

# 资金集中与资本市场监管

■ 郭伟



资金集中管理是国际普遍采用的大型企业集团的资金管理模式,在我国也有着相当长的历史实践,但集团资金集中管理所涉及到的上市公司及资本市场的问题则是随着我国资本市场的发展而逐渐显现出来的。在实施资金集中管理的过程中,如何权衡集团(即大股东)的管理意图与资本市场监管理念和要求之间的关系,已成为目前资金集中管理急需解决的问题。

## 一、资金集中管理的利与弊

企业集团资金集中管理是指将整个集团的资金由集团总部统一管理和控制。实行资金集中管理的优势在于:一是有助于企业实现整体利益最大化的目标;二是有利于调整投资方向,集中实现企业集团战略;三是能有效降低企业融资成本,提高企业整体信用。关于内部资本市场的理论研究认为,在新兴市场经济国家,内部资本市场可以提升企业集团内公司的绩效,对不完善的外部资本市场实现有效替代;但内部资本市场的存在也严重影响了公司治理水平。在缺少投资者保护的国家,由于外部资本市场信息不通畅、监管不到位,控股股东更容易利用金字塔股权结构进行利益输送,侵占中小股东利益。这种利益侵占多是通过企业集团内部资本市场进行公司资金和资产的转移,使内部资本市场功能异化,严重影响了企业集团的公司治理水平。同时,资金集中容易使集团内部单个成员企业的经营

与财务风险扩散至整个企业集团,导致整个集团陷入危机,使企业法人制度的天然风险屏障荡然无存,使集团成员间经济波动的传导成为可能。

## 二、企业集团有效实施资金集中管理的方式——财务公司

由多个法人实体组成的集团公司与单一企业内部的资金管理在方式和手段上有着明显的不同,集团公司必须依法尊重内部成员企业的独立性,作为独立法人实体的成员企业拥有自己独立的经济利益和法人地位,成员企业有权力和义务以自身利益最大化为目标进行自主经营,自负盈亏。这就要求企业集团在实施资金集中,实现管理协同,增加集团整体利益时,必须通过市场而不是行政的手段,并且不能损害成员企业的利益。企业集团实施资金集中管理实际上是一个法人和多个法人之间的利益协调问题。企业集团通过资金集中实现管理协同的关键是使单个法人和多个法人的财务目标一致,使各成员企业的理财行为在企业集团整体价值最大化的前提下谋求自身利益最大化。可见,多法人主体下的企业集团实施资金集中管理的具体途径与一般大企业的内部管理协同不同,需要企业集团运用市场手段协调内部资源或通过市场手段完成行政意志,而不是像单一大企业一样简单地运用行政手段。

正确,下发之后必须建立顺畅的沟通渠道,适时统一解答有关预算口径方面的问题。

### 常见错误之六: 预算中原则不明确

如果在下发预算指导手册和模板时没有明确编制原则,易导致业务部门高报费用和低报利润。因此,财务部门在下发预算模板和预算手册前应明确预算编制原则,并取得公司领导层的认可。比如规定当年预算原则是销售收入利润率和人均利润不得低于上年同期水平,如果不满足此原则,财务部门拒收预算。这样就能杜绝业务部门编制预算时高报人员、费用而低

报利润的情况。

### 常见错误之七: 不能兼顾预算灵活性与严肃性

预算如果不能灵活调整,就可能因为偏离实际太远而失去其自身的指导性,但如果一有情况就调整,又可能导致其失去固有的严肃性,最终导致预算的失败。因此,在预算编制时必须明确哪些条件下可以调整预算,这样既能保持适度的灵活性,又维护了预算的严肃性。■

(作者系西北中石油国际事业有限公司总会计师)

责任编辑 刘莹

财务公司是企业集团实行资金集中管理的重要方式。财务公司在形式上是作为集团公司的子公司设立的,由大型企业集团各成员企业共同投资参股。以财务公司为平台实施的集团公司资金集中,是将集团成员企业的资金集中到财务公司账户内,而不是集团公司的账户内。作为非银行金融机构的财务公司与集团内各成员企业发生存、贷、结算等业务,集团公司通过控制财务公司实现资金集中的目的和作用。以财务公司为平台,通过市场手段实施的资金集中管理实现了集团公司内部的管理协同,目前已逐步成为我国各大集团实现资金集中管理的主要方式。

### 三、正确处理资金集中与资本市场监管之间的矛盾

我国目前市场经济正处于转轨时期,外部资本市场约束显著,企业集团构建内部资本市场的动力较强,集团在实施资金集中管理时要注意与资本市场的监管和要求达成均衡,特别要处理好以下几方面的矛盾:

#### 1. 资金集中与大股东占用资金

如果企业集团内的成员企业有上市公司,并且实施资金集中管理的范围包括上市公司,那么上市公司的资金将会归集到集团公司统一管控。严格意义上讲,这种情况应属我国资本市场较为敏感的大股东占用问题。

目前我国资本市场很多上市公司都由国企改制而来,体制转轨不彻底,仍是国有企业的子公司或集团公司的下属单位,而不是市场投资者所共有,加之上市公司股权结构存在的“一股独大”现象,导致大股东占用上市公司资金的问题较为突出。近期证监会加大了对大股东违法占用、挪用上市公司资金行为的查处力度,对广大股东占用的资金进行了清理,目的就是要保障上市公司和广大投资者的合法权益。

同时我们也应注意到,在国资委的要求和推动下,各中央企业集团都在实施或准备实施资金集中管理,这使得央企集团下的上市公司在资金集中管理中的地位较为尴尬。因此,处理好二者之间的关系并找到平衡的支点变得极为重要。

#### 2. 资金集中在资本市场监管下的合法路径选择

企业集团如不进入资本市场的监管视野,那么在实施资金集中过程中,更容易与成员企业中小股东达成一致意见。但在资本市场中,还涉及资本市场监管和中小股东利益的保护,因此资金集中带来的大股东利益与中小股东利益之间的均衡需通过法律程序来完成。

随着证监会对大股东资金占用监管力度的逐步加大,在资本市场规范化运作中,大股东与上市公司间的资金往来形式也不断变化,不论是采用直接调拨上市公司资金的方法,还是通过集团结算中心归集上市公司资金的方法,均与证券监管的相关规定相悖。而以财务公司为平台的资金集中管理方式与前述

方式有明显不同,集团公司已不在资金集中管理的前台。财务公司是独立的法人主体,上市公司将资金归集到财务公司,是上市公司与财务公司之间的关联交易,只要符合关联交易的相关规定,上市公司就可以将资金归集到财务公司。通过集团内的财务公司实行资金集中管理已成为中央企业集团与其集团内上市公司之间资金往来的重要方式。

企业集团通过财务公司实施资金集中管理是将资金集中管理转化为市场化的关联交易行为,是一种在现有法律框架下寻求的合法路径和较好的妥协方案。企业集团通过其控制的财务公司实行资金集中管理以达到利益均衡的法定程序可概括为:集团公司以其控制的财务公司作为资金集中管理的平台,以财务公司与集团内上市公司发生资金上的关联交易为形式,以实施上市公司的董事会或股东大会批准关联交易的法律程序将其合法化,以独立董事和非关联董事认可对上市公司有益而无风险以及中小股东或独立股东的同意来保证关联交易的公允和透明,根据各公司的不同情况,通过法律程序,完成监管部门与集团公司(大股东)的博弈。

#### 3. 中小股东利益诉求

集团公司作为大股东实施资金集中,是从大股东的战略和利益出发的,但按照内部资本市场理论,这同时也产生了侵占上市公司和中小股东利益的可能性。中海油的案例就反映了中小股东对资金集中的部分诉求。

2004年4月27日中海油股东特别大会以92.3%支持票通过,同意中海油公司把资金存放于同系的中海石油财务有限责任公司。然而,2007年3月31日中海油举行特别股东大会,建议将一笔约37亿元人民币的资金存放于大股东中海油集团旗下中海石油财务有限责任公司,而未来三年中海油与该公司进行交易时,毋须独立股东批准。本次参与投票的股份总额达66亿股,其中48%赞成本次决议案,52%表示反对。同年4月2日,中海油宣布,公司就中海石油财务有限责任公司提供存款服务的有关决议案未获独立股东通过。以香港交易所董事兼网上评论员David Webb为代表的独立股东认为,较之于关联公司,中海油更应将资金存放于独立的金融机构。

随着中小股东利益保护意识的增强,在资金集中市场化方式的推进中,其利益保护的诉求将会越来越多地通过正常程序体现出来,大股东的意愿与中小股东利益之间的博弈将成为资金集中管理的关键环节,大股东或集团公司对中小股东利益的不重视也将在中小股东利益诉求中得到改进。但只有企业集团内部构造了一元法人治理结构,实现了集团公司整体上市,集团公司或大股东资金集中与中小股东利益保护才有可能实现真正的均衡。

(作者系中电广通股份有限公司财务总监)

责任编辑 雷蕾