





毕业设计（论文）

题目：“三道红线”政策对房地产企业融资的

影响研究

学 院：管理学院

专 业：财务管理

学 号：15122760

学生姓名：陈远哲

指导教师：吴建刚

起讫日期：2021.3.20-2021.5.24

“三道红线”政策对房地产企业融资的影响研究

# 摘 要

房地产业做为我国重要的国民经济支柱产业，在财政经济领域都具有非常重大的影响力。再过去的二十年的发展历程中，我国的房地产企业处在一个高速发展的速度，很多房企在发展的初期利用极高的财务杠杆野蛮生长，形成了非常巨大的规模，使得房地产行业的泡沫逐渐变大，国家相关管理部门也在过去的几年里陆续出台了诸多指导方针，控制房地产行业系统性风险的发生，例如“房住不炒”政策等。2020年我国住房城乡建设部、联合人民银行以及多家大型房企召开会议，提出了“三道红线”的监管要求，意在解决一直处于高位的房地产行业带来的金融泡沫，降低房地产金融的资金成本，重新调控社会资源的分配，对房地产企业的扩张按下减速键，重新设立房地产企业的融资规则。

本文主要以“三道红线”政策为出发点对房地产企业融资端的改变作出研究，希望能更直观的得出该政策对房地产企业融资行为的影响。本文首先结合了房地产企业融资理论和我国房地产业的普遍特性展开分析，然后对“三道红线”政策中所提及的财务指标和房地产企业中的五类融资模式的理论展开研究，各自的计算公式作出对比分析，得出一些初步的假设。最后，针对“三道红线”政策对房地产企业的融资影响作出实证研究，选取房地产上市企业作为研究对线，以2017年至2021年共五个年度财务报表中的相关数据作为基础，利用Stata软件，设立股权融资率等五个融资比率作为回归中的解释变量，观测“三道红线”中所提及的三个财务比率作为被解释变量，得出了房地产企业中五类融资占比对三个“红线”财务比率的相关性影响，最后结合“三道红线”中对三个财务比率的引导方向，得出其会使房地产企业扩大自身的股权融资率、商业信用融资率以及内源融资率；降低“债券融资率”的结论。本文的其实在于房地产企业可以通过调整房企自生的五类融资方式占比，来影响财务报表上的财务指标，使企业在面对“三道红线”监管时能够更快捷高效的达到绿档的位置，一方面能够沿着政策指引的方向健康有序的发展，另一方面也能够有效规避房地产泡沫带来的风险，降低整体的融资成本，健康有序的发展，从而带动社会其他经济面的高效发展。

关键词：房地产企业；三道红线；融资比率；现金流

# ABSTRACT

As an important pillar industry of China's national economy, real estate industry has a very significant influence in the financial and economic field. Over the past 20 years of development, the real estate enterprises of our country is in a rapid development speed, a lot of enterprise, in the early stages of the development, use of high financial leverage savage growth, formed a very large scale, makes the real estate bubble increases gradually, the national related management department in the past few years also developed a lot of guidelines, Control the occurrence of systemic risks in the real estate industry, such as the policy of "housing not speculation". 2020 housing urban and rural development in our country, the people's bank of joint and several large meeting room, put forward the "three line" regulatory requirements, to solve the real estate industry has been in high financial bubble, reduce the cost of capital of real estate finance, to regulate the allocation of social resources, to the expansion of the real estate enterprise press speed key, Reestablish financing rules for real estate enterprises.

This paper mainly studies the changes in the financing end of real estate enterprises with the "three red lines" policy as the starting point, hoping to more intuitively obtain the impact of this policy on the financing behavior of real estate enterprises. This paper first combines the financing theory of real estate enterprises and the general characteristics of China's real estate industry analysis, and then on the "three red lines" policy mentioned in the financial indicators and real estate enterprises in the five types of financing model of the theoretical study, the respective calculation formula to make a comparative analysis, some preliminary assumptions. Finally, an empirical study is made on the impact of the "three red lines" policy on the financing of real estate enterprises. Real estate listed enterprises are selected as the research reference line. Based on the relevant data in the five annual financial statements from 2017 to 2021, Stata software is used. Deposit in the "get rid of the real estate listed companies of assets and liabilities after class rate", "net debt", "cash short debt ratio to be explained variable, as explained variable of 5 kinds of financing accounted for the empirical analysis, and it is concluded that the real estate enterprises in the five types of financing of the correlation of three" red lines "financial ratios, Finally, combining the guidance direction of the three financial ratios in the "three red lines", it is concluded that it will enable real estate enterprises to expand their own equity financing rate, commercial credit financing rate and internal financing rate; The conclusion of reducing "bond financing rate". In fact, the thesis is that real estate enterprises can influence the financial indicators in their financial statements by adjusting the proportion of the five financing methods, so that enterprises can reach the green position more quickly and efficiently in the face of the "three red lines" supervision. On the one hand, they can develop healthily and orderly along the direction of the policy guidance. On the other hand, it can effectively avoid the risks brought by the real estate bubble, reduce the overall financing cost, and promote the healthy and orderly development, thus promoting the efficient development of other economic aspects of the society.

**Key Words:** Real estate enterprise, Regulation policy, Housing project financing , Financing rate

目录

[摘 要 1](#_Toc104744665)

[ABSTRACT 15](#_Toc104744666)

[第1章 绪论 18](#_Toc104744667)

[第一节 研究背景及目的 18](#_Toc104744668)

[第二节 研究意义 19](#_Toc104744669)

[第三节 研究方法 19](#_Toc104744670)

[第2章 文献综述和理论背景 21](#_Toc104744671)

[第一节 房地产企业融资文献综述 21](#_Toc104744672)

[第二节 房地产企业融资途径理论分析 22](#_Toc104744673)

[第三节 “三道红线”中财务指标理论分析 25](#_Toc104744674)

[第四节“三道红线”政策对房地产企业融资影响的理论分析 26](#_Toc104744675)

[第3章 制度背景理论分析 28](#_Toc104744676)

[第一节 “三道红线”政策制度及背景 28](#_Toc104744677)

[第二节 制度实行前后房地产行业变化情况 28](#_Toc104744678)

[第三节 制度经济学理论分析 31](#_Toc104744679)

[第4章 变量、模型和样本选择 33](#_Toc104744680)

[第一节 变量定义 33](#_Toc104744681)

[第二节 基准回归 34](#_Toc104744682)

[第三节 选择确立模型 36](#_Toc104744683)

[第四节 样本选择 37](#_Toc104744684)

[第5章 实证结果和分析 39](#_Toc104744685)

[第一节 描述性统计 39](#_Toc104744686)

[第二节 双向固定效应模型回归 39](#_Toc104744687)

[第三节 稳健性检验 40](#_Toc104744688)

[第四节 回归结果分析 41](#_Toc104744689)

[第6章 对策建议 44](#_Toc104744690)

[第一节 针对房地产企业的建议 44](#_Toc104744691)

[第二节 针对监管层面的建议 44](#_Toc104744692)

[第7章 结论 46](#_Toc104744693)

[参考文献 47](#_Toc104744694)

[致谢 48](#_Toc104744695)

# 第1章 绪论

## 第一节 研究背景及目的

近年来，随着我国房地产行业的高速发展以及土地金融化货币化的不断加深，相关监管部门陆续出台了诸多宏观调控政策，用以完善房地产金融市场的规范程度。但是在我国的一二线城市里，房价猛涨现象还是存在。外加疫情的影响，自2020年年初新冠疫情爆发，国家的财政部门作出了迅速的响应，放款了货币政策，在宽松的货币政策下，很多热门城市的房地产住宅市场出现了供不应求的现象，各大房企争相融资买入地皮、居民也争相贷款购入房产，使得房地产行业上下游的杠杆率大幅增高，但随着居民购房需求趋于饱和，楼盘销售增速放缓，极高的财务杠杆给房地产项目的正常运营带来了巨大压力，多家房企相继出现了不同程度的债务危机。

为了促成房地产行业的健康发展，进一步监管房地产市场的金融风险，我国住房城乡建设部和人民银行于2020年8月召集房地产行业头部企业制定了新的行业融资新规“三道红线”，该政策对房地产企业的财务指标提出了具体三个要求：提出预收款后的资产负债率须小于等于70%、净负债率须小于等于100%、现金短债比须小于等于1。三项均为达标的房企，有息负债增速须小于等于15%；达标两项的房企，有息负债增速须小于等于10%；达标一项的房企，有息负债增速须小于等于5%；三项指标均为达标的房企，有息负债不得增加。

新规实行后，所有房地产企业的融资被收紧了，金融机构不断的再压降房地产贷款的增速，控制房地产行业的贷款集中度，另一方面再债券市场上地产债的成交量在不断减少，投资人对高风险债券的需求不断减少。从该新规的内容来看，核心意图在于控制房地产企业有息负债的增速，促使房地产调整自身的融资结构，降低财务杠杆，提高地产销售速率，增大现金流，减缓债务压力。而房地产开发项目的资金体量较为庞大，开发周期也比较长，需要在各阶段吸纳大量的资金才能保证正常运营，如果资金链发生断裂，可能会出现“烂尾楼”等现象。面对“三道红线”政策的监管，房地产企业需要及时调整自身的融资策略，清晰的把握“三道红线”政策中所提到的企业自身的三个财务指标，处在每一档的房地产企业，都应当积极配合监管并采取有必要的措施。那么“三道红线”到底会对房地产企业的融资端产生什么样的影响？对房地产企业这三个财务指标的监控是否能有效达到政策的最终目的？房地产企业自身应该做出什么样的改变来达到三个指标都合格的目的呢？是否还有其他尚未被列入监管的指标也会导致房地产企业“高负债，高杠杆”的财务风险呢？

在这样的背景下，笔者怀揣上述的几个问题展开研究。本论文拟以房地产企业为研究对象，分析“三道红线”政策对房地产企业融资结构所产生的影响，应用实证分析方法、理论分析方法、文献综述方法从房地产企业融资活动和融资结构两方面进行分析，希望为相关部门更好监管房地产企业的财务状况，促进房地产业的健康稳定发展提供参考建议。并针对理论分析和实证分析的结果，从“三道红线”政策拓展监管、房地产企业如何应对两个层面提出相应的建议。以期促进“三道红线”政策对中国房地产企业健康稳定发展的作用得到有效的发挥，进而减少房地产企业融资活动的风险，促成更为健康的房地产企业融资结构。

## 第二节 研究意义

房地产业作为一个资金高度密集的国民支柱产业之一，一直是学者们研究关注的热点，“三道红线”政策试图通过监管房企相关财务指标来控制房企有息负债的规模。因此，运用房地产上市企业的数据，实证分析“三道红线”对房地产企业融资规模和融资方式的影响，并提出具体的对策建议，具有一定的理论意义与实践意义。

