

标为主,综合评价作为本期预算的起点和下期预算的终点,主要涉及企业整体效益的评价及奖惩分配的问题。

诸如此类各种实用性极强财务控制模式的分析丰富了我们对于财务控制的认识。特别应当指出的是各种预算模式决不是相互排斥的,企业可以以一种模式为主,其他为辅,也可以针对不同层次的企业组织特点选择多种模式,形成综合的、全面的、系统的财务控制体系。系统化的财务控制是各种方式整合的结果,这种整合应该充分体现下列原则要求:集权与分权体制的结合;财务管理与人本管理的渗透;关注结果与监控过程的统一;激励与约束的交融;价值指标与实物指标的配套等。

四、财务控制权的取得与变换是企业价值的提升与实现的崭新方式

在现代公司中,直接(或间接)地拥有一个企业半数以上(或数额较大)的具有表决权的股份,藉此来决定公司的董事人选进而决定公司的财务方针,并在公司中拥有控制财务决策和盈余分配等方面的权利,即为“财务控制权”。简言之,是对公司的财务方针与利益的决定权。它被认为是公

司控制权的灵魂。公司财务控制权的取得,意味着新的权利主体取得了改组公司董事会的权力,并以此来贯彻这一权利主体的财务意志。控制权的概念有别于控股权。控股权只是一种潜在的控制权。控制权的主体未必是股东或大股东,在所有权与控制权相分离或内部人控制的情况下,公司的财务运营和重大决策往往是由公司经营管理者来控制的。大股东只有有效地行使其参与企业财务决策和控制活动的权利,潜在的控制权才能转变成现实的控制权。这就是那些具有参与公司经营意愿的大股东能够有效地控制公司经营活动的原因所在。在发达产权市场上,财务控制权的取得与变换的实现方式包括:上市、下市、经理人持股、职工持股计划、合并、收购、代理权争夺(这是持有异议的股东通过争取股东的投票以获得董事会的控制权)。实证分析表明,财务控制权的取得与变换不是一种简单的财务运作方式,已经作为对公司经营者的一种制约机制和提高财务效率机制而存在。这一问题的提出,使得财务控制对企业价值的影响已经拥有更新的内涵和独特的功能,使我们对财务控制的认识进入了一个崭新的阶段。

(《会计研究》2000年第3期)

关于债转股问题的财务思考

张新民

债转股问题是近来经济界的一个热点问题。一般来说,对于债权人而言,债转股是指将其债权转化为对原债务企业的股权;对于债务人而言,债转股是指将其负债转化为本企业的资本,形成所有者权益的一部分。本文拟从财务关系的角度对债转股的若干问题进行探讨。

一、债转股对债务企业影响的财务思考

(一) 债转股对债务企业盈利能力的影响分析

有人认为,债转股会改善原债务企业的盈利能力。理由是:企业的负债减少,将会使企业的利息下降,从而增加其利润,改善其盈利能力。但是,我们认为,债转股能否改善原债务企业的利润水平,不能采用上述的静态分析方法,而应当采用动态的分析方法。

一般而言,企业贷款的资金成本(即利息水平)的高低,主要取决于贷款规模、贷款利息率和贷款期限。对债转股能否降低原有债务企业的资金成本、进而提高其利润水平,应当结合上述3个因素的具体情况来进行分析。

1. 贷款规模

从企业的贷款需求来看,企业的贷款主要用于经营性目的(即用于补充流动资金)和发展性目的(即用于对外投资、购建固定资产等)。按照我国目前的有关规定,能够作为利润表财务费用处理的主要为流动资金、对外投资方面的贷款利息以及固定资产完工后的相关利息。这就是说,从贷款规模方面来分析,影响利润表财务费用的因素主要取决于企业在一定时期(会计期间)的经营需求以及发展规划和安

