

房地产上市公司资本结构治理效应研究

黄 翔

(福州外语外贸职业技术学院, 福州 350018)

摘要:选取沪深两市 81 家 A 股房地产上市公司作为样本, 研究其 2007—2009 年的财务数据, 对其资本结构与业绩进行描述性分析和回归分析, 从而探求房地产上市公司资本结构的治理效应。研究结果显示: 房地产上市公司的资本结构与其业绩之间具有显著的二次函数关系, 资本结构对其综合业绩产生“倒 U 型”的影响关系, 目前的资本结构有着一定的正向治理效应, 但仍然存在优化空间。认为房地产上市公司应结合公司的盈利性来动态调整资本结构。

关键词:房地产; 上市公司; 资本结构; 治理效应; 公司业绩

中图分类号:F272 **文献标志码:**A **文章编号:**1671-1807(2011)01-0085-04

改革开放 30 多年来, 房地产行业已成为中国国民经济的重要支柱产业, 其突出的社会地位已悄然确立, 对社会进步、国民经济的作用和影响正在日益扩大。房地产行业普遍存在较高的资产负债率, 甚至有的公司资本结构十分异常。自 20 世纪 80 年代以来, 不同产业资本结构的差异已引起理论界的重视。因此, 房地产行业独特的资本结构是否是有效的决策、为房地产公司带来何种治理效应是值得研究的课题。本文拟以房地产上市公司为样本, 研究其目前的资本结构决策是否合理, 通过对房地产上市公司的资本结构与其业绩进行描述性分析和回归分析, 从而探求房地产上市公司资本结构的治理效应。

1 资本结构治理效应的理论分析

资本结构治理效应一直是资本结构研究领域的热点问题, 但由于研究对象、假设的不同, 目前国内外学者对资本结构的治理效应问题尚未达成一致的结论。关于资本结构与业绩关系的理论, 首先要提到的就是现代资本结构理论的基石——MM 定理, 这是由美国学者 Modigliani 和 Miller 于 1958 年提出的。MM 定理表明, 在假设的理想世界里, 公司的资本结构与公司价值无关。为了更适应实际情况, 后来 Modigliani 和 Miller 将公司所得税考虑进原模型之中, 对理论作了修正, 提出了 MM 定理 2, 认为在考虑公司所得税后, 公司使用的负债越高, 其加权平均成本就越低, 公司收益乃至价值就越高^[1]。在此之后, 许多学者进一步放宽了前提假设条件, 发展了许多资本结构理论, 其中在现代资本结构理论中占主导地位

的是权衡理论和优序融资理论。而这两种主导理论在资本结构与公司业绩的关系这一问题上的研究结论是相悖的。权衡理论是在考虑代理成本、财务危机成本和税收的情况下对资本结构与公司业绩的关系作出了解释: 负债虽然可以为公司带来节税收益, 但同时也会增加公司的财务风险、经营风险。Myers 和 Majluf 提出的优序融资理论则是建立在信息不对称的基础上, 认为: 公司在融资时应首先考虑内部融资, 其次考虑利用无风险或低风险负债融资; 最后才考虑股权融资的方式。根据优序融资理论可推出: 当公司拥有良好的经营业绩时, 才可能增加公司内部积累, 则公司更有可能从内部进行融资以满足其资金的需求, 所以可推出业绩优良的公司拥有较低的资产负债率^[2]。也就是说, 优序融资理论在公司资本结构和业绩关系这一问题上得出了与权衡理论相反的结论: 财务杠杆比率与业绩之间存在着负相关的关系^[3]。

虽然各类资本结构理论对公司资本结构的治理效应所作的解释存在较大差异, 但这些理论都认为公司的资本结构决策这种理财行为与公司业绩是存在相关性的。因而, 可以得出这样的结论: 至少从理论上来说, 房地产上市公司的资本结构决策与其业绩之间存在相关关系, 其资本结构的选择是会影响其业绩的。

