

房地产上市公司财务战略实证分析

——基于可持续增长视角

刘晓宁 郑少锋(博士生导师)

(西北农林科技大学经济管理学院 陕西杨凌 712100)

【摘要】 本文基于可持续增长视角,利用财务战略矩阵理论对房地产上市公司进行分类,实证分析其财务战略现状。研究发现,房地产上市公司受政府政策影响较大,整体呈超速增长状态;同时发现,多数房地产上市公司的财务战略合理,但价值创造现金短缺公司和减损价值现金短缺公司分别存在股利支付率过高和过度投资问题。

【关键词】 房地产上市公司 财务战略 可持续增长 融资

一、引言

战略是企业对未来发展的一种意图,战略意图的实现需要财务上的保障,企业为实现战略意图、增加企业价值而进行的财务规划也就是财务战略(Gary Hamel, C.K. Prahalad, 1989)。财务战略主要考虑财务领域全局的、长期发展方向问题,可分为筹资战略和资金管理战略。筹资战略主要包括资本结构决策、筹资来源决策、股利分配决策,资金管理战略包括营运资本管理和长期资产投资决策评价等。

财务战略的选择须符合公司所处的发展阶段并符合利益相关者的期望,公司在对财务战略进行选择前,需要对本身的发展阶段和财务境况进行准确定位。Bruce Henderson(1970)从增长率和相对市场份额角度构建了著名的波士顿矩阵,将企业产品划分为引入产品、明星产品、金牛产品和瘦狗产品,为企业分析和合理规划产品组合提供了良好的方法,但这种方法并不适用于对拥有多个产品的企业整体进行分析评价。Robert Higgins(1977)提出企业财富是由企业长期的现金创造能力决定的,假定企业经营效率和财务政策不变且不增发或回购股票,企业的增长率是一定的,这一增长率便是企业长期的可持续的现金创造潜力,可持续增长率是影响企业价值的重要因素。可持续增长率的提出有助于企业合理判断企业的融资需求,但可持续增长率理论并没有考虑资金成本问题,不能指明融资需求是否有利于企业的价值创造。A. A. Thompson, Jr 和 A. J. Strickland(1998)综合波士顿矩阵和可持续增长理论,提出了财务战略矩阵理论,指出企业的战略地位可分为创造价值现金短缺、创造价值现金剩余、减损价值现金剩余、减损价值现金短缺,并得出适合各个战略地位的企业应采取的财务战略。

房地产行业属于资金密集型行业,受经济形势和政府政策的影响较大,风险性较高,这要求房地产行业采取适合自身的财务战略,重视日常财务管理工作。外部融资方面,王重润(2006)认为国内房地产融资结构属于银行贷款依赖型,国内金融市场结构以及不同房地产的经营方式的决定这种融资结构具有合理性。高聚辉(2006)从政府的政策目的进行分析,得出未来房地产融资体系的趋势为:融资渠道多元化、价格指标市场化、产品形式证券化、资金来源公众化、收益风险对称化。

内部融资方面,冯科、王壮哉(2013)通过对2009~2011年沪深A股中136家上市房地产公司进行实证分析得出:房地产企业的现金股利政策同持续分红政策、成长性和现金流情况正相关,而与偿债能力和周转性负相关,公司营业收入增长率、净资产收益率水平以及机构投资者持股比例越高,则公司进行现金分红的比例就越高。

可见现有研究多集中于对房地产筹资和投资的影响因素等具体问题,缺少对房地产行业财务战略整体层面的探讨。由此,本文试从可持续增长角度对各类房地产上市公司的财务战略进行实证分析。

二、研究设计

(一)样本选取与数据来源

本文以按证监会分类标准确定的在2008~2012年间持续经营的沪深两市房地产类A股上市公司为样本。在样本选取过程中,剔除在2008~2012年间被ST的公司,以及出现所有者权益为负或不具有5年完整数据的上市公司。经过以上筛选和剔除,保留了91家共455个样本。

