

房地产企业财务风险研究

盛光明, 周会

(中南财经政法大学财税学院, 武汉 430060)

摘要: 随着房地产业高速发展, 房地产企业财务风险也不断积聚。文章对房地产企业财务风险成因进行分析, 针对房地产企业财务风险的产生环节, 提出风险防范措施并化解财务风险; 同时, 基于 Z 计分模型进行实证研究, 阐明了较有普遍意义的财务风险预警模式。

关键词: 房地产企业; 财务风险; 预警系统

中图分类号: F234.4

文献标识码: A

文章编号: 1009-3370(2005)04-0047-04

据世界银行统计, 人均 GDP 达到 600-800 美元之间时, 住宅产业将进入高速增长阶段。从国际经验看, 人均 GDP 在 7 000-8 000 美元之前, 房地产将始终保持旺盛势头。目前中国人均 GDP 约 1 000 美元, 国民经济的发展阶段与发展要求决定了我国房地产处于高速发展阶段。沪深股市中现在专门从事房地产开发的公司有 60 余家。同时, 累计有 200 多家非房地产类上市公司投资房地产。与一直从事房地产开发的企业相比, 这些新入行的上市企业缺乏经营房地产的基础和经验, 因此面临更大的投资风险。从业绩来看, 房地产上市公司多项财务指标均低于沪深上市公司平均水平。种种迹象表明, 我国的房地产企业财务风险逐渐加大, 防范和化解财务风险的任务日益紧迫, 财务风险管理成为房地产企业亟待解决的重要课题。

一、房地产企业财务风险成因分析

财务是一个开放的系统, 它在按自己的轨迹运转的同时, 又不断与外部市场发生关系, 引发财务风险的因素也来自于企业的内部和外部, 从而产生非系统性风险和系统性风险两大类。

1. 系统性风险

系统性风险, 是由公司外部风险因素的变化而引起整个理财环境的不确定性, 从而对全社会所有公司的财务经营都产生影响的共性风险。从性质上讲, 系统性风险就是环境风险。引发系统性风险的因素主要有宏观经济环境、资源环境、市场环境以及法律、政策环境。

(1) 宏观经济环境 房地产业受经济发展周期和国家的经济发展水平影响较大。房地产的发展周期与国民经济的发展周期一样, 也会经历从萧条到复苏的 4 个阶段。国内房地产的周期与 GDP 增长有明显关系, 波动基本一致, 但波幅前者大于后者; 而且, 复苏早于宏观经济, 衰退晚于宏观经济。我国自 1984 年开始, 房地产已经经历了 3 个发展期和 2 个低落期。从 1984-1988 年, 为发展期, 大约 5 年时间; 1989-1990 年是一个低落期; 从 1991-1994 年是第二个发展期; 1995-1997 年又是一个低落期; 从 1998 年开始我国房地产业进入了一个新的发展期。我国

房地产周期有 3 方面的特殊性: 一是房地产周期的频率, 大约都是 5 年发展, 2 年低落, 也就是说 7-8 年为一个周期, 而随着市场及行业的成熟, 这个周期有延长的趋势; 二是我国房地产的周期中, 衰退期和低谷期比较短, 而增长期和繁荣期时间比较长, 这显示出市场需求持续旺盛这样的特点, 它明显不同于房地产总量过剩的国家和地区; 三是从销售增长和投资增长的关系来分析, 销售增长直接影响到投资的增长。房地产与国民经济的许多行业具有很强的产业关联性, 这些行业的产品质量、产品价格、产品更新的周期等均影响房地产业的发展。如钢铁、水泥、木材、玻璃、塑料、家电等产业都与房地产业密切相关, 据统计, 我国每年钢材的 25%、水泥的 70%、木材的 40%、玻璃的 70% 和塑料制品的 25% 都用于房地产开发建设中。

