

企业资产结构研究相关问题思考

张宏丽¹ 贾宗武¹(教授) 张俊瑞²(博士生导师)

(1. 西安财经学院 西安 710061 2. 西安交通大学管理学院 西安 710049)

【摘要】 企业价值在很大程度上与企业的资产结构有关。本文在回顾国内外相关研究文献的基础上,对影响企业资产结构的内外部因素、资产结构的类型和企业资产结构模式进行了探讨。

【关键词】 资产结构 资本结构 企业规模 股利政策

目前,国内外对影响企业价值因素的研究基本包括四个方面,即资本结构、经营业绩、经营战略、公司治理结构。这四个方面构成了影响公司价值的驱动因素。然而,企业筹资获得的资本一进入企业,即以各种资产形态分布在企业,并随时会发生资产形态的转化,便出现了所谓企业资产结构的问题。本文对企业资产结构与企业价值之间的关系进行研究。

一、资产结构相关研究回顾

在传统的财务理论中,资本结构理论已经比较成熟,而对资产结构的理论和实证研究、资产结构与资产的流动性以及企业价值是否具有相关关系的研究较少。企业拥有合理的资产结构可以优化企业的资源配置,提高企业绩效,进而增加企

业价值。国内外学者对于资产结构及相关问题的研究主要集中在以下方面:

1. 资产结构与资本结构、股利政策及公司控制权理论研究。Myers(1977)、Scott(1977)、Myers和Majluf(1984)以及Stulz和Johnson(1985)都强调了资产结构对企业财务政策的影响。Scott(1977)、Stulz和Johnson(1985)理论上分析发现若被收购公司拥有较多有形资产则有较强的偿债能力,可以有效降低收购成本。Bink等(1988)用实证方法得出企业资产结构与企业资本结构相关的结论。Michaels等(1999)发现若公司固定资产和存货水平较高,则短期负债和长期负债比例也相对较高。在国内,逯全玲(2004)把资产结构和资本结构作为企

二、利用实际利率法处理债券溢价摊销的规律总结

由表1、表2可得到有关实际利率法的规律性的结论:

1. 企业每年支付的票面利息可以分解为两个部分:一是对占用债券投资者资金所付的资金成本,即表中的实际利息费用;二是溢价发行时,实际发行价格和面值差额的逐年摊销,即溢价摊销。也就是说,当债券溢价发行时,第*i*期的票面利息=第*i*期的实际利息费用+第*i*期的溢价摊销;当债券折价发行时,第*i*期的票面利息=第*i*期的实际利息费用+(-第*i*期的折价摊销),且票面利息的结构比(即实际利息费用/溢价或折价摊销)随计息时间的变化而改变。

2. 每期摊销额不等,且不论是溢价摊销还是折价摊销每期均以 $(1+i_2)$ 的乘数环比增长。

3. 在这一摊销方式下,债券到期期限内所有溢价摊销的总和为最初发行日的溢价价值。

$$\begin{aligned} \sum \text{溢价摊销} &= (mFi_1 - mPi_2) [1 + (1+i_2) + (1+i_2)^2 + \dots + (1+i_2)^{n-1}] \\ &= (mFi_1 - mPi_2) \frac{(1+i_2)^n - 1}{i_2} = \frac{mFi_1}{i_2} [(1+i_2)^n - 1] - mP \cdot [(1+i_2)^n - 1] \\ &= \frac{mFi_1}{i_2} [(1+i_2)^n - 1] - mP [(1+i_2)^n - 1] - mP + mF + mP - mF = mF \left[\frac{i_1}{i_2} (1+i_2)^n - \frac{i_1}{i_2} + 1 \right] - mP (1+i_2)^n + mP - mF \\ &= mF \left[\frac{i_1}{i_2} (1+i_2)^n - \frac{i_1}{i_2} + 1 \right] - m \left\{ \frac{Fi_1}{i_2} \left[1 - \frac{1}{(1+i_2)^n} \right] + \frac{F}{(1+i_2)^n} \right\} (1+i_2)^n \\ &+ mP - mF = mP - mF > 0 \text{ (因在发行日, } P > F \text{)} = \text{最初发行日溢价额} \end{aligned}$$

