

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741



硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 基于财务权变理论的资本结构优化研究
—以金地集团为例

研究生姓名: 王婷钰

指导教师姓名、职称: 方文彬 教授 阮英 工程师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

提交日期: 2021年5月30日

独创性声明

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

学位论文作者签名： 王婷钰 签字日期： 2021.6.3

导师签名： 方文彬 签字日期： 2021.6.5

导师(校外)签名： 吕霞 签字日期： 2021.6.12

关于论文使用授权的说明

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

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

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

学位论文作者签名： 王婷钰 签字日期： 2021.6.3

导师签名： 方文彬 签字日期： 2021.6.5

导师(校外)签名： 吕霞 签字日期： 2021.6.12

**Research on Capital Structure
Optimization Based on Financial
Contingency Theory—Take Jindi Group as
an example**

Candidate : Wang Tingyu

Supervisor:Fang Wenbin Ruan Ying

摘 要

资本结构是财务学理论的核心内容，也是企业做出决策的内在依据，一直都是各界研究的重难点。对于企业而言，资本结构犹如“命脉”，保持合理就会提升价值，创造收益，反之，就会制约发展，引发风险。因而，企业应该不断优化自身的资本结构以促进可持续发展。

我国多数房地产企业的资本结构都存在一些问题，而该行业又极易受到外界干扰因素的影响，比如，经济发展不平稳会给房企带来较大的风险，经济政策颁布实施会让房企陷入融资困难的境地等。目前我国房地产市场正处于深度调整期，融资“三道红线”的出台给房地产行业带来了极大的压力，通过倒逼企业主动降负债的方式来减少房地产行业的泡沫化。在这样的背景下，房地产企业的资本结构问题更加严重。金地集团是我国房地产行业中有竞争优势的一个企业，但是，近年来企业财务状况不容乐观，债务集中到期，频繁还款给企业的现金流带来较大压力，资本结构的问题不断显露。因此，对金地集团金的资本结构研究显得迫在眉睫。

本文以资本结构相关理论为出发点，梳理结论，将其运用到实际的案例分析中，通过纵向分析和横向分析相结合的方式，发现其资本结构较为不合理的方面，主要体现在不断上升的负债比率、比例失衡的债务结构、缺乏新的融资方式以及内源资本储备严重不足等问题。之后，在财务权变理论提出的分析框架下，逐一分析影响金地集团资本结构的具体因素。在此基础上，以熵权法为主，财务权变理论为辅，构建模型，分析计算权重占比最大的指标，将此作为后续优化的重点，并综合静态最优方程和动态最优调整数的结果，认为金地集团的最优资本结构是一个区间段，具体为 $[69.45\%, 74.45\%]$ 。最后，针对金地集团存在的问题以及与目标资本结构的差距，提出通过适当增加股权融资比例、调整债务结构、多元化融资、增强偿债能力、提高内源融资比例五个具体优化对策，并且为了使得金地集团的优化方案更加具有可行性，本文从内、外部两个方面提出了保障措施。

关键词：财务权变理论 资本结构优化 熵权法

Abstract

Capital structure is the core content of financial theory and the internal basis for enterprises to make decisions. It has always been an important and difficult point in research from all walks of life. For enterprises, the capital structure is like the "lifeline". Staying reasonable will increase value and create income, and on the contrary, it will restrict development and cause risks. Therefore, enterprises should constantly optimize their own capital structure to promote sustainable development.

Most real estate enterprises in China have some problems with their capital structure, and the industry is highly susceptible to the influence of external disturbances, for example, unsustainable economic growth will pose significant risks to real estate companies, as well as economic awareness and implementation, policies will bring financial hardship, etc. At present, China's real estate market is in a period of deep adjustment, and the introduction of the "three red lines" of financing has brought great pressure on the real estate industry. The gun in the real estate business is being reduced by forcing companies to properly reduce debt. In this case, the financial position of the real estate agents has deteriorated. Jindi Group is one of the more competitive enterprises in China's real estate industry, however, in recent years, the financial situation of the enterprise is not optimistic, the concentration of debt maturity, frequent repayments put greater pressure on the cash flow of the enterprise, and the problems of the capital structure continue to reveal. Therefore, it is urgent to study the structure of the Gemdale Group.

Based on capital construction theory, this article integrates decisions and applies them to real debt analysis. By combining vertical analysis with flat analysis, it has been found that its capital structure is irrational, characterized mainly by increasing assets. Debt levels, debt inequality, a lack of new funding mechanisms, and a severe shortage of internal resources. Then, under the framework of the proposed analysis of the urgency of finance, certain factors affecting the structure of the Gemdale Group were analyzed one by one. The model is built and analyzes and counts for large weight accounts. The Gemdale Group index is considered to be the main focus after

the merger, and combined with the results of the equatic optimization equation and the adjusted number of variables, it is believed that the best Gemdale Group break, especially [69.45%, 74.45%]. Finally, in line with the problems of the Gemdale Group and the target capital gaps gap, five strategic plans have been proposed to effectively increase funding levels, restructure debt, diversify funding, strengthen solvency, and increase the number. internal and external security.

Keywords: Financial contingency theory; Capital structure optimization; Entropy weight method

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景及意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 国内外研究现状及发展趋势.....	3
1.2.1 资本结构基本理论研究.....	5
1.2.2 财务权变理论研究.....	5
1.2.3 资本结构优化研究.....	6
1.2.4 国内外研究述评.....	7
1.3 研究思路与方法.....	8
1.3.1 研究内容.....	8
1.3.2 研究方法.....	9
1.4 研究框架.....	10
2 相关概念及理论基础	11
2.1 资本结构的概念.....	11
2.2 资本结构相关理论基础.....	11
2.2.1 动态权衡理论.....	11
2.2.2 代理成本理论.....	12
2.2.3 优序融资理论.....	12
2.2.4 财务权变理论.....	13
2.3 资本结构优化方法.....	13
3 金地集团资本结构分析	14
3.1 金地集团基本情况.....	14
3.1.1 公司概况.....	14
3.1.2 经营状况.....	14
3.2 金地集团资本结构纵向分析.....	15
3.2.1 资本结构整体分析.....	15

3.2.2 债务结构分析.....	16
3.2.3 股权结构分析.....	19
3.2.4 融资结构分析.....	21
3.3 金地集团资本结构横向分析.....	21
3.4 金地集团资本结构存在的问题.....	23
3.4.1 资产负债率偏高.....	23
3.4.2 债务内部结构不合理，流动负债偏高.....	23
3.4.3 融资方式比较单一.....	24
3.4.4 长期偿债能力较弱.....	24
3.4.5 内源资本不足.....	25
4 基于财务权变理论的金地集团资本结构影响因素分析.....	26
4.1 路径依赖对资本结构的影响.....	26
4.1.1 融资来源偏好.....	26
4.1.2 融资方式偏好.....	27
4.2 外部因素对资本结构的影响.....	27
4.2.1 GDP 和 CPI.....	28
4.2.2 行业竞争度.....	29
4.2.3 房地产调控政策.....	31
4.3 内部因素对资本结构的影响.....	31
4.3.1 公司战略和规模.....	31
4.3.2 盈利能力.....	32
4.3.3 企业成长性.....	33
4.3.4 营运能力.....	34
4.3.5 所得税的影响.....	35
4.4 可持续增长对资本结构的影响.....	35
4.4.1 可持续增长模型.....	35
4.4.2 实际增长率和可持续增长率对比分析.....	36
5 金地集团资本结构优化设计.....	37
5.1 金地集团资本结构优化设计的目标及原则.....	37

5.1.1 金地集团资本结构优化设计的目标.....	37
5.1.2 金地集团资本结构优化设计的原则.....	37
5.2 金地集团资本结构动态优化.....	37
5.2.1 指标选取.....	37
5.2.2 模型构建.....	38
5.2.3 最优资本结构区间.....	40
5.3 金地集团资本结构优化的具体建议.....	43
5.3.1 适当增加股权融资比例，合理降低资产负债率.....	42
5.3.2 调整债务结构，释放企业流动性.....	42
5.3.3 开拓多元化融资渠道.....	42
5.3.4 增强长期偿债能力.....	43
5.3.5 提高内源融资比例.....	43
5.4 实施金地集团资本结构优化的保障措施.....	44
5.4.1 外部保障.....	43
5.4.2 内部保障.....	43
6 结论与展望.....	46
6.1 研究结论.....	46
6.2 研究展望.....	46
参考文献.....	48
后记.....	52

1 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

房地产行业是我国的基础行业。近年来，国家出台了一些加强房地产行业监管的法律法规。2019年房企融资环境整体趋紧，国家对房地产行业融资采取了相对严格的措施，不少房地产企业出现资金危机，于是纷纷降低售价来收回现金流，以此来缓解资金不足的问题。2020年中央经济工作会议提出，落实“三稳”的长期目标，并且重申要继续坚持“房住不炒”的总体方针，再加上，融资“三道红线”的出台，负债规模受限，房企必须主动去杠杆、降负债，在此背景下，房地产行业进入调整的深水期。随着宏观政策的不断调整，过度依赖股票、信托、证券等融资方式的房地产企业将面临巨大挑战。鉴于目前我国房地产企业仍然以银行借款作为主要融资方式，有息负债规模较大。因此，政府出台的这些措施一方面在维护经济稳定、保障行业健康发展的同时，另一方面，也给房地产企业的资本结构造成了极大的影响。

房地产行业属于资金密集型行业，资本结构中的任意一个环节出现问题都会让企业面临巨大的危机，所以，合理的资本结构对于企业经营和发展的意义不言而喻。然而，许多房地产企业的资本结构都或多或少存在一些问题，比如：资产负债率高、融资方式单一、内源资本不足等。纵观近几年的数据发现，去杠杆对于降低资产负债率确有一定的效果，但仍然存在很大的问题。2019年行业资产负债率达到79%，远高于安全警戒线，负债规模依旧居高不下。除此之外，从融资渠道来看，大部分房地产企业依然乐于选择传统的借款方式，流动负债占比逐年攀升，信贷风险进一步加剧，资金链一旦断裂，企业将产生逾期借款，这无疑会导致银行的系统性风险，给经济发展增添不稳定因素，带来一系列连锁反应。因而，从维护金融稳定、经济平稳以及行业良性发展的角度而言，优化房地产企业的资本结构势在必行。

金地集团是我国房地产开发企业中极具特色和竞争力的品牌房企之一，实力不容小觑。但在2016年之后，金地集团调整了公司战略，以扩张战略作为企业当前生产运营的主基调，而这也带来了一些负面结果，净负债率居高不下，资产负债率年年上涨等。2019年，金地集团的融资成本接近5%，从行业整体来看，并没有处于较高水平，但是，

龙头房企的融资成本普遍下降，在这种形势下，金地集团的融资成本较 2018 年上浮了 0.16 个百分点，可见处境并不乐观。在房地产企业深化调整的趋势下，金地集团高负债经营的财务风险逐步凸显，而其仍在继续推进大幅扩张战略，加速产业的全国性布局，以业绩追赶行业佼佼者。鉴于此，急需对金地集团资本结构进行研究。

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义

资本结构的研究一直处于公司治理的核心地位，资本结构理论发展成熟，成果众多。但是，经典的资本结构理论都或多或少的存在一些局限性，难以合理解释现代企业的资本结构状况。财务权变理论则以一个全新的视角，通过建立一个分析框架，确定四个维度，进而找出影响企业资本结构的关键因素。该理论填补了上述理论对现代企业资本结构特征研究的空白，另辟蹊径地对资本结构进行了全面深入的分析。运用财务权变理论研究企业的资本结构主要有以下三个方面的理论意义，第一、将动态能力理论与资本结构优化有机结合，在一定程度上丰富了动态能力理论的应用领域，并且拓宽了资本结构研究的视角；第二、财务权变理论在融合了众多主流资本结构理论的基础上，将众多影响因素分类整理，提出一个全新的分析框架，极大地提高了理论的解释性；第三、财务权变理论认为，动态性应该才是企业资本结构的特点。所以，企业必须要根据实际情况动态化地去优化其资本结构以期获得达到最优。

综上，财务权变理论丰富了资本结构的内涵，以该理论为基础研究企业的资本结构具有一定的理论意义。同时，本文将财务权变理论与金地集团实际状况联系起来，又增强了理论的现实性。

(2) 现实意义

房地产行业较其他行业相比，过于依赖银行借款，这既与银行借款方便、快捷有关，也与房地产行业的运营特色有关。再加上，防止房地产企业的金融化、泡沫化是国家近几年的工作重点。因此，研究资本结构，能够适度减少对银行贷款的依赖度，有效降低企业的经营风险。房地产企业也应该科学利用手里的现金，保持合理的资本结构。本文立足于金地集团所面临的实际资本结构，以公司财务指标为依据，对金地集团的整体资本结构、债务资本结构、融资结构、股权结构进行了详细分析，同时将 2019 年风险控制五强房企资本结构的数据作为参考，从四个维度找出金地集团资本结构关键影响因素，探讨其资本结构的优化路径，并就如何达到最优，给出了具体的优化方案。对金地

集团有很好的参考意义。同时本文的研究方法和研究结果，可以对同类上市公司提供良好的借鉴意义，对非上市公司也有较好的参考意义。

总之，鉴于房地产行业对我国经济发展的重要性以及其独特的资本结构，研究房地产企业的资本结构意义深远。

1.2 国内外研究现状及发展趋势

1.2.1 资本结构基本理论研究

(1) 国外研究现状

国外很早就展开了对资本结构理论的研究，并且有明显的时期划分。以研究时间为划分点，基本可以分为三个不同时期。

最早关于资本结构理论的研究是由 David Durandra 于 1952 年提出的，由于当时的市场环境和资本发展并不像现代市场环境纷繁多变，所以对于资本结构的研究受限于当时的时代，并不是十分复杂。研究的层面也仅仅局限于净收益等方面，但也开辟了一个经典的研究视角，较为遗憾的是，他采用的是经验研究法，缺少数据支持和统计分析。

到了 20 世纪中期，商业社会对于资本结构的研究需求慢慢地暴露出来，更多前沿学者开始深入地研究企业的资本结构问题。随后，MM 理论诞生，Miller 和 Molidiani (1958) 提出无税 MM 理论、有税 MM 理论，由不考虑税到增加税收的情况，经历了大约十年的时间，在这之后，他们又将税收进一步细化为公司和个人两种情况，并且展开了细致的研究，该理论经过各种学者的不断修正完善，日臻成熟。至此，米勒模型正式诞生。

20 世纪 70 年代，新资本结构理论诞生，由于传统的资本结构理论或多或少都存在一些局限性，而且受到各种假设条件的限制，一种新的研究方式随即应运而生。新资本结构理论将现代分析技术、新兴思想融入到资本结构的研究中，产生了许多符合当时发展背景的经典理论，具有深远的影响。

Jesen 和 Meckling (1976) 提出代理成本理论，认为涉及的主体主要有债权人、代理人以及企业三个层面，该理论认为，监督成本的变化存在一定的规律，基本与债务规模的变动正相关，提高利率来保障权益，是债权人通常会采用的方式，但是这种方式带来的直接结果就是股东的负担不断加重，所以，保持适当的债务规模可以增加股东的价值。Myers 和 Majluf (1984) 提出优序融资理论，认为企业在融资过程中不同的方式、不同的

