

Z 地产公司的多元化融资分析

彭澄

(湖南大学, 湖南省、长沙市, 410082)

摘要:随着我国经济的快速发展,房地产行业已经逐渐成长为推动我国经济增长的支柱型产业之一。然而,随着国家信贷政策的不断收紧,融资难的问题困扰着我国大部分房企,构建多元化融资渠道成为房地产开发企业的大势所趋。本文以 Z 地产公司的多元融资方式为例,通过整理国内外学者关于房地产融资的研究,结合我国房地产行业的融资现状,发现我国房地产行业存在着融资渠道单一,过度依赖银行贷款,资产负债率过高,融资结构不合理以及中小型房地产企业融资成本高,融资难度大的问题,同时对 Z 地产公司的多元融资方式进行分析,为我国房地产行业拓展融资渠道,降低融资风险,减少融资成本,构建多元化的房地产融资体系寻求启示,得出构建多元融资体系有利于降低融资成本,加强企业内源融资能力有利于促进企业更好地发展,灵活调整融资结构有利于降低融资风险以及顺应政策监管要求,抓住融资机遇的结论。

关键词: 房地产企业;多元化;融资渠道

中图分类号: (F8) **文献标识码:** (A)

一、绪论

(一) 研究背景和意义

1. 研究背景

经过多年的快速发展,房地产行业已经逐渐成长为推动我国国民经济增长的支柱型产业之一。同时,房地产行业的繁荣还能带动促进相关产业的发展,例如建材行业,为社会提供更多的就业岗位。因而,房地产行业能否健康蓬勃发展成为了全社会普遍关注的问题。

由于房地产行业资金需求多、开发周期长、投资规模大的独特性,房地产企业属于资金密集型企业,资金成为房地产企业生存发展的关键,能否实现有效融资显得尤为重要。然而,自 2016 年下半年,国家针对房地产市场出台了一系列关于金融信贷、财税、土地等方面严厉的调控政策,导致市场资金面趋紧,房地产企业融资渠道和规模被严重限制,融资难度大大提高。

2. 研究意义

目前,我国多数房地产企业规模较小,融资渠道仍较为单一,主要依赖银行贷款,这不仅会导致企业的高资产负债率,加大融资风险,同时,融资成本也会因为贷款产生的高额利息费用而增加。因此,拓展融资渠道,降低融资风险,减少融资成本,构建多元化的房地产融资体系对于如今的房地产企业而言势在必行。

Z 地产公司在地产融资普遍收紧的环境下,积极拓展融资渠道,以银行贷款、信托融资、融资租赁以及定向增发等多种方式的融资组合作为其获取资金的来源,同时最大限度地提高资金使用效率,降低融资成本,从而为公司提供稳定的现金流,为公司进一步规模扩张提供保障。

本文以 Z 地产公司为例,通过分析我国房地产行业的融资现状,同时结合国内外房地产融资理论成果,为我国房地产行业拓展融资渠道,降低融资风险,减少融资成本,构建多元化的房地产融资体系寻求启示。

(二) 文献综述

1. 国外研究

由于西方发达国家房地产市场开发较早,外国学者对于房地产相关的研究尤其房地产融资方面的研究较为全面。Robichek 和 Myer(1966)^[1]建议房地产企业根据自身发展阶段和行

业发展趋势,选择适合自身的融资策略,同时应及时关注外部市场的变动。与之观点相近的 Don Bredin(2011)^[2]认为不同规模和特点的房地产企业,应从自身实际出发,选择与企业发展相适应的融资模式。William B. Brueggeman 和 Jeffrey D. Fisher(2009)^[3]按类型对房地产企业进行了分类,分析比较各个类型房地产企业的融资方案的同时强调政策因素在房地产融资过程中的重要性。另外还有一些国外学者从金融投资领域出发进行研究, Sirmans(2011)^[4]在《Real Estate Finance》一书中从金融领域的角度综合研究了不同的融资方式和企业的外部环境因素对企业产生的影响。而 Durand(2010)^[5]通过对投资组合的研究,分析了房地产行业的投资效益,同时对房地产市场与证券市场的关联关系进行了阐述。

2. 国内研究

(1) 房地产企业融资结构的研究

朱艳(2018)^[6]认为大型房地产上市公司往往具有财务较稳健、直接融资占比高的融资结构优势,通过借助房地产投资信托基金、推行房地产证券化以及大力发展房地产众筹的方式实现公司融资结构创新,从而优化房地产融资结构。张佟(2016)^[7]通过分析万科、恒大以及招商地产等的融资状况,发现我国房地产企业在融资结构方面存在的问题,同时提出相应的优化融资结构的措施,在国家层面上提出完善房地产金融法律法规以及吸引外资投资等建议。胡曲应、蒙燕梅(2016)^[8]选取我国 99 家房地产上市公司作为样本,分析其 2007 年-2011 年 5 年间的融资结构数据,发现我国房地产行业融资结构的弊端,同时提出包括从保险行业获取资金支持在内的优化建议。杨刚、王诤诤、王洪卫(2015)^[9]通过对于房地产行业银行信贷、信托融资以及经济增长之间的关系的计量模型的构建,分别分析二者对于经济增长的影响并予以比较,最终得出信贷融资更应被积极发展的结论。

