

# 明确责任 强化股市融资资金运用监管

张跃文 时间：2018-05-18 来源：中国证券报·中证网

股票市场融资是金融支持实体经济的重要方式。在经济转型和去杠杆的大背景下，债务性资金来源受限，上市公司更需要慎重制定股权融资计划，选准投资项目，用好用活融资资金，让股权募资发挥“四两拨千斤”的作用。近年来，我国上市公司数量迅速增加，股市融资规模同步增长，但由于资金运用监管制度有待完善，出现了较多的违背募资承诺，改变募资用途的现象。为此，笔者认为，有必要进一步明确监管责任，加强对股市融资资金运用的监管，切实增强股票市场为供给侧改革服务的能力。

部分企业不能审慎制定融资使用计划，导致融资资金用途变更。分析上市公司有关变更募集资金用途的公告，不难发现一些比较突出的问题。一是部分上市公司变更后的资金用途与原计划用途关联性较低，如某公司将原计划的洗碗机项目变更为工业机器人产业化项目；另一家零售企业的门店拓展项目变更为收购快递公司的项目。二是相当一部分上市公司将资金用途由投资转为补充流动资金，实际上取消了投资计划，与募资初衷完全背离。三是少数上市公司将资金用途变更为房地产等限制类投资项目，有不符合国家政策之嫌。企业利用自筹资金开展投资活动或者变更原有投资计划，属于企业自主决策范畴，客观上不应受到过多的外部约束。但作为上市公司则情况有所不同，

上市公司通过 IPO 或者股权再融资方式获得的资金，其最终出资人是股票市场的公众投资者。公众投资者天然地处于信息弱势和决策弱势，上市公司如果变更资金使用用途，相当于违背了最初融资时与公众投资者签订的契约。即使在契约中设置了某些例外条款或者进行了事后公告，也并不能改变这一问题的性质。

因此，上市公司变更资金使用用途，理论上应当获得全体出资人的许可。鉴于出资人的数量过多且较分散，现有监管规则将这一权限赋予了股东大会。而在一股独大普遍存在的形势下，上市公司变更募资用途的决定权又回到了控股股东手上。就此，问题的性质演变为控股股东决定小股东的资金使用，尽管在形式上都属于上市公司的资金。显然，如果不能对控股股东施加足够的外部约束，就不可避免地会出现控股股东为了谋求自身利益最大化，而利用小股东资金、甚至侵害小股东利益的问题。

为了促进上市公司更好地运用资金，需要对现有的上市公司变更募资用途的案例进行系统总结，分析上市公司的动机及其背后的原因。笔者发现，上市公司变更融资使用计划通常存在三类动机：其一，由于客观条件的改变，原定投资项目已经不具有可实施性，这类情况在募资时间较早的上市公司中比较常见，暴露出的问题是公司的项目筹划和运作能力不高；其二，由于市场融资条件的变化，上市公司出现流动资金紧张，被迫取消投资计划而将募集资金用于补充公司日常运

营所需流动资金；其三，募资使用计划仅为满足监管审核要求或者响应市场对热点题材的追捧，上市公司开始就无意或者没有能力全部落实。目前，需要重点对具有第三类动机的上市公司加强监管和问责。

证券监管机构例来重视对于企业在股票市场融资活动的审核和监管，但为什么会出现诸多资金用途变更的个案，笔者分析主要有以下几个方面原因。首先，对融资资金运用的监管职责不清。监管机构的关注重点在企业融资审核。在具体资金用途方面，如果资金运用于实体经济投资，则由实体经济主管部门负责把关，但随着近年来我国在投资管理体制方面持续减政放权，实际上中央和地方政府对于企业投资行为已经极少直接干预；如果资金运用于金融领域投资，现行的金融分业监管体制也很难对企业资金运用进行全面监管。其次，中介机构不够尽责。证券公司名义上承担股票市场融资资金使用的监督责任，但由于存在明显的利益冲突，而且证券公司并不具备全程监控资金使用的权限，导致其既不愿也不能对融资资金使用进行监管。再次，部分上市公司经营管理能力偏低。相当一部分上市公司变更融资资金用途是由于对项目选择不准或者项目运作能力低等原因造成的。最后，证券发行改革有待进一步推进。

去年以来，股票市场加强监管和打击市场乱象已经取得明显效果。目前，需要继续完善有关监管规则和建立长效监管机制，在监管上市公司资金用途方面，更需要加强事中和事后监管，强化问责机制，让

上市公司将募集资金真正用在“刀刃”上。

同时，明确股市融资资金运用监管责任。出于保护股票市场融资功能和投资者合法权益角度，应明确由证监会负责监管上市公司及其控股股东对股市融资资金的运用。在国务院金融稳定发展委员会的统一组织下，其他金融监管部门和经济主管部门要积极配合证监会加强资金监管，包括提供必要信息和直接对融资主体采取强制措施。

建立证监会主导、证券公司配合的资金监管体制。改革由证券公司承担主要责任的资金监管制度，强化证监会的主体责任，明确证券公司的具体工作职责。包括但不限于全程监督融资主体的资金运用，对融资主体的不当行为及时上报。此外，还须督促证券公司建立内部防火墙，妥善管控利益冲突，并制定上述机构无法尽责的处理办法，将股市融资资金运用监管落到实处。

督促上市公司及股东规范运用融资资金。建议设立上市公司资金运用审核委员会，切实加强对上市公司变更融资资金用途的审核和事后处理，督促上市公司及控股股东谨慎制定投资计划和使用融资资金。对于随意变更资金用途的新上市公司，应以欺诈上市论处；对于质押股票违规使用融资资金的上市公司股东，也要制定具体惩处办法。

深化股票发行制度改革。本着资金运用必须符合前期计划的原则，适当强化证券发行审核过程中对资金用途的方向性和原则性要求，简化对资金运用具体计划的要求，增加后期资金运用的灵活性。

综观世界各国的股票市场，基本上都走了边发展边规范的道路，中国股市也不例外。募集资金运用虽然仅是上市公司接受监管的诸多事项之一，但它综合反映了我国经济转型期的宏观经济特征、金融市场特征、国家治理体系特征和上市公司治理及管理特征。上述阶段性特征的存在，要求我们必须采用诸如前文所列的一些额外措施加强管理。但认为这样一对一地制定解决方案，就可能解决问题，则是对问题的简单化处理。显然，过于严格地限制上市公司运用募集资金，并不利于企业的自主经营。笔者认为，根本性的解决方法，仍然是坚持不懈地推动股市的市场化、法治化改革。在全体股东利益得到良好保护的前提下，不断完善上市公司治理结构，逐步扩大企业运营自主权，最终实现以信息披露为核心的监管改革目标，实现上市公司高水平运营与公众股东权益保护的良性互动。