

第4卷 第1期

(总第6期)

Vol. 4 No. 1

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

《中国会计评论》理事会

(按大学 机构名称拼音字母排序)



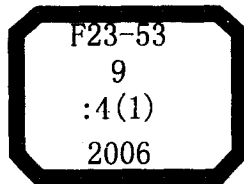
北京大学
北京工商大学
北京国家会计学院
重庆大学
复旦大学
哈尔滨工业大学
吉林大学
暨南大学
南京大学
南开大学
清华大学
上海财经大学
上海交通大学
武汉大学
西安交通大学
西南财经大学
厦门大学

《中国会计评论》编委会

中国人民大学
中山大学
中央财经大学

北京大学出版社

2006 · 6



中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

名誉顾问

厉以宁/北京大学

梁尤能/清华大学

葛家澍/厦门大学

主 编

王立彦/北京大学

副主编

陈 晓/清华大学 吕长江/复旦大学

刘 星/重庆大学 刘志远/南开大学

编委(按编委姓名拼音排序)

陈 晓/清华大学	刘志远/南开大学
陈小悦/国家会计学院	吕长江/复旦大学
陈信元/上海财经大学	曲晓辉/厦门大学
耿建新/中国人民大学	王立彦/北京大学
刘 峰/中山大学	王平心/西安交通大学
刘 星/重庆大学	

编辑部

朱启兵/北京大学出版社	肖 星/清华大学
吴联生/北京大学	(编务助理: 宋小华 林小驰)

地 址

北京市海淀区成府路 205 号 北京大学出版社 206 室
(邮编: 100871 电话: 010-62752926 传真: 010-62556201)

图书在版编目 (CIP) 数据

中国会计评论. 第 4 卷. 第 1 期/王立彦主编. —北京:北京大学出版社, 2006. 6
ISBN 7-301-10907-5

I. 中… II. 王… III. 会计-中国-丛刊 IV. F23-55

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 084850 号

书 名: 中国会计评论(第 4 卷第 1 期)

著 作 责 任 者: 王立彦 主编

责 任 编 辑: 朱启兵

标 准 书 号: ISBN 7-301-10907-5/F · 1432

出 版 发 行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926
出版部 62754962

电 子 信 箱: em@pup.pku.edu.cn

印 刷 者: 北京大学印刷厂

经 销 者: 新华书店

787 毫米×1092 毫米 16 开本 11.5 印张 222 千字

2006 年 6 月第 1 版 2006 年 6 月第 1 次印刷

定 价: 35.00 元

International Price: \$ 30.00

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,翻版必究

举报电话: 010-62752024 **电子邮箱:** fd@pup.pku.edu.cn

《中国会计评论》理事会

(按大学、机构名称拼音排序)

理事长

清华大学/国家会计学院 陈小悦

理 事

北京大学	陆正飞
北京工商大学	杨有红
北京国家会计学院	陈小悦
重庆大学	刘 星
复旦大学	洪剑峭
哈尔滨工业大学	王福胜
吉林大学	韩丽荣
暨南大学	熊 剑
南京大学	王跃堂
南开大学	刘志远
清华大学	陈 晓
上海财经大学	孙 铮
上海交通大学	张天西
武汉大学	王永海
西安交通大学	张俊瑞
西南财经大学	蔡 春
厦门大学	陈汉文
《中国会计评论》编委会	王立彦
中国人民大学	戴德明
中山大学	魏明海
中央财经大学	孟 焰

特邀理事

中国会计学会	刘玉廷
中国证券监督管理委员会	张为国
中国注册会计师协会	陈毓圭

中国会计评论

第4卷 第1期

(总第6期)

2006年6月

目 录

文章

- 企业集团特征与成员企业价值 肖 星 王 琨 (1)
- 高管层内部的级差报酬研究 陈 震 张 鸣 (15)
- 经营者股权激励与企业价值
——基于内生性视角的理论分析与经验证据 黄之骏 王 华 (29)
- 大股东资金占用与审计师的监督 岳 衡 (59)
- 信息披露、收益不透明度与权益资本成本 黄娟娟 肖 珉 (69)
- 会计盈余的规模、账面/市值因素实证研究
——来自中国上市公司的经验数据 蔡 春 谭洪涛 唐国琼 (85)
- 上市公司董事会特征与审计费用率 李补喜 王平心 (105)