经营状况产生的成本存在着较大差异，并且试图通过资本结构向外界传递企业经营信息。并且为了降低企业的资本成本，企业在融资顺序的选择上，应该坚持先考虑内部留存的资本，再按照“债优于股”的顺序。Baker 和 Wurgler（2002）提出市场择时理论，该理论突破了传统资本结构理论的种种假设，认为最优资本结构并不符合实际，企业曾经的各种行为是造成企业当下的资本结构现状的根本原因。总之，它以一个新兴的视角较为合理地解释了企业的融资行为。

（2）国内研究现状

我国对于这一方面的研究相对滞后，直到市场经济体制开始建立，才有学者运用实证的研究方法开始探索这一领域，所以，研究成果较少，但是本土化研究较为迅速。

吴晓求、应展宇（2003）对不同资本结构理论的经济含义做了归纳整理，并利用实证分析的方法，研究我国上市公司高管的激励模式与资本结构理论的关系，发现由于我国的市场环境与西方并不相同，激励模式对于我国企业的作用并不显著，无法从根本上约束高管的行为。周军（2004）建立模型，研究债务代理费用对企业资本结构的影响，最终发现每一种债务融资的方式都有其独特之处，企业应该综合考量，以最优组合的原则，选择融资方式，将成本把控在合适的范围内。刘红忠等（2006）引入“变量”，着重研究了择时行为对资本结构产生的影响，通过一系列实证的计算，发现市场择时理论会受到制度的影响，虽然股权分置等问题可能会削弱择时能力，但是并不会使这种能力消失。樊红艳（2010）在 MM 理论的研究基础上，加入了期权定价模型，从企业债权和股权两个维度，重新研究了企业的资本结构，得出了与 MM 理论一致的结论，进而证明从期权的角度研究资本结构的可行性。张春景、马文超（2014）将盈利能力细化为多个层次，分别研究各层次对资本结构产生的影响，发现已实现、预期会产生两种截然不同的影响结果，一个负向变动，另一个则正向变动，这就为权衡理论提供有力的支持。上官旭明（2016）从新资本结构理论出发，以 735 家新三板企业的各项数据作为指标，构建模型，研究发现，企业的资本结构随着经营期限的增加呈现出周期性的特点，初创期负债占资产的比率会不断下降，但在 7-9 年之后，就会出现反向变化。谈多娇等（2017）以优序融资理论、权衡理论为基础，研究了财务灵活性受资本结构、股利政策的不同影响，并且引入机会成本合理解释企业优选债务融资的行为，表明“低杠杆”式的资本结构并不适用于所有企业。徐晓芳、周茜、陆正飞（2020）拓展了资本结构的研究，从过去文献研究的静态优化到动态调整的基础上，又增加了重点关注过度负债，是一项结合我国经济发展实际的研究，研究发现，强制去杠杆政策增加了过度负债企业去除更多杠

杆的可能性。除此之外，他们还进一步地区分了过度负债和高负债。王珍义，陈曦，万瑞文（2021）基于“去杠杆，降成本”的背景，分析了财务杠杆、财务弹性、技术创新之间的关系，实证结果表明：企业的技术创新水平在有息负债为零的资本结构下更容易提升。唐丹彤（2021）主要研究了资本结构随着外界环境的改变如何变化，研究发现，明确的政策会使企业产生预警心理，企业会通过预估做出一些反应，但是当政策发生较大的变化，或者企业无法判断未来的走势时，此时，企业的资本结构就会受到这些因素的负向冲击。在研究的过程中，选取了A股上市的众多企业，通过数据得出，国有企业、市场化程度低、重资产的企业受到影响的可能性更大。

1.2.2 财务权变理论

（1）国外研究现状

国外直接研究财务权变理论的文献较少，大都是在权变理论的基础上展开研究。Teece（1997）创造性地提出了“动态能力”概念，认为企业应该结合自身所处的内外部环境适时地做出调整，以动态调整的方式应对外界不确定因素变化带来的冲击。这一理论就催生了财务权变理论。Foss（1997）进一步印证了动态调整的重要性，认为传统的能力理论存在局限性，只采用了静态分析，而动态能力理论有效地解决了这一弊端。

（2）国内研究现状

王欣等（2012）修善了财务权变理论，明确了四个分析维度，提出了一个全新的分析框架，为财务权变理论的发展做出了巨大贡献。并且将改进后的财务权变理论首次应用于案例分析。王欣等人认为企业优化资本结构的目标是实现可持续发展，为了实现这一目标，企业会根据自身资本结构的演化路径，再结合内外部环境，动态地调整优化资本结构。李爱华（2014）进一步丰富了财务权变理论的内涵，认为在动态调整优化资本结构时应该充分捕捉外界消息，企业应时刻保持与外界的沟通与交流，以减少调整优化的盲目性。孙慧（2015）采用案例研究的方法，以同仁堂为例，研究其资本结构，在理论框架的指导下细化部分影响指标，并解释了指标存在的合理性。汤谷良（2015）以保险行业为研究对象，以财务权变理论为指导理论，研究整个行业的调整行为是否具有相似性，并提出在权变理论的指导下，企业为了更好地应对内外部环境的变化实现可持续发展，通常会采取动态调整的行为。刘熙雯（2018）采取经典理论结合财务权变理论的方式，以实证的方式检验每一种理论运用到所选案例公司的可行性，并细致分析了致使其资本结构出现问题的因素。黄良芳（2019）细致地梳理了财务权变理论、资本结构之

间的内在关系，从一个更全面的角度验证了理论的可行性。

总之，财务权变理论体系完善、结构清晰，涵盖了众多要素，开启了资本结构研究的独特视角。

1.2.3 资本结构优化研究

(1) 国外研究现状

国外对资本结构优化的研究主要侧重于其对影响因素的研究。Kennedy 和 Levy (2014) 通过将国民生产总值和通货膨胀率作为宏观经济变量的参考值，对企业最佳资本配置进行了实证研究，研究证明国家的经济走向也对企业资本结构配置有着重要的影响。Jeffery 和 Harris (2016) 认为，企业的最优资本结构本质上是时刻存在着变化的，因为他们认为企业资本结构的变化很大程度上会受到外部因素的影响，企业外部环境的改变会时时刻刻地改变着企业最优资本结构，因此，动态性是其变化路径的主要特点。Cook 和 Tang (2016) 认为，市场通行的无风险利率对资本结构的影响也非常广泛，利率升高会导致企业的债务资本成本升高，从而促使企业降低债务比，尤其是流动债务比率。Harlan (2013) 对不同行业的公司展开了研究，研究表明不同的公司特征，其资本结构的配置也不同，甚至有些公司会因为成立时间的先后而出现截然相反的资本结构。Reginald 等 (2015) 有针对性的对房地产行业内的企业进行了资本结构的研究，他发现随着企业的不断扩大，资产和负债的增长速度出现较大差距，也就意味着企业的规模变大会促使其负债率的增加，进而得出企业的扩张行为实则也会对其资本结构产生影响。Martin 和 Christ (2015) 对集权类企业进行了研究，他们发现一个企业的股权比较集中往往意味着股东的控制欲更强，因此，不愿意企业内部融资而稀释股权，所以，企业融资只能从外部渠道借债进行。

(2) 国内研究现状

孟建波、罗林 (1998) 通过设定假设条件，构建模型，推导出静态最优资本结构方程，并且研究了固定成本、企业的盈利能力对资产负债率的影响，为其后续进行资本结构优化工作提供了丰富的理论依据和实证数据，具有重要意义。原毅军、孙晓华 (2006) 建立模型，发现资本结构在不同的外部因素影响下会产生不同的变动方向，企业的优化行为在考虑这些因素的基础上，还要兼顾具体的影响方向，以变动方向为依据，对各影响因素分类，不同类型采取不同的应对策略，优化行为才可以更加精准。连玉君、钟经樊 (2007) 通过模型验证资本结构的变动方向，发现其运动轨迹类似于开口向下的抛弧

线，所以是存在最优点的。但是这个最优点的集合并不是处于一条水平线上，而是在一定范围内来回变动，再加入行业数据之后，又发现数据之间的差异性更加明显。同时，企业每一次调整行为的发生都伴随着成本的产生。总之，企业向目标资本结构区间靠近的过程是较为困难的。董晓炜、孙晓华（2008）在分析过程中，以企业价值为研究主线，构建模型，选取宏观环境和资本结构作为两个变量，分析其中的变动规律。蔡方（2010）认为我国企业由于面对的市场环境基本相同，其资本结构优化应该具有统一的目标，在优化的过程中，不确定因素是资本结构频繁变化的根本原因。基于此，为资本结构设置“区间”比设置“点”更加有意义。卢均丽（2013）认为各种因素变动频率快、趋势复杂、不确定性高，企业只能盲目采取措施进行调整，但是频繁地调整资本结构会增加企业的调整成本，为有效解决这一问题，企业应该借助大数据构建系统，并设置区间范围，预警系统进行事前监测、调控系统负责事中优化、反馈系统侧重事后检验。由系统进行判决企业何时需要进行优化调整、如何优化以及效果检验。张博、庄汶资、袁红柳（2018）采用双重差分设计，发现新会计准则在一定程度上能够加速资本结构的调整速度。但是，在国有企业中，这一结论适用性不强。李玥等（2019）以资本结构的灵活性为研究点，并且引入财务柔性，试图探寻二者之间的关系，最终发现，较好的灵活度有助于优化速度的提升，同时对偏离程度还具有一定的缓解作用，所以，企业应该根据实际情况储备一定的财务柔性。吴侃、冉渝（2020）研究了信贷供给、资本结构调整、投资之间的关系，通过实证分析发现，信贷供给会加速企业资本结构的调整行为，同时，当资本结构的实际值大致等同于目标值时，企业更容易获得投资。刘凤环（2021）以央企为研究对象，通过建立模型发现，当被国家审计之后，多数央企的子公司会加快资本结构的调整速度，由此证明，提高国家审计的目标和要求，并且配备严格的监察方式，会促进企业的资本结构优化。王丽珍、孙悦（2021）以保险公司为研究对象，选取2008-2018年的数据进行实证研究，研究发现，公司绩效与资本结构之间存在双向负向关系，优化资本结构可以通过提升公司绩效来实现。

1.2.4 国内外研究述评

综上所述，国外关于资本结构及其理论的研究相对丰富、成熟，为我国资本结构优化研究提供了很好的参考。综合国内外的研究成果也为本文的写作提供了一定的理论基础。但应该考虑到，我国同其他国家面对的宏观环境有所差异，而房地产行业又对外界环境较为敏感，因而，国内学者的研究成果对本文更有参考意义。通过上述文献发现，

我国在静态最优资本结构方面的研究较多，随着研究的不断深入，不少学者转变角度，立足于动态的视角研究资本结构，但是这些研究多采用实证的研究方式，结合具体影响因素进行案例研究的比较少。

通过上述归纳整理，得到以下结论：

其一，企业存在最优资本结构。在 MM 理论诞生后，后期产生的理论为探寻企业的最佳资本结构，试图不断放宽 MM 理论的各种假设条件。其二、资本结构受到众多因素的共同的影响。外部环境、内部因素以及企业资本结构自身的演化路径都会对资本结构产生影响，所以，在优化资本结构时不仅要考虑经济发展状况、宏观政策影响等外部因素，还需要了解企业的盈利状况、成长能力、股权结构等内部因素。其三、最优资本结构并非是一个确切值，而应该是一个区间。影响资本结构的因素众多，企业必须要动态地去调整资本结构以适应变化，所以，资本结构的最佳值应该是处于一个区间范围内，而非某个精确值，当在区间范围内合理波动时，企业无需做出优化行为，只有当波动值越出了区间，企业才需要对此进行优化。

1.3 研究思路与方法

1.3.1 研究内容

第一章，绪论。介绍本文的研究背景、研究现状、研究内容以及运用的方法等。

第二章，相关概念及理论基础。介绍资本结构的定义及相关理论，重点介绍了财务权变理论。

第三章，金地集团资本结构分析。本章的内容重点在于对金地集团资本结构的分析。首先是对金地集团的基本情况进行了简单的介绍，其次是在对金地集团基本情况的有了了解的前提下，对其资本结构的现状进行了描述，最后通过对比金地集团自身的历史财务数据并结合行业内其他企业的财务数据为参照，得出金地集团现存的资本结构问题。

第四章，基于财务权变理论的资本结构影响因素分析。本章的内容主要是以财务权变理论为基础，从权变理论的角度出发，对资本结构的四个影响因素进行了具体分析。由于这四个因素的存在，使得金地集团的资本结构出现了内部融资不足、负债比重过高以及债务资本成本过高等问题

第五章，金地集团资本结构优化设计。将上一章中分析出的金地集团资本结构的关键影响因素作为模型的指标，构建模型，计算指标权重，找出占企业资本结构优化目标

权重最大的指标。通过动态优化模型确定金地集团为实现可持续发展的优化方向，最后，确定金地集团最优资本结构区间，并结合财务权变理论的第四个维度可持续发展，提出具体的优化建议及保障措施。

第六章，结论、展望和不足。

1.3.2 研究方法

(1) 文献研究法

在对本案例企业的资本结构进行分析研究之前，通过阅读和梳理有关学者和专家对资本结构方面的研究后，形成了一套关于阐释本案例的理论依据和结构框架，为本文的研究提供了较为新颖的研究角度，也为本文紧跟前人脚步在资本结构的研究领域内可以有更多的参考文献提供补充。

(2) 案例分析法

对于资本结构的研究除了理论梳理，还选取了实际案例作为研究载体进行剖析，根据案例中的具体情况和发现的问题提出解决方案或建议。文中运用这种案例分析的方法，结合权变理论对企业的资本结构进行了深度分析，通过分析研究后发现了企业目前的资本结构中存在的问题，并对其提出建议。

