学校代码 **10125** 专业代码 **120100**

山西财经大学

**硕 士 学 位 论 文**

题目 **中国房地产上市公司资本结构微观影响因素的实证研究**

姓 名 **闫志飞**

专 业 **管理科学与工程**研究方向 **金融工程** 指导教师 **王拉娣教授**

2013 年 6 月 6 日

**University Code** **10125**  **Major Code 120100**

**Shanxi University of Finance & Economics**

**Thesis for Master’s Degree**

**Title** Empirical research of listed Chinese real estate company's capital structure of micro

**Name** **YAN ZhiFei**

**Major** **Management Science & Engineering**

**Research Orientation** **Financial engineering**

**Tutor** **Pro.WANG LaDi**

**June 6th，2013**

山西财经大学

# 学位论文原创性声明

本人郑重声明：所呈交的学位论文，是本人在导师的指导下，独立进行研究工作所取得的成果。除文中已经注明引用的内容外，本论文不包含任何其他个人或集体已经发表或撰写过的作品成果。对本文的研究所做出重要贡献的个人和集体，均已在文中以明确方式标明。本人完全意识到本申明的法律结果由本人承担。

学位论文作者签名：

日期：年月日

1

**山西财经大学**

# 学位论文版权使用授权书

本学位论文作者完全了解学校有关保管、使用学位论文的规定，同意学校保留并向国家有关部门或机构送交论文的复印件和电子版，允许论文被查阅和借阅。本人授权ft西财经大学可以将本学位论文的全部或部分内容编入有关数据库进行检索，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存和汇编本学位论文。

本学位论文属于保密□，不保密□。在年解密后适用本授权书。

（请在以上方框内打“√”）

学位论文作者签名：指导教师签名：

日期：年月日 日期：年 月 日

摘 要

房地产业是一个资金密集型行业，资金需求量大，开发周期长，受宏观政策影响较大。在中国，房地产业是国民经济重要的支柱产业。但由于中国房地产业发展时间短，投融资体系尚未健全，且近年来中国又陆续出台了许多遏制房地产过热的宏观政策，这些都使得中国房地产业融资受阻， 资金链日趋紧张。一旦房地产业的资金链断裂，银行及房地产相关产业都将受到严重影响，进而影响国民经济健康稳定的发展。如何在动态情况下根据宏观政策及投资需求的变化来调整房地产公司的融资行为，保证房地产公司资金流循环顺畅和健康发展，便成为一个非常重要的课题。本文以房地产上市公司资本结构的微观影响因素为研究对象，在对房地产上市公司的融资渠道、融资结构特征及资本结构现状进行分析后，以40家房地产上市公司2002年—2011年半年度20期的财务数据为基础，采用Panel Data模型对中国房地产业上市公司资本结构的微观影响因素进行实证研究，并通过结果分析给出相关建议。本文主要工作如下：

1. 在资本结构及相关理论回顾的基础上，结合中国房地产业上市公司的发展情况和所处的制度环境，对其产业特性、融资途径、融资结构特征和资本结构现状进行分析。研究发现中国房地产业上市公司融资渠道单一， 过度依赖银行贷款。

2. 首先对影响中国房地产业上市公司资本结构选择的微观因素进行理论分析，在此基础上，从7个维度选取了23个时变解释变量，采用动态面板模型筛选出其中对中国房地产上市公司资本结构有显著影响的指标，结合现有学者的相关研究引入非时变解释变量初始资本结构，分别从长期和短期的角度分析其对中国房地产上市公司资本结构的影响。研究发现中国房地产上市公司资本结构从长期来看是稳定的。

【关键词】房地产上市公司； 资本结构； 影响因素； Panel Data 模型； 稳定性

**Abstract**

The real estate industry is a capital-intensive industry, with high demand for funds and long development cycle, and is influenced by macroeconomic policy. In china, real estate is the pillar industry of the national economy. However, in the case of China, real estate industry is underdeveloped and investment and financing system is not perfected yet. In recent years, China has gradually introduced a series of macroeconomic policies to suppress the real estate boom. As the reasons above the financing of real estate industry is blocked, and the capital chain is growing tension. Once the capital chain breaks, banking, real estate and its related industries will be severely affected, thus blocking the healthy and stable development of national economy. For this reason, in order to make the capital flow circulate smoothly and ensure the real estate companies develop healthily, how to adjust the financing behavior of the real estate according to the change of macro-economic policy and investment demand under dynamic condition has become a vitally important issue. Micro-influencing factors of real estate listed companies' capital structure are researched in this paper. After analyzing the financing source, financing structure characteristics, and current capital structure of real estate listed companies, based on 40 real estate listed companies' half-year financial data in 2002-2011, empirical research on micro-influencing factors of China's real estate listed company capital structure are accomplished in this paper. Also, relevant proposals are give n by the results of analysis. The main tasks of this paper are as follows:

1. Based on the review of capital structure and related theories, and combined with the current situation of the development of real estate listed companies and China institutional environment, industrial characteristics, financing source, financing structure characteristics and current capital structure are analyzed. The study found that the Chinese real estate listed companies are over-relied on bank loan due to the single financing source.

# 2. Firstly, micro factors influencing capital structure choice of China real estate listed

Companies are analyzed theoretically. 24 time-varying explanatory variables selected from seven dimensions on the basis of theoretical analysis, then dynamic panel model is applied to screen out indicators which significantly affect the capital structure of listed real estate

Companies. Combined with existing related researches, non-varying explanatory variables in

The initial capital structure is introduced to analyze its impact on the capital structure of listed real estate companies, from the point of view of long-term and short-term respectively, and also, the stability of the capital institutions of the real estate listed companies in China is studied. The study found that the Chinese real estate listed companies' capital structure is stable in the long run.

【Key Words】Real estate listed companies Capital structure Influencing factors Panel Data model Stability

目 录

[学位论文原创性声明](#_Toc686110846) 3

[学位论文版权使用授权书](#_Toc686110847) 3

[摘 要](#_Toc686110848) 4

**[Abstract](#_Toc686110849)** 4

[2. Firstly, micro factors influencing capital structure choice of China real estate listed](#_Toc686110850) 4

[1 绪论](#_Toc686110851) 6

[1.1 研究背景和意义](#_Toc686110852) 6

[1.1.1 理论背景](#_Toc686110853) 6

[1.1.2 现实背景](#_Toc686110854) 6

[1.1.3 研究意义](#_Toc686110855) 6

[1.2 研究内容、方法及路线](#_Toc686110856) 7

[1.2.1 研究内容](#_Toc686110857) 7

[1.2.2 研究方法](#_Toc686110858) 7

**[1.2.3](#_Toc686110859)** [研究路线](#_Toc686110859) 7

[研究意义](#_Toc686110859)

[1.3 本文创新点](#_Toc686110860) 8

[以下两点：](#_Toc686110861) 8

[2. 资本结构理论及相关研究综述](#_Toc686110862) 8

[2.1 资本结构理论的发展历程](#_Toc686110863) 8

[2.1.1 古典资本结构理论](#_Toc686110864) 12

[2.1.2 现代资本结构理论](#_Toc686110865) 12

[2.1.3 新资本结构理论](#_Toc686110866) 12

[2.1.4 后资本结构理论](#_Toc686110867) 13

[2.2 动态资本结构研究综述](#_Toc686110868) 13

[2.2.1 资本结构与影响因素之间的动态关系](#_Toc686110869) 13

[2.2.2 资本结构的动态模型](#_Toc686110870) 14

[2.2.3 动态资本结构的国内研究](#_Toc686110871) 15

[2.3 资本结构影响因素研究的文献回顾](#_Toc686110872) 16

[2.3.1 宏观因素](#_Toc686110873) 16

[2.3.2 行业特征](#_Toc686110874) 19

[2.3.3 企业特征因素](#_Toc686110875) 20

[2.3.4 企业战略](#_Toc686110876) 22

[2.3.5 初始资本结构](#_Toc686110877) 22

[3 中国房地产业融资方式及资本结构现状](#_Toc686110878) 22

[3.1 中国房地产业的产业特性](#_Toc686110879) 22

[3.2 中国房地产业的融资途径](#_Toc686110880) 25

[3.2.1 内源融资](#_Toc686110881) 25

[3.2.2 外源融资](#_Toc686110882) 25

[3.3 中国房地产上市公司融资结构特征与资本结构现状分析](#_Toc686110883) 26

[3.3.1 中国房地产上市公司的融资结构的特征](#_Toc686110884) 26

[3.3.2 中国房地产上市公司资本结构的现状](#_Toc686110885) 32

[4 微观因素对中国房地产上市公司资本结构影响的动态研究](#_Toc686110886) 39

[4.1 微观影响因素分析](#_Toc686110887) 39

[4.2 指标体系设计](#_Toc686110888) 39

[4.2.1 变量设计](#_Toc686110889) 39

**[4.2.2](#_Toc686110890)** [样本选取](#_Toc686110890) 43

[4.3 Panel Data模型简介](#_Toc686110891) 45

[4.4 指标筛选](#_Toc686110892) 46

[4.4.1 盈利能力](#_Toc686110893) 46

**[4.4.2](#_Toc686110894)** [营运能力](#_Toc686110894) 48

[4.4.3 短期偿债能力](#_Toc686110895) 50

[4.5 短期偿债能力因素实证分析](#_Toc686110896) 50

[4.4.4 成长性](#_Toc686110897) 51

[4.4.5 税收](#_Toc686110898) 54

[4.4.6 战略地位](#_Toc686110899) 55

**[4.4.7](#_Toc686110900)** [资产构成](#_Toc686110900) 57

[4.5 中国房地产上市公司资本结构微观影响因素的实证分析](#_Toc686110901) 66

[4.5.1 数据标准化](#_Toc686110902) 66

[4.5.2 短期影响分析](#_Toc686110903) 66

[4.5.3 长期影响分析](#_Toc686110904) 74

[4.5.4 实证结果总结](#_Toc686110905) 79

[4.6 相关建议](#_Toc686110906) 79

[4.6.1 宏观融资环境建设的建议](#_Toc686110907) 80

[4.6.2 企业特征方面的建议](#_Toc686110908) 80

[4.6.3 学术研究的建议](#_Toc686110909) 80

**[5](#_Toc686110910)** [结论与展望](#_Toc686110910) 80

[5.1 结论](#_Toc686110911) 80

[5.2 展望](#_Toc686110912) 80

[参考文献](#_Toc686110913) 81

[附录①](#_Toc686110914) 82

[攻读硕士学位期间发表的论文](#_Toc686110915) 137

# 1 绪论

## 1.1 研究背景和意义

### 1.1.1 理论背景

企业只有在筹集到一定数量的资本后才能开始生产经营活动，才能开始运营。资本是企业重要的生产要素，是企业能够正常生产经营活动的重要保证。

从不同角度理解，资本有不同的含义。从第一种角度看，资本是指全部资金来源；而从第二种角度看，资本是指长期资金来源。资本结构是指资本的组成及其相互关系。企业的资本主要来源于负债和权益，而企业的负债有长期负债和短期负债之分。因此，学术界关于资本结构的定义主要有两种观点：一种观点认为，资本结构是企业全部资金来源的构成及其比例关系，即广义资本结构[1]。另一种观点认为，资本结构是企业取得长期资金的组合及其比例关系，即狭义资本结构[2]。总体而言资本结构是负债资金的比重，即负债占企业全部资金比重。企业获得资本的渠道主要有两个，其一是负债，由契约条款构成，企业凭契约借入一定数额资金并承诺在约定时间偿还本息；其二是权益，即企业通过出售部分产权从而获取资金[3]。

资本结构问题具有重大理论价值和实践意义。资本结构与企业的税收地位、财务状况和代理成本直接相关，它不仅影响企业的资本成本和治理结构，而且影响企业的总体价值。资本结构还会影响企业经营绩效，进而影响一个国家或地区的总体经济增长和稳定。优化企业的资本结构直接关系到提升上市企业的素质和投资价值、增强投资者信心以及促进证券市场的健康发展。因此，如何选择公司的资本结构就成为现代经济学家反复研究的“资本结构之谜”。[4]

西方学者对企业资本结构问题关注较早，在经历了多个阶段的发展后形成了内容丰富的各种理论流派。1958年Modigliani和Miller提出的MM定理，开启了现代资本结构理论的大门，自此西方学者从税收、破产成本、代理成本、信息不对称等不同的视角对资本结构问题做了大量研究，并形成了内容丰富的研究成果。在资本结构理论不断发展的同时，学者们开始从不同的角度对资本结构的影响因素进行实证研究，并于20 世

纪70年代形成了资本结构决定因素学派。Lemmon等（2008）对美国上市公司1956-2003

年的财务数据进行研究，得出从长期看来上市公司的资本结构是稳定的这一重要结论，首次揭示了资本结构的时序特征[5]。

国内学者对企业资本结构影响因素的研究处于起步阶段。国内学者对资本结构影响因素的研究有一定局限性，其研究的基本思路是：在资本结构理论的基础上，筛选出影响资本结构的指标变量，并进行建模分析。采用的方法多为静态检验，但也有不少学者开始尝试二阶段多元程序、灰色关联投影法、灰色线性规划等方法进行研究。从研究数据的选择来看，国内学者的实证研究大多采用截面数据，较少学者使用面板数据，这在一定程度上影响了研究结果的可靠性和准确性。直到近几年国外学者才将初始资本结构这一非时变变量引入资本结构影响因素的研究中，提出了资本结构稳定性的概念。国内学者对其的研究较少，如周开国和徐亿卉，以中国491家上市公司为样本，选取了1999

年6月到2011年6月25个半年度的面板数据，采用OLS回归模型和分布滞后模型对初始负债率对未来资本结构的影响进行研究，得出了中国上市公司间资本结构的差异由初始资本结构决定的结论，同时也证明了初始资本结构是影响公司资本结构的重要因素[6]。

对房地产业的资本结构研究主要集中于房地产项目融资研究和房地产公司资本结构研究。Gau和Wang（1990）在对范库弗峰1971年—1985年1423个住宅和商业地产投资事件进行实证分析时，首次将资本结构理论直接应用于房地产企业的投资决策中。他们的研究表明房地产企业的债务水平与非债务税盾、市场利率和财务危机的期望成本负相关，与投资成本正相关[7]。Barkham（1997）在对英国房地产公司的资本结构进行研究后指出，对房地产公司进行分类是非常必要的，因为相对于房地产投资公司，房地产交易公司的负债水平更高，即风险大的企业负债水平更高，这与权衡理论相违背[8]。Ooi

（1999）从公司层面对英国房地产业资本结构的影响因素进行了研究，他采用Panel Data模型对83家房地产公司的数据进行实证研究，得出以下结论：①资产构成、财务危机成本、在建房地产开发水平及业务向导是房地产公司资本结构的主要影响因素；②公司绩效和税收因素对房地产公司资本结构的影响不显著[9]。

近年来国内学者开始对中国上市公司资本结构的影响因素进行实证研究，但对房地产业上市公司的研究较少。杨华和杨琼（2004）的实证结果表明，房地产上市公司的息税前利润率与净资产规模正相关；房地产上市公司的资产负债率介于50%—60%时，其经营业绩处于最优水平。但文章并未进行回归分析或相关分析，只是进行了简单的统计和经验分析，其研究结论缺乏定量分析的支持[10]。陈洪海和夏洪胜（2006）以2005年24家房地产上市公司的财务数据为样本，采用主成分分析法和多元线性回归法，对房地产

上市公司的融资行为和融资选择进行了研究。其研究结果表明：资产负债率与公司规模正相关，与经营能力、股权集中度负相关，与盈利能力、偿债能力和非债务税盾关系不显著[11]。

### 1.1.2 现实背景

房地产业是从事房地产开发、经营、管理和服务活动的总称。1998年中国取消实物分房，开始推行住宅的商品化及住房分配货币化，随着人均可支配收入的快速增加及城市化进程的不断加快，中国房地产业逐渐兴起，并以迅猛的势头发展[12]。如今房地产行业已成为国家的支柱行业之一，其对国民经济的影响也越来越大。房地产业对国民经济的影响主要体现在以下4个方面：

（1）房地产业对中国国民经济的增长贡献大。据国家统计局数据显示，房地产业对国民经济增长的平均贡献率达2%—2.5%；

（2）房地产业对上下游产业具有明显的拉动作用。房地产业上下游相关联的链条非常长，长达60多个关联产业，近300个细分行业；

（3）房地产业能带动就业并是财政收入的重要保证；

（4）房地产业的适度发展有助于形成合理的社会消费结构和产业结构。

房地产业在迅速发展的同时也促进了房地产融资体制的发育与成长，随着房地产业的进一步发展，房地产公司在资本结构方面的问题逐渐暴露并制约了这些公司的进一步发展，从而影响到宏观经济的稳定与发展。由于房地产行业资金密集性高，资金需求量大、周期长，而资金的主要来源是国内贷款和预售房款，来自银行的贷款又占其中很大的一部分，因此导致中国房地产业的资产负债率一直居高不下。这导致了房地产业的严重泡沫，同时也恶化了中国的产业结构。2008年后半年以来，国家陆续出台了许多遏制房地产热的宏观政策，并连续加息和提高存款准备金率。国家的政策使得房地产公司的融资受到阻碍，而融资状况则关系到房地产公司的自身健康及发展，如何在动态情况下根据宏观政策及投资需求的变化来调整公司的融资行为，使得公司的资金流循环顺畅，保证公司的健康发展便成为一个非常重要的课题。

### 1.1.3 研究意义

房地产业具有很强的产业关联性，上下游关联产业达60多个，近300个细分行业，与人民生活和社会生产密切相关，是国民经济重要的支柱产业。房地产业在通过银行信

贷拉动国人消费需求的同时也带动相关产业的大力发展，已逐渐成长为国民经济增长的动力源。与其他行业相比，房地产业资金需求量大、开发周期长，其所需资金在很大程度上依靠金融系统的融资功能，但由于中国房地产业发展时间短，投融资体系尚未健全，使得中国房地产上市公司的融资渠道单一，过度依赖银行贷款，且受宏观调控政策影响较大。

2008年后半年以来，受由美国次贷危机引发的全球金融危机的影响，国家陆续出台了许多遏制房地产热的宏观政策，这些政策的出台使得房地产上市公司的融资受阻，资金链日趋紧张。一旦房地产业的资金链断裂，银行及房地产相关产业都将受到严重影响，从而影响国民经济健康稳定的发展。

以动态资本结构理论为基础，分析中国房地产上市公司资本结构的影响因素，寻求优化房地产上市公司资本结构的方向，探求合理的融资结构，对保证房地产上市公司资金流循环顺畅具有重要的现实意义，同时，有助于国家制定合理的宏观经济政策和房地产业利益相关企业调整自己的行为。

## 1.2 研究内容、方法及路线

### 1.2.1 研究内容

不同理论学派的学者从不同的角度对上市公司的资本结构的影响因素进行分析，并取得了丰富的研究成果。然而国内学者对资本结构理论问题的研究起步较晚，对房地产上市公司资本结构影响因素的研究还不够深入。本文在回顾以往学者研究的基础上，以

40家沪深A股房地产上市公司2002年—2011年10年20期半年度的财务数据为基础，采用Panel Data模型对中国房地产业上市公司资本结构的微观影响因素进行实证研究，并通过结果分析给出相关建议。本文共分为五章：

第一章为绪论，主要对论文研究的理论背景、现实背景、研究意义、研究内容、方法和路线以及本文所做的主要工作进行了简要的说明。

第二章对资本结构相关理论、动态资本结构研究现状和进展进行综述，并回顾了资本结构影响因素的相关研究。

第三章在资本结构及相关理论回顾的基础上，结合中国房地产业上市公司的发展情况和所处的制度环境，对其产业特性、融资途径、融资结构特征和资本结构现状进行分析。

第四章是微观因素对房地产上市公司资本结构影响的实证研究，是本论文的主体部分。本章首先从理论上对影响中国房地产业上市公司资本结构选择的微观因素进行分析。在理论分析的基础上结合以往学者的研究结论，从七个维度选取了23个时变解释变量，并采用面板数据模型对其进行筛选，从而选出对中国房地产上市公司资本结构影响显著的指标，在此基础上，引入非时变解释变量初始资本结构，分别从短期和长期分析这些因素对中国房地产上市公司资本结构的影响，并通过结果分析给出相关建议。

第五章是结论和展望。

### 1.2.2 研究方法

本文主要对中国房地产业上市公司资本结构的微观因素进行了动态分析，在具体研究过程中采用的方法有：

（1）文献分析法。通过广泛查阅国内外文献资料，了解资本结构理论的前沿和进展情况，借鉴国内外学者的研究成果和研究方法，从盈利能力、营运能力、短期偿债能力、成长性、税收、战略地位和资产构成七个维度选取了23个指标，在此基础上采用面板数据模型筛选出其中对中国房地产上市公司资本结构影响显著的指标，并引入非时变解释变量初始资本结构，建立了更加准确的指标体系。

（2）定性分析方法。在资本结构理论的基础上结合中国房地产业所处的制度环境和发展状况，从理论上分析影响中国房地产业上市公司资本结构选择的微观因素。

（3）定性研究与定量研究相结合的方法。在理论分析的基础上，分别采用面板数据混合OLS回归和分布滞后模型对中国房地产上市公司资本结构的微观影响因素进行分析。

### **1.2.3**

研究路线

研究意义

理论背景 现实背景

研究背景及意义

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 房地产业  产业特征 | |  | | 房地产业的  融资途径 | |
|  |  |  |  |
|  | | |  | | |

图1.1 研究路线图



指标筛选

实证结果小结

资本结构相关理论回顾

动态资本结构研究综述

资本结构影响因素文献回顾

资本结构理论及相关研究综述

房地产上市公司融资结构特征

与资本结构现状分析

融资方式及资本结构现状分析

微观影响因素分析

指标体系设计

数据标准化

短期分析

长期分析

相关建议

房地产上市公司资本结构影响因素的动态研究

结论与展望

## 1.3 本文创新点

本文在以往学者研究的基础上，以40家沪深A股房地产上市公司2002年6月到2011

年12月20个时期的数据（半年为基本测量单位）为基础，并在此基础上分别采用面板数据混合OLS回归方法和分布滞后模型对中国房地产上市公司资本结构的影响因素进行了短期和长期影响分析，并通过结果分析给出相关建议。本文的改进和创新主要体现在

