

中小板制造业上市公司资产流动性 和资本结构的相关性分析

李澍 孟栋

(山东经济学院 济南 250014)

【摘要】 本文以 2007~2009 年中小板制造业上市公司为样本,研究了资产流动性和资本结构之间的相关关系,测试了资产的流动性对于资本结构的影响,结果发现,资产负债率与资产流动性正相关;而当管理层没有资产的处置权时,资产流动性水平对负债率没有显著的影响;当管理层拥有资产的处置权时,资产的高流动性有可能导致负债率的增加,即管理者拥有资产的处置权时会因资产的流动性而影响其对资本结构的选择。

【关键词】 资产流动性 资产处置权 资本结构

一、引言

关于资产流动性对最优资本结构选择的影响问题,学术界已经争论多年。Williamson(1988)、Shleifer 和 Vishny(1992)认为,资产的流动性使得企业最优资产负债率提高。然而,Morellec(2001)、Myers 和 Rajan(1998)则认为,当管理层对资产具有处置权时,资产的流动性对最优资本结构的影响是反向的或不相关的。认为资产流动性和资产负债率正相关的理由是:流动资产以较高的成本卖出,这增大了债务无法偿付甚至破产的可能性。较低的资产流动性要求通过降低财务杠杆来降低这种违约的可能性。而那些认为两者之间不成正相关的学者认为,较低的资产流动性增加了管理者从债权人处剥夺价值的成本,从而较低的资产流动性降低了债务的成本,结果导致企业使用了更多的债务。下面,本文利用我国中小板制造业上市公司的数据对两者之间的关系进行检验。

二、文献综述

1. 资产流动性和资产负债率。Williamson(1998)和 Shleifer、vishny(1992)认为,较多的流动资产增加了最优的资产负债率。Williamson(1988)认为,资产的流动性越强,便需要更加频繁的负债筹资。因为银行和公众负债市场的存在,使得这些筹资的成本较低。即流动性的资产可以使债权人以较低的成本来监控管理层,以便获得清偿。然而,较高的资产流动性既增加了企业可以进行借款的数量,也增加了最优的资产负债率。Shleifer 和 vishny(1992)做出了相似的预测:资产的流动性影响了预期的财务困境成本,因为较低流动性的资产通常被以低于公允价值的价格出售,这无疑增大了在财务困境下资产处置的预期成本。为避免由于流动性而导致的高的处置成本,管理者通过降低资产负债率以降低陷入财务困境的可能性。相反,较高的资产流动性会降低预期的财务困境成本,允许企业增加更多的负债。

资产流动性和资本结构之间的正相关关系符合资本结构的权衡理论模型。Harris 和 Raviv(1990)认为,首先,投资者

通过观察在不同资产负债率水平下企业的破产成本,然后通过对不同资产负债率下公司的经营政策所做出的变化带来的收益,来获取有关企业获利能力的信息;然后,投资者在破产成本和预期经营政策潜在改善获得的收益之间进行权衡,以选择恰当负债水平的企业进行投资。当资产的流动性增强,破产成本将下降,投资者更倾向于利用负债来增加企业的盈利能力。也就是说预期的破产成本(部分是由流动性决定的)要与负债所带来的收益相均衡。

也有学者认为资产流动性可能不一定会增加资产负债率。如果流动性的预期成本小于负债所带来的收益,资产的流动性将不会对资本结构的选择造成影响。由于代理理论、风险回避,以及业绩考核的压力,管理者更倾向于选择较低的负债水平。Berger、Ofek、Vermack(1997)认为,管理者可能为了降低破产的风险和保护人力资本的目的而选择较低的负债水平。如果破产的可能性较低,那么资产流动性对预期破产成本的边际影响也较低,则资产流动性和财务杠杆之间的关系是不相关的。高的资本结构的调整成本使得企业很难对资产流动性的变化作出反应,这无疑削弱了资产流动性对资本结构的影响。

