

我国房地产上市公司 资本结构分析与优化思考

贺海毅

(陕西广播电视大学 西安 710068)

【摘要】 本文通过对我国房地产上市公司 2007 年至 2009 年的资产负债率、2009 年主要行业债权结构、房地产业上市公司股权结构等统计数据进行分析发现:我国房地产上市公司资本结构存在负债率普遍高于其他行业、负债结构以银行短期贷款为主、融资顺序是先负债再股权、股权结构以国有股为第一大股东等问题。针对上述问题,作者提出房地产上市公司应通过拓宽融资渠道、防止过度扩张、做好资金储备、把握风险测评、调整战略规划、建立合作机制等措施来优化资本结构。

【关键词】 资本结构 资产负债率 负债融资 股权融资

一、我国资本结构优化研究现状

韦琳(2007)在《论资本结构与公司控制权配置的优化》一文中认为资本结构优化的途径有两条:一是增加债务资本比重;二是尽快形成债权人市场。王正位、赵冬青、朱武祥(2007)在《资本市场磨擦与资本结构调整——来自中国上市公司的证据》一文中认为我国上市公司存在目标资本结构,当实际资本结构偏离目标资本结构时,会向目标资本结构调整,但调整的方向不同时,调整速度也有所不同。蒋琰、茅宁(2004)在《多元资本结构在中国企业的实证研究》中认为资本结构优化也应从一元结构优化演变为多元结构优化,即作为单一要素资本内部数量构成及其比例关系的资本结构,开始由多重要素及要素资本之间价值构成及其比例关系的资本结构所替代。资本结构优化,是指试图获得对企业绩效产生最优影响的资本网络系统的结构。

再造,改变了原有的顺序化的会计业务流程。业务事项一旦发生,其业务事件数据便由各业务部门的管理信息子系统加以收集,并按一定编码将业务事件数据通过企业内部的局域网传递到业务事件数据库中保存。当会计信息使用者想从系统中获取信息时,通过再造后的会计信息系统主动获得会计信息。新流程使得原始数据收集分散化,而数据处理和存储集中化,实现了财务和业务的协同。

从价值链角度来看,新的会计业务流程优化了信息输入环节,这不仅有利于会计信息的高速传递,而且可避免因对数据进行大量汇总而丢失信息的弊端。同时再造后的流程改变了信息输出环节,具有更强的信息输出灵活性以及形成对报表输出的强大支持。再造后的会计业务流程如图 2 所示(见前页)。

企业要想在竞争中获得优势,仅靠从销售产品中节约成本是不够的,应从企业整体来考虑。会计业务流程是连接业务流程和管理流程的核心流程,将价值链理论引入会计业务流

程再造,可以在消除不增值环节、优化会计业务流程的同时,促进其他流程的增值,最终实现整个企业价值链的增值。然而,会计业务流程再造不仅要会对会计业务处理流程进行改造,同时要要进行会计观念、会计组织结构的改革,最重要的是要有信息技术的保障,才能保证价值链管理在企业中的成功运行。

二、我国房地产上市公司的资本结构分析

本文依据中国证券监督管理委员会 2001 年 1 月发布的《上市公司行业分类指引》进行样本选取,截止时间为 2009 年 12 月 31 日。选取我国境内房地产上市公司共 104 家,剔除两个极端的数据,分析发现资本结构存在以下问题:

1. 负债率普遍高于其他行业。从表 1 的统计数据中得

程再造,可以在消除不增值环节、优化会计业务流程的同时,促进其他流程的增值,最终实现整个企业价值链的增值。然而,会计业务流程再造不仅要会对会计业务处理流程进行改造,同时要要进行会计观念、会计组织结构的改革,最重要的是要有信息技术的保障,才能保证价值链管理在企业中的成功运行。

主要参考文献

1. 迈克尔·波特.竞争优势.北京:华夏出版社,1997
2. 张瑞君,邹立,封雪.从价值链管理的视角构建财务业务一体化核算模式.会计研究,2004;12
3. 王志定.基于价值链管理的会计流程重构.价值工程,2006;6
4. 董文栋.传统会计信息系统的改造——价值链环境下的会计信息系统.中国管理信息化,2008;4
5. 池巧珠.关于价值链会计若干问题的思考.福建商业高等专科学校学报,2006;2
6. 盖丽玮.浅探会计业务流程重组.财会月刊(综合),2008;4

