人异质性与企业过度扩张的关系；（3）实际控制人异质性与财务风险的关系。通过分析研究，

揭示了实际控制人异质性、企业过度扩张与财务风险之间的关系与内在机理，以期完善公司治理制度、防止企业过度扩张、控制财务风险提供理论指导。

本书的研究主要实现了以下几个方面的创新：

第一，从研究的切入点上看，本书以企业实际控制人为切入点，从实际控制人异质性的角度来探讨与企业过度扩张、财务风险的关系，不同于已往学者从高管背景特征的角度来探讨与过度投资或企业扩张的关系。本书认为，相对于管理层而言，实际控制人对企业决策的影响更大、更直接，实际控制人的背景特征与企业过度扩张、财务风险有着内在的关联，以实际控制人为切入点来研究企业过度扩张、财务风险更具现实意义。本书主要以人口背景特征作为实际控制人异质性的要素，从性别、年龄、学历、类型、任职与否、持股比例、风险偏好等方面研究实际控制人异质性与过度扩张、财务风险的关系，是一个全新的研究切入点，拓宽了现有企业扩张理论与财务风险理论的研究视野。

第二，从研究对象与样本选择上看，本书以存在实际控制人的民营上市公司为研究对象，剔除了实际控制人虚位的国有上市公司，有利于探究问题的本质。本书选择存在实际控制人的 513 家 A 股民营上市公司为研究样本，分别对实际控制人异质性与过度扩张、实际控制人与财务风险进行了实证研究，分析研究了“实际控制人—过度扩张—财务风险”的内在机理。本书还选择了 2 个 H 股民营上市公司作为案例研究对象，运用案例研究方法深入、细致地剖析了“实际控制人异质性—过度扩张—财务风险”的内在关系，为本书的研究结论提供了生动而有力的证据。

第三，从研究的视角看，本书的研究着眼于企业过度扩张问题，不同于已往学者所研究的过度投资问题。针对民营企业因过



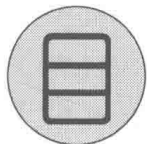
度扩张而导致资金链断裂的现状，本书首次从民营企业扩张战略、扩张方式、扩张资金来源、扩张速度、扩张结果等扩张特征全方位分行业描述了我国 A 股民营上市公司过度扩张的现状，通过实证研究、案例研究，分析研究了实际控制人异质性对企业过度扩张、财务风险的影响，并从监管层与民企自身两个角度提出了抑制民企过度扩张、控制财务风险的政策建议。

第四，在过度扩张的度量方法上，本书从单变量模型与多变量模型两个维度对企业过度扩张进行度量，是对企业过度扩张度量方法的一种创新。本书认为，企业过度扩张可以用财务指标计量，包括：资产总额的增长速度是否超过同行业资产平均增长速度、负债总额的增长速度是否超过同行业负债平均增长速度、负债比率是否超过 50% 且超过同行业平均水平等。本书分析研究了我国民营上市公司的资产构成特点，充分考虑到我国民营上市公司流动资产比重大的特点，借鉴 Richardson (2006) 非效率投资计量模型，用多元回归方法建立了度量过度扩张的多变量模型。本书还通过案例研究，验证了过度扩张多变量模型的准确性。

研究实际控制人异质性对企业过度扩张与财务风险的影响是一种全新的尝试。希望本书的研究成果对完善民企治理制度有所贡献，并为民企建立过度扩张和财务风险预警制度提供参考依据，为促进民企实现做大做强和可持续发展提供理论指导。

作 者

2014 年 11 月



第 1 章 导论	(1)
1.1 研究背景	(1)
1.2 研究意义	(5)
1.3 研究对象与概念界定	(6)
1.4 研究内容与研究框架	(14)
1.5 研究方法	(16)
1.6 研究创新	(18)
第 2 章 文献综述	(20)
2.1 异质性	(20)
2.2 企业扩张	(30)
2.3 异质性与企业扩张	(34)
2.4 财务风险	(40)
2.5 异质性、企业扩张与财务 风险	(43)

2.6	文献总结与评述	(45)
第3章	理论基础	(48)
3.1	过度自信理论	(49)
3.2	高层梯队理论	(54)
3.3	前景理论	(60)
3.4	直觉决策理论	(64)
第4章	企业过度扩张的特征与度量	(68)
4.1	扩张战略	(69)
4.2	扩张方式	(76)
4.3	扩张的资金来源	(79)
4.4	扩张速度	(83)
4.5	扩张的结果	(89)
4.6	过度扩张的单变量模型	(92)
4.7	过度扩张的多变量模型	(96)
4.8	本章小结	(103)
第5章	实际控制人异质性与企业过度扩张的实证 研究	(105)
5.1	理论分析与研究假设	(106)
5.2	样本选择与数据描述	(109)
5.3	单因素分析	(112)
5.4	多因素分析	(117)
5.5	稳健性检验	(126)
5.6	研究小结	(129)
第6章	实际控制人异质性与财务风险的实证研究	(132)
6.1	理论分析与研究假设	(133)
6.2	样本选择与数据描述	(138)
6.3	单因素分析	(141)



