

内部市场还是集权管理？ ——某国有集团企业资金集中管理案例研究

刘俊勇，李鹤尊

(中央财经大学 会计学院 / 中国管理会计研究与发展中心，北京 100081)

摘要：本文提出，资金集中管理更可能是一种集权式的管理手段，而非自发形成的内部资本市场的表现形式。本文构建模型分析了影响企业资金集中管理决策的机制，发现由于内部博弈的存在，集团企业中的子企业没有动机自发地进行资金集中管理。如果由集团利用集权的方法主导实施资金集中管理，那么合理的资金集中管理决策是权衡减少融资成本和增加管理成本的结果。资金集中管理通过更低的联合融资利率和更低的融资额减少融资成本，却会增加管理成本。本文的案例分析结果与以上判断吻合。同时案例分析还发现：资金集中管理可能会对企业带来额外的财务风险，资金集中管理可以和其他集权管控手段（如集中采购）形成互补。

关键词：资金集中管理；现金持有；管理成本

中图分类号：F234.3 **文献标志码：**A **文章编号：**2095-8838(2016) 04-0047-08

DOI:10.14115/j.cnki.10-1242/f.2016.04.005

一、引言

资金集中管理是指将整个集团资金的一部分集中到某一管理中心，并由其调度、管理和运用。一般来讲，资金集中管理的目的是提高资金使用效率，降低财务风险，从而增加企业价值。在以往研究中，企业内部资金配置的研究视角之一是内部资本市场。资金集中管理是否可以理解为内部资本市场的某种表现形式呢？理论上，市场应该是由供求双方自发形成的。如果资金集中管理是一种内部资本市场的表现形式，那么我们预期能够观察到集团企业的子企业自发形成或维持资金集中管理机制的情况。否则，我们就有必要寻找其他视角理解这种实践。鉴于此，本文

的研究问题是：资金集中管理更具有内部资本市场的属性，还是更具有集权化管理的属性？资金集中管理如何产生净收益？

在本文中，我们将企业资金集中管理看作是现金持有行为的表现形式之一，基于Keynes(1936)的理论将企业现金持有的动机划分为交易性动机和预防性动机，并认为这两种动机通过企业内部管理机制（如预算管理）影响资金集中管理决策。基于预算管理这一新视角，我们对资金集中管理决策进行理论分析，提出由于内部博弈的存在，集团企业中的子企业没有动机自发地进行资金集中管理。如果由集团主导实施资金集中管理，那么合理的资金集中管理决策是权衡节约融资成本和增加管理成本的结果，资

收稿日期：2015-12-31

基金项目：国家社会科学基金项目（11BGL027）

作者简介：刘俊勇（1970-），男，河南新乡人，教授，博士；

李鹤尊（1992-），男，北京人，中央财经大学会计学院博士生。

金集中管理通过更低的联合融资利率和更低的融资总额减少融资成本。简言之,资金集中管理是集团总部管理者权衡相关成本收益后的结果,更具有集权管理的属性,而缺乏内部市场的属性。

本文的研究方法是,在理论分析、内部档案和实地访谈的基础上讨论企业的资金管理实践,以假说的形式呈现推论。在理论分析之后,案例企业的档案分析和实地访谈结果与假说吻合,但在案例分析中我们额外发现:缺乏经验的企业在实施资金集中管理时,管理不善有可能会增加财务风险;资金集中管理可以和其他集权管理手段(如集中采购)形成互补。

本文的主要研究贡献在于:我们基于理论分析提出资金集中管理的实质更像是一种集权式管理手段,缺乏市场的属性,从而为这种实践在理论上找到了一种可能的定位;结合案例分析,上述判断进一步丰富了对内部资本市场和资金集中管理的理解,有助于解答有关中国企业内部资本市场存在性和有效性的疑问。此外,我们提供了一个新的分析视角——预算管理,这个视角贴近企业的管理实际,有助于加深对企业资金集中管理实务的理解。在实务上,本文指出,成功的资金集中管理需要企业集团管理者根据集团的整体利益主导实施,而不是由下属企业自发进行,并且需权衡其减少的融资成本和增加的管理成本。此外,以往研究讨论企业内部资金配置效率时,常通过投资效率这一视角(杨棉之等,2010;叶康涛和曾雪云,2011;王化成和曾雪云,2012;王峰娟和栗立钟,2013;陈胜蓝等,2014);而正如我们在案例中提到,资金集中管理的效率还可以体现在运营效率上,如降低财务费用、促进集中采购以形成规模经济。

本文之后部分安排如下:第二部分进行文献回顾并讨论理论基础;第三部分构建理论模型分析影响资金集中管理决策的机制,并以假说形式呈现推论;第四部分利用案例分析初步印证第三部分的推论;第五部分为研究结论。

