

Nanjing University of Aeronautics and Astronautics
The Graduate School
College of Economics and Management

**Study on the dynamic adjustment of capital
structure for a real estate listed company
with a diversified management perspective**

A Thesis in

Accounting

by

Qilei

Advised by

Prof. Maheng

Submitted in Partial Fulfillment

of the Requirements

for the Degree of

Master of Management

March, 2013

承诺书

本人声明所呈交的硕士学位论文是本人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。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，也不包含为获得南京航空航天大学或其他教育机构的学位或证书而使用过的材料。

本人授权南京航空航天大学可以将学位论文的全部或部分內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、汇编学位论文。

（保密的学位论文在解密后适用本承诺书）

作者签名：

日 期：

摘要

多元化经营作为一种战略选择，一直是企业扩大生产规模、分散经营风险、避免过度竞争的有效途径。由于现阶段我国对房地产行业实施了严格的调控政策，导致房地产市场的竞争日趋激烈。一些房地产企业面对产业环境的变化，开始了多元化经营的尝试。事实上，当企业进入一个全新的行业时，必然需要进行相应的资产投资，这就需要进行相关的融资决策，而融资方式的变化必然又会影响到企业资本结构的调整。伴随着目前房地产行业深度调整的态势，我国房地产上市公司多元化经营的现象将越来越普遍，那么我国房地产上市公司多元化经营的整体状况如何，其对房地产上市公司资本结构的调整又有何具体影响？国内学者在此方面的实证分析还较少。如何把抽象的多元化经营和资本结构调整用定量的方法描述出来，从经营战略的视角来诠释企业资本结构是本文研究的初衷。

本文首先介绍了多元化经营和资本结构的基本理论，以及房地产企业进行多元化经营的动机；然后，建立了考虑多元化经营程度的资本结构动态调整模型，并对模型中变量进行了定义；随后以沪、深两市房地产上市公司为研究样本，以 2006~2011 年数据为窗口，考察房地产上市公司多元化经营战略对资本结构动态调整的影响；最后，找出优化房地产上市公司资本结构的方式方法，为上市公司管理层提供建议。

关键词：多元化经营，房地产上市公司，资本结构，动态调整，最优资本结构

ABSTRACT

As a strategic choice, Diversification has been an effective way to expand production scale, diversify operating risks and avoid excessive competition. Since the implementation of strict control policies at this stage of the real estate industry, it will lead to increasingly fierce competition in the real estate market. To face the changes of the environment of the industry, some real estate companies try to start a diversified business. In fact, when the enterprise goes into a new field, corresponding assets investment is inevitable. It requests the enterprise pays attention to corresponding financing decision which will affect the adjustment of enterprise's capital structure. Along with the current trends of the depth adjustment about the real estate industry, The real estate listed companies diversified phenomenon will become more and more common in China, So how about the overall state of the real estate listed companies in China's diversified business? What are the specific impact of the adjustments to the capital structure of listed real estate companies? And there's little empirical analysis of domestic scholars in this regard. How to describe Adjust abstract diversification strategy and capital structure with a quantitative method, The original intention of this study is to explain the capital structure of the enterprise from a strategic perspective.

First, This paper introduces the basic theory of diversification and capital structure, as well as diversified business motivation of real estate enterprises ;establish the capital structure dynamic adjustment model which will consider the degree of diversification , and define the model variables ;The study sample is then listed real estate companies in Shanghai and Shenzhen stock, With 2006~2011 year data for the window, Study listed real estate company diversified business strategy on capital structure; And to find ways and means to optimize the capital structure of listed real estate companies, and provide recommendations for the management of listed companies.