知:2007年、2008年、2009年连续三年房地产上市公司的资产负债率均值分别为57.3665%、56.8506%、58.7693%。整个房地产行业的负债率高达75%以上,比房地产上市公司的负债率高出20%左右。这些统计数据充分说明我国房地产上市公司负债率普遍高于其他行业,这样高的负债率对于资金密集的房地产行业来说具有相当高的财务风险。如果资金链条中的一环发生了问题就会出现连锁反应,不但会引起房地产上市公司的财务危机,严重时会导致房地产行业破产。房地产行业破产危机会迅速蔓延至直接债权人——银行,而且会波及房地产行业相关的几十个产业链条,甚至导致国家经济动荡。

表1 我国房地产上市公司2007年至2009年资产负债率描述统计量

	N	极小值	极大值	均值	标准差	方差
	统计量	统计量	统计量	统计量	标准误	统计量
资产负债率(2009年)	99	18.00	90.42	58.7693	1.62544	16.17295
资产负债率(2008年)	96	18.97	92.51	56.8506	1.79963	17.63268
资产负债率(2007年)	95	4.65	96.70	57.3665	1.94729	18.97981
有效的N(列表状态)	95					

资料来源:中国新浪网房地产上市公司数据整理。

2. 负债结构以银行短期贷款为主。从表2可看出,样本公司负债融资中的主要部分是短期借款融资,占全部负债融资总额的45%以上,企业负债中短期负债比例过高表明这些样本公司的活动资金严重不足,公司需要使用短期债务来保证公司的正常运营。偏高的流动负债将增加公司风险,如金融市场环境发生变化时公司就会面临极大风险。随着央行近年来不断上调存款准备金率,企业就可能出现资金周转困难的状况,从而增加公司的信用风险和流通风险。

表2 2009年主要行业债权结构

序号	行业类别	资产负债率	流动比率
1	房地产业	58.77%	47.20%
2	采掘业	42.29%	26.38%
3	交通运输、仓储业	55.37%	31.44%
4	金融、保险业	95.19%	
5	农林牧副渔	54.17%	46.38%
6	社会服务业	51.33%	36.38%
7	食品、饮料业	44.58%	40.99%
8	信息技术业	50.63%	45.31%

数据来源:Wind数据库。

3. 融资顺序是先负债、再股权。我国现有的融资渠道主要有两种:负债融资和股权融资。

负债融资有三种。第一种是银行贷款。目前住房企业和消费者直接和间接的贷款比例已达70%~80%,其中短期负债主要来自银行贷款,长期负债有银行贷款也有发行的公司债券,预售账款主要来自银行的个人按揭贷款,其他负债主要是由一些应付款组成,这些应付款最后还是由银行贷款来偿还。从以上的分析来看,房地产上市公司的负债融资大部分来自于银行贷款。第二种是房地产信托。房地产信托只是房地产

企业资金来源中很小的一部分,所占比例约为1%。第三种是债券融资,债券融资占房地产企业全部资金的比例也不足同期房地产投资金额的1%。

股权性融资有两种。第一种是股权融资。房地产上市企业占房地产企业总数还不到1%,股权融资作为外部融资的一种重要融资方式虽然得到一般企业的青睐,但是我国房地产企业的上市之路并不平坦。据中国人民银行统计数据显示,到2003年底,我国有29967家房地产企业,但是上市公司占总数的0.14%。股权融资是房地产业上市公司的一种重要的融资方式,它占全部融资额的38.33%,与其他行业的上市公司不同的是,股权融资不是最主要的融资方式。第二种是房地产基金,其目前所占市场份额远小于其他几种。