2 房地产上市公司资本结构及其治理效应的描述统计

2.1 样本选取及数据来源

截至 2010 年 10 月底沪深两市的 A 股房地产上

收稿日期: 2010-11-30

作者简介: 黄翔(1983—), 男, 福建福州人, 福州外语外贸职业技术学院, 助教, 管理学硕士, 研究方向为: 财务管理。

市公司共有 138 家。为使样本更具代表性,考虑到上市年限相对较长可确保公司行为相对成熟和避免异常值影响,选取 2003 年 12 月 31 日之前上市并剔除 2007—2009 年被 ST、* ST 等实行过特别处理和财务状况异常的公司,选择了沪深两市 81 家 A 股房地产上市公司作为样本。为使研究结果更具合理性及可信性,对所选的样本公司 2007 年至 2009 年共三年的财务数据进行研究。本研究的所有数据均来自巨潮资讯网所公开披露的年度财务报表,即资产负债表、利润表和现金流量表。本研究的数据均属于合并报表的数据。(http://www.cninfo.com.cn/)这些报表均经过注册会计师审计,因而认为是真实可靠的。

2.2 资本结构及其治理效应的现状

1)资本结构现状。资产负债率是反映公司资本结构决策最具代表性的指标。从整体上看,房地产上

市的资产负债率普遍较高。由表 1 中可知样本观察期房地产上市公司资产负债率的区间分布情况:资产负债率高于 60% 的平均超过 56 家公司,公司数量平均所占比例为 69.54%,其中甚至有部分公司资产负债率高达 90%以上;而也有 5.76% 的公司资产负债率在 30% 以下。从结构上看,房地产上市公司主要依赖负债融资,尤其是流动负债,其流动负债比重普遍较高,三年平均占 90%以上的竟达 27.57%。由表 2 可知,三年流动负债比重平均在 50%以上的公司数占 90.95%,可见房地产公司对流动负债甚为依赖,而较少采取长期负债的融资方式。从趋势上看,房地产公司的资本结构正逐步向 40%~60%区间调整,这个区间的公司数逐年增多,其他区间的公司数正逐年减少。

表 1 房地产上市公司 2007—2009 年资产负债率的区间分布统计

区间分布(%)	0—10	10—20	20—30	30—40	40—50	50—60	60—70	70 以上
2007 年	0	1	7	7	9	11	26	20
公司数 2008 年	0	2	2	9	14	15	21	18
2009 年	0	0	2	4	17	23	20	15
平均所占比例(%)	0	1.23	4.53	8.23	16.46	20.16	27.57	21.81

注:2007—2009 年各年样本数皆为 81 家

表 2 2007—2009 年房地产上市公司流动负债比重的区间分布统计

区间分布(%)	0—30	30—50	50—70	70—90	90 以上
2007 年	0	4	18	34	25
公司数 2008 年	1	6	22	28	24
2009 年	2	9	24	28	18
平均所占比例(%)	1.23	7.82	26.34	37.04	27.57

注:2007—2009 年各年样本数皆为 81 家

2)资本结构治理效应现状分析。资本结构的治理效应,指通过对资本结构中负债和股权结构的选择而对企业治理结构效率的影响^[4]。而企业治理结构效率则体现在公司业绩上。为避免单一指标的局限性,采用权益净利率、销售净利率、每股收益来反映业绩。从治理效应看,如表 3 所示,销售净利率、权益净利率总体呈下滑趋势,但房地产公司业绩变化趋势与其资产负债率变化趋势基本一致。

表 3 主要盈利指标与资产负债率对照

年份	销售净利率 (%)	权益净利率 (%)	每股收益 (元)	资产负债率 (%)
2007 年	14.55	12.30	0.317 7	58.52
2008 年	6.68	11.78	0.296 4	56.91
2009 年	8.87	10.39	0.349 8	58.39
三年平均	10.03	12.30	0.321 3	57.94

3 实证研究设计与结果分析

3.1 变量选取及说明

1)解释变量。选取资产负债率为自变量,来衡量公司的资本结构,表示房地产上市公司的资本结构决策,用 DEBT 来表示。

2)被解释变量。关于公司业绩的衡量,大多数文献通常采用净资产收益率、资产收益率、托宾 Q 值和超额价值来衡量公司经济绩效^[5]。由于中国的资本市场尚不成熟,资本市场的有效性值得商榷,而要获取准确有效的数据较为困难,而单一指标又有着无法全面反映公司业绩的缺陷。鉴于上述理由,选取销售净利率、主营业务利润率、权益净利率、每股收益、总资产报酬率等 5 个指标,采用因子分析法得出业绩综合得分来衡量房地产上市公司的业绩,用 PER 来表

