

FANGDICHAN

房地产上市公司
资本结构与公司绩效研究

SHANGSHI GONGSI

ZIBENJIEGOU

孙继国 © 著

YU GONGSI JIXIAO

YANJIU

中国社会科学出版社

FANGDICHAN

房地产上市公司
资本结构与公司绩效研究

SHANGSHI GONGSI

ZIBENJIEGOU

孙继国 © 著

YU GONGSI JIXIAO

YANJIU

中国社会科学出版社

图书在版编目(CIP)数据

房地产上市公司资本结构与公司绩效研究 / 孙继国著. —北京: 中国社会科学出版社, 2013. 6

ISBN 978 - 7 - 5161 - 2794 - 0

I. ①房… II. ①孙… III. ①房地产业 - 上市公司 - 资本结构 - 研究 - 中国
②房地产业 - 上市公司 - 企业绩效 - 研究 - 中国 IV. ①F299.233.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 126140 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 任 明
特约编辑 乔继堂
责任校对 石春梅
责任印制 李 建

出 版 社 **中国社会科学出版社**
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号 (邮编 100720)
网 址 <http://www.csspw.cn>
中文域名: 中国社科网 010 - 64070619
发 行 部 010 - 84083685
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印 刷 北京奥隆印刷厂
装 订 北京市兴怀印刷厂
版 次 2013 年 6 月第 1 版
印 次 2013 年 6 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 10
插 页 2
字 数 210 千字
定 价 38.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社联系调换

电话: 010 - 64009791

版权所有 侵权必究

自序

资本结构问题是一个具有重大理论价值和实践意义的研究课题。资本结构是企业相关利益者权利义务的集中反映，它与公司治理结构、公司市场价值和绩效之间存在着深刻的内在联系。自 1958 年 MM 理论创立以来，国内外学者对资本结构问题进行了广泛而深入的研究，以求解开“资本结构之谜”，但所得到的结果却不相一致。近年来，房地产业已经成为我国国民经济的支柱产业。我国房地产上市公司资本结构具有资产负债率高、融资渠道单一且过度依赖银行信贷等特点，因此从防范金融风险和提高公司绩效角度来看，优化企业资本结构十分必要。鉴于房地产行业特殊的经济地位和资本结构，研究房地产上市公司资本结构与其影响因素、资本结构与公司绩效之间的相互关系将具有重大理论与现实意义。

本书以 2007—2009 年我国 A 股房地产上市公司为研究对象，突破了单纯研究公司特质对资本结构的影响及仅局限于研究股权结构对经营绩效的影响，而是引入宏观调控变量，按照“资本结构理论阐述—资本结构微观影响因素分析—宏观调控对资本结构的影响分析—资本结构与上市公司绩效关系分析”这条主线，将宏观调控、资本结构与公司绩效有机地结合起来，通过构建合理的计量模型，系统分析了公司特质和宏观调控对资本结构的影响关系、股权结构和债务结构对公司绩效（EVA）的影响关系，尝试确定房地产上市公司资本结构的优化方向，以便为房地产上市公司合理安排资本结构进而提高公司绩效提供对策建议。

本书研究发现：公司规模、可抵押资产比例、非负债税盾、净资产收益率、股权集中度等公司特质对房地产上市公司资本结构具有显著的影响；宏观调控政策确实能够显著影响房地产上市公司的资本结构，但

随着房地产公司经营实力的增强，再加上金融市场完全性程度的改善以及居民购房的刚性需求和民众需求心理的改变，影响力趋于减弱；房地产上市公司目前的股权结构有利于公司绩效的提高，但并未达到最佳状态，主要是“一股独大”现象严重；房地产上市公司的债务融资并没有按照经典资本结构理论的预期那样带来公司绩效的提升，主要原因可能是债务融资渠道单一，而作为主要债权人的国有银行在公司治理中又扮演着消极的角色；对房地产上市公司来说宏观调控是系统性风险，宏观调控会使房地产上市公司的绩效出现下降。本书最后从4个方面提出了优化房地产上市公司资本结构以提高公司绩效的对策建议，并对未来研究进行了展望。

