

我国房地产上市公司 可持续增长能力研究

高娟

摘要

可持续增长是当今世界一个永恒的话题。本文借助罗伯特·C. 希金斯的财务可持续增长模型,对我国房地产上市公司2000~2009年间的可持续增长情况及增长速度成因进行了检验。结果表明,我国房地产上市公司的可持续增长能力放缓,基本属于增长过度或增长不足;增长速度主要是由企业内生管理因素所致。在此基础上,文章提出了房地产上市公司应根据具体情况选择相应的财务管理战略,培育企业核心能力,促进企业可持续增长。

关键词

房地产上市公司 可持续增长率 实际增长率

一、引言

房地产业作为国民经济的重要产业,与群众生活密切相关,它与一个国家或地区宏观经济的发展是相互促进、相互制约的。我国房地产业占我国GDP的6.6%和投资的1/4,与其直接相关的产业达60个,其已成为我国经济的命脉。目前,我国的房地产业呈现持续迅速的增长态势。据国家统计局统计数据显示,2009年,全国完成房地产开发投资36232亿元,比上年增长16.1%,全国商品房销售面积93713万平方米,比上年增长42.1%。而2010年,全国房地产开发投资48267亿元,比上年增长33.2%,全国商品房销售面积10.43亿平方米,比上年增长10.1%。我国的房地产市场快速发展并且日趋成熟,然而房地产的投资和投机属性也已充分显现并产生作用。如今,由于产能过剩及制造业投资环境的恶化,大量资金进入房地产市场,这更进一步导致制造业萎缩和消费疲软,也使房地产行业成为制约内需扩大的障碍之一。

我国的房地产行业是一个高风险行业,随着全球金融危机的影响以及中央一系列政策的出台,遏制了房价的上涨,从各个方

面打击了房地产的投资与投机,对国内房地产业的发展也产生了较大的冲击。2010年6月以来,海利得、重庆路桥、丰乐种业、太原刚玉、爱建股份、ST珠峰、金种子酒等多家上市公司宣布剥离房地产资产,甚至退出房地产市场。而

与此同时,上实控股收购中新地产、中粮地产收购上海新梅旗下项目等房地产公司或项目的收购也在不断涌现。这一状况体现了行业的优胜劣汰与整合优化,也反映了企业发展中所面临的机遇与挑战。

面对如此形势,企业如何迎接机遇,面对挑战,在房地产行业保持竞争优势而立于不败之地,是后金融危机时代房地产企业面临的最重要的课题。在竞争日趋激烈的市场中,我国房地产上市公司是否保持了可持续增长,抑或增长过度、增长不足?这种增长速度究竟是主要受内生因素的驱动,抑或受外在环境变化的冲击?

其对我国房地产上市公司财务管理决策有何影响?基于这些问题,本文对我国房地产上市公司可持续增长问题进行了实证研究,

我国房地产上市公司的可持续增长能力放缓,基本属于增长过度或增长不足;增长速度主要是由企业内生管理因素所致。

从多角度探寻了我国房地产企业如何在激烈的市场竞争中追求企业核心能力,保持企业持续竞争优势,促进企业可持续增长。

二、研究设计

1959年,美国经济学家潘罗斯(Edith

Penrose)在《企业增长理论》一书中,从经济学角度通过研究企业内部动态活动分析企业行为,是西方经济学思想史上第一个强调了企业内部知识创造是企业增长的源泉的特质。企业可持续增长能力是企业持续创造价值的能力,它是企业在一个可预见的未来,通过内部创新性和创造力的培养,改善盈利能力,削减营运费用,提高运行效率,最大程度满足各利益主体的需求,使企业在行业中保持持续竞争优势的能力。企业可持续增长能力可采用可持续增长模型来衡量。

(一)可持续增长模型的选择

早期关于企业增长速度的理论讨论是从定性角度展开的,后来理论界开始对可持续增长能力问题进行定量分析,并形

成了一系列“可持续增长模型”。基于会计口径的可持续增长模型是理论界传统的模型,其中最为经典的模型主要有两个:一是罗伯特·C.希金斯模型,二是詹姆斯·C.范霍恩模型。