(2) 资源环境 土地是房地产开发不可缺少的非再生性资源, 土地储备受到国家宏观经济形势、国家的土地政策、土地市场的供求关系以及土地本身的位置的影响, 土地政策和土地价格的变化会对开发商产生极大影响。土地是房地产开发成本的重要组成部分, 占用资金量过大, 影响开发商资金的周转率和利润率, 并且在开发商未能及时开发所储备土地时, 将面临交纳土地闲置费甚至无偿交回土地使用权的风险。

(3) 市场环境 由市场环境引发的市场风险一般包括价格风险、再投资风险和购买力风险。从销售方面看, 随着我国房改制度的推进, 个人购买者逐渐成为购房的主力军, 客户的个性化需求对产品细分和客户群体细分的要求越来越高。如果开发的产品在项目定位、规划设计、销售策略等方面不具备前瞻性, 就会存在产品滞销的风险。此外产品的差异性越来越小, 开发商面临产品同类、同质竞争的局面, 行业竞争日趋激烈, 将在很大程度上增加企业的开发难度和销售费用。

(4) 法律、政策环境 国家为保证国民经济协调健康发展, 常常运用税收、金融、财政多种经济杠杆对房地产行业实行宏观调控, 宏观政策对企业收益具有很大的影响。政府政策对房地产业发展的影响主要通过以下 4 方面来体现: 政府对土地资源的开发和使用计划直接影响到土地的供应, 从而影响到房地产业的开发状况; 政府的各项税费会影响到房

收稿日期: 2005-04-01

作者简介: 盛光明(1973—), 男, 会计师, 宿迁学院财务处副处长, 在职硕士研究生. E-mail: cwc@sqc.edu.cn.

地产的价格,从而影响到房地产的销售状况;政府对房地产交易所采取的政策会影响到房地产的流通状况;政府对金融的政策会影响房地产企业的融资。

2003年以来,国务院、人民银行、银监局相继出台了《中国人民银行关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》、《国务院关于促进房地产市场持续健康发展的通知》、《严格控制固定资产投资规模的通知》、《商业银行房地产贷款风险管理指引》等,这些政策的出台改变了房地产企业原有的融资模式和融资渠道,对房地产行业 and 金融业都产生了深远的影响。从2005年3月17日起,人民银行调高了商业银行自营性个人住房贷款利率,将住房贷款优惠利率回归到同期贷款利率水平。同时,对房地产价格上涨过快城市或地区,个人住房贷款最低首付款比例可由现行的20%提高到30%。房地产开发企业所面对的是:房地产开发贷款必须“四证”齐全,贷款只能通过房地产开发贷款形式发放,不得以房地产流动资金形式发放,自有资金不低于项目总投资的35%,贷款只能用于本地区房地产项目;土地储备贷款额度不得超过所收购地评估价的70%,期限最长不得超过2年;建筑施工企业流动资金贷款只能用于购买施工必需设备,不得挪作他用;对个人住房贷款只能对结构已封顶的住房发放,而且购房者月均还款额与收入比不能高于50%等等。毫无疑问,目前的政策抬高了房地产银行融资的门槛,符合标准的房地产企业数量大大缩小。

2. 非系统性风险

非系统性风险,是由特定经营环境的变化而引起的不确定性,从而对个体产生影响的特有性风险。它源于各个公司自身特有的营业活动和财务活动,是公司特有风险。从公司内部管理人的角度考察,该风险主要表现形式是筹资风险和经营风险。引发非系统性风险的因素主要有以下几方面。

(1) 自身经营特点 从房地产业的经营特点看,房地产开发项目具有开发过程复杂、周期长、涉及部门和环节多的特点。从土地获得、市场调研,投资决策、建设施工,到销售推广、物业管理等开发过程,这一过程涉及多家合作单位,并接受规划、国土、建设、环保等多个政府部门的监管,从而使得开发商对开发工程的进度、质量、投资、营销控制的难度增大。一旦某个环节出现问题,如变更设计、施工条件和环境条件等发生变化,将导致项目周期拉长、营业成本增加、收益大幅降低甚至亏损。

