

**本科毕业设计[论文]**

**财务杠杆对房地产企业经营绩效的影响研究**

|  |  |
| --- | --- |
| 院 系 | 管理学院 |
| 专业班级 | 财务管理1802班 |
| 姓 名 | 李博阳 |
| 学 号 | U201812966 |
| 指导教师 | 甘煦 |

2022年6月2日

**学位论文原创性声明**

本人郑重声明：所呈交的论文是本人在导师的指导下独立进行研究所取得的研究成果。除了文中特别加以标注引用的内容外，本论文不包括任何其他个人或集体已经发表或撰写的成果作品。本人完全意识到本声明的法律后果由本人承担。

作者签名： 年 月 日

**学位论文版权使用授权书**

本学位论文作者完全了解学校有关保障、使用学位论文的规定，同意学校保留并向有关学位论文管理部门或机构送交论文的复印件和电子版，允许论文被查阅和借阅。本人授权省级优秀学士论文评选机构将本学位论文的全部或部分内容编入有关数据进行检索，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存和汇编本学位论文。

本学位论文属于 1、保密 囗 ，在 年解密后适用本授权书。

2、不保密 囗 。

作者签名： 年 月 日

导师签名： 年 月 日

**摘要**

近年来去杠杆化一直是我国经济发展的热点话题，为了解决杠杆率高和结构失衡的问题，国家早于2015年10月便提出了去杠杆要求，并与2016年颁布了《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》。在2017年的全国金融会议上，习近平总书记再一次提出了降杠杆的基调。在此背景下，降杠杆的重要性不言而喻。

房地产行业在我国的经济发展中有着举足轻重的作用，是我国经济的重要支柱之一。同时，房地产行业是典型的资金密集型产业，具有资金需求量大、资金周转较慢、投资回报周期长、项目风险高等特点。这导致了我国房地产企业普遍存在对资金依赖程度高、融资渠道单一的问题，进而导致房地产企业财务杠杆偏高，资金结构不尽合理等问题的出现。2020年国家推出“三道红线”政策，对房地产企业的负债问题有了明确的约束。2021年恒大债务危机迅速引起了多方的注意，也让人思考在去杠杆化的政策大环境下房地产企业如何平衡其财务杠杆，以追求更高的绩效水平。

本文旨在研究我国房地产企业的财务杠杆和经营绩效之间的影响关系，同时在研究基础上探讨我国房地产企业应如何控制公司的财务杠杆水平和结构来保证自身的稳定发展。本文选取了我国A股上市的103家房地产企业作为研究样本，数据时间区间为2017年至2021年，检验了房地产企业财务杠杆水平和财务杠杆期限结构对企业经营绩效的影响。实证分析结果发现：从财务杠杆水平方面来说，房地产企业财务杠杆水平与其经营绩效之间存在倒“U”型关系；从财务杠杠期限结构来看，房地产企业的长期负债率和短期负债率均与经营绩效呈负相关关系，其中短期负债率对企业经营绩效的负向影响更大。

**关键词：**房地产企业；企业经营绩效；财务杠杆；因子分析

**Abstract**

In recent years, deleveraging has been a hot topic in China's economic development. In order to solve the problems of high leverage ratio and structural imbalance, the state put forward the requirement of deleveraging as early as October 2015 and promulgated the opinions of the State Council on actively and steadily reducing enterprise leverage ratio in 2016. This shows the importance of reducing leverage.

The real estate industry plays a pivotal role in China's economic development and is one of the important pillars of China's economy. At the same time, real estate is a typical capital intensive industry, which has the characteristics of large capital demand, long capital turnover cycle, high project risk and strong industrial relevance. These characteristics determine that China's real estate enterprises have the problems of high dependence on capital and single financing channels. Then it leads to the problems of high financial leverage and unreasonable capital structure of real estate enterprises. In 2020, the state launched the "three red lines" policy, which has clear constraints on the debt problems of real estate enterprises. Evergrande's debt crisis in 2021 quickly attracted the attention of many parties, and also made people think about how real estate enterprises can balance their financial leverage in order to pursue a higher level of performance under the policy environment of deleveraging.

This paper aims to study the relationship between financial leverage and operating performance of China's real estate enterprises, and further explore how China's real estate enterprises should control the level and structure of financial leverage to ensure their own stable development. This paper selects China's A-share listed 103 real estate enterprises as the research sample, and the data time interval is 2017-2021 to test the impact of the financial leverage level and financial leverage period structure of real estate enterprises on the operating performance of enterprises. The results show that: From the aspect of financial leverage level, there is an inverted "U" relationship between the financial leverage level of real estate enterprises and their operating performance; From the term structure of financial leverage, the long-term debt ratio and short-term debt ratio of real estate enterprises are negatively correlated with business performance, and the short-term debt ratio has a greater negative impact on business performance.

**Key Words：**Real estate enterprises; Business performance; Financial leverage; Factor analysis

目录

1绪论 1

1.1研究背景 1

1.2 研究目标及研究意义 2

1.2.1 研究目标 2

1.2.2 研究意义 2

1.3 研究内容及研究方法 3

1.3.1 研究内容 3

1.3.2 研究方法 3

1.4 创新性和不足 4

2文献综述 5

2.1概念界定 5

2.1.1财务杠杆 5

2.1.2 企业经营绩效 5

2.2 国内外学者财务杠杆与企业经营绩效的关系的文献综述 6

2.2.1 理论基础 6

2.2.2 国内外学者对财务杠杆与企业经营绩效关系的研究 7

2.3 文献评述 10

3研究假设与模型构建 11

3.1研究假设 11

3.1.1 房地产企业财务杠杆水平对经营绩效的影响假设 11

3.1.2 房地产企业财务杠杆中不同期限负债对经营绩效的影响假设 11

3.1.3 房地产企业财务杠杆的最佳范围 12

3.2 样本选取 12

3.3 变量设计 13

3.3.1 被解释变量的选取 13

3.3.2 解释变量的选取 14

3.3.3 控制变量的选取 14

3.4 研究模型的构建 15

4实证分析 16

4.1描述性统计 16

4.2 相关性分析 17

4.3因子分析 18

4.3.1 KMO和Bartlett检验 18

4.3.2 提取主因子 18

4.3.3 计算因子得分 19

4.4 回归分析 20

4.5 稳健性检验 22

4.6 财务杠杆水平在不同范围下对经营绩效的影响 24

5研究结论 25

致谢 26

参考文献 27

# 1绪论

## 1.1研究背景

随着我国房地产行业的快速发展，房地产产业已经逐渐成为我国经济的重要支柱之一。根据国家统计局统计数据：2021年，全国房地产开发投资总额高达147602亿元，相比上年增长了4.4%。全国商品房销售面积179433万平方米，比上年增长了1.9%。房地产行业不仅与我国民生密切相关，也紧密影响着金融、建筑、建材、化工等多个上下游产业。同时作为资金密集型产业，需要大量资金的房地产企业往往存在着高负债问题，且在当今该问题己经日益凸显。

2021年恒大债务危机事件引起了房地产行业乃至全国的关注，作为头部房企的恒大最终宣布无法履行巨额债务的担保义务，给我们带来了诸多警示。其实不止是恒大集团，近两年来已经有华夏幸福、蓝光、泰禾等多家房企出现债务危机等经营问题。目前，银行贷款在我国房地产开发企业的资金来源中占有主要的地位，根据数据显示，我国房地产企业的融资渠道中银行贷款占据约40%左右的比例。这是由于房地产企业受到我国融资环境的影响，其他融资方式融资成本高，获取难度大，最终导致房地产企业融资渠道单一。

