

学校编码: 10384
学号: X2006157160

分类号 _____ 密级 _____
UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

楼市调控下的中国上市房企财务困境预警分析
——基于 2008-2010 年深市 62 家上市公司数据

Financial Crisis Early Warning on Real Estate Listed Companies of China under
Regulation

— Data Based on 62 Listed Companies in Shenzhen Stock Market in 2008-2010

徐振英

指导教师姓名: 陈玮教授

专业名称: MPACC

论文提交日期: 2012 年 11 月

论文答辩时间: 2012 年 月

学位授予日期: 2012 年 月

答辩委员会主席:

评阅人:

2012 年 11 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):

年 月 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）：

年 月 日

摘要

为抑制房价过快的上涨，防止房地产市场的泡沫风险不断加大，本届政府自 2010 年年底开始，展开了新一轮的楼市调控，通过货币政策，税收政策，信贷政策，土地政策等多种政策工具，对房地产实行“限贷”、“限购”、“限价”，使大多数房地产企业的财务状况陷入了明显的困境，出现了销售萎缩，库存激增，企业负债率急剧上升，资金来源下滑，融资渠道受阻等多种情况，房地产企业的资金链面临断裂的危机。本文就是要探讨在“史上最严厉”的楼市调控背景下，中国房地产企业所面临的财务困境的状况。

本文以深市 62 家房地产上市企业作为样本，利用 2010 年相关的财务数据，借助综合指数法对上市公司现金流财务指标进行了分析；利用功效系数法对资产负债表与利润表中的相关财务指标进行了财务业绩预警；最后利用 Z3 值模型和 F 值模型，对 2008—2010 年 62 家样本企业的 Z 值和 F 值进行了动态比较分析。通过对以上四种方法的实证分析，本文得到以下结论：（1）从动态比较分析看，Z 值模型和 F 值模型都证实房地产企业的财务状况经历了从 2008 年的恶化到 2009 年的改善，到 2010 年重新走向恶化的变化，印证了新一轮的楼市调控确实使房地产企业的财务状况陷入了困境的观点。（2）在对影响程度的判断上，Z 值模型认为 2010 年房地产企业的财务状况要比 2008 年时更差，而 F 值模型得出了相反的结论。（3）在对当前房地产企业财务困境状况的判断上，综合指数法所得到的结果最为悲观，其它依次为功效指数法、Z3 值模型和 F 值模型。（4）通过与现实情况的比对，本文认为在对房地产企业的财务预警分析中，F 值模型是四种方法中最能反映现实情况的预警模型。

关键词：房地产；财务困境预警；Z 值；F 值

Abstract

In order to restrain housing prices rising excessively and prevent the risk of real estate market bubble from increasing constantly, since the end of 2009, the government launched a new round of real estate market regulation by means of monetary policy, tax policy, credit policy, land policy to implement "credit limit", "Sales limit", "price limit" on the property market. As a consequence, most of real estate companies went into the obvious financial embarrassment with sales shrinking and stocks surging, what's more, owes rate rose sharply, funding sources declined, and financing channels got blocked. Real estate enterprises were facing the crisis of capital chain breakage. This article is to explore the situation of financial distress Chinese real estate enterprises were facing under "the most severe in the history" of the property market regulation.

This article takes relevant financial data of 62 real estate companies listed in stock market of Shenzhen in 2010 to study the Cash flow financial indicators based on the Composite Index Method, and use the relevant financial indicators in balance sheet and income statement based on the Efficacy Coefficient Method in Financial Results Prediction, at last, the article makes a dynamic comparative analysis of Z3 score and F score of 62 sample companies during 2008 to 2010 by using Z score model and F score model. Through all these methods above, the analysis shows that: (1) Based on the dynamic comparative analysis, Z score model and F score model both confirm the view that the financial situation of property companies got better from 2008 to 2009 and back to be worse in 2010, and that the new round of regulation left real estate companies into trouble; (2) The article finds out that the financial situation of property companies in 2010 is worse than in 2008 through Z score model, which is contrary to the conclusion of F score model; (3) In the judgment of financial distress of the current real estate companies, the Composite Index Method gets the most pessimistic conclusions, followed by Efficacy Coefficient Method, Z3 score model and the F score model; (4) In comparison with the actual situation, this paper shows that F score model best reflects the reality in these four methods in the analysis of early warning on the real estate companies.

