

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741 _____

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 轻资产运营模式下房地产企业财务风险
控制研究——以保利为例

研究生姓名: 何洋

指导教师姓名、职称: 袁有赋 副教授 孙彦丛 注册会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 企业理财与税务筹划

提交日期: 2022年6月1日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 何洋 签字日期： 2022.6.2

导师签名： 袁有斌 签字日期： 2022.6.6

导师(校外)签名： 孙彦斌 签字日期： 2022.6.8

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分內容。

学位论文作者签名： 何洋 签字日期： 2022.6.2

导师签名： 袁有斌 签字日期： 2022.6.6

导师(校外)签名： 孙彦斌 签字日期： 2022.6.8

**Research on Financial Risk Control of Real
Estate Enterprises under Light Assets
Operation Mode-taking Poly as an Example**

Candidate :He Yang

Supervisor:Yuan Youfu Sun Yancong

摘 要

在过去的二十多年里,我国房地产行业的迅猛发展,有效地促进了整个国民经济的发展,许多房产企业赚的盆满钵满,于是,更多的企业争相涌入房地产行业,使得房企间的竞争日趋激烈。同时,随着国家房产调控政策的逐步落实,以及房地产市场供求关系的变化,很多三四线城市的房产已出现了供大于求的局面,房企将面临已经来到的冬天。房产建设初期需要投入大量资金,而且建设期长,资金周转慢,所以,作为以重资产运营为特征的房产企业将面临严峻的考验,原有经营模式的弊端日益明显,房产企业资金链断裂的情况频频出现。为了应对诸多挑战,房企都在积极寻找并创建新的运营模式,走轻资产运营的道路,以期实现战略转型。保利作为最早转型的企业之一,它的轻资产运营有其特殊性,轻资产运营模式下的财务风险问题,有可借鉴的经验和启示,也有进一步完善的空间。

本文运用财务指标分析、财务风险全过程控制等方法对保利财务风险追根溯源。从轻资产战略的转型背景出发,首先介绍了保利的基本情况,而后深入分析保利的轻资产战略的实施路径,再结合保利轻资产运营后的具体情况,识别其战略转型后在筹资、盈利、营运及现金流量各角度而产生的风险,并运用因子分析法来评价保利的财务风险,又结合财务风险分析和评估的结果找出内外部成因。分析表明,轻资产运营整体上能够在对抗财务风险方面产生积极作用,但也不完全相关,因为风险的不确定性很大,应在继续推进轻资产运营的前提下,识别和评价分析财务风险。最后根据分析结果提出保利轻资产战略转型下的财务风险控制对策。

关键词: 保利 轻资产 财务风险 风险控制

Abstract

In the past twenty years, the rapid development of China's real estate industry has effectively promoted the development of the whole national economy. Many real estate enterprises have earned a lot of money. Therefore, more enterprises rush into the real estate industry, and the competition between real estate enterprises is becoming increasingly fierce. At the same time, with the gradual implementation of the national real estate control policies, as well as the changes in the supply and demand of the real estate market, many third and fourth tier cities have seen a situation of oversupply of real estate, housing enterprises will face the winter has come. In the early stage of real estate construction, a large amount of capital needs to be invested, and the construction period is long, and the capital turnover is slow. Therefore, as a real estate enterprise characterized by heavy asset operation, it will face a severe test. The disadvantages of the original business model are increasingly obvious, and the capital chain fracture of real estate enterprises frequently appears. In order to cope with many challenges, real estate enterprises are actively looking for and creating new business models, taking the road of asset-light operation, in order to achieve strategic transformation. As one of the earliest enterprises to transform, Poly has its particularity in its asset-light operation. There are experiences and inspirations for the financial risks under the asset-light operation mode, and there is also room for further improvement.

This paper uses financial index analysis, financial leverage effect, the whole process of financial risk control and other methods to trace poly financial risks. From light assets strategic transformation background, first introduced the basic situation of poly, and then analyzes the implementation of the strategy of asset light path of the poly, poly light

after the assets operation, combining the specific situation, identify its strategic transformation in financing, profitability, operating and cash flow after the Angle of risk, and USES factor analysis to evaluate the financial risk of the poly, Combined with financial leverage to analyze the internal and external causes of risk. The analysis shows that, as a whole, asset-light operation can play a positive role in combating financial risks, but it is not completely relevant, because the uncertainty of risks is very large, and financial risks should be identified and evaluated under the premise of continuing to promote asset-light operation. Finally, according to the analysis results, the financial risk control countermeasures under poly's asset-light strategic transformation are proposed.

Keywords: Poly; Light asset; Financial risk; Risk control

目 录

1 绪 论	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究目的及意义.....	2
1.2.1 研究目的.....	2
1.2.2 研究意义.....	2
1.3 国内外研究现状.....	3
1.3.1 轻资产运营模式研究综述.....	3
1.3.2 财务风险控制研究综述.....	5
1.3.3 文献述评.....	6
1.4 研究内容及方法.....	7
1.4.1 研究内容.....	7
1.4.2 研究方法.....	8
1.5 技术路线图.....	8
2 相关概念和理论基础	10
2.1 相关概念界定.....	10
2.1.1 轻资产与重资产.....	10
2.1.2 财务风险及其分类.....	10
2.1.3 财务风险分析.....	11
2.2 相关理论基础.....	12
2.2.1 财务风险管理.....	12
2.2.2 财务杠杆效应.....	12
2.2.3 财务风险控制内容.....	12
2.2.4 房地产企业轻资产运营模式.....	13
3 保利轻资产运营模式下的财务风险识别	15
3.1 保利简介.....	15
3.1.1 公司概况.....	15

3.1.2 保利转型轻资产运营的背景.....	15
3.1.3 保利轻资产运营模式实施概况.....	18
3.2 保利轻资产运营模式下财务风险识别.....	20
3.2.1 筹资风险.....	20
3.2.2 投资风险.....	23
3.2.3 营运风险.....	26
3.2.4 现金流量风险.....	29
4 保利轻资产运营模式下的财务风险评价.....	32
4.1 财务风险评价指标的确定.....	32
4.2 财务风险评价模型的构建.....	32
4.3 因子分析的结果.....	38
5 保利轻资产运营模式下的财务风险成因及控制建议.....	39
5.1 保利财务风险成因分析.....	39
5.1.1 保利财务风险外部成因.....	39
5.1.2 保利财务风险的内部成因.....	39
5.2 财务风险控制建议.....	40
5.2.1 减少融资成本.....	40
5.2.2 加强投资管理.....	41
5.2.3 提升存货周转速度.....	42
6 结论与启示.....	44
6.1 研究结论.....	44
6.2 启示.....	45
参考文献.....	47
后 记.....	51

1 绪论

1.1 研究背景

房地产是对国民经济的作用不言而喻,所以整个房地产行业的良性发展对于经济的繁荣稳定昌盛发展有着很巨大的贡献。住房体制改革以来,房地产行业进入繁荣发展阶段。那时的房地产企业他们采用的是重资产运营模式,通过大力运用债务融资产生高财务杠杆、买卖土地赚取差价、只管一味地投入资金等行为来获取暴利,实现房地产行业空前的发展。房地产企业该模式下的核心是持有土地,而整个经营环节从拿地、项目建设开发和最终销售都包括在内,长此以往,我国房企融资的方式主要包含外部融资,自有资金远远不足以支持后续的项目投入,故而不得不预售房屋和销售现房来实现资金回流。这种方式下资产负债率大幅提升,增加企业自身的财务风险的同时又增加了房屋销售公司的财务风险。因为资金使用量大,经营性现金流量很低,如果房地产企业的某一运行流程出现一点失误,马上可能面临资金链断裂的风险,引发破产。由此引起的诸多经济问题也随之出现,例如购买者或企业投机炒房,房价攀升等现象层出不穷。再加上房地产行业的现状就不是以前的增量市场而是存量市场,换句话说就是处于供大于求的状况。正是因为房地产行业对经济的重要性,国家宏观调控必不可少。因此,国家颁布相关法律,旨在严厉打击购房投机和炒房行为,自此房地产行业由发展期进入调整期。伴随着土地价格上涨幅度较大、企业同质化严重等问题,房地产企业面临巨大的挑战。在房地产行业逐渐走向成熟的过程中,该行业仍然是国民经济的支柱性产业。政府出台了一系列限购、限价、财政以及货币政策等宏观调控方案策略,来整顿房地产行业的恶性发展行为,促进实现行业的绿色可持续发展。

当下房地产企业的转型之路踏上轨迹,轨道上应关注的是如何整合优质资源、如何对产业结构进行优化以及如何为企业创造价值。轻资产运营关注的不再是整个环节,而是某个或某几个环节,往往这种环节可以为企业创造经济增加值,而剩余环节就由更为专业的团队代做或者与别人合作,在此过程中充当着管理者。轻资产运营模式,就是通过引入房地产金融来降低融资成本,增加融资渠道;通过合作减少资金投入、共担风险;改变原来的销售方式,由销售产品到服务,以

实现资金周转速度加快，并且开发轻资产产品系列从而减少固定资产的比例。近年来，国内许多大型房地产企业也在纷纷尝试独具特色且发展较好的轻资产运营策略，比如越秀地产 REITs，万达的“万达金融”，凯德的“全产业链模式”，万科的“触网金融”等。

本文选取保利发展企业进行案例研究，因为保利是早期开启转型模式的企业之一，2012年保利发展集团开始从战略部署上转型轻资产，母公司身先士卒，先从代建业务开始发展，逐步开发其他轻资产服务比如养老服务和社区服务等，现下已成为可以影响房地产轻资产转型的企业，具有相关行业代表性。轻资产带来的不止良好的转变，也需要关注是否由此存在相应财务风险问题。

1.2 研究目的及意义

1.2.1 研究目的

在上述研究背景下，本文针对有代表性的国有大型房地产企业——保利发展的财务风险控制问题进行了具体的研究与论述。本文从投融资、运营和现金流这几个模块针对可能会发生的财务风险运用一系列方式方法分析以便于识别保利发展集团由于轻资产运营转型引起的财务风险，接着构建评价体系采用因子分析的方法进行风险评价，有助于帮助转型轻资产的房企及时管控财务风险，从之前的分析可得，推进轻资产模式的企业真的很有必要加强财务风险控制。另外，本文对于保利发展集团有针对性地提出相应的意见，提高其他向轻资产转型企业控制风险的能力水平，也可以对其提供参考、借鉴与启示。

1.2.2 研究意义

从理论的角度出发，在研究之前查阅了大量有关文献，无论是在研究和实践中，我国房地产行业轻资产运营还没有完全成熟，轻资产运营成熟的行业主要是高新技术行业，而房地产行业轻资产方面研究偏多的是战略研究和绩效研究，对于财务风险控制研究相对而言偏少，所以从理论意义上，期望能为房地产轻资产运营财务风险控制方面进行补充丰富。

从实践角度出发，房地产行业有很多优秀的企业，其中就包括保利发展集团，

它是保利集团中开发地产的部分，但是对于保利的研究较少，反倒集中于研究万达、万科、绿城等，这几家运作轻资产比较高调且也各具特色，而我选择保利的原因是在 2012 年实施轻资产转型后，保利是以地产金融和社区服务为核心，同时又有很多措施并举的全面轻资产，具有其特殊性，所以对于其研究具有典型意义。文章大背景是轻资产运营会带来的财务风险影响，且主要研究如何控制其带来的财务风险，与此同时希望能为一些房企提供或多或少的借鉴，整个行业实现良性发展的美好期望。

1.3 国内外研究现状

1.3.1 轻资产运营模式研究综述

（一）轻资产运营模式

Georgiana Surdu（1990）最早的研究指出，随着全球化进程的加快，企业开始寻找交易成本最小化、价值最大化的途径。在这种情况下，轻资产企业尽量将自己的非核心业务外包划分出去，以稳固其首选战略的地位。Fen-may Liu（2011）研究分析得出轻资产运营模式非常适合于通讯行业，使企业有形资源的账面价值降低，能够达到降低企业运营成本的目的。认为轻资产经营模式具有创造独特资源、实现资源配置效率的特点。Wei-Kang Wang（2017）认为轻资产运营要以发展轻资产为业务核心，达到企业价值增值的目的，这里的轻资产，只能保持企业竞争力的核心关键资源。Ahmed（2018）通过研究两项会计要素-无形资产和负债，分析他们是否对于公司业绩产生相似又或是相反的作用。分析了几家出自马来西亚大型上市公司的经营与财务数据，结果表明，负债这一会计要素对公司效益有明显的负相关影响，但是无形资产就产生了显著的正向影响。

国内学者徐春游（2005）认为，要想实现资源合理配置，企业即使是以最小投资也要物尽所用，提高其资源利用率，达到股东利益最大化的战略目标，称为轻资产运营。李欣卓（2016）主张在所有她研究的实施轻资产运营的公司中，他们通过外包业务来控制成本。公司应注重品牌效应，从而提高顾客的忠诚度。张艳（2017）基于轻资产运营的财务角度不难发现轻资产模式的特点，主要是资金投入的规模不大，但所获投资收益性价比高。

（二）房地产企业轻资产运营模式

关于轻资产模式运用于房地产业的研究比较具有创新性，本身它又是典型的重资产行业，那么它对于轻资产运营模式的应用现状研究可以对比优势与劣势，让房地产企业选择适合自身情况的模式。国外学者的研究开始的更早一些，他们对于轻资产模式的具体应用方式进行研究，结论包括，CrowstonK（2015）以分工理论为基础，发现美国地产经纪人有其专业价值，为购销双方搭建了平台进行沟通，在整个产业链中是很重要的存在，发挥经纪人的重要性可以发挥更大的价值。Joh（2016）不仅可以运用传统融资方式，还可以采用流动性更强的信托基金的方式实现更为容易便捷的融资，有利于商业运营顺畅无阻。

