

“少数股东权益”在平台企业集团化经营中的内在杠杆作用以及应关注的相关问题

摘 要

“少数股东权益”仅存在于合并报表，是功能较强的集团内在资本杠杆，早期在央企等大型企业集团中得到充分应用，近年来，在平台企业集团化经营的发展趋势之下，亦在平台企业中有所体现。

“少数股东权益”能撬动内在杠杆。增加少数股东权益，使得净资产规模迅速扩大，利用这块净资产的支撑又能进一步增加负债，进行滚动发展，从而达到扩规模的正面作用。但从其增长路径来看，若非标资金列席“少数股东权益”，可能导致公司实际债务被低估。

平台企业集团化的形成较多地依赖相关政府行政指令的股权划入或对外并购。部分平台企业在集团合并范围内有不少行政层级相当、持股比例不高或是受到特殊行业监管的子公司，使得母公司无法充分调配合并报表上的货币资金，尤其需关注集团层面集中负债而实际拥有的现金控制权较低的情况。

盈利方面，“少数股东损益”是合并口径净利润对归属于母公司所有者净利润的直接扣减，而集团内部股权配置不同有时掩盖公司实际盈利能力，如母公司在盈利能力较强的子公司里配置的股权份额较少、少数股东在集团实现净利润的过程中享有更多的增长份额等情况。需关注少数股东损益占比与少数股东权益占比、少数股东损益增速与净利润增速之间的差异化问题。

本文选取 5 家¹平台企业为样本，对上述问题作分析解释。

目录

一、摘要	1
二、正文	2
三、总结	6

作者

中诚信国际 政府公共评级部（武汉）
鄢 红 hyan@ccxi.com.cn
胡 娟 jhu@ccxi.com.cn

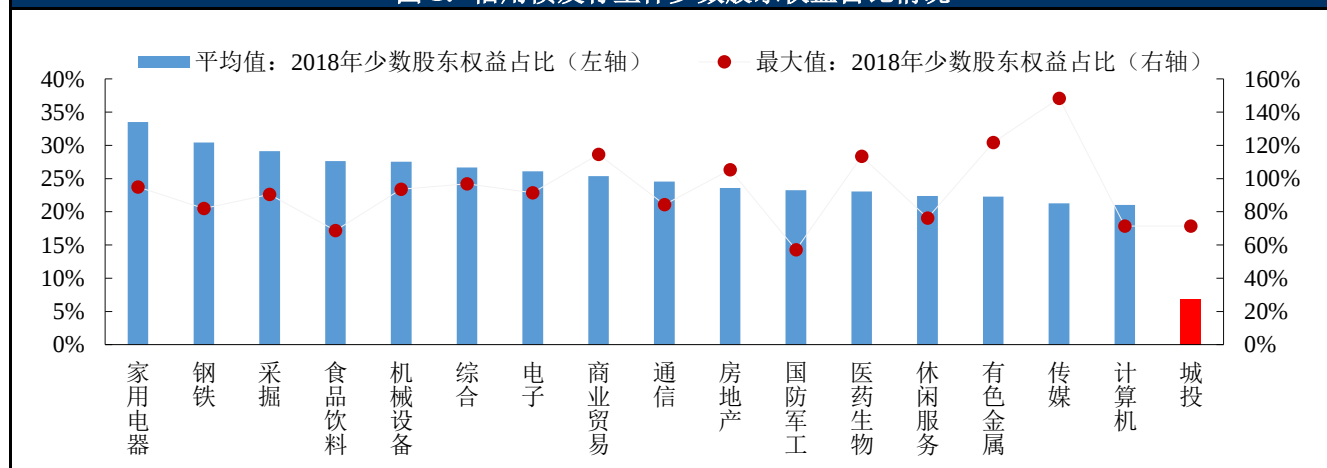
¹ 5 家企业分别为四川发展（控股）有限责任公司（以下简称“四川发展”）、重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“重庆渝富”）、湖北省宏泰国有资本投资运营集团有限公司（以下简称“湖北宏泰”）、湖南湘投控股集团有限公司（以下简称“湘投控股”）和河南投资集团有限公司（以下简称“河南投资”）。