二、文献回顾和理论基础

资金集中管理问题已在国内研究中得到讨论。张瑞君等(2006)通过调查问卷考察了资金集中管理的成功因素,包括制度推行力度、组织结构、人员素质、资金集中程度、软件平台管理以及银行关系管理。谢建宏(2009)讨论了资金集中管理的理论依据与实践效果。一个与“资金集中管理”相关的概念是“内部资本市场”,也是指某种企业内部配置资金的手段(王化成等,2011)。这两个概念的联系已在以往文献中得到一定体现,如张会丽和

陆正飞(2012年)的研究一并讨论了内部资本市场、现金持有,以及一个与资金集中有关的概念——母子公司现金分布。关于内部资本市场,国内文献中已有案例表明内部资本市场降低了融资成本和财务风险,有助于提升企业价值(王化成和曾雪云,2012),有经验研究表明内部资本市场具有效率(王峰娟和栗立钟,2013;陈胜蓝等,2014),但也有研究表明内部资本市场资源配置效率不高(杨棉之等,2010),或认为可能造成利益转移等代理问题(叶康涛和曾雪云,2011)。在国外研究中,研究者对于内部资本市场的效率同样存在不同观点。一方面,内部资本市场减少融资约束从而有助于提高企业价值(Billett和Mauer,2003);“赢者挑选(Winner-Picking)”会确保内部资金得到有效利用(Khanna和Tice,2001;Brown和McNeil,2008);总部的监督可能提高资金使用的效率(Gertner等,1994)。另一方面,多元化企业的内部资金增加了无效投资的可能(Ahn和Denis,2004);代理冲突降低了资金分配的效率(Scharfstein和Stein,2000;Wulf,2009)。

“资金集中管理”和“内部资本市场”的关系是什么?

“资金集中管理”是不是“内部资本市场”在实务中的某种表现形式?作为一种市场,内部资本市场应具有自发性,可以由供求双方在利益的驱动下形成或维持。如果资金集中管理是内部资本市场的一种表现形式,那么我们预期集团企业的子企业有动机自发地形成或维持资金集中管理,就像储户会自发地把现金委托银行管理一样。而如果我们发现,资金集中管理需要集团总部大量干预,否则子企业不会继续留在这个机制中,那么我们可以推断,资金集中管理并非主要靠市场的力量驱动,需要从新的视角来理解。

还有没有其他视角可供考察资金集中管理实践?在这个问题上,我们可以根据实务界的习惯,将“资金”简单理解为“货币资金”,即宽泛意义上的“现金”。这个问题可以转化为,“企业为什么要集中地持有现金”。为了回答这一问题,我们可以先讨论“企业为什么要持有现金”。Keynes(1936)将现金持有的动机分为交易性动机、预防性动机和投机性动机。而有学者(Whalen,1966)指出,预防性动机的定义应当有所拓展。我们认为,预防性动机可以将投机性动机包括在内,因为投机性动机是为了预防未来的投资机会(现金需求的另一种形式)而持有现金的动机。鉴于此,我们将持有现金的动机分为交易性动机和预防性动机来进行讨论。作为现金持有行为的一种,资金集中管理也有可能受到交易性动机和预防性动机的影响。我们可以合理推测,两种动机会通过企业的内部管理机制影响企业资金集中管理决策。预算是企业常用的内部管理机制

制，所以我们判断，交易性动机和预防性动机可以通过企业的预算管理制影响企业资金集中管理决策。一般地，企业预算包括经营预算、筹资预算和投资预算。我们认为，经营预算和投资预算受到企业商业模式的影响，而筹资预算相比之下更具有一般的规律性。筹资预算中，长期筹资预算和企业战略有很大关联，规律性较差，因此在本文中重点考察交易性动机和预防性动机通过短期筹资预算管理制对资金集中管理决策的影响。在第三部分中，我们将根据以上判断构建理论模型，并在第四部分案例分析中进一步考察模型的效力。

三、理论分析

为了便于分析，我们对资金集中管理做出一个简化的定义：资金集中管理是指将集团企业内的预算单位（子企业）的一部分现金余额交付集团管理。同时我们假设，资金集中管理的目标是在控制现金短缺风险的情况下，最小化企业债务融资的成本。在模型中，我们分析预防性现金持有动机和交易性现金持有动机导致的短期债务融资，并将资金集中管理看作一种集团内企业联合融资的行为。

在一个预算期开始前，管理者会预期在不借入新债务的情况下，预算期期末企业剩余的资金。然后管理者会确定预算期债务融资预算额，使得剩余的资金加上借入的资金后以很高的概率大于零，这样就保证了企业短期的现金流安全。当预算期债务融资预算额大于零时，意味着企业需要借入带息负债；当这个预算额小于零时，意味着企业可以减少存量负债，或借出现金、购买债券等生息资产。

