



投资者保护与会计研究丛书

主 编 魏明海 副主编 刘 峰 谭劲松

企业集团内部市场： 效率与“掏空”

——基于我国上市公司的实证研究

Internal Markets of Business Groups: Efficient
Enhancing and Tunneling — an Empirical
Research on China's Listed Companies

郑国坚 著



经济科学出版社



投资者保护与会计研究丛书

主 编 魏明海 副主编 刘 峰 谭劲松

企业集团内部市场： 效率与“掏空”

——基于我国上市公司的实证研究

Internal Markets of Business Groups: Efficient
Enhancing and Tunneling — an Empirical
Research on China's Listed Companies

郑国坚 著



经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

企业集团内部市场：效率与“掏空”：基于我国上市公司的实证研究 / 郑国坚著. —北京：经济科学出版社，2008. 3

(投资者保护与会计研究丛书)

ISBN 978 - 7 - 5058 - 6971 - 4

I. 企… II. 郑… III. 上市公司 - 资本市场 - 研究 - 中国 IV. F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 022648 号

责任编辑：文远怀 卢元孝

责任校对：张长松

版式设计：代小卫

技术编辑：潘泽新

企业集团内部市场：效率与“掏空”

——基于我国上市公司的实证研究

郑国坚 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：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

汉德鼎印刷厂印刷

永胜装订厂装订

787 × 1092 16 开 16. 75 印张 350000 字

2008 年 3 月第 1 版 2008 年 3 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 6971 - 4/F · 6222 定价：28. 00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

总 序

投资者保护与会计是近年来会计研究的一个新领域。该领域研究在国内的兴起，与我国会计学家、中南财经政法大学郭道扬教授的亲自倡导密不可分。记得早在 2002 年，郭教授就在国家自然科学基金管理学部评议组会议上呼吁设立会计方面的国家自然科学基金重点项目。到了 2003 年，他明确提出产权保护导向的会计控制研究，撰写了研究大纲，并组织中南财经政法大学、北京大学、中山大学和湖南大学的会计教授在中山大学进行专题研讨，进一步完善了该领域的研究思路和内容。年底，他正式向国家自然科学基金管理学部提交了“产权保护导向会计控制研究”重点项目的建议书。在 2004 年国家自然科学基金管理学部评议组的会议上，郭教授的建议得到了评议组成员和学部领导的支持，正式列入 2005 年的重点项目指南。2005 年，多家大学申报该重点项目，我与刘峰、谭劲松等教授联合财政部会计司的刘玉廷司长也组织填报了一份申请书。最后，评议组和学部批准由中山大学和北京大学分别承担该项目。

改革开放以来，我国的经济改革一是用市场价格机制代替了中央的计划指令；二是在国有企业自身进行产权改革的同时，非国有企业在国有企业之外成长起来（盛洪，2002）。特别是《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》（以下简称《决定》）提出大力发展“混合所有制经济”，使股份制成为公有制的“主要实现形式”之后，产权保护成为国家制定政策、企业实践和学术研究中值得进一步关注的一个重大课题。

西方市场经济发达国家以私有产权为基础，产权界定清晰，产权纠纷解决机制完善。与之相比，我国的产权关系要复杂得多。首先，我国的产权关系还处于不断明晰与调整变化的过程之中。“归属清晰、权责明确、保护严格、流转顺畅”这十六个字本身就表明，我国的产权归属不清晰、相关各方的权责不明确、对产权的保护不严格。其次，我国的产权关系由多种形式的公有产权和非公有产权所构成。《决定》提出：国家将不断提供新的机制，使非公有经济能更多地参与到国有经济的改革当中，通过发展混合所有制，强化国有经济的控制力；国家保护个体经济、私营经济等非公有制经济的合法权利和利益。第三，国有产权的有效行使还是一个比较大的难题。尽管国有产权在概念上可以是明确的，但一个有效的产权还要能在现实中有效行使。进而言之，在所有权与控制权相分离的现代企业中，始终存在着委托人与代理人之间的利益冲突，公司治理结

构作为这一冲突的解决方案也仍然要承受代理费用（张维迎，1995）。第四，我国复杂的产权关系还包括上市公司的股权分置、大股东对小股东的侵占、管理层对投资者的侵占、“内部人”对“外部人”的侵占，以及权益投资者与债权投资者之间的关系等。让复杂的问题更加复杂的是，我国现有的、与产权保护相关的法律制度，仍然处在不断完善之中。最后，随着利益相关者观念的兴起，特别是人力资本地位的提升，经营者产权和劳动者权益问题又被提了出来。总之，我国的产权保护面临着一个特定的制度背景，我们总称为“复杂产权关系”。

