

论新形势下国有房地产企业财务杠杆的控制

李 涛

(中建七局地产集团有限公司 450000)

摘要:近年来,随着房地产行业发展的放缓,我国房地产行业过去依靠的高杠杆、高负债、高周转的发展模式逐渐凸显出一些问题,其中最突出的问题就是高杠杆问题。我国房地产行业普遍资产负债率较高,财务杠杆水平存在风险。本文分析了我国国有房地产企业财务杠杆水平现状,发现我国国有房地产企业财务杠杆水平总体是比较健康的,但也存在资产负债率高等问题。为保障国有房地产企业健康发展,本文认为国有房地产企业要把财务杠杆控制在恰当的水平,具体措施包括拓宽融资渠道,优化资本结构,摆脱以前以债务为主的融资途径,提升股权融资比例,调整股利分配政策增加企业留存。此外,企业还可以通过管控成本费用等途径减少现金支出,增加企业盈利能力,从而达到控制财务杠杆水平的目的。

关键词:国有企业;房地产;财务杠杆

【DOI】10.12293/j.issn.1671-2226.2023.25.001

前言

从上世纪九十年代以来,我国房地产行业一直是经济发展的支柱产业,这二十多年来,房地产行业依靠高杠杆、高负债、高周转的模式让房地产行业在我国取得迅猛的发展,为我国经济高速增长贡献了重要的力量。但也是这种“三高”的发展模式,使得整个行业发展到今天也是问题丛生。其中比较突出的问题就是高负债、高杠杆导致了房地产行业财务风险的累积。从2015年推进的“三去一降一补”,到2020年推出的“三道红线”调控,无不是为整个房地产行业高负债、高杠杆发展模式进行降温。尽管如此,随着房地产行业步入成熟期,市场增量有限,再加上全球经济下行,一些房地产企业的债务问题还是显现出来。以2020年8月央行、银保监会等机构针对房地产行业提出的“三道红线”调控措施为例,经过两年多的调控,诸葛数据研究中心统计,2022年100家上市房企中红档房企反而从2021年的21家增加到了30家,其中金融街、中交地产等国有房地产企业赫然在目,可见房地产企业债务问题不是个例。近两年恒大暴雷、多家房企退市无不是因为高杠杆问题引发债务危机。种种迹象表明,新形势下我国房地产行业杠杆问题相当突出,加强调控和控制势在必行。本文在研究国有房地产企业财务杠杆的基础上,指出国有房地产企业财务杠杆控制的必要性并提出了相应的应对措施。

1 财务杠杆的概念

财务杠杆就是指企业通过借款等融资渠道进行筹资,然后通过以小博大的方式来获取更大的利润。日常经营管理中企业通常用资产负债率、财务杠杆系数来衡量财务杠杆水平,是企业判断财务风险的重要财务指标。资产负债率是评价一个企业负债能力的综合性指标。财务杠杆系数(DFL)是指普通股每股税后利润

变动率相对于息税前利润变动率的倍数。财务杠杆系数的计算有几种算法,其中最常见、获取数据最容易的其计算公式是:财务杠杆系数=EBIT/EBIT-I,其中EBIT是指基期的息税前利润,I是指利息费用。从这个计算公式可以看出,财务杠杆系数受到息税前利润和利息费用的影响,一定程度上能反映企业利用债务盈利能力及财务风险。具体分析如下:

若 $EBIT < 0$,则 $0 < DFL < 1$,此时息税前利润为负数,这时虽然财务杠杆系数仍然为正,但企业已经处于亏损状态,企业面临的财务风险比较大。

若 $0 < EBIT < I$,则 $DFL < 0$,此时企业虽略有盈利,但盈利还不足以支付借款利息,且财务杠杆表现为负效应,企业也面临着比较大的财务风险。

若 $I < EBIT < 2I$,则 $DFL > 2$,此时企业财务杠杆效益为正,但当EBIT接近于I即息税前利润刚好能覆盖利息费用时,DFL近乎无限大,企业面临着巨大的财务风险。

