

负债经营策略与

企业管理目标浅析

崔晓煊

负债经营策略实质上就是企业利用财务杠杆原理,以负债方式筹集企业经营所需资金,并利用其创造的超额利润来提高企业价值,实现企业管理目标。早在 2000 多年前,古希腊著名的物理学家阿基米德曾说:“给我一个支点,我能把整个地球撬起来”。当这个通俗形象的“杠杆原理”运用于企业财务管理之中时,其所形成的财务杠杆时常会有两个极端结果:有的企业利用高额负债创造出“撬起地球”般的业绩,而有些企业却被杠杆另一端高高撬起,重重地摔在地上,陷入债务泥沼甚至走向破产。负债经营策略对企业管理目标的重要性由此可见一斑。

一、负债经营策略对企业管理目标的影响

一般地讲,企业一旦成立,就会面临竞争,并始终处于生存与倒闭、发展与萎缩的矛盾之中。因此,企业在经营管理上有三个层次的目标:第一层次是生存目标,这是企业的起点,也是最基本的经营目标;第二层次是发展目标,通过加大经营深度,扩大经营范围,以求提高市场占有率;第三层次是盈利目标,企业只有盈利才有存在的价值,这是企业的最终目标。与之相对应,现代企业财务管理首先是要求财务管理采取基本措施保持以收抵支并维持企业债权债务的平衡关系,保证企业正常经营运转;其次是通过实施筹资、投资和股利分配等方面的决策,筹集企业经营发展所需要的资金,保证企业拥有必要的经营实力并获取规模效益;第三是要求财务管理的各项决策以及财务计划、控制等措施,必须以为企业创造利润为基本导向,通过合理有效地使用资金使企业获利,努力实现企业价值的最大化。

财务管理与企业经营目标之间的这种内在联系,决定了负债经营策略的重要性。负债经营策略是财务管理的一项核心内容,它主要通过债务资本的筹集、使用与还本付息来影响企业的综合资金成本和资本结构,进而影响企业的价值以及生存与发展。当企业负债经营决策正确,能够合理保证企业达到最佳资本结构时,这部分资金就可以为企业创造出高于负债成本的超额利润,促进实现企业价值的最大化。这正是企

业经营者重视负债经营策略的实质所在。

二、负债经营策略的运用程序

企业生存与发展所需要的资金大体有两个来源,一是资本积累,即依靠自我经营成果逐步积累资金;二是靠资本聚积,即通过企业间的兼并以及增发权益性资本、扩大负债资本等方法,迅速筹集大量资本。随着全球经济的快速发展及企业管理决策技术的不断优化,负债经营理论已被世界各国理论界、实业界所关注,著名的 MM 模型、均衡理论、不对称信息理论及权变理论等在理论界获得认可,为跨国公司大量推崇和运用。

负债经营策略是指企业利用负债成本的固定性特点,通过负债来扩充企业生产经营所需资金,改变企业资本结构,进而改变企业收益分配格局,提高权益资本收益率的一种经营策略。负债经营策略的运用程序,主要包括研究企业资本结构中各种长期资金来源的比例关系,重点研究负债比例与公司的资本成本及公司市场价值的关系,确定企业生产经营过程中的最佳资本结构,进而确定企业负债规模及其筹资方式,并将其付诸实施。

1、确定企业最佳资本结构。企业的最佳资本结构是指使企业价值最大化的负债资本与权益资本的比例关系,在定量分析程序中主要使用企业价值和综合资本成本指标。

按照现代财务管理的简易计算模式,企业价值就是企业发行债券的面值加上企业股票的价值,其中企业股票的价值等于企业税后利润除以必要的资本收益率。

$$\text{综合资本成本} = B/V \times K \times (1-T) + S/V \times R$$

其中: B: 长期负债金额, V: 企业价值, K: 长期负债成本, T: 企业所得税税率, S: 企业股票价值, R: 企业股票每股收益率。

2、进行负债筹资决策。在确定企业负债规模后,关键问题是对所需筹集的负债资本来源进行决策。在决策中通常使用的量化指标主要有加权平均资金成本指标和筹资突破点决策。

加权平均资金成本就是各项资金占资金总额中的比重与其相应的资金成本乘积的总和。筹资突破点是指在保持其资本成本率的条件下可以筹集到的资金总额,其公式表达为“可用某一特定资金成本率筹集到的某种资金额”除以该种资金在资本结构中所占的比重。