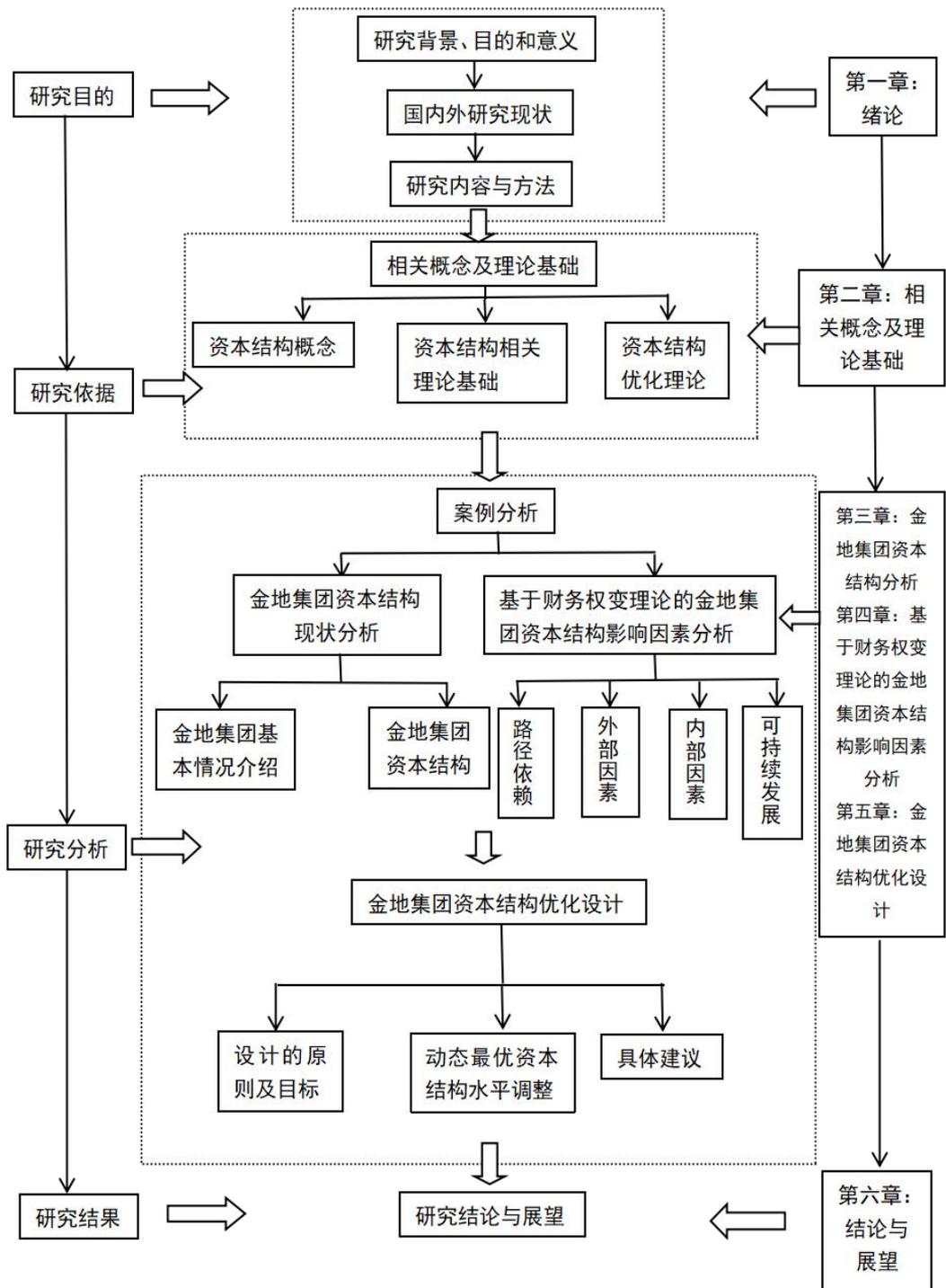
(3) 比较分析法

在进行资本结构分析的过程中，对各项指标采用纵向对比的方法研究其趋势变化，同时，选取行业内的优秀企业进行横向比较，比较的目标一般是设定参考系，或者以某种符合企业发展方向的资本结构作为目标，通过这种纵横结合的比较方式，以期给企业的进步提供指导方向，并为管理层梳理标尺提供参考进步的空间。

(4) 定性分析与定量分析结合法

对于资本结构的分析分为定量和定性两种分析方式，案例的研究过程中两种方法均有所运用。定量分析是指通过运用数学统计等方法对具体指标、数据、参考值等可以量化的关键标准进行反映，定性的分析更多是对某中事项的性质进行分析评价。两者的结合可以充分考虑事项的重要程度和性质。

1.4 研究框架



2 相关概念及理论基础

2.1 资本结构的概念

资本结构是企业资本总额中各种资本的构成情况及不同资本之间的比例关系。资本结构既包括权益资本，还包括债务资本，而债务资本可以根据不同的分类标准分为短期债务资本和长期债务资本。因此，将债务资本作为分类依据，资本结构就有了广义和狭义之分。狭义的观点认为，短期负债并不属于资本结构考虑的范围，广义的观点则认为所有的债务类型都属于资本结构，两种观点都得到了不同学者的印证，都有其合理的支撑依据。

短期债务资本由于其波动性大，对于房地产而言，其作用不容忽视，所以，本文认为广义资本结构更加全面且合理，为了更深入的对金地集团的资本结构进行分析，接下来第三章的分析将使用广泛意义的资本结构概念，对金地集团负债占总资产的比例、股权结构、债务结构及债务结构中依据不同标准划分的负债之间的构成及其比例关系进行深入探究。

2.2 资本结构相关理论基础

2.2.1 动态权衡理论

Modigliani F和Miller M H（1963）修正了MM理论。他们深入分析了前期成果存在的弊端，并对资本结构的分析有了更进一步的提升。但是，种模型的分析方式始终是以静态的方式对资本结构进行着精确计算。这种资本结构的计算方式并不一定符合企业利益，原因是企业的资本调整是个动态变化的过程，如果决定进行调整，那么就整个调整过程而言，势必存在着调整成本和调整收益。企业在进行调整前，一般会大致计算这种调整成本和收益。而计算出来的调整值应该是落于一定的区间范围内，只有超出这范围的时候，企业才会觉得调整企业的资本结构存在绝对收益，愿意自发进行调整。否则是不会按照修改后的MM理论中的精确数值去调整资本结构，这就是动态权衡理论的基本观点。为了进一步解释这种调整过程中产生的成本和收益，经济学家将负债融资过程中产生的代价都用相应的成本进行了考虑，同时与负债融资过程中存在减少税负的收益进

行比较。在这个动态的过程中存在变动区间的计算，如果企业的资本结构不属于预定的区间内，那么企业的调整是有着可观收益，相反，则并不一定要调整企业的资本结构。

2.2.2 代理成本理论

随着商业社会的进步与发展，企业由最早的家庭作坊式变成了如今的跨国跨地区的大型商业体。而经营权和所有权的矛盾也随着时代的发展更加被人们关注。代理理论认为，拥有经营决策权的企业经营者，如果通过债务方式无限融资，那么随着债务比率的上升，企业的财务风险会进一步加剧，而债权人由于监管的困难加上信任度的丧失会要求提升利率；而这就会进一步加剧企业的财务危机，进而造成企业资本成本的上升，由此，便成为了一个负反馈循环，直至企业不堪重负破产倒闭为止。而在企业破产倒闭时，企业的经营者并不会承担过多的经济责任，而由于企业的股东拥有了对企业的所有权，股东则要承担巨大的损失。因此，负债给股东带来的权益是一个开口向下抛物线式的过程，适当增加债务有利于股东权益的放大，但如果突破了一定的界限，对于股东权益的伤害将是无比沉重。除此之外，合理的资本结构不仅要调整好负债规模，还要调控好债务代理成本、股权代理成本之间的比例，一般认为，当二者达到平衡时，资本结构达到最佳。

2.2.3 优序融资理论

优序融资理论理论认为，不同的融资顺序给企业带来的结果存在显著不同，较为合理的融资顺序应该是：内优于外，债优于股。也就是说，对于企业融资来说，经营成果累积下来用于企业发展的融资代价是最小的，经营了一段时间后的财富除了计提公积之外，其余的会流入两种渠道，一种是留在企业作为继续发展的投资，另一种是分给股东作为股东投入的收益。而留在企业的这部分资金，几乎不存在成本问题，所以，当面临融资需求时，首先应该考虑的就是内部资金。由于企业的内部信息并不会披露，所以相较于管理层，外部投资者掌握的信息并不全面，无法通过内部信息判断企业的经营状况，而外部信息的不全面性往往会误导投资者，让其产生企业运行不佳的想法，这就会导致股价下跌。因而，在融资选择时债务融资应该优于股权融资。

2.2.4 财务权变理论

财务权变理论认为，企业在进行资本结构优化调整时，会参考过去资本结构的演化路径，在此基础上，考虑内外部因素的变化，并做出调整行为，其目的是为了实现企业的可持续发展。

财务权变理论为资本结构研究提出了一个全新的思路，以四维度的分析模式为第一层级，每一维度下又细化了各种指标。财务权变理论的出现，弥补了传统资本结构理论的缺陷，从关注单一因素到同时关注多个因素，财务权变理论融合了当今主流的各种经典理论，提出的影响因素更加符合当下企业的资本结构特点，增强了企业资本结构优化的现实性。

2.3 资本结构优化方法

假定企业的总资产保持不变，首先找出企业静态最优点，然后结合动态最优得出调整数，进而找出企业的最优资本结构区间。关于静态最优资本结构点的计算，本文参考的是孟建波和罗林（1988）推导的静态最优资本结构方程，方程为：

$$\ln(Vr - I) = \frac{F + I}{Vr - I} + \frac{Vr + F}{V} \times \frac{100b}{1 - b} \quad (2.1)$$

其中， Vr 代表税前收益，从企业的财务报表中可以获取； I 代表利息支出，考虑到数据获取存在一定的困难性，本文选用财务费用进行代替；税前收益和利息支出的差值即为税前利润总额，记为 E ，故本文选择用 E 替换 $Vr - I$ 。 F 代表固定成本，本文选用折旧和摊销进行替换，并记为 Z ； V 代表企业的资产， b 代表最优负债占比。经过替换，方程变换为：

$$\ln(E) = \frac{Z + I}{E} + \frac{E + I + Z}{V} \times \frac{100b}{1 - b} \quad (2.2)$$

从上面这个方程可以看出，税前利润和最优资产负债率正相关，即：企业盈利能力的提高，使得企业收益增加，利润增加，此时最优资本结构下的资产负债率就会较高。按照这个结论，收益较高的行业需要充分发挥财务杠杆的作用，为了提高企业的利润，适度提高资产负债率也不失为良策。公式（2.2）还反映出固定成本会影响资产负债率，二者呈反方向变化，固定成本增加，负债最佳占比下降，企业应该主动降成本，减少风险的发生。总之，最优资产负债率的确定需要合理测算，同时还要兼顾企业的实际发展状况。

3 金地集团资本结构分析

3.1 金地集团基本情况

3.1.1 公司概况

金地集团于 1988 年创立，总部在深圳，2001 年在上海证券交易所上市。公司的业务范围广阔，以房地产开发为业务主线，其他产业多元发展为业务辅线。公司的战略规划有长、中、短三个阶段，其基本目标就是“做让客户幸福的房地产企业”。近几年，公司调整部分业务，重新规划战略方向，以“多元化+扩张性”作为公司战略主基调。金地集团实力强劲，品牌价值高，多次获得行业内的各种奖项，连续多年进入我国 500 强企业排行榜中。2020 年企业更是凭借“智慧营销数字平台”获得 IDC 中国数字化转型卓越奖。金地集团以提升价值作为企业愿景，不断创下傲人的成绩。截至 2019 年底，金地集团的总资产约为 3348 亿元，归属于股东净资产约 541 亿元。

3.1.2 经营状况

金地集团提出了“精益管理、协同共进”的定位，以城市深层培育作为战略目标，继续推进新城市的开发布局。整体实施战略规划，在强化主营业务的同时协同推进其他业务。2019 年公司在销售、拿地、研发等多方面实现良好发展，实现规模和效益的双增长。面对严峻而复杂的市场环境，金地加强年度经营计划的制定，根据企业的发展状况以及外界环境的变化，提出稳健性的销售策略，以期达到业绩和市场份额的高质量增长。

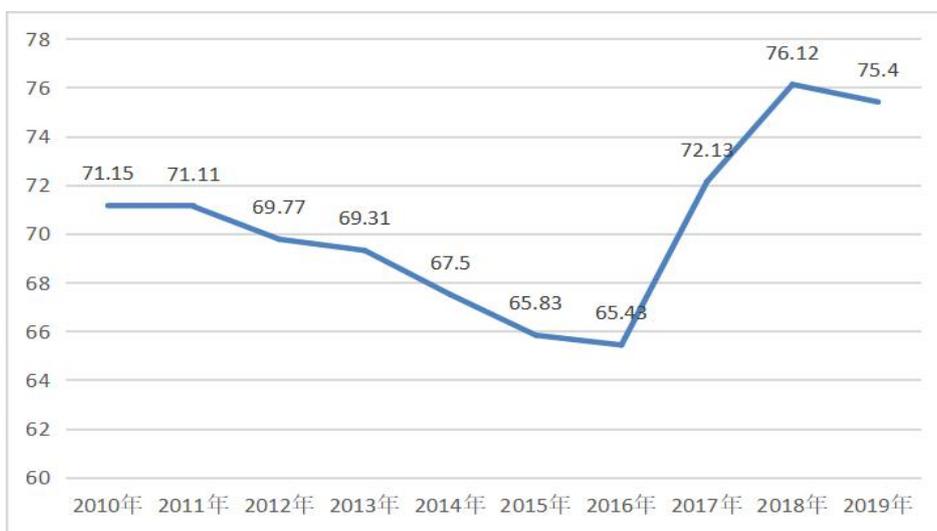
2019 年金地集团实现营业收入 634.2 亿元，项目结算收入 573.92 亿元，归属于股东净利润 100.75 亿元，毛利率 41.3%。与上年相比，均保持正向增长，从行业的角度来看，各项指标的变动较为平稳。

2019 年金地集团加强了回款力度，减少了坏账的产生，用科学的方法管理现金流，取得了一定的成效。在融资方式上，坚持“安全为主，流动为辅，组合最优”的原则，并且采用合作开展项目的方式解决融资问题。同时，金地集团一直维持着良好的信贷状况，借贷的渠道较为畅通。

3.2 金地集团资本结构纵向分析

3.2.1 资本结构整体分析

资产负债率就是企业中全部负债与全部资产的比例，它反映的是企业的全部资产中有多少是通过举借来取得的。该指标可以直观的反映企业偿还债务的能力以及抵御风险的能力，是衡量企业资本结构优劣的重要指标之一。图 3.1 是金地集团近十年资产负债率变化趋势图：



资料来源：金地集团 2010-2019 年年报

图 3.1 2010-2019 年金地集团资产负债率

债权人为了保障自己投出去的本金能够有效收回，会加大对企业各项资质的审查，其中一个衡量的指标就是负债占资产的比例情况，即资产负债率。当该比率极高时，反映出企业的财务状况不佳，可能会面临各种风险，此时，债权人就会不愿意提供借款或者加大融资成本，在这种情况下，企业就无法进行借款或者只能通过高成本进行举借，这就会影响企业的正常生产经营。如图 3.1 所示，金地集团在 2010-2019 年十年时间里，资产负债率先降后升，波动变化，自 2017 年开始呈现出偏高的态势，2019 年资产负债率达到 75.4%，超过行业均值，这可能与其近年来实施的扩张性战略有关。虽然房地产企业的资产负债率普遍较高，但是跟自身相比，可以发现 2019 年金地集团的资本结构较三年前增长了十个百分点，特别是近两年呈现出高负债经营的特点，财务风险加大，在一定程度上会对企业的现金流造成影响。