“少数股东权益”仅在合并报表中体现，是功能较强的集团内在资本杠杆，早期在央企等大型企业集团中得到充分应用，近年在不少平台企业中也有体现

“少数股东权益”，仅在合并报表中体现，从合并报表的角度对母公司股东和少数股东进行区分。集团企业通过控股子公司进行集团化经营，将其持股比例大于 51% 或者拥有实际控制权的子公司进行并表，而子公司的其他股东由于对子公司不具有实际控制权，其所享有的权益在合并报表单独列示为“少数股东权益”，即“少数股东权益”体现了集团企业吸纳少数股东出资的份额所对应的权益。“少数股东权益”是一个功能较强的集团内在资本杠杆，在拥有子、孙多个层级的控股企业的集团中，归属于母公司股东权益会因为“内部抵消”和乘数递减效应而急剧缩减，少数股东权益可使归属于母公司股东权益撬动股权融资的能力得以成倍提升。

理论上少数股东权益占所有者权益合计的比重（以下简称“少数股东权益占比”）应较小，但在部分行业（如家用电器行业）和大型中央企业的合并报表中会出现少数股东权益占比较大的情况，例如截至 2018 年末，四川长虹电子控股集团有限公司少数股东权益占比达到 94.89%，中国化工集团有限公司少数股东权益占比达到 98.74%。整体上平台公司少数股东权益占比不大，77.55% 的平台企业少数股东权益占比小于 10%，仅有 1.08% 的平台公司其少数股东权益占比超过 50%，平台企业少数股东权益占比远低于其他行业主要是由于大多数地级市（非省会）和区县级平台公司仍以城市基础设施建设职能为主，承担的区域国有资本运营等职能较少，集团化经营水平较低所致。但伴随公司资产扩张和市场化转型的需要，平台公司集团化经营成为一种必然选择。本研究聚焦的 5 家省级平台，都在近几年对平台公司的集团化运营进行了探索和实践。截至 2018 年末，5 家企业的少数股东权益占比均超过 30%，其中河南投资少数股东权益占比最高为 46.55%；同时少数股东权益仍保持着较快速度的增长，2017 年和 2018 年，除重庆渝富外，其他 4 家企业的少数股东权益增速均高于所有者权益增速，其中湖北宏泰少数股东权益增长最快，2017 年和 2018 年分别增长 320.31% 和 78.28%。

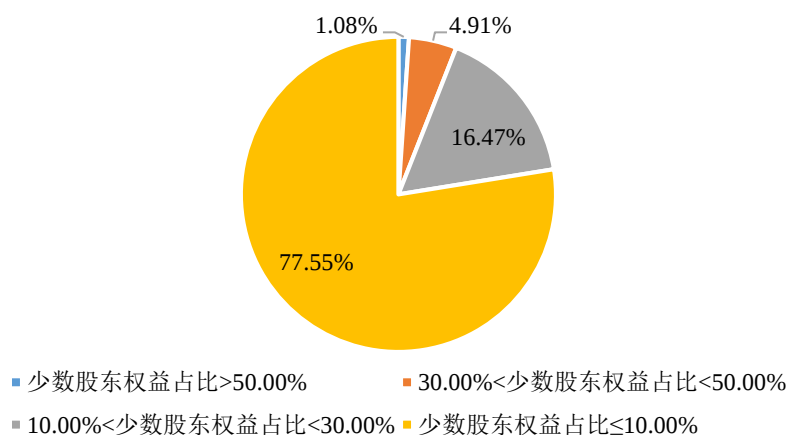
图 1：信用债发行主体少数股东权益占比情况



资料来源：WIND，中诚信国际整理

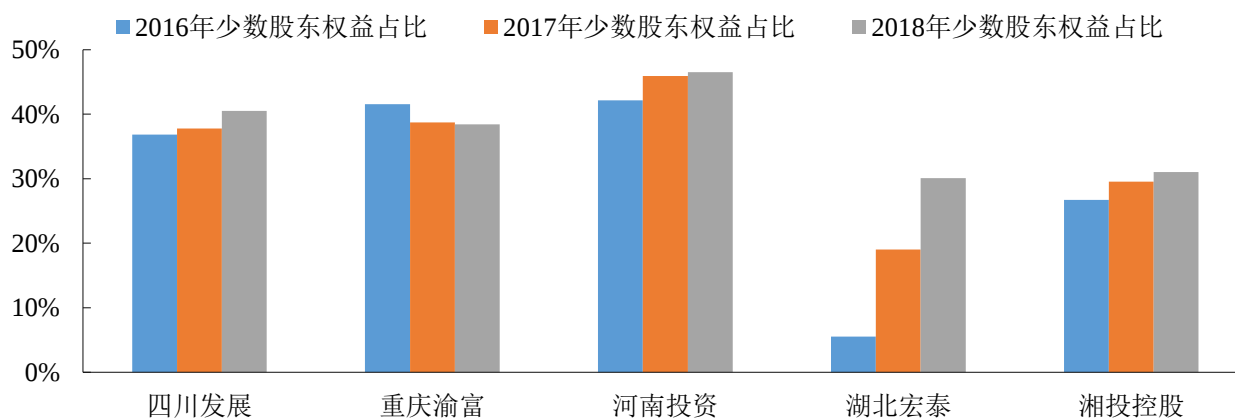
注：1、少数股东权益为 0 的发行主体未纳入统计分析；2、所选行业分类为申万行业一级行业；3、图中仅列示城投行业和少数股东占比平均值超过 20% 的行业。

