

保持适度自有资金

提高企业生存能力

●陈信元

一、企业资金管理困难的重要原因

资金结构指企业自有资金与债务资金在全部资金中的比重。一般认为，自有资金比率高，企业的财务实力雄厚，反之则为薄弱。如果考察一下我国国有企业在80年代中期至90年代初期的资金结构，显然可以发现，资金结构发生了重大的变动。我国国有企业的平均自有资金比重由1984年的42%下降到1990年的20%，而银行贷款的比重从1984年的58%上升到1990的80%。①这一变化的重要原因是，从1983年7月1日起国家实行了拨改贷资金管理办法，国有企业的流动资金改由银行统一管理，其生产经营所需要的流动资金由银行按照信贷政策供应，国家财政不再增拨流动资金；此外，有关部门和地方批准基本建设和技术改造项目也不考虑同时安排铺底流动资金，甚至企业进行固定资产投资也有相当大的部分依靠银行贷款。

在此期间，我国经济的增长迅猛，国家与企业的利润分配办法又经历了利改税到承包经营责任制的过渡，而企业却没有建立健全的自主经营机制，与此相适应的企业自己补充资金的制度也没有真正形成，因此尽管自有资金略有增长，但仍然有很大差距。以对企业运行至关重要的流动资金为例，1990年与1983年相比，国有企业自有流动资金增加220亿元，年平均增长率仅为2.3%，累计增长17.6%；而在同期，银行流动资金贷款增加8592亿元，增长286%，银行流动资金贷款增长数16倍于企业自有流动资金的增长。②

由于债务资金比重上升，加重了企业的利息负担。据工商银行对全国7000家国有大中型企业的统计，1990年与1984年相比，企业因贷款多增而导致利息支出增加了50亿元。③债务资金比重上升还进一步造成企业资金紧张，因为在目前许多企业经济效益不佳的情况下，企业难以偿付到期的债务，而为了维持企业的生产经营活动，还必须举借新的债务，反过来又导致利息支出增加，形成恶性循环。按照《破产法》规定的无力偿还到期债务和资不抵债两个标准，许多企业实际上已处于破产状态或濒临破产边缘，只是考虑到社会安定因素，相当部分银行贷款被长期占用或到期债务长期未还，这些企业才得以半死不活地持续生存下来。由此看来，企业自有资金不足是造成企业资金运转困难的重要原因，进而影响了企业的生存能力。

因此，有些同志从宏观经济政策角度提出“还贷改拨”，即仍由财政和银行共同供应流动资金。④且不说这样做目前是否行得通，即便简单地恢复，那么仍然可能回归到资金使用效益不佳的老路上。笔者认为，借转换经营机制之机让企业自主经营、自筹资金、自由选择筹措资金形式，才是企业资金管理摆脱困境的出路。纵然国家可以采用各种资金管理形式，但各类企业客观上却存在着合适的资金结构，即需要保持适当的自有资金比率，才能使企业健康运转。这个自有资金比率主要取决于各行业的资金周转率。本文即从企业筹资的角度，探讨

如何加强国有企业的自有资金基础，以防止企业陷入资金不足的困境，从而提高企业的生存能力。

二、自有资金的职能及其与债务资金的比较

（一）自有资金的职能

按照我国《民法通则》、《破产法》（试行）、《中华人民共和国全民所有制工业企业法》等法规以及目前的许多股份制企业章程，可将自有资金归纳为五种主要职能：（1）担保职能；（2）弥补亏损职能；（3）利润参与职能；（4）持续运行职能；（5）企业管理职能。下面分别说明：

（1）《民法通则》第四十八条明确指出，“全民所有制企业法人以国家授予它经营管理的财产承担民事责任”。《破产法》（试行）第二十八条规定，“宣告破产时破产企业经营管理的全部财产”构成破产财产。这里的“国家授予它经营管理的财产”即为企业自有资金的重要组成部分，显然具有在破产时担保债务的职能。更为明确地说，企业的所有者（股份制企业为股东，国有企业为全民）至少要以投资担保企业的负债。