评论

- 集团公司与上市公司:掏空、支持,抑或价值最大化?
——评《企业集团特征与成员企业价值》一文 王跃堂 涂建明 (119)
- 中国情境下的高管报酬研究
——兼评《高管层内部的级差报酬研究》 叶康涛 (125)
- 揭开经营者股权与企业价值之间的关系面纱
——评《经营者股权激励与企业价值——基于内生性视角
的理论分析与经验证据》 崔学刚 (129)

“掏空”影响会计师的审计意见了吗? ——《大股东资金占用与审计师的监督》一文述评	陈宋生 (133)
对《信息披露、收益不透明度与权益资本成本》一文的评论	童 盼 (139)
对《会计盈余的规模、账面/市值因素实证研究》一文的评论	王艳艳 陈汉文 (143)
评《上市公司董事会特征与审计费用率》	伍利娜 (149)
对《股权结构和性质对大股东“掏空”的影响》的评论	原红旗 (151)

会议综述

国际视野下的中国会计实证研究 ——中国第四届实证会计国际研讨会综述	方军雄 洪剑峭 徐浩萍 (155)
首届“京津地区会计、财务教授季度论坛”纪要	(167)

学术信息

转型经济中的审计问题国际研讨会征文启事	(171)
---------------------------	-------

CHINA ACCOUNTING REVIEW

Vol. 4 No. 1

June, 2006

CONTENTS

Articles

- Business Groups and the Value of Affiliated Companies
..... Xing Xiao and Kun Wang (1)
- A Research on the Top Executive's Pay Distributions
..... Zhen Chen and Ming Zhang (15)
- Managerial Ownership and Firm Value: The Theory
and Evidence in Endogeneity Zhijun Huang and Hua Wang (29)
- Large Shareholder Tunneling and the Monitoring Role of Auditor
..... Heng Yue (59)
- Information Disclosure, Income Opacity and
the Cost of Equity Capital Juanjuan Huang and Min Xiao (69)
- Size and Book-to-Market Factors in Earnings:
Evidence from the Chinese Listed Companies
..... Chun Cai, Hongtao Tan and Guoqiong Tang (85)
- Board Characteristics and Ratios of Audit Fee to Asset
..... Buxi Li and Pingxin Wang (105)

Comments

- Discussion: Business Groups and the Value of Affiliated Companies
..... Yuetang Wang and Jianming Tu (119)
- Discussion: A Research on the Top Executive's Pay Distributions
..... Kangtao Ye (125)

Discussion: Managerial Ownership and Firm Value: The Theory and Evidence in Endogeneity	Xuegang Cui (129)
Discussion: Large Shareholder Tunneling and the Monitoring Role of Auditor	Songsheng Chen (133)
Discussion: Information Disclosure, Income Opacity and the Cost of Equity	Pan Tong (139)
Discussion: Size and Book-To-Market Factors in Earnings: Evidence From the Chinese Listed Companies	Yanyan Wang and Hanwen Chen (143)
Discussion: Board Characteristics and Ratios of Audit Fee to Asset	Lina Wu (149)
Discussion: The Influence of Ownership Structure and Nature to the Tunneling Behaviour	Hongqi Yuan (151)

Conference Summary

An International Perspective of China Empirical Accounting Study: A Conference Summary	Junxiong Fang, Jianqiao Hong and Haoping Xu (155)
The 1st Accounting and Financial Professor Forum between Beijing and Tianjin	(167)

Information on Academia

Call for Paper: The International Conference on Auditing Issues in Transition Economy	Editorial Board (171)
--	-----------------------

