

短期负债筹资对公司价值影响的实证研究

张春美(教授) 康卫国

(江西农业大学经济与贸易学院 南昌 330045)

【摘要】短期负债筹资影响负债结构,从而影响资本结构和产权结构,必然会对公司价值产生直接影响。本文以 2008~2010 年中国上市房地产公司为样本,运用逐步回归方法对短期负债筹资与公司价值影响进行实证分析,结果表明:短期负债股本比率与公司价值正相关,短期产权比率与公司价值负相关;短期负债相对于长期负债更有助于公司做出投资决策。

【关键词】短期负债筹资 公司价值 资本结构

一、前言

依据传统的资本结构理论,学术界多从股权筹资或资本结构的视角进行研究,较少从负债期限的角度进行研究,而对于负债期限结构中短期负债筹资的作用研究更少。由于常常将长期负债作为全部资金来源,忽略了短期负债的作用及其创造的价值,进而变相提高了权益资本的收益水平,人为降低了财务风险,最终影响了对公司价值的评估。

21 世纪初,我国房地产业蓬勃发展,成为第二产业的主力军,在美国两家房地产公司因次贷危机引发的全球金融危机的背景下,重新审视房地产公司的负债期限结构、短期负债的功能和筹资作用等问题意义重大。本文试图以 2008~2010 年沪深两市 A 股上市房地产公司为研究对象,分析短期负债筹资对我国上市房地产公司价值的影响。

二、研究设计

1. 研究样本和数据来源。本文以沪深两市 A 股上市房地产公司 2008~2010 年财务报表数据为研究样本。上市房地产公司的选取标准依据《上市公司行业分类指引》相关规定,并剔除被 PT 的上市房地产公司数据和数据资料不全的上市房地产公司数据,剔除财务费用为负的样本量。相关数据来自巨潮网和新浪网。

2. 变量的选择。被解释变量:公司价值是由公司各利益相关者及其相互之间进行经济业务交易的结果,是由公司内部各种因素共同作用的结果,公司价值的评估方法也不尽相同。每股收益(净利润/流通股股数)反映公司的获利能力和经营成果,不仅是公司价值评估的方法之一,而且是投资者进行投资时使用的主要指标之一。本文以每股收益作为公司价值的替代指标。

解释变量:短期负债的衡量可以选取短期负债结构比率(短期负债/总负债)、流动比率、短期产权比率(短期负债/净资产)、短期负债经营比率(短期负债/经营活动现金流量净额)、短期负债股本率(短期负债/流通股股数)五个指标,分别判定短期负债与资产、短期负债与负债、短期负债与权益、短期负债与利润对公司价值的影响关系。

控制变量:本文除采用上述变量外,还对公司价值产生影响的其他变量。由于选取的上市房地产公司的主营业务收入涉及新旧会计准则追溯调整的影响,没有横向可比性,因此本文选取公司规模(总资产取对数)为控制变量,反映不同规模对公司价值的影响。

3. 模型设定。基于以上因变量、自变量和控制变量的选取,建立回归模型如下:

$$EPS=a_0+a_1SLS+a_2SAL+a_3SEL+a_4SLO+a_5SCS+a_6SIZE+\lambda$$

其中: a_0 、 a_1 、 a_2 、 a_3 、 a_4 、 a_5 、 a_6 为系数; λ 为残差项。

三、实证结果与分析

1. 描述性统计。变量描述性统计结果具体见表 1:

变量	样本数	最小值	最大值	均值	方差
EPS	246	-0.855 4	9.558 1	0.872 5	1.667 2
SLS	246	0.127 7	3.972 4	0.731 1	0.287 0
SEL	246	0.113 5	4.818 6	1.223 0	0.765 8
SAL	246	0.037 5	1.812 3	0.542 1	0.236 2
SLO	246	-1.872 0	1.561 4	-0.067 0	0.450 9
SCS	246	0.302 1	112.709 7	9.207 7	13.927 7
SIZE	246	8.383 2	11.333 7	9.691 6	0.553 2

由上表可以看出:被解释变量每股收益出现负值,说明房地产公司中净利润有亏损情况,但均值为 0.872 5,变动幅度在-0.855 4~9.558 1 之间,表明样本公司 2008~2010 年盈利性总体较好。

解释变量短期负债结构比率的均值为 0.731 1,表明短期负债在负债中的比重很大,负债期限结构较大,房地产公司的负债筹资中主要以短期负债筹资为主;短期产权比率的均值为 1.223,表明短期负债筹资额度已经超过权益筹资额度;合理规划短期负债筹资,重新审视资本结构对房地产公司来说至关重要,这和目前房地产公司主要以短期负债方式筹资的现状相符;短期负债经营比率的均值为-0.067,且波动幅度不大,显示多数公司的经营活动现金流量为负值,说明公司经营资金周转存在问题,缺少必要的流动资金和正现金流量;

短期负债股本比率的均值为正数,但最大值与最小值相差悬殊,波动幅度较大。

2. 回归检验。回归检验结果如表 2 所示:

表 2 回归结果及显著性检验

变量		拟合度		EPS		β	Sig.
剔除变量	选入变量	R ²	修正R ²	相关系数	T检验		
SLS	SCS	0.703	0.701	0.838**	1.138	0.462	0.00
SAL	SEL	0.767	0.765	0.095	-0.870	-1.096	0.00
SLO							

