

# 出资者财务与筹资控制（下）

谢志华

## 二、基于出资者视角的筹资控制

由于企业筹资直接与出资者的权益密切相关，同时还可能给出资者带来破产的风险，所以出资者必然要对企业筹资进行控制。出资者对企业筹资的控制不仅表现在是否出资，也表现在一旦出资后对企业的扩张筹资（后续筹资）的控制上；出资者对企业筹资的控制也不仅表现在对权益筹资的控制上，而且对债务筹资也要进行必要的控制。出资者正是通过对企业筹资这个资金的入口进行必要的控制，以尽可能减少投资的风险，实现预期的投资回报。出资者进行企业筹资控制主要包括以下方面：

### （一）权益筹资控制

企业权益筹资涉及到所有者权益的调整，从而影响所有者权益，出资者必然要对权益筹资进行控制。实际上，我国《公司法》等其他相关法律都就出资者对企业权益筹资的控制权力进行了明确的规定，凡企业的权益筹资都必须得到股东大会的批准。企业发起设立的权益筹资实际上是由作为出资者的发起人股东决定的，发起人股东必须要签订企业设立协议以及出资的有关条款，并且要制定公司章程，并在公司章程中做出明确的规

定。在这些手续基本完善的基础上，再到工商行政部门办理相关注册。整个过程都是由发起人股东所进行的决策，所以企业发起设立的初始权益筹资的决策权和实际的操作过程都是由发起人股东进行的。一旦企业发起设立，之后所进行的扩张权益筹资的最终决策权当然属于股东大会，其目的就是为了确保股东权益不受损害。尽管如此，权益筹资是否实际需要仍然取决于企业发展的需要，在两权分离后这种发展的需要是由企业的经营活动来决定的，这当然离不开经营者（或者企业）对企业未来经营发展趋势所做出的分析和判断，也就是企业对资金实际的需要，以及满足这种需要的筹资方式。这就意味着权益筹资在两权分离后筹资的最终决策权是在出资者，而筹资是否必要则主要来自于经营者的决策分析和判断。所以，后续的扩张权益筹资在控制流程上必须首先通过经理办公会拟定权益筹资方案，经董事会审订后，报股东大会批准。在收购兼并过程中也可能引起企业资本规模和资本结构的调整，与此相关的决策议案也必须得到股东大会的批准。

### （二）债务筹资风险控制

如果说权益筹资会直接影响所有

者权益，那么债务筹资虽然不直接影响所有者权益，却会给出资者带来风险，过高的债务筹资会导致企业破产。事实上，债务筹资是一把双刃剑，从理论上说，企业通过债务筹资可以产生财务杠杆正向效应，这是由于负债的资金成本相对较低，以及负债所产生的节税效应。而且，负债可以随借随还，能更好地与企业的生产经营活动对资金需要的增减相匹配，可以减少企业资金的冗余以及防止资金的短缺。从这点出发，债务筹资可以长短配合，实现现金的流入流出在规模上和时间上的有效匹配。正因如此，债务筹资（特别是短期负债）是实现企业资金弹性需要最基本的筹资方式。债务筹资是经营者通过筹资运作实现出资者利益最大化的重要途径之一，经营者要享有必要的债务筹资的权力，出资者不应越过这种权力。当然也要看到，经营者（甚至包括出资者）有债务筹资的内在冲动，债务筹资容易引起经营者偏好于投资高风险的项目，因为负债往往是一种固定资金成本的筹资方式，利用负债进行投资的报酬可能远远大于固定利息率。投资所带来的收益就会归属于出资者和经营者，而投资失败的风险却由债权人、出资者和经营者共同承担，而出资者和经

营者的风险被债权人稀释。一般而言,股东和经营者都有投资高风险项目的动力,加之债务筹资使得经营者的现金流控制权被强化,经营者确实具有债务筹资的内在偏好。但无论如何,过多负债确实会导致企业破产,出资者会成为破产的最后承担者,所以适度控制经营者债务筹资的冲动、防止破产风险就成为必要。

由于过度负债债权人也会遭受相应的损失,债权人也会对企业债务筹资进行必要的约束,包括抵押担保的约束、流动性约束,也就是通过债务契约明确保护债权人的权利。一旦企业不能履约,就可以通过处理抵押资产、使企业破产等行使债权权力,这将对经营者和企业产生债务的刚性约束,经营者和企业必须考虑到期还本付息的能力,否则就会面临诉讼或破产的风险,经营者则面临失去职位甚至失去饭碗的风险。所以,债务筹资通过债权人的债权契约的控制具有公司治理的效应。