2. 管理层是否拥有处置权对两者关系的影响。Morellec(2001)认为,资产流动性对资本结构的影响依赖于资产的处理是否受到限制。较高的资产流动性使得资产出售更加容易,这是由于较低的资产处置成本和较高的清算价值。反过来讲,资产的出售减少了企业清偿时的规模和价值,这对于债权人来讲是不利的。在公司的资产上增加限制条款有利于阻止资产的出售和增加债权人的预期资产处置收益。Morellec(2001)得出资产的流动性和有抵押担保的负债之间呈正相关关系,而与无抵押担保的负债之间呈反向关系。

Myers 和 Rajan(1998)认为,较高的资产流动性使得管理者转移公司资产和剥夺股东价值的成本降低。较高的资产流动性使得投资者行使控制权的成本降低。这两种影响将导致

管理者和外部投资者之间产生冲突,这种冲突会随着流动性的增强而增大。最终,这种冲突可能通过限制管理者处置权和剥夺其价值来解决。利用较低的转移风险,投资者面临较低的预期成本,这意味着负债的成本会降低以致被频繁使用。Myers和Rajan(1998)的模型认为,在缺少转移风险时,最优资产负债率会增加,而在具有转移风险的情况下,两者的关系是不确定的。尽管Myers、Rajan(1998)和Morellec(2001)在当管理层没有处置资产的权利时的观点是相似的,但是,当管理者能够转移公司的资产时,两者的观点却不尽相同。即使管理者能够转移资产,但在较低的资产流动性水平下,管理者不会倾向于这么做。因为管理者控制这些资产得到的私人利益要大于其转移资产所获得的利益。相反,Morellec(2001)认为随着资产流动性增加,管理者出售资产的可能性也随之增大,这增加了债权人要求的成本,从而降低了负债的数量。

3. 相关证据。先前的一些研究为资产流动性影响资本结构的理论提供了间接的证据。Pulvino(1998)认为,当处于财务困境时,公司以低于非财务困境下的价格出售行业特定资产。Deangelo、Wruck(2002)通过对1989~1998年间因债务而破产企业的研究,发现资产流动性是企业资本结构的一个重要决定因素,能够影响到预期的破产成本和预期的代理成本。Schlingemann等(2002)认为由于资产流动性影响出售资产的成本,其也会影响到对资产剥离的决策。他们发现公司更加倾向于剥离资产流动性高的部门。以上证据支持在资产高流动性的行业中,出售资产的成本和财务困境的成本较低。

也有一些研究为两者之间的相关关系提供了直接证据。Alderson、Betker(1995)以88家进行重组的企业为例,研究了资产的流动性成本和资本结构的相关关系。结果发现,具有资产高流动性的企业倾向于选择破产成本较低的资本结构,例如选择较小的负债和较小的限制条款。Kim(1998)发现,在行业处于困境时,具有较资产高流动性企业的举债能力要强于资产流动性较低企业的举债能力。Benmelech等(2005)研究了资产流动性与有担保负债和无担保负债之间的关系,结果发现资产的高流动性导致较大规模的借款。尽管这些证据支持资产流动性与举债能力之间的正相关关系,但是这种正相关关系能否在我国企业的经验数据中得到验证,或者来自我国企业的证据是否支持这一结论,仍然不明确。

三、提出假设

我国银行向企业贷款数额的主要依据是企业的偿债能力,而较高的资产流动性无疑提高了企业的举债能力,同时管理层为了控制更多的资产以增大其私人收益即倾向于增加负债,从而导致了较高的资产负债率。据此,本文提出假设1:资产负债率和资产流动性呈显著正相关关系。

在管理层没有资产处置权的条件下,随着资产流动性的增加,一方面,企业的偿债能力增强而更加容易获得借款,另一方面,管理者由于没有资产的处置权,无法实现其私人利益最大化。管理层要获取处置权,就需要减少负债的规模。将上述因素综合加以考虑,在管理层没有资产处置权时,资产流动性对资本结构的影响是不确定的。据此,本文提出假设2:有

担保负债率与资产流动性之间的相关性是不确定的。

在管理层拥有资产处置权的条件下,随着资产流动性的增加,企业的偿债能力增强,此时管理者为了控制更多的资产以增大其私人收益,必定要扩大负债的规模。据此本文提出假设3:无担保负债率与资产流动性之间呈显著正相关关系。