针对房地产行业的高杠杆问题，国家出台了很多政策引导行业稳定发展。早在2015年，针对房地产市场库存大和企业负债率高的问题，习近平主席就提出了三去一降一补的政策，将去杠杆作为供给侧结构性改革的重要目标之一，2016年国家更是再次强调降低企业杠杆率的重要性。同年，国家为规范房地产行业、降低“炒房热”提出房子是用来住的不是炒的“房住不炒观念”。在同年，许多城市陆续推出房产限购政策，降低炒房热，让房产回归其商品属性。2018年3月，两会政府报告中进一步强调了政府坚持“房住不炒”的调控思路和坚定决心。同年7月中央政治局为解决房地产行业问题，提出因城施策，促进市场供需平衡。在这些政策的引导和调控下。房地产市场逐渐降温，虽然行业的投资总额仍居高位，但增长速度明显回落。同样在国家政策大环境下房地产企业的融资难度加大，迫使房企关注自己的融资方式和融资渠道。2020年疫情稳定后国家经济迅速回暖，楼市也随之升温，房价进一步升高，房地产企业争相贷款抢地。根据中国银行研究院数据显示，上市房企资产负债率高达79.9%。为此央行和住建局推出“三道红线”政策来约束房地产企业。政策于2021年起全面实施，该政策规定：房地产企业资产负债率在剔除预收账款后不得大于70%；净负债率不能高于100%；现金短债比不能小于1。“三道红线”政策的收紧促使N那些崇尚“高周转、高负债”的房地产企业转变自身的经营观念，重视自身的财务杠杆水平的控制和杠杆结构的优化。

## 1.2 研究目标及研究意义

### 1.2.1 研究目标

本文选取我国A股上市的房地产企业的年度报表数据为样本，时间区间为2017-2021年的五年区间。本文通过实证分析，旨在研究房地产企业财务杠杆水平和结构对该企业的经营绩效的影响关系，同时根据研究结果进一步分析探讨：在当前的房地产市场和政策背景下，为追求最高的企业经营绩效，房地产企业应该怎样控制自身的财务杠杆。最后本文希望能借助本次研究提出有助于房地产行业健康稳定发展的建议和对策。

### 1.2.2 研究意义

房地产行业在我国经济发展中有着举足轻重的地位，是我国国民经济的重要组成部分，同时房地产行业也影响着上下游众多行业的发展。同时作为资金密集型产业，房企对资金的需求量极高，在我国的融资环境下普遍存在着负债率高、财务风险高等问题。我国房地产行业在我国经济的重要地位和高负债的行业特性决定了研究其财务杠杆对于经营绩效影响关系的重要性。研究房地产企业财务杠杆对其经营绩效的影响有助于房地产企业通过规划自身的财务杠杆水平和融资方式提高企业经营绩效。有助于房地产企业防范财务风险，进一步进行产业转型，防止房地产企业盲目举债、盲目扩张，减少房地产企业“暴雷”和财务危机问题的出现。同时在国家积极倡导“房住不炒”和去杠杆化的政策背景下，有助于我国房地产行业健康稳定地良性发展。

## 1.3 研究内容及研究方法

### 1.3.1 研究内容

根据论文结构安排，本文各部分的研究内容如下：

本文的第一部分为绪论，主要阐述论文的研究背景，并引出本文的研究主题：我国房地产企业财务杠杆对其经营绩效的影响关系。同时介绍本次研究的研究目标和研究意义，最后介绍本文的研究内容和本文用到的研究方法，并对本文的创新处和不足进行总结。

本文的第二部分为文献综述，首先对本文研究的主要概念进行界定和介绍，引出研究主题相关的理论基础。然后总结了关于房地产企业的财务杠杆和经营绩效的影响关系的国内外学者的研究成果，关注此问题随着时代背景和研究对象的不同而出现的不同研究结论，梳理研究趋势。最后对国内外文献进行综合评述。

本文的第三部分是研究假设和模型构建，从基础理论出发提出假设：假设一为房地产企业的财务杠杆水平对其经营绩效是负相关关系，即房地产企业的财务杠杆水平越低，其经营绩效也会更高。假设二为房地产企业长期负债率对其经营绩效的影响为正相关关系，短期负债率对其经营绩效的影响为正相关关系。

本文的第四部分为实证分析，首先对构建企业经营绩效的因子进行KMO和巴特利特检验，通过主成分分析法得出企业经营绩效的因子函数。运用stata计量软件对变量依次进行描述性分析、相关性分析和回归分析。得出实证分析结果并对结果进行分析。结果显示：房地产企业的财务杠杆水平与企业经营绩效呈负相关关系，房地产企业的短期负债率和长期负债率均与企业经营绩效为负相关关系，其中短期负债率的负向影响更大。

本文的第五部分为结论与建议，首先对本次实证分析的结果进行总结，并针对在当下政策环境下，房地产企业应该如何控制自身财务杠杆进行建议。

### 1.3.2 研究方法

本文使用的研究方法主要为：（1）文献查阅法：通过查阅并整理企业财务杠杆与其经营绩效的影响相关的研究和文献资料，进行文献综述。了解其他学者的研究方法和研究结论，并在此基础上选取本文的研究方法。（2）理论分析：通过整理相关的理论知识并借助理论知识对研究问题提出理论假设（3）实证分析：通过整理我国A股上市的房地产企业2017年-2021年的年度数据，通过因子分析得出企业经营绩效。并设计研究模型，运用计量软件Stata进行回归分析得出研究结论。

## 1.4 创新性和不足

本文研究在当今“房住不炒”的政策环境下探讨房地产企业的财务杠杆对其经营绩效的影响，关注了当下国家经济发展的热点话题，符合当下的时代背景。过往学者对房地产的研究大多倾向于研究企业资本结构和股权结构，本文在“三道红线”政策实施后研究财务杠杆，在研究主题上有所创新。在研究房地产企业总体杠杆率外，本文还关注房地产企业的负债期限结构，分别研究长期负债和短期负债对企业经营绩效的影响，在研究内容上有所创新。

在研究房地产企业经营绩效时，更多的学者选择使用总资产收益率和净资产收益率等财务指标代表经营绩效。本文创新性地从企业盈利能力、周转能力和发展能力三个方面选取七个因子构建房地产企业经营绩效的评价体系。

本文的不足主要体现在：（1）在研究内容上，只关注了房地产企业财务杠杆的总体杠杆率和期限结构，没有关注财务杠杆的不同融资渠道的影响，进而忽视了房地产企业的融资方式的选择问题。（2）在研究样本上，只选取了我国上市A股上市的103家房地产企业，样本量较少，样本覆盖范围较小。为获得更加普遍的结论还需要更多的样本数据。

# 2文献综述

## 2.1概念界定

### 2.1.1财务杠杆

杠杆率可以从两个角度来理解，从微观的角度来说财务杠杆是企业的资产负债比率，从宏观的角度来说杠杆率是国家层面的GDP负债比。公司的财务杠杆率，在学术界又被称为企业的财务杠杆水平和公司负债水平等。而对于企业财务杠杆这一概念不同学者有着不同的定义：一种观点认为财务杠杆是企业经营过程中对税盾效应的利用。另一种观点认为财务杠杆是企业在融资过程中对债务融资的利用。不同的观点适用于不同的研究背景。本文中讨论的财务杠杆水平是第二种：企业融资过程中对债务融资的利用，指企业总体的负债水平。本文的研究除了整体的资产负债率对企业经营绩效的影响外，还包括长期、短期负债总体占据总资产的比例产生的影响。

从企业负债的时间期限来看，财务杠杆可以根据期限长短分为长期财务杠杆和短期财务杠杆，对应着企业的非流动性负债和流动负债。其中非流动负债指期限在一年以上的长期负债，流动性负债指的是期限在一年及一年以下的短期负债。对于非流动性负债来说，债务的利率和融资成本相对较高，进而削弱了企业的盈利能力，但是由于偿还期限时间较长，有利于企业的经营周转，企业的偿债压力也会随之减小。流动性负债具有利率低和融资成本低的优势，能够快速提高企业的盈利能力，但是偿还期限短的特性增加了企业的周转经营压力和提高了企业的财务风险。因此，两种期限的负债各有利弊，企业应当在两种负债中寻求平衡，合理利用两种财务杠杆以满足企业的发展需要。两种负债与企业总资产的比值，就可以反应两种财务杠杆的水平。