美国财务学家罗伯特·C.希金斯(Robert C.Higgins)于1977年首次提出了企业可持续增长这一概念。他认为可持续增长率(Sustainable Growth Rate,简称SGR)是指“在不需要耗尽财务资源情况下公司销售所能增长的最大比率”。他基于企业的资本结构、销售净利率、资产周转率、权益乘数等保持不变的假定条件下设立了一个稳态可持续增长模型。其模型如公式(1)所示:

$$SGR = P \times A \times T^A \times R \dots\dots\dots (1)$$

式(1)中,P:销售净利率;A:资产周转率;T:权益乘数;R:留存收益率。

而詹姆斯·C.范霍恩(James C.Van Horne)于1988年提出可持续增长率就是在预先制定经营、债务和股利发放目标比率的基础上,可能达到的最大的销售额年增长率。如果实际增长率超过了SGR,就必须变动某些指标,通常是债务比率。他根据严格假设和放宽假设两种情况,建立了稳态可持续增长模型和动态可持续增长模型。与希金斯模型相比,范霍恩模型放宽了“不增加新股”这一前提,根据增加新股前和增加新股后两种不同情况推导出了“稳态模型”和“动态模型”。然而,希金斯模型与范霍恩稳态模型虽在计算形式上不同,却可以相互转换。

考虑到希金斯模型与范霍恩稳态模型基本一致,而范霍恩动态模型计量较复杂,为了检验我国房地产上市公司是否实现了可持续增长并进行动因分析,本文主要选择希金斯模型(1)测算公司的可持续增长率。

(二) 样本选取及数据来源

为了分析房地产业可持续增长问题及

增长速度成因,本文选择我国沪、深两市房地产上市公司作为实证研究对象,以2000~2009年共10年作为分析期。本文中的房地产上市公司采用CSMAR数据库证监会行业分类中的房地产业作为标准。

在数据选取的过程中,考虑到权益乘数为负值时计算的可持续增长率不具有实际意义,剔除了权益乘数为负值的公司,同时也剔除了B股公司数据及缺失值。在此基础上,考虑数据分析的连续性及可比数据的可获取性后,选择了2000年以前在深沪两市上市的房地产业70家样本公司2000~2009年间共700组样本数据作为研究对象。有关数据部分直接来源于CSMAR数据库和巨潮资讯网,部分数据则通过相应计算获取。

(三) 研究假设与模型、变量的确定

在检验我国房地产上市公司可持续增长能力时,通过运用统计分析方法,对实际增长率与可持续增长率进行总体均值检验,以判断公司是否实现了可持续增长。

为此,提出如下原假设与备择假设:

H₀: 实际增长率(PGR)与可持续增长率(SGR)之差的均值为零,即它们之间没有显著差异。

H₁: 实际增长率(PGR)与可持续增长率(SGR)之间存在显著差异。

进行变量选择时,选取的可持续增长率指标采用希金斯模型中使用的相关财务指标,另外实际增长率则直接采用营业收入增长率衡量。

在检验房地产上市公司是否实现可持续增长之后,进一步研究不同增长速度的影响因素,运用回归分析方法,检验房地产

公司实现财务可持续增长的驱动因素。由此提出以下假设:

H₂: 实际增长率偏离可持续增长率与销售净利率、资产周转率、权益乘数和留存收益率的变动及增发新股相关。其中,

H₂₁: 实际增长率偏离可持续增长率与销售净利率的变动相关;

H₂₂: 实际增长率偏离可持续增长率与

理论上而言,增长是有利的,但超速增长却会带来现有资源跟不上公司快速发展的后果。当实际销售增长超过公司可持续增长率时,通常会加速公司资源的消耗,使实际销售增长率无法持续,最终将导致公司走向失败。

表1 研究变量及其定义描述表

变 量	定义描述	确定方法
P	销售净利率	本年净利润/本年营业收入
A	资产周转率	本年营业收入/期末总资产
T ^A	权益乘数	期末总资产/期初股东权益
R	留存收益率	(本年净利润-本年现金股利)/本年净利润
PGR	实际增长率	(本年营业收入-上年营业收入)/上年营业收入
SGR	可持续增长率	$SGR = P \times A \times T^A \times R$
$\Delta Y_{i,t}$	公司t年实际增长率与t-1年可持续增长率之差	$\Delta Y_{i,t} = PGR_{i,t} - SGR_{i,t-1}$
$\Delta P_{i,t}$	公司t年与t-1年销售净利率之差	$\Delta P_{i,t} = P_{i,t} - P_{i,t-1}$
$\Delta A_{i,t}$	公司t年与t-1年资产周转率之差	$\Delta A_{i,t} = A_{i,t} - A_{i,t-1}$
$\Delta T_{i,t}^A$	公司t年与t-1年权益乘数之差	$\Delta T_{i,t}^A = T_{i,t}^A - T_{i,t-1}^A$
$\Delta R_{i,t}$	公司t年与t-1年留存收益率之差	$\Delta R_{i,t} = R_{i,t} - R_{i,t-1}$
$\Delta IPO_{i,t}$	公司t年增发新股的虚拟变量	$\Delta IPO_{i,t} = 1$, 表示公司t年增发新股; $\Delta IPO_{i,t} = 0$, 表示公司t年未增发新股
Year	年度虚拟变量	当处于该年度时为1,反之,为0