同理易推出:

$$\begin{aligned} \sum \text{折价摊销} &= mP [(1+i_2)^n - 1] - \frac{mFi_1}{i_2} [(1+i_2)^n - 1] = mP \cdot [(1+i_2)^n - 1] - \frac{mFi_1}{i_2} [(1+i_2)^n - 1] - mF + mP + mF - mP = mF - mP > 0 \\ \text{(因在发行日, } F > P \text{)} &= \text{最初发行日折价额} \end{aligned}$$

4. 如果债券溢价发行,实际利息费用逐年下降,账面价值逐年下降。因为随时间的增加,溢价摊销增加,债券投资者收回的本金增加,即企业所占用的资金逐年减少,在不变的的实际利率水平下,实际利息费用自然会下降。同理推知,如果债券折价发行,情况正好相反,即实际利息费用逐年上升,账面价值逐年上升。且无论是上述哪种债券,在最后到期日时,账面价值一定等于债券的总面值。

$$\begin{aligned} \text{到期日的账面价值} &= mP(1+i_2)^n - mFi_1 [(1+i_2)^{n-1} + \dots + 1] = \\ &= mP(1+i_2)^n - \frac{mFi_1}{i_2} [(1+i_2)^n - 1] = \frac{mFi_1}{i_2} (1+i_2)^n - \frac{mFi_1}{i_2} + \\ &= mF - \frac{mFi_1}{i_2} (1+i_2)^n + \frac{mFi_1}{i_2} = mF \text{ (总面值)} \end{aligned}$$

主要参考文献

1. 裴淑红. 债券溢价摊销的会计核算. 财务与会计(综合), 2007;7
2. 曾艳芳. 谈长期债券投资溢、折价摊销的实际利率. 辽宁税务高等专科学校学报, 2005;3

业绩效的解释变量,结果也表明资本结构和资产结构对企业绩效都有一定程度影响。张俊瑞等(2006)对制造业上市公司的研究发现,企业资产结构与短期偿债能力、长期偿债能力、资本结构具有较强相关性,与行业因素相关性较弱,与宏观经济波动和盈利能力的相关性不显著。

2. 资产结构与企业收益之间的关系。Czyzewski等(1992)对资产结构和现金持有量如何影响资产收益率(ROA)问题进行了研究,认为成功企业具有相对高的现金资产集中度,充足的现金流量实际上会产生较高的资产收益率,企业能够通过和同行业公司比较现金充足率来判断自身绩效。King等(1998)研究了资产组合迅速频繁变动对企业收益率的影响以及企业财富需求弹性。研究发现,高频率和低频率公司的资产收益率没有中频率公司高,中频率公司对公司总价值的影响更大。Schumacher N(1999)研究了资产组合非正常收益率的分布,发现正常收益率大多分布在制造业等传统行业,非正常收益率大多分布在金融、高科技等非传统行业。对于混合经营、多元化程度高的企业来说,收益率介于正常收益率和非正常收益率之间。王咏梅(2001)对1999年深沪两市896家公司研究后认为,上市公司的经营业绩分数指标与投资资产收益率有显著的正相关关系,与投资资产和主营业务资产之间的比例也有显著的正相关关系。余坚(1998)及曲远洋、刘岩(2004)依据不同资产对企业收益的作用将资产分为三种:直接形成企业收益的资产,对企业一定时期收益不产生影响的资产,抵扣企业一定时期收益的资产,并认为企业在总资产中应尽可能增加直接形成企业收益的资产,减少货币资产和固定资产及无形资产等的比重。

3. 资产结构与内部管理之间的关系。Keating等(1999)研究了公司如何通过改变资产组合来实现利润操纵。固定资产计价、会计政策选择、折旧提取、固定资产评估等有很大的利润操纵空间,一些公司会把资产价值向固定资产投资转移,以掩饰真实的资产价值和利润。Gelles等(1999)研究了资产组合的重新选择问题。资产组合每隔一定周期就会调整一次。资产组合变动的效果受资产组合初始状态的影响很大,具有明显的路径依赖。当初始状态组合属于风险较低的情况,以后更新时仍然倾向于选择低风险资产;当初始状态组合属于风险较高的情况,以后更新时仍然倾向于选择高风险资产,以便更易于短期内实现高盈利率。