### 2.1.2 企业经营绩效

企业的经营绩效通常指企业本年度的经营活动的成果，或指企业的经营者达成经营指标的程度。学术界对于经营绩效的界定也各有不同，例如国内外学者衡量企业经营绩效时，可以根据指标数量多少将研究方法分为单一指标法和综合指标法。其中单一指标法指的是使用某一具有代表性的财务指标来衡量整个企业的经营绩效水平，例如ROE（净资产收益率）、ROA（总资产回报率）、托宾Q值等。对应的，综合指标法指用一系列相关的多种指标来对企业的经营绩效进行衡量。与单一指标相比，使用多重指标构建出企业经营绩效的评价体系更加全面。根据企业不同的财务指标，可以将能够体现企业经营绩效的指标分为盈利能力、偿债能力、周转能力、发展能力、股东权益等类型。本文综合各方面的因素考虑，认为对房地产企业的经营绩效应采用相对全面且符合行业特性的指标，除了考虑企业的盈利能力外，更要关注企业的经营周转能力和未来长期发展的能力。

## 2.2 国内外学者财务杠杆与企业经营绩效的关系的文献综述

### 2.2.1 理论基础

早在1952年，经济学家David Durand便提出了净收益理论（Net income theory）。该理论认为在企业的融资行为中，债务融资相对权益融资往往有着更低的融资成本，因此债务融资比例越高，公司的加权资本成本越低。学者们最初认为企业可以凭借着较低的融资成本，实现企业的快速扩张，扩大公司规模。在企业能不断地以低于权益融资成本进行债务融资的前提下，财务杠杆水平越高的企业的经营绩效表现越好。该理论仅考虑了财务杠杆带来的的权益利益，认为公司绩效仅体现于企业的收益和利润，却忽视了财务杠杆增加时企业的财务风险也会升高。而财务风险的增加也势必会影响企业的收益。很显然该理论过于理想化，存在理论缺陷，不适用于本文的研究情况。

Modigliani和Miller(1961)提出了 MM 理论，即资本结构无关论，该理论认为在满足特定假设的前提下，公司的价值与其资本结构无关，无论公司的负债率是多少，企业的加权平均资本都不会随之变化，始终等于企业无负债时的权益成本。这些假设包括：市场为完全竞争市场，且不存在市场交易成本；所有参与市场活动的投资者对企业未来的收益和风险有着相同的期望；现金流量都是永续的，且所有收益都会用于派发股利；市场负债利率均为无风险利率；市场不存在信息不对称。这一理论被称为现代资本结构理论的基础，对后续资本结构方面的相关研究产生了很大影响。

当考虑到现实情况中存在企业所得税时，企业负债会体现税盾效应，税盾效应的存在意味着企业在向股东支付相同回报时，会比支付给债权人花费更多的利润。此时企业的经营绩效会随时负债率的上升而增加，理论上在负债率为100%时到达最大值。但同时考虑税盾效应和财务风险时，财务风险加大，企业股东作为理智人会在风险增大时要求更高的投资收益，进而增加了企业的权益成本。当税盾效应的影响大于财务风险加大的影响时，企业财务杠杆与经营绩效的影响是正相关关系；当税盾效应的影响小于财务风险加大影响时，企业财务杠杆水平与其经营绩效的影响时负相关关系。

Jensen和Meckling（1976）提出了代理成本理论，该理论在MM理论的基础上考虑了代理成本和资本结构之间的关系。他们的理论认为由于企业经营者和企业债权人之间存在信息不对称且两者的目标不完全相同，企业债权人会因为监督企业经营者而产生代理成本。例如当企业进行某一项风险投资，该项投资一旦产生超额收益，股东会获得利益，债权人却不会获得收益；而当投资失败时，股东也会凭借有限责任避免承担损失。企业的负债越多，债权人的代理成本越大，债权人作为理性人会减少对企业的放贷或提高债务的利率，进影响企业的盈利能力降低企业经营绩效。

MM理论的诸多假设中包含了市场不存在信息不对称的假设，而现实的市场存在着信息不对称的情况。ROSS和Pyle等（1977）针对这一假设提出了信号传递理论。他们认为企业的经营情况会向市场传递出信号。当企业的经营情况好时，企业会向市场传递向好的信号吸引投资者的投资。由于外部投资者会根据企业的资本结构来判断企业价值，当企业的资产负债率越高时，虽然会面临着更高的风险，但企业价值也会升高。因此企业会为了更好地吸引外部投资者选择债务融资。

### 2.2.2 国内外学者对财务杠杆与企业经营绩效关系的研究

国外学者以MM理论作为基础对企业资本结构进行了广泛的研究，构建出现代资本结构理论。在此基础上也有很多学者研究企业不同资本结构能够产生的影响，其中包括对企业绩效和企业价值的影响。Masulis(1983)着重研究企业资本结构与企业价值的关系，其实证结果显示，企业普通股的股票价格与企业财务杠杆之间存在显著的正相关关系; 同时他认为企业的经营绩效与其本身的负债水平也存在着正相关关系。Akhtar S（2012）等选取了巴基斯坦的20家上市的能源行业公司，使用资产回报率、净利润率等十个财务指标验证了财务杠杆与财务绩效的影响关系。其研究结果认为财务杆杆对企业财务绩效产生了积极的影响。Iqbal U（2018）则对巴基斯坦的纺织行业进行了实证分析，他们的研究结果同样认为杠杆率对企业经营绩效有正向关系，其中财务杠杆与ROE正相关，而与ROA负相关。Papadimitri等（2021）研究了金融科技公司财务杠杆对企业盈利能力和风险调整能力的影响，研究结果发现企业负债率约低，企业经营绩效越高。

国外学者针对房地产行业的财务杠杆的研究主要体现在财务杠杆水平对企业盈利能力等财务指标的影响。Morri G和Jostov K（2018）研究了欧洲上市房地产企业在危机期和反弹期两个时期中财务杠杆与经营绩效的关系。结果发现整个时期杠杆水平与绩效均保持负相关。他们认为财务杠杆带来的财务困境的成本大于税盾效应带来的收益。Nguyen V（2019）等研究了越南房地产企业财务杠杆对其盈利能力的影响，通过实证分析他们得出结论认为财务杠杆对房地产企业的ROA有负向影响而与ROE有正向影响。Deboi V（2021）等调查了瑞典18家房地产公司在2016-2020年的资本结构和盈利能力，结果发现财务杠杆对瑞典房地产企业的ROA无显著影响关系。

国内学者在衡量房地产的经营绩效上有着诸多研究，学者们选取的财务指标和研究方法也有所不同。付莲莲和喻龙敏（2020）使用因子分析法对我国59家上市房地产企业的经营绩效进行评价，从企业的偿债能力、发展能力、营运能力、盈利能力和资本结构五个方面选取了十个财务指标。杨存款（2015）引入了财务指标的时间因素，将指标、评价对象和时间因素构成三维的评价体系。除了盈利能力、偿债能力等传统指标外还选取了体现企业股本扩张能力的财务指标。徐传谌和王志刚（2016）考虑房地产企业的盈利能力，采用数据包络分析法分析了我国40家房地产企业的经营绩效水平。

我国学术界对企业财务杆杆与经营绩效的关系的研究起步较早，有着很多的研究成果。肖作平（2005）以我国非金融上市公司做为研究对象，选取数据的时间区间为1995年至2002年，他的研究结果显示企业资产负债率和公司绩效呈显著负相关关系。毕皖霞和徐文学（2005）选取我国20家电子制造业上市公司近三年的财务数据作为研究对象，验证了我国上市企业资产负债率与企业价值的关系。根据实证分析结果得出结论：企业价值与企业资产负债率之间存在显著的负相关性关系。