国内学者也依据国内实际发展情况和自身情况寻求转型，谢金龙（2016）通过案例发现房地产轻资产运营对比重资产有零风险和不考虑资本化的优势。但是，轻资产也不应无尽的发展下去，万达发展前景大好与牢固的基础，为此很多企业甚至愿意主动提供财务支持。对于其他企业而言可能没有这么好的机会，并且轻资产的开发效率也偏低。刘桦和李英杰（2017）从房地产行业区别于其他行业的情况出发，认为企业的战略核心应放在发展人力资源上面，其次运用人力资源建立输出管理和服务为主的销售渠道，然后外包企业的非核心资源来实现总价值提升的效果。刘超杰（2017）在谢金龙的理论基础上做出补充，先是对万达转型后的收益比对分析，发现轻资产运营前后明显不同，转型非常助于提升它的盈利能力以及帮助提高其市场占有率，一定程度上缓解资金压力，更好的话还能壮大企业发展规模。由于万达的实施集中在高收益业务以此提升利润率获得高收益，相应地提出对抗风险的办法。个别房地产企业率先实施轻资产成果，也能够体现轻资产运营在房地产业中也是可以很好地适配的。李英杰（2017）提到由于转型的原因，重资产比例过低，致使通过传统渠道融资的能力大不如前，加上投资无形资产产生的收益不确定也不稳定，更何况外包的质量控制也存在潜在风险等，这些都是可能会出现的重要问题。所以刘祯和张伟等（2018）当前政策整治房地产行业乱象的背景下，房地产企业需要做出特色，所以发展轻资产转型是大趋势和大潮流，因为是不错的选择。赵伯廷（2018）主张，轻资产转型迫在眉睫，可以在充分考虑顾客需求与信息的基础上发展新型轻资产，为企业长久发展提供新路径，但也不是说轻资产运营就是万能的。王吉万（2018）研究发现，我国的轻

资产运营模式不仅含有积极的一面，也包括消极的一面。除了轻资产经营的优势外，其过度应用还会导致经济泡沫的出现。

1.3.2 财务风险控制研究综述

（一）财务风险

国外学者早于上两个世纪就开始研究风险，它是在经济管理活动中最值得关注和与之相关最密切的。Birgham（2012）讲述如果企业不采用财务杠杆效应，就会使每股收益的变动不及债务利息，换言之，企业无法偿还到期债务的可能性较大。Van Horne 和 Wachowicz（2018）认为财务风险不仅是已经存在或发生的风险，还包括到期无法偿债的潜在风险，这种潜在风险一旦发生就会对企业财务状况产生极端恶劣影响，严重时阻碍企业的发展，Ross（2018）对于偿债风险的定义是运用债券筹资的企业出现无法按期偿还债务本息状况产生的风险，它是财务风险最为主要的来源。

国内学者庄建新（2011）研究发现，法律制度的不完善和宏观环境的混乱将导致企业做出的决策有误，体现于基本结构不太合理，以致财务风险发生的可能性加大。李慧（2012）主张财务风险的发生是源于计划与实际经营业绩目标的差距，它是客观存在的，在实践中不可能让其完全消失，但可以想办法管控，减少发生的可能性或者减小损失。陈蕊（2017）深圳市某科技有限公司存在债务结构不合理、利润增长较慢、现金流为负值、管理体制不健全、风险意识淡薄等财务问题。风险指标的重要程度由低到高依次为经营风险、偿债风险、发展风险和利润风险。最后，根据研究结果，提出了帮助企业降低财务风险对应的解决方案对策，实现企业长期健康发展的战略目标。

（二）财务风险控制

Fitzpatrick（2009）比较分析运营正常的企业和破产的企业，对于处于经营状况不太好的企业有面临破产可能的企业，需要运用净资产负债率和净资产收益率这两指标建立风险预警模型，产生的效果最为明显。Trindade（2014）研究表明通过财务预算计划的编制也可以在一定程度上有效地管控企业的财务风险，因为公司必须为生产和经营的每个阶段编制具体的预算计划，以确定明确的目标和任务。Eswaran 和 Logeswaran（2015）他们构建的财务风险评价模型不仅结合多

变量财务指标，也包含了现金流量方面的指标，更为全面有效，在财务风险预警中发挥着关键性作用。

国内有关于财务风险的研究数量也在慢慢增加，王阳、高翠莲（2013）觉得企业要想控制其自身财务风险，就要在整个运行活动中保持控制，可以先建立一个预防与跟踪体制以及内部控制体系，最后设立应对措施来防备财务风险的发生，也就是保持一个持续的风险管理过程。张银平（2015）不仅要將注意力放在财务指标上，非财务指标也是很重要的。提出注重流动性管理的实施方案，构建房地产行业金融风险防范控制体系。在研究财务风险识别的前提下，有必要对其进行控制。黄小艳和张煜（2015）提出，如今很多企业会产生财务风险，主要是出于财务风险意识淡薄，以及没有合理配置资本结构，要么过于谨慎，要么过于激进，企业如果要有效控制风险，就有必要提升风险意识，加强对资本的控制，最重要的是不断建立和完善风险控制体系，最终实现财务风险水平状况良好或者更好。韩少军（2019）指出房地产企业财务风险的特性，需要通过改进资本结构，控制财务风险就先要强化财务风险规避意识并且采用多元化融资渠道分散财务风险。

对于轻资产转型下的财务风险控制，周长林和牟晶晶（2014）则是表示：第一，产权比率合理、偿债能力充足的企业，以负债融资为主要经营方式促进了轻资产战略转型；第二，轻资产运营企业投资的重点应放在研发和品牌建设上面；第三，提高库存周转率需要发挥供应链的主导作用。王卫星和徐光伟（2014）提出了通过一系列举措来缓解轻资产下的融资困境，比如外部的政府宏观调控，风险投资和资本市场改善，以及企业内部运用金融服务转型等方面的援助。贺小敏等（2015）研究表明，在轻资产转化过程中，企业仍然需要通过发展融资渠道获得资金。但随着成长阶段的来临，以抵押贷款、风投、自主融资等方式进行融资。直到成熟发展阶段，融资压力相较前两个阶段减小很多且融资形式更为丰富。

1.3.3 文献述评

通过阅读分析学者们的研究，可以知道他们对于轻资产运营和财务风险控制两方面均有涉猎，进行了深入探索，为后文轻资产运营模式提供了理论背景，对于财务风险控制方法，也为后文实施办法提供了思路与依据。从另一方面看对于某一具体行业转型不够丰富，尤其针对房产行业研究从数量上看较少，而即使是

这一行业也偏重于讨论战略、盈利模式和绩效管理等，对于财务风险控制的相关研究比较单薄。越来越多的房企开始准备和实施路径逐步走向轻资产运营模式转型的道路，是因为要适应环境的变化，与市场的发展，形成竞争优势才能更好生存。自然地，面对转型，企业得以成功的首要保障就是在整个过程有效且有针对性的提出控制举措，本文关注的要点正是基于房地产行业轻资产运营特征下可能发生的财务风险以及为控制风险合理建议。

1.4 研究内容及方法

1.4.1 研究内容

第一部分：绪论。为论文研究奠定背景基础。依次描述这篇文章研究的背景、目的、意义、相关研究综述、内容以及方法等，是整个论文写作的前提，也为此提供了文章的大背景并确立了大框架。

第二部分：相关概念和理论基础。先是从轻资产与重资产的定义出发深入了解两者存在的区别，接着深入学习梳理财务风险与财务风险分析方法知识。最后部分就是四个理论知识，第一是财务风险管理理论；第二是财务杠杆效应，第三是财务风险控制的内容，第四是房地产企业轻资产运营模式相关理论。

第三部分：保利轻资产运营模式下财务风险识别。首先介绍保利公司基本情况，其次运用财务指标分析法进行风险识别分析，可以看出轻资产运营对于保利发展集团产生的影响以及对其财务风险产生的影响，以便能进一步构建对应体系来评价该企业财务风险在轻资产背景下影响有多大。

第四部分：保利轻资产运营模式下的财务风险评价。运用因子分析法全流程对与财务风险相关的十二个财务比率指标搭建模型构建分析，根据综合评分表得出核心因子对财务风险的影响程度大小，以此评价财务风险影响因素。

第五部分：保利轻资产运营模式下的财务风险成因及控制。通过财务杠杆分析成因，给出财务风险控制建议，加强投资管理、增加融资促进周转及合理控制融资成本以此降低筹资风险、加快周转减弱营运风险和继续加大推进轻资产的运营实施布局。

第六部分：结论以及启示。首先对于本文得出的主要结论进行概括与总结。其次针对未来可能的发展方向是向保利转型轻资产运营模式的房企可以如何进行财务风险控制以及其自身建设。

1.4.2 研究方法

（一）案例分析法

本文运用的最主要的方法是案例研究法，查找多方数据分析研究对象保利发展集团。通过深入探究保利发展集团，结合房企轻资产运营模式的发展和现状，识别和分析了保利发展集团的财务特征和财务风险，在此基础上评价其财务风险和结合定性与定量分析轻资产背景下产生财务风险的成因，从分析的原因中找出相应的控制措施以应对主要财务风险。

（二）因子分析法

本文选取了一定程度上可以体现房地产业务财务风险状况的多个财务指标，运用因子分析法构建一套较合理的评价体系，进而分析财务风险的原因并采取措施予以控制。

1.5 技术路线图

本文的研究技术方法主要采用的是财务分析法与因子分析法，分别用于财务风险识别和财务风险评价，研究内容针对于房地产企业逐渐开始轻资产的转型，那么已经转型的企业选取保利作为案例研究，分析转型后可能会面临的财务风险，以及风险的大小，进而有针对性的提出控制建议，实验顺序就是按照先财务分析法，后因子分析法，研究深度是得出因子得分纵向对比企业的风险变动情况，但是选取指标并非完全准确，更多只是相关性强的构成联系。下面就是本文的技术路线图。

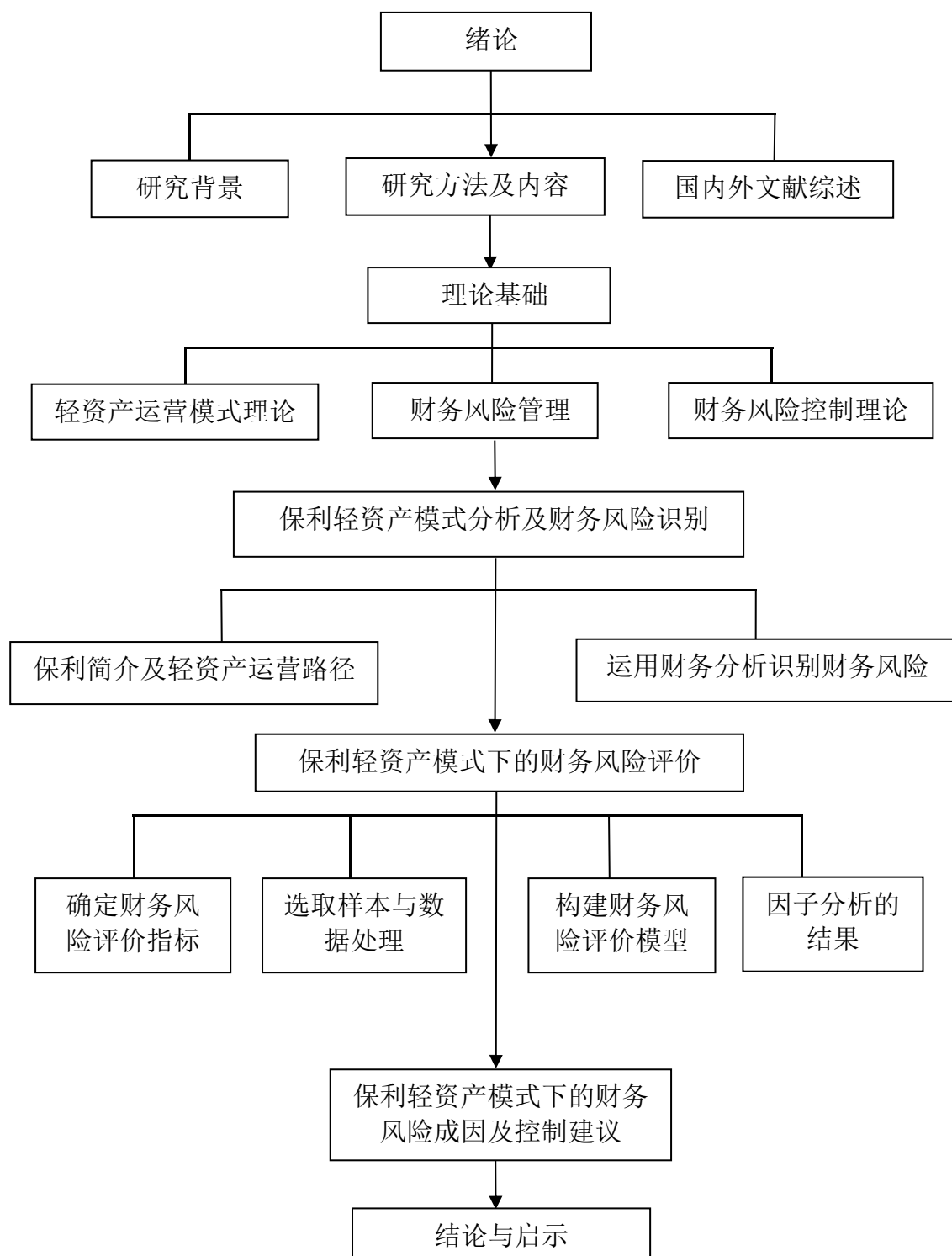


图 1.1 技术路线图

2 相关概念和理论基础

2.1 相关概念界定

2.1.1 轻资产与重资产

重资产，顾名思义，指的是大部分企业拥有有形资产，以期利用它升值获利，比如厂房、商品等，一般会出现以相对较大的资金投入获取较低的利润回报的情形。这类资产在初期属于基础资产的投入，即不可或缺资产，投产周期和运营周期越长，资金占用越大，则资产的类型也就越重，就是说在企业发展的后期，资产的创造力就会下降。出于上文提到过房地产总资产模式下的业务涵盖了价值链的全过程，然而获取资金的方式又是土地溢价收入、预售款和销售现房回流。运行流程是土地收购、滚动开发、产品快速周转、分享大量项目利润出去。然而，这种重资产房企主导了项目从拿地到建设再到开发销售以及最后的利润分享的全部过程，耗时长，极大影响企业可持续发展。

对于轻资产的概念，没有完全统一的定义，大致可以分为几种类型的资产或者资源：专利资源、品牌资源、客户关系、网络渠道等无形资产类的资源。这类资产与重资产形成鲜明对比，占用的资金较少，但可以为企业创造较大的价值回报，可以突出企业自身的优势和特点。轻资产战略是指企业在多元化金融服务过程中，企业可获得收益由资产增值转向服务增值，典型获取方式有品牌增值溢价、物业管理收入、其他提成及衍生收益等。在产业结构转型升级发展中，要想适应时代的转变，运用以价值为核心驱动力的经营战略不失为一个好方法。而对于非核心价值业务可以采用外包或者边缘化处理甚至直接取缔的方式实现企业的轻资产运营。但是轻资产与重资产并无好坏之分，而是适不适合企业的发展，应该因地因时因企业而异。