若 $EBIT \geq 2I$,则 $I < DFL \leq 2$,此时企业息税前利润大于利息费用的两倍,一方面企业盈利足以支付利息费用,另一方面财务杠杆系数介于1和2之间,表现为正效应,表明企业负债真正起到了杠杆的作用,有着以小博大的功能,是一种比较理想的状态。

2 国有房地产企业财务杠杆水平现状

房地产行业是典型的资产密集型企业,其行业特点是工程周期长,投资规模大,资金需求量大,资产周转率低,负债率高等。据国泰安数据显示,2021年我国房地产行业的资产负债率行业水平是78.77%,仅次于金融行业的91.68%。近几年,房地产行业接二连三的知名民营房企陷入债务危机,究其原因,很多分析将直接剑指高杠杆导致了这些企业的高风险。那么,国有房地产企业杠杆水平如何呢?本文选取了A股上市的三家上

科学研究

市公司,包括保利发展、建发股份和招商蛇口,这三家上市公司都是央企,主营业务都在房地产行业。2023年年初澎湃新闻报道,2022中国房地产企业综合实力榜TOP100,其中保利发展排名第二,招商蛇口排名第七,建发股份排名第十一,可见三家企业在国内都是有相当影响力。通过查阅三家公司2020年-2022年三年的年报,整理出相关数据,并计算出了三家企业近三年的资产负债率和财务杠杆系数。具体情况如下(表2-1,表2-2,表2-3):

从上面的分析可以看出,三家公司的资产负债率除招商蛇口在70%以下,另外两家企业保利发展、建发股份的资产负债率均在75%以上,基本与行业资产负债率水平持平。同时,三家公司的财务杠杆系数都常年保持在1-2之间,尚处于比较理想的水平。由此可以推断,我国国有房地产企业从财务杠杆的角度来看,总体说来财务风险尚不足以忧虑,仍然处于相对健康的水平。

3 国有房地产企业财务杠杆控制的必要性

首先,国有房地产企业控制财务杠杆水平是落实中央有关房地产调控政策的需要。我国房地产从九十年代初起步,经过二十多年的高速发展,房地产行业逐步步入过剩的发展时期。2015年12月,在中央经济工作会议上习近平总书记明确指出我国经济发展战术上要抓住关键点,主要是抓好去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务,亦即我们熟悉的“三去一减一补”任务。去杠杆被明确为我国经济发展上的重要任务,自

然财务杠杆也在之列。2020年8月,“三道红线”的监管要求出台,更是迫使房地产行业加快了去杠杆的步伐。作为国家房地产行业支柱的国有房地产企业,在国家经济调控中起着示范性作用,这就要求国有房地产企业必须紧跟国家调控步伐,在国民经济发展过程中引领行业的发展,不能出现丝毫差池。

其次,国有房地产企业资产负债率依然处于高位,财务风险仍然存在,控制财务杠杆水平势在必行。从前面的分析可以看出,国有房地产企业财务杠杆系数大致都处于1-2之间,从这个角度看,国有房地产企业财务风险基本上维持着健康的水平,总体可控。但不可忽视的是,很多国有房地产企业的资产负债率依然处于70%以上的高位,债务规模巨大。据Wind研究数据,美国上市房企2018年整体资产负债率为57%,在11个行业中排名第9;英国上市房企2018年整体资产负债率仅38%,在11个行业中排名最后;中国香港四大龙头房企新世界发展、长实集团、恒基地产、新鸿基地产的资产负债率分别为47%、28%、28%、23%,平均值仅32%。从资产负债率的角度看,我国国有房地产企业的财务风险仍然不可小觑,随着房地产业发展步伐放缓,经济下行,一旦企业销售受阻、资金回笼不畅等事件发生,债务危机就会接踵而来,若发生多米诺骨牌效应,后果不堪设想。事实上,保利发展在2022年的年报上就提到:报告期内全球经济增长放缓、通胀高位运行,国内经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力,