针对房地产行业的研究中，学者们注重研究房地产资本结构或财务风险，也会考虑企业杠杆率的影响。根据研究结果的不同可以分为三类：正相关关系、负相关关系和倒“U”型曲线关系。国内学者在研究财务杠杆水平对企业经营绩效的影响外，还会还会关注财务杠杆的结构对于企业经营绩效的影响，例如财务杠杆的期限结构和融资渠道结构。

吕冰（2017）从我国2016年房地产上市公司Ａ股十强企业中选取了五家公司的财务数据，并使用净资产利润率作为衡量企业经营绩效的指标进行了实证分析，认为财务杠杆对于房地产企业的经营绩效呈正相关的关系。吴建雄（2022）的研究发现房地产企业资产负债率与其经营绩效呈正相关关系。他认为这一结果是由于我国房地产企业能通过高负债率带来的税盾效应提高盈利能力和提升规模效益。

孙继国（2011）主要研究了房地产企业的资本结构对其企业经营绩效的影响关系，以2007年-2009年我国A股上市房地产公司为研究对象，使用基于EVA理论的绩效评价进行了实证分析，发现房地产企业资产负债率与经营绩效呈负相关关系，并且认为这一有悖于经典资本结构理论的结果可能是我国当时的债务融资渠道单一等问题所导致的。丁畅（2019）研究了我国145家上市房地产企业的财务数据，研究结果显示财务杠杆水平与企业绩效呈明显的负相关关系。他认为这是由于财务杠杆水平升高时，企业会面临更高的财务风险。

除了正相关和负相关的线性关系外，更多的学者的研究结果显示房地产企业财务杠杆对经营绩效的影响为倒“U”型关系。例如王坤（2015）选取了我国沪深两市的上市房地产企业，通过研究其2011年至2013年的经营情况，验证了房地产企业资本结构与其经营绩效的关系。研究发现财务杠杆水平与房地产企业的经营绩效存在倒“U”型关系。并对单独分析了不同期限的债务对经营绩效的关系，结果发现长期资产负债率和短期资产负债率均对房地产企业的经营绩效有显著的负向影响。唐诗沐（2019）选取了我国A股上市的115家房地产企业，研究了其2008-2017年10年的财务数据。从盈利性、周转性和发展性三个方面分析了房地产企业的经营绩效水平，研究结果发现认为财务杠杆水平和企业经营绩效之间的关系整体上呈现出倒“U”型的线性关系。其中长期负债比率对企业经营绩效的影响为正向，而短期负债对于企业经营绩效的影响为负。杨宝霞（2020）选取128家房地产上市公司于2007年-2018年的数据，从ROA和ROE的角度研究房地产企业财务杠杆对企业的影响，同样认为财务杠杆与经营绩效之间呈倒“U”型关系。刘华辉，张开翼（2021）以131家A股上市的房地产公司从2014至2018年的财务指标为研究对象，不仅验证了房地产企业财务杠杆水平与企业经营绩效的关系，并且认为当房地产上市公司的财务杠杆系数处于（1，2] 区间时，公司的息税前利润和净资产收益率均达到最优。

根据负债的期限长短和来源，也有学者对短期负债、长期负债等不同负债对企业经营绩效的影响进行了研究分析。陈奋（2012）选取2011年我国所有上市的共128家房地产企业为研究对象，得出结论：短期负债率与企业经营绩效呈正相关关系，而长期负债率与公司绩效有显著负相关关系。

## 2.3 文献评述

综合上述研究，国内外学者对于财务杠杆水平和企业财务杠杆结构对于企业的经营绩效的影响关系的研究较为全面，在考虑企业的总资产负债率外还会分析财务杠杆的期限结构等对企业绩效的影响。国外学者从早期的资本结构理论为基础，对企业负债结构以及企业财务杠杆来源上进行了较为细致的研究。国内的众多学者针对财务杠杆和经营绩效关系有着广泛的研究，但针对房地产行业的研究较少。在学者的研究中重点关注我国A股上市的房地产企业。值得关注的是不同学者对于如何衡量企业经营绩效的观点不同，所采用的的财务指标也不尽相同。所以如果想要针对我国房地产行业现状进行分析，得出能够有助于房地产行业在当今市场环境下稳定、健康发展的结论，不仅要注意数据的年份还要使用合理的财务指标，建立综合的评价体系来体现企业的经营绩效水平。

# 3研究假设与模型构建

## 3.1研究假设

### 3.1.1 房地产企业财务杠杆水平对经营绩效的影响假设

根据理论分析和文献综述，可以看出财务杠杆在企业经营中起着正向和负向两种作用。其中正向作用主要体现在：（1）债务融资相对于权益融资成本更低（2）企业负债的税盾效应。负向作用体现在：（1）财务杠杆的增加意味着更高的财务风险，而更高的财务风险会导致作为理性人的股东会要求更高的权益收益。同时当企业财务风险增大的信息传递给市场后，市场也会做出负向的反应。这在房地产行业中尤为突出，由于房地产的售卖期房的方式，购买者往往会承担企业项目破产的风险，因此当一家房地产企业财务风险增大时，其营业收入也势必会收到影响。（2）当企业负债增加时，债权人的代理成本会增加。债权人会根据代理成本的增加要求更高的利率。最终这些代理成本会由企业股东承担，对企业价值造成负向影响。（3）考虑当下国家去杠杆化的大环境和对房地产“三道红线”的限制政策，房地产企业的财务风险过大可能会导致企业受到更多的限制甚至因为债务压力导致破产。在考虑财务杠杆的正向和负向作用的基础上，本文认为财务杠杆水平对房地产企业经营绩效有一定的正向影响，但超过某一范围后财务杠杆水平会对企业经营绩效产生负向影响。因此本文提出以下假设：

假设1：房地产企业财务杠杆水平与其经营绩效的影响呈倒“U”型关系。

### 3.1.2 房地产企业财务杠杆中不同期限负债对经营绩效的影响假设

根据负债的期限长短，企业负债可以分为短期负债和长期负债。其中短期负债的还款期限小于一年，具有较好的流动性，且获取途径多，方便快速融资。但短期负债的债务利率相对较高，同时由于短期负债较短的还款期限，其带来的财务风险较大。由于行业的特性，房地产企业所需的资金量往往较大，同时周转周期较长。由此本文提出假设2：

假设2：房地产企业的短期负债率对其经营绩效的影响关系为负相关关系，且对经营绩效的负向影响强于长期负债率。

同时长期负债虽然债务利率相对较大，但其还款期限长，较为稳定，带来的财务风险相对较小。基于此本文提出假设3：

假设3：房地产企业的长期负债率对其经营绩效的影响关系为负相关关系，且对企业经营绩效的负向影响小于短期负债率。

### 3.1.3 房地产企业财务杠杆的最佳范围

表3-1杠杆趋势

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 变量名称 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 |
| 资产负债率 | 66.27% | 66.39% | 65.76% | 66.09% | 67.25% |
| 短期负债率 | 44.19% | 46.33% | 46.64% | 46.87% | 49.28% |
| 长期负债率 | 22.08% | 20.06% | 19.12% | 19.23% | 17.97% |

在假设1的基础上，在对房地产企业财务杠杆水平进行数据分析后，根据数据分析结果，本文发现大多数的房地产企业的财务杠杆水平在50%至80%之间，并提出假设4：

假设4：当房地产企业财务杠杆水平处于60%~70%之间时，其经营绩效水平更高。当企业的财务杠杆小于该范围时，经营绩效随财务杠杆水平的增加而降低。当财务杠杆水平大于该范围时，经营绩效随财务杠杆水平的增加而降低。

