

论负债的意义

刘峰 詹昀菲 林熹

摘要：本文以恒大、大北农、小米等公司的案例切入，尝试结合具体的经济环境及其变化，来探究负债的意义。本文认为，传统财务理论从静态和偿付风险角度定义负债，不能完全涵盖负债的意义，并提出三个可能的认识角度：(1) 过量债务资本驱动的规模扩张，容易产生错配风险；(2) 资本运营，高估了负债的作用；(3) 股权债权化与债权股权化，模糊了债权与股权的边界。因此，我们需要重新认识负债的含义，从而为资本结构研究提供一个有效的理论基础。

关键词：负债；外源性扩张；资本运营；股权债权化

中图分类号：F275 **文献标志码：**A **文章编号：**2095-8838(2022)05-0003-09

负债，既是一个常用的汉字组合，也是会计、金融、法律等专业领域经常使用的术语。本文主要是从会计专业术语视角来讨论负债的含义、演变等，并结合具体的案例，讨论负债因社会经济环境改变而对于企业意义的变迁。

传统观点认为，负债代表着企业在未来期间需要偿还的债务，偿还债务需要企业有相应的资产资源。如果企业不能如期偿还债务，债务刚性属性表明，企业会面临被债权人求偿而清算的风险。这也是资产负债率给人们传递的最基本含义：高负债率，通常意味着高风险。传统的财务管理教科书在讨论负债时，从上述债务风险出发，也提出了企业债务融资的积极意义——通过债务融资，提升净资产收益率(ROE)，资本结构的公司治理作用和信号意义等。同时，传统财务管理教科书还提出了权衡理论、融资优序理论等关于负债的选择理论等等。

上述对负债的认识，总体上以后工业化社会、制造业为主体、社会金融资本相对不充裕为背景。进入21世纪，尤其是智能手机出现、移动互联网全面“嵌入”社会生活后，社会经济形态发生了改变，包括制造业地位下降、制造业自身模式转换、商业模式不断变革、金融资本过量供给导致资本驱动产业等。这些都从基础上改变了企业及其所处的社会环境，从而也在重新定义着负债和基于负债的资本结构。

结合恒大以及这一时期的几个市场案例，我们认为，在新的数字经济环境下，负债的意义已经发生改变，进一步，资本结构的意义也需要被重新认识。

一、什么是负债与资产负债率：从几个案例谈起

收稿日期：2022-07-31

基金项目：教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(13JJD790028)

作者简介：刘峰，厦门大学会计发展研究中心教授，博士生导师；

詹昀菲，厦门大学管理学院本科生；

林熹，厦门大学管理学院硕士研究生。

美国财务会计准则委员会于1980年发布的第3号财务会计概念结构公告,对“负债”的界定是:负债是因为企业过去的交易或事项所形成的、在未来期间会导致资源流出企业的现时义务,对义务的履行需要转移资产或提供劳务。

我国企业会计准则对负债的定义相对要简略些:“负债是企业所承担的能以货币计量、需以资产或劳务偿还的债务”。国际会计准则对负债的定义也比较简洁:主体由于过去事项而形成的转移经济资源的现时义务。

在企业资产负债表上,与资产相对应、构成企业资本来源的,被区分为负债和所有者权益两大部分。理论上,债务的特征是:(1)有利息,且随着时间推移,利息负担越来越大。(2)有到期日的限定,这也是负债和所有者权益的区别之一。(3)有约束力,即到期还本付息,对企业具有较强的约束力。如果届时企业不能还本付息,债权人有权采取法律行动、保障自身的权益。比如,直接引发恒大危机事件的就是2021年7月19日,广发银行宜兴支行1.32亿元贷款申请诉前财产保全。

与负债的有期、强约束不同,所有者权益没有利息、没有到期日,其权益拥有者(通常是股东)享有的是一种“剩余权益”,因此,资产负债率用来反映企业债务资本的安全性程度,从而也代表企业运行的安全性程度。2017年国务院国资委发布《关于中央企业降杠杆减负债的指导意见》,2018年中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》,这些规定都是以降低负债、防范化解重大风险为出发点的。

通常,资产负债率是以期末资产负债表上负债总额与资产总额相比较得出,是目前最经常用于评价企业债务风险的指标。以下是四家企业的资产负债率:

中国恒大(2020年年报,百万元): $1\ 950\ 728/2\ 301\ 159=84.77\%$;

万科A(2020年年报,百万元): $1\ 519\ 333/1\ 869\ 177=81.28\%$;

大北农(2017年年报,千元): $7\ 490\ 570/19\ 257\ 823=38.90\%$;