样本数据来自于同花顺iFIND金融数据终端和样本公司公布在巨潮网上的财务报告,数据处理通过SPSS2.0软件完成。

(二)模型设计与变量定义

本文的研究设想是,首先运用Robert Higgins(1977)的可持续增长模型计算得出样本公司2008~2012各年的可持续增长率;之后通过比较样本公司实际销售增长率和可持续增长率、投资资本回报率和加权平均资本成本,将样本公司划分为财务战略矩阵的四类公司;最后统计描述四类公司的筹资战略指标和资金管理战略指标,评价各类房地产上市公司实施的财务战略是否适宜。

本文对样本公司的筹资战略采用股利分配率、资产负债率进行统计分析,对资金管理战略则采用投入资本增长率指标进行实证分析。

表1 本文涉及变量说明

变量名	计算过程
短期有息债务(SD)	SD=短期借款+一年内到期的长期负债+其他有息流动负债
长期有息债务(LD)	LD=长期借款+应付债券+其他有息非流动负债
有息负债总额(D)	D=SD+LD
短期利率(TN)	TN=税前一年定期存款利率
长期利率(TB)	TB=税前五年定期存款利率
所得税率(TR)	TR=25%
债务调整系数(AF)	根据行业以往历史数据取AF=2
债务成本(Kd)	$Kd=(SD \times TN + LD \times TB) \times AF \times (1 - TR) / D$
无风险收益率(Rf)	Rf=十年期国债收益率
市场收益率(Rm)	Rm=10年沪深指数平均收益
Beta(β)	调整Beta=原始Beta×0.67+0.33
股权成本(Ke)	$Ke=Rf + \beta \times (Rm - Rf)$
股权价值(E)	$E = \text{流动普通股数} \times \text{股票收盘价} + (\text{总股数} - \text{流通股数}) \times \text{每股净资产}$
加权平均资本成本(WACC)	$WACC = (Ke \times E + Kd \times D) / (D + E)$
投入资本增长率(Capgrow)	$Capgrow = (\text{年末净经营资产} - \text{年初净经营资产}) / \text{年初净经营资产}$
投入资本收益率(ROIC)	ROIC=息前税后利润/投入资本总额
销售增长率(Salgrow)	$Salgrow = (\text{本年销售收入} - \text{上年销售收入}) / \text{上年销售收入}$
可持续增长率(Susgrow)	$Susgrow = \text{权益净利率} \times \text{利润留存率} / (1 - \text{权益净利率} \times \text{利润留存率})$

1. Robert Higgins 可持续增长模型。Robert Higgins 提出企业的可持续增长率是企业在不增发股票并维持现有的经营效率和财务政策不变的情况下所能实现的最大销售增长比率,其计算公式为:可持续增长率=权益净利率×利润留存率/(1-权益净利率×利润留存率)。

2. 财务战略矩阵。销售增长率与可持续增长率的差额为正,企业现金短缺,反之则现金剩余;投资资本回报率与企业加权平均资本成本差值为正,企业创造价值,反之则减损价值。基于这一方法,企业可以分为以下四种类型:创造价值现金短缺、创造价值现金剩余、减损价值现金剩余和减损价值现金短缺。

三、实证分析

(一)公司历年增长状况的描述性统计分析

采用91家房地产上市公司2008~2012各年实际销售增长率和可持续增长率进行均值统计检验,结果见表2和表3。

表2 Salgrow 均值统计检验结果

	2008	2009	2010	2011	2012
Mean	14.843 5	46.330 8	43.608 7	22.244 3	13.714 0
N	91	91	91	91	91
Std.Deviation	91.940 03	87.786 61	102.086 75	101.583 64	44.2174 0

表3 Susgrow 均值统计检验结果

	2008	2009	2010	2011	2012
Mean	14.251 0	10.823 3	9.154 4	10.652 0	7.145 4
N	91	91	91	91	91
Std.Deviation	85.249 84	21.403 97	10.711 22	14.765 43	10.380 76

由统计结果数据可知,除2008年销售增长率与可持续增长率相近外,样本公司销售实际增长率均大于可持续增长率,但差异由2009年到2012年逐渐减小;样本公司间各年度销售增长率波动率均大于可持续增长率波动率。为验证样本公司各年份实际增长率与可持续增长率是否具有显著差异,对样本数据进行两两相关样本的Wilcoxon 检验,结果见表4和表5。

