

北京工商大学财务与会计学术前沿论丛

Frontier Academic Collection on Finance and Accounting of Beijing Technology and Business University

◎ 刘 婷 著

公司增长与价值创造

——基于治理机制效应

**Firm's Growth and Value Creation:
In Perspective of Corporate Governance Mechanisms**



经济科学出版社
Economic Science Press

Firm's Growth and Value Creation:
In Perspective of Corporate Governance Mechanisms

北京工商大学财务与会计学术前沿论丛

Frontier Academic Collection on Finance and Accounting of Beijing Technology and Business University

◎ 刘 婷 著

公司增长与价值创造

——基于治理机制效应

**Firm's Growth and Value Creation:
In Perspective of Corporate Governance Mechanisms**



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

公司增长与价值创造：基于治理机制效应 / 刘婷著.

—北京：经济科学出版社，2012.7

(北京工商大学财务与会计学术前沿论丛)

ISBN 978 - 7 - 5141 - 2078 - 3

I. ①公… II. ①刘… III. ①公司 - 企业管理 - 理论研究 IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 139618 号

责任编辑：齐伟娜

责任校对：苏小昭

责任印制：李 鹏

公司增长与价值创造

——基于治理机制效应

刘 婷 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：88191217 发行部电话：88191537

经济理论分社电话：88191435 88191450

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：jjll1435@126.com

北京欣舒印务有限公司印装

880 × 1230 32 开 10.25 印张 260000 字

2012 年 7 月第 1 版 2012 年 7 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 2078 - 3 定价：28.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：88191502)

(版权所有 翻印必究)

本书受北京市教委科研基地——会计与投资者保护研究基地、北京市属高校人才强教“高层次人才资助计划”项目《会计与投资者保护》(PHR20100512)、国家社会科学基金项目《内部资本市场对企业集团成长的作用机制研究》(11BGL022)、2012 教育部人文社科青年基金项目《盈余波动对公司价值的作用机理研究》(12YJC630124) 的资助。

总 序

在人类管理实践的过程中，财务与会计学术前沿研究一直起着很重要的导向作用。财务与会计学术前沿问题是财务与会计研究的探索点和制高点，这些问题具有下列基本特征：（1）基础性。其作用在于填补某一领域的空白。（2）关键性。其作用在于对某些问题取得重大的突破。（3）深刻性。其作用在于能揭示财务与会计事件的内在规律。（4）复杂性。其作用在于能从纷繁复杂的财务与会计事件中理清思路，理出头绪，化繁为简。（5）前瞻性。其作用在于高瞻远瞩，预测未来。由于上述基本特征，我们可以说，攻克财务与会计学的难题就意味着财务与会计学的革命，意味着创新，意味着对专业发展的贡献。

北京工商大学财务与会计学术前沿论丛是一系列当代财务与会计领域里的前沿性论著，这套丛书是由北京工商大学会计学院一批中青年教授和博士在其研究课题、博士论文或博士后研究报告的基础上修订完

成的，是一套充满着求实创新与改革发展气息的论丛。他们的研究内容和所形成的每一项研究成果，都体现了财务、会计改革对我国社会主义市场经济运行的回应，也充分显示出对财务与会计学术领域迫切需要研究与解决问题的理论创新。因此，本套丛书具有十分重要的理论意义和实践价值。

本套丛书的特点：（1）学术性强。本套丛书作为北京工商大学会计学院的研究力作，不仅传承传统，更是紧盯现实，十分注重严密的逻辑推理和论证，它从财务与会计的复杂现象中抓住本质，把握规律。每本书都对经典文献进行了回顾和评论，在前人研究的基础上对财务与会计的现状和发展趋势做出了进一步的探求，进而深化和丰富了主流理论的实务。（2）注重方法论的运用。在财务与会计前沿的研究中，方法论的规范化是十分重要的。当新的理论被提出时，必须严格检验那些依照这个理论的逻辑推演产生的结论是否与所要解释的经验事实相一致。如果一致，就是不被证伪的，这个理论暂时就可以被接受；如果不一致，这个理论就必须受到修正或摒弃。（3）理论研究和政策建议相结合。国外经济理论研究的平台是发达国家已经存在的市场经济状态，其重点也在于分析均衡市场中的可能性及现实性，但对于像中国这样的发展中国家，理论研究平台与国外有很大距离，我们的市场正在形成中，人们的经济行为不能简单地用代表性行为人来给定，所以，在经济没有完全市场化的环境中，中国经济问题的研究特别要突出中国特有的政治、制度、环境等背景和特征。同时，中国正处于大变革时期，政策层面的变革将对未来中国经济产生深远的影响。因此，理论从实践中来，也必须回到实践中去，为国家的经济发展和改革提供政策支持正是本丛书之特征所在。