## 以下两点：

（1）采用了更为合理的指标体系设计方法。

资本结构的影响因素可采用不同的指标来反映，在以往的研究中，作者往往根据前人的研究结论选取单一的指标。然而由于不同指标的信息含量存在差异，这种差异可能会造成严重的信息丢失并导致分析结果的偏差，此外资本结构影响因素的指标还受行业类别的影响，因此这种单一的指标体系设计法存在一定的设计缺陷。本文在进行指标体系设计时采用了分类设计法，从七个不同角度选取了23个指标，在此基础上采用面板数据模型筛选其中对中国房地产上市公司资本结构有显著影响的指标。有效的避免了上述指标体系的设计缺陷，从而更为全面和细致的对中国房地产上市公司资本结构问题进行研究。

（2）在对中国房地产上市公司资本结构微观影响因素进行短期和长期影响分析时，引入非时变解释变量初始资本结构，从而更加全面的对中国房地产上市公司资本结构的微观影响因素进行分析，并对中国房地产上市公司资本结构的稳定性进行了研究。由于国外近几年才开始对资本结构的稳定性进行研究，国内文献涉及较少，因此本文的研究是对国内资本结构研究的重要补充。

# 2. 资本结构理论及相关研究综述

## 2.1 资本结构理论的发展历程

西方学者对企业资本结构问题关注较早，在经历了多个阶段的发展后形成了内容丰富的各种理论流派。

资本结构理论的研究历程，大致分为4个阶段：1958年之前为古典资本结构理论阶段、1958-1977年为现代资本结构理论阶段、1978-1990年为新资本结构理论阶段以及90年代之后的后资本结构理论阶段[13]。资本结构发展历程如下图所示：

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | | | | |  | 净收益理论 |
|  |
|  | |
|  | | | 传统资本结构理论 |  |  | 经营业收益理论 |
|  | |  |  |  |
|  | |
|  | | |  | 传统折中理论 |
|  | | | |
|  | | | | |
|  | | | | **MM**理论 |
|  | 现代资本结构理论 |  |  |
|  |  |  | 权衡理论 |
|  | | | |
|  | | | | |
| 资本结构理论 |  |  | | | | 代理理论 |
|  |  | | |  |
|  | |
|  | |  | 信号理论 |
|  | 新资本结构理论 |  |
|  |
|  |  |  | |
|  | | |  | 优序融资理论 |
|  |
|  | |
|  | 财务契约理论 |
|  | | | |
|  | | | | |
|  | | | | 控制权理论 |
|  | | |  |
|  | 后资本结构理论 |  |  | |
|  | 产品市场竞争理论 |
|  | | |  |  |
|  | | | | |  | |
|  | 市场相机抉择理论 |
|  |

图2.1 资本结构理论发展历程

### 2.1.1 古典资本结构理论

1952年D. Durant在其论文《企业债务和股东权益成本：趋势和计量问题》中系统总结了资本结构的三种理论即净收益理论（Net Income Theory）、净营业收益理论（Net Operating Income Theory）和传统理论（Traditional Theory），成为早期资本结构理论的正式开端[14]。

#### （1）净收益理论（Net Income Theory）

净收益理论认为负债融资可以降低企业的加权平均资本成本，主张使用近乎100%的债务资本以实现企业价值最大化，是一个极端理论。

#### （2）净营业利润理论（Net Operating Income Theory）

与净收益理论相反，净营业收入理论认为，不论企业财务杠杆作用如何变化，加权平均成本是固定的，对企业总价值没有影响，所以不存在最优资本结构。该理论与资本结构理论寻求使企业价值最大化的最优资本结构相悖，使得寻求最优资本结构没有意义，所以该理论的逻辑起点是错误的。

#### （3）传统折中理论（Traditional Theory）

传统折中理论认为最优资本结构是债务介于0—100%间的某一点，且权益资本成本和负债融资成本及总成本并非固定不变，而是随着资本结构的变化而变化。传统折衷理论是对净收益理论和净营业利润理论的折衷，并承认存在最优资本结构使公司价值最大化，更接近实际，但该理论未经严格的数学推导，不足以令人信服[15]。

### 2.1.2 现代资本结构理论

#### （1）MM理论

1958年，美国学者莫迪格利尼和米勒在《美国经济评论》上共同发表了著名论文《资本成本、公司融资与投资理论》，提出了MM理论，标志着现代资本结构理论的创立。虽然MM理论由于其假设不具有现实性，其结论也与实证结果存在差异，曾在学术界引起广泛争议，但中外学者还是习惯将MM理论作为现代资本结构理论的开始。后来的学者通过不断放松MM理论的假设条件，对企业的资本结构关系进行研究，进一步丰富了资本结构理论的内容。

MM理论主要包括以下三种模型：

①无公司税的MM理论

在不考虑税收和分红的条件下，MM理论有两个基本命题。

命题一“无企业所得税时，负债企业的价值与无负债企业的价值相等，即无论企业是否有负债，企业的资本结构与企业价值无关。”

命题二“负债企业的权益资本成本随财务杠杆的提高而增加。权益资本成本等于无负债企业的权益资本成本与风险溢价之和。风险溢价与市值计算的财务杠杆成正比。”

②修正的MM理论

1963年Modigliani和Miller在其发表的论文《企业所得税和资本成本》中将MM

定理的假设条件放宽，引入公司所得税的影响，得到了修正的MM理论。修正的MM理论同样也有两个基本命题。

命题一“负债企业的价值等于具有相同风险等级的无负债企业的价值加上债务利息抵税收益的现值。”

命题二:“债务企业的权益资本成本等于相同风险等级的无负债企业的权益资本与以市值计算的债务与权益比例成比例的风险报酬之和，且风险报酬由企业的债务比例以及所得税税率决定。”[16]

③米勒模型

1977年在修正的MM理论模型的基础上，Miller在《Debt and Taxes》中进一步将个人所得税引入模型，提出了米勒模型。该模型证明了个人所得税会在一定程度上抵消负债的税收优惠即在修正的MM理论中负债的好处被高估。然而，在正常的税率水平下，个人所得税对税收优惠的抵消程度是有限的，即负债效应不会完全消失[17]。

#### （2）权衡理论

20世纪70年代末，MM理论之后的研究者进一步放宽假设条件，在资本结构的决定因素中引入了新的变量，逐步形成了一种新的企业融资结构理论即权衡理论。该理论认为负债在带来免税利益的同时也会产生额外费用和风险，所以企业的最优资本结构是负债税盾效应和财务危机风险增加带来的各种成本间的权衡。

### 2.1.3 新资本结构理论

#### （1）代理理论

通过引入代理成本这个概念来分析最优资本结构，Jesen和Meckling于1976年提出了代理成本理论。Jesen和Meckling认为企业的代理成本由两部分构成，其一是权益融资产生的代理成本，即由代理关系产生的成本，来源于管理层与股东之间的冲突；其二是债务融资产生的代理成本，主要来源于债权持有者与股东之间的冲突，两种代理成本之和构成了总代理成本。公司的负债权益比率取决于上述两种代理成本之间的均衡，随着债务融资比例的提高，负债融资利益将下降而成本将提高，所以最优资本结构应是当负债融资的边际利益与边际成本相等时的资本结构[18]。

#### （2）财务契约理论

代理成本理论研究了代理成本产生的原因，并从委托代理的角度出发，通过设计管理层的激励机制以降低代理成本。财务契约理论可看作是代理成本理论的延伸，该理论

试图通过财务契约来解决代理成本的问题。财务契约由普通条款、常规条款和特殊条款等一系列限制性条款构成。在信息不对称的条件下这些条款有助于控制债务风险，保护债券人和股东的利益，从而使得企业资本结构达到最优。

#### （3）信号理论

Ross, Leland和Pyle（1977）将Spence（1974）提出的信号模型引入到资本结构理论中，提出了信号理论。信号理论建立在企业管理经营者与投资者对企业真实价值或投资机会的信息非对称基础上，并认为资本结构可作为一种信号向投资者传递企业的真实价值和投资机会，而企业经营管理者可通过选择合理的资本结构从而增强信号的正面效应，或降低信号的负面效应[19]。

#### （4）优序融资理论

Myers与Majiluf（1984）根据信号传递原理提出了优序融资理论，又称“啄食理论”。该理论对研究企业融资方式的选择和资本结构变化所传递的信息对企业的投融资决策以及企业股票价值影响方面做出了重要贡献。该理论的主要结论包括以下4个方面：

①企业在融资时更偏好于内部融资；②股息具有粘性，所以企业会避免股息的突变，一般不采用减少股息的方式为资本支出融资，即在一定程度上企业净现金流的变化体现了外部融资的变化；③当企业需要进行外部融资时，首选是无风险的债券，其次为可转换债券，最后才会选择股票，即先债务后权益；④企业的负债率在一定程度上反映了企业对外部融资的累计需求[20]。

### 2.1.4 后资本结构理论

#### （1）控制权理论

20世纪80年代后期，伴随着全球范围内并购活动的频繁发生，资本结构的研究重点逐渐转移到公司控制权市场与资本结构的关系方面，并逐渐形成了控制权理论。该理论体系的代表人物有Harris and Raviv、Stolz以及Aghion and Bolton，他们提出的理论模型分别是Harris-Raviv模型，Stulz模型和Israel模型。

由Milton Harris和Artur Raviv联合提出的Harris-Raviv（1988）模型主要考察了经理人持股、资本结构和兼并市场三者之间的关系，并得出公司控制权市场会对管理者产生正向影响，债务杠杆的增大可以达到反收购的效果[21]。Stulz模型重点强调了企业管理者对表决权的控制在决定公司价值和收购行为时的影响，认为当企业价值最大化的时候会存在一个最优比例的表决权[22]。Israel模型认为资本结构应在有表决权证券和没

有表决权证券之间选择，在职管理者应在对价值增加效应与价值减少效应的相互权衡中选择最优企业资本结构[23]。

#### （2）产品市场竞争

产品市场竞争理论通过结合公司战略选择对资本结构进行研究。当企业要采取积极的产品策略时，为了保证在竞争中采取进攻性的措施，会选择较低的债务水平。该理论不仅是对公司战略选择和资本结构关系的探讨，更是对产业环境和资本结构的互动关系的解析。

#### （3）市场相机抉择理论

Bayless & Chaplinsky等学者认为企业的融资行为在很大程度上受融资环境的影响。Baker & Wrugler的研究指出公司只根据市场的变化选择融资时机，在公司价值被高估时发行股票，在公司价值被低估时回收股票。根据上述研究他们提出了市场相机抉择理论。该理论认为对企业而言不存在最优资本结构，其资本结构只是企业历史上一系列市场相机抉择行为的累积结果[24]。

## 2.2 动态资本结构研究综述

20世纪80年代末，知识经济、信息经济及网络经济的竞争日趋激烈，使得企业所处的经营环境逐渐由相对稳定的静态环境向复杂多变且充满不确定因素的动态环境转变，这种转变使得企业的生存与发展愈发明显的受到来自环境的挑战和威胁。企业的内外部经营环境是企业制定融资决策的重要依据，因此企业的资本结构必然受动态环境的影响和制约。学者们已注意到这种影响资本结构的新因素，并将其引入到资本结构的研究中。

### 2.2.1 资本结构与影响因素之间的动态关系

早期学者对资本结构影响因素进行实证研究时主要采用静态模型进行静态分析，而企业的目标资本结构并不是固定不变的，而是随着企业经营环境的变化而变化，因此动态资本结构理论认为，对资本结构的研究应在动态框架内进行，进行实证研究时应建立相应的动态计量模型。

企业所处的宏观政策背景、经济周期、产业现状及各方利益主体对利益、控制权的分配博弈都会对企业的融资行为产生影响。即企业根据自身面临的诸多内外部环境因素的变化对其资本结构进行调整，资本结构是企业进行财务管理行为的最终结果。所以动态资本结构理论认为企业的资本结构处于不断动态调整之中，不可能在任何时间点均处

于最优状态。此外由于存在交易成本、不对称信息及监督补偿等市场缺陷因素，使得资本结构的调整需要一定成本，综合考虑这些因素使得企业资本结构的选择存在一定的偶然性。上述因素的存在使得在某一时间点或时间段内企业偏离其最优资本结构。表2.1总结了国外学者的相关实证研究。

表2.1 国外学者的相关实证研究总结

| 研究学者 | 研究对象 | 主要结论 |
| --- | --- | --- |
| Bradley(1984)[25] | 假设企业最优资本结构的影响因素  有三个，分别是企业价值的变动性、潜在的财务危机和非债务税盾。 | 收益不确定性和潜在财务危机对企业资本结构预期有负作用。 |
| Thies 和Klock(1992)[26] | 制造业企业资本结构中可转换债券、优先股和普通股等要素。 | 该研究验证了内外经营环境会对资本  结构产生影响的理论；销售增长波动性愈大，环境愈稳定，企业的长期债务融资额越低；税收激励政策鼓励债权融资和信息不对称会增加对债权融资约束。 |
| Chung(1993)[27] | 从营运风险和资产特性的角度对资本结构进行研究。 | 市场不确定性（主要是需求的变动性）  与资本结构呈负相关关系，即市场不确定性较低时，企业倾向于大量使用债务融资。 |
| Simerly 和Li(2000)[28] | 环境动态性、经营绩效及资本结构  三者之间的关系进行理论整合和实证检验。 | 在相对稳定的环境下，债务融资比例的提升  有助于提高企业绩效，而在动态环境下，较低债务融资更有利于提高企业绩效。 |
| Ozkan(2001)[29] | 390 家英国企业 1984-1996 年间的面板数据。 | 对资本结构决策动态问题和调整过程  的本质进行研究，拓展了资本结构的实证研究，同时也为目标资本结构影响因素和目标调整过程提供了实证证据。 |
| Banerjee , Heshmati 和Wihlborg(2000)[26] | 用部分调整模型和面板数据分析方  法，对英、美两国企业资本结构的动态调整情况进行了对比。 | 弥补了用资产负债率替代最优资本结构的缺陷。 |
| Shinichi Nishioka 和  Naohiko Baba(2004)[30] | 对上世纪90 年代日本企业资本结构动态调整进行研究。 | 验证了治理结构对资本结构调整的影响。 |
| Ralph de Haas 和  MargaPeeters(2004)[26] | 对东欧10 国转型经济时期企业资本  结构进行研究。 | 资本结构受盈利性和存续时间的影响  显著。 |

### 2.2.2 资本结构的动态模型

Leland在1998年美国芝加哥召开的财务联合会上提出了企业资本结构的动态模型，该模型为企业债务数量与到期时间以及财务重组和企业最优风险的决策提供了定量的指导[31]。Leland认为，企业总价值等于企业资产价值与负债带来的节税收益之和，减

去潜在破产成本及债务发行成本，其数学公式如下：

*T****B****C*

其中：

*V*代表企业总价值；

*V*代表无负债企业价值；

*TB*代表税盾利益；

*BC*代表潜在破产成本；

*TC*代表债务发行成本。

式中各项表达式可通过资产定价模型、资金流动率及无风险利率等外生变量获得，从而得到使企业价值最大化的资本结构。该动态模型同时考虑企业的资本结构及投资风险决策中的全部相关利益者，分别采用债务本金、利率、到期时间和风险债务定价公式来表示企业的债务结构和债务价值、违约成本、节税利益及债务发行成本，从而形成相互关系，并提供了获得企业价值最大化的条件。但该模型受多方面完美市场假设条件的制约，同时求解过程中涉及的数学分析方法较复杂。

Goldstein、Ju和Leland以EBIT为出发点推导出的动态资本结构模型，对资本结构调整设上下限，得到通过设限可使资本结构的调整更符合实际平均负债比率，且使其所得税利益提高而风险降低的结论[32]。

Hovakimian通过研究目标资本结构对不同公司财务决策驱动的影响，发现较债务的发行与回购，权益的发行与回购对资本结构持续影响较低，且公司只在减少债务时才会向目标资本结构调整[33]。

Stein Frydenberg（2003）构建的经验性资本结构动态模型，对参数用广义矩估计方法进行估计，得出企业资本结构调整速度缓慢的结论，同时分别对低负债率和高负债率企业资本结构的变化特点进行了研究[34]。

Sheridan Titman和Sergey Tsyplakov（2005）建立的企业投资选择与资本结构可调整的连续时间动态模型，对初始债务及融资方式选择受企业资本结构调整能力影响程度进行了研究，拓展了财务困境与代理成本之间的关系[35]。

### 2.2.3 动态资本结构的国内研究

国内学者近几年逐渐开始对动态资本结构进行研究，但多数研究局限于运用国外学者的理论模型，采用国内上市公司的财务数据对资本结构的影响因素进行实证分析。由

于国内资本市场发展不完善的原因，使得中国学者对动态资本结构的研究仍停留在实证检验阶段，而国外广泛使用的数量经济模型及资产定价模型在国内文献中较少见，在一定程度上制约了国内资本结构的深入研究和发展。下表对国内相关学者的研究进行了总结。表2.2国内学者的相关实证研究总结

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **研究学者** | **研究对象** | **主要结论** |
| 严太华和邹文彦  [36]  （2003） | 结合实际从理论对 leland 建立的资本结构动态  模型的适用性进行研究，并采用沪深两市冶金产业和信息技术产业企业的部分数据进行研究。 | leland 建立的资本结构动态模型对中国企业  的资本结构理论和实际操作都有一定的指导意义，是可以运用并深入发展的。 |
| 王皓和赵俊  [37]  （2004） | 采用深两市 1997-2001 年 720 家上市企业的财  务数据，运用动态调整模型，对资本结构的影响因素进行检验。 | 实证结果符合权衡理论和优序融资理论，并发现动态模型较静态模型有更高的解释力。 |
| [38]  童勇（2004） | 在动态调整模型的基础上建立了中国上市公司资  本结构的时变模型，并用该模型对 249 家沪深两市上市公司1997—2003 的数据进行了实证分析。 | 实证结果显示，由于较大交易成本的存在使得中国上市公司的资本结构偏离最优状态。 |
| 肖作平（2004）  [39] | 用不同理论对影响资本结构的公司特征因素进  行分析，通过构建双向效应动态模型，采用国内非金融上市公司 1995—2001 年的财务数据，对公司特征因素如何影响资本结构选择进行了研究。 | 得出资本结构决策受内部资源能力、企业规模、资产流动性、资产有形性、成长性等因素的影响显著的结论。 |
| [40]  童勇（2006） | 在资本结构动态调整框架的基础上，运用动态面板数据模型对中国上市公司资本结构进行了分析，此外还对公司资本结构调整速度的影响因素进行了研究。 | ①中国上市公司资本结构存在部分调整现象，  且调整成本较高②实际资本结构与目标资本结构的偏离程度、公司规模、盈利能力、成长性和大股东持股比例有助于提高资本结构的调整速度，而贷款利率和收益波动性则对公司资本结构调整有阻碍作用。 |
| 杨军敏等（2007）  [41] | 通过沪深股市75 家科技型上市公司1999—2004 年的财务数据对中国上市科技企业负债率的影响因素进行研究。 | 研究结果表明，企业总资产负债率与固定资产  比例、非负债税盾、盈利能力呈负相关关系， 与企业规模、成长能力呈正相关关系；长期资产负债率与固定资产比例、企业规模和管理层持股比例呈正相关关系。 |
| 连玉君、钟经樊  [42]  （2007） | 采用非线性最小二乘法，从动态角度出发，以国内 427 家仅发行 A 股上市公司 1998—2003 的年报数据为样本，对中国上市公司资本结构的调整行为进行了研究。 | 研究结果表明，①中国上市公司存在最优资本  结构，并呈现出负债不足的整体特点②调整成本的存在使得公司在偏离最优水平时只能进行部分调整，且调整速度会受到公司规模、成长性和偏离最优水平的程度等因素影响，并因时间、行业和公司规模的不同而呈现显著差异。 |
| [43]  冯丹（2008） | 采用沪深两市 A 股信息技术业上市公司  2003—2005 的年报数据，对中国信息技术类上市公司资本结构的影响因素及影响程度进行实证研究。 | 研究结果表明资本结构主要受利息税蔽和信息不对称的影响，而其他因素并不会 dui 公司资本的决策产生决定性影响。 |

## 2.3 资本结构影响因素研究的文献回顾

### 2.3.1 宏观因素

#### （1）国家因素

许多学者的研究表明，资本结构具有因国而异的特点，企业资本结构的选择受不同国家政治制度、法律环境、资本市场完善程度等因素的影响。表2.3总结了国外学者的相关实证研究。

表2.3 国家因素对资本结构影响的研究总结

| 研究学者 | 研究对象 | 主要结论 |
| --- | --- | --- |
| Collins, Sekely(1985)[44] | 411 家跨国企业的负债水平。 | 母公司位于不同国家时其跨国  子公司的资本结构存在显著差异，造成这种差异的原因可能是不同国家金融机构和市场的差异及其对待风险的态度。 |
| Kester(1986)[45] | 日本和美国制造业企业使用负债融资的国别差异。 | 较美国企业而言，日本大多数企  业更倾向于采用负债融资，并指出日本和美国融资制度的不同是产生上述区别的主要原因。 |
| Rajan, Zingales(1995)[46] | G—7 国家非金融类企业的资本  结构。 | 德国与英国杠杆率最低而其他  国家的杠杆率非常相近。 |
| Wald(1999)[47] | 德国、日本、法国、英国和美  国的资本结构。 | 与其他国家相比，德国和英国企  业使用更少的负债。 |
| Booth（2001）等学者[48] | 韩国、印度、巴基斯坦等 10 个发展中国家的资本结构。 | 相同国度企业的资本结构受相  同因素影响，而国别不同时国家因素会对资本结构产生影响。 |
| Hall (2004)[49] | 欧洲 10 个国家中小企业资本结构的国别影响。 | 不同国家中小企业资本结构的  选择受国别差异影响，造成这种影响的可能原因是代理成本、信息不对称和信号传递成本。 |