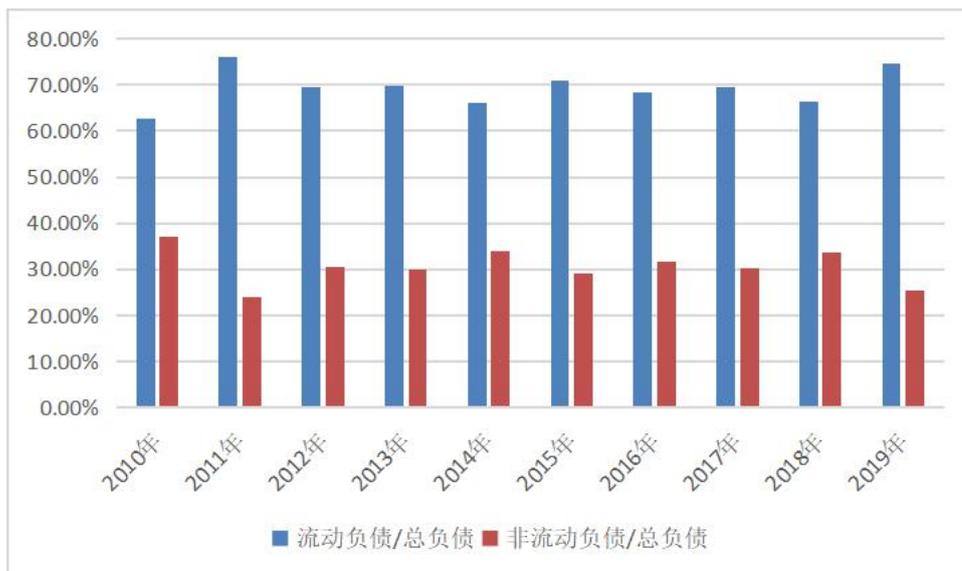
3.2.2 债务结构分析

通过上一部分对金地集团资本结构的整体分析可知，较历史数据相比，企业近两年的资产负债率数值较高。这会给企业的融资带来困难，一是增加了融资的各项费用支出，给企业造成了成本负担，二是减少投资来源，由于外部投资者能够获取的信息有限，较高的数值会让投资者觉得企业经营状况不佳，减少甚至放弃投资。

接下来将从债务结构的角度，进一步剖析企业的资本结构。一方面，以债务期限作为分析的落脚点，分析企业的债务期限结构，探究企业在进行融资时，对于负债的短期或者长期方式如何选择，细致分析企业是否存在固定的偏好行为，进而分析企业在不同负债类型下面临的还款压力；另一方面，分析企业的主要债务类型，通过企业有息负债和无息负债的规模，着重分析企业的债务比例是否具有合理性，这也是为了进一步探究企业资产负债率上升的原因。通过对债务期限和债务类型的分析，当有息负债和无息负债的比例符合企业的发展实际时，便认为此时的债务结构是较为合理的，那么，过高的资产负债率对企业资本结构的冲击就会大打折扣，风险发生的可能性也会随之降低。反之，不合理的债务结构加上过高的资产负债率，很有可能会给企业带来经营困难的困境。

(1) 债务期限

对于债务结构的研究，主要从债务期限条件进行分析，图 3.2 是 2010-2019 年金地集团流动负债和非流动负债占负债总额比例的构成图：



资料来源：金地集团 2010 年-2019 年年报

图 3.2 流动负债和非流动负债占比

通过图 3.2 可以发现金地集团流动负债整体保持较高比重, 较高时流动负债占比超过 70%, 非流动负债占负债总额比重整体较小, 最低不到 30%。流动负债和非流动负债的比例存在失衡的现象。金地集团属于房地产行业, 周期长、投入大是行业特色。所以, 房企应该占有一定比例的非流动负债, 以发挥经济效益。通常, 流动负债与负债总额的比例保持在 1:2 左右, 被公认为较为合理。过高的流动负债不利于企业应对突发的经济环境变化, 所以, 企业应该保持一定的非流动负债来维持正常的经营。而从上图可以发现, 金地集团的非流动负债占比较小, 基本固定在 30%左右, 这就说明企业存在用流动负债维持长周期项目运转的行为, 这种方式相对不合理, 会降低企业应对风险的能力。总体而言, 金地集团流动负债与非流动负债的比例约为 7:3, 可见企业的债务期限结构较为不合理。

(2) 债务类型

上文中说到, 仅仅凭借资产负债率一个指标来判断企业是否存在财务风险过于片面, 所以, 还应考虑企业的债务的类型, 以及有息负债和无息负债占比的具体情况, 下面就先债务类型展开分析, 表 3.1 是金地集团 2015-2019 年主要负债类型占总负债的比重数据:

表 3.1 2015-2019 年主要负债类型占比

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
短期借款	1.73%	0.86%	1.57%	1.25%	1.31%
应付票据	0.62%	0.01%	0.07%	0.12%	0.04%
应付账款	13.37%	13.32%	6.64%	6.55%	7.79%
预收账款	27.44%	27.34%	38.64%	32.92%	33.26%
其他应付款	10.91%	16.21%	13.11%	17.03%	16.57%
长期借款	13.70%	10.06%	11.58%	12.94%	10.93%

资料来源: 根据金地集团年报整理计算所得

由上文的分析可知, 流动负债是金地集团负债的主要来源, 从表 3.1 可以看出, 预收账款的占比较大, 近五年来预收账款占企业负债总额的比例分别是 27.44%、27.34%、38.64%、32.92%、33.26%, 基本可以占到负债规模的三分之一, 这一方面是房地产行业特殊的销售方式决定的, 在客户没有明确要入住前, 收到的售楼款不能直接计入收入, 而是先暂时计入预收账款, 待确认后, 此笔款项才可以结转收入。这样的销售模式决定了房地产企业的预收账款通常较多; 但从另一方面也凸显了金地集团良好的销售势头。

至于长期借款，通过表格的数据可以发现长期借款占负债总额的比例总体呈下降趋势。

①有息借款、无息借款分析

根据负债是否需要到期偿还利息，将负债分为有息负债和无息负债，接下来就这两种负债类型进行分析，图 3.3 是有息负债、无息负债占总负债的比例图：



资料来源：金地集团 2015-2019 年年报

图 3.3 有息负债占比、无息负债占比

②银行借款、票据借款分析

根据债务的来源途径，将债务分为银行借款和票据借款，图 3.4 为银行借款、票据借款占负债总额的比例图：



资料来源：根据金地集团年报整理所得

图 3.4 银行借款占比、票据借款占比

将有息借款进一步分为银行借款和票据借款，发现 2015-2019 年银行借款占绝对的比重，其中有四个年份的票据借款比重基本为零，可以发现企业借款渠道单一。票据是资本市场中一种常见的付款方式，票据有其自身独特的特点，比如：发行门槛低、利率低、而且可以根据企业实际需要灵活调整票据发行的利率、规模以及频率。所以，基于企业目前的资本结构特点，可以通过适度地发行票据，用新票据偿还到期票据的方式达到长期融资的目的。

3.2.3 股权结构分析

股权结构分析侧重于分析前十大股东的持股比例变化情况以及公司的股权融资信息。

(1) 股东持股比例分析

股东持股情况可以反映企业治理结构，持股比例可以反映股权集中程度。首先分析金地集团的持股情况，选取历年第一大股东持股比例制图，并分析其趋势变化。考虑到前十大股东中，存在部分为一致行动人的情况，故综合考虑，认为金地集团第一大股东为富德生命人寿保险，图 3.5 为金地集团第一大股东近五年持股比例趋势图：



资料来源：金地集团 2015-2019 年年报

图 3.5 第一大股东持股比例

通常认为股权集中度 Y 的衡量标准为：当 $Y \in [50\%, 100\%]$ 时，股权高度集中；当 $Y \in [20\%, 50\%]$ 时，股权相对集中；当 $Y \in [0, 20\%]$ 时，股权相对分散；由图 3.5 可见，2015 年末金地集团第一大股东持股比例为 29.94%，之后开始下降，近几年基本保持在 29.83% 不变。总体而言，金地集团近五年股权集中度均在 20% 以上，且公司的第一大股东近五年一直是富德生命人寿保险，说明金地集团股权相对集中。根据年报披露，2019 年公司董事席中，生命人寿仅占一席，占比较小。除此之外，它也并不享有公司的控制权。再加上，生命人寿和安邦保险一直在围绕金地的控制权展开激烈角逐，股东结构上的风险在一定程度上影响了公司的发展，对公司融资、资本结构和公司治理产生不利的影响。

(2) 股权融资信息

表 3.2 融资信息

日期	融资类型	增发数量（万股）	增发价格（元/股）	募集资金（万元）
2009/08/19	增发	30257.14	14.00	409738.54
2007/07/07	增发	17307.69	26.00	445658.78
2004/12/20	增发	10000.00	8.98	86997.32

资料来源：金地集团年报

金地集团只是在 2004 年、2007 年、2009 年进行过增发，近几年都没有再次增发，可见股权融资不是公司的主要融资方式。

3.2.4 融资结构分析

从来源来看，内源融资和外源融资是企业主要的两种方式。内源融资，简言之就是将企业内部留存的资金直接投入使用，而通过向外部举借获得资金即为外源融资。在本节的分析中，选择用负债总额代表负债融资规模，股本和资本公积之和代表股权融资规模。以下表 3.3 为金地集团公司近五年融资结构中内源融资和外源融资来源比例统计情况表。

表 3.3 2015-2019 年融资结构情况

年份	内源融资 (%)	外源融资 (%)	
		股权融资 (%)	负债融资 (%)
2015 年	17.48%	6.31%	65.85%
2016 年	18.73%	5.29%	65.43%
2017 年	15.61%	3.83%	72.15%
2018 年	13.70%	2.81%	76.11%
2019 年	13.59%	2.46%	75.39%

资料来源：根据金地集团年报计算所得

如表 3.3 所示，通过对各融资方式与总资产的占比计算结果来看，内源融资占比逐年下降，2018 年之后甚至低于 15%，外源融资中，可以看出企业以负债作为主要融资方式且占比已经超过 60%，而以发行股票进行融资的占比在 10% 以下。股权融资方面，该公司自上市以来，除了首发，基本没有进行配股；负债融资方面，该公司主要使用银行借款。从表中可以反映出金地集团的融资首先考虑负债融资，然后是内源融资，有较高的负债偏好。

3.3 金地集团资本结构横向分析

为了更客观的评价金地集团的资本结构现状，这一部分将选取同行业部分房地产企业作为比较对象。《中国房地产上市公司测评报告》中公布了 2019 年房地产行业的风险控制五强，依次为：中国海外发展、中骏集团控股、上实城开、路劲、国瑞置业。因此，选取房地产行业风险控制前五名的企业作为比较对象具有参考性和代表性，表 3.4 是风险控制五强与金地集团资本结构的对比。

表 3.4 2019 年金地集团与风险控制五强房企资本结构对比

	中国海外发展	中骏集团控股	上实城开	路劲	国瑞置业	五强均值	金地集团
资产负债率 (%)	60.06	79.73	60.66	68.50	77.33	69.26	75.40
流动负债率 (%)	59.40	71.41	57.90	62.94	63.21	62.97	74.60
非流动负债率 (%)	40.60	28.59	42.10	37.06	36.79	37.03	25.40
股东权益比率 (%)	39.94	20.27	38.73	31.50	22.67	30.62	24.16
产权比率	1.50	3.93	1.58	2.17	3.41	2.52	3.62
流动比率 (%)	2.17	1.14	1.88	1.66	1.35	1.64	1.44
内源融资比例 (%)	28.54	11.53	21.34	20.72	15.26	19.47	13.59

资料来源：国泰安数据库

从资本结构整体来看，金地集团的资产负债率高于风险控制五强房企的均值，由此看出，金地集团的负债水平较高，与自身发展不相匹配。

从债务资本期限结构来看，金地集团的流动负债率高于风险控制五强房企的均值，并且超过十个百分点。事实上，房地产企业的流动负债普遍高于非流动负债，这主要是由于大量预收房款导致的。但是企业还是应该合理控制流动负债的比例，因为过多的流动负债会导致企业面临大量的短期债务到期需要偿还的情况，这对企业的现金流是一项极大的考验，因为现金流补给不足，企业便无法及时还款，借新还旧虽能缓解眼下难题，但无法解决根源问题，长此以往，还会形成一个恶性闭环。

从股东权益比率来看，金地集团的总资产中仅有一小部分是由所有者投入的，再通过横向对比发现，金地集团的股东权益比率低于风险控制五强均值六个百分点，这种投入比例在行业中也处于较低的水平。可见金地集团的长期偿债能力相对较弱。

一般而言，过高的产权比率，意味着企业可能是“双高”的财务模式，即：高风险高收益；因而，比例越高，经营风险越大。由表中数据可以发现，金地集团的产权比率远高于风险控制五强的均值，这进一步说明，金地的长期偿债能力较差。而金地集团的流动比率略低于五强均值，处于五强企业中间地位，短期偿债能力一般。

内源资本虽然优点众多，但是企业为了满足股东分红的需要，日常正常运转的所需，企业很少会将这种方式作为主要的融资方式。但并不代表，企业就不需要内源融资，随着融资环境的收紧，企业需要转变观念，重视内部资金的作用。从表中数据可以发现，即便是风险控制五强，也没有最大限度地发挥内源资本的作用，而金地集团的内源融资比例还低于五强六个百分点，可见，内源资本融资占比远远不足。

3.4 金地集团资本结构存在的问题

在对金地集团自身资本结构分析的基础上，发现了金地集团自身资本结构存在的一些问题，下面就详细论述这些问题。

3.4.1 资产负债率偏高

通过前一部分的数据可以发现：金地集团目前的资产负债率先降后升，近两年达到最大值，已超过 70%。从金地集团自身发展而言，企业近几年开启扩张性战略，需要足够的现金流支撑战略的实施，而过高的资产负债率除了会导致融资难的问题出现，还会致使融资成本上升，债权人出于自身的利益，可能会提高融资成本，或者与企业签订一些限制性条款，如此，企业只能选择一些风险小、投入少的项目进行投资，但这并不利于金地集团扩张性战略的开展，经营成果受到影响的同时，偿债压力也会突增。从房地产行业的行业特性而言，2019 年内房企平均资产负债率均值为 71.8%，房地产行业的资产负债率本身就高于其他行业，而金地集团的资产负债率又高于行业均值；再将资产负债率通过与 2019 年房地产企业风险控制五强对比，发现金地集团高于五强均值六个百分点。因此，企业目前的负债水平偏高，并不太符合自身的发展现状。

3.4.2 债务内部结构不合理，流动负债偏高

债务结构分析是资本结构分析中重要的一部分。基于可持续发展的角度，企业应该按照实际情况进行举借，可以在综合考虑不同期限负债的特点下做出选择。短期负债，取得容易且迅速、借款费用较低，面对的风险较大；长期负债，筹集的资金具有稳定性、财务风险低，但借款费用高、缺乏弹性且取得比较难；所以，企业应该根据自身的发展需求，合理借贷，避免还款高峰期的出现。通过看金地集团五年的债务数据，我们可以发现，流动负债比例偏高，近几年的数值基本在 70% 上下波动，但是 2019 年该比例接近 80%。高度偏离最佳值。长期借款虽然多于短期借款，但长期负债率仍然偏低且有继续下降的趋势。流动负债过高过低都不利于企业的发展，偏高的流动负债使得企业资金的安全性有所降低，而过低的流动负债又使得企业资金的灵活性丧失，企业在进行选择时要根据项目周期、获利时间等全面考量。以便为企业的持续发展以及平稳运行提供灵活且稳定的资金保障。

3.4.3 融资方式比较单一

上文的资本结构分析，以期限和类型作为两个研究点，逐一展开分析。通过分析发现，金地集团的债务结构不合理不只体现在流动负债和非流动负债之间比例失衡，还体现在债权融资比例和股权融资比例相差较大。金地集团借贷的比例明显高于发股的比例，而且债务融资占总融资额的比例还在不断升高。

