

隐蔽的危险

——当前“三角债”特点及其对上市公司影响分析

深交所综合研究所“中小企业研究课题组”¹

狭义的“三角债”指由三个或三个以上企业之间拖欠款项所形成的一种闭合债务链，通常由环状产业链形成。广义三角债是指企业之间超过托收承付期或约定付款期的拖欠款项，若大量积累会引发社会信用危机。2008年以来，受国内外严峻宏观经济形势影响，“三角债”问题在部分行业与中小企业有重新出现的迹象。现阶段“三角债”问题在黑色金属矿业等行业中表现突出，对融资渠道有限的中小企业影响较大，但对上市公司的整体影响有限。由于关联交易非关联化等原因，三角债问题目前有一定隐蔽性与监管复杂性，值得关注和研究。

一、现阶段“三角债”与上一轮“三角债”的差异

我国在上世纪90年代初期，曾形成一轮“三角债”高潮，成为当时经济发展的重要问题。2008年以来，受国内外严峻宏观经济形势影响，“三角债”问题又有所升温。比较现阶段“三角债”问题与上一轮“三角债”问题，主要存在两点差异：

（一）**影响范围不同**。上一轮“三角债”影响面广，波及面大，在大、中、小型企业，国有、民营企业中都普遍存在，1991—1992年间，“三角债”的规模一度发展到占银行信贷总额三分之一，构成我国经济发展的严重障碍。而本轮“三角债”问题目前还未在上市公司中整体出现，影响面有限。

（二）**诱因不同**。上一轮“三角债”由于经济过热，生产中流动资金不足等诸多原因，诱发企业主观信用缺失，导致资金拖欠。而近年来，随着上市公司整体上市以及大中型企业的集团整合步伐加快，产业链的进一步明晰使企业债务链转以线性链条为主，狭义的“三角债”数量有所下降。线状产业链使企业受上下

¹ 研究分工：陈华敏主笔，郑南磊与汪强分别参加二、四部分的写作与讨论，汪强参与完成部分数据收集，阙紫康参加课题讨论和报告修改工作。

游影响加大，国内外客观需求不足时，需求的收缩导致债务问题沿产业链上下游传导，压价销售、扩大赊销、资金拆借等行为有所上升，客观信用的缺失促成“三角债”的重现。

二、我国“三角债”问题的现状

受全球金融危机等因素影响，我国经济面临出口需求下降、利润压缩、赊销增多、资金回笼不顺等多重压力，部分行业和中小企业的三角债问题加剧，但上市公司目前的报表数据表明其总体资金状况尚可，不利影响有限。

(一) 当前经济形势下，“三角债”问题对我国上市公司总体影响有限。从影响程度看，2008 年以来上市公司应收账款水平总体略有上升，前三个季度 A 股上市公司的应收账款分别同比增长 10.05%、11.33%、11.83%，但由于预收账款、应付账款、预付账款等同期上升，对经营现金流的总体影响并不明显。经营现金流增长率前两个季度分别为-0.53%、-0.03%，第三季度同比增长 1.17%，下降趋势有所扭转。从影响范围看，2008 年前三季度分别有 50.16%、53.90%、54.15% 的 A 股上市公司应收账款同比净增长，应收账款增长公司数略有上升。

(二) 部分行业受到“三角债”的影响更加突出。A 股上市公司中，农林牧渔业、采掘业、房地产业、社会服务业以及制造业的部分子行业（如服装及其他纤维制品制造业、皮革毛皮羽绒及制品制造业、家具制造业、普通机械制造业、仪器仪表及文化办公用机械制造业等）2008 年前三季度应收账款同比增长率均超过 50%，其中，房地产业二、三季度增长超过 200 倍。

不仅 A 股上市公司，2008 年 8 月全国工业企业主要效益指标显示：除其他采矿业与文教体育用品制造业外，各主要工业行业累计应收账款净额较去年同期都呈现较大幅度增长，其中，黑色金属矿采选业增长率达 74.66%，石油加工炼焦及核燃料加工业等 7 个行业同比增幅也超过 30%。相比 2007 年，石油加工炼焦及核燃料加工业、有色金属采选业等 4 个行业应收账款净额增速明显超过销售收入增速。

