

利率调整对房地产企业资本结构的影响

崔慕华 唐颖

(东北林业大学经济管理学院 哈尔滨 150040)

【摘要】 本文运用相关性分析方法,通过对我国房地产企业10年资产负债率与利率间的关系进行实证研究后发现:利率对企业资本结构有显著影响,从企业性质来看,利率调整对国有房地产企业资本结构的影响程度低于非国有房地产企业,但是上市房地产企业与非上市房地产企业受利率的影响程度不具有可比性。最后,笔者在实证研究结果的基础上提出了相应的建议。

【关键词】 资本结构 利率 房地产 相关分析

一、引言

利率政策在中央银行货币政策中的地位越来越重要。利率与企业筹资成本密切相关,制定合理的利率,对发挥利率的经济杠杆作用有着重要的意义。在我国,房地产行业对GDP的贡献持续增加,是拉动国民经济增长的一股重要力量。房地产业作为资金密集型行业,素有“准金融业”之称,利率的波动对其有明显的影

响。目前多数房地产开发企业主要依靠商业银行贷款,行业平均负债率在70%左右,资本结构对房地产企业而言尤为重要,而利率的上升会增加房地产企业负债资金成本,从而影响其资本结构。

本文就利率调整对房地产企业资本结构的影响进行实证研究,探索国家通过利率调整影响房地产企业的程度与结果,以期通过研究来丰富和发展相关理论,同时提高利率等货币政策在房地产企业宏观调控中的实践指导作用。

二、研究假设

利率的调整会改变企业融资成本,调整企业经济预期,改变融资决策。从我国央行制定的货币政策来看,主要利用贷款利率的提高来控制 and 防范房地产业过热。利率上升,使企业的融资成本加大,企业会相应减少贷款量,企业的资产负债率随利率的上升而下降。因此,本文提出第一个假设:利率与企业资产负债率负相关。

房地产企业有上市公司与非上市公司之分,相比非上市公司,上市公司有股权融资的资金融资渠道,对银行贷款的依赖性相比非上市公司低,所以本文提出第二个假设:利率调整对上市公司房地产企业资本结构的影响程度低于对非上市公司房地产企业资本结构的影响程度。

从所有者性质看,房地产企业有国有与非国有之分,国有企业的资本主要由国家投入,拥有资源优势,容易获得银行贷款,因此,本文提出第三个假设:利率调整对国有房地产企业资本结构的影响程度低于对非国有房地产企业资本结构的影响程度。

三、实证分析与检验

1. 数据收集和样本选取。 本文所使用的上市公司财务数据来源于中国上市公司咨询网(<http://www.cnlist.com>)2001年至2010年的基本信息和年度财务报告。非上市公司数据来源于历年《中国统计年鉴》。利率数据来源于中国人民银行网站(<http://www.pbc.gov.cn/>)。

本文样本的选取以证监会《上市公司行业分类指引》中的房地产开发与经营业为基础,同时剔除ST公司,共选取93家房地产上市公司。

分析时采用SPSS统计分析软件。

2. 描述性统计。 表1是关于93家房地产上市公司2001年至2010年资产负债率的描述性统计分析。分析结果显示标准差较高,说明样本公司中资产负债率个体差异较大,任何一家都不足以单独代表整个行业。

表1 房地产上市公司资产负债率统计量

年份	N	极小值	极大值	均值	标准差
2010	93	18.47	95.39	62.288 5	16.633 09
2009	93	1.44	96.51	59.939 5	17.202 56
2008	93	4.23	1 362.91	74.470 6	137.189 28
2007	93	10.87	177.12	63.596 2	28.008 67
2006	93	0.00	301.23	66.003 4	38.997 46
2005	93	10.86	313.55	65.291 5	35.993 65
2004	93	8.22	268.48	61.392 9	31.645 30
2003	93	6.71	272.63	58.889 0	30.739 63
2002	93	2.44	107.28	52.074 3	20.363 10
2001	93	1.76	97.87	49.518 7	19.160 09
有效的 N (列表状态)	93				

表2是从企业性质来看,以每年资产负债率均值为基础,10年的描述统计量。从中可以看出,非上市企业的资产负债率标准差最小,说明非上市企业每年资产负债率差异较小,但

是非上市企业资产负债率比上市企业高,保持在73%左右。非国有企业比国有企业的标准差高,个体差异较国有企业明显,但是均值基本相同。总体来说,样本公司资产负债率均值仍保持较高水平,行业风险较大。