目 录

第一章 绪论	(1)
第一节 问题的提出和选题意义	(1)
一、提出问题	(1)
二、选题意义	(4)
第二节 核心概念界定	(5)
一、资本结构	(5)
二、公司绩效	(7)
第三节 研究思路、研究方法和研究框架	(10)
一、研究思路	(10)
二、研究方法	(11)
三、研究框架	(11)
第四节 本书的特色	(13)
 第二章 理论基础与文献综述	(16)
第一节 资本结构理论	(16)
一、传统资本结构理论	(16)
二、现代资本结构理论	(18)
三、新资本结构理论	(23)
第二节 资本结构影响公司绩效的理论简析	(28)
一、股权结构影响公司绩效的理论简析	(28)
二、负债影响公司绩效的理论简析	(29)
第三节 资本结构国内外相关研究文献综述	(31)
一、资本结构影响因素的研究综述	(31)
二、股权结构与经营绩效关系的研究综述	(35)
三、债务结构及债务总体水平与经营绩效关系的研究综述	(41)

四、房地产上市公司资本结构与公司绩效关系的研究综述·····	(45)
本章小结·····	(48)
第三章 我国房地产上市公司的资本结构与绩效现状分析·····	(50)
第一节 我国房地产市场的发展现状·····	(50)
一、房地产开发投资情况·····	(50)
二、房地产销售价格及房价收入比情况·····	(52)
三、商品房空置率情况分析·····	(53)
第二节 我国房地产上市公司资本结构分析·····	(54)
一、我国房地产上市公司的股权结构·····	(55)
二、我国房地产上市公司的债务结构·····	(57)
第三节 我国房地产上市公司绩效分析·····	(62)
本章小结·····	(64)
第四章 房地产上市公司资本结构微观影响因素的实证分析·····	(66)
第一节 资本结构微观影响因素的定性分析·····	(66)
一、公司规模·····	(66)
二、可抵押资产比例·····	(67)
三、盈利能力·····	(69)
四、公司所得税·····	(70)
五、非负债税盾·····	(71)
六、股权集中度·····	(72)
七、成长性·····	(73)
第二节 研究方法与样本变量选取及设计·····	(74)
一、面板数据模型简介·····	(74)
二、样本选取及变量设计·····	(75)
三、变量描述性统计·····	(76)
第三节 实证模型检验与分析·····	(79)
一、实证模型检验·····	(79)
二、实证结果分析·····	(81)
本章小结·····	(85)

第五章 宏观调控对房地产上市公司资本结构影响的实证分析	(86)
第一节 引言	(86)
第二节 研究回顾	(87)
第三节 宏观调控对房地产上市公司资本结构影响的定性 分析	(90)
一、我国房地产调控政策历程	(90)
二、定性分析	(92)
第四节 宏观调控对上市公司资本结构影响的实证分析	(93)
一、实证模型	(93)
二、样本选择及变量设计	(95)
三、实证分析及结论	(96)
本章小结	(101)
 第六章 基于 EVA 的我国房地产上市公司绩效评价	(102)
第一节 EVA 基本理论概述及研究回顾	(102)
一、EVA 理论的学术渊源	(102)
二、EVA 理论的内涵	(104)
三、EVA 与公司绩效国内外研究回顾	(105)
第二节 EVA 的计量	(107)
一、EVA 的计算公式	(107)
二、EVA 的调整	(108)
第三节 EVA 在我国房地产上市公司中的实证研究	(110)
一、房地产上市公司 EVA 计算公式的确定	(110)
二、深圳万科 2007—2009 年经济增加值计算示例	(111)
三、我国房地产上市公司 2007—2009 年 EVA 计算结果 分析	(114)
本章小结	(115)
 第七章 房地产上市公司资本结构对公司绩效影响的实证研究 ...	(116)
第一节 样本选取及变量设计	(116)

第二节 股权结构影响公司绩效的实证分析	(118)
一、理论分析与研究假设	(118)
二、实证分析及结果解释	(120)
第三节 债务结构影响公司绩效的实证分析	(123)
一、理论分析与研究假设	(123)
二、实证分析及结果解释	(125)
本章小结	(128)
 第八章 结论与展望	(130)
第一节 研究结论	(130)
第二节 对策与建议	(134)
第三节 研究局限及展望	(136)
一、研究局限	(136)
二、研究展望	(137)
 附录	(138)
 后记	(149)

