

CROSS SHAREHOLDING:
MECHANISM AND ECONOMIC
CONSEQUENCES

交叉持股的 作用机理及经济后果

陈其末 著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

交叉持股的 作用机理及经济后果

CROSS SHAREHOLDING:
MECHANISM AND ECONOMIC
CONSEQUENCES

陈其末 著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

交叉持股的作用机理及经济后果/陈其末著. —北京: 社会科学文献出版社, 2014. 11

ISBN 978 - 7 - 5097 - 5928 - 8

I. ①交… II. ①陈 III. ①企业 - 股份制 - 研究 IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 078364 号

交叉持股的作用机理及经济后果

著 者 / 陈其末

出 版 人 / 谢寿光

项目统筹 / 恽 薇

责任编辑 / 张景增 王莉莉

出 版 / 社会科学文献出版社·经济与管理出版中心(010)59367226

地址: 北京市北三环中路甲 29 号院华龙大厦 邮编: 100029

网址: www.ssap.com.cn

发 行 / 市场营销中心 (010) 59367081 59367090

读者服务中心 (010) 59367028

印 装 / 北京鹏润伟业印刷有限公司

规 格 / 开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印 张: 13 字 数: 150 千字

版 次 / 2014 年 11 月第 1 版 2014 年 11 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5097 - 5928 - 8

定 价 / 55.00 元

本书如有破损、缺页、装订错误, 请与本社读者服务中心联系更换

▲ 版权所有 翻印必究

内容摘要

现代企业交叉持股制度产生半个多世纪以来，作为一种企业经济制度创新，曾经在现代经济社会企业经济发展过程中发挥了组织、协调、推进企业经济活动的积极作用，并且创造了巨大的经济效益；其对虚拟经济的过度推动也曾造成经济波动，扰乱经济发展秩序。交叉持股利与弊的双面效应在世界经济的历史舞台上有着充分的展现。现今，在经济全球化发展的大趋势下，有越来越多的企业通过交叉持股组建大型联合企业或企业集团联盟走出国门、跨越地域形成规模巨大的跨国公司和企业间网络，交叉持股制度在全球市场范围内起着配置资源、组织生产经营、协调利益分配、推动经济发展的作用，在新的资本组合、产权交叉、生产要素集结、平台共享、风险共担的基础之上参与国际竞争。经济发展事实证明，交叉持股制度仍然是一种生命力极强的现代企业制度，因而具有重要的研究价值。

首先，本书在对现代企业交叉持股制度的概念内涵、本质特征、基本类型概述的基础上，运用经济意识形态学理论分析了交叉持股制度形成和发展的历史背景、政治经济动因，阐述了交叉持股制度形成与发展的历史必然性、路径依赖性、制度内生性、经济实效性、创新适时性，明确指出交叉持股制度在不同国家的实施是受不同国

家不同经济发展时期、不同文化传统的影响，是在不同的经济意识形态的反复较量之中发展变化着的。其次，分别以契约理论、委托代理理论、制度创新理论、企业间网络理论为分析工具，对交叉持股制度下产生双面效应的内在机理和经济后果、契约缔结特征、企业治理结构特点、制度创新意义进行了经济学理论分析，从不同的视角、不同的层面分析挖掘交叉持股的形成动力、发展演变、作用机理和经济后果。在充分肯定交叉持股制度有利于企业融通资金、运作资本、集结生产要素、改善产业布局、改变股权结构、分散经营风险、创造规模经济、防范恶意收购等正面效应的同时，指出其可能伴生的行业垄断形成、市场价格机制失灵、企业资本虚增、经济泡沫膨胀、诱发内幕交易、营造投机气氛、诱导机会主义等负面影响。再次，结合我国 A 股上市公司 2007 年至 2010 年的交叉持股数据，分别将交叉持股行为与交叉持股比例对企业的市场价值和实体经营业绩的影响进行回归分析，验证其相关性，实证检验我国交叉持股的经济后果。结果显示，交叉持股行为与公司的市场价值托宾 Q 在 5% 的置信水平下呈显著的正相关关系，说明进行交叉持股的上市公司的市场价值相比未进行交叉持股的上市公司的市场价值有显著的提高；交叉持股比例与公司市场价值在 1% 的水平下显著负相关，说明进行交叉持股比例高的上市公司的市场价值相比交叉持股比例较低的上市公司的市场价值有显著的下降；上市公司的交叉持股行为和交叉持股比例与上市公司的净资产收益率 ROE 并不显著相关，表明交叉持股行为和交叉持股比例与公司实际价值均不存在显著相关关系，说明交叉持股并不能有效地改善上市公司的实体经营基本面，也就意味着我国上市公司的交叉持股主要是短期松散型

