


财会文库

# 股权结构与 企业理财行为研究

胡国柳 著

 中国人民大学出版社

财会文库

# 股权结构与 企业理财行为研究

胡国柳  
著

 中国人民大学出版社

**图书在版编目 (CIP) 数据**

股权结构与企业理财行为研究/胡国柳著.

北京: 中国人民大学出版社, 2006

(财会文库)

ISBN 7-300-07332-8

I. 股…

II. 胡…

III. ①股份有限公司-股份制-研究②股份有限公司-财务管理-研究

IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 049111 号

财会文库

**股权结构与企业理财行为研究**

胡国柳 著

---

**出版发行** 中国人民大学出版社

**社 址** 北京中关村大街 31 号 **邮政编码** 100080

**电 话** 010-62511242 (总编室) 010-62511239 (出版部)

010-82501766 (邮购部) 010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司) 010-62515275 (盗版举报)

**网 址** <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com>(人大教研网)

**经 销** 新华书店

**印 刷** 涿州市星河印刷有限公司

**规 格** 148×210mm 32 开本 **版 次** 2006 年 5 月第 1 版

**印 张** 9.625 插页 1 **印 次** 2006 年 5 月第 1 次印刷

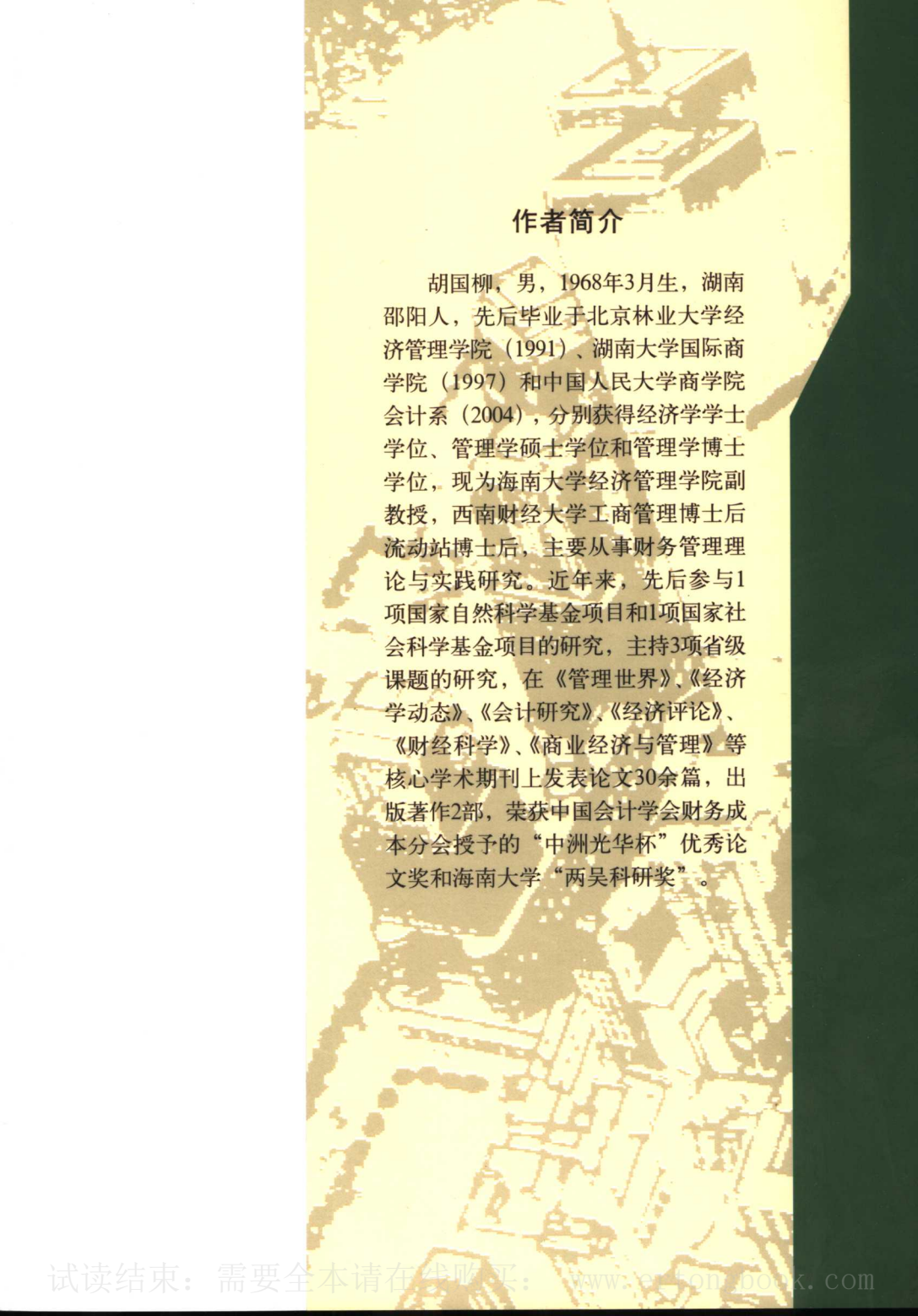
**字 数** 255 000 **定 价** 22.00 元

---

**版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换**

## 内容简介

20世纪70年代以来，股权结构在公司治理中的作用及效率问题一直是国外金融学与财务学领域相关学者探讨的热点问题，研究的视角主要有两个：一是基于企业业绩的研究；二是基于企业决策行为的研究。近年来，我国学者在借鉴国外学者研究成果的基础上，以中国上市公司为样本，对这一问题展开了大量的研究，得出了许多有意义的研究结论，但研究成果主要集中在基于企业业绩的研究方面，而基于企业决策行为方面的研究成果则较少。本书在对国内外相关文献进行综述和分析的基础上，以中国上市公司为样本，系统地探讨了股权结构与企业理财行为的关系，主要包括股权结构与企业资本结构关系、股权结构与企业股利政策关系、股权结构与企业资本支出关系、股权结构与企业投资多元化关系、股权结构与企业现金持有关系的理论与实证分析。在理论与实证分析的基础上，本书提出了优化中国上市公司股权结构，规范企业理财行为和信息披露制度的政策建议。最后，指出了本书研究的局限性及值得进一步研究的问题。



