

## 企业负债经营状态的利益主体判别方法

卢凤君<sup>①</sup> 郑晓梅

(中国农业大学管理工程学院)

**摘 要** 基于负债经营的财务杠杆原理,对合理负债经营这一国有企业改革热点问题探讨。针对现有确定合理负债标准的不足之处,运用系统分析定性与定量相结合的方法,从权益人、债权人这2个与企业发展相关的利益主体方面研究了企业负债经营状态的主体判别方法。

**关键词** 负债经营; 利益主体; 判别方法

**中图分类号** F272.5

### Discriminating of Interest Mainbody of Debt Operation State of Enterprise

Lu Fengjun Zheng Xiaomei

(College of Management Engineering, CAU)

**Abstract** Based on the financial leverage theory of management in debts, the excessive debt problems existing in the reform of the state-owned enterprises were discussed. Countering the systematic analyses combining with quantitative and qualitative methods were used to study the discriminating method of debt management state of state-owned enterprise from the aspects of owner and creditor.

**Key words** debts operation; interest mainbody; discrimination method

随着国有企业过度负债对市场经济发展阻碍的增大,负债经营问题已引起理论界和管理者的广泛重视。合理负债能使企业有效地发挥财务杠杆效应、降低资本费用、增加权益人收益和债权人安全,使与企业相关的利益主体愿意向其提供资源,满足企业生存和发展的需要。

研究合理负债经营问题,国内外已有许多方法可供借鉴,例如图表分析法、比率分析法、杜邦分析体系,以及多元判别合理负债比的回归模型分析方法、判断企业破产边界5个主要指标的Z-Score模型法<sup>[1]</sup>和确定企业最佳负债额的MM模型法<sup>[2]</sup>,但这些方法在确定企业合理负债标准时,对企业各个利益主体的偏好和资源供给决策的相互影响考虑不够,不能把负债经营状态的判别与企业内部条件和外部环境的变化相联系。

为了克服上述方法的不足,笔者在查阅分析文献和企业调研的基础上,总结出如图1所示的企业负债经营状态的利益主体判别机理,从权益人和债权人方面研究了企业负债经营状态的利益主体判别方法。

收稿日期:1997-07-01

①卢凤君,北京清华东路17号中国农业大学(东校区)129信箱,100083

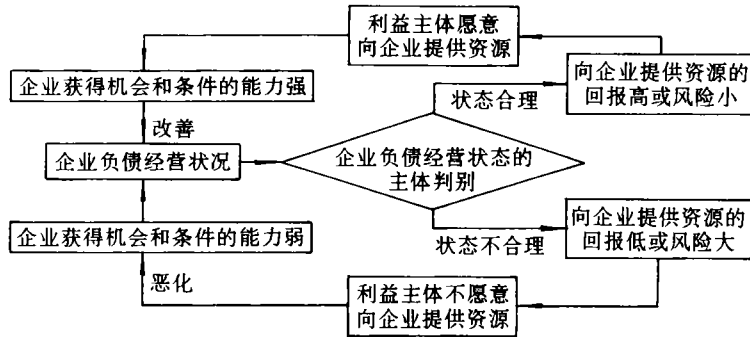


图1 企业负债经营状态主体辨识效应循环

## 1 指标选取和模型构建

为了较好地反映权益人和债权人的意愿和偏好,选取“权益资金收益率”和“负债保障倍数”作为衡量企业负债经营状况的主要指标。权益资金收益率是企业税后利润与股东权益资金的比值,作为衡量企业获利能力的重要指标,可用于反映企业对现有和潜在权益人所提供资金资源的吸引力。负债保障倍数是企业税后利润与负债的比值,作为衡量企业偿债能力的重要指标,可用于反映企业对现有和潜在债权人所提供资金资源的吸引力。这2个指标都由税后利润生成,因此,在构建模型时应首先建立税后利润生成方程。