有抱负的青年学者们勇于探索、积极实践的精神是令人欣慰和赞赏的。他们以更宽泛的视野和更积极的态度投身于中国现实问题的研究中，其论题涉及会计、审计、财务管理、税收等多个领域，同时，他们的研究还打破学科界限，融合管理学、经济学和金融学

等多学科知识，力图实现对问题的整合性研究，这正是当代科学探索的一种新范式。北京工商大学会计学院团队将以不懈的努力为财务、会计领域的改革与创新做出贡献。

北京工商大学副校长 谢志华博士

2006年10月26日

序

19 世纪末，史密斯（Smith，1894）的《中国人的性格》（Chinese Characteristics）认为中国人“漠视时间”，不曾想，“时间就是金钱，效率就是生命”的口号却成为中国改革开放以后高速发展的真实写照。甚至美国《侨报》2011 年 7 月 26 日撰文指出，“中国人是最急躁最没耐心的地球人”^①，“中国人的焦虑症都是为了确保自己不被社会淘汰”。2012 年 4 月 9 日的《人民日报》也指出，中国社会急躁、浮躁成为通病，急功近利，为追速度、求效率，以至不惜代价地投机^②。诚然，在市场化进程中，在人民生活强烈需求的驱动下，快速发展能够为深化改革、增加就业提供条件；但是，过分追求“速度”也带来一系列问题，比如 GDP 的高增长和消费的低

① 转引自纪双城、李珍、青木、王刚、孙广勇、蒋丰、段聪聪、金点强：《外媒：中国人是最急躁最没耐性的地球人》，载《环球时报》，2011 年 8 月 4 日。

② 杜海涛、崔鹏、王珂：《慢不下来的社会：急躁、浮躁、暴躁成通病》，载《人民日报》，2012 年 4 月 9 日。

增长并存，投资的高增长和就业的低增长并存，物价上涨、分配不公、环境污染、食品安全问题、建筑质量问题等引发了一系列社会冲突。对此，我国调整了 GDP 增长预期，提出“稳增长”的发展策略。其实，调整增长速度本身并不是解决上述问题的关键，制度的建立和完善才能够从根本上化解经济发展失衡带来的矛盾。

我国社会的急躁最典型的体现就是公司对“高增长”的追求。“增长”是公司财务管理永恒的话题之一。不可否认，公司通过“增长”能扩大规模，实现规模经济，维持并增强市场地位，以期在激烈的竞争中立于不败之地。然而，公司一味追求“增长”速度，并不一定带来价值的提升，超出其财务承受能力的高速增长很可能徒增公司资金链断裂的风险，甚至引发财务危机，偏离“价值最大化”目标。根据本书统计，2001~2008 年，我国 A 股上市公司中，高速增长样本占总体 68.10%，其中处于价值毁损的公司数量占 62.7%。这种畸形的公司成长模式不仅会因盲目投资造成巨额资源浪费，伤害我国实体经济；而且，非理性的高速增长带来的风险充斥刚刚成长起来的资本市场，会阻碍其健康有序发展，最终转嫁到广大投资者身上，严重损害投资者的合法权益。更甚者，在有限的能力和资源限制下，对高速增长的诉求还会诱发公司走上违规的道路，最典型的示例就是，2011 年绿大地（现为 *ST 大地）为了满足 IPO 对公司成长性的要求而屡屡财务造假，成为我国上市公司 IPO 造假第一案。如何治疗公司的“急躁症”，实现公司可持续增长？这是学术界和实务界亟待解决的重大议题。

根据希金斯（Higgins, 1977）的财务可持续增长理论，公司只有保持既有财务政策与经营效率下最大的增长水平才能够实现可持续增长。或者说，公司的财务资源与盈利能力是公司持续增长能力的主要决定因素。因此，理论上讲，如果实际增长率等于可持续增长率，公司应该能够实现“价值最大化”目标。然而，事实上，在风云变幻的宏观环境中，根据权变理论，公司必须及时调整自身

发展战略，对外界变化做出及时反应，才能适者生存。因此，公司实际增长速度与可持续增长率偏离的情况反而往往是常态，关键在于，这种偏离到底会对公司价值带来怎样的影响？是正面还是负面影响？如何评价其影响程度？

