

# ZIJIN YINGYUNLUN

—Fangdichan Qiye Fazhan Zijin Yanjiu

# 资金营运论

—房地产企业发展资金研究

陈德强 著

立信会计出版社

LIXIN KUAJI CHUBANSHE

**ZIJIN YINGYUNLUN**

—Fangdichan QiyeFazhan Zijin Yanjiu

# 资金营运论

——房地产企业发展资金研究

陈德强 著

立信会计出版社

LIXIN KUALI CHUBANSHE

## 图书在版编目 ( C I P ) 数据

资金营运论: 房地产企业发展资金研究/陈德强著.  
上海: 立信会计出版社, 2000. 9  
ISBN 7-5429-0769-7

I. 资... II. 陈... III. 房地产业-资金管理-研究  
IV. F293. 33

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 47482 号

---

出版发行 立信会计出版社  
经 销 各地新华书店  
电 话 (021)64695050×215  
(021)64391885(传真)  
(021)64388409  
地 址 上海市中山西路 2230 号  
邮 编 200233  
E-mail [lxaph@sh163c.sta.net.cn](mailto:lxaph@sh163c.sta.net.cn)  
出 版 人 陈惠丽

---

印 刷 上海申松立信印刷厂  
开 本 850×1168 毫米 1/32  
印 张 10.875  
插 页 2  
字 数 267 千字  
版 次 2000 年 9 月第 1 版  
印 次 2000 年 9 月第 1 次  
印 数 3 000  
书 号 ISBN 7-5429-0769-7/F·0708  
定 价 19.40 元

---

如有印订差错 请与本社联系

## 序

陈德强同志于 20 世纪 80 年代早期从西南财经大学会计系毕业分配来我校管理学院任教,长期讲授会计类课程,同时多次先后到沿海与内地调研,并实地从事会计业务工作。90 年代初,在职攻读“房地产经营与管理”专业方向硕士研究生,选择了“房地产发展资金”作为研究课题。时正值房地产业在我国国民经济中崛起,并作为一个新兴产业,在社会主义市场经济作为经济体制改革目标模式得以确立之际,因而这一课题很富有挑战性和开创性。

陈德强同志以锲而不舍的精神,倾注 10 年心力,在硕士论文的基础上,不断开拓,不断完善提高,终于撰写成这一专著。这种精神,很可宝贵;作为导师,我也甚感欣慰。

由于陈德强同志所具有的良好专业背景和实务经验,使本书在许多方面具有显著的特点。首先,本书架构合理,体系完善。全书以资金为主线,依次对投资、融资、营运、回收进行系统分析,一以贯通,逻辑严密。其次,作者近年围绕这一主题坚持不懈地对不同专题进行研究,使得本书优点和特点突出,这体现在具体的章节之中。例如:第一章的权益理论与房地产开发经营模式的选择;第二章的房地产均衡现金流量的财务净现值分析;第三章的开发资金调度中的负债决策;第四章的房地产企业债务重组经营……等等。其中,大多以专论形式在国内重要刊物上正式发表。第三,作者完全摒弃了旧体制的传统观点,从新的视角来考察房地产的资金营运,因此,本书对推动房地产业的发展,使之按市场机制轨道运行,具有很好的影响力,对提升房地产企业资金运作的有效性,

也将有重大的积极作用。最后,本书不仅在理论上具有重要意义,而且对房地产资金管理实践也有着很好的参考价值。因此,本书对从事房地产专业教学研究和实际工作的人员来说,是一本良好的参考读物。

陈德强同志担负着教学、研究、行政管理等多项工作,在繁忙的工作之余,尚能勤奋研读,不辍笔耕,并屡有论著发表,因此,以他所具有的刻苦耐劳,勇于开拓、奋进的精神,可以预期,他在学术上将日臻成熟。