第一章

绪 论

第一节 问题的提出和选题意义

一、提出问题

资本结构问题是一个具有重大理论价值和实践意义的研究课题。1958 年, Modigliani 和 Miller 在 *American Economics Review* 上发表了《资本成本、公司理财与投资理论》, MM 理论随之诞生, 这是资本结构理论最早的且意义重大的研究^①。自此以后, 许多学者围绕着资本结构问题进行了深入的研究, 根据经济中的实际情况不断放松对 MM 理论假设的条件, 同时加入了 MM 理论中没有考虑的因素, 使企业资本结构理论不断丰富和发展。20 世纪七八十年代, 由于企业理论、信息经济学等微观经济理论的拓展, 尤其是不对称信息理论、企业治理理论的引入, 西方金融经济学家从不同角度提出了一系列基于资本市场现实环境的新模型, 主要有权衡理论 (Trade-off Theory)、代理成本理论 (Agency Cost Hypothesis)、优序融资理论 (Pecking Order Theory) 等。同时, 人们将资本结构理论与股利政策、投资理论等其他理论相互交融, 进一步揭示其本质特征, 也拓宽了研究的视野。但是, 尽管在过去的几十年中企业资本结构理论发展很快, 但很多问题在理论界并未达成共识, 无论是决定企业融资方式、资本结构选择方面还是准确描述最佳的资本结构和解决资本结构优化问题的公式或模型都有待于进一步探讨。正如 Myers

^① Modigliani F. and Miller M. H. *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*. *American Economics Review*, 1958 (48).

(1984) 在就任美国财务学会主席发表的致辞《资本结构之谜》中讲的：“经过这么多年，我们对于资本结构问题所知甚少。”^① 2001 年，Myers 再次重申了他的观点：“虽然距离 MM 理论的开创性研究已经过去 40 年了，我们对于公司融资选择的了解依然有限。我们知道更多的是关于公司融资的战术选择，比如有效地利用税盾效益或者选择安全的融资时机，然而对于公司融资的战术选择，比如公司总体目标资本结构的选择，我们依旧知之甚少。”^② 由此可见，资本结构问题仍然是财务管理学和金融学中最迷人的研究领域之一。

随着市场经济、公司制企业的发展和对公司制度研究的深化，人们逐渐认识到，公司资本结构远非表面上简单的资本和债务的比例关系，它实质上决定了资本要素所有者之间及其与公司其他要素所有者之间契约关系的制度安排。即资本结构是企业相关利益者权利义务的集中反映，它不仅影响公司的治理结构，而且影响公司的资本成本和公司总价值，进而影响一个国家或地区的总体经济增长和稳定。鉴于此，公司的资本结构如何选择问题成为许多学者反复研究的对象，也就是“资本结构之谜”。为解开“资本结构之谜”，自从 MM 定理出现后，学术界很多专家分别从不同角度（税收、信息不对称、破产成本及代理成本）来研究资本结构问题，并取得了一定的成就。Harris 和 Raviv（1991）对这些理论进行了归纳总结，这些理论认为资本市场、产业特性、公司特质等因素对资本结构有重要的影响^③。理论的发展离不开实践的检验，为了验证和解释众多的资本结构理论，学者们也进行了大量的实证研究。这些实证研究主要集中在两大类：一类集中验证某些理论，如破产成本理论、代理成本理论和有序融资理论等；另一类则集中探讨公司资本结构的影响因素。

公司治理是建立现代企业制度的核心，而资本结构又是影响公司治理的一个重要因素。企业的资本结构是由股权结构和债权结构所构成的，在一定条件下，股权结构决定着公司治理结构，它决定着公司的权

① Myers S. C. *The Capital Structure Puzzle*. *Journal of Finance*, 1984 (39).

② Myers S. *Capital Structure*. *Journal of Economic Perspectives*, 2001 (15).

③ Milton Harris and Artur Raviv. *The Theory of Capital Structure*. *Journal of Finance*, 1991 (46).