## 3.2 样本选取

在考虑研究数据的可获取性和代表性基础上，本文选取我国A股上市的房地产公司作为研究的样本，数据来源于国泰安数据库（CSMAR数据库）。由于ST公司的盈利一般为负值，会对回归分析产生影响，故本文对数据进行了一系列的筛选和剔除。在剔除ST公司和\*ST公司和数据不完备的公司后，共剩余103家房地产A股上市公司。根据研究需求，数据包括各公司的财务杠杆水平、短期负债率、长期负债率、净资产收益率、总资产报酬率、营业利润率、流动比率、总资产周转率、营业收入增长率、总资产增长率、公司总资产、前十大股东持股比例等。使用的数据处理工具为Stata。

在选取数据的时间区间时，本文重点关注近年来的房地产政策对房地产市场的影响。选取三去一降一补政策落地后的17年至20年的数据。同时为体现房地产“三道红线”政策的影响，还选取了21年的年度报表数据。综上本文共选取了2017年至2021年五年间的数据作为本文的研究样本。

## 3.3 变量设计

### 3.3.1 被解释变量的选取

本文的研究主题是财务杠杆对企业经营绩效的影响关系，在衡量企业经营绩效时，需要选取财务指标来构建企业经营绩效的评价体系。为能够获得企业更加综合全面的经营绩效水平，论文采用多元指标法用多个财务指标对房地产企业进行综合经营绩效进行评价。本文认为对于一家房地产企业，首先应当考虑其盈利能力，只用能够获取足够利润的公司才能在市场上存活。在当今房地产市场受到国家三道红线的政策限制、国家坚持“房住不炒”的环境下，一家房地产企业的偿债和经营周转能力也显得十分重要。除考虑企业当下的经营绩效状况外，还应关注企业的未来发展能力，有着更好的发展前景的公司往往有着更好的绩效表现。综合上述考虑，本文将从盈利能力、周转能力和发展能力三个方面衡量房地产企业经营绩效。并使用X1:总资产收益率（ROA）、X2:营业利润率和X3:净资产收益率(ROE)来体现企业盈利能力；使用X4:流动比率、X5:总资产周转率体现偿债周转能力；使用X6:总资产增长率和X7：营业收入增长率代表企业的发展能力。

各被解释变量定义和计算公式见表3-2所示:

表3-2被解释变量汇总

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 变量类型 |  | 变量名称 | 变量计算公式 |
| 盈利能力 | X1 | 总资产收益率 | 净利润/资产总额 |
| X2 | 营业利润率 | 营业利润/营业收入 |
| X3 | 净资产收益率 | 净利润/股东权益 |
| 周转能力 | X4 | 流动比率 | 流动资产/流动负债 |
| X5 | 总资产周转率 | 营业收入/资产总额 |
| 发展能力 | X6 | 总资产增长率 | 总资产增长值/本期期初总资产 |
| X7 | 营业收入增长率 | 营业收入增长值/营业收入 |

### 3.3.2 解释变量的选取

假设一中本文对财务杠杆水平和经营绩效的关系进行了假设，对应的解释变量即为企业财务杠杠水平。由于本文研究的是房地产企业负债情况，因此使用企业资产负债率作为体现财务杠杆水平的变量。假设二和假设三中论文对财务杠杆的期限结构和经营绩效的影响进行了假设，对应的，本文选择长期负债率和短期负债率作为体现财务杠杠期限结构的变量。各解释变量的定义和计算公式见表3-3所示：

表3-3 解释变量汇总

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 变量名称 |  | 变量公式 |
| 财务杠杠水平 | FL | 总负债/总资产 |
| 短期负债利率 | SD | 流动负债/总资产 |
| 长期负债比率 | LD | 非流动负债/总资产 |

### 3.3.3 控制变量的选取

根据基本理论和过往学者的相关研究结论，公司规模、公司股权集中度、公司所有制等因素都会影响企业的经营绩效。本文引入了以下变量作为回归模型的控制变量。各控制变量的具体含义如下：

1. 公司规模：

根据学者过往对相关问题的研究发现，公司规模大小会影响企业经营绩效的表现。同时不同规模的公司应对财务风险的能力也有较大差异，导致财务杠杆对企业经营绩效的影响也随着企业的规模的大小而变化。同时更大规模的房地产公司有着更强的品牌效应，其产品竞争力更强。本文选取公司总资产（Total Assets）来体现企业规模，并且为了避免数量过大影响实证分析，单位统一为百万，并使用总资产的自然对数（lnTA）作为代表企业规模的控制变量。

1. 公司所有权性质：

房地产行业中国有资本是重要的组成部分，国有企业在公司发展和经营上有着相对优势。相对于普通民营企业，国有房地产企业的融资渠道更加广，应对财务风险的能力更强。因此本文认为房地产企业的经营绩效跟其所有权性质（Ownership）有着密切联系，并将公司的所有权性质（OS）作为控制变量。当企业为国有企业时赋值为1，当企业为非国有企业时赋值为0。

1. 公司股权集中度

公司股权的集中度(Ownership concentration)体现的是企业的股权分布情况，在房地产行业，往往存在着公司股权相对集中的现象。有学者认为股权集中度影响了企业的经营策略，进而对企业的经营绩效产生影响。本文选取公司前十大股东的持股比例代表企业的股权集中度。

本文所选取控制变量的名称和定义见表3-4所示:

表3-4 控制变量汇总

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 控制变量名称 |  | 变量定义 |
| 公司规模 | lnTA | 公司总资产的自然对数 |
| 公司所有权性质 | OS | 国有企业取值为1，非国有企业取值为0 |
| 公司股权集中度 | OC | 前十大股东的持股比例 |

## 3.4 研究模型的构建

针对假设1：房地产企业财务杠杆水平对其经营绩效的影响关系为负相关关系，为检验房地产企业财务杠杆水平对其经营绩效的影响，本文构建模型一，具体模型公式如下所示：

 （模型一）

其中P表示企业的经营绩效（performance），代表常数项，等代表解释变量和控制变量的回归系数，其正负代表着财务杠杆水平对经营绩效的正负向影响。i表示企业个体，t表示年份，。表示扰动项。

针对假设2和假设3，为检验房地产企业长短期负债率对其经营绩效的影响，本文引入了企业短期负债率和长期负债率构建了模型二，具体模型公式如下所示：

 （模型二）

其中，P表示房地产企业经营绩效，代表常数项，等代表解释变量和控制变量的回归系数。i表示企业个体，t表示年份，表示扰动项。

# 4实证分析

## 4.1描述性统计

首先本文对主要研究变量进行描述性统计，变量汇总见表4-1所示：

表4-1 变量描述性统计

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Variable | Obs | Mean | Std. dev. | Min | Max |
| ROA | 515 | 0.0201462 | 0.0562142 | -0.873013 | 0.206923 |
| OPM | 515 | 0.1568803 | 0.3163944 | -1.97592 | 3.283194 |
| ROE | 515 | 0.0453089 | 0.2246472 | -2.058358 | 0.477873 |
| CR | 515 | 1.859571 | 0.9983372 | 0.197592 | 10.1964 |
| TAT | 515 | 0.2263483 | 0.1543428 | 0.01667 | 1.367413 |
| AGR | 515 | 0.118861 | 0.2621199 | 0.542887 | 3.391284 |
| OGR | 515 | 3.241805 | 12.2633 | -1.15222 | 166.0508 |
| FL | 515 | 0.663533 | 0.1836414 | 0.09589 | 0.960068 |
| SD | 515 | 0.4666143 | 0.1644697 | 0.0906673 | 0.8747141 |
| LD | 515 | 0.1969187 | 0.1175732 | 0 | 0.5563086 |
| lnTA | 515 | 10.2728 | 1.501576 | 6.697533 | 14.4775 |
| OC | 515 | 39.38239 | 14.95425 | 7.12 | 80.65 |
| OS | 515 | 0.4932039 | 0.5004399 | 0 | 1 |