我们期待着陈德强同志今后不断地以更多、更好的新作问世。

何 征

2000年8月

于重庆建筑大学管理学院

3.6	大型文化设施项目融资分析 .....	124
3.7	房地产项目融资方案综合评价探析 .....	129
3.8	大型项目建设资金配置技术 .....	134
<b>4</b>	<b>房地产企业资产营运研究 .....</b>	<b>142</b>
4.1	房地产企业资产的特殊性及其对资产营运的影响 .....	142
4.2	房地产企业营运资本不合理性的表现 .....	145
4.3	房地产企业发展资金决策阶段的选择 .....	147
4.4	房地产企业资产重组实证模型研究 .....	158
4.5	债权房地产企业运用债务重整经营的决策分析 .....	167
4.6	房地产企业资产营运方案设计 .....	173
4.7	资产证券化技术及其在房地产企业的运用设计 .....	190
<b>5</b>	<b>房地产企业债务营运研究 .....</b>	<b>199</b>
5.1	房地产企业债务的特殊性及其债务营运的影响 .....	199
5.2	房地产企业对特殊债券的设计与选择分析 .....	205
5.3	房地产企业或有负债及其利用分析 .....	207
5.4	房地产企业售后租回分析 .....	215
5.5	房地产企业债务重整经营的研究 .....	221
5.6	房地产企业的公司重组研究 .....	227
<b>6</b>	<b>房地产企业股权营运研究 .....</b>	<b>234</b>
6.1	房地产企业所有者权益的特征及其对股权营运的 影响 .....	234
6.2	房地产企业兼并定价的分析 .....	235
6.3	房地产企业劳动力资本计划的分析 .....	242
6.4	房地产企业混合金融工具运用的研究 .....	248
6.5	房地产企业股利分配方案与策略的运用分析 .....	253

<b>7 房地产企业资金回收研究</b> .....	261
7.1 房地产企业资金回收的特殊性及其对资金回收 分析的影响 .....	261
7.2 房地产预售价格的制定策略分析 .....	267
7.3 房产权益包销中的财务问题 .....	276
7.4 房产销售中的租赁融资决策 .....	281
7.5 房地产寄销业务研究 .....	287
7.6 房地产按揭及其改进 .....	290
7.7 商品房分期付款价格的确定 .....	298
7.8 售房广告的内容及改进 .....	301
<b>8 房地产企业财务报告分析</b> .....	304
8.1 企业财务报告的涵义及内容 .....	304
8.2 房地产企业财务报表的特征 .....	309
8.3 房地产企业财务报表的比率分析 .....	315
8.4 房地产企业财务报表的综合分析 .....	330
<b>参考文献</b> .....	337
<b>后记</b> .....	339



## 房地产企业发展资金的背景研究

经济的发展需要足够的资金来推动。发展资金是房地产企业发展的第一和持续推动力,是涉及生产要素市场和金融市场的敏感问题。所以,我们以发展资金为选题,进行房地产企业资金的研究。

### 1.1 房地产企业资金研究的意义及其框架的建立

#### 1.1.1 发展资金与房地产企业财务目标

##### 1) 企业的财务目标

##### (1) 利润的最大化

经营有利,是企业生存和发展的必要条件;如果长期出现亏损,势必会导致资不抵债,而陷入破产、倒闭。但企业的生产经营片面地以财务报表上表现的短期利润的最大化为财务目标,是不适当的。这是因为,首先,片面追求短期利润的最大化,就可能企业侧重短期行为的种种消极因素,忽视在科技开发、产品开发、产品市场占有率、人才开发、生产安全、技术装备水平、生活福利设施、履行社会责任等方面下功夫,对企业长期的健康发展造成不良影响。其次,在复杂、多变的现代市场经济中,投资人投入企业资金是否保值、增值,受多种不确定因素的影响,特别要求从较长期的