(2) 房地产企业融资风险的研究

高忆梅(2014)^[10]分析房地产企业的融资风险主要体现在融资成本及隐形成本偏高、外部经济环境影响以及缺乏预警机制。姜永丽(2013)^[11]认为可以通过拓宽融资渠道、加强宏观调控、建立信用体系等举措来防范房地产融资风险。

(3) 房地产企业融资方式及渠道的研究

肖玲(2016)^[12]通过阐述房地产企业开发前期、开发中期和销售期的不同融资方式提出了理想的房地产融资体系。陈玺明(2017)^[13]认为我国房地产行业融资的主要渠道是银行贷款融资和 IPO 融资,同时对于 IPO 融资的优缺点进行了阐述。

针对我国的房地产融资现状,国内学者纷纷对融资渠道的创新提出各自的见解。刘为岩、吴涛(2018)^[14]提出可以通过发展房地产抵押贷款证券化融资来优化融资渠道,不仅能够盘活资产,加速资金流动,而且可以有效降低融资成本。胡蕴珠(2017)^[15]认为应当充分利用民间金融机构和民间借贷市场,同时优化借贷市场环境。林用平(2016)^[16]提出可以从政府层面寻求支持,建立住房金融公库,由政府 and 民众共同承担信贷资金风险。郝胜春(2016)^[17]提出房地产众筹作为创新融资渠道,并阐述了开发类众筹和营销类众筹的概念。徐东东(2017)^[18]针对中小房地产开发企业,除了传统的融资渠道外,提出房地产私募基金、信托基金和夹层融资等创新融资渠道。

3. 国内外研究综述

欧美国家由于房地产市场开发较早,其学者对于房地产融资的相关探讨也更加深入全面。虽然国内房地产行业起步较晚,但融资问题越来越受到国内学者的关注,国内学者对于房地产融资结构、融资风险和融资渠道等方面也有了一定的研究成果。学者们普遍认同我国房地产行业目前资产负债率偏高,融资风险高,融资结构不合理,应构建多元化融资体系,并纷纷提出对于融资渠道创新的想法和建议。

二、企业融资基本理论

(一) MM 理论

1958年,美国经济学家莫迪格安尼(Modigliani)和米勒(Miller)于《美国经济评论》发表《资本成本、公司财务与投资理论》一文,著名的MM理论由此提出,它被认为开创了现代资本结构理论研究的先河。该理论经历了无税模型和公司税模型两个阶段。

在无税模型阶段,该理论认为资本成本、资本结构和公司价值无关,同时如果筹资决策与投资决策分离,那么公司的股利政策也与公司价值无关。该模型并未考虑税收因素,许多学者认为该理论与现实存在较大差距。

1963年,莫迪格安尼和米勒又发表了《公司所得税和资本成本:一种修正》一文,该文将修正了MM理论未考虑税收因素的问题,将公司税引入了该理论之中。在公司税模型阶段,该理论认为,公司价值会随着负债比率的提高而增大,当企业的资本结构达到最佳时,企业使用的负债最多。该模型承认了公司价值与资本结构存在相关性,考虑了负债所带来的税收利益,但依然存在不合理之处。负债比例的提高会伴随财务风险以及负债成本的增加,筹资难度也会随之上升。因而该模型的表述相比较无税模型阶段更符合现实状况,但与现实仍存在差距。^[19]

(二) 平衡理论

平衡理论,又称“权衡理论”,以罗比切克(Robichek)、梅耶斯(Mayers)、考斯(Kraus)、鲁宾斯坦(Rubinstein)、斯科特(Scott)等人为代表提出。它是在MM理论的基础上,引入了负债的破产成本概念。平衡理论认为,企业负债率提高,会同时引起公司价值上升以及预期破产成本增加,而当两者达到平衡时,企业价值达到最大值,即实现企业的最优资本结构。

(三) 优序融资理论

优序融资理论同样是从MM理论发展而来的,它将MM理论信息完全的假设放宽,引入信息不对称的概念。罗斯(Ross)于1977年首次将信息不对称理论应用于资本结构理论的分析之中。1984年,梅耶斯(Myers)在罗斯的研究以及信息不对称理论的基础上,提出企业在融资时的“啄食顺序”理论,即“优序融资理论”。该理论认为,内部融资限制少成本低,应作为企业首先考虑的融资方式;如需外部融资,则优先考虑风险较低的债券融资,最后再考虑股权融资,因为外部投资者会将公司发行新股视为一个坏消息从而使公司股价降低。换言之,优序融资理论认为:企业偏好内部融资,其次是成本较低的负债融资,再次是通过风险债券进行融资,最后再不得不进行股权融资。^[20]