根据表中数据，可以看出本文所选取的我国A股上市的103家房地产企业的资产负债率的均值高达66.3533%，最大值为96.0068%。由此可见我国房地产企业整体存在杠杆率过高的问题。过高的财务杠杆可以帮助企业降低融资成本，但当企业的偿债压力过大时也会面临着无力偿还、资不抵债的困境。因此适当地使用财务杠杆，控制企业杠杆率尤为重要。从负债的期限结构来看，我国房地产企业的短期负债率明显更高于长期负债，由表4-1可见房地产企业的长期负债与短期负债比率约为42%。房地产企业更加倾向于短期负债融资，这与我国的融资环境密切相关。短期负债利率低，且相对于长期负债更易获取，但其给企业带来的偿债压力相对更大，企业面临的财务风险也相对更高。

在体现企业盈利能力的变量中，ROE的浮动范围和标准差明显大于ROA。而总资产收益率ROA与净资产收益率ROE的区别在于ROA体现的是公司总资产的盈利能力，ROE体现的是公司股东权益的盈利能力。两者的不同也能体现出房地产企业对财务杠杆的运用情况。

OGR（营业收入增长率）最高值为166.0508，最低值却为-1.15222，标准差为12.2633.说明在近年来国家去杠杆化和坚持“房住不炒”的政策环境下，不同房地产企业的经营状况有着很大的差距，市场竞争异常激烈。

控制变量中，代表股权集中度的变量OC的标准差较大，其波动区间在7.12到80.65说明我国房地产企业的股权集中度差异较大，不同的股权集中度会影响公司的经营策略。前十大股东的持股比例的平均数约为39.38%，说明我国房地产行业存在着股权集中的情况。从控制变量所有权性质中可以发现，样本选取的103家上市房地产企业中有55家为国有企业。国有企业的比例高于其他大部分企业，能够体现出在我国的房地产行业，国有企业在发展上占据优势。

## 4.2 相关性分析

本文使用Stata统计软件对变量进行了相关性分析，见表4-2：

表4-2 相关性分析

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | ROA | OPM | CR | TAT | AGR | FL | SD |
| ROA | 1 |  |  |  |  |  |  |
| OPM | 0.489\*\*\* | 1 |  |  |  |  |  |
| CR | 0.113\*\* | 0.252\*\*\* | 1 |  |  |  |  |
| TAT | -0.143\*\*\* | -0.105\*\* | -0.121\*\*\* | 1 |  |  |  |
| AGR | 0.120\*\*\* | 0.089\*\* | -0.106\*\* | -0.138\*\*\* | 1 |  |  |
| FL | -0.176\*\*\* | -0.327\*\*\* | -0.580\*\*\* | -0.184\*\*\* | 0.185\*\*\* | 1 |  |
| SD | -0.128\*\*\* | -0.327\*\*\* | -0.617\*\*\* | 0.0330 | 0.141\*\*\* | 0.777\*\*\* | 1 |
| LD | -0.095\*\* | -0.0530 | -0.0430 | -0.335\*\*\* | 0.092\*\* | 0.475\*\*\* | -0.185\*\*\* |
| lnTA | -0.0120 | -0.0510 | -0.298\*\*\* | -0.302\*\*\* | 0.210\*\*\* | 0.633\*\*\* | 0.428\*\*\* |
| OC | 0.124\*\*\* | 0.107\*\* | -0.0720 | -0.0520 | 0.0640 | 0.077\* | 0.0490 |
| OS | 0.0440 | 0.092\*\* | 0.074\* | -0.130\*\*\* | -0.0120 | 0.0330 | -0.119\*\*\* |
| OGR | 0.00100 | 0.00400 | 0.0120 | -0.0620 | 0.0680 | 0.0430 | 0.0150 |
| ROE | 0.687\*\*\* | 0.561\*\*\* | 0.085\* | -0.00900 | 0.199\*\*\* | -0.119\*\*\* | -0.149\*\*\* |
|  |  |  |  |  |  |  |  |
|  | LD | LnTA | OC | OS | OGR | ROE |  |
| LD | 1 |  |  |  |  |  |  |
| lnTA | 0.390\*\*\* | 1 |  |  |  |  |  |
| OC | 0.0520 | 0.110\*\* | 1 |  |  |  |  |
| OS | 0.219\*\*\* | 0.0210 | 0.181\*\*\* | 1 |  |  |  |
| OGR | 0.0460 | -0.0590 | 0.0270 | 0.083\* | 1 |  |  |
| ROE | 0.0220 | 0.0610 | 0.139\*\*\* | 0.075\* | 0.0290 | 1 |  |

其中\*\*\*表示在1%水平下显著，\*\*代表在5%水平下显著，\*表示在10%水平下显著。由表4-2数据可见，财务杠杆（FL）与总资产收益率（ROA）之间的相关性系数为-0.176，且在1%的水平下显著。财务杠杆（FL）与营业利润率（OPM）之间的相关性系数为-0.327，在1%的水平下显著。除与代表企业盈利能力的总资产收益率和营业收入利润率两个变量外，财务杠杆水平（FL）与净资产收益率（ROE）、流动比率（CR）、总资产周转率(TAT)之间的相关性系数均为负数，且均在1%的水平下显著。这说明财务杠杆与这些变量为负相关关系，这个结果与之前学者的理论和结果相符合。

## 4.3因子分析

### 4.3.1 KMO和Bartlett检验

在进行因子分析之前未检验因子是否适合做因子分析，论文需要对变量进行KMO和Bartlett检验，检验结果见表4-3所示：

表4-3 KMO和Bartlett检验

|  |  |
| --- | --- |
| 指标 | 数值 |
| KMO | 0.641 |
| Chi-square | 645.233 |
| Degrees of freedom | 21 |
| p-value | 0.00 |

在进行因子分析时，一般要求KMO值大于0.6，且p值小于0.05.由表中数据可知，KMO值大于0.6，且p值小于0.05，适合做因子分析。

### 4.3.2 提取主因子

在进行检验后，本文使用主成分分析法提取主因子。因子分析的软件为

stata15，在执行factor命令后，得到表4-4：

表4-4 因子总方差解释表

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Factor | Eigenvalue | Difference | Proportion | Cumulative |
| Factor1 | 1.74251 | 1.47745 | 1.0187 | 1.0187 |
| Factor2 | 0.26506 | 0.05805 | 0.1550 | 1.1736 |
| Factor3 | 0.20701 | 0.21823 | 0.1210 | 1.2946 |
| Factor4 | -0.01122 | 0.04390 | -0.0066 | 1.2881 |
| Factor5 | -0.05512 | 0.13615 | -0.0322 | 1.2559 |
| Factor6 | -0.19126 | 0.05515 | -0.1118 | 1.1441 |
| Factor7 | -0.24641 | . | -0.1441 | 1.0000 |

由表4-4可以看出，第一个的成分值为1.74251，大于1，因此选取第一个成分值作为主成分。在提取主因子后，为进一步了解因子变量的具体含义，对因子进行因子旋转，得出表4-5：

表4-5 因子旋转

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Variable | Factor1 | Factor2 | Factor3 | Uniqueness |
| ROA | 0.7546 | 0.0406 | 0.0651 | 0.4247 |
| OPM | 0.6339 | 0.2390 | 0.0480 | 0.5388 |
| ROE | 0.8183 | -0.0514 | 0.0014 | 0.3278 |
| CR | 0.1447 | 0.3954 | 0.0383 | 0.8213 |
| TAT | -0.0898 | -0.1343 | -0.3398 | 0.8584 |
| AGR | 0.1844 | -0.2180 | 0.2688 | 0.8462 |
| OGR | 0.0124 | -0.0238 | 0.1764 | 0.9682 |

### 4.3.3 计算因子得分

表4-6 因子得分系数矩阵

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Variable | Factor1 | Factor2 | Factor3 |
| ROA | 0.32097 | 0.02752 | 0.05350 |
| OPM | 0.20017 | 0.27366 | 0.02234 |
| ROE | 0.47719 | -0.21444 | -0.10350 |
| CR | 0.01965 | 0.31125 | 0.02396 |
| TAT | -0.01172 | -0.09187 | -0.28660 |
| AGR | 0.03400 | -0.18120 | 0.23416 |
| OGR | -0.00579 | -0.01570 | 0.14521 |