小米(2017年年报,千元): $217\ 080\ 452/89\ 869\ 761=240.16\%$ 。

上述四家公司不同时点的资产负债率,若仅从数字层面观察,中国恒大与万科公司都是高负债公司,它们的负

债率超过80%,且万科的负债率只比恒大低了不到4%,它们的负债应当是处于同一区间;大北农2017年的负债率不到40%,是市场上典型的低负债公司;小米IPO之前的2017年年报显示,其负债率不是100%,而是高达240%,按照字面意义理解,它早就是资不抵债公司了。

实际情况是,尽管恒大和万科的负债率都超过80%,但和它们真实的负债水平相去甚远。其中,万科的15 193亿元人民币负债总额中,来自购房者交付的预付购房款高达6 307.47亿元,这部分“债权人”需要的不是到期还钱,而是如期交付商品房。只要万科能够如期交付房屋,这部分负债就会转变成营业收入;扣除这部分的影响,万科的负债率降为72%(资产和负债同时扣减预收款);进一步,万科的刚性债务、有息的长短期借款、应付债券、应付票据、租赁债务等)只有2 867.20亿元,而同期万科账面上现金余额是1 970.27亿元。因此,同为账面负债超过1.5万亿元的房地产企业,万科没有遭受负债的困扰。

相比之下,恒大的1.95万亿负债中,刚性负债约16 151亿元(含各类借款、各类应付贸易账款等),同期恒大的现金类资产合计1 935.81亿元,与16 151亿元负债之间的缺口很大。这也是恒大被市场普遍怀疑的直接原因。

大北农公司的全称是北京大北农科技集团股份有限公司(002385, SZ)。如果读者去检索2018年大北农的新闻,会发现检索结果中最多的是关于实际控制人股权质押、疑似爆仓的评论。为什么一个经营正常、负债率不到40%的公司会陷入困境,是因为其实际控制人所持有的股权几乎全部被质押,且质押期间股票价格下跌。这就引出一个新的问题:大股东的股权被实际控制人质押了,它直接影响的是上市公司实际控制人的行为,那么会对上市公司产生影响吗?如果答案为“是”,那么,它为什么会对上市公司产生影响?这种影响会不会改变被质押股权的性质?

至于小米公司,2014年E轮融资时,小米的市值已经达到450亿美元,2018年初上市前的目标估值是1 000亿美元。但是,2017年年报数据却显示,小米是一个严重资不抵债的公司,负债率高达240%,且当年亏损438.89亿元人民币。2018年7月份,小米公司股票正式在香港联交所挂牌上市;2019年初小米所提交的2018年年报显示,它的负债率降为:73 977 821/145 227 950=50.94%。为什么负债率可以从240%降到50.92%?是IPO募集资金的影响吗?小

米上市发行新股净筹资为239.75亿港元，2017年年报显示净负债1272亿元人民币。实际原因是：小米IPO前进行的多轮融资，发行的是可赎回、可转换优先股，小米承诺在2019年12月23日之前上市，否则，权益持有人有权赎回。它的审计师按照稳健原则，将小米发行的可转换、可赎回优先股按市场价值计作负债，并将与原始发行价格之间的差额计作损益。因此，这240%的负债率，只是年报显示的负债率，不是小米投资人所理解的负债率；也因此，2018年7月，小米股票上市，这批股票从可转换、可赎回全部转换为小米的普通股，这部分负债变成权益，同时，计提的差额从利润表中转出，小米也从2017年年报438.89亿元人民币的巨额亏损，转为2018年盈利134.78亿元人民币。

上述例子表明，负债，不只是代表企业需要到期偿付的义务。实际上，负债还具有更深层的含义，需要我们去解析（李心合，2021）。比如，高资产负债率的含义是否就仅限于高偿债风险？对恒大公司来说，如果此时债权人全部达成债务展期协议，恒大的风险是否就会消除？高负债率对恒大的意义，除了巨额的到期债务，需要用“真金白银”偿付外，还有什么其他含义？对大北农和小米来说，看不见的负债，代表了什么？这些问题，赋予了负债什么样的含义？下面，笔者将分别以上述公司为例，略作展开。

二、负债的意义：从偿债风险到错配风险

负债对企业的意义，并不止于偿债风险。负债，并不仅仅是增加了企业到期偿还债务的风险，它还在一定程度上改变了企业运行的模式和运行逻辑，整体上加大了企业的风险，包括扩张风险、运营风险等。具体而言，一个企业在发展过程中，所面临的风险来自多个方面，其中，高负债率所带来的潜在偿债风险，只是一个方面；负债还会带来另外一层更加难以识别的风险，本文暂且将其称为“错配风险”^①。这里的错配含义较为丰富，但主要指管理者团队能力与所管理企业规模的不匹配，下面将具体论述。

