

# 市场化债转股对民营企业财务绩效的影响

——以远兴能源为例

尚 勤, 杜鑫雨, 胡 芬

(大连理工大学 经济管理学院, 大连 116024)

**摘要:** 市场化债转股能够优化企业债务结构, 解决企业经营困难问题。但市场化债转股对企业的财务绩效影响的研究还较少, 且研究对象多集中在国有企业。通过选取民营企业远兴能源作为案例研究对象, 运用因子分析法定量分析了市场化债转股对远兴能源财务绩效的影响, 利用灰色关联度法进一步分析了不同财务指标对财务绩效综合水平的影响程度。研究发现: 市场化债转股能够通过短期内提高远兴能源的偿债能力、盈利能力、成长能力, 进而提高企业的财务绩效, 但后期受债务管控不严、管理费用上升等多方面因素的影响, 财务绩效水平下降, 长期效果不理想。所选取的指标中反映偿债能力、成本费用、营运能力的指标对财务绩效综合水平的影响较大。

**关键词:** 市场化债转股; 财务绩效; 民营企业; 远兴能源

**中图分类号:** F270

**文献标识码:** A

**DOI 编码:** 10.7511/JMCS20250307

## 0 引言

近年来, 随着宏观经济增速的放缓, 部分企业经营困难加剧, 债务风险攀升。供给侧结构性改革一直是中国政府关注的重点, 去杠杆是其重中之重。为推动经济结构转型, 降低企业债务杠杆, 助力企业健康发展, 2016 年 10 月, 国务院发布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》《关于市场化银行债权转股权的指导意见》, 首次从政策层面提出银行市场化债转股业务, 推进降低企业债务杠杆, 优化债务结构, 降低成本负担, 防范化解债务风险, 解决企业经营过程中出现的暂时性困难等问题, 为完善供给侧结构性改革奠定良好的基础。2019 年 4 月底, 已经有 106 家企业开展市场化债转股, 项目

达到 367 个, 遍及 26 个行业包括钢铁、煤炭、电力等, 但是 367 个债转股项目中大多数都是由国有企业参与, 由民营企业开展的项目只有 24 个, 占有项目的 6.54%, 民营企业在债转股项目参与规模上远比国有企业少。

但实际上民营企业因为融资难、融资成本高、融资渠道少等原因往往比国有企业更容易陷入债务困境。2017 年年底, 在全国 500 强企业中, 民营企业占据 226 席。2017 年, 我国出口总额中民营企业占 46.6%, 民营企业已然成为我国对外贸易的新生力量。此外 2017 年民营企业的税收额占全国税收总额的 52.6%, 为我国财政收入增长做出巨大贡献。可见民营企业在我国经济中发挥了重要作用。因此解决民

**收稿日期:** 2023-10-15

**基金项目:** 国家社会科学基金重点项目“‘一带一路’沿线国家自然灾害对中国海外投资安全的影响研究”(ZX20240614); 国家自然科学基金项目“基于弹性控制的或有可转债优化设计与定价研究”(71871040)

**作者简介:** 尚 勤, 通讯作者, 女, 吉林长春人, 大连理工大学经济管理学院副教授, 博士, 主要研究方向为金融风险, E-mail: shangqin@dlut.edu.cn; 杜鑫雨, 女, 辽宁盘锦人, 大连理工大学经济管理学院硕士研究生, 主要研究方向为会计与财务; 胡 芬, 女, 江西临川人, 硕士, 大连理工大学经济管理学院高级实验师, 主要研究方向为管理案例教学与研究。

营企业的债务问题至关重要。2019年2月,《关于进一步加强金融服务民营企业有关工作的通知》(银保监发〔2019〕8号)明确困难较大的民营企业可运用市场化债转股方式优化负债结构,可见民营企业实施市场化债转股势在必行。

目前,实施市场化债转股的民营企业较少,国内外相关研究多数将研究重点集中于市场化债转股在国有企业中的应用及在国有企业中的实施效果。与国有企业相比,民营企业财务基础更加薄弱、缺少资源支持,盈利能力相较国有企业更弱,在债转股后具有更高的经营风险<sup>[1]</sup>;且民营企业的杠杆率往往比国有企业要低,债转股后资本结构的改变不如国有企业明显,机构对民营企业的资金投入也不如国有企业多;另外,民营企业与国有企业的经营机制和治理结构也有一定的差异,且国有企业债转股往往无法完全摆脱政府的干预,适用国有企业的债转股方案未必适合民营企业<sup>[2]</sup>。民营企业与国有企业实施债转股的动因有所不同,进而得到的实施效果也存在差异。因此,国有企业债转股的相关研究结论无法完全适用于民营企业。并且,现有的债转股实施效果的研究重点多集中在改善公司资本结构及实施前后市场反应上,在企业财务绩效影响方面的研究相对不足。

基于此,本文选取民营企业内蒙古远兴能源股份有限公司(简称远兴能源)作为案例研究对象,通过研究其市场化债转股的动因、实施方案及实施市场化债转股前后的财务绩效变化,深入探讨市场化债转股对民营企业财务绩效的影响,可为后续民营企业实施市场化债转股提供参考。

## 1 文献回顾与研究框架

### 1.1 债转股

债转股是指将金融机构依法享有的对债转股企业的债权,置换为债转股实施机构对债转股企业的股权,从而降低债转股企业资产负债率的经济行为<sup>[3]</sup>。我国已实行两轮债转股,第一轮债转股从1999年开始实施,以政府为主导。第二轮债转股于2016年开始实施,也就是本文所涉及的市场化债转股,此次债转股以银行为主导。

债转股模式根据不同角度有多种划分方式。周天勇从债权运行风险的角度,将债转股模式分为封闭型和开放型<sup>[4]</sup>。杨阳从商业银行的角度,梳理了比较常见的四种市场化债转股模式,分别为借助外部基金模式、优先股模式、借助全资资产管理公司或子公司模式、可转债模式<sup>[5]</sup>。李健从企业的角度,将市场化债转股分为收债转股模式、入股还债模式、股债结合模式及债转优先股模式<sup>[6]</sup>。

债转股的实施动因,国内外研究主要从银行和企业两个视角进行研究。从银行的视角分析,周小川认为债转股是商业银行的一种资产保全方式,当贷款对象财务出现问题时,商业银行可以通过债转股改善贷款企业的盈利能力,以此减少商业银行可能的损失<sup>[7]</sup>。从企业总体的视角分析,有研究指出债转股能够增强企业的股本实力,降低资产负债率,为企业创造更多收益<sup>[8-10]</sup>。此外,冯柏认为在部分产业出现经济结构不合理、产能过剩等问题的背景下,市场化债转股还有望支持产业转型升级<sup>[11]</sup>。国有企业与民营企业在债转股的实施动因上也有一定的区别。国有企业进行债转股,一是为了优化股权结构,降低负债压力,提高企业的经营能力和竞争力;二是为了利用债转股在国有企业中引入新的市场化资本,改善公司治理结构,助推国有企业深化改革<sup>[10,12]</sup>。而民营企业受自身规模及相关资源的限制,实施债转股则更倾向于增加融资渠道,解决融资困难,缓解债务和现金流压力,并通过债转股为企业引入专业投资者或战略合作伙伴,提供更多的资源和管理经验,助力企业发展<sup>[2]</sup>。

由于国有企业与民营企业在债转股的实施动因上存在差异,两类企业实施债转股的作用机理也有所不同。对于国有企业,市场化债转股作用机理主要侧重债转股所需资金的社会化为企业带来多元的股权结构,改变公司治理结构,最终改善国有企业经营情况<sup>[12]</sup>。而对于民营企业则侧重通过债转股得到融资来优化债务结构、为企业注入新的现金流,以及利用债转股引入新的投资人并提升未来投资者信心等,从而助力企业的经营与未来发展<sup>[1-2]</sup>。