观点进行考察,并科学地进行风险因素的计量,才能较好地符合客观实际情况。而要做到这一点,就不是按各个会计期间孤立地来进行利润计算所能奏效的。

## (2) 股东财富最大化

为了满足现代市场经济中企业所有者权益的代表——普通股股东对投入企业资金增值最大化的要求,要以未来一定期间归属于股东权益的现金流量,按考虑风险报酬率的“资本成本”(cost of capital)换算为现值。由此而得到的“股东投资报酬的现值”是股东财富的具体体现。它是以企业长期健康发展基础上形成的现金流量作为计算的依据,又考虑了投资风险程度的大小,无论从涉及的时间长度和包含的内容看,都比短期的利润指标具有更大的综合性。因此,以“股东财富最大化”(maximization of the wealth of the firm's stockholders)作为企业的经营、财务目标,有利于克服管理上的片面性和短视性,对企业的生产经营和理财活动,可从更广阔的视野和更长远的考虑上发挥其统帅作用。对“股东财富最大化”,在财务文献上还有几种表述,如“企业总价值最大化”(maximization of the total value of the firm)、 “普通股每股价格最大化”(maximization of the price per share of the common stock)和“所有者权益总价值最大化”(maximization of the total value of owners' equity)。①

### 2) 发展资金在房地产企业财务目标实现中的关键地位

我国在谋求经济发展的过程中越来越深切地感到资金不足的瓶颈限制。房地产开发(生产)周期长、占有资金量大的产业特点使得资金的瓶颈限制更甚,而基础性和先导性的产业地位更把发展资金推到日益重要的位置。社会主义市场经济的发展和完善,金融体制改革和国际经济接轨的背景,使得既存的房地产发展资金观

---

① 余绪缨. 企业理财学. 沈阳: 辽宁人民出版社, 1995. 28

念和意识已不适应现代经济的要求,客观上需要房地产业对房地产开发实践进行总结,从新的视角来认识作为第一和持续推动力的发展资金,树立起新的发展资金运动观念并建立起相应的发展资金筹集、使用、耗费和回收监控机制,这是关系到房地产企业于现代企业竞争中的生存及房地产业发展的迫切问题。

### 1.1.2 房地产周期理论与发展资金运动

经济周期是一个国家及该国家的主要经济部门普遍出现的起伏现象,房地产业的兴衰在很大程度上反映了经济是繁荣还是低迷,是经济的“温度表”。我们要研究的是房地产业在国家经济周期中如何发生波动以及如何预测未来的情况并采取相应的发展资金策略。

#### 1) 房地产周期的长度

西方经济学对客观存在的经济周期进行研究后,作了如下总结:“美国的经历表明,主要经济周期的平均长度大致稍多于8年。由于一个或两个次要周期的高峰经常出现于主要周期的高峰之间,可以清楚地看到,次要周期的长度大致小于主要周期长度的一半。……其平均长度为3.51年。……似乎可以说,建筑业周期的平均长度在17年和18年之间,或大致为主要经济周期长度的两倍。……”<sup>①</sup>在此引用结论性陈述是为了有助于对我国房地产发展周期的研究。鉴于“任何一门认真的科学都应该仔细叙述现实生活中的经验事实来检验大胆建立起来的理论”,<sup>②</sup>分析一下我国1978年以来的改革历程及基建投资情况(见表1-1),有助于形成对我国经济周期及房地产周期的初步认识和整体观念,建立并检验我国的房地产周期理论。

1979年由于财政赤字主导出现了改革后的第一次经济过热,

---

① 萨缪尔森. 经济学(上册). 北京:商务印书馆,1979. 356~357

② 同上. 见第35页.