企业集团特征与成员企业价值

肖 星 王 琨*

摘 要 作为外部市场机制的一种替代形式,企业集团在发展中国家广泛存在。一方面,企业集团通过建立内部市场降低成员企业(Group-affiliated Companies)之间的交易成本,能够提高企业的价值;另一方面,企业集团内部控股股东与其他股东之间的代理问题相对于独立经营的公司更加严重,对其成员企业价值存在负面影响。本文以我国A股上市公司中的集团成员企业为样本,采用实证的方法研究了集团化经营方式对其成员企业价值的影响。结果表明:集团成员企业的经营效率和市场价值总体上均显著优于其所在行业的中值;同时,集团内上市公司数量的增多、集团层面的多元化经营都会显著提高成员企业的市场价值;但是,政府作为集团最终控股人或者控股股东持股比例过高时,集团产生的代理问题对成员公司价值存在显著的负面影响。

关键词 企业集团,集团成员企业,市场价值,多元化经营,代理问题

一、引 言

企业集团在很多国家都广泛存在。相对于独立经营的公司,企业集团可以更有效地使用内部资源,这在外部市场机制欠缺的发展中国家尤为重要。内部产品市场和金融市场的存在可以降低集团成员企业在经营或融资时发生的交易成本,从而提高了成员企业的公司价值。然而,集团控股股东与其他股东之间的利益冲突也引发了大量问题,例如通过集团成员企业之间的关联交易转移资金、操纵盈余等。企业集团控股股东与其他股东之间的代理问题相对于独立经营的公司更加严重,这对成员企业价值存在显著的负面影响。因此,企业集团化经营模式的利弊成为多年以来国际学术界争论的一个热点问题(Shleifer and Vishny, 1997; Stein, 1997; Khanna and Palepu, 2000a, b; etc.)。

构建大型企业集团是我国国有企业改革的重要方向之一。早在1979年国务院发布的《关于经济管理体制改革总体设想的初步意见》中就提出,在扩大企业经营自主权的同时组织建立专业公司和联合公司。在此之后,相继出现

* 清华大学经济管理学院。通讯作者:肖星,邮编:100084, E-mail: xiaox@em.tsinghua.edu.cn。

了一些跨地区、跨行业的经济联合体。1986年国务院颁发《关于进一步推动横向经济联合的规定》，将经济联合体的概念正式推广到企业集团。自1983年2月19日，我国第一家大型集团企业中石油成立以来，集团化的经营模式得到了迅速的发展。截止到2000年底，经省部级单位批准的较大型企业集团已经达到2655家，资产总额达106984亿元，营业收入高达53260亿元。¹

在我国当前的市场环境下，企业集团带来的收益是否大于其引起的代理成本？什么样的企业集团能够给投资者带来更大的价值？随着我国证券市场的建立和发展，通过发行上市或者兼并收购的方式，越来越多的企业集团控股上市公司，这为我们研究企业集团提供了实证条件。本文以我国A股上市公司中的集团成员企业(Group-affiliated Companies)为样本，采用实证的方法探讨了集团化经营在当前市场环境下对成员企业价值的影响。我们的研究发现，集团成员企业的经营效率和市场价值显著优于其所在行业的中值；同时，集团持有上市公司数量的增加、集团层面的多元化经营均显著提高集团成员企业的市场价值；然而，政府作为集团控股人或者控股股东持股比例过高时引发的代理问题对公司价值存在显著的负面影响。

二、文献综述与假说的建立

大量研究表明，企业集团化的经营模式在很多国家都存在，在发展中经济地区尤为普遍。Claessens等(2002)研究了东亚九个经济地区的上市公司，发现其中70%的公司被集团持有。集团的控制人以家族为主，股权结构主要表现为金字塔结构和交叉持股(La-Porta等1999)。Coase(1937)提出，企业相对于市场而言，具有降低交易成本的作用。Amsden(1989)、Perotti和Gelfer(1998)等认为，企业集团是市场机制不完善时的一种替代模式，通过构建内部市场降低集团内部企业之间的交易成本，从而提高成员企业的价值。Khanna和Palepu(2000a)发现，在新兴市场，由于市场机制不够健全，这种内部市场可能发挥更加重要的作用。这种内部市场既可能是金融市场(Weinstein and Yafeh, 1998)，也可能是产品、劳动力和技术市场(Khanna and Palepu, 1997)。此外，企业集团在多元化经营方面也可以发挥规模的优势，在集团层面实现产业多元化的同时，保持成员企业经营业务的单一，从而降低集团成员企业自身多元化经营的成本(Khanna和Palepu, 2000b)。

