

上市公司资产负债率与贷款利率的关系分析

刘晓光

(首都经济贸易大学会计学院 北京 100026)

【摘要】 本文采用符号检验这种非参数检验方法对我国上市公司1998~2006年的资产负债率变化进行了分析,同时结合此期间中国人民银行的贷款基准利率的变化,对贷款利率与上市公司资产负债率的关系进行了分析,发现二者并不完全呈反比关系,而是呈滞后反比关系,并对这种滞后反比关系的形成原因进行了说明。

【关键词】 资产负债率 贷款利率 符号检验

一、研究目的与研究假设

我国公司的融资方式有两种:债务融资与权益融资。债务融资包括从银行贷款与发行公司债券等,权益融资包括在资本市场上公开发行人股票和以非公开方式接受投资者投资等。在企业价值最大化的经营目标下,企业的资本结构是企业融资过程中需要考虑的首要问题,因为债务融资与权益融资的成本是有差异的。权益融资的成本高于债务融资的成本,因为投资于普通股的风险较大,投资者也要求相对较高的收益率;此外,股利是用税后利润支付的,而债券(或银行贷款)的利息是在税前扣除的,具有抵税效应。正是由于债务资本成本与权益资本成本的不同,当债务资本成本发生变化时,必然会对企业的融资方式产生影响,企业负债与股东权益的比例会发生变化。本文主要对上市公司资产负债率与贷款利率的关系进行分析,指出二者存在滞后反比关系,并对这种滞后反比关系的形成原因进行说明。

企业的资本成本分为债务资本成本与权益资本成本,在企业收益一定的情况下,资本成本越低,企业的价值越大。企

业经营的目标为实现股东财富最大化,即实现企业价值最大化。由于债务资本成本低于权益资本成本,我们可以提出以下两个假设:

假设1:当中国人民银行降低贷款基准利率时,企业经营者会提高贷款比例来降低融资成本、增加股东财富。

假设2:当中国人民银行提高贷款基准利率时,企业经营者会降低贷款比例来维护股东利益。

企业的负债除了银行贷款,还包括应付账款、应付票据等经营性负债项目,这些经营性负债项目的比例一般较小,并且具有稳定性。企业的负债与股东权益之和等于企业的资产,因此我们可以用资产负债率这个指标来衡量负债与股东权益的比例关系。资产负债率的计算公式为:

$$\text{资产负债率} = \frac{\text{负债总额}}{\text{资产总额}} = \frac{\text{负债总额}}{(\text{负债总额} + \text{股东权益总额})}$$

当企业负债比例提高时,资产负债率会相应提高;当企业负债比例降低时,资产负债率会相应降低。本文通过研究企业资产负债率是否发生了显著变化,同时与贷款利率的变化进

重于价值评估和投资决策,强调现金流量和灵活性价值;基于战略视角的分析则是从竞争优势来源和未来战略地位的角度切入,强调利益相关者相互作用对战略决策和公司价值的影响。前者重视定量的价值判断,后者重视定性的思考过程。但遗憾的是,分析的结论并没能表现出应有的一致性。这也是在提示我们应该还存在一种分析视角,从这个视角出发应该能够更加深入、合理地分析企业价值创造的驱动因素。那么,这种企业价值创造机理究竟是什么,还有待进一步的研究。

【注】 本文系湖南省教育厅项目“国有建筑集团价值创造动力机制研究”(项目编号:07C113)阶段性成果。

主要参考文献

1. Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin. Valuation. New York: John Wiley & Sons, 1997
2. 汤谷良, 林长泉. 打造VBM框架下的价值型财务管理模式. 会计研究, 2003; 12

业经营的最终目标为实现股东财富最大化,即实现企业价值最大化。由于债务资本成本低于权益资本成本,我们可以提出以下两个假设:

假设1:当中国人民银行降低贷款基准利率时,企业经营者会提高贷款比例来降低融资成本、增加股东财富。

假设2:当中国人民银行提高贷款基准利率时,企业经营者会降低贷款比例来维护股东利益。

企业的负债除了银行贷款,还包括应付账款、应付票据等经营性负债项目,这些经营性负债项目的比例一般较小,并且具有稳定性。企业的负债与股东权益之和等于企业的资产,因此我们可以用资产负债率这个指标来衡量负债与股东权益的比例关系。资产负债率的计算公式为:

$$\text{资产负债率} = \frac{\text{负债总额}}{\text{资产总额}} = \frac{\text{负债总额}}{(\text{负债总额} + \text{股东权益总额})}$$

当企业负债比例提高时,资产负债率会相应提高;当企业负债比例降低时,资产负债率会相应降低。本文通过研究企业资产负债率是否发生了显著变化,同时与贷款利率的变化进

3. 刘淑莲. 企业价值评估与价值创造战略研究——两种价值模式与六大驱动因素. 会计研究, 2004; 9

4. 宋常, 郭天明. 公司价值创造驱动因素研究. 生产力研究, 2007; 4

5. 谢恩, 李垣. 基于资源观点的联盟中价值创造研究综述. 管理科学学报, 2003; 2

6. Makadok, R.. Toward a Synthesis of the Resource-Based and Dynamic-Capability View or Rent Creation. Strategic Management Journal, 2001; 22

7. 苏中锋, 谢恩, 李垣. 资源管理: 企业竞争优势与价值创造的源泉. 管理评论, 2007; 6

8. 阎建军, 杨复兴. 企业价值创造理论探析. 经济问题探索, 2004; 1

9. 茅宁, 王晨. 软财务——基于价值创造的无形资产投资决策与管理方法研究. 北京: 中国经济出版社, 2005

行对比,从而检验以上假设是否成立。

二、符号检验方法的基本思想

非参数检验方法是统计分析方法的重要组成部分,它的优点在于可以在总体分布未知或知之甚少的情况下,利用样本数据对总体分布形态等进行推断。符号检验方法是在非参数检验过程中对两组配对样本来自的总体是否存在差异进行推断的方法,其基本思想为:用第二组样本的观测值减去与其对应的第一组样本的观测值,差值为正时记为正号,差值为负时记为负号。如果两组配对样本的分布无显著差异,那么正值与负值的数量应该大致相等;如果两组配对样本的分布存在显著差异,那么正值与负值的数量的差异就会比较大。本文对我国上市公司资产负债率的变化进行统计分析,将各个公司当年的资产负债率与上年的相比,如果提高就记为正号,如果降低则记为负号。如果符号检验的结果显示为不显著,则说明企业的资产负债率没有发生显著变化;反之,则说明变化显著。最后将检验结果与相同时期的中国人民银行贷款基准利率的变化进行比较,以分析上市公司资产负债率与贷款利率之间的对应关系。

三、样本选取

本文以我国上市公司为研究样本,研究期间为1998~2006年,截至2006年年底,共有1 499家上市公司。由于金融保险类上市公司本身就是提供融资服务的,其资产负债率较高,故将金融保险类上市公司剔除,共有8家;ST、PT类上市公司由于连年亏损,其进行贷款会受到极大限制,贷款利率变化对其贷款比例影响也小,也要将其剔除,共有68家;样本数据来源于清灵中国金融和经济研究数据库,由于在1998~2006年间,一些上市公司数据缺失,故也将这些公司剔除,共有386家。最后得到有效样本公司1 037家。对这1 037家上市公司1998~2006年的资产负债率进行Wilcoxon符号秩检验,分析公司各年的资产负债率是否发生了显著变化。

四、统计检验结果

通过马克威分析系统对1 037家上市公司1998~2006年的资产负债率进行统计描述和Wilcoxon符号秩检验,得到1998~2006年上市公司资产负债率分析结果(如表1所示)。