1. 理论意义

有利于通过政策影响的研究，完善相关管理部门为实现房地产企业降负债降杆杆这一目的的途径，有利于拓展“三道红线”政策对房地产融资影响的研究方法和研究领域。目前有关于“三道红线”政策对房地产融资的影响研究大部分是以宏观的角度出发，从房地产企业这个微观角度利用企业的财务数据进行分析的很少。本文通过对政策影响的研究，分析出“三道红线”达成房地产业降负债降杠杆这一目的的途径，进而检验这项融资新规的实际效果。在一定程度上，丰富了房地产企业融资领域中政策引导研究领域的理论体系。

1. 实践意义

有助于为房地产企业应对“三道红线”政策调整融资结构提供有效指导。研究“三道红线”政策对房地产企业融资的影响，有利于帮助房地产企业根据自身被政策归档的情况，作出符合企业自身现状的融资策略，调整企业的融资结构，使其在越来越紧缩的融资环境下，也能健康稳定的发展。

有助于相关监管部门改进工作和提高效率。研究“三道红线”政策对房地产企业融资的影响，将从房地产上市企业的财务数据出发，结合计量经济学相关理论对该政策的可行性作出评估，为相关监管部门在政策制定和政策执行两个阶段提出相应的建议。

## 第三节 研究方法

（1）文献综述法

论文的研究建立在国内外对企业融资的文献基础之上，查阅并研读国内历年来权威杂志对房地产行业多轮调控政策的解读，并学习专业学者对于这些调控政策的研究，以期对我国目前的房地产行业发展现状有一定把握，对“三道红线”政策监管的根本指标有一定了解，查阅房地产上市企业的财务报表并收集整理具有研究价值的数据，在已经初步建立理论知识体系的基础上，结合相关文献的观点，展开对房地产企业融资的研究。

（2）理论分析法

基于房地产企业融资理论以及制度经济学理论，结合上述文献综述中过往学者对我国房地产宏观调控政策，对“三道红线”政策实行后的房地产企业融资结构进行横向和纵向的比较分析，评估该政策房地产企业融资造成的影响。

（3）实证研究法

通过对文献综述法和理论分析法的成果的学习归纳和总结，结合各类融资方式的特点，作出假设，对相关变量进行区分和界定，建立“三道红线”政策对房地产企业融资影响的模型。收集房地产上市企业财务报表相关数据，运用Excel和Stata软件进行实证分析，最后针对实证结果得出结论，并依据结论提出对策建议。

# 第2章 文献综述和理论背景

## 第一节 房地产企业融资文献综述

国外对于企业融资活动和融资结构的研究源于20世纪50年代，时至今日，在理论和实证两个角度上来说都已近比较成熟。Masulis(1983)研究结果表明：企业绩效与其负债水平成正相关关系；当负债水平介于0.23与0.45之间时，其能够对企业绩效产生影响。Korajczyk 和 Levy(2003) 在现有的融资理论基础上，研究出了优序融资理论，指出了企业的融资活动应当将获得更多利益作为最终目标。当企业的内部自有资金无法支持企业完成自身业务活动时，管理层应当考虑通过外部融资的方式来获得资金，而考虑到股权可能会因融资导致分散，所以为了避免这种现象，外部融资应当优先考虑债务融资，如果还不能够满足企业运营的资金需求，则应最后考虑股权融资。也有学者认为，企业为了使得利益最大化，还需要控制自身的融资成本。

Kill和Closs（2008）认为可以通过房地产企业的融资创新能力看出财务实力，房地产制定融资策略时，应当充分考虑企业自身的固定资产规模，资金链条的结构和外部的融资环境。王春英（2013）认为，影响房地产企业融资的重要影响因素包括监管政策影响，企业自身外资利用和引进策略，相关法律法规影响，以及融资后期资金管理。金利娟（2016）认为企业可以通过优化自身的资本结构，使得企业的内部融资和外部融资的资本总成本降低，从而使得企业的资本结构和融资结构达到最佳，以此来提高自身的融资效率。陈凯燕（2018）认为房地产开发企业可以通过采取股权举债融资的方式，使得股权开发和股权融资限相结合相统一。

范时红（2020）以代理成本理论，企业生命周期以及融资生命周期等理论为基础，通过研究我国房地产企业的融资特点和现状，对房企融资模式进行了归纳总结，得出了不同类型房企对融资方式的偏好，国有性质的企业从银行渠道获取资金的成本较低，偏好与银行系资产。邱绪霞（2020）认为虽然融资可以使企业的经营活动变得更为高效，但是如果企业的外部融资占比过高，可能会导致企业无力偿还相关债务，进而引发较高的偿债风险及信用风险。 如果融资金额不及预期，也有可能导致企业无法正常执行投资战略和经营活动，从而形成新的经营风险和投资风险。吴国栋（2003）首次应用模糊综合评价法研究了我国房地产企业的融资效率，结果表明我国房地产企业整体融资效率较高。孟川瑾等（2008）认为房地产企业的资金运营效率，会直接影响房地产企业的经营状况。因此企业要通过管理和改善资金运营效率的方式来促进企业经营业绩的提升。周悦刚（2019）通过DEA模型研究了我国上市房地产企业全过程的融资效率，得出了我国上市房地产企业整体融资效率上位达到完全有效的状态，仍具有比较大的提升空间。孙翠兰（2005）认为在我国目前的宏观环境和房地产企业的发展情况下，房地产多元化融资方式的现实选择中，银行贷款在想当长一段时间内仍然会是我国房地产业多元化融资的主要渠道。刘建国（2009）通过对2004至2008年度房地产行业上市公司进行了融资结构的特征和变化趋势分析，最后得出房地产行业上市公司的融资结构具有其行业特色，对资金的需求是多样化的结论，因此除了股权融资，债券融资和银行贷款外，应该大力其他比较有潜力的融资方式。

林中（2021）认为，“三道红线”如果全面实施会对房地产企业的增速减缓，弯道超车的房地产企业将很难再出现，房地产行业低俗的增长期会拉长，收并购的难度将增大，未来行业10%～20%增长的周期会拉得很长，形成“慢长牛”的市场。张翔（2021）认为，“三道红线”政策实行的大环境下，房地产企业可以考虑通过发行绿色债券，分拆物业上市，发展房地产私募股权基金的方式来有效的探索融资手段，拓宽融资渠道。王华兵（2021）认为，“三道红线”政策的出台，是对房地产企业“高负债”这一普遍问题的重视，房地产企业需要通过各种途径来达到降负债的目的。艾振强（2021）认为对于房地产企业而言，为了保证“三道红线”达标，应当重视企业身的内生造血能力，房贷资源的有效配置有利于满足真实的住房需求，而当前“三道红线”实行的大环境下，不同档的房企的拿地力度都明显减弱，小股操盘的“超役模式”可能会成为部份房企的新型融资策略。张怡媛（2021）认为，为了配合“三道红线”政策的实施，红档房企应当停止负债强化销售，橙档房企应当提高周转速率，实现负债增速小于或等于回款增速，黄档房企应当增加所有者权益强化战略性投资，绿档房企应当提高预收款回收速度，专注产品质量。梁荣栋等（2021）认为，“三道红线”的实行会导致房地产行业的整体偿债能力减弱，行业整体信用风险会有所上升，部分杠杆水平较高，偿债能力较弱的房企的盈利能力又比较明显的下降。卢玮哲（2021）就如何在银行授信评估缓解进一步识别房地产企业的潜在负债进行分析，指出不少房地产企业并没有真正的改善自身经营状况和财务结构，而是重点通过明股实债等方式，加大了报表调节能力。这样的行为会隐藏房企的有息负债。

综上所述，对于企业融资问题，国内外的学者已经做了很多的深入研究，主要是针对企业的融资战略规划，融资路径的选择，以及影响融资活动的相关因素，然而针对研究房地产企业融资规划的文献却相对较少。在过去的几年内，也有部份学者对政府每一次的房地产行业宏观调控进行研究，利用现有的融资工具为研究目标，对融资类型和融资效率进行分析，“三道红线”政策于2021年1月1日起正式实施，在此背景下对房地产企业融资的研究相对较少。也有学者以一家具体公司作为案例，集合其融资环境对其融资方案进行选择分析，具有较强的针对性和实用性。但是还没有学者以“三道红线”政策为出发点，对房地产企业整体的融资活动做出实证类型的研究和论证。本文将采用实证分析来探究“三道红线”中的三个财务比率和房地产企业自身五类融资方式占比之间的关系，然后结合政策中规制的方向得出房地产企业融资结构的改变。研究方法也不仅局限于案例分析法，而是将结合理论分析法和实证分析法，利用科学可靠的数据进行实证分析，更加客观真实的反映“三道红线”政策对房地产企业融资的影响。另外，房地产企业之间在某些方面具有相似性，因此研究结果对其他房地产企业也会有借鉴作用。

## 第二节 房地产企业融资途径理论分析

股权融资理论：上市公司的股权融资，一般指股东出让一部分企业所有权，私营新股东以增资的方式加入本公司，总股本也会因此增加。 股权融资属于私募的一种，以此方式获得的资金，企业无须还本付息，但是新加入的股东享受本企业的盈利与分红。

一般来说，股权融资具有三个特点：

1. 投资方获得的股权是企业的初始产权，它意味着投资方对企业享有控制权和利润分配权。
2. 股权融资是上市公司向外部举债的一个重要途径
3. 股权融资形成的所有权资金的分布特点，及股本额的大小和股东分散程度，决定一个企业的控制权，监督权和剩余价值索取权的分配结构，反映的是一种产权关系。

因此从财务报表的角度看，股权融资在给企业提供现金流量的同时，并不会产生大量的有息负债，房地产企业在有利润客观的项目时，一般会选择进行股权融资。所以长期来看，房地产企业进行股权融资可以提高自身的整体融资效率，还会提高公司价值。

商业信用融资理论：上市公司之间在进行买卖商品时，以商品形式提供的借贷活动，被称作商业信用融资率。是一种在经济活动中普遍存在的债权债务关系，商业信用融资有利于企业扩大生产和促进流通，但会有融资成本较高的弊端，有时企业为了放弃现金折扣，必须付出非常高的资金成本。

