

资产负债率与企业债务风险

——基于债务结构与资产质量的视角

张新民 韩紫轩

内容提要:在企业的融资实践中,不同的融资方式对企业资产负债率有不同影响。在评估企业的偿债风险时,传统分析方法将资产负债率视为度量企业偿债风险的重要指标。不可否认,资产负债率确实包含了一定的企业偿债风险信息。但是,将资产负债率作为度量企业偿债风险的绝对化指标,并将其控制在特定百分比的管理实践,可能迫使企业为了经营和发展需求进行不必要的融资以降低资产负债率。这种融资行为不仅损害企业的财务绩效,还对股东权益造成冲击。本文对资产负债率与企业偿债风险之间的关系进行了理论分析与案例研究,认为资产负债率并不直接等同于企业面临的偿债风险,企业偿债风险的评估不仅与资产负债率有关,更与企业的债务结构(经营性负债与融资性负债)以及资产质量密切相关。本文的研究为资产负债率的多维度解读提供了新视角,也为企业优化债务结构提供了理论支持。

关键词:资产负债率 偿债风险 债务融资 债务结构 资产质量

中图分类号:F230.9

文献标识码:A

文章编号:1000-7636(2025)04-0134-11

一、问题提出

在企业的管理实践中,资产负债率即总负债与总资产的比值是备受关注的比率,不仅反映了企业总资产对负债的覆盖能力,也是评估企业偿债风险的重要参考^[1]。已有研究认为,存在最优的资产负债比率使企业价值最大化,超过这一比率,企业价值与资本结构呈负相关^[2-3]。国内外学者普遍认为最优资产负债率区间为30%~60%^[4-6],但具体数值尚无定论,不同行业和地区企业的资产负债率水平有所差异。资产负债率是衡量企业债务风险的关键指标。但资产负债率高,企业风险就一定高吗?

在管理实践中,如果忽略企业的债务结构、资产质量以及发展阶段,仅凭资产负债率评价企业风险,不仅在理论上缺乏依据,实践上也可能造成负面影响。这种“一刀切”式的分析方式忽略了企业异质性与外部环境差异,也未与企业的管理活动及战略相结合,可能导致信息使用者对企业偿债能力产生误判,从而做出

收稿日期:2024-09-09;修回日期:2025-03-11

基金项目:北京市社会科学基金重点项目“产业链视角下的北京市民营企业融资研究”(24GLA010)

作者简介:张新民 对外经济贸易大学国际商学院/北京企业国际化经营研究基地教授、博士生导师,北京,100029;

韩紫轩 对外经济贸易大学商学院博士研究生,通信作者。

作者感谢匿名审稿人的评审意见。

错误的决策^[6]。

本文聚焦于资产负债率指标的理论局限与实践偏差,从企业发展阶段、债务结构和资产质量等多个维度,审视企业债务风险的形成逻辑,动态把握其演化规律。同时,本文也力图在数字经济背景下探讨资产负债率风险内涵的变革趋势,从而为新时代的企业财务管理范式变革提供学理依据和决策参考。

本文的贡献在于突破资产负债率中心主义的桎梏,从企业发展阶段、债务结构及资产质量视角,构建一个动态考察债务风险的分析框架。这一框架不仅有助于企业管理者审慎权衡财务杠杆的利弊,更好地平衡债务融资的机遇与挑战,同时也为债权人、投资者等利益相关方提供更为全面和精准的风险评估工具。本文的研究对丰富公司财务理论、指导中国企业融资决策实践具有重要的现实意义。

二、文献综述

(一) 资本结构与债务融资

资本结构理论最初由莫迪利亚尼和米勒(Modigliani & Miller, 1958)提出^[7],他们在完美市场假设条件下证明,企业价值与资本结构无关,不存在最优资本结构。为克服该理论完美市场假设的局限性,权衡理论指出适度举债有利于企业价值最大化,但负债过高会增加财务困境成本,故存在最优资本结构。霍瓦基米安等(Hovakimian et al., 2001)的研究为权衡理论提供了实证支持,他们发现企业会主动调整其财务杠杆比率以达到目标水平^[8]。优序融资理论则认为企业具有融资偏好顺序:内部融资优先,其次债务融资,最后股权融资。

企业债务融资动机可从不同理论视角解释。权衡理论认为负债可利用税盾效应支持业务扩张^[9]。优序融资理论指出面对内部资金缺口,企业偏好债务融资^[10]。代理理论也为债务融资动机提供了解释,提出债务融资有助于约束管理层行为,缓解代理问题^[11]。数字经济时代下,企业债务融资动机呈现多维度演化:轻资产运营模式的兴起削弱了有形资产抵押价值,使企业更注重利用债务杠杆支持无形资产投资^[12];技术迭代加速导致创新周期缩短,企业更依赖债务融资满足研发资金需求;数字金融创新显著缓解了中小企业融资约束,政府针对战略性新兴产业的财税补贴政策提升了企业债务融资意愿^[13]。以上共同构成了企业债务融资理论的新拓展。