4. 资产结构与公司规模、风险之间的关系。Soenen等(1988)采用不同国家样本研究后认为现金管理在国家之间的效果是不同的,而且公司规模大小也对其有影响。Chang等(2000)运用264家公司的数据,研究五种规模下资产组合的比例、特性、偏好,发现资产规模越大的公司,资产组合比例中对外投资所占权重越大,资产组合的风险偏好特征越不明显;资产规模越小的公司,对外投资比重越小,高风险资产越多,风险偏好特征越明显。倪红霞、许拯声(2003)认为,如果固定资产或长期投资比率过高,资产流动性过差,资产弹性小,转换现金困难,势必加大经营风险;反之,如果流动资产比率过大,虽经营风险极小,但盈利能力却过低。吴树畅(2003)将融

资结构、资产结构作为解释变量,企业绩效作为被解释变量,选取沪市523家上市公司作为有效样本进行了实证分析,结果表明资产结构对企业绩效有显著影响,并且指出资产结构比融资结构对企业绩效的贡献系数更大。

5. 资产结构与外部环境和行业的关系。Amy Dittmar等(2003)研究认为,股东所受保护水平是决定国际公司现金持有量的重要因素。在股东受保护程度较弱的国家,企业具有较高水平的现金资产集中度。白仲林(2001)发现信息业与机械制造业企业的资产结构存在差异。王明虎、章铁生和顾银宽(2004)选择了四个行业94家上市公司十年的数据对资产结构的影响因素进行研究,认为经济指数、期间费用率等和固定资产与总资产之比呈负相关关系,资产规模、负债比率以及盈利能力等和固定资产之比总资产呈正相关关系。

二、影响企业资产结构的外部 and 内部因素

1. 影响企业资产结构的外部因素。

(1)经济周期及其波动。经济的周期性波动对企业财务管理有非常重要的影响。在经济萧条阶段,由于整个宏观经济不景气,企业很可能处于紧缩状态,产量和销售量下降,采购减少,投资锐减,甚至还会推迟固定资产的重置,所以在经济收缩期,企业的货币资产会大幅度增加,在企业资产中的比重增大,而固定资产的比重相对降低。在经济繁荣阶段,市场需求旺盛,销售大幅度上升,生产规模扩大,对设备投资的需求增加,现金需要量随之增加,因此存货资产和固定资产在企业资产中的比重增加,而货币资产比重下降。

(2)行业及其季节性特征。不同企业因所处行业不同,资源分配有不同特点。制造企业主要通过降低产品成本获取利润,一般通过扩大生产规模获得规模经济,以成本优势来提升竞争力,提高企业价值。由于在企业资产结构中,固定资产占有重要位置,所以生产规模扩大使企业固定资产的规模也相应扩大。流通企业主要通过商品的进销差价获取利润,所以其货币资产、商品存货等流动资产在资产结构中占有较大比例,固定资产比例一般较小。服务或高科技企业,主要通过产品差异或通过投资无形资产及其他科技含量高的、其他企业无法模仿的资产来获取超额利润。可以想象,在这些企业中,无形资产和其他科技含量较高的资产所占比例一般较高,固定资产在企业中的比重相对较小。

企业生产经营的季节性对资产结构和企业价值也有影响。如果企业处于季节性较强的行业,其资产结构一般会根据市场需求和市价变化相应调整。为了保障生产经营的持续性,企业资产结构中的临时波动性资产所占比重相应较大,永久固定的资产所占比重相应较小。而季节性变化不明显的行业,企业的资产结构和规模相对比较稳定,临时波动资产比重较小、永久固定资产比重较大。处于季节性较强行业的企业,其资产结构还会因季节变化而变动。在销售淡季,货币资产的比重一般较小,而存货资产的比重较大;在销售旺季,货币资产的比重一般较大,存货资产的比重较小。