表2 资产负债率描述统计量

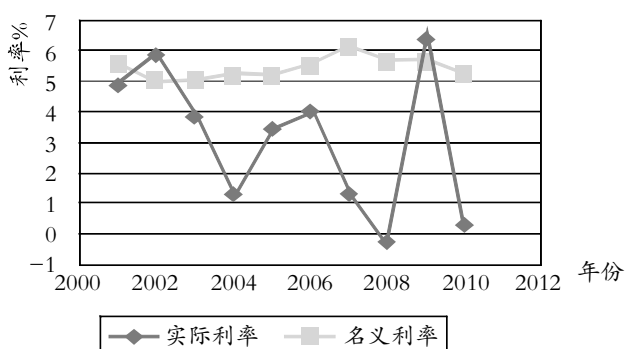
	N	极小值	极大值	均值	标准差
国有上市企业	10	55.06	68.61	61.659 8	4.322 63
非国有上市企业	10	48.78	75.69	61.305 1	7.641 67
上市公司	10	49.80	74.47	61.420 4	6.972 46
非上市公司	10	72.30	75.80	73.980 0	1.108 35
有效的 N (列表状态)	10				

由于我国房地产上市公司债务至今仍以银行贷款为主,因此本文中的利率变量选择用6个月期银行实际贷款利率,同一年中利率有多次调整时以其加权平均水平作为标准。考虑到通货膨胀的因素,名义利率的研究价值不大,故采取实际利率:

$$\text{实际利率} = \text{名义利率} - \text{同期通货膨胀率}$$

下图反映了2001至2010年间名义利率和实际利率的变化趋势。由下图可以看出,名义利率先缓慢上升至2007年又逐步下降,但减去同期通货膨胀率后对应的实际利率则呈明显不同趋势,先小幅上升,2002年急剧下降,2004年有一定程度回升,然后2006年大幅下降后从2008年开始急剧上升超过原来数值,但2010年由于通货膨胀率的上升,使得实际利率反而大幅度下降。

综观各年利率变化,发现其呈现一种极不稳定的难以估计的态势,信号作用明显。



2001~2010年利率变化图

3. 相关性分析。表3是经过计算得出的利率与样本公司资产负债率之间的皮尔逊相关系数。计算结果表明利率与房地产上市公司资产负债率的相关系数为-0.668,在显著性水平为5%的条件下显著负相关,说明银行贷款利率的提高会影响企业的资本结构,降低资产负债率,假设一成立。

表4是从上市与否方面,经过计算得出的利率与资产负债率之间的皮尔逊相关系数。计算结果表明利率与上市公司资产负债率相关系数为-0.718,在显著性水平为0.05的条件下显著负相关,而利率与非上市公司资产负债率的相关系数

为0.413,相关性不高。说明利率对上市公司资本结构的影响程度大于非上市公司,与假设二相矛盾。

表3 验证假设一皮尔逊相关系数

		利率	资产负债率
利率	Pearson 相关性	1	-0.668 *
	显著性(双侧)		0.035
	N	10	10
资产负债率	Pearson 相关性	-0.668 *	1
	显著性(双侧)	0.035	
	N	10	10

注:*表示在0.05的水平上(双侧)显著相关。

表4 验证假设二皮尔逊相关系数

		利率	上市公司资产负债率	非上市公司资产负债率
利率	Pearson 相关性	1	-0.718 *	0.413
	显著性(双侧)		0.030	0.269
	N	10	9	9
上市公司资产负债率	Pearson 相关性	-0.718 *	1	-0.743 *
	显著性(双侧)	0.030		0.022
	N	9	9	9
非上市公司资产负债率	Pearson 相关性	0.413	-0.743 *	1
	显著性(双侧)	0.269	0.022	
	N	9	9	9

注:*表示在0.05的水平上(双侧)显著相关。

表5是从企业性质方面,经过计算得出的利率与国有房地产上市公司和非国有房地产上市公司资产负债率之间的皮尔逊相关系数。

计算结果表明利率与非国有上市公司资产负债率的相关系数为-0.658,在显著性水平为5%的条件下显著负相关,而利率与国有上市公司资产负债率的相关系数为-0.546,相关性不高。

由此看出,利率对非国有企业的影响程度高于对国有企业的影响程度,假设三成立。

表5 验证假设三皮尔逊相关系数

		利率	国有企业资产负债率	非国有企业资产负债率
利率	Pearson 相关性	1	-0.546	-0.658 *
	显著性(双侧)		0.103	0.039
	N	10	10	10
国有企业资产负债率	Pearson 相关性	-0.546	1	0.559
	显著性(双侧)	0.103		0.093
	N	10	10	10
非国有企业资产负债率	Pearson 相关性	-0.658 *	0.559	1
	显著性(双侧)	0.039	0.093	
	N	10	10	10

注:*表示在0.05的水平上(双侧)显著相关。

四、研究结论

本文着重研究了利率变动与房地产企业资本结构之间的关系,并对比了上市公司、非上市公司以及国有企业、非国有企业受利率变化影响的程度。验证了所提出的三个研究假设,最后得出如下分析结论:

1. 利率是影响房地产企业资本结构的一个重要因素。通过对 93 家上市公司 10 年间样本数据进行分析发现,利率与企业资产负债率的相关系数为 -0.668 ,在 5% 的显著性水平上显著负相关。