（2）与担保职能密切相联系的是弥补损失职能。如果一家企业在会计期间遭受了损失，自有资金就起着弥补损失的缓冲器作用，使企业继续经营。通过自有资金的这种缓冲器作用，企业管理部门赢得了必要的空间，以采取有效的政策措施渡过经营危机。

（3）与弥补损失职能相适应，自有资金提供者的资金损失风险通过对实现利润的按比例分配要求（利润参与职能）和在后文中谈到的自有资金提供者的企业管理职能得以弥补。前种职能还包括在企业停业清算后自有资金所有者享有的剩余财产分配权。

（4）对企业来说，债务资金的使用大多数具有时间限制；与此相反，自有资金在通常情况下能让企业长期使用。这在许多股份制企业章程中规定得尤为明确，“认股后缴纳股金，不得退股”《企业财务通则》也作了类似规定。^⑤由于不能随意抽走，所以自有资金能确保企业经营的持续性。自有资金长期及无限期的让渡于企业使用给企业管理部门提供了活动余地。这对于充满风险的投资尤为重要，因为这类投资一般难以筹措到债务资金。

（5）按照常理，自有资金的提供者能影响企业方针决策，但影响的方式及企业管理职能的体现取决于所选择的企业组织形式以及国家管理企业的体制。例如独资企业和合伙私营企业，所有权和经营权往往合而为一，集中于业主身上，而股份制企业则采用两权分离的方式，许多个人股东往往放弃了企业管理权。同样在国有企业，当国家直接管理企业时，往往对企业的经营方针影响很大；如用间接管理，则影响较小。但是，即使在将来政企完全分开，所有权和经营权彻底分离，作为所有权代表的国有资产管理局仍然对企业的重大方针决策具有管理权和影响力，这是毋庸置疑的。

在上述诸项职能中，只有当企业所使用的资金至少具有担保职能、弥补损失职能和持续运行职能时，才能保证提高企业的持续生存能力。

（二）自有资金与债务资金的比较

在财务工作中，企业是否应当通过自有资金或债务资金来满足资金需求？这个问题并不能一概而论。两种筹资方式各存在着优缺点：

（1）从税务方面看，有关政策和规定会导致企业尽可能少地持有自有资金份额。其原因在于，债务资金的正常利息负担在当期或以后各期作为企业的经营费用或利润减项，能够

从应税所得中扣减，这对于目前实行利改税的大中型企业来说，总能扣除55%，如果再考虑调节税，扣除额更大，即使是税利分流的企业，也有33%的优惠。再从债务资金本金的归还看，诸如固定资产投资和更新改造借款的本金也能从应税所得中扣除（即税前还贷），自有资金的所得却在税后，这样在客观上企业乐于筹措债务资金。

（2）自有资金的提供者在企业的重大方针政策上具有发言权，而债务资金的提供者一般则没有这种权利。自有资金提供者的信息权在正常情况下显然也高于债务资金提供者。不过在银行贷款超过一定数额时，银行作为债权人可以得到关于债务人经济状况的全面信息和经营计划。这样，在银行准备贷款前，除了有权得到会计报表外，还需要有关企业发展的详细计划。

