

我国企业集团的内部资本市场

■ 邓 路 王化成

随着市场经济制度的确立和国有企业改革的深入,我国在不同层次上形成了一大批企业集团。这些通过划转、重组、兼并、收购等手段建立起来的企业集团已经发展成为国民经济的主导力量。作为企业集团资本运作的平台,内部资本市场在缓解外部融资约束、强化内部资本配置方面发挥的作用已得到理论和实践的充分验证,但也应该看到,我国企业集团在内部资本市场运作方面仍存在许多急需解决的问题。

一、内部资本市场的概念、功能及运作方式

Williamson(1970)认为:企业为了整体利益最大化将内部各个经营单位的资金集中起来统一配置,具有不同投资机会的成员单位围绕内部资金进行争夺的市场称为“内部资本市场”。随着企业组织形式的演进,内部资本市场的内涵范畴不断扩大。本文所界定的“内部资本市场”,是相对于外部资本市场而言的、存在于企业集团内部的非正式的“资本市场”,它能够为企业集团母公司与子公司之间、子公司与子公司之间以及集团内公司与其他关联企业之间提供资金融通、资产配置等服务。

企业集团的内部资本市场主要有三大功能:缓解融资约束、优化资本

配置、监督激励。缓解融资约束主要是指内部资本市场可以规避外部融资由于信息不对称等因素造成的高成本,可以通过资本整合缓解内部成员企业的投资对本部门现金流的依赖性,增强成员企业的融资承受能力,提高集团整体的财务协同效应,降低公司陷入财务困境的可能性;资本配置功能主要体现在内部资本市场能根据市场环境变化调整资本配置方向及数量,将资本配置到效率最高的环节;监督激励作用则体现在集团总部能通过有效的监督和激励降低股东和经理之间的代理成本,提高资本使用效率。围绕这三大功能的发挥,不同企业集团往往会采用不同的内部资本市场运作方式,按照交易对象大体可以分为两类:一类是资金融通型运作方式。笔者认为,凡是企业集团中任意法人主体之间以获取资金为主要目的的交易都可以归纳为资金融通型运作方式,如企业集团内各公司之间的资金借贷、票据融资、融资租赁、购销产品代垫款项或获取其他公司的财务资助等。需要说明的是,这里所指的是广义的资金融通,包括各种集团内交叉担保。从内部资本市场的本质上看,资金融通型运作方式是内部资本市场产生初期最主要的运作方式。另一类是资产配置型运作方式。很多时候,虽然企业集团各主体之间通过内部资本市场发生的交易都伴随着资金的转移,但交易的主要目

的却是为了实现交易资产的合理配置,我们把这种运作方式称为资产配置型。这里的资产包括实物资产、无形资产、各种股权和期权。目前在企业集团内发生的各种资产置换、股权转让、资产租赁等行为都可以看作是资产配置型内部资本市场运作方式。

二、我国企业集团内部资本市场的现状及存在的问题

一般来说,我国企业集团的成长模式有三种:政府主导型、联合改组型和企业成长型。政府主导型成长模式的企业集团多集中在自然垄断产业和军工行业,如中国石油化工集团、中国船舶工业集团等;联合改组型成长模式的企业集团主要集中在规模经济效益比较明显的行业,由政府和企业双方力量推动形成,如宝钢集团、一汽集团等;企业成长型的企业集团则多集中在竞争性行业,企业的母公司在形成过程中起主导作用,主要是一些民营企业,如雅戈尔集团、万向集团等。

集团成长模式直接决定了其内部资本市场形成的动因。政府主导型企业集团内部资本市场的形成大多是基于发挥协同效应和规模效应、提升产业核心竞争力,也有部分是为了解决国有企业发展中出现的各种问题;而企业成长型企业集团内部资本市场的形成更多地是为了进行多元化经营、分散风

险、提高资本的利用效率等；联合改组型企业集团内部资本市场的形成则两者兼有。而在已上市的集团中，有些是集团公司整体上市，有些则是将集团中的部分业务剥离分拆上市或直接将集团子公司上市，这就使得我国企业集团的内部资本市场呈现出与西方发达国家所不同的特征。

