

华润系子公司贷款互换案分析

■ 王志伟 詹 鹏

2010年12月5日,华润集团旗下6家香港上市公司联合发布“持续关联交易—建议在华润集团成员公司间集团内部贷款方面提供更大灵活性”的通函,希望能通过系内公司,将多余现金向其其他兄弟公司进行期限不超过6个月的短期融资,并建议股东在特别股东大会上投票批准此项议案。此项议案一经提出便立刻在资本市场引起强烈反响,香港独立股评人David Webb表示,“上市公司系内贷款”做法奇差,上市公司应与同系公司保持财政独立,以免共同承担风险。而华润创业首席财务官黎汝雄则表示,华润系上市公司持有很多现金,系内风险相对较低,系内贷款既能帮助不同附属公司融资,又可免却从银行借贷之利息差,一举两得。究竟贷款互换有何利弊?本文拟对这一问题进行分析。

一、华润集团的概况

华润集团是国务院国资委监管的53家国有重点骨干企业之一,也是总部在

香港注册和运营的最大中央企业。在组织结构上,华润集团表现为M型多种战略经营部门的管理模式,有消费品、电力、地产、医药、水泥、燃气及金融服务七项核心业务,以及微电子、纺织、化工产品及其他业务。集团旗下共有18家一级利润中心,在香港拥有华润创业(00291.HK)、华润电力(00836.HK)、华润置地(01109.HK)、华润水泥(01313.HK)、华润燃气(01193.HK)、华润微电子(00597.HK)6家上市公司。

二、集团内部贷款协议的内容

华润集团的内部贷款协议是指集团内部公司之间在2011~2013年间开展的短期贷款安排。借款人仅可利用垫款作为短期营运资金,不可用作资本开支或长期融资,不能投资于独立第三方发行之债券或股份,且除传统的套期保值及掉期外,不会投资或买卖衍生工具。

(一) 贷款总协议的参与方

贷款总协议按照币种可以分为两个贷款协议,港元及美元贷款总协议和人民币贷款总协议。两个协议的内容略有差异,主要源于人民币资本项目交易存在管制。

1. 港元及美元贷款总协议的贷款人指华润集团上市公司及该公司的任何附属公司,为同意港元及美元贷款总协议条款之订约方(但不包括于中国注册成立的任何实体);港元及美元借款人指华润集团公司及华润集团上市及非上市公司以及其任何附属公司,获准以港元或美元借款,即为同意港元及美元贷款总协议条款之订约方(但不包括于中国注册成立的任何实体)。

2. 人民币贷款总协议的贷款人是华润集团上市公司于中国注册成立的任何附属公司,为同意人民币贷款总协议条款之订约方;人民币借款人系华润股份及华润集团上市或非上市公司于中国注册成立的任何附属公司,为同意人民币贷款总协议条款之订约方,但不包括

被审计单位的会计责任。但通过审计责任与会计责任的严格界定,可以让被审计单位更有动力通过聘请高水平、负责的会计师事务所和注册会计师进行审计,并通过审计发现会计错弊及时予以更正和处理,避免对外披露虚假会计信息,从而规避承担更大的会计责任风险。

对于证券监管部门而言,严格界定会计师事务所的审计责任与被审计单位的会计责任,也有助于监管部门对会计师事务所与被审计单位的公平处罚。

最后,界定公司高管与会计人员之间的会计责任。主要是界定会计人员是否受到公司高管的指示进行舞弊。除非

有确切证据证明公司财务舞弊只是会计人员个人所为,否则公司高管都必须承担主要责任。也就是说,公司高管对免除会计法律责任负有举证义务。

(作者单位:广西经济管理干部学院会计系)

责任编辑 雷 蕾

珠海市商业银行及华润信托。

(二) 利率安排

根据贷款总协议的条款,港元及美元贷款的利率主要分别参考香港银行同业拆息、伦敦银行同业拆息;人民币贷款的利率主要参考中国人民银行的相关贷款利率。利率须不低于下列三种条件下的最

高利率:①华润集团公司或境况相当的企业借款人于有关期间可就港元及美元贷款而向银行或金融机构获得的市场贷款利率;②华润股份或境况相当的企业借款人于有关期间可就人民币贷款而向银行或金融机构获得的市场贷款利率的95%(潜在折让);③贷款人可就任何贷款获得的市场存款利率。