另一种观点认为，集团化经营带来上述收益的同时也带来额外的代理成本，主要表现为控股股东与少数股东的利益冲突(Claessens等, 1999)。Stulz(1990)、Shleifer和Vishny(1997)等研究认为，这种代理问题可以导致集团成员

¹ 引自捷盟咨询企业集团课题调研组，2004，《我国企业集团发展的历史与现状》(<http://www.strongor.com/neikan/0412-2.html>)。

企业的资源配置不合理或者无效投资等。进一步的研究显示,当集团控股股东掌握的控制权远远超过了其现金流量权时,集团转变为大股东“掏空”(tunneling)公司的一种手段。Morck 和 Yeung(2003)指出,在企业集团中可能出现三种代理问题,首先是控股股东委派的管理层可能实际上控制了集团内的多个企业,因而可能左右多个企业的决策;其次,由于控股股东对金字塔结构下层的企业拥有的现金流量权更少,所以有将资源从下层企业向上层企业转移的动机;第三,集团企业更可能出现内部控股股东侵占外部股东利益的行为。由于上述代理问题的存在,集团成员企业相对于非集团企业的价值更低。Bae 等(2002)对韩国最大的 30 个企业集团的兼并收购行为进行了研究,结果证明集团控制人存在转移企业资源行为,这种行为从总体上降低了集团成员企业的价值。

构建大型企业集团始终是我国国有企业改革的重要方向之一。1987 年国家体改委、国家经委印发的《关于组织和发展企业集团的几点意见》指出,企业集团是一种有多层次组织结构的经济实体。1991 年国家计委、国家体改委、国务院生产办发出《试点企业集团审批办法的通知》,55 家大型企业集团列入试点名单。1997 年国务院批转国家计委、国家经贸委、国家体改委《关于深化大型企业集团试点工作的意见》,将试点企业集团增加到 120 家。2001 年 3 月,九届人大四次会议公布《关于国民经济和社会发展第十个五年计划的纲要》,要求通过兼并、联合、重组等形式,形成一批拥有自主知识产权、主业突出、核心能力强的大公司和企业集团。² 在国有企业集团迅速发展的同时,民营企业集团也在悄悄出现,“德隆系”、“鸿仪系”的出现更是受到各界广泛的关注。

企业集团的优势之一体现在内部市场的构建方面。在我国目前的市场环境下,企业的融资渠道仍然十分有限。企业集团拥有的上市公司越多,越容易从证券市场或者金融机构融资,同时还可以在集团内部以更低的成本进行资源配置,从而提高集团成员企业的价值。³ 集团化经营的另一个优势是在保持集团成员企业单一经营的基础上,在集团层面上实现多元化经营。这种多元化经营可以在发挥分散经营风险优势的同时,避免多元化所带来的管理效率问题,因而相对于企业自身直接进行多元化经营的模式来说,可以在降低风险的同时减少多元化经营的成本,从而增加成员企业的价值(Khanna and Palepu, 1997)。

另一方面,企业集团也存在其特有的代理问题。在集团企业中,集团控股股东与少数股东之间的利益冲突相对于非集团公司更加严重。由于集团同时拥有多个公司的控制权,所以利用成员企业间的交易转移公司资源等侵犯其他

² 中国集团公司促进会编,2003,《国有企业改革政策演变》,中国财政经济出版社。

³ 对于集团企业研究通常都以集团内的上市公司作为研究的对象,这主要是由于上市公司相对于非上市公司拥有更广泛的融资渠道,在集团内部的运作中具有优势地位。同时,通常无法从公开的渠道获得非上市公司的数据也是一个重要的原因。

股东利益的可能性更大。朱武祥和潘玉平(2002)指出,集团控股股东通过与公司之间频繁的资产置换和特许的金融领域资本运作保持上市公司财务业绩的稳定,引起市场的负面反应;控股股东持股比例达到绝对或者相对控股的时候,对上市公司的控制权可以保证集团控制者实现以其私人利益为目的的损害上市公司利益的各种决策。此外,刘芍佳等(2003)还发现政府部门作为终极控股人时引起的代理效率损失会降低公司的绩效。与之类似,当集团的最终控制人为政府机构时,大股东缺位和内部人控制等问题导致企业无效决策或者资源错误配置的可能性增加,从而降低集团成员企业的价值。

