

企业集团整体上市研究

浙江大学经济学院 许奇挺

[摘要] 本文用内部资本市场理论分析 TCL 集团整体上市现象,认为 TCL 集团整体上市实质上是搭建企业集团内部资本市场运作平台。在我国外部资本市场不发达情况下,企业集团通过构建内部资本市场内化关联交易,放松企业信用限制,创造企业价值。TCL 集团内部资本市场运作是否有效目前还无法判断。不过, TCL 集团管理层持股的制度安排有利于内部资本市场有效配置资源。

[关键词] 内部资本市场, TCL 集团, 信用限制, 管理层持股, 内化关联交易

2004年1月30日, TCL 集团通过吸收合并控股子公司 TCL 通讯实现整体上市, TCL 集团整体上市被称为我国资本市场的一次金融创新, 开创了中国企业集团整体上市先河, 市场和监管层都给予了很高的评价, TCL 集团股票在上市首日上涨了 78%。时下, 整体上市成了市场热点, 不少企业集团纷纷表示待条件成熟后实现整体上市, 本文拟用内部资本市场理论分析 TCL 集团整体上市现象。一般认为, 如果一个企业拥有多个业务部门, 而且各部门之间存在资源竞争, 企业内部就存在内部资本市场, 内部资本市场主要存在于多元化经营的企业内部。内部资本市场有两个基本功能: 更优货币效应和更多货币效应 (Stein, 1997)。更优货币效应是指企业总部对企业内部各投资机会按回报率高低进行排序, 并将有限资金优先配置到回报率最高的项目实现“挑选胜者”(winner - picking)。更多货币效应是指内部资本市场通过包括协同效应在内的多种效应放松企业面临的信用约束, 使企业获得更多外部资金, 满足盈利性项目的资金需求。

一、TCL 集团整体上市实质上是构建集团内部资本市场运作平台

按照 TCL 集团董事长李东生的话讲, 命名为“阿波罗计划”的 TCL 集团整体上市有两个目的: 一是通过整体上市, 整合内部资源, 发挥协同效应, 提高管理效率, 实现集团整体上市后再发展; 二是为集团获得更大的融资平台, 有利于 TCL 集团做大做强, 成为有国际竞争力的国际化大型企业集团。如果以内部资本市场理论解释 TCL 集团整体上市, 不难看出, TCL 集团整体上市的两个目的其实就是内部资本市场的两个基本功能。从这个意义上说, TCL 集团整体上市实质上就是构建集团内部资本市场。

1、整体上市实现关联交易内部化。根据企业会计准则对关联交易的定义, 只要是关联方之间的交易就是关联交易, 但由于企业之间交易是否为关联交易会因研究对象不同而结果不一致, 如集团子公司之间关联交易, 站在集团层面上考虑就不是集团关联交易。从这个意义上来说, TCL 集团整体上市与其说是为了减少关联交易, 还不如说是为了内部化关联交易, 将原来视为 TCL 集团子公司的关联交易转化为集团内部交易和集团层面非关联交易。因为 TCL 集团实现整体上市侧重于资源层面整合, 而非价值链整合。一般而言, 只要价值链分散在具有关联关系的多个法人实体里, 集团内的关联交易仍然存在。由于我国资本市场不规范, 法律对中小股东利益保护较弱, 大股东通过关联交易侵害中小股东利益的情况非常严重, 市场对上市公司关联交易特别关注, 法规也严格禁止非公允的关联交易。事实上, 大股东之所以能通过关联交易侵害中小股东利益, 关联交易只是手段, 大股东与中小股东在关联公司之间享有利益不一致才是原因。实现中小股东与大股东在关联公司利益高度一致, 能减少损害中小股东利益的关联交易。TCL 集团通过整体上市过程中的股权互换将涉及中小股东利益的关联交易内化到集团内部, 实现了中小股东与大股东在关联公司利益的一致性, 为中国上市公司解决关联交易提供了较好思路。

