

綜合商社經營實力分析

王新奎

战后，日本各大综合商社之间为扩充经营实力不断地进行着激烈的竞争，因为经营实力的扩大意味着良好的资信，从而为进一步发展打下坚实的基础。如果以经营实力为标准，目前九大综合商社可分为四组。第一组，三菱商事、三井物产；第二组，伊藤忠商事、丸红、住友商事；第三组，日商岩井；第四组，兼杉江商、日棉实业、车棉。近十年来，尽管竞争激烈，九大综合商社这种实力地位的排列顺序基本上没有改变。

一、規 模

衡量一家综合商社规模的大小主要有三个指标，即股本金、总资产和销售额。在一般情况下，企业规模的大小多由股本金多少来加以判断。这对综合商社也不例外。特别是按市场价格计算的股本金额，既可反映一个商会的规模大小，又可反映其经营状况的好坏，所以十分重要。

在判断综合商社的规模的，总资产的多少也是一项不可忽视的指标。除了金融机构以外，综合商社的总资产规模一直在产业界居于前列。但是

与制造业不同，综合商社所拥有的资产主要不是建筑物、机械、土地等有形资产，而是票据形式的无形资产。

二、銷 售 額

不断扩大销售额是各综合商社狂热追求的目标。销售额的增减往往成为衡量综合商社地位升降的最重要的指标。但是，销售额的扩大实际上并不一定说明经营状况良好。因为还必须分析这种销售额的扩大是以何种代价获得的。因此，若要分析一家综合商社经营状况的优劣，往往还应参考与销售额有关的其他一些指标。

銷售債權比率

銷售債權比率 = 銷售債權 / 總資產 × 100。

对综合商社来讲，销售债权(因赊卖而尚未收回的货款)占有十分重要的地位。这不仅是因为其数额大，而且是因为其构成和周转对利润产生重大影响。如果销售额扩大的同时销售债权比率也同时提高，则说明这种销售额的扩大带有潜在的危险性。另一方面，销售债权比率的高低又与经营商品的结构有关。在一般情况下，经营商品中机械和纺织品所占的比重越高，销售债权比率也越高。这是因为各种机械和纺织品的客户主要是中小企业，它们大多采取向综合商社赊购的方式。综合商社销售债权的周转期一般在3~5个月之间。

呆账与坏账

所谓呆账指的是综合商社所接受的票据和赊售货款因对方倒闭或长期经营不善，不能以现金形式回收的销售债权。完全不能回收的呆账作为损失，算作折旧。在财务上，把一年以上还不能收回的呆账称作坏账，算作投资。一般来说，凡是与衰退行业联系较密切的综合商社，其坏账就比较多，反之则较少。

坏账与销售额的比率称为坏账比率。这个比例也反映综合商社经营的好坏。

坏账备抵

坏账备抵指的是用于长期债权的备抵。这因为在存在长期应收货款的情况下，每年年底总有一部份货款不能当年回收，需备专款进行垫支。特别是在存在呆账和坏账的情况下，需要更多的备抵。在综合商社的经营活动中，销售债权以及由此引起的呆账和坏账都是不可避免的成本。过份压缩这类成本反而不利于营业的扩大。如何保持恰当的销售债权和坏账备抵，这是综合商社经营中最难处理的问题之一。近年来，各大综合商社的备抵金额对坏账的比例都有所提高，这说明各商社在经营决策方面开始采取比较稳健的态度。

三、利 润

衡量一家综合商社经营状况的优劣，除了观察其规模和销售额以外，另一个很重要的方面是分析其利润率。反映综合商社利润率变化的指标有以下几个：

营业收入、经常收入、纯收入

营业收入 = 销售额 - 销售成本 - 销售费用 - 一般管理费用。

经常收入 = 营业收入 + 营业外收入 - 营业外损收。

纯收入 = 经常收入 - 纳税。

营业收入基本上是由营业活动所带来的收入，是一个重要的利润指标。营业收入的高低主要取决于人事费用和营业费用的增减。在经营状况恶化时，综合商社经常收入下降的幅度往往小于营业收入的下降幅度。这是因为综合商社拥有巨额的有价证券。一旦经营状况恶化，营业收入下降，则以转让有价证券的收入来加以弥补。在过去，有价证券的转让收入一般计入特别收入，近年来有价证券开始被列入流动资产，所以其转让收入也被列入营业外收入。以出售有价证券的收入来弥补经常收入的减少带有很大的虚假性，它往往掩盖了实际收入的大幅下降。

销售总收入率、销售额营业收入率、销售额经常收入率

销售额总收入率 = 总收入/销售额 × 100。

销售额营业收入率 = 营业收入/销售额 × 100。

销售额经常收入率 = 经常收入/销售额 × 100。

销售额总收入率也称毛利率，是观察综合商社收入动向的最重要指标之一。与制造业不同，综合商社的毛利主要由佣金所组成。近年来，综合商社的毛利率呈下降趋势。其因为，客户营业状况恶化，要求减少佣金；商社间竞争激烈，佣金平均水平下降；市场不振，库存增加，损耗上升等。由于各综合商社计算成本的方法不同，所以各商社间毛利率的横向比较很困难，一般只能就同一商社作纵向的比较。

