

房地产上市公司现金持有水平的实证研究

黄翔

(福州大学 阳光学院, 福州 350015)

摘要:选取沪深两市120家A股房地产上市公司作为样本,研究其2009—2011年的财务数据,运用描述性分析、双样本T检验分析房地产上市公司现金持有的现状,并构建回归模型探求房地产上市公司现金持有水平的影响因素及其决策效果。研究结果显示:目前房地产上市公司存在高额现金持有情况,盈利能力和现金持有水平呈显著正相关,负债水平和现金持有水平呈显著负相关,其现金持有水平对公司业绩有着显著的正向效应。

关键词:房地产上市公司;现金持有水平;盈利能力;负债水平;公司业绩

中图分类号:F272 **文献标志码:**A **文章编号:**1671-1807(2012)11-0145-04

现金持有决策,即在进行资产配置时针对现金持有量所作的决策,是企业的一项重要理财行为,可以反映企业的财务战略和经营战略,现金持有水平则是其现金持有决策的表现形式。众所周知,房地产行业已成为中国国民经济的重要支柱产业,对社会进步、国民经济的作用和影响正在日益扩大。而且房地产行业是典型的资金密集型行业,因此其现金持有决策的确定以及决策效果如何都是值得研究的课题。本文拟以房地产上市公司为样本,通过描述性分析和回归分析等实证分析方法,从影响现金持有决策确定的主要因素和决策效果两方面进行研究,探求其现金持有行为与房地产公司的核心财务特征之间的关系,以及现金持有决策对其公司业绩的影响。

1 研究变量设计及样本选取

1.1 研究变量设计

为考察房地产上市公司的现金持有水平与公司核心的财务特征、公司业绩之间的关系,设置以下变量:

1)关于现金持有水平的衡量:本文采用现金及现金等价物与总资产的比率来衡量,其中“现金及现金等价物”是指现金流量表中“期末现金及现金等价物余额”项目的金额,总资产采用资产负债表中的年末总资产,均采用合并报表数据。为表示方便,借鉴已有研究,在本研究中将这个比率称为“现金持有比率”。

2)关于核心财务特征的衡量:企业核心财务特征主要从盈利能力和负债水平两方面来考虑,这是一个

企业重要的财务表现^[1]。盈利能力就是企业赚取利润的能力,反映企业盈利能力的指标很多,其中权益净利率最具综合性和代表力;资产负债率是衡量企业偿债能力的重要指标,本文采用资产负债率反映公司的负债水平。

3)关于公司业绩的衡量:销售净利率是指净利润与销售收入的比率,可以概括企业的全部经营成果,是反映公司业绩的直接指标。本文采用销售净利率衡量房地产上市公司的业绩。

1.2 样本选取

为使样本数据更具代表性和稳定性,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,剔除2009—2011年被ST、*ST等实行过特别处理和财务状况异常的公司后,选择了沪深两市2005年12月31日之前上市的120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,对所选的样本公司2009年至2011年共三年的财务数据进行研究。本研究的所有数据均来自国泰安(CSMAR)系列数据库。

2 房地产上市公司现金持有的现状分析

2.1 总体现金持有水平的描述性分析

根据样本房地产上市公司现金持有水平分布状况(见表1)可以看出:样本公司2009—2011年的现金持有比率主要集中在10%~20%,平均所占比例达到了39.17%,其次是10%~20%的区间。而现金持有比率在20%以上的公司数量总体上呈逐年递减的趋势。

收稿日期:2012-09-04

作者简介:黄翔(1983—),男,福建福州人,福州大学阳光学院,助教,管理学硕士,研究方向:财务管理。

表 1 2009—2011 年现金持有水平在不同区间的房地产上市公司数量分布

区间分布		0~10%	10%~20%	20%~30%	30%~40%	40%以上
公司数	2009 年(120 家)	34	43	25	11	7
	2010 年(120 家)	32	57	22	4	5
	2011 年(120 家)	62	41	11	4	2
平均所占比例(%)		35.56	39.17	16.11	5.28	3.88