由于形成动因的复杂性，不同类型企业集团的内部资本市场的特征也呈现出复杂性，不能一概而论。但相对来说，政府主导的基于产业重组的企业集团内部资本市场较为注重集团产业竞争力的提升，其内部资本市场的作用主要在于将资本配置在能提升整体价值的产业链条上；而企业主导的基于多元化的企业集团内部资本市场则较为关注股权投资收益，将资本配置在有利于控股股东利益的资本链条上。整体上市的企业集团相对来说能较好地发挥内部资本市场在缓解融资约束和优化资本配置方面的功能，而非整体上市的企业集团由于上市公司与母公司之间复杂的利益关系及集团内成员企业间复杂的股权结构，使得其内部资本市场的基本功能较难得到有效发挥，甚至可能使内部资本市场异化为控股股东进行利益掠夺的工具。

我国企业集团内部资本市场运作中存在的主要问题有：

1. 非整体上市导致的关联关系复杂化致使内部资本市场的基本功能难以得到有效发挥。由于我国上市资格的稀缺及较为严格的上市资格要求，大多企业集团是选择将其优质资产集中于上市公司，以此获得上市资格。集团公司作为非上市公司，借助下属上市公司的融资平台优势，通过兼并收购等方式不断扩大业务范围，实现多元化经营，迅速扩张业务规模。与此同时，集团内非上市公司通过与上市公司进行资产置换、债务重组来间接获取上市公司的资金。企业集团利用其控股的上市



公司作为融资平台来满足集团内其他企业的资金需要是我国内部资本市场的一个显著特征。由于上市公司和集团内部众多业务之间仍存在着天然的联系，因此上市后不可避免地会出现上市公司和控股股东及其下属企业之间存在复杂的关联交易以及同业竞争问题，加之上市公司与集团公司的利益存在冲突，更增加了集团协调各利益主体之间关系的难度，使得内部资本市场统一配置资本及缓解融资约束的根基受到破坏。资本可能会被配置向利益占优方而不一定是效率最优方，缓解融资约束的功能也会因此受到限制。

2. 不合理的股权结构使得内部资本市场异化为控股股东谋取控制权私有收益的工具。在企业集团非整体上市情况下，经常会出现集团公司作为控股股东操纵内部关联交易或以其他方式将资产在上市公司与母公司及其他子公司之间进行转移，即“掏空”上市公司的现象，内部资本市场由此异化为控股股东掏空上市公司的工具。特别是采取金字塔型股权结构的企业集团，随着子公司、孙公司数目的增多，下属公司控制权与现金流权的分离程度不断加大。由于外部资本市场信息不通畅，监管不到位，控股股东为满

足控制权收益尤其是控制权私人收益，往往会利用企业集团内部资本市场进行集团内母子公司间非公允的关联交易、违规担保、资金占用等，侵害中小股东利益，如德隆系、三九系等企业集团。

3. 监管环境不完善导致的内部资本市场交易混乱不利于集团整体价值的提升。由于监管体制的不健全和关联交易信息披露要求的弱化，控股股东及其所控制的董事、监事和高管人员极易通过采取隐蔽的方式来进行利益输送，比如先为其控股子公司提供资金或担保，再通过控股子公司向上市公司的控股股东及关联方提供资金或担保等。企业集团内部存在大量的控股股东利益导向的委托贷款、关联担保、资金占用及非公允的资产置换等行为，不利于集团整体利益及价值的提升。

三、完善我国企业集团内部资本市场的对策建议

1. 推进企业集团整体上市。鼓励和支持企业集团整体上市，可以减少集团内部多层的委托代理关系，从源头上杜绝企业集团内部核心企业及其成员企业与已上市的股份公司之间产生利益输出型关联交易的可能性，消除上市公司同集团公司之间的利益输送隐患。同时，随着整体上市后优质资产的注入，上市公司的盈利能力将大大提高，有利于发挥企业集团的产业优势、产品优势与管理优势，降低交易费用与交易成本，使内部资本市场的功能得到有效发挥。