表4 Ranks

		N	平均秩数	总秩数
Salgrow2008-Susgrow2008	Negative Ranks	52 ^a	43.64	2 269.50
	Positive Ranks	39 ^b	49.14	1 916.50
Salgrow2009-Susgrow2009	Negative Ranks	33 ^a	39.08	1 289.50
	Positive Ranks	58 ^b	49.94	2 896.50
Salgrow2010-Susgrow2010	Negative Ranks	38 ^a	36.84	1 400.00
	Positive Ranks	53 ^b	52.57	2 786.00
Salgrow2011-Susgrow2011	Negative Ranks	47 ^a	45.31	2 129.50
	Positive Ranks	44 ^b	46.74	2 056.50
Salgrow2012-Susgrow2012	Negative Ranks	44 ^a	41.89	1 843.00
	Positive Ranks	47 ^b	49.85	2 343.00

注:a.年销售实际增长率<可持续增长率;b.年销售实际增长率>可持续增长率。

表5 Test Statistics

	Z	Asymp. Sig. (2-tailed)
Salgrow2008-Susgrow2008	-0.699	0.485
Salgrow2009-Susgrow2009	-3.180	0.001
Salgrow2010-Susgrow2010	-2.743	0.006
Salgrow2011-Susgrow2011	-0.144	0.885
Salgrow2012-Susgrow2012	-0.989	0.322
AverSalgrow-AverSusgrow	-5.112	0.000

由表5统计结果可知,2009年和2010年房地产上市公司实际销售增长率与可持续增长率在1%水平下具有显著差异,其余年份差异性不显著,2011年实际销售增长率与可持续增长率差异度最小。初步判断2008年由于金融危机,房地产上市公司销售时机增长率放缓,政府为应对经济危机推出投资刺激计划后2009年和2010年处于超速增长状态。2011年政府房地产调控政策作用显现,样本公司增长率放缓。但样本公司五年平均实际增长率和平均可持续增长率在1%水平下具有显著差异,说明长期来看,样本公司整体处于超速增长和资金短缺状态。

(二)公司价值创造与减损的描述性统计分析

对样本房地产上市公司加权平均资本成本和平均投入资本收益率进行两相关样本的Wilcoxon检验,以检验样本房地产上市公司的价值创造和减损情况,结果见表6和表7。

表6 Ranks

		N	Mean Rank	Sum of Ranks
ROIC2008-WACC2008	Negative Ranks	47 ^a	43.66	2 052.00
	Positive Ranks	44 ^b	48.50	2 134.00
ROIC2009-WACC2009	Negative Ranks	43 ^a	39.98	1 719.00
	Positive Ranks	48 ^b	51.40	2 467.00
ROIC2010-WACC2010	Negative Ranks	38 ^a	44.66	1 697.00
	Positive Ranks	53 ^b	46.96	2 489.00
ROIC2011-WACC2011	Negative Ranks	46 ^a	43.01	1 978.50
	Positive Ranks	45 ^b	49.06	2 207.50
ROIC2012-WACC2012	Negative Ranks	54 ^a	47.24	2 551.00
	Positive Ranks	37 ^b	44.19	1 635.00

注:a.年投入资本回报率<年资本成本;b.年投入资本回报率>年资本成本。

表7 Test Statistics

	Z	Asymp. Sig. (2-tailed)
ROIC2008-WACC2008	-0.162	0.871
ROIC2009-WACC2009	-1.480	0.139
ROIC2010-WACC2010	-1.567	0.117
ROIC2011-WACC2011	-0.453	0.650
ROIC2012-WACC2012	-1.813	0.070
AverROIC-AverWACC	-0.554	0.580

统计结果显示,除2012年样本公司投资资本回报率和资本成本在10%水平下具有显著差异,其他年份均不具有显著差异,且平均投资资本回报率与平均资本成本差异不显著。即样本公司整体投资资本回报率和投资者要求的必要投资回报率(资本成本)基本相当,符合投资者对房地产业的投资收益预期,说明资本成本估计准确,可利用以上统计结果对样本公司按财务战略矩阵分类标准进行分类。