杰森（Jensen，1986）指出，经理偏好构建“帝国大厦”，在缺乏监管的情况下，倾向于将自由现金流全部投资于新项目，以扩大公司规模，从而满足其对奖金和权力的欲望。在我国，很多投资者同样拥有这种构造“帝国大厦”的偏好。近年来，不少公司将业务拓展到房地产、影视传媒等利润暴涨的行业，资本的逐利性体现得淋漓尽致。这种非相关多元化的发展战略往往伴随着巨大的投资风险。譬如，盲目进入房地产领域的公司，由于不熟悉国家政策和行业发展规律，在政府对房地产行业实行持续调控的政策下，遭遇房产积压滞销，导致严重亏损，甚至伤害其主业。投资者和经理的非理性决策，究其根源，在于公司治理机制的缺失或者失灵。我国企业经历了现代企业制度改革，已经逐步建立起公司治理结构，但在经济转型的特殊时期，治理机制发挥的作用仍然有限。譬如，在转轨经济背景下，我国上市公司形成了银行借款比例较高的特殊债务结构，政府、公司和银行之间形成了双重预算软约束，严重削弱了债权人的治理效果。再譬如，我国高度集中的股权结构导致大股东对公司的集权控制，使得中小股东的利益受到漠视。虽然近年来，国内外机构投资者开始注资我国公司，但是，机构投资者仍然存在较多的投机性，对优化股权结构、增强对大股东的牵制，作用依然有限。为了进一步强化治理效果，必须要明确的是，我国上市公司的治理状况究竟如何？随着改革的不断深入，治理效果是否有所改善？

本书正是从公司治理的视角，研究公司增长对价值的影响。以我国2001~2008年沪深两市A股上市公司为样本，探讨治理机制、战略目标、财务目标三者之间的关系，选题视角具有创新性。通过实证检验，发现公司增长与价值创造之间存在显著的倒“U”型关

系。而且，经理持股、股权集中度和机构投资者持股的治理效应会增强公司增长对价值的正面效应，表明提高公司增长的有效性能够通过完善公司治理来实现。本书从财务角度和制度建设角度为公司实现价值创造提出了可行的途径——按照合理增长水平对增长进行管理，同时建立完善的公司治理机制。此外，本书还证明了在上市制度导向下，我国上市公司负债率存在 70% 阈值的特殊现象，并对股权分置改革的有效性进行了检验，为相关研究提供了重要经验证据。

刘婷博士是我指导的第一位硕博连读生，她的第一部学术专著得以问世，我感到非常高兴。自 2001 年进行本科毕业论文写作开始，她就对“公司增长”产生了浓厚的兴趣，对公司增长的判断标准与测度、公司治理机制对公司增长的影响等问题进行了较为深入的研究，锲而不舍，难能可贵。相关论文荣获第 23 届亚太地区国际会计专题研讨会的 Vernon Zimmerman 最佳论文奖，并多次在 CSSCI 期刊发表，还为成功申报 2012 年度教育部人文社科课题打下了坚实基础。这部专著浓缩了她的研究成果，对公司治理与公司可持续发展理论做出了一定的学术贡献。期待刘婷博士今后能取得更好的成绩！