综上所述,本文的基本假说如下:

假说 1 集团控制上市公司的数量与集团成员企业的价值正相关。

假说 2 企业业务单一而集团层面实现多元化经营时,集团成员企业的价值较高。

假说 3 当集团对其成员企业存在相对或绝对控股权时,集团成员企业价值较低。

假说 4 集团的最终控制人为政府机构时,集团成员企业的价值较低。

三、研究设计

(一) 样本选择

借鉴 Claessens 等(2000)采用的方法,我们根据 2003 年上市公司年报中提供的股权控制信息,对全体上市公司持股比例大于 5% 的股东及股东的控制公司进行追溯。如果两家或者更多上市公司中,前五大股东的控股人可以追溯到同一经济主体,那么这些上市公司即定义为集团成员企业。⁴ 表 1 列示了样本的筛选情况,在剔除了同时被多个集团持有的样本和金融行业上市公司之后,我们共得到 140 家公司。⁵ 本文研究年度从集团成员企业加入该集团起到 2003 年止,得到公司年度样本共为 625 个。

表 1 样本来源描述

	样本公司数量
全体样本	152
其中:重复上市公司	9
金融行业上市公司	3
样本公司数	140
公司年度样本数量	625

⁴ 本文借鉴实务界的观点,定义集团为至少持有两家上市公司的企业集团。

⁵ 当同一家上市公司被多个集团控股时,我们以持股最多的集团作为该上市公司的所属集团。

(二) 变量定义

本文采用同类文献中常用的指标 P/B 和 Tobin's Q 来衡量公司价值, 具体的计算方法如下:

$$P/B = \frac{\text{每股市场价格} \times \text{流通股数} + \text{每股账面净资产} \times \text{非流通股数}}{\text{账面净资产}}$$

Tobin's Q

$$= \frac{\text{每股市场价格} \times \text{流通股数} + \text{每股账面净资产} \times \text{非流通股数} + \text{负债账面值}}{\text{账面总资产}}$$

在本文的研究中, 还涉及四个方面的变量, 分别是集团控制的上市公司数量、多元化经营情况、集团最终控制人的性质以及集团对上市公司的持股状况。其中, 集团内上市公司的数量即样本中被归属同一集团的上市公司家数。

多元化经营的衡量从成员公司和集团两个层面进行: 对成员公司多元化经营的分析根据上市公司年报中分部报告披露的信息进行判断, 如果该公司占主营业务收入 10% 以上的业务类型多于一种, 则定义该公司为多元化经营公司, 否则为单一业务公司。在集团层面, 我们根据该集团控制的上市公司行业代码的前两位对多元化经营进行判断, 如果两家公司行业代码的前两位相同, 即认为两家公司属于同一行业。接下来用集团成员企业所涉及的行业总数除以集团控制的全部上市公司数量衡量集团层面的多元化程度。如果上市公司自身为单一业务公司但所在集团的多元化程度大于 0.5, 则表示该公司采用的是集团层面多元化经营, 多元化模式虚拟变量取 1, 否则取 0。

集团的最终控制人性质根据上市公司在年度报告中所披露的最终控制人情况以及公开媒体披露的情况进行判断。如果最终控制人为国有资产管理委员会等政府机构, 该变量取 1, 否则取 0。集团对上市公司的控股情况根据集团成员直接持有上市公司的比例确定, 具体而言, 我们对上市公司的直接控股股东进行逐个识别, 如果属于同一集团的多个公司同时控制上市公司的时候, 集团对上市公司的控股比例即这些企业直接持股比例的总和。在此基础上, 我们将集团对上市公司的控股比例与全样本的中值(30%)进行对比, 如果该比例大于或等于 30%⁶, 则定义为绝对或相对控股, 集团控股上市公司的虚拟变量取值为 1, 其他情况下取 0。