表2 样本公司可持续增长率与实际增长率描述性统计分析表

年份	样本数	可持续增长率		实际增长率	
		平均值	标准差	平均值	标准差
2000	70	0.07440369	0.192107088	0.87333134	3.708222271
2001	70	0.03659122	0.209750318	0.417586736	1.097440226
2002	70	0.046388439	0.126607378	0.145529335	0.541191419
2003	70	0.026929893	0.137814809	1.966038908	9.990700153
2004	70	0.033771603	0.152729536	6.195218278	47.89070283
2005	70	-0.014301164	0.205620292	-0.008195588	0.48320276
2006	70	0.084519755	0.303406433	1.899723598	9.616383117
2007	70	0.10402693	0.198831354	0.848440104	2.344778607
2008	70	0.050987607	0.219515126	0.116673092	0.952718306
2009	70	0.108731768	0.147733081	0.642700561	1.845090191

表3 K-S 检验结果表

年份	样本数	可持续增长率		实际增长率	
		Z统计量	Sig. (双尾)	Z统计量	Sig. (双尾)
2000	70	1.795	.003	3.157	.000
2001	70	2.351	.000	2.241	.000
2002	70	1.819	.003	1.257	.085
2003	70	2.090	.000	3.393	.000
2004	70	2.212	.000	4.147	.000
2005	70	2.488	.000	.587	.881
2006	70	2.323	.000	3.633	.000
2007	70	1.687	.007	2.372	.000
2008	70	2.144	.000	1.734	.005
2009	70	1.726	.005	2.011	.001
混合	700	6.373	.000	11.705	.000

表4 Wilcoxon (威尔科克森) 符号秩检验表

秩 (Ranks) 计算结果表				
实际增长率 - 可持续增长率	N		平均秩	秩和
	负秩数	306 ^a	305.53	93493.00
	正秩数	394 ^b	385.42	151857.00
	结	0 ^c		
	总数	700		
a. 实际增长率 < 可持续增长率 b. 实际增长率 > 可持续增长率 c. 实际增长率 = 可持续增长率				

混合样本检验统计量b		
Z	实际增长率 - 可持续增长率	-5.452 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000
a. Based on negative ranks. b. Wilcoxon Signed Ranks Test		

资产周转率的变动相关;

H₂₃: 实际增长率偏离可持续增长率
与权益乘数的变动相关;

H₂₄: 实际增长率偏离可持续增长率
与留存收益率的变动相关;

H₂₅: 实际增长率偏离可持续增长率

与增发新股相关。

为了对假设 H₂ 进行检验, 建立模型如
公式 (2) 所示:

$$\Delta Y_i = \alpha + \beta_1 \Delta P_i + \beta_2 \Delta A_i + \beta_3 \Delta T_i + \beta_4 \Delta R_i + \beta_5 \Delta IPO_i + \beta_6 Year_i + \varepsilon_i$$

(2)

本文中所涉及的各种变量及其定义描述如表 1 所示。

三、实证分析

(一) 希金斯模型可持续增长的实证检验

运用统计分析, 我国 70 家房地产上市公司 2000 ~ 2009 年 10 年期间可持续增长率与实际增长率均值及标准差如表 2 所示。

从表 2 可知, 在 2000 ~ 2009 年 10 年期间, 我国房地产业上市公司 70 家样本公司实际增长率均值均高于可持续增长率均值, 且实际增长率波动幅度远远高于可持续增长率的波动幅度。特别是 2003 年、2004 年及 2006 年实际增长率离散程度较大, 这主要是因为在该年份某些公司主营业务收入增长率变动幅度较大所引起的。据此, 初步估计我国 70 家房地产上市公司实际增长率与可持续增长率之间存在显著的差异。接着利用统计软件对房地产上市公司进行 K-S (柯尔莫格洛夫 - 斯米尔洛夫) 检验, 检验结果如表 3 所示。