3、对负债筹资决策进行再分析。主要包括对资本结构的再认定、对筹资渠道的再研究以及对边际资金成本的再分析。其目的在于最终论证筹资决策过程的科学性、合理性。

4、组织实施负债筹资决策。即按照负债筹资决策进行信用融资、短期负债融资、长期借款和发行债券等。

三、负债经营决策的系统因素分析

负债经营策略对实现企业管理目标是十分重要的,这种重要性可以通过财务杠杆公式所反映的负债对每股收益的影响而量化表现出来。与会计基本假设一样,现代财务管理对负债经营策略的论证实质上也有假设条件,它是假定企业外部融资环境、生产经营的稳定程度以及内部管理等方面都处于较为理想的状态,并且要求这种策略应随着各种影响因素的变化而不断进行调整。因此,在运用负债经营策略时必须注意相关系统因素所产生的影响。

首先,要深刻认识到负债经营的“双重影响”。一方面它确实能够给企业带来剩余利润,实现企业管理目标;另一方面它也可能给企业带来毁灭性的灾难,即在负债的抵税作用增加的同时,带给企业的风险也随之增加。以韩国为例,80年代至90年代中期,在全球经济膨胀式发展以及跨国公司营销旺盛的条件下,银行信贷资金也容易获得,多数大型企业集团以惊人的高负债经营策略曾经创造出惊人的收益。这些企业的净资产负债率大都在500%以上,全国30家最大企业集团的负债加在一起,占全国总财富的1/3。美国《幸福》杂志评选出的1995年度全球500家最大公司中,韩国大企业集团入选12家,其中大字、三星分别以512.15亿美元和350.6亿美元的销售收入,分别位列排行榜第34位和第67位,其他10大公司也在跨国经营中有不俗表现。然而,高负债率给企业带来的高风险在近两年也充分暴露出来。东南亚金融危机爆发后至去年底,韩国已有8大企业因为债务关系难以维持而被迫宣告破产,其中真露集团负债率高达3075%。这正是高负债经营策略在经营环境发生较大变化之后对企业价值产生了负面影响。

其次,要明确经营风险对负债经营策略的影响。企业生产营销对企业管理目标的影响一般是通过经营杠杆来反映的,经营杠杆与财务杠杆的乘积等于总杠杆,共同对企业经营目标产生影响。因此,在使用财务

杠杆时一定不能忽视经营杠杆的作用。当企业营销旺盛且能够提供足够多的边际收益时,适当采取较高的负债水平才能对企业价值产生足够大的正面影响;在企业营销困难时期,采取较高的负债水平只能加大企业的负担甚至是破产风险。以1994年为例,当年我国国有企业的资产负债率高达70%,资产盈利率为6%—7%,而贷款的平均利率为12%,从总体上讲,企业创造的税息前利润还不够偿还债务利息,有1/3以上企业呈现亏损局面也就不足为怪了。再以特定企业为例,邯钢在市场销售疲软全行业亏损的情况下,没有依靠高额负债度日,而是对内加强成本管理,对外强化市场营销,仅以44%的资产负债率在1997年实现利润5.03亿元,排名跃居全行业第二。与此相反,曾经是我国“彩电行业脊梁”的环宇集团在80年代中后期市场火爆的氛围中,负债经营确实为企业创造出了辉煌的业绩,但随着市场竞争的加剧以及国家紧缩银根,其电视机的产销量由1988年的40万台跌至1990年的18万台,随后逐渐全线崩溃。其3亿元债务不仅没有帮助企业摆脱困境,反而因此被迫提出破产申请。

第三,要警惕企业内部经营管理现状对负债经营的影响。财务管理的实践告诉我们,并非所有在最佳资本结构条件下的负债经营策略都能实现企业管理目标,只有在内部经营管理处于理想状态,这种负债经营策略才有可能发挥理论上的财务杠杆作用。量化的最优负债经营策略最终是通过企业经营管理来实现的,因而内部经营管理现状也就成为影响企业管理目标实现的重要因素。倘若企业内部管理混乱,最佳资本结构也只是一种理论推导和数字演算,不可能产生负债经营的正面效应,还有可能使企业背上沉重的债务包袱。重庆特钢多年来一直称雄于全国20多家特钢企业,在1993年创造出年销售收入12.5亿元的辉煌业绩。但此后几年企业内部管理出现滑坡,很快导致企业的产量、质量和效益的下降,其通过财务管理论证出的34.4亿元负债、高达132.8%的负债率并未给企业带来期望的财务杠杆收益,截止1997年底实际亏损达15.97亿元,成为全国冶金行业第一亏损大户。直到1998年3月在引入邯钢经验、加强内部管理并注入流动资金2.7亿元后,重庆特钢生产经营才开始出现转机,财务杠杆正面作用才初显成效。

第四,负债经营策略必须适应于企业的融资环境。在最佳资本结构理论推导下的负债规模,并不一定等同于企业可以筹集到的负债金额,为此,一方面应考虑各种负债资金来源的成本对企业综合资金成本的影响,另一方面也应充分考虑负债筹资渠道是否畅通,包括商业信用成本、短期负债风险与成本、长期负债条款以及发行债券的金融政策等。

(作者单位:天津港保税区财政局)

责任编辑 袁 庚