

中国房地产开发企业新建住房供给决策机制研究摘要

现阶段我国住房市场具有以新房市场为主导的特征，在住房市场化程度不断提高的背景下，房地产开发企业作为供给主体的市场地位逐步提升。因此，开发企业的供给决策不仅影响到企业自身的盈利水平和可持续发展，还会影响到住房市场以及宏观经济的稳定健康发展。近年来，对住房供给进行有效管理已经成为社会各界普遍关注的现实问题，政府部门提高了对住房供给调控的重视程度，将增加住房供给列为一项重要的调控目标。鉴于开发企业在新建住房供给形成中的重要作用，其供给决策会直接影响到政策调控的效果。然而，在学术研究方面，关于开发企业层面供给决策的研究还比较有限，虽然国内外学者对住房供给研究的重视程度不断提升，但目前的学术研究还主要集中在宏观市场层面和微观项目层面。因此，开展房地产开发企业层面的供给决策机制研究具有重要价值，对构建住房供给形成的微观基础具有重要意义。

基于以上背景，论文致力于研究房地产开发企业新建商品住房供给决策机制，以深入理解住房供给的形成过程，为企业科学管理和政府科学决策提供支持。从微观角度来看，住房供给的形成过程是开发企业将土地要素和资本要素“加工”成为住房产品，再投放到住房产品市场中进行销售的过程。为了便于研究，论文需要将开发企业的主要决策环节进行抽象。按照要素参与的形态不同，将住房供给形成过程分为“实物流”和“资金流”两部分。从研究可行性和数据可得性角度出发，论文相应地选取开发企业的“存货管理决策”、“现金和融资管理决策”作为主要研究对象。在研究过程中，论文分别从单一决策角度和联合决策角度对开发企业的存货、现金和融资管理决策进行了系统分析，并在此基础上从微观和宏观两个层面展示了供给决策机制研究结论的实际应用效果。

(1) 在存货管理决策方面：

存货管理决策是开发企业供给决策的核心，论文重点围绕存货销售比指标，对开发企业的存货管理决策进行了研究。在存货管理过程中，与一般制造业、零售业企业相比，房地产开发企业具有两项重要特征：第一，具有一定的市场定价势力，可以进行主动的需求管理；第二，土地成本具有长期增长趋势和短期波动风险。为此，论文首先根据房地产开发企业的存货管理特征，从理论层面构建了以“存货销售比”为核心指标的存货管理决策理论模型，分析了最优的存货管理决策及其影响因素；然后，以我国沪深 A 股上市房地产开发企业为样本，对企业的存货管理决策进行实证分析，涉及存货管理决策影响因素检验以及存货管理决策对企业经营绩效和经营风险的影响分析两个主要内容。主要研究结论如下：

第一, 存货销售比可作为开发企业存货规模的控制指标, 通过理论研究发现, 存货销售比与开发企业经营利润之间的关系是倒“U”型的。因此, 为了实现利润最大化, 开发企业在经营过程中存在一个最优的存货销售比控制目标, 并且这一目标会受到企业定价势力、成本预期和市场需求等客观因素的影响。此外, 在实际决策中, 开发企业选择的存货销售比实际控制水平还会受到开发企业主观偏好的影响。

第二, 近年来, 我国上市房地产开发企业采用的存货管理决策呈现出从低储备、多样化逐步向高储备、趋同化发展的趋势。企业特征因素对不同企业存货销售比之间差异性的解释能力较强, 因为这些因素不仅可以反映出企业主观偏好的不同, 还可以反映出企业面临市场环境的个体差异性。其中, 股权制衡度低、企业规模大、负债水平高、现金持有偏好低的企业通常具有更强的存货储备倾向。

第三, 通过实证研究可以观测到, 存货销售比与开发企业经营绩效之间的关系是倒“U”型的, 2001~2012 年我国上市房地产开发企业平均的最优存货销售比约为 2.8。

第四, 采用不同存货控制策略的开发企业在面临市场负向冲击时的承受能力存在显著差异, 在市场下行时, 存货销售比较低的开发企业会面临更高的资金链断裂风险, 而存货销售比较高的开发企业会面临更大的持续经营困难问题。因此, 不同类型的开发企业为了应对市场风险需要采取不同的措施。

(2) 在现金管理决策方面:

现金管理决策是住房供给形成的重要支持。论文首先在理论层面, 从现金持有的预防性和投机性动机出发, 分析开发企业现金持有最优水平及其影响因素; 然后, 对开发企业的现金管理决策进行实证研究——检验持有水平影响因素、评价持有水平是否最优、分析偏离最优持有水平的影响因素。主要研究结论如下:

第一, 通过理论研究发现, 开发企业通过权衡现金持有的收益与成本可以确定现金持有的最优水平。由于受到市场环境因素和企业经营特征因素的影响, 不同开发企业现金持有的最优水平可能存在一定差异。

第二, 总体上看, 我国上市房地产开发企业实际的现金持有水平低于理论要求的最优水平。这反映出, 我国房地产开发企业存在现金持有量不足、资金链风险较大的问题。

第三, 理论上要求现金持有量较高的开发企业, 其现金持有水平低于最优水平的程度更大, 开发企业呈现出现金持有水平整体偏低并趋同的现象, 较强的住

房价格上涨预期、土地要素的稀缺性以及日趋激烈的市场竞争环境可能是导致这一现象的重要原因。

(3) 在融资管理决策方面：

融资管理决策也是住房供给形成的重要支持。论文分别从理论层面和实证层面分析了开发企业的融资途径与融资偏好、最优负债水平以及股权融资的时机选择行为。主要研究结论如下：