传统的政治经济学将企业扩大再生产区分为内涵式扩

大再生产和外延式扩大再生产两种类型。其中，通过改进生产技术、提高劳动效率等方式实现的扩大再生产，称为内涵式扩大再生产；依靠扩大场所、雇佣更多的工人、购买更多的机器设备等方式扩大再生产，称为外延式扩大再生产。企业规模和生产能力的扩张，都需要资本的支持。比照这一逻辑，可以将企业规模的扩张区分为基于企业自身过往利润积累所产生资本的扩张和基于外部资本支持的扩张。我们这里同样称为内涵式扩张与外延式扩张。

理论上，纯粹的内涵式扩张，其资金主要来源是经营过程中所产生的利润积累，产生利润的速度决定了企业扩张的速度。在一个竞争相对激烈的市场上，竞争使得利润率趋于平均化，因此，平均而言，内涵式扩张速度比较慢。而那些盈利能力较弱的行业或企业、尤其是在发展初期的企业，因为积累有限，扩张速度就会更慢一些。外延式扩张，就是日常所说的“用钱堆出来”的，其资本来源可以进一步区分为股东投入资本和债权人投入资本。通常，创业初期的企业，外源资本主要来自股东，而在渡过创业初期的风险期、商业模式相对稳定后，债权人愿意提供企业扩张用资本。这种负债率的变化，从企业不同阶段的财务报表数据中也能够得到印证。

企业扩张，都是预期能够为企业带来更高的收入、更多的利润。它隐含这样几个基础前提：（1）该企业所处的行业，市场容量充足，规模扩张，不会出现产能过剩。（2）企业的商业模式符合市场要求，规模扩张，不会带来商业失败。（3）管理层的管理能力、企业内部的各种管理知识、人才队伍和管理制度能够与不断扩张的企业规模相匹配。但显然，管理一个街边杂货店和管理一个世界五百强公司，对管理能力、经验、制度、团队等的要求是完全不同的。

如果企业发展是基于自身积累的内涵式扩张，在一个竞争相对激烈的市场环境下，企业通常都不会有太高的利润率，因此，内涵式扩张通常会呈现这样几个特征：第一，扩张速度相对缓慢。毕竟，依靠企业自身的利润积累，很难在短期内获得快速扩张的资本^②。第二，企业扩张的速度

^①理论上，面对竞争激烈的市场环境，企业只有充分调动各种要素、协调一致，才能在充分竞争的市场环境中存活并胜出。某些要素之间不能有效配合，就会导致企业在竞争过程中处于劣势、甚至被淘汰，本文称之为“要素错配”或“错配风险”。企业运营过程中涉及到的要素非常多，如人、财、物、战略、管理、文化等，相应的，错配风险表现是多维的。一个快速发展的企业，或者，企业面对一个快速变化的环境，都会出现各种错配风险。那些能够在最短的时间里调整好的企业（所谓学习型组织），就会快速摆脱经营困境；否则，企业就会陷入困境，乃至清算出局。

与企业管理团队培养、管理能力养成等的匹配度高。

与之相对应,基于外源性资本支持的扩张,速度快,它所带来的管理能力与企业规模不匹配的风险也就更高。比如,OFO小黄车的创始人戴威是北京大学在读研究生,他的共享单车创意被风险资本看中后,在不到三年的时间里,得到风险资本约150亿元人民币的投资。2015年10月OFO得到第一笔投资,之后不到一年的时间里就把共享单车推广到硅谷。这种基于外源性资本的外延式规模扩张,扩张速度快,但是管理团队、管理能力往往都不能适应规模快速扩张的需要,可能会带来“错配”风险。这种错配风险一旦暴发,往往带来的就是企业价值的毁灭。OFO的倒闭,戴威和他的团队无法有效管理一个大规模企业,是一个重要的因素。需要说明的是,OFO的例子是风险资本投入,它在表现形式上是股权资本,而不是债务资本。这里之所以引用,是基于两点考虑:第一,风险资本推动的企业规模扩张,是标准的外延式扩张,更容易产生管理团队的能力与企业规模的不匹配,从而导致失败。这也是大部分风险投资企业失败的主要原因。风险投资商在总结经验教训后,提出选团队、而不是选项目,理由也在于此。第二,正如小米案例中所展示的,大部分风险投资都附有约束性条款,使得被投资企业的权益资本多少具有债务资本的性质,即:有上市期限、上市不成功就需要负担相应的利息。因此,它也一定程度具有负债的属性。