#### （2）宏观经济因素

国内外学者通过研究发现宏观因素如利率、通货膨胀、金融、税收制度、法律制度等因素对资本结构也有一定的影响。

Corcoran(1977)，Zwick(1977)，DeAngelo和Masulis（1980）认为通货膨胀能降低债务的真实成本是导致企业在通货膨胀期间更倾向于债务融资的主要原因，而随着膨胀率的降低企业的债券收益高于股票收益，使得企业债券的需求增加。Fischer等人

（1989），Longstaff和Schwartz（1995），Leland（1994, 1998）的研究结果认为利率和通货膨胀的变化能使税收利益与破产成本扭曲，从而影响最优资本结构。Graham和Harvey（2001）的报告显示，美国制造业1/ 3的财务总监在制定财务决策时考虑利率及通货膨胀率等宏观经济因素。表2.4总结了国内外学者的相关实证研究。

表2.4 宏观经济因素对资本结构影响的实证研究总结

| 研究学者 | 研究方法 | 主要结论 |
| --- | --- | --- |
| Booth 等人(2001)[48] | 以10 个发展中国家与7 个发达国家的数据为样本，采用横截面回归分析法对宏观经济变量与资本结构间的关系进行研究 | 财务杠杆与股票市场价值 GDP、通货膨胀率负相关，与实际 GDP 增长率、银行总贷款/GDP 正相关。 |
| Nejadmalayerz(20 02)[50] | 采用 Probit 模型对宏观经济因素和企业融资选择的关系进行研究。 | 证明了宏观经济因素能部分解释企业的  融资选择①利率期限结果对企业资本结构产生影响；②短期国库劵收益的上升会使企业更倾向于发行债券而非季节权益；  ③长期国库券收益的上升则会提高企业发行负债的可能性；④公司发行负债的可能性随通货膨胀率的提高而降低。 |
| Korajczyk 和Levy(2003)[51] | 使用 Probit 模型对 1984—1998 年间证券发行选择和公司杠杆比率随时间变化的决定因素进行分析。 | 该研究为宏观经济因素如何影响资本结  构的选择提供了证据并指出①企业杠杆时间序列变化的 12%—51%可用宏观经济状况解释；②宏观经济状况显著影响无财务约束的企业证券发行，而对有财务约束企业的证券发行影响很小；③目标杠杆对无财务约束的样本企业是后周期性的，而对有财务约束的样本企业是前周期性的。他们的研究得到无财务无约束的企业会在宏观经济状况有利时发行证券，而有财务约束的企业则不能选择。 |
| 傅元略（1999）[52] | 因宏观分析采用定量研究方法存在困难，文章采用了定性分析法分析了宏观利率、通货膨胀及资本市场效率对企业资本结构的影响。 | 该研究得出以下研究结论：①当企业资产  收益率大于利率时，企业倾向于提高负债率，这会使得通货膨胀加剧进而进一步促进企业提高负责率；②资本环境的改善， 资本市场效率的提高，会促使企业更多的采用发行股票融资，使得企业负债水平降低。 |
| 蔡楠、李海菠(2003)[53] | 采用面板数据固定影响模型对宏观经济因素与上市公司资本结构选择的关系进行了实证研究。 | 通货膨胀率和实际贷款利率显著影响中  国上市企业的资本结构，但 GDP 实际增长率和狭义货币中 M1 — M 0 的实际增长率对中国上市企业资本结构的影响不明显。 |

表2.4 宏观经济因素对资本结构影响的实证研究总结（续）

| 研究学者 | 研究方法 | 主要结论 |
| --- | --- | --- |
| Chen(2004)[54] | 对中国上市企业的资本结构影响因素进行研究。 | 中国上市公司的融资顺序不符合传统的  啄食理论，并指出这与中国特殊的政治制度、法律环境和国有银行的信贷政策有关。 |
| 严小明（2004）[55] | 从理论上定性的分析了汇率、所得税率及通货膨胀对资本结构的影响，并采用 1994-1999 年相关数据进行了定量分析。 | 研究发现，中国企业并未因贷款利率的变化和息税前利润率的变化而调整负债率， 企业财务杠杆的作用没有正常发挥。 |
| 孙晓华和[宋菁颖](http://www.cnki.net/KCMS/detail/search.aspx?dbcode=CJFQ&amp;sfield=au&amp;skey=%CB%CE%DD%BC%D3%B1&amp;code=06530711%3B13985125%3B)颖(2007)[56] | 对最优资本结构跨期决策和不完  全信息博弈下企业价值模型的推导，构建出宏观经济要素的企业资本结构动态优化模型，并采用  1995—2004 年的宏观经济数据进行实证研究。 | 宏观经济要素如 GDP、利率、货币增长率对企业的资本结构决策有显著影响。 |

### 2.3.2 行业特征

现有资本结构影响因素的实证研究中包含了行业因素，但资本结构是否受行业因素的影响迄今还没有定论，许多学者的研究发现资本结构具有显著的行业差异，但也有学者通过研究发现在一些国家，资本结构的行业间差异并不显著。表2.5对国外学者的相关研究进行了总结。

表2.5 国外学者相关研究总结

| 研究学者 | 研究对象或方法 | 主要结论 |
| --- | --- | --- |
| Harris 和Raviv(1991)[21] | 对美国企业的经验数据进行总结。 | ①机械、电子、医药、食品等行业资产负债率较低；②钢铁、航空、水泥、造纸、纺织等行业资产负债率较高；③受政府管制的影响，资源、通讯、电力等行业的资产负债率最高。 |
| Scott(1972)[57] | 通过对 12 个非管制行业 77 家公司的横截面数据进行分析。 | 发现给定企业的资本结构以一种明确的方式聚集。 |
| Scott 和  Martin(1975)[58] | 采用参数和非参数检验法。 | 12 个非管制行业的资本结构中存在显著差异的结论。 |
| Bradley、Jarrel Kim(1984)[25] | 采用行业虚拟变量进行方差分析以检验行业间杠杆比率均值的显著性。 | ①发现行业类别可以解释企业杠杆比率横截面变化的 54%左右；②非管制行业的资本结构受行业类别的影响显著。 |
| Belka—  koui(1975)[59] | 对加拿大企业资本结构进行研究。 | 其研究结果无法拒绝行业间差异不显著的原假设。 |

国内的大多数学者的研究结果表明资本结构受行业因素的影响显著（陆正飞和辛宁，1998；刘志彪，2003；何桂基，2005；谭克，2005）。但也有少数学者认为，资本结构不受行业因素影响（洪锡熙和沈艺峰，2000）。

### 2.3.3 企业特征因素

企业特征因素对资本结构的影响是众多学者的研究重点。近年来，许多学者对各国公司的资本结构进行比较研究，此外，还有一些学者从动态的视角对资本结构的影响因素进行了实证检验，从而使得资本结构理论的内涵极大扩展。表2.6总结了国外学者的相关实证研究结果。

表2.6 宏观经济因素对资本结构影响的实证研究总结表

| 研究学者 | 研究方法 | 主要结论 |
| --- | --- | --- |
| Marsh(1982)[60] | 1959—1974 年间英国748 个企业以现金方式发行股票和债务的数据为样本，运用 Probit 模型对其融资方式的选择进行研究。 | 研究发现企业融资方式的选择受已确定  目标负债率的影响，而该目标负债率与破产风险呈显著负相关关系，与企业规模、固定资产比率呈显著正相关关系。此外其研究还发现规模较大的企业倾向于选择长期负债融资，而规模较小的企业则倾向于选择短期负债融资。 |
| Bradley, Jarrel 和 Kim(1984)[25] | 通过建立一个综合现代资本结  构权衡理论的单 期模型， 对  Compustat 文件中 1962-1981 年间 25 个产业的 821 家企业和 21  个产业的 655 家非管制企业的横截面数据进行回归。 | 研究发现企业杠杆率与企业价值变动性、广告及研发费用呈显著负相关关系，而与非债务税盾呈显著正相关关系。 |
| Kester(1986)[45] | 选取企业的总负债/权益账面价  值、企业的总负债/权益市场价值、净负债/权益账面价值、净负债/权益市场价值、完全调整后的负债权益账面价值和和完全调整后的负债/权益市场价值为被解释变量，以企业的盈利能力、风险、规模、成长性、行业虚拟变量和国度虚拟变量为解释变量，通过对 1982—1983 年  间的 344 家日本企业和 452 家美国企业的横截面数据线性回归。 | ①风险和企业规模对企业资本结构影响不显著；②企业获利能力和杠杆率负相关；③企业成长性与杠杆率正相关。 |

表2.6 宏观经济因素对资本结构影响的实证研究总结表（续）

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **研究学者** | **研究方法** | **主要结论** |
| Titman 和 Wessels  （1988）[61] | 采用因素分析法，以 1974—1982  年间 469 家企业的数据为样本， 对可能影响资本结构选择的因素进行分析。 | ①研发费用充分、销售成本较高和较低退出率  的企业倾向于选择较低负债水平；②规模较小的企业在采用长期负债方式融资时面临较高的交易成本；③盈利性与杠杆水平负相关。上述结论证明了交易成本的重要性，并符合优序融资理论的推断。 |
| Harris 和 Raviv  （1991）[21] | 对相关资本结构影响因素的实证研究进行总结。 | 杠杆率随着固定资产、成长机会、公司规  模和非债务税盾的增加而增加，随着广告研发费用、盈利性、产品独特性和波动性的增加而减少。 |
| Hovakiman，Opler 和 Titman（2001）  [33] | 采 用 两 阶 段 模 型 考 察 了1979-1997 年间 39387 家非金融类企业的数据。 | ①总体而言，盈利性强的企业杠杆比率相  对较低，这类企业更倾向于发行负债而非权益，更可能回购权益而非偿还负债；② 具有较高当前股价的企业更倾向于发行权益而非负债，更可能回购负债而非权益；③当企业存在净亏损递延时，其更倾向于发行权益；④与提高成长机会相关的高股票收益企业的最优杠杆率比较低。 |

国内学者在西方资本结构理论的基础上，对影响中国上市公司资本结构的因素进行了大量的研究。表2.7总结了国内学者的相关实证研究结果。

表2.7 国内学者的相关实证研究结果总结表

| 研究学者 | 研究方法 | 主要结论 |
| --- | --- | --- |
| 陆 正 飞 和 辛 宇  （1998）[28] | 对机械及运输设备业35 家上市公司的数据进行多元线性回归分析。 | ①获利能力显著影响资本结构；②企  业规模、成长性、资产担保价值等因素对资本结构的影响不显著；③获利能力、企业规模、成长性及资产担保价值对长期负债率的影响不显著。 |
| 冯根福、吴林江和刘世彦（2000）[62] | 选取 1996—1999 年间 234 家 A 股上  市公司的数据，以公司规模、股权结构、盈利性、收益稳定程度、非债务税盾、资产担保价值为变量， 进行回归分析。 | ①获利能力显著影响资本结构；②企  业规模、成长性、资产担保价值等因素对资本结构的影响不显著；③获利能力、企业规模、成长性及资产担保价值对长期负债率的影响不显著。 |
| 肖 作 平 和 吴 世 农  （2002）[63] | 以 1996 年 1 月 1 日前深市上市的  117 家非金融公司为样本，采用其  1998 年 12 月 31 日的数据，进行多元回归分析。 | ①股权结构是影响资本结构的重要因  素；②公司规模、资产担保价值与负债水平呈正相关关系；③盈利能力、成长性及非债务税盾与负债水平呈负相关关系。 |

### 2.3.4 企业战略

Harris与Raviv（1991）通过总结MM定理提出后30年间资本结构理论的发展，指出资本结构与企业产品市场的战略关系研究，是未来资本结构理论的发展方向。此后资本结构与企业产品市场战略关系的研究越来越多，大量的实证研究随之展开[21]。如

Brander（1989）等学者采用多元横截面回归法，用利益相关者理论对1970年—1974

年间的179家工业企业的相关数据进行研究后，指出资本结构与企业的战略变量相关联，企业生产线的相关性与资本结构差异显著相关。产品、市场和技术相关的企业比那些不相关的企业往往具有更低的负债比率[64]。

### 2.3.5 初始资本结构

现有文献对公司资本结构时序特征的研究文献较少，Lemmon等（2008）对美国上市公司1956-2003年的财务数据进行研究，得出从长期看来上市公司的资本结构是稳定的这一重要结论，首次揭示了资本结构的时序特征。即上市公司的资本结构是“天生的”，初始负债率对未来的负债率有决定性影响，上市公司的负债率会在其初始负债率水平上下波动。[5]

以往的学者也曾得出类似的结论，认为公司的资本结构受一非时变变量的影响，但没有明确提出资本结构稳定性的概念。如，Bertrand和Schoar（2003）认为公司资本结构受管理者差异的影响，由于这种差异难以量化，他们将其概括为公司固定效应[65]；

Flnmery和Rangan（2006）认为将公司固定效应加入回归模型将提高公司资本结构差异性的解释[66]。

直到近几年国外学者才将初始负债率这一非时变变量引入资本结构影响因素的研究中，提出了资本结构稳定性的概念，国内学者对其的研究较少。如周开国和徐亿卉，以中国491家上市公司为样本，选取了其1999年6月到2011年6月25个半年度的面板数据，采用OLS回归模型和分布滞后模型对初始负债率对未来资本结构的影响进行研究，得出了中国上市公司间资本结构的差异由初始负债率决定的结论，同时也证明了初始负债率是影响公司资本结构的重要因素。

# 3 中国房地产业融资方式及资本结构现状

## 3.1 中国房地产业的产业特性

1998年中国取消实物分房，开始推行住宅的商品化及住房分配货币化，随着人均可支配收入的快速增加和城市化进程的不断加快，中国房地产业逐渐兴起，并以迅猛的势头发展。2003年国家第一次肯定了房地产业是中国的支柱产业，房地产业作为国民经济的支柱产业有其独特的产业特性，主要包括以下6个方面。

#### （1）房地产业是一个资金密集型的行业。

任何一个房地产投资项目从前期准备到最终收回投资并获得投资收益都需要经历土地开发、房屋建设、房屋出租或销售、物业资产管理等很多步骤，这其中的每一个步骤都需要巨大的资金支持，由此导致房地产业资金需求量大，资金回收周期长，呈现资金密集的特点。

#### （2）房地产业的发展具有周期性。

众多学者的研究表明，房地产业具有周期性发展的特点。但此周期随各国或地区的经济发展程度，地域环境，文化生活等的不同而呈现不同的现象。此外房地产业的发展受宏观经济政策的影响较大，并有先于宏观经济复苏而迟于宏观经济衰退的特点。下表总结了中国房地产业的四次周期。

表3.1 中国房地产业的四次周期

|  | 时间 | 描述 |
| --- | --- | --- |
| 第一次周期 | 1978—1987 | 复苏期，房地产业从无到有，逐步发展，于 1987 年到达谷底。在此期间房地产业不成熟，并有较强的计划经济特点。 |
| 第二次周期 | 1987—1990 | 发展期，房地产业相对成熟。 |
| 第三次周期 | 1991—1997 | 增长和宏观调控期，1993 年前后达到高峰后开始回落，并于 1997年回到谷底。 |
| 第四次周期 | 1998 年至今 | 高速增长期，2008 年底至 2009 年上半年呈现短暂回调，随后继续保持  高速增长 |

#### （3）房地产业的发展受宏观调控政策的影响非常大。

作为关系到国计民生的支柱性产业，房地产业从立项到销售管理各个环节都受国家和地方政府相关政策的直接约束和控制。国家和地方政府通过出台土地出让计划、城市规划方案、土地利用政策及金融政策等一系列法律条款来引导和规范房地产业的各项经

营管理活动，从而保证房地产业健康稳定的发展。

#### （4）房地产业有很强的关联性。

房地产业具有很强的产业关联性，上下游关联产业达60多个，近300个细分行业。上游关联企业包括水泥、钢材、木材、玻璃、塑料等行业，下游则涵盖了家居建材、家电、装修装饰、物业管理、社会服务等行业，据国家统计局数据显示，房地产业对国民经济增长的平均贡献率达2%—2.5%。

#### （5）中国房地产业地域性强且集中度低。

房地产商品具有不可流动性，使得房地产市场的发展受当地经济发展水平的影响显著，当地经济发展水平高，与之相适应当地居民的收入水平也高，从而当地房地产市场的需求就大，房地产价格就高，从而该地区的房地产市场发展水平较快。因此房地产市场呈现明显的地域性特点。同时中国房地产市场非常分散，房地产行业的集中度非常低，并不存在地域性甚至全国性的有压倒性优势的开发商。

#### （6）中国房地产企业以内资为主，主要是民营企业

表3.2总结了2007-2010年中国房地产开发企业的构成情况，从表中易知中国房地产业主要以内资企业为主，所占比例逐渐提高，而国有、集体企业及港澳台与外资企业所占比例逐渐降低。

表3.2 中国房地产开发企业构成情况

|  | 2007年 | | 2008年 | | 2009年 | | 2010年 | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 个数 | 比例 | 个数 | 比例 | 个数 | 比例 | 个数 | 比例 |
| 房地产企业 | 62518 | 100.00% | 87562 | 100.00% | 80407 | 100.00% | 85218 | 100.00% |
| 内资企业 | 56965 | 91.12% | 81282 | 92.83% | 74674 | 92.87% | 79489 | 93.28% |
| 国有企业 | 3617 | 5.79% | 3941 | 4.50% | 3835 | 4.77% | 3685 | 4.32% |
| 集体企业 | 1430 | 2.29% | 1520 | 1.74% | 1361 | 1.69% | 1220 | 1.43% |
| 港、澳、台投资企业 | 3524 | 5.64% | 3916 | 4.47% | 3633 | 4.52% | 3677 | 4.31% |
| 外商投资企业 | 2029 | 3.25% | 2364 | 2.70% | 2100 | 2.61% | 2052 | 2.41% |

数据来源于中国统计年鉴经整理

## 3.2 中国房地产业的融资途径

企业的融资行为形成企业的融资结构，并固化为企业的资本结构。按资金来源的不同可将融资分为内源融资和外源融资。房地产业具有开发周期长、资金密集及易受宏观调控政策影响等特征，这些特征使得资金成为决定房地产企业发展的关键因素，充裕的资金是保障房地产企业正常运转的重要前提[67]。

### 3.2.1 内源融资

内源融资主要由企业初始投资形成的股本、折旧基金和留存收益构成。内源融资具有自主性、低成本性和低风险性的特点，是企业资金的重要来源。中国房地产企业的内源融资主要包括自身销售收入、留存收益和折旧费用三种方式[68]。

首先，房地产企业可通过自身经营活动产生的现金流为其项目和发展提供大量资金；其次，股利分配后的留存收益很大程度上可转化为房地产企业的内源融资，用于企业业务发展；最后，由于税前可扣除折旧和无形资产摊销，从而使得企业所得税降低，净利润和现金流增加。使用内源融资不会使原有股东利益流失，也不会导致因外部融资而造成企业价值下降。此外相关政策也规定房地产开发企业项目资金必须达到一定的标准，2004年该比例由20%提高到35%，又于2009年调回20%。

### 3.2.2 外源融资

外源融资是指企业从外部经济主体筹借资金，转化为自身投资的过程，主要方式有从银行贷款、发行股票和企业债券。外源融资具有高效、高风险、有偿性等特点。根据是否直接面向投资者又可将外源融资分为直接融资和间接融资，从企业控制权角度又可将其分为股权融资和债权融资。

#### （1）股权融资

中国房地产上市公司的股权融资主要包括首次公开发行即IPO、增发和配股三种主要方式，此外还有房地产信托等其他方式。

首次公开发行（IPO）是现代企业最重要的融资方式之一，通过上市企业可以为其进一步发展募集资金，完善其治理结构，提升其品牌价值。房地产业资金需求量大，通过上市筹集资金是一个很好的渠道。然而据统计2007年-2011年中国房地产开发企业分别有62518家，87562家，80407家和85218家，而按证监会行业分类标准，同期沪深两市的房地产上市公司只有68家，73家，88家，和99家，房地产上市公司所占比例较低。

在首次公开发行之后，上市企业还可以通过增发和配送股票的方式进一步补充其发展所需要的资金。

房地产信托是信托金融工具在房地产行业中的应用。信托作为房地产融资手段有贷款信托、股权投资信托和资产证券化三种模式。

房地产信托投资基金（REITs）是一种专门投资于房地产行业的信托基金。它通过

房地产信托机构对外发行收益凭证，公开募集资金，并交由专业管理机构运作，投资于房地产产业或项目，以获得投资收益和资本增值。其投资方向主要包括房地产贷款、有稳定收入的房地产抵押贷款或抵押贷款支持证券，运行模式如下图所示[69]。

借款人

管理服务管理费

物业管理服务

房地产管理 物业资产管理者

物业管理费

债券

利息/息票

发行

投资于REITs

投资者

（单位执有者 ）

信托机构

REITs 的管理人

REITs

代表投资者

受托管理人

托管费拥有物业资产

资产的净收益

物业资产

#### （2）债权融资

图3.1 房地产信托投资基金运行模式

中国房地产上市公司的债权融资方式主要有银行贷款、定金和预收账款及债券融资，此外还有过桥资金和夹层融资等其他方式。

①银行贷款

银行贷款是中国房地产企业最重要的融资方式，银行贷款资金几乎参与了中国房地产开发的整个过程，从土地储备与开发到房地产建设与销售，如下图所示。

商业银行

商业银行

商业银行

商业银行

A C E F F B D G





土地出让和开发

土地储备

房地产开发和建设

房地产销售

A：土地储备贷款B：土地出让金

土地储备中心

房地产开发商

开发商、建筑商

购房者

C：土地转让与开发贷款

D:业务承包与转包资金

E:房地产开发与建设贷款

F：住房抵押贷款

G：定金与预付款

表示资金流向表示产业流向

图3.2 银行贷款资金参与了中国房地产开发的整个过程

根据中国银监会相关规定，房地产开发企业只有在具备一定比例的项目开发资本金后才可以向银行提出贷款申请。贷款方式有房地产开发流动资金贷款、房地产开发项目贷款、房地产抵押贷款三种类型。房地产开发流动资金贷款主要用于补充企业为完成计划内土地开发和商品房建设任务所需要的流动资金，适用范围包括材料设备等的储备、在建工程的各种开支、售前成品资金的占用、结算资金的占用以及企业在银行的存款和