三、房地产行业融资现状

(一) 我国房地产行业的主要融资方式

由于我国房地产业发展起步较晚,且部分房地产企业规模小,因而目前,我国大部分房地产企业对于传统的几种融资方式依然有极高的依赖性。又由于自2016年下半年开始,国家出台了一系列关于房地产市场的调控政策,融资渠道受阻,房地产企业融资进一步受限。当前,我国房地产市场主要存在五种融资方式,分别是银行贷款、信托融资、预收账款、债券融资和股权融资。

1. 银行贷款

银行贷款是房地产企业最普遍、最主要的融资方式。银行贷款不需要发行费用,融资成本较低,因而受到各房地产企业的青睐,是房地产开发企业进行融资的首选。然而,银行往往要求企业通过抵押来获得贷款,常见的抵押物主要有房地产企业的土地使用权和房屋产权,一定程度上限制了企业的融资规模。并且,银行严格限制贷款的资金用途。同时,国家的信贷政策一再收紧,房地产企业若要获得贷款将受到越来越严格的审查。

2. 信托融资

近年来,信托融资发展迅速,已经逐渐成为我国房地产企业主要的融资渠道之一。房地产信托融资,是由信托公司接受委托后,通过各种渠道进行融资以获取资金,投资具体的房

地产开发项目，从而获取收益。信托融资具有发行方式灵活、门槛低、融资期限长的特点。它可以根据客户的需求以及具体的房地产开发项目制定灵活多样的融资方案。并且，不满足上市资质要求的中小企业也可以进入这个平台解决融资难的问题。另外，相比银行贷款，信托融资可以获得更大规模的融资资金，同时融资期限也更长。但是它的成本相对较高，选择信托贷款进行融资时需充分考虑企业是否具有较高的收益率。当企业的项目收益不足以覆盖信托贷款的成本时，企业的利润将会受到影响，同时，企业将面临财务危机。

3. 预收账款

预收账款是房地产企业常用的融资方式之一，其中最主要的部分是购房者按照合同规定预先支付的定金或购房款，它是企业提前回笼的资金。预收的购房款无需支付利息，对于开发商而言，这类资金几乎没有成本，相当于一笔无息贷款，同时可以提前筹集到房地产开发建设所需的资金。预收账款越多，即企业资金回笼的越快，意味着该企业的资金链越强。

4. 债券融资

债券融资目前主要是少数大型房地产开发企业使用的融资方式，债券融资的方式并没有很普及，房地产债券市场的发展仍较为缓慢。我国房地产企业经常使用的债券融资方式是公司债。债券融资的利息较低，且利率固定，风险较小。同时，债券融资与股权融资相比，不会分散公司的控制权。此外，房地产企业还可以根据自身的资金需求来决定发行债券的规模，具有一定的灵活性。

5. 股权融资

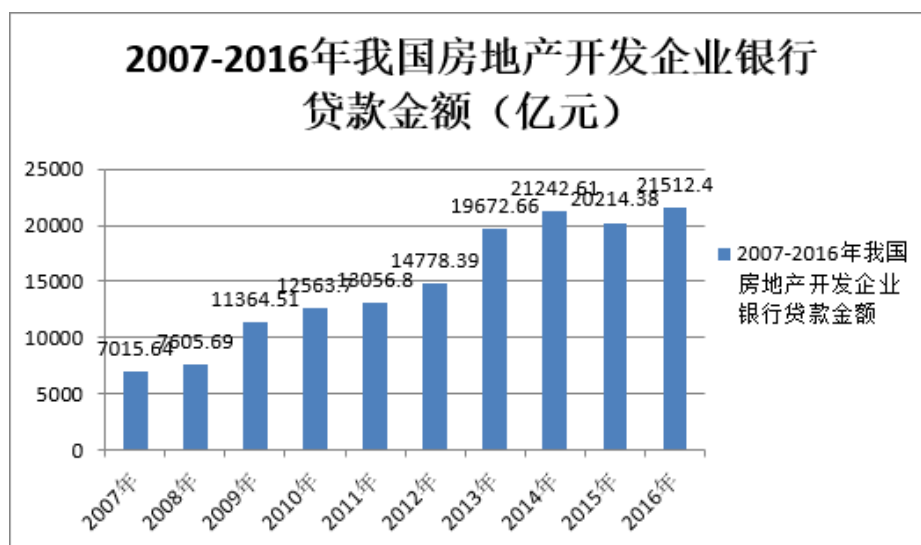
股权融资是房地产企业的理想融资方式。股权融资是企业通过实现上市，在资本市场上发行股票，是一种筹集资金的特殊方式。股权融资不需要定期偿还本金，同时上市有利于提升企业的知名度。但是，我国对于房地产企业上市有着较高的资质要求，因而大部分中小企业无法实现上市发行股票进行股权融资。