再从总体上进行描述性统计,从表 2 中可以看出:2009—2011 年房地产上市公司平均的现金持有比率为 15.14%,这与美国的 8.1%、英国的 9.9% 水平相比显得偏高^[2]。从各年的现金持有比率最大值和均值来看,房地产上市公司平均的现金持有水平较高,但呈现出逐年下降的趋势;从标准差来看,各房地产上市公司间现金持有水平存在较大的差别,但房地产上市公司现金持有行为的差异变化趋势较为明朗,差异度越来越小。

表 2 2009 年至 2011 年房地产上市公司
现金持有水平描述性统计

指标	年份	最小值	最大值	均值	标准差
现金持有水平	2009	0.001 2	0.704 9	0.176 5	0.124 2
	2010	0.001 2	0.739 0	0.161 7	0.110 6
	2011	0.001 0	0.507 8	0.116 1	0.088 6
	三年平均	0.001 1	0.491 4	0.151 4	0.086 7

注:2009—2011 年各年样本数皆为 120 家

2.2 高额现金持有情况分析

大多数文献认为,判断企业是否存在高额现金持有需要确定一个临界值,将在一定年限内现金持有比率连续超过临界值的企业认为是存在高额现金持有情况。本文借鉴宋常等的研究把 2009—2011 年间连续 3 年现金持有比率大于 10% 的公司定义为高额现金持有公司^[3]。统计整理得出符合高额现金持有公司界定的公司样本 47 家,剩余的 73 家公司作为控制样本公司,即非高额现金持有公司。

1)双样本 T 检验。按上述方法将样本公司分为高额现金持有和控制样本两类,运用 SPSS16.0 进行双样本 T 检验,由表 3 可知,双样本方差是否相等检验的结果为统计量 $F=0.146$,对应的置信水平为 0.703,即接受原假设,两样本方差相等。因此可采用双样本等方差 T 检验。计算的统计量 $t=6.117$,对应的临界置信水平为 0.000,因此拒绝原假设,表明高额现金持有公司和控制样本公司的三年平均现金持有比率存在显著差异。

表 3 双样本 T 检验结果

	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means		
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)
三年现金持有 Equal variances assumed	0.146	0.703	6.117	118	0.000
Equal variances not assumed			6.282	106.702	0.000

2)高额现金持有公司的财务特征。由表 4 可知,高额现金持有公司的平均现金持有比率远高于控制样本公司,但平均权益净利率却较低,说明高额现金持有公司的盈利能力要低于非高额现金持有公司。这可能是盈利能力较低而需要更多的货币资金保障公司的运营,因而现金持有水平与盈利能力的关系有待进一步实证检验。从资产负债率看,高额现金持有公司具有较低的负债水平,这可以理解为较高的现金持有水平减少了公司的外部负债融资需求。从总资产对数值看,高额现金持有公司仅略高于控制样本公司,表明作为高额现金持有公司与非高额现金持有公司在公司规模上并无显著差异。从债务结构看,高额现金持有公司的流动负债比率略高于控制样本公司,

这两类公司的负债结构也可说没有显著差异。

表 4 高额现金持有公司主要财务特征(对比表)

	高额现金持有公司	控制样本公司
三年平均现金持有比率	20.43%	11.74%
三年平均权益净利率	12.75%	13.66%
三年平均资产负债率	59.79%	61.23%
三年平均总资产对数值	22.394 6	22.209 6
三年平均流动负债比率 (流动负债/负债总额)	73.70%	73.46%

3 实证分析

3.1 研究模型的构建

为了进一步探求房地产上市公司现金持有水平与其核心财务特征之间是否存在确定的线性关系,采

用线性回归模型来分析房地产上市公司核心财务特征对其现金持有行为是否有影响及影响程度,建立以下多元回归模型:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \epsilon \quad (1)$$

其中, α 表示常数项, $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ 表示回归模型的系数,以衡解释变量、控制变量与被解释变量的数量关系, ϵ 为随机误差项; Y 是被解释变量,表示房地产上市公司的现金持有水平;解释变量 X_1 为权益净利率; X_2 为资产负债率;许陈生等认为“加入控制变量可以排除一些重要变量对被解释变量的影响,从而更加准确地评价解释变量对被解释变量的影响作用”^[4]。 X_3 为总资产对数值,表示公司规模; X_4 为流动负债比率,表示公司负债结构,这两个指标均是控制变量。同时,为了避免偶然性,使实证结果更可靠,以上各变量均采用了 2009—2011 年的平均值。