Keywords: Diversified operations, Listed real estate companies, Capital Structure, Dynamic adjustment, Optimal Capital Structure

目 录

第一章绪论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义和目的	2
1.2 国内外研究现状	3
1.2.1 国外研究现状	3
1.2.2 国内研究现状	6
1.2.3 对国内外研究现状的简要评价.....	8
1.3 研究内容与研究方法	9
1.3.1 研究框架	9
1.3.2 研究内容	11
1.3.3 研究方法	11
1.4 论文的创新点	12
第二章房地产企业多元化经营与资本结构关系的基础理论	13
2.1 多元化经营基本理论	13
2.1.1 多元化经营概念	13
2.1.2 多元化经营分类	14
2.1.3 多元化经营测量	16
2.2 房地产企业多元化经营动机	18
2.2.1 房地产上市公司的界定.....	18
2.2.2 我国房地产企业的经营特点.....	19
2.2.3 房地产上市公司多元化经营现状.....	20
2.2.4 我国房地产企业多元化经营动机.....	20
2.3 资本结构基本理论	21
2.3.1 早期的资本结构理论	21
2.3.2 MM 理论	22
2.3.3 权衡理论	23
2.3.4 代理成本理论	23
2.3.5 房地产上市公司资本结构现状.....	23
2.4 多元化经营与资本结构关系	24
第三章多元化经营下房地产上市公司的资本结构动态调整模型设计.....	25
3.1 设计思路	25
3.2 研究假设	26

多元化经营视角下房地产上市公司资本结构动态调整研究

3.3 变量的选择	27
3.3.1 因变量	27
3.3.2 自变量	27
3.3.3 影响资本结构动态调整的其他变量.....	28
3.4 模型构建	29
第四章多元化因素下我国房地产上市公司资本结构动态调整模型实证检验.....	31
4.1 数据的来源	31
4.2 样本的选择	31
4.3 资本结构动态调整模型求解与检验.....	33
4.3.1 主要求解过程	33
4.3.2 各变量的描述性统计结果.....	33
4.3.3 实证检验结果和分析	34
第五章多元化经营条件下我国房地产上市公司资本结构优化建议.....	39
5.1 公司方面	39
5.1.1 合理选择融资方式	39
5.1.2 强化多元化经营下公司治理机制.....	40
5.1.3 确定合理的资本结构调整方式.....	40
5.1.4 构建房地产企业融资模式.....	41
5.2 外部融资环境方面	41
5.2.1 建立完善的公司债券市场，使公司融资有更灵活的选择方式.....	41
5.2.2 完善相关法律制度	42
5.2.3 充分披露多元化经营信息.....	42
第六章总结与展望	44
6.1 研究局限	44
6.2 研究展望	44
参考文献	46
致谢	49
在学期间的研究成果及发表的学术论文	50
附录	51

图表清单

图清单:

图 1.1 研究框架	10
图 2.1 安索夫多元化分类.....	15
图 2.2 康荣平、柯银斌多元化分类.....	16
图 4.1 确定样本流程图.....	32

表清单:

表 2.1 赖利多元化分类.....	15
表 2.2 鲁迈特多元化分类.....	15
表 2.3 房地产企业内部资源评估表.....	21
表 3.1 变量明细表.....	29
表 4.1 样本房地产上市公司	32
表 4.2 变量描述性统计结果.....	34
表 4.3 解释变量间相关系数矩阵.....	34
表 4.4 Hausma 检验结果	35
表 4.5 资本结构偏离时序均值程度模型的回归分析.....	36
表 4.6 资本结构动态调整模型的回归结果.....	37

注释表

DIV	多元化经营哑变量	ε_{it}	随机扰动项
$PPRS$	专有化率	$D^*_{i, t}$	最优资本结构
HHI	赫芬达尔指数	$V_{i, t}$	资本结构调整速度
DEI	多元化熵指数	BSC	资本结构偏离程度
DT	总体多元化程度	$SIZE$	公司规模
$D_{i, t}$	i 企业在 t 时期的资本结构	$MORT$	资产抵押性
m/n	企业经营所跨的行业/业	PRO	盈利能力
p_i/q_j	销售额各行业/业务分布	PR	房地产价格增长率
$X_{j, i, t}$	解释变量	INF	通货膨胀
α_i	单个企业的特殊效应	$RATE$	银行贷款利率