此外,国内外研究还从多角度研究了债转

股的实施效果。就市场反应而言, Lie 等通过研究发现, 为了避免公司破产, 管理层往往会选择进行债转股, 但在公司发布债转股公告后, 股票价格的市场反应多是负面的<sup>[13]</sup>。李广子采用事件研究法发现, 非金融上市公司对债转股的短期市场反应是负向的, 但随着时间变长, 投资者开始意识到债转股对企业的积极作用, 股票市场反应逐渐由负向变为正向。有的研究发现, 资产负债率越高, 市场化债转股对企业的影响效果越明显, 投资者的市场反应越好<sup>[14]</sup>。在公司资本结构和公司治理方面, 债转股可以调整公司的资本结构, 改变机构投资者的持股比例, 从而加强对公司管理者的监督<sup>[15-16]</sup>。债转股实施机构的参与, 也可能改善企业的公司治理水平, 实现公司的可持续发展。尤其对于国有企业, 债转股能够实现多元化的股权结构, 能够推动国有企业转型为混合所有制, 完善其治理体系, 提高经营水平<sup>[17]</sup>。而针对民营企业, 程建平从资金利用角度认为, 债转股能够通过债权转股权获取现金流, 减少银行贷款和利息支付, 有助于将资金用于企业紧缺的地方以摆脱经营困境<sup>[18]</sup>。另外, 韩进等指出, 债转股不仅能够化解债务、提高民营企业融资能力和投资信心, 还有利于企业去产能、增效益, 盘活企业不良资产, 实现价值增值<sup>[1]</sup>。

## 1.2 财务绩效评价

财务绩效是企业战略及其实施和执行形成的最终经营业绩<sup>[19]</sup>。财务绩效主要表现在4个方面, 分别是盈利能力、偿债能力、营运能力和未来发展能力。通过对企业财务绩效进行分析评价, 可以反映企业经营活动的效果, 是否有利于企业发展, 以便企业对财务绩效所反映的情况进行分析总结, 及时调整企业的经营决策, 从而保障企业的长久经营和股东利益。

从现有的研究来看, 已经使用多年的财务绩效的传统评价方式主要有杜邦分析法、EVA法, 但这两种方法往往操作复杂, 且容易掺杂个人主观性。基于此, 为了使得评价结果更加客观、准确, 近年来越来越多的研究逐渐使用因子分析法和主成分分析法等对财务绩效进行评价<sup>[20-21]</sup>。

## 1.3 债转股对企业财务绩效的影响

一些分析和实证研究发现, 债转股能够降低企业的财务杠杆, 改变企业所有权结构, 提高企业的财务绩效<sup>[22-24]</sup>。但也有一些研究表明, 市场化债转股对企业财务绩效的影响效果存在差异。刘晓等从产权性质的角度分析发现, 民营企业在债转股后第二年企业绩效有明显上升, 国有企业在债转股前绩效没有明显变化<sup>[25]</sup>。吴涛从债转股模式的角度使用事件研究法和因子分析法研究发现, 采用“发股还债”模式实施债转股的企业短期股价表现和综合财务绩效改善程度均优于采用“入股还债”模式的企业<sup>[3]</sup>。可见债转股对民营企业绩效的影响更明显。

另外, 需要注意的是不能完全将债转股看作企业提高财务绩效的一种有效手段。从表面上看, 债转股确实能够降低企业财务成本, 为企业补充资本金, 避免破产清算。但从长远来看, 企业只有真正改善了治理结构和经营情况, 才能改善债转股的实施效果<sup>[26]</sup>。另外, 对于非僵尸企业, 实施债转股后的确降低了企业杠杆率, 盈利能力指标和经营效率指标均明显上升, 显著降低了债务风险。但对于僵尸企业, 实施债转股后只是降低了其资产负债率, 企业的经营情况并没有明显改善, 盈利能力等指标甚至有所恶化。若选择僵尸企业进行债转股, 则会失去债转股的意义<sup>[24]</sup>。

现有关债转股的研究多采用实证研究方法, 但也有少部分文献选取了具体公司进行案例研究。Permana 选择了印度尼西亚企业为研究对象, 研究结果表明债转股显著提高了企业盈利能力, 但是对公司的流动性没有明显影响<sup>[27]</sup>。周玉笛选取了实施“两步走”模式进行债转股的中国重工作为案例研究对象, 发现在实施“两步走”模式后中国重工的偿债压力明显变小, 主营收入的收益水平和成长能力均有所提升, 并且分析了该模式的优势<sup>[28]</sup>。

## 1.4 研究框架

通过上述文献回顾并结合案例公司的具体特点, 本文建立了研究框架, 如图1所示。首先, 介绍案例公司的基本情况, 梳理其市场化债转股的动因和实施方案。其次, 通过因子分析

法构建财务绩效评价模型,分析市场化债转股对远兴能源偿债能力、盈利能力、成本费用、营运能力、成长能力的影响,进而分析其对财务绩效综合得分的影响。在此基础上,采用灰色关

联度法分析不同财务指标对财务绩效综合得分的影响程度,对债转股对财务绩效的影响结论进行补充。最后,得出研究结论,并为民营企业实施债转股提出建议。

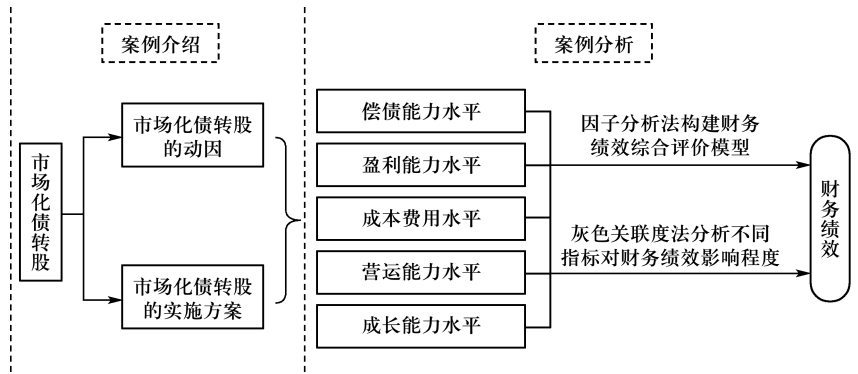


图1 研究框架

Fig. 1 Research framework

## 2 研究设计

### 2.1 研究方法选择

本文采用单案例研究方法,案例研究适用于解释“如何”和“为什么”的问题<sup>[29]</sup>。而本文的研究问题是市场化债转股对企业财务绩效的影响,即市场化债转股对企业财务绩效有何影响及如何影响。可见,案例研究方法适合本研究问题。另外,市场化债转股的模式不同、债转股规模不同、实施企业的性质不同均可能导致市场化债转股对企业财务绩效有不同程度的影响,具有一定的独特性。因此,本文采用单案例研究方法进行深入探索。

在研究企业实施市场化债转股前后的财务绩效变化时,本文选取了因子分析法和灰色关联度法对其进行定量研究。先使用因子分析法构建财务绩效综合评价模型分析财务绩效变化,此方法比起基本财务指标分析更能反映企业整体财务水平变化且更具客观性。然后采用灰色关联度法,通过关联度大小分析不同财务指标对财务绩效综合得分的影响程度,对研究结论做进一步的完善。传统的数理统计方法对数据量要求较高,此方法则对数据量的要求较低,适合小样本量的分析<sup>[30]</sup>,也适用于本次单案例研究。

### 2.2 案例选取

本研究遵循典型性原则,选取民营企业远兴能源作为案例研究对象。原因在于3点:首先,在目前少数实施市场化债转股的民营企业中,远兴能源是实施债转股比较成功的企业。其次,政府鼓励市场化债转股模式创新,而远兴能源的债转股实施方案与以往民营企业的方案相比存在多处创新,如在目标企业选取上实现了债权与股权的分离、添加了业绩对赌协议、设置了多种股权退出机制等,这些都充分考虑了双方利益,降低了风险,符合当下债转股的发展趋势。最后,远兴能源债转股的实施方案及效果对后续民企债转股方案设计具有一定的参考价值。