如果每个子企业都可以用上述思路确定自己的债务融资预算额，当执行预算时，子企业有没有动机自发地集中资金，并将各子企业的债务融资预算额合并为一个总预算额，以企业集团的名义从外部融资呢？博弈论告诉我不太可能。因为尽管联合融资会使得集团获得利率上的折扣，对于集团总体有利，但折扣后的利率不太可能会比这些子企业中融资能力最强的企业单独融资利率更低，因此这个融资能力最强的子企业有动机退出联合融资。以此类推，融资能力第二强的子企业也会退出联合融资……最终剩下的只有融资能力最差的子企业。由此看来，集团企业中的子企业难以自发地形成资金集中管理。

如果集团管理者利用权力强制实施资金集中管理，合并各子企业的债务融资预算，以集团名义从外部融资，就有可能为集团整体带来效益：第一，集团融资仍然可以获得利率折扣；第二，集团管理者只需要保证集团整体的现金流安全，因此在考虑到风险分散的效应（Lewellen, 1971）后，集团可以压低合并后的债务融资预算，从而减

少债务融资总额。然而，集团在主导实施资金集中管理时，有可能需要投入额外的管理资源。

基于以上分析，我们推断资金集中管理不太可能以内部资本市场的方式实现，而需要企业集团的管理者主导实施。而且合理的资金集中管理决策需要权衡减少的融资成本和增加的管理成本。我们将使用博弈论模型和成本最小化模型呈现上述推理过程。

（一）内部市场模式下个体预算单位的资金集中管理决策

假设在一个拥有 I 个基层预算单位的集团企业中，某一个预算期初始时，预算单位 i 的管理者预测，在不再借入新负债的情况下（以下简称“融资前”），期末该预算单位的现金余额为随机变量 C_i ，其期望为 c_i ，方差为 σ_i ，服从正态分布。即认为：

$$C_i \sim N(c_i, \sigma_i) \quad (1)$$

从交易性动机和预防性动机来看， c_i 是企业满足当期交易性需求后的现金余额，而 σ_i 的存在则会激发企业的预防性动机，为了预防现金余额的不确定性，企业会考虑借入并持有现金。

在此我们假设，对于任意 $i \neq j$ ，

$$\text{cov}(C_i, C_j) = 0 \quad (2)$$

这一假设的含义是，不同基层预算单位融资前期末现金余额是相互独立的随机变量。

单位 i 的管理者希望通过借入数量为 B_i 的新负债，将期末现金余额小于 0 的概率控制在 α ，即：

$$\Pr(C_i + B_i < 0) = \alpha \quad (3)$$

所以，

$$B_i = u_\alpha \sigma_i - c_i \quad (4)$$

其中， u_α 为标准正态分布在显著性水平 α 时的上侧分位数。 $B_i < 0$ 时，表示单位 i 减少自身存量负债或从市场购买债券（债券可以从其他预算单位购买）的数量。

这时，如果单位 i 自行向银行借入数量为 B_i 的新负债（以下简称“独立融资”），利率为 r_i ，则这部分新负债产生的融资成本为：

$$f_i = (u_\alpha \sigma_i - c_i) r_i \quad (5)$$

当 $f_i < 0$ 时，其表示单位 i 通过减少自身存量负债或从市场购买债券而减少的融资成本。

然而，如果此时单位 i 与其他 $I-1$ 个单位联合，以集团公司的名义向银行借入新负债（以下简称“联合融资”），那么由单位 i 承担的新增负债产生的融资成本为：

$$F_i = (u_\alpha \sigma_i - c_i) R(\alpha, r, \sigma, \gamma) \quad (6)$$

其中 $R(\cdot)$ 表示 I 个单位向银行联合融资时的利率。 r 、 σ 、 γ 表示向量， $r = (r_1, r_2, r_3, \dots, r_I)$ ， $\sigma = (\sigma_1, \sigma_2, \sigma_3, \dots, \sigma_I)$ ，

$\gamma=(\gamma_1, \gamma_2, \gamma_3, \dots, \gamma_I)$ 。一般地, 对于任意 $i, 0 \leq \gamma_i \leq 1$ 。在此处, 对于任意 $i, \gamma_i=1$, 表示完全地联合融资。我们稍后讨论 γ_i 为其他值的情况。考虑到银行贷款定价的复杂性, 我们不对 $R(\cdot)$ 进行具体定义, 但假设其满足公式(7)、(8)和(9)的三个条件。 $F_i < 0$ 时, 其含义与之前 $f_i < 0$ 时的含义类似。

首先, 我们定义 R_a 为 I 个单位独立融资的加权平均利率, $R(\cdot)$ 满足:

$$R(\alpha, r, \sigma, \gamma) < R_a = \sum_{i=1}^I \gamma_i B_i r_i / \sum_{i=1}^I \gamma_i B_i \quad (7)$$

其含义是, 联合融资时, I 个单位形成了一个能够分散风险的客户组合, 并且通过使用集团名义获得了银行更强的议价能力, 从而较 I 个单位单独借款而言融资成本较低。