### 1.1 税后利润生成方程

税后利润是衡量企业负债经营状况的指标。基于财务管理及分析的概念,税后利润与其主要影响因素的关系可表示为

$$R_p = C_z(y - R_D x)(1 - T) \quad (1)$$

其中

$$y = R_s - R_c + R_w$$

式中: $R_p$ 为税后利润; $C_z$ 为企业总资产; $y$ 为不包括财务费用的企业实际资产利润率; $R_s$ 、 $R_c$ 分别为资产收入率和资产费用率(费用中不包括债务成本费用); $R_w$ 为投资净收益加营业外净收入与总资产的比值; $x$ 为资产负债率; $T$ 为所得税率; $R_D$ 为企业负债平均还款利息率,其值为

$$R_D = \sum_{i=1}^n K_i W_i$$

式中: $K_i$ 为第*i*种债务的资金成本率; $W_i$ 为第*i*种筹资方式筹得的负债占总债务的比重; $n$ 为企业使用债务的种类数。

### 1.2 企业负债经营状态的权益人判别模型

将式(1)两边同时除以权益资本 $C_z(1-x)$ ,建立能够反映权益资金收益率 $Y_Q$ 与其主要影响因素关系的如下方程:

$$Y_Q = (y - R_D x)(1 - T) / (1 - x) \quad (2)$$

由于 $Y_Q$ 只有高于市场平均利息率 $R_m$ 一定倍数 $\alpha$ ,即 $Y_Q \geq \alpha R_m$ ,现有或潜在权益人才愿意向企业提供资金资源。不等式中倍数 $\alpha$ 包括了企业投资者承担风险的心理能力和企业信誉。一

般说来,投资者承受风险的心理能力越强,企业在同行业中的地位越高、信誉越好、发展潜力越大, $\alpha$ 值就越小,否则相反。将式(2)和上述不等式条件加以整理,得到如下不等式方程:

$$y \geq \alpha R_m / (1-T) - [\alpha R_m / (1-T) - R_D] x$$

令  $a = \alpha R_m / (1-T)$ ,  $b = \alpha R_m / (1-T) - R_D$ , 得  $y \geq a - bx$ , 其中参数  $a$  和  $b$  受  $\alpha$ ,  $T$ ,  $R_D$  和  $R_m$  等因素的影响。

把  $B_y = a - bx$  作为从现有或潜在的权益人方面评价企业负债经营状态合理与否的标准线模型。当  $y > B_y$  时,企业处于权益人认可的合理负债经营状态;当  $y < B_y$  时,企业就进入权益人认为的不合理负债经营状态。

### 1.3 企业负债经营状态的债权人辨识模型

将式(1)两边同时除以企业的负债总额  $x C_z$ , 建立能够反映负债保障倍数与其主要影响因素关系的如下分析方程:

$$F_B = (y - R_D x) (1 - T) / x \quad (3)$$

企业的负债保障倍数  $F_B$  只有大于或等于倍数  $\beta$ , 即  $F_B \geq \beta$ , 现有或潜在的债权人才愿意向企业提供资金资源。不等式中倍数  $\beta$  包括了企业债权人的贷款偏好和企业信誉。一般说来,企业在同行业中的地位越高、信誉越好、发展潜力越大、资金变现能力越强, $\beta$  值就越小,否则相反。根据式(3)和上述不等式条件,整理得到如下不等式方程:

$$y \geq [\beta / (1-T) + R_D] x$$

令  $c = \beta / (1-T) + R_D$ , 得  $y \geq cx$ , 其中参数  $c$  受  $\beta$ ,  $T$  和  $R_D$  等因素的影响。

把  $O_y = cx$  作为从债权人角度评价企业负债经营状态合理与否的标准线模型。当  $y > O_y$  时,企业处于债权人认可的合理负债经营状态;当  $y < O_y$  时,企业就进入债权人认为的不合理负债经营状态。

