

# 企业负债经营的安全边际分析

熊 辩

(西南财经大学会计学院 成都 611130)

**【摘要】** 本文从企业资产负债表中的应收账款、存货预计企业短期经营现金流的流入,从应付账款、短期负债预计企业短期经营现金流的流出,通过利润表中的经营支出数据预计企业的工资支出、材料采购等成本,进而预计企业经营净现金流量能否覆盖短期负债,判断企业目前的负债水平是否超过安全边际。并基于此再根据企业销售情况、销售利润率、待投入项目利润率、资产结构、融资期限、利率水平,综合确定负债规模,以寻找最优资本结构。

**【关键词】** 负债经营 最优资本结构 安全边际 经营净现金流量

在我国关于负债经营的研究都试图从财务预警、资本结构的视角分析企业负债经营的影响因素及优劣,但是由于不同企业经营和财务之间的关系存在差异性,很难系统上总结企业最优的资本结构,所以无论是Z值模型还是财务预警系统都很难为每个企业定义一个最优资本结构,而从企业融资偏好研究,也不能得出企业的最优资本结构中负债的比例。本文尝试换一个视角,从企业短期负债覆盖的角度探索企业负债经营的安全边际,以寻找企业的最优资本结构。

## 一、企业负债经营的传统财务分析

企业负债经营的基本原理是:企业能否获益于负债经营取决于债务资本利润率和负债利率的大小,当债务资本利润率等于负债利率时,企业再增加债务融资会降低企业价值,此时公司达到最优资本结构。从负债经营的安全性方面来看:传统财务指标分析更多的是以流动比率、速动比率、资产负债率、利息保障倍数测算企业偿债能力的强弱,这种方法存在着一些优点,但也存在一些劣势。

第一,如果资产负债率越低,流动比率、速动比率、利息保障倍数越高,企业偿债能力越强。但上述财务比率分析往往基于历史数据,而且是企业负债经营粗略的指标,这种分析方法未能挖掘出企业资金运用的潜力,也未能形成一个系统性的分析方法以确定最优资本结构。

第二,传统财务指标难以达到企业负债经营的实时监测。财务指标仅仅是企业历史数据的分析,企业的生产经营具有延续性,其销售收入增幅和稳定性的变化,市场环境的变化、应收账款周转天数和存货周转天数的变化都使得企业资金链的变化随着企业经营的变化而变化。所以,传统财务指标很难达到实时监测的目标,未能全面利用会计信息以预测企业净现金流量,预测企业负债经营的现金流断裂风险。

第三,无论是财务指标分析、企业净现金流量分析都很难从财务原理和资金流向上预测企业负债经营的安全性,所以

本文提出要结合企业现金流量及资产配置,从资金流向的角度,结合资产、负债、利润等综合信息,分析企业的现金流是否能够覆盖企业的短期负债,确定企业的负债比例是否符合安全边际;从企业产品销售及利润率、资产结构、融资期限与利率水平三个维度分析企业是否有进一步增加负债率的可能性,进而寻找企业的最佳负债比率和最优资本结构。

## 二、企业负债经营的安全边际分析

基于上述传统财务分析对于企业负债经营现金流预测时效性的欠缺,本文提出了一种能够实时测算企业现金流断裂风险的计算公式,流动负债包括短期需要归还的款项及利息支出项目,而且短期负债具有时间上的可调整性,可以与企业目前经营现金流量实现期限的匹配,长期负债具有时间效应的滞后性,其偿付压力未在当期得到体现,所以仅分析短期负债规模比例是有利于分析企业现金流的健康状态,以测算企业负债经营的安全边际。

### 1. 负债经营安全边际公式原理。

$$\text{货币资金} + \sum_{1}^n \frac{(\text{应收账款净值} \times \text{综合回收比率})}{(1+r)^n} + \sum_{1}^n \frac{(\text{存货} \times A)}{(1+r)^n} = \sum_{1}^n \frac{\text{流动负债}}{(1+r)^n} + \text{营业性支出} \quad (\text{公式 1})$$

注:货币资金数是能够直接支付流动负债的,不需要贴现;应收账款还应考虑综合回收比率,逐笔根据时间进行贴现;存货需要乘以A(A代表综合系数,既包括以现金实现的销售收入,也包括以应收账款实现的销售收入,区分这两种收入的方式是否进行贴现)。

第一,由于偿还短期负债是企业近期需要履行的义务,在公式1中未考虑企业经营过程中的应付账款及应付票据项目,因为应付账款及应付票据的偿付义务并不像借款及利息支出具有法律的强制性,企业可以通过与交易方进行协商延期支付。

第二,企业需要支出资金的现时义务包括企业正常经营过程中涉及的材料采购、工资支出等经营支出,由于企业材料采购一般具有阶段性,并不需要在一个较短的时期内进行采购,所以在公式2中才考虑材料采购,但是该公式必须考虑工资和水电等维持企业正常运营的日常经营性支出,这些数据可以从企业的历史财务数据得出。

第三,由于企业利用负债融资的成本是较为固定的,公司可以测算其经营规模下负债融资的成本。以向银行贷款融资为例,不同的销售收入和资产规模的企业均可以测算贷款利率上浮的百分比。企业可以通过举债方式调整资本结构,从而降低企业的综合资金成本。所以以企业贷款利率作为统一贴现率 $r$ 是合理的,主要是为了实现企业现金流入和负债支付义务期限的匹配。