### 2.3 数据与资料的收集

本文使用的案例信息主要来自网上公开资料,具体为政府主管机构等官方网站发布的文件和公告信息,远兴能源的历年财务报告及其实施市场化债转股相关的事项公告及文件。

除了使用远兴能源的企业财务数据,在用因子分析法时还使用了远兴能源所属行业的企业财务数据。根据同花顺 iFind 数据库申银万国二级行业分类,远兴能源所属化学原料行业。通过查询发现归属于化学原料行业的股票样本共有64家,本文剔除了金融类企业、B股企业、

在研究年份期间退市的企业、相关数据缺失过多及数据异常的企业,最终选取46家上市公司2016—2020年的相关财务指标数据作为因子分析的样本数据。

### 3 案例介绍

#### 3.1 公司简介

远兴能源于1997年在深交所上市,是一家现代化民营企业,以天然碱化工为主导,以新能源化工、精细化工及物流业为发展方向。公司主要从事天然碱法制纯碱和小苏打、煤炭、煤制

尿素、天然气制甲醇等产品的生产和销售。

2018年12月12日,公司发布公告将响应国家政策实施市场化债转股,此次参与市场化债转股的为其旗下控股子公司河南中源化学股份有限公司、内蒙古博源联合化工有限公司及内蒙古博大实地化学有限公司。2021年年底,公司拥有全资、控股企业28家,总资产262亿元。2021年全年实现营业收入121亿元,实现归属于上市公司股东的净利润49.5亿元。根据远兴能源的年度报告,远兴能源2021年的股权结构如图2所示。

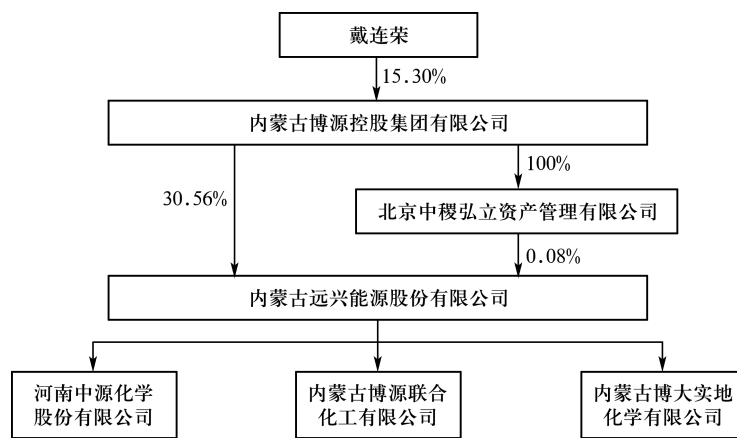


图2 远兴能源2021年的股权结构

Fig. 2 Equity structure of Yuanxing Energy in 2021

除了碱业,尿素在远兴能源营业收入中占比也比较大。远兴能源也开展了一些项目,如“年产30万吨合成氨、52万吨多用途尿素项目”“40万吨/年精品小苏打项目”等,会为远兴能源带来新的收益。相比碱业和尿素,甲醇和

煤炭的营收占比相对比较小,尤其煤炭业务的营收占比呈现下降趋势。公司有意优化产业结构,聚焦优势产业发展。

自2015年起,受供给侧改革和行业周期性的影响,公司经营业绩下滑。为了应对这种情

表1 远兴能源2015—2018年主营产品收入占比

Tab. 1 The proportion of the main product revenue of Yuanxing Energy from 2015 to 2018

年度	主营产品收入所占百分比			
	碱业	尿素	煤炭	甲醇
2015	35.91	30.88	20.71	8.96
2016	31.47	24.63	23.13	14.92
2017	36.94	21.29	18.58	13.5
2018	42.69	18.73	12.69	22.36

数据来源:远兴能源2015—2018年的年度报告。

况,提升企业的竞争优势,公司投资了一些新项目,升级了企业的生产线。但是从公司2015—2017年的年报中现金流量表看出投资筹资现金流双高,现金及现金等价物净增加额除2016年外均为负值,说明企业现金流紧张,并且企业为转型升级进行的大量投资还没有得到收益,为后面企业采取市场化债转股的方式偿还借款埋下伏笔。

### 3.2 市场化债转股动因

#### (1) 优化债务结构

从2015年至2018年,我国化工行业处于去产能、去库存时期。受化工行业低迷的影响,远兴能源2016年亏损5.13亿元,虽然2017年情况好转,但依旧存在债务问题。从公司公布

的年报数据可以看出远兴能源2015年至2017年的资产负债率分别为57.37%、56.11%、52.22%,均高于对应年度的行业均值,流动比率分别为0.48、0.54和0.59,远低于行业均值。可见,虽然远兴能源的经营利润有所改善,但资产负债率依旧偏高,流动资金不足,既存在着长期偿债压力,又存在短期偿债能力不足的问题。

另外,为提高股价,稳定投资者信心,远兴能源从2018年7月开始进行股份回购,这需要大量的资金。而此时政府推出的市场化债转股政策正是远兴能源解决其问题的一个好办法,通过债务转化为股权的方式进行融资,既降低了资产负债率,改善了公司的债务结构,又缓解了资金压力。

表2 远兴能源及行业的资产负债率和流动比率

Tab.2 Gearing and current ratios of Yuanxing Energy and the industry

年度	远兴能源资产负债率/%	行业资产负债率均值/%	远兴能源流动比率	行业流动比率均值
2015	57.37	45.59	0.48	1.85
2016	56.11	42.78	0.54	1.79
2017	52.22	42.64	0.59	2.59

#### (2) 公司的转型升级需求

远兴能源是一家以纯碱、小苏打、甲醇和煤炭为主营业务的民营企业。其中纯碱行业和煤炭行业目前行业集中度较低,正面临着清除落后产能、行业进一步集中的局面。随着国家环保政策的不断推进,我国对氨碱法和联氨法的产能进行限制,产能结构向天然碱法的企业倾斜。而远兴能源使用的纯碱生产方式就是天然碱法。为了提高企业竞争力,远兴能源本着充分利用自己天然碱法的优势,提出了深耕主业加快转型,逐步把公司打造成“国内纯碱行业龙头企业”的发展战略。还提出公司还将努力打造煤化产业一体化产业链,强化产业协同效应,提升公司煤化工产业的核心竞争力。进行市场化债转股,不仅能够降低企业的资产负债率,为公司注入资金,又有新的投资者加入公司,提高企业的经营管理能力,助力公司转型升级。

#### (3) 响应国家政策

2016年,国务院发布《关于积极稳妥降低

企业杠杆率的意见》和《关于市场化银行债权转股的指导意见》,鼓励企业实行市场化债转股来降低企业杠杆率,优化债务结构,助力企业长效健康发展。随着市场化债转股的不断推进,国有企业实施债转股较多,参与债转股的民营企业却很少,而民营企业往往又需要更多的融资机会。2019年2月发布的《关于进一步加强金融服务民营企业有关工作的通知》(银保监发〔2019〕8号)明确困难较大的民营企业可运用市场化债转股方式优化负债结构,此外,《2019年降低企业杠杆率工作要点》也提出支持民营企业债转股。可见,实施市场化债转股是远兴能源的较好选择。

### 3.3 市场化债转股实施方案

2018年12月12日,远兴能源发布了公司实施市场化债转股的公告,并签订了《债转股协议》。此次远兴能源市场化债转股属于政府倡导使用的、主流的“发股还债”模式。

本文主要从3个方面具体阐述本次市场化

债转股实施方案细则。

### (1) 实施机构及资金来源

2018年11月发布的《关于鼓励相关机构参与市场化债转股的通知》鼓励保险类公司设立机构参与市场化债转股。远兴能源市场化债转股的实施机构为保险资产管理公司——光大永明资产管理股份有限公司(简称光大永明),是保险资产管理公司作为实施方的第一次尝试。光大永明投入的10亿元资金来自央行下发光大银行的定向降准资金,一定程度上可以加快债转股的快速落地。