实现产权保护，应当是多层面、多角度的，包括社会制度安排、法律、产权改革和现代企业制度建设等多条渠道。其中，借助会计的定价功能和治理功能，通过充分界定产权主体各方的信息权利和相应的信息优势，能够在一定程度上发挥产权保护的功效。因此，本项目集中研究如何利用会计信息和会计控制方式实现有效的产权保护。

根据目前我们对有关产权文献的理解，考虑到有关的产权概念与会计的关系，本项目的研究设计采用“产权的核心内容是契约权利和剩余权利”这一理解。产权保护的关键也就是：如何有效地实现与产权相关的契约权利和剩余权利。在这里，契约权利可以由国家的法律法规、企业的正式合同或其他形式的契约所约定，剩余权利也不一定仅仅是由投资者所独占。但无论采用怎样的具体形式，投资者与管理层之间的信息权利及信息优势转换都会直接影响到有关各方契约权利和剩余权利的真正实现。

信息改变权利的分配。人们的认识是其所掌握信息集合的函数，认识随着信息集合的改变而变化。信息通过改变认识，从而改变权利的分配。变化过程遵循以下途径：信息改变认识，新的认识导致权利冲突，权利冲突通过改变权利分配获得解决（科尔曼，1999）。这些认识同样适用于对产权及产权保护的分析，同样适用于对契约权利和剩余权利有效实现的研究。新的信息的产生，会改变现有的产权配置结构，衍生新的主张和权利。但从有关的文献看，经济学虽然意识到信息在产权保护中的作用（Aghion and Tirole, 1997; Tirole, 2001; Rajan and Zingales, 2000; 杨瑞龙、刘刚, 2002; 张维迎, 2003），但是，它通常借助“完备知识”假设和“完美市场”。环境假设回避了信息问题。会计研究则相反，它直面投资者与管理层的信息权利冲突，特别是委托代理契约签订后管理层的信息优势及其对契约权利和剩余权利有效实现的影响。也正是透过这一角度，我们认为，会计能够在维护产权主体各方的相关利益方面发挥积极作用。

会计具有定价功能和治理功能（Healy and Palepu, 2001）。信息的不对称分布会影响市场功能的发挥（Arrow, 1969）。代理人的信息优势可能引发其机会主义行为，由此带来的外部性是对投资者相关权益的侵害，也可能影响社会整体福利的改进。产权的界定和明晰化是对外部性的一个内在化过程（internalization），而消除可能的信息不对称则为这一过程提供了关键支持。作为一个以提供财务信息为主的信息系统，会计为旨在保护投资者的相关制度提供了必要的支持。事实上会计本身也可视为实现投资者保护的一项机制，因应投资者可能面对的不同机会主义侵害，会计可以通过定价功能和治理

功能发挥其在投资者保护中的作用（魏明海等，2007）。

投资者进入市场首先面临的是逆向选择问题。会计通过向潜在参与者传递信号、重新调整市场中的信息分布，有助于维持和改善外部市场的流动性（Sunder，1997）。这时会计的作用就表现为，将内部信息可靠地转化为外部信息以控制可能的逆向选择（Scott，2003）。为投资者提供有助于形成正确资产定价和投资决策的相关信息，减少由于错误定价或决策带来的损失，这正是会计实现投资者保护的定价功能（pricing）。道德风险是委托代理关系确立后投资者面临的另一个信息问题。由于投资者无法观察其行为，代理人可能为了最大化私人收益而侵蚀投资者财富，激励相容契约的提出正是为了缓解这一代理问题。由此，会计就在旨在约束代理人机会主义行为的契约中得到了运用，为反映代理人的努力程度提供了衡量尺度和相应的反馈制度（Scott，2003）。协助缔约并监督契约的履行情况，保证投资者获取相应投资回报，这就是会计实现投资者保护的治理功能（governance）。

由此不难看出，围绕产权的核心内容即契约权利和剩余权利，侧重于投资者保护，透过对信息权利及信息优势转换的分析，深入地、创新性地研究如何利用会计信息和会计控制方式实现我国复杂产权关系条件下有效的产权保护，具有重要的、有别于法学和经济学研究的意义。