然后, 我们记集合 $\{r_1, r_2, r_3, \dots, r_I\}$ 的最小值(I 个单位借款利率的最低值)为 $\underline{r}$, 最大值(I 个单位借款利率的最高值)为 $\bar{r}$, $R(\cdot)$ 满足:

$$\underline{r} < R(\alpha, r, \sigma, \gamma) < \bar{r} \quad (8)$$

其含义是, 高利率负债与低利率负债混合无法产生更高利率或更低利率的负债。

最后, 我们假定对于任意实数 $k > 0$,

$$R(\alpha, r, \sigma, k\gamma) = R(\alpha, r, \sigma, \gamma) \quad (9)$$

其含义是, 联合融资时, 所有参与单位融资额度同比变化, 则利率不变。

从集团整体看, 利率差异使各个单位联合融资相比独立融资更能节省融资成本:

$$\sum_{i=1}^I F_i < \sum_{i=1}^I f_i \quad (10)$$

接下来, 我们讨论个体预算单位参与联合融资的动机。对于单位 i , 我们定义资金集中度 $0 \leq \gamma_i \leq 1$, 预算期初始, 单位 i 的管理者计划将 C_i 划分为 $\gamma_i C_i$ 和 $(1-\gamma_i)C_i$ 两部分, 分别进行数额为 $\gamma_i B_i$ 的联合融资以及数额为 $(1-\gamma_i)B_i$ 的独立融资, 从而保证预算期期末随机变量 $\gamma_i(C_i+B_i)$ 和 $(1-\gamma_i)(C_i+B_i)$ 小于0的概率均为 α 。那么新负债产生的融资成本为:

$$E_i = (u_\alpha \sigma_i - c_i) [\gamma_i R(\alpha, r, \sigma, \gamma) + (1-\gamma_i) r_i] \quad (11)$$

E_i 为单位 i 的目标函数, 在预算期初始, 各预算单位会选择各自 γ_i 的数值, 以使 E_i 最小化, 从而构成同步博弈。此处 $R(\cdot)$ 仍满足公式(7)和(8)的两个条件, 由于独立融资利率最低的单位的严格占优策略为选择0, 这会导致利率第二低的单位也选择0。以此类推, 这一同步博弈的纳什均衡为: $r_i = \bar{r}$, 则 $\gamma_i \in [0, 1]$; $r_i < \bar{r}$, 则 $\gamma_i = 0$ 。也就是说, 仅有独立融资时利率最高的单位会参与联合融资, 且

其参与联合融资的程度不会影响其承担的融资成本。

上述博弈模型的分析结果表明, 集团企业中, 各个子企业难以自发地形成资金集中管理, 如果考虑到资金集中管理所需的额外成本(如财务公司的管理成本), 情况更是如此。鉴于此, 我们提出如下假说:

H1: 集团企业中的子企业没有动机自发地进行资金集中管理。

这一假说的含义是, 如果将资金集中管理视作形成内部资本市场, 这个市场可能会因缺乏自发性而难以稳定存在。既然集团的子企业无法自发地实现资金集中管理, 而如果资金集中管理对于集团企业整体而言确实存在收益, 那么想要获得这种收益, 集团管理者就需强制集中子企业的资金。

(二) 集权管理模式下的资金集中管理决策

我们来考虑一个新的情况, 对于任何单位 i , 集团管理者将融资前期末现金余额按统一比例 γ 纳入自己的管理范围, 剩余的部分仍由各单位按原办法管理(即独立融资), I 个预算单位归集团管理的融资前现金余额加总后形成随机变量 $\gamma \sum_{i=1}^I C_i$, 满足:

$$\gamma \sum_{i=1}^I C_i \sim N \left(\gamma \sum_{i=1}^I c_i, \gamma \sqrt{\sum_{i=1}^I \sigma_i^2} \right) \quad (12)$$

集团以自身名义向银行借入负债数额为 B , 以满足:

$$\Pr \left(\gamma \sum_{i=1}^I C_i + B < 0 \right) = \alpha \quad (13)$$

预算单位 i 独立向银行借入负债数额为 B_i' , 以满足:

$$\Pr((1-\gamma)C_i + B_i' < 0) = \alpha \quad (14)$$

同理, 我们得到集团整体借入新负债的成本:

$$E(\gamma) = \left(u_\alpha \sqrt{\sum_{i=1}^I \sigma_i^2} - \sum_{i=1}^I c_i \right) [R + m(\gamma)] \gamma + (1-\gamma) \sum_{i=1}^I (u_\alpha \sigma_i - c_i) r_i \quad (15)$$