(二) 资产负债率水平与企业风险

资产负债率被广泛用作衡量企业债务水平的重要指标。大量研究都采用资产负债率作为企业债务融资水平的度量标准^[14]。其中,一个关键问题是最优资产负债率的存在及数值范围。权衡理论认为存在使企业价值最大化的最优负债水平,但其确实面临诸多挑战^[15],且因行业和企业特征不同而存在显著差异^[16]。学者们也普遍认为资产负债率存在一个合理区间,部分研究发现中国上市公司资产负债率为0.4~0.6时绩效最佳^[17]。

资产负债率也被广泛用于度量和预测企业的偿债风险。舒姆韦(Shumway, 2001)发现资产负债率及其动态变化对企业财务困境和破产风险具有显著预测作用^[18]。但资产负债率存在一定的局限性,未能体现债务来源结构差异和资产质量高低,企业发展阶段等因素也会影响资产负债率的风险含义。基于此,本文将重点探讨企业发展阶段、债务结构、资产质量等因素对企业偿债能力及风险水平的影响机理,以完善资产负债率的运用。

三、不同企业发展阶段下的负债结构与企业风险

以资产负债率度量企业风险的逻辑是债权人权益占比越大,偿债风险越高,控制资产负债率貌似可控制偿债风险^[19]。然而此思路忽略了负债产生途径差异对风险的影响,故本文依产生途径将负债分为融资性负债与经营性负债^[20]。其中,融资性负债是企业通过举借各种债务、发行债券以及利息计提所形成的负债,主要包括短期借款、交易性金融负债、其他应付款中的应付利息、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券以及租赁负债等项目;经营性负债则是由于企业的业务发展而形成的各种负债,主要包括应付票据、应付账款、合同负债、预收款项、应交税金、其他应付款以及其他流动负债等项目^①。

企业在早期发展阶段,因市场竞争力不强,通常形成经营性流动资产多(应收账款、存货等)、经营性流动负债少(应付账款、预收款等)的财务结构,导致经营性负债占比较低。同时,生产经营能力建设资金需求大,常采用债务融资,形成融资性负债高、经营性负债低的债务结构。即使经营性负债保持一定规模,也可能因债务融资增长过快出现融资性负债占主导的情形。企业市场竞争优势确立后,经营性流动负债占主导,经营活动现金流净额往往超过或接近固定资产等长期资产投资支出,足以满足扩大再生产需求,减少债务需求,使经营性负债占据主导地位。当企业市场竞争力下滑时,经营性流动负债降低,经营现金流不足,需依赖债务融资维持运转。随着业务能力的下降,偿债能力减弱,债务违约增加,融资性负债占主导,利息费用逐渐增大。

(一) 业务发展阶段

为深入探讨企业不同发展阶段对资产负债率影响的机理,本文选取具有代表性的A企业(新能源制造)、B企业(汽车制造)和C企业(家电制造)三家典型的高成长制造业上市公司。这些企业在各自领域内竞争力突出,且跨行业案例有助于揭示发展阶段与负债率的普遍关联。成长期企业资金需求大,债务融资通常占主导。表1列示了三家企业在2021—2023年合并报表的相关财务数据。

表 1 A、B、C 企业 2021—2023 年合并报表相关财务数据

类别	A 企业			B 企业			C 企业		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
资产负债率/%	69.90	70.56	69.34	64.76	75.42	77.86	64.14	64.05	65.25
行业平均/%	60.66	60.24	60.32	59.26	62.35	63.02	52.46	54.99	55.01
经营性负债/亿元	161.00	323.55	368.18	156.14	350.59	482.19	235.71	201.05	197.37
融资性负债/亿元	54.04	100.50	129.10	35.39	21.88	46.89	76.03	69.58	55.75
营业收入/亿元	130.36	328.59	400.92	216.14	424.06	602.32	343.36	345.71	373.71
经营活动现金流净额/亿元	42.91	61.21	92.83	169.73	140.84	65.47	35.09	34.66	57.90

① 需要说明的是,关于负债按照产生途径进行划分的结构表述,在此前的其他文献中有不同表达,如将融资性负债表达为金融性负债或有息负债,将经营性负债表达为业务性负债等。虽然不同文献的表达有所差异,但内涵是相同的。另外,在企业的负债中,还包括一些虽然出现在负债的项目中,但既不直接属于经营活动引起的负债也不直接属于融资活动引起的负债,如预计负债(既可能是由于经营性原因引起,也可能是由于融资性原因引起,还可能是由于治理性原因等引起)和递延所得税负债(因会计核算协调会计准则与税法差异而引起)等,在本文的分析与讨论中,涉及预计负债时将按照其具体性质确定属于经营性负债或融资性负债,递延所得税负债不在本文的讨论范围内。

表1(续)