Keywords: Real Estate; Regulation; Z score; F score

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目录

第一章 导言.....	1
1.1 选题的背景与动机	1
1.2 国内外研究现状.....	1
1.3 研究思路与论文框架	4
1.4 本文创新与改进之处	5
第二章 楼市调控与房地产企业财务困境	6
2.1 房地产调控出台的背景	6
2.2 房地产政府调控的具体措施.....	9
2.3 房地产企业出现的财务困境.....	15
第三章 企业财务困境预警的理论与方法	18
3.1 基于综合指数法的现金流量预警	18
3.2 基于功效系数法的财务业绩预警	19
3.3 基于 Z 值和 F 值的财务预警模型	21
第四章 房地产企业财务困境预警实证分析.....	25
4.1 样本选择	25
4.2 基于综合指数法的现金流量预警实证分析.....	26
4.3 基于功效系数法的财务业绩预警实证分析.....	28
4.4 基于 Z 值模型和 F 值模型的预警实证分析.....	33
第五章 研究结论与对策建议	37
5.1 研究结论	37
5.2 房地产企业走出财务困境的对策建议	38
5.3 本文的不足与后续研究方向.....	40
参考文献	42

附录 44

致谢 56

厦门大学博硕士论文摘要库

Index

Chapter 1 Introduction	1
1.1 Research Background and Motivation.....	1
1.2 Overview of Literature	1
1.3 Thoughts and Framework of research.....	4
1.4 Innovations and Improvements	5
Chapter 2 Regulations and Financial Difficulties of Real Estate Companies	6
2.1 The Background of the Regulations.....	6
2.2 Specific Measures of the Government Regulation.....	9
2.3 Financial Difficulties of Real Estate Companies.....	15
Chapter 3 Theories and Methods of Corporate Financial Distress	
Early Warning	18
3.1 Cash Flow Early Warning based on the Composite Index Method	18
3.2 Financial Results Early Warning based on the Efficacy Coefficient Method	19
3.3 Financial Early Warning based on Z Score Model and F Score Model.....	21
Chapter 4 Empirical Analysis of the Real Estate Corporate Financial Distress Early Warning	25
4.1 Sample Selection.....	25
4.2 Empirical Analysis of Cash Flow Early Warning based on the Composite Index Method	26
4.3 Empirical Analysis of Financial Results Early Warning based on the Efficacy Coefficient Method	28
4.4 Empirical Analysis of Early Warning based on Z score Model and F Score Model.....	33

Chapter 5 Conclusion and Suggestions	37
5.1 Conclusion.....	37
5.2 Suggestions.....	38
5.3 Shortcomings and extensions of the present work	40
References	42
Appendix.....	44
Acknowledgement.....	56

厦门大学博硕士学位论文摘要库

第一章 导言

1.1 选题的背景与动机

我国自 20 世纪 90 年代初开始住房体制改革以来,中国房地产市场从无到有,尤其是 1998 年停止住房的实物分配并逐步实现住房货币化以后,房地产业得到了飞速发展,成为我国国民经济的支柱产业,在我国经济中占有举足轻重的地位。