(2) 资金结构 资金结构主要是指企业全部资金来源中权益资金与负债资金的比例关系。房地产开发企业的资金由自有资金、预售款、银行贷款、经营性欠款4部分组成,其中自有资金往往只占较小的比例,负债资金往往占企业全部资金来源的60%以上,有的甚至高达90%,一旦企业不能控制各类风险,出现不能支付到期本息的财务危机的概率就非常大。

(3) 财务管理水平 我国的房地产企业,特别是大型房地产企业大都由国有资本控制或者本身就是国有企业转化而来,国有企业所具有的诸如效率较低、管理水平欠缺、内部激励与约束机制不健全等缺陷时有体现。企业与内部各部门之间及企业与上级企业之间,在资金管理及使用、利益分配等方面存在权责不明、管理混乱的现象,造成资金使用效率低下,资金的安全性、完整性往往无法得到保证。

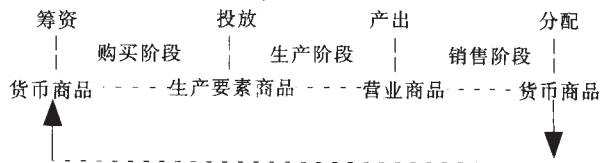
(4) 决策的风险意识 财务决策失误是产生财务风险的

又一重要原因。决策过程中,往往由于企业对投资项目的可行性缺乏周密系统的分析和研究,加之决策所依据的经济信息不全面、不真实以及决策者决策能力低下等原因,导致投资决策失误频繁发生。决策失误使投资项目不能获得预期的收益,投资无法按期收回,为企业带来巨大的财务风险。

二、房地产企业财务风险的产生环节^[1]

财务风险在不同的理财环境和理财阶段,有不同的表现形式。资本循环运动过程就是财务风险的转移和积聚过程。以货币形态为起点和终点的资本循环一般运动过程表达为:

资本运动在筹资、投放、产出、分配4个节点上停留,积聚着4种风险类别:



(1) 筹资风险 即到期无法偿还本金和偿付资本成本的可能性。它存在于资本运动的起点,前次循环的经营风险和收益分配风险对筹资风险有直接的影响。

(2) 投资风险 即无法取得期望投资报酬的可能性。它是本次资本循环所有风险的主导,制约着其他类型财务风险的发生及其程度。

(3) 经营风险 即无法卖出产品并收回垫支本金的可能性。包括销售风险和收款的信用风险。

(4) 收益分配风险 即由于收益取得和分配而对资本价值产生影响的可能性。它是下次循环资本垫支价值的资金来源,制约着资本价值的规模,是资本价值经营所有财务风险的释放。

三、房地产企业财务风险的防范

1. 加强财务活动过程管理

(1) 筹资风险的管理 企业的筹资渠道有2大类:一是所有者投资,如增资扩股,税后利润分配的再投资;二是借入资金。对于所有者投资而言,不存在还本付息问题,可长期使用,自由支配,其风险只存在于使用效益的不确定性上。而对于借入资金而言,企业在取得财务杠杆利益时,实行负债经营而借入资金,从而给企业带来丧失偿债能力的可能和收益的不确定性。

笔者认为,房地产企业融资策略应由原来的单纯依赖银行贷款,向以银行贷款为主,私募和创新融资为辅建立阶段性组合融资安排,实现低成本融资、确保项目资金链安全的策略转变。近年来,我国房地产企业融资相继涌现出以下几种方式:自有资金加上银行贷款融资方式;自有资金加上信托计划融资方式;股权融资加上银行贷款融资方式;自有资金加上房地产投资基金融资方式等融资模式。此外,还探索出了典当、股权和债券私募、开发商委托贷款、销售融资、采购融资、票据融资、资产证券化等新的多元化融资渠道。