商业信用融资的方式有三种：

1. 应付账款融资，对于采用这种方式的融资企业而言，这意味着放弃了现金交易的折扣，同时还需要负担一定的成本。
2. 商业票据融资，是指企业在延期付款交易时开具的债权债务票据。对于一些资金流健康且声誉良好的企业，其发行的商业票据可以直接从货币市场上筹集到窜起货币资金。
3. 预收货款融资，这种方式特指买方企业对卖方企业提供的商业信用，最后的融资结果是卖房获得的一种短期资金。由于这种信用形式非常有限，一般适用于生产周期较长且投入较大的建筑业，重型制造业等。

从财务指标的角度看，商业票据的增加不会造成企业有息负债的增加，仅以应付账款、应付票据体现在负债表里，并且流程简单，因此房地产企业可能会通过增加商业票据占比的方式，转移企业的实际负债，从而降低财务报表中的负债比率。

内源融资理论：内源融资即公司内部融通的资金，是由公司的生产经营活动结果产生的资金，主要由财务报表中的留存收益，折旧等构成，是企业不断的将自己的储蓄转化为投资的过程。这种融资防护对企业的资本形成具有原始性，自主性，低成本和康风险的特点，。在国外一些市场经济较为发达的国家，内源融资是很多企业首选的融资方式，能够为企业提供重要的资金来源。

企业内源融资一般具有以下几个特点

1. 自主性较高。内源融资从财务角度看来自于企业的自由资金，因此上市公司在进行内源融资时具有很强的自主性，只要经过股东大会的正常审批即可使用，基本不会受到外部的影响。
2. 融资成本较低。上市公司在进行内源融资时，无需支付额外的中介费用，因此上市公司利用为分配利润融资是一个非常不错的选择。
3. 不稀释原有股东对企业的控制权和每股收益。上市公司利用为分配利润融资而增加的权益资本不会稀释原有股东的股份的同时，增加了公司的净资产，为公司开展其他融资方案打下了良好基础。

房地产企业的开发项目一般需要的资金数额比较巨大，仅靠内源融资无法满足资金缺口。但是开发项目周转较好的房企才会增加自身的内源融资率，因此内源融资率的高低往往可以反应房地产企业的财务健康程度和盈利能力。财务较为健康的房企内源融资率的占比较高；反之财务杠杆越高，负债越多的房企，很难提升内源融资的占比。

财政融资理论：财政融资一般指作为资金供给方的财政部门，向作为资金需求方的企业，融出资金的一种融资方式。财政部门包括国家财政部门，中央财政部门和地方财政部门。融出的途径包含政策性放款，税收减免或返还，政策优惠扶持资金等。

财政融资由于其资金来源比较独特，资金运用比较专一，因此财政融资具有以下几个特点：

1. 财政融资的基本性质在于无偿性，但是特殊情况下也具有有偿性。财政资金的来源有很多，包括税收收入，国有企业收入，公有财产收入，行政收入，公债收入等。这种类型的收入和应用，体现出国家凭借其权利参与社会分配的是指，从而使其具有了主要的无偿性和次要的有偿性。
2. 财政融资一般出现在需要由政府参与承担投资风险的产业里。基于我国市场经济不断完善，经济体量不断扩大的环境下，很多行业的高速发展往往伴随着需要政府共同承担风险的情况，比如房地产行业，基础建设行业等。一般的融资方式无法解决此类情况，于是政府就会采取财政融资这种用途和条件高度精细化的融资方式。
3. 财政融资具有很强的政策导向性。国家财政资金是根据国民经济计划的合理安排后制定的收支计划，具有非常准确的预算。预算内资金一般实行指令性计划，预算外资金实行指导性计划。两种计划都要列入国家的综合财政信贷计划中，而国家计划中的财政资金发放是通过各项投资政策实施的，因此财政融资具有很强的政策导向性。

债券融资理论：债券融资也成为债权融资，作为企业使用外部资金的重要联系方式，债券融资有很多种方式。包括不限于：银行贷款，银行商业票据，银行应收账款，企业金融租赁，政府贴息贷款等。

企业通过债券融资所获得的资金，在款项到期后不仅需要向债券人偿还资金的本金，还需要承担资金的利息。企业一般通过债券融资来解决内部营运资金短缺的问题，债券融资一般不用于企业资本项的开支。债券融资可以根据融资渠道分成三类：银行贷款，发行债券和民间借款。民间借款在上市公司的融资活动中比较少见，因为民间借款在我国现存的法律体系内是不受法律保护的。发行债券和银行借款在上市公司的融资活动中比较常见，其中我国对发行企业债券采取较为严格的监管，不但对发行债券的主体提出了很高的条件要求，而且发行的过程也需要经过严格的审批，因此上市公司的债券融资很大一部分来自银行借款。

债券融资具有以下几个特点：

1. 企业通过债券融资获得的资金，指拥有对其的使用权，而非所有权，所有的负债类资金都是有成本的，企业需在债务到期时归还本金支付利息。
2. 企业通过债券融资获得的资金，可以帮助企业提升自有资金的回报率，具有财务杠杆的作用。
3. 债券融资只会在一些特殊情况下才可能带来债权人对企业的控制和敢于问题，一般不会出现企业控制权方面的问题。

企业对通过债券融资获得的资金拥有比较大的使用自主权，因此我国的房地产企业大都偏向于使用债券融资获得资金。但是债券融资的成本相对较高，从财务报表的角度来看，过度使用债券融资会导致企业有息负债的增加，因此为了使企业更好的应对“三道红线”融资新规，合理配比债券融资率是一个非常重要的方式。

房地产业是一个体量非常庞大的产业，是我国国民经济重要的支柱之一，具体是指以开发工业用地，商用住宅等房地产项目为主营业务的企业。这类企业和其他行业的企业相比存在五个比较鲜明的特点。

第一，房地产行业的资金密集程度极高，对外部资金有比较强的依赖性。房地产企业的主营业务是房地产开发，而房地产开发项目对资金需求很大，项目周期比较长，那么为了保证房企能够正常维系自身的主营业务，合理的运用外来资金就显得十分重要。正是由于这种特性，导致房地产企业对外部资金的依赖性比较高，致使整个行业的资产负债率都出在一个非常高的状态。我国房地产开发投资额自2016年起就已经达到了100000亿的数额，并且逐年增加。

第二，政府政策会给房地产行业的发展带来较大的影响。房地产开发的过程中，涉及到很多缓解，包括土地竞拍，土地规划，动工开发，竣工交付等各个环节，全国各地对每个环节的都有较为详细的政策规定，这些政策的改动和实行都会给房地产企业的运营层面带来非常大的影响。例如房地产行业的经营情况和我国的货币政策就具有高度相关性，经济发展形势较好时，我国采取较为宽松的货币政策，放款居民贷款的比例，此时房地产企业就能获得非常好的销售业绩，经济发展较为低迷时，我国会采取像对紧缩的货币政策，缩紧居民贷款的比例，此时房地产企业的销售端就会出现疲软的现象。

第三 房地产企业具有不易变动性。 房地产企业的服务都想都是以不动产作为核心，因此不动产的固定性和不易变动性对房地产企业的经营产生了不可忽视的影响。因为房地产企业拥有较多数量的不动产，相较于其他产业来说，房地产企业在资本市场中更容易获得大额的融资，不动产具有较大产品价值的同时，也具有运营周转周期长的特点，因此房地产企业在进行融资时应当充分考虑汇款周期的影响。

## 第三节 “三道红线”中财务指标理论分析

（1）剔除预收款后的资产负债率=（净负债-预收款项）/（净资产-预收款项）

一般来说，房地产企业的总资产负债率是反映房企总财务杠杆的一个重要指标，按照现行的会计准则，预收账款是包含在总负债里的内容，其中还含有财务杠杆，供应链杠杆和经营杠杆。但是三道红线中的计算方式扣除了预收账款这个部份，也就是说房地产企业在生产销售环节内产生的预收账款不在资产负债率的统计范围内。这种新型的计算方式会给会计核算的结果带来很大变化。例如a公司在扣除预收账款后，总资产负债率是74%，那么在涵盖预收款的核算模式下，总资产负债率就会达到79%。

房地产企业中的预收账款一般是来自客户的资金，“三道红线”政策现在将这个指标剔除出监管的范围，意味着房企未来的资金需要做出调整，让更多的资金来源于销售取得的预收账款。在总资产负债里，预收账款所占的比重越大，则意味着房企能够更好的远离这道红线。

（2）净负债率=（有息负债-现金余额）/净资产

这项指标的核心是控制房地产企业的财务杠杆和有息杠杆。房地产净负债率这一指标综合考虑了有息负债，帐上现金和公司净资产，在房地产进行海外融资活动时，海外投行最关注的指标就是净负债率。这一指标的性质类似于银行的核心资本充足率，能够起到提示公司防范风险，吸引损失的效果。

从理论分析的角度来看，要想改善这项指标一般有三类做法：

1. 通过减少房地产的有息负债，使房企的净负债率小于1.
2. 通过增加房地产企业的库存现金，使房企的现金量站总资产的10%～15%，以此来使房企的净负债率小于1.
3. 通过增大房地产企业的净资产，包括增大股本，利润，适度保有永续债等。因为在目前实行的会计准则中，永续负债是属于资产类的科目，因此很多房企都会适度发行永续债券。

（3）房地产企业现金短债比=货币资金/年末短期负债

现金短债比是货币资金与短期有息负债的比值，主要用于衡量房地产企业的短期偿债能力。影响现金短债比高低的因素有两方面，第一是公司的货币资金储备；第二是房企的短期有息负债规模。一般来说，房地产企业现金短债比高于一，那么该公司短期的偿债压力会比较小，现金短债比小于1，说明企业的经营现金流入量小于年末短期负债。在小于1的这种情况下，房地产企业不能完全依靠经营活动产生的现金流来偿还负债，还需要依靠企业自有资金的周转来偿债，这对于企业的经营业绩会造成不利的影响，还会增加企业的短期资金风险，对企业的长期发展也会带来很多负面影响。而一般现金短债比大于1时，则表示企业流动负债的偿还有可靠保证，该指标越大表明企业经营活动产生的现金流量越多，越能保障企业安琪偿还到期债务。当然如果现金短债比过大，则表明企业对于内部的现金流量利用不够充分，盈利能力较弱，存在大量的闲置资金。

## 第四节“三道红线”政策对房地产企业融资影响的理论分析

“三道红线”政策的实行对房地产企业的多个财务指标进行了监控，以此为基准将房地产企业分为了不同的档位，处在不同档位的房地产企业会因此被改变自身的融资渠道、融资规模以及融资结构。所以，本文将房地产企业的五类融资占比表示房地产的融资结构。