必备库存现金等；房地产开发项目贷款是金融机构为具体的房地产开发项目提供的生产性流动资金贷款，只能用于贷款项目的土地征用、拆迁补偿、前期工程、基础设施建设、建筑安装、公建配套等发生的费用支出；房地产抵押贷款包括土地开发抵押贷款和房地产开发抵押贷款。房地产企业向银行借来的贷款，按偿还期限的不同，可分为短期贷款和长期贷款。其中短期贷款必须在一年内偿还，一般可作为企业短期资金周转；而在房屋建成一定的阶段，开发商或可以用作抵押，筹集长期贷款。

②定金和预收账款

预收账款是指开发商按照合同规定预收购房者的购房定金，以及委托单位开发建设项目，按双方合同规定预收委托单位的开发建设资金。预收房款有一次预收和分次收款两种方式。在源自贷款的开发资金增长率急剧下降的情况下，定金和预收账款成为房地产企业重要的资金来源。

③债券融资

债券融资是指企业通过发行有价证券筹集资金，并承诺到期（期限长于一年）还本并支付利息的融资方式。当房地产企业有开发周期长，投资额度大的项目时债券融资是一种较好的选择。但中国债券市场发展缓慢，对债券融资主体要求较高，债券融资在中国房地产开发企业资金来源中的份额很低，不能成为中国房地产开发企业资金来源的重要渠道。

④其他债权融资渠道

除银行贷款、定金和预收款及债券融资外，还有过桥资金和夹层融资两种债务融资方式。

央行121号文件规定，通过贷款获得的流动资金不可用于房屋建设，购买土地的钱不可用贷款来交，不许向未取得四证的项目发放贷款。因此，房地产开发商在补齐地价后虽然办理了土地证，但到银行放贷要求的四证齐全还有一段时间，这段时期的资金需求可以通过过桥资金解决。典当和高利贷即属于过桥资金。

夹层融资的概念源于华尔街，是欧美市场常见的一种介于股权和普通债务之间的融资方式，是一种无担保的长期负债。在房地产融资领域，夹层融资常指不属于抵押贷款的其他次级债或优先股，建立不同债券和股权的投资组合。但是这种融资方式尚未标准化，复杂程度高，法律架构庞杂。目前，夹层融资一般是外资企业用作规避中国相关管制政策、曲线进入中国房地产市场的融资工具。

## 3.3 中国房地产上市公司融资结构特征与资本结构现状分析

企业资本结构是指企业全部资金来源的构成及其比例关系，通常用资产负债率来表示。而融资结构是指企业资本中不同来源资金的比例关系。企业的融资行为形成企业的融资结构，并固化为企业的资本结构。融资结构是一个变量，它反映了企业的融资行为，而资本机构是一个存量结构，是企业资本构成的静态反映。企业的融资行为决定了企业的资本结构，而资本结构又会反过来影响融资行为，进而影响融资结构。在本节中将对中国房地产上市公司融资结构特征及资本结构现状进行分析。

### 3.3.1 中国房地产上市公司的融资结构的特征

房地产业是一个资金密集型的行业，其所需资金在很大程度上依靠金融系统的融资功能，但由于中国房地产业发展时间较短，投融资体系尚未健全，使得中国房地产上市公司的融资结构呈现以下3个方面的特征。

#### （1）总体融资规模持续增长但增速缓慢

经过十几年的高速发展，房地产业已成为中国市场经济的重要组成部分和国民经济的支柱性产业。尽管近些年国家相继出台了一系列信贷紧缩的政策，但房地产业的融资总量仍以较高速度发展。

#### （2）融资渠道单一，过度依赖银行贷款

下表按照《中国统计年鉴2012》的数据，对全国房地产企业的开发资金来源进行统计和整理。由表易知银行贷款、自筹资金和其他资金是房地产开发企业的主要资金来源，占房地产资金来源的98%以上。其他资金所占比例达45%左右是最主要的资金来源，而其他资金60%以上来自定金及预收款，其中很大一部分来自购房者的银行按揭贷款。自筹资金主要由商品销售款收入转变而来，另一部分则来自建筑施工企业垫付的工程款，这很大部分也是来自银行贷款。此外由于中国债券市场及房地产信托等新型融资方式尚未发展成熟，使得房地产开发企业融资渠道有限，过度依赖银行贷款。

表3.3 房地产开发企业资金来源统计表

|  | 国内贷款 | | 利用外资 | | 自筹资金 | | 其他资金 | | 定金及预收款 | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 数额 | 比重 | 数额 | 比重 | 数额 | 比重 | 数额 | 比重 | 数额 | 比重 |
| 2006 | 5357.0 | 19.74% | 400.2 | 1.47% | 8597.1 | 31.68% | 12781.3 | 47.10% | 8192.7 | 30.19% |
| 2007 | 7015.6 | 18.72% | 641.0 | 1.71% | 11772.5 | 31.41% | 18048.8 | 48.16% | 10663.2 | 28.45% |
| 2008 | 7605.7 | 19.20% | 728.2 | 1.84% | 15312.1 | 38.65% | 15973.4 | 40.32% | 9756.7 | 24.63% |
| 2009 | 11364.5 | 19.66% | 479.4 | 0.83% | 17949.1 | 31.05% | 28006.0 | 48.45% | 16217.5 | 28.06% |
| 2010 | 12563.7 | 17.22% | 790.7 | 1.08% | 26637.2 | 36.52% | 32952.4 | 45.17% | 19275.2 | 26.42% |
| 2011 | 12563.8 | 15.09% | 813.6 | 0.98% | 34093.4 | 40.96% | 35775.1 | 42.98% | 21610.1 | 25.96% |

#### （3）较易受宏观调控影响

如前文所述，房地产企业的融资过度依赖银行贷款，这不仅导致房地产企业融资渠道单一，同时也使得银行的风险增大，一旦房地产行业出现下行风险便会使银行系统出现大量坏账，进而影响宏观经济的健康稳定。为此国家对房地产业的发展历来是保持稳定、温和增长的态度。国家可通过货币、证券等相关金融政策对房地产业的发展进行宏观调控，而开发贷款、住房抵押贷款等相关银行系统的调控更是占到调控政策总数的70%

左右，成为国家对房地产行业进行宏观调控的主要手段。下表总结了2005—2011年间，国家对房地产金融领域的主要调控政策。

表3.4 2005—2011年间房地产金融领域主要调控政策

| 时间 | 相关宏观调控政策 | 所涉及融资手段 |
| --- | --- | --- |
| 2005.3.17 | 调整商业银行自营性个人住房贷款政策：  （1）将现行的住房贷款优惠利率回归到同期贷款利率水平，实行下限管理（2）对房价上涨过快的城市或地区，房贷最低首付款由 20%提高到 30% | 住房抵押贷款 |
| 2005.9 | 银监会制定《加强信托投资公司部分业务风险提示的通知》，规  定房房地产公司只有只有自由资本金超过 35%、“四证齐全”、二级以上开发资质三个条件齐备才能通过信托融资 | 信托 |
| 2006.4 | 央行调高贷款基准利率 0.27 个百分点 | 住房抵押贷款、项目  开发贷款 |
| 2006.7.11 | 建设部等六部门联合发布《关于规范房地产市场外资准入和管  理的意见》加强了境外机构和个人在房地产开发、商品房购买等方面的管理 | 外资 |
| 2007.3 | 央行年内 6 次加息，一年期贷款基准利率上调至 7.47% | 住房抵押贷款、项目  开发贷款 |
| 2007.9.27 | 央行和证监会联合发布《关于加强商业性房地产信贷管理的通  知》，要求申请购买第二套（含）以上住房的借款人，首付比例不得低于 40%，贷款利率不得低于同期同档次基准利率的 1.1 倍 | 住房抵押贷款、项目开发贷款 |
| 2007.10 | 证监会暂停房地产企业在 A 估 IPO 审核工作 | 股票市场 |
| 2008.1 | 央行年内 5 次上调存款准备金率 | 住房抵押贷款、项目  开发贷款 |
| 2008.1.3 | 央行 2008 年度工作会议制定信贷额计划，房地产开发企业面临  较严重信贷紧缩 | 住房抵押贷款、项目  开发贷款 |
| 2008.3.20 | 证监会表示支持优质房地产企业通过 IPO 或借壳上市等方式，  通过资本市场实现做大做强；但对募集资金用于囤积土地、房源，或用于购买开发用地等的 IPO，将不予核准 | 股票市场，项目开发贷款 |

表3.4 2005—2011年间房地产金融领域主要调控政策（续）

| 时间 | 相关宏观调控政策 | 所涉及融资手段 |
| --- | --- | --- |
| 2008.7.22 | 发改委发布《关于进一步加强和规范外商投资项目管理的通  知》，要求各级有关部门严格执行外商投资项目核准制 | 外资 |
| 2009.5.27 | 国务院发布的《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》  中明确，保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例为  20%，其他房地产开发项目的最低资本金比例为 30%。 | 项目开发贷款 |
| 2009.6.19 | 中国银行业监督管理委员会发布了《关于进一步加强按揭贷款  风险管理的通知》 | 住房抵押贷款 |
| 2010.1.12 | 中国人民银行决定，从 2010 年 2 月 25 日起，上调存款类金融  机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点 | 住房抵押贷款、项目  开发贷款 |
| 2010.4.11 | 中国证监会提出，银行业金融机构要增加风险意识，不对投机  头投资购房贷款，如无法判断，则应大幅度提高贷款首付比例和利率水平，加大差别化信贷政策执行力度 | 项目开发贷款 |
| 2010.4.15 | 国务院常务会议要求，对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首  付不得低于 50%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍。对购买首套住房且套型建筑面积在 90 平方以上的家庭，贷款首付款  比例不得低于 30% | 住房抵押贷款、项目开发贷款 |
| 2010.4.15 | 国务院：房价过高地区可暂停发放第三套房贷 | 住房抵押贷款、项目  开发贷款 |
| 2010.5.2 | 央行年内三次上调存款准备金率 | 住房抵押贷款、项目  开发贷款 |
| 2010.11.3 | 中国住房和城乡建设部、财政部、人民银行、证监会等四部委  全面叫停第三套住房公积金贷款，并将第二套住房公积金个人住房贷款首付提至五成 | 住房抵押贷款、项目开发贷款 |
| 2011.1.26 | 为进一步加强房地产巿场的调控和稳定房地产价格国  务院出台了八项调控措施，即“新国八条” | 住房抵押贷款、项目  开发贷款 |
| 2011.7.14 | 国务院常务会议规定房价上涨过快的二三线城市也施行限购措  施 | 住房抵押贷款、项目  开发贷款 |
| 2011.11.30 | 中国人民银行决定下调存款类金融机构人民币存款准备金率  0.5 个百分点，是在 35 个月和央行 12 次上调存款准备金率后的首次下调 | 住房抵押贷款、项目开发贷款 |

### 3.3.2 中国房地产上市公司资本结构的现状

企业的资本结构是指企业全部资金来源的构成及其比例关系，通常用资产负债率来表示。中国房地产业特殊的发展背景使其形成独具特色的资本结构。本节主要通过对房地产业与其他产业的资产负债率进行比较，以及对2002年前上市的房地产上市公司2002年—2011年间的数据进行描述性统计分析来探求中国房地产上市公司资本结构的特征。

表3.5为2002—2010年中国不同行业（不含金融业）总体资产负债率水平，从表中容易看出2002年—2011年中国房地产业的总体资产负债率都远高于其他行业，平均值达73.94%，高出其他行业平均水平58.82%大约15.11个百分数，可以得出房地产业总体资产负债率明显高于其他行业。

表3.5 房地产业与其他行业资产负债率的对比（单位%）

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 行业 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 平均值 |
| 煤炭开采和洗选业 | 56.95 | 55.89 | 60.23 | 61.34 | 60.65 | 61.15 | 59.02 | 59.06 | 58.17 | 59.16 |
| 食品制造业 | 58.25 | 57.39 | 57.70 | 56.01 | 54.68 | 52.80 | 52.98 | 50.24 | 50.98 | 54.56 |
| 纺织业 | 65.72 | 63.17 | 63.07 | 61.27 | 60.24 | 60.12 | 58.26 | 56.95 | 56.79 | 60.62 |
| 造纸及纸制品业 | 63.71 | 62.40 | 61.41 | 61.57 | 60.12 | 58.81 | 57.72 | 57.62 | 56.52 | 59.99 |
| 医药制造业 | 53.90 | 53.94 | 52.83 | 51.81 | 50.89 | 48.83 | 48.04 | 46.13 | 44.00 | 50.04 |
| 交通运输设备制造业 | 61.24 | 60.41 | 60.44 | 61.58 | 60.75 | 62.94 | 62.28 | 62.92 | 63.04 | 61.73 |
| 通信设备、计算机及其他 | 58.46 | 61.82 | 61.63 | 62.72 | 61.14 | 61.89 | 58.35 | 58.08 | 54.18 | 59.81 |
| 电力、热力的生产和供应业 | 61.47 | 63.31 | 64.02 | 56.68 | 57.23 | 58.16 | 63.98 | 64.66 | 65.83 | 61.70 |
| 电气机械及器材制造业 | 59.15 | 60.31 | 61.09 | 60.85 | 61.52 | 60.88 | 57.81 | 57.98 | 57.66 | 59.69 |
| 通用设备制造业 | 63.73 | 63.68 | 64.44 | 62.44 | 60.95 | 59.63 | 59.74 | 57.72 | 56.10 | 60.94 |
| 房地产业 | 75.00 | 74.90 | 75.80 | 74.10 | 72.75 | 74.40 | 72.30 | 73.50 | 74.50 | 73.94 |

下文通过对选取的40家房地产上市公司2002年—2011年间的数据进行描述性统计分析来探求中国房地产上市公司资本结构的特征。

#### （1）资产负债率

表3.6 对所选取的40家样本公司2002到2011年的资产负债率进行整理，得到不

同资产负债率区间各样本公司的分布情况。从表中易知：①从2002年到2011年，资产

负债率处于0到30%区间的公司只有1到5家，在30%—50%区间的公司有5到16家，

在50%—70%区间的有15到25家，在70%—90%区间的公司有2到12家，2002年到2011年间没有资产负债率达到90%以上的公司；②2002年到2011年房地产上市公司的资产负债率逐步上升，2005年到2008年有小幅波动，2009年开始又开始回升。通过上述统计分析可得出中国房地产上市公司的资产负债率较高，并在稳步上升。

与整个房地产业相比，所选取的40家样本公司的资产负债率明显较低，这是由于房地产上市公司可通过发行股票进行再融资等原因造成的，此外房地产上市公司的资质普遍较好，盈利能力更强，融资渠道更加丰富。[70]

表3.6 资产负债率区间样本公司分布情况

| 年份 | 资产负债率 | | | | | 总计 | 均值 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 0-30 | 30-50 | 50-70 | 70-90 | 90 以上 |
| 2002 | 5 | 11 | 22 | 2 | 0 | 40 | 50.10% |
| 2003 | 3 | 11 | 21 | 5 | 0 | 40 | 53.93% |
| 2004 | 2 | 8 | 25 | 5 | 0 | 40 | 56.71% |
| 2005 | 2 | 9 | 24 | 5 | 0 | 40 | 55.81% |
| 2006 | 2 | 10 | 21 | 7 | 0 | 40 | 56.06% |
| 2007 | 0 | 16 | 19 | 5 | 0 | 40 | 56.89% |
| 2008 | 2 | 13 | 15 | 10 | 0 | 40 | 56.42% |
| 2009 | 2 | 7 | 22 | 9 | 0 | 40 | 58.94% |
| 2010 | 1 | 6 | 21 | 12 | 0 | 40 | 62.43% |
| 2011 | 0 | 5 | 25 | 10 | 0 | 40 | 62.44% |
| 总计 | 19 | 96 | 215 | 70 | 0 | 400 | 56.97% |

#### （2）长期负债率

房地产开发项目所需资金量大，开发期限长。开发资金主要用于购置土地、建设开发及其相关费用；项目运作时间随项目大小有所不同，通常需要3年时间，从理论上分析，房地产开发项目资金也应与其相适应。

表3.7 对所选取的40家样本公司2002到2011年的长期负债率进行整理，得到不

同长期负债率区间各样本公司的分布情况。从表中易知：①从2002年到2011年，长期

负债率处于0到30%区间的公司有32到40家，在30%—50%区间的公司有1到8家不等且差距较大，在50%—70%区间的公司有1家，没有达到70%以上的企业；②2002年到

2007年长期负债率均值逐渐上升，2008到2011年波动较大。

以上统计分析说明中国房地产上市公司更倾向于选择短期负债方式进行融资，存在长期负债短期化的倾向，即资金来源与资金用途不匹配。

表3.7 长期负债率区间样本公司分布情况

| 年份 | 长期负债率% | | | | | 总计 | 均值 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 0-30 | 30-50 | 50-70 | 70-90 | 90 以上 |
| 2002 | 38 | 2 | 0 | 0 | 0 | 40 | 5.88% |
| 2003 | 37 | 3 | 0 | 0 | 0 | 40 | 8.38% |
| 2004 | 40 | 0 | 0 | 0 | 0 | 40 | 8.10% |
| 2005 | 40 | 0 | 0 | 0 | 0 | 40 | 8.38% |
| 2006 | 37 | 3 | 0 | 0 | 0 | 40 | 11.58% |
| 2007 | 37 | 3 | 0 | 0 | 0 | 40 | 13.84% |
| 2008 | 39 | 1 | 0 | 0 | 0 | 40 | 13.44% |
| 2009 | 34 | 5 | 1 | 0 | 0 | 40 | 19.41% |
| 2010 | 32 | 8 | 0 | 0 | 0 | 40 | 20.44% |
| 2011 | 36 | 4 | 0 | 0 | 0 | 40 | 17.80% |
| 总计 | 370 | 29 | 1 | 0 | 0 | 400 | 12.73% |

#### （3）有息负债率

此外还可以通过有息负债率来衡量有息负债在总资产中的比重，进而而衡量资本结构。有息负债率的计算公式为：

（短内到/）

表3.8 对所选取的40家样本公司2002到2011年的债券结构进行整理。从表中易

知：①2002年到2011年，有息负债率逐渐上升，其中2011年有息负债率均值达最大，为62.00%；②有息负债率所占比例达资产负债率的50%左右。

通过以上统计分析说明中国房地产公司的融资过度依赖银行贷款，而在发达国家银行贷款只占房地产开发基金的20%左右，40%左右的资金来自直接融资，这与中国债券市场发展缓慢，金融市场尚未完善有关。

表3.8 房地产上市公司债券结构统计表

| 年份 | 有息负债比率 | | | 资产负债率 |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 最小值 | 最大值 | 均值 | 均值 |
| 2002 | 0.00% | 50.87% | 23.59% | 50.00% |
| 2003 | 0.00% | 55.15% | 26.71% | 54.00% |
| 2004 | 0.00% | 56.66% | 28.81% | 57.00% |
| 2005 | 0.00% | 60.66% | 28.39% | 56.00% |
| 2006 | 0.00% | 64.81% | 28.13% | 56.00% |
| 2007 | 0.00% | 64.22% | 26.45% | 56.00% |
| 2008 | 0.00% | 64.22% | 30.00% | 56.00% |
| 2009 | 0.00% | 55.30% | 28.67% | 59.00% |
| 2010 | 0.00% | 59.53% | 30.09% | 62.00% |
| 2011 | 0.00% | 62.98% | 30.84% | 62.00% |

通过上述分析可得出中国房地产上市公司的资本结构存在以下特征：①中国房地产业总体负债率高于其他行业；②房地产上市公司的负债率偏高；③存在长期负债短期化的倾向，资金来源用途不匹配；④有息负债比例过高，即资金来源过度依赖银行贷款。

# 4 微观因素对中国房地产上市公司资本结构影响的动态研究

本章采用面板数据模型的定量研究方法，对中国房地产上市公司资本结构的微观影响因素进行实证分析，分别从长期和短期角度观察各因素对中国房地产上市公司资本结构的影响，试图对中国房地产上市公司资本结构问题做深入、细致的研究。

## 4.1 微观影响因素分析

以往的学者分别从不同的角度对资本结构的微观影响因素进行研究，在经历了多个阶段的发展后形成了内容丰富的各种理论体系，如权衡理论、代理理论、信息不对称理论及控制权理论。根据经典理论对资本结构微观影响因素的分析，本节从盈利能力、营运能力、短期偿债能力、成长性、税收、企业规模和资产构成七个维度对资本结构的微观影响因素进行分析。

#### （1）盈利能力

提高企业的盈利能力可以直接提高企业的利润，同时降低企业的财务风险和危机成本，进而提高企业的最优债务水平，此外企业还可通过保持较高债务水平以获得利息抵税收益，因此权衡理论认为，企业的盈利能力和债务水平正相关。此外根据信息不对称理论，盈利能力强的企业会向投资者传递企业质量优良的信息，进而保持较高的负债比率。然而，优序融资理论认为企业在融资时遵循内部融资、负债融资、股权融资的融资顺序，较强的盈利能力使得企业有更多的留存收益来满足企业的资金需求，只有在必要时才会采用股票融资和债券融资，即企业盈利能力与负债率负相关。

笔者认为企业盈利能力与负债率的关系受企业盈利水平和发展速度的制约和影响，当企业盈利能力可满足企业发展需求时，企业更多的选择内部融资，此时负债率较低；当企业的盈利能力不能满足企业发展的需求时，企业只能采用外源融资的方式，此时盈利能力越强的企业越倾向于采用外源融资，此时企业的盈利能力与负债率正相关。

#### （2）营运能力

企业的营运能力主要体现为对企业资产和流动资产的管理能力，营运能力强的企业其可提高应收账款回收速度，缩短存货周转时间，进而提高企业流动资产利用效率，降低企业的信用风险，使得企业可更好的负债经营；同时较强的企业营运能力也可以降低