从企业发展规律特征来看,发展初期的企业,风险高,主要是权益资本投入;企业在渡过初期高风险的创业阶段、进入相对平稳发展期后,对资本的需求,通常是通过诸如发行债券、举债等方式来达成的。企业以举债方式获得资本,扩大生产/经营规模。理论上,只要扩大经营规模所能赚取的利润高于举债成本,基于债务资本的规模扩张,就能够给股东带来正向回报。

在一个相对有效的资本市场上,市场竞争激烈,优胜劣汰,能够通过市场检验存活的企业,是有效的企业。基于这一理论,市场能够快速识别有效的企业和能力与规模相匹配的企业家,相应地,股权资本和债务资本都应该会流

向有效的企业,以及规模与能力相匹配的企业家。这也就是我们现有财务理论包括关于负债的研究所隐含的前提。比如,Jensen(1986)的“自由现金流理论”认为,银行或专业的资本经营机构拥有极强的专业能力,他们可以监督企业资本投资项目,以此来降低企业的代理成本,提升企业价值;Barclay等(1995)、Barclay和Smith(1995a;1995b)对资本结构的讨论,就是以到期日、求偿权、控制权、破产和清算风险等来展开的。

正由于负债的有息、有期、有约束力,使得负债经营会给企业经营者带来风险。资本市场的发明,极大地便利了资本的筹集,同时,也有效地分散风险,它对人类社会经济发展的促进作用毋庸置疑。资本市场在有效分散了企业经营失败可能带给单个企业家风险的同时,也会弱化资本监督企业的治理效用。虽然现有研究普遍认为,机构投资者能够发挥监督、治理效应,普通投资者只需要借助“以脚投票”机制来保护自己,但是,当银行等资本经营机构不具备监督能力或(和)监督意愿,以及资本逐利或宽松货币政策、资本市场竞争导致资本充裕时,很多资本都在“跟风”,很难发挥监督作用。我国资本市场上,银行通过抵押等方式来转移风险、各类金融机构通过介入公司重大决策方式来保护自身利益的做法并不常见。又如,在风险资本市场,往往出现一个热门赛道、各大资本竞相投入,甚至是高溢价投入。据相关报道,在OFO、摩拜等共享单车企业备受市场关注时,投资人“主动”找上门来,主动提高公司估价。即便公司发行债券,也常常获得多倍认购,比如,2012年10月,中石油发行“12中石油02”企业债,获得34倍的超额认购。这也弱化了资本对企业的监督作用。

债务资本,特别是用于支持企业规模扩张的债务资本的引入,会增加企业管理团队与更大规模企业之间“错配”的风险,即现有管理团队难以有效管理、掌控扩张后大规模企业的风险。这是负债对企业风险的第二层含义。

恒大负债与发展的案例充分印证了这一点。1996年,恒大实业集团公司成立,致力于房地产开发业务;2009年11月5日,恒大于香港联交所上市。因此,我们可以获取恒

②在一个开放、竞争的市场上,任何一个行业,如果其利润率高,就会有很多进入者,将利润拉低;只有少数垄断行业或企业,其较高利润率不会被短期内的市场竞争压力而摊薄。即便是特斯拉这样发展迅速、利润率高的企业,它在上海的超级工厂投资规模500亿元人民币,也是通过低息银行贷款来实现的。

大自2006年起的公开财务数据。公开数据表明,2006年,恒大资产总额77.94亿元人民币,到2020年,这一数字增长为人民币23 012亿元人民币,15年增长将近300倍,年均复合增长率高于46%。

基于内涵式的规模扩张,利润是主要来源。恒大2006年的税后利润是3.25亿元人民币,2020年的税后利润为314亿元人民币,15年全部税后利润累计2 659亿元人民币。这一期间累计分红1 148亿元人民币,累计未分配利润1 511亿元人民币。不考虑少数股东权益,这一期间内涵式增长资金额度为1 511亿元人民币。这一期间股权融资增加的现金总额483亿元人民币,也就是说,如果不借助债务资本,至2020年,恒大的资产总规模最大理论值只能是 $77.94+1\ 511+483=2\ 071.94$ 亿元,这与2.3万亿元之间的差额,就是债务资本。