从上述的理论综合论述中，“三道红线”政策的实行会给房地产企业融资带来的影响包括以下几个方面：

（1）促使房地产企业增厚净资产，减少净负债。“三道红线”中所提到的剔除预收款后的资产负债率和净负债率是考核房地产企业正常经营的重要指标，通过理论公式可以看出这两项指标硬性的限制了房地产企业的负债的规模，减缓了房地产行业中外部资金的需求，使房地产业不得不释放大量的流动性以此来获得更符合绿档的资产负债比率。

（2）拉长了房地产行业的低速增长期，促使房地产企业提升自身的营业效率。再过去的房地产行业发展中，很多房企通过利用初期极高的财务杠杆获得了高额的收益，形成了较大的企业规模，但是在新的融资规定下，这种后来居上的案例将会很难出现，因此房地产业的马太效应将会越来越明显。随着马太效应的明显，行业内的格局也会趋于固化，各房地产企业要想在这种竞争模式下取得优势地位，只能通过优化自身营业效率，提升自身营业利润的方式。

（3）促使房地产企业缩短项目周期，提高房产周转速率，减少囤地的行为，促进营运资金的流入，扩大内源性融资在企业整体融资结构中的占比。根据“三道红线”中的现金短债比这一指标的计算公式可以得出，房地产企业货币资金这个科目的数额会在很大程度上影响房企的融资杠杆率。在我国房地产企业的发展进程中，一直存在由于项目周期过长导致营运资金利用效率低的问题，现金短债比这项指标的监控扩大了 房地产企业回收资金的需求，有效的解决了这一问题。过去的房地产企业的重心在于不断借助杠杆来扩大自己的规模，然后凭借着庞大的体谅获得更广的融资渠道和更多的融资金额，新规实行后，想要获得大量的融资，不仅需要较大的规模还需要房企本身拥有较为扎实的净资产厚度和盈利能力，而加大资金利用效率，缩短资金回收周期可以给房地产企业的盈利能力带来较大的提升。盈利能力的提升可以为房地产企业提供未分配利润的盈余，会促使房地产企业将更多的内源资金重新融入到企业自身的融资结构中去，进而降低整体的融资成本，提升房地产企业对资金的利用效率。因此，从融资端的角度来看，“现金短债比不得小于1”这道红线将会刺激企业提升自身的内源性融资占比，保证经营性现金流的充沛。

（4）促使房地产企业全方位的增加发行自有资本，催生房地产+业务的成型，扩大股权融资和商业信用融资的占比。对于房地产企业来说，仅靠债务融资的方式远不能达到主营项目正常运作的数额，因此通过上市获得市盈率获得大量融资是一种非常不可或缺的途径。同时对于一些已经踩到红线的房地产企业，拆分母公司的物业服务类的企业上市，对合并报表后的母公司财务指标也有非常大改进。而上市增发资本等策略体现在母公司的融资端具体表现，就是股权融资率和商业信用融资率的提升。所以在融资新规实行下，房地产可以通过增发资本等方法提升股权融资率和商业信用融资率，达到有序拓展融资渠道的目的。

# 第3章 制度背景理论分析

## 第一节 “三道红线”政策制度及背景

房地产市场中存在的高负债；高杠杆；高价位的问题一直都是被国家政府关注的热点，再过去的几年中，国家相关部门一直在出台相关的规制政策进行调控。早在2010年底我国政府就相继颁布了一系列的限购限贷政策。在2016年党中央召开的中央经济工作会议中第一次提出了“房住不炒”这个概念，会议指出将会利用多个维度的手段，加快房地产企业的正规化，并且强调了政策的长期性。在2018年底的中央经济工作会议上，我国政府又提出了“构建房地产市场健康发展长效机制，因城施策，分类知道，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。在这次会议中，第一次出现了将房地产企业划分成不通情况，然后采取具有针对性的监管措施的理念，即因城施策。从我国历年颁布的相关管理政策来看，宏观调控是在将房地产企业融资的渠道逐步的收紧，增加了其融资成本，这样一来，房地产企业的高速扩张得到了有效的限制，而在限制的同时，这些政策使银行等金融机构对房地产企业的贷款进行了限制，从而引发了很多规模庞大却又债台高筑的房地产企业产生债务危机。

在这样的背景下，2020年8月20日，我国住房城乡结合部、中国人名银行联合12家重点房地产企业在北京召开了重点房地产企业座谈会，为研究进一步落实房地产长效机制，实施好房地产金融审慎管理制度，结合前期广泛征求意见的基础上，形成了重点房地产企业资金检测和融资管理规模，并从12家头部房企开始试行，于次年的1月1日起正式试行。其具体内容如下：

房企剔除预收款后的资产负债率不得大于70%，房企净负债率不得大于100%，房企现金短债比不得小于1，若部份房企出现指标超过阈值，有息负债规模年增速将会受到不同程度的限制；共划分出如下四档管理模式

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **规制档位** | **规制标准** | **规制政策** |
| 绿色档 | “三道红线”均超出要求 | 有息负债年增速不得增加 |
| 黄色档 | “两道红线”超出要求 | 有息负债年增速不得超过5% |
| 橙色档 | “一道红线”超出要求 | 有息负债年增速不得超过10% |
| 红色档 | “三道红线”均未超出要求 | 有息负债年增速不得超过15% |

## 第二节 制度实行前后房地产行业变化情况

1. 全国房地产开发和销售情况：

表2.1 2021年全国房地产开发销售情况对比表

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 指标 | 绝对量 | 比上年增长（%） |
| 房地产开发投资（亿元） | 147602 | 4.4 |
| 其中：住宅 | 111173 | 6.4 |
| 办公楼 | 5974 | -8 |
| 商业营业用房 | 12445 | -4.8 |
| 房屋施工面积（万平方米） | 975387 | 5.2 |
| 其中：住宅 | 690319 | 5.3 |
| 办公楼 | 37730 | 1.7 |
| 商业营业用房 | 90677 | -2.7 |
| 房屋新开工面积（万平方米） | 198895 | -11.4 |
| 其中：住宅 | 146379 | -10.9 |
| 办公楼 | 5224 | -20.9 |
| 商业营业用房 | 14106 | -21.7 |
| 房屋竣工面积（万平方米） | 101412 | 11.2 |
| 其中：住宅 | 73016 | 10.8 |
| 办公楼 | 3376 | 11 |
| 商业营业用房 | 8718 | 1.1 |
| 土地购置面积（万平方米） | 21590 | -15.5 |
| 土地成交价款（亿元） | 17756 | 2.8 |
| 商品房销售面积（万平方米） | 179433 | 1.9 |
| 其中：住宅 | 156532 | 1.1 |
| 办公楼 | 3375 | 1.2 |
| 商业营业用房 | 9046 | -2.6 |
| 商品房销售额（亿元） | 181930 | 4.8 |
| 其中：住宅 | 162730 | 5.3 |
| 办公楼 | 4701 | -6.9 |
| 商业营业用房 | 9692 | -2 |
| 商品房待售面积（万平方米） | 51023 | 2.4 |
| 其中：住宅 | 22761 | 1.7 |
| 办公楼 | 3795 | 0 |
| 商业营业用房 | 12767 | -1.3 |
| 房地产开发企业到位资金（亿元） | 201132 | 4.2 |
| 其中：国内贷款 | 23296 | -12.7 |
| 利用外资 | 107 | -44.1 |
| 自筹资金 | 65428 | 3.2 |
| 定金及预收款 | 73946 | 11.1 |
| 个人按揭贷款 | 32388 | 8.0 |

数据来源：国家统计局

“三道红线”政策于2021年1月1日正式试行，因此本文从国家统计局发布的数据中下载了中国房地产业开发和销售的相关数据，并与2020年的同期数据进行了比较。可以看出在房地产开发投资和房屋施工面积中的商业营业用房的增长率比上一年都有所降低；在房屋新开工面积中，住宅办公楼商业营业用房的增长率较上一年均有较为明显的降低；土地购置面积较上年也有较为明显的降低。房屋竣工面积中的住宅办公楼商业营业用房的增长率较上一年均有较为明显的升高。这是由于“三道红线”的融资新规，为房地产企业设立了更为严格的融资标准，很多不达标的房企相较以前更难获得资金的融入，因此在房地产新项目的开发上需要进行缩量的处理以期让正在进行的房地产项目正常运行。

上表中，商品房销售额和商品房销售面积较上年有较为明显的提升，而商品房待售面积较上年并没有明显的提升，其中，办公楼和商业营业用房的待售面积出现了不升反降的情况。原因在于融资新规中的“现金短债比”对房企的货币资金作出了相关规定，因此导致房地产企业提高项目的完工速度，降低房屋库存，提高房屋销售，以期获得更多的货币资金收入，以前的“捂盘不售”的现象在政策实行后得到了一定的改善。

从房地产开发企业到位资金来看，国内贷款和利用外资的增长率较上年有较为明显的降低，自筹资金来源的增速有较为明显的增长率，定金及预收款项的增长率较上年也有较为明显的升高。可以看出，“三道红线”政策的实行，有效的控制了房地产企业有息负债的增速，并正在改变整个房地产行业高负债高杠杆的现象。自筹资金的主要来源是房地产企业的未分配利润，因此自筹资金的增加可以看出房地产企业正在改变发展思路，将中心转移至发展企业盈利的角度中来，所以可以得出，“三道红线”政策正在影响房企降低自身的负债融资比率，提高自身的内源融资比率。

（2）全国上市房地产企业财务指标平均值变化情况

表2.2 上市房企2017-2021相关财务指标平均值

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 剔除预收款后资产负债率 | 净负债率 | 现金短债比 | 股权融资率 | 商业信用融资率 | 内源融资率 | 财政融资率 | 债务融资率 |
| 2017 | 55.547 | 63.218 | 3825.968 | 19.425 | 17.390 | 11.543 | 4.250 | 9.426 |
| 2018 | 55.689 | 63.544 | 3864.287 | 19.345 | 17.424 | 11.503 | 4.257 | 8.492 |
| 2019 | 55.672 | 63.610 | 3881.271 | 19.332 | 17.456 | 11.452 | 4.264 | 7.466 |
| 2020 | 55.650 | 63.434 | 3892.171 | 19.390 | 17.488 | 11.396 | 4.271 | 6.189 |
| 2021 | 55.582 | 63.307 | 3894.587 | 19.997 | 17.785 | 11.832 | 4.274 | 5.835 |