现代会计产生时的受托责任天然地将会计实践定位为服务于产权保护，随后的会计理论研究和制度安排也自觉或不自觉地与产权保护联系了起来。由于产权的核心内容是契约权利和剩余权利，因此产权保护的一个关键是利用会计信息确立、有效实现与产权有关的契约权利和剩余权利。同时，利用会计的定价功能和信息功能，提升企业的经济业绩、有效地进行剩余分配，从而实现投资者权益的保值增值。同时，我国复杂产权关系条件下的产权保护问题，也对会计理论研究和制度安排提出了新的挑战。

本项目的学术思想是：利用会计学与产权经济学、法学、社会学、信息经济学和财务经济学等学科交叉的理论与方法，研究管理层与投资者在会计信息权利争夺过程中契约权利和剩余权利的形成、实现机制，创新产权保护导向的会计理论。在此基础上，将产权保护导向的会计理论应用于进一步研究：我国复杂产权关系条件下会计是如何透过其定价功能和治理功能，在促进产权交易、完善公司治理和强化内部管理控制中发挥作用，进而实现投资者权益保值增值的。这是因为，产权交易、公司治理和内部（会计）控制是与会计关系密切的产权保护的三个关键环节。在这三个环节中，会计对产权保护可以起到重要的作用。为了深入地分析上述问题，还将对利用会计信息侵占投资者权益的典型案例分析研究。最后，将形成我国产权保护导向会计的相关制度安排。

对于上述学术思想，说明如下：

第一，用学科交叉的优势，分析信息权利及信息优势转换对产权关系确立、有效实现的影响。具体是考察管理层与投资者在信息权利争夺过程中契约权利和剩余权利的形成、实现机制，为产权保护导向的会计理论研究提供更扎实、直接的理论基础。

第二，分析管理层与投资者在会计信息权利争夺过程中会计信息质量的变化，及其对与产权有关的契约权利和剩余权利确立、实现的影响。构建以产权保护为主要目标，宏观资本市场环境与微观资本营运协调、激励与约束并重、公司治理与内部会计控制并行的产权保护导向的会计理论。

第三，研究我国复杂产权关系条件下产权保护导向的若干重要方面的会计与财务问题。由于我国复杂产权关系条件下涉及的产权保护导向的会计与财务问题比较多，按照有限目标、重点突破的原则，本项目将选择三方面的重要会计问题和一组典型的案例开展研究。三个方面的重要会计问题是：（1）产权交易中的会计问题研究，重点是产权交易过程中的会计选择、盈余管理、信息披露与财富流动。（2）公司治理中的会计问题研究，重点是管理激励、代理人竞争与会计选择、盈余管理、信息披露。（3）内部（会计）控制与产权保护，重点是把内部（会计）控制作为会计信息质量的保证机制和企业内部管理控制的重要机制加以考察。我们预期：通过上述三个方面的研究，将揭示会计的定价功能和治理功能，尤其是会计如何改善产权交易、公司治理和内部控制的效率，提升经济业绩和实现公平有效的剩余分配，从而实现投资者权益保值增值。此外，本项目还将选择一组利用会计信息侵占投资者权益的典型案例进行深入的研究。

第四，在上述研究基础上，规划我国产权保护导向会计相关的制度安排，重点是：（1）产权保护导向的会计准则设计；（2）产权保护导向的信息披露监管制度设计；（3）高质量财务报告和信息披露的激励制度设计。

根据上述学术思想，本项目的研究目标是：（1）以信息权利为基础，构建管理层与投资者会计信息博弈模型，创新产权保护导向的会计理论；（2）提出我国复杂产权关系条件下会计作用于投资者权益保护的理论、方法和机制，形成产权保护导向会计的相关制度安排。

为了实现上述研究目标，本项目的研究分为以下7个专题：

（1）信息权利与产权保护的科学机理研究。本专题将利用学科交叉优势，在归纳相关学科对产权理论研究的文献之后，主要以GHM理论为基础，重点分析产权的核心内容即契约权利和剩余权利的具体表现；研究实现契约权利和剩余权利的障碍，包括回顾我国国有企业改革，分析承包制、租赁制、股份合作制、上市公司股份制改造及上市公司运作过程中投资者契约权利和剩余权利的实现障碍；利用社会学和信息经济学等的相关研究成果，分析权利形成的基础，确立权利生效的条件，研究信息权利的性质和特征，明确信息权利与产权关系之间的科学机理；分析委托代理关系中管理层与投资者的信息权利、信息优势转换，及其对契约权利和剩余权利有效实现的影响；总结出信息权利及信息优势转换对产权关系确立、有效实现的影响，尤其是管理层与投资者在信息权利争夺过程中契约权利和剩余权利的形成、有效实现的机制。通过本专题的研究，确立信息权利与产权保护之间的科学机理，可以为产权保护导向的会计控制研究提供直接、有效的理论基础。