排。

在经营性贷款方面,原债务企业实施债转股后是否需要扩大贷款规模,将对降低财务费用有不同的影响:第一,原债务企业在小于原企业贷款规模的条件下能够继续维持企业的“持续经营”状态。在这种条件下,原债务企业的贷款规模会减少。若贷款利息率以及贷款期限不发生变动,则原债务企业的财务费用就会因实施债转股而减少,企业的利润会因此而相应增加。第二,原债务企业在等于原企业贷款规模的条件下能够继续维持企业的“持续经营”状态。在这种条件下,原债务企业的贷款规模会维持不变,不会进一步扩大。若贷款利息率以及贷款期限不发生变动,则原债务企业的财务费用不会因实施债转股而减少,企业的利润不会因此而变化。第三,原债务企业在大于原企业贷款规模的条件下不能继续维持企业的“持续经营”状态。在这种条件下,原债务企业的贷款规模会进一步扩大。若贷款利息率以及贷款期限不发生变动,则原债务企业的财务费用在实施债转股后会相应增加,企业的利润不但不能增加,反而会减少。

在发展性贷款方面,企业的需求规模主要取决于企业的发展规划以及规划的实施安排。在企业的财务战略与企业战略密切配合时,为了实施企业发展战略,企业必然会寻求贷款融资。债转股的实施,可以立即改善企业的融资能力,为企业债务融资奠定了基础。如果企业为了发展性目的进行融资,融资规模超过了原债务企业实施债转股以前的规模,且财务费用符合有关规定,计入利润表的财务费用,则发展性贷款将使企业的财务费用提高,利润总额降低。反之,如果

企业的发展性融资规模导致的计入利润表的财务费用规模没有达到实施债转股以前的规模,则发展性贷款将使企业的财务费用降低,利润总额提高。

概括地说,原债务企业在实施债转股后,如果因贷款规模(不论是经营性贷款还是发展性贷款)缩小导致计入利润表的财务费用下降,则企业会因此而改善盈利能力。反之,企业的盈利能力就不会得到改善。

2. 贷款利息率和贷款期限

从企业融资的角度来看,贷款利息率的具体水平主要取决于以下几个因素:一定时期资本市场的供求关系、贷款规模、贷款的担保条件以及贷款企业的信誉等。在利率的选择上,可以采用固定利率、变动利率或浮动利率等。

可见,贷款利率中,既有企业不可控制的因素,也有企业可以选择的因素。在不考虑贷款规模和贷款期限的条件下,企业的利息费用将随着利率水平而波动。因此,实施债转股后,利率因素能否为降低企业的财务费用作出贡献,要具体分析实施债转股前后企业的贷款利率情况:如果实施债转股后企业的贷款利率有所降低,则企业会因实施债转股而降低财务费用,从而提高利润总额;如果实施债转股后企业的贷款利率不能有所降低,则企业不会因实施债转股而降低财务费用,企业的利润总额不会得到改善。

在贷款的期限安排与选择方面,按照债务融资理论,资产与相应的债务(即为投资于该资产而产生的债务)的期限应大体一致:营运资本中的波动部分一般应由短期债务来解决;营运资本中的固定部分和长期资产(包括机器、设备以及建筑物等),应由中长期债务来解决。当然,在实际融资过程中,受各种因素的制约,企业贷款期限的选择又呈现出多样化的态势。我们认为,从总体上来说,贷款期限对企业财务费用的影响,主要体现在利率因素上。

因此,我们决不能泛泛地说,债转股将会改善原债务企业的盈利能力。

(二) 债务企业主动实施债转股的条件分析

与债务企业有关的另外一个重要问题是:债务企业在什么条件下愿意实施债转股?这就涉及债务企业主动实施债转股的条件问题。

我们认为,从债务企业的角度来说,不同盈利状况条件下的债务企业,对债转股的实施有截然不同的心态。

1. 盈利情况较好、利润质量较好的企业

在这里,盈利情况较好、利润质量较好的企业,是指那些通过自己常规的筹资活动、投资活动以及经营活动能够实现正常利润、并对利润有较好的支付能力(支付税金、支付股利等)的企业。对这些企业而言,现有的资产应该处于良性运行状态。按照财务管理理论,维持现有的股本结构,将会使现有股东继续享受企业持续盈利所带来的财务收益。在企业因为扩张等原因而需要资金时,企业将会首先选择进一步举债而不是筹集股本:在获利情况良好、利润质量较好的条件下,进一步举债将会使现有股东的财务收益得到更快的增长。如果对此类企业实施债转股,必然改变原企业的股本结构,从而增加了分享原企业财务收益的力量。对原企业的股东而言,这等于在财务分配上“引狼入室”、主动“割肉”。