数据来源：RESSET数据库

由上述的统计情况可以发现，自2021年新规实行以来，“剔除预收款后的资产负债率”平均值和“净负债率”的平均值有较为明显的降低，“现金短债比”的平均值有较为明显的上升趋势。而从房地产企业的融资结构统计情况来看，自新规实行以来，房企的“股权融资率”，“商业信用融资率”以及“内源融资率”的平均值较新规实行前有较为明显的提升，“债务融资率”平均值较新规实行前有较为明显的下降，“财政融资率”的平均值没有发生较为明显的变化。因此可以得出，在新规实行后，房地产企业为达到监管标准正在调整改良自身的财务结构，“三道红线”中所标的的三个财务指标，都在向着政策引导的方向变化；而企业融资端的融资结构也发生了一些相应的变化，具体表现为，房企正在减小使用会产生有息负债的融资方式，转而增加使用不会产生有息负债的融资方式。从这个统计对比结果可以看出，“三道红线”政策利用监管标的财务指标的方式，正在促进房地产企业限制自身有息负债的增加和财务杠杆的增加，转而提升自身的资金回收体量，提升自身盈利能力。

## 第三节 制度经济学理论分析

（1）制度变迁理论

制度变迁理论最早由诺思在《经济史中的结构与变迁》一书中提出。该理论表示，制度可以被视作为一种公共产品，是由组织或者团体提出的，比如国家。由于人们的有限理性和资源的稀缺性，制度的供给往往也具有有限性，和稀缺性。人们的生产生活在经济发展中是不断变化的，由于这种变化也会造成整个社会环境的变化，从而导致社会中每个个体自身理性程度的提高，所以人们对于制度的需求也会随着这样的改变而发生变化。而作为供给制度更新的行为主体，只有在预期收益大于预期成本的情况下，才会城市去推动实现制度的变迁。

而本文所研究的“三道红线”融资新规，正是属于制度的更新与迭代。从上文中的内容可以得知，我国的房地产行业一直存在比较大的泡沫，而房地产金融作为我国一项非常重要的财政来源，在维持金融财政稳定领域内，扮演着十分重要的角色。在我国早期的房地产行业发展阶段，为了达到房地产企业能够快速的发展从而带动经济发展的目的，对于房地产行业的融资制度是偏向放松的。再这样的制度下，很多房地产企业利用高杠杆高负债的方式，在短时间内发展到了很大的规模。然而随着房价不断的升高，房地产行业的趋于饱和，很多房地产企业在自身盈利能力下降的同时还再不断扩张自己的债务规模，以寻求大而不倒的生存之道。这种情况下，诸多房地产企业滋生了较为严重的债务危机，我国对房地产企业的监管制度的核心诉求也逐渐演变成控制虚高泡沫，促使房企健康平稳的发展，从而衍生出了监管制度的一系列变迁。

（2）制度成本理论

制度成本理论属于制度经济学理论中的一项基本理论，一项新的制度的推行是需要投入资源的，同样在已经实行的制度基础上，推行新的制度，使得全部个体的行为规范从符合上一个制度过渡到符合新的制度的过程中，也是需要投入资源的，投入的这部分资源被统称为制度成本。从机会成本的角度来看，当选择了一种制度的同时必定意味着房企另一种可能的制度，因此所放弃的这些可能的制度所带来的效益，是属于被选择的这种制度的一种制度成本。

对于我国对于房地产企业实行的“三道红线”融资新规，是属于一种国家行为主体进行的制度变迁。从纵向研究制度变迁的角度来看，这项制度在颁布执行缩紧了房地产企业的融资渠道，减缓了房地产行业的高速发展。而房地产行业的增速放缓会导致土地金融化、土地货币化现象的减弱，因此各地方政府通过向房地产开发商出售土地而获得的财政收入将大幅度减少。另一方面，从房地产企业融资端角度分析，融资新规实行后，监管机构将根据新规对房企的融资输入方执行监管，例如银行，基金等金融组织。由于新规的实行，会导致金融机构本来应该输入给房地产企业的货币资金无法正常向房地产行业输送，从而导致大量的货币资金滞留在金融机构，再以不通的形式流入到其他的市场中。并且流入房地产业的货币资金往往规模数额都非常巨大，流入到其他行业中会给其他行业带来巨大的压力，如此巨大的流动性在短时间能不能够被市场平稳消化就可能会带来通货膨胀。

（3）制度收益理论

制度收益理论是指在新制度推行过程中行为主体和个体因此制度变更收获的实际效益，以及该制度在实行过程中发挥制度作用的程度。制度收益理论和制度成本理论存在着较大相关性。一项新的制度在实施推行的过程中，要确保制度成本小于制度收益，才能够得到正常的推行和实施。制度成本受到制度的完善程度、行为主体管理水平的高低及社会法制的完善程度等多重因素的影响。因此，行为主体作出的制度变迁，新制度的创新收益往往大于往期成本的收益。

我国房地产市场再过去的十年属于高速发展期，国家相关部门近年来也在不断出台相关的监管制度，以期控制房企高杠杆，高负债的风险。“三道红线”政策属于在我国对房地产企业宏观调控制度的以此更新，从制度收益理论的角度出发，这项制度更为直接的限制了房地产企业融资端的行为。由于资本市场中的金融机构在对房地产企业的经营状况和财务状况作出判断时，途径较为单一，大都只能通过房企披露的财务指标和数据进行判断因此，在对房企进行信用风险评级时存在延后性。“三道红线”制度有利于解决此类问题，监管部门在将房企划分成不同档位后，会对不通档位的房企设立不同的有息负债增速，因此可以很好的管控此类风险。另外从房地产企业的角度看，在新制度的监管下，房地产企业会自下而上的调整各类融资渠道的优先级，优化企业融资结构提高资金周转率，以期在达到新制度所要求的的标准。这两类收益均属于制度变迁带来的创新性收益。

1. 综合分析提出假设。

从上述制度经济学的相关理论的分析，结合本章第一部分对“三道红线”实行前后的房地产行业关键数据的比较，可以得出在新制度实行后，房地产开发项目的融资数额有明显的下降，房产项目的销售周转有明显的提高。而从房企的角度看，新规实行后，房企的股权融资率，商业信用融资率以及内源融资率有增大的趋势；债券融资率又减少的趋势，因此作出如下的假设，并利用实证方法继续验证。

假设一：“三道红线”政策会使房地产企业的股权融资比率升高。

假设二：“三道红线”政策会使房地产企业的商业信用融资比率升高。

假设三：“三道红线”政策会使房地产企业的内源性融资比率升高。

假设四：“三道红线”政策会使房地产企业的债券性融资比率降低。

# 第4章 变量、模型和样本选择

## 第一节 变量定义

本论文使用“三道红线”中政府规制所采用的三个财务比率作为被解释变量，根据各房地产企业的财务数据计算出五种融资比率作为解释变量。

被解释变量y1: “剔除预收款后的资产负债率”=（总负债-预收款）/（总资产-预收款）

被解释变量y2：“净负债率”=（有息负债-货币资金）/（股东权益-永续债）

被解释变量y3；“现金短债比”=货币资金/一年内到期的流动负债

解释变量x1；股权融资率=（股本+资本公积）/总资产 股权融资率是房地产企业融资的一种重要途径，其中主要是以首次公开发行股票和股权再融资，既通过上市的方式向社会面筹资，通过这种方式往往可以筹集到大量的资金，但一般来说这两种方式的审查较为严格，因此多为规模较大、管理系统较为完善的房地产企业所使用

解释变量x2：商业信用融资率=（应付票据+应付账款+预收账款）/总资产 商业信用融资是指企业之间在买卖商品时，通过商品的购销形成的借贷活动，是商业活动中一种较为普遍的债权债务关系，而在房地产企业中，商品的购销形式多为票据和款项的形式出现，因此采用（应付票据+应付账款+预收账款）/总资产来计算房地产企业内的商业融资占比。

解释变量x3：内源融资率=（盈余公积+未分配利润）/总资产 内源融资是指企业通过正常经营所获得利润后，将盈余公积和未分配利润中的一部分重新注入企业中作为融资款项的一种融资方式。在我国的房地产企业中，内源性融资较为缺乏，外源性融资占比较大，大部分房企都无法完全将外源性融资作为主要的资金获取渠道，但是扩大内源性融资占比，有利于房企的健康发展，可以有效的规避部分“高杠杆，高负债”的财务风险。

解释变量x4：财政融资率=（应交税金+递延所得税资产）/总资产 财政融资具体是指企业从财政部门所获得的的政策性资金。房地产行业由于其具有资金高度密集的特征，因此国家相关部门对行业政策的修改往往会引起房地产企业表内金额的较大变动，房地产企业的财政融资大多体现在应交税金和递延所得税贷项这两个科目中。合理配配置财政融资的占比，有利于房企在符合规制的条件下，提高政策资金的利用效率。

解释变量x5；债券融资率=（应付短期债券+应付债券）/总资产 债券融资是指企业通过在债券市场上发行公司债券从而获得现金流入的融资行为，这种融资方式会直接对公司的财务杠杆产生影响。根据国家统计局2021年公布的数据，我国房地产企业2021年共发布了境内债券9072.3亿元，在房地产企业诸多的融资渠道中占比较高。发行债券获得融资的门槛较高，因此这种方式大都被上市的房地产企业采用，债券融资中的应付短期债券和应付债券均会对房地产企业“剔除预收款后的资产负债率”，“现金短债比”，“净负债率”产生影响，具有较强的相关性。

表5.1

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 变量类型 | 变量名称 | 符号 | 计算公式 |
| 被解释变量 | 剔除预收款后得资产负债率 | **Y1** | （总负债-预收款）/（总资产-预收款） |
|  | 净负债率 | **Y2** | （有息负债-货币资金）/（股东权益-永续债） |
|  | 现金短债比 | **Y3** | 货币资金/一年内到期的流动负债 |
| 解释变量 | 股权融资率 | Efr | （股本+资本公积）/总资产 |
|  | 商业信用融资率 | Cfr | （应付票据+应付账款+预收账款）/总资产 |
|  | 内源融资率 | Edfr | （盈余公积+未分配利润）/总资产 |
|  | 财政融资率 | Ffr | （应交税金+递延所得税资产）/总资产 |
|  | 债券融资率 | Dfr | （应付短期债券+应付债券）/总资产 |

在这部分实证研究中，房地产业数据依据中国证券监督委员会的标准进行确定，按照中国证券指数2021年的行业分类选取在沪深两市上市的117家房地产企业，被选中房地产企业的财务数据全部来源于RESSET数据库，数据的处理应用了Stata和Excel。

“三道红线”于2021年1月1日正式开始实行，本文收集了相关上市房地产企业2017年-2021年五年的财务数据，对于2021年财报尚未公布的企业，笔者通过wind，东方财富等数据库的渠道进行了查询和补充，在此基础上形成了最终的面板数据。对面板数据进行双向固定效应模型的回归，通过回归结果中变量系数的正负值以及拟合程度的相关性来分析房地产企业的五类融资占比对“三道红线”中的财务指标的影响效果，最后在通过相关管理部门的规制决策为房地产企业的融资结构提出针对性的意见。