从表 3 可以看出, 我国 70 家房地产上市公司除实际增长率在 2002 年和 2005 年无法通过显著性水平为 0.05 的检验外, 其他年份的可持续增长率与实际增长率的显著性水平均远小于 0.05, 且混合样本的显著性水平也远小于 0.05。因此, 总体来说, 拒绝可持续增长率与实际增长率服从正态分布的假设, 即认为其分布均是非正态的。由于两组数据分布基本均属非正态分布, 因此, 为检验我国房地产上市公司是否实现可持续增长, 即可持续增长率与实际增长率是否具有显著差异, 我们可以采用 Wilcoxon (威尔科克森) 符号秩检验对两个相关样本进行非参数检验。检验结果如表 4 所示。

从混合样本检验统计量分析结果来

看, 70 家房地产上市公司混合样本的实际增长率与可持续增长率之差的 Z 统计量为 -5.452, Sig. 为 0.000, 说明其拒绝无显著性差异的原假设 H_0 , 即房地产上市公司可持续增长率与实际增长率不一致, 其存在显著差异, 在 2000 ~ 2009 年间未实现可持续增长。同时, 从 Wilcoxon (威尔科克森) 符号秩检验表可看出, 在 2000 ~ 2009 年 70 家房地上市公司全部 700 组样本数据中, 实际增长率与可持续增长率之差的负秩数为 306, 占总数的 44%; 正秩数为 394, 占总数的 56%, 结为 0, 即在所有样本中没有实际增长率与可持续增长率相等的。由此看出, 我国 70 家房地产上市公司均未实现可持续增长, 其中基本是增长过快与增长不足, 而增长过快的情况略超过增长不足的情况。

(二) 增长速度成因的实证检验

根据我国房地产上市公司基本属于增长过快与增长不足的结论, 以下采用统计软件对假设 H2 进行检验, 进一步分析我国房地产上市公司增长速度的成因。

1. 增长偏离 (实际增长率 $\neq$ 可持续增长率) 的成因分析

在 2000 ~ 2009 年 10 年期间, 对我国 70 家房地产上市公司 700 组样本数据进行增长偏离的成因分析。进行实证检验时, 主要采用逐步回归分析进行方程的检验、系数统计量的检验及方差分析, 以便对房地产上市公司增长速度成因进行分析。增长偏离的逐步回归分析结果如表 5 所示。

根据逐步回归的基本原理, 利用统计软件进行分析只保留了销售净利率变动 (ΔP)、资产周转率变动 (ΔA) 及权益乘数变动 ($\Delta T'$) 三个变量, 而留存收益率变动 (ΔR) 和增发新股 (ΔIPO) 这两个变量被剔除。此模型调整的 R_2 为 0.333, F 值为 70.850, 回归方程能通过显著性检验; 根据 t 检验证实回归系数也能通过 0.05

表 5 增长速度成因的逐步回归结果表

项 目		增长偏离	增长过快	增长不足
N		700	389	311
Adj- R^2		0.333	0.605	0.262
F值		70.850	149.456	37.763
F-sig.		.000	.000	.000
D-W值		2.056	2.087	1.984
Constant	B	0.426	0.766	-0.274
ΔP	B	-3.150	-5.864	0.011
	t值	-18.133	-24.114	2.452
	Sig.	.000	.000	.015
	VIF	1.019	1.018	1.004
ΔA	B	6.013	8.947	0.431
	t值	3.755	3.329	9.803
	Sig.	.000	.001	.000
	VIF	1.011	1.025	1.023
$\Delta T'$	B	0.351	0.674	0.020
	t值	2.257	3.181	4.341
	Sig.	.024	.002	.000
	VIF	1.014	1.037	1.004
ΔR	——	——	——	——
ΔIPO	——	——	——	——
Year	yes	yes	yes	yes

水平上的显著性检验; 对应的 D-W 值为 2.056, 表明不存在自相关性; VIF 值均小于 10, 表明解释变量之间不存在多重共线性。由此看出, 我国 70 家房地产上市公司增长偏离与销售净利率变动、资产周转率变动及权益乘数变动存在相关关系。

2. 增长过快 (实际增长率 > 可持续增长率) 的成因分析

在增长偏离的 700 组样本数据中有 389 组样本数据属于增长过快的情况, 同样采用逐步回归分析对我国房地产上市公司增长过快 (实际增长率 > 可持续增长率) 的成因进行实证检验, 检验结果见表 5。通过逐步回归对房地产上市公司增长过快的成因进行检验, 也只保留了销售净利率变动 (ΔP)、资产周转率变动 (ΔA) 及权益乘数变动 ($\Delta T'$) 三个变量, 剔除了留存收益率变动 (ΔR) 与增发新股 (ΔIPO) 两个变量, 这和前面的总体成因分析