## 作者简介

胡国柳，男，1968年3月生，湖南邵阳人，先后毕业于北京林业大学经济管理学院（1991）、湖南大学国际商学院（1997）和中国人民大学商学院会计系（2004），分别获得经济学学士学位、管理学硕士学位和管理学博士学位，现为海南大学经济管理学院副教授，西南财经大学工商管理博士后流动站博士后，主要从事财务管理理论与实践研究。近年来，先后参与1项国家自然科学基金项目和1项国家社会科学基金项目的研究，主持3项省级课题的研究，在《管理世界》、《经济学动态》、《会计研究》、《经济评论》、《财经科学》、《商业经济与管理》等核心学术期刊上发表论文30余篇，出版著作2部，荣获中国会计学会财务成本分会授予的“中洲光华杯”优秀论文奖和海南大学“两吴科研奖”。

## 总序

在当今社会中，会计工作作为一种重要的管理工作，已经和世人的经济生活完全融合在一起，达到了须臾不可分离的境界。在现实生活中，如果离开会计工作，人类社会就难以运转，更不用说持续发展了。在我国，会计工作的重要性已为越来越多的人所认识，一股不大不小的“会计热”

传遍了神州大地。但是时至今日，仍有人对会计或会计工作的认识很不到位，在理论上否认会计工作的管理属性，在实践中将会计工作排除在核心管理层之外，其结果既贻误当前的工作，也将严重阻碍会计的未来发展。

今年是我们进入 21 世纪的第二年，世界经济面临着动荡不定、变化多端、难以预计的复杂情况，正是在这样的背景下，这两年发生在中外资本市场上的许多重大事件不断地向世人展示了经济发展和会计工作之间密不可分的特殊关系。2001 年 8 月，中国《财经》杂志发表了一篇封面文章——《银广夏陷阱》，该文披露了银广夏的造假内幕（即利用虚假会计信息，诱使广大股民狂购其上市股票），从而打破了中国资本市场上的银广夏神话。银广夏股票价格的狂升及其创造的所谓巨额利润均来自于虚假会计信息的支撑，与此事件有关的会计、审计机构和会计、审计人员是难辞其咎的。无独有偶，2001 年 12 月 2 日，曾被美国《财富》杂志列为世界 500 强第七位的安然公司，由于通过复杂的财务结构和会计处理虚构收入及利润以维持高增长的幻象的破灭，最终不得不向纽约法院申请破产保护。这一事件不仅涉及安然公司及其财务会计工作，而且也涉及了大名鼎鼎的世界五大会计公司之一安达信。从上述两个案例中我们可以看出，在当今这样一个高度信息化的社会，会计管理活动及其所生成的信息在资本市场和经济决策中起着举足轻重的作用，差之毫厘，谬之千里。反过来看，要防范资本市场中的金融风险，提高企业的经济效益，快速发展经济，就必须在宏观和微观两个层面上不断地强化会计工作。只有建立一套开放性的、满足现实需要，并与 IT 技术紧密结合的会计管理体系，企业才有可能稳步地发展，社会经济才有可能健康、有序地运行。