2.1.2 财务风险及其分类

目前，财务风险不是直接可以界定其概念的，首先从广义概念来看，出于财务风险存在的不确定性，有发生在任一环节的可能，而不是固定的。由于内外部

环境的较多变化因素,造成计划与实际产生差距,导致的损失即可确定财务风险。必须站在财务活动的整个过程,整体把握不可控因素和财务实质。狭义地讲,财务风险主要表现为偿债风险。理论上讲,若不存在负债资产就可以避免财务风险。财务风险的特征除了上面所讲的不确定性,还包括损失与收益性共生、客观存在性等。它的客观性产生于内外部环境发生的变化,也不是说它只会为企业带来财务风险,也有可能产生对应的收益,因为伴随着风险也是有收益与之共存的,并且倘若产生的风险越大,那么可能会获得的收益也会越大。实际工作中企业不可能清楚干净所有的财务风险,但可以采取有针对性的措施予以管控。

在财务风险管理的全过程中,按照不同的表现形式可以进行不同地划分,形成不一样的财务风险,本文的划分标准是按照来源划分成筹资、投资、营运及现金流量风险。筹资风险乍一看是因为举债引起的,但从本质上看是由资本结构的变动带来的风险,企业筹资渠道有两种,所有者投资和从外部借入资金,股权与债权分配问题会触发资本结构的变动,随之对财务风险产生影响。企业在经营过程中,为扩大规模和提高效益,往往不止投资一种项目或业务,而是很多种。然而由于收益与风险并存,企业无法确定投资项目能否达到预期收益。这种不确定性带来潜在的风险就表现于企业的偿付能力和盈利能力。营运风险是指企业在资产管理等方面运行失败而使经营活动达不到预期目的的可能性和损失。产生现金流量风险的原因是现金流入与流出时间点之间存在差距,若是企业不能获得足够的现金或现金等价物,企业可能就无法正常开展经营活动,发生严重的财务危机甚至影响到企业持续经营的情形也会应运而生。

2.1.3 财务风险分析

财务风险分析法通过四个能力分析并评价总结企业的经营状况与成果。这一方法既可以对企业过去的状况进行静态分析,还能动态预测企业的未来发展应注重的方向。要想比较准确地发现当前和未来业务流程中的风险因素可以采取综合利用企业的财务报表数据的办法,做出合理决策为企业的长期可持续发展提高保障及支持。

2.2 相关理论基础

2.2.1 财务风险管理

财务风险管理这门新的学科将前人拥有的风险管理经验和近现代科技新成就新发展有机结合而产生，风险识别、度量与控制是最为主要的三个环节，其中最为关键的环节是度量。它的终极目标是尽可能地降低财务和经营风险，为企业安全正常的可持续地开展经营活动提供保障，防范并避免现实和潜在的损失。要求管理者从最为经济合理的角度出发、在决策时必须考虑清楚成本与效率之间的关系，最后谨慎制定财务风险管理策略来应对风险。要本着经济、合理和有效的原则，防止追求财务风险管理的程式敷衍了事。由于风险的产生首先就是动态的过程，加上内外部环境总是不断变化，这就能体现财务风险管理过程也应当是一个持续不断地动态变化过程。因此，要遵守古圣先贤“治未乱”的智慧，在财务风险管理措施的实施过程中，有必要根据活动中产生的变化，及时调整财务风险管理方法，把可能出现的各种财务风险消灭在萌芽状态。

2.2.2 财务杠杆效应

企业的发展离不开借入资本实施负债经营，因为在经营过程中所获得利润的大小不是由债务利息多少决定的，而是其他更为关键的因素。债务利息金额不大且是固定的可预料的。只有当企业增加债务筹资在总筹资所占的比例时，固定的现金流出量才会随之增加。例如债务利息和优先股股息，这种固定性融资成本对偿债风险的影响比较大，所以要运用这种筹得资金发挥的效益大于其支出的利息，就产生所谓的财务杠杆效应。财务杠杆不合理产生的风险属于财务风险，所以合理配置财务杠杆是至关重要的。

2.2.3 财务风险控制内容

如前文所述，财务风险控制的内容是提出防控措施来降低企业财务风险的整个过程，可以分为三种，第一种事前控制是在风险发生以前就得以识别并采取举措予以控制，比如风险预警系统就是典型的事前控制，可以将控制效率变得更为

有效以及节约更多的控制成本。第二种事中控制是没有在发生之前采取措施，而是当风险发生之时再去采取措施阻止其蔓延下去，这样根据实际发生状况制定出的方案，可以避免给企业造成更大的损失，即及时止损。如果是企业的财务风险已经发生且到了不可避免的程度，我们的控制任务就是将财务风险带来的损失降低到企业能够承受的最低与最高范围之内就得采用第三种事后控制。基于这个持续且动态的过程，其控制流程主要包含以下三个步骤：

（一）财务风险的识别

风险的识别是第一步，基本要求就是管理人员需要保持警惕，形成较高的财务风险意识，关注那些不易察觉到的又存在隐患的风险，建立一套风险控制体系，实施不定期运行排查，并利用相关数据定性与定量分析。企业对待财务风险态度不认真、不全面，将会对后续财务风险评价及控制产生较为不利的影响，导致企业发生一定程度的损失，后果不堪设想。

（二）财务风险的评价

第二步是核心环节，在第一步之后，风险管理人员结合内外部情况分析找出企业经营过程中产生财务风险的一些因素，并找出相关因素适合的比率构建评价指标模型，企业可以根据自身的特征运用不同方法对识别出的财务风险进行评价，并对于其可能存在的风险予以进一步明确。

（三）财务风险的控制

在得出有效的评价结果后，为第三步打下基础并提供了数据支撑。运用此结果深入分析企业的财务风险成因，找出适合的预防改进措施来控制风险，比较典型的控制包括存货、应收款项、预算和不相容职务相分离等，财务风险管理人员必须是有针对性地而不是盲目地对财务风险进行控制，否则不能达到预期的目标。

2.2.4 房地产企业轻资产运营模式

最近几年，原重资产型的房地产业纷纷开始寻求自己的轻资产运营模式转型，企业选择的运营途径包括以下四种：REITs、商业信托、售后回租和合作开发。

（一）REITs

REITs 是一种将资本运作模式同时也可视为标准化的金融产品，它是在资本市场中用流动性低的不动产作为其抵押资产实现原本不可证券化的领域，也能够

吸纳社会资金将其投入到房地产项目中去开发建设,产生的效果是间接将资金运用于实体经济当中。其优势主要体现于有稳定的租金分红,通货膨胀相关性低;其次,REITs 属于融资渠道的再开发,可以说是同时发展了金融市场与实体经济;最后,REITs 吸纳社会闲置资金投入,能够推动房地产项目经营的良性循环以及经济发展。实现 REITs 的途径要么通过自己搭建一个基金平台要么采用与基金管理公司合作运用其平台的方式,可以将项目资产放置于基金的资产池中也可以退出。这种将不动产转变成可定价交易的投资方式,不仅能为投资者扩充投资选择范围,也再次带来新的融资渠道以减轻企业的融资压力。

(二) 商业信托

商业信托指的是控股公司在相同领域中,企业之间兼并或托管一系列行为,形成一种容纳相关企业的大型企业,直白的讲,是受人之托、代人理财,可以实现财产管理的核心职能,最终资源合理配置实现企业一体化目标的垄断形式。

(三) 售后回租

企业将资产卖出后立即租回,按时支付租金,并在最后将所有权返还到自己手中的融资形式。这种方式将财产的所有权先转让给投资人或者租赁机构,对于房地产行业而言,有助于从资产负债表中体现轻资产化,但一定要选取靠谱的机构,并衡量融资资本成本大小是否合理与划算。

(四) 合作开发

显然轻资产模式已被房地产业普遍接纳并拟学习实施,但也不是所有运行的企业都能取得成功,有可能需要与别的企业合作,比如单独转型不成功或者遭遇瓶颈。许多不那么强大的房地产,企业都产生了合作发展。这将大大缓解筹集资金的问题,实现优势互补,互利共赢,规避发生的风险,总结失败经验把轻资产运营落到实处。比较典型的是“纯品牌和运营管理输出”形式。

3 保利轻资产运营模式下的财务风险识别

3.1 保利简介

3.1.1 公司概况

保利——一家房地产开发与经营的大型国有企业，业务板块布局涵盖不动产投资开发这种主业以及轻资产战略下的综合服务与不动产金融。不动产投资开发是坚定不移的主业发展方向，同时也采用灵活的土地拓展方式持续优化土地资源储备量，为公司可持续发展打下基础。公司分为三个阶段。第一，形成阶段，1992年首次成立。第二，扩张阶段，2006年公开发行人A股股票并上市，努力地将范围扩展至二三线城市。第三，新兴发展阶段，保利发展集团在2012年确定转型轻资产战略，进入新发展阶段。保利随之不断扩大资产规模，逐步确立了行业领先地位。保利发展集团专注于创新节能环保、自然舒适、高质量的产品，搭建家庭纽带和庭院式服务营造舒适的社区氛围，以此赢得消费者的良好信誉。

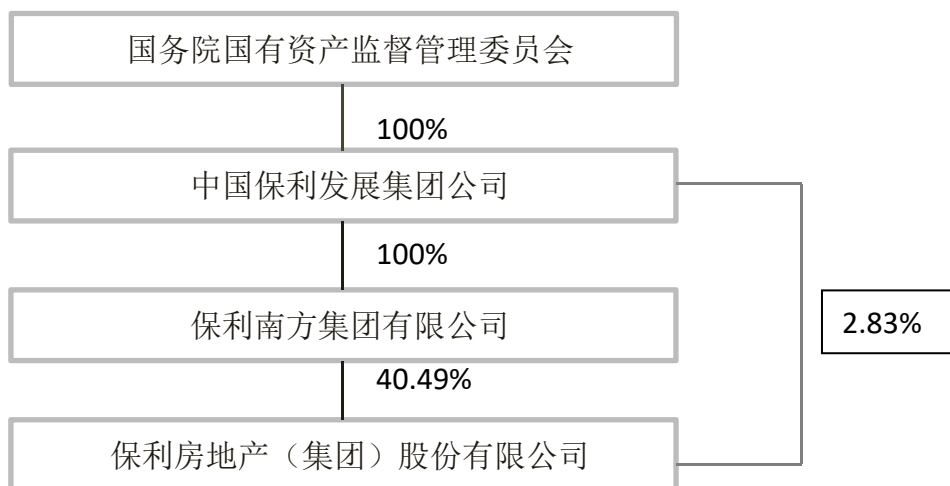


图 3.1 公司产权与控制关系图

3.1.2 保利转型轻资产运营的背景

(一) 重资产运营模式的主要特征

重资产运营模式下的存货比例较高，因为房地产业的发展就是基于存货的形

式，资金消耗大，流动资产的占有量不高；融资渠道又是以银行为主，导致有息负债产生的资本成本和利息费用都很高，加上企业几乎是总揽项目全过程，上游或下游占用资金少，无息债务比重小；企业资金投入量大并且投资周期长，资金被长期占用致使其利用效率低下，周转率相应很低；在重资产运作模式下，受宏观经济影响，资本成本不能太高，否则会导致企业利润水平的降低和现金流的波动。

（二）房地产市场政策有助于轻资产运营

为解决居民住房需求，稳定住房价格，政府发布了多项出租住房政策通知和行政措施，完善出租住房市场运行机制。2013年国务院发布行政法规鼓励房地产企业与社会力量达成合作，他们纷纷参与进来，推动建立了以政府为主导的公民并举、社会与企业同行的公共服务模式，通过与政府合作，房地产企业能够在多方面产生积极作用，最直接的是提升社会影响力和口碑，其次通过与政府达成合作为大众提供租赁或优质租赁住房的服务，也为企业提升了其品牌价值。与此同时，政府在房地产金融方面也不断放宽政策，许多国内房企已经开始为租赁住房金融证券化方面做出安排部署，使加速筹集社会资本进入金融与房地产实体领域，帮助房企解决资金问题并成就了房地产轻资产运营。

（三）新形势下房地产企业脱离困境

新局面下，我国房地产企业面临的问题越来越多且严重，首先土地价格大幅度上涨最为严峻、其次是政府宏观调控力度加大以控制不良行为、最后是产业间竞争加剧争相抢夺市场等诸多问题。传统运营模式下运用资产价值增值来获利，但是由于周期较长，不确定性加大，已然不适应新形势的变化发展，相反，会产生财务风险，在新形势下房地产企业面临的诸多困境阐明了房地产业轻资产化经营的必要性与紧迫性。下面就从融资压力和现金流压力分析。

国内外借贷和外部融资占据融资的大部分，反而自筹资金占比特别轻。近年来的行业到位资金的构成情况从表 3.1 中可以明显看出，在全部到位资金中，属于企业的自筹资金所占比例甚至还没达到每年房企投入资金总额的一半。而且自筹资金的比例逐年大幅下降，从侧面反映出更加依赖于外部融资，如银行按揭与经营性贷款，特别是银行信贷政策紧缩，融资压力只会增加。

表 3.1 2012 年-2020 年我国房地产到位资金的构成情况表（单位：亿元）

年份	本年到位资金	自筹资金	自筹资金（%）
2012	96536	39082	40.48%
2013	122122	47425	38.83%
2014	121991	50420	41.33%
2015	125203	49038	39.17%
2016	144514	49133	34.07%
2017	156052	50872	32.61%
2018	165963	55831	33.64%
2019	245790	58157	23.67%
2020	265343	63376	23.88%

