

# 纾困基金运作中的 财务风险及应对策略

——以 H 公司纾困民企为例

朱锡峰 刘波 丁方飞

**摘要：**本文分析了纾困基金运作中存在的权力寻租、企业价值误判、纾困协议设计不当、后期监管不力等财务风险，并以某省属国资平台 H 公司纾困民营企业为例，介绍分析其采取的设置相关的投资管理内部机构、事前审慎选择纾困标的、事中精心设计纾困协议的附加条件、事后加强对纾困标的的监督管理等风险防范措施，取得了化解股权质押风险、保证纾困基金保值增值的成效。

**关键词：**纾困基金；保值增值；风险；应对措施

**中图分类号：**F275 **文献标志码：**A **文章编号：**1003-286X(2020)15-0031-03

根据 Wind 数据统计，截至 2018 年 11 月底，我国一年以内进行过股权质押的上市公司为 2 008 家，其中 1 637 家为民营上市公司，由此可见大部分民营股东将持有的上市公司股份进行质押融资。2018 年 6 月以来，随着资本市场低迷、资金政策面趋紧，股权质押融资陆续出现平仓风险，债务违约事件频发。为此，央行、证监会、银保监会等高度重视，接连出台政策，维护资本市场稳定。各级政府也纷纷成立纾困基金，采取股权或债权等方式为民营上市公司的控股股东提供流动性支持。但随着股价持续下跌，一些国资平台买入的民营上市公司股票出现浮亏，这说明纾困基金运作中存在较大的财务风险。

笔者拟以某省属国资平台 H 公司纾困民营企业为例，对纾困基金运作中的财务风险进行分析，并介绍其纾困基金运作中采取的财务风险防范措施。

## 一、纾困基金运作中的财务风险

### (一) 权力寻租风险

国资平台选择纾困标的是一种市场行为，但随着股价持续下跌，大部分民营控股股东股权质押出现平仓风险，千亿级的纾困基金相对于万亿级的股权质押融资仍是杯水车薪，国资平台在选择纾困标的时就可能存在权力寻租的空间。一是国资平台的决策者或其他权力人直接或间接操纵确定纾困标的，使纾困标的选择机制流于形式；二

是因利益驱动、内部缺乏监督，国资平台的经办人员在尽职调查、设计纾困方案、揭示风险等方面违背事实真相，导致决策者做出错误判断。

### (二) 纾困标的的企业价值误判的选择风险

国资平台在选择纾困标的的时，由于对纾困标的的控股的上市公司（以下简称上市公司）所处的外部环境和公司自身存在的问题调查不全面，会造成参与纾困后出现风险，致使纾困资金“缩水”。比如，产业相关政策、准入门槛、核心技术、替代品等变化会给上市公司带来的一定的影响；纾困标的的过度自信导致发展战略冒进，快速扩张或跨行业并购造成上市公司资金短缺；上市公司

**作者简介：**朱锡峰，湖南省财信产业基金管理有限公司首席财务官；  
刘波，湖南省财政厅会计管理中心副主任；  
丁方飞，湖南大学工商管理学院教授。

治理结构不完善、内部控制失效,导致会计信息失真;研发投入不足,导致产品竞争力下降等。这些风险如果在尽职调查时没有充分揭示、全面评估,会给后期纾困基金运作埋下隐患。

### (三) 纾困协议设计不当的操作风险

纾困的宗旨是解决纾困标的或上市公司流动性不足的难题,但如果国资平台的纾困协议设计不当,会存在“纾困”变成“被困”的可能。体现在:一是纾困协议中未限定纾困资金用途,致使纾困资金被挪用,纾困标的没有完全解决资金不足的难题,很难保证上市公司后期规范运作;二是在纾困协议中未明确约定向上市公司委派董事、管理人员、监管员的条款,导致后期不能参与上市公司的决策、治理和监督;三是在纾困协议中未对纾困标的持有上市公司的股票进行限制,造成纾困标的在纾困期间减持上市公司股票甚至转让控制权;四是在纾困协议中纾困标的未对纾困资金的保值和增值提供保证条款,随着纾困标的持股比例下降,因追求短期利益,导致上市公司管理团队、技术人才流失,经营业绩下滑,股价下跌。