(2) 投资风险的管理 在进行投资风险决策时,其重要原则是既要敢于进行风险投资以获取超额利润,又要克服盲目乐观

和冒险主义,尽可能避免或降低投资风险。要追求收益性、风险性、稳健性的最佳组合,或在收益和风险中间,让稳健性原则起着一种平衡器的作用。市场信息通道少而不通畅,资金投向结构不合理,都会带来极大风险。房地产企业在投资决策前必须充分了解城市规划信息、土地使用情况信息、房地产开发供应信息及市场需求信息。城市规划信息不畅,会造成开发商选址过程中的盲目性,使相当一部分商品房因配套不完善而滞销;土地使用情况信息不畅,使房产商在购置土地时仅能从有限的个案比较中得出粗略的市场行情,造成土地价格透明度差;市场需求信息(包括对各类不同商品房的需求总量,同类商品房的不同档次、地域分布和价格承受能力等信息)不灵,价格信号又较弱,不仅造成总量供求不平衡而且供应结构不合理,造成供求错位。

(3) 现金流量风险管理 该风险指企业现金流出与现金流入在时间上不一致所形成的风险。企业财务活动的第三个环节是资金回收。应收账款是造成资金回收风险的重要方面,有必要降低它的成本,它的成本有:机会成本、应收账款管理成本、坏账损失成本。应收账款加速现金流出,它虽使企业产生利润,然而并未使企业的现金增加,反而还会使企业运用有限的流动资金垫付未实现的利税开支,加速现金流出。因此,对于应收账款管理应在以下4方面强化: 建立稳定的信用政策; 确定客户的资信等级,评估企业的偿债能力; 确定合理的应收帐款比例; 建立销售责任制。合理确定期限、还款方式及时间,对未来现金流入量与流出量进行分析,选择适宜的还款方式;做好还款计划和准备,加快资金周转,适当增大流动比率,使企业拥有更多的营运资金,提高偿债能力,并建立风险基金。

(4) 收益分配风险的管理 收益分配包括留存收益和分配股息2方面,二者此消彼长,既相互联系又相互矛盾。企业如果扩展速度快,销售与生产规模高速发展,需要添置大量资产,税后利润大部分留用。但如果利润率很高,而股息分配率较低,就可能影响企业股票价值,由此形成了企业收益分配上的风险。

2. 建立风险预警体系

产生财务危机的根本原因是财务风险处理不当,财务风险是现代企业面对市场竞争的必然产物,尤其是在我国市场经济发育不健全条件下更是不可避免,因此,建立和完善财务预警系统尤其必要。一个有效的财务预警系统应具备如下功能: 监测功能:通过对企业的生产经营活动进行跟踪、记录和计量,考核实际情况与目标、预算、定额、标准之间的差异,分析偏差中存在的问题,以便查找出财务危机的踪迹; 预警功能:经过对大量信息的分析,当出现可能危害企业财务状况的关键因素时,财务预警系统能预先发出警告,提醒经营者及早做出准备或采取对策,避免潜在的风险演变成现实的损失、起到未雨绸缪、防患于未然的作用; 诊断功能:通过对监测结果的对比分析,运用现代管理技术、企业诊断技术对企业营运状况之优劣做出判断,可以及时、准确地找出企业运行中的弊端及病根之所在; 矫正功能:根据监测、诊断的结果,对症下药,使陷入危机的企业回复到正常运转轨道上来,是企业财务预警分析的一个重要功能。

(1) 编制现金流量预算,建立短期财务预警系统就短期而言,企业能否维持下去,并不完全取决于是否盈利,而取决于是否有足够现金用于各种支出。预警的前提是企业有利润,对于经营稳定的企业,由于其应收、应付账款及存货等一般保持稳定,

因此经营活动产生的现金流量净额一般应大于净利润。企业现金流量预算的编制,是财务管理工作中特别重要一环,准确的现金流量预算,可以为企业提供预警信号,使经营者能够及早采取措施。为能准确编制现金流量预算,企业应该将各具体目标加以汇总,并将预期未来收益、现金流量、财务状况及投资计划等,以数量化形式加以表达,建立企业全面预算,预测未来现金收支的状况,以周、月、季、半年及1年为期,建立滚动式现金流量预算。