2. 影响企业资产结构的内部因素。

(1)企业资本结构。资本结构可以在一定程度上反映出

企业整体融资环境的状况。融资环境对企业资产结构的安排有重要影响,是企业资源配置的重要约束变量。股权融资无论来自资本市场投资者还是来自银行等金融机构,这些资金在企业存续期间内一般无需偿还,因而股权融资对企业资产结构的安排不会产生实质性影响;而债权融资则会对企业形成固定约束,这种约束又因融资对象的不同具有不同的伸缩性。如果企业从资本市场上的众多投资者中获取资金,则会对企业的资产结构形成一种强约束。这是因为融资涉及众多人的利益,国家一般会对这种融资方式进行适当干预以保障广大投资者的利益。在资本市场监管部门监督下,债权契约一般不允许修改。如果企业债权融资以资本市场为主导,则其资本结构往往会有一定程度的保守性,流动性充裕,盈利性不足。

对于以采用银行借款为主的债务融资,则对企业资产结构的约束力较弱。因为无论企业向多少银行或其他金融机构融资,债权人的数量也会大大少于资本市场上的投资者,从而在企业到期无法偿还债务的情况下,与人数较少的债权人谈判和协商的成本较低,企业遭受危机的可能性较小。因而如果企业采用银行借款为主的债务融资模式,企业资产结构在某种程度上具有冒险精神,流动性相对较低,而盈利性较高。

企业的资产结构不仅会受到企业现有资本结构的影响,而且会受到预计要实现的资本结构的影响。在企业资本一定的情况下,如果短期举债增多,企业会面对短时间内偿还本金及利息的压力,财务风险较大,企业会留存大量的偿债能力较强的流动资产,以保证短期债务的偿还,因此企业的流动资产所占比例增大,资产多表现为现金、存货、应收票据、应收账款等;反之,如果企业增加长期举债或权益资本融资,企业会因为资金的使用期限长、财务风险小,而把资金用于占用资金多、收益时间长的投资项目,此时企业的固定资产或长期资产所占比例增大。

(2)企业规模。企业规模大小也会影响企业的资产结构,一般情况下,规模较大、自有资本实力雄厚、与银行保持着良好的长期信贷关系并且销售渠道和资金周转比较顺畅的企业,流动资产的比重小一些,企业往往通过固定资产投资获取企业收益增长;反之,对于企业规模小、债务负担重、对外筹资能力不足和经营困难的企业,为防范和减少企业风险(特别是财务风险),企业会增大流动资产比重,尤其是变现能力强的流动资产。

(3)企业盈利状况。当企业盈利能力强、销售顺畅时,商品存货资产能迅速转变为货币资金,货币资产的比重会相对提高,存货资产的比重相对下降。企业流动资金周转速度快,流动资产数量会相对减少,比重会相对下降。同时企业销售规模会不断上升,并带动生产规模的扩大,从而使企业固定资产规模不断扩大,比重相对上升。相反,如果企业经营不景气,销路不畅,大量商品卖不出去造成存货大量积压,存货资产的比重会相对提高,货币资产的比重相对下降。企业资金周转速度会变慢,流动资产的数量会相对增加,比重会相对上升。同时企业销售规模会不断下降,并使生产规模也相应萎缩,从而使企业固定资产规模不断缩小,比重相对下降。

(4)企业管理水平。企业管理能力的高低制约着企业的资源配置。管理水平高的企业,抵抗风险的能力强,一般会采用高风险、高收益的扩张型资产结构。在一定销售量上,包括现金在内的收益能力较低的流动资产比例会较低,企业流动资产维持在较低水平,以提高资金周转率,降低机会成本;固定资产或长期资产占用资金会不断上升,以实现规模经济或范围经济。相反,经营管理水平低的企业承受风险能力差,一般采用低风险、低收益的保守型资产结构。在一定销售量上,企业拥有大量货币资金、存货等流动资产,以保证及时偿还到期债务;固定资产或长期资产在企业总资产中的比例不断下降,企业生产规模萎缩。