结果一致。此模型调整的 R_2 为 0.605, F 值为 149.456, 表明模型拟合度较好, 且回归方程能通过 0.000 的显著性检验; 根据 t 检验证实回归系数均通过了 0.01 水平上的显著性检验; VIF 值小于 10, 表明解释变量之间不存在多重共线性。由此看出, 我国房地产上市公司增长过快主要是与销售净利率变动、资产周转率变动及权益乘数的变动相关。

3. 增长不足 (实际增长率 < 可持续增长率) 的成因分析

在增长偏离的 700 组样本数据中有 311 组样本数据属于增长不足的情况。利用逐步回归对这 311 组增长不足的样本数进行成因分析检验, 同样只保留了销售净利率变动 (ΔP)、资产周转率变动 (ΔA) 及权益乘数变动 ($\Delta T'$) 三个变量, 剔除了留存收益率变动 (ΔR) 与增发新股 (ΔIPO), 这和前面的总体成因分析结果也基

本一致。从表5中的检验结果来看,此模型调整的 R_2 为0.262,F值为37.763,回归方程能通过0.000的显著性检验;根据t检验证实资产周转率与权益乘数变动($\Delta T'$)的回归系数能通过0.01的显著性检验,而销售净利率变动(ΔP)的回归系数只能通过0.05的显著性检验;VIF值小于10,表明解释变量之间不存在多重共线性。由此可知,我国房地产上市公司增长不足同样与销售净利率变动、资产周转率变动及权益乘数的变动相关。

4. 实证检验结论

根据以上的实证分析,可以看出我国房地产上市公司实际增长率偏离可持续增长率的一些现状,从而得出以下检验结论:

(1) 根据我国房地产上市公司增长偏离的实证检验结果,实际增长率偏离可持续增长率关于销售净利率变动(ΔP)、资产周转率变动(ΔA)与权益乘数变动($\Delta T'$)的回归呈现多元线性关系。假设 H_{21} 、 H_{22} 、 H_{23} 通过了检验,假设 H_{24} 、 H_{25} 没有通过检验,且房地产上市公司增长速度关于销售净利率变动(ΔP)与资产周转率变动(ΔA)的相关水平均达到99%,呈现显著相关关系。这说明我国房地产上市公司实际增长率偏离可持续增长率主要是由于销售净利率与资产周转率的变动所引起的,权益乘数的变动对其也有一定影响,而留存收益率的变化及是否增发新股对我国房地产上市公司增长速度影响较小,基本不相关。其中,资产周转率变动及权益乘数变动与房地产上市公司实际增长率偏离可持续增长率之间呈正相关关系。而销售净利率变动虽与房地产上市公司实际增长率偏离可持续增长率之间呈显著负相关关系,但从增长过快及增长不足的分析来看,其与增长速度之间的关系并不绝对明确。

(2) 根据我国房地产上市公司增长过快的实证检验结果,我国房地产上市公司增

长过快关于销售净利率变动(ΔP)、资产周转率变动(ΔA)与权益乘数变动($\Delta T'$)的相关水平均达到99%,呈现显著相关关系。其中,销售净利率变动与房地产上市公司增长过快之间呈显著负相关关系,而资产周转率变动及权益乘数变动与房地产上市公司增长过快之间呈显著正相关关系,与前面增长偏离的研究结论基本一致。这也说明我国房地产上市公司增长过快主要是由于销售净利率、资产周转率及权益乘数的变动所引起的,而留存收益率的变化及是否增发新股对我国房地产上市公司增长过快情况影响较小。

(3) 根据我国房地产上市公司增长不足的实证检验结果,我国房地产上市公司增长不足与资产周转率变动(ΔA)及权益乘数($\Delta T'$)变动之间呈显著正相关关系,与销售净利率变动(ΔP)之间同样呈现正相关关系,但相关程度没有增长过快情况显著。这与前面增长偏离的研究结论不完全一致。

(4) 留存收益率的变动与是否增发新股对我国房地产上市公司总样本增长偏离及增长过快和增长不足情况均没有显著影响,都不构成增长速度的主要成因。这可能主要是由于受制度限制和其他因素的影响,我国房地产上市公司发放股利和增发新股行为相对较少,管理层在这方面没有多大作为。

四、研究结论与政策建议

根据以上实证结果,我国70家房地产业上市公司近年来可持续增长能力放缓,实际增长率明显偏离可持续增长率设定的增长速度,基本为增长过快与增长不足,

且这些公司在2000~2009年间增长过快的情况略超过增长不足的情况。导致我国房地产业上市公司不同增长速度的综合成因可能是销售净利率、资产周转率、权益乘数、留存收益率等内生因素中的一个或多个因素在相邻的两年中显著变化,或有明显的增发新股行为。但实际上导致其增长过快或增长不足的主要原因却不尽相同。这就需要公司的管理层根据具体情况适时