在人类会计管理实践的发展过程中，会计学术界的理论研究一直起着很重要的导向作用。而教材和专著则是理论研究成果的两种主要表现形式，其中，能够形成教材的大多是相对成熟的、自成体系的研究成果，而那些不尽成熟，但却极具开拓性和创造

性的研究成果则需要借助于专著这种表现形式了。历史地看，理论的发展总是表现为一个不断积累和延续的过程，而一所大学的一个重点学科，既需要以优秀的教材来表现其积累之深厚，又需要以开拓性的专著来展现其延续的繁荣。中国人民大学会计系自1993年推出了会计系列教材之后，社会反响很大，成为我国改革开放后销售总量最大的系列教材。但是，中国人民大学会计系的中青年学者们并没有满足于现状，他们在做好教学工作的同时，始终没有停止过对诸多会计前沿课题的思考和研究，并在各自的研究领域取得了丰硕的研究成果。这套《财会文库》就是对这些研究成果的一个系统的展现。

《财会文库》顺应了新形势下会计工作由核算型向核算管理型转变这样一个客观现实，不仅关注一些新兴经济业务的会计核算，更注重建立在会计核算基础之上的会计管理。从即将出版的几本专著来看，其内容涵盖了衍生金融工具会计核算与管理、证券市场会计监管、会计决策和会计控制、网络时代的会计管理等多个专题。在这些专著中，作者们以积极务实的态度表现了他们对资本市场中诸多会计问题的关注，表现了他们对网络时代会计核算、会计控制、会计决策、会计分析和会计考评等问题的极大兴趣和认真思考。虽然有些观点还不尽成熟，但是其中所闪耀的思想火花必将引发人们更进一步的探索和研究。

《财会文库》的出版得到了中国人民大学出版社的大力支持。出版社的同志计划把文库办成一个开放的、活跃的理论阵地，他们既立足于中国人民大学，又放眼于全国；既着力于创新，又主张有争鸣。我衷心希望会计界的有识之士都能把自己最新的研究成果纳入到这套文库中来，同时也希望《财会文库》能不断地推出好作品、新作品，为繁荣我国的会计学术研究做出应有的贡献。

阎达五

2002年4月



自 1976 年 Jensen 和 Meckling 在《财务经济学期刊》上发表《企业理论：管理者行为、代理成本与股权结构》一文以来，股权结构在公司治理中的作用及效率问题一直是国外财务经济学者讨论的热点问题。国外学者关于股权结构在公司治理中作用及效率的研究视角有两个：一是基于企业经营绩效的研究；二是基于企业决策行为的研究。关于第一个

研究视角方面的学术文献非常丰富，而关于第二个研究视角方面的学术文献相对较少，且出现的时间也较晚。近年，国内学者在借鉴国外学者研究成果的基础上，基于中国特定的制度背景，对股权结构在公司治理中作用及效率问题展开了深入的研究，但研究成果主要集中于基于企业经营绩效的研究方面，而基于企业决策行为方面的研究成果则较少。

胡国柳博士在对国内外学者相关研究文献进行综述与分析的基础上，以“股权结构与企业理财行为关系”作为自己的博士论文选题，具有一定的创新性。他以中国上市公司经验数据为基础，从企业理财决策角度，系统地探讨了股权结构在公司治理中的作用及效率，为同类研究提供了可资借鉴的理论与结论。他在博士论文的基础上对研究内容进行修改和完善，并在中国人民大学出版社公开出版，将对推动有关股权结构在公司治理中作用及效率问题的研究做出有益贡献。

本书的特色与创新之处主要有：

1. 对股权结构各替代变量之间可能出现的多重共线性问题作全面的考虑。
2. 系统地研究了中国上市公司股权结构与企业资本结构及股利政策之关系。
3. 为理解中国上市公司股权结构安排对企业投资决策及营运资金管理的影响提供了初步的经验证据。
4. 根据理论与实证研究结论，系统地提出了改进中国上市公司治理的政策建议。

胡国柳是我指导的 2001 级博士生，他具有扎实的管理学、经济学和数学功底，思维敏捷，能捕捉所从事研究领域的前沿学术动态。在本书即将付印之际，作为导师，我由衷地为他感到高兴，同时期望他继续发扬攻读博士学位那种刻苦钻研精神，为财务理论与实践的研究做出更多贡献。