从目前已经公开的资料来看,由于债务资本的推动,恒大规模得到快速扩张。但是,规模扩张,不代表管理能力的上升,也不代表盈利能力的增加。2007~2009年,恒大平均资产周转率是0.16(各年资产周转率的平均值),2018~2020年的这一数字是0.24;净利润率(净利润/营业收入)2007~2009年的平均值是23.68%,2018~2020年的平均值是9.13%。资产周转率代表的是企业资产管理与运营效率,净利润率同样代表的是企业管理效率,所不同的是,前者更侧重单位资产的利用效率,后者关注的是运营过程的效率。如果仅仅对比资产周转率,2018~2020年,恒大的资产周转率上升较大,即总体资产利用效率上升较大,而代表运营过程管理效率的净利润率下降较大。前者的一个主要因素是每单位平均房价上涨幅度大。按照2010年恒大年报数据,2010年恒大合约销售面积788.7万平方米;2020年合约销售面积8 085.6万平方米。如果以该年末资产总额来核定企业资产管理效率,则2020年每亿元资产完成的合约销售面积0.351万平方米,2010年这一数字是0.755万平方米。效率对比明显降低^③。

与恒大规模扩张可以比较的案例企业是万科。万科成

立于1984年,早期并不是专注于房地产;1988年发行股票,1991年公开上市;1994年“君万之争”后,逐步剥离非房地产业务,专注于房地产开发(刘峰和魏明海,2001)。2001年,万科把万佳超市转让给华润,并引入华润作为控股股东,此后,万科专注房地产业务。2020年年报显示,万科股份的资产总额18 692亿元,销售收入4 191.1亿元。绝对规模大,发展速度快。但是,与恒大相比,万科股份“规模错配”的风险要低,因为,万科在经过当年“君万之争”后,专注房地产开发业务,企业规模扩张,都是在同一个业务领域内;万科已经完成从王石团队到郁亮团队的过渡;2018年9月,万科在年会上喊出“活下去”,表明新团队对可能到来的房地产市场低估有充分的预期。反观恒大,公司发展速度快,并快速扩张到多个产业,除了物业管理是对地产业务的自然延伸外,新能源汽车、网络、健康、金融、健康(医疗、养老、健康管理等)、食品(粮油、乳业、食品、生鲜等)均跨界较大,而管理团队仍然是创始人为主、以房地产开发和管理为背景的团队。

负债驱动企业规模扩张,不仅容易产生管理能力与规模“错配”,增大企业失败的风险,还会导致企业陷入投资和资本饥渴、规模扩张冲动。除了极少数例外,房地产企业普遍容易陷入“发债—囤地—拿项目—缺资金—发债—囤地—缺资金”的资金短缺和规模扩张并存的循环。这种规模扩张,都是基于资本市场上资本供求关系不改变,甚至资本越来越宽裕的假设或预想。一旦市场上资本供求关系改变、资本供应量不足,就会出现一批房地产企业项目停工,进而公司倒闭的现象。这时,负债对企业的意义,不仅仅是静态意义上偿付风险的增加,它还“养成”了企业扩张的“习惯”,使得资金短缺成为一种常态,更容易导致“错配”的风险,即:企业规模短期内快速扩张,超出管理团队管理能力能够有效控制的幅度。无论是扩张“习惯”所导致的资金“饥渴”,还是管理能力“错配”所导致的企业运行效率降低、运行过程中发生各类错误等失控风险增加,都会大大增加企业失败的概率。这是本文所强调的负债的意

^③恒大2020年的业务已经涵盖多个板块,仅仅用房地产面积来衡量其产出,其实并不太准确,这里只是为了说明这种现象的存在。笔者在检索这一数据时发现,2020年房地产业平均资产周转率是0.21,与恒大类似。这在某种程度上表明,房地产业是一个总体周转率都偏低的行业。平均而言,房地产业的发展是以资本、且主要是债务资本驱动为主,且项目公司居多,使得房地产业的发展,总体呈现出资本驱动的规模扩张,管理能力相对要弱于公司规模,这也使得房地产行业往往一旦资金链绷紧、项目停工,公司就失败的比例,要高于其他类型的企业尤其是制造类企业。

义之所在。本文称之为负债的第二层意义^④。

三、负债的意义：关于资本运营的新认识

很难明确界定资本运营这个术语最初是由谁提出来的。但是，它的大致产生背景是上个世纪80年代末、90年代初，特别是上海、深圳两个证券交易所投入运行，股份制改革与公司上市成为当时社会经济发展的热点。笔者在中国知网以“资本运营”为主题词检索，最早的记录是“构造国有资本运营主体是建立现代企业制度的关键”（李明贵，1994）。1994年只有7条记录，1995年就有27条，1996年增加到60条。之后，资本运营不仅是学术界关注的一个热点话题，还由于中国资本市场的快速发展而受到实务界的追捧，特别是当年君安尝试获取万科的控制权、宝安举牌延中实业等，让资本运营在当时实务界成为被高度关注的一个术语。一份互联网资料显示，东方集团创始人张宏伟曾经说过，“资产经营等于是做加法，资本经营却在做乘法”；互联网上还有一句流传非常广的“文案”：“经营产品，一分钱一分钱地挣；经营品牌，一毛钱一毛地挣；资本运营，一块钱一块钱地挣”。