2、整体上市实现更多货币效应。整体上市可从三个方面为企业带来更多资金: 直接募集资金。TCL 集团整体上市前已有两个融资平台, 但两家上市公司的融资能力相对有限, 而集团的两块主要利润来源——移动和彩电业务都已注入两家上市公司, 集团自身经营的其他业务规模较小, 远不能达到单独上市融资要求。通过整体上市, 将目前还没有上市的其他经营性资产与现已上市的资产捆绑在一起, 扩大上市资产规模, 而且整体上市还可通过分散整个企业经营风险, 稳定投资回报率, 提高整体盈利能力, 从而为企业获得更多直接融资; 提高了债务承受能力。通过整体上市, TCL 集团增加了股权资本, 特别是以较高市盈率发行股票时, 股权资本增加就越明显。股权资本增加, 降低了债权资本在总资产中的比重, 导致企业资产负债率下降, 企业债务承受能力提高。TCL 集团整体上市前, 资产负债率偏高, 2002 年底资产负债率为 69.6%, 高资产负债率限制了企业进一步债务融资的能力。在整体上市后, 资产负债率有显著下降, 2004 第一季度末资产负债率为 56.6%, 集团债务融资能力较上市前增强; 通过集团内部担保扩张信用。我国法律、法规严格限制公司特别是上市公司为股东提供担保。公司法规定, “董事、经理不得以公司资产为本公司股东或者其他个人债务提供担保。”证监会两个通知在公司法基础上, 将上市公司限制担保的对象扩大到各关联方。由于证监会通知是针对上市公司作出, 集团整体上市后, 集团内部法人主体的互保行为不属于限制范围, 而且集团可以为下属企业提供担保, 在我国商业银行目前还无法有效实现集团统一授信的情况下, 集团内部担保会导致集团整体信用扩张。

二、先整体上市后整合资源是 TCL 集团在现有外部约束条件下最优选择

TCL 集团是一家拥有多媒体电子、通讯等六大产业群的多元化经营企业, 控股参股企业几十家。由

于历史原因,内部存在着股权结构复杂,控股层级较多,业务不集中,几家企业生产同一种产品的现象。这些因素阻碍了集团进一步发展。为了集中主导业务,提高核心竞争力,实施国际化战略,集团迫切需要对内部资源进行整合。内部资源整合有两种方式:一是利用集团控股股东的地位,在现有组织结构下,通过关联交易直接进行资源整合;二是先完成集团母公司股份制改造并实现整体上市,然后在集团内部进行资源整合。尽管两种方式都能达到资源整合目的,但两种方式的整合成本和整合效率是有显著区别。

下面以 TCL 集团对 TCL 移动资产整合为例,比较两种资源整合方式。TCL 移动是 TCL 集团两个主导产业之一,2003 年业务收入占整个集团 33%,在整体上市后,经过一系列股权重组,TCL 移动所有资产被注入到在香港联交所上市的 TCL 通讯科技中。可以说 TCL 移动整合过程是一帆风顺的,这得益于走第二种资源整合路线。为何 TCL 集团选择第二种内部资源整合方式呢?笔者认为我国现有市场和制度环境以及 TCL 集团整体上市前控股两家上市公司的特点,决定了第一种整合方式成本更大,甚至是行不通。具体原因有:(1)无法有效协调多方利益。在整体上市前,集团旗下有两家上市公司,两家上市公司都拥有 TCL 移动股份,而且集团对两家上市公司的持股比例也不相同,直接整合 TCL 移动资产牵涉到多方股东包括集团管理层和上市公司中小股东的切身利益,资产转移价格难以确定,利益协调难度较大,操作有一定困难。(2)受到现有法律、法规限制,直接整合成本高。根据 TCL 移动业务分布特点,集团对移动业务进行直接整合,惟一可行的方案是 TCL 国际控股将 TCL 移动股权转让给 TCL 通讯,否则会因企业主体问题可能导致 TCL 通讯不能满足上市要求。另外,资产交易双方都是上市公司,转让又属关联交易,受现有法律、法规限制以及证监会监管要求,需及时对外披露信息,信息披露需支付高额信息披露成本,增加了资源整合成本。而且,关联交易需要经过股东大会同意,在多方股东利益无法有效协调情况下,能否通过股东大会还是未知数,即使最终获得通过,也影响到整合效率。(3)不能充分利用上市公司壳资源。壳资源是我国资本市场一种稀缺资源,有很高的市场价值。因此,在资源重组中企业会确保不会牺牲壳资源。另外,为规范股份公司运作,避免同业竞争和过多关联交易,克服上市公司低水平重复建设,证监会《关于股票发行工作若干问题的补充通知》规定:同一集团原则上不得设立多个上市公司。政策性限制使得 TCL 集团采取直接整合要么浪费壳资源,要么不能充分利用壳资源,只有通过整体上市创建内部资本市场才能从根本上解决壳资源利用问题。(4)不利于建立上市公司市场信誉。在我国资本市场还不成熟,公司治理机制不完善,而且缺乏诚信,法律对中小股东利益保护较弱的环境下,利用集团作为实际控制人进行直接整合,既违反了上市公司关联交易的有关规定,而且过多关联交易给市场留下控股股东侵害中小股东利益的嫌疑,不利于建立市场信誉,对整个集团今后再融资非常不利。相反,先整体上市后整合内部资源不仅成本低,摩擦小,也不会被监管部门严格监管,还可以因开创整体上市先河而提升市场形象。因此,可以说 TCL 集团采取第二种模式整合内部资源是现有外部条件约束下的最优选择,是一次内部资本市场构建的成功战略。