企业对外源融资的依赖，降低企业的负债水平。

#### （3）短期偿债能力

短期偿债能力反映了企业的流动资产是否能及时足额偿付流动负债，是企业当前偿债能力和流动资产变现能力的重要标志。通常采用对流动资产和流动负债进行分析来衡量企业的短期偿债能力，在财务管理中常用流动比和速动比来度量企业的短期偿债能力。当流动资产大于流动负债时，企业具有偿债能力；反之，则企业偿债能力不足。企业的运营资金为流动资产与流动负债之差，当企业运营资金越多即企业流动比或速冻比越大时，企业对外源融资的需求越低。

#### （4）成长性

企业的成长性反映了企业的成长空间及发展前景，主要体现在主营业务收入的增加、资产规模的扩大和企业研发费用的上涨等方面。成长性对企业负债水平的影响是双面的。一般而言，企业的成长性越强，便会拥有更多可选择的投资机会，其所需的资金量就越大，当企业的内源融资能力有限时就需要通过采用外源融资，其负债比率就会提高，成长性与负债率正相关。另一方面，成长性较高的企业其投资机会更灵活，若企业受股东控制，债权人的利益可能会受到侵蚀，当债权人意识到这一点时便会要求更高的借款利息，此外成长性较高的企业多为新兴产业，有较大的经营风险，这些因素都会使企业的破产成本增大，此时成长性与负债率负相关。

#### （5）非债务税蔽

非债务税蔽由债务利息之外的其他费用构成，包括折旧、投资税贷项和税务递延等，可提供纳税抵减。折旧和投资的税收减免等非债务税蔽对负债融资有替代效应，当企业非债务税蔽较大时，企业的负债免税作用会被减弱，且不会造成现金流紧张。因此，企业的非债务税蔽与负债水平负相关。

#### （6）企业规模

企业规模一般采用企业总资产或主营业务收入来衡量。企业的规模越大，越容易实施多元化经营，有效的分散经营风险并保证充足的现金流，从而降低破产成本，提高其承受较高水平负债水平的能力。规模越大的企业其信用相对较高，更容易获得低成本负债，在中国，企业规模越大越容易受银行信贷支持，其整合资源的能力也较强。大多数学者的实证研究也证实企业规模与负债水平正相关。

#### （7）资产构成

资产构成是指企业用全部资产经营的各资产项目与企业总资产之比。不同的资产具

有不同的流动性，其抵押价值也不同，这使得企业的偿债能力存在差异，进而对其举债能力产生影响。抵押贷款可降低债权人的风险和企业的债务成本，使企业更倾向于选择负债融资。在资本结构研究中，常用固定资产占总资产的比例来反映资产结构。固定资产所占比例越高，即企业可用于抵押的资产越多，企业可获得的低成本债务资金越多，企业的资产负债率越高；反之，企业资产负债率越低。

## 4.2 指标体系设计

### 4.2.1 变量设计

#### （1）被解释变量

学术界通常采用资产负债率（总负债/总资产）、产权比率（总负债/股东权益合计）和长期负债水平（长期负债/总资产）对企业的资本结构进行度量。通过前文的分析可知中国房地产上市公司的长期负债水平较低，流动负债水平较高。因此本文选取资产负债率、产权比率和流动负债水平（流动负债/总资产）作为衡量中国房地产上市公司资本结构的指标。此外由于2005年之前中国上市企业的绝大部分股权是国有股或国有法人股，这些股权并不流通，因此采用账面价值对中国上市企业的资本结构进行分析是比较合理的方式和现实的选择[71]。

#### （2）解释变量

本文仅对中国房地产上市公司的微观影响因素进行研究，国家因素、宏观经济因素、行业特征和市场时机等因素并不在本研究范围内。

现有文献对资本结构影响因素进行研究时，通常是在回顾资本结构相关理论的基础上，对资本结构的影响因素进行分类，再直接选取解释变量。由于理论上资本结构影响因素可采用不同的指标来反映，不同指标的信息含量也有所差异，这些差异会造成严重的信息丢失和分析结果的偏差，此外指标的选取还受行业类别的影响。

本文对时变解释变量的设计采用了分类设计法，结合以往学者的研究结果从盈利能力、营运能力、短期偿债能力、成长性、税收、战略地位和资产构成七个维度选取了23个指标，具体如下表所示。在此基础上采用面板数据模型筛选出其中对中国房地产上市公司资本结构有显著影响的指标，并引入非时变解释变量初始资本结构，试图对中国房地产上市公司的资本结构问题做深入、细致的研究[26]。

4.1时变解释变量指标选取及说明

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **影响因素** | **指标** | **单位** | **符号** | **说明** |
| 盈利能力 | 销售毛利率 | % | X1 | 营业利润/营业收入 |
| 销售净利率 | % | X2 | 净利润/营业收入 |
| 总资产收益率 | % | X3 | 净利润/期末总资产 |
| 净资产收益率 | % | X4 | 净利润/期末股东收益 |
| 营运能力 | 应收账款周转率 | 次 | X5 | 销售收入/应收账款 |
| 存货周转率 | 次 | X6 | 销售成本/存货 |
| 股东权益周转率 | 次 | X7 | 销售收入/净资产 |
| 总资产周转率 | 次 | X8 | 销售收入/总资产 |
| 短期偿债能力 | 流动比 | 倍 | X9 | 流动资产/流动负债 |
| 速动比 | 倍 | X10 | 速动资产/流动负债 |
| 成长性 | 销售收入增长率 | % | X11 | （本期销售收入-上期销售收入）/上期销售收入 |
| 营业利润增长率 | % | X12 | （本期营业利润-上期营业利润）/上期营业利润 |
| 净利润增长率 | % | X13 | （本期净利润-上期净利润）/上期净利润 |
| 利润总额增长率 | % | X14 | （本期利润总额-上期利润总额）/上期利润总额 |
| 净资产增长率 | % | X15 | （期末净资产-期初净资产）/期初净资产 |
| 总资产增长率 | % | X16 | （期末总资产-期初总资产）/期初总资产 |
| 税收 | 非债务税蔽 | % | X17 | 累计折旧/总资产 |
| 实际税率 | % | X18 | 实际所得税费用/税前总利润 |
| 战略地位 | 企业规模 | 1 | X19 | ln(销售收入) |
| 市场份额 | % | X20 | 某企业销售收入/∑销售收入 |
| 战略资产规模 | 1 | X21 | ln(无形资产) |
| 资产构成 | 固定资产占总资产百分比 | % | X22 | 期末固定资产净额/期末总资产 |
| 无形资产占总资产百分比 | % | X23 | 期末无形资产/期末总资产 |

### **4.2.2** 样本选取

本文根据国家证监会2001年4月发布的《上市公司分类指引》，选取了40家沪深

A股房地产上市公司，2002年6月到2011年12月20个时期的数据（半年为基本测量

单位），在选取过程中剔除了数据不完整公司、ST、PT及2001年6月前未上市的公司。

所选样本公司代码及简称如表4.2所示。

表4.2 所选样本公司名单

| 代码 | 简称 | 代码 | 简称 | 代码 | 简称 | 代码 | 简称 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 000002 | 万科 | 000511 | 银基发展 | 600246 | 万通地产 | 600663 | 陆家嘴 |
| 000006 | 深振业 | 000558 | 莱茵置业 | 600256 | 广汇股份 | 600665 | 天地源 |
| 000014 | 沙河股份 | 000573 | 粤宏远 A | 600376 | 首开股份 | 600675 | 中华企业 |
| 000024 | 招商地产 | 000608 | 阳光股份 | 600383 | 金地集团 | 600684 | 珠江实业 |
| 000029 | 深深房 | 000616 | 亿城股份 | 600393 | 东华实业 | 600696 | 多伦股份 |
| 000031 | 中粮地产 | 000667 | 名流置业 | 600606 | 金丰投资 | 600732 | 上海新梅 |
| 000042 | 深长城 | 600064 | 南京高科 | 600638 | 新黄浦 | 600736 | 苏州高新 |
| 000046 | 泛海建设 | 600162 | 香江控股 | 600639 | 浦东金桥 | 600748 | 上实发展 |
| 000402 | 金融街 | 600175 | 美都控股 | 600641 | 万业企业 | 600791 | 京能置业 |
| 000502 | 绿景控股 | 600215 | 长春经开 | 600648 | 外高桥 | 600823 | 世茂股份 |

数据来源于CCER数据库经整理

## 4.3 Panel Data模型简介

Panel Data模型是根据估计数据的类型进行命名的，适用于同时包含时间序列和截面的数据。当数据的时间跨度不太长，比如10年的或更短的数据，而同时又可以获得多个截面的数据时，用Panel Data模型既可同时考虑总体特征和个体差异。

Panel Data模型形式可以看作是协变量的双向设计，模型形式一般为：

*y**a**X**u*

*it*

*it*

*it*

*it*

*i*

*I*1,2,...,; *t*1,2,...,；

模型又分为以下三种情形：

#### （1）个体固定效应模型（entity fixed effects model）

*y**a**X**u a*

如果一个面板数据模型定义为：

*it* *it*

*It it*

*i*；其中i是随机变量，表示对

于*i*个个体有*i*个不同的截距项，且其变化与*X* it有关系；*y*it为被回归变量（标量），*u* it为误差项（标量），*X* it为*k*1阶回归变量列向量（包括*k*个回归量），**为*k*1阶回归系数列向量，对于不同个体回归系数相同，则称此模型为个体固定效应回归模型。

#### （2）个体随机效应模型（entity random effects model）

如果一个面板数据模型定义为：

*y**a**X**u*；其中*a* i是随机变量，表示对

*It* it it *it* i

于*i*个个体有*i*个不同的截距项，且其变化与*X it*无关；*yit*为被回归变量（标量），*u it*为误差项（标量），*X it*为*k*1阶回归变量列向量（包括*k*个回归量），**为*k*1阶回归系数列向量，对于不同个体回归系数相同，则称此模型为个体随机效应回归模型。

#### （3）混合效应模型（pooled model）

如果一个面板数据模型定义为：

*y**a**X**u*；混合回归模型的特点是无论对

*It* it it *it* i

任何个体和截面，回归系数和**相同。则称此模型为混合效应模型。[72]

## 4.4 指标筛选

本节使用Stata.11软件，采用Panel Data模型，分别从企业的盈利能力、营运能力、短期偿债能力、成长性、税收、战略地位和资产构成七个维度对中国房地产上市公司资本结构的微观影响因素进行分析，从而筛选出对中国房地产上市公司资本结构有显著影响的指标。在本节分析中解释变量为资产负债率、产权比率和流动负债水平。由于

Hausman检验结果可能出现负值，此时Hausman检验失效，需要再进行Sargan-Hansen检验，若Hausman检验通过则不再进行Sargan-Hansen检验，并根据相应的检验结果采取合适的模型进行估计[73]。

### 4.4.1 盈利能力

以资产负债率、产权比率和流动负债水平作为被解释变量，对盈利能力因素影响的实证结果如表4.3所示。

表4.3 盈利能力因素实证分析

| 被解释变量: | 资产负债率 | | 产权比率 | | 流动负债水平 | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 解释变量 | 参数值 | 标准误 | 参数值 | 标准误 | 参数值 | 标准误 |
| 销售毛利率 | -0.0111\*\* | -3.27 | -0.105\*\*\* | -4.72 | -0.0141\*\*\* | -3.48 |
| 销售净利率 | -0.00249\* | -1.97 | -0.0270\*\* | -3.29 | -0.00468\*\* | -3.12 |
| 总资产收益率 | -7.007\*\*\* | -17.57 | -49.87\*\*\* | -19.25 | -4.324\*\*\* | -9.14 |
| 净资产收益率 | 2.630\*\*\* | 17.05 | 18.43\*\*\* | 18.4 | 1.589\*\*\* | 8.69 |
| 常数项 | 0.576\*\*\* | 118.8 | 1.747\*\*\* | 55.43 | 0.443\*\*\* | 77.02 |
| Adjusted R-squared | 0. 6764 | | 0.6994 | | 0.4860 | |
| F-statistic | 79.05 | | 94.47 | | 22.57 | |
| Hausman 检验结果 | -288.92 | | 1234.48 | | 18.51 | |
| p-value | - | | 0 | | 0.0010 | |
| Sargan-Hansen | 32.765 | | - | | - | |
| p-value | 0 | | - | | - | |

注：\*表示在5%的水平下显著；\*\*表示在1%的水平下显著；\*\*\*表示在0.1%的水平下显著。

由表4.3可以看出，以资产负债率作为被解释变量的模型拟合效果较好，调整后的

R2=0.6764。销售毛利率通过了1%的显著性水平检验，系数为负；销售净利率通过了5%的显著性水平检验，系数为负；总资产收益率和净资产收益率均通过了0.1%的显著性水平检验，总资产收益率系数为负，净资产收益率系数为正。

以产权比率作为被解释变量的模型拟合效果较好，调整后的R2=0. 6994。销售净利率、总资产收益率均通过了0.1%的显著性水平检验，系数为正；净资产收益率也通过了

0.1%的显著性水平检验，但系数为正；销售净利率通过了1%的显著性水平检验，系数为负。

以流动负债水平作为被解释变量的模型拟合结果拟合较好，调整后的R2=0.4860。销售净利率、总资产收益率均通过了0.1%的显著性水平检验，系数为正；净资产收益率也通过了0.1%的显著性水平检验，但系数为正；销售净利率通过了1%的显著性水平检验，系数为负。

从结果可以初步看出，盈利能力对资本结构的影响较大，

### **4.4.2** 营运能力

以资产负债率、产权比率和流动负债水平作为被解释变量，对营运能力因素影响的实证结果如表4.4所示。

表4.4 营运能力因素实证分析

| 被解释变量 | 资产负债率 | | 产权比率 | | 流动负债水平 | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 解释变量 | 参数值 | 标准误 | 参数值 | 标准误 | 参数值 | 标准误 |
| 应收账款周转率 | 1.84E-15 | 1.04 | 3.18E-15 | 0.29 | -2.19E-15 | -1.05 |
| 存货周转率 | -3.48E-11\*\* | -2.82 | -1.47E-10 | -1.90 | -2.17E-11 | -1.48 |
| 股东权益周转率 | 0.286\*\*\* | 21.31 | 2.128\*\*\* | 25.44 | 0.232\*\*\* | 14.55 |
| 总资产周转率 | -0.791\*\*\* | -21.04 | -5.810\*\*\* | -24.80 | -0.516\*\*\* | -11.57 |
| 常数项 | 0.570\*\*\* | 117.96 | 1.671\*\*\* | 55.44 | 0.411\*\*\* | 71.66 |
| Adjusted R-squared | 0.6952 | | 0.8456 | | 0.6492 | |
| F-statistic | 120.94 | | 168.78 | | 56.21 | |
| Hausman 检验结果 | -2805.65 | | 9459.5 | | 31.72 | |
| p-value | - | | 0 | | 0 | |
| Sargan-Hansen | 52.27 | | - | | - | |
| p-value | 0 | | - | | - | |

注：\*表示在5%的水平下显著；\*\*表示在1%的水平下显著；\*\*\*表示在0.1%的水平下显著。

由表4.4可以看出，以资产负债率作为被解释变量的模型拟合效果较好，调整后的

R2=0.6952。应收账款周转率未通过检验；存货周转率通过了1%的显著性水平检验，系数为负；股东权益周转率和总资产周转率均通过了0.1%的显著性水平检验，股东权益周转率系数为正，总资产周转率系数为负。

以产权比率作为被解释变量的模型拟合效果较好，调整后的R2=0.8456。应收账款周转率和存货周转率未通过检验；股东权益周转率和总资产周转率均通过了0.1%的显著性水平检验，股东权益周转率系数为正，总资产周转率系数为负。

以流动负债水平作为被解释变量的模型拟合结果较好，调整后的R2=0.6492。应收账款周转率和存货周转率未通过检验；股东权益周转率和总资产周转率均通过了0.1%的显著性水平检验，股东权益周转率系数为正，总资产周转率系数为负。

### 4.4.3 短期偿债能力

以资产负债率、产权比率和流动负债水平作为被解释变量，对短期偿债能力因素影响的实证结果如表4.5所示。

## 4.5 短期偿债能力因素实证分析

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **被解释变量** | **资产负债率** | | **产权比率** | | **流动负债水平** | |
| 解释变量 | 参数值 | 标准误 | 参数值 | 标准误 | 参数值 | 标准误 |
| 流动比 | -0.0190\*\*\* | -4.82 | -0.109\*\*\* | -4.00 | -0.0597\*\*\* | -15.89 |
| 速冻比 | -0.00723 | -0.00723 | 0.00359 | 0.11 | 0.0361\*\*\* | 7.95 |
| 常数项 | 0.614\*\*\* | 91.42 | 1.899\*\*\* | 17.79 | 0.536\*\*\* | 83.79 |
| Adjusted -squared | 0.2664 | | 0.1792 | | 0.5112 | |
| F-statisticu | 62.85 | | Wald-statistic | 50.6 | F-statisticu | 173.84 |
| Hausman 检验结果 | 7.36 | | 4.23 | | 11.81 | |
| p-value | 0.0252 | | 0.1205 | | 0.0027 | |
| Sargan-Hansen | - | | - | | - | |
| p-value | - | | - | | - | |

注：\*表示在5%的水平下显著；\*\*表示在1%的水平下显著；\*\*\*表示在0.1%的水平下显著。

由表4.5可以看出，以资产负债率作为被解释变量的模型拟合效果较差，调整后的

R2=0.2664。速冻比未通过检验，流动比通过了0.1%的显著性水平检验，系数为负。以产权比率作为被解释变量的模型拟合效果也较差，调整后的 R2=0.1792。速冻比

未通过检验，流动比通过了0.1%的显著性水平检验，系数为负。

以流动负债占总资产百分比作为被解释变量的模型拟合结果较好，调整后的

R2=0.5112。流动比和速冻比均通过了0.1%的显著性水平检验，流动比系数为负，速冻比系数为正。

从结果可以看出短期偿债能力对流动负债水平影响较大，对资产负债率、产权比率影响较小。

### 4.4.4 成长性

以资产负债率、产权比率和流动负债水平作为被解释变量，对成长性因素影响的实证结果如表4.6所示。

表4.6 成长性因素实证结果

| 被解释变量 | 资产负债率 | | 产权比率 | | 流动负债水平 | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 解释变量 | 参数值 | 标准误 | 参数值 | 标准误 | 参数值 | 标准误 |
| 销售收入增长率 | 5.93E-06 | 0.1 | 0.000471 | 1.21 | 8.7E-05 | 1.37 |
| 营业利润增长率 | 0.000375 | 1.68 | 0.00171 | 1.16 | 0.00017 | 0.71 |
| 净利润增长率 | -0.000262 | -0.96 | -0.00294 | -1.62 | -0.000272 | -0.92 |
| 利润总额增长率 | -0.00036 | -1.43 | -0.00304 | -1.82 | -0.000519 | -1.91 |
| 净资产增长率 | -0.0979\*\*\* | -5.54 | -0.667\*\*\* | -5.70 | -0.0788\*\*\* | -4.13 |
| 总资产增长率 | 0.126\*\*\* | 7.03 | 0.858\*\*\* | 7.24 | 0.0697\*\*\* | 3.62 |
| 常数项 | 0.563\*\*\* | 145.22 | 1.632\*\*\* | 63.56 | 0.434\*\*\* | 29.66 |
| Adjusted R-squared | 0.0496 | | 0.1178 | | 0.0023 | |
| F-statistic | 9.12 | | 10.94 | | 4.37 | |
| Hausman 检验结果 | -4.84 | | -31.68 | | 9.39 | |
| p-value | - | | - | | 0.1529 | |
| Sargan-Hansen | 8.825 | | 11.631 | | - | |
| p-value | 0.1837 | | 0.0707 | | - | |

注：\*表示在5%的水平下显著；\*\*表示在1%的水平下显著；\*\*\*表示在0.1%的水平下显著。

由表4.6可以看出，以资产负债率作为被解释变量的模型拟合效果较差，调整后的

R2=0.0496。销售收入增长率、营业利润增长率、净利润增长率和利润总额增长率均未通过检验；净资产增长率和总资产增长率通过了0.1%的显著性水平检验，净资产增长率系数为负，总资产增长率系数为正。

以产权比率作为被解释变量的模型拟合效果也较差，调整后的R2=0.1178。销售收入增长率、营业利润增长率、净利润增长率和利润总额增长率均未通过检验；净资产增

长率和总资产增长率通过了0.1%的显著性水平检验，净资产增长率系数为负，总资产增长率系数为正。

以流动负债水平作为被解释变量的模型拟合结果较差，调整后的R2=0.0023。销售收入增长率、营业利润增长率、净利润增长率和利润总额增长率均未通过检验；净资产增长率和总资产增长率通过了0.1%的显著性水平检验，净资产增长率系数为负，总资产增长率系数为正。

从结果可以看出，成长性对中国房地产上市公司的资本结构总体影响较差。

### 4.4.5 税收

以资产负债率、产权比率和流动负债水平作为被解释变量，对税收因素影响的实证结果如表4.7所示。

表4.7 税收能力因素实证结果

| 被解释变量 | 资产负债率 | | 产权比率 | | 流动负债水平 | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 解释变量 | 参数值 | 标准误 | 参数值 | 标准误 | 参数值 | 标准误 |
| 非债务税蔽 | -1.062\*\*\* | -10.81 | -4.460\*\*\* | -6.52 | -0.0988 | -0.89 |
| 实际税率 | -0.0151 | -1.22 | -0.0458 | -0.53 | -0.00174 | -0.12 |
| 常数项 | 0.590\*\*\* | 34.47 | 1.754\*\*\* | 15.88 | 0.437\*\*\* | 28.04 |
| Adjusted R-squared | 0.0185 | | 0.0271 | | 0.0009 | |
| wald-statistic | 117.72 | | 0.0271 | | 0.8 | |
| Hausman 检验结果 | 0.17 | | 0.13 | | 0.01 | |
| p-value | 0.9167 | | 0.9382 | | 0.9969 | |
| Sargan-Hansen | - | | - | | - | |
| p-value | - | | - | | - | |