### (四) 对纾困标的监管不力的经营风险

国资平台作为特定主体纾困民营企业,从纾困资金到位之日起,其保值增值的压力已经完全转移到上市公司,上市公司经营风险就是纾困资金面临的风险。若国资平台没有委派董事参与上市公司决策,也没有委派监管员参与上市公司的日常生产经营和监督,或者虽然委派人员但工作不到位,很可能出现如下问题:一是纾困标的因投资失败或经营亏损产生大量资金需求,迫于外部压力,违规占用上市公司资金,违规为纾困标的提供担保、抵押和质押等;二是纾困标的因股权质押降低了其对上市公司进行利益侵占、获取控制

权利的成本,增强了其利用关联交易等方式侵占上市公司利益的动机;三是纾困标的利用信息不对称,过度盈余管理提升业绩。

## 二、H公司纾困基金运作中的应对策略

某省属国资平台H公司(以下简称H公司)在纾困基金运作中采取了较为有效的财务风险防控措施并取得了一定的成效。笔者拟基于上述风险分析,对其风险防范对策进行介绍。

### (一) 设置相关的投资管理内部机构

为保证纾困基金规范运作,防范外部和主观因素干扰标的企业选择,H公司成立了投资管理部、投资项目内核委员会(以下简称内核会)、投资决策委员会(以下简称投决会),确保执行权与决策权分开。投资管理部负责寻找纾困标的、开展尽职调查、拟定纾困方案、组织商务谈判等工作。内核会是甄选标的企业的第一道防火墙,由H公司高管层和风控合规部负责人组成,财务部、投后管理部、运营管理部、审计部负责人列席会议。内核会负责提交投决会前对拟纾困项目尽职调查报告、纾困方案等的审查,提出补充资料清单,决定聘请中介机构等,并做出是否将项目提交投决会的决定。投决会是董事会下设的管理纾困基金运作的最高决策机构,对选择纾困标的、纾困方案及退出事宜等进行决策。投决会由7名成员组成,成员由董事会任命。投决会作出的决议须经2/3以上参会委员同意,主任委员对表决事项具有一票否决权。

### (二) 事前审慎选择纾困标的

为加强上市公司的价值判断,H公司选择纾困标的时实行两轮淘汰制。第一轮通过巨潮网、Wind网等公开资料对上市公司进行初步筛选。关注重点包括:一是纾困对象、资金额度及纾困方案;二是控股股东股权质押融资

的用途,即参与定向增发、对外投资还是补充流动资金等;三是上市公司商业模式、产业政策、核心竞争力等;四是上市公司治理结构、关键管理及技术团队、内部控制等;五是上市公司近5年来的关键财务指标。H公司投资管理部将上述情况形成纾困标的意向书,经内核会初步淘汰后,对有纾困价值的标的进行尽职调查。

第二轮经H公司与拟纾困标的签订保密协议后,组成尽职调查组对纾困标的的全方位调查,旨在摸清纾困标的现状及潜在风险,以便投决会决策和后期商务谈判。尽职调查组由财务、法律、行业、投资等专业人士组成。尽职调查组通过核实标的企业提供的报表、经济技术指标等资料,对董监高、核心人员、研发人员、销售和财务人员等进行访谈,听取行业专家、监管机构、主审会计师、法律顾问、核心客户及供应商的评价,摸清标的企业的运作模式、核心竞争力、行业地位、核心资产、盈利能力、潜在风险。如针对资产的真实性的真实性,核实是否存在过度盈余管理导致的资产不实,存货和应收账款是否高于行业水平,是否存在资产减值计提不足等问题。

### (三) 事中精心设计纾困协议的附加条件

鉴于纾困基金有别于普通股权或一般债权,为最大程度地降低操作风险并为后期监管创造条件,H公司在签订纾困协议时提出附加条件:一是限定纾困资金用途,如归还质押借款、归还大股东占用资金、补充流动资金等;二是在协议中明确H公司在上市公司董事会席位且拥有一票否决权、委派高管或监管员参与管理等;三是纾困标的承诺在纾困期间保证上市公司团队稳定,专注主业经营,并承诺自股权转让日起3年内不减持股票,保证上市公司控制权不丧失;四是确保纾困基金

保值增值方面的约定,协议明确上市公司未来3年的业绩承诺,若在业绩承诺期内任何年度的净利润未达到承诺金额,且H公司的投资年化收益率低于9%时,纾困标的对出售股份不足收益率9%的部分给予现金补偿,若投资年化收益率超过15%则双方对年化收益率超过15%的收益部分五五分成;五是H公司向纾困标的承诺不谋求上市公司的控制权,也不协助第三方谋求其控制权,在受让上市公司股份后,H公司不会将股票全部或部分通过大宗交易、协议转让或质押给与其主业有竞争性业务的第三方。