(2) 产权保护导向的会计理论创新研究。本专题首先就管理层的态度和偏好、会计选择机制、会计政策对投资者权益的影响进行理论分析；在此基础上，以会计信息为主要对象，侧重于分析管理层与投资者在会计信息权利争夺过程中会计信息质量的变化；分析会计信息质量变化对与产权有关的契约权利和剩余权利形成、实现的影响；形成产权保护、管理层信息优势与会计之间的逻辑关系，构建管理层与投资者会计信息博弈模型；创新以产权保护为主要目标，宏观资本市场环境与微观资本营运协调、激励与约束并重、公司治理与内部会计控制并行的产权保护导向的会计理论。

(3) 产权交易中的会计信息与财富流动研究。本专题首先利用会计信息投资决策有用性原理，开展会计信息在投资决策应用的理论研究，重点是资本配置决策和投资时效决策；分别以国有股权转让、管理者收购、企业并购、内部（资本）市场运作、关联投资等为背景，对产权交易过程中会计选择、盈余管理、信息披露与财富流动之间的关系进行经验研究；针对产权交易市场中普遍存在的“信息问题”，揭示财务报告和信息披露在产权交易中的角色，分析会计信息与股权定价之间的关系；构建分析我国上市公司管理层的披露决策模型，检验信息披露的资本市场交易、公司控制权争夺、所有权成本和股票报酬等假设；分析机构投资者和分析师等对管理层信息披露决策的影响，重点研究市场盈利预测与管理层盈余预期管理的关系，及其对管理层盈余预期的影响；最后，用上述理论解释产权交易过程中利用会计方法转移财富的现象。

(4) 公司治理中会计信息与管理激励、代理人竞争研究。本专题在分析“代理问题”与会计的契约角色基础上，考察我国企业契约（以与产权有关的各类契约为主）中使用会计数据的情况及其变化趋势，分析会计信息与公司治理的关系；重点研究我国实施不同类型股权激励和利润分享激励企业的会计选择、盈余管理和信息披露；检验会计行为对激励效果和投资者权益的影响；针对我国经理市场尚不发达，代理人竞争中存在大量的非市场化手段，研究会计信息与代理人竞争之间的关系，重点是代理人竞争中的盈余管理行为、信息披露策略，及其对投资者权益的影响。

(5) 内部（会计）控制与产权保护研究。在这里，我们一方面把内部（会计）控制理解为会计信息质量的一项重要的保证机制，另一方面又把它看成是企业内部管理控制的一项重要内容。作为会计信息质量保障机制的内部（会计）控制，对发挥会计信息在提高产权交易和公司治理效率有重要的影响；作为企业内部管理控制内容的内部（会计）控制，对产权保护也有特殊的作用。本专题的主要内容有：分析内部（会计）控制与会计信息质量，内部审计、内部（会计）控制与会计信息质量之间的关系；形成会计信息质量的内部（会计）控制机制；对我国企业主要的内部（会计）控制（如预算、成本费用、对外投资、担保等）进行实地研究和问卷调查，对其实际的效率和效果进行分析；分析企业组织与内部（会计）控制之间关系，构建有助于实现产权保护的内部（会计）控制制度和体系。

(6) 利用会计信息侵占投资者权益的典型案例分析。本专题将重点对以下 5 类利

用会计信息侵占投资者权益的典型案例进行研究。它们是：私人股东侵占国有股东权益；管理层侵占投资者权益；大股东侵占小股东权益；国有股东侵占私人股东权益；此外，考虑到我国复杂产权关系条件下，权益投资者对债权投资者的侵占问题比较突出，本项目还将对股东利用会计信息侵占债权人权益的典型案例进行研究，主要涉及逃废银行债务以及债券持有人权益保护问题等。