企业经营者的风险态度对企业资产结构的选择也很关键。对于一个企业来说,负债经营已经成为一种惯常现象,绝对没有负债的企业几乎不存在。作为一个理性的经营者,按时履行债务契约是其思考的重要范畴。在负债规模相同的情况下,为保证债务契约的履行,风险规避型的管理者倾向保留更多的流动资产用于满足偿债需求,使资产结构保持流动性;而风险偏好型的管理者则可能保留较少的流动资金来满足偿债要求;如果管理者是风险中庸型,即呈现中庸型资产结构模式。

(5)企业的战略规划。企业战略规划发展的不同阶段需要相应的资产结构对其战略目标的实现提供支撑。而企业的资产结构有一个历史惯性问题,某一时点的投资决策决定后续资源使用的自由程度。尽管企业可以利用资产重组盘活闲置资产,但资产本身往往伴随大量的成本和不应有的损失。所以企业应根据所处的不同战略发展阶段选择不同的资产结构,以便为企业战略目标的实现提供良好的支撑。如果企业处于快速扩张期,市场份额不断扩大、产品销量不断上升,为了满足产品销售的需求,企业需要大量投资机械设备等固定资产以提高产量。此时固定资产比率会提高,而流动资产比率相应会降低。如果企业处于平稳发展期,此时企业的资产结构将会表现出较为稳定的态势。

三、企业资产结构形态之划分

1. 资产的占用形态结构。资产的占用形态结构是指企业全部资产中有形资产与无形资产两者的比例关系以及有形资产中实物资产和金融资产所占的比重。资产的占用形态结构揭示了企业的生产经营能力、收益能力和风险大小。一般来说,企业总资产中有形资产比重大,表明企业生产经营能力、收益能力、偿债能力越大,反之则越小。有形资产中保有一定金融资产是保持良好的资产弹性和资产流动性的基础,尽管实物资产的变现较为困难,但它直接决定了企业的生产能力和长期收益能力;企业耗费在无形资产上的价值也必须依靠有形资产的有效流动才能得到补偿。企业拥有的收益性无形资产(如专利权、专有技术等)与有形资产的有机结合,往往能使企业获得高于同业平均水平的资产报酬率,但在增加企业无形资产收益率的同时可能会约束资产的流动性和弹性,并伴随着较高的资产经营风险。

2. 资产的占用期限结构。资产的占用期限结构是指企业

全部资产中非流动资产和流动资产之间的比例关系。资产的占用期限结构,不仅涉及资产的流动性或周转速度,而且也影响着企业的经营风险和财务风险。在总资产一定的情况下,流动资产对非流动资产的比率越高,资产的流动性越好,周转速度越快,资产的经营风险也就越小,从而偿债风险就低;反之亦然。但若占用过多的流动资产,导致资产总量增加,会使周转速度减慢,以致资产报酬率下降。因此,企业必须在提高承担风险能力与提高盈利能力之间进行权衡,优化流动资产对非流动资产的比率。

3. 资产的用途结构。在一定程度上,企业收益高低直接受制于企业资产的用途结构。各种用途资产按照其与盈利实现的关系可分为盈利性资产、保值性资产和支出性资产。盈利性资产中包含了待实现盈利,该盈利将通过市场售卖而实现,企业的银行存款、交易性金融资产、债权资产、存货资产等属于盈利性资产。保值性资产是指通过市场售卖仅能收回成本价格(即资产价值)而不会带来盈利的资产。一般来说,库存现金、预付账款、其他应收款及存货资产中的非商品材料具备保值性资产的特征。而固定资产、无形资产以及流动性的资本性支出资产是将被企业运用或使用而非售卖或投出的资产,这些资产在使用中因其价值逐渐以费用或支出的形式被摊销,并由其他收入来补偿,一般称其为支出性资产。但如果企业固定资产和无形资产改变使用状态,将以转让或投资形式取得收益,则它们就可归入盈利性资产中。正是由于资产用途结构的上述特征,企业一般在满足正常需要的前提下,应尽可能地压缩不能直接带来盈利的资产的比重,增加盈利性资产的比重,以提高资产利用效率。

4. 资产的资本形态结构。资产的资本形态结构是指资产所对应的货币资本、生产资本和商品资本相互间的比例关系及其占总资产的比例,资产的资本形态结构是否合理以及三种资本相互间的转换量和转化速度如何,决定了资本运动的速度,也影响着资本的周转价值和资本的利用效果。