注：\*表示在5%的水平下显著；\*\*表示在1%的水平下显著；\*\*\*表示在0.1%的水平下显著。

由表4.7可以看出，以资产负债率作为被解释变量的模型拟合效果较差，调整后的

R2=0.0185。非债务税蔽通过了0.1%的显著性水平检，系数为负；实际税率未通过检验。以产权比率作为被解释变量的模型拟合效果也较差，调整后的R2=0.0271。非债务

税蔽通过了0.1%的显著性水平检，系数为负；实际税率未通过检验。

以流动负债水平作为被解释变量的模型拟合结果极差，调整后的R2=0.0009。非债务税蔽与实际税率均为通过检验。

从结果可以看出，税收对中国房地产上市公司的资本结构总体影响较差。

### 4.4.6 战略地位

以资产负债率、产权比率和流动负债水平作为被解释变量，对战略地位因素影响的实证结果如表4.8所示。

表4.8 战略地位实证结果

| 被解释变量 | 资产负债率 | | 产权比率 | | 流动负债水平 | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 解释变量 | 参数值 | 标准误 | 参数值 | 标准误 | 参数值 | 标准误 |
| 企业规模 | 0.0237\*\*\* | 7.33 | 0.113\*\*\* | 5.23 | 0.00933\*\* | 2.71 |
| 市场份额 | 0.0986 | 1.16 | 0.603 | 1.05 | 0.165 | 1.78 |
| 战略资产规模 | -0.245\* | -2.10 | -1.481 | -1.90 | 0.0856 | 0.69 |
| 常数项 | 0.0893 | 1.36 | -0.607 | -1.35 | 0.241\*\*\* | 3.39 |
| Adjusted R-squared | 0.0967 | | 0.0597 | | 0.0107 | |
| F-statistic | 21.44 | | Wald-statistic | 35.05 | wald-statistic | 10.23 |
| Hausman 检验结果 | 8.18 | | 1.3 | | 0.41 | |
| p-value | 0.0423 | | 0.7303 | | 0.9388 | |
| Sargan-Hansen | - | | - | | - | |
| p-value | - | | - | | - | |

注：\*表示在5%的水平下显著；\*\*表示在1%的水平下显著；\*\*\*表示在0.1%的水平下显著。

由表4.8可以看出，以资产负债率作为被解释变量的模型拟合效果较差，调整后的

R2=0.0967。企业规模通过了0.1%的显著性水平检，系数为正；市场份额和战略资产规模均未通过检验。

以产权比率作为被解释变量的模型拟合效果也较差，调整后的R2=0.0597。企业规模通过了0.1%的显著性水平检，系数为正；市场份额和战略资产规模均未通过检验。

以流动负债水平作为被解释变量的模型拟合结果较差，调整后的R2=0.0009。企业规模通过了0.1%的显著性水平检，系数为正；市场份额和战略资产规模均未通过检验。

从结果可以看出，战略地位对中国房地产上市公司资本结构的影响较差。

### **4.4.7** 资产构成

以资产负债率、产权比率和流动负债水平作为被解释变量，对资产构成因素影响的实证结果如表4.9所示。

表4.9 资产构成实证结果

| 被解释变量 | 资产负债率` | | 产权比率 | | 流动负债水平 | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 解释变量 | 参数值 | 标准误 | 参数值 | 标准误 | 参数值 | 标准误 |
| 固定资产占总资产百分比 | -0.304\*\*\* | -8.13 | -1.327\*\*\* | -5.18 | -0.00952 | -0.23 |
| 无形资产占总资产百分比 | -0.0991 | -0.84 | -0.822 | -1.02 | 0.0527 | 0.41 |
| 常数项 | 0.593\*\*\* | 35.37 | 1.782\*\*\* | 16.28 | 0.435\*\*\* | 28.9 |
| Adjusted R-squared | 0.0089 | | 0.0074 | | 0.0431 | |
| wald-statistic | 77.17 | | 33.8 | | 0.18 | |
| Hausman 检验结果 | 2.3 | | 0.99 | | 2.08 | |
| p-value | 0.3169 | | 0.6092 | | 0.354 | |
| Sargan-Hansen | - | | - | | - | |
| p-value | - | | - | | - | |

注：\*表示在5%的水平下显著；\*\*表示在1%的水平下显著；\*\*\*表示在0.1%的水平下显著。

由表4.8可以看出，以资产负债率作为被解释变量的模型拟合效果较差，调整后的

R2=0.0089。固定资产占总资产百分比通过了0.1%的显著性水平检，系数为负；无形资产占总资产百分比未通过检验。

以产权比率作为被解释变量的模型拟合效果也较差，调整后的R2=0.0074。固定资产占总资产百分比通过了0.1%的显著性水平检，系数为负；无形资产占总资产百分比未通过检验。

以流动负债水平作为被解释变量的模型拟合结果较差，调整后的R2=0.0431。固定资产占总资产百分比和无形资产占总资产百分比均未通过检验。

表4.10 对七个维度影响因素与资本结构的关系进行了总结。

表4.10 实证结果归纳

| 影响因素 | 指标 | 资产负债率 | Adjusted R-squared | 产权比率 | Adjusted R-squared | 流动负债  水平 | Adjusted R-squared |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 盈利能力 | 销售毛利率 | - | 0.6764 | - | 0.6994 | - | 0.486 |
| 销售净利率 | - | - | - |
| 总资产收益率 | - | - | - |
| 净资产收益率 | + | + | + |
| 营运能力 | 应收账款周转率 | / | 0.6952 | / | 0.8456 | / | 0.6492 |
| 存货周转率 | - | / | / |
| 股东权益周转率 | + | + | + |
| 总资产周转率 | - | - | - |
| 短期偿债能力 | 流动比 | - | 0.2664 | - | 0.1792 | - | 0.5112 |
| 速动比 | / | / | + |
| 成长性 | 销售收入增长率 | / | 0.0496 | / | 0.1178 | / | 0.0023 |
| 营业利润增长率 | / | / | / |
| 净利润增长率 | / | / | / |
| 利润总额增长率 | / | / | / |
| 净资产增长率 | - | - | - |
| 总资产增长率 | + | + | + |
| 税收 | 非债务税蔽 | - | 0.0185 | - | 0.0271 | / | 0.0009 |
| 实际税率 | / | / | / |
| 战略地位 | 企业规模 | + | 0.0967 | + | 0.0597 | + | 0.0107 |
| 市场份额 | / | / | / |
| 战略资产规模 | - | / | / |
| 资产构成 | 固定资产占总资产百分比 | - | 0.0089 | - | 0.0074 | / | 0.0431 |
| 无形资产占总资产百分比 | / | / | / |

从上表中可以看出，反映盈利能力的指标中，除净资产收益率与资本结构呈正相关外，外其余三个指标均与资本结构呈负相关；反映营运能力的指标中，应收账款周转率与资本结构关系不显著，存货周转率仅与资产负债率显著负相关，其余两个指标与资本结构均有显著相关关系，其中股东权益周转率与资本结构呈正相关，总资产周转率与资本结构呈负相关；反映短期偿债能力的指标中，仅流动比与资本结构呈显著负相关，速冻比与资本结构不存在显著相关关系；反映成长性的指标中，仅净资产增长率与资本结构呈显著负相关，总资产增长率与资本结构呈正相关，其余指标与资本结构均不存在显

著相关关系；反映税收的指标模型拟合结果极差，非债务税蔽与资产负债率和产权比率呈显著负相关，实际税率与资本结构间不存在显著相关关系；反映战略地位的指标中，企业规模与资本结构呈显著正相关，市场份额与资本结构不存在显著相关关系，战略资产规模仅与资产负债率呈负相关，与产权比率和流动负债水平不存在显著正相关；反映资产构成的指标模型拟合结果极差，固定资产占总资产百分比，仅与资产负债率和产权比率呈显著负相关，无形资产占总资产百分比与资本结构不存在显著相关关系。

通过以上实证结果及分析，可以选出对中国房地产上市公司资本结构影响显著的指标，选取结果如下表所示。

表4.11 影响结果显著指标

| 影响因素 | 指标 | 符号 | 资产负债率 | 产权比率 | 流动负债水平 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 盈利能力 | 销售毛利率 | X1 | - | - | - |
| 销售净利率 | X2 | - | - | - |
| 总资产收益率 | X3 | - | - | - |
| 净资产收益率 | X4 | + | + | + |
| 营运能力 | 股东权益周转率 | X7 | + | + | + |
| 总资产周转率 | X8 | - | - | - |
| 短期偿债能力 | 流动比 | X9 | - | - | - |
| 成长性 | 净资产增长率 | X15 | - | - | - |
| 总资产增长率 | X16 | + | + | + |
| 战略地位 | 企业规模 | X19 | + | + | + |

## 4.5 中国房地产上市公司资本结构微观影响因素的实证分析

本节采用回归方法对房地产上市公司资本结构的微观影响因素进行分析。在上一节实证结果及分析的基础上，结合近些年来国内外学者对资本结构稳定性研究的相关结果，引入初始资本结构这一非时变变量，并加入最终控制人类型作为控制变量，该变量为房地产上市公司第一大股东的最终控股股东类型，当最终控制人类型为国有控股时，虚拟变量取值为1，非国有控股时取值为0。

在对房地产上市公司资本结构微观影响因素进行短期分析时采用面板数据混合OLS回归方法，进行长期分析时则采用分布滞后模型。

### 4.5.1 数据标准化

为更好的考察各变量对房地产上市公司资本结构的影响程度，在回归分析前先对控制变量以外的所有变量做如下标准化处理，

*X* ' *X* **

**

式中*X* '为标准化处理后的变量，*X*为变量原值，**为变量*X*的均值，**为变量*X*的标准差。

标准化后回归系数代表1单位解释变量的变化所引起的被解释变量的变化，从而消除了解释变量量纲的影响，使得不同解释变量的回归系数具有可比性，从而可以通过对各个解释变量的回归系数进行比较从而考察不同解释变量对被解释变量的影响程度。

### 4.5.2 短期影响分析

本节采用以下模型分析各影响因素对中国上市公司资本结构的短期影响。

Y*it* *c*0*c*1*Yi* 0*c*2 *X*1*i*,*t*1*c*3 *X* 2*i*,*t*1*c*4 *X* 3*i*,*t*1*c*5 *X* 4*i*,*t*1

*C*6 *X* 7*i*,*t*1*c*7 *X* 8*i*,*t*1*c*8 *X* 9*i*,*t*1*c*9 *X*15*i*,*t*1

*C*10 *X*16*i*, *t*1*c*10 *X*19*i*, *t*1*c*11*Uit**Vt**it*

式4.1

式中*Y*i代表资产负债率、产权比率和流动负债水平三种被解释变量；*V*t为时间固定效应，其不随样本个体的变化而变化；*U*i代表控制变量，即第一大股东的最终控股股东类型

不同于以往的研究，本文将利用各个时变解释变量的滞后1期项而非同期项进行回归。这是考虑到管理者在对公司资本结构进行调整时，较难对当期时变变量发生的变化立即做出反应并将此反映在公司当期的资本结构中。相比之下，根据时变变量短期变动从而对公司资本结构进行调整的反应存在滞后显得更为合理。另外，利用时变变量的滞后项还可以消除变量可能的内生性问题。

回归结果如表4.12、表4.13和表4.14所示。

只将初始资本结构放入回归方程中，得到三个表中模型1的结果，易得模型的拟合结果较差，但无论采用哪种资本结构度量方式，初始资本结构与资本结构的影响都呈显著正相关关系。

只考虑时变解释变量，将10个时变解释变量放入回归方程，得到三个表中模型 2

的结果，从表中易知10个时变解释变量与资本结构有显著影响关系，这与上一节指标筛选的实证结果一致。比较调整后R2可发现，模型2比模型1的拟合结果更好，即说明

就短期而言对中国房地产上市公司的资本结构，时变解释变量较初始资本结构而言有更强的解释力。

同时考虑初始资本结构和10个时变解释变量，即将其同时放入回归方程，得到三

个表中模型3的结果，从中易得，模型拟合结果较模型2有近一步提高，总体而言模型

3的结果与模型2一致，同时可以看出初始负债率对资本结构有显著影响。

通过对回归结果进行分析可以看出，初始资本结构对中国房地产上市公的资本结构有显著影响，但其解释力度小于时变解释变量。

表4.12 影响结果显著指标

| 解释变量 | 资产负债率 | | | | | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 模型1 | | 模型2 | | 模型3 | |
| 系数 | 标准误 | 系数 | 标准误 | 系数 | 标准误 |
| 初始负债率 | 0.2476\*\*\* | 1.267 |  |  | 0.1510\*\*\* | 0.946 |
| 销售毛利率 |  |  | -0.174\*\*\* | -5.12 | -0.162\*\*\* | -5.02 |
| 销售净利率 |  |  | -0.101\*\* | -3.16 | -0.0911\*\* | -3.00 |
| 总资产收益率 |  |  | -0.670\*\*\* | -7.79 | -0.586\*\*\* | -7.11 |
| 净资产收益率 |  |  | 0.608\*\*\* | 6.87 | 0.516\*\*\* | 6.07 |
| 股东权益周转率 |  |  | 0.563\*\*\* | 6.73 | 0.510\*\*\* | 6.36 |
| 总资产周转率 |  |  | -0.387\*\*\* | -4.87 | -0.351\*\*\* | -4.65 |
| 流动比 |  |  | -0.183\*\*\* | -6.87 | -0.128\*\*\* | -4.93 |
| 净资产增长率 |  |  | -0.0962\* | -2.43 | -0.130\*\*\* | -3.44 |
| 总资产增长率 |  |  | 0.126\*\* | 3.17 | 0.165\*\*\* | 4.37 |
| 企业规模 |  |  | 0.0912\*\*\* | 3.70 | 0.0994\*\*\* | 3.95 |
| 控制人 | 0.0922 | 1.42 | 0.0492 | 0.78 | 0.0292 | 0.54 |
| 常数项 | -1.241\*\*\* | -11.58 | 0.0356 | 0.30 | -0.705\*\*\* | -4.98 |
| Adjusted R-squared | 0.162 | | 0.481 | | 0.533 | |

注：\*表示在5%的水平下显著；\*\*表示在1%的水平下显著；\*\*\*表示在0.1%的水平下显著。

表4.13 影响结果显著指标

| 解释变量 | 产权比率 | | | | | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 模型1 | | 模型2 | | 模型3 | |
| 系数 | 标准误 | 系数 | 标准误 | 系数 | 标准误 |
| 初始股东权益 | 0.392\*\*\* | 9.40 |  |  | 0.192\*\*\* | 5.94 |
| 销售毛利率 |  |  | -0.238\*\*\* | -7.22 | -0.230\*\*\* | -7.12 |
| 销售净利率 |  |  | -0.149\*\*\* | -4.82 | -0.143\*\*\* | -4.70 |
| 总资产收益率 |  |  | -0.502\*\*\* | -6.03 | -0.436\*\*\* | -5.30 |
| 净资产收益率 |  |  | 0.440\*\*\* | 5.13 | 0.360\*\*\* | 4.24 |
| 股东权益周转率 |  |  | 0.886\*\*\* | 10.95 | 0.863\*\*\* | 10.80 |
| 总资产周转率 |  |  | -0.697\*\*\* | -9.06 | -0.669\*\*\* | -8.87 |
| 流动比 |  |  | -0.0908\*\*\* | -3.52 | -0.0706\*\* | -2.78 |
| 净资产增长率 |  |  | -0.117\*\* | -3.07 | -0.134\*\*\* | -3.57 |
| 总资产增长率 |  |  | 0.154\*\*\* | 4.01 | 0.176\*\*\* | 4.68 |
| 企业规模 |  |  | 0.0675\*\* | 2.83 | 0.0593\* | 2.37 |
| 控制人 | 0.0330 | 0.49 | 0.0483 | 0.798 | 0.0608 | 1.11 |
| 常数项 | -0.488\*\*\* | -6.96 | 0.0489 | 0.42 | -0.217 | -1.75 |
| Adjusted R-squared | 0.097 | | 0.514 | | 0.536 | |

注：\*表示在5%的水平下显著；\*\*表示在1%的水平下显著；\*\*\*表示在0.1%的水平下显著。

表4.14 影响结果显著指标

| 解释变量 | 流动负债水平 | | | | | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 模型1 | | 模型2 | | 模型3 | |
| 系数 | 标准误 | 系数 | 标准误 | 系数 | 标准误 |
| 初始流动负债 | 0.341\*\*\* | 10.44 |  |  | 0.181\*\*\* | 6.38 |
| 销售毛利率 |  |  | -0.00992 | -1.91 | -0.00956 | -1.89 |
| 销售净利率 |  |  | -0.00130 | -0.27 | -0.000451 | -0.09 |
| 总资产收益率 |  |  | -0.0475\*\*\* | -3.62 | -0.0390\*\* | -3.0 |
| 净资产收益率 |  |  | 0.0236 | 1.75 | 0.0163 | 1.23 |
| 股东权益周转率 |  |  | 0.0943\*\*\* | 7.40 | 0.0914\*\*\* | 7.29 |
| 总资产周转率 |  |  | -0.0494\*\*\* | -4.08 | -0.0499\*\*\* | -4.22 |
| 流动比 |  |  | -0.0461\*\*\* | -11.37 | -0.0390\*\*\* | -9.50 |
| 净资产增长率 |  |  | -0.00808 | -1.34 | -0.0107 | -1.81 |
| 总资产增长率 |  |  | 0.00722 | 1.20 | 0.0108 | 1.83 |
| 企业规模 |  |  | 0.00817\* | 2.18 | 0.0107\*\* | 2.68 |
| 控制人 | 0.00973 | 1.01 | 0.008933 | 1.14 | 0.00887 | 1.04 |
| 常数项 | -0.148\*\*\* | -9.43 | -0.0330 | -1.81 | -0.116\*\*\* | -5.26 |
| Adjusted R-squared | 0.116 | | 0.421 | | 0.450 | |

注：\*表示在5%的水平下显著；\*\*表示在1%的水平下显著；\*\*\*表示在0.1%的水平下显著。

### 4.5.3 长期影响分析

本节采用以下模型分析各影响因素对中国房地产上市公司资本结构的长期影响。

*n*

Y*it**c*0*c*1*Yi*0*s Xi*, *t**s**c*11*Uit**it*

*s*1

式4.2

式中*X* i为10个时变解释变量，**为其系数，n为*X*的滞后期数，根据样本的时间跨度，选择加入3期滞后进行分析。

在对上式进行回归时首先要保证变量在时间序列上的平稳性，否则得到的回归结果的解释力度和方向将受到影响。本文采用Harris-Tzavalis单位根检验法对变量进行检验，得到的结果如下表所示[74]。从表中易知每个变量在时间序列上都平稳，符合多项式分布滞后模型回归的前提。

表 4.15 Harris-Tzavalis单位根检验结果

| 原序列 | Z 值 | P 值 | 平稳性 |
| --- | --- | --- | --- |
| 资产负债率 | -39.2041 | 0 | 平稳 |
| 产权比率 | -37.5374 | 0 | 平稳 |
| 流动负债水平 | -40.1229 | 0 | 平稳 |
| 销售毛利率 | -45.4698 | 0 | 平稳 |
| 销售净利率 | -43.1293 | 0 | 平稳 |
| 总资产收益率 | -41.3164 | 0 | 平稳 |
| 净资产收益率 | -40.8832 | 0 | 平稳 |
| 股东权益周转率 | -43.5005 | 0 | 平稳 |
| 总资产周转率 | -43.4155 | 0 | 平稳 |
| 流动比 | -41.6141 | 0 | 平稳 |
| 净资产增长率 | -37.4925 | 0 | 平稳 |
| 总资产增长率 | -40.3583 | 0 | 平稳 |
| 企业规模 | -45.5892 | 0 | 平稳 |

本文采用多项式分布滞后模型（PDL）进行回归估计，这样可以消除相同变量不同滞后期的自相关性的问题，经权衡和实验，最终选取2阶多项式进行分析，选择3期滞后进行回归分析，即n=3。

对式4.2进行回归估计，得到的回归结果如表4.16所示，从表中易得模型拟合结果较好，以资产负债率、产权比率和流动负债水平为被解释变量，初始负债率都通过了

0.1%的显著性水平检验，且初始资本结构对未来资本结构的解释力度强于时变解释变量，即从从长期来看，中国房地产上市公司的资本结构具有稳定性。

表4.16 长期分析回归结果

| 解释变量 | 资产负债率 | | 产权比率 | | 流动负债水平 | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 系数 | 标准误 | 系数 | 标准误 | 系数 | 标准误 |
| 初始负债率 | 0.2255\*\*\* | 6.42 |  |  |  |  |
| 初始股东权益 |  |  | 0.315\*\*\* | 5.51 |  |  |
| 初始流动负债 |  |  |  |  | 0.263\*\*\* | 4.65 |
| 销售毛利率 | -0.0388 | -1.10 | -0.104\*\* | -2.90 | -0.00425 | -0.80 |
| 销售净利率 | -0.0301 | -0.92 | -0.0686\* | -2.04 | 0.00431 | 0.87 |
| 总资产收益率 | -0.236\* | -2.44 | -0.208\* | -2.13 | -0.0436\*\* | -2.98 |
| 净资产收益率 | 0.201\* | 2.07 | 0.150 | 1.52 | 0.0208 | 1.41 |
| 股东权益周转率 | 0.0462 | 0.51 | 0.287\*\* | 3.13 | 0.0279\* | 2.04 |
| 总资产周转率 | 0.0329 | 0.38 | -0.145 | -1.67 | -0.000541 | -0.04 |
| 流动比 | -0.0364 | -1.28 | -0.0474 | -1.63 | -0.0127\*\* | -2.92 |
| 净资产增长率 | -0.0921\* | -2.36 | -0.101\* | -2.51 | -0.0125\* | -2.10 |
| 总资产增长率 | 0.183\*\*\* | 4.63 | 0.204\*\*\* | 5.01 | 0.0132\* | 2.20 |
| 企业规模 | -0.0103 | -0.37 | -0.0281 | -1.02 | -0.00338 | -0.81 |
| 控制人 | 0.115 | 0.98 | 0.110 | 1.17 | 0.0185 | 1.10 |
| 常数项 | -1.148\*\*\* | -5.98 | -0.442\*\*\* | -4.63 | -0.120\*\*\* | -4.47 |
| Adjusted R-squared | 0.4857 | | 0.5251 | | 0.4883 | |