4. 股权结构以国有股为第一大股东。

表3 房地产业上市公司股权结构

股权结构(%)	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
国有股	33.29	38.25	31.37	42.39	40.12	33.89	35.23	34.59	36.11
法人股	26.95	20.32	19.56	28.23	21.47	28.94	26.45	25.12	24.73
流通股	35.73	40.95	43.46	29.29	33.01	37.01	36.21	38.10	37.43
其他股	4.03	0.48	5.61	0.09	5.40	0.07	2.11	2.19	1.73

资料来源:根据《中国证券期货统计年鉴》(中国证券监督管理委员会出版)2001年至2009年数据整理计算得到。

通过表3的分析可以看到,大部分的房地产业上市企业第一大股东都是国有股,国有股的比例占有绝对控股地位,因此银行实质上是对政府贷款,这些贷款是没有风险的。而我国的商业银行经过股份制改革后,政府仍然是第一大股东,因此商业银行对房地产企业的贷款是有政府做担保的。这些都是我国房地产企业倾向于采取债务融资的原因。

三、房地产上市公司资本结构优化建议

1. 拓宽融资渠道。拓宽融资渠道的途径有两条:第一是大力发展房地产基金,通过募集社会闲散资金投资于房地产业,这样既拉动了国民经济的发展,降低了银行风险,又拓宽了融资渠道,使投资人以小规模资金享受房地产大规模投资的收益。第二是创新融资模式,这种模式应该是一种以债权融资为主、股权融资为辅,债权融资与股权融资相辅相成的融资模式。这样,既保持了国有商业银行在融资方面的主导地位,又发挥了股票市场在融资结构和治理结构方面的有效作用,并且始终强调投资者保护和资源配置效率。它不是简单的银行主导型融资模式,也不是简单的市场主导型融资模式,而是一种银行融资模式比例下降但治理功能强化,股票融资比例上升但其潜在缺陷得到控制的混合型融资模式。

2. 防止过度扩张。房地产上市公司目前的扩张速度过快,很多企业拿到项目贷款不是用于项目建设,而是用贷款再去拿地,拿到地后又去抵押贷款,如此反复,企业的资金链条越来越长,债务积累得也越来越多,资金链条的任何一环断裂都会导致全盘皆输。从财务管理的角度来说,能使资本结构发挥最大作用的就是最优的资本结构,所以在市场持续走高的情况下,利用较好的资本结构也是必要的。可见,如何判断扩

张是否过度就显得尤为重要。很多企业并不知道如何测试是否扩张过度。本文尝试用某年投资土地的资金与当年投资于项目建设的资金之比作为衡量开发商施工进度的指标。该指标不仅能反映未来1~2年内商品房的供应情况,而且能反映企业对未来的预期。当指标值过高时,表明企业手中待开发土地数量增加,反映了房地产开发企业对市场、地价和利率发展走势都有较好的预期,对未来房地产价格走高较有信心。这个指标临界值可以参照我国房地产行业的平均指标确定,如果超过平均指标,反映企业的扩张风险比较大;如果低于平均指标,反映企业的扩张风险比较小。同时,该指标也可以反映政府管理部门调控市场的政策效果。

3. 做好资金储备。目前我国房地产企业的高负债特点使得对现金流的管理尤为必要。现金流管理包括两方面的含义:一方面是结构安排,如短期负债现金流和长期负债现金流的安排;另一方面是时间安排,如取得资金和偿还债务的时间安排。债权融资的多少及其期限结构,应与企业经营活动的周期波动相匹配,避免出现不合理的债权融资安排,进而提高融资效率。加强存量与流量管理,充分利用现有债权融资,避免因支付危机而造成企业的破产。

4. 强化风险测评。我国房地产企业的高负债特点使得企业风险测评尤为重要。风险测评要与房地产行业的发展趋势结合起来,企业应按照一年、三年、五年、十年等期限调整资本结构,使得企业的调整能与我国平均房地产资本结构同步或者优先。负债融资的风险测评也应与我国房地产行业的趋势、资本市场发展程度、融资方式的类别、融资总量、融资结构、融资的难易程度、法律环境、市场环境等因素联系起来,建立融资风险指数,能准确预测企业资本结构带来的风险。在销售市场持续走高的时候,因为约束条件的相对宽松,企业可以采取激进的融资策略;在销售市场低迷的时候,因为相应的约束条件比较苛刻,企业可以采取保守的融资策略。可见,把握市场由高转低的临界点尤为重要。房地产行业的经营周期比较长,所以在相当长的周期内,企业保持高负债的结构都是相对安全的,配合风险测评,在市场出现拐点之前及时调整资本结构,就能应对高负债结构给企业带来的支付风险。

