

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: X2005157157

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

通胀预期下房地产公司的融资结构选择

Financing Structure Chosen by Real Estate Company under

Inflation Expectations

李 威

指导教师姓名: 苏新龙 教授

专业名称: 会计硕士(MPAcc)

论文提交时间: 2010 年 5 月

论文答辩日期: 2010 年 6 月

学位授予日期: 年 月

答辩委员会主席_____

评 阅 人_____

2010 年 5 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为(-----)课题(组)的研究成果,获得(-----)课题(组)经费或实验室的资助,在(-----)实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):



2010年6月5日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：



2010年6月5日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘 要

金融危机背景下，世界各主要经济体都实行量化宽松的货币政策，我国也不例外，2009年央行给国民经济注入巨大流动性，推动了包括房地产资产在内各种资源类资产价格上涨，房地产业作为刺激国民经济增长的支柱产业，拉动了一系列相关行业的复苏，给社会生产注入了活力，更是发挥了重要作用。同时房地产投资又是一项资金密集型的行业，有着投资巨大，融资数额高的特点，融资管理是其财务管理中重要的环节，筹资问题或者说是融资结构问题是房地产企业财务管理的核心问题，追求最优的资本结构、防范风险是房地产财务管理的重要目标。而我国的房地产企业，往往不太重视资本结构优化调整的问题，这不但无助于企业自身做强做大，还可能使金融系统积累了巨大的系统性风险，引发新一轮资产泡沫，加剧国民经济结构失衡。

本文从介绍房地产的行业特点与融资现状入手，结合通胀预期的宏观经济学理论描述，揭示通胀预期与房地产价格的相互作用关系，找出特定宏观环境（通胀预期）下房地产企业融资特征，借鉴资本结构理论，把公司类型差异作为影响房地产融资结构的分析因素，着重分析融资方式与企业类型的适用问题。通过调整资本负债比例和选择最优融资方式这两个途径，比较不同类型房地产公司的融资结构优化应考虑的因素，归纳出融资结构优化的原则。最后，提出改进我国的房地产融资机制的建议，促进我国房地产业乃至国民经济的健康发展。论述方法以实践操作比较分析为主，辅以理论说明解析，从企业与政府角度提出操作建议。

关键词： 房地产； 通货膨胀； 融资结构

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Abstract

Under the background of financial crisis, the quantitative easy-money policy is implemented in many major economies throughout the world, and China is no exception. In 2009, our Central Bank gave great mobility to our national economy, which pushed the rise of prices of various resource assets, including the assets of real estate. As the pillar industry to stimulate the growth of national economy, the real estate industry has fueled the recovery in a series of related trades and played a more important role in injecting vigor into social production. Meanwhile, investment of real estate is also a capital-intensive industry characterized by huge investment and great financing amount. While the financing management is a key link in financial management, the problem of financing, or the problem of financing structure, is the core issue of financial management in real estate enterprises, and the pursuit of optimized capital structure and prevention from risk are the vital target of financial management in real estate. However, the real estate enterprises in China usually don't pay much attention to the optimization and adjustment of capital structure, which is helpless to the development and growth of enterprises and will make the financial system accumulate great systematic risk, trigger a new round of asset bubbles, and aggravate the unbalance of national economic structure.

In this thesis, it is started from the introduction to industrial features of real estate and current situation of financing and combined with the theoretical description of macroeconomics of inflation expectations to reveal the interaction of inflation expectations and real estate price, and to find out the financing features of real estate enterprises under the particular macro-environment (inflation expectations). Using the capital structure theory as reference, in the thesis, the difference of company types are regarded as the analytical factor influencing the financing structure of real estate, and the emphasis is placed on the analysis of availability of financing modes to enterprise types. By two adjustment methods of capital-liability ratio and selection of optimized financing mode, the factors which should be considered in the financing structure optimization in different types of real estate companies are compared, and

the principles of financing structure optimization is generalized. Finally, the thesis puts forward the concrete proposals for improving the real estate financing mechanism in China in the hope of accelerating the healthy development of our real estate industry and even our national economy. Targeting at enterprises and the government, the proposals are presented mainly by practices, comparison and analysis, supplemented by theoretical explanation and illustration..