企业调整和优化资产的资本形态结构的目的是通过控制资本占用量水平并形成合理的资本分布,加速资本的循环和周转,实现资本经营收益的最大化。

5. 资产的产业结构。按企业资产对归属于不同门类(大类或中类)行业产品的对应支撑关系可将资产划分为对A产业支撑的资产、对B产业支撑的资产等。企业生产的产品往往并不局限于一种,特别是大的集团企业,其拥有的不同子公司生产的产品是不同的,各产品的市场前景及盈利能力也不同。按照对产品支撑的对应关系来划分企业的资产,有利于企业资产重组、置换等经营决策的正确实施。

四、企业资产结构模式

按照变现性特征,企业的资产总体上可分为两大类,即流动资产和非流动资产。以此为基础,可把资产结构模式粗略划分为三种类型,即中庸型资产结构、保守型资产结构和扩张型资产结构。

1. 中庸型资产结构。中庸型资产结构是流动资产等于或近似等于非流动资产的结构。它表明企业的资产总额中有

50%具有在一年内或一个营业周期内变现的能力。该结构属于均衡结构,即企业把全部资产的一半配置在流动资产上,把另一半配置在非流动资产上。理论上,该结构具有最好的稳定性。因为企业的经营活动,一方面需要有一定的基本物质条件,如场地、房屋、建筑物、机器设备、工具、装置等有形固定资产及某些特定的长期权利,另一方面又需要保持一定的流动性资源,如现金、债权、存货等,以满足其正常的周转需要、支付需求和其他临时性需求。如果企业把总资产相对均衡地配置在流动资产和长期资产上,说明企业同时兼顾了规模与效益、短期与长期的关系,企业的经营状况、财务状况多数是比较稳定的。

2. 保守型资产结构。保守型资产结构是流动资产大于非流动资产的结构。它表明在资产总额中50%以上为流动资产,企业把大部分资金配置在流动资产上。该结构表明企业注重营运资金的保有,注重规模扩张应以资产的流动性和足够的偿债能力为前提。采用这种资产结构的企业,经营比较稳健,资本扩张速度较慢,效率保障程度较高。在保守型资产结构下,企业比较重视维持简单再生产或内涵式的扩大再生产,重视现有生产经营能力的维持,重视资产流动性的提高。

3. 扩张型资产结构。扩张型资产结构是流动资产小于非流动资产的结构。它表明非流动资产占资产总额的较大比重,企业拥有雄厚的物质基础。该结构是一种扩张式结构,说明企业把大量资金配置于固定资产、长期资产及无形资产等变现性较慢的资产上,企业扩张欲强烈,追求长期经济利益,对资产的流动性和短期偿债能力较为忽视。企业注重外延式的扩大再生产,注重规模经济优势,善于进行资本运营,应当说是企业发展的一个方向。但由于投资额大,投资回收期长,投资风险相对也大。虽然扩张型资产结构并不意味着企业一定发生财务危机,但如果筹资不畅、投资项目预期效益差甚至不能按期收回投资,企业必然会出现财务危机。

综上所述,在影响企业价值的各种因素中,资产结构也是一个重要的因素。资产结构的不同决定了企业盈利性资产和安全性资产的配置,影响到企业对风险和收益的权衡。因此可以推断,每个行业以及每个企业都存在一个使其盈利性与安全性资产达到均衡进而使其企业价值达到最大化的合理的资产结构。企业应根据资产结构理论的一般原理,考虑行业和自身的实际情况,选择适合自己的资产结构。

【注】本文系国家社会科学基金“资产结构、资产流动性与企业价值研究”(项目编号:07BJY025)部分研究成果。

主要参考文献

1. 倪红霞,许拯声.资产结构与企业经营业绩内在关系.技术与经济与管理研究,2003;6
2. 吴树畅.融资结构、资产结构对企业绩效的影响.统计与决策,2003;8
3. 逯全玲.资产结构、资本结构对企业绩效影响的实证研究.市场周刊,2004;1
4. 王咏梅.中国上市公司资产组合实证研究.数量经济技术经济研究,2003;8