融资方式单一且过度依赖于银行借款是金地集团债务结构暴露出来的问题。虽然借款融资方式简便、手续较少、资本成本较低，但是如果企业长期单纯地依赖于借款融资来维持企业的运转，并不利于企业经营效果的凸显，甚至一旦资金链断裂，企业就会面临严重的财务危机。除此之外，银行借款的特殊之处还在于：第一，有额度的限制且对企业信用状况有严格的考核；第二，银行为了保证借出资金的安全性会限制资金的用途；第三，利率不稳定，受外部环境以及国家政策的影响较大。这无疑使得企业资金使用的灵活性有所降低，而且缺乏稳定的保障。通过对金地集团债务类型的分析，发现银行借款是有息债务的主要来源，过度单一的融资渠道一方面限制了企业的发展，另一方面也增加了一些不可控因素。一旦商业信用供给的资金流短缺，其他融资渠道又没有畅通，企业资金链断裂的风险就会大大增加。

3.4.4 长期偿债能力较弱

通过上文对金地集团与风险控制五强的权益结构对比分析发现，金地集团的股东权益比率较低、产权比率较高，特别是近两年呈现出“双高”的财务结构。从不合理的股东权益比率、产权比例可以看出金地集团近年资金还款压力凸显，长此以往，容易出现债务到期却没有能力偿还的情况，加剧企业的运转困难，导致企业难以持续经营。通过金地集团的年报数据可以发现企业近几年迫于现金流的压力，密集发债，2019年以及后续一段时间里，企业可能面临大量债务到期的情况，虽然“借新还旧”短期内可以缓解一部分压力，但是从长期来看，这对企业的现金流是一项考验，稍有不慎，企业就会处于危机四伏的境地。

总之，金地集团的长期偿债能力较弱。对于集中到期的各种债务，企业还需作出调整，拿出应对策略，以改变这种不利的局面。

3.4.5 内源资本不足

通过前文的分析发现，金地集团的内源资本占比不足 15%，说明这是金地集团资本结构的另一大问题。内源资本得不到重视是房地产企业普遍存在的现象，即便是风险控制五强，其内源资本的优势也没有得到充分的发挥，然而金地集团的数值还远低于五强均值，且内源占比逐年下降。在上文的分析中也提到过，这主要是盈利能力下降以及内部资本积累短缺导致的。虽然外部资金来源可以解决企业的部分融资需求，但企业的发展和扩张离不开足够的内源资本。内源资本的缺乏会制约金地集团全国房地产战略布局的推进，也将导致其对外部资本的高度依赖，特别是债务资本。这从一定程度上会影响集团债务结构的整体改善，并且只有保证充足的内源资本，公司的业绩才会稳定上升，股权融资和债务资本的回报和利息也能稳定支付。

4 基于财务权变理论的金地集团资本结构影响因素分析

4.1 路径依赖对资本结构的影响

4.1.1 融资来源偏好

财务权变理论认为，“重复性”是企业资本结构的一大特点，也就是说，企业习惯于按照熟悉的方式去调整当前的资本结构，因此，企业过去的资本结构会不断地影响企业当前以及后续的调整行为。基于路径依赖对企业资本结构存在持续的影响力，本文选取了金地集团历史融资数据作为研究样本。

首先，对金地集团的融资来源进行分析，研究其是否对股权融资或债券融资存在明显偏好。其中，股权融资 = 股本 + 资本公积，债权融资 = 短期借款 + 长期借款 + 应付债券。

表 4.1 股权和债务融资方式 单位：亿元

年份	股权融资		债务融资		
	股本	资本公积	短期借款	长期借款	应付债券
2015 年	45.00	42.94	15.83	125.7	111.4
2016 年	45.14	36.16	8.61	101.1	184.2
2017 年	45.15	34.56	23.51	173.6	220.4
2018 年	45.15	33.13	26.46	274.3	375.9
2019 年	45.15	37.12	32.96	275.9	289.9

资料来源：新浪财经

表 4.2 股权融资和债务融资占比

年份	股权融资比例	债权融资比例	股权融资比例	债权融资比例
	(总资产)	(总资产)	(总融资额)	(总融资额)
2015 年	6.31%	18.16%	9.59%	27.57%
2016 年	5.29%	19.13%	8.09%	29.24%
2017 年	3.83%	20.08%	5.31%	27.83%
2018 年	2.81%	24.31%	3.69%	31.93%
2019 年	2.46%	17.88%	3.26%	23.72%

资料来源：根据金地集团年报计算所得

由表 4.2 可以看出，无论从股权融资和债务融资占总资产的比例，还是股权融资和债权融资占融资总额的比例来看，金地集团明显偏好于债权融资，并且通过第三部分的

分析得出：企业对债权融资的依赖度越来越高。因此，这一方面使得其资产负债率近年来波动上升，2019年的资产负债率比七年前增长了约10%；另一方面，其资产负债率高于同行业平均资产负债率。

4.1.2 融资方式偏好

其次，分析金地集团在融资方式上是否具有明显偏好。

表 4.3 股权和债务融资方式占比

年份	股权融资		债权融资		
	股本	资本公积	短期借款	长期借款	应付债券
2015年	51.17%	48.83%	6.26%	49.70%	44.04%
2016年	55.52%	44.48%	2.93%	34.40%	62.67%
2017年	56.64%	43.36%	5.63%	41.58%	52.79%
2018年	57.68%	42.32%	3.91%	40.54%	55.55%
2019年	54.88%	45.12%	5.50%	46.08%	48.42%

资料来源：根据金地集团年报计算所得

对于股权融资而言，2015-2019年金地集团比较喜欢选用股本作为融资方式，股本融资的比重近五年都超过50%，但是，从整体上看，股本和资本公积所占比重相差较小。因此，2015-2019年金地集团比较偏好于股本融资，具有较为明显的融资偏好。

对于债权融资而言，2015-2019年金地集团明显依赖于长期借款融资和应付债券融资，各年长期借款占总债务融资额的比例在40%上下徘徊，应付债券占总债务融资额的比例维持在50%左右，除了2017年，长期借款和应付债券所占总债务融资额的比例基本处于持平状态。金地集团短期借款融资的比例波动下降，基本维持在7%以下，所占比例较低。因此，2015-2019年金地集团明显偏好于长期借款融资和应付债券融资，具有明显的融资偏好。

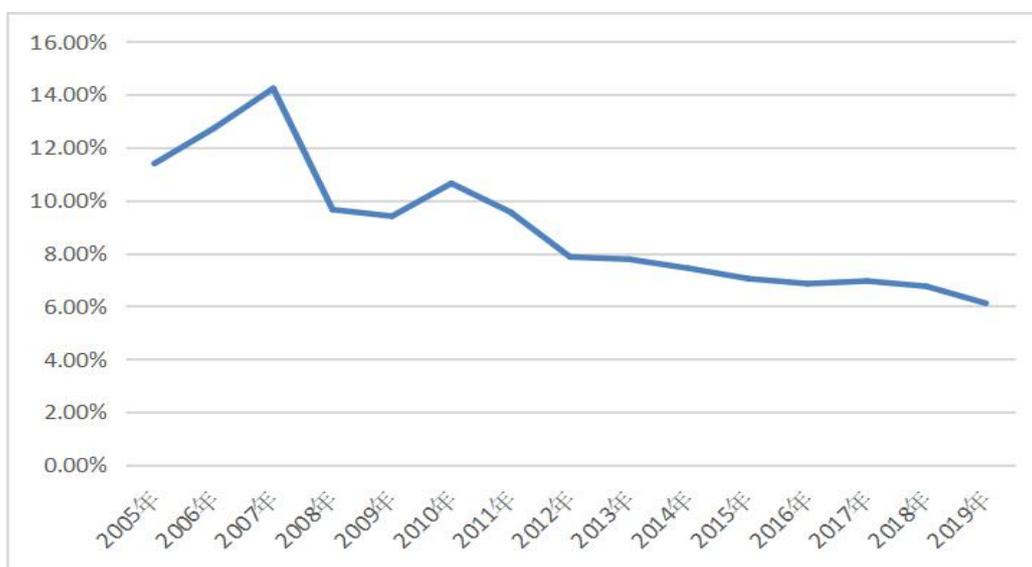
4.2 外部因素对资本结构的影响

外部因素会对企业的资本结构产生间接影响。本文在考虑了房地产行业特殊性之后，选用GDP增长率、CPI增长率、房地产行业竞争度、房地产业发展现状以及国家宏观调控政策作为主要外部因素并展开分析。

4.2.1 GDP 和 CPI

(1) GDP实际增长率

国内生产总值（以下简称GDP）反映一国在一段时期内的经济发展状况。当GDP增长率上升时，说明宏观经济发展水平变好，举债更加容易，此时企业更加偏好于债权融资的方式，以发挥财务杠杆的正向效应。反之，GDP增长率下降，说明经济下行，企业融资受限，发展缺少外部资金支持，盈利能力下降，此时，股权融资的方式可以缓解外界经济环境变化带来的压力，企业会优选这种方式。



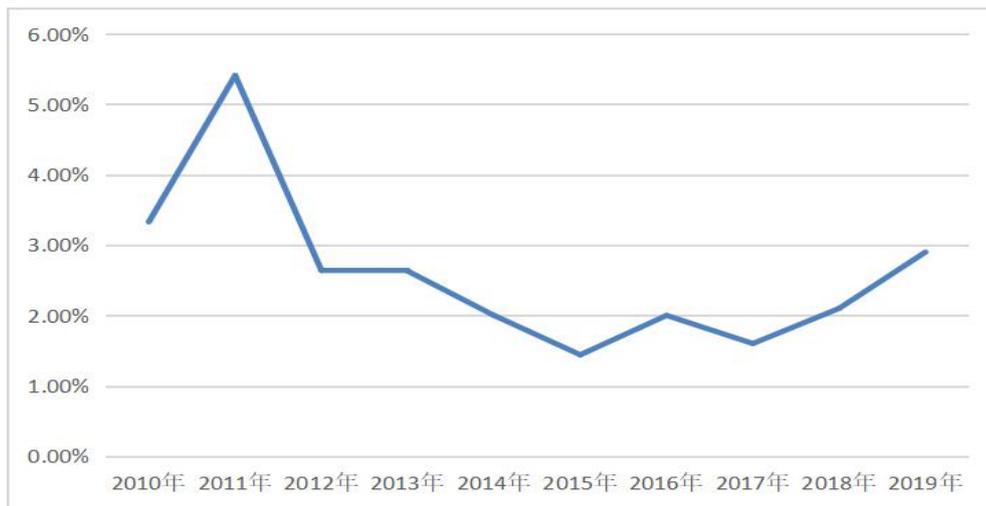
资料来源：中国统计年鉴

图 4.1 GDP 增长率

近年来我国 GDP 保持稳定增长，增速放缓，但都保持在 6% 以上。从图 4.1 可以看出，我国 GDP 增长率以 2008 年为界分为两个阶段。

2008 年之前，我国经济一直处于加速发展的状态，GDP 增速较高。但从 2018 年之后，经济发展迈入一个新的阶段，再加上，近几年又提出高质量发展的目标方针，GDP 增速逐渐放缓并且预计接下来几年仍会保持这种趋势。GDP 增速的放缓对房地产行业带来极大的影响，比如：融资环境收紧、负债规模减少等。过度依赖债务融资的企业必将受到冲击，其资本结构也会产生变化。总体而言，认为 GDP 增速下降会抑制金地集团对债务资本的使用。

(2) CPI 增长率



资料来源：中国统计局

图 4.2 CPI 增长率

通货膨胀率是影响企业资本结构的另一个宏观经济因素。其影响主要表现在：第一、物价会受到通货膨胀的影响变的不稳定，这就为企业的经营活动增加了不确定因素，导致企业的营业收入减少、经营风险加大；第二、通货膨胀发生之后，企业对项目未来现金流入的多少无法合理预估，倾向于使用较高的评估折现率，此举会影响企业的成长性。总之，通货膨胀发生之后，企业会减少资金需求，进而减少对债务资本的使用，所以，认为通货膨胀与资本结构呈负相关关系。

本文使用消费者价格指数增长率（以下简称 CPI）来反映通货膨胀率。近年来我国 CPI 增长率如上图 4.2 所示，自 2012 年之后，我国 CPI 增长率基本保持在 3% 以下。未来，由于国际原油价格的下降，将减少通货膨胀的国际传递。目前，消费和投资的变动都趋于平缓，物价大幅上涨的概率较低；而且没有明显的新的价格上涨因素，因此非食品类商品价格上涨的可能性较小；

所以，鉴于 CPI 上涨较缓，宏观环境整体可控，所以预测此因素不会抑制金地集团对债务的偏好。

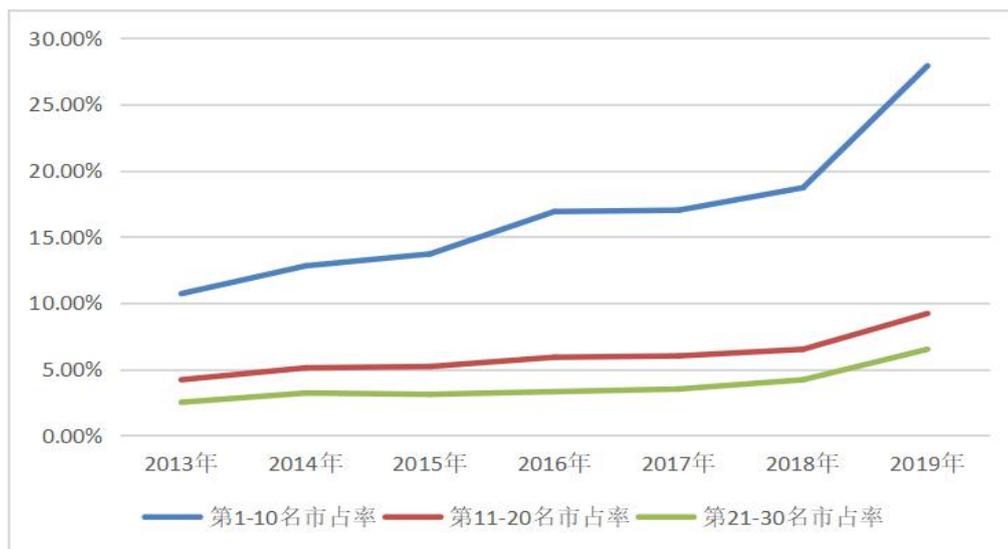
4.2.2 行业竞争度

1988 年货币化、商品化制度建立后，我国房地产行业经历了高速发展的 20 年。之后，随着各项进程的增速开始放缓，房地产行业也开始转变，开始朝着高质量的方向发展。行业呈现出集中度、竞争度同时增加的特点。

行业越集中，头部企业受到的好处就越多，获得的外部投资资金就更加充足，两级分化的格局逐步凸显，强者越强，弱者恒弱。龙头企业占据了资金优势、拿地优势以及口碑优势，市场占有率逐步扩大，房地产行业逐渐进入了寡头竞争的时代。在这样的背景下，房地产行业的前20名企业集资金优势和资源优势于一体，加速发展，经营业绩突飞猛进。小型房企则艰难求生，但仍有一小部分从中脱颖而出，努力朝第一梯队迈进。通过图4.3可以发现，以市场占有率的提升速度作为对比指标，前10名要明显快于第11-20名，第11-20名又要稍快于第21-30名。从2019年的数据来看，前10名房企的市场占有率之和达到27.9%，由此可以发现，前十名房企市场占有率的不断提升增加了行业的集中度。

