

中国企业集团

金字塔式控制结构研究

ZHONGGUO QIYE JITUAN

JINZITASHI KONGZHI JIEGOU YANJIU

王蓓◎著



对外经济贸易大学出版社

University of International Business and Economics Press

中国企业集团金字塔式 控制结构研究

王 蓓 著

对外经济贸易大学出版社

中国·北京

图书在版编目 (CIP) 数据

中国企业集团金字塔式控制结构研究 / 王蓓著. —
北京: 对外经济贸易大学出版社, 2013
ISBN 978-7-5663-0865-8

I. ①中… II. ①王… III. ①企业集团 - 企业管理 -
研究 - 中国 IV. ①F279.244

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 246128 号

© 2013 年 对外经济贸易大学出版社出版发行

版权所有 翻印必究



中国企业集团金字塔式
控制结构研究

王 蓓 著

责任编辑: 汪 洋 申 艳

对外经济贸易大学出版社

北京市朝阳区惠新东街 10 号 邮政编码: 100029

邮购电话: 010-64492338 发行部电话: 010-64492342

网址: <http://www.uibep.com> E-mail: uibep@126.com

唐山市润丰印务有限公司印装 新华书店北京发行所发行

成品尺寸: 170mm × 230mm 12.5 印张 179 千字

2013 年 9 月北京第 1 版 2013 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5663-0865-8

定价: 36.00 元

本书获得教育部人文社会科学青年基金项目资
助（项目批准号：11YJC630198）

前 言

企业集团在世界各国普遍存在，中国企业集团在国民经济中发挥着中流砥柱的作用。企业集团能够弥补制度缺失，建立内部要素市场，帮助公司获得内部资金、原材料和产品销售市场等。集团实现范围经济，所有公司共享品牌，共同研发，而且共同培育内部的人力资源，这些都能使成员公司受益。

因为企业集团相对于独立公司的诸多优势，集团通常尽可能地高度多元化，建立以家族或者政府为最终控制人的复杂的股权结构体系，控制性股东尽一切可能提高他们对集团内公司的控制权，金字塔股权结构是控制性股东以较少所有权来实现控制的主要方式之一。企业集团内部复杂的股权结构安排带来了公司治理上的挑战。企业集团的股权结构趋于集中，控制性股东的存在使得企业内管理者与外部股东之间的代理冲突转化为控制性股东与中小股东之间的代理冲突，而这种冲突会带来资源在集团内部的不合理配置，集团内部公司间的利益转移也因此而猖獗，因此，从集团大股东的控制权和制结构的角度来研究企业集团对上市公司的影响成为必要。本书通过界定金字塔控股集团区别于以其他方式组合建立的集团，从大股东对集团的控制角度来研究集团对上市公司的价值效应。

我国的企业集团成立时间不长，国有金字塔控股集团主要由以前的国营企业改制而成，体制改革、经济增长的各种矛盾交织在一起，而且普遍存在急剧扩张的冲动。而私人金字塔控股集团内部金融体系的形成，是私有企业集团间接获得融资、自主配置资源的一种手段，通过控制融资能力强的上市公司来支持融资能力弱的其他项目或企业，使大股东侵害中小股东利益的风险加剧。

鉴于企业集团的普遍存在性和本书的根本的主题，我们第一个考察的问题就是“隶属于金字塔控股集团对上市公司价值是否存在影响”。从研究结果来看，隶属于金字塔控股集团的上市公司价值与独立公司价值无显著差异。隶属于国有金字塔控股集团的上市公司价值显著高于家族控股的上市公司。但是进一步分析发现，这一溢价效应主要来自于中央政府控制的上市公司。

企业集团的异质性决定了不同控制结构的企业集团具有不同的功能特点以及经济后果。所以本书在回答了“隶属于集团会不会影响公司价值”后，继续深入集团内部，通过分析确认金字塔控股结构的特征，来研究不同控制结构的企业集团对于上市公司价值的影响。本书详细剖析了金字塔控股集团的特征，把金字塔控股集团的特征分为三类：股权结构特征、组织结构特征和集团层面特征。股权结构特征包括：最终控制人的性质，最终控制人拥有的所有权、控制权、所有权与控制权的分离度。组织结构特征包括：金字塔的纵向层级和横向跨度。关于集团层面的特征本书主要研究集团与上市公司规模对比对公司价值的影响，以及集团的成长性和两权分离对上市公司价值的交叉影响。