为探求房地产上市公司现金持有决策的治理效应,可构建回归模型来分析房地产上市公司的现金持有水平对其业绩的影响,模型如下:

$$PER = \alpha + \beta CASH + \epsilon \quad (2)$$

其中: PER 为因变量,表示销售净利率,用以衡量房地产上市公司的业绩; $CASH$ 为自变量,表示现金持有比率; α 为常数项,即表示除现金持有比率之外的其它因素对业绩的影响; β 为自变量系数,表示现金持有比率对业绩的影响程度; ϵ 为随机误差项。

3.2 现金持有与核心财务特征的回归结果分析

运用 SPSS16.0 进行回归分析,所得结果如表 5 所示:从全部因素的总体影响来看,在 5% 的显著性水平上, $F=5.928 > F_{0.05}(4,60)=2.53$,表明各自变量对房地产上市公司现金持有水平的共同影响是显著的;从各个解释变量、控制变量的影响来看,在 5% 的显著性水平上, $t_{0.025}(60)=2$,从表 5 中可知, X_1 和 X_2 的 t 值都大于 2, X_3 和 X_4 的 t 值小于 2,说明盈利

能力和负债水平这两个因素对房地产上市公司现金持有水平的影响是显著的,而公司规模和负债结构对其公司现金持有水平的影响是不显著的,这可能是受样本数量和行业效应的影响。各变量的 VIF 值均远小于 10,则可以认为模型 1 不存在严重的多重共线性。从回归系数上看,盈利能力和现金持有水平呈显著正相关,负债水平和现金持有水平呈显著负相关。盈利能力越高,则有更多的内部盈余积累,所需的外部负债融资则越少,假设不考虑投资机会和股利分配决策,则会存在高额持有现金的情况。这也支持了融资优序理论。

表 5 现金持有与公司核心财务特征的多元回归结果

解释变量	回归系数	<i>t</i> 值	显著性	VIF 值
常数项	0.230	7.518	0.000	
X_1	0.161	2.134	0.035	1.222
X_2	-0.179	-3.354	0.001	1.222
X_3	0.150	1.473	0.143	1.370
X_4	-0.006	-0.066	0.948	1.020
$F=5.928$	$R^2=0.092$			

3.3 现金持有与公司业绩的回归结果分析

运用 SPSS16.0 对模型 2 进行回归分析,从表 6 可以看出: $F=14.187$ 表明方程整体性水平显著; t 值用于检验单个变量的显著性,在 5% 的显著性水平下,查 t 分布表,自变量现金持有比率的系数的 t 统计值为 $3.767 > t_{0.025}(60)=2.132$,说明解释变量通过 T 检验;判定系数较低,拟合优度不太理想,这可能是由于采用横截面数据的关系。另外,根据 DW 统计值可判断模型不存在自相关,因而模型通过检验。从回归系数上看,现金持有水平与因变量公司业绩呈显著正相关。回归结果表明房地产上市公司的现金持有水平对其业绩有显著的影响,其公司业绩会随着现金持有水平的提高而明显提高。

表 6 现金持有与公司业绩的回归结果表

解释变量	回归系数	<i>t</i> 值	Sig.	判定系数	F 统计量	Sig.	DW 统计量
常数项	-0.713	-2.142	0.034	0.107	14.187	0.000	2.064
现金持有比率	7.194	3.767	0.000				

注:被解释变量为销售净利率,观测样本数 $n=120$

4 结论及建议

以房地产上市公司为样本,通过实证分析的结果,得出如下结论:第一,目前有 40% 的房地产上市公司存在高额现金持有情况,高额现金持有公司的现金持有水平远高于非高额现金持有公司,但盈利能力和负债水平都较低。第二,公司盈利能力和负债水平是影响房地产上市公司现金持有水平的主要因素。

房地产上市公司的盈利能力和现金持有水平呈显著正相关,负债水平和现金持有水平呈显著负相关。但描述性分析结果却显示盈利能力高的公司也具有较高的负债水平,而现金持有水平却较低。这可能与目前房地产上市公司投资机会较多、负债水平较高而需支付更多的现金有关,因而并不矛盾。也意味着盈利能力较低的公司没有充分发挥闲置资金的价值,应注