表 1-1

## 1980~1991 年全民所有制单位基本建设投资额

年 份	投资额(亿元)	增长速度(%)	
		以上年为基数	以 1952 年为基数
1980	558.89	6.8	1 183.0
1981	442.91	-20.8	916.8
1982	555.53	25.4	1 175.3
1983	594.13	6.9	1 263.9
1984	743.15	25.1	1 606.0
1985	1 074.37	44.6	2 366.4
1986	1 176.11	9.5	2 600.0
1987	1 343.10	14.2	2 983.3
1988	1 574.31	17.2	3 514.1
1989	1 551.74	-1.4	3 462.3
1990	1 703.81	9.8	3 811.4
1991	2 115.80	24.2	4 757.2

资料来源：国家统计局固定资产投资统计司. 中国固定资产投资统计资料(1990~1991). 北京：中国统计出版社，1993

该年不包括国债在内的财政赤字高达 170.6 亿元人民币，相当于当年财政支出总额的 13.4%，财政支出严重超预算的主要原因之一是基建支出增长过快。1979 年财政支出中基建支出在上年增长 50.2% 的基础上又增长了 13.9%；1984 年出现了信贷膨胀主导型的经济过热，1984 年固定资产投资增长率为 25.1%，1985 年达 44.6%；1988 年消费行为突变引起了经济过热，固定资产投资增长率达 17.2%；1992 年金融调控体系失效导致经济过热，该年全国所有制单位固定资产投资增长 40.7%，全社会固定资产投资增长 37.6%。<sup>①</sup>

<sup>①</sup> 余根钱. 改革以来我国经济过渡类型的变化. 经济研究, 1994(2)

从我国经济改革 16 年来的历程考察,我国客观存在着经济发展的次要周期,每次经济过热伴生相应的投资膨胀,进而形成房地产产业的次要周期,长度约为 4 年左右(至于房地产主要周期的分析,有待于经济推进和更长时间段的考察,在此不作探讨)。

## 2) 房地产周期的预测

经济预测对于政府和企业都是不可缺少的。政策制定者需要预测未来情况以便现在采取预防性的财政货币行动,房地产发展商预测未来以便作出投资和生产(开发)决策,常被运用的方法是根据各种各样的时间数列是否升降来预测,即找出一个(或一组)能在一定月份以前表明经济改变动向的统计数量数列作为领先指标,并建立起相应的同步和拉后指标,借助指标对经济周期及房地产周期作出预测。

对我国房地产业,并没有一个神奇的法则来准确预报经济活动的变动。但考察我国目前的房地产现实,有助于找出表明房地产经济运动改变的讯号。虽然我们不能完全列示林林总总的讯号,但我们建立起我国房地产周期的领先指标至少应包括货币供给增长率、土地批租量、建筑合同签订、地产股票价格指数等等。

## 3) 房地产周期理论与发展资金策略

房屋是生存的基本条件之一,亦是一种商品,在企业为该商品投资及生产决策时,应建立起房地产周期相应的发展资金观念。

### (1) 房地产供需弹性与周期理论

“关于经济周期的性质,我们的一条重要线索是:在所有部门中,耐用品和资本品部门的周期性波动是最大的”。<sup>①</sup>处于经济周期中提供耐用品的房地产其波动自有其特点。考察房屋的需求弹性,即需求量(Q)对于价格(P)的变动作出反映的程度(或灵敏程

---

① 萨缪尔森. 经济学(上册). 北京:商务印书馆,1979. 358

度),需求曲线较为陡直,说明价格的变动不能得到需求量上十分鲜明的反映,即需求弹性不足,在卖方市场情况下,价格低下,但由于房屋是人们的基本生活资料,长期、耐用和引致大量相关消费的特点使得低下的价格亦不会引致需求量的大量增加,考察房屋的供给弹性,即对于竞争性的价格( $P$ )的一定百分比的增加,供给量( $Q$ )所增加的百分比。从短期考察,房屋的供给不足。当市道上涨时,发展商需要较长时间去计划生产以配合需求;当市道下挫时,发展商仍要完成兴建中的物业,发展商只能减慢兴建的速度,但很难在短期内大幅度调节供应量来配合市道走势。房地产供需弹性不足使得发展商品必须根据预测的发展周期,超前地进行投资和生 产决策,以有效地调节供需,配合市轨,实现发展资金的优化效益。