## 2 企业负债经营状态主体判别方法的图析

利用模型  $B_y = a - bx$  和  $O_y = cx$  判别企业负债经营状态的过程可以借用图形来分析。对于

$\alpha = 1.5$ ,  $\beta = 0.25$ ,  $T = 0.33$ ,  $R_D = 0.12$ ,  $R_m = 0.09$  的企业,  $B_y = 0.2 - 0.08x$ ,  $O_y = 0.49x$ 。企业负债经营状态的主体判别结果如图2所示:状态值域1为  $CAE$  线以上的区域,  $y$  落在该区域内,权益人和债权人都愿意向企业提供资金资源,为合理负债经营状态值域。状态值域4为  $OAF$  线以下的区域,  $y$  落在该区域内,权益人和债权人都愿意向企业提供资金资源,为对权益人和债权人都缺乏吸引力的不合理负债经营状态值域。

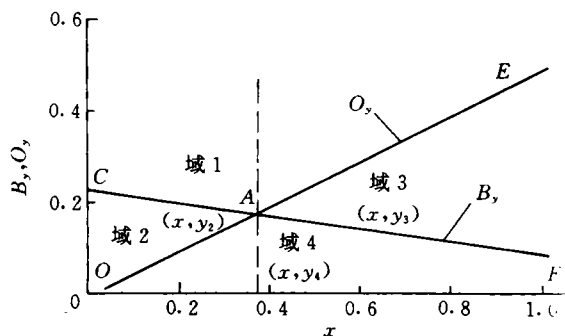


图2  $T=0.33$  的企业负债经营的状态值域

状态值域2为  $CAO$  线左边的区域,  $y$  落在该区域内,权益人不愿意向企业提供资金资源,但债权人愿意向企业提供资金资源,为对权益人缺乏吸引力的不合理负债经营状态值域。状态值域3为  $EAF$  线右边的区域,  $y$  落在该区域内,权益人愿意向企业提供资金资源,但债权人不愿意向企业提供资金资源,为对债权人缺乏吸引力的不合理负债经营状态值域。

4 个状态值域是随所得税率  $T$  和市场平均利息率  $R_m$  等政策参数的变化而改变的。当其他条件不变,  $T$  由 0.33 降至 0.15 时, 辨识模型就变成  $B_y = 0.16 - 0.04x$ ,  $O_y = 0.41x$ 。图 3 的虚线反映  $T$  改变后的  $O_y$  和  $B_y$  标准线, 实线为  $T$  改变以前的  $O_y$  和  $B_y$  标准线。图 3 说明: 权益人和债权人判别模型是一种能够评价变环境企业负债经营状态的模型。当  $T=0.33$  时,  $x$  在 0.4 左右企业的资本结构比较合理, 当  $T=0.15$  时,  $x$  在 0.35 左右企业的资本结构比较合理, 即在该资本结构条件下, 企业的经营状况容易满足权益人和债权人提供资金的要求。这表明一个享受减税政策的资本结构处于合理状态的企业, 当丧失政策优惠条件时, 应当通过适度增加举债资本来抑制企业对资源吸引力的降低速度。

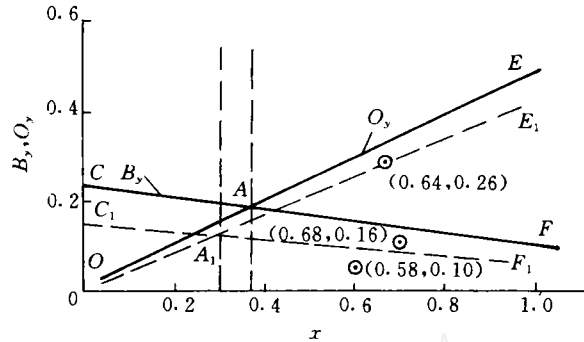


图 3  $T=0.15$  的企业负债经营状态的值域

运用图形分析方法同样可以讨论  $\alpha, \beta, R_m$  和  $R_D$  变化对 4 个值域的影响。一般说来,  $\alpha$  和  $R_m$  增大, 可以使  $B_y = a - bx$  线的截距上移和向右下方旋转;  $R_D$  增大, 可使  $B_y = a - bx$  线向左上方旋转, 导致值域 1, 2 缩小, 值域 3, 4 扩大;  $\beta$  和  $R_D$  增大, 可使  $O_y = a - bx$  线向左上方旋转, 导致值域 1, 2 缩小, 值域 3, 4 扩大。