四、样本选择、变量设定以及描述性统计

1. 样本的选择。本文选择了2007~2009年中小板制造业上市公司的数据作为样本。选择中小板企业可以减少大型企业国家政策、限售股等因素对实验结果的影响,而选择特定行业的样本进行研究,可以减少行业之间的差异造成的影响。经过筛选,实际共得到118个有效样本,样本的数据全部取自各上市公司公开披露的年度财务报告及其附注。

2. 变量的选择。本文选择资产负债率来衡量企业的资本结构,以有担保负债除以总资产的比值来衡量管理层无资产处置权的比率;以无担保负债除以总资产来衡量管理层有资产处置权的比率。由于在目前的市场条件下,对流动性的衡量面临着巨大的困难,因而只好按传统的方式是用流动资产或速动资产占总资产的比率来衡量流动性。但是这一比率注重的往往是特定的企业,而资产的流动性多体现在特定行业水平下,因此,本文在流动性的计量上,选择了Schlingemmn、Stulz、Walking(2001)使用的衡量流动性的指标,即用各企业的账面总资产除以该行业各企业账面价值之总和,再乘以该行业各企业市场价值总和与各企业账面价值总和的比值。该指标的主要优点是具有外源性,并且对大量的企业可以计算。同时,按照本文先期设定的市场价值与账面价值的比值、税率、净利润作为控制变量,可使用SPSS13.0统计软件进行分析。

3. 描述性统计。从表1可以看出,样本企业平均的资产负债率为38%,最大值为67%,最小值为3%。平均的有担保负债率为11%,最大值为52%,最小值为0%,样本企业的有担保负债率较低。流动性指标的平均值为0.03,最大值为0.28,最小值为0。而代表样本企业的规模的M to B,平均值为0.48,最大值为1.72,最小值为0.08。

表1 描述性统计

	样本量	跨度	最小值	最大值	平均数	
					Statistic	Std. Error
M to B	118	1.64	0.08	1.72	0.48	0.03
负债率	118	0.63	0.03	0.67	0.38	0.01
净利润	118	1.87E+09	-8.34E+07	1.79E+09	1.09E+08	1.97E+07
流动性指标	118	0.27	0.00	0.28	0.03	0.00
税率	118	25.58	0.00	25.58	0.41	0.22
有担保负债率	118	0.52	0.00	0.52	0.11	0.01
有效样本量	118					

五、检验的结果

1. 资产负债率与资产流动性的相关关系。本文首先检验了在不考虑管理层是否拥有资产处置权时样本企业资产负债率与资产流动性的相关关系;然后检测了各变量之间的相关关系,检验结果见表2。

表 2 皮尔逊相关系数

		负债率	流动性指标	M to B	税率	净利润
负债率	皮尔逊相关系数	1	0.351**	0.272**	0.027	0.209*
	显著性水平(1%)		0.000	0.003	0.771	0.023
	样本量	118	118	118	118	118
流动性指标	皮尔逊相关系数	0.351**	1	0.013	-0.011	0.948**
	显著性水平(1%)	0.000		0.887	0.902	0.000
	样本量	118	118	118	118	118
M to B	皮尔逊相关系数	0.272**	0.013	1	0.185*	-0.122
	显著性水平(1%)	0.003	0.887		0.045	0.187
	样本量	118	118	118	118	118
税率	皮尔逊相关系数	0.027	-0.011	0.185*	1	-0.099
	显著性水平(1%)	0.771	0.902	0.045		0.285
	样本量	118	118	118	118	118
净利润	皮尔逊相关系数	0.209*	0.948**	-0.122	-0.099	1
	显著性水平(1%)	0.023	0.000	0.187	0.285	
	样本量	118	118	118	118	118

注:**表示相关性在 1%的水平上显著;*表示相关性在 5%的水平上显著,下同。

由表 2 可知, 负债率与流动性指标、M to B 以及净利润呈显著的正相关关系, 而与税率则无显著的相关关系。因此, 在进行进一步的回归分析时, 本文剔除了税率这一变量(由于递延所得税的存在, 使得税率不能相对准确地反映样本企业当期真实的税率情况, 因此导致了不相关的实验结果)。