## 第二节 基准回归

面板数据是在时间序列数据和截面数据的基础上，衍生出的一种综合性较强的数据资源。时间序列数据指的是针对单一的对象，比如一家公司、一个地区、一个板块，时间序列数据用于研究样本随着时间的变化而产生变化的指标。横截面数据指的是在同一个时间点收集的不同研究对象的数据，比如某一年度所有房地产企业的季度财务数据，其研究的是同一时间节点上的某些经济现象，突出了空间上的差异。面板数据是将这两种数据进行的一种综合体现的数据模型，英文原称Panel Data ，本文的面板数据将2017-2021的时间序列数据和每个时间节点的上市房地产企业财务数据进行结合形成了最后的数据模块。

首先对面板数据进行控制个体固定效应及时间固定效应的混合OLS检验。

表5.2 基准回归表

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) |
| VARIABLES | Y1 | Y2 | Y3 |
|  |  |  |  |
| Efr | -0.763\*\*\* | -3.402\*\*\* | 741.2\*\* |
|  | (0.0643) | (0.473) | (329.2) |
| Cfr | -0.364\*\*\* | -1.039\*\*\* | 318.4 |
|  | (0.0468) | (0.344) | (241.9) |
| Edfr | -0.969\*\*\* | -5.220\*\*\* | 227.1 |
|  | (0.0893) | (0.657) | (473.1) |
| Ffr | 0.153 | -3.697\*\* | 5,273\*\*\* |
|  | (0.217) | (1.593) | (1,111) |
| Dfr | 0.543\*\*\* | 2.396\*\*\* | 38.60 |
|  | (0.116) | (0.855) | (620.5) |
| Constant | 84.06\*\*\* | 210.9\*\*\* | -31,953\*\*\* |
|  | (2.021) | (14.87) | (10,518) |
|  |  |  |  |
| Observations | 289 | 289 | 285 |
| R-squared | 0.549 | 0.369 | 0.103 |

注：\*\*\* p<0.01表示在1%水平上显著, \*\* p<0.05表示在5%水平上显著, \* p<0.1表示在10%水平上显著，括号内为稳健性标准误。

从基准回归的结果来看，解释变量和被解释变量呈现的相关性较为先出，整体的R²的数值较大，回归结果较好。

由于本文采用的是面板数据，需要对数据进行Hausman检验，并以此来判断应该采用固定效应模型进行回归还是随机效应模型进行回归，下表为检验结果：

表5.3 Hausman检验表

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (Y1) | (Y1) | (Y2) | (Y2) | （Y3） | (Y3) |
| 变量名 | RE | FE | RE | FE | RE | FE |
| Efr | -0.840\*\*\* | -0.790\*\*\* | -2.724\*\*\* | -2.965\*\*\* | 1,165.420 | 741.240\*\* |
|  | (0.089) | (0.069) | (1.018) | (0.600) | (1,251.170) | (329.167) |
| Cfr | -0.209\*\*\* | -0.230\*\*\* | 0.077 | -0.160 | 255.185 | 318.389 |
|  | (0.025) | (0.024) | (0.280) | (0.258) | (341.419) | (241.864) |
| Edfr | -1.035\*\*\* | -0.997\*\*\* | -3.764\*\*\* | -4.625\*\*\* | 817.633 | 227.127 |
|  | (0.117) | (0.096) | (1.339) | (0.850) | (1,682.506) | (473.079) |
| Ffr | 0.053 | 0.032 | -0.440 | -1.622 | 8,771.568\*\*\* | 5,273.315\*\*\* |
|  | (0.185) | (0.172) | (2.108) | (1.732) | (2,571.138) | (1,110.829) |
| Dfr | 0.287\*\*\* | 0.327\*\*\* | 2.061\*\* | 2.070\*\*\* | -2,197.845\*\* | 38.604 |
|  | (0.071) | (0.069) | (0.810) | (0.734) | (1,043.606) | (620.466) |
| Constant | 85.242\*\*\* | 84.103\*\*\* | 156.596\*\*\* | 178.212\*\*\* | -37,587.143\* | -31,953.359\*\*\* |
|  | (1.533) | (1.745) | (17.491) | (15.217) | (21,180.732) | (10,517.686) |
| Hausman  p-value |  | 17.21  0.0041 |  | 15.27  0.0093 |  | 13.81  0.0169 |
| Observations | 289 | 289 | 289 | 289 | 285 | 285 |
| R-squared | 0.654 |  | 0.137 |  | 0.104 |  |

注：\*\*\* p<0.01表示在1%水平上显著, \*\* p<0.05表示在5%水平上显著, \* p<0.1表示在10%水平上显著，括号内为标准误。

从Hausman检验的结果来看，被解释变量Y 1的P值为0.0041，被解释变量Y2的P值为0.0093，被解释变量Y3的P 值为0.0169。三个被解释变量的P 值均小于0.05，所以论文拒绝了随机效应模型，采用双向固定效应模型进行回归分析。

## 第三节 选择确立模型

通过上述的检验和筛选，本文最终采用双向固定效应模型来辅佐论文的研究。建立“三道红线”政策对房地产企业各类融资占比的多元回归模型，主要从五类融资比率对“剔除预收款后的资产负债率”；五类融资比率对“净负债率”；五类融资比率对“现金短债比”三个方面的作出研究，设定如下的双向固定回归模型：

面板数据中的每个上市房地产企业的的截面单元用i表示，i=1,2,3…,117; 时间用t表示，t=2017,2018,2019,2020,2021；表示整体房企的“剔除预收款后的资产负债率”，“净负债率”，“现金短债比”；Xit表示整体房企的“股权融资率”；“商业信用融资率”；“内源融资率”；“商业信用融资率”；“财政融资率”；“债券融资率”，具体设置为下列3个回归模型：

模型（a）：研究五类融资率对上市房企“剔除预收款后的资产负债率”的影响。

模型（b）：研究五类融资率对上市房企“净负债率”的影响

模型（c）：研究五类融资率对上市房企“现金短债比”的影响

## 第四节 样本选择

论文依据中国证券监督委员会公布的“2021年上市企业行业分类结果”，采取沪深两市房地产上市企业作为研究对象。

未上市的房地产企业相关的财务数据无法收集，存在大量的数据缺失，因此本文仅以上市公司作为实证分析的研究对象。

为了提升实证结果的有效性和完整性，对初始的数据进行了如下的筛选和剔除：

1. 剔除在2017-2022年间新上市的企业。
2. 剔除在2017-2022年间退市的企业。
3. 剔除企业名称中含有ST、\*ST 的企业。

根据上述的原则进行筛选和排除后，最终确定了117家上市房地产企业作为样本展开研究。“三道红线”政策于2021年1月1日正式开始实施，由于疫情影响，大量样本房企的2022年度财务报表尚未公布，因此本文选取2017年12月至2021年12月共四年的房地产上市企业的年度相关财务数据，并通过选取的117家房地产上市企业的年度财务指标分析“三道红线”对房地产企业融资的影响研究。

表5.4 样本列表

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 企业代码 | 企业名称 | 企业代码 | 企业名称 | 企业代码 | 企业名称 | 企业代码 | 企业名称 |
| 002208 | 合肥城建 | 000615 | 奥园美谷 | 600340 | 华夏幸福 | 600503 | 华丽家族 |
| 002244 | 滨江集团 | 000620 | 新华联 | 600466 | 蓝光发展 | 600510 | 黑牡丹 |
| 002285 | 世联行 | 000631 | 顺发恒业 | 600007 | 中国国贸 | 600533 | 栖霞建设 |
| 002305 | 南国置业 | 000667 | 美好置业 | 600048 | 保利发展 | 600565 | 迪马股份 |
| 002314 | 南山控股 | 000656 | 金科股份 | 600064 | 南京高科 | 600603 | 广汇物流 |
| 000002 | 万科A | 000671 | 阳光城 | 600067 | 冠城大通 | 600604 | 市北高新 |
| 000006 | 深振业A | 000718 | 苏宁环球 | 600077 | 宋都股份 | 600606 | 绿地控股 |
| 000014 | 沙河股份 | 000720 | 新能泰山 | 600082 | 海泰发展 | 600622 | 光大嘉宝 |
| 000011 | 深物业A | 000732 | 泰禾集团 | 600094 | 大名城 | 600638 | 新黄浦 |
| 000029 | 深深房A | 000736 | 中交地产 | 600145 | 退市新亿 | 600639 | 浦东金桥 |
| 000031 | 大悦城 | 000797 | 中国武夷 | 600159 | 大龙地产 | 600641 | 万业企业 |
| 000036 | 华联控股 | 000838 | 财信发展 | 600162 | 香江控股 | 600648 | 外高桥 |
| 000042 | 中洲控股 | 000861 | 海印股份 | 600173 | 卧龙地产 | 600649 | 城投控股 |
| 000048 | 京基智农 | 000863 | 三湘印象 | 600185 | 格力地产 | 600658 | 电子城 |
| 000056 | 皇庭国际 | 000882 | 华联股份 | 600208 | 新湖中宝 | 600657 | 信达地产 |
| 000069 | 华侨城A | 000886 | 海南高速 | 600223 | 鲁商发展 | 600663 | 陆家嘴 |
| 000402 | 金融街 | 000897 | 津滨发展 | 600234 | 科新发展 | 600675 | 中华企业 |
| 000514 | 渝开发 | 000909 | 数源科技 | 600246 | 万通发展 | 600665 | 天地源 |
| 000517 | 荣安地产 | 000918 | 嘉凯城 | 600266 | 城建发展 | 600683 | 京投发展 |
| 000540 | 中天金融 | 000926 | 福星股份 | 600322 | 天房发展 | 600684 | 珠江股份 |
| 000558 | 莱茵体育 | 000961 | 中南建设 | 600325 | 华发股份 | 600692 | 亚通股份 |
| 000560 | 我爱我家 | 000965 | 天保基建 | 600376 | 首开股份 | 600708 | 光明地产 |
| 000573 | 粤宏远A | 001914 | 招商积余 | 600383 | 金地集团 | 600716 | 凤凰股份 |
| 000608 | 阳光股份 | 001979 | 招商蛇口 | 600463 | 空港股份 | 600736 | 苏州高新 |
| 600823 | 世茂股份 | 002016 | 世荣兆业 | 601155 | 新城控股 | 600748 | 上实发展 |
| 600846 | 同济科技 | 002133 | 广宇集团 | 601512 | 中新集团 | 600743 | 华远地产 |
| 600848 | 上海临港 | 002146 | 荣盛发展 | 601588 | 北辰实业 | 600773 | 西藏城投 |
| 600895 | 张江高科 | 002968 | 新大正 | 603506 | 南都物业 | 600791 | 京能置业 |
| 600807 | 济南高新 | 300917 | 特发服务 | 603682 | 锦和商业 |  |  |