借助对我国 2005—2008 年 3 580 个上市公司样本的实证研究，我们发现：超过一半的中国上市公司最终控制人的所有权与控制权不分离；最终控制人拥有的现金流权比例较高，高于绝大多数东亚国家。最终控制人不同，所有权的分布特征不同，家族控制的上市公司所有权普遍低于国有控股上市公司，但是两权分离度最高。对于中央政府控制和家族控制的上市公司，控制权与所有权的分离带来大股东的壁垒效应，导致公司价值下降。而大股东所有权的激励效应只存在于地方政府控制的上市公司中。

从组织结构角度分析，不同类型控制人控制的上市公司还是有很大区别，中央政府控制的集团纵向层级多，横向跨度大，金字塔的复杂程度最高；而地方政府控制的集团纵向层级短，一般只包含一个上市公司，金字塔结构比较简单，与我们定义的标准三层金字塔控股集团模型非常接近；最后，家族控制的金字塔控股集团纵向层级较长，但是横向跨度不大，呈现窄长型金

字塔模式。在大型金字塔控股集团中，纵向层级的增加和横向跨度的增大带来公司价值损失。金字塔的横向跨度是本书新引入的变量。

本书主要的贡献之一是考察了集团层面特征对上市公司价值的影响，以及集团层面特征与两权分离的交互作用对公司价值的影响。从上市公司与集团的关系来看，集团内所有上市公司总资产占集团总资产的比重越大，上市公司的价值越高。两权分离带来的大股东壁垒效应也受到上市公司与集团规模对比差异的影响，当上市公司规模相对于集团规模非常小时，两权分离度对于公司价值的负效应更大；当上市公司占集团公司规模比重较大时，能够缓解两权分离带来的折价效应。集团成长性较差将加剧两权分离对公司价值的负效应，而集团成长性较高的上市公司，两权分离对公司价值的负效应减小。集团公司整体经营状况通过影响大股东的财务压力，而影响两权分离对公司价值的折价效应。

关于金字塔控股集团特征变量对于公司价值的影响，本书的结论基本支持：金字塔控股集团是控制性股东最大化控制权的方式，控制性大股东很可能会利用集团内部市场，进行非效率的资产转移和配置。所以最后本书采用冲击敏感性方法，以同属于一个集团内公司间的相对控制权为基点，对2005年到2008年中国金字塔控股集团“隧道挖掘”行为进行研究。结果显示，“隧道挖掘”行为在中国非常普遍。这也是此种分析方法第一次应用于中国金字塔控股集团。

目 录

第 1 章 导论	1
1.1 选题背景	1
1.2 研究意义	4
1.3 研究思路与逻辑框架	5
1.4 本书主要创新点	6
1.5 章节内容和结构安排	8
第 2 章 文献回顾与评述	11
2.1 企业集团相关理论回顾	11
2.2 企业集团与公司绩效的实证研究	25
2.3 企业中的委托代理问题	28
2.4 金字塔控股结构与公司价值	32
2.5 金字塔控股集团：本书的理解	41
2.6 本章小结	42
第 3 章 金字塔控股集团形成的制度背景分析	45
3.1 中国企业集团发展现状	45
3.2 政府推动企业集团的发展壮大	49
3.3 国有企业集团金字塔股权结构的形成	53
3.4 私人企业集团金字塔股权结构的形成	60
3.5 本章小结	64
第 4 章 金字塔控股集团与独立公司	67
4.1 金字塔控股集团的特征	67

4.2	样本的选择	72
4.3	金字塔控股集团与独立公司	78
4.4	本章小结	87
第5章	金字塔控股集团与公司价值	89
5.1	股权结构特征与公司价值	89
5.2	组织结构特征与公司价值	107
5.3	上市公司在金字塔控股集团中的身份	121
5.4	本章小结	134
第6章	金字塔控股集团“隧道挖掘”研究	137
6.1	金字塔控股集团“隧道挖掘”的理论分析	140
6.2	“隧道挖掘”实证模型的建立	142
6.3	中国金字塔控股集团的实证分析	146
6.4	本章小结	154
第7章	研究结论与后续研究展望	157
7.1	主要结论	157
7.2	几点启示	161
7.3	研究的不足之处	163
7.4	有待进一步研究的问题	164
参考文献		167
附录A	与企业集团相关的政策及文件	183
附录B	本书涉及变量定义表	184
致谢		186