根据因子得分系数矩阵得出因子函数：



表4-7 方差贡献率

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Factor | Variance | Difference | Proportion | Cumulative |
| Factor1 | 1.70391 | 1.42007 | 0.9961 | 0.9961 |
| Factor2 | 0.28385 | 0.05703 | 0.1659 | 1.1620 |
| Factor3 | 0.22682 | . | 0.1326 | 1.2946 |

根据方差贡献率计算因子得分函数:



## 4.4 回归分析

本文在进行因子分析得出各公司的经营绩效后，利用计量软件Stata15对模型一中涉及的面板数据进行回归，结果如表4-7所示

表4-8 模型一回归分析结果

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | 单变量分析 | 回归分析 |
| VARIABLES | P | P |
|  |  |  |
| FL | -16.344\*\*\* | -0.471\*\*\* |
|  | (-13.37) | (-8.93) |
| lnTA |  | 0.037\*\*\* |
|  |  | (5.79) |
| OC |  | 0.135\*\*\* |
|  |  | (2.63) |
| OS |  | 0.017 |
|  |  | (1.11) |
| Constant | 12.093\*\*\* | -0.055 |
|  | (14.37) | (-1.02) |
| Observations | 515 | 515 |
| R-squared | 0.258 | 0.148 |
| r2\_a | 0.257 | 0.141 |
| F | 178.7 | 22.13 |

（t-statistics in parentheses \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1）

根据表4-7的回归结果显示：财务杠杆（FL）与企业经营绩效（P）之间的回归系数为-0.471，且在1%水平下显著。这说明房地产企业财务杠杆水平与企业经营绩效负相关。即企业财务杠杆越大，其经营绩效表现越差。公司规模lnTA与企业经营绩效的回归系数为0.037，且在1%的水平下显著，说明公司规模与企业经营绩效为正相关关系。公司股权集中度（OC）与企业经营绩效（P）的回归系数为0.135，且在1%水平下显著。说明公司股权集中度越高，其经营绩效越高。

本文将经营绩效P与财务杠杆和财务杠杆的平方进行回归分析。获得的回归系数见表4-9：

表4-10 回归系数汇总

|  |  |
| --- | --- |
| 变量名称 | 回归系数 |
| FL | 0.334 |
| FL^2 | -0.711 |
| LnTA | 0.045 |
| OC | 0.141 |
| OS | 0.014 |

得出企业经营绩效P与财务杠杆水平的平方的回归系数为-0.711，并在1%水平下显著，说明财务杠杆水平的平方值与企业经营绩效为负相关关系。为检验房地产企业财务杠杆水平与企业经营绩效之间是否存在倒“U”型关系，本文对财务杠杆水平FL进行了U检验，结果见表4-10所示：

表4-10 U检验结果

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | Lower bound | Upper bound |
| Interval | 0.09589 | 0.960068 |
| Slope | 0.1975976 | -1.031789 |
| t-value | 1.072202 | -6.598864 |
| P>|t| | 0.1420687 | 5.21e-11 |

U检验显示房地产企业财务杠杆水平和经营绩效之间存在倒“U”型关系。

为检验房地产企业长短期负债率对企业经营绩效的影响，本文提出假设二和假设三，构建模型二，并对模型二的面板数据进行回归分析，结果如表4-11所示：

表4-11 模型二的回归分析结果

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | 单变量分析 | 单变量分析 | 回归分析 |
| VARIABLES | P | P | P |
|  |  |  |  |
| SD | -12.895\*\*\* |  | -0.502\*\*\* |
|  | (-8.72) |  | (-9.01) |
| LD |  | -14.640\*\*\* | -0.374\*\*\* |
|  |  | (-6.90) | (-4.81) |
| lnTA |  |  | 0.036\*\*\* |
|  |  |  | (5.51) |
| OC |  |  | 0.138\*\*\* |
|  |  |  | (2.70) |
| OS |  |  | 0.011 |
|  |  |  | (0.68) |
| Constant | 7.265\*\*\* | 4.131\*\*\* | -0.043 |
|  | (9.93) | (8.49) | (-0.78) |
| Observations | 515 | 515 | 515 |
| R-squared | 0.129 | 0.085 | 0.153 |
| r2\_a | 0.127 | 0.0832 | 0.144 |
| F | 75.97 | 47.64 | 18.35 |

（t-statistics in parentheses \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1）

根据表4-11的结果来看，房地产企业短期负债率（SD）和长期负债率(LD)与企业经营绩效之间的回归系数分别为-0.502和-0.374，且均在1%的水平下显著。这说明房地产企业的长短期负债率均有企业经营绩效呈负相关关系，两者相比之下，,短期负债率对企业经营绩效的影响更大。

## 4.5 稳健性检验

为了检验本文的实证结果是否稳健，本文引入不同的方式来描述企业经营绩效。根据过往学者对相关问题的研究，在对企业的经营绩效进行衡量时，很多学者都选择了总资产报酬率作为衡量企业经营绩效的指标。总资产报酬率等于息税前利润除以公司总资产。本文引入总资产报酬率代替企业综合经营绩效P，针对模型一进行回归分析，结果如表4-12所示：

表4-12模型一稳健性检验

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | 单变量分析 | 回归分析 |
| VARIABLES | R | R |
| FL | -0.062\*\*\* | -0.085\*\*\* |
|  | (-4.42) | (-4.74) |
| lnTA |  | 0.004\* |
|  |  | (1.72) |
| OC |  | 0.054\*\*\* |
|  |  | (3.12) |
| OS |  | -0.000 |
|  |  | (-0.05) |
| Constant | 0.079\*\*\* | 0.034\* |
|  | (8.15) | (1.83) |
| Observations | 515 | 515 |
| R-squared | 0.037 | 0.062 |
| r2\_a | 0.0348 | 0.0548 |
| F | 19.52 | 8.455 |

（t-statistics in parentheses \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1）

根据表4-10结果可见，财务杠杆(FL)与净资产收益率（ROE）之间的回归系数为-0.085且在1%的水平下显著。说明财务杠杆与净资产收益率之间为负相关关系，这与本文的实证结果是相符的。

针对模型二，引入总资产报酬率代替企业综合经营绩效P，使用短期负债率和长期负债率作为解释变量进行回归分析，结果见表4-13：

表4-13 模型二稳健性检验

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | 单变量分析 | 单变量分析 | 回归分析 |
| VARIABLES | R | R | R |
|  |  |  |  |
| SD | -0.051\*\*\* |  | -0.081\*\*\* |
|  | (-3.22) |  | (-4.29) |
| LD |  | -0.052\*\* | -0.097\*\*\* |
|  |  | (-2.33) | (-3.64) |
| lnTA |  |  | 0.004\* |
|  |  |  | (1.78) |
| OC |  |  | 0.054\*\*\* |
|  |  |  | (3.09) |
| OS |  |  | 0.000 |
|  |  |  | (0.09) |
| Constant | 0.061\*\*\* | 0.048\*\*\* | 0.032\* |
|  | (7.84) | (9.37) | (1.73) |
| R-squared | 0.020 | 515 | 0.063 |
| F test | 0.00137 | 0.010 | 3.55e-06 |
| r2\_a | 0.0179 | 0.0203 | 0.0536 |
| F | 10.36 | 0.00853 | 6.825 |

（t-statistics in parentheses \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1）

根据表4-13的结果可知，总资产报酬率（R）与短期负债率（SD）和长期负债率（LD）的回归系数分别为-0.081和-0.097，且均在1%的水平下显著。说明总资产报酬率与长短期负债率呈负相关关系，这一结果与回归分析结果相符合。