类别	A 企业			B 企业			C 企业		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
购建固定资产无形资产和其他长期资产支付现金/亿元	43.77	48.22	33.62	37.34	97.46	122.09	6.83	7.35	6.31
固定资产净额/亿元	41.28	89.07	115.39	61.22	131.88	230.90	22.85	26.08	30.94

注:融资性负债取自于资产负债表中的短期借款、交易性金融负债、衍生金融负债、应付利息、一年内到期的非流动负债、应付债券、长期借款、租赁负债等项目。为简化起见,经营性负债则通过负债总额减去融资性负债后的余额来计算。表2同。

资料来源:A企业、B企业、C企业2021—2023年度财务报告,其中部分数据为作者整理、计算。

考察这三家公司资产负债率(表1)可发现:A企业资产负债率围绕在70%上下波动;B企业超70%且持续攀升;C企业维持在65%左右。若仅凭资产负债率来评估风险,三家企业均面临较高风险。然而现金流分析表明:上述三家企业在营收逐年增长的同时,经营现金流净额也在提升。如图1所示,三家企业经营现金流净额保持较快增长,整体上各年度经营现金流净额大于当年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金的规模(A企业2021年除外,缺口不大)。这表明企业可在不依赖债务融资的情况下扩展生产能力,年内债务融资仅为临时性,无须长期融资支撑资产建设。

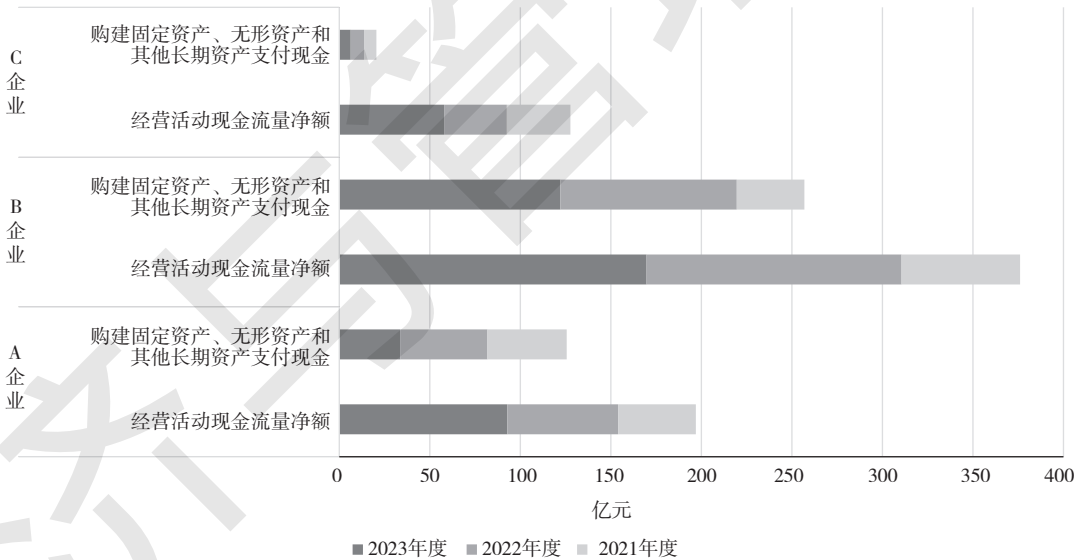


图1 A、B、C企业2021—2023年现金流量表项目及变动趋势

资料来源:根据表1数据整理。

企业经营活动产生的现金流量净额在支持购建固定资产、无形资产和其他长期资产建设之前,需要优先支付债务融资成本和现金股利。但在债务需求低的情况下,这些支出不会显著影响长期资产投资。通过合理平衡股利支付与投资规模,企业可最大限度降低债务融资需求。这意味着上述三家企业经营现金流可在很大程度上支持企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产建设,最大限度降低债务融资规模。具有这种财务对应关系的企业,通常管理质量较高,产品或业务市场地位和竞争优势显著。若仅以资产负债率评估,这三家企业风险似乎很高,但综合考虑业务增长与现金流状况,它们各具竞争优势。实际上,资本市

场与企业自身均不会单纯依据资产负债率评价风险。

(二) 业务萎缩阶段

为验证偿债风险动态演变理论,本文选取某医药制造企业(D企业)和某化学制品企业(E企业)作为对比案例,代表市场竞争力下降、财务状况恶化的典型情形。跨行业案例有助于考察衰退期负债率的共性,判别行业因素对债务风险形成的影响机制。这类案例呈现了经营衰退、收入减少、负债率攀升下的高偿债风险,对经营性与融资性负债消长的考察提供关键证据。