(三) 中小企业板公司受“三角债”问题的影响可能较主板公司明显。

中小企业板 2008 年前三季度应收账款同比净增长的公司数分别占总数的

40.66%、61.90%、62.27%，第二、三季度显著高于全部 A 股上市公司水平，并且中小企业板上市公司应收账款总量 2008 年前三个季度同比增长 48.60%、42.54%、39.66%，约为全部 A 股上市公司的 4 倍。从应收账款周转次数看，2004 年以来，A 股上市公司整体应收账款周转次数逐年上升，而中小企业板却略有下降，二者走势差异较大。2008 年三季度末 A 股上市公司整体应收账款周转次数为 11.95 次，中小企业板整体仅有 6.83 次。

此外，2008 年前三季度中小企业板上市公司经营现金流总量同比增长 -19.04%、-86.63%、-88.16%，经营现金流状况也显著弱于全部 A 股上市公司。。

（四）非上市中小企业的三角债问题可能更加严重。我国不少中小企业原先就存在广义或狭义的三角债，比如在我国珠三角等地区有许多从事传统代工的家庭作坊式中小企业，这些中小企业间有复杂的资金往来关系，并且没有正规融资渠道，主要依靠民间融资。在不利宏观经济形势下，原已存在的三角债关系和不顺畅的融资渠道可能会拖垮许多中小企业。国家发改委中小企业司 2008 年 8 月披露 2008 年上半年全国有 6.7 万家规模以上中小企业倒闭。非上市中小企业的三角债问题可能对其上游或下游上市公司的正常生产经营产生一定影响，值得关注。

三、现阶段”三角债”问题产生的微观原因

“三角债”产生的原因有宏观经济形势的原因，更有企业自身产业链与治理结构等微观层面的原因，总体有以下几方面：

（一）忽略多元化市场融资渠道的建立。部分企业虽然产品与发展前景都不错，但由于忽略有效、多元的市场融资渠道的建立，相当一部分企业流动资金来源主要依靠民间资本，在宏观形势从紧的形势下，彼此债务拖欠使企业诚信下降，形成恶性循环。

（二）资金密集型企业自有资金不足。资金密集型行业的自有资金普遍偏少，所需资金主要靠银行贷款、民间借贷、债务拖欠等。当无法获取银行贷款时，利用债务拖欠等方式获取资金。