(三)企业财务战略地位的实证分析

基于表4和表6统计结果,将所选取的91家房地产上市公司按价值创造和增长率矩阵划分为四种类型的企业,划分结果见表8。

表8 按价值创造和增长率矩阵划分的四种类型

年份\类型	创造价值 现金短缺	创造价值 现金剩余	减损价值 现金剩余	减损价值 现金短缺
2008	17	29	25	20
2009	30	18	15	28
2010	35	18	20	18
2011	25	20	27	19
2012	25	12	32	22

1. 筹资战略统计分析。企业融资途径有内源融资和外源融资,在不增发股票的情况下内源融资政策通过股利支付率体现,外源融资政策通过资产负债率体现。故本文选取股利支付率和资产负债率作为融资战略描述指标。其统计结果分别如下:

表9 股利支付率统计结果

	N	Mean	Std Dev	P5	Q1	Median	Q3	P95
创造价值现金短缺	132	0.305	0.333	0.000	0.000	0.178	0.803	1.073
创造价值现金剩余	97	0.166	0.252	0.000	0.000	0.088	0.517	0.943
减损价值现金剩余	119	0.208	0.328	0.000	0.000	0.070	0.529	1.245
减损价值现金短缺	107	0.212	0.299	0.000	0.000	0.000	0.653	0.990

注:股利支付率由小到大排序,P5(P95)和Q1(Q3)分别表示最前的5%(最后的5%)和最前的四分之一(最后四分之一)样本公司数据的平均值。

如表9所示,创造价值现金短缺样本公司平均股利支付率最高,减损价值现金短缺样本公司次之,创造价值现金剩余公司平均股利支付率最低。排除两端特殊值,从中位数角度看价值创造现金短缺样本公司股利支付率最高,其下依次为创造价值现金短缺样本公司、减损价值现金剩余样本公司和减损价值现金短缺公司。由此可见创造价值样本公司股利支付率高于减损价值样本公司股利支付率。

按照财务战略矩阵理论,创造价值现金短缺公司应停发或降低股利支付率,增加更多的内部融资额,以应对资金的短缺;价值创造现金剩余公司应增加股利支付,将剩余现金回报股东;减损价值现金剩余公司的首要任务是提高投入资本回报率或降低资本成本,如果多余现金不能增加股东财富应归还股东;减损价值现金短缺公司股东财富和现金都在被蚕食,该类企业一般缺乏现金支付股东股利,企业应进行业务重组,如果存在多余现金应归还股东。

对比样本股利支付率统计结果可知,创造价值现金

短缺公司股利分配政策与财务战略矩阵理论不符,平均股利支付率最高,且Q3部分公司股利支付率高达80%以上,与公司资金短缺现状相矛盾,造成该矛盾的原因可能是公司采取固定股利支付政策以稳定或提升公司股价。其他三种类型公司的股利支付政策与财务战略矩阵理论基本相符。

表 10 资产负债率统计结果

	N	Mean	Std Dev	P5	Q1	Median	Q3	P95
创造价值现金短缺	132	0.628	0.143	0.247	0.427	0.665	0.803	0.833
创造价值现金剩余	97	0.615	0.184	0.138	0.365	0.660	0.810	0.890
减损价值现金剩余	119	0.564	0.191	0.089	0.295	0.597	0.763	0.848
减损价值现金短缺	107	0.614	0.184	0.198	0.362	0.646	0.822	0.929

注:资产负债率由小到大排序,P5(P95)和Q1(Q3)分别表示最前的5%(最后的5%)和最前的四分之一(最后四分之一)样本公司数据的平均值。

如表10所示,样本公司资产负债率均值和中位数大小排序一致,资产负债率由高到低依次为创造价值现金短缺样本公司、创造价值现金剩余样本公司、减损价值现金短缺样本公司和减损价值现金剩余样本公司。