尽管资本运营概念火热，但是，国际上并没有一个公认的资本运营的术语界定与解释，它也没有对等的英文术语。可以说，这是一个标准的、中国化的财务术语。

资本运营是与资产经营相对应的。资产经营是指通过有效管理、配置企业的资产，通过扩大产能等方式，提高效益，进而提升企业价值。按照字面理解，资本运营是期望通过有效运营资本来提升企业价值。具体到一个主体，是指通过市场发行股票或债券，取得更多的资本，然后，借助重组、并购等方式，将资本转化为具体的产能，进而提升公司价值。可以说，资产经营是指有效地配置资产负债表左方的资产，来实现价值增值；资本运营是期望通过有效管理资产负债表右方各要素来提升企业价值。

严格地说，资本运营缺少来自严谨理论的支持。实际上，Modigliani和Miller（1958）的经典文献就提出资本结构与企业价值无关。尽管后续针对MM理论的研究很多，但是，这些研究更多地集中在不同的资本结构风险对企业价值的影响方面，如债务的税盾效应会提升企业的价值、债务的破产成本会降低企业的价值、债务的监督作用会降低代理成本从而提升公司价值等。但是，对于资本运营本身是如何增加企业价值的，仍缺少有效的理论解释和机制甄别。

回到大北农的案例中。大北农是深市一家优质企业，2010年在深圳证券交易所中小板上市，上市后业绩一直稳定增长，2010年的销售收入为52.48亿元人民币，到2017年增长为187.42亿元；净利润从2010年的3.14亿元增长为13.18亿元。但是，其实际控制人邵根伙以其所持有的、超过40%的股权，分别在长城证券和民生银行进行质押，取得资本用于收购一家在香港上市的中国圣牧的控制权。这就是所谓的“资本运营”。也正是因为资本运营，邵根伙险些失去对大北农的控制权。因为控制权的争议，2018年、2019年，大北农的发展受到影响。

也正因为资本运营概念的推动，我国资本市场上有很多上市公司实际控制人质押股权、取得资本，投资其他产业，“再造一个上市公司”，“二次创业”。遗憾的是，绝大部分例子都是如同大北农的实控人那样，不但没有再创业成功，而且拖累了原有主业。就如同SWOT分析是一个广泛用于咨询和商业推广的术语，它本身缺乏一致的解释和有效的理论支撑^⑤，同样，资本运营也是一个缺乏内在理论支持的术语。在大北农的控股股东将其所持有的股权质押、取得资本进行运作、购入中国圣牧的股权时，站在大北农的立场上，尽管其资本结构没有发生改变，但那部分被质押的股权，其属性已经发生变化：如果在约定期间里大股东不能顺利解押，大股东就要失去这部分股权。这也会使得大股东的决策等行为产生相应的变化。股权质押对企业

^④实际上，这种错配风险在政府债务风险领域的表现也较为明显。部分地方政府透过城投债发行，取得资本，进行城市开发；开发后，城市土地增值，可以拿到更多的资本，继续进行开发。一旦这个循环停下来，没有新的资本投入，危机就会暴发。中央政府认识到这一风险，因此，通过各种方式来控制地方政府违规举债、盲目扩张的冲动。负债对企业扩张发展习惯的养成、进而导致错配风险，在债务约束的企业或行业表现得更加明显。也正因为如此，国资委加大对国有企业资产负债率的约束和限制，以期控制国有企业债务风险。

^⑤SWOT是哈佛商学院教授提出的一个术语，它是由Strength、Weakness、Opportunity、Threat的首字母组成。在实际应用时，其解释的主观性较强，比如苹果手机目前的“市场统治力”，它可以是S，也可以是W。

带来风险的实质，就是将股权一定程度上转性为债权。

这是我们在本文中所要强调的负债的另一层含义：单纯利用负债本身，并不能增加企业的价值，负债为企业增加的资本，只有与管理能力结合、配置成有效资产，才能提升企业的盈利水平，进而增加企业的价值。无论是财务管理还是管理会计教科书，都有一个“发行股票还是发行债券”的章节，其前提就是：企业通过发股或发债取得的资产，能够有效地形成产能。如果不能有效形成产能，通过负债取得的资本，就会成为企业的负担，因为利息支出高昂。就如同有媒体替恒大算了一笔账，恒大账面上自己公布的各种付息债务8133亿元人民币，以10%的年利率计算，恒大一年需要承担的利息是813亿元人民币。