(三) 贷款总协议确定的不同公司可贷出款项年度上限

在内部贷款协议的三年内的任意时间可贷出的最高总额上限须经各子公司按本公司临时性盈余现金资源评估,及根据贷款总协议随时准备承担的最高风险金额综合评估。表1为各子公司在三年内分别可以借出的资金上限。

(四) 作为内部贷款担保人的集团财务状况

华润集团内部贷款属于无抵押的担保贷款,所有提供给华润集团上市及非上市公司的垫款均由华润股份或华润集团公司提供不可撤回及无条件的担保。该两名担保人的财务状况无容置疑(见表2)。华润股份为中国债券发行人,独立评级机构联合资信评估有限公司对其主要长期信贷评级为AAA级。

(五) 表决结果

2010年12月,在华润集团公司及其所有关联方就集团内相互贷款提案放弃投票的前提下,6家上市公司的中小股东



进行了投票,最后结果为4:2,贷款总协议得以通过。

三、集团内部贷款协议利弊分析

华润集团此次通过子公司的相互贷款协议在内部形成了一个短期货币市场,甚至可以通过循环的贷款协议延展成为内部资本市场。

(一) 内部贷款协议的优势

1. 降低了融资成本。Coase认为外部资本市场上的信息不对称使得交易成本过高,企业的功能在于交易内部化从而降低交易成本。华润集团内部贷款互换协议最大的优点在于能降低集团内部资金使用成本,提高资金使用效率。集团内部子公司通过向其他兄弟公司进行不多于6个月的短期融资借款,可以获得比银行贷款及其他外部融资方式更低的价格。

2. 提高了资金使用效率。财务公司模式的资金往来往往要按照市场利率进行结算,而华润集团的内部贷款却能够节约资金成本,提高财务收益。

3. 优化企业资产结构。通过内部融资可以缓解集团子公司资产余缺并存的现象,避免了资产的闲置浪费。

4. 通过内部关联交易降低赋税。华润集团采用的是不相关多元化的经营模式,其多产业经营的好处是能够享受到国家在某段时期内对特定地区和特定

行业所制订的一系列税收优惠政策。因此,集团内部可以通过受政策照顾的低税率公司进行外部融资,再将融得资本通过内部关联交易转移给高税率的公司,从而降低了高税率公司的融资成本,降低了整个集团的赋税

负担。

(二) 内部贷款互换存在的弊端

1. 可能损害中小股东的利益。首先,本次内部贷款协议虽然经6家香港本地上市公司的中小股东投票表决通过,在法律上及公司治理层面考虑到了中小股东的利益,但这种贷款协议的内容过于宽泛,股东很难对交易的公允性进行更深入的分析。笔者认为在未来三年内集团内部的贷款事项应该逐笔由相关上市公司的股东表决通过,这样中小股东才可能在更大程度上确知内部贷款是否损害了股东权益。其次,投票结果来看,潜在的借入方的通过率较高,而潜在的借出方的通过率较低,如华润创业(赞成50.80%,反对49.2%)、华润电力、华润燃气均未能通过。这种表决结果也反映出现金盈余较多的公司股东的担心。最后,此次内部贷款分为人民币贷款和港币及美元贷款两部分,并且其中的人民币内部贷款涉及到华润集团在内地上市的公司华润三九、东阿阿胶、万科股份,为公允起见,集团也应该在内地上市公司内(至少在集团控股的华润三九)进行内部贷款协议的表决。

2. 激化同业竞争关系。在快速扩张的过程中,华润集团子公司的业务往往存在交叉,产生了一系列同业竞争问题。典型例子就是华润集团控股的华润置业在内地从事房地产开发活动,而华润集

表1 华润集团各子公司贷款互换上限金额 单位: 百万港币

	各年度贷款出借上限			综合现金与银行结余		总资产
	2011	2012	2013	金额	最高比率	
华润微电子	300.0	350.0	400.0	1,382.0	13.5%	7 468.5
华润燃气	300.0	400.0	500.0	2975.0	13.3%	11 340.7
华润水泥	400.0	500.0	600.0	3809.0	8.7%	27 519.8
华润置地	1 500.0	1 700.0	1 900.0	15 471.0	11.4%	108 718.8
华润电力	1 700.0	1 900.0	2 100.0	6 640.0	6.3%	131 863.9
华润创业	6 000.0	6 600.0	7 200.0	14 342.0	11.2%	82 903.0