第一章 绪论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

房地产行业对我国经济发展有着十分明显的拉动作用，已经成为我国经济的支柱产业之一，但是房地产是受国家宏观政策调控影响非常大的行业，经营波动相对较大。近年来，我国房价持续过快上涨，房价虚高，产生投资、投机泡沫。房地产行业过于红火，导致资金过于集中于一个行业，这不利于国民经济的均衡发展。为了房地产市场的健康稳定，国家在 2009 至 2011 年果断推出调控政策，出台了如“国四条”、“国十一条”、“提高存款准备金率”等措施，限制投资投机购房需求，支持自住刚需，调控住房的消费结构，加大住房保障力度。通过这些政策手段，房地产市场有望实现“软着陆”，保证房地产行业健康稳定的发展，阻止其成为各路资金规避风险的投资投机工具。

房地产企业受宏观经济和政府调控政策影响大，投资回收期长，近期由于楼市调控政策频出，导致房地产市场出现大起大落的格局。面对产业环境的变化和日益激烈的市场竞争，各大房地产开发商必须随之做出果断而又快速的策略调整。复杂的形势下，只有先知先觉者才能够赢得先机。多元化经营是企业发展到一定规模的一种自然选择，世界 500 强企业中 90% 以上都实行多元化经营。多元化经营有静态和动态两种含义，前者指一种企业经营业务分布于多个产业的状态，强调的是一种经营方式；后者指一种进入新的产业的行为，即成长行为。房地产企业通过多元化经营，可以在一定程度上稀释宏观调控风险，有利于抓住行业外的发展机遇，进一步挖掘企业内部资源潜力，实现自身的发展壮大，提升企业品牌。多元化经营战略所带来的范围经济效应同规模经济效应一样，能显著降低企业的运营成本，增加抗风险能力。当下多元化经营已成为许多房地产企业必须面对和思索的课题。

企业的经营战略应随着企业自身以及环境的变化而变化，而企业的资本结构优化应与企业的经营战略相适应，即资本结构决策是企业依据内外部环境因素做出的综合选择。事实上，一个企业的资本结构事关企业全局和长远的发展，因而企业的经营战略对公司资本结构有着显著影响，企业应根据不同经营战略来调整相应的资本结构。多元化经营作为企业经营战略的重要组成部分，与资本结构必然存在紧密联系。企业在多元化经营过程中，资本结构不可避免的会偏离最优水平，伴随着多元化经营的发展，企业会调整资本结构，使其尽量达到最优状态。对房地产类上市公司来说，根据多元化经营战略的发展，不断优

化调整本公司的资本结构，能够降低企业风险，解决融资难的问题，并最终提高企业价值。

1.1.2 研究意义和目的

本文在多元化经营与资本结构动态调整理论和实务方面都具有一定意义。从理论方面看，虽然多元化经营在国内外企业研究和实践中很受重视，但学者们大都仅仅围绕着企业选择多元化经营的动因，以及多元化经营对公司绩效影响这两方面进行详细地探讨。目前多元化经营在企业实践中存在许多误区，在理论上尚有较多有待进一步澄清的问题。本文在吸收借鉴以往文献的基础上，将研究背景锁定在中国房地产调控这一大环境下，将研究对象确定为在我国现代社会经济活动中有着举足轻重地位的房地产上市公司，对这一行业群体实施多元化经营特有的动机进行深入探讨，分析实施多元化经营是否与房地产行业所处的内外部环境密切相关，并以此为契机考量中国房地产上市公司多元化经营对资本结构动态调整的影响。从现实意义看，本文选择了我国房地产上市公司为研究对象，由于房地产公司需求资金量大，资本结构变动明显，并且房地产行业与我国国民经济的发展密切相关，因此研究具有了以下现实工作意义：第一，发现多元化经营与资本结构间的关系，有助于房地产上市公司的高层管理者建立最优资本结构意识，适时对企业的资本结构进行调整，尽可能接近最优资本结构，促进多元化经营健康发展。企业的最优资本结构是指能使企业资本成本最低且企业价值最大并能最大限度地调动利益相关者积极性的资本结构，对企业的经营和发展意义深远。第二，有利于房地产上市公司建立资本结构的动态优化机制。公司必须随着经营环境等各种因素的变化适时调整最优资本结构，逐步建立资本结构的动态优化机制，以实现企业价值最大化这一根本目标。第三，有助于投资者提高对房地产上市公司实施多元化经营战略是否合理的判断能力，加深对上市公司多元化经营现状的了解。投资者对房地产企业多元化经营战略全面深入的认识，将有助于投资者做出正确的投资决策，确保获得稳定安全的投资收益。