（二）我国房地产行业融资存在的主要问题

1. 融资渠道单一，过度依赖银行贷款

银行贷款是房地产开发企业资金的最主要来源，一直以来为房地产企业的发展提供强有力的资金支持。

表 3.2-1 2007 年-2016 年我国房地产开发企业银行贷款金额

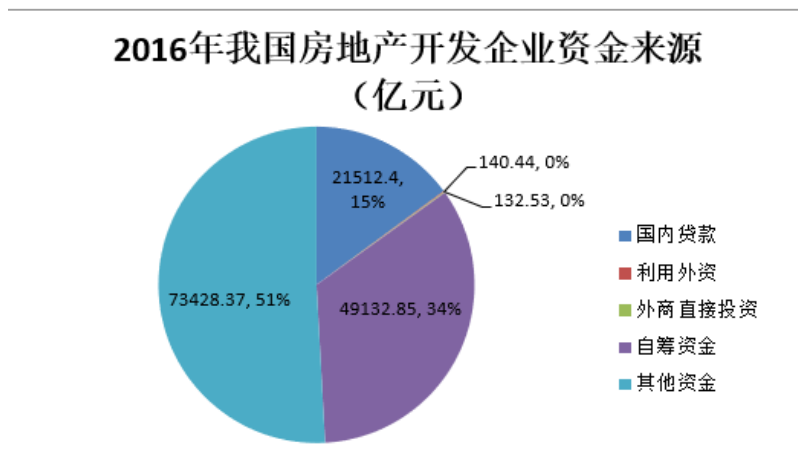


数据来源：国家统计局官网

由上表可以看出，我国房地产开发企业通过银行贷款进行融资的金额，在 2007 年到 2016 年十年间整体呈不断上涨的趋势，虽然 2013 年后增速放缓，但整体贷款金额依然维持高位，

说明我国房地产企业融资对于银行贷款的需求大且仍在不断上升，对银行贷款的依赖程度高。

表 3.2-2 2016 年我国房地产开发企业资金来源



数据来源：国家统计局官网

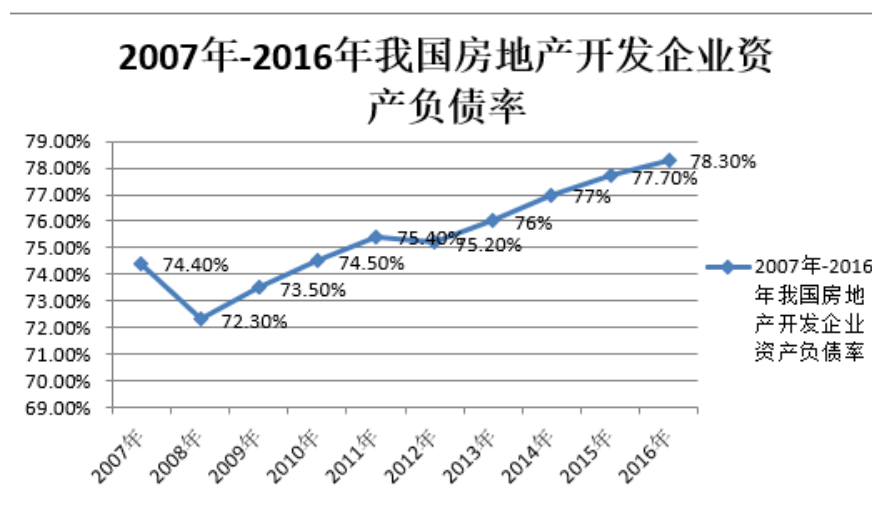
上表是国家统计局统计的 2016 年我国房地产开发企业的主要资金来源，从中可以发现其他资金、自筹资金和国内贷款是房地产企业的主要资金来源。自筹资金是指企业的资本金。其他资金主要来源于企业的预收购房款和定金，以及施工企业的代垫款，而这两部分资金最终大部分还是来源于银行，购房者通过银行获取按揭贷款，施工企业通过项目施工向银行申请流动资金贷款。因而，房地产开发企业在资金方面对于银行的依赖接近其资金需求的 60%，对银行的依赖过高，一旦银行收紧信贷政策，将对房地产企业融资产生极大的影响。

造成这种现象的原因一方面是我国房地产行业发展起步晚，新型融资工具的发展尚不完善，存在一定风险，且部分融资工具门槛较高，例如上市融资，大多数房地产企业无法进入；另一方面是银行贷款具有融资成本较低，融资方式简单，融资风险较小的优点，这都会使得房地产企业在选择融资工具时，偏好选择银行贷款。

2. 资产负债率过高，融资结构不合理

我国房地产企业大多数偏好负债经营，资产负债率远高于其他行业。

表 3.2-3 2007 年-2016 年我国房地产开发企业资产负债率



数据来源：国家统计局官网

由上表可以看出，在 2007 年，房地产行业的资产负债率就已高达 74.4%，2008 年虽稍有回落，但仍居于高位，此后更是持续增加，至 2016 年，房地产行业的资产负债率已达 78.3%。

适度的负债经营有一定的好处。当企业资金利润率高于负债利息成本时，负债经营可以为企业带来“财务杠杆效应”；由于负债利息于税前支付，负债经营还可以为企业带来“减税效应”；与股权融资相比，债务融资不会分散公司的控制权等。

然而，凡事都具有两面性，收益总会伴随着风险。过高的资产负债率会使得房地产企业融资结构和资本结构失调，加大企业的财务风险和经营风险，企业可能会面对资金链断裂的危机。