房地产行业集中度不断增加的同时，行业竞争度也在不断加剧。百强房企各阵营销售速度差异明显，前十名销售增速平稳，第11-30名销售增速较快，各阵营之间的分化加剧。

未来，房地产行业的集中度将进一步增加，中小型房企的生存空间也会被大型房企打压；行业竞争度也会越来越激烈，两级分化程度也会更加严重。金地集团目前仍没有迈入第一梯队，与头部房企相比，在拿地、融资等方面并没有占据优势，所以行业竞争度的增加对金地集团债务资本的使用有抑制作用。因此，面对激烈的竞争，企业必须扩大自身规模，提高市场占有率。



资料来源：国泰安数据库

图4.3 2013-2019年中国前30名房地产企业市场占有率

4.2.3 房地产调控政策

房地产行业的调控政策也是影响其资本结构的一个重要因素。当调控政策较为宽松时，债权人和投资者会增加对房地产行业的信心，银行也会提供大量的资金支持，房地产企业获得的资金支持较为充裕，更乐意选择融资成本较低的债务融资。反之，当宏观调控政策较为严格时，融资环境收紧，房地产企业获得的融资规模就会有所减少，此时，债务融资便不再是企业的最佳选择。

纵观近几年房地产行业的各项政策发现，自2016年开始，国家就将该行业作为重点调控的对象，倒逼房地产企业主动控制负债规模。通过控制现金流向房地产行业的涌入来减少房地产行业的泡沫化，促使行业健康有序发展。2020年中央经济会议进一步明确“三稳”的长期目标，所以，未来国家对房地产行业的调控政策将形成一个长效机制，“去杠杆、降负债”将成为房地产行业健康有序发展的一个主基调。目前调控的重点区域是国内一线城市和部分热点二线城市，而金地集团的许多项目正好在调控区域内，所以，如果继续扩大对债务资本的使用会增加企业的融资成本，加大财务风险。总之，严格的调控政策会抑制金地集团对债务资本的选择。

通过对选取的四个外部因素分析发现，其中三个都对金地集团继续使用债务资本有抑制作用。总之，外部影响因素为金地集团的资本结构优化指明了方向，企业应该主动降低负债规模，优化融资策略，合理规划资本结构。

4.3 内部因素对资本结构的影响

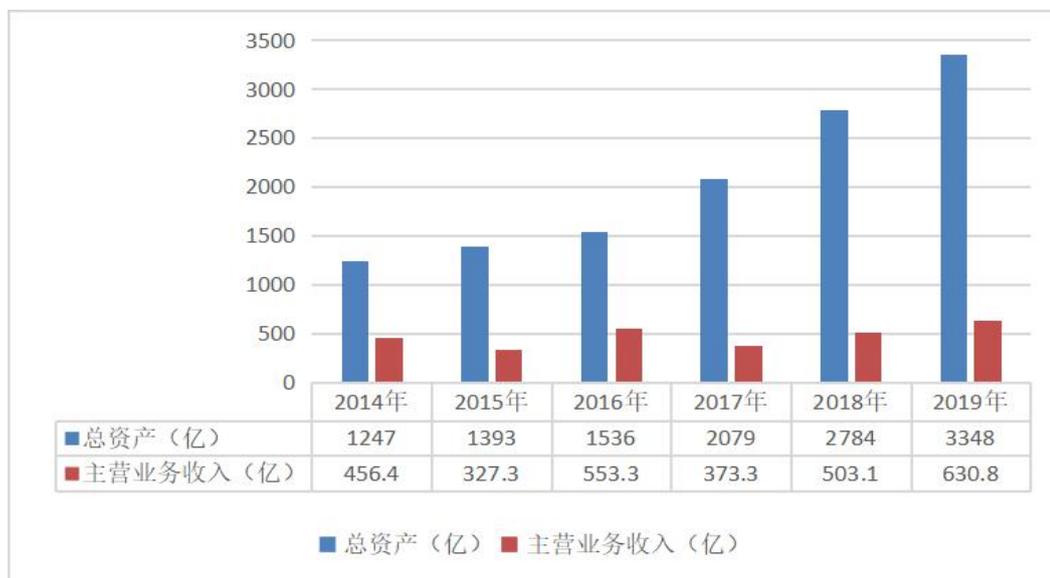
4.3.1 公司战略和规模

战略往往是资本结构调整的导火索，通常，战略的变化都会带来资本结构的调整。正如金地集团每次做出重大战略之后，资本结构都会发生变化。近几年，金地集团打出的是扩张性战略，为了保证战略的成功实施，企业加大了融资规模，所以，资产负债率较前几年也有所上升。由此可以看出，公司战略对资本结构的影响更为直接。

规模往往是企业资本结构调整的保障，通常情况下，大企业获得大量外部投资的可能性更大，并且附加的限制条件少，因为大企业往往经营效益较好，体系健全，更易于获得银行、投资者的信赖。在这样的基础下，企业就会通过极易取得的债务融资投资项目提升市场占有率，极大地发挥杠杆的正效应。通过前文的分析发现，金地集团债务规

模越来越多，这与其自身规模不断扩大、信用状况良好有一定的关系。其资产规模最近几年总体上呈逐年增长的趋势，其资产负债率也伴随着资产的不断增加呈现出逐年攀升的态势。

本文选择总资产、主营业务收入作为公司规模的衡量指标，如图 4.4 所示。



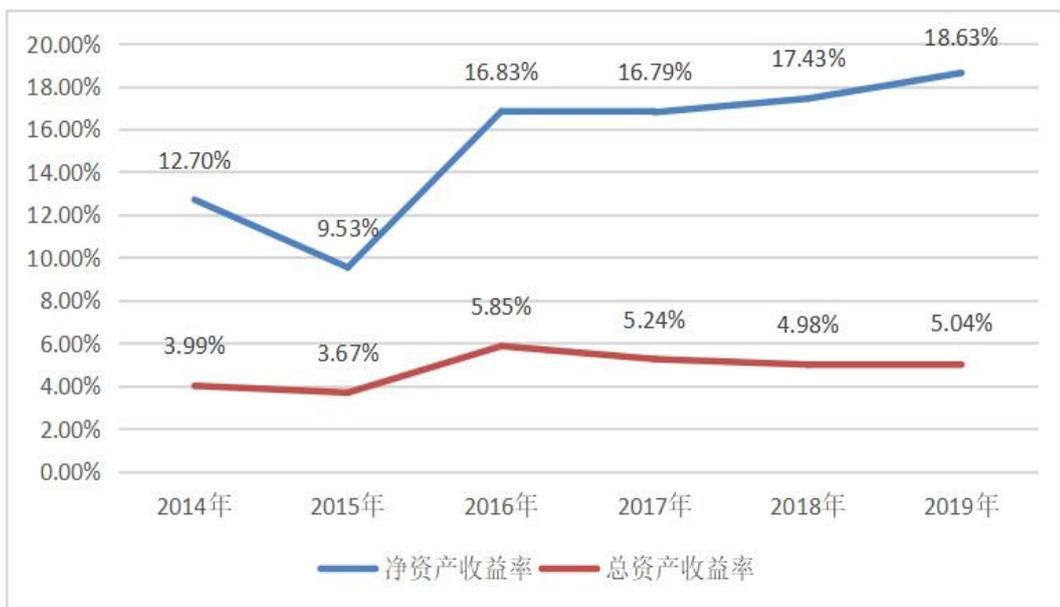
资料来源：新浪财经

图4.4 金地集团总资产、主营业务收入

4.3.2 盈利能力

企业的盈利能力会直接影响资产负债率的大小。前文中分析过金地集团内源资本占比不高与其盈利能力下降有一定的关系，因为企业盈利的资金越多，可以留存在企业内部的资金就会越多，而内源资本恰好就是企业除去日常经营所需以及股东分红之后的剩余资金。使用这部分资金时基本不需要负担融资成本，同时灵活方便，减少了融资取得时间。所以，内源资本对企业的投资发展更加有利，而且会减少债务融资的比例，是企业的最佳融资方式之一。但是，盈利能力直接制约了内源资本的留存比例，由此可见，提升盈利能力，减少该项指标对融资的影响，可以有效降低企业中负债占总资产的比重，快速达到资本结构的优化效果。

本文选用总资产收益率、净资产收率作为盈利能力的衡量指标，如图 4.5 所示。



资料来源：新浪财经

图4.5 金地集团净资产收益率、总资产收益率

4.3.3 企业成长性

成长性与资本结构之间有着密切的关系，参考其他文献中学者的实证结果，发现种种数据表明二者正向相关。也就是说，成长性好的企业各项能力发展的速度就较快，高速发展离不开资金的补给，当内部留存不够时就需要通过外部融资以缓解资金紧缺的压力。从金地集团目前的发展阶段来看，企业正好处于高速发展、迅速扩张的阶段，高成长性决定了它需要大量的融资款，所以，企业加大了融资力度，尤其是债务融资。所以，企业的资产负债率还会受到成长性的影响。

本文选择净利润增长率、主营业务收入增长率作为衡量企业成长性的指标，如图 4.6 所示。



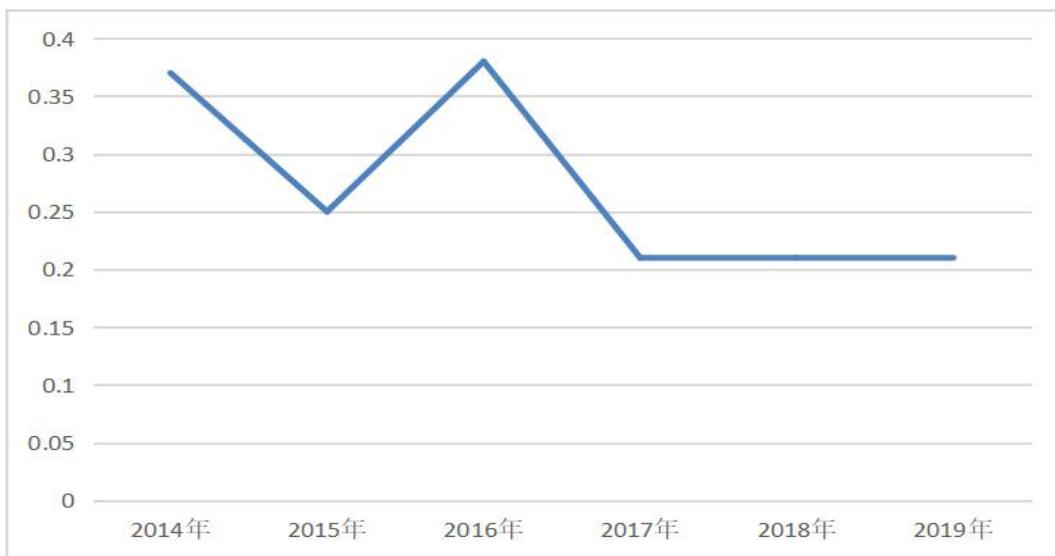
资料来源：新浪财经

图 4.6 金地集团主营业务收入增长率、净利润增长率

4.3.4 营运能力

营运能力衡量的是企业对各项资产管理的能力，营运能力越强，企业对资产的管理越好，资产发挥的效用也最大。良好的营运能力代表企业有足够的实力去应对外界突发的变化，比如：资金流动性带来的风险、资金到期还款的压力等。

本文选择总资产周转率作为衡量营运能力的指标，如图 4.7 所示。



资料来源：新浪财经

图 4.7 金地集团总资产周转率

4.3.5 所得税的影响

研究表明，企业的资本结构还会受到所得税的影响。众所周知，负债具有抵税效应，所以，当税率上升时，企业会乐于选择债务的融资方式，以取得更多的税收抵免机会。

本文选择所得税费用与税前利润的比值来反映影响程度，如表 4.4 所示。

表 4.4 所得税

年份	所得税费用（亿元）	税前利润（亿元）	税率影响
2014 年	21.49	71.13	30.21%
2015 年	14.36	62.8	22.87%
2016 年	26.29	112.1	23.45%
2017 年	22.03	116.8	18.86%
2018 年	30.06	151.1	19.89%
2019 年	40.44	195.1	20.73%

资料来源：根据金地集团年报计算所得

4.4 可持续增长对资本结构的影响

企业在生产经营过程中会不断地动态调整其资本结构，其目的就是为了实现企业的可持续增长。

财务权变理论通过上述三个方面的分析，找出了影响企业资本结构的因素，为企业资本结构优化指明了方向。本文对可持续增长的研究借鉴了 Higgins（1977）的可持续增长模型。

4.4.1 可持续增长模型

可持续增长率是指满足以下条件所达到的增长率，第一、不增发新股；第二、经营效率稳定；第三、财务政策不变。实际增长率是本年营业额较上年营业额的增长率。表 4.5 是金地集团不同增长率之间的比较。

2015 年金地集团实际增长率为负，这主要是受当时外界宏观经济的影响，房地产行业受到经济下行背景的影响。2016 年、2017 年金地集团发展较为缓慢，公司实际增长率与可持续增长率之间的差距逐渐缩小。

表4.5 可持续增长

年份	增长率比较		政策分析	
	可持续增长率	实际增长率	资产负债率	留存收益率
2015年	10.87%	-28.29%	65.83%	99.47%
2016年	21.66%	69.05%	65.43%	99.80%
2017年	21.02%	-32.53%	72.13%	98.58%
2018年	22.75%	34.77%	76.12%	99.32%
2019年	25.03%	25.38%	75.40%	99.40%

资料来源：个人整理计算所得

$$\text{注 1) 可持续增长率} = \frac{\text{权益净利率} \times \text{留存收益率}}{1 - \text{权益净利率} \times \text{留存收益率}}$$

$$\text{注 2) 实际增长率} = \frac{\text{本年营业收入} - \text{上年营业收入}}{\text{上年营业收入}}$$

4.4.2 实际增长率与可持续增长率对比分析

从表 4.5 中可以看出，除了个别年份受到外界宏观经济的影响，金地集团整体的发展速度加快。2015-2019 年中中有三年企业的可持续增长率低于实际增长率，这从一定的角度上说明，企业存在现金短缺的现象，企业的现金难以满足企业的高速运转，同时，内在增长能力不足，无法为可持续增长提供保障。这又一次说明，企业一方面要提高盈利能力，为保持充足的内源资本提供动力；另一方面，企业也需要扩大融资渠道，实行多元化融资策略，保证外部资金可以及时供给。除此之外，企业可以基于目前的发展现状适当改变财务政策。

本章运用财务权变理论，从四个维度分别分析了金地集团资本结构的影响因素。首先，通过路径依赖得出金地集团具有较为明显的融资偏好，偏向于债务融资，这种偏好也会对其之后的资本结构产生持续性的影响。其次，外部环境对金地集团的资本结构也有重大影响，当经济下行或者宏观调控政策严格时，企业融资困难、成本高，会选择其它成本较低的融资方式；再者，内部因素是决定资本结构的直接性因素，规模、战略、总资产等都会促使企业资本结构发生改变，金地集团只有不断地提高自身实力，才能为优化资本结构提供内在保障。最后，可持续增长对金地集团的资本结构提出了更高的要求，纵观近几年的数据发现，金地集团的高速发展缺少充足的资金保障，离可持续增长的目标仍有一些距离。