的财务投机行为，而非长期紧密型的战略投资行为。继而，在实证检验的基础上提出通过合理引导交叉持股使其发挥正面效应、回避负面效应促进社会经济发展的设想和建议。最后，从交叉持股的在国际竞争中的大量应用事实出发，强调了交叉持股制度在经济全球化进程中的重要作用和进一步研究交叉持股制度的意义。

Abstract

Cross – shareholding system, as an institutional innovation, has been played a positive role in organizing, coordinating and advancing the social economical development for about a half century. There is no doubt that cross shareholding has greatly accelerated the development of economic growth by enhancing the combination of business capital and the financial capital. Although there has been a period that cross shareholding was strongly criticized and restricted by government policy in some country, there is ample evidence that shows cross shareholding still actt as an important role in getting an advantage on the international competition. Under the current trend of economic globalization, an increasing amount of enterprises are constructing large joint enterprises or enterprise group unions by cross shareholding in order to gain an initiative in the global market.

This dissertation first retrospected on the origins and developments of cross shareholding in different countries, by putting it into the ideological sphere cross shareholding was examined from a macro perspective. Then theoretical analysis on the operational mechanism and economic consequences of cross shareholding was conducted from several perspectives respectively which include production function theory, contract theory, a-

gent theory, institutional innovation theory and enterprises between network theory. Both the positive and negative effects of cross shareholding are illustrated in details. Accordingly empirical study which uses the panel data of cross shareholding of listed companies from 2007 to 2010 was conducted to reveal the actual characters of cross shareholding in China. Empirical study demonstrated that although the cross shareholding was significantly correlated with the market value of listed companies; it does not necessarily significantly correlated with the fundamentals of those companies. On the contrary, both the dummy variable of cross shareholding and the cross shareholding ratio are significantly correlated with the market value of listed companies. The dummy variable of cross shareholding and the company's market value Tobin Q are significantly and positively correlated at the confidence level of 5% , which illustrates that the market value of the cross - shareholding companies are significantly higher than the market value of those companies which did not conduct crossshareholding. Cross shareholding ratio and the company's market value is negatively correlation at the significance of 1% , which indicates that the market value of the listed company may decline as the cross shareholding ratio goes up. The study revealed that the purpose of the cross shareholding in the capital market in China is mainly speculative rather than strategic. Proper guidance of cross shareholding is urgently needed to promote it to play positive effects which will consequently lead to harmonious and healthy development of economy. Ample evidences of cross shareholding among multinational companies strongly demonstrated that cross shareholding is still bursting with vitality in

the international competition. Finally, it was concluded that cross shareholding system will still play an important role in the process of the economic globalization. The significance on cross shareholding was highlighted and directions of further research were also suggested.

目 录

绪 论	1
一 研究背景与意义	2
二 研究思路与内容	15
三 研究方法	17
四 本书的创新	19
第一章 概念界定与文献回顾	22
一 交叉持股制度的含义	22
二 国内外相关研究述评	32
第二章 交叉持股制度的历史演进与动因	42
一 日本交叉持股制度的产生背景与成因	42
二 其他发达国家的交叉持股状况	56
三 中国交叉持股制度的历史发展与现状	59
四 交叉持股制度形成和发展的经济意识形态分析	64
第三章 交叉持股制度的作用机理及经济后果	77
一 交叉持股制度的契约理论分析	77
二 交叉持股制度的委托代理理论分析	86
三 交叉持股制度的生产函数理论分析	99

- 四 交叉持股制度的制度创新理论分析 108
- 五 交叉持股制度的网络经济学分析 124
- 第四章 中国上市公司交叉持股的经济绩效的实证研究 137
 - 一 中国上市公司交叉持股制度的特征 137
 - 二 中国上市公司交叉持股的经验证据 139
- 第五章 研究结论及研究展望 170
 - 一 研究结论与局限性 170
 - 二 未来研究展望 177
- 参考文献 186
- 后 记 195