其中, $m(\gamma)$ 为集团每单位借款的平均管理成本。我们假设 $m(\gamma)$ 随 γ 的增加先下降后上升, 即存在 $0 < \gamma_0 < 1$, 当 $\gamma < \gamma_0$ 时, $m'(\gamma) < 0$; 当 $\gamma = \gamma_0$ 时, $m'(\gamma) = 0$; 当 $\gamma > \gamma_0$ 时, $m'(\gamma) > 0$ 。这一假设的含义是: 资金集中管理所带来的平均管理成本在某一最优规模前随资金集中度的增加而减少, 之后则随之增加。

为了便于分析, 我们将公式(15)变换为公式(16):

$$E(\gamma) = \left(u_\alpha \sqrt{\sum_{i=1}^I \sigma_i^2} - \sum_{i=1}^I c_i \right) [R + m(\gamma)] \gamma + \left(u_\alpha \sum_{i=1}^I \sigma_i - \sum_{i=1}^I c_i \right) R_a (1-\gamma) \quad (16)$$

其中 R 仍由 $R(\cdot)$ 决定。由公式(9)可知, R 不受 γ 的

影响，进一步整理得：

$$E(\gamma) = \left[\left(u_{\alpha} \sqrt{\sum_{i=1}^I \sigma_i^2} - \sum_{i=1}^I c_i \right) R - \left(u_{\alpha} \sum_{i=1}^I \sigma_i - \sum_{i=1}^I c_i \right) R_a \right] \gamma + \left(u_{\alpha} \sqrt{\sum_{i=1}^I \sigma_i^2} - \sum_{i=1}^I c_i \right) m(\gamma) \gamma + \left(u_{\alpha} \sum_{i=1}^I \sigma_i - \sum_{i=1}^I c_i \right) R_a \quad (17)$$

对 γ 求导得：

$$E'(\gamma) = \left[\left(u_{\alpha} \sqrt{\sum_{i=1}^I \sigma_i^2} - \sum_{i=1}^I c_i \right) R - \left(u_{\alpha} \sum_{i=1}^I \sigma_i - \sum_{i=1}^I c_i \right) R_a \right] + \left(u_{\alpha} \sqrt{\sum_{i=1}^I \sigma_i^2} - \sum_{i=1}^I c_i \right) [m'(\gamma) \gamma + m(\gamma)] \quad (18)$$

由公式(7)可得 $R < R_a$ ，又因为 $u_{\alpha}(\sqrt{\sum_{i=1}^I \sigma_i^2} < u_{\alpha} \sum_{i=1}^I \sigma_i)$ ，所以在公式(18)中，右式第一项 $\left[\left(u_{\alpha} \sqrt{\sum_{i=1}^I \sigma_i^2} - \sum_{i=1}^I c_i \right) R - \left(u_{\alpha} \sum_{i=1}^I \sigma_i - \sum_{i=1}^I c_i \right) R_a \right] < 0$ 。这表明，资金集中管理对融资成本的节约是由于以下两点：第一，联合融资的利率比独立融资的加权平均利率更低；第二，资金集中后的风险分散效应使控制风险所必要的融资额降低。右式第二项大于0，表明资金集中管理增加的管理成本会减少资金集中管理的净收益。因此，从理论模型来看，集团最终确定的统一资金集中度 γ ，本质上是在 $\gamma \in [0, 1]$ 时的总成本 $E(\gamma)$ 最小化解 γ^* 。

基于以上分析，我们提出如下假说：

H2a：当集团管理者主导资金集中管理时，其最优的决策是权衡节约的融资成本和增加的管理成本的结果。

H2b：资金集中管理通过更低的联合融资利率和更低的融资额减少融资成本。

四、案例分析

(一) 案例概述

C集团有限公司（简称C集团）成立于1984年，是国务院国有资产监督管理委员会直接监督管理的中央企业。经过多年的发展，C集团以水泥制造为核心，构建起产业制造、科技研发、成套装备、物流贸易等多个平台。接下来，我们将分两个阶段介绍C集团的资金管理实践。

1. 财务公司阶段（1994～2001年）

根据档案，集团曾有一次失败的资金集中管理尝试，1994年为了方便资金调度，集团建立了用以实施资金集中管理的财务公司。

由于集中了吸收的现金存款和对多个公司的债权，加之集团公司对其提供了担保，财务公司运营前期拥有较强的短期融资能力。然而，这种融资能力上的优势在一定程度上给财务公司的过度债务融资埋下了隐患。财务公司很难吸收到长期存款，还款压力十分突出，加上自身规模有

限，财务公司很难在合理保障流动性风险的情况下向C集团子公司提供长于一年的贷款。急需资金的企业往往综合实力较弱，财务公司并不愿意对这些企业贷款；有闲置资金的企业意识到财务公司的贷款对象偿债能力较弱，因此也并不愿意将自有资金存入财务公司。最终财务公司破产重组，这一事件给当时的C集团带来了巨额经济损失。