Key words: Real Estate; Inflation; Financing Structure

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目录

第 1 章 绪 言	1
1.1 选题背景	1
1.2 选题意义	2
1.3 资本结构主要理论介绍	3
1.4 文章的基本框架与主要内容	11
1.5 创新点与不足	12
第 2 章 我国房地产公司及其融资方式现状	13
2.1 房地产业的概念及特点	13
2.2 我国房地产公司现状	14
2.3 我国房地产公司融资方式现状	16
第 3 章 通胀预期下我国房地产公司的融资特征	21
3.1 相关通货膨胀理论的界定	21
3.2 我国通货膨胀的特征	25
3.3 我国通货膨胀与房地产价格的关系	27
3.4 通胀预期下我国房地产公司的融资特征	29
第 4 章 房地产公司融资结构选择的影响因素分析	31
4.1 企业规模与市场地位差异分析	31
4.2 公司产品定位与开发销售周期差异分析	32
4.3 我国房地产公司的融资方式适用性分析	33
第 5 章 通胀预期下房地产公司融资结构优化	39
5.1 融资结构选择的理论基础	39
5.2 房地产公司融资结构选择优化的主要途径	40
5.3 通胀预期对房地产公司融资结构选择的总体影响	41
5.4 不同类型房地产公司融资结构选择的比较分析	42
5.5 融资结构优化的原则	49

第 6 章 总结与政策建议	51
6.1 总结.....	51
6.2 政策建议	51
参考文献.....	54
后 记.....	56

厦门大学博硕士论文摘要库

Contents

Chapter 1 Preface	1
1.1 Background of Title Selection	1
1.2 Significance of Title Selection.....	2
1.3 Introduction to Main Theory of Capital Structure	3
1.4 Basic Framework and Major Content of the Thesis	11
1.5 Original Ideas and Shortcomings.....	12
Chapter 2 Current Situation of Real Estate Companies in China and Their Financing Modes	13
2.1 Concept and Features of Real Estate Industry	13
2.2 Current Situation of Real Estate Companies in China.....	14
2.3 Current Situation of Financing Modes of Real Estate Companies in China.....	16
Chapter 3 Financing Features of Real Estate Companies in China under Inflation Expectations.....	21
3.1 Definition of Relevant Inflation Theory	21
3.2 Features of Inflation in China	25
3.3 Relationship between Inflation and Housing Price in China	27
3.4 Financing Features of Real Estate Companies in China under Inflation Expectations	29
Chapter 4 Analysis of Influencing Factors of Financing Structure Chosen by Real Estate Companies	31
4.1 Analysis of Difference in Enterprise Size and Market Position	31
4.2 Analysis of Difference in Product Positioning and Development & Selling Cycles.....	32
4.3 Analysis of Availability of Financing Modes in Real Estate Companies in China	33
Chapter 5 Financing Structure Optimization of Real Estate Companies under the Circumstance of Inflation Expectations	39

5.1 Theoretical Basis of Selection of Financing Structure	39
5.2 Main Ways of Selection of Financing Structure in Real Estate.....	40
5.3 Overall Influence of Inflation Expectations on Selection of Financing Structure in Real Estate.....	41
5.4 Comparative Analysis of Financing Structure Selection in Different Types of Real Estate Companies	42
5.5 Principles of Optimization of Financing Structure	48
Chapter 6 Conclusion and Policy Suggestion.....	50
6.1 Conclusion	50
6.2 Policy Suggestion.....	50
References.....	53
Postscript	55

第1章 绪言

1.1 选题背景

2008~2009年中国房地产经历了冰火两重天，自2008年上半年开始的宏观调控政策给中国房地产进行降温，房地产的非理性得到有效抑制，但始料未及的是金融危机的到来，使原本贫血的房地产企业大量失血。2008年第三季度，房地产市场量价齐跌，呈现出下行加速的趋势，使房地产相关行业遭遇寒流，并直接危及了靠土地财政维持的地方政府。