王化成

2006 年 3 月 22 日于中国人民大学

由于现代股份有限公司股权日益分散，经营管理的复杂性与专业化程度不断提高，公司的所有者——股东们通常不再直接作为公司的经营者，而是作为委托人，将公司的经营管理权委托给职业经理人，职业经理人作为代理人接受股东的委托，代理他们经营企业，股东与经理人之间的委托—代理关系由此产生。在这种委托—代理关系中，委托人和

代理人各自按自利行为原则选择自己的行动集合，且都是个人效用最大化的追求者。由于各自的效用目标函数不同，委托代理冲突就不可避免。为减少代理冲突，降低代理成本，代理理论开出的解决代理难题的“处方”包括监督、激励、约束与惩罚，但这些解决代理难题“处方”功效的发挥有赖于完善的公司内部治理结构和外部治理机制的安排，而股权结构安排又是公司治理的基础，这就引发人们思考这样一个问题：什么样的股权结构有利于公司治理？或者说，不同的股权结构在公司治理中到底发挥何种作用？

关于股权结构在公司治理中作用的研究，最早可以追溯到 Berle 和 Means (1932)。但正式研究股权结构在公司治理中的作用应始于 Jensen 和 Meckling (1976)。自 Jensen 和 Meckling 之后，国外学者围绕股权结构在公司治理中的作用及效率问题开展了广泛的研究，研究视角主要有两个：基于企业业绩的研究和基于企业决策行为的研究，前一研究视角是直接通过股权结构与企业业绩之关系来检验股权结构在公司治理中的作用；后一研究视角是从股权结构与企业决策行为，或与企业决策变量选择之关系的角度来研究股权结构在公司治理中的作用。

中国上市公司股权结构与西方发达国家有很大的不同，具体表现在以下六个方面：（1）从股权的流通性结构看，非流通股居主导地位；（2）从股权的持有者身份结构看，国有股、法人股和社会公众股基本呈三分天下的态势，其他股份所占比例很少；（3）从股权集中度看，股权高度集中于第一大股东；（4）从控股主体看，主要有国家控股、法人控股、家族控股、自然人控股、机构投资者控股等；（5）从终极产权角度看，绝大多数上市公司最终仍由政府控制，而非政府控制的上市公司很少；（6）从股权的市场分割结构看，A 股占绝大多数，而外资股所占的比例相对较少。上市公司复杂股权结构及其产生的问题引起了学者们的高度关注。近年许多学者在借鉴国外学者研究成果的基础上，对股权结构在公司治理中的作用及效率问题进行了大量的研究，取得了许多有

意义的研究成果，但从作者了解到的文献看，目前的研究成果主要集中于股权结构与企业业绩关系方面，而基于企业决策行为方面的研究成果还很少。作者认为，公司治理效率是管理者运用企业现有资源，执行各项决策的产出，而股权结构是企业剩余控制权和剩余索取权安排的基础，因而也是公司治理的基础。因此，不同的股权结构安排必然影响股东对管理者实施控制和监管的能力及动机，进而影响管理者的决策行为，最终影响企业的业绩，即企业业绩应是管理者决策的直接函数，而管理者决策是股权结构的函数。因此股权结构在公司治理中的作用可通过其与企业决策行为之关系反映出来。基于这种认识，作者试图跳出“股权结构与企业业绩之关系”的研究范式，选择“股权结构与企业理财行为研究”作为本书的研究主题。

本书共有九章，可分为四部分：第一章为第一部分，是导论篇；第二章和第三章为第二部分，是研究前提与准备篇；第四章至第八章为第三部分，是主体篇；第九章为第四部分，是结论篇。内容梗概如下：

第一章首先介绍了本书写作的现实背景和理论背景。

第二章对国内外学者有关股权结构在公司治理中的作用方面的理论研究成果进行了系统回顾。

第三章以企业市场业绩的替代变量“市值一面值比”和财务业绩的替代变量“主营业务净资产收益率”为被解释变量，以经济周期哑变量和行业哑变量为控制变量，对第二章中的有关股权结构在公司治理中作用的理论假设进行了经验检验。

第四章以资产负债率、流动负债率、长期负债率和银行借款比率四个指标作为资本结构的替代变量，以资产担保价值、非负债税盾、成长性、规模、盈利能力、变异性、公司年龄和行业哑变量为控制变量，对股权结构与企业资本结构的关系进行了实证分析。