近年来，综合商社的销售额营业收入率也呈下降趋势。这是因为，一方面总收入率下降，另一方面，一般管理费用和销售费用却在上升。最终当然导致销售额营业收入率下降。一般管理费用和销售费用上升的原因是，人事费、通讯费、交通费、交际费增加，坏账备抵水平提高。

由于经常收入能比较准确地反映经营的实际情况，所以在分析综合商社的收入情况时，销售额经常收入率这个指标用得比较多。但是，因为经常收入中包含营业外的有价证券转让收入，所以在使用时要加以注意。并且，由于直接影响转让收入的利率随金融形势的变化而变化，所以这个指标与经济危机的周期波动又有较密切的联系。例如，在1974~1975年石油危机以后的经济衰退中，综合商社的销售额营业收入率虽然很高，但销售额经常收入率却很低。

每股平均纯收入、股息支付率

每股平均纯收入 = 纯收入/股本总股数。

股息支付率 = 红利/纯收入 × 100。

每股平均纯收入是一个很重要的指标。一般来说，每股纯收入越高，股票价格也就越高，筹资也就越容易。红利与纯收入之比为股息支付率。股息支付率越低，说明该商社越稳固。因为股息与纯收入的差大部份成为商社的内部保留。股息支付率越低，内部保留就越多。

股票价格

以上都是反映综合商社经营状况的直接指标。此外，还有间接的指标，即股票价格。股票价格反映了投资者对综合商社的利润、财务和发展前景的综合评价。但是，股票价格受主观心理因素的影响甚大。由于综合商社一向被视为高增长、高收益的支柱，其股票经常成为投机的对象，所以有时即使经营状况恶化，综合商社的股票价格却仍然上涨。

四、财 务

财务状况不佳是综合商社经营上的根本弱点。因此，分析综合商社的财务状况，对判断其营业好坏具有特别意义。在综合商社的财务中，负债状况是一个最重要的方面。综合商社

的负债主要包括赊买债务和借入资金两部份。从金额上来看，赊买债务占了主要比重，但从对财务素质、收入结构的影响来看，借入资金部份则显得更加重要。在借入资金中，又以有息负债为最重要，因为有息负债的多少直接决定毛利的高低。

有息负债

在综合商社的有息负债中，借入资金和应收票据贴现占有最大的比重。一般来说，当销售情况不佳、日元升值、进口所需资金减少时，有息负债减少或增加速度放慢。从长期来看，一家综合商社有息负债的多少决定于销售效率、对外部资金的依赖程度、对外投资和融资的规模等因素。

在综合商社的借入资金中，应收票据大约占三分之一。从商社的经营体制来看，只有依靠巨额的应收票据贴现才能保证资金的固转。观察一家综合商社的财务状况，可看其应收票据贴现额在有息负债额中所占的比重。

公司债券作为筹集长期资金的渠道是不可缺少的。公司债券的种类很多，有普通公司债券和可转换公司债券、国外债券和国内债券、有担保的债券和无担保的债券等等。由于综合商社能够得到低息贷款，所以向来对发行公司债券不怎么感兴趣。发行债券的目的一般都是为了保持对外债权、债务之间的平衡。

有息负债比率、有息负债周转率

有息负债比率 = 有息负债 / 销售额 $\times 100$ 。

有息负债周转率 = 销售额 / 有息负债。

以上两个指标都是反映综合商社经营中资金使用效率的指标。近年来，综合商社的这两项指标均呈恶化倾向。这说明若要使销售额有相同的增加，需要使用更多的借入资金。其主要原因在于，各销售中心占用资金的周期和销售应收货款的期限越来越长，从而需要更多的借入资金来加以增补。

流动性比率、速兑比率

流动性比率 = (现金、存款 + 短期有价证券) / $\frac{1}{12}$ 销售额 $\times 100$ 。

速兑比率 = 速兑资产 / 流动负债。

以上两个指标都是衡量综合商社支付能力的指标。在一般情况下，现金和存款随着企业的发展而增加，特别是随着借入资金的增加而增加。因为对于借入资金，必须持有一定的定期存款和现金以备不时之需。现金和存款太少会引起支付问题，太多则影响资金使用效率。观察流动性比率的高低，需要区别引起流动性比率变化的原因是什么。如果流动性比率提高是由现金和存款增加所引起的，则说明支付能力提高，如果是由于销售额下降引起的，则说明经营效率成问题，故不能一概而论。

在流动资产中，现金、存款、应收票据、赊卖货款、有价证券这几部分，因为具有迅速换成现金的性质，所以被称为速兑资产。其与流动资产的比例称为速兑比率。如果速兑比率在 100% 以上，就说明不存在支付困难。目前各综合商社的速兑比率大约在 70~90% 之间。