2. 资金预算阶段（2001年至今）

财务公司破产重组以来，C集团放弃了利用财务公司整合全集团资金的做法，从简易的资金计划开始，逐步实现了向规范的资金预算管理的转变。资金预算管理采用“分级管理，动态平衡”的管理机制，一级管一级，目的是通过预算管理的手段实现“集团资金的动态平衡”。C集团强调量化管理，资金预算管理以经营性现金净流量作为考核指标，并根据下属企业规模和效益的增长对带息负债增加额度进行控制。各成员企业各部门全面参与逐级上报，各级企业可以通过资金平衡会议的形式落实责任并对上月执行情况反馈检查。集团总部定期汇总，在月度资金工作会议上由各级企业一把手向资金工作领导小组分析汇报当月资金预算执行情况和下月资金预算，并批复下发执行。最终资金预算管理形成年度、半年度、季度、月度为主的中期预算，并逐步开展旬、日资金管理。

除此之外，C集团还在子公司层面实现了小规模的资金集中管理，其中资金集中规模最大的是C集团下属三级子公司N水泥集团。

(二) 分析与讨论

我们对C集团负责资金管理的主要人员进行了非结构化访谈。下文主要列举集团财务经理的观点，其他受访者的观点与该财务经理的观点基本一致。

1. 财务公司的失败原因分析

根据访谈，财务公司失败的重要原因是“其客户质量和管理水平不足以维持经营”，这一点在关于财务公司破产的材料中能够得到印证。如集团财务经理所说：“这个财务公司允许子企业自愿存款和借款，财务公司以略高于同类银行存款的利率吸收存款，再向需要资金的企业按统一利率发放贷款。可是好的子企业能在银行以较低利率借款，无需从财务公司借，所以财务公司贷款的发放对象主要是一些容易违约的、不好的企业。看到这样的风险，好的企业不大愿意把钱存在财务公司，而不好的企业自身没有太多资金可供存放在财务公司，却又总向财务公司借款。到最后，财务公司的客户里只剩下了那些不好的企业，而财务公司向银行借款也十分困难了。”财务公司设立后不久，便陷入了需要不断吸收更多新存款以偿还到期存款本息的恶性循环，并最终导致无法持续经营。

回顾财务公司的失败案例,我们发现其与前述博弈模型的预测结果是一致的,即集团企业中的子企业没有动机自发地进行资金集中管理(H1),在集团没有强制措施的情况下,融资能力强、信用等级高的企业会最终退出财务公司这一融资平台。此外,我们初步发现,对于像C集团这样经验不足的企业,运作一个用于资金集中管理的财务公司可能会面临财务风险。

2. 集团资金管理现状分析

由资金管理制度的内部档案得知,C集团目前在一些下属于子集团公司(如N水泥集团)局部实施了资金集中管理,这些子集团控制了自己下属企业的大部分资金并进行统一调度。

在对C集团的财务经理进行访谈时,我们发现,当前集团

内管理者,以财务经理为例,并没有更加偏好资金集中管理:“资金集中管理的主要目的是节约融资成本,管理资金的部门或者财务公司需要足够的能力才能实现这一目的。一旦缺乏足够的能力,资金集中管理不仅不能降低利息费用,而且还会给企业带来额外的风险。此外,资金集中管理极有可能需要额外的资源,如专业人才、信息系统、办公地点等,从而增加管理成本。”从集团公司财务经理的观点中我们可以看到,集团财务的管理者识别出了资金集中管理的主要收益——节约融资成本,也识别出了其主要成本——财务风险和管理成本。

节约集团整体融资成本的途径之一是降低银行借款的数量:“实施资金集中管理可以使母公司的管理者更加便利地统一调配资金——吸收各级子公司的剩余资金借给那些资金短缺的子公司,这样做的目的是避免资金闲置,通过内部筹资尽可能满足集团内各级子公司的资金需求,减少集团整体对银行借款的需求。”节约融资成本的另一个途径是获得更低的借款利率:“资金集中管理后,母公司的管理者汇总各子公司的资金需求,统一向银行借款,单笔借款数量大,且母公司相比于单个子公司信用等级更高,因此可以以更低的利率向银行借款。”