数据来源：国家统计局

现金流紧张问题影响很大，主要是由于前期已经投入了大量的资本而资金回收期限较长，当现金流在房地产企业出现断裂，牵一发而动全身可能濒临破产。

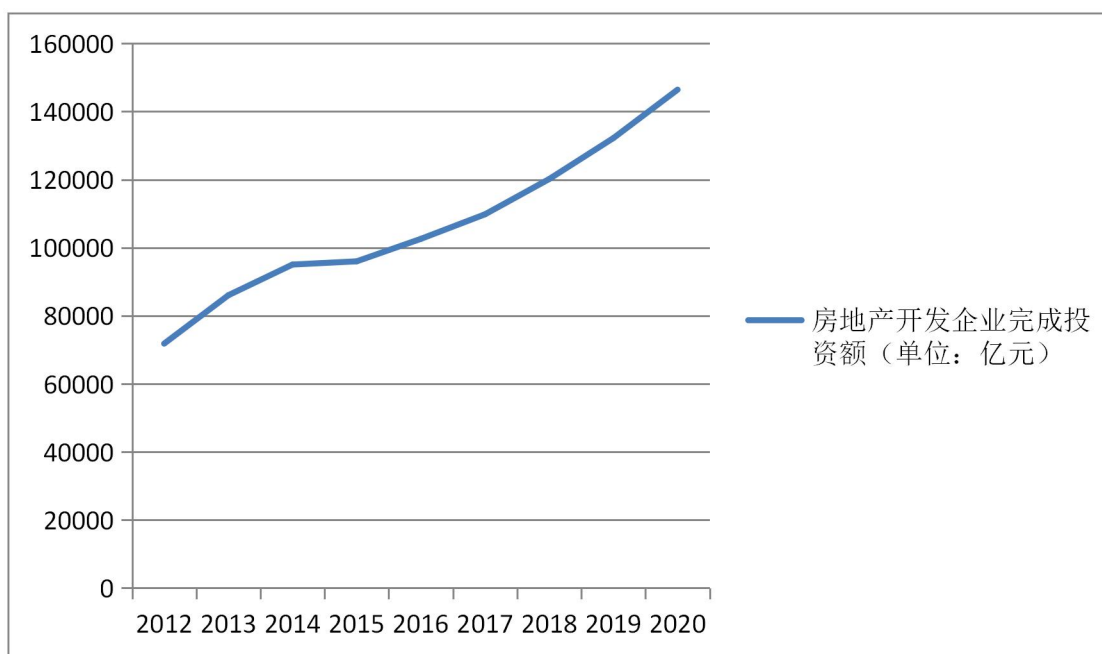


图 3.2 2012 年-2020 年我国房地产开发企业完成投资额趋势图（单位：亿元）

针对房地产项目的建设周期长和经营现金周转时期较长，不可能迅速抽回资

金，这给企业带来巨大的现金流压力。根据图 3.2 所示，我国房地产行业开发投资额呈现逐年增长的趋势而且其增长趋势比较陡，完成投资金额不可小觑，足以说明其对于经济的重要性。而且对于资金规模与资金流动性要求很高，所以房地产企业的现金流紧张程度越来越受到关注。

3.1.3 保利轻资产运营模式实施概况

（一）房地产金融业务

目前我国房地产行业发展现状表现在库存量不断上升和产品供大于求。从融资的角度来看，房地产企业过去都大量依赖银行借款，信贷政策的收紧不仅导致项目资金短缺，而且增加了贷款成本。不难看出，房地产企业需要寻找其他融资方式来分散银行借款带来的融资风险。如今我国商业物业融资总量不高，与经济繁荣的国家存在差距，可见我国商业地产证券化还有巨大的发展空间，加之金融能够对实体产生正向的作用，通过地产与金融的结合，推动企业规模扩张、缓解资金压力、分散融资风险、促进企业业绩增长等。

1. 设立“信保基金”

2010 年 6 月，保利发展集团设立并拥有“信保基金”完全的主导权，本质上是由开发商主导建立的融资平台形成的多渠道筹集资金的类金融模式。将筹集到的资金注入房地产开发项目，投资项目主要是通过股权投资和债权投资，并且屡次投资保利发展集团的旅游、住宅等多类型开发项目。在合作拿地方面，也表现非常突出。将其运用于其他房地产路径中，参与开发一些非房地产企业优质资源的项目或与之合作拿地，以此扩大资金规模和社会影响力。它是不动产与金融的结合，凭借行业领先经验在基金管理规模和投资方面独树一帜，拥有诸多竞争优势，主要表现在：具有强大实力的股东、拥有经验丰富的专业管理团队、领先于市场的研发、获得的项目资源都是优质可靠的、严格规范的基金运作、建立了完善审慎的投资管理体系。而借助这个平台引入项目层面的持股权，减轻现金流压力不说，也成功地将上市公司负债率降低，盈利能力极大提高。

2. 租房 REITs

房地产投资形式是低流动性和非证券化的，将他们直接在资本市场转化为证券资产的过程就是房地产证券化。租赁住房业务被大型房企瞄准是源于市场的饱

和和政府出台的利好政策。而保利布局转型相对较早，将租赁住房领域项目分布多个城市并形成品牌，由保利商业公司负责运作实施。在我国普遍开始大力发展租赁住房业务的时候，各房企面临的不只是很大的机会，也有巨大挑战，主要包括租房业务占用企业资源、资金回收较慢及盈利较少。随之需要房企转变投融资模式，因而保利发展集团延展至租房 REITs 业务。该产品可以实现租赁住房证券化就是其具备最大的优势，流动人口比例大也带来租房的市场，内部是能发挥 REITs 的扩募功能，还为地产商提供了自由退出的渠道来周转资金。

3. 商业地产 CMBS

CMBS（商业房地产抵押贷款支持证券），是抵押了商业地产并需要将未来的全部物业资产收益来偿还债务本息的运行方式。该产品具备的优点是可抵押率高、有很长的融资期限，最重要的是起到充分利用不动产价值的作用，能对解决资金问题产生积极作用。抵押物业贷款不仅限制了企业融资规模还有资金的用途，且基于当前融资政策收紧、融资成本上升，企业不得不选择零售回收资金，这将会引发项目经营水平不好以及资金回报率更低的不利影响，因此紧缩未来资产升值的空间，自然而然地形成了一个恶性循环。为解决这种情况，保利在 2017 年首当其冲尝试 CMBS，设立专项计划，其中将两栋写字楼作为基础资产。基于相应成熟度高的多元资产，市场环境也相互配合，让保利发展集团的直接融资渠道又增加一条，对于资产负债结构产生好的作用。长远地看，它可以为企业提供项目租金水平并提供长期的资金支持，帮助企业实现从零售到持股经营的转变，最大限度地创造稳定的增值资产空间。

（二）社区服务和养老地产

1. 布局养老产业

2011 年保利将养老地产战略落到实处，随之 2012 年确定轻资产转型，在养老产业中，投入了大量资金和资源，至今已完全形成了社区居家和机构养老的服务体系，并成功扮演了国内养老地产的领头羊的角色。养老地产其实是一个低利润板块，但保利建立了适合自身的微利盈利模式。公司正在展望养老房地产的未来市场，当未来可以在房地产销售利润下降的背景下，有基础的保利养老房地产就不同于其他企业能够为公司带来利润，公司可以依靠早期开发的养老房地产服务创收。

2. 打造社区 O2O

保利发展集团于 2015 年首次实施社区 O2O 计划，建立起属于自己的“若比邻”商业品牌，前期也并未取得明显成效，通过改进取舍项目，最终形成自己的运营体系，慢慢开始发展。通过社区服务与移动端小程序实现线上与线下的互动。以社区超市为核心驱动，并提供餐饮、运动、药店、银行等众多生活类服务。它主营超市，辅之与 300 多个成熟商家形成战略联盟。此外它还搭建了邻里互通平台，提供社区居民聚会场所。综上它是形成了“社区商业+超市+线上平台”的商业模式，但是它的发展仍处于初期阶段，没有特别成熟，与大品牌相比不具优势，未来还需要结合战略重新规划 O2O。

（三）合作开发和品牌输出

开始流行合作开发地产项目，保利就是典型的通过上市、合作与有非常强势的利益集团形成战略联盟，能够解决购地与开发资金受限问题，同时也能实现降低库存成本、加快周转和分散风险。而对于品牌的树立，保利特别重视现有商业资产的品牌建设，同时，保利发展集团坚持为顾客销售良心房产和打造舒适服务的品牌观念，致力于建立被社会认可的品牌形象，除此之外，保利发展集团积极履行社会责任通过多途径自发参与公益活动，为大众人民与企业都树立了很好的诚信友好、靠谱且负责任的企业形象，其商业品牌价值也得以持续提高，也因此成为行业典范。

3.2 保利轻资产运营模式下财务风险识别

3.2.1 筹资风险

转型前，保利发展集团资金主要来源于银行借贷、股权融资和销售收入。转型后，伴随着限制性政策的出台，积极探索更丰富的融资渠道刻不容缓，需要不断扩大资金来源范围，确保稳定的现金流。融资的多元化减少了自有资本的投入和占有量，并在有限资源的限制下利用财务杠杆对内外部资源合理配置，实现以相对较小的筹资资本成本获取到最大化企业价值的战略目标。图 3.3 所展示的是保利的融资模式。

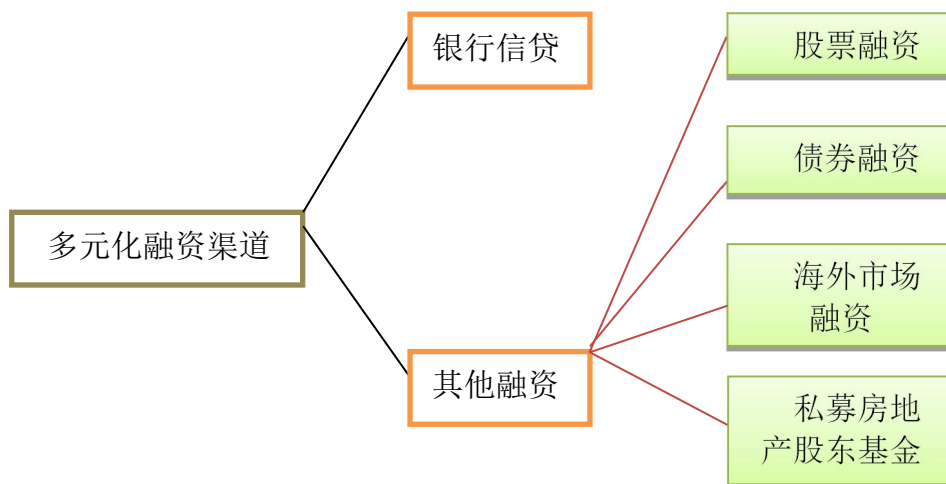


图 3.3 保利发展集团融资模式发展图

企业经营活动开始于筹资，由于房企对资金的需求量非常巨大，可见融资它来说具有关键性作用。基于房地产重资产的特性，银行借款运用于房地产开发项目，这种融资形式让企业的长短期债务比其他行业多，所以应该关注这种筹资风险并引起企业的重视。实施轻资产后，有息负债的比重有所降低，通过一系列偿债能力指标分析保利的筹资风险。

表 3.2 保利发展集团 2010 年—2020 年偿债能力指标

年份	流动比率	速动比率	资产负债比率	长期负债比率
2010	2.129	0.534	0.790	30.87%
2011	1.907	0.364	0.748	25.62%
2012	1.731	0.381	0.782	22.24%
2013	1.818	0.379	0.780	23.92%
2014	1.873	0.447	0.779	24.74%
2015	1.734	0.435	0.759	16.45%
2016	1.735	0.526	0.748	14.72%
2017	1.780	0.571	0.773	21.20%
2018	1.723	0.656	0.780	21.49%
2019	1.562	0.588	0.778	16.65%
2020	1.511	0.525	0.787	16.55%

数据来源：保利发展集团财务报表

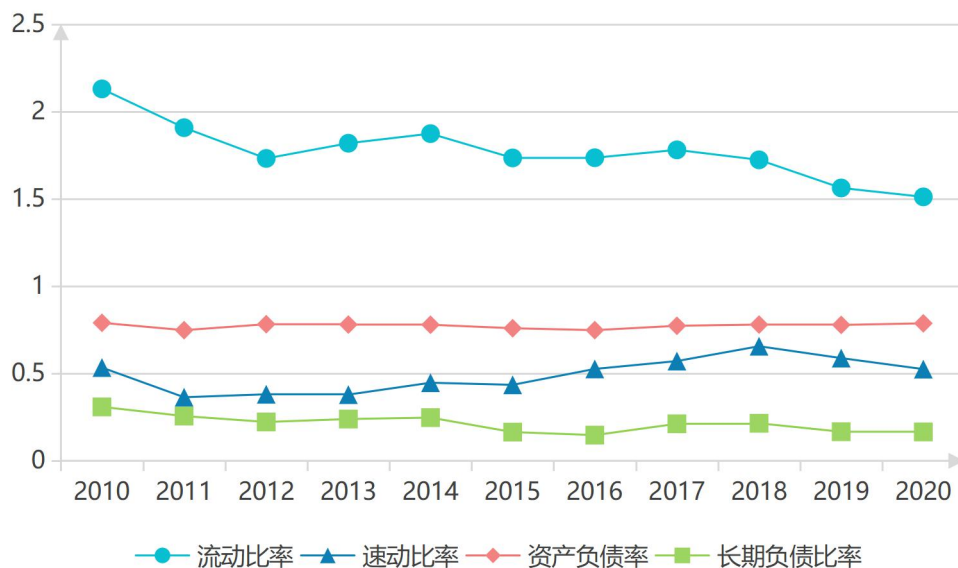


图 3.4 保利发展集团 2012 年-2020 年长短期偿债能力指标趋势

从表 3.2 和图 3.4 反应的是长短期偿债能力指标，流动比率的提高代表资产能够更加快速的实现变现，体现的是其具有更强的短期偿债能力。速动比率这个指标先呈现出下降的趋势，但为时不久，在 2012 年后逐步开始提升，可以说是处于慢速增长的情况。一般认为企业的流动比率应该处于 2 以上的水平值，由图 3.4 可见，然而它却从整体上呈现逐年下降的趋势，但是总体处于行业标准值之上。

保利发展集团在轻资产转型前由于行业发展之快，它的短期偿债能力相较转型后处于较低的水平，在轻资产运营后，短期偿债能力虽然比较平稳，但是仍然处于较低水平，其流动比率逐年下降的情况对企业偿还短期债务造成了值得关注的潜在风险。

由图 3.4 得出，保利发展集团的长期负债比率逐年递减，在轻资产运营后，基本低于 20%，说明公司负债的资本化程度高，长期偿债压力小。保利发展集团 2012-2020 年资产负债率不是位于 40%-60%之间，全部高于 70%，对于经营者而言资产负债率高可能带来一定的好处，但对于债权人来说，资产负债率低一点比较好。资产负债比较平稳，总体上有轻微下降，主要是以下方面的影响。在轻资产运营之后，保利公司选择减少利用银行贷款来筹集资金，并提升了无息负债比重，让他在行业中相当有优势。此外，受政策影响的借款利率和公司债券利率