力构成和利益分配,因此股权结构的治理效应在公司治理中占有举足轻重的作用。相对于股权融资,债权融资具有两个鲜明的特点:一是债务独特的税盾作用;二是它能有效缓解股权融资所产生的委托代理问题,降低代理成本。因此,债权融资是现代公司治理中不可忽视的重要因素,债务结构的治理效应对公司治理结构效率影响重大。由此可见,资本结构作为企业发展的基石,决定着企业的融资能力、融资方式和资金投资运作的效果,进而影响到企业治理效果和经营绩效。由于资本结构不仅会影响公司治理结构、控制权及公司的成长性,而且会对公司的市场价值和绩效产生重大影响,因此研究资本结构与其影响因素、资本结构与公司绩效之间的相互关系具有重大的理论与实践意义。

自1998年我国取消住房分配政策进行住房制度改革以来,我国房地产业取得了较大发展,房地产行业已经成为我国国民经济中的重要支柱产业。近年来,房地产业对经济增长的贡献率保持在2个百分点以上,房地产业和建筑业增加值占GDP的比重超过10%^①。从房地产业自身的特征来看,它属于资金密集型行业,具有资金需求量大、对外部融资方式依赖重的特点。自有资金投资比例小,直接决定了房地产企业与银行等金融机构间的高关联度和自身的高资产负债率。有关资料表明,我国房地产行业直接和间接来自银行借款的资金占房地产开发资金的52%左右^②。由于我国房地产开发过度依赖银行信贷,这不仅不利于整个房地产行业的稳定,甚至可能给银行系统带来危险,房地产市场的隐患很可能转嫁给商业银行,也使房地产开发融资受银行信贷的影响较大,不利于房地产市场的稳定和发展。因此,从防范金融风险的角度来看,优化企业资本结构是必要的。近几年来,随着房地产业的迅速发展,我国大部分城市的房地产市场也出现了过热现象,表现为价格的不合理持续上涨,房地产商品的有效供给不足与无效供给过剩并存,市场运作不规范,房地产的投机性需求日益增长、房地产银行信贷大幅增加等,这些问题深刻影响了广大人民群众的生活以及国家经济的健康运行。为实现房地产市场的科学协调可持续发展,国家出台了多项宏观调

① 来源于住房和城乡建设部副部长齐骥2008年3月17日在人大新闻中心就“住房保障”情况接受中外记者的集体采访的发言。

② 姜春海:《中国房地产市场投机泡沫实证分析》,《管理世界》2005年第12期。

控政策，如调整利率、存款准备金率、严格控制房地产开发信贷、提高房地产开发项目资本金比例等。鉴于目前我国房地产企业融资的主要形式还是银行贷款，因此中央政府出台的这些措施在控制房地产信贷风险、维护金融稳定的同时，必然会对房地产企业的资本结构产生影响。

基于上述理论和现实分析，本书将对我国房地产上市公司资本结构的影响因素以及资本结构与公司绩效之间的关系进行实证研究，结合我国房地产行业具体发展实际，试图对以下几个问题作出回答：（1）我国房地产上市公司资本结构的现状如何？（2）从微观的角度来看，公司规模、可抵押资产比例、非负债税盾、净资产收益率、股权集中度、税收和总资产增长率这一系列公司特质会对公司资本结构有何影响？（3）宏观调控对房地产上市公司资本结构有何影响？（4）房地产上市公司的股权结构、债务结构与公司绩效之间存在何种相关关系？（5）房地产企业如何对资本结构进行优化，使企业绩效能够稳定的提升？

二、选题意义

资本结构问题一直是国内外学者研究的重点领域。本书在一个综合分析框架下，对传统的资本结构理论、经典的资本结构理论（MM理论和权衡理论）、新资本结构理论（代理成本理论等）进行了系统梳理，并结合这些理论说明了公司股权结构和债权结构影响公司绩效的机制，在实证分析中尝试加入宏观调控变量，这对于丰富公司资本结构研究有一定的理论意义。

我国房地产上市公司资产负债率相对较高，资金来源以银行贷款为主，短期借款比重大于长期负债。通过对房地产上市公司资本结构微观影响因素的分析，可以使房地产上市公司找出优化企业资本结构的方向，将有助于从整体考虑采用合理的方式筹集资金，调整企业的资本结构；同时，也有助于房地产上市公司的相关利益方（如企业、银行等）调整自己的行为。