图 2：2018 年末平台企业少数股东权益占比分布情况



资料来源：WIND，中诚信国际整理

图 3：5 家企业 2016~2018 年少数股东权益占比情况



资料来源：企业财务报告，中诚信国际整理

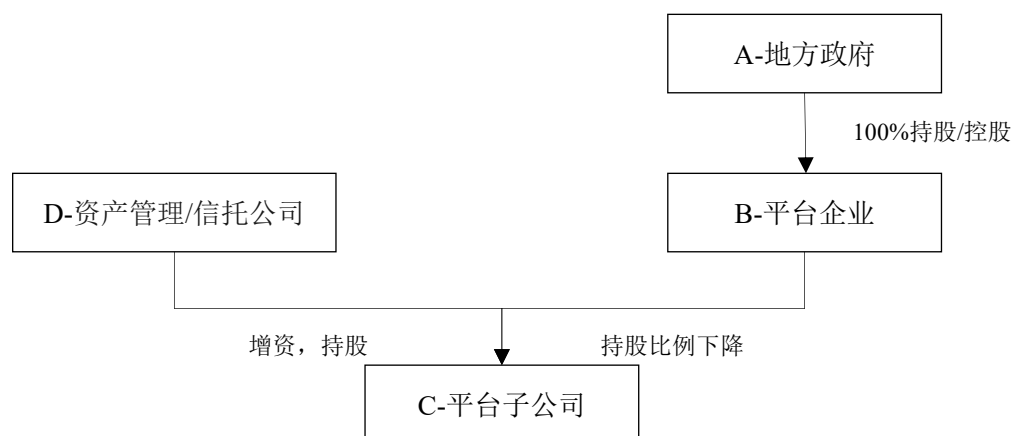
地方平台有规模化的需求，但受制于地方政府有限的增资能力，以及资产负债率绝对值等硬约束，不少平台企业通过吸收少数股东撬动内在杠杆；需关注非标资金列席“少数股东权益”，导致公司实际债务被低估的情况

或是基于股东增资能力有限、资产负债率绝对值约束¹等考虑，不少平台企业开始通过吸纳少数股东，增加少数股东权益，撬动内在杠杆，使得净资产规模迅速扩大，利用这块净资产的支撑又能进一步增加负债，进行滚动发展。少数股东权益快速增长路径主要包括：1、与其他投资者合资设立控股子公司。2、收购或划入其他企业，以子公司形式存在，子公司的其他股东则能直接增加合并报表的少数股东权益。若控股集团子公司能在证券市场上 IPO 或是进行再融资，也直接增加少数股东权益，而少数股东溢价投入的部分还计入子公司“资本公积”，而由控股股东享有的这部分溢价则在合并报表中直接体现为归属于母公司股东权益。3、合并报表中“所有者权益”总额不变，母公司适当减持控股子公司的股份。4、少数股东带回购条款的股权型融资，以“明股实债”的方式列席

¹ 2018 年 9 月国务院办公厅印发《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》，要求加强国有企业资产负债约束，以本行业上年度规模以上全部企业平均资产负债率为基准线，基准线加 5% 为本年度资产负债率预警线，基准线加 10% 为本年度资产负债率重点监管线；推动国有企业平均资产负债率到 2020 年末比 2017 年末降低 2 个百分点左右，之后国有企业资产负债率基本保持在同行业同规模企业的平均水平。