的下降对于降低企业的财务费用提供支撑，对企业的利润水平有提升作用，同时利用额外的存量可以降低融资成本。资产和股东权益是企业经营活动之基，也是对于企业债务的最终保障。一般的话企业没有面临破产，就不会轻易出售其资产偿债或转让其股份。所以，保利发展集团依靠自己经营活动产生的现金流或者融资资金进行债务偿还。

房地产项目资产负债率高于其他行业因为它前期投资大、售前销售占绝大多数特点，超过 60%-70%的话，则预示企业需要注重长期偿债不稳定可能带来的风险。所以，保利发展集团积极开拓融资的路径，围绕着房地产金融展开，不断扩大“信保基金”规模和促进其发展，能实现的好处就是带来新的利润增长点，将内部资源与外部资源完美利用的话还能达到提升利润的效果。

3.2.2 投资风险

投资风险是在企业投资过程中，对于未来投资收益无法完全确定，或外界因素的影响会造成一些意料之外的情况出现，导致企业的实际收益比预期目标收益低或者产生更大损失的情况。投资风险是管理者投资决策失误导致的，原因往往在于决策者投资过于激进、没有对投资项目进行可行性分析或分析不深入而盲目实施、掌握的投资决策信息不全面或不真实可靠等。若最终投资项目无法收回投资资金或者没有获取预期收益，代表企业投资失败，则会蒙受无法估量的损失。

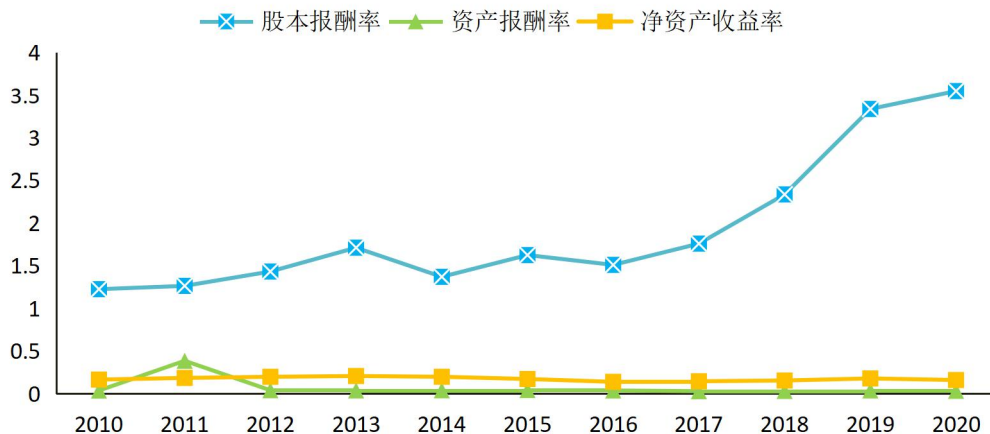


图 3.5 保利发展集团 2010 年-2020 年盈利情况

无论投资人是谁或投资在哪里,投资的目标均是想要用最小的投资获得最大的回报。企业若能实现持续经营和盈利就能很好保证投资回报的持续产生。盈利能力可以在一定程度上折射出投资风险。依据图 3.5,保利的股本报酬率总体趋势呈上升,在近三年上升尤为迅速,原则上该数值越大越好。资产报酬率若低于市场利率,说明未充分利用财务杠杆,进行负债经营,获取尽可能多的收益,而保利在 2012 年来除了 2017 年以外,资产报酬率均大于市场利率,说明有一定的盈利能力。净资产收益率除了受政策影响的两年,总体在合理范围内,这表明这说明自 2012 年实施轻资产以来保利的业务与规模并驾齐驱,尤其盈利能力得到很大提高,也不是单纯归于哪一个方面的影响,只能说好的方面产生好的影响,而注意防范风险即可。

保利发展集团轻资产运营模式的路径扩展金融类和社区服务,不再只是房地产的开发业务,上述多元化的投资发展对保利产生的积极影响体现于以下两方面:一是实现了营业总收入和净利润增加,二是在此基础下还降低了整体的投资风险。从表 3.3 可以看出,主营业务收入由 2010 年的 358 万亿到 2020 年的 2418 万亿,增长了近七倍,而其他业务收入的变化更为明显,2020 年则是 2010 年的三百多倍,表明其他业务收入的金额明显大幅增长,逐渐也开始贡献企业利润,形成新的利润增长点。

表 3.3 保利发展集团 2010 年—2020 年营业收入组成情况（单位：亿元）

年份	主营业务收入	其他业务收入
2010	358.90	0.036
2011	470.36	0.043
2012	688.74	0.316
2013	923.41	0.148
2014	1090.33	0.235
2015	1233.86	0.424
2016	1545.65	1.865
2017	1464.72	1.512
2018	1937.49	7.651
2019	2350.38	8.958
2020	2418.08	12.870

数据来源：保利发展集团 2010-2020 年利润表

由上表明显看出，保利发展集团由原先单纯依托销售住房的模式向多元化发展转型。保利在轻资产运营中大力发展房地产延展业务，收入的多元化进一步降低了投资风险，保利发展集团如今其他收入的主要来源已经是物业收入了。

保利发展集团开拓租房 REITs 业务和商业 CMBS 来实现企业的资产证券化。伴随着保利发展集团房地产金融业务的快速推进与发展，负债杠杆迅速提升，以此也提高了净资产收益率。由表 3.4 得出，保利发展集团在研究的十年中净资产收益率超过行业平均很多，原因在于其发展趋势良好，基本都超过 15%且维持在 19%左右。但在 2017 年前后也出现了相对较低比率，究其原因也是财务风险导致的。可以说它的提高可以用来说明企业的投资为股东创造了更大的价值，同时表明保利发展集团投资者投资产生的单位收益比较大，净资产收益率也是投资风险预警很有用的指标。

表 3.4 保利发展集团 2010-2020 年净资产收益率情况表

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
16.56	18.52	19.86	20.76	19.87	17.26	13.92	14.61	15.5	17.92	16.06

数据来源：保利发展集团财务报表

3.2.3 营运风险

综合营运能力反映的是企业经营效率水平，如果一个企业营运能力较强，那么可以依此发挥出提高资产利用率的作用，从而增加收益水平。本文分析保利发展集团轻资产运营模式的经营能力选取了四个周转率，并对它们的风险进行了评价。从表 3.5 和图 3.7 可见，2010-2015 年间的应收账款周转率是呈现下降的趋势，2016-2020 是增长的态势，当然这与我们所了解查看的行业趋势水平相当，但是还是需要警惕，因为行业的平均值均高于保利发展集团，说明存在改进的空间。应收账款周转率呈下降趋势的那几年，是由于市场竞争变得更加激烈以及在政府宏观调控下信用政策逐步紧缩这两者共同导致的，下降的趋势在保利宣布实施轻资产战略后的几年仍然没有好转，反倒有一点更低，原因是轻资产运营初期需要大量投入资金，而回收期又相对较长，但是在 2016 年后趋势转变为良好。总之，公司从整体而言轻资产运营后的营运能力较之前有提升，但营运能力还是低于行业平均水平，说明保利发展集团的收账速度在同行业中比较慢，尤其需要采取适当措施予以控制，因为这非常不利于企业的经营管理。

表 3.5 保利发展集团 2010 年-2020 年营运情况

年份	应收账款周转率	流动资产周转率	存货周转率	总资产周转率
2010	68.096	0.305	0.278	0.296
2011	57.193	0.281	0.225	0.271
2012	46.908	0.32	0.257	0.309
2013	43.853	0.338	0.292	0.327
2014	38.391	0.334	0.292	0.321
2015	38.029	0.336	0.297	0.321
2016	65.121	0.378	0.371	0.355
2017	84.429	0.271	0.272	0.251
2018	100.783	0.275	0.288	0.252
2019	122.552	0.277	0.290	0.251
2020	113.183	0.235	0.247	0.213

数据来源：根据保利发展集团财务报表计算而得

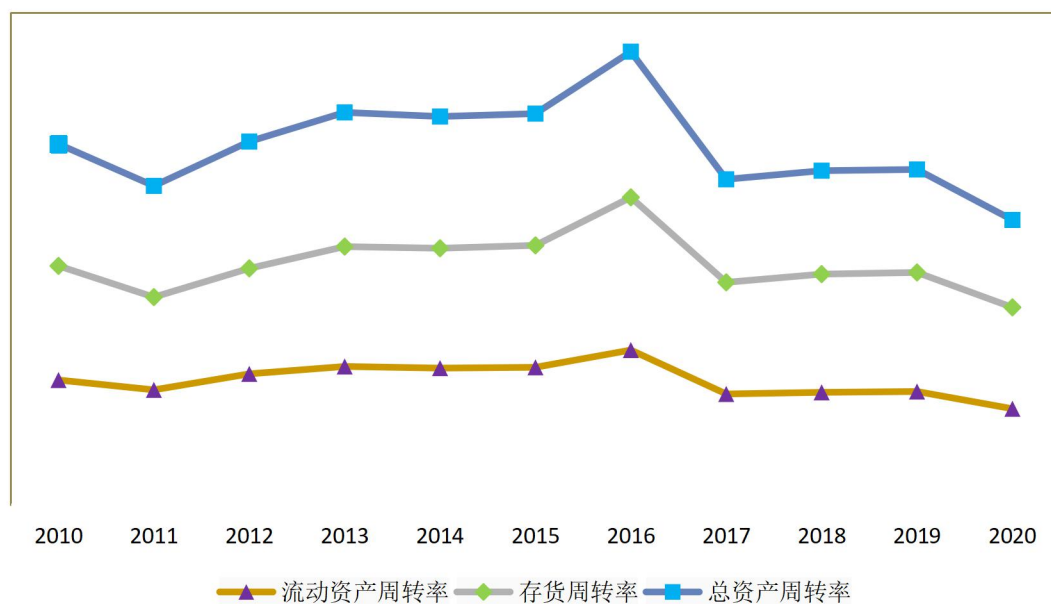


图 3.6 保利发展集团 2006-2020 年营运情况趋势图

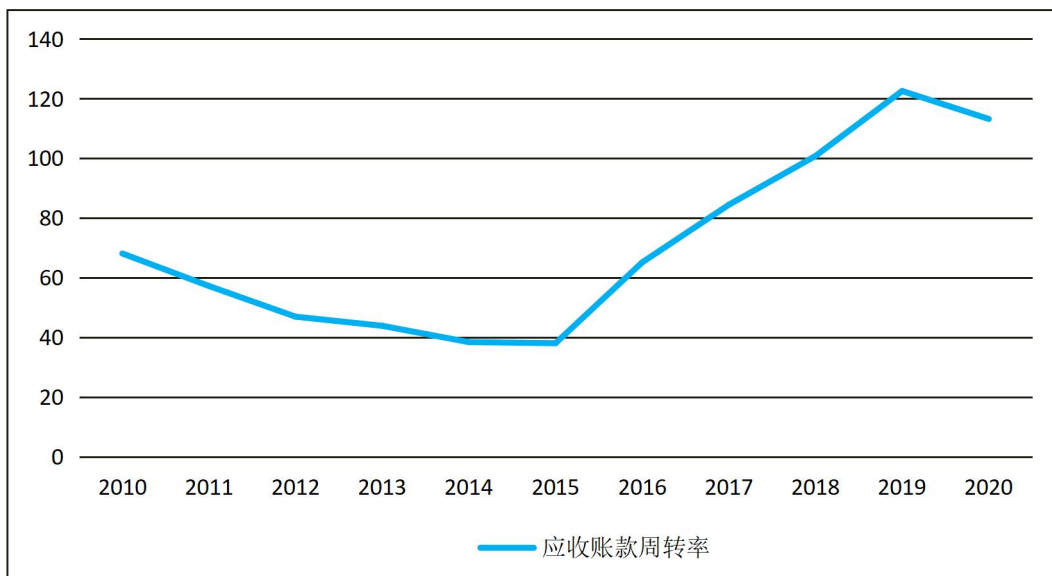


图 3.7 应收账款周转率趋势图

保利发展集团流动资产周转率相较于流动资产占比很低，相较于行业其他代表企业也低一点，也即是说对于房企轻资产运营比较明显的表现特点是较为重要的存货占比却有所降低。另外，能看出保利发展集团流动资产周转率数值较小，这尤其值得被关注，同时考虑流动资产增速与营业收入增速不匹配的原因。于图 3.6 可知，2010 年至 2012 年保利发展集团的周转比率的上升或下降发展趋势基本处于相同变动频率，但是都远小于 1 位于较低水平值。因为项目周期比较长造成了保利发展集团的资产周转速度相对较慢，但这也是房地产行业的普遍现象。在 2012 年后，营运情况都有好转，每个指标开始慢慢提升，但由于 2016 年限制购买和贷款的政策，出现了大幅下降且没有回升，因此影响到 2017 年各种资产的周转情况。自从采用轻资产运营以来，保利发展集团初步提高了其各种资产的经营能力，但在严格的控制政策下，不可能完全消除存在的财务风险，只能说防患于未然，尽量提前设置预警避免其发生，如果已经发生就应该把营运风险控制在企业的可接受的范围以内。保利发展集团存在库存压力，需要关注的就有所有的存货，不管是已完工、在建还是拟建的，都需要在考虑范围之内。所以保利轻资产运营的存货管理制度漫步调整，主要路径是“去库存”的策略以此改善企业存货周转水平。

3.2.4 现金流量风险

房地产行业的性质就决定了其投资期限长，资金周转的周期也长，企业若要长期可持续发展必须具备相当稳定的现金流量。企业掌握现金流量状况可以监控企业现金是否存在不当使用，因此务必注重识别和监控企业的现金流量风险。

表 3.6 保利发展集团 2010 年-2020 年现金流量指标（单位：万亿）

年份	经营活动产生的 现金流量净额	投资活动产生的 现金流量净额	筹资活动产生的 现金流量净额
2010	-22.37	-1.857	28.133
2011	-7.922	-0.448	7.393
2012	3.093	0.006	11.326
2013	-9.754	-2.226	12.506
2014	-10.458	-3.169	19.891
2015	17.785	-2.470	-17.744
2016	34.054	-13.059	-11.329
2017	-29.296	-16.951	67.398
2018	11.893	-13.459	46.498
2019	39.155	-10.498	-2.835
2020	15.150	-6.927	-1.878