第1章 导 论

1.1 选题背景

企业集团作为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以及西欧等发达国家和地区。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研究，引起了学术界对于企业集团研究的重视。随着企业集团在新兴市场国家的发展壮大，有关企业集团的研究开始成为企业管理和公司金融领域研究的热点。Khanna 和 Yafeh（2007）指出，在新兴市场中，几乎没有一项经济分析可以在不考虑企业集团及其影响的情况下展开。

随着经济全球化的加速以及国内市场的开放程度加深，中国民族企业怎样应对国际化以及来华外资企业的竞争成为迫在眉睫的问题。发展大规模的企业集团成为一种选择。中国企业集团经过 20 多年的发展，已经在我国国民经济中居于主导地位，特别是国有大型企业集团。目前国有大型重点企业户数占全国企业总数比重为 0.3% 左右，营业收入实现利润和资产总额比重稳定在 40%~60% 左右。企业规模增大，集团化进程加快。

集团化进程中，发展最迅速的就是由政府主导和推动的大型国有企业集团。对于国有企业来说，早在 1997 年，国务院就颁发了《关于深化大型企业集团试点工作意见的通知》，强调“抓好一批大型企业集团，在国民经济的关键领域和关键行业中形成一批大型企业集团”。国资委组建时，其直属企业数量是 202 家，2009 年已经通过调整和重组减少到了 128 家，而且计划到 2010 年把央企重组到 80~100 家。集团数量的缩减，激励了各大央企集团对相关

领域和行业的整合与兼并重组，提高自身的市场份额和行业地位，以规避被兼并的风险，从而进入最后 100 家的名单。所以最近几年我们看到，虽然国有企业集团的数量在不断减少，但是其资产和利润占比却稳步增加，而在证券市场上，依靠央企雄厚的经济实力和政策支持，国字头央企以上市公司为平台，出于产业上下游纵向一体化、或者地区市场进入和发展的需要，展开了积极的扩张。在国资委推动央企整合的带动下，各地方国资机构也开始鼓励辖区内企业整合，推动了地方政府控制的企业的集团化以及以上市公司为平台的资产证券化。

股权分制改革的加速，全流通时代的来临，创业板的启动，也为有能力的民营企业上市，并借助资本市场的力量扩大规模、整合资源提供了有利的条件。目前，民营控股的上市公司占 A 股上市公司总数的比例已超过三成。股权分置改革为企业实施并购创造了更多便利条件，有实力的民营企业在二级市场频频举牌，目前 A 股市场上控制多家上市公司的个人和家族已经超过 30 家，他们控制了近 100 家上市公司。以上市公司并购为核心的民营企业的集团化也将迎来新一轮高潮。

然而，集团化似乎并没有使企业的竞争力得到提升，大而不强成为大型企业集团的通病。尤其是集团化过程中的低效率和政府强制划拨、合并等行为使原本就存在问题的一些国有企业陷入了新的困境。而由此带来的集团大股东对上市公司的掏空行为，更成为中小股东的切肤之痛。

上市公司经过这么多年的公司治理改革，其股权结构、董事会结构以及内部治理机制设计都更加科学化、规范化，更加透明。但是对于母公司集团与上市公司的股权关系或者其他内部联系纽带，投资者一直也不是很清楚。之前关于企业集团的研究大多是从交易费用的角度分析企业集团作为介于市场与企业之间的一种组织形式的本质、功能以及边界，从集团与上市公司的联系，特别是股权关系角度探讨的较少。直到 La Porta 等（1999）提出以追溯最终控制人的方式来研究股权结构，才把上市公司与集团的错综复杂的股权关系引入到学术研究的领域。

企业集团内部复杂的股权结构安排带来了公司治理上的挑战,使得隶属于企业集团的上市公司价值损失(Gaur 和 Kumar, 2008)。特别是在公司治理水平较低、中小投资者保护力度不强的条件下,集团附属公司会造成控制性股东与中小股东之间的代理冲突,而这种冲突会带来资源在集团内部的不合理配置。集团内部公司间的利益转移,也就是所谓的大股东的“隧道挖掘行为”也因此而频繁发生(Bertrand 等, 2002; La Porta 等, 1999)。