示。同时,为了避免偶然性,使实证结果更可靠,资产负债率和业绩均采用了 2007—2009 年的平均值。

3.2 研究模型的构建

为了检验房地产上市公司资本结构的治理效应,采用线性回归模型来分析资产负债率与业绩之间的关系。根据现有的理论和描述性统计结果可知二者间存在相关关系,但并无表明是正相关或负相关,因此假设二者之间可能存在曲线关系,分别建立一元线性回归模型式(1)、二次函数回归模型式(2)和三次函数回归模型式(3):

PER=β₀+β₁DEBT+ε₁ (1)

表 4 三个回归模型的检验结果

Dependent Variable: 三年平均业绩综合得分

Equation	Model Summary					Parameter Estimates			
	R ²	F	df1	df2	Sig.	Constant	b1	b2	b3
Linear	0.002	0.175	1	79	0.677	-0.109	0.187		
Quadratic	0.176	8.336	2	78	0.001	-2.771	10.538	-9.325	
Cubic	0.189	5.979	3	77	0.001	-4.633	22.009	-31.128	13.011

The independent variable is 资产负债率.

从表 4 可以看到,二次函数和三次函数回归模型的 F 值都显著,表明这两个方程的整体性水平都很显著,而一次函数模型没通过 T 检验和 F 检验,说明一次函数模型不足以说明房地产上市公司的资本结构治理效应。从拟合优度(样本回归线与样本观测数据之间的拟合程度)的优劣来看,拟合三个回归模型的判定系数 R² 都小于 0.2,这可能是由于所用的是横截面数据所致。总体而言,由于二次函数模型的 F 值较大,而三次函数曲线多一个参数,更为复杂,因而考虑用二次函数模型来描述房地产上市公司资本结构的治理效应,可得到的结论为:房地产上市公司的资产负债率与综合业绩之间呈显著的二次函数相关关系,即呈倒 U 型关系。从表 4 可知其二次函数方程为:PER=-2.771+10.538×DEBT-9.325×DEBT²,求此方程的极值为 56.50%,此方程的两个根为 41.64%和 71.37%。表明当房地产上市公司的负债水平位于 41.64%~56.50% 的区间中,随着负债水平的提高,公司业绩也随之增加,呈正相关关系;当负债水平位于 56.50%~71.37% 的区间中,由于公司负债风险的增加,其资本结构与业绩呈负相关关系。基于以上实证结果,结合权衡理论来分析房地产上市公司资本结构的治理效应,可以认为当因为负债而产生的成本费用未超过负债节税作用所带来的收益时,选择债务融资有利于公司业绩的提高。这就要求房地产上市公司在进行资本结构决策时,应关注对

PER=β₀+β₁DEBT+β₂DEBT²+ε₂ (2)

PER=β₀+β₁DEBT+β₂DEBT²+β₃DEBT³+ε₃ (3)

其中,β₀ 表示常数项,β₁、β₂、β₃ 表示回归模型的系数,系数可以确定解释变量 DEBT 影响被解释变量 PER 的基本关系,变量 ε₁、ε₂、ε₃ 为随机误差项,它们包含了除解释变量 DEBT 之外的各种对被解释变量 PER 影响的因素总和。

3.3 回归结果分析

债务融资的收益与成本的权衡,不断使公司的资本结构向最优资本结构调整,寻求使业绩达到最理想状况的最优资本结构区间。

4 结论与建议

从实证分析结果可看出房地产上市公司的资产负债率与业绩之间呈显著的二次函数相关关系,表明房地产上市公司资本结构对其综合业绩产生“倒 U 型”的影响关系,其资产负债率在 41.64%~56.50% 的区间时,房地产上市公司资本结构有正向的治理效应。此结论也恰好与权衡理论相吻合,因而也可用权衡理论来解释。而确切的目标区间还需要进一步研究,需要扩大样本量和加长样本观察期,才能得出更符合房地产上市公司实际情况的结论。结合表 1 的房地产上市公司资本结构现状、表 3 的资产负债率平均值和上述的结论分析,由于目前房地产上市公司整体的资产负债率较高,样本观察期内各年的均值都在 60% 以上的公司数占 49.38%,而并无落在目标区间,可以认为这较高的负债水平带来了负向的治理效应,但目前房地产上市公司的资产负债率似乎正逐渐向目标区间或最优资本结构逼近。总之,房地产上市公司目前的资本结构有着一定的正向治理效应,但仍然存在着优化空间。本文建议:房地产上市公司应结合公司的盈利能力、投资经营决策,明晰自身所处发展阶段的需要,考虑其经营风险和财务风险,动态地调整其资本结构。并提高内源融资的比例,夯实资本

结构调整的基础,适当降低流动负债的比重,以降低短期负债的风险,从而使房地产上市公司的资本结构得到优化,进而促进其业绩的改善。

参考文献

[1]周革平. 资本结构与公司价值关系研究——MM 理论及最新进展概要[J]. 金融与经济,2006(3):29—31.
[2]吕长江,金超,韩慧博. 上市公司资本结构、管理者利益侵占与公司业绩[J]. 财经研究,2007,33(5):50—61.