### (2) 转股公司的选择及资金去向

相比于其他债转股项目直接将目标公司的债权转为股权,远兴能源此次项目的债权和股

权来自不同的子公司,更具市场化特征。根据远兴能源关于以市场化债转股方式转让控股子公司部分股权的公告,远兴能源转让子公司中源化学13.16%的股份给光大永明,将取得的10亿元用于偿还子公司博源联化和博大实地在光大银行及其分支行的借款,分别为5.95亿元和4.05亿元。市场化债转股前后股权结构变动如图3所示,资金的使用方是博源联化和博大实地,转股方是远兴能源的核心子公司中源化学。选取该子公司作为转股公司,既可以保障光大永明的未来分红利益,降低投资风险,还能一定程度上避免负债子公司因股权变动可能造成的经营风险。

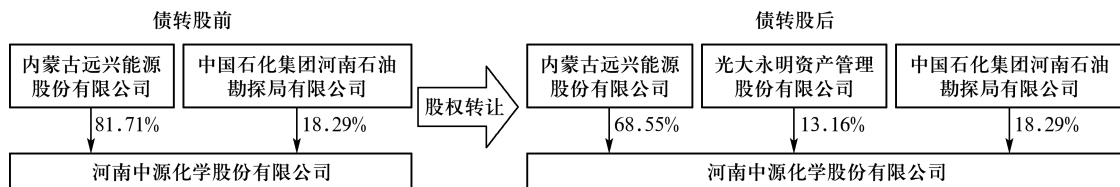


图3 市场化债转股前后股权结构变动

Fig. 3 Changes in shareholding structure before and after market-oriented debt-to-equity swap

### (3) 股权持有、双方利益对赌及退出路径

协议规定,在光大永明持有股份期间,若中源化学的净利润有余额,应按实际的出资比例进行分红。本次转让,光大永明可以提名一名董事进入董事会参与中源化学的管理,并对中源化学单笔3000万元及以上的对外担保和关联交易具有一票否决权。

在股份退出方案中,双方添加了利益对赌,协议约定中源化学2019年、2020年、2021年的归属母公司税后净利润应分别达到11亿元、13亿元、15亿元,若未达到业绩要求,光大永明也可以随时退出。同时远兴能源可以按照协议要求的受让价格优先赎回股份,一定程度保障了企业股权稳定。虽然进行业绩对赌可以降低投资方的投资风险,加快放款速度,但是这也可能导致中源化学为了达到业绩要求,做出一些激进的经营行为,损害企业经营发展。若目标公司未发生上述提到的情况,达到了业绩要求,光大永明方自交割日起三年内不得转让所持中

源化学的股份。

远兴能源此次债转股与其他民营企业的方案具有一些不同。首先,在实施机构方面,相较于其他民营企业的实施机构多为银行,远兴能源此次的实施机构是保险资产管理公司,积极响应了国家鼓励多种机构参与的政策。其次,在目标公司选择上,其他民营企业通常是债权股权来自同一公司,远兴能源则是选择了发展前景好的子公司中源化学作为转股公司,再将取得的资金偿还其他子公司的债务。此设计避免了股权只能来自负债公司的痛点,提高了机构的投资积极性。最后,在风险保障和退出渠道上,比起其他民营企业多以时间为限设置单一的退出方式,此次债转股退出通道多样且选择权大,并设置业绩对赌,风险保障措施更加全面。可见此次远兴能源债转股方案积极响应了国家的相关债转股政策,交易安排尽力考虑各方利益,更具市场化特色,具有一定的借鉴意义。

## 4 案例分析

### 4.1 基于因子分析法的财务绩效评价

#### 4.1.1 远兴能源财务绩效评价体系构建

##### (1) 指标与样本选择

本文通过参考以往对企业财务绩效的相关研究并结合远兴能源的公司及行业特点,在指标选取时,除了反映4大能力的常用财务指标,

还增加了反映成本费用的指标。最终本文选取了14个财务指标作为构建企业财务绩效综合评价模型的基础(表3)。

在进行样本公司选择时,前文已经提到了能够与行业情况进行对比,本文选取了包括远兴能源在内的46家上市公司2016—2020年的相关财务指标数据作为因子分析的样本数据。

表3 市场化债转股对企业财务绩效影响评价指标体系

Tab.3 The index system for evaluating the influence of market-oriented debt-to-equity swap on enterprise financial performance

指标类型	指标名称
偿债能力	流动比率
	速动比率
	现金比率
	资产负债率
盈利能力	销售净利率
	净资产收益率
	总资产报酬率
营运能力	总资产周转率
	固定资产周转率
	流动资产周转率
成长能力	净资产增长率
	总资产增长率
成本费用	销售期间费用率
	管理费用/营业收入

##### (2) 财务绩效评价体系构建

选取数据处理工具 SPSS26.0 和 Excel 进行因子分析。首先,对原始指标进行正向化处理,采用资产负债率、销售期间费用率、管理费用占营业收入百分比这3个指标的倒数代替原指标。其次,对原始数据进行标准化,再以此数据为基础进行后续的因子分析。通过 KMO 检验和巴特利特检验进行适用性检验,显示变量间存在相关性,适合做因子分析。最后,采用主成分分析法进行公共因子提取<sup>[31]</sup>。本文选定

的公共因子提取标准是特征值大于1,以此最终选定了5个公共因子,它们的累计方差贡献率为84.777%,超过了80%,说明提取的公共因子能够反映原始数据绝大部分的信息。

在进行旋转前得到的因子载荷矩阵中,提取的因子对原始变量的载荷值大小区分不够明显,因此无法清晰解释各因子的含义。为了更好地解释各因子的含义,本文采用 SPSS 中的最大方差法对初始因子载荷矩阵进行旋转,得到旋转后的因子载荷矩阵(表4)。

表4 旋转后的因子载荷矩阵  
Tab.4 Rotated factor loading matrix

财务指标	公共因子				
	1	2	3	4	5
Zscore:销售净利率	0.120	0.915	-0.177	0.035	0.010
Zscore:净资产收益率	-0.053	0.849	0.177	0.028	-0.005
Zscore:总资产报酬率	0.066	0.899	0.285	0.055	-0.035
Zscore:总资产周转率	-0.070	0.087	0.958	-0.054	0.117
Zscore:固定资产周转率	0.372	0.133	0.757	-0.015	0.234
Zscore:流动资产周转率	-0.514	0.117	0.513	-0.085	0.049
Zscore:流动比率	0.971	0.052	0.064	-0.012	-0.003
Zscore:速动比率	0.974	0.074	0.050	-0.018	0.074
Zscore:现金比率	0.903	0.002	-0.088	-0.024	0.172
Zscore:资产负债率'	0.895	0.060	0.077	0.008	-0.036
Zscore:净资产增长率	-0.014	0.092	-0.058	0.947	-0.025
Zscore:总资产增长率	0.000	0.007	-0.032	0.957	-0.029
Zscore:销售期间费用率'	0.318	-0.057	0.063	-0.023	0.848
Zscore:管理费用/营业收入'	-0.153	0.023	0.227	-0.036	0.859

注:资产负债率'、销售期间费用率'、管理费用/营业收入'表示对应原指标正向化后的数据。

旋转后的因子载荷矩阵结果显示,公共因子1对流动比率、速动比率、现金比率和资产负债率的倒数载荷系数比较大,将其命名为偿债能力因子。公共因子2对销售净利率、净资产收益率、总资产报酬率的载荷系数比较大,将其命名为盈利能力因子。公共因子3对总资产周转率、固定资产周转率、流动资产周转率的载荷系数比较大,将其命名为营运能力因子。公共因子4对净资产增长率和总资产增长率的载荷系数比较大,将其命名为成长能力因子。公共因子5对销售期间费用率的倒数、营业收入/管理费用的载荷系数比较大,将其命名为成本费用因子。