3. 中小型房地产企业融资成本高，融资难度大

随着国家对于房地产市场的信贷政策进一步收紧，我国房地产企业的融资难度也越来越大。然而，不同房地产企业面临的融资环境也不尽相同，这与他们的企业规模、自身实力以及所选择的融资方式有着很大的关联。受国家宏观政策的影响，银行更倾向于放贷给规模大、实力强、信誉好的房地产企业，而对于一般中小型房地产企业的贷款，银行往往会增加限制，加大了中小房企的融资难度，同时也增加了它们的融资成本。

除了银行贷款以外，债券融资和股权融资也是受房地产企业欢迎的融资方式。然而，无论企业想要发行债券还是股票，前提都需要上市。但是上市的门槛较高且需要极其复杂的审批程序，一般的中小型房地产企业难以达到证监会的要求，因而无法通过资本市场来获取所需的融资。根据国家统计局的资料显示，截至 2016 年，我国共有房地产开发企业 94948 家，然而真正实现上市的却不到三分之一。

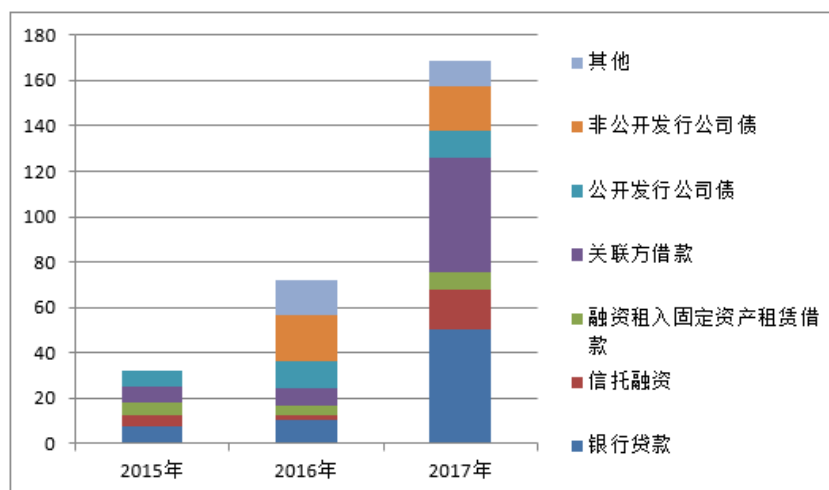
四、Z 地产公司的多元化融资方式

（一）Z 地产公司简介

Z 地产公司是一家国有上市公司，于 1997 年 4 月在深圳证券交易所上市，主要从事房地产开发经营业务。截至 2017 年底，Z 地产公司共有房地产项目 23 个，业务遍及京津冀、长三角、珠三角以及西南城市群等区域，项目布局主要集中于经济较为发达的重点二线城市。Z 地产公司始终坚持从深耕城市和区域战略布局两个方面来拓展业务规模。所谓深耕城市，即具有开发项目的城市进行快速周转的规模扩张和占有市场份额的投资举措；区域战略布局则是依据中国五大城市群的区域为主导准入来实现投资举措。同时，公司也充分利用央企背景，承担社会责任。

（二）Z 地产公司融资方式分析

表 4.2-1 2015 年-2017 年 Z 地产公司融资结构（单位：亿元）



数据来源：Z 地产公司 2015 年-2017 年年报

上表是 Z 地产公司 2015 年-2017 年的融资结构情况。从表中可以看出，Z 地产公司自上市以来就积极尝试各类融资方式。2015 年公司的融资结构相对简单，仅有 5 种融资渠道，融资数额也较低，同时，公司在这一年发行了第一笔公司债，为构建多元化的融资渠道进行

了积极的尝试。2016年，Z地产公司的融资规模大幅提升，融资工具数量也有所增加，在2015年首次发行公司债以后，再次发行3笔债券。至2017年，公司融资规模突破160亿元，在维持已有的融资渠道的基础上，公司开始尝试通过定向增发进行融资，再度丰富公司的融资渠道。为了使公司的利润最大化，Z地产公司一直将成本较高的信贷融资维持在较低的比例，主要依赖银行贷款、关联方借款以及发行公司债等成本较低的融资方式。Z地产公司一直致力于开发新的融资渠道，努力构建多元化的融资体系，更好地为公司今后的发展筹措资金。

1. 银行贷款

表 4.2-2 Z 地产公司近三年银行贷款占融资总额比例

年份	银行贷款（亿元）	融资总额（亿元）	占比（%）
2015年	7.47	32.10	23.27
2016年	10.18	71.96	14.15
2017年	50.30	168.54	29.84

数据来源：Z地产公司2015年-2017年年报

前文已经提到，我国房地产企业对于银行贷款依赖性很高，Z地产公司也不例外，银行贷款是Z地产公司极为重要的融资渠道。各区域子公司进入新项目后，都会以银行的开发贷款作为其主要的融资方式和资金来源。公司所有的银行贷款均为长期借款。由上表可以看出，公司近三年来，银行贷款在其融资总额中的占比分别为23.27%、14.15%、29.84%，除2016年由于受国家信贷政策调整，银行贷款在期末的融资总额中占比较低，但在数额上仍然相比2015年有近3亿元的增加，2015年和2017年银行贷款在融资总额中的占比均超过20%，其中2016年更是接近30%。