5. 调整战略规划。房地产上市公司调整战略规划也能促使资本结构优化。房地产行业是高风险高回报的行业,企业应配合低风险的行业做战略规划。房地产行业财务杠杆比较高,低风险行业的财务杠杆比较低,这两类行业如果是负相关,组合起来的可以完全抵消;如果是正相关,组合起来的也可以降低。这种战略规划可以保证企业获得较高的收益,同时降低财务风险。我们试图构建一个模型:用 β 系数用来衡量某一行业的财务风险水平(用该地区财务风险水平指数来衡量),相当于所有行业财务风险水平(用我国平均财务风险水平指数来衡量)的波动水平。那么有如下公式:

某行业的财务风险水平指数=全国最低财务风险水平指数+ β 系数(我国平均财务风险水平指数-全国最低财务风险水平指数)

β 系数大于1,表示该行业的财务风险水平高于我国平

均的财务风险水平; β 系数小于1,表示该行业的财务风险水平低于我国平均的财务风险水平。

战略组合的财务杠杆的风险系数用如下公式表示:

$$\beta = \sum_{i=1}^n w_i \beta_i$$

6. 建立合作机制。

(1)项目合作。分散开发风险,助推项目扩展。项目合作主要是指与同行共同投资,以股权合作方式进行项目开发,其目的在于分散开发风险,便于拓展项目,或者便于公司进入某些城市,这样也可有效地解决资金难题。面对资金难题,更多的房地产企业选择“联合开发”。据悉,目前山东、四川、广东、大连、江西、广西等地不少房地产开发商正在寻求合作,对拥有的土地和在建项目实施联合开发,以缓解资金压力。当然,联合开发的范围并不仅仅局限在国内,在香港上市的雅居乐地产宣布,已经与摩根士丹利达成协议,将向后者出售海南清水湾综合度假区发展项目30%的股权,涉及合作资金为人民币53亿元。业内人士分析认为,这实际上就是引入外资对现有项目实施联合开发。当然,在引进外资进行开发时,我国对风险防范一定要有预见性。

(2)资本合作。资本合作是房地产公司选择财力雄厚的集团作为股权扩张对象,如万科集团引进华润作为第一大股东。引入华润进行股权扩张,为万科提供了一个重要的融资渠道。资本市场的融资渠道为万科提供了强大的资金保障。

四、结语

资本结构最优是企业追求的目标。总体来说,目前房地产行业高负债的资本结构存在很大财务风险。为此,企业要结合国家宏观政策、市场因素、企业自身发展规划,拓宽筹资渠道,防止过度扩张,做好资金储备,强化风险测评,调整战略规划,使企业的资本结构达到最优。笔者认为我国房地产上市公司的负债比例处于0.50~0.60的区间比较合理。若高于这个区间值,则提示我们关注企业的财务风险,早做防范。不过超过上述标准也并不代表资本结构不优,此时要结合企业的资金流安排、风险防范措施、战略规划等作综合分析。

主要参考文献

1. 韦琳.论资本结构与公司控制权配置的优化.现代财经,2007;6
2. 王正位,赵冬青,朱武祥.资本市场磨擦与资本结构调整——来自中国上市公司的证据.金融研究,2007;6
3. 戴天柱.长三角多层次资本市场对上海国际金融中心建设的功效分析.国际商务研究,2007;4
4. 陆冬梅,郭建林.多层次资本市场建设与风险投资业发展.企业经济,2007;7
5. 蒋琰,茅宁.多元资本结构在中国企业的实证研究.中国工业经济,2007;1
6. 韩庆兰,颜敏.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.财会月刊(理论),2008;10
7. 兰峰,雷鹏.房地产行业最优资本结构影响因素实证研究.财会月刊(理论),2008;5