最后,通过SPSS输出因子得分系数矩阵,根据因子得分系数,可以得出各因子得分函数,为方便表达,函数中公共因子1、2、3、4、5分别用 $F_1$ 、 $F_2$ 、 $F_3$ 、 $F_4$ 、 $F_5$ 表示,标准化后的各指标依次分别用 $X_1$ 至 $X_{14}$ 表示。由此可以计算出公共因子的 $F$ 得分。

$$F_1 = -0.005X_1 - 0.037X_2 - 0.003X_3 - 0.006X_4 + 0.092X_5 - 0.126X_6 + 0.247X_7 + 0.242X_8 + 0.216X_9 + 0.230X_{10} - 0.004X_{11} + 0.003X_{12} + 0.024X_{13} - 0.095X_{14} \quad (1)$$

$$F_2 = 0.426X_1 + 0.355X_2 + 0.357X_3 - 0.075X_4 - 0.039X_5 + 0.009X_6 - 0.017X_7 - 0.001X_8 - 0.007X_9 - 0.015X_{10} - 0.004X_{11} - 0.046X_{12} + 0.000X_{13} + 0.031X_{14} \quad (2)$$

$$F_3 = -0.222X_1 - 0.003X_2 + 0.066X_3 + 0.534X_4 + 0.397X_5 + 0.265X_6 + 0.055X_7 + 0.028X_8 - 0.068X_9 + 0.068X_{10} + 0.015X_{11} + 0.043X_{12} - 0.124X_{13} - 0.051X_{14} \quad (3)$$

$$F_4 = -0.040X_1 - 0.020X_2 - 0.002X_3 + 0.025X_4 + 0.036X_5 - 0.023X_6 - 0.003X_7 - 0.007X_8 - 0.013X_9 + 0.007X_{10} + 0.521X_{11} + 0.532X_{12} +$$



高偿债水平。结合表5、表7可知,自2017年起远兴能源就响应政府去杠杆的号召,进行了一系列降低资产负债率的行为,且取得一定成效。并于2018年实施了债转股,远兴能源债转股规模达到10亿元,有效降低了其负债水平。结合表7和表5中偿债能力因子得分来看,远兴能源的流动比率、速动比率、现金比率在2018年实施债转股后均有所上升,资产负债率

则有效降低,偿债能力的 $F_1$ 得分也从2017年的-0.465上升至2018年的-0.434。可见市场化债转股的实施增加了企业资金的流动性,进一步改善了远兴能源的偿债能力。但在2019年和2020年偿债能力的 $F_1$ 得分又分别下降至-0.457和-0.490,并没有将债转股的作用持续下去,推测企业在后续债务管控方面存在一定问题。

表7 远兴能源2016—2020年的偿债能力指标

Tab.7 The solvency indicators of Yuanxing Energy from 2016 to 2020

年份	流动比率/倍	速动比率/倍	现金比率/%	资产负债率/%
2016	0.54	0.48	42.27	56.11
2017	0.59	0.53	42.20	52.22
2018	0.62	0.55	43.62	50.24
2019	0.67	0.30	21.74	48.30
2020	0.49	0.23	16.01	47.91

从表7来看,远兴能源的资产负债率在实施市场化债转股当年及之后是持续下降的,效果达到了债转股的初衷。但是流动比率、速动比率尤其是现金比率的下降导致了远兴能源整体偿债能力得分在2018年之后呈现下降趋势。通过查询年报和相关新闻报道发现,远兴能源为提高股价在2019年进行了累计7.2亿元股票回购,导致了流动资金的大幅下降。另外现金流量表显示远兴能源2019年、2020年一直在借新债还旧债,致使2019年、2020年偿债能力下降。综上,市场化债转股在实施当年有效提高了远兴能源的偿债能力,有效降低了资产负债率,但因为远兴能源后期在债务管控方面存在问题,又产生了大量借款,流动资金又出现不足,导致债转股效果没有保持下去。

## (2) 盈利能力分析

由表5、表6和图4的盈利能力因子得分可见,远兴能源与其行业的盈利能力得分走势大体相同。可见,远兴能源的盈利能力一定程度上受到行业周期性的影响。在供给侧结构性改革和安全环保监管力度持续加大的影响下,

大量落后产能被清退,市场需求变得较为稳定,远兴能源的相关主营产品价格开始回升,推动2017年盈利能力上升。在2018年实施债转股后,在行业盈利平均水平下降的同时,远兴能源盈利能力不降反升,超过行业均值。其主营产品纯碱等的价格上涨,企业净利率增加,对盈利能力造成影响。同时,结合公司财务数据和相关信息发现,实施债转股后,远兴能源2018年财务费用显著下降。另外,实施债转股后有了更多的可用资金支持股份回购,从而影响了企业的股价和净资产收益率等,提高了盈利能力。

可见实施债转股能够让企业不用偿还高额的负债和利息,降低了财务费用,能够让企业有更多的资金投入生产经营活动,有助于提高其盈利能力。但是在债转股实施后的2019年和2020年,企业盈利能力却持续下降,2020年更是又跌至行业均值以下。整个行业2019年、2020年盈利能力得分也呈小幅下降趋势,因此不排除远兴能源盈利能力下降受到行业因素及新冠疫情的影响,但是可能主要还是因为其成本费用占比的上升。

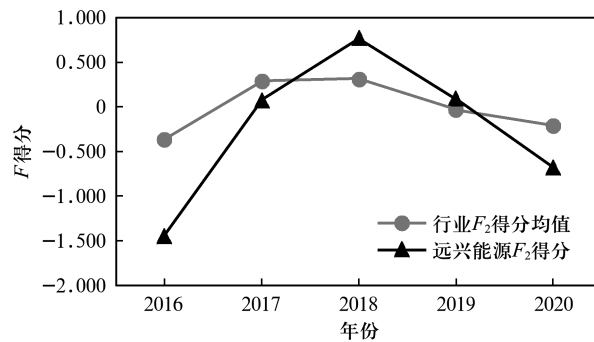


图4 远兴能源及行业盈利能力得分

Fig. 4 Profitability score of Yuanxing Energy and the industry

结合成本费用的得分情况来看,远兴能源的成本费用得分在2019年和2020年大幅下降,说明期间费用占营收比率上升。年报数据显示,在期间费用中,管理费用和财务费用的营收占比上升较为明显。管理费用率上升主要是因为子公司较多,增加了其管理费用,随着公司的转型升级,后续将煤炭业务剥离后,削减了管理费用的支出。而财务费用率上升与前文分析的远兴能源后期债务管控方面存在问题、又产生了大量借款的结论不谋而合。可见市场化债转股能够显著提高企业的盈利能力,但是远兴能源后续的管理问题导致管理费用、财务费用的上升,对盈利能力产生了负面的影响。

### (3) 营运能力分析

从营运能力因子得分可以看出,远兴能源的营运能力得分整体处于下降趋势,仅在2020年有所上升。并且,营运能力得分一直低于行业均值,并与行业变动情况相反。即使在债转股实施的当年2018年,远兴能源的营运能力得分也没有得到提高。年报和公司发布的信息显示,远兴能源经过不断业务升级,逐渐淘汰了一些零散的业务收入,提高了主营业务的集中度。例如,煤炭贸易收入大幅减少,从2017年的12.08亿元下降至2020年的0.86亿元。这些业务集中的过程会导致部分客源的减少、部分相关资产闲置等,降低了企业的资产周转率。另外,远兴能源进行了大量的固定资产投资,如年产30万吨合成氨项目等。2018年在建工程达到47.08亿元,当年转入固定资产3.12亿元,2019年和2020年分别转入固定资产42.03亿