(7) 产权保护导向会计的相关制度安排研究。本专题侧重于政策和应用研究，主要有三个方面：产权保护导向的会计准则设计，重点围绕会计准则制定基础（方法）、公允价值会计和稳健会计三个方面，设计我国的产权保护导向的会计准则；产权保护导向的信息披露监管制度设计，包括强制性披露的内容和监管方式，自愿性披露的监管方法、“公平信息披露”管制等；高质量财务报告和信息披露的激励制度设计，包括完善法律责任与诉讼制度、改进公司治理、增进对公共信息的需求、减少财务报告与披露的外部影响、调整税务与财务报告的联系方式、确立管理层的会计责任等。

通过研究，我们希望：(1) 以信息权利概念为核心，以管理层与投资者之间的信息优势转换为主线，完善产权保护导向会计研究的理论基础，创新产权保护导向的会计理论；(2) 以我国复杂产权关系为主要的制度背景，围绕会计的信息功能和控制功能，提供一系列有关会计信息与产权交易、会计信息与公司治理、内部会计控制与产权保护相关性的经验证据，形成系统化的产权保护导向的会计方法；(3) 对利用会计信息侵占投资者权益的典型案例进行实地调查，总结经验教训，为政策制定和实践提供参考；(4) 规划、设计出一套具有政策建议和实际应用价值的我国产权保护导向会计的相关制度。

为了展示项目的研究成果，在经济科学出版社的大力支持下，我们决定分两辑出版《投资者保护与会计研究丛书》。现在出版的第一辑有7种，主要是项目的部分阶段性研究成果；将于2009年出版的第二辑，则是项目研究的最终成果。

由于投资者保护与会计是一个新的研究领域，我们的研究还很不成熟，甚至存在错误。唯有不断交流、持续论争，学术才有源泉！

魏明海

2008年1月18日于广州康乐园

前 言

企业集团通常由许多具有独立法人资格且在多个市场从事经营活动的企业组成，是一种介于市场和企业之间的混合组织形式，普遍存在于新兴市场国家甚至在一些发达国家中。随着企业集团在新兴市场经济国家的迅速崛起并在经济发展中发挥主要作用，有关企业集团及其内部市场的研究日益成为国外战略管理和公司财务领域研究的热点 (Khanna and Yafeh, 2007)。与其他发展中国家一样，目前我国的经济发展仍具有典型的新兴市场和转轨经济特征，在这一大环境下，企业集团仍然是推动我国经济发展的重要力量。

企业集团区别于其他经济组织的一个关键特征是，前者通常在不同程度上使用内部市场进行交易。一方面，内部市场是企业集团发挥其有别于其他经济组织的特殊功能的重要原因；另一方面，内部市场也是区分各种企业集团的重要标志，即便同为企业集团，由于对内部市场的使用程度不同，也会导致不同的经济后果。受制于特殊的制度环境，在我国证券市场中，企业集团的内部市场主要体现为“大股东的内部市场”，即上市公司大股东（主要是企业集团）及其控制的其他企业（统称“大股东”）与上市公司之间在产品、资金、管理以及其他经营要素等方面形成的各种内部交易关系、渠道和组织结构的统称。本书的研究表明，大股东内部市场的运作在上市公司中非常普遍。

那么，作为一种重要的经济组织形式，企业集团内部市场形成和发展的决定机制是什么？它们具有什么样的经济后果？上述重要问题在针对亚洲和拉美新兴市场国家的研究中均得到不同程度的回答。我国作为最大的新兴市场国家，尽管企业集团在我国经济生活中扮演着极端重要的角色，但学术界在企业集团内部市场的相关研究方面却明显落后于其他国家和地区，很多重要的问题缺乏深入系统的理论研究，大样本数据的实证检验更是少见。

有鉴于此，在总结国内外内部市场的相关理论和实证研究结果，以及对我国转型经济和新兴市场经济特征、企业集团的形成和发展历程、政府分权化改革和地方政府的激励、国企改革、证券市场制度安排以及大股东控制等与相关制度背景做了具体的分析和讨论之后，本书以上市公司为背景，提出了一个关于我国企业集团内部市场的理论分析框架，即“动机复杂、多功能的大股东内部市场”，其核心观点是：在我国特殊的制度环境下，由于环境的复杂性和利益主体的多样性，我国上市公司与大股东之间的内部市

场具有复杂的形成动因。内部市场是在外部市场机制、大股东激励乃至政府利益等各种内外因素的共同驱动下形成的。由于这种动机的复杂性，大股东的内部市场在实际运作过程中表现出了复杂的经济后果：内部市场既可能促进经营效率的提高，又可能成为大股东“掏空”的手段，甚至有助于政府公共治理责任的实现，从而表现出内部市场功能的多样性。