（三）产业链过短，受外界制约因素大。企业产业链短，产销两头在外，尤

其以劳动密集型和传统代工企业尤为明显。在消费品市场供过于求比较严重情况下，这类企业利润将不断受到挤压，资金受下游企业拖欠情况也较为严重。

（四）行业无序竞争。少数行业利润丰厚，导致市场无序竞争，企业间合力不强。企业与企业之间、企业和客商之间“三角债”拖欠明显。

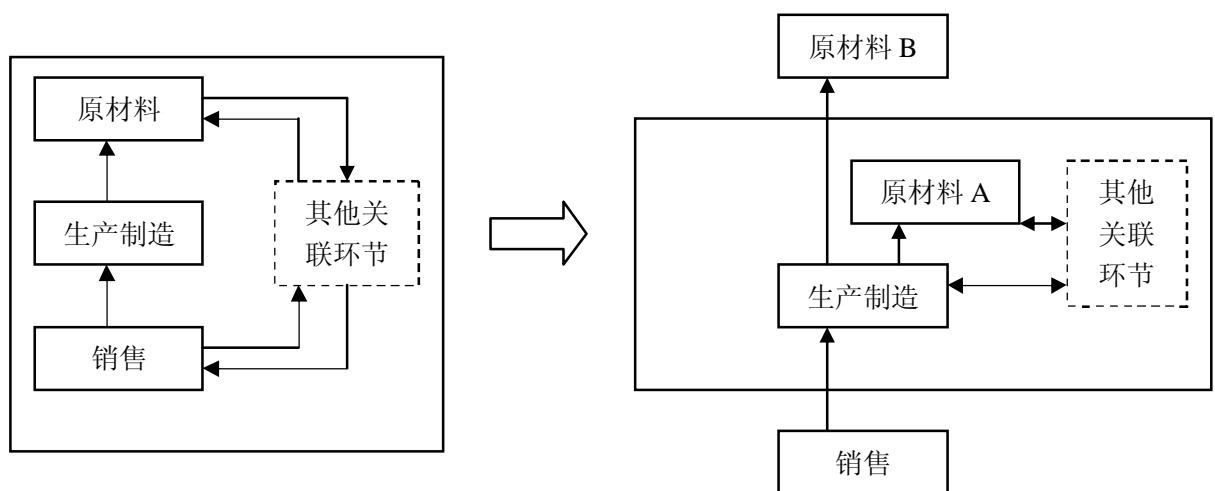
（五）公司治理结构与内部控制较为薄弱。部分行业或中小企业家族式企业较多，应收账款管理能力较弱，内部控制薄弱，风险管理意识差，并且，上下游企业也多为家族式企业，易形成闭合产业链，整体受经济波动影响较大。

四、现阶段“三角债”的新问题

比较现阶段三角债问题与 20 世纪 90 年代初期的“三角债”特征，现阶段“三角债”还引发两点新问题：

（一）部分“三角债”问题是由国外企业客观信用不足和出口型企业处于内销转型期引发，难以用传统方法进行治理。

但随着我国经济模式的外向型转变，一些行业产业链已从国内闭合延伸至国外闭合（如下图所示），国际经济因素的加入让我国企业目前的“三角债”问题更加复杂：



我国产业链演变示意图（箭头表示资金流方向，方框表示国界）

1. 部分国内企业间的相互拖欠问题是由于国外销售回款受阻引发。由于出口占我国 GDP 比重逐年上升，国外的销售回款已成为部分国内企业往来链中的重要现金来源。出口需求疲弱使企业国外销售回款延迟或无法回收，企业被迫靠商

业信用流转，这为“三角债”问题提供了温床。

2. 出口型企业内销转型是否成功将直接关系到“三角债”问题的发展。出口受阻迫使部分出口型企业转型内销，由于存在产品不适合国内市场等劣势，企业不得不采取赊销方式促售，这为“三角债”问题埋下了伏笔。

(二) 信息披露不充分与关联交易非关联化，使“三角债”问题具有一定隐蔽性。

三角债可以分为特别资金往来产生的三角债与正常经营产生的三角债两种类型。

在历史上，资金拆借、违规担保与关联交易等特别资金往来是企业之间三角债的主要表现形式。2003年8月《关于规范上市公司与关联方资金往来及上市公司对外担保若干问题的通知》(证监发[2003]56号文)等规范出台后，上市公司与关联方的资金往来及对外担保行为逐步规范，特别资金往来形成的三角债大量减少。

正常经营产生的三角债体现在往来购销关系和往来款项中。《公开发行证券的公司信息披露编报规则第15号——财务报告的一般规定(2007年修订)》要求披露位列前五名的应收账款、其他应收款项、及其对应的欠款年限、占应收账款总额或其他应收款总额的比例，但对具体债权债务人的名称与关系未要求强制性披露，这导致了信息披露不充分，从上市公司现有的定期报告中不容易获取到三角债的准确信息。在企业资金链从紧的情况下，企业很可能将特别资金往来所形成的三角债隐藏在其他应收款等账户中，导致上市公司三角债问题有一定的隐蔽性。

此外，关联交易的非关联化也会隐蔽上市公司三角债问题。现有的信息披露体系虽已加强了对关联方购销交易的监管，但是对正逐步出现的关联交易非关联化问题还没有采取更进一步的监管措施，难以揭示那些潜藏在表面上非关联的关联交易中的三角债问题。利用关联交易非关联化互相拆借资金，也增加了上市公司三角债问题的隐蔽性。