第一，通过预售住房筹集项目开发建设和投资活动的资金是房地产开发企业特有的一项重要的资金筹集方式。预售资金同时具有内源资金和债务资金的双重特征，因此论文将预售融资视为一项独立的融资方式，与内源融资、债务融资和股权融资一起构成开发企业的主要融资方式。

第二，通过实证研究可以发现，我国上市房地产开发企业总体上的融资顺序偏好依次为：内源融资、债务融资、预售融资和股权融资。而且，开发企业在使用每种融资方式时，都会注意保留灵活的融资储备空间。

第三，开发企业的最优负债水平会受到企业盈利能力、现金持有水平、成本控制能力和债务融资成本等多项因素的影响，并且随预售融资占比增加而有所提高。根据实际数据估算，如果按照开发企业预售收入占总资产比重为 20% 计算，开发企业最优的资产负债率水平应为 70% 左右。

第四，在股权融资方面，开发企业会注重选择增发时点，更倾向于选择股票价值被高估的时点进行股权融资，但企业是否有能力灵活地选择股权融资时点还要受到企业其他融资方式资金筹集能力的影响。

(4) 在存货-现金-融资管理的联合决策方面：

以单一决策环节为研究对象的做法，有助于更加专注地围绕一项决策展开深入、细致的研究。但是，这种分析思路容易导致在研究过程中出现对决策环节之间关联关系考虑不足的问题。而这也正是以往开发企业决策研究中常常被忽视的问题。在经营过程中，更加真实的决策情景是，开发企业为了应对市场或政策环境发生的变化，通常会同时调整各项决策，而并非只针对一项或两项决策进行调整。为此，论文提出了能够综合考虑房地产开发企业多项决策环节的联合决策理论模型，更加真实地模拟开发企业的决策过程，并在此基础上进行实证检验。联合决策研究有助于更加清晰地展示外生冲击作用下开发企业真实的决策调整行为，也便于我们分析政府出台的供给调控政策（如增加土地供给、提高企业融资限制等）的作用效果。主要研究结论如下：

第一，一个以持续经营、总利润最大化为目标的常规开发企业，具有稳定的土地、可售住房、现金与融资额度的储备倾向，企业会根据自身经营阶段统筹安排购地、开发、销售和融资活动。企业层面的最优策略可能与项目层面的最优策略不同，即企业可能为了长远发展利益而损失掉部分项目的短期获利空间。

第二，开发企业的各项决策环节之间存在着显著的相互影响关系，即当开发企业调整任何一项决策时，都要涉及到其他决策的联合调整。这说明在进行企业层面的决策研究时，尤其在研究企业的决策调整行为时，放松单一决策自由度假设，考虑企业联合决策特征的重要性。

第三，考虑联合决策特征，有助于更加准确地判断开发企业在应对市场环境和政策环境变化时的决策调整行为。如：房价上涨预期提高时，企业会增加存货、现金和融资额度的储备，放慢经营周转速度，以抬高项目利润率的方式提升企业的盈利水平；当房价风险增加时，企业主要调整现金和融资管理决策，而并不急于减少存货，通过增加资金储备的措施应对可能出现的市场负向冲击；当融资限制和融资成本提高时，开发企业在短期内可能为了缓解资金压力而加快住房销售，但同时也会由于资金短缺而减少开发和购地活动，放慢经营周转速度。

(5) 在供给决策机制研究结论的实际应用方面：

为了进一步支持、验证上述研究结论，论文最后从微观和宏观两个层面分析了研究结论的实际应用效果。

第一，在微观层面，论文以具体的代表性上市房地产开发企业为研究对象，结合企业的发展战略和个性化特征，重点分析企业的存货、融资和现金管理决策，展示一般决策规律在企业具体决策过程中的应用，比较不同策略安排对企业经营绩效的影响。论文依据中国房地产上市企业十强评选结果选择代表性企业，以企业排名作为经营绩效的综合评价，根据企业经营绩效的不同，选择万科、招商地产、金地集团、金融街和中华企业 5 家企业作为研究对象。通过案例研究可以发现，在存货、现金和融资管理决策方面与本文提出的最优决策一致的开发企业，通常获得了良好的经营绩效，如万科、招商地产、金地集团和金融街，而与本文提出的决策规律不一致的开发企业，则遇到了较大的经营困难问题，经营绩效持续下滑，如中华企业。这表明，在微观层面，研究结论可用于指导开发企业具体的经营决策，也可用于诊断开发企业的经营问题。

第二，在宏观层面，论文从政策调控效果分析的角度，验证微观分析结论在解释宏观层面住房供给现象中的适用性。论文重点关注两项历史调控中常用的以增加住房供给为目标的政策：土地供给政策和融资限制政策。其中，政府采取增

加土地供给的政策是希望以此激励开发企业购买土地，从而促进住房开工和住房销售规模增加；政府采取提高融资限制的政策是希望以此压紧开发企业的资金链，从而迫使企业为了缓解资金压力而减少存货、加快住房销售。通过基于宏观数据的实证检验，可以发现政府的土地供给政策和融资限制政策的实际作用效果与微观分析结论一致：（1）政府单纯采用增加土地供给的政策不一定能够促进住房供给增加，尤其是在土地供给和开发企业存货储备比较充足的地区，增加土地供给不容易在短期内对住房供给产生显著的促进效果；（2）提高企业融资限制和融资成本的政策可能在短期内有利于促进住房供给提升，但会限制企业的长期供给能力，从而对长期住房供给形成产生不利影响。这表明，在宏观层面，研究结论可用于解释宏观市场中住房供给相关的现象，有助于判断供给调控政策的实际作用效果。