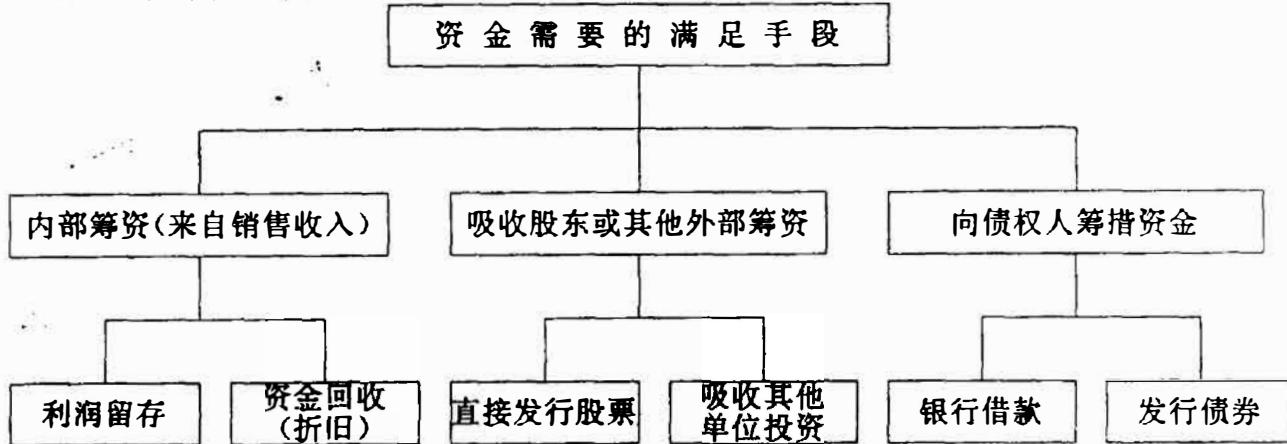
（3）自有资金的优点在于，通常它能长期使用于企业，在企业清算前不得撤出，而债务资金在许多情况下有时间限制。

（4）从自有资金盈利能力角度看，债务资金在资金筹措时通常有优点，也就是当举债投资的盈利率超过借款利息率时，自有资金盈利率会由于增加借款而上升。由自有资金比率的下降以及债务资金比率的上升而产生的正的盈利率影响称为举债经营效应。对被替代的自有资金份额而言，存在着有足够盈利率的可选投资，这时债务资金取代自有资金才有意义。足够盈利率指的是超过债务资金利息率的盈利率。此外，还必须测试企业的盈利率在将来肯定不会下降，或者负债利率肯定不会上升。如果盈利率低于负债利率，就会产生负的举债经营效应。在这种情况下，负债比率越高，自有资金盈利率越低，这称为举债经营风险。

上述比较说明了自有资金的最大优点在于能够弥补亏损，从而提高了企业的持续生存能力。虽然也存在着许多投入债务资金的理由，但是一个企业的长期生存能力主要取决于一个合理的自有资金基础，而债权人的贷款决策也取决于企业是否有足够的自有资金比率。鉴于我国国有企业自有资金的普遍不足以及偿债能力的减退（有些不仅欠债累累，甚至已资不抵债），显然加强企业的自有资金基础是十分迫切的。

三、加强自有资金的可能性

现在论述满足企业资金需要的几种可能性。按照现行的国家管理企业形式以及资金市场状况，可用下图表示：



由于债务资金的筹措和来自折旧的资金无助于提高自有资金比率，以下论述仅局限于加强企业自有资金的各种可能性。原则上每个企业有两种办法来提高自有资金比率：一是通过

利润留存，二是从企业外部吸收股东或其他单位的投资。

（一）通过利润留存筹措自有资金。

对大多数国有企业而言，如果国家不拨入财政资金，或未能从社会吸收资金，那么利润留存几乎是企业唯一的筹资选择。利润留存在企业管理中具有一系列优点：（1）由于不出现新的所有者或债权人，企业仍保持原有地位，不发生管理权关系的变化。（2）由于资金的留存没有相应的附加利息支出，一般会改善企业收益状况。（3）由于不需要支付利息，企业资产的流动性增强，这在收益低的年份表现得更加明显。