调整公司的各项经营或财务政策来调节增长率,以使公司保持一个合理的增长速度,促进公司持续良性发展。

尽管公司的实际销售增长时快时慢,但从长期来看,总是受到可持续增长率的制约。为了改善我国房地产业上市公司可持续增长能力,并使实际增长率趋于可持续增长率,

结合实证研究结果,本文认为,可从以下方面加强财务管理战略的选择。

(一) 实际增长率>可持续增长率时

理论上而言,增长是有利的,但超速增长却会带来现有资源跟不上公司快速发展的后果。当实际销售增长超过公司可持续增长率时,通常会加速公司资源的消耗,使实际销售增长率无法持续,最终将导致公司走向失败。从实证研究结果来看,我国房地产上市公司增长过快主要是由销售净利率、资产周转率及权益乘数的变动所引起的,且销售净利率变动与房地产上市公司增长过快之间呈显著负相关关系,而资产周转率变动及权益乘数变动与房地产上市公司增长过快之间呈显著正相关关系。因此,为了提高可持续增长率,可以从以下方面加强财务管理。

1. 加强管理, 提高自身盈利水平, 促进核心竞争力的增长。据统计结果显示, 2007年, 随着全国房价上涨, 深沪房地产上市公司净资产收益率指标均值达到14.48%, 同比提高4.17个百分点。2008年, 沪深房地产上市公司平均净资产收益率为8.10%, 同比下降6.38个百分点。2009年, 房地产市场大有回暖迹象, 但上市房企的整体盈利并不乐观。特别是2010年以来国家一系列宏观调控政策的出台, 多数房企面临巨大资金压力。由此可知, 由于受我国房市政策及房价波动的影响, 我国许多房地产上市公司发展呈现极不稳定的状况。有些公司虽收入大幅增长, 业绩良好, 但在发展过程中盲目扩张严重, 发展过快, 而随着国家房市政策的调整, 销售疲软, 房价松动, 资金链紧绷, 房地产业将面临严重的债务风险。因此, 房地产上市公司在发展过程中应注重适度增长, 避免受暴利驱动, 盲目扩张, 应通过保持稳定发展以提高销量, 通过加强管理以降低成本, 提高盈利水平, 为公司创造内源性资本, 促进公司核心竞争力的增长, 保证可持续发展。

2. 优化资本结构, 扩大内源性融资, 合理利用财务杠杆效应。我国很多房地产公司的增长并不完全是依靠自有财务资源, 而是通过向银行借款来实现发展中所需要的资金要求。据银监会近期完成的对60家大型房地产企业集团的摸底调查显示, 房企集团多头风险突出, 涉及集团内互保贷款金额达1417亿元, 且60%的上市房地产企业上半年经营性现金流为负值。这种贷款增长方式产生巨额资金成本, 缺乏权益资本保障, 对市场风险的防范能力较弱, 未能实现可持续发展, 以致于在国际金融危机背景下大部分房产公司资金链断裂, 销售下滑, 陷入经营困境。因此, 我国房地产公司应尽量优化资本结构, 扩大内源性融资, 实现可持续发展。然而, 强

调公司利用内源性融资绝不是完全排斥外源性融资, 房地产上市公司也应适当利用负债的财务杠杆效应, 形成合理的资本结构, 保证既能有效发挥财务杠杆效应而又能合理控制财务风险。

3. 剥离非核心业务, 加大核心业务的投入。通过加大投资可提高房地产公司的盈利能力, 但是由于房地产公司的主营业务是房地产开发与经营, 开发房地

我国房地产公司应尽量优化资本结构, 扩大内源性融资, 实现可持续发展。然而, 强调公司利用内源性融资绝不是完全排斥外源性融资, 房地产上市公司也应适当利用负债的财务杠杆效应, 形成合理的资本结构, 保证既能有效发挥财务杠杆效应而又能合理控制财务风险。

核心业务自身引起的资金短缺问题, 从而降低房地产公司整体过快的增长速度。

(二) 实际增长率 < 可持续增长率时

当公司的实际增长率小于可持续增长率时, 通常会出现资金剩余, 这种资金剩余可能是行业原因造成的, 也可能是企业自身管理原因形成的。若公司的资金剩余只是暂时的, 那么只需将这些

