

房地产企业绩效对其 资本结构影响的实证分析

贺晋^{1,2} 沈文华¹ 黄艺坤³

(1.广东工业大学管理学院 广州 510520 2.中山大学管理学院 广州 510275 3.广东工业大学经贸学院 广州 510520)

【摘要】 房地产行业是我国的支柱产业,其特点是资金需求量大、回收时间长、回报高。鉴于我国房价的持续上涨给社会稳定发展造成一定负面影响,政府部门通过颁布了一系列的法案条例来规范房地产市场,加强管理和监督,这在一定程度上影响了房地产企业的绩效。本文根据企业绩效与资本结构的基本理论,结合我国房地产市场的基本特点,分析了房地产企业绩效对资本结构的影响。研究结果显示,股东权益报酬率同资本结构正相关,而 Tobin'Q 同资本结构负相关。

【关键词】 绩效 资本结构 房地产行业

一、研究背景

近十年来,我国房地产业高速发展,在国民经济中的地位越来越重要。而近年房地产价格的飞速攀升,远远背离了同期居民收入水平,严重影响了社会稳定发展,已经成为影响民生的头等问题。

为了促进房地产行业的健康发展,我国政府早在 2003 年起就通过相关措施加强了对房地产行业的管理和监督,调控一直持续到当前。在 2003 年 6 月,中国人民银行颁布了《关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》,要求严格控制房地产行业的信贷。在 2011 年,国务院常务会议再度推出八条房地产市场调控措施,要求强化差别化住房信贷政策,对贷款购买第二套住房的家庭,大大提高了首付款比例。

政府一系列的调控措施不仅影响到房地产的供求关系,更影响到房地产企业的绩效。房地产企业的绩效对资本结构有影响吗?在调控的宏观背景下,银行更加谨慎对待房地产企业的融资问题,房地产开发商的融资面临多重阻碍。由于房地产行业的长远发展建立在银行等金融系统的支持上,而宏观调控显然会影响房地产企业的绩效,由此引发的企业绩效和融资结构问题成为国内外学者关注的焦点。

本文根据企业绩效与资本结构的基本理论,通过实证分析找出我国房地产行业的绩效对资本结构影响的证据,并提出了具体化建议。

二、文献综述

Ross(1977)认为,资本市场信息不对称,投资者根据公司融资方式的选择来判断公司质量的好坏。债务融资是公司质量良好的信号,因此企业绩效越好,越偏好债务融资。

Brennan(1978)指出,盈利能力强的上市公司其财务风险相应较低,因而有强烈利用税盾的动机,在权衡税盾收益和财务危机成本后,会选择较高的负债比率,企业绩效和财务杠杆正相关。

Myers 和 Majluf(1984)基于市场信息不对称理论提出优

序理论,他们认为,公司的融资顺序为内部融资、债务融资、股权融资。企业绩效好,内源性融资多,将导致较低的财务杠杆比率,企业绩效和财务杠杆比率之间负相关。

Titman(1988)研究了资本结构的决定因素,采用 469 家美国制造业的上市公司,得出了获利能力与负债比率显著呈负相关关系的结论。

Jordan 等(1998)采用了英国的中小型公司的样本,对财务数据进行了研究,发现利润率和负债比率呈正相关关系。

Booth 等(2001)分析了 10 个发展中国家的样本数据后发现,有 9 个发展中国家的企业绩效与资本结构之间存在着高度显著的负相关关系。

Booth(2001)对 10 个发展中国家的数据进行研究,发现其债务比率不但受盈利能力这个最重要的因素影响,还受到 GDP 增长速度、通胀率等因素的影响。

Frank 和 Goyal(2003)采用了 1950~2000 年美国非金融企业的样本,得出企业绩效与用账面价值计算的财务杠杆正相关,但是与用市场价值计算的财务杠杆负相关。

Berger 和 Udell(2006)研究了美国银行业的资本结构与企业绩效的影响,得出资本结构与企业的绩效呈显著的正相关关系,而企业的绩效对资本结构的影响是非线性关系。