在国家逐渐加强对房地产行业的宏观调控下，国家政策的调整必然对房地产企业的经营产生影响，进而会影响到房地产企业的资本结构及其融资方式。通过分析宏观调控对房地产上市公司资本结构的影响，一

方面有助于房地产企业放弃间接融资形式，转而倾向于直接融资，构建更加合理的资本结构，从而提高经营绩效；另一方面，也可以为政府下一步制定宏观调控政策提供一定的参考。

本书从广义的资本结构概念出发，从公司治理的内涵上认识和把握资本结构与公司绩效的关系，同时对房地产上市公司股权结构与债权结构与公司绩效之间的相互关系进行实证分析，这将有助于房地产企业及时调整融资渠道，改变资金筹集方式，优化资本结构，提高企业经营效率。

第二节 核心概念界定

一、资本结构

自从莫迪利亚尼和米勒提出了MM定理以后，多数学者把资本结构界定为权益资本和债务资本的比例关系。实际上，资本结构是公司财务决策中的一个重要的组成部分，资本结构决策应体现出公司财务管理的最终目标，即实现公司价值最大化。刘汉民（2001）认为资本结构有以下几种含义：（1）股权资本或债权资本各构成部分之间的比例关系，通常称之为股权结构或债权结构，这是最狭义的资本结构；（2）股权资本和债权资本之间的比例关系，习惯上称之为融资结构或财务结构，也就是广义的资本结构；（3）人力资本与物质资本之间的比例关系，这是适应知识经济时代的资本结构定义^①。本书对资本结构这样定义：资本结构是一个公司持有的各种债务与股权资本的混合，是短期债务、长期债务与所有者权益的相对比例，具体表现为股权结构、债务结构以及负债融资水平。

1. 股权结构

股权结构是指由不同性质股东及其持股比例构成的公司股权分布状态，本书主要从股权集中度、股权制衡度、国有股和法人股比例这几个

^① 刘汉民、刘锦：《资本结构、公司治理与国企改革——“资本结构与公司治理研讨会”综述》，《经济研究》2001年第10期。

方面来考察。

(1) 股权集中度主要反映大股东控股的强弱程度,多用前几位大股东所持股权的比例和其相互关系来表示。一般按第一大股东持股比例可将股权结构分为三类:一是股权高度集中,第一大股东持股比例在50%以上,对公司拥有绝对控制权;二是股权高度分散,第一大股东持股比例小于25%,公司没有大股东,所有权与经营权基本完全分离;三是股权相对比较集中,即第一大股东具有相对较强的控股能力,所持股份比例在25%与50%之间。

(2) 股权制衡度主要反映其他大股东对第一大股东权利的制衡程度,即公司控制权在几个大股东之间分享,通过内部牵制,形成其他大股东对控股股东的有效监督。股权制衡度就像一把双刃剑,一方面股权制衡度越高,其他大股东对控股股东的约束力越强,可以更大程度限制控股股东的私利行为;另一方面,股权制衡度的增加也会限制控股股东在公司经营与监督方面积极作用的有效发挥,增加公司经理人的道德风险。本书借鉴孙兆斌(2006)的方法^①,用第一大股东持股比例与第二大股东持股比例两者的比值来表示股权制衡度。

(3) 由于我国股票市场分割的特殊性的存在,一般根据股份是否能够流通分为流通股和非流通股,根据持股主体不同可分为国有股、法人股、公众股和境外投资者股票四种。实证研究中一般选用流通股比例进行分析,但随着股权分置改革的进行和股票的全流通,该指标已无多大意义,因此本书的实证分析将选用国有股比例(国家股/总股本)、法人股比例(法人股/总股本)进行实证检验。

2. 债务结构

本书的债务结构主要是指债务的所有者结构和债务期限结构。

(1) 根据负债资金的来源不同,债务所有者结构可以分为公开负债(可以公开交易的各类公司债券)和非公开负债(银行和非银行金融机构提供的贷款等不能公开交易的负债)。债务所有者结构通常用银行借款负债比率、商业信用负债比率和公司债券负债比率来表示。由于