近年来，国家信贷政策不断收紧，银行贷款的难度随之增大，房地产企业融资愈发困难。在这样的背景下，Z地产公司的融资规模和银行贷款数额仍随着公司业务规模的扩张快速增长。由上表可以发现，公司起初银行贷款的额度并不是特别高，但随着公司的业务规模不断扩大，企业实力逐渐增强，贷款额度也随之增加。同时，为了使公司的融资结构更加合理，更好地满足公司业务拓展的资金需求，Z地产公司也在积极探索多元化的融资渠道。

2. 信托融资

表 4.2-3 Z 地产公司近三年信托融资占融资总额比例

年份	信托借款（亿元）	融资总额（亿元）	占比（%）
2015年	5.3	32.10	16.51
2016年	2.1	71.96	2.92
2017年	17.5	168.54	10.38

数据来源：Z地产公司2015年-2017年年报

信托融资近年来是各房地产企业除银行贷款和内部融资外，最为青睐的融资渠道，因为其门槛低、限制少、方式灵活的优点。Z地产公司近年来也与各信托公司维持着良好的合作关系。从上表可以看出，Z地产公司近三年信托借款在其融资总额中的占比分别为16.51%、2.92%、10.38%。2015年和2017年，Z地产公司信托融资在融资总额中的占比均超过10%。信托融资虽然限制较少但是成本相对较高，因而公司2016年更多地选择了成本较低的公司债作为其主要的融资方式，在融资规模相对2015年增加了近40亿的情况下，信托借款的数额和融资占比均大幅下降。由于Z地产公司近年来的快速扩张，对资金需求旺盛，故虽然信托融资成本较高，一定程度上会吞噬企业利润，但公司依然选择信托融资作为其重要的融资渠道之一。但为了降低融资成本，优化融资结构，公司仍在探索其他适合公司发展的融资渠道，以逐渐取代高成本的信托借款。

3. 预收账款

表 4.2-4 Z 地产公司近四年预收账款情况

年份	预收账款 (亿元)	负债总额 (亿元)	增长率 (%)	占比 (%)
2014 年	3.88	31.38	-	12.36
2015 年	9.38	51.55	141.75	18.20
2016 年	35.22	148.55	275.48	23.71
2017 年	89.93	289.81	155.34	31.03

数据来源: Z 地产公司 2014 年-2017 年年报

Z 地产公司的预收账款包括购房款、停车管理费、物业管理费以及租赁款, 其中最主要的是向购房者预先收取的购房款。预收账款是 Z 地产公司极其重要的资金来源, 在负债总额中的占比一直较高, 至 2017 年, 预收账款在负债总额中所占的比例已经超过 30%。同时, 由于公司业务规模的快速扩张, 预收账款的数额也随之迅速地增长, 近三年预收账款增长率分别为 141.75%、275.48%、155.34%, 复合增长率高达 190.86%。

预收账款对于房地产开发企业而言是风险最小, 成本最低的资金来源, 它可以帮助企业缓解开发资金的压力, 将提前回笼的资金用于项目的开发建设。同时, 预收账款作为购房者依照合同约定提前支付的定金, 在交房后, 这部分预收账款将逐渐结转为企业的营业收入和营业利润。根据上表可得知, Z 地产公司近三年预收账款增幅极大, 说明公司在销售方面表现强劲, 这些将在未来逐渐结转为公司营业收入的预收账款, 预示公司今后良好的经营业绩。

4. 公司债

表 4.2-5 Z 地产公司 2015 年公司债

项目	发行日	票面利率 (%)	债券期限	债券余额 (亿)
(公开) 15 中房债	2015/8/12	4.22	5 年	7
合计				7

表 4.2-6 Z 地产公司 2016 年公司债

项目	发行日	票面利率 (%)	债券期限	债券面值 (亿)
中房地产 2015 年公司债 (一期)	2015/8/12	4.22	5 年	7
中房地产 2016 年非公开债 (一期)	2016/3/11	4.00	3 年	10
中房地产 2016 年公司债 (二期)	2016/7/8	3.69	5 年	4.7
中房地产 2016 年非公开债 (二期)	2016/9/13	3.94	3 年	10
合计				31.7

数据来源: Z 地产公司 2015 年-2017 年年报

2015 年 1 月, 随着《公司债券发行与交易管理办法》的发布, 证监会对于债券融资的条件放宽, Z 地产公司抓住机遇, 于 2015 年 8 月发行了第一期公司债, 同时也是公司 2015 年唯一的一笔公司债, 融资 7 亿元, 利率为 4.22%。2016 年, 公司继续发行三期公司债, 期末, 公司通过发行债券合计实现 31.7 亿元的融资, 利率在 3.69%-4.22% 区间, 债券融资成本低于 2015 年。根据 Z 地产公司 2017 年的年报, 公司 2017 年并未新增公司债。由上述表格可知, 公司现有的四笔公司债, 均为 3-5 年的长期债权。同时, 公司于 2016 年 3 月发行