数据来源：保利发展集团 2010-2020 年财务报表

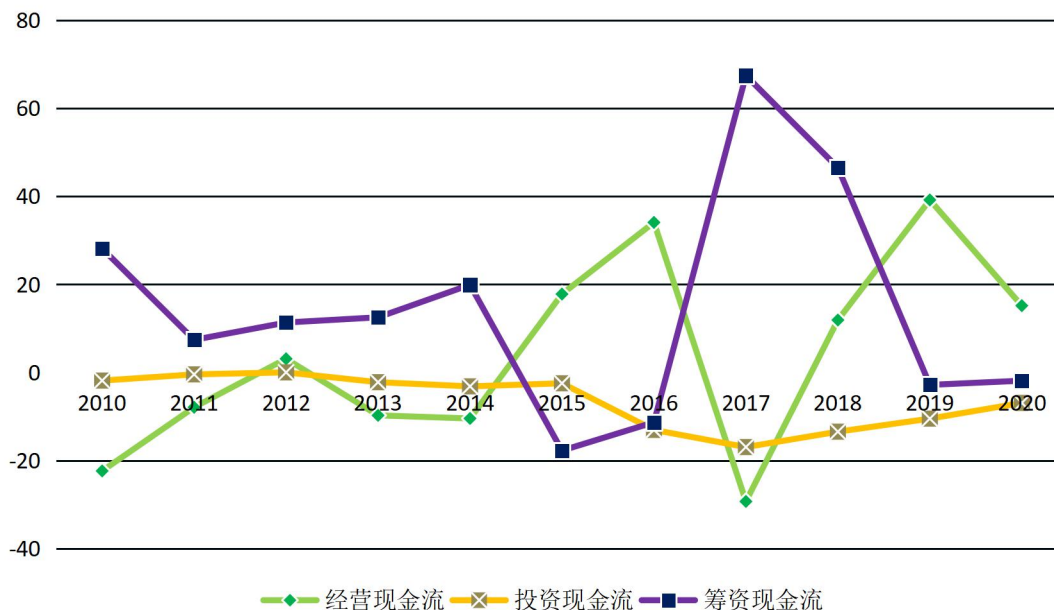


图 3.8 现金流量分析趋势图

（一）经营活动现金流量

如图 3.8 和表 3.6 所示，经营活动现金流量在最近几年有所浮动，在 2017 年下降到最低点-29 万亿，而后又开始上升，在 2020 年达到 15 万亿。出现这种情况的主要原因是 2017 年企业增加投资大力拓展业务，从而导致往来款项数值大幅增高，但其在随后的两年里陆续收到之前的销售款项使资金回笼，这表明经营活动现金流量由投资环节提供一定的保障，基于轻资产运营，销售环节的稳定使得经营现金流量充足，不仅使公司未来发展稳定还使规模扩张更好的开拓市场。

（二）投资活动现金流量

当经营活动现金净流量为正数，投资活动现金净流量为负数，筹资活动现金净流量为正数时，可以判断企业处于高速发展期。这时产品迅速占领市场，销售呈现快速上升趋势，表现为经营活动中大量货币资金回笼，同时为了扩大市场份额，靠经营活动现金流量净额可能无法满足所需投资，必须筹集必要的外部资金作为补充。保利是因为公司宣布运用轻资产运营，此模式的构建通过房产金融、品牌输出、养老和社区等服务的增多减少资产的比重，在长投方面“信保基金”的项目公司在 2012 年实现了盈利明显的增加，其投资的公司在这年开始盈利，公司的房款资金回笼也有所提升，是企业投资收益大量增加，说明轻资产运营模

式使得保利发展集团发展具有竞争优势。

（三）筹资活动现金流量

从数据可以看出，保利发展集团近几年的筹资现金流也是上下浮动的，可以发现 2017 年其数值激增到 67 万亿，其中的原因主要是企业为了多元化业务发展而增加了一些合作项目投资，进而公司借款金额大幅增高，而企业现金流的下降也是因为银行贷款的增加和债券发行所导致。

综合以上分析，可以发现保利发展集团运用轻资产运营模式在一定程度上为公司带来现金流，降低了公司的财务风险，使公司发展更具有竞争力。

4 保利轻资产运营模式下的财务风险评价

4.1 财务风险评价指标的确定

根据分析保利发展集团的特性和综合上一章节对保利发展集团财务风险的分析，并参考之前学者选取的指标，本文选取了 12 个财务比率指标，按照顺序 X1-X12 排列命名，通过表 4.1 具体列示出来。

表 4.1 企业财务风险评价指标

变量	指标
X1	净利润增长率
X2	主营业务收入增长率
X3	净资产报酬率
X4	营业利润率
X5	成本费用利润率
X6	存货周转率
X7	流动资产周转率
X8	总资产周转率
X9	现金流量比率
X10	经营现金净流量与净利润的比率
X11	资产的经营现金流量回报率
X12	速动比率

4.2 财务风险评价模型的构建

结合第三章的分析，这 12 个评价指标的数值均能够从保利发展集团的财务报表获取，进而构建风险评价模型来进行评价。保利在 2012 年提出尝试轻资产战略转型，而上市时间为 2006 年，这几年间是保利实施轻资产战略转型的准备和铺垫阶段，相应的财务数据极具针对性和代表性。基于此本文构建的保利发展集团财务风险评价指标包含从 2003 年至 2020 年的财务数据，运用 SPSS 数据处理进行因子分析，输入数据后系统首先对所有数据进行标准化处理，然后再操作运行。

(一) 适用性检验

1. KMO 和 Bartlett 球形检验

表 4.2 KMO 和 Bartlett 的检验

Kmo 取样適切性量数		0.541
巴特利特球形度检验	近似卡方	241.247
	自由度	66
	显著性	.000

KMO 值是对适用性进行检验，从表 4.2 明显可见，本文的值是 0.541，大于 0.5 即可以运用此方法。巴特利球形度检验的近似卡方值也是基础检验之一，这一值为 241.247，符合要求，最后就是 P 值越低越有利，而此次测验的数值为 0.000，因此认为这些数据做因子分析来判断风险比较适用，进而找出原因。

表 4.3 公因子方差

指标	初始	提取
净利润增长率	1.000	.938
主营业务收入增长率	1.000	.940
净资产报酬率	1.000	.963
营业利润率	1.000	.951
成本费用利润率	1.000	.954
存货周转率	1.000	.938
流动资产周转率	1.000	.896
总资产周转率	1.000	.940
现金流量比率	1.000	.853
经营现金净流量与净利润的比率	1.000	.959
资产的经营现金流量回报率	1.000	.977
速动比率	1.000	.780

接着对选取的保利发展集团的样本数据对变量实施共同度检验，判断对变量信息的解释程度可以通过识别提取的公共因子，依据表 4.3，被解释的变量方差高的有 X11、X3、X10，其数值分别为 97.7%、96.3%和 95.9%。虽然速动比率和

流动资产周转率被解释的变量方法较低，但是均大于 70%，也可以说明这 12 个指标都能得到比较好的解释。

2. 提取因子

因子分析碎石图展现因子涵盖变量信息多少的图，一般都是呈先陡后缓的趋势，主要用来辅助判断主因子的个数，第一个因子涵盖信息最多，依次递减，横坐标提取了主因子个数，纵坐标是评价对财务风险的影响程度大小。最终选取的几个因子还要结合总方差解释表，一般认为累计方差率达到 90%以上较为理想，而本文构建的模型累计方差率超过了 90%，可以运用。图中可知，前四个变量就能很好的对原始数据进行解释。

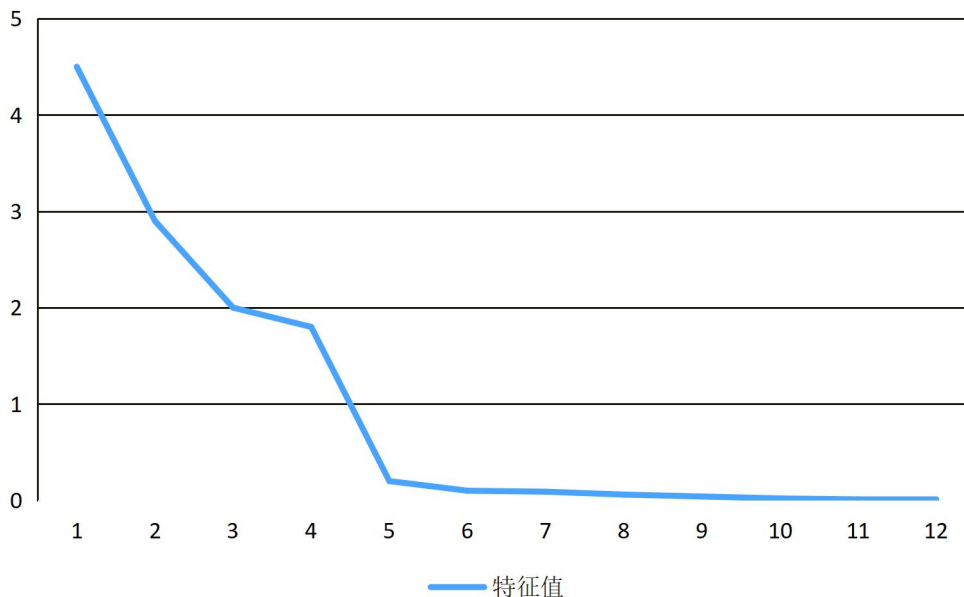


图 4.1 碎石图

如表 4.3 所示，SPSS 统计软件选择“初始特征值”总栏中大于 10%的项作为主要成分。在“累积%”一栏中，可以看出，前四个因素替代了原始变量。关于旋转前后的因子提取产生结果从总方差解释表中看出两者的差异并不明显，提取的主成分几乎涵盖了原始变量的大部分信息，比例高达 92.408%，具有对于因子的代表性，原因在于从 1-4 的因子都位于非常高水平的特征值。

表4.4 总方差解释

成分	初始特征值			提取载荷平方和			旋转载荷平方和		
	总计	方差百分比	累积 %	总计	方差百分比	累积 %	总计	方差百分比	累积 %
1	4.477	37.308	37.308	4.477	37.308	37.308	3.580	29.830	29.830
2	2.849	23.738	61.046	2.849	23.738	61.046	2.742	22.850	52.680
3	2.047	17.058	78.104	2.047	17.058	78.104	2.265	21.879	74.559
4	1.717	14.304	92.408	1.717	14.304	92.408	2.142	17.850	92.408
5	.472	3.935	96.343						
6	.152	1.256	97.608						
7	.103	.860	98.468						
8	.091	.759	99.227						
9	.044	.366	99.593						
10	.027	.225	99.818						
11	.018	.150	99.968						
12	.004	.032	100.000						

(二) 旋转后的成分矩阵

表4.5 旋转后的成分矩阵

成分	1	2	3	4
X6	.856	-.449	.025	-.055
X2	.855	.376	-.225	.127
X1	.853	.384	-.224	-.064
X8	.850	-.235	-.208	-.345
X5	.184	.923	-.238	-.106
X4	-.178	.898	.330	-.065
X10	-.245	-.070	.945	-.022
X11	-.382	-.114	.905	-.007
X7	-.282	-.470	-.764	-.107
X9	-.107	-.374	.067	.835
X12	.116	.298	.005	.823
X3	.539	.264	.074	-.773

由表 4.5 可以看出, 因子 1 包括 X6 存货周转率, X2 主营业务收入增长率, X1 净利润增长率, X8 总资产周转率, X3 净资产报酬率; 因子 2 包括 X5 成本费用利润率, X4 营业利润率; 因子 3 包括 X10 经营现金净流量与净利润的比率, X11 资产的经营现金回报率; 因子 4 包括 X7 流动资产周转率, X9 现金流量

比率, X12 速动比率。

(三) 因子得分计算

表4.6 因子得分矩阵

成分	1	2	3	4
净利润增长率	.230	.105	-.014	.054
主营业务收入增长率	.252	.106	-.003	.150
净资产报酬率	.106	.045	.081	-.327
营业利润率	-.076	.335	.082	-.020
成本费用利润率	-.030	.346	-.118	-.013
存货周转率	.314	-.222	.136	.039
流动资产周转率	-.175	-.134	-.346	-.100
总资产周转率	.244	-.139	.024	-.103
现金流量比率	.070	-.115	.039	.396
经营现金净流量与净利润的比率	.038	-.051	.378	-.025
资产的经营现金流量回报率	-.010	-.058	.345	-.032
速动比率	.098	.129	.013	.429

由表 4.6 的数据结合公式, 计算出四个主因子的得分, 各个因子的线性函数公式为下(其中 X 的值表示原始变量):

$$F1=X1 \times 0.23+X2 \times 0.252+X3 \times 0.106-X4 \times 0.076-X5 \times 0.03+X6 \times 0.314-X7 \times 0.175+X8 \times 0.244+X9 \times 0.07+X10 \times 0.038-X11 \times 0.01+X12 \times 0.098$$

$$F2=X1 \times 0.105+X2 \times 0.106+X3 \times 0.045+X4 \times 0.335+X5 \times 0.346-X6 \times 0.222-X7 \times 0.134-X8 \times 0.139-X9 \times 0.115-X10 \times 0.051-X11 \times 0.058+X12 \times 0.129$$

$$F3=-X1 \times 0.014-X2 \times 0.003+X3 \times 0.081+X4 \times 0.082-X5 \times 0.118+X6 \times 0.136-X7 \times 0.346+X8 \times 0.024+X9 \times 0.039+X10 \times 0.378+X11 \times 0.345+X12 \times 0.013$$

$$F4=X1 \times 0.054+X2 \times 0.150-X3 \times 0.327-X4 \times 0.02-X5 \times 0.013+X6 \times 0.039-X7 \times 0.1-X8 \times 0.103+X9 \times 0.396-X10 \times 0.025-X11 \times 0.032+X12 \times 0.429$$

F 值的计算要采用综合加权公式, F 值反映的是风险的大小, 可以对财务风险很好的评价, 如若企业的 F 值越高, 则反映其财务风险越小, 而企业的 F 值越低, 那么企业的财务风险也就越大。