表2列示了2020—2022年D、E两家企业合并报表的相关财务数据。

表2 D、E企业2020—2022年合并报表相关财务数据

类别	D企业			E企业		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
资产负债率/%	63.23	90.83	133.90	63.80	95.96	160.27
行业平均水平/%	40.81	39.00	40.13	54.33	52.79	53.54
经营性负债/亿元	8.22	8.43	10.04	9.48	3.40	2.23
融资性负债/亿元	60.81	67.38	73.33	13.75	14.41	15.56
利息费用/亿元	6.36	7.30	6.92	0.82	0.83	1.54
营业收入/亿元	28.91	15.12	14.69	10.66	7.80	4.21
经营活动现金流净额/亿元	0.45	0.79	2.08	-3.25	-4.18	1.68
购建固定资产、无形资产和其他长期资产的现金/亿元	0.45	0.13	0.23	0.83	0.09	0.26
固定资产净额/亿元	6.36	7.30	6.92	0.82	0.83	0.82

资料来源:D、E企业2020—2022年度财务报告,部分数据为作者整理、计算。

从表2可知,2020年两家企业资产负债率均未超65%,表面看风险不大;然而随着营收下滑,负债率急剧上升,短期内超100%,陷入资不抵债境地。伴随营业收入逐年下降,经营现金流亦下滑。D企业三年经营现金流虽为正且增加,但规模不足以偿付利息,更无法支持其长期资产投资。E企业的情况更加严峻:虽然2022年有正向经营现金流,但三年整体为负,无法偿付利息且经营活动出现整体现金亏空。解决现金流亏空主要有两个途径:消耗现金存量或融资。在业务萎缩情况下难以融资,D、E两个企业不得不持续通过债务融资支持日常经营,导致融资性负债和利息费用逐年增加。

在收入萎缩情况下,其“购建固定资产、无形资产和其他长期资产”的投资规模大小往往反映了不同的发展态势:大规模投资可能指向业务转型或升级;小规模投资则表明发展沿袭原轨迹。从两家企业长期资产投资与固定资产净值关系看,投资规模^①不足以对原有固定资产结构产生重大影响,表明业务能力和结构变化不大。反观第一组案例中的三家高成长企业,其持续大规模投资推动固定资产净额快速增长,显著提升了业务能力。

综上,对竞争力突出企业,以资产负债率分析偿债风险常有误判;对竞争力下滑企业,资产负债率分析则较符合实际。由此可见,仅凭资产负债率评价企业偿债风险的结论是片面的,有时甚至会产生误导。

① 值得注意的是,“大规模”和“小规模”是相对概念,需要结合企业现有长期资产结构的特征以及各年度相关现金流出规模进行综合判断。

四、债务结构视角下资产负债率与企业偿债能力

前文案例表明,初始资产负债率相近的企业,后续偿债能力可能显著分化,值得深入研究其原因。那么,为何资产负债率相近企业的风险前景存在显著差异?资产负债率判断为何不可靠?哪类资产负债率构成真正的风险?

(一) 债务结构与企业竞争力

前文案例显示,第一组企业以经营性负债为主且占比随业务增长提高,第二组则不同。这种债务结构差异需注意两点。第一,企业的流动负债和偿债压力可能会被夸大。预收款项(含合同负债)只需偿付产品或服务的成本部分,毛利部分无需立即偿付。因此,当毛利率高、预收款大时,实际偿付压力较小。第二,高经营负债并不总是风险的表现。如果企业经营性负债占主导且营收持续增长,高负债往往反映了企业竞争力。企业经营性负债主要包括两部分:与企业存货及相关物资采购有关的应付票据和应付账款;与企业预收款销售有关的预收款项及合同负债。上述两方面的经营性负债,往往与企业的市场竞争力密切相关。一方面,在企业因采购规模和发展前景等原因与存货及相关物资供应商之间的商业往来中居于主动地位的条件下,企业不仅能够获得具有竞争优势的价格条件,还会在支付期限、支付方式等方面展示出较强的商业能力,即在企业的应付票据和应付账款的结构关系中,企业的应付票据往往占有很大比重。同时,企业极有可能出现应付票据与应付账款之和大于存货规模的情况。这意味着企业正在利用供应商提供的商业信用来支持自身的经营活动,从而极大降低或推迟企业的经营活动现金流出量。此时企业流动负债和负债的增加,并不是风险的加大,而是竞争地位和竞争优势的表现。另一方面,当企业的产品在市场上供不应求、在销售过程居于主动地位的条件下,企业的销售方式就可能由赊销(主要表现在应收票据、应收账款及应收款项融资等项目上)为主、赊销与预收并举转为预收款销售为主。在这个转变过程中,在企业营业收入不变的情况下,企业流动负债(预收款项与合同负债)和负债的规模会增加。这种原因导致的企业流动负债和负债的增加,也不是风险的加大,而是竞争地位和竞争优势的表现。

然而,高经营性负债并非总表示低风险。营收下滑而经营性负债居高不下时,需警惕市场地位下降导致的偿债风险。以D企业为例,伴随营收下降,经营性流动负债仍在增加,可能反映了资金周转困难。这与前述讨论一致,当企业市场竞争力下降时,经营性负债的增加可能不是扩展业务的表现,而是反映了企业在偿债能力方面的潜在风险。