2008年10月之后，政府政策从抑制转向了扶持，中央出台一系列的救市措施。2008年10月17日的国务院常务会议提出“降低房地产交易税费、支持居民购房”，房地产金融政策的主要目标不再是防泡沫，而是剧变为启动房地产消费内需。从2008年9月16日到12月22日，央行相继5次降息，房地产金融政策取向剧变力度超出预期。央行决定从2008年10月27日起，个人首次购买90平方米及以下普通住房，契税税率下调到1%；个人销售或购买住房暂免征收印花税；个人销售住房暂免征收土地增值税；房贷最低首付款比例调整为20%；个人住房公积金贷款利率下调0.27个百分点；个人住房贷款利率的下限扩大为贷款基准利率的0.7倍。2008年12月17日，国务院常务会议明确改善型住房比照执行首次贷款购买普通自住房的优惠政策。对住房转让环节营业税暂定一年实行减免政策，并把免征期限由5年改为两年。2009年5月27日，国务院公布了固定资产投资项目资本金比例的调整政策，其中：普通商品住房项目投资的最低资本金比例从35%调低至20%。

2009年，随着美元印钞机开足马力，能源、生产原料价格的开始上涨，导致严重依赖出口中国企业的利润进一步下降，更多的资本从生产转向房地产，在中央4万亿投资政策与低利率流动性的推动下房地产价格迅速上涨，某些一线城市甚至超过2007年的价格水平。

根据国家发展改革委、国家统计局调查显示，2009年12月份，全国70个大中城市房屋销售价格同比上涨7.8%，涨幅比上月扩大2.1个百分点；环比上涨

1.5%，涨幅比上月扩大 0.3 个百分点。2009 年 11 月份，居民消费价格(CPI) 同比上涨 0.6%，结束了 2009 年 CPI 增幅连续 9 个月负增长，这就引发担忧：价格上涨已经从资产领域延伸到食品等居民必需品领域。

房地产作为主要的居民实物资产，且具有非贸易和资金密集的天然特性，其在通货膨胀中的保值功能受到了很大关注，于预期的通货膨胀具备对冲功能。这使得 2009 年房地产作为投资品的功能更为突出。但随着世界各主要经济体在金融危机中得以恢复，以及我国经济从保增长到调结构的转变，届时央行宽松货币政策将出现调整。当美联储提升利率以对付通胀，我国也必然会随之调高利率以防止资金大量流出，这种情况下，中国房地产企业资本结构优化将更为迫切。

1.2 选题意义

房地产是与居民息息相关的资产，在通货膨胀的环境中其资产价值直接关系到国民的财富水平。房地产资产的保值功能不仅直接影响到居民和机构的经济预期和最优化选择行为，而且间接影响其他资产的需求和价格。

我国居民住房消费持续扩大，居民私有住房的比例已经达到 72.8%（城镇居民）。这说明住房消费支出已经在我国居民消费支出中占相当大的比重。中国城市化进程还将持续 20~30 年。房地产企业面对后金融危机时代复杂多变外部环境，挑战与机遇共存。

融资策略是企业财务管理的重要组成，房地产企业的融资策略更是重中之重。选择正确的融资策略是房地产企业进行有效投资、资产管理的前提和保证。

制定房地产企业融资策略首先需要分析企业的资本结构，根据企业的资产负债情况和企业的产品战略规划，调整融资方式，优化企业融资结构，确保企业健康持续发展。

现代资本结构理论经历半个世纪演进和完善，为企业融资决策提供了——寻求最优资本结构的分析框架，但由于企业所处行业、经济环境、自身规模和核心能力各有不同，在实践中并不存在统一的最优资本结构。针对房地产行业处于特定经济环境下（通胀预期），通过房地产企业融资结构主要影响因素分析，帮助房地产企业利用现代资本结构理论分析框架，结合自身实际情况进行融资结构选择，提高企业融资效率和安全，这是本文试图达到的目的。

1.3 资本结构主要理论介绍

在现代财务理论中,资本结构(capital structure)是以债务、优先股和普通股权益为代表的企业的永久性长期融资方式组合(或比例),即指企业各种资金的构成及其比例关系;是指企业短期及长期负债与股东权益的比例(Ross 等, 2002)也即企业全部资金来源的构成及其比例关系,资本结构等同于融资结构(financial structure)。