注：\*表示在5%的水平下显著；\*\*表示在1%的水平下显著；\*\*\*表示在0.1%的水平下显著。

### 4.5.4 实证结果总结

本文对时变解释变量的设计采用了分类设计法，结合以往学者的研究结果从盈利能力、营运能力、短期偿债能力、成长性、税收、战略地位和资产构成七个维度选取了23个指标，在此基础上采用面板数据模型筛选其中对中国房地产上市公司资本结构有显著影响的指标，并引入非时变解释变量初始资本结构。分别采用面板数据混合OLS回归方法和分布滞后模型对中国房地产上市公司资本结构的影响因素进行了短期和长期影响分析，主要得到以下结论：

销售毛利率、销售净利率、总资产收益率、净资产收益率、股东权益周转率、总资产周转率、流动比、净资产增长率、总资产增长率和企业规模对中国房地产行业上市公司的资本结构具有显著影响，其余指标的影响则不显著，说明不同行业的资本结构影响因素具有其特殊性。

就短期而言，以资产负债率和产权比率作为被解释变量，中国房地产上市公司的资本结构主要受销售毛利率、销售净利率、总资产收益率、净资产收益率、股东权益周转率、总资产周转率、流动比、净资产增长率、总资产增长率和企业规模10个时变解释

变量的显著影响，其中，销售毛利率、销售净利率、总资产收益率、总资产周转率、流动比和净资产增长率为负向影响，其余为正向影响。此外中国房地产上市公司的资本结构还受到初始资本结构的正向影响。

以流动负债水平作为被解释变量，总资产收益率、总资产周转率和流动比对其有显著负向影响，股东权益周转率和企业规模对其有显著正向影响，初始流动负债比对其也有显著正向影响。

就长期而言，中国房地产上市公司的资本结构主要受初始资本结构的影响，即中国房地产上市公司的资本结构在长期具有稳定性。

以资产负债率为解释变量，除受初始负债率的影响外，总资产增长率、净资产收益率对其有显著正向影响，总资产收益率和净资产增长率对其有显著负向影响，其余变量对其的影响则不显著。

以产权比率作为被解释变量，股东权益周转率和总资产增长率对其有显著正向影响，销售毛利率、销售净利率和总资产收益率对其有显著负向影响，其余变量对其的影响则不显著。

以流动负债水平作为被解释变量，股东权益周转率和总资产增长率对其有显著正向影响；总资产收益率、流动比和净资产增长率对其有显著负向影响；其余变量对其的影响则不显著。

总体而言，初始资本结构对中国房地产上市公司的资本结构有显著影响，除此以外主要受到盈利能力、营运能力短期偿债能力和企业规模的显著影响，这与以往学者的研究一致。

## 4.6 相关建议

### 4.6.1 宏观融资环境建设的建议

同发达国家相比，中国金融体系还不够完善，这使得房地产上市公司的融资渠道单一，过度依赖银行贷款，同时受国家宏观政策影响较大。结合以往学者的研究和本文结论，笔者对政府的建议如下：

①加快金融体系建设，逐步实现企业债券利率市场化，大力发展商业信用债券和信用评级机制，建立健全信用评级制度。

②完善税收体制，加强征税监管。

③监管部门或者银行在进行债券发行、大额银行贷款审批时，应加强风险管理而不

应单一的以企业规模为标准。

### 4.6.2 企业特征方面的建议

公司资本结构的影响因素，在微观上反映了公司对融资行为选择的偏好，根据本节研究，笔者对公司融资的建议如下：

#### （1）公司应根据自身规模选择合适的融资策略。

企业的规模决定了公司是否有能力进行多元化经营，以及对破产风险的抵抗能力，此外还影响公司获得银行信贷的难易程度，因此企业应根据自身规模灵活的选择适合其自身规模的融资方式。

#### （2）公司应充分利用内源融资机会。

Myers提出的优序融资理论认为，公司在进行融资时，优先采用内源融资方式，与外源融资相比，内源融资具有自主性、低成本性和低风险性的特点，是企业资金的重要来源。因此，公司应制定合理的股利政策，保持合理比例的资金，为良好的投资机会做准备，充分利用内源融资机会。

#### （3）加强自身营运能力，构建有效的信号传递机制。

根据本文研究结论，盈利能力对中国房地产上市公司资本结构具有显著负向影响，对房地产企业而言，其项目开发周期长，资金需求量大，较强的盈利能力可以有效较低企业对外源融资的依赖，从而降低宏观政策对融资的影响，因此房地产上市公司应加强自身营运能力，提高企业流动资产利用率，从而降低信用风险，保证企业可更好的负债经营。

### 4.6.3 学术研究的建议

本文从盈利能力、营运能力、短期偿债能力、成长性、税收、战略地位和资产构成七个维度选取了23个指标，通过对其进行面板数据模型筛选发现其中对中国房地产上市公司资本结构有显著影响的指标只有销售毛利率、销售净利率、总资产收益率、净资产收益率、股东权益周转率、总资产周转率、流动比、净资产增长率、总资产增长率和企业规模10个指标，充分说明资本结构影响因素指标受行业类别的影响显著，在今后的研究中应充分考虑行业类别对其的影响，选择适合的指标，这样能充分避免因指标信息含量差异带来的信息丢失和分析结果的偏差。

本文分别采用面板数据混合OLS回归方法和分布滞后模型对中国房地产上市公司的资本结构的影响因素进行了短期和长期影响分析，研究发现，初始资本结构对未来资本结构有显著影响，并在长期呈现稳定性，这为今后资本结构的研究提供了新的研究方向。

# **5** 结论与展望

## 5.1 结论

本文在回顾资本结构相关理论、动态资本结构研究现状和进展及资本结构影响因素的相关研究后，对中国房地产企业的融资途径进行总结归纳，并对中国房地产上市公司的融资结构特征和资本结构现状进行分析，并在此基础上分别采用面板数据混合OLS回归方法和分布滞后模型对中国房地产上市公司的资本结构的影响因素进行了短期和长期影响分析，主要得到以下结论：

#### （1）房地产上市公司的融资结构特征：

①总体融资规模持续增长但增速缓慢；

②融资渠道单一，过度依赖银行贷款；

③较易受宏观调控影响。

#### （2）房地产上市公司的资本结构现状：

①中国房地产业总体负债率高于其他行业；

②房地产上市公司的负债率偏高；

③存在长期负债短期化的倾向，资金来源用途不匹配；

④有息负债比例过高，即资金来源过度依赖银行贷款。

#### （3）销售毛利率、销售净利率、总资产收益率、净资产收益率、股东权益周转率、总资产周转率、流动比、净资产增长率、总资产增长率和企业规模对中国房地产行业的资本结构具有显著影响，其余指标的影响则不显著，说明不同行业的资本结构影响因素具有其特殊性。

（4）总体而言，初始资本结构对中国房地产上市公司的资本结构有显著影响，除此以外主要受到盈利能力、营运能力短期偿债能力和企业规模的显著影响，这与以往学者的研究一致。

## 5.2 展望

房地产上市公司资本结构问题的研究是一个复杂的问题，由于研究时间和研究水平的局限，本文还存在以下两点需进一步研究和探讨

（1）本文仅对中国房地产上市公司资本结构的微观影响因素进行研究，并未对国

家因素、宏观经济因素、行业特征和市场时机等因素进行研究，房地产行业受宏观因素影响较大，在今后的研究中应充分结合宏观和微观因素对房地产行业的资本结构进行全面细致的研究。

（2）在本文的研究中，对资本结构微观影响因素的研究，是根据以往学者的研究结论选择了七个维度的23个指标，这些指标并未包含房地产上市公司所特有的特征因素。因此，在今后的研究中应进一步完善指标体系。

参考文献

[1] Masulis, Ronald. W: The Impact of Capital Structure on firm Value: Some Estimates, [J]. The Journal of Finance, 1983

[2] Megginson, W. L., Corporate Finance Theory[M], Addison-Wesley Educational Publishers Inc. 1997

[3] 刘鹏程. 上市公司资本结构与公司业绩的实证分析[D]. 北京交通大学. 2008

[4] 陈霞. 我国房地产上市公司企业价值与资本结构实证研究[D]. 华中师范大学. 2009

[5] Lemmon, M., Roberts, M. and Zender, J. Back to the Beginning: Persistence and the Cross- Section of Corporate Capital Structure[J]. Journal of Finance, 2008

[6] 周开国, 徐亿卉. 中国上市公司的资本结构是否稳定[J]. 世界经济. 2012.5

[7】Gau, G. W and Wang, K. Capital Structure decisions in real estate investment[J]. Journal of the American Real Estate and Urban Economies, 1990

[8] Barkham,, R. J. The financial structure and ethos of Property companies: an Empirical analysis[J]. Construction Management and Economics, 1994

[9] Ooi, J. The determinants of capital structure: evidence on UK property companies [J]. Journal of Property Investment and Finance, 1999

[10] 杨华, 杨琼. 我国房地产上市公司资本结构的实证研究[J]. 福建行政学院福建经济管理干部学院学报. 2004.2

[11] 陈洪海, 夏洪胜. 中国房地产上市公司资本结构影响因素的实证分析[J]. 特区经济, 2006.9

[12] 赵昕东. 中国房地产价格波动与宏观经济--基于SVAR模型的研究[J]. 经济评论, 2010.1

[13] 徐维兰. 本结构理论的演进、评述及启示[J]. 生产力研究, 2006.2

[14] D. Durand." Cost of Debt and Equity Fund for Business: Trends and Problems of Measu rement"[J]. in National Bureau of Economic Research, Conference on Research on Business Finanee. New York 1952

[15] 沈艺峰. 资本结构理论史[M]. 北京: 经济科学出版社, 1999

[16] 章铁生. 西方企业资本结构理论评述[J]. 安徽工业大学学报. 2003.4

[17] Modigliani, F. and Miller, M. H. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment[J]. American Economic Review, 1958

[18] Jensen, M. C. and Meckling, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, Agency costs, and capital structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976

[19] Ross, Stephen A, The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach[J]. Bell Journal of Economics, 1977

[20] Myers S. C., Majluf N. S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do not Have[J]. Journal of Financial Economics, 1984

[21] Harris, M. and Raviv, A. The theory of capital structure[J]. Journal of Finance, 1991

[22] Stulz, R. Managerial Discretion and Optial Financial Policies[J]. Journal of Financial Economics, 1990

[23] Israel Ronen. Capital Structure and the Market for corporate control: The Defensive Rple of Debt Financing[J]. Journal of Finance, 1991

[24] Baker, M. and Wurgler, J. Market timing and capital structure[J]. Journal of Finance, 2002

[25] Bradley, M., Jarrell, G. A. and Kim, E. H. On the existence of an optimal capital structure[J]. Journal of Finance, 1984

[26] 马悦. 我国汽车产业资本结构影响因素的动态研究[D]. 吉林大学. 2010

[27] 肖作平. 中国上市公司资本机构特征分析[J]. 运筹与管理, 2006.2

[28] 陆正飞, 辛宇. 上市企业资本结构主要因素之实证研究[J]. 会计研究. 1998.8

[29] Ozkan, A. Determinants of capital structure and adjustment to long run target: evidence from UK company panel data[J]. Journal of Business Finance and Accounting, 2001

[30] Shinichi Nishioka and Naohiko Baba. Dynamic Capital Structure of Japanese Firms: How Far Has the Reduction of Excess Leverage Progressed in Japan[J]. BankofJapanWorkingPaperSeries2004

[31] Leland, H. E. Agency cost, risk management, and capital structre[J]. Journal of Finance, 1998

[32] Goldstein, ju and Leland, an EBIT-based Model of Dynamic Captial Structure[J]. Journal of Business, 1999

[33] Hovakimian A., Opler T., S. Titman. The Debt Quitychoice[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2001

[34] Frydenberg S. A dynamic model of corporate capital structure. Sor-Trondelag University College Working Paper. 2003

[35] 葛仁良. 我国国有企业资本结构的研究[J]. 集团经济研究. 2006.2

[36] 严太华, 邹文彦. 企业资本结构动态优化模型研究及实证[J]. 系统工程理论与实践, 2003.2

[37] 王皓, 赵俊. 资本结构动态调整模型——沪深股市的实证分析[J]. 经济科学. 2006.5

[38] 童勇. 资本结构的动态调整和影响因素. [J]. 财经研究. 2004.5

[39] 肖作平. 资本结构影响因素和双向效应动态模型——来自中国上市公司面板数据的证据. [J]. 会计研究. 2004.9

[40] 童勇. 我国上市公司资本结构部分调整的实证研究[J]. 产业经济研究. 2006.2

[41] 杨军敏, 曹志广和司春林. 中国上市科技型企业资本结构影响因素的实证分析[J]. 科研与发展管理. 2008.7

[42] 连玉君, 钟经樊. 中国上市公司资本结构动态调整机制研究[J]. 南方经济, 2007.6

[43] 冯丹. 我国信息技术类上市公司资本结构的影响因素——企业价值视角的实证研究[J]. 科技情报开发与经济. 2008.7

[44] Collins, J. M. and Sekely W. S. The relationship of headquarters country and industry classification to financial structure[J]. Financial Management, 1983

[45] Kester C. W. Capital structure and ownership structure: acomparison of United States and Japanese manufacturing corporations[J]. Financial Management, 1986

[46] Rajan, R. G and Zingales, L. What do we know about capital structureSomeEvidencefrominternationaldata[J]. JournalofFinance, 1995

[47] Wald, J. K. How firm characteristics affect capital structure: an international comparison[J]. Journal of Financial Research, 1999

[48] Booth, L, Aivazian, V, Demirgue-Kunt, A. et. al. Capital structures in developing countries[J]. Journal of Finance, 2001

[49] Hall, G. C., Hutchinson, P. T. and Michaelas, N. Determinants of the capital Structure of European SMEs[J]. Journal of Business Finance and Accounting, 2004

[50] Nejadmalayerz, A. On the effect of the term structure of interest rates on corporate capital structure: Theory and evidence. [D]. The university of Arizona, 2001

[51】Korajezyk, R. A. and Levy A. Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints[J]. Journal of Financial Economies, 2003

[52] 傅元略. 企业资本结构优化理论研究. [M]. 大连: 东北财经大学出版社, 1999

[53] 蔡楠, 李海菠. 宏观经济因素对上市公司资本结构的影响——基于面板数据模型的实证分析[J]. 财经科学. 2003.8

[54] Chen, J. J. Determinants of capital structure of Chinese-listed companies[J]. Journal of Business Research, 2004

[55] 严小明. 宏观经济对公司资本结构的影响[J]. 科学﹒经济﹒社会, 2006.2

[56] [孙晓华. 宋菁颖](http://www.cnki.net/KCMS/detail/search.aspx?dbcode=CJFQ&amp;sfield=au&amp;skey=%CB%CE%DD%BC%D3%B1&amp;code=06530711%3B13985125%3B). 企业资本结构动态优化模型与实证——基于宏观经济要素的研究南京航空航天大学学报(社会科学版)[J]. 2007.4

[57] Scott, D. F. Evidence on the importance of financial structure[J]. Financial Management, 1972

[58] Scott, D. and Martin, J. Industry influence on financial structure[J]. Financial Management, 1976

[59] 林伟. 中国上市公司资本结构优化的理论和实证研究[D]. 浙江大学. 2006

[60] Marsh Paul. The Choice between Equity and Debt: An Empirical Study[J]. Journal of Finance, 1972

[61] Titman, S. and Wessels, R. The determinants of Capitals of structure choice[J]. Journal of Finance, 1988

[62] 冯根福, 吴林江和刘世彦. 我国上市公司资本结构形成的影响因素分析[J]. 经济学家, 2000.5

[63] 肖作平, 吴世农. 我国上市公司资本结构影响因素实证研究[J]. 证券市场导报, 2002.8

[64] Brander, J, A., T. R. Lewis. Oligopoly and Financial Structure: the Limited Liability Effect[J]. American Economic Review, 1986

[65] Bertrand, M. and Schoar. A. Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies[J]. Quarterly Journal of Economics, 2003

[66] Flannery, M. J. and Rangan, K. P. Partial Adjustment toward Target Capital Structures[J]. Journal ofFinancial Economics, 2006

[67] 尚欣荣. 煤炭行业上市公司融资效率评价研究. 西安科技大学[D]. 2011

[68] 丁忠明, 黄华继, 文忠桥等. 我国上市公司资本结构与融资偏好问题研究[M]. 北京: 中国金融出版社, 2006

[69] 周泯非. 房地产投资信托基金的特征与实践意义[J] 浙江金融. 2003.2

[70] 王雯. 中国上市公司资本结构优化的理论和实证研究[D]. 浙江大学. 2006

[71] 肖作平. 中国上市企业资本结构影响因素研究[D]. 厦门大学. 2004

[72] 巴尔塔基, 白仲林译. 面板数据计量经济分析[M]. 北京: 机械工业出版社, 2010

[73] 李洁, 张天顶. 全球流动性扩张及其对资本市场的影响[J]. 金融研究. 2010.2

[74] 贺小海, 刘修岩我国银行业结构与经济增长的因果关系研究-基于分期省级面板数据的实证研究[J]. 产业经济研究. 2008.5

致 谢

值此论文完成之际，我首先深深地感谢我的导师王拉娣教授。正是在王老师的严格要求与悉心指导下，我才能够顺利完成毕业论文的撰写任务。本论文从选题、构思、写作、修改到定稿，每一环节都凝聚着王老师的心血。作为一名跨专业的学生，王老师不断鼓励我，给我信心，正是她的教诲使我充满自信，始终保持着刻苦钻研、不断进取的精神。王老师严谨务实的治学态度、谦逊豁达的人格魅力和踏实认真的做人原则，让我备受嘉惠、受益匪浅。在此谨向恩王拉娣地教授表示深深的感激与谢意！

同时，我要感谢张所地教授，在我论文写作过程中，给出了许多中肯的建议，并给予了我很多的鼓励和指导。

感谢我的父母，在我求学期间一直默默地支持我、鼓励我，分享我的快乐，分担我的忧愁，正是父母一如既往的关怀和鼓励，才使我能够克服各种困难，顺利完成论文。

附录①

**附表1** **2011年归属房地产业上市公司上市时间**

| 公司代码 | 公司简称 | 交易所 | 上市时间 | 公司代码 | 公司简称 | 交易所 | 上市时间 | 公司代码 | 公司简称 | 交易所 | 上市时间 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 000002 | 万科 | 深交所 | 1991年1月29日 | 000667 | 名流置业 | 深交所 | 1996年12月5日 | 600225 | 天津松江 | 上交所 | 2000年1月27日 |
| 000006 | 深振业 | 深交所 | 1992年4月27日 | 000668 | 荣丰控股 | 深交所 | 1996年12月10日 | 600239 | 云南城投 | 上交所 | 1999年12月02日 |
| 000011 | 深物业 | 深交所 | 1992年3月30日 | 000670 | 天发 | 深交所 | 1996年12月17日 | 600240 | 华业地产 | 上交所 | 2000年6月28日 |
| 000014 | 沙河股份 | 深交所 | 1992年6月2日 | 000711 | 天伦置业 | 深交所 | 1997年4月11日 | 600246 | 万通地产 | 上交所 | 2000年9月22日 |
| 000024 | 招商地产 | 深交所 | 1993年6月7日 | 000718 | 苏宁环球 | 深交所 | 1997年4月8日 | 600256 | 广汇股份 | 上交所 | 2000年5月26日 |
| 000029 | 深深房 | 深交所 | 1993年9月15日 | 000732 | 秦禾集团 | 深交所 | 1997年7月4日 | 600322 | 天房发展 | 上交所 | 2001年9月10日 |
| 000031 | 中粮地产 | 深交所 | 1993年10月8日 | 000736 | 重庆实业 | 深交所 | 1997年4月25日 | 600325 | 华发股份 | 上交所 | 2004年2月25日 |
| 000036 | 华联控股 | 深交所 | 1994年6月17日 | 000797 | 中国武夷 | 深交所 | 1997年7月15日 | 600376 | 首开股份 | 上交所 | 2001年3月12日 |
| 000038 | 大通 | 深交所 | 1994年8月8日 | 000838 | 国兴地产 | 深交所 | 1997年6月26日 | 600383 | 金地集团 | 上交所 | 2001年4月12日 |
| 000040 | 宝安地产 | 深交所 | 1994年8月8日 | 000897 | 津滨发展 | 深交所 | 1999年4月22日 | 600393 | 东华实业 | 上交所 | 2001年3月19日 |
| 000042 | 深长城 | 深交所 | 1994年9月21日 | 000918 | 嘉凯城 | 深交所 | 1999年7月20日 | 600463 | 空港股份 | 上交所 | 2004年3月18日 |