2. 公式的改进和运用。

$$\begin{aligned} & \text{货币资金} + \sum_1^n \frac{(\text{应收账款净值} \times \text{综合回收比率})}{(1+r)^n} + \\ & \sum_1^n \frac{(\text{存货} \times A)}{(1+r)^n} = \sum_1^n \frac{\text{借款、利息支出}}{(1+r)^n} + \sum_1^n \frac{\text{应付账款}}{(1+r)^n} + \\ & \text{工资支出} + \sum_1^n \frac{\text{材料采购}}{(1+r)^n} \end{aligned} \quad (\text{公式 2})$$

注:短期负债分成借款、利息支出、应付账款等项目,应付账款根据账期进行贴现,材料采购根据材料采购时间安排进行贴现,全面考核公司经营现收现支。

第一,分析企业负债经营的安全边际更多是从企业的现金流入手,分析企业的现金流是否有断裂的风险,利润是账面上盈利的数据,和现金流量不完全一致,而且由于企业融资和投资活动现金流量不具有稳定性,所以分析企业负债经营的安全边际更多的是基于经营活动现金流,分析企业自身经营现金流能否覆盖其现金支出和短期负债。

第二,当上述公式左边数值大于右边时,企业可以根据待投放项目收益率、债务资本利润率和融资成本考虑增加负债;当公式左边数值接近于右边时,企业可以给予购货方一定的优惠以尽快收回资金,并加快存货的销售,同时要延迟应付账款的付款期限,在内部无法实现融资时,要及时监测存货的销售情况以及应收账款的回收情况,考虑适时通过外部再进行融资。当公式左边数值小于右边时,企业在进行上述补救措施的同时,要考虑应急方案,及时补充流动资金。

### 三、负债经营下企业最优资本结构的影响因素

通过上述分析,我们可以分析预测企业负债比例是否超过了安全边际,企业是否有资金链断裂风险,企业是应该增加负债还是减少负债,但要确定最优资本结构,还需要综合考虑以下因素:

第一,企业的产品销售及利润率。如果企业的销售收入稳定、应收账款周转天数较短,说明企业在未来能够提供较为稳定的现金流,则可以增加企业的负债水平,提高净资产利润率。如果企业产品利润率大于融资成本一定的幅度,则企业可

以增加一定比例的长期负债,不仅降低短期还款压力,而且可以扩大再生产规模。当然企业产品利润率会随着负债融资规模的增加而逐渐减小,一方面是因为融资规模增加利息支出,另一方面是因为融资规模和产品生产规模的不匹配,导致运营资金过多,提高资本成本。

第二,企业的资产结构。由于长期资产的变现能力差,短期资产的变现能力强,流动负债要求企业能在短期内筹集足够的资金。所以长期资产所占比重较大的企业应利用长期负债筹集资金,而短期资产所占比重较大的企业应利用流动负债筹集资金。短期负债由企业经营净现金流量来偿还,所以上述的分析应精确到一段时间内企业的经营净现金流量是否能覆盖短期负债。

第三,融资期限与利率水平。由于长期负债的还款期限较短,短期负债比较靠后,不要求企业在短期内有足够的净现金流量。所以当长期负债的利率和短期负债的利率相差较少时,企业一般较多地利用长期负债,当长期负债利率远远高于短期负债利率时,则会使企业较多地利用流动负债,以便降低资金成本。

### 四、结论与建议

本文从企业资产负债表中的应收账款、存货预计企业短期经营现金流的流入,从应付账款、短期负债预计企业短期经营现金流的流出,通过利润表中的经营支出数据预计企业的工资支出、材料采购等成本,进而预计企业经营净现金流量能否覆盖短期负债,判断企业目前的负债水平是否超过安全边际,基于此得出几个重要的结论与建议:

第一,企业经营是持续性的,公司的财务分析是基于历史数据得出的结论,要准确预测企业负债经营的安全边际,必须要利用现有数据进行综合分析,包括应收账款账期、存货转变为销售收入不同形式的比例(货币资金或应收账款)、材料采购规模、日常经营性支出的数据。

第二,在确定了企业负债经营安全边际后,还要再根据企业销售情况、销售利润率、待投入项目利润率、资产结构、融资期限、利率水平,综合确定负债规模,以寻找最优资本结构。

第三,企业融资规模必须与企业经营的实际情况匹配,比如生产规模与市场销量的匹配,融资期限与公司经营净现金流量的匹配,企业利润率与融资成本的匹配,企业经营目标与融资规模的匹配。只有通过上述综合分析,才能进一步确定或者接近企业的最佳资本结构。

### 主要参考文献

1. 沈维涛,叶晓铭. EVA对上市公司资本结构影响的实证研究. 经济研究, 2004; 11
2. 肖作平. 资本结构影响因素和双向效应动态模型——来自中国上市公司面板数据的证据. 会计研究, 2004; 2
3. 郭鹏飞,孙培源. 资本结构的行业特征: 基于中国上市公司的实证研究. 经济研究, 2005; 5
4. 陆正飞, 高强. 中国上市公司融资行为研究——基于问卷调查的分析. 会计研究, 2003; 10