因此,从财务管理的角度来看,盈利情况较好、利润质量较好的企业,一般不会对实施债转股感兴趣。除非此类企业的股东看到,在实施债转股后,企业的前景更为光明。

2. 盈利情况较差乃至连续发生亏损、或者虽有利润但利润质量较差的企业

在这里,虽有利润、但利润质量较差的企业,是指那些通过自己常规的筹资活动、投资活动以及经营活动能够实现一定利润、但支付能力较差(难以满足正常经营活动的货币需求、无力偿还到期债务、支付税金和股利等)的企业。应该说,对盈利情况较差乃至连续发生亏损、或者虽有利润但利润质量较差的企业而言,现有的资产处于不良运行状态。现有利润已经成为企业的负担。维持企业现有的资产结构、债务结构和股本结构,将使企业难以摆脱财务困境。在企业因为各种原因而需要资金时,企业会发现,由于债权人对企业偿债能力的怀疑,采用正常途径难以获得自己所需资金。在这种情况下,企业将把希望寄托在首先实施债转股、然后改善企业融资能力、以改善后的融资能力为基础进一步融资、以求企业进一步得到发展。对此类企业实施债转股,虽然改变了原企业的股本结构,甚至改变了主要股东,但对于原企业的股东而言,他们看重的是企业的“起死回生”的希望。实施债转股,等于在财务上增加了“有福同享、有难同当”的同盟军。

因此,从财务管理的角度来看,盈利情况较差乃至连续发生亏损、或者虽有利润但利润质量较差的企业,一般会实施债转股感兴趣。

(三) 债转股对原债务企业融资能力的影响分析

从资产负债表的基本关系来看,在实施债转股时,将立即减少其负债,增加所有者权益。这样,企业的资产负债率会立即得到改善,从而改善了企业的融资能力。但是,必须指出,企业此时融资能力的改善,是在企业资产质量与结构没有发生任何变化的条件下发生的。

二、债转股对债权企业影响的财务思考

(一) 债转股对原债权企业资产质量的影响分析

我们在本文开始时已经指出,对于债权企业而言,债转股是指将其债权转化为对原债务企业的股权。下面,我们从股权资产和债权资产的质量差异角度来分析。

1. 债权资产质量

我们这里所说的债权资产质量,是指债权等额回收的可能性:债权等额回收的可能性越大,我们认为债权的质量越好;债权等额回收的可能性越小,我们认为债权的质量越差。

从债权企业的角度来看,债权的可回收性既取决于债务企业的偿还能力,也取决于债权形成时有关债权保护措施(如抵押、担保等措施)的安排情况。在未实施债权保护措施的情况下,债权的可回收性主要取决于债务企业的偿还能力。一般而言,为维护企业的商业信誉,债务企业会支付其到期的债务。但是,在债务企业遇到严重的支付困难、乃至破产清算时,债权企业就有可能以低于账面的金额回收债权。但是,不论如何,在有限责任公司之间,企业债权的回收比股本回收(通过转让或破产清算后破产企业向股东支付

剩余的所有者权益等方式来实现)的稳定性高。

2. 股权资产质量

我们这里所说的股权资产质量,是指股权回收渠道通畅、增值方式可控、回收金额稳定的可能性等方面:一般来说,在股权回收渠道通畅、股权持有方可以控制股权增值的方式、回收金额稳定且高于股权账面金额的条件下,我们认为股权的质量好;反之,股权回收渠道不畅、股权持有方不能控制股权增值的方式、回收金额低于股权的账面价值,则我们认为股权的质量差。

在股权回收渠道方面,从我国目前的情况来看,上市公司流通股股东的股权回收的渠道最为通畅。在不能通过股票交易所来变现股权的条件下,股权持有方也可以利用其他方式出让自己手中的股权。但是,股权持有方利用其他方式出让自己手中的股权时,受各种因素的制约,股权的变现存在着时间上的滞后性。