6.4	多因素分析	(145)
6.5	稳健性检验	(154)
6.6	研究小结	(157)
第7章	绿城中国过度扩张导致财务危机的案例研究 ..	(160)
7.1	绿城中国的实际控制人及其特征	(161)
7.2	绿城中国的扩张战略：专业化经营	(164)
7.3	绿城中国的扩张方式：内部扩张	(175)
7.4	绿城中国扩张的资金来源	(177)
7.5	绿城中国的扩张速度	(181)
7.6	绿城中国的扩张程度	(186)
7.7	绿城中国的扩张结果：财务危机	(188)
7.8	案例启示	(194)
第8章	浙江玻璃过度扩张导致破产的案例研究	(196)
8.1	浙江玻璃的实际控制人及其特征	(197)
8.2	浙江玻璃的扩张战略：多元化经营	(199)
8.3	浙江玻璃的扩张方式：内部扩张	(201)
8.4	浙江玻璃扩张的资金来源	(202)
8.5	浙江玻璃的扩张速度	(205)
8.6	浙江玻璃的扩张程度	(210)
8.7	浙江玻璃的扩张结果	(213)
8.8	案例小结	(220)
第9章	研究结论与政策建议	(221)
9.1	研究结论	(221)
9.2	政策建议	(225)
9.3	研究局限及研究展望	(227)
主要参考文献		(229)
后 记		(245)





第1章

导 论



1.1 研究背景

做大做强是中国企业的梦想。当人们问及企业发展的战略和规划时，企业家们的回答大多可以浓缩成一句话：到××年，营业收入达到××万元或××亿元。显然，这句话承载的是企业规模梦想，但支撑其规模的背后则是扩张的冲动——他们心中都渴望着主宰一个企业帝国，建立一个私人王国。

实践经验表明，对处于转型经济时期的我国企业而言，无论是国企还是民企，企业家们都有着强烈的扩张冲动。这突出表现为，近年来企业间的并购案频频发生，并购金额逐年攀升。CVSource 投中数据终端显示，2013年我

2

国并购市场宣布交易案例数量 5 233 起，披露金额案例数量 4 496 起，披露交易规模 3 328.51 亿美元，同比分别增长 17.15%、21.35%、5.72%，并购数量和并购规模均为近七年来最高；从完成交易的具体情况来看，制造业、能源及矿业、金融业和食品饮料业居前。与此同时，我国企业海外并购事件日益频繁，海外并购的主角逐渐由国企转向民企，并购的领域已从过去的购买油田、矿山等资产转向消费及科技等领域，民企海外并购异军突起，它们看重的是西方品牌和技术。Dealogic 数据显示，2013 年我国民企海外并购金额达 230 亿美元，创下历史记录，达到 2010 年的 3 倍，吉利集团、万向集团、联想集团、复星国际等大量民企均涉足了大额的海外并购业务。例如，汽车制造商吉利集团从 2009 年起进入海外并购扩张模式，先后并购了具有 83 年历史的澳大利亚 DSI 自动变速器公司、瑞典豪华汽车制造商沃尔沃及英国锰铜公司的全部股权，通过并购参与了汽车行业的“顶级工厂”生产。特别是近三年，一些民企的扩张冲动有时甚至逼近疯狂。例如，马云通过疯狂并购扩张打造“阿里帝国”，阿里巴巴从 2013 年起进入“并购模式”，开启多元化扩张之路，并购范围涉及物流、金融、新媒体、娱乐文化、零售业等领域，并购金额巨大，仅 2014 年上半年并购金额就超过 50 亿美元。由此可见，我国民企的扩张方式已从单一的内部扩张向内部扩张与外部扩张相结合的方式转变。

然而，民企的高速扩张需要巨大的资金支持。对民营上市公司而言，它们可以通过资本市场来解决资金需求；但对大多数非上市的民企而言，只能利用负债来获取资金以实现其扩张的资金需求，它们甚至不惜代价，利用民间高利贷来满足其高速扩张的资金需求。而高负债意味着高风险，过高的负债给企业带来了沉重的债务负担，甚至可能导致企业陷入债务危机。在我国目前特