我们认为在本案例中,资金集中管理会增加管理成本,因为国有企业的人员流动率较低,人力成本具有较大

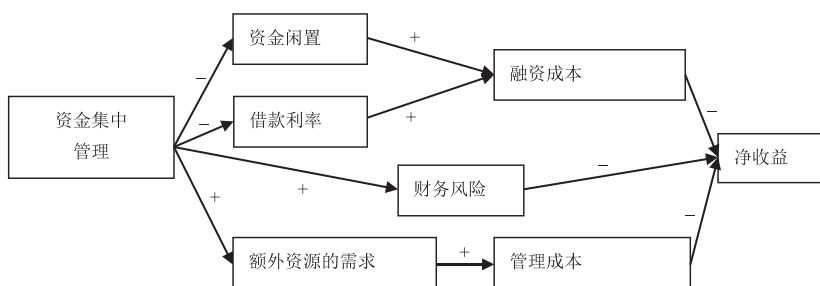


图1 实施资金集中管理的净收益

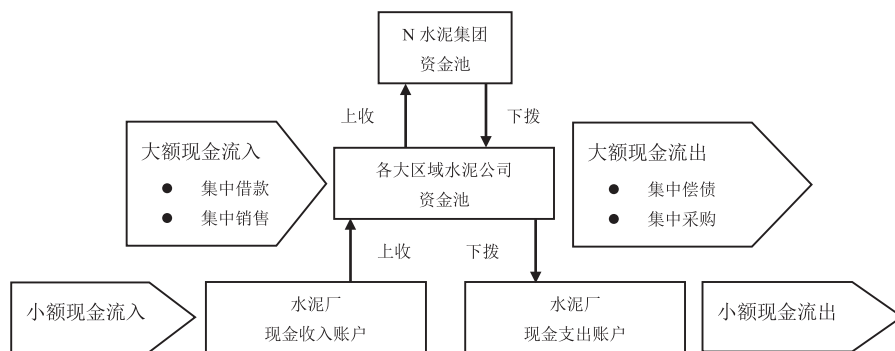


图2 N水泥集团资金集中管理模式

刚性,因此即便资金集中管理后,子企业管理工作减少,管理成本也不会因此降低太多。与此同时资金集中管理需要设置新的机构或扩大原有机构,这都会增加管理成本。如财务经理所说:“资金集中管理无论是交给母公司的某个部门还是母公司控制的财务公司实施,都需要专业人才、办公地点和信息系统等资源,但资金集中管理也减少了各级子公司财务管理人员的工作量。”

以上发现与我们由前述成本最小化模型得出的H2a和H2b吻合。

此外,在访谈中我们发现:规模上,相比于商业银行,资金集中管理平台规模有限,且其主要放贷对象为集团下属的子公司,因此更难建立多样化的投资组合以分散风险;管理水平上,相比于商业银行,资金集中管理平台的管理者和雇员更缺乏专业能力和经验,更可能不合理地配置资金(例如将资金借给违约风险高的企业),这样会将个别子公司的财务风险转嫁给资金集中管理机构,进而影响其他成员单位。因此,资金集中管理带来的财务风险是一项不容忽视的经济成本。如财务经理所说:“我们很难像商业银行那样有效地管理集中的资金,一旦我们的财务公司陷入了财务困境,那么所有上交资金的企业都有可能蒙受损失。另外,集团的整体规模很大,如果只使用母公司这一个融资平台,恐怕有的时候并不够用。”

图1总结了由案例分析得出的C集团资金集中管理产生净收益的机制。

我们还重点考察了C集团下属三级子企业N水泥集团的资金集中管理情况。N水泥集团旗下有各大区域水泥公司，区域水泥公司控制着众多水泥厂，每个水泥厂是一个独立核算的水泥公司。

如图2所示，实施资金集中管理后，N水泥集团的资金主要集中在集团资金池和各大区域水泥公司资金池，而水泥厂的资金主要用于日常的小额收支。和H1一致，水泥厂不可能主动进行资金集中，资金集中管理是N水泥集团根据C集团的战略而启动，并授权各大区域水泥公司实施的，后者的资金会最终集中到N水泥集团资金池。值得注意的是，各大区域水泥公司不仅承担了融资功能，而且承担了集中销售、集中采购的功能。如C集团财务经理所说：“除了集中融资能够提高效率，掌握财权后，我们可以让N水泥集团实施集中销售和集中采购，这样能够提高我们的议价能力，也能够保证采购质量。例如，生产水泥需要采购大量的煤，集中采购能够使我们以合理价格买到质量较好的煤。”

由此可见，资金集中管理不仅可以用来降低融资成本，还可以和其他集权管控手段互补从而产生收益，这在我们的理论分析中并没有体现。这一额外发现意味着，资金集中管理增加的管理成本不仅可能通过降低融资成本补偿，也可能通过与其他集权管控手段互补产生的收益补偿。

五、结论与不足

在本文中，我们提出资金集中管理更可能是一种集权管理手段，由管理者权衡收益和成本后决定，而不是一种具有自发性的内部资本市场的表现形式。我们从理论上分析了影响企业资金集中管理决策的机制，发现由于内部博弈的存在，集团企业中的子企业没有动机自发地进行资金集中管理。而如果由集团主导实施资金集中管理，那么合理的资金集中管理决策是权衡减少融资成本和增加管理成本的结果，资金集中管理通过更低的联合融资利率和更低的融资额减少融资成本。上述理论假说与我们案例分析的发现相吻合。