接下来, 本文对剩余的变量进行了多重共线性检验, 并在 OLS 法下对各变量进行了逐步线性回归分析, 在此过程中, 本文又剔除了净利润这一变量, 最终的回归结果见表 3:

表 3 模型 1 回归系数

	非标准回归		标准回归	t统计量	显著性水平
	B	Std. Error	Beta		
常数项	0.281	0.024		11.739	0.000
流动性指标	1.521	0.366	0.348	4.154	0.000
M to B	0.122	0.038	0.267	3.193	0.002

因变量: 负债率

通过上述实证检验可以发现, 资产负债率和资产流动性呈显著的正相关关系, 该结果证实了假设 1。

2. 有担保负债率与资产流动性的相关关系。本文研究了在管理层没有资产处置权时, 有担保负债率与资产流动性之间的相关关系, 验证了各变量之间的相关关系, 结果见表 4。

通过上述实证检验可以发现, 有担保负债率与资产流动性之间呈不显著的负相关关系, 本文的实验结果不支持有担保负债率和资产流动性之间的正相关关系。

然而, 为了使研究更加谨慎, 在控制了其他变量后, 本文对有担保负债率和流动性指标进行了偏相关系数的分析, 结果见表 5。

偏相关研究的结论表明: 有担保负债率与资产流动性之间呈不显著的负相关关系, 这一结果证实了假设 2。

表 4 皮尔逊相关系数

		有担保负债率	流动性指标	M to B	税率	净利润
有担保负债率	皮尔逊相关系数	1	-0.008	0.295	0.144	-0.113
	显著性水平(1%)		0.928	0.001	0.119	0.225
	样本量	118	118	118	118	118
流动性指标	皮尔逊相关系数	-0.008	1	0.013	-0.011	0.948
	显著性水平(1%)	0.928		0.887	0.902	0.000
	样本量	118	118	118	118	118
M to B	皮尔逊相关系数	0.295	0.013	1	0.185	-0.122
	显著性水平(1%)	0.001	0.887		0.045	0.187
	样本量	118	118	118	118	118
税率	皮尔逊相关系数	0.144	-0.011	0.185	1	-0.099
	显著性水平(1%)	0.119	0.902	0.045		0.285
	样本量	118	118	118	118	118
净利润	皮尔逊相关系数	-0.113	0.948	-0.122	-0.099	1
	显著性水平(1%)	0.225	0.000	0.187	0.285	
	样本量	118	118	118	118	118

表 5 偏相关系数

控制变量		有担保负债率	流动性指标
M to B、负债率、税率、净利润	有担保负债率	相关系数	10.000
		显著水平(1%)	0.294
		df	0
	流动性指标	相关系数	-0.099
		显著水平(1%)	0.294
		df	112

3. 无担保负债率与资产流动性的相关关系。本文研究了样本企业无担保负债率与资产流动性的关系, 得到了各变量的相关系数, 具体见表 6:

表 6 皮尔逊相关系数

		无担保负债率	流动性指标	M to B	税率	净利润
无担保负债率	皮尔逊相关系数	1	0.453**	0.065	-0.103	0.371**
	显著性水平(1%)		0.000	0.487	0.268	0.000
	样本量	118	118	118	118	118
流动性指标	皮尔逊相关系数	0.453**	1	0.013	-0.011	0.948**
	显著性水平(1%)	0.000		0.887	0.902	0.000
	样本量	118	118	118	118	118
M to B	皮尔逊相关系数	0.065	0.013	1	0.185*	-0.122
	显著性水平(1%)	0.487	0.887		0.045	0.187
	样本量	118	118	118	118	118
税率	皮尔逊相关系数	-0.103	-0.011	0.185*	1	-0.099
	显著性水平(1%)	0.268	0.902	0.045		0.285
	样本量	118	118	118	118	118
净利润	皮尔逊相关系数	0.371**	0.948**	-0.122	-0.099	1
	显著性水平(1%)	0.000	0.000	0.187	0.285	
	样本量	118	118	118	118	118

企业如何利用亏损结转进行纳税筹划

薄异伟

(山东经贸职业学院 山东潍坊 261011)