## 4.6 财务杠杆水平在不同范围下对经营绩效的影响

本文整理了财务杠杆水平在不同范围的房地产企业的平均经营绩效。汇总情况见表4-14所示：

表4-14 不同财务杠杆范围的企业经营绩效

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 财务杠杆水平 | 数量 | 经营绩效水平值 |
| 30%~40% | 26 | 0.05461 |
| 40%~50% | 50 | 0.08159 |
| 50%~60% | 71 | 0.09149 |
| 60%~70% | 80 | 0.06122 |
| 70%~80% | 119 | 0.07623 |
| 80%~90% | 134 | 0.02386 |

由表中数据可知财务杠杆水平在50%~60%之间的企业经营绩效最高，假设4不成立。我国大部分房地产企业的财务杠杆水平大于50%~60%这一区间，说明我国大部分房地产企业的财务杠杆水平在倒“U”型关系曲线中的拐点右侧。当这类房地产企业财务杠杆水平增加时，企业经营绩效会受到负向影响。

# 5研究结论

本文选取我国A股上市的房地产企业的财务数据作为研究样本，为保证实验结论的时效性，数据的时间区间为2017至2021年。论文选取了总资产收益率、营业利润率、净资产收益率、流动比率、总资产周转率、总资产增长率、营业收入增长率作为因子构建了房地产企业综合经营绩效的评价体系。在模型一中，为研究房地产企业财务杠杆水平与其经营绩效的影响关系，论文选取房地产企业综合经营绩效为被解释变量，财务杠杆水平为解释变量。在模型二中，论文选取房地产企业综合经营绩效作为被解释变量，长期负债率和短期负债率作为解释变量，用于研究房地产企业财务杠杆期限结构对经营绩效的影响关系。通过回归分析，论文得出以下研究结论：

（1）房地产企业的财务杠杆水平与企业经营绩效存在倒“U”型关系，房地产企业财务杠杆水平在50%至60%的范围内时，经营绩效表现最好。

（2）房地产企业的短期负债率和长期负债率均与企业的经营绩效存在显著的负相关关系。其中，短期负债率往往有着更高的利率和更短的偿还期限，带给企业的偿债压力和融资成本更高，因此对于长期负债率，短期负债率对房地产企业经营绩效有着更大的负向影响。

根据论文的研究结果，本文对在当前环境下的房地产企业提出几点建议：

（1）合理控制企业财务杠杆水平。虽然运用财务杠杆可以获得大量低利率资金，并利用税盾效应增强企业盈利能力、扩大企业规模。但在当下国家“房住不炒”和三道红线的政策下，市场对房地产企业的财务风险问题更加关注。过高的财务杠杆会导致企业经营绩效的下降。为追求更高的经营绩效，保证企业的健康稳定发展，房地产企业应当控制负债率，适当降低财务杠杆水平。

（2）调整企业负债期限结构，扩宽融资渠道。短期负债能够满足房地产企业快速融资的需要，符合房地产“高周转”的经营策略，同时拥有着更低的融资成本。但其带来的偿债压力更大，最终会对经营绩效产生负面影响。为控制短期负债率企业也应适当扩宽融资渠道，平衡负债期限结构。

# 致谢

当我落笔至，不禁感叹此时光荏苒，光阴如骏。回想起四年前自己只身南下武汉求学，踏入陌生的华科校园的画面，一切还恍如昨日。而如今自己即将离开喻家山，离开熟悉的校园，心里是满满的不舍。回首四年的点点滴滴，在华科的每时每刻，一花一草都承载着我的回忆。我还记得夏日在喻家山下的树荫长廊里漫步，也记得夜晚在南大门前看满天星斗。我还记得自己和朋友的高谈阔论展望未来，也记得自己和同学深夜里挑灯夜战努力学习。我还记得自己在教室听老师春风化雨的学习指导，也记得自己在校外知行合一的实习实践。不曾想这些画面都将成为回忆。

本次毕业论文能顺利完成，首先我要感谢自己的指导老师甘煦老师。从我思绪枯槁地选题到我完成论文，从银装素裹的冬天到绿树成荫的初夏历时半载，甘老师不仅从思维上引导激励我，还利用自己丰富的知识和经验帮助我解决论文写作中的各个难题。对于我提出的疑问，老师总是孜孜不倦得进行解答，达到论文框架，小到格式细节，无微不至。在此我感谢老师长此以来的教导和付出。

同时我也要感谢管院各位老师，这四年来管院带给我太多精彩的课程，让我能坐在教室里汲取百年来世界各大管理学家经济学家的知识结晶，同时老师们展现出的风度和智慧也是我一生的宝贵财富。我也要感谢我的家人，他们作为我坚强的后盾在我学习和生活中遇到挫折时相信我帮助我。最后感谢我的朋友和同学们，他们带给我丰富多彩的校园生活和真挚友情。在今后的日子虽然告别了华科校园，但也希望我们像喻家山下的树那样生机盎然，坚韧不拔，祝同窗们摘星筑梦，未来可期。

# 参考文献

[1] Masulis, R. (1983) The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates[J]. Journal of Finance, 38：107-126.

[2] Akhtar S, Javed B, Maryam A, et al. Relationship between financial leverage and financial performance: Evidence from fuel & energy sector of Pakistan[J]. European Journal of Business and management, 2012, 4(11): 7-17.

[3] Iqbal U, Usman M. Impact of financial leverage on firm performance: Textile composite companies of Pakistan[J]. SEISENSE Journal of Management, 2018, 1(2): 70-78.

[4] Papadimitri，Panagiota,Pasiouras，Fotios,Tasiou，Menelaos. Financial leverage and performance the case of financial technology firms[J]. Applied Economics,2021,53(44).

[5] Morri G, Jostov K. The effect of leverage on the performance of real estate companies: A pan-European post-crisis perspective of EPRA/NAREIT index[J].Journal of European Real Estate Research, 2018.

[6] Nguyen V, Nguyen T, Tran T, et al. The impact of financial leverage on the profitability of real estate companies: A study from Vietnam stock exchange[J]. Management Science Letters, 2019, 9(13): 2315-2326.

[7] Deboi V, Kurmakhadov H, Li M. Impact of financial leverage on the profitability of real estate companies: A quantitative study from Swedish Stock Exchange[J]. 2021.

[8] 付莲莲,喻龙敏.基于因子分析法的房地产上市公司经营绩效评价[J].中国集体经济,2020(34):36-39.

[9] 杨存款.基于时序多指标法下的上市公司经营绩效评价——以我国房地产A股上市公司为例[J].时代经贸,2015(09):81-84.

[10] 徐传谌,王志刚.基于DEA模型的房地产经营主体绩效分析[J].经济问题, 2016(12):116-119.

[11] 肖作平.上市公司资本结构与公司绩效互动关系实证研究[J].管理科学，2005,18（3）：16-22

[12] 毕皖霞,徐文学.对资本结构与企业价值相关性的实证研究[J].企业管理,2005（12）：129-130.

[13] 吕冰.浅析财务杠杆在房地产行业中的运用以及对企业绩效的影响[J].时代金融,2017(20)：195-199

[14] 吴建雄.公司资本结构对经营绩效影响研究——基于上市房地产公司的数据分析[J].现代审计与会计,2022(02):22-24.

[15] 孙继国.房地产上市公司资本结构与公司绩效研究[D].天津大学,2011.

[16] 丁畅.浅析财务杠杆对我国房地产上市公司业绩的影响[J].中国集体经济,2019(17):129-131.

[17] 王坤.我国房地产企业资本结构与经营绩效的实证研究[J].中国物价,2015(12):63-66.

[18] 唐诗沐.财务杠杆对我国房地产企业经营绩效影响的实证研究[D].海南：海南大学，2019

[19] 杨宝霞. 我国房地产业杠杆率对经营绩效的影响[D].兰州财经大学,2020.

[20] 刘华辉,张开翼.房地产上市公司财务杠杆与经营绩效分析[J].会计师,2021(02):31-33.

[21] 陈奋.中国房地产企业资本结构对经营绩效影响的实证研究[J].现代商业,2012（13）：59-61.