(四) 财务综合评价

表 4.7 保利发展集团财务风险综合评分表

年份	F1	F2	F3	F4	F
2003	-1.157	-1.876	-3.059	-.418	-151.75
2004	3.463	-.909	-.457	-.028	72.03
2005	.339	1.462	-.016	-3.373	-17.05
2006	.339	.983	-.867	.361	20.03
2007	.253	1.682	-1.214	1.278	42.23
2008	.507	1.130	-.322	.697	46.35
2009	.072	.600	.471	1.059	45.10
2010	-.122	.280	-.543	.290	-3.95
2011	-.852	.508	.174	-.491	-18.76
2012	-.306	-.093	.599	-.452	-6.20
2013	-.139	-.795	.409	-.427	-20.99
2014	-.186	-.751	.434	-.266	-17.96
2015	-.241	-.604	.888	-.346	-7.73
2016	.486	-1.705	1.239	.218	6.55
2017	-.764	-.394	.194	.498	-18.66
2018	-.272	-.001	.676	.836	21.58
2019	-.345	.266	.856	.381	21.29
2020	-1.076	.216	.538	.184	-12.10

根据表 4.7 可得，因子得分 F 值在轻资产运营后，数值总体趋势由小变大，说明轻资产运营对财务风险有抵御作用，但是在 2017 年、2020 年数值为负，需要找出 2020 年数值原因，是第一个公因子数值偏小，说明存货周转率、主营业务收入增长率、净利润增长率存在问题，应该可以考虑宏观外部环境的影响，以及在未来采取如何举措来克服。

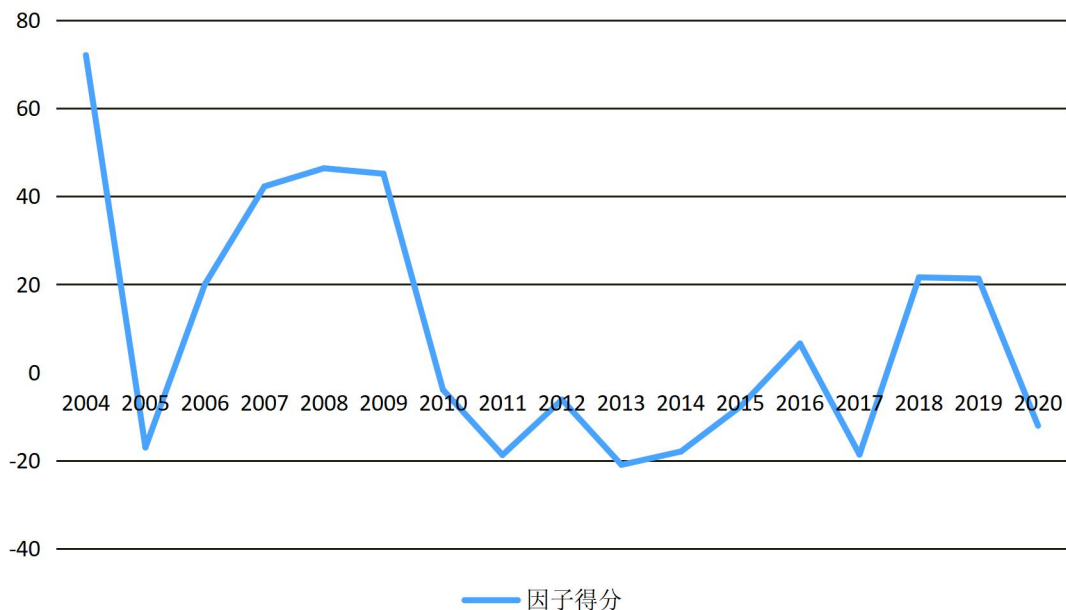


图 4.2 财务风险评价趋势图

4.3 因子分析的结果

首先由图 4.2 可知,保利发展集团在实施轻资产运营战略后财务风险整体呈现下降趋势。在运营轻资产模式以前,得分接近于 0 或为负数,说明财务风险很高;近年数值接近于 1,风险较低。表明其财务风险逐渐降低,抗风险能力越来越强。结合因子分析的结果来看,因子得分水平如果高,那么风险水平就低,保利在 2012 年后抗风险能力明显增加,并在 2015 年后显著提升。说明轻资产运营战略对保利财务风险的对抗起到显著的保障作用。

其次,轻资产运营在前期对保利发展集团财务风险的抵御能力有限的原因有以下两点。一方面,房地产金融虽然可以作为快速融资和扩大规模的方式,但是该业务在保利发展集团的运行时间较短,不具备能够筹集到大量所需资金的能力,因此只能对财务风险提供有限的对抗能力。另一方面,保利在前期对轻资产项目的投入与建设,不能采用趋势分析进行直观的效果评价,即不能反映此类业务对财务风险的影响。而在 2015 年后,保利的信保基金和社区服务开始步入正轨,其给企业带来的利好也可以通过报表体现。因此,随着轻资产运营的推进能够更好的提升对抗财务风险的能力。

5 保利轻资产运营模式下的财务风险成因及控制建议

5.1 保利财务风险成因分析

5.1.1 保利财务风险外部成因

（一）国家政策的变化

首当其冲的就是国家出台稳定房价、稳定土地价格的政策，目的是为了打击房地产企业的投机行为。房子本身不是用来炒的，是满足国民的生活需要，不能让不怀好意的对立面如愿以偿，所以让房地产行业回归理性也是一项明智的决定。企业这边虽然会面临较大的挑战，但也是优胜劣汰的必然选择。

（二）税收政策的改革产生的影响

首先，最直接的是“营改增”带来最直观的改变是核算难度增加，无论是发票问题、税款申报与缴纳问题、税务认证抵扣问题，都使得税务风险和财务风险提高，然后，财务工作者的能力与政策改变是否匹配应该组织学习专业知识提高能力。

（三）利率上调引起企业融资成本增加

金融市场利率在两方面影响着房地产企业：一是购房者的住房按揭贷款利率；二是房地产开发商的贷款利率。如果消费者按揭利率提高增加还款压力，进而打击购房积极性，对于开发商而言，利率的提高是直接影响企业筹资需要付出的代价也相应升高，引起融资成本上升就会产生引起减少企业收益的后果。

5.1.2 保利财务风险的内部成因

（一）长短期债务结构问题

企业评估是否拥有最佳资本结构时，需要考虑权益与负债的组合比例和长短期债务搭配情况，一方的合理不是最终的合理，长期债务灵活性强，通常可以靠经营活动所得来偿付，而短期债务则多要依赖流动资产偿付，可见，短期债务的筹资风险比长期债务筹资风险大。第三章也对保利发展集团短期偿债能力进行了横向对比，流动负债比例开始慢慢超过长期负债比例，速动比率与流动比率较低

就是体现。利用借贷资金扩大自由投资产出通常被称为财务杠杆，借贷资本与自由资本比例越大，财务杠杆的作用程度越深，其作用有正向与负向两种。利用财务杠杆或抵押贷款就是发挥了其正向作用，即利用他人的资金增加资金的收益投资。这就要求我们企业要熟知金融行业与行情，充分了解企业自身的资本结构，分析对方还款计划对资金的优劣势，做出最佳判断。

（二）公司发行债券导致债务增多

近年，保利公司债券非流动负债的比重较大，在 2018 年左右公司发行的这类债券需要集中偿还，又因为 2017 年政府出台政策调整房地产行业现状，大力发行债券在短期能带来资金优势，但长期看来偿债风险加大，未来保利发展集团需要提前做好准备，保证公司不要集中大量发行公司债。

（三）现金流波动大

分析能看出保利刚开始轻资产运营那两年现金流量净额较低，支出不断加大，而回款速度慢，所以保利生产经营需要依赖借款来维持，后面由于内部投资或筹资或是政策的影响，现金流量净额依旧不乐观，由此可见保利需要加大资金管控力度。

（四）存货和资金周转慢

通过上文分析，不难发现保利的流动资金周转较差，尤其对于存货管理，需要保利发展集团不影响经营的情形下，尽量少占用资金，提高生产周转速度和效率，查找资料发现，保利开发成本占存货比例巨高，而其中几乎都是由土地成本构成，但盲目囤地会造成很大的风险，若高价买入不能高价卖出，企业会面临较大风险。

5.2 财务风险控制建议

5.2.1 减少融资成本

保利发展集团通过大量增加无息负债扩充资金，伴随着无息负债比例逐步上升，慢慢实现控制银行借款规模，并采用增发股票和发行公司债来减轻还本付息压力。此种方式的融资规模很大，并且也为企业省去不少的利息成本支出，这是一种对上公司来说很有利的融资方式。房地产金融业务按照实践来说是融资方式

的一种，通过它获取更低资本成本的资金。

保利有自己的租房 REITs、“信保基金”作为业务发展旗帜，但是房地产金融远不止这两种模式。保利发展集团可以适当对房地产金融进行拓展，向其他运作较好的企业学习其他房地产金融模式，例如碧桂园采用的众筹融资，只采用一种模式可能会使财务风险点过度集中。保利发展集团应在持续稳定发展原有特色房地产金融的同时，在考虑金融业的复杂环境下分散财务风险主要通过采取多种房地产金融业务模式。

5.2.2 加强投资管理

从投资的角度看，保利发展集团应当按部就班的增加“轻资产”，而不是急于求成。对于房地产企业而言投资改革重资产投资形式就是第一步，开发成本就是整个项目中占有很大的比重的土地成本以及存货的大量投入，因此要想降低开发成本，房企开始选择新型方式来进行股权投资开发例如合作开发项目或采用房地产金融模式。保利发展集团选择的“信保基金”可以部分转化开发成本，途径是融合了企业投资的基金与自己的合作开发，变相成为长投的一种金融资产，有效地降低了占用资金的比例。第二步可以改良已有轻资产的质量。大型房企能取得绝对优势的原因首先是因为其资金雄厚，此外就是其有更好的企业核心竞争力，例如保利无形资产中的品牌价值、物业养老社区服务等。我们研究的保利发展集团可以在流程和管理上学习参考万科的标准化体系，但相较别的企业也还很好。特别是保利物业发展极其的迅速，尤其在香港上市后和母公司轻资产运营后呈现良好的发展势头。社区服务优势并不凸显，由于还处于前期投资基础建设的阶段，但按其发展趋势继续下去，成熟后大有机会成为企业的核心竞争力之一。调整收入结构是目前看来最好的解决方式，保利发展集团不能仅限于对重资产不合理之处进行改革，尤其需要对于轻资产加强发展运作。经过轻资产后其新的利润增长点逐渐形成，包括房地产金融和物业社区服务等，正是这个利润点反映了其他业务的收益来源，但同时关注新利润点的稳定性和可持续性也显得尤为关键，它的过度波动也会发生不利的投资风险。投资领域决策至关重要，注意投资组合，考查多元化投资的质量与可行性，将重心置于相关产业和前景广阔的行业。另外，建立灵活的退出机制也很关键。

5.2.3 提升存货周转速度

房地产企业对存货与应收账款与存货的有效管理对其提高营运效益来说是十分重要的。首先，对于存货的管理，最为有效与常见的方式就是去库存，不仅降低了保利发展集团的库存，还提高了存货周转速度。对于不同地区要实现差异化库存管理，根据地区特征制订不同的适合地区情况的管理方式，这样才能形成更为专业化的管理体系，具有竞争优势。例如对于流动性高的库存，应当合理制订与实施计划，将流程更加优化，加强对采购、存储等流程的控制；针对流动性较低的土地、在建工程等项目，应当做好营销宣传活动，提高周转速度。保利的应收账款周转与行业基本持平，但亦每年还在持续上升，说明的是轻资产运营后应收账款周转能力得到了一定改善但是仍然存在一点问题。在应收账款的管理制度中，企业正确评估坏账的基础在于强化对财务风险的认识，尤其要注意坏账风险，切不可为了提升利润就放宽赊销政策。在信用管理中，需要完善客户内部控制管理中信用管理体系部分，特别是要加强对销售部门的控制，特别是有必要完善内部多部门监控体系，以防在不考虑资金能否回收的情况下盲目实现高业绩，此外，企业应该实施动态监测，按照应收账款的账龄和风险水平这两个标准对往来款项进行详细分类，方便达到更好的一个管理效果，进而产生不同类型的应收账款，采取更有针对性和顺序性的方式，更有效地控制资金回收风险。

综上所述，虽然目前轻资产模式还处在探索的初级阶段，从目前取得的效果看，其短期运营效果已经比较明显。在保利轻资产运营过程中除了关注地产金融与社区服务发展外，还有养老地产。公司从1992年成立之时就制定了战略“确立房地产开发主业在企业发展中的核心地位”，先后制定“三个为主，两个结合”、“三个为主，三个结合”。面对行业发展进入新阶段，公司提出“一主两翼”发展战略，构建不动产生态发展平台。一方面，坚定聚焦房地产开发主业，结合宏观环境与市场需求进行战略定位，并根据市场情况灵活微调指导经营决策。另一方面，提前布局两翼产业，加快市场化发展、物业管理、销售代理、房地产金融等板块排名行业前列，逐步形成多产业协同发展格局，并培育新的规模与利润增长点。为了实现这些目标，必须发挥之前运营过程中明显表现出的优势，再吸取一些出现过的经验教训，值得肯定的是轻资产运营带来了发展，但可能是力度不够大，研究觉得保利发展集团需要加大轻资产经营范围，远期看来，它是符合房

地产行业的未来发展方向的途径。

企业的轻资产运营是循序渐进的、随机应变的，更是因地制宜、因时制宜的。企业的轻资产模式需要在之前运营过程中发现问题，并针对问题的成因寻找应对方案，探究适合自身的最有利的路径。至于未来，保利发展集团也需要在外部政策市场的变化和内部风险控制的基础之上继续深入总结探索符合自身特色的轻资产经营之路，更多地深入分析企业的优势，打造企业的核心竞争力。

6 结论与启示

6.1 研究结论

房地产企业要想在如此大的冲击下发展起来,仅用大量的资产来维持运作已经不足应对,因此,保利发展集团选择拓宽自己的业务范畴来使自己在此竞争中能有一席之地。本文由对保利发展集团轻资产运营模式下可能产生的财务风险进行分析、予以评价、再通过控制,得出下面的几点结论:

首先是通过对比保利运行轻资产前后的风险进行了对比分析,根据保利发展集团公司的自身优势与特点构建出一套适用于保利的财务风险评价模型,通过模型分析发现保利发展集团运用轻资产运营模式后在整体上提升了企业对抗外来财务风险的能力。不管是从哪方面风险看,最终选择的轻资产模式适用于保利发展集团而言在一定程度上都对财务风险有降低的影响。

其次也发现轻资产运营也不能对提升对抗财务风险能力产生完全的作用。该模式下有些财务指标仍然处于行业平均水平甚至于在其之下,象征着有些指标并未得以完善,所以可能还需要继续改进其轻资产运营,在后续研究中,找到适合各种类型房地产企业的对抗方法。从目前行业趋势看,政策调控频率变高且更为严苛造成了对财务风险的不确定性,而“信保基金”成立时间短,所以导致筹资金额有限,导致的轻资产模式下对抗财务风险能力有限。第二也与许多轻资产业务发展伊始投入大量资金在实施基础设施建设上紧密相关,比如社区服务。