资料来源: 根据各公司信息披露整理, 数据截止到2010年6月30日。

团作为第一大股东的万科股份的主营业务也恰恰是房地产开发, 这两家企业的业务存在明显的竞争关系, 所以此次的内部贷款协议有可能在一定程度上拉大控股和参股企业在资金获得上的差异, 进一步加剧同业竞争的矛盾。

3. 规避了国家宏观金融监管。央企作为国有资本的主力军不仅承担着重要的社会责任, 同时也应该在执行中央的各项宏观调控政策中起表率作用, 特别是在2010年中央对房地产行业的融资限制上。而此次内部贷款互换协议通过后, 华润置地完全可能从现金流量比较充沛的华润创业、华润电力等获得短期融资甚至可以通过可循环的短期贷款实现中长期资金占用的目的。华润的做法似乎与房地产宏观调控的方向背道而驰。

4. 加大了企业集团的财务风险。由于集团各子公司之间存在经营差异, 财务状况也不尽相同, 这就使子公司之间承担着不同的财务风险, 同时也加大了整个集团的财务风险。如果借款子公司因经营状况恶化不能及时还本付息, 华润集

团作为担保公司就不得不承担起替子公司还款的义务, 这就会使集团盈利能力下降, 同时也会损害各股东的利益。

四、建议

1. 应加强子公司之间的“深度”合作, 避免集团内部同业竞争。国内房地产龙头企业万科股份与华润置地存在着同业竞争关系, 这就需要集团在内部协调好两家企业的关系。通过细化市场, 使两家房地产企业做到差异化经营, 各具特色, 以满足不同的消费需求。特别是要加强这两家企业的“深度”合作。所谓的“深度”合作更体现在管理模式上。万科股份不是华润的子公司, 相对于华润置地具有一定的独立性, 所以万科股份可以按照自己的管理制度执行并拥有项目经营管理的最终解释权。但华润集团作为其第一大股东可以向万科股份派驻管理人员, 对于双方的意见及分歧做到及时的协调与处理。同时两家房地产企业可以考虑联合开发资金需求量过大的项目, 而万科股份也可利用华润集团旗下融资平台进行融资。

2. 应加强独立董事的监督职能。本案中, 贷款企业很可能因有母公司的担保而做出高额贷款的决策, 继而可能会过度扩张导致资金链断裂及根本无力偿还贷款从而导致集团受损。此时独立董事的作用就很重要, 他们会从整个集团的利益考虑, 避免有资金盈余的子公司发生不良贷款, 做到趋利避害, 理性投资。同时集团内部也应该建立一套合理的约束激励机制, 以充分调动独立董事的积极性。

3. 应提高内部融资借款周转次数, 细化融资条款。通过提高借款的周转次数, 能够充分利用调配资金。集团应根据内部不同行业的经济周期做出相应调整, 制定相应的逆周期的管理策略, 以保证各企业拥有平稳的现金流, 提高整个集团的抗风险能力。同时也应细化内部融资条款, 对于不同期限的贷款做到利率差异化, 并且根据市场行情及时调整, 以适应经济发展需要。

4. 应成立资产管理公司。华润集团目前的资金管理模式较为松散, 这对企业是不利的。华润集团可以考虑成立相应的投资管理公司, 将集团内部各子公司的盈余资本集中起来, 既可以进行子公司之间的内部融资, 也可对外进行资本投资, 这样才能提高整个集团的资金使用效率和盈利能力。

(作者单位: 上海对外贸易学院金融学院)

责任编辑 陈利花

表2 担保人财务情况表 单位: 10亿港元

	华润集团		华润股份	
	2009	2008	2009	2008
总资产	396.1	296.4	362.2	274.8
现金及银行结余	54.9	27.0	52.2	26.2
资产净值	167.1	136.9	135.3	111.1
应占溢利净额	9.8	6.7	6.3	4.8
经营产生的现金流量	30.0	4.3	27.9	6.3

资料来源: 根据公司信息披露整理。