2. 完善企业集团公司治理。企业集团内部资本市场功能的发挥在很大程度上受企业内部治理结构和管理制度的影响。由于内部资本市场通常存在多级法人组织和多层股权关系，利益主体众多、代理关系复杂，因此其内部治理问题也更加复杂：不仅要考虑管

集合发债： 我国中小企业融资的有效模式

■ 刘肖原 车莉娜

目前我国中小企业资金供应失衡，中小企业融资98%依赖银行贷款等间接融资渠道，直接融资比例不到2%。而银行贷款通常主要提供流动资金以及固定资产更新资金，很少提供长期信贷，难以满足我国中小企业的融资需求。集合发债模式的引入，有效地拓宽了中小企业直接融资的渠道，缓解了中小企业普遍存在的融资难、担保不足的矛盾，有利于中小企业利用资本市场快速成长、做大做强。

一、我国集合发债模式的发展现状

集合发债，即所谓的“捆绑发债”，是指通过政府部门的组织安排，集

合一部分优质中小企业联合向社会发行债券，以取得长期的发展资金。

集合发债是一种在现有政策背景下的融资创新。因为根据我国现行的企业发债标准，发行债券的企业净资产必须高于6 000万元人民币，这使得众多的中小企业失去了发债资格。而在政策允许、监管部门认可的范围内，采取召集多家中小企业打包集体发债的方式，可以突破规模限制，实现中小企业的债券融资。

开创国内集合发债先河的是2003年中国高新技术产业开发区债券(简称“03高新债”)，由国内不同高新区的12家企业采用“统一冠名、分别负债、分别担保、捆绑发行”的方式发行。该债券于当年7月24日发行，发行总额为

8亿元，期限3年，票面年利率3.52%，已顺利于2006年7月27日完成到期一次还本付息的兑付工作。

2007年11月21日，深圳首单中小企业集合债券(简称“07深中小债”)正式发行，20家中小企业集合发行企业债券10.3亿元。本期债券期限为5年，票面年利率为5.70%。国家开发银行担任主承销商并提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。民营担保企业中科智、深圳市高新技术投资担保有限公司，以及深圳市政府下属的中小企业信用担保中心为债券提供再担保。参与发债的20家中小企业中，远望谷和三鑫股份是中小板上市公司，分别发行4 500万元和5 000万元债券；宝德科技是香港创业板上市公司，发行

理层与股东之间的代理关系，也要考虑控股股东与中小股东之间的代理关系；不仅要协调单个成员企业内部各部门之间的利益，还要协调不同成员企业之间的利益及集团整体的利益。同时，企业内部的治理很难得到有效的外部监督，因此只能依赖企业内部制度的完善性和执行力度来实现有效监督。在治理机制的设计上，应建立对中小股东利益补偿责任制度，进一步完善外部独立董事制度。

3. 强化企业集团外部监管。企业

集团内部资本市场普遍存在多层级控股关系，不公平的或者是过度的交易会引发公司治理问题，并可能积累金融风险，这些行为都需要外部法律来约束。一方面要加强信息披露的立法要求，要求多元化的企业或企业集团详细、充分地披露关联交易信息、企业终极控制人信息、各分部财务状况及经营成果，建立准确及时的信息传导机制，同时加强对重要信息的审计与监督，确保内部资本市场信息披露的真实性；另一方面要约束内部资本市场

中的内部交易行为，加强对资金转移和占用、担保行为等的约束，保证其公平性。在当前母子公司关联交易频繁发生的情况下，有必要提高立法层级，由证监会对关联方大股东的表决行为做出禁止性的规定，以形成合理的市场秩序。此外，也可以通过强化中介机构作用的方式对这些交易行为进行监督，比如可以引进香港的独立财务顾问制度等。

(作者单位：中国人民大学商学院)

责任编辑 刘莹