① 附表1-附表5数据来源于CCER数据库

附表1 2011年归属房地产业上市公司上市时间（续1）

| 公司代码 | 公司简称 | 交易所 | 上市时间 | 公司代码 | 公司简称 | 交易所 | 上市时间 | 公司代码 | 公司简称 | 交易所 | 上市时间 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 000043 | 中航地产 | 深交所 | 1994年9月28日 | 000926 | 福星股份 | 深交所 | 1999年6月18日 | 600503 | 华丽家族 | 上交所 | 2002年7月9日 |
| 000046 | 泛海建设 | 深交所 | 1994年9月12日 | 000965 | 天保基建 | 深交所 | 2000年4月6日 | 600533 | 栖霞建设 | 上交所 | 2002年3月28日 |
| 000150 | 宜华地产 | 深交所 | 2000年8月7日 | 000979 | 中弘股份 | 深交所 | 2000年6月16日 | 600603 | 兴业 | 上交所 | 1992年1月13日 |
| 000402 | 金融街 | 深交所 | 1996年6月26日 | 002016 | 世荣兆业 | 深交所 | 2004年7月8日 | 600606 | 金丰投资 | 上交所 | 1992年3月27日 |
| 000502 | 绿景控股 | 深交所 | 1992年11月23日 | 002133 | 广宇集团 | 深交所 | 2007年4月27日 | 600634 | 海鸟 | 上交所 | 1997年1月30日 |
| 000505 | 珠江 | 深交所 | 1992年12月21日 | 002146 | 荣盛发展 | 深交所 | 2007年8月8日 | 600638 | 新黄浦 | 上交所 | 1993年3月26日 |
| 000506 | 中润资源 | 深交所 | 1993年3月12日 | 002208 | 合肥城建 | 深交所 | 2008年1月28日 | 600639 | 浦东金桥 | 上交所 | 1993年3月26日 |
| 000511 | 银基发展 | 深交所 | 1993年5月18日 | 002244 | 滨江集团 | 深交所 | 2008年5月29日 | 600641 | 万业企业 | 上交所 | 1993年4月7日 |
| 000514 | 渝开发 | 深交所 | 1993年7月12日 | 002285 | 世联地产 | 深交所 | 2009年8月28日 | 600648 | 外高桥 | 上交所 | 1993年5月4日 |
| 000517 | 荣安地产 | 深交所 | 1993年8月6日 | 002305 | 南国置业 | 深交所 | 2009年11月6日 | 600663 | 陆家嘴 | 上交所 | 1993年6月28日 |
| 000534 | 万泽股份 | 深交所 | 1994年1月10日 | 600048 | 保利地产 | 上交所 | 2006年7月31日 | 600665 | 天地源 | 上交所 | 1992年12月18日 |
| 000537 | 广宇发展 | 深交所 | 1993年12月10日 | 600052 | 浙江广厦 | 上交所 | 1997年4月15日 | 600675 | 中华企业 | 上交所 | 1993年9月24日 |
| 000546 | 光华控股 | 深交所 | 1993年12月15日 | 600053 | 中江地产 | 上交所 | 1997年4月18日 | 600684 | 珠江实业 | 上交所 | 1992年12月23日 |

附表1 2011年归属房地产业上市公司上市时间（续2）

| 公司代码 | 公司简称 | 交易所 | 上市时间 | 公司代码 | 公司简称 | 交易所 | 上市时间 | 公司代码 | 公司简称 | 交易所 | 上市时间 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 000558 | 莱茵置业 | 深交所 | 1994年5月9日 | 600057 | 象屿股份 | 上交所 | 1997年6月4日 | 600696 | 多伦股份 | 上交所 | 1993年12月6日 |
| 000567 | 海德股份 | 深交所 | 1994年5月25日 | 600064 | 南京高科 | 上交所 | 1997年5月6日 | 600716 | 凤凰股份 | 上交所 | 1996年7月2日 |
| 000573 | 粤宏远 | 深交所 | 1994年8月15日 | 600082 | 海泰发展 | 上交所 | 1997年6月20日 | 600732 | 上海新梅 | 上交所 | 1996年8月16日 |
| 000608 | 阳光股份 | 深交所 | 1996年9月19日 | 600162 | 香江控股 | 上交所 | 1998年6月9日 | 600736 | 苏州高新 | 上交所 | 1996年8月15日 |
| 000609 | 绵世股份 | 深交所 | 1996年10月10日 | 600167 | 联美控股 | 上交所 | 1999年1月28日 | 600745 | 中茵股份 | 上交所 | 1996年8月28日 |
| 000616 | 亿城股份 | 深交所 | 1996年11月8日 | 600175 | 美都控股 | 上交所 | 1999年4月8日 | 600748 | 上实发展 | 上交所 | 1996年9月25日 |
| 000620 | 新华联 | 深交所 | 1996年10月29日 | 600185 | 格力地产 | 上交所 | 1999年6月11日 | 600767 | 运盛实业 | 上交所 | 1996年11月15日 |
| 000628 | 高新发展 | 深交所 | 1996年11月18日 | 600208 | 新湖中宝 | 上交所 | 1999年6月23日 | 600791 | 京能置业 | 上交所 | 1997年1月30日 |
| 000631 | 顺发恒业 | 深交所 | 1996年11月22日 | 600215 | 长春经开 | 上交所 | 1999年9月9日 | 600823 | 世茂股份 | 上交所 | 1994年2月4日 |
| 000638 | 万方地产 | 深交所 | 1996年11月26日 | 600223 | 鲁商置业 | 上交所 | 2000年1月13日 | 601588 | 北辰实业 | 上交所 | 2006年10月16日 |
| 000656 | 金科股份 | 深交所 | 1996年11月28日 |  |  |  |  |  |  |  |  |

**附表2** **2011年归属房地产业上市公司2002—2011年间所属行业（采用CSRC标准，下同）**

| 公司代码 | 公司简称 | 交易所 | 2002年 | 2003年 | 2004年 | 2005年 | 2006年 | 2007年 | 2008年 | 2009年 | 2010年 | 2011年 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 000002 | 万科 | 深交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 000006 | 深振业 | 深交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 000011 | 深物业 | 深交所 | M | M | M | M | M | M | M | M | J01 | J01 |
| 000014 | 沙河股份 | 深交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 000024 | 招商地产 | 深交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 000029 | 深深房 | 深交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 000031 | 中粮地产 | 深交所 | J | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 000036 | 华联控股 | 深交所 | C11 | C11 | C11 | C11 | C11 | C11 | C11 | C11 | J01 | J01 |
| 000038 | 大通 | 深交所 | G87 | G87 | G87 | G87 | G87 | G87 | G87 | G87 | J01 | J01 |
| 000040 | 宝安地产 | 深交所 | M | M | M | M | M | M | M | M | J01 | J01 |
| 000042 | 深长城 | 深交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 000043 | 中航地产 | 深交所 | M | M | M | M | M | M | M | M | J01 | J01 |
| 000046 | 泛海建设 | 深交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 000150 | 宜华地产 | 深交所 | C78 | C78 | C78 | C78 | C78 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 000402 | 金融街 | 深交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 000502 | 绿景控股 | 深交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 000505 | 珠江 | 深交所 | J | J | J | J | J | J | J | J | J | J |
| 000506 | 中润资源 | 深交所 | C31 | C31 | C31 | C31 | C31 | C31 | C31 | J01 | J01 | J01 |
| 000511 | 银基发展 | 深交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 000514 | 渝开发 | 深交所 | J | J | J | J | J | J | J | J | J | J |
| 000517 | 荣安地产 | 深交所 | G81 | G81 | G81 | G81 | G81 | G81 | G81 | J01 | J01 | J01 |
| 000534 | 万泽股份 | 深交所 | D01 | D01 | D01 | D01 | D01 | D01 | D01 | D01 | J01 | J01 |
| 000537 | 广宇发展 | 深交所 | M | M | M | M | M | M | M | M | J01 | J01 |
| 000546 | 光华控股 | 深交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 000558 | 莱茵置业 | 深交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |

**附表 2** **2011年归属房地产业上市公司2002—2011年间所属行业（采用CSRC标准，下同）（续1）**

| 公司代码 | 公司简称 | 交易所 | 2002年 | 2003年 | 2004年 | 2005年 | 2006年 | 2007年 | 2008年 | 2009年 | 2010年 | 2011年 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 000567 | 海德股份 | 深交所 | M | M | M | M | M | M | M | M | J01 | J01 |
| 000573 | 粤宏远 | 深交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 000608 | 阳光股份 | 深交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 000609 | 绵世股份 | 深交所 | C43 | C43 | C43 | C43 | C43 | C43 | C43 | J01 | J01 | J01 |
| 000616 | 亿城股份 | 深交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 000620 | 新华联 | 深交所 | C41 | C41 | C41 | C41 | C41 | C41 | C41 | C41 | C41 | J01 |
| 000628 | 高新发展 | 深交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 000631 | 顺发恒业 | 深交所 | C75 | C75 | C75 | C75 | C75 | C75 | C75 | J01 | J01 | J01 |
| 000638 | 万方地产 | 深交所 | M | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 000656 | 金科股份 | 深交所 | C65 | C65 | C65 | C65 | C65 | C65 | C65 | C65 | C65 | J01 |
| 000667 | 名流置业 | 深交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 000668 | 荣丰控股 | 深交所 | H11 | H11 | H11 | H11 | H11 | H11 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 000670 | 天发 | 深交所 | H | H | H | H | H | H | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 000711 | 天伦置业 | 深交所 | K34 | K34 | K34 | K34 | K34 | K34 | K34 | K34 | J05 | J05 |
| 000718 | 苏宁环球 | 深交所 | C31 | C31 | C31 | C31 | C31 | C31 | C31 | C31 | J01 | J01 |
| 000732 | 秦禾集团 | 深交所 | C43 | C43 | C43 | C43 | C43 | C43 | C43 | C43 | C43 | J01 |
| 000736 | 重庆实业 | 深交所 | C73 | C73 | C73 | C73 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 000797 | 中国武夷 | 深交所 | E01 | E01 | E01 | E01 | E01 | E01 | E01 | E01 | J01 | J01 |
| 000838 | 国兴地产 | 深交所 | C73 | C73 | E | E | E | E | E | E | J | J01 |
| 000897 | 津滨发展 | 深交所 | K01 | K01 | K01 | K01 | K01 | K01 | K01 | J01 | J01 | J01 |
| 000918 | 嘉凯城 | 深交所 | A | A | A | A | A | A | A | J01 | J01 | J01 |
| 000926 | 福星股份 | 深交所 | C69 | C69 | C69 | C69 | C69 | J | J | J | J | J |
| 000965 | 天保基建 | 深交所 | C61 | C61 | C61 | C61 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 000979 | 中弘股份 | 深交所 | C43 | C43 | C43 | C43 | C43 | C43 | C43 | C43 | J01 | J01 |
| 002016 | 世荣兆业 | 深交所 | 未上市 | 未上市 | C73 | C73 | C73 | C73 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 002133 | 广宇集团 | 深交所 | 未上市 | 未上市 | 未上市 | 未上市 | 未上市 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |

**附表 2** **2011年归属房地产业上市公司2002—2011年间所属行业（采用CSRC标准，下同）（续2）**

| 公司代码 | 公司简称 | 交易所 | 2002年 | 2003年 | 2004年 | 2005年 | 2006年 | 2007年 | 2008年 | 2009年 | 2010年 | 2011年 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 002146 | 荣盛发展 | 深交所 | 未上市 | 未上市 | 未上市 | 未上市 | 未上市 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 002208 | 合肥城建 | 深交所 | 未上市 | 未上市 | 未上市 | 未上市 | 未上市 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 002244 | 滨江集团 | 深交所 | 未上市 | 未上市 | 未上市 | 未上市 | 未上市 | 未上市 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 002285 | 世联地产 | 深交所 | 未上市 | 未上市 | 未上市 | 未上市 | 未上市 | 未上市 | 未上市 | J01 | J01 | J01 |
| 002305 | 南国置业 | 深交所 | 未上市 | 未上市 | 未上市 | 未上市 | 未上市 | 未上市 | 未上市 | J01 | J01 | J01 |
| 600048 | 保利地产 | 上交所 | 未上市 | 未上市 | 未上市 | 未上市 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600052 | 浙江广厦 | 上交所 | J | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600053 | 中江地产 | 上交所 | C31 | C31 | C31 | C31 | C31 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600057 | 象屿股份 | 上交所 | C55 | C55 | C55 | C55 | C55 | C55 | C55 | C55 | C55 | J05 |
| 600064 | 南京高科 | 上交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600082 | 海泰发展 | 上交所 | J | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600162 | 香江控股 | 上交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600167 | 联美控股 | 上交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600175 | 美都控股 | 上交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600185 | 格力地产 | 上交所 | K10 | K10 | K10 | K10 | K10 | K10 | K10 | J01 | J01 | J01 |
| 600208 | 新湖中宝 | 上交所 | C99 | C99 | C99 | C99 | C99 | C99 | C99 | J01 | J01 | J01 |
| 600215 | 长春经开 | 上交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600223 | 鲁商置业 | 上交所 | M | M | M | M | M | M | M | J01 | J01 | J01 |
| 600225 | 天津松江 | 上交所 | A01 | A01 | A01 | A01 | A01 | A01 | A01 | J01 | J01 | J01 |
| 600239 | 云南城投 | 上交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600240 | 华业地产 | 上交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600246 | 万通地产 | 上交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600256 | 广汇股份 | 上交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600322 | 天房发展 | 上交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600325 | 华发股份 | 上交所 | 未上市 | 未上市 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600376 | 首开股份 | 上交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |

**附表 2** **2011年归属房地产业上市公司2002—2011年间所属行业（采用CSRC标准，下同）（续3）**

| 公司代码 | 公司简称 | 交易所 | 2002年 | 2003年 | 2004年 | 2005年 | 2006年 | 2007年 | 2008年 | 2009年 | 2010年 | 2011年 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 600383 | 金地集团 | 上交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600393 | 东华实业 | 上交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600463 | 空港股份 | 上交所 | 未上市 | 未上市 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600503 | 华丽家族 | 上交所 | G | G | G | G | G | G | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600533 | 栖霞建设 | 上交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600603 | 兴业 | 上交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600606 | 金丰投资 | 上交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600634 | 海鸟 | 上交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600638 | 新黄浦 | 上交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600639 | 浦东金桥 | 上交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600641 | 万业企业 | 上交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600648 | 外高桥 | 上交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600663 | 陆家嘴 | 上交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600665 | 天地源 | 上交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600675 | 中华企业 | 上交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600684 | 珠江实业 | 上交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600696 | 多伦股份 | 上交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600716 | 凤凰股份 | 上交所 | C61 | C61 | C61 | C61 | C61 | C61 | C61 | J01 | J01 | J01 |
| 600732 | 上海新梅 | 上交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600736 | 苏州高新 | 上交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600745 | 中茵股份 | 上交所 | C13 | C13 | C13 | C13 | C13 | C13 | C13 | J01 | J01 | J01 |
| 600748 | 上实发展 | 上交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600767 | 运盛实业 | 上交所 | M | M | M | M | M | M | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600791 | 京能置业 | 上交所 | J | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600823 | 世茂股份 | 上交所 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 601588 | 北辰实业 | 上交所 | 未上市 | 未上市 | 未上市 | 未上市 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |

**附表3** **2011年归属房地产业但2001年6月前前未上市公司**

| 公司代码 | 公司简称 | 交易所 | 上市时间 | 公司代码 | 公司简称 | 交易所 | 上市时间 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 002016 | 世荣兆业 | 深交所 | 2004年7月8日 | 600048 | 保利地产 | 上交所 | 2006年7月31日 |
| 002133 | 广宇集团 | 深交所 | 2007年4月27日 | 600322 | 天房发展 | 上交所 | 2001年9月10日 |
| 002146 | 荣盛发展 | 深交所 | 2007年8月8日 | 600325 | 华发股份 | 上交所 | 2004年2月25日 |
| 002208 | 合肥城建 | 深交所 | 2008年1月28日 | 600463 | 空港股份 | 上交所 | 2004年3月18日 |
| 002244 | 滨江集团 | 深交所 | 2008年5月29日 | 600503 | 华丽家族 | 上交所 | 2002年7月9日 |
| 002285 | 世联地产 | 深交所 | 2009年8月28日 | 600533 | 栖霞建设 | 上交所 | 2002年3月28日 |
| 002305 | 南国置业 | 深交所 | 2009年11月6日 | 601588 | 北辰实业 | 上交所 | 2006年10月16日 |

**附表4** **2001年6月前上市2011年归属房地产业但期间不属于房地产业公司**

| 公司代码 | 公司简称 | 交易所 | 2002年 | 2003年 | 2004年 | 2005年 | 2006年 | 2007年 | 2008年 | 2009年 | 2010年 | 2011年 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 000011 | 深物业 | 深交所 | M | M | M | M | M | M | M | M | J01 | J01 |
| 000036 | 华联控股 | 深交所 | C11 | C11 | C11 | C11 | C11 | C11 | C11 | C11 | J01 | J01 |
| 000038 | 大通 | 深交所 | G87 | G87 | G87 | G87 | G87 | G87 | G87 | G87 | J01 | J01 |
| 000040 | 宝安地产 | 深交所 | M | M | M | M | M | M | M | M | J01 | J01 |
| 000043 | 中航地产 | 深交所 | M | M | M | M | M | M | M | M | J01 | J01 |
| 000150 | 宜华地产 | 深交所 | C78 | C78 | C78 | C78 | C78 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 000506 | 中润资源 | 深交所 | C31 | C31 | C31 | C31 | C31 | C31 | C31 | J01 | J01 | J01 |
| 000517 | 荣安地产 | 深交所 | G81 | G81 | G81 | G81 | G81 | G81 | G81 | J01 | J01 | J01 |
| 000534 | 万泽股份 | 深交所 | D01 | D01 | D01 | D01 | D01 | D01 | D01 | D01 | J01 | J01 |

**附表4** **2001年6月前上市2011年归属房地产业但期间不属于房地产业公司（续1）**

| 公司代码 | 公司简称 | 交易所 | 2002年 | 2003年 | 2004年 | 2005年 | 2006年 | 2007年 | 2008年 | 2009年 | 2010年 | 2011年 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 000537 | 广宇发展 | 深交所 | M | M | M | M | M | M | M | M | J01 | J01 |
| 000567 | 海德股份 | 深交所 | M | M | M | M | M | M | M | M | J01 | J01 |
| 000609 | 绵世股份 | 深交所 | C43 | C43 | C43 | C43 | C43 | C43 | C43 | J01 | J01 | J01 |
| 000620 | 新华联 | 深交所 | C41 | C41 | C41 | C41 | C41 | C41 | C41 | C41 | C41 | J01 |
| 000631 | 顺发恒业 | 深交所 | C75 | C75 | C75 | C75 | C75 | C75 | C75 | J01 | J01 | J01 |
| 000638 | 万方地产 | 深交所 | M | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 000656 | 金科股份 | 深交所 | C65 | C65 | C65 | C65 | C65 | C65 | C65 | C65 | C65 | J01 |
| 000668 | 荣丰控股 | 深交所 | H11 | H11 | H11 | H11 | H11 | H11 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 000670 | 天发 | 深交所 | H | H | H | H | H | H | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 000711 | 天伦置业 | 深交所 | K34 | K34 | K34 | K34 | K34 | K34 | K34 | K34 | J05 | J05 |
| 000718 | 苏宁环球 | 深交所 | C31 | C31 | C31 | C31 | C31 | C31 | C31 | C31 | J01 | J01 |
| 000732 | 秦禾集团 | 深交所 | C43 | C43 | C43 | C43 | C43 | C43 | C43 | C43 | C43 | J01 |
| 000736 | 重庆实业 | 深交所 | C73 | C73 | C73 | C73 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 000797 | 中国武夷 | 深交所 | E01 | E01 | E01 | E01 | E01 | E01 | E01 | E01 | J01 | J01 |
| 000838 | 国兴地产 | 深交所 | C73 | C73 | E | E | E | E | E | E | J | J01 |
| 000897 | 津滨发展 | 深交所 | K01 | K01 | K01 | K01 | K01 | K01 | K01 | J01 | J01 | J01 |
| 000918 | 嘉凯城 | 深交所 | A | A | A | A | A | A | A | J01 | J01 | J01 |
| 000926 | 福星股份 | 深交所 | C69 | C69 | C69 | C69 | C69 | J | J | J | J | J |
| 000965 | 天保基建 | 深交所 | C61 | C61 | C61 | C61 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 000979 | 中弘股份 | 深交所 | C43 | C43 | C43 | C43 | C43 | C43 | C43 | C43 | J01 | J01 |
| 600053 | 中江地产 | 上交所 | C31 | C31 | C31 | C31 | C31 | J01 | J01 | J01 | J01 | J01 |
| 600057 | 象屿股份 | 上交所 | C55 | C55 | C55 | C55 | C55 | C55 | C55 | C55 | C55 | J05 |
| 600185 | 格力地产 | 上交所 | K10 | K10 | K10 | K10 | K10 | K10 | K10 | J01 | J01 | J01 |

**附表4** **2001年6月前上市2011年归属房地产业但期间不属于房地产业公司（续2）**

| 公司代码 | 公司简称 | 交易所 | 2002年 | 2003年 | 2004年 | 2005年 | 2006年 | 2007年 | 2008年 | 2009年 | 2010年 | 2011年 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 600208 | 新湖中宝 | 上交所 | C99 | C99 | C99 | C99 | C99 | C99 | C99 | J01 | J01 | J01 |
| 600223 | 鲁商置业 | 上交所 | M | M | M | M | M | M | M | J01 | J01 | J01 |
| 600225 | 天津松江 | 上交所 | A01 | A01 | A01 | A01 | A01 | A01 | A01 | J01 | J01 | J01 |
| 600716 | 凤凰股份 | 上交所 | C61 | C61 | C61 | C61 | C61 | C61 | C61 | J01 | J01 | J01 |
| 600745 | 中茵股份 | 上交所 | C13 | C13 | C13 | C13 | C13 | C13 | C13 | J01 | J01 | J01 |
| 600767 | 运盛实业 | 上交所 | M | M | M | M | M | M | J01 | J01 | J01 | J01 |

**附表5 2001 年 6** **月前上市2002-2011年期间归属于房地产业公司但存在ST、PT情况公司**

| 公司代码 | 公司简称 | 交易所 | 公司代码 | 公司简称 | 交易所 | 公司代码 | 公司简称 | 交易所 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 000505 | 珠江 | 深交所 | 600052 | 浙江广厦 | 上交所 | 600240 | 华业地产 | 上交所 |
| 000514 | 渝开发 | 深交所 | 600082 | 海泰发展 | 上交所 | 600603 | 兴业 | 上交所 |
| 000546 | 光华控股 | 深交所 | 600167 | 联美控股 | 上交所 | 600634 | 海鸟 | 上交所 |
| 000628 | 高新发展 | 深交所 | 600239 | 云南城投 | 上交所 |  |  |  |

山西财经大学硕士学位论文

# 攻读硕士学位期间发表的论文

【1】闫志飞. ft西省旅游房地的开发与管理[J].中国城市经济.2011,1

【2】闫志飞.基于战略钟的企业竞争战略博弈分析[J].中国市场.2011,8

72