每股平均净资产、每股平均资本准备金

每股平均净资产 = (自有资本 - 新发行股票的溢价款) / 发行的股票数。

每股平均资本准备金 = 资本准备金 / 发行的股票数。

在财务上，也有反映企业综合经营状况的指标。这就是每股平均净资产和每股平均资本准备金。每股平均净资产表示资产形成的成本。每股平均净资产越多，说明资本形成中，成本为零的部份越多。

资本准备金是按市场价格发行股票，或转让公司债券时所带来的超过股票(公司债券)面值的收入。因为这笔收入实际上是一笔无偿的收入，所以平均每股的资本准备金越多，说明成本为零的资本比率越高，从而说明商社的经营状况良好。

五、控股关系、子公司、投资

以上分析，仅仅是从一家综合商社的内部各项指标去观察其经营实力。但实际上综合商社的经营实力还表现在其外部经济关系上。这种外部经济关系主要包括两个方面：一是其所属的企业集团的规模与实力；二是其下属的子公司及其对外投资的结构与收益。

综合商社与其子公司和附属公司之间关系的建立，并不是单单通过佣金和批发业务，而主要是通过投资和融资。在大多数情况下，综合商社投资和融资的目的不是为了取得利息和红利收入，而是为了对子公司和附属公司进行控制。但是，因为投资和融资的周期长，风险大，故其效益的高低直接影响综合商社本身的经营实力。

投资比率、投资效率

投资比率 = 投资 / 总资产 × 100。

投资效率 = 应收股息 / 有价证券持有额。

投资比率反映一家综合商社与其规模相比的投资的活跃程度。投资效率则说明其所持有的有价证券能带来多少股息。一般来说，综合商社的投资效率都很低。造成投资效率低的原因有两个方面：一是综合商社的投资对象中很多是经营不善的中小企业；二是近年来综合商社对海外当地法人企业的投资增加。这些海外企业大部份因为利润转为内部保留，没有股息，或者股息很低。

放款和债务担保

综合商社对其子公司和附属公司放款的效益也不太理想。因为在接受商社放款的子公司和附属公司中，很多是经营不善的。因此，这种放款不仅影响综合商社的收入，有时还有吃倒账的危险。

债务担保指的是当子公司或附属公司向金融机关借款时，要求综合商社给予担保。这种债务担保是综合商社扩大其业务的一种手段。越是积极向外发展的综合商社，其承担的债务担保也就越多。

六、融 资

从综合商社外部经济关系的角度观察其经营实力的另一指标是融资能力。影响综合商社融资能力的因素主要有自有资本额，以及在此基础上形成的资信度。

自有资本额

自有资本 = 资本盈余 + 盈余 + 股本金。

众所周知，综合商社的自有资本比例是相当低的。但这绝不是意味着其自有资本的绝对额也很小。据估计，九大综合商社的自有资本绝对额一般均在 100 亿日元以上。不仅如此，从自有资本的结构来看，资本盈余（由资本交易，如投资、贷款、存款所带来的收入）和盈余（由经常或非经常的营业活动所带来的收入）的积累额都超过股本金。作为商业资本来说，这样的资本实力是不算小的。

资信度和借款条件

综合商社能以极优惠的条件从银行取得贷款。这主要表现在以下几个方面：首先，利息率非常低。其次，贷款无需严格担保。综合商社一般以定期存款、不动产、有价让券、商业票据等作为担保。担保额只占总贷款额很小比例。在筹措用于国内的流动资金时，商社只要自己签发本票即可。故等于没有担保。再次，国内流动资金实际上无需归还，因为当需要归还时，一般只要办一下票据展期手续就可以了。

综合商社之所以能以有利的条件大量得到银行贷款是由以下几方面的因素促成的。从银行方面来说，把大笔贷款直接贷给商社可降低成本、减少风险、有利于业务的开展。对大企业来讲，通过贷款支持商社，把流通业务让给商社来分担，可以提高经营效率。对政府来说，向综合商社提供贷款支持，可以鼓励出口，提高日本商品在国际市场上的竞争力。因此，综合商社不断获得条件优惠的贷款在日本经济中已经不是一种偶然的现象，而是整个经济运行机制中一个不可分割的部份。

综合商社能够大量得到银行低息贷款，大大提高了它的资信度，使它能在交易活动中放手利用信用手段。例如，在收购商品时，大部份货款以票据或赊买的形式支付；在销售时，进行赊卖和大量接受票据。综合商社的资信度变化与金融市场的状况有关。当银根抽紧、利率提高时，商社的资信度就下降，反之则上升。

综上所述可知，评价综合商社的经营实力是一项十分复杂的工作。它要求透过规模、销售额这些笼统的指标，去深入分析、评价其销售结构、财务结构和投资、融资结构。唯有掌握了这些方面的详细材料，我们方有可能对综合商社的经营实力作出较为客观的估计。