表 1

年份	有效记录	极差	最小值	最大值	总和	平均值	均值标准误差	标准差	方差
1998	1 037	0.951 7	0.023 2	0.974 9	456.704 7	0.440 4	0.005 4	0.173 5	0.030 1
1999	1 037	0.950 0	0.018 4	0.968 4	451.604 0	0.435 5	0.005 4	0.173 0	0.029 9
2000	1 037	0.969 6	0.009 0	0.978 6	447.035 4	0.431 1	0.005 2	0.168 1	0.028 3
2001	1 037	0.935 9	0.011 6	0.947 5	452.164 7	0.436 0	0.005 4	0.174 8	0.030 5
2002	1 037	0.980 4	0.012 5	0.992 9	469.191 8	0.452 5	0.005 3	0.170 4	0.029 0
2003	1 037	0.928 8	0.010 8	0.939 6	478.397 9	0.461 3	0.005 5	0.176 3	0.031 1
2004	1 037	0.958 3	0.008 1	0.966 4	490.916 5	0.473 4	0.005 5	0.177 4	0.031 5
2005	1 037	0.950 0	0.012 5	0.962 5	514.689 5	0.496 3	0.005 5	0.178 3	0.031 8
2006	1 037	0.973 2	0.020 6	0.993 8	526.921 5	0.508 1	0.005 6	0.179 6	0.032 3

右上图为1998~2006年上市公司资产负债率均值图,

1998~2006年上市公司资产负债率符号检验结果见表2。

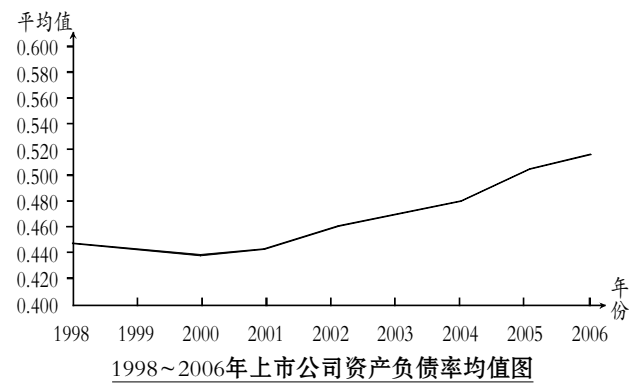


表 2

时 期	差值类型	频数	Z 值	P 值
1998~1999 年	负差	502	-0.963	0.335
	正差	534		
	零差	1		
1999~2000 年	负差	491	-1.647	0.100
	正差	545		
	零差	1		
2000~2001 年	负差	464	-3.324	0.001
	正差	572		
	零差	1		
2001~2002 年	负差	417	-6.273	0.000
	正差	620		
	零差	0		
2002~2003 年	负差	426	-5.714	0.000
	正差	611		
	零差	0		
2003~2004 年	负差	427	-5.652	0.000
	正差	610		
	零差	0		
2004~2005 年	负差	385	-8.206	0.000
	正差	650		
	零差	2		
2005~2006 年	负差	445	-4.505	0.000
	正差	591		
	零差	1		

从以上统计检验结果可以看出,这1 037家上市公司的资产负债率均值呈现出1998~2000年逐年下降、2000~2006年逐年上升的趋势;Wilcoxon符号秩检验结果显示在5%的置信度上,1998~2000年下降趋势并不显著,2000~2006年上升趋势十分显著。表3为中国人民银行公布的1998~2006年金融机构人民币贷款基准利率。

从表3可以看出,1998~2002年金融机构人民币贷款基准利率是逐年下降的,2002~2006年是逐年上升的。为便于分析,我们将上市公司1998~2006年的资产负债率均值与同期贷款基准利率的变化趋势置于表4中。

表3

调整时间	6个月	1年	1~3年(含)	3~5年(含)	5年以上
1998.3.25	7.02%	7.92%	9%	9.72%	10.35%
1998.7.1	6.57%	6.93%	7.11%	7.65%	8.01%
1998.12.7	6.12%	6.39%	6.66%	7.20%	7.56%
1999.6.10	5.58%	5.85%	5.94%	6.03%	6.21%
2002.2.21	5.04%	5.31%	5.49%	5.58%	5.76%
2004.10.29	5.22%	5.58%	5.76%	5.85%	6.12%
2006.4.28	5.40%	5.85%	6.03%	6.12%	6.39%
2006.8.19	5.58%	6.12%	6.30%	6.48%	6.84%