5 金地集团资本结构优化设计

5.1 金地集团资本结构优化设计的目标及原则

5.1.1 金地集团资本结构优化设计的目标

通常，企业资本结构优化的目标主要有以下几种：

第一，股东财富最大化。其优点是，考虑了股东的利益，这在一定程度上可以避免企业为了追求短期利益而忽视长期价值的行为，有利于充分考虑企业存在的各项风险，但是股东财富最大化对其他利益相关者的考虑较少，并且不适用于非上市的企业。

第二，利润最大化。其优点在于突出了投入产出比，以企业的经营效益为目标，但是这就容易导致企业出现片面追求短期利益的行为，忽视了对风险的关注。

第三，可持续增长。这是财务权变理论提出的资本结构优化的终极目标，没有十分明显的缺点，但是在分析的时候需要注意到，影响可持续增长的因素较多，为了保证结果的全面性，优化设计时应尽量保证充分考虑各因素。

结合金地集团的实际状况，股东财富最大化目标容易激发企业内部之间的矛盾，再次增加股东结构上的风险。利润最大化目标忽视了风险，不利于金地集团资本结构的优化调整。通过对上述几个目标的综合考虑，本文选择可持续增长作为金地集团资本结构优化的目标，一方面是基于财务权变理论的观点，另一方面是出于企业目前资本结构现状的考虑。

5.1.2 金地集团资本结构优化设计的原则

在为金地集团进行资本结构优化设计时，应坚持以下几种原则：第一、合理测算原则，除了需要合理测算资金的需求量之外，还要合理测算筹资的时间，因为不合理的筹资时机有可能导致企业无法取得资金，或者筹集到的资金闲置，没有运用到项目的投资中，换言之，筹资对企业经营效益的提升没有实质性的帮助。第二、筹资成本最低原则，高融资成本是企业的“痛点”，降融资成本是企业的“难点”，所以，企业需要提前预估各种融资方式的成本，深入分析经营需要的基础上对比择优，选择风险小、期限合理的方式，形成最优筹资组合方案。第三、适度比例原则，企业在资本结构优化的过程中要协调好长、短期债务的比例，也要充分发挥内、外部融资的优势，平衡不同资本方式

之间的优缺点，减少不确定因素对企业资本结构的影响，降低风险发生的可能性。

5.2 金地集团资本结构动态优化

5.2.1 构建指标体系

从金地集团的实际出发，结合上述目标及原则，将第四部分中分析出来的各种影响因素进行分类整理，确定各项指标，并且对外部因素和内部因素下的各项指标再次进行细化。通过建立不同指标层次就可以得到各层次之间的勾稽关系，最后运用熵权法求出各组的权重。

为金地集团建立的指标体系可以划分为三个不同的层级。首先，第一层级就是财务权变理论的根本目标，也是本文进行资本结构优化设计所选择的目标：可持续增长 W_1 。其次，第二层级分别是：路径依赖 W_2 、外部因素 W_3 、内部因素 W_4 。最后，第一大股东持股比例构成了 W_2 ；GDP 增长率、居民消费水平构成了 W_3 ；总资产、主营业务收入等内部指标构成了 W_4 。根据各因素对资本结构的影响不同划分指标类型，正相关的记为正向指标，负相关的记为负向指标，具体如表 5.1 所示。

表 5.1 指标体系

一级指标	二级指标	三级指标	指标类型
可持续增长 (W_1)	路径依赖 (W_2)	第一大股东持股比例 (W_{21})	正向指标
		GDP (W_{31})	正向指标
	外部因素 (W_3)	居民消费水平 (W_{32})	正向指标
		总资产 (W_{41})	正向指标
	内部因素 (W_4)	主营业务收入 (W_{42})	负向指标
		净资产收益率 (W_{43})	负向指标
		总资产收益率 (W_{44})	负向指标
		主营业务收入增长率 (W_{45})	正向指标
		净利润增长率 (W_{46})	正向指标
		总资产周转率 (W_{47})	负向指标
		流动比率 (W_{48})	负向指标
	所得税 (W_{49})	正向指标	

5.2.2 模型构建

表5.2 各因素值

一级指标	二级指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
可持续发展因素	路径依赖						
	第一大股东持股比例	29.94%	29.94%	29.84%	29.83%	29.83%	29.83%
	外部因素						
	GDP(亿元)	642097.6	683390.5	737074	820099.5	896915.6	988528.9
	居民消费水平(亿元)	17777.99	19397.33	21227.88	22902	25002	27562.99
	总资产(亿元)	1247	1393	1536	2079	2784	3348
	主营业务收入(亿元)	456.4	327.3	553.3	373.3	503.1	630.8
	内部因素						
	净资产收益率	12.7%	9.53%	16.83%	16.79%	17.43%	18.63%
	总资产收益率	3.99%	3.67%	5.85%	5.24%	4.98%	5.04%
内部因素	主营业务收入增长率	31%	-21.81%	69.43%	-32.15%	34.62%	25.09%
	净利润增长率	10.77%	-19.94%	96.87%	8.61%	18.35%	24.41%
	总资产周转率	0.37	0.25	0.38	0.21	0.21	0.21
	流动比率	1.94	1.80	1.82	1.63	1.62	1.44
	所得税费用/税前利润	30.21%	22.87%	23.45%	18.86%	19.89%	20.73%

(1) 将指标的数值带入矩阵

假设具有a个指标，b个对象指标，形成如下矩阵：

$$X = \begin{bmatrix} X_{11} & \dots & X_{1b} \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ X_{a1} & \dots & X_{ab} \end{bmatrix}$$

(2) 把矩阵中的数值进行标准化处理。

正向指标，其标准化公式为：

$$r_{ij} = \frac{x_{ij} - \min(x_{ij})}{\max(x_{ij}) - \min(x_{ij})} \quad (5.1)$$

负向指标，其标准化公式为：

$$r_{ij} = \frac{\max(x_{ij}) - x_{ij}}{\max(x_{ij}) - \min(x_{ij})} \quad (5.2)$$

式中, r_{ij} 为x的标准化数据, $r_{ij} \in [0, 1]$

通过标准化处理, 得到了一个新的矩阵, 为了保证每一个数据都有意义, 采取整体平移的方法, 消除零和负值, 即: $X_{ij} = X_{ij} + \alpha$, 为了保护数据的原始性, 将 α 的取值尽量取到最小值, 即 α 为最接近 X_{ij} 的最小值, 本文取 $\alpha = 0.0001$ 。

$$X = \begin{bmatrix} 1.0001 & 0.7001 & 0.0001 & 0.0001 & 0.0001 & 0.0001 \\ 0.0001 & 0.1193 & 0.2743 & 0.5139 & 0.7357 & 1.0001 \\ 0.0001 & 0.1656 & 0.3527 & 0.5238 & 0.7384 & 1.0001 \\ 0.0001 & 0.0696 & 0.1377 & 0.3961 & 0.7317 & 1.0001 \\ 0.5747 & 1.0001 & 0.2555 & 0.8485 & 0.4209 & 0.0001 \\ 0.6517 & 1.0001 & 0.1979 & 0.2023 & 0.1320 & 0.0001 \\ 0.8533 & 1.0001 & 0.0001 & 0.2799 & 0.3992 & 0.3717 \\ 0.6218 & 0.1091 & 1.0001 & 0.0001 & 0.6574 & 0.5636 \\ 0.2630 & 0.0001 & 1.0001 & 0.2445 & 0.3279 & 0.3798 \\ 0.0589 & 0.7648 & 0.0001 & 1.0001 & 1.0001 & 1.0001 \\ 0.0001 & 0.2801 & 0.2401 & 0.6201 & 0.6401 & 1.0001 \\ 1.0001 & 0.3534 & 0.4045 & 0.0001 & 0.0908 & 0.1649 \end{bmatrix}$$

(3) 计算矩阵中第i年第j项指标的比重值。

$$P_{ij} = \frac{X'_{ij}}{\sum_{i=1}^n X_{ij}} \tag{5.3}$$

(4) 计算第j项指标的熵值。

$$e_j = -\frac{1}{\ln n} \sum_{i=1}^n p_{ij} \ln p_{ij} \quad , \quad 0 \leq e_j \leq 1 \tag{5.4}$$

(5) 差异性系数计算。

$$g_j = 1 - e_j \tag{5.5}$$

(6) 计算指标权重 W_j , 确定综合得分。

$$W_j = \frac{g_j}{\sum_{i=1}^m g_j} \tag{5.6}$$

表5.3 指标计算表

指标	P _{ij}						熵值 e _j	差异性系数 g _i
	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年		
W ₂₁	0.5881	0.4117	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.2736	0.7264
W ₃₁	0.0000	0.0451	0.1038	0.1944	0.2783	0.3784	0.5704	0.4296
W ₃₂	0.0000	0.0596	0.1268	0.1884	0.2655	0.3597	0.5894	0.4106
W ₄₁	0.0000	0.0298	0.0589	0.1696	0.3133	0.4283	0.5231	0.4769
W ₄₂	0.1854	0.3226	0.0824	0.2737	0.1358	0.0000	0.6074	0.3926
W ₄₃	0.2984	0.4579	0.0906	0.0926	0.0604	0.0000	0.5338	0.4662
W ₄₄	0.2938	0.3444	0.0000	0.0964	0.1374	0.1280	0.5991	0.4009
W ₄₅	0.2111	0.0346	0.3396	0.0000	0.2232	0.1914	0.5888	0.4112
W ₄₆	0.1187	0.0000	0.4514	0.1104	0.1480	0.1714	0.5798	0.4202
W ₄₇	0.0154	0.2000	0.0000	0.2615	0.2615	0.2615	0.5790	0.4210
W ₄₈	0.0000	0.1007	0.0863	0.2230	0.2302	0.3597	0.5971	0.4029
W ₄₉	0.4966	0.1755	0.2009	0.0000	0.0451	0.0819	0.5314	0.4686

表 5.4 各影响因素权重及综合得分结果

一级指标	二级指标	三级指标	熵权 W _j
可 持 续 增 长	路径依赖	第一大股东持股比例	W ₂₁ =0.1338
		GDP	W ₃₁ =0.0792
	外部影响	居民消费水平	W ₃₂ =0.0757
		总资产	W ₄₁ =0.0879
		主营业务收入	W ₄₂ =0.0723
	内部影响	净资产收益率	W ₄₃ =0.0859
		总资产收益率	W ₄₄ =0.0739
		主营业务收入增长率	W ₄₅ =0.0758
		净利润增长率	W ₄₆ =0.0774
		总资产周转率	W ₄₇ =0.0776
		流动比率	W ₄₈ =0.0742
		所得税	W ₄₉ =0.0863

通过计算，金地集团资本结构中各影响因素的熵权如表5.4所示。分析得出：第一大股东持股比例影响最大，其次是总资产规模，再者是外部环境。因此，企业在进行资本结构优化时要重点关注以上三个方面的因素。

5.2.3 最优资本结构区间

静态最优资本结构方程的计算，本文参考的是孟建波和罗林建立的最优资本结构方程：

$$\ln(E) = \frac{Z+I}{E} + \frac{E+I+Z}{V} \times \frac{100b}{1-b}$$

其中，

E是息税前利润；

I是利息，本文用财务费用代替；

Z是固定资产折旧；

V是总资产。

表 5.5 2014 年-2019 年金地集团财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
折旧 Z	2.12	2.51	2.98	3.73	4.52	5.32
财务费用 I	2.983	2.533	-1.361	-1.176	-6.534	1.011
税前利润 E	71.13	62.8	112.1	116.8	151.1	195.1
资产总额 V	1247	1393	1536	2079	2784	3348

资料来源：新浪财经

将表5.5中的数据代入最优静态资本结构方程中，得到金地集团静态最优资本结构，如表5.6所示。

表 5.6 实际资产负债率与最优资产负债率

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
实际资产负债率	67.5%	65.83%	65.43%	72.13%	76.12%	75.40%
静态最优资产负债率	68.65%	67.98%	67.98%	67.29%	70.60%	69.45%

资料来源：整理计算所得

根据上述模型，得到了金地集团静态最优资本结构下的资产负债率，但是静态最优资本结构模型忽略了对外部因素的考虑，得出的结论难以符合客观实际。所以，本文认为最优资本结构应该是一个区间范围，需要综合考虑动态优化和静态优化的结论。故本文在考虑了对金地集团资本结构影响最大的几个因素的基础上，参考风险控制五强房企的资本结构，下限设定为静态最优资本结构，上限设定为比静态最优资产负债率高出 5% 的数值，综上，本文得出的金地集团最优资本结构区间为[69.45%，74.45%]。

5.3 金地集团资本结构优化的具体建议

5.3.1 适当增加股权融资比例，合理降低资产负债率

保持合理的资本结构对企业可持续发展至关重要。2019年金地集团资产负债率已经超过75%，企业应及时作出调整，但是单纯通过减少债务融资规模来降低资产负债率并不科学。权衡理论认为，为了公司的价值最大化，企业必须平衡好负债的利益与成本，负债的利益在于其税盾效应，成本在于其困境成本，所以要把握好负债融资的“度”。通过前文的分析发现，金地集团很少进行股权融资，债权融资比例较大。所以，企业可以通过适当提高股权融资的比例，把负债融资控制在合理的范围内，使企业现存的负债既可以为企业带来抵税的好处，又不至于因为过高的成本而面对风险。以这种方式降低资产负债率才能实现较为理想的效果。

5.3.2 调整债务结构，释放企业流动性

金地集团的债务结构呈现出流动负债率高、长期负债率低的特点。可持续发展的目标要求企业不仅要控制好整体的债务规模，还要优化债务的内部结构。因此，金地集团应该适当降低流动负债的比例，增加长期负债比例，平衡债务内部结构，这一方面，使得企业的资金既具有灵活性，又具有稳定性，可以满足各项经营所需；另一方面，减轻企业现金流压力，错开还债期限，避免还债高峰期密集到来给企业带来的财务风险。除此之外，企业还应注意减少用流动负债投资长开发周期的项目，这种“短贷长投”式的运作方式对企业的盈利能力有极高的要求，就目前金地集团的盈利能力来看，这种方式容易造成企业现金流紧张，不利于企业的可持续发展，所以企业应该合理规划项目开支，坚持筹资组合最优的原则，通过调整资本结构，释放企业流动性。

5.3.3 开拓多元化融资渠道

企业的融资情况会直接影响其资本结构，不同的融资方式优缺点各不相同，企业需要综合考量，基于企业实际发展需要选择适宜的融资工具。金地集团目前主要依赖于债务融资，且债务融资的比例还有不断上升的现象。融资渠道狭窄，不但增大了风险发生的几率，还会影响其扩张性战略的布局。

所以，金地集团在融资渠道的选择上，可以以金融机构为主，但也要尝试一些新的

方式，比如，2019年公司采用的项目合作，就很好地为企业缓解了融资困境，下一步企业可以尝试与跟其他金融机构开展合作，取得资金支持。在未来几年里，金地集团需要努力探索和尝试新的融资渠道，顺应“双循环”发展格局。