从现实的情况来看,利率的小幅调整对一般企业及市场影响不会太大,但由于房地产行业的特殊性,其资本结构受利率的影响较大:一是国内房地产市场是占 GDP 比重较大的市场;二是金融市场与房地产市场密切相关,房地产市场的发展就在于金融市场对其支持的力度,房地产企业的贷款依存度偏高,资产负债率普遍较高;三是利率对房地产市场的影响不仅在于房地产供给方,而且在于房地产市场需求方,利率水平不同决定了房地产市场需求者的进入程度,进而影响企业自身的决策。

央行上调利率,公司借款成本增加,财务风险增大,企业会降低借款量,转而发行股票等筹资方式,从而降低企业资产负债率,降低了企业的风险。同时,利率上调会增加购房者每期还款金额,购房成本增加,也会增加购买者的未来不确定性风险,导致购房数量有所降低,需求的下降会一定程度地影响供给,最终也会减少企业的贷款额,降低资产负债率。此外,利率调整对市场的信号作用不容小觑。调高利率最主要是表达了央行的一个宏观调控的信号,即政府决心对国内过快增长的房价、过快的固定资产投资进行调控。利率调整对于房地产市场的警示作用也会在一定程度上影响企业的融资决策,从而改变资本结构。

2. 利率与上市公司和非上市公司的资本结构之间相关性的对比结果不明显。理论上,非上市公司筹集资金渠道有银行贷款、发行债券、自筹资金等,当前很大比例的房地产企业严重依赖银行贷款,导致资产负债率过高,企业风险增大。而上市公司相比非上市公司而言,有股权融资的资金融资渠道,对银行贷款的依赖性比非上市公司低。

但是,实证分析可以看出,利率与上市公司资产负债率相关系数为 -0.718 ,而利率与非上市公司资产负债率的相关系数为 0.413 ,说明上市公司受利率的影响程度更大,与理论分析相矛盾。

理论分析检验不成功可能有以下原因:一是数据收集不准确。本文所选用上市公司数据是根据上市公司年报而来,非上市公司数据来源于《中国统计年鉴》,来源不同,计算方法以及数值选择标准可能不相同,而且目前上市公司财务失真现象依然存在,企业财务数据存在被操纵的可能性。二是理论研究认为上市公司有股权融资的资金融资渠道,银行贷款依赖

性较低,但是实际情况有可能并非如此。银行贷款程序比较简单,也非常灵活,只要企业效益良好,贷款融资较容易成功;而股权融资发行费用高,易分散股权。鉴于上述考虑,企业有可能优先选择银行贷款,不会轻易进行股权融资,所以上市公司具有股权融资的优势表现不明显,导致实证检验与理论分析相矛盾。

3. 在房地产企业的上市公司中,利率对国有企业的影响程度高于对非国有企业的影响程度。通过对 11 家国有上市公司和 82 家非国有上市公司的 10 年间样本数据的实证分析显示,利率与非国有企业资产负债率的相关系数为 -0.658 ,与国有企业资产负债率的相关系数仅为 -0.546 ,说明利率对国有企业的影响程度低于对非国有企业的影响程度。

国家宏观调控引发金融机构对房地产资金信贷的收缩,银行融资受限后普遍将房地产企业贷款年利率在基准利率的基础上进行一定程度上浮。

国有企业有政府背景,自身实力雄厚,大部分企业拥有优良的资质。在本身资金已经比较充盈的情况下,凭借其国有企业良好的信誉获得银行贷款亦较民营企业更加容易,因此利率的调整对其影响相对较小。而民营企业等非国有企业不具有政府背景,不具备信誉、土地等方面的优势,相当一部分房地产企业融资困难重重,融不到资金或者融资成本过高,继而引发资金链断裂,导致项目搁浅等重大问题。由此可见,非国有企业受利率调整的影响较大。

五、建议

随着市场经济的进一步完善和发展,利率对房地产市场的调控作用将越来越明显。从以上分析可以看出,利率与企业的资本结构有着直接影响,因此企业要积极应对国家对利率的调整:

第一,降低房地产企业的资产负债率,增强其抗风险能力,因为资产负债率过高则会增加企业的信用风险和流动性风险,甚至危及企业生存。

第二,建议大力发展债券市场,拓宽企业融资渠道,实现股权融资和债权融资相结合,进而实现房地产企业资本结构最优化。

第三,民营企业尤其要股权开放,拓宽融资渠道,突破资金瓶颈,争取创造条件、做大做强,形成品牌优势。

第四,加快利率的市场化进程,促进股权融资和债权融资的均衡发展。

主要参考文献

1. 宋志勇,熊璐璐.利率对房地产价格影响的理论与实证研究.当代经济,2009;6
2. 林中.新形势下民营房地产开发企业的持续发展战略.中国房地产,2007;12
3. 林孝基.利率变化对企业资本结构的影响.福州大学学报,2001;2