企业股东，此种情况下少数股东通常作为财务投资者的角色进入企业，并不参与企业的经营管理。对于平台企业来说，市场化的“明股实债”主要是信托等非标资金通过“明股实债”进入平台企业，其常见的交易模式为：D（资产管理/信托公司）认购 C（平台企业 B 全资子公司）的增资，计入注册资本，增资完成后，D 持有 C 一定比例的股权，B（平台企业由地方政府 A 控股）对 C 的持股比例相应下降，之后由 C 在固定期限内支付固定回报，最后由 C 或者 B 对 D 的股权进行回购。除此之外，控股子公司由国开基金或农发基金等政策性基金入股作为少数股东，并由政府部门或母公司提供回购承诺也是较为常见的安排。

图 4：非标资金通过“明股实债”进入平台企业

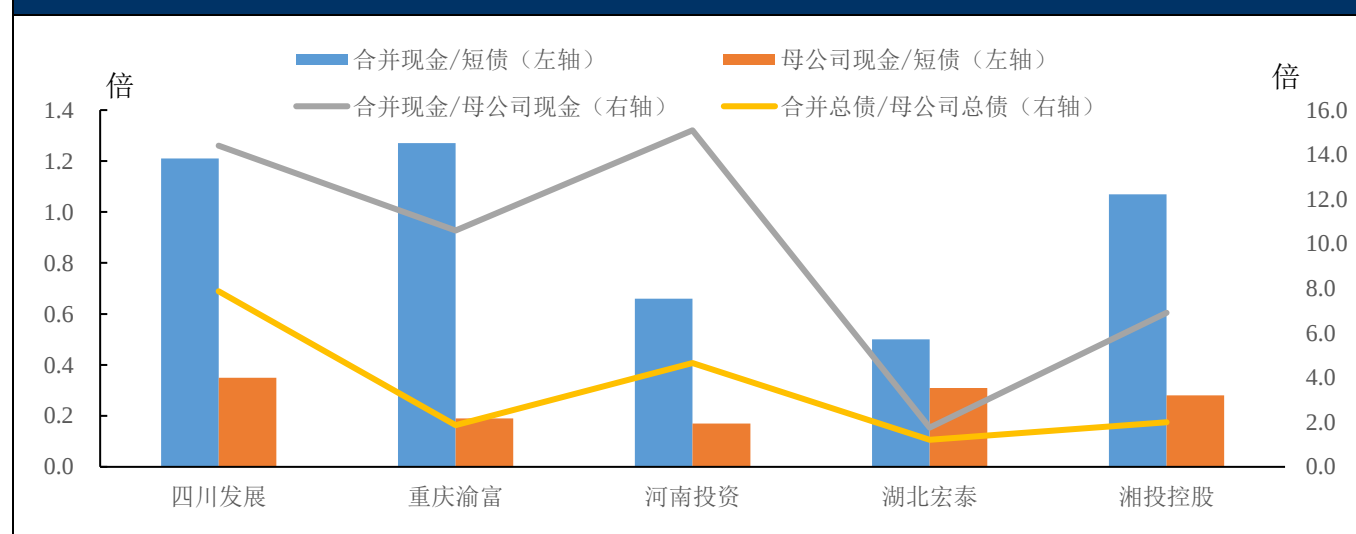


资料来源：中诚信国际整理

部分平台企业在集团合并范围内有不少行政层级相当、持股比例不高或是受到特殊行业监管的子公司，使得母公司无法充分调配合并报表上的货币资金，尤其需关注集团层面集中负债而实际拥有的现金控制权较低的情况；集团内部股权配置不同有时掩盖公司实际盈利能力，关注少数股东损益占比和少数股东权益占比的差异化问题

“少数股东权益”作为集团企业的一种内在杠杆，有较强的扩规模作用，与此同时也难免存在弊端。在做大做强国有企业的大背景下，各类地方平台企业也正在实现不同方式的整合，集团化经营也是平台企业壮大资产、市场化转型的必然选择。对于地方平台而言，集团化的形成较多的依靠相关地方政府行政指令的股权划入和外部并购，所以部分平台企业在集团层面的现金调配权和盈利能力实质上已偏离财务报表上体现的“形式”。以上述 5 家企业 2018 年末的数据为例，从货币资金对短期债务的覆盖程度来看，合并报表显示的覆盖倍数要明显高于母公司报表；对比合并报表与母公司报表之间货币资金以及总债务之间的差异，则发现货币资金在子公司的沉淀程度明显高于债务在母公司层面的集中程度，对于债务压力较重的企业，需重点关注母公司实际的现金调配权力。对于大型平台企业来说，合并范围内的子公司众多，其中不乏政府行政指令划入的子公司，其实际的决策管理权仍在政府相关部门，因此出现“管不着”的情形；而合并范围内子公司为上市公司或受到行业监管的金融机构，母公司往往持股比例不高，合并报表层面则形成规模较大的少数股东权益，在现行的监管制度之下，母公司对上述两类企业的现金调配权力无疑是受限的。集团较子公司而言往往有较高的信用等级和较畅通的融资渠道，因此在某些时候会导致集团集中负债，加重母公司的债务负担。以重庆渝富为例，2017~2018 年末，母公司报表总债务与合并报表总债务的比值均超过 1/2，而母公司报表上的货币资金却不足合并报表上的 1/10。