5.3.4 增强长期偿债能力

提高资产的质量是增强长期偿债能力的关键。首先，存货积压会占据企业的资金，所以，可以通过去库存的方式增强偿债能力，金地集团可以改变库存管理方法，比如：ABC 存货管理法，分类别、分品种采取不同的管理方式，有效降低企业的库存管理成本。除此之外，企业也可以借助互联网，通过建立存货管理系统，对存货进行动态化、精细化的管理，合理控制企业的库存量。

其次，企业还要加强应收账款的管理，加快回款力度，减少坏账的产生。在日常经营活动中，企业为了扩大销售，常常会有一些赊销行为的产生，一旦款项无法追回，就形成了坏账损失。所以，金地集团可以提前对客户的信用状况进行调查摸底，并且在后期也要随时关注，从宏观和微观两个方面加强对应收账款的监管，提高收回速度，防止大规模坏账的产生。

5.3.5 提高内源融资比例

优序融资理论认为，企业内部留存的资本是融资过程中最不应该被忽视的。但是就目前金地集团的现状而言，内源融资严重不足，企业需要及时扭转这种局面。一方面，企业要提高盈利能力，因为盈利能力越强，可以留存在企业内部的资金就越多，内源资本就越充足，这在一定程度上可以减少对外源融资的依赖，降低融资成本的同时还增强了资金供给的稳定性。另一方面，企业要改变股利分配政策，建议选用剩余股利分配政策，在满足企业投资需要之后再对剩余盈利进行股利分配，这样可以保持最优资本结构，并且使得资本成本最低。除此之外，在股利分配的支付方式上，尽量少选择现金股利的支付方式，为了合理留存内部资金，可以选用其他方式代替现金的支出，比如负债股利、股票股利等都是较为可取的方式。因为金地集团目前处于高速发展的阶段，现金股利的方式不利于企业内部资金的积累。所以，适当调整企业的股利政策也是改善资本结构的一个有效方式。

5.4 实施金地集团资本结构优化的保障措施

5.4.1 外部保障

(1) 金融机构方面

企业的资本结构优化需要金融机构的保驾护航。金融机构以信贷的方式为企业提供资金支持，获得的资金就可以投身于企业的项目建设，为企业带来利润。通过前文的分析发现，金地集团的融资渠道较为传统，主要依赖于金融机构。所以，当金融机构提供贷款的方式更便捷、成本更低，企业的融资就会更加顺畅。

(2) 社会环境方面

宏观环境对企业资本结构的影响是重大的，尤其是正处于深度调整期的房地产行业。不少房企受到“三道红线”的影响，面临严重的危机。所以，宏观环境虽然对房地产企业债务融资有抑制作用，但是对其资本结构优化也有促进作用。金地集团应该在国家政策的指引下，多元化融资，提高资产流动性，优化资本结构，改善企业财务状况。

5.4.2 内部保障

(1) 建立完善的内部控制制度

企业的资本结构优化必须有相应的制度进行保障，最先应该建立的就是内部控制制度。首先，金地集团应该优化其内部环境，做好风险的防范；其次，加强监督，建立风险评估机制等，及时发现漏洞，及时解决，尤其是对于薄弱方面要重点监督；再者，还要做好内外部各项信息的沟通交流，由于信息在传输的过程中，难免会受到时间空间的限制，所以，及时沟通交流，或者建立共享平台，弥补传输上的缺陷，从整体上为企业资本结构优化营造良好环境。

(2) 优化企业内部结构

提高管理者的决策水平，确保各项措施有利于企业发展，能够切实提高企业的经营效益。与此同时，还要提高部门间的协作能力，优化人员配置，各部门既要各司其职，又要有效衔接。借助大数据建立监察系统，一是规范人员、部门间的行为，减少人为因素给企业带来的风险，二是可以对企业运营状况进行监察，及时发现漏洞。最后，内部结构的完善离不开制度的保障，企业要建立或者优化相应的公司制度。

6 结论与展望

6.1 研究结论

外部投资者会根据企业的各项信息判断企业的运营状况。比如，资本结构就可以反映出企业的负债规模，经营状况，财务风险的大小。所以，保持合理的资本结构对企业的重要性显而易见。房地产行业近几年进入深度调整期，优化资本结构主动适应外界的变化势在必行。本文以财务压力逐渐凸显的金地集团为研究对象，研究其资本结构存在的问题，并在财务权变理论的指导下以及其他专家学者的研究成果上，为金地集团设计了资本结构优化方案。本文主要得出以下结论：

第一、金地集团目前的资本结构存在不合理之处。通过纵向分析和横向对比相结合方式发现，金地集团的资本结构存在：负债占总资产的比例较高、非流动负债占比较少、融资方式单一、长期偿债能力较弱以及内源资本不足的问题。

第二、影响金地集团资本结构的因素较多。通过财务权变理论发现，路径依赖对金地集团的资本结构有持续性的影响；目前外部环境因素对金地集团的债务资本起到抑制作用；内部自身因素中总资产规模、获取利润的能力都会对金地集团的资本结构产生影响。所以，企业需要动态地关注这些影响因素。

第三、金地集团的最优资本结构是“段”而非“点”。运用熵权法模型计算各影响因素的权重，结合静态最优资本结构方程得出的静态资产负债率，确定金地集团最优资本结构区间为[69.45%，74.45%]。并为金地集团实现最优资本结构提出以下建议：增加股权融资比例、调整债务结构、提高内源融资比例。

6.2 研究展望

房地产行业是我国的基础行业之一，也是国家重点关注的领域。但目前我国房地产行业呈现出高负债经营的特点，所以，对房地产行业资本结构的关注需要持续进行。而且金地集团资本结构的影响因素也处在不断变化中，处于最优资本结构区间并非易事，资本结构的优化是需要动态持续的。除此之外，影响房地产行业资本结构的因素众多，需要根据实际情况进行研究，本文选取的指标不一定具有普适性，在对单个房地产企业研究时还需要有针对性。

最后，资本结构是财务学理论的重难点，涉及很多知识点，而且资本结构的理论也在不断完善，本人由于知识储备有限、实务经验不足，对金地集团资本结构的研究以及财务权变理论的运用难免有疏漏之处，本人会在今后的工作和学习中继续研究，持续关注资本结构方面的知识。

参考文献

- [1] Allen M T. Capital structure determinants in real estate limited partnerships[J]. *Financial Review*, 2014, 30(3): 399-426.
- [2] Allen M T. Capital Review, Structure determinants in real estate limited partnerships[J]. *Financial* 1995,30(3):399-426.
- [3] Bond S, Scott P. The capital structure decision for listed real estate companies[J]. *Available at Asset*, 2016, 68(01): 103-114.
- [4] Cook D O, Tang T. Macroeconomic conditions and capital structure adjustment speed[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2016, 16(1): 73-87.
- [5] FOSS N J. *Resources, firms, and strategies: a reader in the resource-based perspective*[M]. New York: Oxford University Press. 1997.
- [6] Harlan A. The dynamics of capital structure: Evidence from Swedish micro and small firms[J]. *Research in Banking and Finance*, 2013, 2(1): 199-241.
- [7] Jeffery A, Harris R S. Corporate behavior in adjusting to capital structure and dividend targets: An econometric study[J]. *The Journal of Finance*, 2016, 39(1): 127-145.
- [8] Kennedy R A, Levy A. Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints[J]. *Journal of Financial Economics*, 2014, 68(1): 75-109.
- [9] Martin G, Christ F. What determines the capital structure of real estate companies?: An analysis of the Europe Index[J]. *Journal of Property Investment Finance*, 2015, 27(4): 318-372.
- [10] Modigliani F, and Miller, M.H the Cost of Capital, *Corporation Finance and the Theory of Investment*[J]. *The American Economic Review*, 1958, (48): 261-297.
- [11] Morri G, Cristanziani F. What determines the capital structure of real estate companies?: An analysis of the EPRA/NAREIT Europe Index[J]. *Journal of Property Investment & Finance*, 2009, 27(4): 318-372.
- [12] Michal.C.Jense, William.H.Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, (3): 305-360.
- [13] Myers, S.C, Majilf, N.S. *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have*

- Information Investors Do Not Have[J].Journal of Financial Economics,1984,13(2):187-221.
- [14] Reginald S, Elton A, Fitch S. Investigating the capital structure of UK real estate companies[J]. Journal of Property Research, 2015, 25(1): 61-87.
- [15] Ross, S.A. The Determination of financial Structure: The Incentive-Signaling Approach[J].Bell Journal of Economics,1984,13(2):187-221.
- [16] TEECE D J, PISANO G, SHUEN A. Dynamic Capabilities and Strategic Management: Organizing for Innovation and Growth[J]. Strategic Management, 1997,18(7):509-533.
- [17] Tongkong S. Key factors influencing capital structure decision and its speed of adjustment of Thai listed real estate companies[J]. Procedia-Social and Behavioral Sciences, 2012, (40): 716-720.
- [18] Westgaard S, Eidet A, Frydenberg S, et al. Investigating the capital structure of UK real estate Companies [J]. Journal of Property Research, 2008, 25(1): 61-87.
- [19] 才静涵、刘红忠. 市场择时理论与中国市场的资本结构[J]. 经济科学, 2006, (04) :59-69.
- [20] 蔡方. 论资本结构优化目标与资本结构优化[J]. 企业经济, 2010, (9) :19-20.
- [21] 陈耿、周军. 企业债务融资结构研究——一个基于代理成本的理论分析[J]. 财经研究, 2004, (02) :58-65.
- [22] 董晓炜、孙晓华. 基于宏观经济要素的资本结构动态优化模型[J]. 统计与决策, 2008, (01) :51-52.
- [23] 樊红艳. 从另一个视角证明资本结构MM理论——基于期权定价模型的研究[J]. 会计之友, 2010, (09) :56-58.
- [24] 黄良芳. 基于财务权变理论的华帝股份资本结构问题研究[D]. 华东交通大学, 2019.
- [25] 李爱华. 基于财务权变理论的企业资本结构优化[J]. 财会通讯, 2014, (25) :32-34.
- [26] 李玥、郭泽光、李成友、徐伟. 财务柔性对资本结构及其动态调整的影响分析——基于我国 A 股上市公司经验数据[J]. 审计与经济研究, 2019, (01) :66-74.
- [27] 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, (01) 23-38.
- [28] 刘凤环. 国家审计对国企资本结构动态调整的影响分析[J]. 会计之友, 2021, (01) 113-119.
- [29] 刘熙雯. 基于财务权变理论的资本结构调整问题研究——以永泰能源为例[D]. 中国石

油大学, 2018.

[30] 卢均丽. 动态优化理论在企业筹资战略中的应用研究[J]. 财会通讯, 2013, (12):9-11.

[31] 孟建波, 罗林. 企业最佳资本结构的定量研究[J]. 广东金融, 1998, (01):4-5.

[32] 上官旭明. 影响我国中小企业资本结构的因素研究——基于生命周期理论的分析[J]. 上海经济研究, 2016, (03):96-103.

[33] 孙慧. 基于财务权变理论的上市公司资本结构优化路径研究[J]. 中国商论, 2015, (22):163-165.

[34] 谈多娇、姜晓天、徐昭怡. 资本结构、股利政策和财务灵活度[J]. 财会月刊, 2017, (31):10-14.

[35] 汤谷良, 赵玉涛. 保险公司资本结构的动态调整机制研究[J]. 河北经贸大学学报, 2015, (36):54-61.

[36] 唐丹彤. 经济政策不确定性与企业资本结构[J]. 财会月刊, 2021, (06):51-58.

[37] 王丽珍, 孙悦. 资本结构和公司绩效的互动效应与门限效应——基于财产保险业的实证分析[J]. 当代经济科学, 2021, (43):67-78.

[38] 童勇. 资本结构的动态调整和影响因素[J]. 财经研究, 2004, (8):96-104.

[39] 王先柱, 屠纪清, 胡根华. “船大好挡浪, 浪大造大船”——基于货币政策影响房地产企业资本结构的视角[J]. 经济科学, 2020, (02):34-47.

[40] 王欣. 基于财务权变理论的资本结构调整问题研究——对J集团的案例分析[J]. 会计研究, 2012, (10):34-36.

[41] 王珍义, 陈曦, 万瑞文. 零杠杆策略、财务弹性与技术创新——基于上市公司的经验证据[J]. 统计与决策, 2021, (05):161-164.

[42] 吴侃、冉渝. 信贷供给、资本结构动态调整与企业投资[J]. 财会通讯, 2020, (21):99-103.

[43] 吴晓求、应展宇. 激励机制与资本结构:理论与中国实证[J]. 管理世界, 2003, (06):5-14+155。

[44] 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, 2014, (2):36-41.

[45] 徐晓芳、周茜、陆正飞. 过度负债企业去杠杆:程度、持续性及政策效应——来自中国上市公司的证据[J]. 经济研究, 2020, (08):89-104.

- [46]原毅军、孙晓华. 宏观经济要素与企业资本结构的动态优化[J]. 经济与管理研究, 2006, (05):39-42.
- [47]于蔚, 金祥荣. 宏观冲击、融资约束与公司资本结构动态调整[J]. 世界经济, 2013, (3):24-47.
- [48]于蔚, 钱彦敏. 转型经济中宏观冲击与公司融资决策——基于资本结构动态调整框架的实证研究[J]. 证券市场导报, 2013, (10):24-30.
- [49]张博、庄汶资、袁红柳. 新会计准则实施与资本结构优化调整[J]. 会计研究, 2018, (11):21-27.
- [50]张春景、马文超. 基于企业经营预期下的资本结构调整——来自我国制造业上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2014, (08):67-74+97.
- [51]张广婷, 洪佳萍, 金晨. 货币政策对中国民营企业的影响——基于资本结构动态调整的视角[J]. 复旦学报, 2020, (03):169-177.
- [52]张红, 杨飞, 张志峰. 我国房地产上市公司资本结构变化特征研究——基于最优资本结构的视角[J]. 审计与经济研究, 2014, (1):77-85.

后 记

回忆起当初刚入校园时的自己还是一个懵懂少年，而现在的我在经过了这几年研究学习后，对于知识有了敬畏，对学术更为严谨，对伙伴甚是珍惜。我想对曾经给予我帮助的人表达真挚的感谢。

首先，感谢领我进入学术海洋的老师，在研究生的学习生涯中，导师对我的帮助十分重要。在我懵懂的时候，老师会及时指导我努力的方向让我对目标有了清晰的认识；在我对学术研究感到困惑时，老师会凭借着自己对学术的钻研对我的研究方法提出改进意见；在我生活远离家人时，老师会组织课外活动丰富我的学习生活。在此，我想对我的导师再次表示诚挚的感谢。

其次，我想对本次参与我论文评审的各位老师以及给我指出不足的师兄师姐表示感谢，在开始进行研究之前，由于自己知识储备不足，导致在写作过程中遇到很多困难，出现了一些错误，是他们的耐心教导，才使得我顺利完成论文的撰写。今后，我也会以专业的态度，践行学术追求。祝愿所有的老师万事胜意，身体健康。祝愿师兄师姐以梦为马，不负韶华，流年笑掷，未来可期。

最后，我想感谢我的父母、爷爷，是他们的爱和奉献让我快乐成长，真心地祝愿我的家人平安喜乐，健康顺遂。

道阻且长，行且将至，我将带着这些爱与收获继续前行！