⁶ 此外, 我们还借鉴以往研究结果, 以 25%、40% 等比例来定义集团控股上市公司虚拟变量, 结果一致。

(三) 描述性统计

表 2 集团持股公司特征的描述性统计

	最小值	均值	中值	最大值
上市公司被集团控股比例(%)	5	34.04	29.21	84.98
上市公司被集团控股次序	1	1.46	1	5
集团控制上市公司个数	2	3.27	2	15
集团多元化经营程度	0.1667	0.6963	0.6667	1
集团成员企业多元化经营程度	1	1.5	1	4
加入集团的时间(年)	0	2.83	2	10

表 2 描述了集团持有的上市公司的基本情况。在我们的样本中,集团持有上市公司股权的均值为 34.04%,中值为 29.21%,持股比例最高的为 84.98%,集团在上市公司中的股东位次平均为 1.46。集团持有上市公司最多的为 15 家,集团中平均有 69.63% 的上市公司所属行业相同。集团持股的上市公司平均涉足 1.5 种不同的业务,最多涉足 4 种不同的业务,这些公司加入集团的时间平均为 2.83 年。⁷

图 1(a)和(b)列示了两个比较有代表性的集团——“中石化系”和“鸿仪系”的持股结构。“中石化系”由中国石油化工集团公司控制,最终控制人为国务院国有资产监督管理委员会,系内有 15 家上市公司,分别为中国石油化工集团公司的子公司或孙公司,“中石化系”持有的这些公司的股票大部分为发起人股。“鸿仪系”最终控制人为自然人侯军⁸,系内有 5 家上市公司,都是陆续通过收购原大股东的非流通股形成的。从两个系的对比不难看出,“中石化系”的持股层次较少,最终控制人国务院国资委对系内上市公司的现金流量权和控制权的分离程度较小,而“鸿仪系”的持股层级较多,最终控制人的现金流量权和控制权的分离程度较大。