Contents

Introduction / 1

- 0.1 Research Background and Significance / 2
- 0.2 Research Thought and Main Content / 15
- 0.3 Research Approach / 17
- 0.4 Main Innovative Points / 19

Chapter 1 Concept Definition Literature / 22

- 1.1 Definition of Corporate Cross Shareholding / 22
- 1.2 Literature Review / 32

Chapter 2 Historical Evolution and Motivation of Cross Shareholding / 42

- 2.1 Background and Origin of Cross Shareholding in Japan / 42
- 2.2 Present Situation of Corporate Cross Shareholding in Other Developed Countries / 56
- 2.3 Historical Development and Present Development of Cross Shareholding in China / 59
- 2.4 Economic Ideological Analysis on the Formation and Development of Cross Shareholding / 64

**Chapter 3 The Mechanism and Economic Consequence of
Cross Shareholding / 77**

- 3.1 Contract Theory Analysis of Cross Shareholding / 77
- 3.2 Agent Theory Analysis of Cross Shareholding / 86
- 3.3 Production Function Theory Analysis of Cross Shareholding / 99
- 3.4 Institutional Innovation Analysis of Cross Shareholding / 108
- 3.5 Network Economics Analysis of Cross Shareholding / 124

**Chapter 4 Empirical Study on the Panel Data of Cross
Shareholding by Listed Companies in China / 137**

- 4.1 Characteristic Features of Cross Shareholding by Listed
Companies in China / 137
- 4.2 Empirical Evidence of Cross Shareholding by Listed
Companies in China / 139

**Chapter 5 Research Conclusions and Future
Research Prospects / 170**

- 5.1 Research Conclusions and Limitations / 170
- 5.2 Future Research Prospects / 177

Reference / 186

Postscript / 195

绪 论

现代企业交叉持股作为一种现代企业经济制度，从 20 世纪 50 年代产生以来一直受到企业家和经济学家重视。世界各国有越来越多的企业利用交叉持股方式组建大型企业集团、企业集团联盟或范围广阔的企业间网络，广泛参与市场竞争与合作，并且取得了明显的经济效应。半个多世纪以来，世界上很多经济学家对这一有生命力的企业经济制度进行过多角度的研究，而且产生了不少有价值的理论成果。随着经济全球化进程的深入，有更多的跨国界、跨地域的企业联盟和企业间网络通过交叉持股而形成和发展，在全球范围内发挥着对社会经济活动的组织、协调、整合、推进的积极作用，创造着巨大的经济效益和更多的社会财富，而且在资本联合、产权交叉、要素集结、经济实力扩充的前提下充分利用现代知识、信息、技术不断地创新经济制度和企业服务模式，为普遍提高人类生活水平和生活质量做出贡献。

然而交叉持股作为一种经济活动手段和企业经济制度，既有其正面的经济效应，也有其非效率的负面效应，因而可以说是组织企业经济活动的一把“双刃剑”。如何在经济全球化发展的新形势下充分利用这种制度，使其发挥更大的正面作用，同时尽量规避其负面效应，免致社会经济发展受损，是当代企业家和经济学家应该谨慎

对待、深入研究的重要课题之一。

一 研究背景与意义

在经济全球化发展进程的新阶段，为了探索发达国家企业经济发展的新路径和发展中国家企业制度改革的便捷道路而深入研究日本和其他国家实施交叉持股制度的经验教训，探求交叉持股制度在世界经济发展中发生制度效能、发挥资源整合作用和产生经济效应的内在机理，是现代经济学者的历史性责任和义务。完成这一历史性研究任务，对现代经济社会的发展，特别是对后发展国家建立、健全和完善现代企业制度、建设和维护企业网络从而拓宽企业经济发展道路，奠定了坚实的经济基础，具有重要的现实意义和理论价值。