元、8.37亿元。这些都增加了远兴能源的固定资产总额,但由于项目刚刚建成,短期内还未为企业带来大量的收益,影响了企业的营运能力。

可见远兴能源在债转股之后的营运能力得分不仅没有上升反而低于实施债转股前,主要是因为公司的自身业务升级和固定资产的大量投资,导致短期内未能为企业带来收益,降低了企业营运能力。

### (4) 成长能力分析

图5显示了2017年远兴能源与整个行业的成长能力的 $F$ 得分均大幅下降,可见在化工原料行业去产能背景下,远兴能源的资产增长受到影响,成长能力得分也大幅下降。2018年公司实施了市场化债转股,收到了光大永明的10亿元资金投入,使其总资产增长率和净资产增长率大幅上升,提高了成长能力,在行业整体成长能力下降的情况下,远兴能源不降反升,减小了与行业均值的差距。可见,债转股能够提升企业的成长能力。但是随后两年远兴能源的成长能力得分又降低,接近之前的水平。这主要是因为2019年公司为了推动股价进行了大量的股份回购,其净资产下降,造成了资产增长变缓。另外,2020年受新冠疫情的影响,导致公司产品生产受到影响及一些项目延迟开工,影响了公司的成长能力。虽然从成长能力得分来看,债转股后两年远兴能源的成长势头下降,但是公司投入的年产30万吨合成氨、52万吨尿素项目和40万吨精品小苏打项目已经于2019年建成,两个项目正式投产、技术成熟后,会为企业带来新的成长动力。

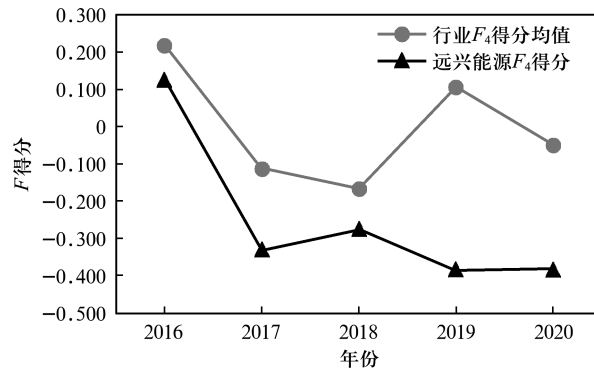


图 5 远兴能源及行业成长能力得分

Fig. 5 Growth capacity scores of Yuanxing Energy and the industry

### (5) 财务绩效综合分析

综上所述,远兴能源在 2018 年实施债转股后债务水平下降,降低了企业的资产负债率,提高了企业偿债能力,增加了可用资金。负债减少也降低了远兴能源的财务费用,让企业有更多资金用于其他经营活动,结合 2018 年受行业市场小苏打等主营产品价格上涨和公司实施股份回购等因素的影响,远兴能源 2018 年盈利能力显著上升。另外,债转股为远兴能源注入的 10 亿元资金使其总资产增长率和净资产增长率大幅上升,并助力公司生产项目的快速建成,提高了其成长能力。

由图 6 可以看出,远兴能源的财务绩效综合得分一直低于行业均值,但在 2018 年债转股实施当年,财务绩效的  $F_{\text{综合}}$  得分从  $-0.394$  上升至  $-0.302$ ,与行业均值间的差距变小,可见债转股一定程度上提高了企业的财务绩效。但是 2018 年后,远兴能源的财务绩效综合得分又

持续大幅下降,与行业间的差距又有所增加。结合前文分析可以得知,后续财务绩效综合得分的下降主要是因为:债转股后在债务管控方面有问题造成偿债能力下降,财务费用、管理费用上升造成盈利能力下降,公司业务升级和固定资产大量投资但还未带来稳定收益造成营运能力的暂时下降,受股份回购和疫情影响造成的成长能力下降等,是多方面因素影响的结果。

可见,市场化债转股的实施有助于偿债能力、盈利能力和成长能力的提升,进而提高了远兴能源的财务绩效,市场化债转股对企业财务绩效的影响路径如图 7 所示。但长期看来,受债务管控不足、成本费用上升、固定资产投资较多、出现新冠疫情等多方面因素影响,债转股的效果并没有得到延续。企业应以债转股为助推器,加强债转股后的经营管理,尽快完成转型升级,才有望持续提高企业财务绩效。

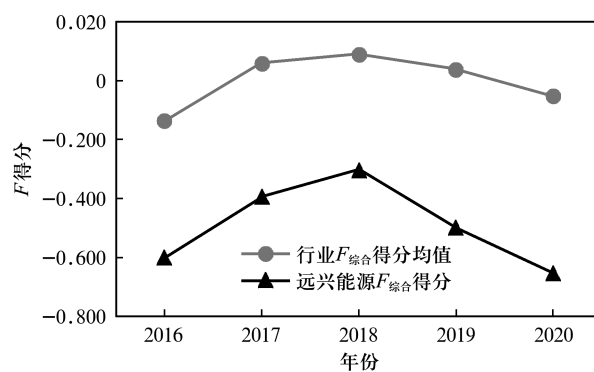


图 6 远兴能源及行业财务绩效综合得分

Fig. 6 Comprehensive score of the financial performance of Yuanxing Energy and the industry

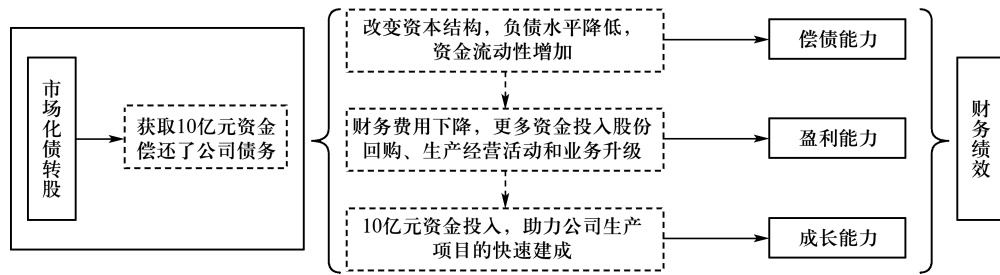


图7 市场化债转股对远兴能源财务绩效的影响路径

Fig. 7 The influence path of market-oriented debt-to-equity swap on the financial performance of Yuanxing Energy

#### 4.2 财务指标与企业财务绩效的灰色关联分析

通过以上的分析,已得出市场化债转股可以对偿债能力、盈利能力、营运能力、成长能力、成本费用形成不同程度的影响,能够在短期内有效提高企业的财务绩效。财务绩效受多指标变化的影响,为了进一步探究不同指标的变化对财务绩效的影响程度大小,本文将选取灰色关联度法,通过计算不同财务指标与财务绩效综合得分的关联度,分析哪种指标变化对财务绩效的影响更大,进一步明确市场化债转股对财务绩效的影响。

##### 4.2.1 灰色关联分析过程

灰色关联度法是一种多因素统计分析的方法,主要思想是通过确定参考数列与若干比较数列的曲线变化几何相似程度,来判断各因素与参考数列间的关联程度。所得关联度越高,说明该因素对所选参考数列的影响程度越大<sup>[32-33]</sup>。

为了研究各项财务指标变化对财务绩效的影响程度,选取远兴能源2016—2020年的财务绩效综合得分为参考数列,记作 $X_0 = \{X_0(k)\}$ ,其中 $k=1,2,3,4,5$ 。将上文所选取的正向化后的14个财务指标作为比较数列,记作 $X_i = \{X_i(k)\}$ ,其中 $k=1,2,3,4,5$ 及 $i=1,2,\dots,14$ 。经过对数据进行无量纲化处理并计算灰色关联系数,得出财务指标与财务绩效综合得分的关联度及排名(表8)。