三、构建内部资本市场并不意味着内部资本市场有效配置资源

TCL 集团通过整体上市筹集了 25 亿元资金,2004 年 6 月底净资产增加到 52 亿,而且内部资本市场通过放松信用限制为集团今后资金需求创造了融资条件,可以说 TCL 集团实现了做大企业的目标。企业大不一定强,因此,可以看出,TCL 集团面临能否通过做大实现做强的真正考验还在后面。毕竟内部资本市场成功构建并不代表内部资本市场有效配置资源。内部资本市场就像一把双刃剑,能放松企业面临信用约束推动企业走向成功的同时,也同样会加速企业走向消亡。由于 TCL 集团整体上市时间不长,从 2004 年中报披露情况看,募集资金除了归还 5.7 亿元银行借款外,只有 2900 万投入到具体项目。截止 2004 年 6 月 29 日,TCL 集团未按招股说明书投入使用的资金有 18.6 亿元,占实际募集资金的 76.5%,18.6 亿元资金以短期投资和银行存款形式存在。因此,我们目前还无法对其内部资本市场的运作效果下个结论。不过,从 TCL 集团整体上市前招股说明书披露的资金计划用途和已进行的几次资本运作情况来看,至少可以发现:

1、内部资本市场运作考虑了各投资机会的盈利能力。TCL 集团内部各细分产业以及各产品之间盈利能力不相同,而且处于动态变化当中,2004 年各产品毛利率如表 1 所示。从表 1 可以看出,电工照明毛利率比其他产品高,多媒体电子和通讯业务平均毛利率处于中间水平,但不同彩电和手机产品毛利率差别较大,特别是高端彩电和手机产品有很高毛利率。从 TCL 集团资金使用计划来看,资金在各产品中投入有明显差异,加大了高端电子产品和移动通信产品的投资力度,而且还根据产品毛利率的变化相应调整投资策略,增强盈利能力强的海外市场拓展,通过产品结构调整实现利润稳定增长。

表 1 TCL 集团各产品毛利率

多媒体电子	通讯	电工照明	数码电子	空调	洗衣机	电冰箱	2004 上半年
20.9 %	22 %	39 %	9.92 %	14.29 %	24.65 %	25.65 %	

2、通过存量资源整合,实现业务集中经营。2004 年,TCL 集团将生产彩电的内蒙古 TCL 王牌和无锡 TCL 两家公司转让给 TCL 国际控股,后者又将两个公司的资产注入到与 Thomson 合资成立的 TTE 公司里,实现了彩电业务的集中。与此同时,TCL 集团也对 TCL 移动业务进行了整合,整合后的 TCL 移动资产的载体公司 TCL 通讯科技也与阿尔卡特签定了成立手机合资公司的协议,实现了手机业务集中经营。TCL 集团

产业集群与工业园区发展的案例研究

——湖南浏阳生物医药园的成功经验分析

中南大学商学院 肖光华 戴卫明

[摘要] 本文对湖南浏阳生物医药园的成功经验进行了分析,说明了如何通过培育和发展产业集群来促进工业园区发展,为地方政府促进工业园区的发展提出了政策建议。

[关键词] 工业园区,产业集群

1 引言

在我国经济发展过程中,地方政府主导设立的工业园区为地方经济发展作出了重要贡献。但是,由于工业园区的规划建设者在园区发展的指导思想上的错位,尤其是在只追求数量增加的思维模式的影响下,园区规划建设者对园区企业持续竞争力和区域特色产业优势的培育并没有给予应有的关注,这已经影响了工业园区的持续发展(蔡宁等,2003)。