长期以来,关于隶属于企业集团给上市公司带来的成本和收益,学术界一直也没有达成一致的结论。“制度缺失假设”(Khanna 和 Palepu, 2000a)认为当制度缺失被弥补,那么集团附属的收益也将消失。一些针对不同的体制发展阶段,利用不同的时间跨度,对集团的潜在收益进行的研究发现:集团附属的溢价效应确实随着制度的发展和完善逐渐消失(Gaur 和 Delios, 2006; Hoskisson, Johnson, Tihanyi 和 White, 2005)。另一方面,由于内部治理和代理冲突带来的集团附属的成本却日渐上升(Gaur 和 Kumar, 2008)。例如,随着环境的改变,和集中化战略的公司相比,管理一个多元化的企业集团的成本会急剧上升。

企业集团在我国经济生活中扮演着至关重要的角色,但是关于企业集团的研究却明显滞后。很多重要问题仍然缺少系统深入的分析以及大样本数据的实证检验。中国的企业集团发展迅速,规模、数量持续增加的现状与证券市场中小投资者保护力度较低,大股东剥削中小股东事件频繁发生的事实,引起了笔者对中国资本市场中企业集团与上市公司关系进行研究的兴趣。

本书将着重从集团对其旗下公司的控制结构入手,研究集团公司内部市场的作用机制、上市公司在其中扮演的角色以及这些经济行为对于上市公司价值的影响。在公司治理领域关于最终控制人和金字塔控股结构的研究虽已日趋成熟,但与集团研究相结合的方面几乎是一个空白,这一方面为本书提供了有力的研究方法支撑,也为本书的研究带来了一定的挑战。

1.2 研究意义

企业内公司联合的方式有从两个或更多公司的战略联盟这种松散的联合，一直到母子公司形式的最紧密的联合等多种形式。

企业集团在私有经济部门占据着主导地位。Claessens 等（2000）研究发现在几个东亚国家中，平均 70% 的公司都隶属于企业集团。在发展中国家，企业集团经常由独立法人公司组成，他们之间由各种经济和社会的纽带所连接，经常是横跨几个行业的多元化集团，而且通常都是由家族控制。但是，尽管有这么多相似性，企业集团还是存在很多公司层面的异质性。无论是在一个国家之内还是国家之间，集团多元化的程度有很大的不同，而且集团公司内部联系的纽带也不一样。例如，有些集团主要通过股权来维系，而有些更多地依赖管理者和控制人的社会关系来运作。所以，研究企业集团异质性的一个关键的切入点就是要深入企业集团内部打开“黑箱”，从集团与公司（特别是上市公司）、集团内上市公司与非上市公司、集团内上市公司之间的联系纽带入手。通过研究企业集团内部结构的差异来研究其集团治理和经济后果的差异是非常必要的。

企业集团解决融资的同时，剥削现象也开始产生。集团急于在资本市场融资的动机严重影响了盈余的真实性和可靠性，使得公司与投资者之间也出现了信用危机。大股东不失时机地占用上市公司的资源，对小股东们进行严重的剥削，一旦上市公司出问题，最终套牢的却是银行、股民和中小投资者。但一味地谴责大股东不负责任的行为是没有意义的。从某种程度上说，只有不合理的制度，没有不合理的行为。处于转型经济环境中的中国上市公司，其资本结构与融资偏好有着与国际现实状况不同的特征。

从微观上来看，上市公司的股东行为却是理性的，是在一定制度下的理性。制度性因素对中国上市公司股权结构及资本结构的影响可以合理地阐释上市公司股权融资偏好异化现象。一般来说，投资者保护行为实施得比较差

的国家，形成集团的倾向比较大，其特点为对内更好地保护自己的财产，对外实施更大的剥夺。所以对于很多国家来说，公司的法律和制度健全不是关于董事会结构的优化，而是赋予公众股东以抗衡控制性股东的权利（Djankov等，2008）。对于金字塔控股集团内部，集团公司和上市公司复杂股权关系以及“隧道挖掘”路径的研究有助于分析中国上市公司终极控制者侵占中小股东利益的机理和途径，从而为制定相关的法规和政策，加强中小投资者保护提供一定的支持。同时，研究企业集团与上市公司的关系，以及这种关系对于集团内部市场的运作模式的影响，明晰最终控制人对于集团内部市场的使用程度以及最终目标，也能够为上市公司监管和集团公司治理提供有的放矢的理论依据，进而提高上市公司，特别是隶属于金字塔控股集团的上市公司的公司治理水平。