定的经济背景和市场条件下，一些民企受高利润的诱惑，不愿坚守主业，盲目多元化，甚至把高息揽得的短期资金投向了经营周期较长、流动性较差的房地产领域，再加上宏观经济环境的变化，最终导致企业资金链断裂，出现了“跑路潮”等现象。在民营经济较发达的浙江省，这一现象显得尤为突出。据统计，2013年浙江全省法院共受理了企业破产案件346件，同比上升145.07%，破产企业债务总额达1595亿余元，比2012年的243亿元增长了近6倍。其中，发生在温州的企业破产案就有198起^①。2014年以来，又相继出现了浙江中都集团资金链断裂、老板跑路，浙江兴润置业投资有限公司资金链断裂、实际控制人因涉嫌非法吸收公众存款罪被检察机关审查起诉，萧山大批民企陷入担保链危机、政府被迫出面救市等事件，民企资金链危机仍在持续进行中。

上述现象的出现引发了我们对下列问题的思考：究竟是什么原因导致了民企资金链断裂？是外部环境还是企业内在原因？是宏观经济不景气还是企业投资决策失败？是否与民企老板（实际控制人）的个人因素相关？这些问题迫切需要我们从事理上进行探索并加以总结。

虽然民企资金链断裂的原因迥异，但从上述现象中，我们也可以总结出资金链断裂的民企具有三个共同的特点：一是无论其主业是什么，都涉足房地产领域的业务，盲目多元化、盲目扩张；二是都涉足高利贷融资，当金融机构贷款难以满足其投资扩张的资金需求时，它们会不惜代价地利用民间高利贷来实现其高速扩张；三是涉足大量的短期债务，且用短期债务进行长期投

^① 数据来源：“四川汇通担保余波：银行清退民营担保公司”，《中国经营报》，2014年7月14日，<http://finance.sina.com.cn>。



资。由此可见，由于民企发展中的盲目多元化、盲目扩张导致其高负债、高风险经营，从而导致债务危机甚至资金链断裂。因此，导致民企资金链断裂的根本原因是其投资决策的失败，而民企老板（实际控制人）作为其投资决策的制定者，其个人特征必然会对投资决策产生重要影响。在我国现阶段，民企实际控制人往往是董事长兼总经理，即使形式上只任董事长不兼总经理，也可能实质上行使了总经理的职责。老板既是企业战略的决策者，又是企业的经营管理者，民企实际控制人在企业决策中的“一言堂”现象比比皆是，这也促成了其在企业决策中的“拍脑袋”决策，直观地讲，民企老板的个人性格决定了其企业的命运。因此，本书认为，我国民企实际控制人的个人特征在很大程度上会影响企业的投资决策行为，从而影响企业的投资扩张行为。

那么，究竟是实际控制人的哪些个人特征在影响企业的扩张行为？什么是过度扩张？过度扩张如何影响企业的财务风险？实际控制人的个人特征与财务风险之间有着何种关系？实际控制人异质性、企业过度扩张、财务风险三者之间是否存在内在的关系？本书试图从民企实际控制人的个人特征出发，研究实际控制人异质性是如何影响企业的扩张行为，从而影响企业财务风险的。通过研究，期望从理论上完善公司治理制度，为防范企业过度扩张、控制财务风险提供理论指导。



1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

实际控制人是实际能够支配企业行为的人，拥有企业的最终控制权，属于企业的治理层。实际控制人作为企业扩张战略的制定者，其决策行为对企业生存与发展有着至关重要的影响。因此，从这个意义上讲，实际控制人异质性的研究实际上是对公司治理问题的研究。本书以实际控制人异质性作为切入点来研究企业过度扩张、财务风险问题，有利于拓宽企业扩张理论与财务风险理论的研究视野。

国内外已有研究大多注重高管特征对公司业绩或公司价值的影响，而较少研究高管特征对财务风险的影响。我们认为，在企业经营过程中，如果单方面重视企业业绩或企业价值而忽视风险，就会导致企业因追求业绩或价值而盲目扩张，而导致企业处于高风险状态，进而导致企业陷入财务危机，甚至引发破产。本书以财务风险作为归宿点来研究实际控制人、企业过度扩张与财务风险的关系，有利于丰富财务风险的研究内容，完善财务风险控制理论。

本书假设人是有限理性的或非理性的自然人，以行为金融理论作为理论基础，来研究实际控制人异质性、企业过度扩张与财务风险问题，是一个全新的视角，不仅有利于深入研究我国民企的公司治理制度，而且也为深入检视企业财务风险的产生根源提供了理论依据，有利于促进企业完善公司治理制度，选择正确的投资战略，有效控制财务风险，促进企业的可持续发展。