(2) 确立长期财务分析指标体系,建立财务预警模型 就长期而言,财务危机预警系统是以企业信息化为基础,对企业在经营管理活动中的潜在风险进行实时监控的系统。它贯穿于企业经营管理活动的全过程,通过分析企业内外理财环境,及早地发现企业财务危机信号,同时通过寻找财务危机的原因,提出防范和解决危机的有效措施,为企业经营决策和有效配置资源提供可靠保障。一般可以通过风险预警模型对风险进行监测。

四、房地产企业财务风险预警模型的实证研究

在我国,有关财务风险预警模型的研究起步较晚,而在国外这项研究则比较成熟。常见的风险预警模型有以下几方面。

1. 单变量模型

单变量模型即运用个别的财务比率来预测财务危机的模型。1966年,美国学者威廉·比弗(William Beaver)最先运用5个单个财务比率分别对79家经营失败公司和79家经营未失败公司进行一元判定预测,他的研究结果表明运用现金债务保障率的预测效果最好,资产报酬率则次之,他的这种单变量模型预测简单易懂,但具有如下缺点: 对同一家公司预测者可能会因使用比率的不同而得出不同的预测结果; 对较长一段时间进行的单变量预测,可能说明公司现在处于困境或者未来可能陷入困境,但它不能具体说明公司可能破产以及何时破产;

分析结果容易受通货膨胀的影响。由于单变量模型预测的上述缺点,单变量分析逐渐被多变量方法所取代。

2. 多变量模型

多变量模型即运用多种财务比率指标加权汇总而构成线性函数公式来预测财务危机的一种模型。1968年,美国学者阿尔德曼(Altman)最早创造Z计分模型来探讨公司财务危机预测问题,随后1972年,迪肯(Deakin)的线性概率模型和埃德米斯特(Edimiserd)的小企业模型在这方面也均有建树,除此以外,Logistic模型、Probit模型和判别分析模型皆对财务危机预测的研究有较大的影响。就目前而言,在国际上多变量财务风险预警模型的应用是最有效的,被国际金融界和学术界称为主流方法,其中,阿尔德曼的Z计分模型被广泛应用,本文重点介绍此模型,并利用其做实证分析^[2]。Z计分模型的判别函数为

$$Z=1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 0.999X_5$$

阿尔德曼教授的研究结果表明

Z < 1.81	财务失败(破产)区域
1.81 ≤ Z ≤ 2.675	灰色(未知)区域
Z ≥ 2.675	安全区域

模型中, X1为净营运资本/资产总额,反映公司总营运资本的流动性。净营运资本是一个被广泛用于计量财务风险的指标,在其他因素的情况下,公司的净营运资

本越多,就越能履行当期债务责任,一个公司的净营运资本如果持续减少,往往预示着它出现了短期偿债危机。

X2为留存收益/资产总额,反映公司的支付剩余能力。对于上市公司而言,留存收益为公司净利润减去股利支付后的余额,如果不考虑公司的股利政策等其他因素,留存收益越多,表明公司支付股利的剩余能力越强,其财务失败的风险也越小。

X3为息税前利润资产总额,反映公司的收益率大小,衡量公司运用全部资产获取利润的能力。公司的利润不仅密切关系所有者的利益,也是公司偿还债务的重要保证,是反映公司是否财务失败的最有力依据之一。

X4为股东权益/负债总额,反映公司财务状况的稳定性。它表明了股东权益对公司债务的保障程度,该比率越高,债权人的贷款安全越有保障,公司的财务风险也就越小。

X5为本期销售收入/资产总额,反映公司的活动比率。该指标越大,反映公司利用其资产进行经营的效率越高,反之,则表明公司利用其资产进行经营的效率低,从而影响公司的获利能力,增大财务风险。

以上模型是基于制造业上市公司而提出的。阿尔德曼教授选择了1968年尚在持续经营的33家美国企业进行预测,其准确率很高。

3. 基于Z计分模型的实证研究^[9]

我们把沪深上市公司中的ST公司界定为财务失败公司,把公司被宣布ST的当年作为T年,选取2004年中报时全部7家ST房地产类公司T-1年、T-2年、T-3年的财务数据作为样本。根据模型计算的要求,我们选取了所需财务数据并整理后得表1。