在上述理论框架的指导下，本书以 2000~2005 年全体上市公司为样本，对大股东内部市场的现状、形成动因及其多方面的经济后果进行了深入的实证研究，从中发现了许多有创新性和启发性的重要结论。

首先，本书对内部市场现状的描述性统计表明，我国上市公司的内部市场主要体现为大股东的内部市场，其中，内部产品市场是内部市场体系的核心，在上市公司中普遍存在，并且内部产品市场的运作与其他内部市场的运作密切相关。

接着，本书通过三个实证研究从不同角度探讨决定内部市场形成的内外机制。我们发现，无论是基于全体上市公司样本的一般分析还是针对 IPO 公司的局部分析，大股东与上市公司的内部产品交易和内部资金交易程度，均与上市公司所在地区的市场化程度显著负相关，与集团控制、大股东控制权、政府控制、重点国有企业控制以及大股东成立时间等大股东特征变量显著正相关。因此，在大股东内部市场的形成过程中，效率促进、大股东掏空以及地方政府公共治理可能是其中的三个重要动因。与此同时，我们发现 IPO 前大股东内部市场的发达程度对上市公司 IPO 时股权结构的形成具有重要的影响，这进一步反映了大股东内部市场形成背后所代表的大股东激励。

在验证大股东内部市场形成的复杂动机之后，本书从三个方面实证考察了大股东内部市场经济后果的多样性和复杂性。首先是内部市场与财务业绩。我们发现，大股东的内部市场确实同时存在效率促进和掏空两种效应，上市公司财务业绩的高低取决于在不同的内部交易范围内效率优势和掏空效应的相对大小。总的来说，存在内部市场虽然会带来更多的大股东掏空，但由于更大的交易成本节约而有利于上市公司价值。进一步分析发现，大股东的内部市场与上市公司价值之间不是简单的直线和曲线关系，而是向右倾斜的 N 型关系。其次是内部市场与会计盈余质量。尽管内部市场的存在在大部分情况下有利于提高会计盈余的可预测性，但内部市场交易程度越高，上市公司盈余管理程度越大、会计盈余的稳健性和价值相关性也越低。这说明，在大多数情况下，内部市场的存在不利于会计信息质量。最后是内部市场与市场业绩。无论是以 Tobin Q 还是股票市场回报率作为市场业绩的衡量，我们都发现内部市场与市场业绩总体上存在正相关关系，但内部市场对市场业绩的提升作用并没有像对财务业绩的影响那么显著。

综上所述，大股东的内部市场在各种动机驱动下形成，其经济后果也表现出了复杂但又有规律可循的特征。这体现在：一方面，从不同的经济后果来看，内部市场表现出了不同的功能。比如，内部市场虽然总体上有利于企业价值（包括财务业绩和市场业绩），从而表现出“效率促进”的功能，但却不利于会计透明度从而反映出内部市场的

某种“掏空”功能。另一方面，即使是同样的经济后果，不同的内部市场也有不同的表现。比如，内部市场也有损害企业价值和提高会计盈余质量的情况。总的来说，本书的实证研究有力地支持了“动机复杂、多功能的大股东内部市场”这一核心理论假说，从而为我国上市公司与大股东的内部市场描绘了一幅丰富多彩的画卷。

本书的研究不但具有很强的实践意义，对相关的学术文献也有一定的贡献。在实践意义方面，本书在国内率先运用更为具体和合理的指标，采用更为科学的研究方法，运用我国上市公司最新的大样本数据检验了内部市场的形成机制及其主要经济后果，其结论首次清晰地指出我国企业集团内部市场的正反两个方面的经济后果及其存在的限制条件：一方面有助于我们进一步了解上市公司与大股东关联交易产生的制度根源和合理性，另一方面也使我们认清了其存在的危害性。这些发现不但有助于相关监管机构在合理发挥内部市场优势的情况下制定规范内部市场运作及其信息披露的政策规章，而且对有关转轨经济和新型市场经济国家发展企业集团的相关研究和政策制定具有重要的参考价值。在学术贡献方面，与西方文献绝大部分基于战略管理、组织行为和市场营销等管理学视角研究大型M型企业的内部市场现象，因此主要是对内部市场与经营效率之间关系的研究不同，本书主要基于公司财务和会计学的角度研究了内部市场的治理效率问题，从而在一定程度上拓展了内部市场的研究视角，丰富了内部市场的理论体系和理论成果。不仅如此，本书第一次从各个方面（财务业绩、会计盈余质量、内外市场互动等）同时检验了内部市场的“效率优势”和“掏空”效应的存在性及其相互关系，从更为综合性的视角研究了企业集团内部市场的经济后果，发现了许多更合理也更有意义的经验证据，从而在深度和宽度上发展了有关新兴市场国家中企业集团经济后果的研究。