图 5：5 家企业货币资金及债务情况



资料来源：企业财务报告，中诚信国际整理

“少数股东损益”是合并口径净利润对归属于母公司所有者净利润的直接扣减。下表 5 家企业中，四川发展和湘投控股连续三年少数股东损益占比显著 > 少数股东权益占比，湖北宏泰近两年也表现明显，说明在盈利能力较强的子公司中，母公司配置的股权份额较少，或者表示母公司所持的股份较多地配置于盈利能力较差或者亏损的子公司。盈利增长率方面，近两年的四川发展和湖北宏泰亦表现出一种共性，即少数股东损益增长率 > 净利润增长率 > 归属于母公司所有者的净利润增长率，这说明少数股东在集团实现净利润的过程中享有更多的增长份额。少数股东损益占比和增长率的差异化表现虽然成因比较复杂，但在占比和增长率的相对值过高的情况下，公司实际的盈利能力往往被高估。

表 1：5 家企业部分财务数据（单位：亿元、%）

企业简称	四川发展			重庆渝富			河南投资			湖北宏泰			湘投控股		
科目/年份	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
少数股东权益	750	994	1190	337	366	316	188	215	227	7	29	51	45	48	50
少数股东权益占比	37	38	41	41	39	38	42	46	47	6	19	30	27	29	31
所有者权益合计	2035	2632	2935	831	947	822	445	469	488	123	150	169	167	164	161
少数股东损益	27	34	46	18	15	8	11	13	4	0.1	0.9	1	4	4	3
少数股东损益增速	6	26	35	-67	-19	-43	-34	17	-66	75	529	40	-13	14	-35
归属于母公司所有者的净利润	24	0.2	-16	12	20	18	16	4	13	4	3	1	2	1	-1
归属于母公司所有者的净利润增速	259	-99	-8020	-73	59	-8	-20	-75	223	819	-31	-55	-76	-59	-235
少数股东损益占比	48	99	153	59	43	31	40	76	25	3	25	50	71	87	144
净利润	51	34	30	30	34	26	27	17	17	4	4	2	5	5	2
净利润增速	59	-34	-13	-70	13	-23	-26	-39	3	702	-12	-32	-51	-7	-61

资料来源：企业财务报告，中诚信国际整理

总 结

“少数股东权益”仅在合并报表中体现，是功能较强的集团内在资本杠杆，早期在央企等大型企业集团中得到充分应用，近年来，在平台企业集团化经营的发展趋势之下，亦在平台企业中有所体现。地方平台有规模化的需求，但受制于地方政府有限的增资能力，以及资产负债率绝对值等硬约束，不少平台企业通过吸收少数股东撬动内在杠杆，增加少数股东权益，使得净资产规模迅速扩大，利用这块净资产的支撑又能进一步增加负债，进行滚动发展，从而达到扩规模的正面作用。但应关注的是，若非标资金列席“少数股东权益”，可能导致平台企业实际债务被低估。

平台企业集团化的形成较多地依赖相关政府行政指令的股权划入或对外并购。部分平台企业在集团合并范围内可能有不少行政层级相当、持股比例不高或是受到特殊行业监管的子公司，使得母公司实际的现金支配权被削弱，尤其需关注集团层面集中负债而现金控制权较低的情况；此外，“少数股东损益”是合并口径净利润对归属于母公司所有者净利润的直接扣减，现实中存在母公司在盈利能力较强的子公司里配置的股权份额较少、少数股东在集团实现净利润的过程中享有更多的增长份额的情形，上述情形掩盖了公司的实际盈利能力，需关注少数股东损益占比与少数股东权益占比、少数股东损益增速与净利润增速之间的差异化问题。

作者	部门	职称
鄢 红	政府公共评级部	分析师 项目经理
胡 娟	政府公共评级部	助理分析师