第五章以现金股利支付率（每股现金股利与每股收益的比值）为被解释变量，以历史成长性、未来成长性、经营风险、企业规

模和行业哑变量为控制变量，对股权结构与企业股利政策之关系进行了实证调查。

第六章以购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金与总资产之比作为资本支出的替代变量，以资产负债率、公司年龄、成长性、内部现金流量、规模、经济周期哑变量和行业哑变量为控制变量，对股权结构与企业资本支出的关系进行了实证分析。

第七章以构成企业主营业务收入来源的经营项目个数的自然对数、主营业务每个经营项目的收入与全部主营业务收入之比的 H 指数、主营业务每个经营项目的成本与全部主营业务成本之比的 H 指数及主营业务每个经营项目的利润与全部主营业务利润之比的 H 指数来衡量企业的投资多元化程度，以企业规模、公司年龄和行业哑变量作为控制变量，对股权结构与企业投资多元化的关系进行了实证分析。

第八章以现金及现金等价物之和与总资产的比率来衡量企业的现金持有水平，以市值面值比（增长机会的替代变量）、现金流、现金流变异性、现金替代物、财务杠杆、银行债务、债务期限结构、企业规模、公司年龄、股利支付哑变量和行业哑变量为控制变量，对股权结构与企业现金持有的关系进行了实证分析。

第九章首先从股权结构对企业理财行为的影响及股权结构在公司治理中的作用两个方面对全文的研究结论进行归纳；其次，提出相应的对策建议；最后，就本书的主要创新、研究局限及值得继续研究的问题进行了说明。

由于作者水平有限，本书可能存在一些疏漏和错误之处，同时，由于时间与精力的限制，本书的研究还存在许多局限性。为此，恳请广大读者批评指正。

作者

2006年3月

<b>第一章 导论</b> .....	(1)
1.1 研究背景 .....	(1)
1.2 问题的提出 .....	(10)
1.3 研究思路与研究 方法 .....	(16)
1.4 论文框架结构 .....	(18)
<b>第二章 股权结构、公司治理 与绩效：回顾与 综述</b> .....	(20)
2.1 股权集中度在公司 治理中的作用及	

效率 .....	(21)
2.2 内部人持股在公司治理中的作用及效率 .....	(26)
2.3 股权持有者身份结构在公司治理中的作用及 效率 .....	(30)
2.4 股权的市场分割结构在公司治理中的作用及 效率 .....	(37)
2.5 股权结构内生性问题 .....	(38)
2.6 本章小结 .....	(41)
<b>第三章 股权结构与企业业绩关系的实证研究 .....</b>	<b>(43)</b>
3.1 研究目的 .....	(43)
3.2 研究设计 .....	(45)
3.3 统计分析结果 .....	(49)
3.4 主要研究结论及其可能含义 .....	(64)
<b>第四章 股权结构与企业资本结构关系的实证研究 .....</b>	<b>(67)</b>
4.1 文献回顾 .....	(67)
4.2 研究假设 .....	(75)
4.3 研究设计 .....	(80)
4.4 统计分析结果 .....	(85)
4.5 主要研究结论及其可能含义 .....	(109)
<b>第五章 股权结构与企业股利政策关系的实证研究 .....</b>	<b>(116)</b>
5.1 文献回顾 .....	(116)
5.2 研究假设 .....	(127)
5.3 研究设计 .....	(129)
5.4 统计分析结果 .....	(132)
5.5 主要研究结论及其可能含义 .....	(142)



<b>第六章 股权结构与企业资本支出关系的实证研究</b>	·····	(147)
6.1 文献回顾	·····	(147)
6.2 研究假设	·····	(150)
6.3 研究设计	·····	(153)
6.4 统计分析结果	·····	(156)
6.5 主要研究结论及其可能含义	·····	(165)
<b>第七章 股权结构与企业投资多元化关系的实证研究</b>	·····	(170)
7.1 文献回顾	·····	(170)
7.2 研究目的	·····	(177)
7.3 研究假设	·····	(178)
7.4 研究设计	·····	(181)
7.5 统计分析结果	·····	(183)
7.6 主要研究结论及其可能含义	·····	(199)
<b>第八章 股权结构与企业现金持有关系的实证研究</b>	·····	(202)
8.1 文献回顾	·····	(202)
8.2 研究假设	·····	(217)
8.3 研究设计	·····	(221)
8.4 统计分析结果	·····	(227)
8.5 主要研究结论及其可能含义	·····	(239)
<b>第九章 研究总结</b>	·····	(244)
9.1 主要结论	·····	(244)
9.2 政策建议	·····	(252)
9.3 主要创新	·····	(261)
9.4 研究的局限性及值得继续研究的问题	·····	(262)
参考文献	·····	(265)
后记	·····	(290)