目 录

第一章 引言	(1)
第一节 研究动机	(1)
第二节 研究框架	(5)
第三节 可能的贡献与创新	(7)
第四节 章节内容安排	(8)
第二章 企业集团内部市场：理论基础与基本概念	(13)
第一节 内部市场的理论基础：企业理论	(13)
第二节 企业的内部市场理论：国内外已有的研究	(19)
第三节 企业集团的内部市场理论：本书的理解	(27)
第四节 企业集团内部市场理论在我国上市公司的应用	(33)
本章小结	(37)
第三章 企业集团的主流理论和文献回顾	(38)
第一节 企业集团的主流理论	(38)
第二节 企业集团与内部市场的实证研究	(46)
第三节 现有研究存在的不足	(54)
本章小结	(56)
第四章 制度背景分析	(57)
第一节 我国的转型经济与新兴市场特征	(57)
第二节 我国企业集团的形成与发展	(61)

第三节 分权化改革、公共治理与地方政府	(66)
第四节 国企改革、证券市场制度安排与大股东控制	(70)
本章小结	(80)

第五章 理论分析：动机复杂、多功能的大股东内部市场..... (82)

第一节 本书的理论框架	(82)
第二节 市场激励与内部市场的效率促进功能	(84)
第三节 大股东激励与内部市场的“掏空”功能	(88)
第四节 政府激励与内部市场的公共治理功能	(95)
本章小结	(98)

第六章 内部市场的现状分析 (99) |

第一节 研究样本和数据来源	(99)
第二节 内部市场的分类描述性统计	(100)
第三节 各种内部市场的互动分析	(110)
第四节 内部市场的描述性案例：以“青岛海尔”为例	(114)
本章小结	(117)

第七章 实证分析：内部市场的形成动因..... (119)

第一节 基于全体上市公司的一般分析	(120)
第二节 基于 IPO 上市公司的局部分析	(138)
第三节 从 IPO 股权结构的决定看内部市场形成的动因	(144)
本章小结	(153)

第八章 实证分析：内部市场与财务业绩..... (154)

第一节 研究问题的提出	(154)
第二节 制度背景和研究假设	(155)
第三节 研究设计	(158)
第四节 实证检验	(163)
本章小结	(179)

第九章 实证分析：内部市场与会计盈余质量	(180)
第一节 研究问题的提出	(180)
第二节 文献回顾与研究假设	(180)
第三节 研究设计	(184)
第四节 实证检验	(189)
本章小结	(205)
第十章 实证分析：内部市场与市场业绩	(206)
第一节 内部市场与市场价值：一个基于财务业绩和透明度的分析框架	(207)
第二节 研究设计	(209)
第三节 实证检验	(212)
本章小结	(224)
第十一章 主要结论、讨论与政策含义	(225)
第一节 主要结论和政策含义	(225)
第二节 主要的局限性	(227)
第三节 未来的研究方向	(228)
参考文献	(231)
后记	(243)
补后记	(249)

第一章

引 言

第一节 研究动机

企业集团通常由许多具有独立法人资格且在多个市场从事经营活动的企业组成，是一种介于市场和企业之间的混合组织形式，普遍存在于新兴市场国家甚至在一些发达国家中。学术界对企业集团研究的重视，开始于20世纪60年代经济学家对日本和韩国企业集团在全球经济中崛起的观察（Chang and Choi, 1988; Khanna and Yafeh, 2007）。从这以后，随着企业集团在新兴市场经济国家的迅速崛起并在经济发展中发挥主要作用，有关企业集团的研究开始成为国外战略管理和公司财务领域研究的热点。Khanna and Yafeh（2007）甚至指出，在大部分新兴市场中，几乎没有一项经济分析可以（或者必须）在没有考虑企业集团及其影响的情况下展开。