的中房地产 2016 年非公开债（一期），共发行五年，但在发行期满三年后，公司有权调整利率，而债券购买者同样具有选择权。

债券融资利息较低，因而融资成本不高，且发行债券不会分散公司控制权，所以在证监会降低债券融资的门槛，债权融资环境宽松的条件下，发行公司债成为众多房企积极尝试的融资方式。由于公司的业务规模不断拓展，公司对于流动资金的需求也越来越多，根据公司公告，发行公司债所募集的资金主要用于补充流动资金和归还总部原有借款，这能够为公司的项目建设和经营发展提供充足的保障，同时改善公司的资本结构。Z 地产公司通过公司债的发行，以较低成本的融资方式，置换融资成本较高的信托融资等融资方式，为公司节约了融资成本，同时提高了公司的利润。

5. 定向增发

2017 年 9 月，Z 地产公司发布公告，宣布将在获得中国证监会核准后的六个月内择机非公开发行 A 股股票，发行对象为温州德欣投资有限公司。本次定向增发拟募集资金规模不超过 12 亿元，发行的股票数量为不超过 77,619,663 股（含本数），资金用于中房瑞致和中交漫山项目的投资。

通过定向增发，企业可以有效地提升自身实力，尤其对于资金密集型的房地产企业，可以提供有力的资金保障，提升企业的行业竞争力。同时，非公开股票的发行可以为公司的财务状况带来一定积极的影响，它可以有效降低公司的资产负债率以及补充公司的营运资金，从而降低企业的财务风险，优化公司的资本结构。

对于 Z 地产公司，定向增发可以为获得更多的营运资金，从而更好地实现构建以珠三角、长三角、环渤海地区及重庆地区的四大重点发展区域的战略布局，同时丰富公司的融资渠道，提升公司的综合竞争力。

6. 留存收益

表 4.2-7 Z 地产公司 2014 年-2017 年留存收益情况

年份	留存收益（亿元）	增长率（%）
2014 年	8.80	-
2015 年	9.03	2.61
2016 年	9.09	0.66
2017 年	13.32	46.53

数据来源：Z 地产公司 2014 年-2017 年年报

留存收益是盈余公积和未分配利润的总和，它将公司获得的净收益作为自有资金用于再投资而非股利分配。自有资金的多少对于企业经营以及再投资能力都有很大的影响，它是企业进行内源融资的主要资金来源。Z 地产公司的留存收益在 2014 年-2016 年并未发生显著的增长，然而 2017 年的留存收益相较 2016 年增长了 46.53%，增幅很大，这主要是由于公司业务规模的扩张以及盈利能力的增强。

作为一种内部融资方式，留存收益不像其他外部融资方式，需要支付股利或利息，它属于企业的自有资金，因而它的融资成本相对最低，同时企业使用也最为灵活。但是，这种融资方式需考虑机会成本，也就是公司的盈利能力是否高于股东将这部分资金投资于其他项目所能够获得的必要报酬率。对于房地产企业而言，良好的经营和盈利水平可以使企业获得更多的留存收益，从而通过内源融资满足企业的资金需要，减少外部融资，继而降低了融资成本，使得企业获得更多的利润，有更加充足的资金进行运营。这是一个良性的循环，同时也是房地产企业理想的融资模式。

除了以上的融资方式，Z 地产公司还应用了融资租入固定资产租赁借款、关联方借款、永续债、应收账款证券化以及供应链融资等融资方式，积极探索多元化的融资模式，为企业

发展带来更多的活力。

五、Z 地产公司多元化融资的结论与启示

(一) 构建多元融资体系有利于降低融资成本

不同的融资方式其融资成本也不尽相同。例如信贷融资虽然具有方式灵活、易于获取等诸多优势，但成本较高，过于依赖会影响企业利润。Z 地产公司通过探索债券融资、定向增发等方式，发现通过发行公司债和非公开发行股票进行融资的成本较低，从而选择低成本的融资渠道筹集资金，将对成本较高的信贷融资的依赖度维持低位，有效地降低了企业融资成本。

因而，房地产开发企业在发展阶段应多尝试各类融资渠道，构建多元化的融资体系，进而权衡比较各类融资渠道的成本，以低成本的融资方式逐渐置换成本较高的融资方式，降低融资成本。

(二) 加强企业内源融资能力有利于促进企业更好地发展

对于房地产开发企业而言，内部融资是成本最低、最为可靠的融资方式。外部融资方式往往会对资金用途有所限制，但是内部融资的资金可以由企业灵活支配、自由度较高。内源融资的增多，意味着企业对于外部融资的需求降低，融资成本也会随之降低，从而企业拥有更为充足的资金继续进行经营管理，形成良性的循环。然而企业自有资金的积累离不开公司良好的经营以及销售能力。因而，房地产企业应注重提升自身的盈利能力，加快实现资金的回笼，积累更多的自有资金，推动企业更好地发展。