最后是需要识别和评价分析结果以控制风险。一方面,保利值得特别关注的是其他业务收入增长率不稳定的波动,在后期的发展中,必须考虑前文所说的国家政策变动,对于其他业务收入的影响有多大,会不会过度波动,以至于带来一定的投资风险;又由于保利发展集团的收账速度是不利因素,对于企业经营管理存在重大影响,但其在行业中较慢,会造成竞争劣势而且要考虑潜在风险,此外,对于流动资产周转率是否低位运行的关注必不可少,慎重判断流动资产的增速与利润的增长是否匹配,避免发生新的营运风险。

根据结论显示,建议如下:首先,保利发展集团可以在继续发展改进轻资产的前提下优化其资本结构,特别是保持房地产开发这种重资产为主业模式下,保持轻资产业务服务质量。其次,维持住目前保利发展集团采取的扩充资金和现金

流、增加融资渠道以及减少银行借贷的方式，更多利用无息负债来减小资本成本与改善资金构成结构；先满足轻资产运营的需求，接着的第一要务是去库存和建立信用管理系统。最后，从综合的角度上来说，保利发展选择的轻资产运营道路是适合其发展的正确道路，可以继续推进实施，改善或发展更适配保利发展集团自身的优化途径。

6.2 启示

轻资产操作可能从整体上降低了整体风险，并抹平了部分财务指标，但同时需要注意可能会产生的一些新的财务风险问题。一是保利发展集团的轻资产运营通过房地产金融、社区和养老服务等实现，有利于企业多元化的发展，但同时我们需要注意其他业务收入增长速度是否具有不稳定性，所以，在以后保利发展集团需要提前考虑关于房地产国家政策的变化以及政策变化带来的其他业务收入产生什么影响；另外，保利发展集团的收账速度在整个房地产行业中的算是比较慢的，应十分注意存在流动资产周转率低的情况，建立风险预警，因为这很不利于企业的运营周转，如果流动资产的增速无法匹配经营收入的增长，就会产生新的经营风险。对于房地产行业而言，启示如下：

1. 完善内部的审计工作

建设项目内部审计如果仅仅局限于错误的检查和纠正，就满足不了行业发展。要建立健全审计体系，从事前阶段、事中阶段以及事后阶段三个层面对财务风险展开全面控制，对项目实行多维度审计程序。将合规性与绩效联合进行审计时，施工单位应考虑从多个角度设计总体目标，如工程质量、成本管理、合同执行程度以及物资材料等。在实行全面的内控程序之后，才能保证检测结果的准确性，也能使审计分析在一定程度上更加完整，其结果也会更加有效。

2. 注重构建资本结构，负债要有度

房企在获得银行借款时考虑的是财务杠杆效应，然而内部资本结构也是不可被忽视的，因此要加强对优化资本结构的关注。尤其是偿债能力，更应该实施动态监测；与此同时，其他财务指标，如流动比率和资产负债率等也要对其更加关注，做到随时监控，及时跟进。负债比例如何科学合理的设计安排，关乎房地产行业的资本结构划分，尤其是长短期资本的标准。除此之外，企业要充分结合工

程层面和管理层面的特点，同时以整体性为原则，以系统性为出发点进行基本预算的设计工作。当然，资金计划要在每年项目启动之前就制定完善，这样才更有利于后续企业对资金的把控和使用，也有利于实现管理和项目双主体的要求。财务风险为何形成，其影响因素要具体分析研究，在此基础上制定相应的对策，以维护施工单位的利益。

3. 房企战略要保持稳健

企业要想健康的活着，活得久最重要。企业的决策者要保持清醒，在战略上了解清楚自己的定位，分析出与竞争对手相比我们的优势在哪里。如果在本行业内进行多元化发展，如轻资产的实施，可能是更保守、稳健的方式。如果行业跨度过大，要考虑自身的优势，以及未来面临的风险。此外，还需要提前考虑关于房地产国家政策的变化以及政策变化带来的其他业务收入产生什么影响。在轻资产运营模式下，其他业务收入的比重逐年提升，关注国家政策对我们后一步战略部署有很大作用。

对轻资产运营模式企业关于财务风险控制的理论和实践研究还处于初级阶段，不够完全，我将在后续的工作和研究生活中继续探讨房地产企业的财务风险，特别是轻资产的战略转型研究。希望未来的研究人员能够从不同的案例中找出一些共性的财务问题和财务风险，为诸多类似房企面对未来的不确定性和解决财务风险控制问题提供参考。

参考文献

- [1] Abdifatah Ahmed Haji,Nazli Anum Mohd Ghazali,Towards an architecture for virtual enterprises[J].Journal of Intelligent Manufacturing,1998,9 (2).
- [2] Beaver,Intangible asset management framework for long-term financial performance[J].Industrial Management and Data Systems,2008,108(6).
- [3] Birgham,An Empirical Analysis of Financial Risks[J].Journal of Accounting Reearch, 2012(5):75-89.
- [4] Crowston K,Sawyer S,Wigand R.Social Networks and the Success of Market Intermediaries:Evidence From the U.S.Residential Real Estate Industry[J].Information Society An International Journal,2015(5):361-378.
- [5] Fen-may Liu.The effects of asset-light strategy on competitive advantage in the telephone communications industry[J]. Technology Analysis&Strategic Management,2011,23(1):951-967.
- [6] Fitzpatrick,Appraising Intangible Assets from the Viewpoint of Value Drivers [J].Journal of Business Ethics,2009,88(4):679-689.
- [7] Georgiana Surdu, neural network model for bankruptcy prediction [J].International Joint Conference,1990,(2).
- [8] Joh,Where will China's Real Estate Market go under the Economy's New Normal?[J].Cities,2016(6):42-48.
- [9] Rose,The role of intangible assets and liabilities in firm performance:empirical evidence[J]. Journal of Applied Accounting Research,2018,19(1):1-2.
- [10] Saban Nazlioglu,Rangan Gupta,Alper Gormus,Ugur Soytaş. Price and volatility linkages between international REITs and oil markets[J]. Elsevier B.V.,2020,88.
- [11] Sato, Hiro A. A method to quantify risks of financial assets:an empirical analysis of Japanese security prices [J]. Advanced Materials Research, 2012, 88(5):469-473.
- [12] Trindade,Constrained Mean-Variance Portfolio Optimization with Alternative Return Estimation[J].Atlantic Economic Journal,2014,42(1).

- [13] Van Horne, Asset-light strategy and real estate risk of lodging C-corps and REITs[J]. International Journal of Hospitality Management, 2018(9):1-9.
- [14] Wei-Kang Wang, Fengyi Lin. Does asset-light strategy contribute to the dynamic efficiency of global airlines[J]. Journal of Air Transport Management, 2017(7):99-108.
- [15] Zhang, Enterprise capital structure analysis and optimization—the case study of Kaisa group[J]. Modern Economy, 2015, 6(9):971-976.
- [16] 陈方勇, 房地产轻资产的四种模式选择[J], 中国房地产, 2016. 5:44-45.
- [17] 迟丽华, 于雪, 新《企业财务通则》下的企业财务风险控制[J], 生产力研究, 2011(9):198-200.
- [18] 陈蕊, 中小企业财务风险评价与控制研究[D], 西安:西安理工大学, 2017.
- [19] 陈思琪, 轻资产运营模式下房地产企业财务绩效分析——以万科为例[D], 湖北经济学院, 2019. 6.
- [20] 陈茵, 养老地产 REITs 可行性分析——价值链分析视角[J]. 黑河学院学报, 2020, 11(05):35-38+60.
- [21] 曾玉娟, 浅议企业财务风险的防范控制[J], 管理观察, 2011(7):3-4.
- [22] 杜海霞, 谈轻资产运营模式——以华谊为例[J], 财会月刊, 2015(9):112-113.
- [23] 杜柯, 基于因子分析法的光线传媒财务风险评价与控制[D], 东北石油大学, 2019.
- [24] 杜刚, 基于 REITs 的长租公寓融资模式探索[J]. 市场研究, 2020(5):40-42.
- [25] 郜东爽, 房地产企业轻资产运营模式背景下的财务风险分析——以 W 房地产为例[J], 营销界, 2019. 12.
- [26] 韩少军, 对房地产企业财务风险控制的分析与研究[J], 财会学习, 2019. 12.
- [27] 何瑛, 胡月, 戴尔公司基于轻资产盈利模式的价值创造与管理分析[J], 财务与会计, 2016(7):37-40.
- [28] 黄小艳, 张煜, 企业财务风险成因及其控制[J], 合作经济与科技, 2015(4):129-130.
- [29] 李冰洁, H 建筑公司财务风险管理问题研究[D], 河南科技大学, 2019.
- [30] 廖丽娜, 财务风险的控制与防范[J], 中国商论, 2020. 05.

- [31] 李慧, 试论中小企业财务风险的防范与控制[J], 经管空间, 2012(02):86-87.
- [32] 李妍, 新常态下商业地产项目的运营模式研究[J] 价值工程, 2018(10):24-28.
- [33] 李欣卓, 浅析轻资产运营财务绩效[J], 物流工程与管理, 2016(6):183-184.
- [34] 刘桦, 李英杰, 房地产企业轻资产运营能力可拓评价—基于物元分析法[J], 财会通讯, 2017(17):53-58.
- [35] 林盛娜, 轻资产化公司经营业绩分析[J], 经济师, 2014, (09):19-20.
- [36] 刘超杰, 万达商业地产轻资产化转型的经济后果分析[D], 南宁: 广西大学, 2017.
- [37] 刘云莉, 常媛, 轻资产运营模式转型前后资产负债结构影响—以万科集团为例[J], 北方经贸, 2020. 5.
- [38] 牛天勇, 李晓婉, 房地产企业轻资产运营模式的风险识别与防范[J], 建筑经济, 2019. 8.
- [39] 裴卫民, 对企业财务风险识别的探讨[J], 中国市场, 2009(27):34-35.
- [40] 邵圣南, A 建筑公司财务风险评价研究[D], 辽宁石油化工大学, 2019.
- [41] 孙黎, 朱武祥, 轻资产运营[M], 北京: 中国社会科学出版社, 2003:5-23.
- [42] 石岩, 轻资产运营模式下的企业财务战略分析—以小米公司为案例[D], 吉林财经大学, 2019. 5.
- [43] 唐诚, 云南白药轻资产运营模式及财务研究[D], 南京邮电大学, 2019. 6.
- [44] 王莹, 万科转型轻资产运营模式的财务绩效研究[D], 兰州大学, 2019. 6.
- [45] 王阳, 高翠莲, 企业财务风险控制新思维[J], 会计之友, 2013(4):68-70.
- [46] 徐波, 我国房地产经济发展现状及趋势探讨[J], 经济观察, 2018. 6.
- [47] 徐春游, 人力资源管理和轻资产运营[J], 经济师, 2005(2):13-15.
- [48] 谢金龙, 房地产企业轻资产模式创新方向[J], 上海房地, 2016(8):32-33.
- [49] 谢蔚, 房地产行业轻资产运营分析—以碧桂园为例[J], 中国管理信息化, 2016. 19(4):42.
- [50] 肖清文, DMC 房地产股份有限公司财务风险控制[D], 江西财经大学, 2019. 6.
- [51] 向德伟, 论财务风险[J], 会计研究, 1994(7):21-22.
- [52] 于鸿翠, 浅析轻资产化转型的财务效果研究[J], 经济研究导刊, 2020. 3.

- [53] 赵伯廷, 房地产企业转型财务战略研究—基于轻资产盈利模式[J]. 财会通讯, 2018(11):75-78.
- [54] 赵海燕, 基于财务管理的房地产企业资产运营模式转型分析[J], 中国管理信息化, 2017, 20(8):24-25.
- [55] 张艾明, 国内房地产投资信托基金(REITs)的发行模式及困境探析[J]. 时代金融, 2020(15):99-100.
- [56] 张伟, 房地产企业基于社区综合服务的轻资产转型研究—以花样年集团为例[J], 济南大学学报(社会科学版), 2018(5):124-133.
- [57] 庄建新, 企业财务风险的防范与对策探讨[J], 时代经贸, 2011(20):13-17.
- [58] 张军民, 制造类轻资产运营企业财务风险视角分析[J], 中国总会计师, 2016(7):13-16.
- [59] 赵明瑀, 房地产企业轻资产运营模式的风险管理研究[J], 上海商业, 2020. 4.
- [60] 张倩倩, 建筑施工企业财务风险控制与规避[J], 财会学习, 2020. 02.
- [61] 张艳, 基于轻资产运营方式的企业价值提升策略[J], 财会通讯, 2017(35):82-85.
- [62] 张银平, 房地产企业财务风险管理体系构建[J], 财会通讯, 2015(26):100-102.

后 记

论文写于此处，预示着三年研究生阶段的结束，回想刚入校的自己，谨小慎微，内心怀揣着期待、憧憬，也带着学习的决心，更多的是惊喜，能得到提升是一件很美好的事情，但那时的自己可能没有意识到，三年后，内心最多的感受是遗憾，遗憾之处是最后阶段才发现时间的可贵，三年时间转瞬即逝，当时立志要考的注册会计师还很遥远，其实自我反省也算是收获的一种，我收获的不仅是学术上的东西，还收获了知识、见识和朋友……

首先我要感谢我的父母，是他们在各方面的支持，才让我走到今天，无论是无条件的信任，还是在我难过时对我的鼓励、安慰，都是我前行的动力，尤其是父亲的谆谆教诲在现在看来我都如数理解。

其次，十分感谢我的导师，对于我们和蔼至极，无论是在生活还是学习中都很关心我们，会苦口婆心地督促我们在各方面进步，希望我能在专业上努力学习，有一天追赶上您，您也要身体健康，好好生活。

最后，我要感谢自己，度过写论文的艰难时光，也让我能发现自己的不足之处，让我知道在未来需要怎么改进，世事皆有遗憾，也要将此视为好事，不后悔自己的选择，毫不犹豫地向前走，加油，不辜负自己的初心，只要你想开始，什么时候都不晚。许多时候我们的想法都是胜过以前的自己，希望能一直保持这种想法，也希望能一直携手并进。

真心谢谢遇见的每一个人，在我成长路上对我的影响与帮助！