GDP增速放缓、居民消费信心不足;同时,部分房企出现了到期债务无法偿付的情况,并导致部分项目出现停工、无法按期交付等问题,给行业信用带来了较为严重的负面影响,进一步减弱了居民购房信心,导致报告期内行业销售持续下滑,总体规模降至2017年水平。为带动销售、去化库存,房企纷纷加大了促销力度,一定程度上加重了资金回笼的压力,行业资金来源总体降低、资金链趋紧,加上行业总体库存持续走高,导致房企的投资意愿持续走低,土地和在建项目投资力度减弱。保利发展是房

表2-1 2022年部分央企房地产企业财务杠杆系数、资产负债率

	保利发展	建发股份	招商蛇口
利润总额	35,300,602,882.57	16,174,149,539.39	15,817,099,006.62
利息费用	5,506,935,348.44	2,380,808,493.42	4,127,315,406.43
DFL	1.16	1.15	1.26
资产总额	1,470,464,408,451.56	664,754,428,987.20	886,471,376,241.70
负债总额	1,148,272,900,661.40	499,410,506,825.72	602,030,899,073.26
资产负债率	78.1%	75.1%	67.9%

表2-2 2021年部分央企房地产企业财务杠杆系数、资产负债率

	保利发展	建发股份	招商蛇口
利润总额	50,034,962,011.57	15,802,050,957.56	22,842,599,612.88
利息费用	5,583,381,396.48	2,294,758,057.26	4,488,220,982.41
DFL	1.11	1.15	1.2
资产总额	1,399,933,052,852.64	602,459,131,678.71	856,203,347,397.88
负债总额	1,097,018,591,449.50	465,541,176,258.87	579,448,161,394.00
资产负债率	78.4%	77.3%	67.7%

表2-3 2020年部分央企房地产企业财务杠杆系数、资产负债率

	保利发展	建发股份	招商蛇口
利润总额	52,539,468,908.04	12,106,656,916.88	24,109,433,191.38
利息费用	5,870,397,845.63	1,936,419,810.73	4,405,065,423.32
DFL	1.11	1.16	1.18
资产总额	1,251,440,993,949.37	387,156,815,743.03	739,228,066,727.69
负债总额	984,741,542,951.40	301,098,650,620.77	486,117,747,166.60
资产负债率	78.7%	77.8%	65.8%

科学研究

地产中的佼佼者尚且如此，可见整个行业的财务风险不容忽视。

4 国有房地产企业财务杠杆控制的具体措施

首先，推行业财融合，为企业财务杠杆控制提供制度保证。长期以来，房地产企业财务部门致力于外部监管、信息披露等工作，对业务前端情况不甚了解，对业务的指导、监督等经营层面的事情不甚关心，以致由于业务层面可能引发的风险财务部门还后知后觉，最终传导到财务风险，资金链紧张甚至断裂，造成巨大损失。以应收账款为例，许多企业的业务部门为了业绩，往往会不顾坏账风险放松信用政策，最终给企业造成损失。如果业财融合，有恰当的监管体系，财务部门一直在业务前端监督、指导，业务部门想犯错都不行。总结最近几年发生的房地产企业暴雷事件，实际上都是由于业务层面发生风险引发的财务风险，业财分离导致的恶果。当然，业财融合是一项系统工程，国有房地产企业需要顶层设计，重塑企业管理流程，转变管理模式，提升财务驱动业务的能力。