由表1所示的实证结果我们可以发现,对于以上7家公司,它们在T-3年底的财务资料就发出了面临财务失败的预警信号,预警模型对样本公司预测Z值均小于预警临界1.81,处于预测财务失败区域,准确率100%。如果此时公司管理者能够依据预警信号及时发现问题根源所在,并立即采取措施予以消除,从而改善财务状况,或者还能够避免财务失败。从以上实证过程显示,Z计分模型可以作为我国房地产类上市公司的财务预警模型,具有相当高的准确性。

表1 2004年ST房地产上市公司财务风险评价指标计算表

公司	年度	X1	X2	X3	X4	X5	Z
ST兴业	T-1	-0.09301	-0.47704	-0.46306	0.024635	0.102781485	-2.190100187
	T-2	0.244966	0.021656	0.014313	0.493604	0.197149716	0.864624776
	T-3	0.230931	0.038599	0.039488	0.609173	0.335257633	1.161892845
ST金盘	T-1	0.058817	-0.40212	-0.1644	0.074966	0.096099643	-0.893909224
	T-2	0.161543	-0.14606	0.007998	0.375482	0.080823611	0.321786159
	T-3	0.113496	-0.12678	0.017114	0.308096	0.097835161	0.297767681
ST珠江	T-1	0.194154	-0.72698	-0.17358	0.613526	0.130042429	-0.859564858
	T-2	0.145085	-0.51549	-0.0337	1.231846	0.127968296	0.208151458
	T-3	0.165743	-0.36702	0.09986	1.364092	0.046289765	0.879298317
ST万山	T-1	-0.38631	-0.15225	-0.09115	0.686477	0.103839804	-0.461881631
	T-2	-0.29954	-0.01673	0.034787	0.707053	0.195241931	0.351215677
	T-3	-0.30427	-0.20566	0.058487	0.463844	0.100484702	-0.081349256
ST深物业	T-1	-0.06343	-0.30595	0.041143	0.077142	0.231390728	-0.091228923
	T-2	0.045171	-0.12526	0.025196	0.254372	0.234756091	0.349125729
	T-3	0.02943	-0.15717	-0.1459	0.405724	0.233784724	-0.189204663
ST星源	T-1	-0.15274	-0.06668	-0.02547	1.153557	0.030179488	0.361589051
	T-2	-0.10463	-0.01965	-0.01308	1.295905	0.034884218	0.616183413
	T-3	0.089988	0.030149	0.018468	0.698943	0.07222739	0.702657535
ST中科	T-1	-0.0556	-0.10062	-0.06162	0.147797	0.079988091	-0.242345668
	T-2	0.023701	-0.01583	-0.0059	0.283505	0.126716659	0.283490537
	T-3	0.148476	0.007321	0.013799	0.231052	0.196841858	0.569233191

数据来源:根据证券之星网站之上市公司个股基本资料计算得出

参考文献:

- [1] 彭韶兵. 财务风险机理与控制分析[M]. 立信会计出版社, 2001.
- [2] Altman E I, Narayanan P Zeta. analysis-a new model to identify bankruptcy risk of corporations[J]. Journal of Banking & Finance, 1977.
- [3] 陈静. 上市公司财务恶化预测的实证研究[J]. 会计研究, 1999.

On the Financial Risks of Real Estate Enterprises

SHENG Guang-ming, ZHOU Hui

(School of Finance and Taxation, Zhongnan University of Economics and Law, Wuhan, 430060)

Abstract: With the rapid development of real estate in China, the financial risks of real estate enterprises are accumulating. Having analyzed the causes for these financial risks, this paper puts forward some precaution measures to eliminate the risks. Meanwhile, on the basis of Z Calculating Model, a study on the subject is provided and a normal mode of financial risk warning is proposed.

Keywords: Real estate enterprise; Financial risk; Warning system.

[责任编辑:孟青]