# 第5章 实证结果和分析

## 第一节 描述性统计

表5.5 描述性统计表

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 变量名称 | 观测数 | 均值 | 最小值 | 最大值 | 中位数 |
| Y1 | 493 | 55.55 | 9.74 | 91.61 | 55.78 |
| Y2 | 494 | 63.22 | -168.40 | 710.30 | 42.10 |
| Y3 | 461 | 3876.00 | 3.07 | 872954.00 | 126.60 |
| Efr | 493 | 19.43 | 0.80 | 348.90 | 11.81 |
| Cfr | 493 | 17.39 | 0.07 | 57.75 | 13.24 |
| Edfr | 493 | 11.54 | -276.30 | 78.95 | 12.43 |
| Ffr | 493 | 4.25 | -0.68 | 35.61 | 3.12 |
| Dfr | 289 | 7.90 | 0.18 | 33.15 | 6.71 |

在所选117家上市房地产企业组成的面板数据中，可以得出以下结论。在2017-2021年间，这些房地产企业的“剔除预收款后的资产负债率”在9.74%~91.61%之间，中位数为55.78%；“净负债率”在-168.40%~710.30%之间，中位数为42.10%；“现金短债比”在3.07%~872954%之间，中位数为126.6%；“股权融资率”在0.8%~348.8%之间，中位数为11.81%，“商业信用融资率”在0.07%~57.75%之间，中位数为13.24%；“内源融资率”在-276.3%~78.95%之间，中位数为12.43%；“财政融资率”在-0.68%~35.61%之间，中位数为3.12%；“债券融资率在”在0.18%~33.15%之间，中位数为6.71%。

## 第二节 双向固定效应模型回归

确定使用双向固定效应回归。在对面板数据进行全样本回归后的到如下的结果：

表5.6 双向固定效应回归结果表

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) |
| 变量名称 | Y1 | Y2 | Y3 |
|  |  |  |  |
| Efr | -0.848\*\*\* | -3.285\*\*\* | -247.4 |
|  | (0.108) | (0.946) | (830.8) |
| Cfr | -0.203\*\*\* | -0.485 | -252.6 |
|  | (0.0387) | (0.400) | (277.3) |
| Edfr | -1.035\*\*\* | -3.678\*\* | 1,293 |
|  | (0.173) | (1.446) | (1,739) |
| Ffr | 0.0680 | -0.050 | 9,370 |
|  | (0.159) | (2.578) | (6,837) |
| Dfr | 0.287\*\* | 1.508\*\* | -3,245 |
|  | (0.119) | (0.689) | (2,974) |
| Constant | 85.23\*\*\* | 183.0\*\*\* | 6,419 |
|  | (2.576) | (24.23) | (14,726) |
|  |  |  |  |
| Observations | 289 | 289 | 285 |
| R-squared | 0.657 | 0.154 | 0.138 |
| Number of Corp | 81 | 81 | 81 |

Robust standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Efr；Cfr；Edfr；Ffr；Dfr分别代表解释变量中的X1~X5，其中根据回归结果可以看出被解释变量Y1和解释变量X1~X5之间的具有较高的相关性；被解释变量Y2和解释变量X1~X5之间具有较高的相关性；被解释变量Y3和解释变量X1~X5之间不具有相关性，因此根据双向固定效应模型的理论基础，本文实证分析部分将只对Y1和Y2这两个被解释变量的回归结果进行分析。

## 第三节 稳健性检验

表5.7 稳健性检验

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) |
| 变量名称 | F.Y1 | F.Y2 | F.Y3 |
|  |  |  |  |
| Efr | -0.219 | -0.661 | -39.52 |
|  | (0.193) | (0.953) | (26.83) |
| Cfr | 0.0186 | -1.574\*\*\* | -4.955 |
|  | (0.0737) | (0.544) | (5.092) |
| Edfr | -0.800\*\*\* | -1.659 | 38.36 |
|  | (0.229) | (1.396) | (43.92) |
| Ffr | -0.0191 | 1.668 | 58.84 |
|  | (0.254) | (2.086) | (49.87) |
| Dfr | 0.0430 | 0.271 | -0.238 |
|  | (0.147) | (0.863) | (15.52) |
|  | -0.421 | -5.101 | 13.91 |
|  | (0.830) | (5.905) | (130.5) |
|  | 3.721\*\*\* | -10.31 | -21.38 |
|  | (1.165) | (8.217) | (194.2) |
|  | 2.886\* | -15.97 | -419.3 |
|  | (1.554) | (9.880) | (283.1) |
| Constant | 72.72\*\*\* | 154.6\*\*\* | 305.4 |
|  | (4.595) | (26.15) | (630.9) |
|  |  |  |  |
| Observations | 226 | 226 | 224 |
| R-squared | 0.314 | 0.073 | 0.036 |
| Number of Corp | 81 | 81 | 80 |

Robust standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

由于在房地产行业中，许多财务指标不仅受到同期因素的影响，有可能会受到同一科目上一个会计期间的数值的影响，例如房地韩企业货币资金的科目金额不仅取决于当前会计期间的货币资金留存数值，还在一定程度上与过去各期的货币资金流入有关。因此本文选用变量滞后一期进行双向固定效应回归来检验回归结果的分析，这种方法可以很好的解决解释变量之间的内生性问题。结合上表的回归结果发现，在滞后一期稳健性检验下，五个核心解释变量的系数正负未发生明显变化，且系数的大小保持良好的稳定性，其他指标的系数显著程度也和上表中的回归结果相似。

## 第四节 回归结果分析

（1）由表5.7中第一列的回归结果可得：

从上述的回归结果中我们可以看出，样本房地产企业的“股权融资率”；“商业信用融资率”；“内源融资率”对“剔除红线后的资产负债率”的影响系数均为负数。这说明房地产企业增加自身的“股权融资率”，“商业信用融资率”，“内源融资率”可以有效的减少“剔除预收款后的资产负债率”这个财务指标，其中，1单位“股权融资率”的增大会导致“剔除预收款后资产负债率”0.848单位的减小；1单位“商业信用融资率”的增大会导致“剔除预收款后的资产负债率”0.203单位的减小；1单位“内源融资率”的增大会导致“剔除预收款后的资产负债率”1.035单位的减小。而“债券融资率”对“剔除预收款后的资产负债率”的影响系数为正数，1单位“债券融资率”的增大会导致“剔除预收款后的资产负债率”0.287单位的增大。“财政融资率”对“剔除预收款后的资产负债率”没有较强的相关影响。

（2）由表5.7中的第二列回归结果可得：

从上数的回归结果中我们可以看出，样本房地产企业的股权融资率、内源融资率对被解释变量Y3的影响系数均为负数，债券融资率对被解释变量Y3的影响系数为正数，商业信用融资率和财政融资率对被解释变量Y3的影响并不显著。这说明在房地产企业中，股权融资比率和内源融资比率的增大会导致“净负债率”这个财务指标的降低；而债券融资比率的增大会导致“净负债率”的升高。其中，1单位股权融资率的增大会导致“净负债率”3.285单位的减小，1单位股权内源融资率的增大会导致“净负债率”3.678单位的减小，1单位债券融资率的增大会导致“净负债率”1.508单位的增大。

综上所述，我们可以得出住房城乡建设部和人民银行提出的房地产行业融资管理“三道红线”中的第二道将会促使房地产企业扩大自身的股权融资和内源融资占比；减小企业自身的债券融资占比。

第5章主要通过实证研究方法对“三道红线”中的三个归置指标和房地产企业5类融资的占比进行了相关性的探讨，首先确定了解释变量和被解释变量，然后以此为基础建立多元回归模型，利用Hausman检验选择了双向固定效应模型。最后以117家房地产上市企业的2017年至2021年间共5个年度财务报表中提取的数据作为研究对象，进行回归分析和稳健性检验。实证分析结果表明：“三道红线”政策对房地产企业股权融资率、商业信用融资率、内源融资率的影响为正；对房地产企业债券融资率的影响为负。

# 第6章 对策建议

本章针对理论以及实证分析结果，将对最后的研究结论进行阐述，在此基础上促进“三道红线”推进房地产企业降低高杠杆高负债的积极作用得到充分的发挥，也为房地产企业如何在融资新规实行下合理拓宽融资渠道提出具体的对策和建议。

## 第一节 针对房地产企业的建议

（1）房地产企业应结合具体的财务状况调整自身融资结构，按照“三升高一降低”的核心观念，调高融资端的股权融资率、商业信用融资率以及内源融资率；调低融资端的债务融资率。

（2）扩大股权融资的占比。从表中的数据结果可以看出，在新规实行后的房地产行业中，很多大型房地产企业都采用了增发配股的方式来扩大股权融资的占比，以此来降低整体的融资成本，优化自身的财务结构。

（3）发展房地产服务延伸的业务，分拆上市。房地产企业在发展服务延伸业务的时候，具有先天的优势。他们可以从自身的楼盘着手开始发展物业、租赁、康养以及大健康产业，并且一开始就享有现成的私域流量。将这些业务发展到一定规模化后可以进行上市，可以为合并报表后的母公司带来利润的增加，同时也能为其母公司释放一部分流动性。

（4）缩短项目周期，提升资金周转速率。房地产企业可以考虑适当牺牲一部分利润换取更高的销量，随着疫情对国内外金融市场上造成的负面影响，我国房地产市场的民用住宅销量一直处在较低的位置，以至于很多房企的期房交付都出现了烂尾的现象。再加上新规的实行，房地产企业急需获得非常高的销量来回收资金，这样才能使得回款资金速率大于负债增速，最终体现在财务报表中的“剔除预收款后资产负债率”和“净负债率”的降低。

## 第二节 针对监管层面的建议

（1）加强对房地产企业表外融资的监管。新规实行后，大量房地产企业采用增加合作项目的方式来分散自身的财务风险。利用合联营企业不用并表的特点，将原本在表内的债务转移至表外。这样的策略虽然有助于方资产企业将债务指标控制在监管范围内，但实际上其负债规模并没有降低，在这样的背景下，房企的贷款仍然可能过度膨胀，催生影子银行业务，对我过房地产金融业体系造成了潜在的系统性风险。