实际上，美国著名的投资人巴菲特曾在致股东的一封信中多次强调，不要高估负债对企业的价值。他说，负债是企业倒闭的第一原因。

负债本身不能增加企业的价值；资本运营，一定意义上是一个缺乏学理依据的伪概念，它与SWOT分析一样，是一种似是而非的术语，被商业机构包装后，成为市场推广的手段。这需要我们反思^⑥。

四、负债的意义：关于资本结构的再认识

现有的资产负债率、资本结构等观念，形成于上个世纪80年代或更早。这一时期以工业化和制造业为主要活动，相对社会经济发展对资本的需求而言，金融资本供给总量相对不足，总体处于卖方市场阶段。资本提供方会选择他们所认可的行业和企业，并通过事前的合同约定、事中的参与（如出席股东大会发表意见、根据合同约定干涉公司决策等）、事后的约束（如通过法院强制执行）等发挥着治理、约束、引导企业的作用，也因此，资本结构具有信号意义，发挥着公司治理作用。比如，Jensen（1986）的自由现金流量理论，就是以金融机构能够有效甄别出好企业、好项目，并持续发挥公司治理作用等为假设前提的。负债能够传递稳定的信号，是资本结构研究的前提条件。

与金融机构发挥治理效用、从而资本结构具有相应的信号效应一致，现有教科书对风险的理解以及资本结构观念的形成，大背景是后工业化时代（主要是上个世纪80至90年代）。这一时期，人们对负债风险的认识，主要还是以企业实际违约所可能产生的实体风险为限。但是，随着互联网、特别是移动互联网的全面应用，社会进入数智化时代^⑦。数智化不仅改变了社会信息的传递方式，也强化了企业与企业之间的联系。在高度金融化、信息化的当今社会，互联网尤其是移动互联网带来了信息传播效应，一方面，一件事会在很短的时间里，很快传遍全网，“瞬间全域直达”，放大了好消息或坏消息的冲击性；另一方面，高度金融化，社会范围内流动性增加，企业的价值波动更大。两种因素叠加，好消息和坏消息对一个企业乃至市场的影响更加剧烈。往往一个市场传言，就会让企业股价下跌，甚至引发企业的流动性风险。比如，2021年7月19日，广发银行宜兴支行就未到期的1.32亿元贷款要求冻结恒大地产相应资产，消息传出后，恒大系四支股票市值当天下跌约640亿元人民币。

基于移动互联网的自媒体时代，同样的状况，给企业带来的风险和冲击远高于传统的工业化时代。相应地，负债对企业的意义，特别是风险的分布及其特征，也已经发生改变。

与这种社会经济形态转变的大趋势一致，负债的意义在改变，资本结构的意义也会产生改变。比如，上述小米的案例中，小米发行的股票，在IPO之前就被计作债券。这就是目前财务实务中的一个常见现象：债权股权化与股权债权化，使得负债和权益的界限模糊，它们的特征趋于一致。

在明确的负债（有息、有期、有约束力，风险有限但收益也有限）和明确的股东权益（没有利息成本、没有到期日，风险高但收益也高）之间，存在多种“中间状态”，最早的就是优先股。1863年英国通过的公司条例法案（Companies Clauses Act of 1863），就设专章规定了优先股及其持有人的义务，由此可见，优先股在英国的实践应该

^⑥我国资本市场发展过程中，陆续出现过一些没有学理支撑、却被广为讨论的概念或提法，除了上述资本运营外，还有很多，比如市值管理等。

^⑦社会各界曾经提出过多种不同的术语如大数据时代、互联网时代、云时代或“大智移云物区”等。这里用“数智化”来统称这一变化趋势，它的核心支柱是大数据与人工智能。

更早；美国优先股的最早实践可以追溯到1836年的马里兰州(Evans,1929)。优先股股东在享有股票的各种剩余权益的同时，在收益的分享、风险承担上又有一定成份的债券性质；反过来，可转换债券则是赋予债券持有人部分转股权利。现在的资本市场上，各类金融创新层出不穷，比如小米在香港上市前多轮融资中所发行的“可转换可赎回优先股”，就是一种同时融合股权和债权的工具。小米向香港联交所提交的招股说明书中第312页明确，2019年12月23日起，持有人可以选择赎回，且小米需要按照约定的利息率支付利息。这也使得可转换、可赎回优先股具有债券的属性。实际上，我国风险投资市场上最常见的“对赌”协议——通常的条款是要求企业在指定的日期里完成上市、否则就要按照约定的利息率回购——就是一种附带债务特性的股权。因此，股权已经不再单纯是那种长期、剩余权益持有者，它们也有在预定期限获利的压力，从而使得股权具有债权的属性。而诸如大北农控制人将股权质押，也是一定意义上的股权债权化。