1.3 研究思路与逻辑框架

本书的根本兴趣在于：深入探讨企业集团对于公司价值的影响。隶属于集团公司是否会影响公司的价值，如果是，影响的机制是什么？所有关于企业集团的理论的分歧在于企业集团是否会增加价值，或者是否能够带来福利的提高。理论上争论的焦点也暗含着：集团附属效应是一个实证问题。大部分企业集团理论也都基于明确的或者暗含的关于企业集团功能的假设。因此，实证检验这些假设，考察他们是否符合实际情况，是衡量这些理论的前提。本书主要的贡献在于：在分析集团附属对于公司价值的影响的同时，深入考察了这种价值效应在集团内部的作用机制。换句话说，通过分析企业集团内部的结构和错综复杂的关系来提高对企业集团经济后果的理解。

鉴于企业集团的普遍存在性和本书的根本的主题，我们第一个要考察的就是“隶属于金字塔控股集团对上市公司价值是否存在影响”。通过对隶属于金字塔控股集团的公司和独立公司的市场价值来考察集团附属的价值效应。现有关于企业集团的实证研究，绝大部分把企业集团看作一个“黑箱”，通过

考察集团控制与其控制企业（通常为上市公司）的表现，来推断企业集团的经济后果。仅有的深入集团内部结构分析上市公司在集团中表现的研究也多是案例研究。然而企业集团的异质性决定了不同控制结构的企业集团具有不同的功能特点以及经济后果。所以本书在回答了“隶属于金字塔控股集团会不会影响公司价值？”后，继续深入集团内部，通过分析确认金字塔控股结构的特征，并以金字塔控股结构的特征变量为代理变量，来研究不同控制结构的企业集团对于上市公司价值的影响。然后，本书分析了价值效应是怎样依赖于集团特征和公司层面的特征的；价值效应对于不同规模，多元化程度不同的集团是否有区别；哪些集团成员因为他们在集团中的身份地位不同而被影响得最多；什么样的公司更容易结成集团（是否为规模小的、年轻的公司）或者这种价值效应是否因为公司在集团中的层级地位不同而不同；除了公司层面的差异之外，集团规模的差异、集团经营状况以及与上市公司战略匹配性的好坏会不会影响上市公司的价值。此外还以集团内上市公司身份和层次地位的不同，分析了集团内部资产转移、资源配置的倾向和趋势及其对上市公司财务绩效的影响。本书研究逻辑框图见图 1.1。

1.4 本书主要创新点

本书的创新之处主要体现在以下三个方面：

第一，本书比较系统地回顾和梳理了关于企业集团的主要理论解释和金字塔股权结构研究的现状和方法，创造性地提出了“金字塔控股集团”，把公司层面的股权结构研究与其上层集团的研究结合在一起，丰富了公司治理研究中关于股权结构研究的内容，并且依据金字塔控制结构，界定了金字塔控股集团的边界。从中国企业集团发展的历史演进视角分析了中国金字塔控股集团的形成动因。

