集团企业内部资本市场中的陷阱、风险与规制

王虹英

企业内部资本市场是伴随着集团企业的产生而产生的。当集团企业各成员企业间为了争夺资源而展开竞争，特别是当不同的成员企业拥有不同的投资机会时，集团总部为追求公司整体利益最大化，需要将资金集中起来重新配置，这种资金的再分配使集团内部实际上形成了一个微型资本市场，各成员企业为了各自的投资项目竞争资本资源。但由于我国公司治理环境存在缺陷，内部资本市场在运作过程中极易发生功能异化，存在诸多潜在陷阱及风险，需要企业及监管层加以合理规制。

内部资本市场存在的潜在陷阱

1.集中配置资源易导致过度投资与多元化。内部资本市场的存在缓解了企业的融资约束，提高了资本的配置效率，运作起来具有较强的灵活性和高效率。但也使各分子公司的投资更容易得到资金支持，从而诱发一些公司负责人急功近利的心态，在发展战略尚未明确时仓促上项目，最终导致非相关多元化经营问题的产生。而一旦发生资金供应不到位或外部环境改变，将会给公司的发展带来致命打击。赵新先从1985年以500万元贷款起家创办南方制药厂开始，缔造了横跨医药、汽车、食品、酒业、饭店、商业、农业、媒体八大产业的三九集团，控制了三九医药、三九生化、三九发展三家上市公司和数百家直属企业，总资产达200多亿元。三九集团通过内部资本借贷、担保、融资租赁、资产和服务交易，大量占用三九医药的资金以支持其多元化扩张，但2002年因占用上市公司资金而遭证监会通报批评并立案稽查后，危机接踵而来，八大产业的高调扩张步伐戛然而止。截至2006年年底，三九集团共有银行债务102亿元。

2.内部关联交易诱发利益侵占。内部资本市场的关联交易包括控股子公司间的内部借贷、相互担保、产品或服务交易所形成的应收或应付账款和资产买卖。如果这些内部交易行为是建立在公平交易基础之上的，其对于各利益相关者来说是有利的，尤其是在外部市场效率低的情况下，这些交易可以节省交易费用，但如果这些交易是另有目的的非公平交易，则往往成为控股股东侵占中小投资者利益的工具，这时内部资本市场就会异化为“利益输送”的管道。2002年6月，上海庆安成为科苑集团的实际控制人，在整合化工、医药产业未果之后，将其所持的安徽省应用技术研究所的股权质押给银行，收回9 800万元；还利用自己对安徽省应用技术研究所、科苑集团的控制权，与关联公司上海亚安、上海润安、上海翰亚进行了一系列造假交易，以拆借、受让委托资产等形式，形成了对科苑集团的欠款，后逐步计提坏账，从科苑集团“掏出”约2.5亿元。到2008年年底，科苑集团这个名噪一时的“高科技”上市公司已经是连续两年亏损。

3.经理人的寻租行为导致低效率补贴。企业集团内部资本市场的寻租，是指集团公司CEO、子公司经理或部门(或分部)经理作为代理人，通过非生产性的寻租活动来影响委托人(董事会、集团总部)在企业集团内部的资本配置行为。事实上，它是经理人追求个人利益的行为。寻租行为的存在可能会导致内部资本市场的“集体主义”，当各分子公司有不同的投资机会时，集团总部在资本配置过程中会偏离效率点，其结果往往使弱的分子公司得到比最优配置还多的资本，并有可能导致其投资失败。九发集团就曾为发展九发深海矿泉水、九发养马岛旅游项目和正大物贸中心等项目，大量挪用上市公司九发股份的资金。据九发股份2007年年报显示，正大物贸中心拖欠其近8.8亿元应收款项，占其总资产的41%，是其所有者权益的2.9倍，最终导致其资金紧张，银行借款全部逾期，利息支出达1.11亿元，2007年全年累计亏损4.73亿元。

4.盈余管理行为会降低资源配置效率。企业集团内部的控股股东、管理

中国财政杂志社

者为获取私利，通过盈余管理有目的地控制财务报告，或是在编制财务报告和进行交易时，有意选择有利于公司的会计政策、会计估计方法等来修饰财务报告，从而误导集团和利益相关者对公司业绩的判断，导致资源配置效率降低。