2008 年由美国次贷危机引发的金融危机,房地产市场的需求骤降,投机性买家也纷纷抛卖自己手中的存货,这导致房地产价格出现 8 年以来的首次大幅下滑;其次,股市的低迷导致房地产公司上市步伐的减慢,国内投资者的观望,再加上国外热钱的撤离,导致了房地产企业融资出现了前所未有的困难,造成了资金链的紧张;预期收入减少的财富效应也减少了消费者对房地产的需求。为防止向好经济形势转向,国家实行了凯恩斯主义的扩张性财政政策与宽松货币政策,刺激经济发展。房地产业受益于此,资金困难局面得到扭转,房价迅速恢复并很快超过了金融危机以前的高位。伴随着房地产业的快速扩张,投机性需求增加,房价过高并超出了普通民众承受能力,房地产泡沫化等一系列问题逐步突显出来。2010 年 1 月 7 日发布的“国十一条”,拉开了政府调控房地产行业的序幕,此后国务院又把“防止房价过快增长”写入了“十一五”政府工作规划。此后至今一年多的时间里,针对房地产行业的调控政策,一直保持着紧缩高压的特点,通过货币政策,税收政策,信贷政策,土地政策等多种政策工具,对房地产实行“限贷”、“限购”、“限价”,使大多数房地产企业的财务状况陷入了明显的困境,出现了销售萎缩,库存激增,企业负债率急剧上升,资金来源下滑,融资渠道受阻等多种情况,房地产企业的资金链面临断裂的危机。本文就是要探讨在“史上最严厉”的楼市调控背景下,中国房地产企业所面临的财务困境的状况。本文还试图回答这样一些问题:2010 年房地产企业的财务状况是否比 2008 年更为糟糕?在所使用的财务预警模型中,哪一种方法在财务预警分析中更为乐观,哪一种的方法更为悲观?通过与现实情况的比对,哪一种方法更能反映实际情况?

1.2 国内外研究现状

关于公司财务预警的研究,国外研究的历史相对国内要悠久,研究体系相对

成熟很多。Fitzpatrick (1932) 以 19 家公司作为样本, 率先使用财务比率法来预测财务危机。他将样本分为破产公司与非破产公司两大类, 运用单个财务比率依次进行对比。最终的结论是对破产公司财务危机判别能力最高的两个财务比率分别是“净利润/股东权益”与“股东权益/负债”。Beaver (1966) 根据工业指数选出 79 家“失败”公司, 并根据行业与资产规模, 对所有这些破产公司进行了分类。并按照行业与破产公司前一年的资产规模选出了 79 家非“失败”公司, 样本区间为 1954-1964 年。作者根据“普遍性强”、“以前研究成果应用过”以及“考虑现金流指标因素”的三个原则选取财务比率。关于现金流指标因素, 假设: 现金储备越多, 公司失败的概率越小; 营运资金流入越多, 公司失败的概率越小; 债务持有量越大, 公司失败的概率越大; 营运资金开支越多, 公司失败的概率越大。最后, 通过分类对比后, 筛选出了五个最能区分失败与非失败公司的指标, 分别为: 现金流量/负债总额、净收入/总资产、资产负债率、营运资本/总资产以及贴现率。

Altman (1968) 是学术界首位利用多变量分析技术构建公司财务危机预警模型的学者。他以美国 1946 至 1965 年间申请破产的 33 家公司, 以及与这 33 家公司行业和生产规模相当的另外 33 家非生产公司作为样本, 经过分析与筛选, 最终选用五个指标使用 Fisher 判别法, 得出了一个多元线性函数, 即著名的 Z-Score 模型 (简称 Zs 模型)。在该模型中, Altman 提出了公司失败或者破产的临界值: 2.765, 如果公司的 Z-Score 高于此数值, 则表明公司财务状况良好, 发生财务危机或者破产的可能性就比较小; 如果公司的 Z-Score 低于此数值, 则意味着公司存在财务危机。

Beaver (1966) 和 Altman (1968) 的研究普遍被认为具有里程碑的意义, Scott (1980) 称之为财务危机判别与预测领域的“开创性研究”, 两位学者也成为该领域的先驱。20 世纪 70 年代, 伴随着全球经济的高速发展, 财务危机预警领域受到了越来越多的重视, 并被广泛地运用到实际工作中。