这个领域在探索和研究中已初步形成了较为完整的理论体系,即资本结构理论。在国外,真正意义上的资本结构理论研究始于 20 世纪 50 年代的美国。整个资本结构理论史包括传统资本结构理论和现代资本结构理论,现代资本结构理论主要包括 MM 理论、权衡理论、新优序融资理论、代理成本理论、非对称信息模型以及公司控制权模型。下面按照资本结构理论的演变顺序,简要介绍资本结构理论的一些研究成果。

1.3.1 传统资本结构理论

传统的资本结构理论可以追溯到希克斯于 1946 年写的《价值与资本》专著。资本结构理论研究从 20 世纪 50 年代一直延续到 20 世纪 70 年代后期,以美国金融学家大卫·杜兰特(David Durand)为代表,该流派以朴素资本结构理论为基础,该学派认为随着负债比例的提高,资本成本会发生变化。负债比例提高之后,公司风险增加,企业资本成本会随之提高。杜兰特(Durand 1952)把当时对资本结构的见解划分为三种:净收益理论、净营业收入理论和介于两者之间的传统折衷理论。

(1) 净收益理论

认为,资本结构中债务越多,企业的价值越高。按照这种观点,企业获取资金的来源不受限制,并且负债成本与股东权益的成本都是不变的,不受财务杠杆的影响。由于债权的收益率固定,债权人比股东有优先求偿权,债权风险比股权风险低,企业的债务成本一般低于股东权益成本。因此,企业的负债越高,资本加权平均的总风险越低,企业的价值就越高。如果这种理论的假设是正确的,那么,为了使企业的价值达到最大化,企业应尽可能多的使用债务融资,因此,企业应使用 100%的债务资本。

(2) 净营业收入理论

净营业收入理论则认为，资本结构与资金成本没有关系，资本结构与企业价值无关。按照这种观点，假定企业债务成本较低且是一个常数，但股东权益的成本可变。这样，公司的负债越多，风险就越大，股东权益成本也就越高，进行简单平均计算，其结果是公司的资本成本不变且是一个常数。投资企业价值高低的真正要素，应该是企业的净收入。也就是说，不论企业的财务杠杆程度如何，其整体的资本成本不变。由于财务杠杆程度的改变并不能改变企业的整体资本成本，企业的价值也就不受资本结构的影响，即所有的资本结构都可视为最优资本结构。

(3) 折衷的观点假设股东权益的资本成本会随着财务杠杆程度的提高而增加，只有当财务杠杆程度达到相当程度后，负债的资本成本才逐渐提高，究其原因，债权人认为财务杠杆程度较高时，企业的风险随之增大，故要求提高报酬率。此时，股东的报酬率也随着财务杠杆的提高、企业风险的加大而相应提高。因此，该观点认为，债务增加对企业价值提高是有利的，但必须适度。如果公司负债过度，由于债务融资和股权融资都要求较高的报酬率而使资本成本提高，报酬率达到一定程度就会使企业的价值下降。企业则存在一个可以使企业的市场价值达到最大化的资本结构。一般来说，在企业最佳资本结构点上，负债的边际成本率与权益资本的边际成本率一致。

传统资本结构理论主要通过负债对资本成本的影响，来决定最优资本结构的。它忽略了许多影响企业资本结构的其他因素，是一种朴素而不成熟的理论，缺乏行为意义和实证，在经济理论界没有得到认可和进一步发展研究，同时对实际的资本结构决策指导作用不大。

1.3.2 现代资本结构理论

现代资本结构理论是公司金融的核心内容。美国金融学家Modigliani和Miller在1958年建立了具有划时代意义的MM模型，开创了现代资本结构理论的先河。之后许多金融学家沿着MM理论的思路，在逐步放松MM定理的诸多假设条件后，发展了现代资本结构理论。20世纪70年代的权衡理论，以及80年代的代理理论、信息不对称理论、新优序融资理论等相继出现，使得现代资本结构理论得到很大的发展。而基于产业组织理论的资本结构模型，则被认为是现代资本结构理论的最新

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库