（一）研究背景

交叉持股制度这种现代企业之间常见的以资本联合为本质特征的企业经济制度安排，最早形成于第二次世界大战之后的日本。它是日本企业家和企业界的一种经济制度创新，是日本经济发展在“二战”后特定的社会政治经济环境条件约束下“被迫”创造出来的一种特殊的产业文化现象，也是日本现代企业家和现代工商、金融企业界对世界经济发展的一项具有特殊意义的关于企业产权制度的创新性贡献。这种企业经济制度安排所形成的以资本联系、所有权交叉纠结为核心的企业生产诸要素的集结或联合可以创造出显著的经济效益，而且在日本“二战”后的经济恢复时期在日本企业抵

制和防范外国资本（主要是美国资本）的恶意收购、捍卫日本民族经济、促进日本国民经济迅速恢复方面发挥过很大作用，并且在日本从 20 世纪 50 年代起始的经济高速增长中创造了举世瞩目的经济成果。紧接日本之后，亚洲的一些国家和地区如韩国、新加坡、中国等地都先后以不同的方式在不同的程度上学习仿效日本的做法，建立并发展了各具特色的企业交叉持股制度，从而促进了这些国家和地区的企业集团、联合企业或企业联盟的形成和发展，并且明显地提高了这些大型企业的生产效率和国际竞争实力。因此，交叉持股制度引起了世界上更多国家的企业家和经济学者的高度重视，而且纷纷效仿并对其进行认真研究。

虽然巨型企业之间（特别是金融企业之间）的过度交叉持股会使虚拟经济过度膨胀而严重地脱离实体经济发展的支持，而且曾经在 20 世纪 80 ~ 90 年代催生日本经济泡沫和导致日本经济泡沫破裂方面起过推波助澜的作用，并且此后日本企业间的交叉持股开始出现份额缩减现象，但是这并不能说明交叉持股制度弊远大于利，甚至发展到了仅有负面效应而失去了生命活力的地步。实际上，日本部分企业减少相互持股份额只是减少了多余的部分而保留了相互支持所必须持有的份额，这是日本企业的一种“强体瘦身”的做法，并不是真正意义上的交叉持股的萎缩。事实恰恰相反，日本的企业交叉持股，特别是生产经营外向型的跨国企业同外国企业之间的交叉持股，不仅没有萎缩，而且一直都在发展。与此同时，其他国家的跨国企业在国际上利用交叉持股而广结国际战略联盟的实践也有新的发展。

例如，竞争激烈的现代汽车行业，长期以来一直都没有停止过

运用交叉持股的方式来实现其国际竞争中的生存和发展。1999年，法国雷诺汽车公司收购了日本日产公司44.4%的股份，日产持有雷诺15%的股份。2002年3月，雷诺与日产两大集团共同组建了雷诺-日产有限公司，双方各占50%的股份。2010年4月，雷诺-日产和德国戴姆勒公司在比利时首都布鲁塞尔签署协议，结成11年同盟关系。雷诺和日产分别持有戴姆勒公司1.55%的股权，戴姆勒公司则分别持有雷诺和日产3.1%的股权，三家联手在微型轿车和轻型商用车这两个细分市场上进行合作。^①再如，2011年1月，菲亚特汽车公司根据2009年菲亚特接手克莱斯勒时同美国财政部签订的协议条款，完成了对克莱斯勒股份5%的增持，其持股比例从20%升至25%。增持后，克莱斯勒依然是公司最大股东，持有63.5%的股份，菲亚特持有25%的股份，美国财政部保留9.2%的股份，加拿大政府持有2.3%的股份。^②这些事实说明，在世界性的汽车行业竞争中，通过交叉持股制度安排来增强公司的经济实力，扩大公司的网络关系和交易市场，对雷诺、日产、戴姆勒、菲亚特、克莱斯勒这样的大型跨国企业的生存、发展都具有非常重要的意义。

从20世纪末至今，在经济全球化迅速发展的背景下，世界上许多经济发达国家和发展中国家，有越来越多的巨型企业和巨型企业集团走出各自的国门，形成巨型跨国公司或跨国企业集团，积极参与更大范围、更深层次的国际市场竞争与合作，企业交叉持股制度在增强这些跨国企业集团的生产效率和经济实力、提升其国际竞争

① 罗仲伟：《全球汽车产业格局面临再洗牌》，《人民日报》2010年4月8日。

② 钟昆：《增持克莱斯勒，菲亚特即将发力？》，《成都商报》2011年1月24日。