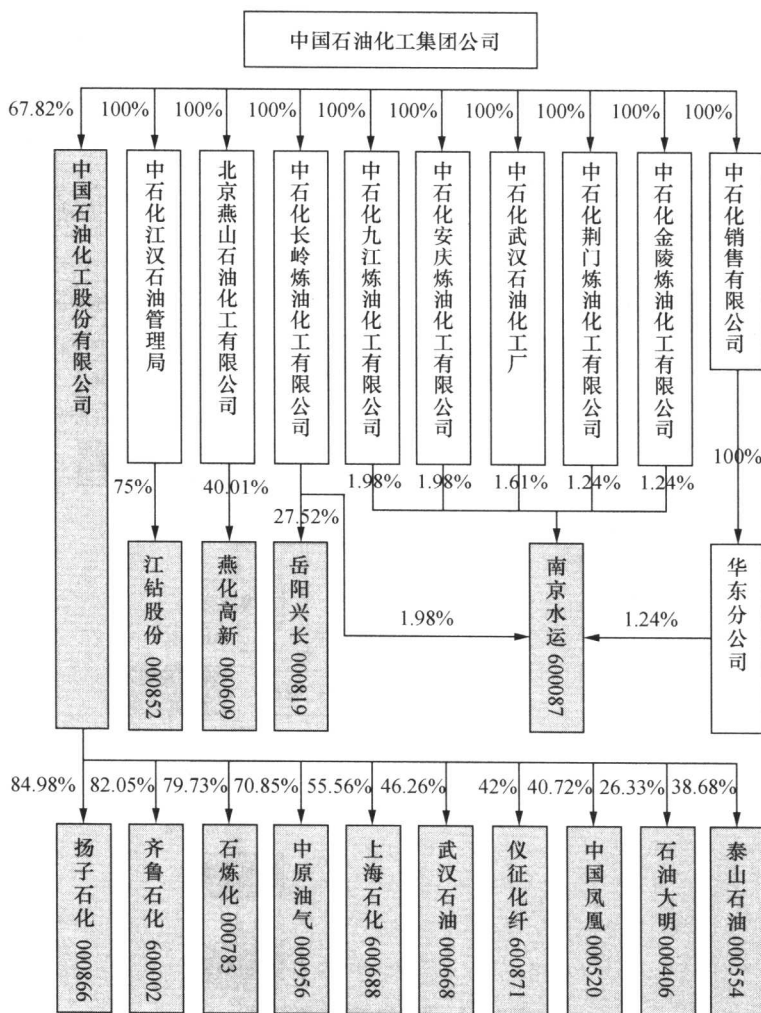
四、统计检验

(一) 集团成员企业特征描述

表 3 列示了集团成员企业相对于行业均值和中值的公司特征、经营效率和公司业绩。从表中可以看出,集团持有的公司在主营业务收入、总资产、财务杠杆以及流动比率方面都显著高于上市公司所在行业的中位数。在经营效率方面,集团持有的公司具有显著更高的应收账款周转率和存货周转率,但是也具有高于行业中位数的费用率,在 10% 的水平上显著。业绩方面,集团持股公司

⁷ 加入集团的时间(年)以上市公司加入当前集团到 2003 年止的总年度计算。如果从上市开始即属于该集团则等于其上市年限;如果上市后被该集团收购加入则以收购实现的当年开始计算。

⁸ 根据胜龙证券网、北京新兰德网站等披露,实际的最终控制人为鄢彩宏。



注：图中灰色标注的公司为上市公司。

资料来源:图中各上市公司 2003 年年报。

的会计业绩(包括总资产收益率和主营业务总资产收益率)与行业中位数之间不存在显著的差异,但是 P/B 和 Tobin's Q 都显著高于行业中位数。上述结果表明,集团成员企业总体来说具有更大的规模、更高的经营效率和更强的创造价值的能 力。