(二) 资产经营负债率与资产有息负债率

前述讨论表明,单纯的资产负债率不足以度量企业偿债风险。企业负债根据负债产生方式将其分为经营性负债和融资性负债,对应形成资产经营负债率与资产有息负债率。

$$\text{资产经营负债率} = \text{经营性负债} / \text{资产总计} \times 100\%$$

$$\text{资产有息负债率} = \text{融资性负债} / \text{资产总计} \times 100\%$$

从资产经营负债率看,在企业业务发展、市场地位较高时,经营性流动负债将对企业资产形成强支撑。较高的资产经营负债率配合持续增长的营业收入,往往表明企业具有较强市场地位和竞争力。相反,长期低迷的资产经营负债率可能意味着资产推动业务能力不足。从资产有息负债率来看,较高的资产有息负债率一般意味着企业的日常经营活动现金流量存在经营活动产生的现金流量净额较低或小于零、不能维持企业日常经营周转或不能满足扩大经营活动所需现金而进行了较大规模的债务融资(这种融资的目的就是通

常所说的补充流动资金);或者企业日常经营活动现金流量净额虽然充分、但不能为企业较大规模的非流动经营资产(如固定资产、在建工程、无形资产等)购建或对外投资提供资金支持,需要进行债务融资支持企业的固定资产、在建工程和无形资产等建设或对外投资。

一般来说,对于为补充流动资金而进行的债务融资风险相对较小,企业经营一段时期后往往能形成偿债能力,而投资性融资的风险取决于项目收益实现程度。在企业的固定资产、在建工程、无形资产等建设不能按照预期带来未来企业业务的不断发展、产生利润和现金流量的情况下,企业的融资性负债就面临清偿风险;同样,当企业用债务融资带来的现金对外投资出现损失的情况下,企业的这部分债务的清偿就会面临风险。可以说,资产有息负债率比传统资产负债率能更有效地度量企业偿债风险。

五、资产质量视角下资产负债率与企业偿债能力

企业偿债能力的关键在于资产质量而非简单的资产负债率。作为企业管理质量与治理效率的直接反映,资产质量既满足企业战略配置需求,又通过组合实现增值效应,是企业财务可持续发展的根本保障。这里的资产质量,可界定为特定资产在企业管理系统中发挥作用的质量,具体表现为变现质量、被利用质量、与其他资产组合增值的质量以及为企业发展目标做出贡献的质量等方面。当然,随着研究的深入,资产质量的定义也在逐步扩展,其不仅是企业管理质量和治理效率的集中体现,更是公司盈利能力和财务稳健性的基石^[12,21]。

从战略视角看,母公司资产是战略起点,合并资产则反映了战略执行成果,其盈利质量决定了企业集团整体偿债能力。合并资产分为经营资产和非经营资产。三张报表的资产结构、利润结构与现金流量结构的基本对应关系如表3所示。

表3 三张报表的资产结构、利润结构、现金流量结构基本对应关系

合并资产负债表项目	利润表项目	现金流量表项目
平均经营资产(包括应收账款、应收票据、应收款项融资、预付款项、存货、合同资产、固定资产、在建工程、生产性生物资产、无形资产和商誉等)	营业收入与核心利润(核心利润=营业收入减去营业成本,减去税金及附加、销售费用、管理费用、研发费用和利息费用)	经营活动产生的现金流量净额
非经营资产(包括货币资金、交易性金融资产、衍生金融资产、一年内到期的非流动资产、长期股权投资、债权投资等)	利息收入、投资收益、公允价值变动收益	利润表中利息收入带来的现金部分计入经营活动产生的现金流量;利润表中部分投资收益带来的现金计入现金流量表“取得投资收益收到的现金”

注:按照当前利润表和现金流量表的结构,企业的经营资产将产生营业收入、获取核心利润(核心利润是指企业营业收入带来的利润,等于营业收入减去营业成本,再减去税金及附加、销售费用、管理费用、研发费用和利息费用),并带来现金流量表上经营活动产生的现金流量净额。而非经营资产将产生利润表中的利息收入、投资收益和公允价值变动收益,部分投资收益带来的现金流量计入现金流量表上的“取得投资收益收到的现金”项目。需要说明的是,本文将企业资产中的货币资金归于非经营资产,是考虑到企业的利润表已经将利息收入单独列示;利息收入并不是由经营资产产生的营业收入带来的,而是由企业的货币资金带来的。

