

房地产上市公司营运资本结构与 公司价值相关性的实证研究

韩庆兰(博士生导师) 颜敏

(中南大学商学院 长沙 410083)

【摘要】 本文对营运资本进行了重分类,并以2003~2006年在沪、深两市上市的房地产公司作为研究样本,利用固定效应模型对其营运资本结构与公司价值的相关性进行了实证研究。

【关键词】 房地产上市公司 营运资本结构 公司价值 固定效应模型

本文对营运资本进行了重分类,并以资金密集型的房地产上市公司作为研究对象,系统地分析了其营运资本结构对公司价值的影响。

一、研究假设

本文的营运资本是指净营运资本或营运资金,即流动资产减去流动负债后的余额。我们将营运资本分为金融营运资本和经营营运资本。具体分类见表1:

表1 营运资本分类

金融营运资本		金融流动资产	货币资金、交易性金融资产、应收利息、应收股利
		金融流动负债	短期借款、交易性金融负债、应付利息、应付股利
经营营运资本		经营流动资产	除金融流动资产以外的流动资产
		经营流动负债	除金融流动负债以外的流动负债

根据国内外已有的研究成果,我们提出如下假设:

假设1:营运资本周转天数、应收账款周转天数与公司价值负相关。

假设2:一年以上的应收账款占应收账款总额的比例与公司价值负相关。

假设3:预收账款与营业收入之比与公司价值负相关。

假设4:预付账款与营业成本之比与公司价值正相关。

假设5:“经营流动资产/总资产”与公司价值负相关。

假设6:金融流动资产负债率与公司价值正相关。

二、变量定义、样本选取与计量模型

1. 变量定义。本文研究中的各个变量及其具体情况详见表2。

(1)衡量公司价值的变量。本文用托宾Q值衡量公司价值,托宾Q值为公司资产的市场价值与其重置成本之比。其中:资产的市场价值为普通股市场价值和债务账面价值之和,普通股市场价值为年末最后一个交易日的收盘价乘以普通股股数;而资产的重置成本用资产的账面价值代替。非流通股的市场价值根据每股净资产折算,以此重新估算托宾Q值从而减小估算误差,即: $TQ=(流通股股数 \times 每股股价 + 非流通股股数 \times 每股净资产 + 负债总额) / 总资产$ 。

表2 变量的定义

变 量	代 码	与 公 司 价 值 的 关 系
衡量公司价值的变量 (因变量)	托宾Q值 TQ	
衡量流动资产与流动负债的内部变量 (自变量)	应收账款周转天数	YSZZ 负相关
	一年以上的应收账款占应收账款总额的比例	YSZB 负相关
	预收账款与营业收入之比	YSSB 负相关
	预付账款与营业成本之比	YFCB 正相关
衡量流动资产与流动负债相关结构的变量 (自变量)	营运资本周转天数	YYZZ 负相关
	经营流动资产/总资产	JLZK 负相关
	金融流动资产负债率	JLFZ 正相关

(2)衡量流动资产与流动负债的内部变量。与其他行业的公司相比,房地产公司的应收账款在流动资产中所占的比例相当大,是一项极为重要的流动资产。而且房地产公司在土地储备方面所占用的资金数额很大,导致预付账款的金额通常很大。房地产公司的产品一般是先销售后“生产”,从而预收账款在流动负债中所占的比例很大。故选取以下4个变量衡量房地产公司营运资本结构对公司价值的影响:①应收账款周转天数:反映房地产公司应收账款的周转速度。②一年以上的应收账款占应收账款总额的比例:反映房地产公司的应收账款的回收风险。③预付账款与营业成本之比:反映预付账款的周转情况。④预收账款与营业收入之比:反映预收账款的周转情况。

(3)衡量流动资产与流动负债相关结构的变量。在对营运资本进行分类的基础上分析流动资产与流动负债的结构,可以更准确地反映营运资本结构。故选取以下3个变量衡量房地产公司营运资本结构对公司价值的影响:①营运资本周转天数:反映营运资本项目之间相互转换的时间。②经营流动资产/总资产:反映公司的营运资本投资政策。③金融流动资产负债率:反映目前有多少资金能用于偿还短期借款等流动负

债项目,反映了金融营运资本结构。

2. 样本选取与计量模型。本文样本数据来源于Wind资讯。在样本的选择上进行了如下考虑:剔除ST公司和PT公司;只选择可发行A股的公司;剔除数据不全及主营业务收入占总收入的比例小于50%的公司。最终,将2003~2006年在沪、深两市上市的45家A股公司作为样本公司。

本文采用的是面板数据,我们首先通过Hausman检验来确定使用哪种计量模型。通过Eviews5.1软件计算得出如表3所示的结果:

表3 Hausman 检验结果

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq.d.f	Prob.
Cross-section random	21.284 427	7	0.003 4