无论是债权股权化，还是股权债权化，它们总体特征是一致的，就是在资本方风险有限的前提下，提高资本方的收益。这种趋同特征，一方面，让股权、债权的风险和收益趋于一致，资本提供方试图尽可能降低风险、提高收益，而这种风险压力转移到企业，使得企业可能承担的风险更大。企业经营成功，债权转换成股权，参与利益分享；企业经营出现问题，股权会变成债权，使得企业失败的风险加大。另一方面，股权和债权的界限变得模糊，这使得传统的关于股权和债权、尤其是资本结构信号意义等的研究，需要重新认识，或者说，资本结构的信号效应中，“信号”已经不同。资本结构理论存在的基础已经被改变，资本结构理论同样值得重新研究。

五、负债的意义：新的研究起点

自从Modigliani和Miller(1958)的经典论文揭开财务研究的科学化道路起，资本结构就成为财务理论的核心组成部分。

社会是不断发展的，依附于社会环境而运行的企业，其运营模式会相应改变。具体、特定企业的财务行为，自然会发生依存性改变。相应地，财务理论应该、也必须作出相应的改变。

本文从负债的意义出发，提出因为社会经济环境的改变，我们对负债的认识需要改变。本文的分析认为，负债不仅仅代表了企业的偿债风险，它还会改变企业的运营模式，容易产生管理能力与规模错配的风险，甚至，会让管理层养成盲目自信的错觉，带来盲目扩张的冲动；负债本身不能增加企业的价值，只有当负债引入的资本能够被有效利用，才会提升企业的价值；社会经济发展从后工业化进入数智化，社会运行模式已经被重构，各种金融创新层出不穷，股权债权化和债权股权化，模糊了股权和债权的边界，负债的含义也变得不是特别清晰，资本结构，需要我们重新认识。

“理论是灰色的，生命之树常青”。我们需要重新厘清企业融资的渠道，每种融资方式给企业带来的收益、成本、约束，进而重新定义企业的融资渠道，甚至突破传统的负债、权益二分法，提出新的资本来源的分类方式，以向市场传递更有意义的信息，增加财务报表的有用性。

主要参考文献：

- [1] 葛家澍,刘峰.会计理论——关于财务会计概念结构的研究[J].北京:中国财政经济出版社,2003.
- [2] 李明贵.构造国有资本运营主体是建立现代企业制度的关键[J].学习月刊,1994,(8):28-29.
- [3] 李心合.企业真实财务风险水平衡量研究[J].财务研究,2021,(2):3-14.
- [4] 刘峰,魏明海.公司控制权市场问题:君安与万科之争的再探讨[J].管理世界,2001,(5):187-190.
- [5] Barclay, M., Smith, C., The Maturity Structure of Corporate Debt[J]. Journal of Finance, 1995, 50 (2) : 609-631.
- [6] Barclay, M., Smith, C., Watts, R., The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies[J]. Journal of Applied Corporate Finance, 1995, 7 (4) : 4-19.
- [7] Evans Jr, G. The Early History of Preferred Stock in the United State[J]. The American Economic Review, 1929, 19 (1) : 43-58.
- [8] FASB, Statements of Financial Accounting Concepts[R]. Elements of Financial Statements of Business Enterprises, 1980.
- [9] Jensen, M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers[J]. The American Economic Review, 1986, 76 (2) : 323-329.
- [10] Modigliani, F., Miller, M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment[J]. American Economic Review, 1958, 48 (3) : 261-297.

On the Meaning of Liability

LIU Feng, ZHAN Yun-fei, LIN Xi

Abstract: Using the case of three companies, including Evergrande, Great Northern Agriculture and Xiaomi, this paper explores the meaning of liability in the context of changed economic environment. Traditionally, the term liability is elaborated from the perspective of insolvency risk which could not fully capture the nature of liability. We try to open the box of liability and propose a three fold argument: (1)Debt-financing capital-driven, especially excessive-debt-capital-driving scale extended reproduction is prone to lead to mismatch risk; (2)The so called capital-operation, or ziben yunying in Mandarin, overestimates the possible role of liability; (3)The debtization of equity and the equitisation of liability both blur the otherwise clear-cut boundary between debt and equity, and bring a brand new topic for researchers. Thus, the meaning of liability need to be reconceptualized and capital structure research calls for the new and appropriate underlying theory.

Key words: liability ; extensive extended reproduction ; capital operation ; debtisation of equity

(责任编辑 周愈博)

中国政法大学