（2）加强对房地产企业财务指标中商业汇票的监管。论文上述的研究说明了“三道红线”政策对于房地产企业融资结构的影响，房地产企业争相降低自己的有息债务规模来适应政策的监管。从财务分析的角度看，有息负债的规模不仅可以通过调节融资结构来实现转型，还可以通过将有息负债的转移到商业汇票的方式实现。根据RESSET 数据库收集的数据，截至2021年底，我国房地产企业应付票据的规模同比增加了36.8%。商业票据作为一种融资手段，可以帮助房地产企业形成很难被监管到的融资渠道，然而当房企的偿债压力较大、盈利能力降低时，商业票据违约的风险就会大大增高。“三道红线”主要对房企的有息负债作出了明确规定，商业票据是一种信用性票据，并不计入有息负债，但其过快的增长同样会给房地产企业带来高杠杆、高负债的财务风险。因此建议相关监管部门对房地产企业商业票据规模也进行一定程度的监管。

# 第7章 结论

本文理论研究部分介绍了房地产产业融资的主要特点，查阅相关案例和文献得出了规制政策中三个财务指标和五类融资率的计算公式，结合过往学者对房地产领域内的国家政策和房地产企业融资端的内生逻辑的研究，最后得出规制政策对房地产企业融资端产生的影响。

本文实证部分选取了177家房地产上市企业作为实证研究对象，对“三道红线”规制政策对房地产上市企业融资的影响建立了模型并且进行了多元线性回归分析，根据回归结果中解释变量的正负以及显著性的大小得出各类融自占比的变化对企业三个财务比率的影响，最后再通过规制政策中的具体要求，来判断“三道红线”政策对房地产企业融资端所产生的的影响。

“三道红线”规制政策中的第一条是“房地产企业剔除预收款后的资产负债率不得大于70%”。结合上述的实证结论，房地产企业可以通过融资端增大股权融资率；商业信用融资率和内源融资率，降低债券融资率的方式，来降低房地产企业报表中“剔除预收款后的资产负债率”的数值，使其能更好的应对规制政策的监管。这一部分实证结论也和上文中的文献综述和理论分析大致相同。究其原因，主要有以下几点：首先，我国现存的房地产企业的融资渠道相对单一，在房地产企业整体融资结构中有近70%的资金是来源于银行贷款和预收账款，也正因如此导致我国房地产企业普遍存在着“高负债，高杠杆”的财务风险，相关管理部门监管“剔除预收款后的资产负债率”也是为了监督房企积极调解自身的财务杠杆，使其达到一个风险较小的状态。其次，房地产企业的主营业务大多为规模较大的项目工程，其完工的周期较长，因此在项目推进过程中，资金的回笼需要大量的时间，且目前的房产购买者大部分都不会采用全款支付的方式来支付房款，因此会导致房地产企业在后续的经营中产生恶性的资金循环，不断的采用融资成本较高的融资方式来获得资金，随着这种恶性循环不断的加重，企业有息负债的边际效应也会逐渐下降，将这种低效率高风险的危机传导给向房地产企业放贷的银行，最终造成房地产业和金融业的系统性风险。根据融资权衡理论，适当的保持一定的负债，同时增大房企本身的内源融资占比，可以有效加大资金在房地产项目中的流通效率，有助于帮助房地产业和金融业发生此类系统性风险。最后，我们可以得出住房城乡建设部和人民银行提出的房地产行业融资管理“三道红线”中的第一道将会促使房地产企业扩大自身的股权融资占比、商业信用融资占比以及内源融资占比；减小企业自身的债券融资占比。

“三道红线”中的第二道红线是房地产企业净负债率不得大于100%，从财务核算的公式来看，净负债率的分子为净负债，分母为净资产。如果企业需要降低自身的净负债率，可以通过减小分子扩大分母的方式，即增大房企自身的净资产，扩大房企自身的净负债。综合上述实证结论，房地产企业可以从融资端增大股权融资占比和内源融资占比，或是降低债券融资占比等方式，来有效促进房企自身的净负债率降低到红线中所标的的数值。自住房城乡结合部和人民银行2020年8月提出房地产企业融资管理“三道红线”以来，很多净负债率不达标的房企都采用了控制负债、增多表内资金和提高所有者权益手段，实现对净负债率的控制。体现在融资端的战略有，增加发行房企自身的配额股票、增加少数股东权益以及分拆房地产母公司的优质资产用于IPO等。例如碧桂园分拆其母公司物业板块的资产上市为碧桂园服务，万科A分拆其母公司物业板块的资产上市为万科物业。这些头部房地产企业的战略性决策，从融资端的角度来看都是扩大了企业自身股权融资的占比，以此来快速的增厚企业自身的净资产，降低债务融资的需求，从而最终达到降低净负债率的目的。虽然房企增加股权融资率可以有效的降低净负债率，但一般来说，房地产企业增加股权融资率的前提，是其自身的债务融资渠道严重收缩或是其企业财务结构需要进行优化，市场对这一类的房地产企业并不会抱有太高的预期。因此在不被市场所看好的房地产企业中，一味扩大股权融资率可能会导致企业自身的股票价格下跌，甚至会在一定程度上降低归母公司的净利润，从财务管理的角度看，房地产所有者权益的增加还会降低房企的净资产负债率。在这种情况下，提升房企自身的盈利能力就显得尤为重要，虽然上述头部房企的这种战略投资、拆分优质资产上市的方式可以快速的减小净负债率，但是并非长久之计，为了保证房企净资产的持续增长，留存收益的结转和利润的收入才是最具有可持续性的方式。而内源融资率的分子正是由盈余公积和未分配利润二者之和构成，因此房地产企业在面对第二道红线“净负债率”的监管时，提升内源融资率也是一个行之有效的决策。

最终通过理论和实证分析得出以下结论：

（1）“三道红线”政策会促使房地产企业改良融资结构，从融资端来看表现为提升股权融资占比、商业信用融资占比和内源性融资占比。

（2）“三道红线”政策会促使房地产企业减缓有息负债规模的上升，从融资端来看表现为降低债券融资的占比。

（3）“三道红线”政策对房地产企业的融资的影响显著，对房企高负债，高杠杆的现象，同时应该考虑对房企的“商业汇票”进行监管。

# 参考文献

[1]虞晓芬,冯香妮,张利花.房地产调控政策对房地产企业经营业绩的影响—

国有与非国有上市企业比较分析[J].浙江工业大学学报(社会科学版),2021,20(01):66-73.

[2]吴可.宏观调控政策对房地产上市公司的影响研究[J].经营与管理,2019(02)

[3]周芳,常志芳.“三道红线”对房地产企业的影响研究[J].中国储运,2022(01)

[4]李春莲,张晓玉. 上市房企三季报有人欢喜有人忧 荣盛发展晋升绿档房企

业阵营[N]. 证券日报,2021-11-01(B02)

[5]艾振强.超投模式，有助突围“三道红线”[J].城市开发,2021(20)

[6]岑泽斌,王华兵.基于“三道红线”政策引发的对房地产企业降负债的思考

[J].产业与科技论坛,2021,20(19)

[7]付巍.“三道红线”下房地产企业融资策略分析[J].投资与合作,2021(05)

[8]李茜.“五道红线”在房地产金融市场中风险防范的作用[J].财富时

代,2021(06)

[9]孙红. 货币政策对我国房地产企业的影响研究[D].沈阳工业大学,2021.

[10]付彦妮. “营改增”对A房地产企业税负的影响研究[D].西南大学,2020.

[11]刘建国,杨卫东.房地产行业上市公司融资结构与公司绩效实证浅析[J].东

理工大学学报(社会科学版),2009,24(01)

[12]孙翠兰.我国房地产融资方式的比较、选择与调整[J].金融论坛,2005(11)

[13]孟伦. “三道红线”监管背景下新城控股集团融资方案研究[D].兰州理工

大学,2021.

[14]张怡媛.融资新规对房地产企业的影响及应对策略研究[J].质量与市

场,2021(24)

[15]卢玮哲.关于商业银行对房地产企业授信评估的财务风险识别[J].商业经

济,2022(04)

[16]张鹏晖.房地产企业预售房款会计核算存在的问题和措施分析[J].商

讯,2021(22)

[17]王丽新. 28家房企逾3万亿元有息负债待偿 现金短债比逼近红线的公司

该如何应对？[N]. 证券日报,2022-04-13(A03)

[18] Masulis R W, Wang C, Xie F. Globalizing the boardroom—The effects of foreign directors on corporate governance and firm performance[J]. Journal of Accounting and Economics, 2012, 53(3)

[19]Korajczyk R A, Levy A. Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints[J]. Journal of financial economics, 2003, 68(1)

[20]Wenzel P, Daiber A, Oelze M, et al. Mechanisms underlying recoupling of eNOS by HMG-CoA reductase inhibition in a rat model of streptozotocin-induced diabetes mellitus[J]. Atherosclerosis, 2008, 198(1): 65-76.

[21]Korajczyk R A, Levy A. Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints[J]. Journal of financial economics, 2003, 68(1)

# 致谢

四年的大学时光充实而又短暂，值此毕业之际，四年的耕耘化作毕业成果，由此来检验我在大学阶段的学习成果。

首先，感谢上海大学管理学院提供的学习资源和学习氛围，在四年的求学生涯中培养了我高效的学习能力。毕业后走出校门，我也会谨遵校训“自强不息，先天下之忧而忧，后天下之乐而乐”。

其次，十分感谢我的导师吴建刚老师。在我刚着手写论文之前，吴建刚老师就提前对我的想法作出了指导，并且在初期的研究方向上为我指明了方案。后续的论文进程中，由于新冠疫情的影响，学校的学习生活较往常多了很多的不便。吴老师不仅在学术上为我解答了疑惑，还在生活中为我们提供了很大的便利，真正做到了亦师亦友。在论文撰写过程中，老师认真负责，不厌其烦的向我解释实证研究相关的理论知识，并认真给出建议。在论文修改中，老师细致严谨，指出我的小问题，即使是一个标点也难逃法眼。在老师的指导下，我收获良多。不仅是专业论文的规范写作，还有对待工作认真守时的态度。在以后的工作中，我将会将这种态度保持下去，展现上大人的优良风采。在此，再次感谢我的导师，感谢导师在这段时间的悉心指导。

最后，作为一名退伍大学生士兵我想要对上海大学武装部道一声感谢。两年部队生活带给我了坚毅的性格和博大的胸襟，退伍复学后，武装部的全体老师能及时的为我们解决学习生活面的困难，带给我了很多温暖和感动，在以后的学习生活中我将继续发扬退伍学生的优良品质。

感谢阅读此文的老师们，与你们相遇十分荣幸！