(三) 灵活调整融资结构有利于降低融资风险

目前，我国大部分房地产企业仍然过度银行贷款作为其主要的融资方式，然而，随着国家信贷政策的不断收紧，过度依赖银行贷款进行融资将可能导致企业面临资金链断裂的风险。因而房地产开发企业在融资时应优先考虑内部融资方式，在内源融资不足时，再考虑外部融资工具，同时根据不同融资工具的成本、风险灵活地调整融资结构，有效地分散金融市场中存在的风险。

(四) 顺应政策监管要求，抓住融资机遇

2015 年，证监会对于《公司债券发行与交易管理办法》的颁布使得 Z 地产公司关注到了国家对于债券融资的支持，同时信贷政策的不断收紧也令公司对于银行贷款的获取感到越来越困难。Z 地产公司抓住机遇，在 2015 年顺势发行第一笔公司债。至今，公司债已成为公司筹集资金的主要融资方式。因而，顺应国家政策和部门监管的要求，对于政策支持融资方式抓住机遇积极探索，可以有效帮助房地产开发企业应对融资难的问题。

参考文献

- [1] Robichek A A, Myers S C. CONCEPTUAL PROBLEMS IN THE USE OF RISK- ADJUSTED DISCOUNT RATES[J]. *Journal of Finance*, 1966, 21(4):727-730.
- [2] Bredin D, O'Reilly G, Stevenson S. Monetary policy transmission and real estate investment trusts[J]. *International Journal of Finance & Economics*, 2011, 16(1): 92-102.
- [3] Brueggeman Fisher. The determinants of capital structure: evidence on UK property companies[J]. *Journal of Property Investment Finance*, 2009, 17(5):464-480.
- [4] Sirmans. *Real Estate Finance*. New York: Urban Land INST[DC], 2011: 110-132.
- [5] Durand. Trends and Problems of Measurement in Conference on Research on Business Finance. New York: National Bureau of Economic Research, 2010:57-59.

- [6] 朱艳.我国大型房地产上市公司融资结构创新研究[J].合作经济与科技, 2018(7).
- [7] 张佟.房地产上市公司融资结构分析[J].新经济, 2016(2):59-60.
- [8] 胡曲应, 蒙燕梅.房地产上市公司融资结构分析[J].财会通讯, 2016(17).
- [9] 杨刚, 王铮铮, 王洪卫.房地产业外源性融资结构对我国经济增长影响的比较研究[J].现代管理科学, 2015(12):6-8.
- [10] 高忆梅.房地产企业融资风险及其应对策略[J].财经界(学术版), 2014(5):33-33.
- [11] 姜永丽. 防范我国房地产融资风险的几点措施[J]. 现代商业, 2013(15):86-86.
- [12] 肖玲.房地产融资渠道现状与未来展望及其金融风险浅析[J].知识经济, 2016(4):63-63.
- [13] 陈玺明.中国房地产融资渠道创新研究[J].财会学习, 2017(23):199-200.
- [14] 刘为岩,吴涛.房地产企业融资渠道分析——以恒大集团为例[J].时代金融, 2018(5).
- [15] 胡蕴珠.当前形势下房地产企业融资渠道分析[J].纳税, 2017(3):81-81.
- [16] 林用平.我国房地产企业融资渠道多元化探究——以万科为例[J].经贸实践, 2016(21).
- [17] 郝胜春.房地产开发企业融资渠道创新研究[J].住宅与房地产, 2016(24).
- [18] 徐东东.中小房地产开发企业融资渠道创新研究[J].价值工程, 2017, 36(34):6-8.
- [19] 费腾.MM 理论及其对我国的借鉴意义研究[J].商业会计, 2015(2):44-47.
- [20] 陈容,干胜道.权衡理论与优序融资理论比较研究[J].商业研究, 2008(5):37-39

Analysis of diversified financing of Z real estate company

Peng Cheng

(Hunan University, Changsha /Hunan, 410082)

Abstract: With the rapid development of China's economy, the real estate industry has gradually grown to become one of the pillar industries to promote China's economic growth. However, with the continuous tightening of the national credit policy, the problem of financing difficulties has plagued most of the housing enterprises in China, and the trend of building a diversified financing channel into the development of the real estate enterprises. This paper takes the multiple financing way of Z real estate enterprise as an example. By collating the domestic and foreign scholars' research on real estate financing and combining with the financing status of the real estate industry in our country, it is found that there is a single financing channel in our real estate industry, excessive reliance on bank loans, high asset liability rate, irrational financing structure and small and medium size. The financing costs of the real estate enterprises are high and the financing difficulty is very difficult. At the same time, the multiple financing ways of Z real estate companies are analyzed. It is helpful for China's real estate industry to expand financing channels, reduce financing risks, reduce financing costs, build a diversified real estate financing system, and establish a multi financing system. In order to reduce the cost of financing and strengthen the ability of endogenous financing for enterprises to promote the better development of the enterprises, the flexible adjustment of the financing structure is beneficial to reducing the financing risk and complying with the requirements of the policy supervision and holding the conclusion of the financing opportunities.

Keywords: Real estate enterprise; Diversification; financing channel