#### (2) 货币政策观念与超前决策

房地产企业应该通过经济周期的预测把握国家宏观经济运行趋势,即根据宏观经济指标变化的分析,把握国家将制定出台的产业政策、财政政策、投资政策、货币政策等宏观经济政策,进而根据国家宏观经济政策及其执行的 分析,制定出相应的发展资金策略。而对房地产企业发展资金影响最大的当数货币政策,即中央根据对国民经济运行状况的分析、判断,为实现一定时期的特定目标而采取的控制和调节货币供应量的政策。货币政策的执行是通过货币总量调控和资金结构调节手段;运用贷款限额、利率、中央银行再贷款、外汇政策等工具,采用逆向调控方式,以实现调控经济运行的目的。在货币政策实施到其作用发挥有一定时滞之际,房地产企业应制定并实施相应的发展资金战略,先机筹谋,决胜千里。

#### 4) 房地产周期中的发展资金运动

① 主要表现为:对经济周期的表述不管是衰退与扩展,或高涨与不景气,或萧条与繁荣两个阶段,还是危机、萧条、复苏、高涨

四个阶段,每当新一轮经济发展开始之际,银行货币和信用扩大,利息率低,资金投入加热,带动房地产投资规模扩大,房地产市场购买力强劲,市场容量增加,价格上涨,利润上升(又带来银行信用进一步扩大);当经济漫过高峰,趋于衰退时,银行信用紧张,利率升高,融资性金融工具被严格控制,带来房地产投资萎缩,资金后续支持乏力,房地产市场疲软,价格下跌,利润下降(更带来信用事业萎缩)。

② 鉴于经济周期与房地产周期的非同步和政策实施的时滞,当信用松动,房地产价格飙升,地产股票价格上扬之时,企业应将已有楼盘物业套现;而于经济衰退之际,企业已处积蓄资金,寻机待发状态;而在信用紧张,已成交土地批租量小,建筑合同签订少之际,企业利用已有资金,寻势购入土地和难以为继的兴建中楼盘,以在新一轮高潮来临之前已作好投资准备,待复苏之时,超前发展。

③ 周期理论和预见指标把握基础上的超前发展资金决策是房地产企业于竞争环境中的竞争能力体现,是现代企业立于不败之地的必然选择。

④ 企业必须对其环境进行认识,才能对其资金策略有充分的把握。这是社会主义市场经济条件下企业区别于自由竞争条件下企业的显著特点,也是现代企业与小规模个体经营者的区别。以宏观经济周期背景的把握为基点,房地产企业建立起发展资金的决策体系,是周期理论分析的要旨。

### 1.1.3 房地产发展资金研究的框架

发展资金与房地产企业财务目标的关系以及发展资金在房地产周期理论中的作用使得我们把发展资金作为研究的主线,相应构建起以下房地产发展资金研究的框架:

- 房地产企业发展资金的背景研究
- 房地产企业投资决策研究

- 房地产企业融资决策研究
- 房地产企业资产营运研究
- 房地产企业债务营运研究
- 房地产企业股权营运研究
- 房地产企业资金回收研究
- 房地产企业财务报告分析研究

#### 1.1.4 房地产企业发展资金背景研究的框架

以企业财务管理目标和房地产周期为背景,根据房地产发展资金研究的总体框架,可构建起下列房地产发展资金背景研究的框架:

- 房地产发展资金的政策背景研究
- 会计等式及其意义
- 财务管理的趋势分析
- 权益理论与开发经营模式的选择
- 房地产投资组织形式的发展
- 房地产外商投资运行模式
- 房地产开发稳健性原则