[3]刘志彪,等. 上市公司资本结构与业绩研究——以长江三角洲地区上市公司为例[M]. 北京:中国财政经济出版社,2004:42.
[4]李志学,邱乐. 我国房地产企业资本结构状况及其治理效应研究[J]. 中国管理信息化,2010,13(5):35—38.
[5]许陈生,尹继东,郭烨. 多元化经营对公司绩效的影响——来自中国上市公司的经验证据[J]. 经济问题探索,2006(11):126—130.

Study on Governance Effect of Capital Structure of Listed Real Estate Companies

HUANG Xiang

(Fuzhou Technical College of Foreign Studies,Fuzhou 350018,China)

Abstract: Choosing 81 listed real estate companies in Shanghai Stock Exchange and Shenzhen Stock Exchange as researching object, using 2007—2009 year financial report's data, this paper analyzes the relationship between capital structure and corporate performance through the descriptive statistics and regression analysis to study on governance effect of capital structure of listed real estate companies. The result shows that: the capital structure of listed real estate companies has significant quadratic relation with firm performance, the capital structure has “inverted U” relationship with performance. Current capital structure has a certain positive governance effect, but there are still optimizing space. The listed real estate companies should be combined with the profitability of the company to dynamically adjust the capital structure.

Key words: real estate;listed company;capital structure;governance effect;corporate performance

(上接第 55 页)

[8]MARGONO H,SHARMA S.C. Efficiency&Productivity Analyses of Indonesian Manufacturing Industries[J]. Journal of Asian Economics,2006,17:979—995.
[9]张世贤. 工业投资效率与产业结构变动的实证研究[J]. 管理世界,2000(5):79—86.
[10]陈勇,唐朱昌. 中国工业的技术选择与技术进步:1985—2003[J]. 经济研究,2006(6):50—61.
[11]涂正革,肖耿. 中国大中型工业的成本效率分析:1995—2002[J]. 世界经济,2007(7):47—55.
[12]沈能. 中国制造业全要素生产率地区空间差异的实证研究[J]. 中国软科学,2006(6):101—110.
[13]李伟,李光辉,李月娟. 基于 DEA 模型的我国各省区建筑业生产效率评价实证研究[J]. 科技进步与对策,2009(11):153

—155.
[14]杨勇松,吴和成. 基于改进 DEA 的我国各地区大中型工业企业 R&D 效率实证分析[J]. 科学学与科学技术管理,2008(7):34—38.
[15]秦寿康. 综合评价原理与应用[M]. 北京:电子工业出版社,2003:67—69.
[16]魏权龄. 数据包络分析[M]. 北京:科学出版社,2004:38.
[17]肖霆,王国顺. 中部六省 1998—2003 年工业全要素生产率的变动分析[J]. 统计观察,2006,(9):75.
[18]OECD. OECD Science,Technology and Industry Scoreboard. 2007[EB/OL]. [2010—11—15]. http://www.oecd.org/document/10/0,3343,en_2649_33703_39493962_1_1_1_1,00.html.

Research on the Efficiency of Production of Large and Medium-sized Industrial Enterprises in Anhui Province

WANG Huan

(School of Business,Anhui University,Hefei 230039,China)

Abstract: On the basis of the DEA method,this paper evaluates overall technical efficiency, pure technical efficiency and scale efficiency for 37 sub-sectors of Large and Medium-sized Industrial Enterprises in Anhui province in 2009 from the perspective of production efficiency,and analyses the units in different skill levels by Quantitative method. Then recognizes the inefficiency factors of industrial production based on Tobit Model. It finds that: (1)industries in the different skill levels are still at a relative low level of production efficiency,and pure technical inefficiency is the main cause;(2) The phenomena of employees crowded and output insufficiency is generally existing in Industry production. (3)Industry Performance is the most important factor evidently affecting the industial production inefficiency.

Key words: industrial enterprises;data envelopment analysis;efficiency evaluation;tobit model