根据表3的结果,选择固定效应模型。模型如下:

$$TQ_{it} = C + \beta_1 YSZZ_{it} + \beta_2 YSZB_{it} + \beta_3 YSSB_{it} + \beta_4 YFCB_{it} + \beta_5 YYZZ_{it} + \beta_6 JLZK_{it} + \beta_7 JLFZ_{it} + u_i + \varepsilon_{it}$$

其中: TQ_{it} 是因变量,即托宾Q值; u_i 是第 i 个单位的个体效应; β_k 是斜率。假设个体效应 u_i 是常量,其他随时间而变的因素的作用归入随机项 ε_{it} 中。

三、研究结果

我们采用最小二乘法进行回归分析,运用Eviews5.1软件计算得出的结果如表4所示:

表4 回归结果

变量	相关系数	Std. Error	t 统计量	Prob.
C	1.162 868	0.079 529	14.622 010	0.000 0
YSZZ	-0.001 072	0.000 394	-2.723 081	0.007 4
YSZB	-0.000 196	0.000 397	-2.493 053	0.002 8
YSSB	-0.012 627	0.005 590	-2.258 840	0.025 6
YFCB	0.001 093	0.001 359	1.804 305	0.022 7
YYZZ	9.16E-07	1.25E-06	1.733 871	0.034 4
JLZK	-0.141 658	0.115 549	-1.225 953	0.222 5
JLFZ	0.003 300	0.004 061	2.812 635	0.007 9
R ² =0.748 220		DW=	F 统计量=7.458 444	
Adjusted R ² =0.647 902		1.931 662	Prob(F 统计量)=0	

表4中, R^2 的值为0.748 220,说明整个模型的拟合优度较好; t 统计量的绝对值均大于1.2,表明模型中各变量都通过了检验;而从 F 统计量可以看出,模型中自变量与因变量的线性关系显著; $\text{Prob}(F \text{ 统计量})=0$,说明模型的整体效果很好。根据表4的结果,可以得出以下结论:

第一,营运资本周转天数通过了显著性检验,但是相关系数与预期的相反。从影响营运资本周转天数的因素和房地产公司营运资本的特点着手,我们可以发现导致这种现象的主要原因是,政府部门对房地产行业实施宏观调控,陆续出台的一系列文件和法规涉及房地产行业的各个环节,这都影响了房地产公司的营运资本周转天数,尤其是对存货的周转影响很大,从而导致回归结果与预期的相反。

应收账款周转天数与公司价值表现为显著的负相关关系,应收账款周转速度越快,满足公司日常经营需要的资金数额就越大。因此,加强房地产公司应收账款的管理有利于公司价值的提升。

第二,一年以上的应收账款占应收账款总额的比例与公司价值存在显著的负相关关系。一年以上的应收账款一般都存在较大的回收风险。一年以上的应收账款占应收账款总额的比例越小,说明公司收回应收账款的能力越强,公司的价值也就越大。

第三,预收账款与营业收入之比与公司价值表现出显著的负相关关系。预收账款与营业收入之比越大,说明公司将负债转化为资本的能力越弱,公司的价值也就越小。

第四,预付账款与营业成本之比与公司价值表现为显著的正相关关系。预付账款与营业成本之比越大,说明公司的资本越雄厚,公司有足够的资金用于购建长期资产,公司的价值越大。

第五,“经营流动资产/总资产”与公司价值表现为显著的负相关关系。我们可以根据经营流动资产在总资产中所占的比重来判断公司选用的是激进的还是稳健的营运资本政策。“经营流动资产/总资产”的值越小,说明营运资本政策越激进,那么公司的价值也就越大。

第六,金融流动资产负债率对公司价值具有显著影响,其与公司价值表现为显著的正相关关系。由于公司长期经营,经营流动资产与长期资产一样不易于变现,当公司的短期债务到期时,只能用金融流动资产偿付。金融流动资产负债率越高,说明债务资本支持公司的日常经营活动的能力越强,公司的融资能力越强,公司价值越大。

本文研究结果表明,一年以上的应收账款占应收账款总额的比例、预收账款与营业收入之比、预付账款与营业成本之比以及金融流动资产负债率等因素对房地产上市公司的价值产生影响。基于此,笔者认为在目前的经营背景下,房地产上市公司对营运资本进行合理的分类,进行有效的营运资本配置,有助于解决营运资本管理方面的问题,同时也是提高公司价值的有效途径。

主要参考文献

1. 王竹泉,逢咏梅,孙建强.国内外营运资金管理研究的回顾与展望.会计研究,2007;2
2. 毛付根.论营运资金管理的基本原理.会计研究,1995;1
3. 王治安,吴娜.管理资产负债表视角下营运资本管理与企业价值的相关性研究.财会月刊(理论),2007;11
4. 汪平,闫甜.营运资本、营运资本政策与企业价值研究——基于中国上市公司报告数据的分析.经济与管理研究,2007;3
5. 郁国建.建立营运资金管理的业绩评价体系.中国流通经济,2000;3
6. 吴英.资产流动性测算的新方法——基于营运资本需求的资金结构分析.财会月刊(会计),2006;2