利润留存提高了自有资金比率，从而增强了企业生存能力。然而，利润留存取决于两个前提条件，即企业是否有足够的盈利能力以及留存份额的多寡。目前，许多企业的盈利能力并不尽如人意；留存份额也不理想。按理说，作为自有资金的所得（以上缴利润形式）可根据企业经营状况和发展需要，随时确定和调整利润留存和上缴的比例。但在我国长期以来，利润留存比例和上缴税利份额的确定几乎是一刀切的，且在核定的一段时间内基本保持不变。这样，利润上缴的刚性和企业财务活动产生了抵触，偶尔大量的资金需求和一成不变的留存比率发生了矛盾。此外，国家以税收形式参与企业利润分配的份额也为数不小，进一步减少了企业的留利额。有关调查表明，现在对国有企业已形成多环节、多渠道的征税体系，分别从成本、销售收入、企业留利等环节中征收各种税款。例如，1990年上海地方国有企业的利润总额中实际留利仅占26.5%。而在这些留利中还要扣除企业职工的福利基金和奖励基金。此外，企业尚需支付各种补贴，认购各种债券等。能用于生产经营的数额委实不多。

因此，在这种利润分配体系中，用企业留利增加自有资金的手段对提高企业自有资金比率的作用是非常有限的。我国的高税负政策和企业承受的其他社会负担确实限制了企业利润留存份额，国家应当在可能的范围内减轻企业税负，让企业留存较多的利润。推行税利分流，降低所得税率和税后还贷则不失为明智之举。

（二）通过外部筹资加强自有资金。

从目前国家财力看，一时还难以增加留利的比例。为了提高企业的竞争能力和适应性，企业必须经常寻求外部的自有资金提供者。在这方面，宽松的宏观政策是必备条件。《国家体改委关于1992年经济体制改革要点》指出，为促进企业组织结构的合理调整，积极推进法人持股的股份制，允许企业向广大公众吸收股权资金。所以，有条件的企业应当在保证50%以上股权仍掌握在国家手中的前提下，向社会集资，补充企业自有资金的不足。

但是一些规模较小的国有企业还不能进入证券交易所和资金市场，从而其股份的流通性受到严格限制，影响股权资金的筹集。对此类企业来讲，可以有计划、有步骤地向企业内部职工出售股票，改组成股份合作制企业，使职工与其他所有者风险共担，利益共享。这样不仅可以充分调动职工的劳动积极性，而且还可以扩充其自有资金基础，壮大企业的财务力量。

另一个值得重视的筹资方向是投资信托公司、保险公司、基金组织等机构投资者。这些机构投资者作为营利组织，一方面从社会吸收游资，另一方面则有相当数额的资金可向企业参股。当有资金需求的企业开发了具有良好市场前景的新产品时，可向这些机构筹集自有资金，这尤其适宜于股票不公开上市和不发行股票的发展型企业。不过金融机构原则上旨 在支持管理良好、已在市场上长期生存的企业，而不是去扶持病态企业。机构投资者的参股密切了工商企业与金融业的联系，实现了产业资金与金融资金的结合。从许多发达国家的历史

发展看，它们都不可避免地经历了产业资金与金融资金的结合阶段，从而使经济发展有了强大的后盾。

国有企业之间的横向联营、相互参股也是加强自有资金基础的手段之一。这不仅可以有效地配置经济资源，使财产物资得到合理利用，而且还可以通过联营密切产供销关系，提高生产经营效益。

另筹自有资金当然也有一些缺陷。自有资金基础的扩大对原有的所有者来说，意味着与他人分享参与权，信息也随之公开，按照理论上的一股一权原则，股权分散给企业的独立自主经营带来一些困难，但国家只要能控制50%以上股权，那么吸收其他经济成份资金和向社会公众筹资是可以避免这些缺陷的。

四、建立测试资金结构合理性的指标体系

资金结构的合理与否，从而企业的安全度取决于两个因素：一是企业是否有足够的自有资金，以偿付到期债务，这也与企业的资金周转速度密切相关；二是企业是否有足够的盈利能力，使收益率高于债务资金利息率，如果企业全部资金所得率高于债务利息率，则在权衡债务到期时限的前提下，筹集债务资金才有意义，否则就会降低自有资金盈利率。