资金积累起来, 以备未来之需。若公司的低增长率将长期保持, 则必须采取相应措施, 从根本上解决问题。从实证研究结果来看, 我国房地产上市公司增长不足主要是由销售净利率、资产周转率和权益乘数的变动所引起的。因此, 应尽可能保持销售



净利率、资产周转率和权益乘数的稳定性,保持利润率与资本结构的稳定性,以保证可持续增长。解决增长不足问题可以从多方面着手,公司应根据不同原因改善经营管理策略,消除阻碍企业增长的制约因素,寻找新的增长渠道。一方面,公司可利用剩余资金升级老产品,开发新产品,促进产品结构调整,从而刺激销售增长;另一方面,公司也可利用剩余资金偿还部分债务以减少负债,调整资本结构,控制财务风险,保持资本结构的稳定性。同时,公司还可在合理评估风险的基础上,通过实行适当的多元化经营战略或并购战略,将剩余资金投放到其他行业,谋求并购协同效应,为公司剩余资金谋求出路,也为公司形成新的利润增长点。

此外,我国房地产市场的发展受诸多因素的影响,如土地政策、人口政策等。房地产市场的供给与需求受土地和人口等因素的直接影响。一方面,土地价格是房地产价格的重要组成部分。随着经济发展,土地作为稀缺资源,可供开发的越来越少,特别是城市土地更是供给有限,这就导致地价增长越来越快,地价增长过快可能是供给小于真实需求所导致的,也可能是投机需求所导致。另一方面,城市人口增长是房地产需求的一个重要的长期因素,人口的快速增加将带动房地产需求增加和价格上涨。这些宏观因素对市场供给与需求的影响,进一步导致了国家宏观政策对房地产业整体发展产生影响。近两年我国土地政策等一系列宏观政策的调整对我国房地产业的影响就证实了这一点。

综上所述,我国房地产业的增长速度主要源于自身内在管理战略的运用,同时也受外界市场与政策环境的影响。在竞争日趋激烈的今天,资金与土地是制约房地产业发展的两大因素。房地产企业仅靠单项或几项外在与显性化的管理战略至

多只能获得短暂的优势。要在激烈的市场竞争和国家宏观政策调控中生存与发展,房地产企业既要注重质量与品牌保护,不断创新和提升品牌形象,又要加强内部管理,进行合理投资决策,控制发展规模,加强风险与战略管理,保持资金周转的畅通。惟有通过追求企业核心能力的提高,才能抵御其面临的各种市场风险与政策

风险,谋求长期竞争优势,促进企业可持续增长。■

本文系国家自然科学基金项目(批准号71072166);中南财经政法大学“研究生创新教育计划”课题(批准号2011B0905)。

作者单位:中南民族大学工商学院

主要参考文献

1. 罗伯特·C·希金斯,沈艺峰等译.财务管理分析.北京大学出版社.1998
2. 詹姆斯·C·范霍恩,刘志远主译.财务管理与政策.东北财经大学出版社.2000
3. 曹玉珊.企业增长速度的成因与中国上市公司的证据.当代财经.2007(4)
4. 顾晓敏,王玄.企业可持续增长模型及其应用研究.当代经济管理.2008(2)
5. 韩德宝等.国内外房地产企业持续创新重大风险管理理论与实践研究.生产力研究.2010(4)
6. 刘祥平.基于财务视角的企业可持续发展与财务战略选择研究.吉林大学.2010
7. 谭德波.房地产的“问题”危机.南风窗.2010(10)
8. 王金波,周红艳.宏观经济形势与我国房地产企业抗风险能力研究——以2008年金融危机为例.湖北经济学院学报(人文社会科学版).2010(6)
9. 王玉春,花贵如.从财务视角审视上市公司可持续增长——来自信息技术上市公司的实证研究.会计研究.2007(2)
10. 韦瑞龙.可持续增长有哪些新特性.中国经济周刊.2010(34)
11. 杨中华.银监会摸底60家大型房企涉及互保贷款1417亿.华夏时报.2010(11)
12. 刘晓峰,王志芳.财务可持续增长模型及其应用.会计研究.2003(6)
13. 周培峰.财务可持续增长模型在企业中的应用研究——以我国房地产上市公司为例.江苏大学.2009
14. 张加强.可持续增长理论及其应用.财会月刊(会计).2005(10)
15. Andrew Watt, Andreas Botsch. After the Crisis: towards a Sustainable Growth Model[M]. Brussels: ETUI, 2010.
16. Chad Holliday. Sustainable Growth, the DuPont Way[J]. Harvard Business Review, 2001, 79(8).
17. C.K. Prahalad, Gary Hamel. The Core Competence of the Corporation[J]. Harvard Business Review, 1990, 68(3).
18. Edith Penrose. The Theory of the Growth of the Firm[M]. New York: Oxford University Press, 2009.
19. Harlan D. Platt, Marjorie B. Platt, and Guangli Chen. Sustainable Growth Rate of Firms in Financial Distress[J]. Journal of Economics and Finance, 1995, 19(2).
20. James C. Van Horne. Financial Management and Policy (12th Edition)[M]. Prentice Hall, 2001.
21. Jens Horbach. Indicator Systems for Sustainable Innovation[M]. Germany: Physica-Verlag Heidelberg, 2005.
22. Nikhil Varaiya, Roger A. Kerin, David Weeks. The Relationship Between Growth, Profitability, and Firm Value [J]. Strategic Management Journal, 1987, 8(5).
23. Richard Leifer, Peter K. Mills. An Information Processing Approach for Deciding upon Control Strategies and Reducing Control Loss in Emerging Organizations[J]. Journal of Management, 1996, 22(1).
24. Robert C. Higgins. Sustainable Growth under Inflation[J]. Financial Management (1972), 1981, 10(4).