1.2.2 现实意义

已有研究表明,在所有企业的战略扩张中,只有大约 20% 的战略扩张是成功的^①。也就是说,绝大多数的战略扩张并没有实现企业预期的目标,甚至有些企业因为盲目的扩张,使其背上了沉重的包袱,陷入“扩张陷阱”,从此一蹶不振。更为严重的是,因过度扩张而导致企业资金链断裂,甚至破产。综合已往研究者的成果,他们分别把企业扩张失败归因于:持续资源供给不足、宏观经济情况恶化、行业发展环境变化和决策失误等。但是,这些论述没有从深层次挖掘企业扩张失败的原因,而是一种仅限于事后总结的数据挖掘工作。本书从企业扩张战略的制定者——实际控制人的异质性出发,通过有力的证据为实务界提供新的参考依据,有助于改善公司治理制度,促进企业制定正确的投资战略,降低财务风险。这对民营企业实施有效的扩张战略,积极开展各种形式的转型升级,真正实现做大做强的梦想,具有借鉴意义和实际应用价值。

1.3 研究对象与概念界定

本书的研究对象是我国民营上市公司,包括在内地 A 股上市和香港 H 股上市的民营企业。本书的实证研究部分以在 A 股上市的民营企业为样本进行分析研究,本书的案例研究部分则选择在 H 股上市的绿城中国和浙江玻璃两个典型案例进行分析研

^① 王炜:“核心能力视角下的企业战略扩张动因研究”,《当代经济》,2008 年第 7 期,第 154 ~ 155 页。



究，力求全面地、多方位地对本书主题展开论证。

本书涉及的重要概念包括实际控制人、实际控制人异质性、过度扩张、财务风险及相关概念间的关系等。

1.3.1 实际控制人

一般而言，实际控制人是对公司拥有实际控制权的自然人、法人或其他组织。上市公司的实际控制人拥有上市公司的终极所有权。我国《公司法》第二百一十七条对实际控制人的界定为：“实际控制人，是指虽不是公司的股东，但通过投资关系、协议或者其他安排，能够实际支配公司行为的人。”《公司法》将实际控制人与控股股东区分，并且明确排除了股东身份与实际控制人身份的重合。但《上市公司收购管理办法》（以下简称《管理办法》）第八十四条规定，有下列情形之一的，应被认定为实际控制人：（1）投资者为持有上市公司50%以上股份的控股股东；（2）投资者可以实际支配上市公司股份表决权超过30%；（3）投资者通过实际支配上市公司股份表决权能够决定公司董事会半数以上的成员选任；（4）投资者依其可实际支配的上市公司股份表决权足以对公司股东大会的决议产生重大影响；（5）中国证监会认定的其他情形。《管理办法》将控股股东作为实际控制人的一种，显然与《公司法》的定义相悖。因此，从法律角度来看，目前实际控制人的界定并没有统一。

在我国企业实践中，实际控制人直接持股的现象比较普遍。特别是在民营企业中，实际控制人可能就是公司第一大股东。查阅上市公司披露的年报可知，大多数上市公司所披露的实际控制人也是该公司的股东，且大多数是拥有最大股份比例的第一大股东。因此，实际控制人不应该排除控股股东，因为实际控制人同时作为控股股东不会影响其对上市公司的实际控

制权。所以，实际控制人可以是控股股东，也可以是控股股东的最终股东。

理论界对实际控制人概念的界定也并未统一。自 La Porta 等 (1999) 首次提出了终极控制人的概念后，学术界对此概念的探讨也一直没有间断。宋芳秀等 (2010) 认为实际控制人是处于上市公司控制链终端的终极控制人，这和控股股东有明显的区别，控股股东通常处于上市公司控制链的中间。万立全 (2010) 则认为实际控制人可能是控股股东，也可能是控股股东的控股股东，因为实际控制人可以通过直接控股和间接控股两种方式对上市公司实施控制，那么控股股东与实际控制人有时是合一的。

综上所述，本书认为，实际控制人界定的关键在于控制权的界定，而不是对股东身份的限定。对于直接持股的股东，如果其对公司决策拥有实际控制权，也应该认定为实际控制人。因此，实际控制人是指无论以何种方式拥有对上市公司控制权，实现实际控制上市公司的战略、财务、经营等重大决策的最终控制人。简而言之，民营上市公司的实际控制人，就是直接或间接拥有民营上市公司股份表决权并对其拥有实际控制权的自然人。

1.3.2 实际控制人异质性

从社会学的角度看，异质性是相对于同质性而言的。同质性即不同事物在某一方面或某些方面存在相同或相似的特质，异质性就是不同事物存在的不同的特质或特点。在统计学上，异质性是指不同的样本观测数据具有不同的方差。例如，不同行业间的经济指数就存在很大的差异。本书认为，异质性是指不同个体在关键特征以及重要资源上的差异化。异质性不仅仅指某一个特征，它可以包括多个维度，只要是能够形成个体间的区别和差异的特征都可以作为异质性的内容。