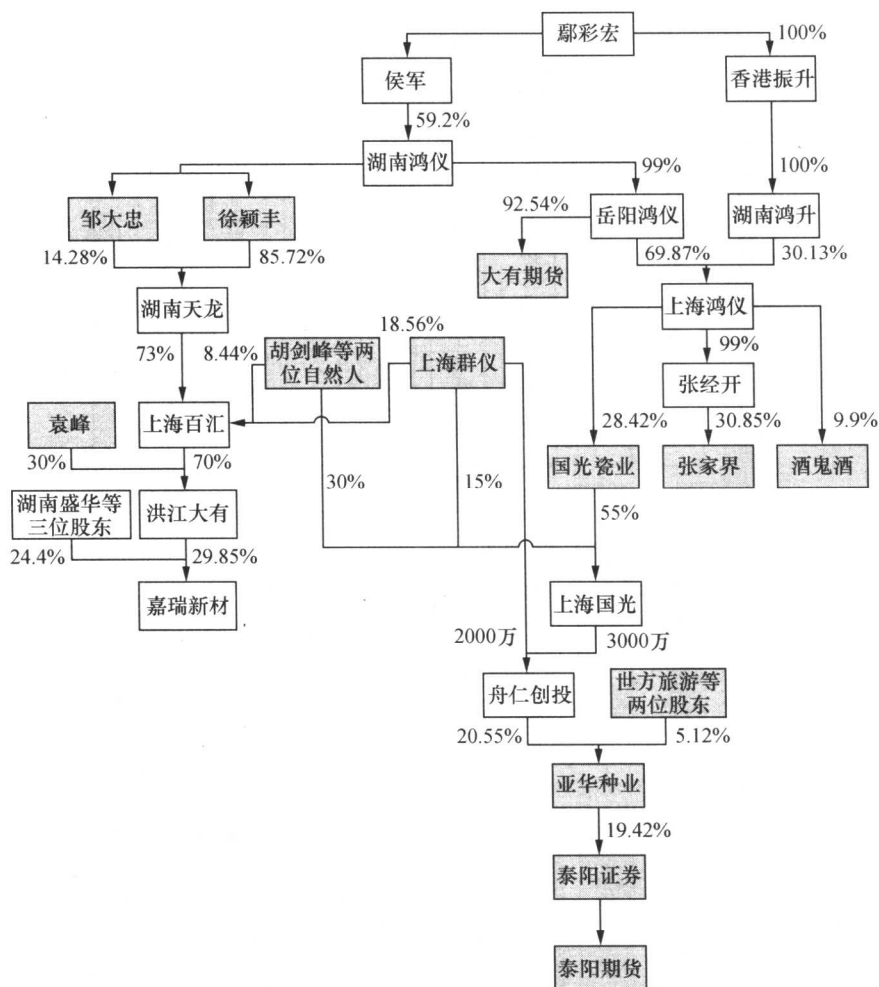


图 1(b) “鸿仪系”持股结构

注：图中国光瓷业、张家界、酒鬼酒、嘉瑞新材和亚华种业为上市公司。

资料来源：图中各上市公司 2003 年年报。

表 3 集团成员企业特征描述

	样本公司业绩变量 均值(中值)	行业调整后的变量 均值(中值)	t 检验 (公司—行业)
公司特征			
主营业务收入	39.7410 亿元 (7.5017 亿元)	33.9700 亿元 (2.1118 亿元)	2.87*** (0.0043)
总资产	66.5920 亿元 (15.0460 亿元)	49.6760 亿元 (2.6176 亿元)	3.19*** (0.0015)
财务杠杆	0.5211 (0.4838)	0.0734 (0.0318)	2.41** (0.0162)
流动比率	1.7448 (1.3055)	0.2978 (-0.1283)	3.26*** (0.0012)

(续表)

	样本公司业绩变量 均值(中值)	行业调整后的变量 均值(中值)	t 检验 (公司—行业)
经营效率			
主营业务利润率	0.2258 (0.2000)	0.0019 (-0.0143)	0.21 (0.8350)
费用率	0.2890 (0.1342)	0.1364 (-0.0164)	1.73* (0.0846)
应收账款周转率	12.6841 (5.7154)	5.8977 (1.1359)	6.18*** (<0.0001)
存货周转率	8.1274 (3.7309)	4.1198 (0.5423)	6.64*** (<0.0001)
公司业绩			
总资产收益率	0.0231 (0.0328)	-0.0116 (-0.0011)	-1.72* (0.0861)
主营业务总资产收益率	0.0284 (0.0290)	-0.0030 (-0.0000)	-0.83 (0.4097)
P/B	4.3660 (3.3115)	0.8434 (0.1093)	5.56*** (<0.0001)
Tobin's Q	1.6144 (1.3991)	0.1451 (-0.0022)	5.20*** (<0.0001)

注：财务杠杆=总负债/总资产；流动比率=流动资产/流动负债；主营业务利润率=主营业务利润/主营业务收入；费用率=(营业费用+管理费用+财务费用)/主营业务收入；应收账款周转率=主营业务收入/[(期初应收账款+期末应收账款)×0.5]；存货周转率=主营业务收入/[(期初存货+期末存货)×0.5]；总资产收益率=净利润/总资产；主营业务总资产收益率=(主营业务收入利润-营业费用-管理费用-财务费用)/总资产；P/B=(每股市场价格×流通股数+每股账面净资产×非流通股数)/账面净资产；Tobin's Q=(每股市场价格×流通股数+每股账面净资产×非流通股数+负债账面值)/账面总资产。

t 检验是基于样本公司各项指标与公司所在行业该指标的中值相对比得出。*、**和*** 分别代表 t 检验的结果在 10%、5%和 1%的水平上显著。

(二) 企业集团特征与成员企业公司价值

既然企业集团既有优势又有成本，那么，什么样的组织形式对集团成员企业创造价值更有利呢？表 4 采用 t(均值)检验和 Z(中值)检验的方法分析了不同组织形式下集团成员企业的行业调整后业绩是否存在显著差异。

表 4 不同组织形式对集团持股公司业绩的影响

行业中值调整后 的业绩变量	D=1 时的 样本均值(中值)	D=0 时的 样本均值(中值)	t 检验	Z 检验
Panel A: 集团持股的上市公司家数大于样本中值时 D=1				
ROA	-0.0152 (-0.0018)	-0.0021 (0.0020)	-0.88 (0.3814)	-1.1035 (0.1349)
CROA	-0.0046 (-0.0018)	0.0014 (0.0044)	-0.95 (0.3430)	-1.1776 (0.1195)
P/B	1.0274 (0.1094)	0.3929 (0.0914)	2.26** (0.0246)	1.0241 (0.1529)
Tobin's Q	0.1846 (0.0033)	0.0484 (-0.0342)	2.73*** (0.0067)	1.0909 (0.1377)