本文存在一定局限性。第一，我们的理论模型分析没有囊括内部资金转移定价和内部信用等级的影响，其原因之一是由于这种机制在非金融企业的资金集中管理中并不常用（一种可能的解释是使用这种机制会产生更高的管理成本）。第二，案例分析中我们还发现，缺乏经验的企业在实施资金集中管理时，管理不善有可能会额外的财务风险，这种风险在我们的理论模型中没有得到体现。第

三，我们的理论分析没有体现案例中发现的资金集中管理与其他集权管理手段互补产生的价值，但这可能是一个新的研究方向。最后，案例研究只能提出一些有待未来研究进一步检验的假说，而不能为这些假说提供翔实证据。后续研究可以通过更多的经验证据验证本文提出的假说，也可以通过新的理论模型分析资金集中管理决策对集团企业财务风险的影响机制。

主要参考文献：

- [1] 陈胜蓝,王琨,马慧.集团内部资金配置能够减少公司过度投资吗?[J]. 会计研究, 2014, (3): 49-55.
- [2] 王峰娟, 粟立钟. 中国上市公司内部资本市场有效吗?——来自H股多分部上市公司的证据[J]. 会计研究, 2013, (1): 70-75.
- [3] 王化成, 蒋艳霞, 王珊珊, 张伟华, 邓路. 基于中国背景的内部资本市场研究: 理论框架与研究建议[J]. 会计研究, 2011, (7): 28-37.
- [4] 王化成, 曾雪云. 专业化企业集团的内部资本市场与价值创造效应——基于中国三峡集团的案例研究[J]. 管理世界, 2012, (12): 155-168.
- [5] 谢建宏. 企业集团资金集中管理问题探讨[J]. 会计研究, 2009, (11): 44-47.
- [6] 杨棉之, 孙健, 卢闯. 企业集团内部资本市场的存在性与效率性[J]. 会计研究, 2010, (4): 50-56.
- [7] 叶康涛, 曾雪云. 内部资本市场的经济后果: 基于集团产业战略的视角[J]. 会计研究, 2011, (6): 63-69.
- [8] 张会丽, 陆正飞. 现金分布、公司治理与过度投资——基于我国上市公司及其子公司的现金持有状况的考察[J]. 管理世界, 2012, (3): 141-150.
- [9] 张瑞君, 邹立, 封雪. 资金集中管理成功因素的实证研究[J]. 会计研究, 2006, (11): 69-75.
- [10] Ahn, S., Denis, D. J. Internal Capital Markets and Investment Policy: Evidence from Corporate Spinoffs[J]. Journal of Financial Economics, 2004, 71(3): 489-516.
- [11] Billett, M. T., Mauer, D. C. Cross-Subsidies, External Financing Constraints, and the Contribution of the Internal Capital Market to Firm Value[J]. Review of Financial Studies, 2003, 16(4): 1167-1201.
- [12] Brown, C. A., McNeil, C. R. Internal Capital Market Subsidies and Industry Downturns[J]. Accounting & Finance, 2008, 48(3): 337-361.
- [13] Gertner, R. H., Scharfstein, D. S., Stein, J. C. Internal Versus External Capital Markets[J]. Quarterly Journal

- of Economics, 1994, 109(4) : 1211-1230.
- [14] Keynes, J. M. The General Theory of Employment, Interest and Money[M]. New York : Harcourt, Brace and Company, 1936.
- [15] Khanna, N., Tice, S. The Bright Side of Internal Capital Markets[J]. The Journal of Finance, 2001, 56(4) : 1489-1528.
- [16] Lewellen, W. G. A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger[J]. The Journal of Finance, 1971, 26(2) : 521-537.
- [17] Scharfstein, D. S., Stein, J. C. The Dark Side of Internal Capital Markets : Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment[J]. Journal of Finance, 2000, 55(6) : 2537-2564.
- [18] Whalen, E. L. A Rationalization of the Precautionary Demand for Cash[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1966, 80(2) : 314-324.
- [19] Wulf, J. Influence and Inefficiency in the Internal Capital Market[J]. Journal of Economic Behavior & Organization, 2009, 72(1) : 305-321.

Internal Market or Centralized Management?

—— Case Study on Centralized Cash Management of a Chinese State-Owned Corporation

LIU Jun-yong, LI He-zun

Abstract : In this article we propose that centralized cash management is more likely to be a means of centralized management than to be a form of spontaneous internal market. By modeling the decision-making mechanism of the centralization of corporate cash management, we find that, because of the gaming among the subsidiaries within a group corporation, they lack the motivation to spontaneously centralize their cash management, and that when the group corporation dominates the centralization of cash management, a rational decision should weigh the decreased financing cost against the increased administration cost. Financing cost can be saved by lower combined interest rate and less borrowing, but implementing centralized cash management may take extra administration cost. Our case analysis is consistent with the judgments above. Additionally, we find that centralized cash management may increase financial risk, and that it can be complementary to other means of centralized management such as centralized procurement.

Key words : centralized cash management; cash holding; administration cost

(责任编辑 张雨吟)