按照财务战略矩阵理论,价值创造现金短缺公司应改变财务政策,增加借款,以提高资产负债率;价值创造现金剩余公司应回购股票并增加股利支付,在向股东分配现金剩余的同时可提高资产负债率;减损价值现金剩余公司可通过增加债务融资减少股权资本实现资本成本的降低,其总体资产负债率一般应低于价值创造现金短缺公司的资产负债率水平;减损价值现金短缺公司由于过度投资,过度投资资金由于代理风险一般来自于债权投资人,该类型企业一般具有较高的资产负债率。

对比样本公司资产负债率统计结果可知,样本公司资本结构政策与财务战略矩阵理论相符,处于合理水平。

2. 资金管理战略统计分析。企业资金管理战略主要包括营运资本投资政策和长期资本投资政策,从管理用财务报表角度体现为净经营营运资本的投资和净经营性长期资产的投资。故本文选取投入资本增长率作为资金管理战略描述指标。

表 11 投入资本增长率统计结果

	N	Mean	Std Dev	P5	Q1	Median	Q3	P95
创造价值现金短缺	132	0.453	0.240	-0.167	-0.139	0.240	1.321	3.478
创造价值现金剩余	97	0.166	0.199	-1.671	-0.337	0.196	0.934	2.057
减损价值现金剩余	119	0.208	0.071	-0.361	-0.128	0.071	0.433	0.984
减损价值现金短缺	107	0.212	0.057	-0.364	-0.138	0.057	0.508	1.075

注:投入资本增长率由小到大排序,P5(P95)和Q1(Q3)分别表示最前的5%(最后的5%)和最前的四分之一(最后四分之一)样本公司数据的平均值。

如表11所示,创造价值现金短缺样本公司平均投入资本增长率最高,减损价值现金短缺样本公司次之,创造价值现金剩余公司平均股利支付率最低。排除两端特殊值,从中位数角度看价值创造现金短缺样本公司股利支付率最高,其下依次为创造价值现金短缺样本公司、减损价值现金剩余样本公司和减损价值现金短缺公司。

按照财务战略矩阵理论,价值创造现金短缺公司由于处于超速增长状态,公司资金匮乏,公司的首要任务是加大公司的资本投入,资本投入增长率应处于较高水平;创造价值现金剩余公司应加快增长,将多余现金进行内部投资和收购相关业务,投入资本增长率也处于相对较高状态;减损价值现金剩余公司,应减缓投入资本增长;减损价值现金短缺公司应停止投入资本。

对比投入资本增长率统计数据可知,创造价值现金短缺和创造价值现金剩余公司和财务战略矩阵理论相符,处于合理水平;减损价值现金剩余总体处于合理水平,但Q3特别是P95部分公司存在过度投资行为;减损价值现金短缺公司与总体财务战略矩阵理论不符,样本公司管理层对投资人存在代理风险,存在过度投资行为。

四、结论与建议

本文基于可持续增长视角,以房地产上市公司为样本,实证分析了其财务战略,得出以下结论:①房地产上市公司总体处于超速增长状态,受宏观经济环境和政策的影响较大;②房地产上市公司总体投入资本回报率与资本成本相一致,保证了投资人投入资本的保值增值;③房地产上市公司所实施的财务战略存在创造价值现金短缺公司股利支付率过高,减损价值现金短缺公司投入资本增长率过高等不合理之处。多数房地产上市公司实施的财务战略基本合理。

本文的研究结论表明,在我国当前的制度背景下,维持稳定的经济和政策环境才能够实现房地产上市公司的可持续增长。同时要在完善房地产上市公司治理结构的基础上,对房地产上市公司进行分类分析,加强对价值减损、现金短缺的公司的监管,抑制过度投资行为。

主要参考文献

- 冯科,王壮哉,何理.企业现金股利政策影响因素的实证研究——以我国房地产上市公司为例.北京工商大学学报(社会科学版),2013;2
- 黄忠华,吴次芳.房地产投资与经济增长——全国及区域层面的面板数据分析.财贸经济,2008;8
- 高聚辉.房地产融资渠道现状分析与发展趋势展望.中国房地产金融,2006;6
- 王重润.房地产融资结构与金融风险研究.中国房地产金融,2006;9