2012 年 6 月 1 日

中国人民大学明德楼

目 录

第一章 引言 / 1

第一节 研究背景与意义 / 1

第二节 研究动机及目标 / 4

第三节 研究问题界定 / 7

第四节 研究框架 / 14

第二章 文献综述 / 18

第一节 公司增长的实质、特征与可持续增长 / 18

第二节 公司增长的影响因素 / 22

第三节 公司治理机制对增长的影响：基于委托代理关系 / 25

第四节 公司价值的驱动因素 / 31

第五节 公司增长与价值创造之间的关系 / 32

第六节 公司治理机制对价值的效应 / 33

第七节 文献评析 / 38

第三章 理论分析 / 41

第一节 公司增长影响因素的理论分析 / 41

第二节 公司价值成因的理论分析 / 44

第三节 公司增长有效性理论 / 55

第四节 公司治理机制对增长有效性的综合效应 / 58

第五节 本章小结 / 65

第四章 上市公司增长影响因素的实证研究 / 67

第一节 公司增长影响因素的研究假设 / 67

第二节 公司增长影响因素的实证模型 / 68

第三节 样本及描述性统计 / 71

第四节 公司增长影响因素模型实证分析 / 88

第五节 稳健性检验 / 97

第六节 本章小结 / 105

第五章 公司增长有效性的实证研究 / 107

第一节 公司增长有效性的研究假设 / 107

第二节 公司增长有效性的实证模型 / 109

第三节 样本及描述性统计 / 112

第四节 公司增长有效性影响因素模型实证分析 / 122

第五节 稳健性检验 / 147

第六节 本章小结 / 152

第六章 治理机制对公司增长有效性影响的 实证研究（I） / 155

第一节 治理机制对公司增长有效性影响的研究假设 / 155

第二节 治理机制对公司增长有效性影响模型的
变量定义 / 162

第三节 样本及描述性统计 / 164

第四节 相关性检验 / 174

第七章 治理机制对公司增长有效性影响的 实证研究（Ⅱ） / 178

第一节 单一治理机制对公司增长影响的实证分析 / 178

第二节 多种治理机制对公司增长影响的实证分析 / 190

第八章 治理机制对公司增长有效性影响的 实证研究（Ⅲ） / 203

第一节 单一治理机制对公司增长有效性影响的
实证分析 / 203

第二节 多种治理机制对公司增长有效性影响的
实证分析 / 226

第三节 稳健性检验 / 242

第四节 治理机制对公司增长有效性影响小结 / 247

第九章 结论与建议 / 252

第一节 研究结论 / 252

第二节 研究创新及展望 / 259

第三节 政策性建议 / 262

附 录 / 267

参考文献 / 288

后 记 / 300

图表索引

- 图 1-1 本书研究框架 / 16
- 图 3-1 公司价值与增长、可持续增长关系图示 / 49
- 图 3-2 公司价值形成路径 / 54
- 图 4-1 营业收入增长率与可持续增长率的变动趋势 / 74
- 图 4-2 2001~2008 年增长波动及其构成指标的
变动趋势 / 75
- 图 4-3 高速增长与低速增长公司比例变动趋势 / 78
- 图 5-1 2001~2008 年上市公司股票超额收益率与增长
波动均值趋势 / 114
- 图 5-2 2001~2008 年上市公司股票超额收益率与其他
价值影响因素均值趋势 / 115
- 图 5-3 2001~2008 年股票超额收益率与价值影响因素
(控制变量) 均值趋势 / 116
- 图 5-4 “增长波动—股票超额收益率” 散点图及
拟合曲线 / 124
- 图 5-5 2001~2008 年上市公司按 Q 值分组价值与增长均值
变化趋势 / 140
- 表 4-1 公司增长影响实证研究的变量定义 / 69
- 表 4-2 2001~2008 年公司增长波动的单一样本
t 检验结果 / 76
- 表 4-3 高速增长与低速增长样本均值的 t 检验结果 / 78

- 表 4-4 上市公司按资产规模分组的均值 t 检验结果 / 81
- 表 4-5 上市公司按所在地市场化程度分组的均值
t 检验结果 / 84
- 表 4-6 国有控股上市公司与非国有控股上市公司均值的 t 检验结果 / 86
- 表 4-7 公司增长及其影响因素的相关性分析 / 88
- 表 4-8 2001~2008 年上市公司增长单一影响因素模型
实证结果 / 91
- 表 4-9 2001~2008 年上市公司增长综合影响因素模型
实证结果 / 95
- 表 4-10 2001~2008 年上市公司增长波动替代变量综合
影响因素模型实证结果 / 98
- 表 4-11 294 个非正常公司样本分组统计 / 102
- 表 4-12 2001~2008 年正常上市公司与非正常公司
主要变量均值方差比较检验 / 104
- 表 5-1 公司增长有效性实证研究的变量定义 / 109
- 表 5-2 2001~2008 年上市公司按控股性质分组
均值统计 / 118
- 表 5-3 2001~2008 年上市公司分行业中值统计 / 120
- 表 5-4 2001~2008 年上市公司价值创造与其影响因素的
相关性分析 / 123
- 表 5-5 2001~2008 年公司增长有效性单一影响因素模型
实证结果 / 127
- 表 5-6 2001~2008 年公司增长有效性综合影响因素模型
实证结果 / 131
- 表 5-7 2001~2008 年上市公司增长有效性分组统计 / 133
- 表 5-8 2001~2008 年上市公司按四象限分组中值统计
及检验 / 135

- 表 5-9 2001~2008 年公司增长有效性综合影响因素模型
四象限实证结果 / 136
- 表 5-10 2001~2008 年上市公司按 Q 值分组统计 / 139
- 表 5-11 2001~2008 年公司增长有效性综合影响因素模型
按 Q 值分组实证结果 / 142
- 表 5-12 股权分置改革前后公司增长有效性综合影响因素
模型变量均值比较 / 144
- 表 5-13 股权分置改革前后公司增长有效性综合影响因素
模型实证结果 / 146
- 表 5-14 283 个非正常公司样本分组统计 / 148
- 表 5-15 2001~2008 年正常上市公司与非正常公司增长
有效性变量均值比较 / 149
- 表 5-16 正常上市公司与非正常公司增长有效性综合
影响因素模型实证结果 / 151
- 表 6-1 治理机制的变量定义 / 162
- 表 6-2 国有控股与非国有控股公司“公司治理—增长—
价值”变量均值比较 / 170
- 表 6-3 股权分置改革前后“公司治理—增长—价值”变量
均值比较 / 173
- 表 6-4 2001~2008 年上市公司“公司治理—增长—
价值”变量的相关性分析 / 176
- 表 7-1 2001~2008 年上市公司经理激励对公司增长影响
模型实证结果 / 180
- 表 7-2 2001~2008 年上市公司股权集中度对公司增长影响
模型实证结果 / 183
- 表 7-3 2001~2008 年上市公司董事会（或监事会）对公司
增长影响模型的实证结果 / 185
- 表 7-4 2001~2008 年上市公司外部债务对公司增长影响
模型实证结果 / 188