【摘要】 本文讨论分析后认为,企业应当采取有效措施,在符合税法规定的前提下科学安排企业的亏损与盈利期间,以充分利用结转的亏损冲抵企业所得的应纳税所得额,从而获得税负降低的利益。

【关键词】 盈利 亏损 亏损结转 纳税筹划

根据我国现行《企业所得税法》,企业纳税年度发生的亏损,准予向以后年度结转,用以后年度的所得弥补,但结转年限最长不得超过五年。弥补亏损期限,是指纳税人某一纳税年度发生亏损,准予用以后年度的应纳税所得弥补,一年弥补不足的,可以逐年连续弥补,弥补期限最长不得超过5年,5年内不论是盈利或亏损,都作为实际弥补年限计算。企业可以利用这一规定进行纳税筹划,获得降低税负的利息。

一、利用亏损结转进行纳税筹划的思路

总的思路是企业应合理安排亏损和盈利,将亏损结转的规定用好用足,以便充分享受到税法规定的优惠政策。需要注意的是,企业的年度亏损和盈利是按照税法的规定计算出来

的,不得违反税法的规定随意地调整利润。

企业利用亏损结转进行纳税筹划的具体思路如下:

1. 如果企业在今后几年内微利或接近亏损,可能的情况下,应先安排亏损,再安排盈利。

例:某企业连续三年的所得税前利润为80万元、60万元、-100万元,假设能将三年的所得税前利润调整为-90万元、70万元、60万元,不考虑纳税调整事项,计算两种情况下企业所得的应纳税额。

第一种情况:应纳税额合计=80×25%+60×25%+0×25%=35(万元)

第二种情况:应纳税额合计=0×25%+0×25%+(60+70-

由表6可以发现,无担保负债率与流动性指标、净利润呈显著的正相关关系,而与税率和M to B则无显著的相关关系。因此,在进行进一步的回归分析时,本文剔除了税率和M to B这两个变量。

接下来,本文对剩余的变量进行了多重共线性检验,并在OLS法下,对各变量进行了逐步线性回归分析,结果见表7:

表7 模型2回归系数

	非标准回归		标准回归	t统计量	显著性水平
	B	Std. Error	Beta		
常数项	0.209	0.014		14.948	0.000
流动性指标	3.438	0.883	0.995	3.893	0.000
净利润	-3.169E-10	0.000	-0.572	-2.238	0.027

因变量:无担保负债率

实验结果表明:无担保负债率与资产流动性之间呈显著的正相关关系,再次证明了假设3。

六、总结

本文以2007~2009年中小板制造业上市公司为样本,研究了公司资产流动性与资本结构的相关关系。研究发现,样本企业的资产负债率与资产流动性指标呈显著正相关关系。这一结论表明资产的流动性在经济意义上具有重要性,并且将影响资本结构的决定。资产流动性的增加增强了偿债的能力,管理层为了控制更多的资产以增大其私人收益亦倾向于

增加负债。

本文进一步对在管理层是否拥有资产处置权的条件下,资产流动性和资本结构的相关关系进行了研究,研究发现:有担保负债率和资产流动性之间呈不显著负相关关系;而无担保负债率与资产流动性之间呈显著正相关关系。这表明,管理者是否拥有资产的处置权,会因资产的流动性而影响其对资本结构的选择。在管理层不具有资产处置权的条件下,管理层出于私人利益最大化考虑,倾向于减少负债以取得资产控制权。

主要参考文献

1. Williamson O.,Corporate Finance and Corporate Governance. Journal of Finance,1988;43
2. Shleifer A.,R. Vishny.Liquidation Values and Debt Capacity:A Market Equilibrium Approach.Journal of Finance, 1992;47
3. Morellec E..Asset Liquidity, Capital Structure and Secured Debt. Journal of Financial Economics,2001;61
4. Myers S.,R. Rajan.The Paradox of Liquidity.Quarterly Journal of Economics,1998;113
5. Schlingemann F.,R. Stulz,R. Walkling.Divestitures and the Liquidity of the Market for Corporate Assets.Journal of Financial Economics,2002;64