尽管如此,由于经营者的债务筹资冲动以及债务筹资可能导致的破产风险,出资者仍然必须对债务筹资进行必要的控制,其目的就是要防止过度负债而导致企业失败的可能性。这里要注意,正常经营活动过程中的债务筹资规模的扩张与收缩属于经营者的基本权力,出资者所控制的只是债务筹资导致企业资不抵债而最终破产的可能性。对于债务筹资的控制主要表现在以下四个方面:

1. 商业信用债务筹资,它属于企业经营活动过程中正常的商业往来而发生的债务筹资,是与企业经营活动过程密切相关的一种商业信用,这种债务筹资伴随着某一项经营活动而发生和结束。这种债务筹资是否发生、发生多大的规模都以经营活动作为物质保证,属于经营者决策权的范畴,出

资者不必对每一个单项商业信用债务筹资进行控制,但商业信用债务筹资的总规模有可能导致企业资不抵债,出资者必须将商业信用债务筹资纳入负债总规模的控制中。

2. 银行信用债务筹资,它属于企业向银行直接借款所形成的债务筹资,短期的银行债务筹资主要是为了满足企业经营活动的临时性需要,任何一项短期的银行债务筹资并不需要通过出资者的批准,其决策权属于经营者或者企业。而任何一项长期的银行债务筹资(也就是银行的长期贷款)由于银行面临较大的风险必将对企业进行严格的信用风险审查,并设置严厉的约束性条款,这就为出资者进行债务筹资的破产风险控制提供了前提,也可以无需经过出资者批准。尽管如此,通常银行在约束性条款中要求企业的长期银行债务筹资必须要得到股东大会的批准,也有企业在公司章程中明确规定长期债务筹资要经过股东大会的批准。之所以这样做,主要在于长期债务筹资的规模相对较大,对企业有长远影响。不过总体来说,为了更好地发挥经营者利用负债的财务杠杆效应,还是应尽可能地将这种债务筹资权交给经营者,出资者主要还是进行债务筹资规模的总控制,这样比较符合负债是一把双刃剑的属性。

3. 证券市场筹资,按照《公司法》和证监会有关条例的规定,无论初始发行和增发股票以及发行债券都必须通过股东大会批准,股票发行属于特别决议,必须经过三分之二以上股东同意;而债券发行属于普通决议,必须经过半数以上股东同意。这意味着通过证券市场的直接筹资,无论是权益筹资还是债务筹资都必须经过股东大会批准。企业是否需要筹资是基于企业经营活动的需要,首先必须得到企业经理办公会和董事会的认

可,经理办公会必须提出筹资的可行性方案,经董事会审订后报股东大会批准。显然,对于股票筹资因涉及到出资者所有者权益的变动,必须要通过股东大会批准;而债券筹资尽管不涉及到所有者权益的变动,但由于向社会公开发行债券募集资金一般规模较大,又涉及到社会公众的利益,股东最终必须要对此承担经济责任和社会责任,因此要求企业在进行这种公开募集资金时必须谨慎从事,也要求股东必须要对此提供保证,确保到期必须能按时还本付息。所以,证券市场的债务筹资不仅每一次公开发行人必须要得到股东大会的批准,而且股东大会也必须要控制每一次证券市场的债务筹资所导致的负债总规模的增加而导致企业可能面临的到期不能偿债的破产风险。

4. 债务筹资总规模控制,正如上文分析所述,从出资者的角度,债务筹资的控制主要是为了防止债务风险,即到期不能还债而导致企业破产的风险。企业到期不能偿债的风险显然不是就某一单项债务规模,而是对企业总的债务规模而言的,所以出资者控制债务筹资的方法主要是债务筹资总规模控制。就目前的实践看,这种总规模是在两个层面进行控制的:一是授信额度控制,企业通常要向银行获准授信额度并在授信额度内才能进行债务筹资,而银行的授信额度的总规模必须要得到股东大会的批准,属于出资者的基本权利;二是实际债务筹资总规模控制,由于企业的债务规模不仅包括银行的借款,还包括商业信用所形成的负债以及直接发行债券所形成的负债等,所以企业实际的债务筹资规模既有可能超出银行的授信额度规模,也可能小于授信额度规模。而真正导致企业债务风险的债务规模最终不是取决于授信额度的大小,而

是取决于实际的债务总规模,因此出资者必须对此进行控制,控制的方法有三种:

(1) 债务筹资绝对额控制,就是通过股东大会确定企业债务筹资的总额对额,当企业债务筹资的规模超过这一绝对额时就必须得到股东大会的批准。这种控制方法适合于企业经营规模相对比较稳定的企业。其缺点之一是债务规模没有与企业的资产规模相联系,一般来说,企业的资产规模越大,债务的绝对额也可以相应增加,因为债务的偿还最终是由资产的变现规模所决定,资产规模越大,变现规模越大,到期还本付息的能力也越强,企业债务规模的绝对额水平也可以随之增加,资产就是债务偿还的物质保证。其缺点之二是没有与企业的周转能力和盈利能力挂钩,企业债务的偿还最终取决于其周转能力的大小和盈利能力的高低。周转能力越强,企业资产的变现能力也就越强,从而偿还债务本金的能力也就越强;而盈利能力越高意味着企业偿还利息的能力也越强。所谓财务杠杆效应实际上就是要在企业周转能力强、盈利水平高的条件下,通过债务筹资带来正的杠杆效应。

(2) 资产负债比例控制,就是将负债的规模与资产的规模相联系,股东大会主要确定资产负债比例,企业根据这一比例自行确定其债务筹资规模。其控制特点就是实现了负债与资产的挂钩,并且采取资产负债比率控制的方式,这种方式适合于企业的经营规模不断变化从而资产规模相应变化的企业。伴随着企业资产规模的扩大,尽管资产负债比率不变,但企业债务筹资的规模却相应变化。这种控制方法较好地实现了资产作为债务偿还的物质保证这一特性,但也带来两个问题:一是资产作为债务偿还的物质保证是以资产的变现能力为前提

的,资产的变现能力取决于资产的周转速度。由于资产负债比率与资产的周转速度没有挂钩,如果资产周转慢、变现能力差也会最终导致债务到期不能偿还。因此静态的资产规模大小并不能反映资产变现能力大小,而是必须要联系资产的周转速度才能最终表明企业的债务能否偿还。二是债务的偿还不仅要还本,而且要付息,也就意味着资产的每一次周转不仅要能够通过变现收回债务的本金,而且必须要能够带来一定的收益,从而能够偿还利息。而资产负债比例控制只是以静态的资产作为基础,没有考虑到利息的偿还能力,而利息的偿还能力与企业的盈利能力相关。

(3) 资产负债比例与资产周转能力和盈利能力的挂钩控制,企业的债务筹资最后能否到期还本付息最终取决于其资产周转能力和资产的盈利能力。资产周转能力一般用资产周转速度衡量,与利息偿还相关的资产盈利能力指标则是资产息税前利润率。股东大会在确定控制负债规模的资产负债比率时必须要根据资产周转速度和资产息税前利润率的变动情况相机调整资产负债比率。调整的方法是首先要确定一个与某一资产周转速度和资产息税前利润率相联系的资产负债比率的基准率,一般以行业平均标准为基础确定。如某一行业平均资产周转速度为三次、平均资产息税前利润率为50%,而相应的行业评价资产负债比率为55%,以此为基数,根据企业实际的资产周转速度和资产息税前利润率的变化调整作为控制标准的资产负债比率。由于涉及到两个指标,要根据其在企业中的重要程度分别确定资产周转速度和资产息税前利润率对资产负债比率调整的权重。周转速度慢而盈利能力高的则应提高周转速度的权重,周转速度快而盈利能力低的

则应提高盈利能力的权重。如股东大会在确定资产负债比率的控制标准时,企业的资产周转速度提高了10%,而盈利能力提高了5%,所确定的两个指标的权重分别为30%和70%,由此计算的资产负债比率的实际控制数就可以在基数的基础上增长6.5%,最终的资产负债比例的实际控制标准就是58.575%,以此类推。这种控制方法可以采取动态的控制方式,即每一个月月底确定控制标准作为下一个月的实际控制数,企业自行计算、自行控制,董事会和监事会进行监管。这种控制方法很好地把负债的财务杠杆正效应和负效应有效地结合起来,企业周转能力和盈利能力强时,企业就可以多债务筹资,从而发挥财务杠杆的正向效应;当周转能力和盈利能力弱时,企业必须要控制或者降低债务筹资规模,以避免债务风险。

总之,出资者对筹资进行控制,最终的目的就是为了保护所有者权益,防止债务风险,同时还必须有助于确保经营者的经营权力的有效实现。

(本文受到国家社科基金重大项目“国家治理视角下国有资本经营预算制度研究”<14ZDA027>、国家社科基金重点项目“国有资本授权关系及实现模式研究”<14AJY005>、科技成果转化和产业化——北京市国有企业预算管理体系完善对策及实施<PXM2013\_014213\_000099>、北京市教委创新团队项目“投资者保护的会计实现机制及其效果研究”<IDHT20140503>、北京工商大学国有资产管理协同创新中心项目<GZ20130801>、科研基地建设-科技创新平台-现代商科特色项目<PXM2015\_014213\_000063>和财政部会计名家培养工程支持项目<财会[2014]25号>的支持)

(作者单位:北京工商大学国有资产管理协同创新中心)

责任编辑 李斐然