##### 4.2.2 灰色关联分析结果

从上述关联度计算结果来看,各指标变化对远兴能源财务绩效影响程度从大到小依次为资产负债率<sup>'</sup>、流动资产周转率<sup>'</sup>、销售期间费用率<sup>'</sup>、管理费用/营业收入<sup>'</sup>、总资产周转率、流动比率、固定资产周转率、速动比率、现金比率、净资产增长率、总资产报酬率、销售净利率、净资产收益率、总资产增长率。综合来看,反映偿债能力、成本费用、营运能力的指标对财务绩效综合得分的影响程度较大,而反映盈利能力和成长能力的指标对财务绩效综合得分的影响程度比较小。

前文分析发现,在债转股的当年,远兴能源的盈利能力得分和成长能力得分显著提升,尤其盈利能力的 $F_2$ 得分从0.082上升至0.774,超过了行业均值,偿债能力则是小幅提升,成本费用得分和营运能力得分不升反降,最终得到的财务绩效的 $F_{综合}$ 得分结果是小幅上升,从-0.394上升至-0.302。而灰色关联度的分析结果与前文的分析结果不谋而合。虽然远兴能源实施债转股显著提高了企业的盈利能力和成长能力,但灰色关联分析结果显示对财务绩效综合得分影响较大的反而是偿债能力、成本费用和营运能力的指标,由此造成财务绩效综合得分涨幅不大的结果。可见,企业还应更加重视公司偿债能力、成本费用、营运能力相关指标的改善,以达到显著提高自身的财务绩效综合水平的目的。

表8 财务指标与财务绩效综合得分的关联度及排名

Tab. 8 The correlation and ranking of each financial indicator with the comprehensive score of financial performance

财务指标	编码	关联度	排名
销售净利率/%	$X_1$	0.551	12
净资产收益率/%	$X_2$	0.514	13
总资产报酬率/%	$X_3$	0.643	11
总资产周转率/次	$X_4$	0.829	5
固定资产周转率/次	$X_5$	0.796	7
流动资产周转率/次	$X_6$	0.859	2
流动比率/倍	$X_7$	0.825	6
速动比率/倍	$X_8$	0.770	8
现金比率/%	$X_9$	0.764	9
资产负债率'/%	$X_{10}$	0.864	1
净资产增长率/%	$X_{11}$	0.681	10
总资产增长率/%	$X_{12}$	0.501	14
销售期间费用率'/%	$X_{13}$	0.848	3
管理费用/营业收入'	$X_{14}$	0.832	4

注:资产负债率'、销售期间费用率'、管理费用/营业收入'表示对应原指标正向化后的数据。

## 5 结论与启示

### 5.1 研究结论

为了研究市场化债转股对民营企业财务绩效的影响,本文选取了民营企业中实施债转股比较成功且具有一定创新性的远兴能源作为案例研究对象。鉴于远兴能源是在2018年实施的债转股,本文选取2016—2020年的财务数据进行分析,即债转股实施的前两年、当年和后两年。基于以上分析得出3个结论。

第一,市场化债转股短期内能够提高远兴能源的偿债能力、盈利能力和成长能力,进而提高企业的财务绩效。通过市场化债转股,缓解了远兴能源的债务压力,降低了企业资产负债率,达到了债转股的初衷。另外,债转股后降低了企业的财务费用,并为企业注入了资金,能够让企业有更多的资金投入生产经营和资产规模建设中,从而助力企业业务升级和项目建成,显著提高了企业的盈利能力和成长能力。但是从分析结果来看,市场化债转股对营运能力短期

内并没有提升效果,

第二,虽然市场化债转股在实施当年提高了远兴能源的财务绩效,但在债转股后两年,受债转股后期远兴能源的债务管控松懈,又产生了新的债务压力,公司的管理问题依旧存在导致管理费用大幅上升,多种因素影响下公司财务绩效评分连续下降,债转股的实施效果并没有保持住。可见,市场化债转股对企业财务绩效的正向作用短期效果明显,但企业若要长期改善财务绩效,应该在实施债转股的同时,努力改善内部经营管理。

第三,反映偿债能力、成本费用和营运能力的财务指标变化对远兴能源财务绩效综合得分的影响较大,反映盈利能力和成长能力的财务指标变化对财务绩效综合得分的影响相对较小。虽然市场化债转股对远兴能源盈利能力和成长能力的提升作用相对比较明显,债转股后远兴能源盈利能力和成长能力显著提升,但财务绩效综合得分的上升幅度并没有那么大,因此公司若要显著提高财务绩效综合水平,还应

对自身的偿债能力、成本费用、营运能力等指标的改善给予更多关注。

## 5.2 理论贡献

第一,现有文献对于债转股的研究主要集中在债转股的动因、债转股原理、债转股对于公司治理结构及股价的影响等方面,且研究对象

多为国有企业。而本文以民营企业为案例研究对象,研究了市场化债转股对于民营企业财务绩效的影响,并针对研究结果归纳总结出市场化债转股影响民营企业财务绩效的理论框架(图8),丰富了民营企业市场化债转股的相关理论。

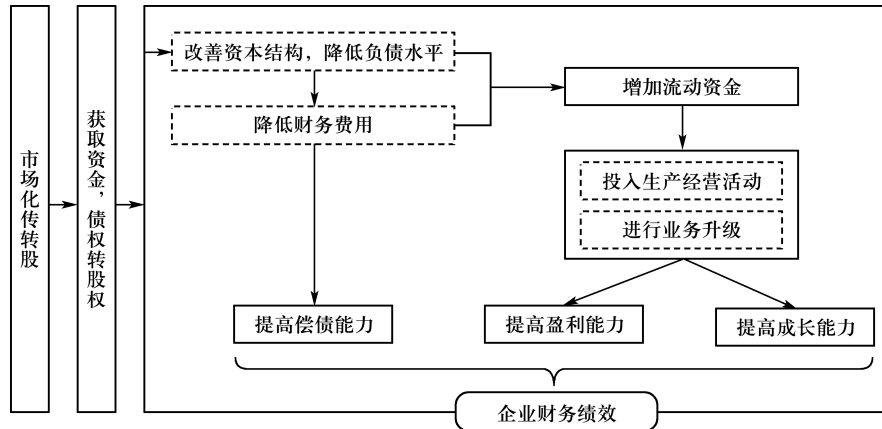


图8 市场化债转股影响民营企业财务绩效的理论框架

Fig. 8 A theoretical framework of the impact of market-oriented debt-to-equity swap on the financial performance of private enterprises

第二,本文采用了案例解析与实证研究相结合的方法,研究结论与以往得出的宏观经验相比对准备实施市场化债转股的民营企业更具参考价值。因子分析法构建的财务绩效综合评价体系比基本财务指标分析更加客观,能更准确地反映企业综合财务水平变化。利用灰色关联度法剖析不同财务指标变化对财务绩效综合评分的影响程度大小,有助于探析债转股对财务绩效综合水平的影响路径。

第三,本文选取远兴能源为案例研究对象,该公司在实施机构、目标公司选择及具体方案设计方面均较以往民营企业债转股有诸多创新。特别是在目标公司选择上使得债权和股权来自不同子公司,降低了投资风险;方案设置了业绩对赌、多种股权退出机制供选择等,提高了交易双方的风险保障。这些均对其他民营企业实施债转股有一定的借鉴意义。同时,本文通过剖析远兴能源的债转股方案并结合债转股前后的财务绩效变化进行了分析,结果发现方案中对赌条款的设计及对后期债务约束方面尚存在不足,得出的结论有助于以后民营企业债转

股方案的优化。

## 5.3 实践启示

第一,债转股方案设计应充分考虑利益相关者的利益,提高风险保障。结合本案例,企业实施债转股的方案设计可以不局限于债权、股权来自同一公司,可以根据公司实际情况选取适当的子公司以降低双方风险。另外,在持有期间和股权退出机制等方面可设置相关条款对目标公司经营情况进行约束,提供多种退出机制供选择,从而保障债转股的实施效果。