陆正飞、辛宇(1998)选取 1996 年在上海证券交易所上市的部分公司,控制行业因素,通过多元线性回归,得到资本结构行业间存在着显著差别,企业获利能力与资本结构之间存在显著的负相关。

王娟、杨凤林(1998)分析了筹资结构、净资产规模与盈利能力的关系,他们发现,这三个指标之间是正相关,即上市公司的盈利能力上升会提高资产负债率。

冯根福(2000)采用 1996~1999 年的中国上市公司的财务数据进行研究,结果显示公司的盈利能力与资产负债率呈负相关关系,公司的盈利能力与短期负债/资产也呈负相关关系。

洪锡熙、沈艺峰(2000)对我国工业类公司、34家公用事业类公司和49家商业类公司进行研究,采用卡方检验得出盈利能力同资本结构正相关。

吕长江、王克敏(2002)也得出盈利能力与负债率呈正相关关系。刘坤(2007)通过对2003~2004年沪市662家仅发行A股的上市公司的实证研究发现,公司债务的融资与企业价值之间存在显著的正相关关系,亦即绩效好的公司更多采用债务融资。

汪辉(2003)考察了在沪深两市上市的公司,采用1998~2000年间的数据进行研究,发现公司负债程度和公司的市场价值呈正相关关系。

刘志彪(2004)采用1997~2002年所有上市公司的样本,并且抛去特异值,结果显示:负债的增加可降低企业的绩效,同时绩效的提高可降低资产负债率。也就是说资本结构与绩效是负相关关系。

曾爱军和傅阳(2011)以深圳市上市家族企业为样本,用EPS作为衡量企业绩效的变量,分析了资本结构同绩效之间呈现出负相关。国内外文献对绩效对资本结构的影响大致分为两类,一是两者之间正相关,二是两者之间负相关。因为研究样本的差异,得出不同的研究结论是完全可以理解的,但是在以前文献的实证分析中,很少考虑当期的资本结构可能会对当期绩效产生影响,即变量内生性问题,这可能会给实证结果带来偏误。

三、研究假设

在我国,一方面由于流动性泛滥和可供投资的工具不多等因素,房产已经成为我国居民的一个重要投资渠道;另一方面,由于全国人口众多,在城镇化发展过程中,市场上对房产存在巨大的刚性需求,这些都造成了房地产行业的回报率非常高。

而房地产行业是一个资金密集型的行业,资金越多,公司就能去开发更多的土地,承接更多的项目。好企业只要能够向银行借到钱,适度地提高公司的资产负债率,就能够提高公司的会计绩效。而公司会计绩效越好,就可以通过留存收益融资,从而进一步扩大投资,提高企业绩效。

托宾Q值是一个市场指标,它反映了市场对于企业的预期。在近年来国家对于房地产调控越来越严厉,市场对房地产行业未来的发展趋势感到迷茫的背景下,如果企业托宾Q值下降,则会偏好留用利润融资,资产负债率降低。据此,提出假设:

H1:在其他条件不变的情况下,公司债务增加会促进公司会计绩效的提升。

H2:在其他条件不变的情况下,因国家宏观房产调控政策,公司债务增加会降低公司市场绩效。

四、样本来源与研究设计

(一)数据来源

本文的数据取自房地产上市公司2007~2010年年报。数据来源是锐思数据库(RESSET),各个指标所需要的数据直接从数据库中取得,或者由数据库中的数据经过处理所得。在

对数据进行删选的过程中,遵循了以下的原则:

1. 鉴于上市多年的房地产公司在经营各方面具有稳定性,本文选择在2005年12月31日之前上市的房地产公司。

2. 剔除ST、PT类财务数据出现异常的公司,或者已经连续亏损2年以上的公司。同时,也剔除掉那些财务数据不全的公司样本。本文使用的软件是Stata11.0。

(二)研究设计

1. 企业绩效和资本结构的衡量。衡量企业的绩效一般可以从财务和市场两方面去考虑。财务方面的指标有净资产收益率、每股收益、总资产收益率等。市场方面的指标有企业股票价值、托宾Q值、股票市场价格等。