## 1.2 房地产发展资金研究的政策背景

房地产业是随着我国改革和经济发展而发展起来的,当我们把房地产及发展资金研究纳入我国目前现实状态和改革环境的整体分析,纳入国际经济接轨对我国房地产业必要条件的要求,纳入经济体制配套改革的政策背景考察时,可以发现,我国房地产目前正处于成长发育阶段。其从起步到成熟的痛苦蜕变过程中,当房地产单个生产的有序性和整个社会生产的无序性之间的矛盾发展到一定程度会对社会生产造成巨大的损害时,不可避免地需要国家进行宏观调控,才能形成一个井然有序、运转良好的房地产体系。

所以,国家对房地产市场实行宏观调控政策并非权宜之计、治标之举,而是长期的、也是必要的政策,以期建立起一种规范性的政策模式。而借调控之机进行改革探索是节约改革成本的良机,因而目前房地产业改革力度是空前的,一系列新的措施、新的政策频频出台,构筑起房地产业改革策略并形成房地产业发展资金研究的政策背景。

### 1.2.1 财务会计的管理体制

#### 1) 财务与会计的关系

##### (1) 我国关于财务与会计的关系

① 大财务观。即财务包括会计。这是我国几十年来国家政府一直坚持的观点和实际做法。从宏观上看,国家一直采取的政策是“财政决定财务,财务决定会计”,即任何财务政策都是服从和服务于国家的财政政策,任何会计制度都是按照财务制度来制定的。从我国历史上适应不同历史时期的财政政策的需要而制定或修订的财务制度,以及根据不同的财务制度而多次制定或修订的会计制度的发展历程中,就十分明显地看出“大财务观”确实存在于我国的宏观财务会计管理中。

② 大会计观。即会计包括财务。我国一部分理论学者是主张这一观点的。在我国的企业财务会计实践中,也体现了“大会计观”,虽然大部分企业都叫“财务科”、“财务处”,但所进行的工作大部分是会计工作,财务工作只是附带的非专门工作。

③ 平行观。即财务和会计是两门平行的学科,是两种并行的工作,它们之间既有联系,更有本质的区别。<sup>①</sup>

##### (2) 西方国家关于财务与会计的关系和实践

在西方财会理论界,人们基本上坚持财务与会计是两门学科

---

<sup>①</sup> 汤业国. 中西方企业财务管理比较研究. 北京: 中国人民大学出版社, 1998.



的、有着不同的理论体系和功能的观点。财务学的理论体系主要是筹资、用资(投资)和股利方面的理论和方法。其基本功能是对筹资、用资(投资)和股利等方面(财务活动)进行的决策,而会计则基本上提供信息的。现列举西方国家对会计的定义如下:

① 1941年美国公证会计师协会(AICPA)名词委员会对会计的定义是:“会计是一种技术,它是对财务性质的账项,用显明的方法,以金额来记录、分类及汇总,并对其结果作出解释。”

② 20世纪30年代以后,随着会计分离为财务会计和管理会计,人们对会计的定义有了很大的进步。1966年美国会计学会(AAA)对会计的定义是:“为便于使用信息者做出明智的判断和决策,而确认、计量及传递经济信息的一种程序。”

③ 1980年新《大英百科全书》“会计”条说:“会计的目的是为了提供一个机构的关于经济事项的信息,它是对一个机构的活动的经济方面加以记录和预测,并把它们转化为利用的形式,以便采取行动的一种方法。”

④ 1982年英国成本与管理会计师协会(ICMA)提出的定义是:“1)对实际业务事项用货币形式进行分类和记录,同时2)为了对一个时期的业绩某一指定日期的财务状况进行评价,对这些业务事项结果加以表达和说明,并且3)对各种备选的计划方案引起未来的活动,用货币形式进行预测。”

从西方国家对会计的定义可以看出,虽然对会计的定义随着人们的认识的提高有了很大的发展,但都没有离开“提供信息”这一主题,其中心内容就是信息的确认、计量和报告。<sup>①</sup>

### (3) 财务与会计的对比

根据我国与西方关于财务与会计的观点,我们可进行下列关

---

① 汤业国. 中西方企业财务管理比较研究. 北京: 中国人民大学出版社, 1998.