在增值方式方面,我们认为,企业既可以通过立即出售股权变现来实现股权增值,也可以通过参与被持股企业的管理来实现增值。显然,在上述两种方式中,持股方对股权增值的可控性是不同的。一般来说,在立即出售股权的条件下,相对于在股票交易所变现,股权持有方对股权转让具有更强的可控性。而在通过参与被持股企业的管理在未来实现增值的条件下,这种可控性则主要取决于股权持股方所持有的股权对被持股企业的影响:股权持股方所持有的股权属于控制性股权、对被持股企业拥有控制权的情况下,股权持股方可以通过控制被持股企业、将其纳入企业集团的发展战略等方式来实现股权的未来增值;在股权持股方所持有的股权属于重大影响性股权、对被持股企业有重大影响的情况下,股权持股方可以通过对被持股企业施加重大影响的方式来实现股权的未来增值;在股权持股方所持有的股权既不属于控制性股权、也不属于重大影响性股权、而仅仅属于非重大影响性股权的条件下,股权持股方不可能通过自己的直接影响来实现股权增值,只能借助于控制性股权和重大影响性股权来实现股权的未来增值。

(二) 债权企业实施债转股的条件分析

一般来说,只有在股权变现渠道通畅、变现金额可控性强、且高于账面金额或企业可通过自身的控制性影响来实现股权未来增值的条件下,债权企业才会主动谋求债转股。但是,从目前的实际来看,有可能实施债转股的债务企业大多为非上市公司。因此,准备将自己的债权转为股权的企业,主要寄希望于债转股后能够对原债务企业实施控制、然后再将其推向股市以实现增值。

(三) 与债务企业不良资产有关的风险转移的分析

从对债权企业和债务企业双方的财务分析可以看出,债权企业和债务企业对于债转股的实施动机存在矛盾。在我国目前的条件下,能够使债权企业与债务企业自发地走到一起实施债转股的债权企业与债务企业基本上是那些贷款长期不能收回的银行(或代替银行管理不良债权的资产管理公司)以及长期无力支付到期贷款的国有企业。

现在的问题是:与债务企业不良资产有关的风险转移到哪里去了?

实际上,债权企业的不良债权就是债务企业不良资产的具体体现。在实施债转股后,债权企业的债权转化为股权。如果此时尚不具备上市条件或股权转让条件,股权持有方将继续持有股权一段时间。因此,在实施债转股的一刹那,债权企业的资产质量并没有发生任何变化。从债务企业的角度来看,由于并没有涉及企业资产的变化,因而也就不可能消化其不良资产,债务企业的不良资产向优良资产转化,只能通过债转股以后企业的良性运转来“消化吸收”。如果是这样,则与债务企业不良资产有关的风险并没有转移到企业以外,而是企业通过自身努力而消除的。

但是,如果实施债转股的企业在尚未通过自身的努力而“消化吸收”其已有的不良资产以前,其股权就已经上市流通,而原债权人也通过股市将其手中因债转股而持有的股权变现,则与债务企业不良资产有关的风险就转移到股市,转移到购买债转股企业股权的股民手中。

因此,我们可以说,在实施债转股的条件下,与债务企业不良资产有关的风险转移到了最终的股权持有者手中。

(《会计研究》2000年第8期)

关于国有股减持的几个问题

刘岳军 吴森艳

一、适当减持国有股是我国经济战略调整的必然趋势

1999年年末中国证监会决定进行国有股配售的试点,最终选择中嘉陵和黔轮胎这两家上市公司作为试点企业,从而拉开了国有股减持的序幕。这次国有股的配售是有其政策背景的,党的十五届四中全会讨论通过了《中共中央关于国有企业改革和发展若干重要问题的决定》,在这个决定中就国有企业的改革和发展作出了重要决策,提出了“要坚持有进有退,有所为有所不为”,“从战略上调整国有经济布局 and

改组国有企业”的总体原则。《决定》还要求证券市场要为国有经济战略调整服务,提出要“选择一些信誉好、发展潜力大的国有控股公司,在不影响国家控股的前提下,适当减持部分国有股,所得资金由国家用于国有企业的改革和发展。”

截至1999年年底,沪深股市流通市值只有8700亿元,而总市值为28000亿元,其中62%是国有股,市值达到17360亿元,可见目前流通市值占总市值的比重过小,国有股占总股本过大,这一大一小严重影响了上市公司的业绩和证券市场的正常发展,这是目前急需解决的难题。为了让我