为了能够全面真实地表现企业的绩效,我们将根据财务和市场这两方面的指标研究,企业的绩效衡量指标包括净资产收益率(ROE)和托宾Q值。其中,净资产收益率(ROE)=净利润/平均净资产,该指标值越高,则说明企业的获利水平越好;托宾Q(Tobin'Q)=企业的市场价值/企业资产重置价值。在实际操作中,计算企业资产的重置价值比较困难,故企业资产的重置价值用资产的账面价值来代替。Q>1说明投资者对企业的前景持有乐观的态度,愿意支付比企业资产高的价值来购买。

对于资本结构本文采用会计账面价值计算,即资本结构(LEV)=总负债/总资产。

2. 模型设计。本文在对企业的绩效进行研究时,采用净资产收益率(ROE)、托宾Q值这两个指标对资本结构等变量进行回归分析。

本文采用的是74家样本企业的296个混合截面的数据,建立了一个多元线性回归方程,多元线性回归模型如下:

$$LEV = \beta_0 + \beta_1 PERF + \beta_2 SLV + \beta_3 CR10 + \beta_4 SN + \beta Control variable + u$$

表1 变量定义

变量名称	变量简写	变量定义
资产负债率	LEV	总负债/总资产
股东权益报酬率	ROE	净利润/所有者权益合计
托宾Q	Tobin'Q	市场价值/账面价值
流动负债率	SLV	流动负债/总负债
国有股比例	SN	国有股股数/总股数
前十大股东持股比例	CR10	前十大股东持股数/总股数
资产规模	Lsize	总资产的自然对数
资产增长率	GROW	(年末总资产-年初总资产)/年初总资产

其中:LEV代表企业的资产负债率,即在一定时点,企业的负债与资产总额的比值。LEV是评价企业资本结构的指标,比率越高,说明企业对债务杠杆的利用程度就越高。

PERF表示企业的绩效,用净资产收益率(ROE)和托宾Q(Tobin'Q)表示。SLV是流动负债率,即企业的流动负债与企业总负债的比值。该指标反映企业的债务的期限结构,如果比值越高,说明企业短时间内还款付息压力大。

SN 是国家持股比例,这代表了企业的一种治理结构。CR10 为股权集中度,是前十大股东的持股比例,这是企业股权结构的变量。

Control variable 是控制变量,包括了资本规模和成长性。Lnsiz 是企业的资本规模,在我国房地产上市企业的规模差别很大的情况下,所以需要控制资产规模。GROW 是指企业的成长性,成长性(GROW)=(年末总资产-年初总资产)/年初总资产,Titman 和 Wessels(1988)认为企业的绩效会受到企业的成长性的影响,故分析企业绩效时需要控制住成长性。

五、实证分析结果

(一)描述性统计

表 2 对 2007~2010 年的 74 家样本企业做了描述性统计分析。从中我们可以发现:我国房地产上市企业的净资产收益率的均值为 9.15%,总体会计账面回报率较高,托宾 Q 值在 2007~2010 年的均值为 2.1,都是大于 1,这说明企业的市场价值大于重置成本,样本企业的资产负债率均值在 58.41%,股权比较集中。

表 2 样本变量的统计性描述

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
LEV	296	58.413	14.590	14.460	88.417
ROE	296	9.159	9.666 8	-53.09	38.179
Grow	296	25.722	51.661	-76.956	495.480
SLV	296	72.972	19.503	15.623	100
Tobin'Q	296	2.102 0	1.079 9	0.655	6.734
CR10	296	0.515 1	0.178 1	0.113	0.887
SN	296	12.467	20.147 5	0	79.671
Lnsiz	296	22.118	1.058	19.249	25.011

在进行回归分析之前,可能会因为解释变量之间的多重共线性的问题而导致回归结果不显著,所以需要解释变量、被解释变量以及控制变量进行 Pearson 简单相关分析。

表 3 相关性检验

	ROE	Tobin'Q	Grow	LEV	SLV	CR10	SN	Lnsiz
ROE	1							
Tobin'Q	0.026	1						
Grow	0.112	0.092	1					
LEV	0.234	-0.387	0.049	1				
SLV	-0.076	0.257	-0.147	-0.057	1			
CR10	0.280	0.054	0.192	0.123	-0.118	1		
SN	0.003	0.079	0.143	0.002	0.145	0.262	1	
Lnsiz	0.260	-0.451	0.168	0.493	-0.383	0.195	0.014	1