潜在陷阱隐藏的风险

1.资本配置失效。一是非相关多元化扩张会加剧内部资本市场中的信息不对称，不仅使集团的决策效率下降，而且会影响内部资本市场治理控制功能的有效发挥，使得内部资本市场的治理功能随多元化程度的加剧而逐渐削弱。二是内部资本市场可使分子公司更容易得到充足的资金支持，从而使其更倾向于投资高风险的项目，增大了投资风险。三是不公平的内部关联交易或者低效率补贴，降低了内部资本的使用效率。

2.损害公司绩效。由于集团总部可以在分子公司内有目的地分配现金流，因而各分子公司包括上市公司的经营业绩都能被调节。具体表现为通过资产置换或直接掏空上市公司的资产向控股集团或其关联方输送利润导致业绩好的分子公司或上市公司业绩下滑。如2002年江苏阳光民营化之后，不断通过资金占用、关联交易和资产置换向控股股东阳光集团及其关联方输送利益，导致江苏阳光2002～2005年的业绩大幅下滑。

3.风险扩散。内部资本市场的存在使得集团内部单个成员企业的经营与财务风险很容易扩散至整个企业集团。尤其是在金字塔结构的控股公司内，处于最终控制人地位的企业由于掌控着下属公司庞大的经济资源，其经营风险将会危害到下属控股公司，如果没有有效的内部治理，最终控制人发生经营风险和道德风险的几率会大增，这种风险的扩散将变得不可避免，德隆集团的瓦解就是一个很好的例证。

4.预算软约束。集团内部的低效率补贴既挫伤了业绩好的部门或上市公司的积极性，同时也损害了其他控股公司的中小股东利益。更重要的是，低效率补贴扭曲了内部资本市场的资本配置机制，使得原有预算无法发挥约束功能。

如何规制

1.完善相关法律法规。首先，立法规范内部资本市场交易行为。一是限制投资行为，将公司对外投资限制在其资产净值的一定比例内，从而避免内部资本市场规模过大，组织过于复杂；二是限制担保行为，我国现行《公司法》目前尚没有限制公司对股东的担保，也没有对公司其他形式的关联担保做出实质性限制。其次，立法规范与上市公司有关联交易公司的信息披露。目前，关联交易的信息披露规则主要包括由财政部颁布的会计准则与制度以及证监会所发布的信息披露规范中涉及关联交易的规定。这些法规并不直接对内部资本市场的运作作出禁止性的规定，而是借助于提高公司的透明度对其进行间接管制。正是由于其属于非禁止性规则，因此监管效力有限。鉴于诸多关联公司并不是上市公司，法律对其资金使用情况的信息披露没有严格要求，在当前上市公司关联交易频繁发生的情况下，有必要提高立法层级，对与上市公司有关联交易的公司也制定相应的信息披露法规，并对关联方大股东的表决行为作出禁止性的规定，从而更好地约束与管理内部资本市场交易行为，缓解大股东占款问题。最后，进一步完善会计准则，在报表列报中增加全面收益表。全面收益表体现了公允价值的观点，表中资产以公允价值计量，并对未发生的资本利得与损失进行确认。新准则仅将“公允价值变动净收益”与“资产减值损失”两项纳入利润表，对全面收益的其他项目并未涉及。若企业单独编制全面收益表，投资者可通过对期末净收益与全面收益两者比较并结合现金流量，更深入地了解公司经营业绩的实质。

2.提高违规成本。控股股东利用控股权掏空上市公司的现象屡禁不止，从成本与收益的角度看，这是由于控股股东能够享受到的控股权收益远远高于控股成本上升以及掏空行为被发现后所受到的惩罚。因此，证券监管部门应当加大惩处力度，以有效遏制掏空行为的发生。

3.强化内部控制。企业集团的内部控制在一定程度上能降低内部资本市场的监督成本、信息传递成本和代理成本，有利于规范内部资本市场的行为，是内部资本市场功能实现的保障机制。因此，上市公司及企业集团应严格按照《企业内部控制基本规范》的要求，从规范公司治理结构入手建设内部控制制度并执行到位。

（作者单位：烟台职业学院）

责任编辑　陈利花

中国财政杂志社