改革开放以来，我国市场化进程取得了巨大的进步，市场环境得到明显的改善（樊纲、王小鲁，2004）。然而迄今为止，我国的经济发展仍具有典型的新兴市场和转轨经济特征，在这一大环境下，企业集团仍然是推动经济发展的重要力量。据国家统计局的调查，^① 2003年我国中央管理企业中的企业集团、国家试点企业集团、国家重点企业中的企业集团、省部级单位审批的企业集团以及年营业收入和年末资产总计均在5亿元及以上的其他各类大企业集团共计2692家，平均每家资产规模达到63.2亿元，平均每家企业集团拥有成员企业单位10.5家。

与企业集团相关联的内部市场是另一个重要的经济现象。内部市场现象最初产生于具有多部门（multidivisional）或M型结构的大型企业内部。20世纪20年代，美国的杜邦公司和通用汽车公司首创M型企业这种组织形式，但直到60年代这种组织创新才被学者所关注。20世纪80~90年代，随着信息革命的蔓延和全球竞争的加剧，内部市场作为一种适应性更强的组织形式普遍出现在大型企业的经济活动中。在这些企业中，内部定价行为在不同程度的范围内被使用，企业内部不再存在传统的科层组织，职能部门和地区分部都成为利润中心，有权决定将自己服务和产品提供给

① 数据来源：《人民日报海外版》2003年10月13日第1版的相关报道。

其他内部企业或者外部企业。所有的部门都同时面对内部和外部两个市场，每个部门都有自己的独特产品、客户和竞争者，部门之间可以买卖各自的产品，也可以相互竞争客户和资源，甚至可以和外部竞争者签订合约。这种职能企业、产品企业、地区企业之间的业务关系交错在一起形成的网络构成了内部市场经济（internal market economy）（Halal 等，1993；Halal，1994）。

国内学者早期对内部市场现象的研究并不多，但在 20 世纪末，随着国内许多像邯钢和海尔等大型企业纷纷仿效国外企业的实践，在内部市场体系构建方面进行了卓有成效的探索，“内部市场构造”逐渐成为我国经济生活的一种重要现象。受此影响，许多学者开始结合对国内企业内部市场现象的观察开展相关的研究，内部市场逐渐引起了国内学术界的关注并逐步成为理论和案例研究的热点课题（如陈高生，2004；冯俭，2003；冯俭等，2004；李海舰、聂辉华，2004；罗珉，2004；王凤彬等，2005）。

值得注意的是，内部市场现象并不只是存在于大型企业内部，在企业集团内部，由于各成员企业之间通常在不同程度上存在资源依赖和交易关系，也经常会同形成不同形态的内部市场，这是企业集团区别于其他经济组织（如投资控股公司）的一个关键标志。一方面，内部市场是企业集团发挥其有别于其他经济组织的特殊功能的重要原因，另一方面，内部市场也是区分各种企业集团的重要标志，即便同为企业集团，由于对内部市场的使用程度不同，也会导致不同的经济后果。

在我国，由于单个企业的规模有限等因素的制约，内部市场即使在单个大型企业内部也不是一种普遍现象。相比之下，我国企业集团内部各个具有独立法人地位的成员企业之间，由于经常性交易而形成的内部市场则更具普遍意义，也更为重要。受制于特殊的制度环境，在我国证券市场中，企业集团的内部市场主要体现为上市公司“大股东的内部市场”。本书将其定义为“为上市公司大股东（主要是企业集团）及其控制的其他企业（统称‘大股东’）与上市公司之间在产品、资金、管理以及其他经营要素等方面形成的各种内部交易关系、渠道和组织结构的统称”。根据本书的统计，我国上市公司的大股东中有 81% 为集团公司，并且超过 90% 的公司涉足了与大股东的内部市场交易。其中，平均的内部产品购销金额占主营业务收入（成本）的比例超过 10%，资金往来占总资产的比例超过 5%。

作为一种重要的经济组织形式，企业集团内部市场形成和发展的决定机制是什么？它们具有什么样的经济后果？这些基本而又非常重要的问题通过内部市场和企业集团这两类领域不同但又彼此关联的大量文献得到不同程度的回答。然而，无论是关于 M 型企业内部市场的理论和案例研究，还是关于企业集团的大样本检验，都存在较大的缺陷。

一方面，虽然近年来西方对大型多元化企业内部市场的研究越来越多，但从研究视角来看，绝大部分都是基于战略管理和组织设计的视角考察企业建立内部市场体系对经营效率的影响，并没有充分关注内部市场运作背后反映的治理效率问题，并且，除了内