从上述合并资产结构来看,能够满足“战略要求的结构配置、组合增值,从而实现财务可持续发展”预期的资产首先应该是经营资产。经营资产的结构配置,既回答了企业的行业选择、经营策略、竞争态势,也回答了企业经营活动的获取方式(是否通过并购)。而不同经营资产结构配置以及经营活动的获取方式,将直接决定企业经营资产的盈利能力与财务可持续性,从而决定企业的偿债能力。相比之下,非经营资产战略属性分析更为复杂:货币资金作为战略后备资源,流动金融资产用于短期增值,长期股权投资具有战略意义,而长期债权投资战略属性较弱。因此,以经营资产为主的企业若能产生理想的核心利润与现金流量,即

使资产负债率高,偿债风险仍可控;反之,若经营资产无法推动业务发展,即使短期资产负债率低,未来也可能面临偿债风险。非经营资产占主导的非金融企业因缺乏明确战略方向,偿债风险需特别关注^[20]。这些财务特征相似的企业往往面临类似的债务清偿风险,虽然这种风险不一定转化为实际违约,但至少具有重要的预警作用,值得企业利益相关者高度重视。

基于上述分析,本文进一步对前述两组案例的财务数据进行总结。从第一组案例中三家市场竞争力较强企业数据看,呈现出三个共同特征:经营资产占主导地位;经营资产报酬率稳定且显著高于非经营资产;核心利润获取现金能力强,经营活动现金流量净额显著高于核心利润。这表明企业经营资产带来的产品市场成长性、盈利性、获现性协调发展,偿债风险较低。

第二组案例中两家企业的财务数据则展示了另外的特征:第一,虽然经营资产在资产中占据绝大部分,但随着资产整体不断下滑,经营资产迅速减少,业务能力持续萎缩,表明企业处于战略困境——原有产品市场竞争力下滑,需要重新调整战略布局与资产配置;第二,在经营资产规模不断下降的情况下,经营资产亏损率不断提高,即使扣除与经营活动关联度较低的利息费用,企业的核心利润还是负数;第三,在经营活动现金流量净额方面,由于在整体上连续三年加在一起或者为负数(D企业)或者小于利息费用(E企业),因而两家企业经营活动产生的现金流量净额不可能为企业的债务清偿提供帮助;第四,由于非经营资产的规模远远小于经营资产的规模,因而无论其盈利性如何都不会影响企业资产整体的盈利性、获现性。上述特征显示出相关企业的经营资产在战略配置、业务获取方式等方面出现了严重问题。经营资产质量持续恶化,直接导致了企业偿债风险的不断加大。

综上,案例分析结论表明:财务特征相似的企业,债务清偿风险也往往相似。经营资产质量决定企业偿债能力。财务数据显示的清偿风险虽不必然导致实际违约,但其预警作用应引起利益相关者高度关注。^①

六、数据资源入表与企业资产负债率

随着数字经济的发展,企业价值创造模式正在发生根本性变革。当前,数据要素已成为继资本、劳动力之后的第三大生产要素,其对企业生产效率的贡献率已超过 20%^[22]。数据资源的入表会计处理,这一变革对分析企业资产负债关系有重要影响。

数据资源入表前,会计实务中对此普遍采用费用化处理^[22],这对财务指标产生负面影响:一方面增加当期费用,降低利润和留存收益;另一方面会低估企业资产规模。这既夸大了资产负债率,又可能误导对企业财务风险的判断。实际上,伴随着数据要素规模的快速增长^②,部分企业开始尝试对数据资源进行资产化处理。杰克逊和卢(Jackson & Luu, 2023)的研究表明,数据资源具有沉没成本、溢出效应、可扩展性和协同效应等特征^[23],这为其资产化提供了理论基础。当数据资源能带来持续经济利益、企业对其有实际控制权且价值可靠计量时,数据资源可作为资产入表。

(一) 数据资源入表对资产负债率的影响

根据现行规定,数据资源非独立资产项目,而是分别作为存货、无形资产和开发支出的子目列示。在会

① 本文没有选取合并资产负债表中非经营资产占据主导地位的企业(仅讨论非金融企业)。按照本文前面的分析,合并报表非经营资产中具有长期股权投资性质的项目可能具有战略属性,而这部分资产又往往在非经营资产中占比不大。这样,长期表现为非经营资产占据主导地位的企业,可能处于战略发展的十字路口:企业还没有确立战略发展方向,大量资产还没有进行具有战略属性的应用。对于此类财务特征企业的偿债风险研究,本文在此不予考虑。

② 中国信息通信研究院发布的《全球数字经济白皮书(2023年)》显示,数据要素市场规模从 2017 年的约 3 000 亿元增长至 2022 年的 11 500 亿元,年均复合增长率达 30.8%。

计信息处理质量有保证的情况下,无论数据资源在何种资产项目中列示,均表明其为企业未来发展的重要资源。数据资源入表影响资产负债率的分子和分母:从分母看,数据资源资本化直接扩大资产规模,降低资产负债率,但其确认和计量仍面临诸多技术难题,若作为盈余管理工具,可能导致资产规模被夸大;从分子看,数据资源入表可能伴随数据资源采购融资、数据资产证券化等创新金融工具使用,重塑企业负债结构。