^① 孙兆斌:《股权集中、股权制衡与上市公司的技术效率》,《管理世界》2006年第7期。

我国发行公司债券的上市公司很少,而且银行负债一般是房地产业上市公司的主要资金来源,因此本书分析用银行借款负债比率来表示债务所有者结构,银行借款比率为上市公司短期借款、长期借款之和与总负债的比值。

(2) 债务期限结构是指公司债务中长期负债与短期(流动)负债之间的比例关系。其中中长期负债的债务期限大于一年,短期负债的债务期限小于一年。债务期限越长,未来还本付息的不确定性和风险越大,因此债权人要求的利率就高。公司在债务融资时,如果遵循债务期限与项目的生命周期相匹配的原则,债务融资成本将会降低,公司绩效随之提高。对于债务期限结构,本书用流动负债率,流动负债率由上市公司流动负债与总负债的比值衡量。

3. 负债融资水平

负债的融资水平是决定公司融资结构合理与否的重要因素之一,一般包含债权融资和股权融资。本书只考察债权融资,用资产负债率(总负债与总资产的比值)来表示负债融资水平。

二、公司绩效

1. 绩效概念

绩效这个概念涵盖的范围十分广泛,国内外学者对此的定义也有不同见解。Ruekert、Walker 和 Roering (1985) 认为绩效有三个层次的意思:(1) 与竞争者产品和服务的比较——效果;(2) 投入的资源与产出的比率——效率;(3) 企业面对环境的威胁与机会选择时的应变能力——适应性^①。Lebas (1995) 认为“绩效”是对是否成功的达成企业目标的一种衡量^②。杨国彬(2001)认为绩效是公司一定经营期间的资产运营、财务效益、资本保值增值等经营成果的综合^③。

本书所指的绩效是指公司经营绩效。公司经营绩效是指企业在一定

① Ruekert R. W., Walker O. C. and Roering K. J., *The Organization of Marketing Activities: a Contingency Theory of Structure and Performance*. *Journal of Marketing*, 1985 (49).

② Lebas M. J. *Performance Measurement and Performance Management*. *International Journal of Production Economics*, 1995 (41).

③ 杨国彬、李春芳:《企业绩效评价指标——EVA》,《经济管理》2001年第9期。

时期内利用有限的资源，从事经营活动所达成企业目标的程度或表现。

2. 绩效评价指标分析

公司绩效评价指标可分为“财务指标的绩效衡量”和“非财务指标的绩效衡量”两类^①。由于企业的长期目标总是纯财务性的，而且财务指标具有综合反映公司绩效的功能，因此财务评价指标一直是使用最广泛的绩效评价指标。

根据计量基础的不同，财务指标的绩效衡量可分为以下三种：（1）以账面价值（历史成本）为基础计量的公司资产价值，如净资产收益率；（2）以市场价值（公司利用其资产创造的未来收益的现值）为基础计量的公司资产价值，如 Tobin's Q；（3）以经济价值（利用资产负债表中某些相关项目调整后的金额来确定）为基础计量的公司资产价值，如 EVA。

（1）净资产收益率（ROE）

净资产收益率 = 净利润 / 平均净资产 × 100% = 2 × 净利润 / （所有者权益年初数 + 所有者权益年末数） × 100%

净资产收益率反映公司所有者权益的投资收益率。对单个公司来说，净资产收益率越高，公司自有资本获得的收益就越好。当然，也说明公司盈利能力强、经营状况优良、各项成本费用控制合理，对投资者、债权人的保证程度越高。

尽管净资产收益率可以从财务的角度对公司经营绩效作出评价，但由于只是一个指标的评价，因此也有一定的不足：一是企业的经营绩效衡量应是综合能力的衡量，不仅要考虑盈利能力，还要考虑偿债、成长、现金流动性能力等方面；二是现行会计准则和制度体系中会计政策和会计方法存在可选择性，并且在财务报表的编制过程中也存在一定弹性，这都使得公司管理者控制或操纵财务指标变得有可能；三是基于会计信息的 ROE 本身就具有一定的滞后性和短期效应。

（2）托宾 Q 值（Tobin's Q）

美国经济学家 James Tobin 于 1969 年提出以市场价值（公司利用其

^① 池国华、迟旭升：《我国上市公司经营业绩评价系统研究》，《会计研究》2003 年第 8 期。