#### (四) 事后加强对纾困标的监督管理

加强对上市公司监督管理是确保纾困资金保值增值的重要环节。为保证上市公司规范运作和经营成果的真实性,H公司向上市公司委派高管担任董事参与重大决策,委派监管员参与日常生产经营。为加强监督管理和防范风险,H公司成立了专门的监督管理领导小组和投后管理部,统筹监督管理工作及纾困项目退出。领导小组是监督管理的领导机构,主要职责包括决定选派的监管员;审批监督管理方案;召开监督管理工作会议;对出现风险的公司采取应急措施并上报董事会。投后管理部是监督管理的日常管理机构,主要职责包括选派和管理监管员;参与尽职调查和商务谈判等前期工作;拟定监管方案;负责日常事项审批和重大事项报告等工作。

H公司对上市公司的监督管理遵循“不干预生产经营、日常事项审核和事后检查、重大事项报告”的原则。重大决策通过委派董事参加董事会决定。监管员通过列席董事会和监事会,参加经营层及专题会议了解生产经营情况,负责日常事项审核,通过经常与高管、审计师、监管部门沟通了解存在的风险。日常工作要点包括:一是对上市

公司的大额资金支付实行监管员和财务负责人联签,主要包括:对供应商、施工方超过一定额度的付款,员工的大额奖金,归还借款,对外股权投资和购买资产等支出,非经营性资金往来及个人大额借支等;二是为保证上市公司规范运作,对有些事项需预先经监管员审核批准,主要包括但不限于以下方面:股权及固定资产投资,购买股票、债券、基金等,对外担保、抵押、质押,对外捐赠及赞助,资产处置、不良资产核销,对外融资,签署重大经济合同等;三是为保证上市公司关联交易的公平和公正,防范实际控制人通过关联交易转移利润,上市公司与其关联方发生业务(包括买卖资产,转让研究或开发项目,买卖原材料、燃料、动力,买卖产品,提供劳务,出租资产,签订管理方面合同等)时,监管员要对关联交易的公平性、交易价格的公允性进行审查,并关注一段时间内是否出现重大波动;四是监管员要保持职业敏感性,当监管对象出现重大风险征兆时,如违规关联交易,重大诉讼,产生重大债务、未清偿到期债务或重大债权到期未收回,可能依法承担重大违约或大额赔偿责任,主要资产被查封、扣押、冻结或被抵押、质押等,应及时上报投后管理部,以便采取应急措施。

### 三、H公司取得的成效

#### (一) 化解了股权质押风险

自2018年11月起,H公司先后对辖区内15家上市公司的控股股东提供纾困资金超过53亿元。其中:8家上市公司的控股股东向H公司协议转让部分股权,2家上市公司的控股股东将持有上市公司的股票提供质押向H公司借款,另外5家公司通过股权加债权的模式获得纾困资金化解股权质押风险。截至目前,上述15家上市公司没有出现“爆雷”、控股股东失去控制权、经营

业绩大幅度下滑等现象,也没有一家上市公司出现因违规运作受到监管部门处罚。H公司的纾困做为充分保障了辖区内上市公司的稳定和发展。

#### (二) 确保了纾困基金的保值增值

至2020年2月28日,H公司持有13家纾困标的涉及上市公司的股票平均浮盈为43%,最高浮盈超过230%,最低浮盈也达到15%。纾困期间,5家上市公司进行了股票分红,7家上市公司进行现金分红,收到分红款2300余万元。从2019年5月开始,H公司陆续卖出了2家上市公司的部分股票,卖出股票的平均年化收益率为61%。采用债权模式提供纾困资金的年化收益率为9%~11%,所提供质押的股票平均浮盈为39%,确保了纾困债权的安全。■

责任编辑 李卓

### 主要参考文献

- [1] 谢志华. 两权分离的委托受托审计责任:内容和形式[J]. 财务与会计, 2015, (11): 69-72.
- [2] 毕晓方, 张俊民, 李海英. 产业政策、管理者过度自信与企业流动性风险[J]. 会计研究, 2015, (3): 57-63.
- [3] 胡凯, 漆圣桥. 股权质押融资的优势、缺陷与改进[J]. 财务与会计, 2019, (24): 63-64.
- [4] 朱锡峰. 从商誉减值看上市公司并购风险防范[J]. 西部财会, 2018, (11): 38-40.
- [5] 方红星, 王宏. 企业风险管理[M]. 大连: 东北财经大学出版社, 2005: 99-103.
- [6] 尹华, 张颜颜. 机构投资者参与公司治理的博弈行为研究[J]. 财会通讯, 2016, (11): 52-54.