其次，拓宽融资渠道，优化资本结构。(1)降低债务融资比重。从前面的分析可以看出，企业的债务规模是影响财务杠杆水平最重要的因素。债务规模越大，资产负债率也越高。债务中的有息负债越高，固定利息费用就越高，财务杠杆系数就会越高，财务风险也就越大。因而控制债务规模是国有房地产企业财务杠杆控制最直接有效的方法。在我国，国有企业债务融资方面与民营企业相比具有天然的优势，但仍然有国有房地产企业深陷债务危机。中交地产、金融街等国有房地产企业均陷入“红色档”，因而降低债务融资比重并不只是民营企业要面对的问题。(2)扩大股权融资比例。我国房地产行业融资特点是以债务融资为主，股权融资比例很小。据中商情报网讯，截止2021年12月31日，沪深AB股上市企业中，房地产行业共135家。又据中国房地产信用平台的统计，截至2021年10月15日，全国房地产开发企业总量为97797家。在我国上市的房企占房企总数还不足0.1%。与我国状况相反，发达经济体的房地产企业则是以直接融资为主，股权融资占比高。据Wind数据，2017年，美国、英国和日本直接融资占比分别高达79%、67%和57%，其中股权融资占比分别高达66%、60%、51%，我国分别仅为37%与28%。这种背景下，国有房地产企业在融资层面要转变思路，扩大股权融资比例，降低财务杠杆水平。(3)调整股利分配政策，增加企业留存。不过调整股利分配政策涉及到股东利益方方面面，企业要慎重对待。对有些财务杠杆比较高又有利润盈余的国有房企，可以考虑调整股利分配政策，让股利资金回流企业，能够用较低的资金成本，解决部分资金难题，帮助企业渡过暂时的难关。

第三，控制成本费用减少现金支出，增强企业的盈利能力。从前面的分析可知，财务杠杆系数与息税前利润息息相关，当息税前利润大于等于两倍利息费用时，财务杠杆水平是一种比较理想的状态，这时的杠杆能够真正起到以小博大的效应。因而多赚取利润才是控制财务杠杆水平的王道。目前，房地产我国房地产行业是否步入衰退期虽有争议，但已经度过了高速发展的时期却是不争的事实，因而从开源节流的角度来看，开源可能显得困难重重，但节流却是有很大的施展空间的。(1)费用管控方面。随着去杠杆调控措施的越来越严厉，国有房地产企业债务融资比重下降，自然会导致财务费用的下降，不过继续降低财务费用也还有空间。同时，随着房地产行业竞争越来越激烈，这种状况下可能会导致销售费用的逐渐攀升。因而企业要加强管理费用的精细化管理，以达到降低费用的目的。(2)成本管控方面。相对于费用管控，成本管控可能对国有房地产企业来说空间更大。号称“利润之王”的中海地产，就是凭借出色的成本管控获得同行业两倍的净利润率，其在成本管控上形成了一套科学完善的体系，在业界享有盛誉。其他房企可以借鉴其中的成功经验，再结合企业实际情况形成自身完善的成本管控体系。

结论

当前，全球经济增长放缓、通胀高位运行，国内经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，GDP增速放缓、居民消费信心不足，这样的经济形势给本就问题重重的房地产行业发展蒙上阴影。国有企业通常都是各行各业发展的佼佼者、是行业发展的领路人，对行业的发展起着示范作用。国有房地产企业的健康发展也关系到我国整个房地产行业的健康发展。好在我国国有房地产企业总体上说来还是处于健康水平，财务杠杆适中，但资产负债率过高的风险也不容忽视，国有房地产对财务杠杆的控制不能松懈，带领整个行业向前健康发展。

参考文献

- [1]上海同策“房产”咨询研究院.中海地产：永葆“利润之王”[J].中国房地产.2018(29):10-12.
- [2]马春蕾.我国房地产上市公司的财务杠杆应用[J].沈阳大学学报,2019,19(3):293-298.
- [3]刘浩莉,高坤.去杠杆背景下韶钢松山财务绩效研究[J].黑龙江八一农垦大学学报,2021,33(05):112-117.

作者简介

李涛(1990.03—)男,汉族,重庆市垫江县,本科,中级会计师,研究方向:国有房地产企业房地产降杠杆管理。