由表 3 可知,只有资产负债率(LEV)与资本规模(Lnsiz)的相关性较高,相关系数是 0.493,不存在多重共线性,才可以进行回归分析。

(二)回归分析结果

首先将 ROE 和 Tobin'Q 作为被解释变量代入多元回归方程,得到的结果如下:

表 4 全样本回归

	方程(1)	方程(2)	方程(3)	方程(4)
VARIABLES	LEV	LEV	LEV	LEV
ROE	0.161 ** (1.985)	0.161 (1.608)	0.159 ** (2.045)	
Grow	-0.008 10 (-0.551)	-0.008 10 (-0.637)	0.021 1 (1.352)	0.004 21 (0.337)
SLV	0.115 *** (2.776)	0.115 *** (2.658)	0.148 *** (3.247)	0.141 *** (3.416)
CR10	1.854 (0.410)	1.854 (0.381)	2.905 (0.520)	6.505 (1.369)
SN	-0.021 3 (-0.550)	-0.021 3 (-0.522)	-0.046 5 (-0.958)	-0.025 2 (-0.617)
Lnsiz	7.235 *** (9.284)	7.235 *** (9.141)	7.081 *** (8.880)	6.050 *** (7.510)
Tobin'Q				-3.258 *** (-3.762)
Constant	-112.0 *** (-6.104)	-112.0 *** (-5.983)	-111.7 *** (-5.998)	-82.03 *** (-4.222)
Observations	296	296	222	296
R-squared	0.276	0.276	0.314	0.309

注:括号内为 t 值,***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1,下同。

方程(1)是直接回归结果。若存在异方差,会直接影响统计推断,故做 Breusch-Pagan 异方差检验,发现 χ^2 值为 12.25,异方差非常显著。

方程(2)为消除异方差后的回归结果,做 Robust 回归之后,发现 ROE 不再显著。因为资本结构可能会影响同期的绩效,导致 ROE 内生。

为了解决内生性问题,将 ROE 滞后一期回归,这就是方程(3),结果显示,内生性问题缓解之后,ROE 的显著性大为提高,在 5%的水平上显著,并且 R² 在样本数减少的情况下,反倒从 0.276 提高到 0.314,解释变量的解释力度增强。

从回归结果看,ROE 的偏效应为正,且显著,说明企业当期绩效好在当期以及下期的加大对财务杠杆的利用。另外 Lnsiz 为正,企业的规模同企业的财务杠杆率也正相关,这可能是企业规模越大,信誉越高,越有能力通过银行直接负债融资。

以 Tobin'Q 为解释变量进行回归,若存在异方差,会直接影响统计推断,故做 Breusch-Pagan 异方差检验,发现 χ^2 值为 11.71,异方差非常显著。

方程(4)为消除异方差后的回归结果,做 Robust 回归之后,发现 Tobin'Q 非常显著为负。由于资本市场的有效性,有关资本结构的信息能够快速反映到股票价格上,故用 Tobin'Q 进行回归的时候不需要滞后一期。

从回归结果看,Tobin'Q 的偏效应为负,显著说明了当企业市场绩效好的时候,会较多地使用增发股票融资。而市场绩效不好的时候,股价偏低,增发对企业失去吸引力,负债融资更优势,因此资产负债率增加。

为了更好地分析不同企业在利用财务杠杆上的差异,我们将企业分别按照 ROE 和 Tobin'Q 的中位数将样本分为好企业和差企业。回归结果如表 5、表 6 所示:

表 5 差企业的回归分析

	(1)	(2)
VARIABLES	LEV	LEV
ROE	0.014 9 (0.093)	
Grow	0.020 9 (1.545)	0.002 59 (0.224)
SLV	0.236 *** (3.015)	0.188 *** (3.407)
CR10	-2.714 (-0.284)	-1.932 (-0.290)
SN	-0.050 7 (-0.616)	-0.020 7 (-0.370)
Lsize	9.170 *** (6.331)	6.569 *** (5.067)
Tobin'Q		-3.052 ** (-2.409)
Constant	-162.2 *** (-4.876)	-95.23 *** (-3.058)
Observations	82	148
R-squared	0.313	0.312

表 6 好企业的回归分析

	(1)	(2)
VARIABLES	LEV	LEV
ROE	0.507 ** (2.637)	
Grow	0.029 3 (0.624)	0.047 7 (1.362)
SLV	-0.001 78 (-0.021)	0.030 8 (0.431)
CR10	11.51 (1.494)	13.92 ** (2.188)
SN	-0.034 1 (-0.421)	-0.018 0 (-0.368)
Lsize	6.388 *** (4.704)	4.039 *** (4.000)
Tobin'Q		-3.159 *** (-2.739)
Constant	-95.38 *** (-2.695)	-32.15 (-1.273)
Observations	82	148
R-squared	0.393	0.265

由以上回归分析可以看出,差企业的 ROE 对 LEV 不显著,而 Tobin'Q 显著为负。这说明差企业市场绩效越差,更多是以来债务融资。CR10 不显著,表明股权集中度不能为差企业带来治理效应。SLV 显著为正,说明差企业流动负债在负债

中的比例越大,可能是为了对先欠债务的偿还,越倾向于举借新的债务。Lsize 显著为正,表明企业规模越大,越倾向于负债融资。

好企业 ROE 对 LEV 的偏效应为正,说明好企业有较多的留用利润,能够支持更多的债务融资,充分利用财务杠杆。Tobin'Q 对 LEV 的偏效应为负,表明当房地产企业市场绩效好的时候,股票价格高,企业更加偏好股权融资,从而会降低企业的资产负债率。

六、结论与政策建议

研究显示,会计绩效的提高能够提升房地产企业对财务杠杆的利用程度,但是市场绩效的提高,股价上升,会使得公司更加偏好股权融资,从而资产负债率下降。将样本按照企业绩效进行分组后进行研究,研究表明,好企业会计绩效提高有助于更进一步利用财务杠杆,而差企业的实证结果并不显著。但是市场绩效无论对好企业还是差企业的资本结构的影响都显著为负,亦即国家对房地产行业宏观调控越严厉,房地产企业的市场绩效越差,直接增发股票不再有吸引力,企业这时都偏好负债融资。

基于以上研究结论,我们建议:首先,应该建设多元化、多层次的融资体系。当前银行限贷虽然给房地产业带来了极大的挑战,同时也是一个契机,加速了房地产业的洗牌,清除差企业,有利于房地产行业的稳健性。银行应该适当增加对好企业的贷款额度,扶持房地产行业的健康发展。其次,积极采用直接上市融资以及增发融资,它们是房地产企业降低负债比率的理想选择,不仅可以化解金融风险,而且可以降低企业融资成本,优化企业资本结构。最后,应该优化企业股权治理结构。由于大股东有能力获取监控的回报,从而愿意提供监控,部分地解决了小股东“免费搭车”的难题,降低代理成本,所以保持适当的股权集中度能提高企业财务绩效及市场绩效。

主要参考文献

- 王娟,杨凤林.上市公司筹资结构的实证研究.经济理论与经济管理,1998;6
- 冯根福.我国上市企业资本结构形成的影响因素分析.经济学家,2000;5
- 刘志彪.资本结构与产品市场竞争强度.经济学家,2003;7
- 汪辉.上市企业债务融资、企业治理与市场价值.经济研究,2003;8
- 范从来,叶宗伟.上市公司债务融资、企业治理与企业绩效.经济理论与经济管理,2004;10
- 曾爱军,傅阳.家族企业资本结构对经营绩效影响的实证研究——以深圳市上市家族企业为例.中南财经政法大学学报,2011;5
- 李洁.中小企业资本结构的影响因素与优化策略.财会月刊,2011;6
- 贺海毅.我国房地产上市公司资本结构分析与优化思考.财会月刊,2011;8