表4

时期	资产负债率均值变化趋势	资产负债率均值变化趋势显著性	贷款基准利率变化趋势
1998~1999年	下降	不显著	下降
1999~2000年	下降	不显著	下降
2000~2001年	上升	较为显著	下降
2001~2002年	上升	较为显著	下降
2002~2003年	上升	较为显著	上升
2003~2004年	上升	较为显著	上升
2004~2005年	上升	较为显著	上升
2005~2006年	上升	较为显著	上升

从表4可以看出,1998~2000年金融机构人民币贷款基准利率呈下降趋势,此期间上市公司资产负债率均值同样呈现下降趋势,但下降趋势并不显著;2000~2002年金融机构人民币贷款基准利率同样呈下降趋势,但此期间上市公司资产负债率均值呈上升趋势,并且上升趋势较为显著;2002~2006年金融机构人民币贷款基准利率呈上升趋势,此期间上市公司资产负债率均值同样呈上升趋势,且上升趋势较为显著。

此结果并不完全支持本文假设。只有在2000~2002年金融机构人民币贷款基准利率下降、上市公司资产负债率上升时,本文假设才得到支持。1998~2000年,中国人民银行虽然逐渐降低贷款基准利率,但企业的贷款比例并没有提高反而降低,这种降低的趋势并不明显;2002~2006年,中国人民银行逐渐提高贷款基准利率,企业贷款比例没有降低反而提高,并且这种趋势十分显著。这不支持本文假设。下文从资金的供求关系着手对此现象进行了初步探析。

五、研究假设与统计分析结果不符的原因

企业是资金的需求方,银行等金融机构是资金的供给方,利率是借贷资金的价格,其大小取决于资金的供求关系。当资金的需求大于供给时,利率会上升;当资金的需求小于供给时,利率会下降。当中国人民银行降低贷款基准利率时,说明资金的需求小于供给,主要原因在于经济不景气,企业利润率较低,企业不愿意扩大生产规模和进行新的投资,对资金的需求自然也不大。

利率是货币政策工具,在经济低迷时期,降低贷款利率可以提高企业投资的积极性,促进经济的发展。但由于利率这种货币政策工具具有时滞效应,即它对经济造成实质影响需要经过一段时间,也就是说,贷款利率的降低并不能立即增大企业对资金的需求,这可以解释1998~2000年中国人民银行虽然逐渐降低贷款基准利率,但企业的贷款比例不提高反而降低的情况。

在经济繁荣时期,由于利润率的提高,企业会不断扩大生产规模,进行新产品的研究与开发,开拓新的市场,对资金的需求较大,促使贷款利率提高,而政府为了防止经济过热,保证经济的平稳增长,也会通过提高贷款利率来对经济进行调控。但同样由于利率这种货币政策工具具有时滞效应,当贷款利率提高时,由于企业的利润率高于贷款利率,企业仍然愿意增加贷款。也就是说,提高贷款利率并不会立即使企业减少贷款,这能解释2002~2006年中国人民银行逐渐提高贷款基准利率,企业贷款比例没有降低反而显著提高的情况。经过一段时间,企业的贷款比例才会显著下降。由于目前只能取得截至2006年的数据,企业的资产负债率是否在今后呈现下降趋势还有待证实。

综上所述,上市公司资产负债率与贷款利率并不完全呈反向变动关系,而是呈滞后反比关系。当中国人民银行降低贷款基准利率时,上市公司的资产负债率并不会立即提高,而需要经过一段时间;反之,当中国人民银行提高贷款基准利率时,上市公司的资产负债率也不会立即降低,而是有一个过渡期。

主要参考文献

1. 周晖,谢赤,高芳.同业拆借利率与上市公司资本结构的协整分析.湖南大学学报(自然科学版),2006;4
2. 李万福,叶阿忠.中国上市公司的债务融资分析——基于理论与实证视角.南方经济,2007;10