### 3 企业负债经营状态主体判别方法的应用

企业负债经营状态主体的判别方法可用于探讨国有企业调整资本结构、改变经营状态的途径和条件。从图 2 也可以看出:

- 1) 经营状况  $(x, y_1)$  处于值域 4 中的企业, 无法从改善资本结构方面获得经营状态和资源吸引力的改变, 而只能从提高资源利用效率的角度寻求出路;
- 2) 经营状况  $(x, y_2)$  处于值域 2 的企业, 可通过适度增加举债资本或降低权益资本改善资本结构来获得经营状态和资金资源吸引力的有限改变;
- 3) 经营状况  $(x, y_3)$  处于值域 3 的企业, 可通过适度减少举债资本或增加权益资本改善资本结构来获得经营状态和资金资源吸引力的有限改变;
- 4) 处于值域 2 和 3 的企业要想从根本上发生状态改变, 都应在改善资本结构的同时, 从提高产销率、降低单位产品成本等方面寻求提高资源利用效率的出路。

据 1995 和 1996 年统计, 我国大多数国有企业的负债比率都在 0.58 到 0.75 之间, 净资产收益率在 3% 到 12% 之间。利用公式

$$y = Y_Q(1-x)/(1-T) + R_D x$$

求得反映大部分企业经营状况的  $y$  值均在 8.8% 到 14.5% 之间。这说明我国大多数国有企业的负债经营都处于第 4 个状态值域, 属于对权益人和债权人都缺乏资源吸引力的不合理负债经营, 无法从改善资本结构方面获得经营状态的改变, 唯有提高资源利用效率才是改善经营状态的出路。

图 3 中的 3 个圆圈反映的是 3 个比较代表性的企业经营状况:

- 1) 状况  $(x, y)$  为  $(0.58, 0.10)$  的企业由于经济效益差, 无法单独依靠调整资本结构来改变

其所处的不合理负债经营状态。

2) 状况 $(x, y)$ 为 $(0.64, 0.26)$ 的企业(总资产 $C_z=1.2$ 亿元)由于经济效益比较好,可通过发行股票、增加权益资本、降低负债比,从而调整资本结构来改变其所处的不合理负债经营状态。其转变到合理负债经营状态的条件是:把 $x$ 从 $0.64$ 调低到 $0.5$ 左右,这就需要增加权益资本 $C_Q=(0.64/0.50-1)C_z=0.28C_z=0.336$ (亿元)。

3) 状况 $(x, y)$ 为 $(0.68, 0.16)$ 的企业( $C_z=1.5$ 亿元)经济效益不满足上市发行股票的条件,应主要依靠债权转股权、增加权益资本、降低举债资本,从而调整资本结构来改变其所处的不合理负债经营状态。其转变到合理负债经营状态的条件是:在国家减所得税和企业提高资源利用效率的同时,把 $x$ 从 $0.68$ 调低到 $0.4$ 左右,需要举债资本转变成成为权益资本的数量达到 $C_Q=(0.68-0.40)C_z=0.28C_z=0.42$ (亿元)。

#### 4 结束语

本文只是作者利用系统分析方法研究企业合理负债问题的部分结果。由于篇幅限制,省略了模型参数模拟求解的过程和经营者、职工、政府等与企业相关利益主体的判别模型。为了提高企业负债经营利益主体判别方法的应用价值,笔者正在研究与状态判别问题后关联的状态转移问题,研究结果将另文发表。

#### 参 考 文 献

- 1 刘淑莲. 企业财务失败预测中的 Z-Score 模型. 财经问题研究, 1995, 8(8): 50~52
- 2 余婧纛. 企业理财学. 沈阳: 辽宁人民出版社, 1996. 104~115