我国房地产上市公司可持续增长能力研究

作者: [高娟](#)
作者单位: [中南民族大学工商学院](#)
刊名: [中国注册会计师](#) 
英文刊名: [The Chinese Certified Public Accountant](#)
年, 卷(期): 2012(9)

参考文献(24条)

1. [罗伯特·C·希金斯, 沈艺峰](#) [财务管理分析](#) 1998
2. [詹姆斯·C·范霍恩, 刘志远](#) [财务管理与政策](#) 2000
3. [曹玉珊](#) [企业增长速度的成因与中国上市公司的证据](#)[期刊论文]-[当代财经](#) 2007(04)
4. [顾晓敏, 王玄](#) [企业可持续增长模型及其应用研究](#)[期刊论文]-[当代经济管理](#) 2008(02)
5. [韩德宝](#) [国内外房地产企业持续创新重大风险管理理论与实践研究](#)[期刊论文]-[生产力研究](#) 2010(04)
6. [刘祥平](#) [基于财务视角的企业可持续发展与财务战略选择研究](#) 2010
7. [谭德波](#) [房地产的“问题”危机](#) 2010(10)
8. [王金波, 周红艳](#) [宏观经济形势与我国房地产企业抗风险能力研究——以2008年金融危机为例](#)[期刊论文]-[湖北经济学院学报\(人文社会科学版\)](#) 2010(06)
9. [王玉春, 花贵如](#) [从财务视角审视上市公司可持续增长——来自信息技术上市公司的实证研究](#)[期刊论文]-[会计研究](#) 2007(02)
10. [韦瑞龙](#) [可持续增长有哪些新特性](#) 2010(34)
11. [杨中华](#) [银监会摸底60家大型房企涉及互保贷款1417亿](#) 2010(11)
12. [油晓峰, 王志芳](#) [财务可持续增长模型及其应用](#)[期刊论文]-[会计研究](#) 2003(06)
13. [禹培峰](#) [财务可持续增长模型在企业中的应用研究——以我国房地产上市公司为例](#)[学位论文] 2009
14. [张加强](#) [可持续增长理论及其应用](#)[期刊论文]-[财会月刊\(会计版\)](#) 2005(10)
15. [Andrew Watt, Andreas Botsch](#) [After the Crisis: towards a Sustainable Growth Model](#) 2010

16. Chad Holliday Sustainable Growth, the DuPont Way 2001(08)
17. C. K. Prahalad, Gary Hamel The Core Competence of the Corporation 1990(03)
18. Edith Penrose The Theory of the Growth of the Firm 2009
19. Harlan D. Platt, Marjorie B. Platt, Guangli Chen Sustainable Growth Rate of Firms in Financial Distress 1995(02)
20. James C. Van Horne Financial Management and Policy(12th Edition) 2001
21. Jens Horbach Indicator Systems for Sustainable Innovation 2005
22. Nikhil Varaiya, Roger A. Kerin, David Weeks The Relationship Between Growth, Profitability, and Firm Value 1987(05)
23. Richard Leifer, Peter K. Mills An Information Processing Approach for Deciding upon Control Strategies and Reducing Control Loss in Emerging Organizations 1996(01)
24. Robert C. Higgins Sustainable Growth under Inflation 1972(04)

本文链接: http://d.g.wanfangdata.com.cn/Periodical_zgzckjs201209020.aspx