第二，比较全面地分析了集团内金字塔控股集团内部、集团与上市公司三个方面的特征：股权结构特征、组织结构特征以及上市公司在集团中的身

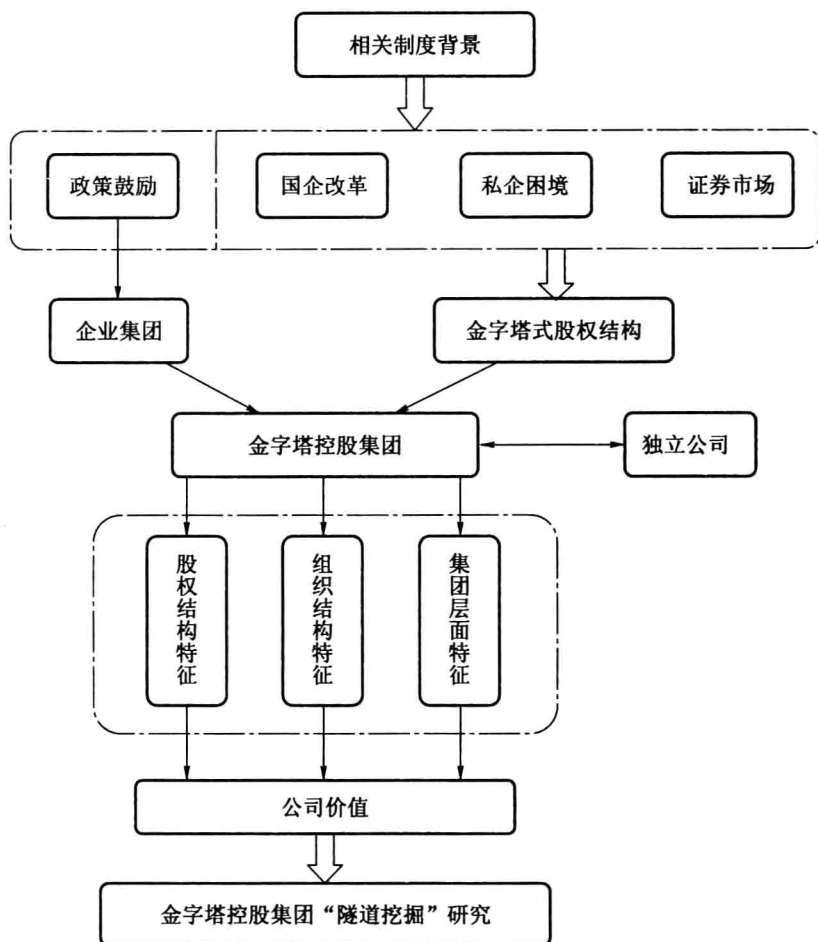


图 1.1 本书研究逻辑框图

份以及集团层面特征。其中，组织结构特征中的横向跨度以及集团与上市公司规模对比，集团经营状况和金字塔式股权结构的交互作用对于公司价值的影响的大样本实证研究，在国内尚属首次。

第三，在关于金字塔控股集团“隧道挖掘”的研究中，使用了冲击敏感性的方法，以相对控制权为基点，研究了最终控制人在集团内部各个公司之间进行资金转移的路径和趋势，为“大股东掏空”现象的研究提供了直接的证据。

1.5 章节内容和结构安排

本书的总体研究思路循着提出问题、分析问题到解决问题的路线展开。具体而言，本书的主要研究内容如下：

第一部分（第1章），导论。作为开篇之论，导论部分概括性地提出本书的研究背景、动因与意义，阐述本书的研究方法与思路，说明本书的创新之处，介绍本书的逻辑框架和结构安排。

第二部分（第2章和第3章），文献回顾与制度背景分析。在第2章中系统梳理国内外关于企业集团和金字塔股权结构问题的研究成果及研究方法，特别对与本书主题密切相关的企业集团与公司价值研究以及金字塔股权结构与公司价值研究的文献进行了详细的分析，并结合当前现实问题和未来发展趋势对相关文献和理论进行评述，提出本书的研究对象——金字塔控股集团。第3章从中国企业集团发展的历史演进出发，发现中国企业集团的发展主要是政府推动的集团化进程；但国有企业集团与民营企业集团的形成具有很大差异：前者源于现代企业制度的建立和国有出资人制度的建立以及特殊的上市制度，后者主要是大股东建立内部资本市场以缓解融资约束的产物。

第三部分（第4章）。本部分在吸收并借鉴国内外经典文献的理论与方法的基础上，界定了金字塔控股集团的定义，总结金字塔控股集团的特征指标：股权结构、组织结构以及集团层面特征，并回答“隶属于金字塔控股集团与独立公司相比，是否会影响上市公司的价值”这一问题。

第四部分（第5章、第6章）是主要的实证研究部分。在原有金字塔股权结构对公司绩效影响的基础上，第5章利用2005—2008年金字塔控股集团数据以及上市公司数据，分别从金字塔控股集团的股权结构特征、组织结构特征以及上市公司与集团的关系三个方面，全面分析金字塔控股集团内部结构的差异对于上市公司价值的影响。第6章通过对同属于一个集团的上市公司进行相对所有权的排序，以冲击敏感性方法来剖析金字塔控股集团内部