产业集群又被称为产业区、企业集群等,是指相同或相关行业的企业和机构在特定地理位置聚集而形成的紧密联系的集合体。目前,国内外学者普遍认为,产业集群具有独特的竞争优势,包括生产成本优势、生产效率和快速反应能力、区域营销优势、创新能力优势等(Porter,1998;魏后凯,2003;吴宣恭,2002;魏守华等,2002)。

2 基于产业集群的工业园区发展模式:以浏阳生物医药园为例

产业集群为我国工业园区的发展提供了新的视角,在工业园区内培育和发展产业集群成为促进工业园区发展的重要途径。地方政府可以将产业集群政策与工业园区的发展结合起来,将工业园区作为构建产业集群的平台,在工业园区的规划建设中有意识地加强园企业的产业联系,根据产业集群的要求建设和经营工业园区,使工业园区成为产业集群,获得聚集经济效应。湖南浏阳生物医药园就是一个成功的范例。下面,对浏阳生物医药集群的成功经验进行分析,以说明如何利用产业集群的思路来发展工业园区。

彩电和手机两大主导产业的集中经营为其寻求与国外知名大企业合作,实施国际化战略创造了条件。

3、内部各投资机会关联,有利于实现资源有效配置。尽管 TCL 集团有多个产品系列,但各产品之间有很强相关性,基本上同属国家行业分类标准划定的电器、电子及通讯产品制造业类。产品关联导致部门投资机会相关,从而避免总部在投资机会判断上犯系统性错误。

4、过多持有货币资金,更容易出现资源低效率配置。由于集团内部存在寻租活动和部门之间权力斗争,投资机会差的部门更倾向于从事寻租活动。因为对投资机会差的部门来说,寻租活动的成本较低。寻租活动和权利斗争的结果可能使弱部门得到更多的补偿。另一方面,如果集团总部拥有货币资金多,集团总部就有机会在分配资源时给投资机会差的部门更多倾斜,结果导致资源配置扭曲。另外,对作为代理人的集团总部 CEO 而言,保留过多的现金可更多的用于私人目的,毕竟现金使用范围广,使用起来方便。TCL 集团目前过多的持有货币资金需予以关注。

5、各部门实力悬殊较大,可能影响资源配置效率。企业总部分配资源依靠两种信息:内部私有信息和外部公共信息。私有信息容易被扭曲,公共信息不易扭曲但有噪音。如果各部门实力悬殊大,地位不均等,部门追求最大化资本预算的动机使得实力强的部门通过正规和非正规渠道影响 CEO 获取实力弱部门的信息。CEO 对两个部门拥有信息不对称导致资源分配向实力强部门倾向,而事实上实力弱部门可能比实力强部门具有更好投资机会。当企业规模大,业务部门多时,缺乏监控技术和管理能力的集团总部更容易听信大部门的片面之言,出现资源无效分配。TCL 集团两大主导业务手机和彩电 2003 年销售收入占总销售收入 79%,占绝对优势。因此,可能出现主导产业部门主导集团资源分配结果,而忽略部门盈利能力的局面。

6、管理层持股有利于内部资本市场有效配置资源。TCL 集团管理层持股源于国有资产放权经营。TCL 管理层通过多年的经营奖励和股权认购拥有了企业部分股权,董事长李东生个人持股 5.59%,代表管理层持股的工作委员会持股 9.1%,还有其他管理人单独持有不同比例股份。管理层持股不仅对管理者产生经营激励,而且使管理层的利益与集团整体利益在一定程度上趋一致,管理层在追求个人利益最大化同时,实现集团整体利益最大化。因此,TCL 集团管理层持股的制度安排有利于集团总部为集团整体利益配置资源,实现内部资本市场有效配置资源功能。

[参考文献]

- [1]Stein,1997,internal capital markets and the competition for corporate resources,journal of finance 52.
- [2]Scharfstein,1998,the dark side of internal capital market:evidence from diversification conglomerates,NBER Working Paper 6352
- [3]Williamson,1975,market and hierarchy :analysis and antitrust implications,collier Macmillan publishers,inc.
- [4]袁淳,换股合并、整体上市与管理层持股——TCL 换股合并案透视,会计师 2004 第 1 期。