意避免过多资金的闲置浪费。第三,房地产上市公司的现金持有水平与业绩呈显著正相关,表明房地产上市公司的现金持有决策对其业绩有显著的积极影响。较高的现金持有水平保证了能充分利用投资机会,从而提高获利可能性,进而改善公司业绩。

结合以上实证分析的结论,认为目前存在高额现金持有的房地产上市公司没有充分利用已有资金和投资机会,以致盈利能力较低。因此提出建议:房地产上市公司尤其是已存在高额现金持有情况的公司应增加现金持有总量并适当降低现金持有水平,但要进行动态调整,即在提高公司盈利能力和保持合理负债水平基础上,应结合融资能力来调控其现金持有水平。适当降低现金持有水平,是要求房地产上市公司应加强持有现金的管理,充分寻求投资机会,高效利用已有的现金,提升业绩从而增加现金持有总量。如果融资能力较强,可以适当降低现金持有比例;如果融资能力较弱,则其现金比例应在较高的水平。房地

产上市公司可以选择弹性较大的融资方式,如发行可转换公司债券、租赁融资等,这样公司现金持有比例的控制弹性也相应较大了。当然,具体的现金持有决策还需要根据公司的具体情况,保持适度现金持有比例的总体原则为:既要保证日常生产经营活动和投资活动的需要,又避免现金的闲置。

参考文献

- [1] 王玉翠,薛晓芬. 我国高额现金持有上市公司的财务特征分析[J]. 价值工程,2012(5):126—127.
- [2] 刘双凤. 湖北上市公司高额现金持有动因研究[J]. 知识经济,2007(8):85—87.
- [3] 宋常,刘笑松,黄蕾. 中国上市公司高额现金持有行为溯源:融资约束理论抑或委托代理理论[J]. 当代财经,2012(2):121—128.
- [4] 许陈生,尹继东,郭焯. 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.

An Empirical Research on the Cash Holdings of Listed Real Estate Companies

HUANG Xiang

(Sunshine College of Fuzhou University, Fuzhou 350015, China)

Abstract: Choosing 120 listed real estate companies in Shanghai Stock Exchange and Shenzhen Stock Exchange as researching object, using 2009—2011 year financial report's data, this paper analyzes the cash holdings status of listed real estate companies through the descriptive statistics and independent-samples T test. Setting up regression models to analyze the influence factors and effect of decision-making of cash holdings. The result shows that: high cash holdings exist in the listed real estate companies; profitably has significantly positive relation with cash holdings; debt level is negatively correlated with cash holdings; cash holdings have significant positive influence on performance.

Key words: listed real estate companies; cash holdings; profitability; debt level; corporate performance

(上接第77页)

- [5] 李美娟,陈国宏,肖细凤. 基于一致性组合评价的区域技术创新能力评价与比较分析[J]. 中国管理科学,2009,17(2):131—139.
- [6] 郭丽娟,仪彬,关蓉,等. 简约指标体系下的区域创新能力评价——基于主基底变量筛选和主成分分析方法[J]. 系统工程,2011,29(7):34—40.
- [7] 中国科技发展战略研究小组. 中国区域创新能力报告2010——珠三角区域创新体系研究[M]. 北京:科学出版社,

2011.

- [8] 李美娟. 基于灰靶理论的福建省区域自主创新能力动态评价分析[J]. 福州大学学报:哲学社会科学版,2011(1):25—29.
- [9] 李美娟. 中国省域自主创新能力动态评价及发展趋势研究[D]. 福州:福州大学,2012.
- [10] 陈国宏,李美娟,陈衍泰. 组合评价及其计算机集成系统研究[M]. 北京:清华大学出版社,2007.

Study on Regional Technology Innovation Efficiency Evaluation Based on Improved TOPSIS

XU Lin-ming

(Fujian Chuanzheng Communications College, Fuzhou 350007, China)

Abstract: Regional technology innovation efficiency in China are evaluated by improved TOPSIS. Evaluation results show there are obvious geographical differences among regional technological innovation efficiency of provinces in China. In general, the eastern region is strong and the western region is weak, regional technological innovation efficiency from the eastern coastal areas to central and western inland gradually decreasing. Regional technological innovation efficiency of the eastern region is the strongest, followed by the northeast region and the central region, the western region is the weakest.

Key words: regional technology innovation efficiency; evaluation indicator system; improved TOPSIS