从我国的现状看，如前所述，我国国有企业的自有资金比率在短短几年内急剧下降，企业生产经营资金大部分靠银行贷款。近几年的实践表明，在银行紧缩银根时，自有资金比率低的企业经营状况就差，整个国民经济就滑坡；而当银行放松银根时，经济又有了显著增长。有适度自有资金比率的企业在发生亏损时，有足够的资金加以弥补，而债权人也愿意用债权资金帮助企业度过困难，以重新获利。在具备足够的自有资金比率时，企业管理部门可以致力于企业的采购、生产和市场营销等领域，而不是忙于资金筹措，以集中精力度过危机。因此，为防止客观经济政策尤其是金融政策对企业的不利影响，保持适当的自有资金比率是必需的。自有资金比率对企业的持续生存具有突出意义，是一个非常有效的企业危机预警指示器。

第二个重要指标是自有资金盈利率。上文指出，自有资金提供者参与在扣除了债务资金利息和其他经营费用后留下的年度利润（税后利润，下同），所以承担年度利润变动的全部风险；同时也享受额外的产生于所谓杠杆效应的风险收入：只要全部资金所得率（税后年度利润+债务资金利息/年平均总资金）大于债务资金利息率（债务资金利息/债务资金），随着自有资金份额的下降，自有资金盈利率就递增。然而，通过运用杠杆效应，大量减少自有资金，那么企业就会在全部资金盈利率低于债务资金利息率时，发生负债过多的危险。

自有资金盈利率与全部资金所得率和资金结构间存在着一定关系。为便于分析，抽掉因结算原因引起的不支付利息的短期债务。兹假设LC为债务资金，NC为自有资金，TC为总资金， r_{LC} 为债务资金利息率， r_{NC} 为自有资金盈利率， r_{TC} 为总资金所得率，有：

$$r_{NC} = r_{TC} + (r_{TC} - r_{LC}) \times \frac{LC}{NC}$$

下面是根据这一公式，按照两种假定所计算的自有资金盈利率：

| 自有资金比率 | 假定 I | 假定 II |
|--------|--------------------------------|-------------------------------|
| | $r_{TC} (10\%) > r_{LC} (8\%)$ | $r_{TC} (6\%) < r_{LC} (8\%)$ |
| 40% | 13% | 3% |
| 20% | 18% | -2% |
| 10% | 28% | -12% |

因此，在盈利率高，负债利率确定的情况下，企业愿意用债务资金替代自有资金（见假定 I），这也是许多企业负债经营，降低自有资金比率的重要原因。但是如果一个企业自有资金低于适当的比例，那么企业的持续生存能力就会发生问题。因为一个债务资金份额大的企业就会由于银行利率上升以及不利的市场销售条件显示出下降的盈利率，从而会遭受相当大的损失（见假定 II）。损失的原因在于债务资金份额过高所引起的高利息负担。在经济萎缩时期，利息负担会导致盈利的减少和自有资金盈利率的急剧下降。债务资金份额越大，利息负担越重，亏损发生得越快。

显然，自有资金比率和自有资金盈利率存在着一定矛盾，其实质是企业安全度与盈利水平的矛盾，这就取决于企业以盈利为主要战略目标，还是以企业生存安全为主要战略目标。

注 ①③④：姜洋《利息负担知多少》，《经济日报》1992年1月5日。

②陈印歧：《当前企业流动资金管理面临的困境与出路》，《经济工作者学习资料》1991年第77期。

⑤《上海轻工机械股份有限公司招股说明书》，《解放日报》1992年2月21日。

⑥严今：《搞活大中型企业究竟难在哪里》，《文汇报》1991年10月5日。

〔书讯〕

《社会经济统计学原理（增订本）》问世

我校统计学系编著的《社会经济统计学原理（增订本）》一书，最近作为《上海财经大学丛书》已由立信会计图书用品社正式出版。该书共分十五章，包括：总论；统计设计；统计调查；统计分组和整理；总量指标和相对指标；平均指标和标志变异指标；动态数列；指数；概率；概率分布和抽样分布；抽样推断；假设检验；回归和相关分析；统计平衡法；统计预测方法和统计分析等。本书是我校统计学系教师长期从事社会经济统计学原理教学和科研的一份集体成果。

（朱）