第二,合理设计债转股方案中的利益对赌条款,加入债务约束条款。市场化债转股的理想实施效果是降低企业的资产负债率,缓解债务压力,助力企业长期经营绩效的提高。但债转股协议中的利益对赌对目标公司利润要求的业绩压力及后期公司的债务管控松懈、缺少对融资规模的约束等问题会导致债转股投资机构持有企业股权的期间内企业的债务风险再次上升,影响企业的财务绩效,因此企业实施市场化债转股应该合理设置债转股方案中的利益对赌条款,并应在设计方案时添加对后续债务进行

管控的债务约束条款。

第三,交易双方应加强对企业的债转股投后管理。虽然市场化债转股短期内对企业有积极的影响,但若企业后续缺少债务管控,依旧会使债务水平再次上升,影响企业的财务绩效。为了更好地提高市场化债转股的实施效果,除了在设置债转股协议时增加债务约束条款,企业自身也应该做好内部的债务管控,规范财务管理体系,当企业债务规模过大时,管理者应该及时监管并进行控制,避免债务风险的再次上升。另外投资机构也应该加强对公司的监督。通过债转股,投资机构不再是债权人,而是成了目标公司的股东,有必要参与企业的管理,助力企业提升管理水平。

### 参考文献:

- [1] 韩进,张文星,章梦飞,等. 民营企业市场化债转股实施困境与绩效评价研究——以华友钴业为例[J]. 商业会计, 2022(5): 61-65.
- [2] 申文君,王田田. 民营企业破产重整中的债转股: 制度逻辑、现实困境与规则完善[J]. 金融发展研究, 2023(8): 80-88.
- [3] 吴涛,杨渝镜,彭宇亭. 差异化债转股模式的效应比较与现实启示[J]. 金融理论与实践, 2022(3): 74-86.
- [4] 周天勇. 债转股的流程机理与运行风险[J]. 经济研究, 2000(1): 22-29+80.
- [5] 杨阳. 商业银行市场化债转股的操作模式分析[J]. 新金融, 2017(6): 26-29.
- [6] 李健. 市场化债转股的运作模式、实施困境与改革路径研究[J]. 金融监管研究, 2018(7): 16-32.
- [7] 周小川. 关于债转股的几个问题[J]. 中国金融, 2016(19): 27-33.
- [8] Hand J R M. Did firms undertake debt-equity swaps for an accounting paper profit or true financial gain? [J]. The Accounting Review, 1989, 64(4): 587-623.
- [9] Seki Y. The use of debt-equity swaps by Japanese companies [J]. Capital Research Journal, 2002, 5(2): 2-16.
- [10] 颜色,刘大勇. 稳步推进市场化债转股[J]. 中国金融, 2021(5): 78-80.
- [11] 冯柏. 市场化债转股: 基本逻辑、实施挑战与应对策略[J]. 金融监管研究, 2018(5): 87-96.
- [12] 谷裕. 市场化债转股助力供给侧改革[J]. 中国金融, 2017(20): 49-51.
- [13] Lie E, Lie H J, McConnell J J. Debt-reducing exchange offers [J]. Journal of Corporate Finance, 2001, 7(2): 179-207.
- [14] 李广子. 市场化债转股: 理论基础与中国实践[J]. 国际金融研究, 2018(12): 31-39.
- [15] Isagawa N. Managerial opportunism and capital structure adjustments: Equity-for-debt swap and convertible debt[J]. International Review of Finance, 2002, 3(1): 53-69.
- [16] 张文魁,李德,纪敏,等. 债转股对企业治理结构的影响及其前景分析[J]. 管理世界, 2001(5): 152-158.
- [17] 周之田. 市场化债转股的问题分析与制度构建——以债权人和股东权益保护为视角[J]. 南方金融, 2020(2): 57-63.
- [18] 程建平. 民营企业债转股问题研究[J]. 财会通讯, 2020(12): 9-13.
- [19] 徐莉,柳瑞禹. 企业绩效评价方法[J]. 经济管理, 2004(5): 51-53.
- [20] 王溥,黄俊林. 动态能力视角下的商业银行战略转型与经营绩效关系的理论与实证研究——以浦发银行为例[J]. 管理案例研究与评论, 2012, 5(3): 178-194.
- [21] 云昕,辛玲,刘莹,等. 优酷土豆并购案例分析——基于事件分析法和会计指标分析法[J]. 管理评论, 2015, 27(9): 231-240.
- [22] 周梅. 债转股的政策效果与制度完善[J]. 中国金融, 2018(22): 68-69.
- [23] Berbou H, Sadqi O. The impact of internal governance mechanisms on financial and stock market performance of listed companies: Evidence from an emerging market[J]. Journal of Governance and Regulation, 2020, 9(4): 126-138.
- [24] 李曜,谷文臣. 债转股的财富效应和企业绩效变化[J]. 财经研究, 2020, 46(7): 107-121.
- [25] 刘晓,高燕,龙子午. 债转股对国营企业与民营企业绩效影响的实证分析[J]. 武汉轻工大学学报, 2019, 38(2): 59-65.
- [26] 徐忠. 新时代背景下中国金融体系与国家治理体系现代化[J]. 经济研究, 2018, 53(7): 4-20.
- [27] Permana G. Effect of debt restructuring through debt to equity swap policy towards financial per-

- formance of PT. XYZ [J]. *Economica*, 2020, 8 (2): 186-199.
- [28] 周玉笛. 基于“两步走”模式的市场化债转股研究——以中国重工为例 [J]. *财会通讯*, 2021 (24): 77-81.
- [29] 鲁银梭, 钱芳璐. 大股东股权质押如何影响市值管理和公司价值? [J]. *管理案例研究与评论*, 2022, 15(5): 582-594.
- [30] 刘星, 李豫湘. 灰色关联度评价法在股利政策相关因素分析中的应用 [J]. *系统工程理论与实践*, 1998, 18(9): 79-82+131.
- [31] 余建英, 何旭宏. *数据统计分析与 SPSS 应用* [M]. 北京: 人民邮电出版社, 2003.
- [32] 武春友, 郭玲玲, 于惊涛. 基于 TOPSIS-灰色关联分析的区域绿色增长系统评价模型及实证 [J]. *管理评论*, 2017, 29(1): 228-239.
- [33] 管豪. 企业科技资金投向与我国高技术产业竞争力 [J]. *科学管理研究*, 2018, 36(5): 62-65.

## The Influence of Market-oriented Debt-to-equity Swap on the Financial Performance of Private Enterprises: A Case Study of Yuanxing Energy

SHANG Qin, DU Xin-yu, HU Fen

( School of Economics and Management, Dalian University of Technology, Dalian 116024, China )

**Abstract:** Market-oriented debt-to-equity swap can optimize the debt structure of enterprises and solve the problem of business difficulties. However, there are few researches on the impact of market-oriented debt-to-equity swap on the financial performance of enterprises, and the research objects are mostly concentrated on state-owned enterprises. Therefore, this paper selects a private enterprise, Yuanxing Energy, as the case study object, quantitatively analyzes the influence of market-oriented debt-to-equity swap on the financial performance of Yuanxing Energy through factor analysis, and further looks into the influence of various financial indicators on the comprehensive level of financial performance by a grey relational analysis. It is found that market-oriented debt to equity swap can improve Yuanxing Energy's debt solvency, profitability, and growth ability in the short term, thereby improving the company's financial performance. However, due to various factors such as lax debt control and increased management costs, the level of financial performance has decreased in the later stage, and the long-term effect is not ideal. In addition, among the selected indicators, those reflecting debt solvency, cost expenses and operating ability have a greater impact on the comprehensive level of financial performance.

**Keywords:** market-oriented debt-to-equity swap; financial performance; private enterprise; Yuanxing Energy

[ 责任编辑 武 爱 ]