现金流是公司的血液, 是公司日常运营能够正常维持的根本因素, 而且, 不同于资产、负债与利润等会计要素, 现金流量数据是很难根据会计准则进行操纵和粉饰的。因此, 利用现金流量指标进行财务危机的分析是十分有效的工具。

Blum (1974) 研究了利用现金流量指标来预测财务危机的可行性。他把公司假想成为一个储备着流动性资产的容器, 若容器的存量变小 (资产变少), 流

入量变小（现金流入量减少，流出量变大（现金流出量增加），那么流入流出量的差异扩大，则公司发生财务危机的概率就会增加。他选取了 1954-1968 年间 115 家发生财务危机的公司作为样本，并依据行业类别、销货净额、员工标准三个指标选取了 115 家正常的公司作为样本作为配对，进行多变量对比分析，构建了一个包含了“净现金流/总负债”现金流指标的财务危机预警模型。研究结果显示，发生危机前五年的预测正确率均能超过 70%。

国内对财务预警的研究在改革开放后 80 年代才开始出现，起步较晚，但是发展很快。国内学者从学习和消化国外的经典成果开始，逐步研究出了更适合我国公司的财务危机预警模型。

吴世农、黄世忠（1986）率先引入并介绍了公司破产的分析指标和预警模型。周守华、杨济华等（1997）在 Z-Score 模型的基础上，加入了现金流量这一变量，构建了 F-Score 模型。结论显示，在分析公司是否存在财务危机时，该模型预测结果要优于 Z-Score 模型。

陈静（1999）研究了中国上市公司的财务预警模型。她以 1988 年的 27 家 ST 公司和 27 家非 ST 公司为样本，使用 1995-1997 年的财务报表数据。借鉴了 Beaver 与 Altman 的对比模型，应用 Fisher 线性判定方法，进行了单变量分析和多元线性判定分析，建立了两个模型。在单变量判定中，发现流动比率和负债比率两个指标的误判率是最低的；在多元线性判定中，发现模型预测的正确率在 ST 公司被 ST 前的第一年，第二年和第三年，分别为 92.6%、85.2%和 79.5%。即，距离 ST 年越近，模型预测率准确率相应增加。

在对房地产企业财务预警的研究方面，崔广钦（2008）将财务预警模型应用于房地产上市公司，在完成正态性检验、显著性检验后，采用因子分析和 logistic 回归分析相结合的方法进行实证研究。实证结果表明：影响我国房地产公司财务状况好坏的因素主要是盈利能力因素和偿债能力因素，其中影响财务状况的主要财务指标是：流动比率、营运资金比率、营运资金对资产总额比率、资产负债率、所有者权益比率、流动资产周转率、营业毛利率、资产报酬率、总资产净利率。在此基础上构建的财务预警模型的总体预测效果的准确率达 91%，说明该预警模型具有较好的适用性，能够很好的判断房地产公司的财务状况，为公司据此采取措施的提供有力依据。

张蕊川(2010)利用已证明为有区别力的指标进行主成分分析并拟合 logistic 模型,模型表明运营能力指标、偿债能力指标、主营业务盈利能力指标、现金流能力指标对房地产公司财务危机发生的概率预测有显著作用,其中固定资产运营能力对结果的影响最大,固定资产运营能力对于房地产公司是否陷入财务危机预测非常重要。预警模型的总体预测正确效果高,模型的拟和程度好,说明该预警模型具有较高的实用价值,能够很好的判断房地产公司的财务状况,为相关利益人采取措施提供了有力依据。

1.3 研究思路与论文框架

本文所要研究的主要问题是,自 2010 年开始新一轮的房地产调控对中国的房地产企业的财务状况到底产生了多大的影响?本文想利用传统的企业财务预警模型来考察一下 2010 年房地产企业财务困境的状况,并与 08 年与 09 年的情况相比较,来验证政府的政策对房地产企业财务状况所产生的影响。

本文的论文框架如下:

第一章:导言。论述了选题的背景与意义,该领域国内外的研究现状,以及本文的研究思路和论文的框架结构,最后指出了本文的创新与改进之处。

第二章:楼市调控与房地产企业财务困境。该章首先分析了房地产调控出台的背景,接着对我国新一轮房地产调控的政策及其影响作了全面的总结,最后分析了这些政策对房地产企业财务状况可能产生的影响以及目前的现状。

第三章介绍了企业财务困境预警的理论与方法。该章分别介绍了本文所要运用的基于综合指数法的现金流量预警,基于功效系数法的财务业绩预警,基于 Z 值和 F 值的财务预警模型。

第四章是本文的核心章节,这一章运用上一章所介绍的方法,利用 62 家样本企业的财务数据进行了实证分析。本章在对各种预警方法的实证结果进行比较和现实情况加以比对的前提下,指出了哪种预警方法更适用于房地产企业的财务预警。

第五章是研究结论与对策建议。本章首先总结了本文所得出的六个主要结论,接着对房地产企业如何走出当前的财务困境给出了若干的政策建议,最后指出了本文的不足和后续的改进方向。

1.4 本文创新与改进之处

(1) 利用 2008—2010 年 62 家样本企业三年的财务数据，计算了 Z3 值和 F 值，并根据 Z3 值和 F 值的不同分布区间，统计了样本企业的数量分布。以此为基础进行动态分析，来考察新一轮的房地产调控对房地产企业财务状况的影响。并且利用 2010 年的数据与 2008 年的数据相比较，试图回答 2010 年房地产企业的财务状况是否比 2008 年更为糟糕？

(2) 同时使用了综合指数法，功效系数法，Z3 值模型和 F 值模型来对房地产企业财务状况进行预警分析，这样可以比较不同方法在财务预警分析中准确性和实用性。我们试图回答哪一种的方法在财务预警分析中更为乐观，哪一种的方法更为悲观？通过与现实情况的比对，我们试图发现哪一种方法更能反映实际情况？

(3) 使用综合指数法模型研究现金流财务，使用功效系数法模型研究资产负债表和利润表财务指标，最后使用 Z 值和 F 值模型对公司整体财务状况进行分析。这样既克服了部分财务指标模型忽视现金流指标的缺陷，同时也规避了一种模型研究可能存在的偏颇。

第二章 房地产调控与房地产企业财务困境

我国自 20 世纪 90 年代初开始住房体制改革以来,中国房地产市场从无到有,尤其是 1998 年停止住房的实物分配并逐步实现住房货币化以后,房地产业得到了飞速发展,对拉动内需、促进国民经济发展发挥了重要作用。随着我国市场化改革的快速推进,房地产业逐渐成为国民经济中的支柱产业,房地产固定资产投资年均增长率达到 15% 以上。便随着房地产业的快速发展,高房价也越来越引起人们的关注。从 1998 年至今,我国房地产价格已经连续多年增长,尤其是 2005 年之后,除了 2008 年房地产市场出现短暂低迷外,大中城市房价一直保持着两位数的增长速度,并且快速上涨的房价开始从一线中心城市向二三线城市扩散,中国房地产市场出现严重泡沫的风险不断加大。房价在地方政府、投资客、开发商等利益群体的炒作下,不断飙涨,导致普通老百姓根本买不起房,民怨沸腾。

2.1 房地产调控出台的背景

通常用房地产投资增长率/GDP 增长率、房地产投资总额/GDP、房屋空置面积与空置率、房价收入比等指标来衡量一国的房地产泡沫程度。

一、房地产投资增长率/GDP 增长率

房地产开发投资额是房地产供给对需求的最直接反映,开发投资额超常增长可能意味着投机需求和虚高的价格形成,通常认为房地产投资增长率/GDP 增长率指标不应该超过 2。根据近几年的数据可见,我国这一指标超过 2 的年份为大多数,而且 2010 年的数据超出了近十年的最大值,这说明中国房地产投资过热,呈现出较为明显的泡沫过程。

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