注:**表示在 5%的水平上显著。

由表 2 可以看出:五个解释变量中只有短期负债股本比率、短期产权比率进入了逐步回归模型;从拟合度上看,可决系数和修正的可决系数较高,解释变量对被解释变量解释度较好。再根据 β 系数,模型可修正为:

$$EPS=2.603+0.462SCS-1.096SEL$$

对上述模型进行 F 统计检验,结果如表 3 所示。由表 3 可以看出:回归模型通过了多重相关性检验和自相关检验。解释变量的容忍度均接近 1,显著大于 0.1 的临界值;方差膨胀因子均远小于 30;特征值都大于 0;条件指数远小于 10,说明逐步回归模型不存在多重共线性问题和自相关问题。

表 3 回归多重共线性检验和自相关检验

解释变量	多重共线性统计		多重共线性检验		F 检验值	DW
	容忍度	方差膨胀因子	特征值	条件指数		
SCS	0.846	1.182	0.837	1.764	576.198	1.987
SEL	0.846	1.183	0.416	2.502	399.958	

注:模型的常数项为 2.603。

3. 回归分析。

(1)短期负债股本比率与公司价值在 5%的置信度水平上正相关, Pearson 相关性为 0.838。短期负债股本比率表示每单位流通股数承担的短期负债量,该指标越高,表明每单位股数对短期负债的承载量越大;每单位流通股承载短期负债的能力越强,公司价值就越大。

首先,房地产公司偏好于短期负债筹资。房地产公司投资规模大,经营活动所需要的现金流量大,对流动资金的需求高于其他行业,故更偏好于能够快速、便捷、高频率地筹措到所需要的流动资金,客观上使得房地产公司对短期负债筹资更加依赖。短期负债筹资随着资金市场和各种筹资工具的发展,呈现出可转换性、灵活性和多样性的特点。除上述优点外,较之于长期负债筹资,短期负债还具有筹资速度快、效率高、限制少、易取得等特点,这些特点主观上会使得房地产公司寻求低成本的负债筹资方式,以降低 WACC。

其次,每单位股数对短期负债的承载能力提高,意味着其保障指标每股收益或每股市价的提高。公司盈利是债权人增加投资的本源,也是房地产公司筹措短期负债更有力的保障。短期负债偿还期限较短,但承担的信用和信誉很高。“好借好还,再借不难”使得债权人对公司业绩预期看好,会增强房地产公司的重复筹资能力。这种有利于短期筹资的循环方式,弱化了债权人

防范风险的意识,加大了短期负债被长期负债长期占用的比例。

(2)短期负债产权比率与公司价值负相关,但不显著。短期负债筹资额增加,在净资产不变的前提下,短期产权比率上升,负债的期限结构比率上升,负债总额在总资产的比重上升,资本结构比率随之上升,易产生资产替代效应。短期负债筹资偿还期限较短,偿还期限缺乏弹性,公司首先要偿还短期负债,然后偿还长期负债,而长期负债在其到期之前要转化为短期负债,与已有的短期负债一起构成公司在短期内需要偿还的负债总额,形成公司的偿债压力,这可能会加大财务风险,降低公司价值。因为当公司出现偿付困难时,债权人的投资比率会升高,这样会增加其对公司的控制力,参与公司决策特别是财务决策,对公司经营活动施加影响。从表 2 可以看出,短期产权比率均值为 1.223,短期负债结构比率均值为 0.731 1,房地产公司的资本结构偏于负债筹资,多采用激进型的财务政策,财务杠杆作用强。房地产公司的资本结构显示了房地产公司存在资本弱化的嫌疑,其短期负债筹资额越高,短期负债筹资的税盾作用越明显,公司的税后净利润越小,公司价值也就越小。

四、结论及启示

通过以上分析本文得出以下结论:短期负债筹资是房地产公司的基本筹资方式。房地产公司的短期负债在其负债结构中的比重较大,以致房地产公司资本结构比率和产权比率增大,这是房地产公司采用激进型的财务政策的结果。而激进型的财务政策容易引起债权人和股东的代理冲突,增加债权人对利润的分配以及对控制权的获取,影响公司决策,从而影响公司价值。

本文的研究对房地产公司的启示:其一,房地产公司应重视短期负债的适度问题,注重短期负债筹资,认清短期负债筹资在筹资中的作用和对资本结构的影响,合理选择短期负债工具,在优化资本结构时,要注重优化负债的期限结构,合理布局短期负债的工具结构。

其二,房地产公司要保持良好的公司信用和信誉,努力树立良好的公司形象和知名度。公司良好的信用来源于公司借贷资金的及时偿付和银企之间的良好合作。公司信用能够增强公司重复筹资的能力,能够获得更好的信息传递平台,利于银行等金融机构保护公司信息。

其三,房地产公司应增强风险意识,建立行之有效的财务预警机制,适时规避风险。公司财务人员要合理规避负债经营中存在的风险,充分利用财务杠杆,降低财务风险。公司财务人员应清楚负债偿还的顺序,避免因负债缺乏弹性而出现负债偿付困难,导致长期负债对短期负债的挤占,增加短期负债偿付的难度。同时,还要注意各短期负债工具的偿还顺序,合理规划短期负债分布结构,科学、合理地确定短期负债的有限结构和债权人数量。

主要参考文献

李红.浅议公司的短期负债筹资.广州市财贸管理干部学院学报,2002;2