(二) 资产负债率指标的重构与展望

基于上述变化,需重新认识传统资产负债率指标。现有研究表明,企业数据资源价值评估包括数据采集存储成本、处理分析投入及应用维护支出。新的资产负债率计算应将符合资本化条件的相关投入纳入资产基数。同时,考虑行业差异化,如在数字经济发达行业赋予数据资源更高权重。数据资源的动态特性要求资产负债率指标具有更强时序性,考虑其“前期投入大、后期收益递增”特点及其生命周期阶段,对数据资源采用差异化的计量方法^[24]。风险评估维度上,重构后的资产负债率需与数据资源质量及变现能力等指标配合使用。此外,还需考虑数据资源可能具有的高于传统资产的减值风险,引入风险调整机制。

数据资源入表背景下的资产负债率的重构是一项系统工程,需要在保持指标可比性的同时,充分反映数字经济的新特征。这种重构不仅关系到企业财务状况的真实反映,还影响投资决策和监管政策制定。随着数据要素市场的不断完善,资产负债率的重构将持续深化,推动企业价值评估体系的整体更新。在短期内,企业可以通过财务报表附注补充披露数据资源投入情况,帮助利益相关者更全面地理解企业的资产结构和风险状况。从长期来看,随着数据资源确认和计量方法的完善以及相关会计准则的出台,资产负债率的计算基础将更加完整和可靠。这一过程需要各方的共同努力,包括制定专门的会计准则指引,培育数据资源评估市场,建立标准化的评估流程等。

七、结论与建议

(一) 研究结论

本文基于企业管理现实逻辑,分析了资产负债率与企业偿债风险的关系,表明二者并非简单对应关系。融资性负债与经营性负债的结构是理解偿债风险的关键。融资性负债有助于企业扩大生产和市场,而高经营性负债常反映了良好的商业信用管理和业务合作能力。因经营活动发展导致经营性负债占主导且资产负债率较高,往往表明企业竞争力强,而非偿债风险增加。相比之下,资产有息负债率更能准确衡量企业偿债风险。进一步可以说,企业最终偿债能力取决于资产质量,而非单纯财务比率。高质量资产和良好经营结构是支撑长期偿债能力的核心。企业偿债能力根本上由企业战略引领下的经营资产结构配置、资产盈利能力和现金获取能力决定。数字经济时代,资产负债率应用正经历变革。随着数据资源入表的推进,传统计算和使用方式需要更新,未来将构建多维度评估体系。同时,需要从动态视角评估数据资源对企业财务的长期影响。

(二) 政策建议

基于上述分析,企业应突破单一依赖资产负债率的管理思维,建立多维风险评估体系。这包括调整资产负债率在评估中的定位,认识其局限性,同时构建包含债务结构、有息负债率及资产质量等多维指标的综合评估机制。同时,还需优化债务结构,区分融资性与经营性负债的不同功能,前者注重投资回报推动战略发展,后者体现市场竞争力并需加强信用管理。

偿债能力的本质在于资产创造利润和现金流的能力,而非简单财务比率,因此应专注提升资产质量,优化经营资产结构,加强存货周转和应收账款管理,实现全生命周期智能化管理。此外,随着数据资源入表,企业需适应新型资产特征,构建动态评估框架,将创新能力和数据资源纳入财务管理。政策层面而言,政府应完善信息披露制度,要求企业公开关键债务指标,实施差异化监管标准,并通过拓展融资渠道支持企业优化债务结构和提高管理效率。

参考文献:

- [1]STONEHILL A, BEEKHUISEN T, WRIGHT R, et al. Financial goals and debt ratio determinants: a survey of practice in five countries[J]. *Financial Management*, 1975, 4(3): 27-41.
- [2]MYERS S C. Determinants of corporate borrowing[J]. *Journal of Financial Economics*, 1977, 5(2): 147-175.
- [3]SCHWARTZ E, ARONSON J R. Some surrogate evidence in support of the concept of optimal financial structure[J]. *The Journal of Finance*, 1967, 22(1): 10-18.
- [4]DENIS D J, MCKEON S B. Debt financing and financial flexibility evidence from proactive leverage increases[J]. *The Review of Financial Studies*, 2012, 25(6): 1897-1929.
- [5]张兆国,何威风,梁志钢. 资本结构与公司绩效——来自中国国有控股上市公司和民营上市公司的经验证据[J]. *中国软科学*, 2007(12): 141-151.
- [6]姜付秀,屈耀辉,陆正飞,等. 产品市场竞争与资本结构动态调整[J]. *经济研究*, 2008(4): 99-110.
- [7]MODIGLIANI F, MILLER M H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment[J]. *The American Economic Review*, 1958, 48(3): 261-297.
- [8]HOVAKIMIAN A, OPLER T, TITMAN S. The debt-equity choice[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2001, 36(1): 1-24.
- [9]MYERS S C. The capital structure puzzle[J]. *The Journal of Finance*, 1984, 39(3): 574-592.
- [10]SHEFRIN H. Behavioral corporate finance[J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2001, 14(3): 113-126.
- [11]JENSEN M C, MECKLING W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305-360.
- [12]张新民,金瑛. 资产负债表重构:基于数字经济时代企业行为的研究[J]. *管理世界*, 2022, 38(9): 157-175.
- [13]翟淑萍,韩贤,张晓琳,等. 数字金融能降低企业债务违约风险吗[J]. *会计研究*, 2022(2): 117-131.
- [14]SHABRINA W, HADIAN N. The influence of current ratio, debt to equity ratio, and return on assets on dividend payout ratio[J]. *International Journal of Financial, Accounting, and Management*, 2021, 3(3): 193-204.
- [15]ARINI S A, SAMROTUN Y C, MASITOH E. Determinant of financial ratio analysis to financial distress[J]. *Jambura Science of Management*, 2021, 3(1): 26-35.
- [16]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[J]. *经济研究*, 2003(5): 66-73.
- [17]王正位,王思敏,朱武祥. 股票市场融资管制与公司最优资本结构[J]. *管理世界*, 2011(2): 40-48.
- [18]SHUMWAY T. Forecasting bankruptcy more accurately: a simple hazard model[J]. *The Journal of Business*, 2001, 74(1): 101-124.
- [19]刘晓光,刘元春. 杠杆率、短债长用与企业表现[J]. *经济研究*, 2019, 54(7): 127-141.
- [20]张新民,钱爱民,陈德球. 上市公司财务状况质量:理论框架与评价体系[J]. *管理世界*, 2019, 35(7): 152-166.
- [21]张新民. 财报掘金[M]. 北京:中国人民大学出版社, 2020.
- [22]VELDKAMP L. Valuing data as an asset[J]. *Review of Finance*, 2023, 27(5): 1545-1562.
- [23]JACKSON A B, LUU S. Accounting for digital assets[J]. *Australian Accounting Review*, 2023, 33(3): 302-312.
- [24]FERNANDEZ-VIDAL J, PEROTTI F A, GONZALEZ R, et al. Managing digital transformation: the view from the top[J]. *Journal of Business Research*, 2022, 152: 29-41.

Debt-to-Asset Ratio and Corporate Debt Repayment Risk

—Based on Debt Structure and Asset Quality

ZHANG Xinmin, HAN Zixuan

(University of International Business and Economics, Beijing 100029)

Abstract: The debt-to-asset (D/A) ratio contains certain information about a company's debt repayment risk. However, using it as the only metric for measuring debt repayment risk may lead managers to overemphasize this ratio, thereby neglecting the company's actual operational needs and its long-term development strategy. In some corporate management practices, controlling the D/A ratio to a specific percentage may force companies to take unnecessary financing actions. This blind financing behavior harms the company's financial performance and shareholders' equity.

This paper examines the relationship between the D/A ratio and corporate debt repayment risk, utilizing both theoretical analysis and case studies. The findings reveal that the D/A ratio does not directly equate to the debt repayment risk faced by a company. The assessment of a company's debt repayment risk is not only closely related to the D/A ratio but also to the company's development stage, debt structure, and particularly the composition of operating liabilities, financing liabilities, and asset quality. Specifically, the structure of financing liabilities and operating liabilities is the key to understanding debt repayment risk. In the stage of ongoing business development, the dominance of operating liabilities and the high D/A ratio due to business activities often indicate strong competitiveness of a company rather than an increase in debt repayment risk. In contrast, the interest-bearing debt ratio can more accurately measure a company's true debt repayment risk level. Furthermore, a company's ultimate debt repayment ability depends on asset quality, rather than purely on financial ratios. High-quality asset allocation and a robust operational structure are core elements that support long-term debt repayment ability. A company's debt repayment ability is fundamentally determined by asset structure allocation, asset profitability, and the ability to obtain cash. In addition, with the advent of the digital economy, traditional D/A ratio analysis methods are undergoing transformation. During the digital transformation process, the financial structure of companies has also undergone profound changes. Especially with the introduction of data resources, traditional methods of calculating and using the D/A ratio need to be updated.

This paper presents a new perspective on the multidimensional interpretation of the D/A ratio and offers theoretical support for optimizing debt structures, enhancing asset quality, and improving financial management. Companies should not rely solely on the D/A ratio as a core indicator, but should instead comprehensively examine the diversity of debt structures, asset quality, and interest-bearing debt ratios. By optimizing the profitability of operating assets and cash flow generation capabilities, companies can establish a more robust financial foundation, leading to sustained long-term growth and value enhancement. This paper offers practical insights into advanced financial management strategies and provides theoretical support for policy formulation and corporate risk management.

Keywords: debt-to-asset ratio; debt repayment risk; debt financing; debt structure; asset quality

责任编辑:范合君;魏小奋