本文在系统分析和借鉴国内外研究成果的基础上，从多元化经营、资本结构动态调整的角度出发，以我国房地产上市公司为样本，深入分析多元化经营程度与资本结构动态调整的关系。本文想要达到以下几个目的：

- (1) 对比多元化经营哑变量、经营单元数、专有化率、赫芬达尔指数和多元化熵指数、总体多元化指数，选择合适的多元化代理变量，对房地产上市企业多元化经营进行合理度量；
- (2) 揭示多元化经营的实施对房地产上市公司资本结构动态调整的影响有哪些，有何理论依据；
- (3) 建立模型，定量反映房地产上市公司多元化经营程度与资本结构之间的动态关系，

分析我国房地产上市公司多元化经营对资本结构动态调整的影响。

1.2 国内外研究现状

1.2.1 国外研究现状

国外学者较早开始了对多元化经营及其与公司资本结构关系的研究。他们在研究中开创了很多研究方法，为国内学者的实证研究提供了宝贵的经验，很多实证研究结论到现在仍然具有现实意义。在本课题的写作过程中，作者查阅了大量关于多元化经营与资本结构的文献，发现几十年来国外学者们对这一课题进行了大量实证研究，但并没有得出一个统一的结论。多元化经营对资本结构的影响可以从内部资本市场效应、代理成本效应、交易成本理论等多个角度进行分析。而国外学者关于资本结构动态调整的研究起步较晚，是伴随 20 世纪末期面板模型的发展而产生的，资本结构动态理论也同时应运而生。

1.2.1.1 内部资本市场效应

内部资本市场是研究企业内部资本配置过程的理论，最早提出内部资本市场概念的是 Alchian（1969）和 Williamson（1975）。内部资本市场理论认为多元化经营能够削弱企业收益的波动性，带来稳定而持久的现金流，从而为企业内部难以从外部资本市场上融资的业务部门提供资金，从而形成企业的内部资本市场。Alchian（1969）^[1]认为公司在管理时，提出内部资本市场的核心是为了规避投资信息的披露，以及困扰外部资本市场的激励问题，换言之，在内部资本市场的运作中，企业总部在信息以及激励方面可以做得更好。Williamson（1975）^[2]认为，企业通过兼并形成内部资本市场，可以降低企业与外部资本市场之间由于严重的信息不对称造成的高昂的置换成本。随后，Myers and Majluf（1984）^[3]探讨了企业的多行业兼并的目的是为了减少其与外部资本市场的摩擦。如果企业与外部资本市场的信息不对称问题达到一定程度，企业就有动机通过兼并来建立内部资本市场。Stein（1997）^[4]指出，有时候企业能够寻找到一些利润较高的投资项目，但是由于存在较高的代理成本以及信息不对称的问题，从而无法从企业外部融资，这时企业往往会利用内部资本市场来筹集所需资金。这种现象从另一方面说明了多元化企业想要拥有运作高效的内部资本市场，往往需要较低的负债率，以及充裕的自有资金。Giachinta Cestone and Chiara Fumagalli（2005）^[5]认为，多元化企业下属的各个部门所需要的运营资金通常取决于企业总部的资金配置方案，公司管理层所掌握的企业内部资源的数量多少决定着企业外部的投资者与企业内部管理者之间的委托代理关系，公司管理者能够通过改变企业内部资源的分配方式来影响下属各个子部门的研发、生产、销售等策略。综上所述，可以发现国外学者普遍认为内部资本市场是一种在多元化、集团化企业内部形成的资金流动和资本配置的形式。但是，国外学者对内部资本市场的研究范围、研究内容、研究重点却差异较大，并没

有形成一个核心的研究体系。

1.2.1.2 代理成本效应

在代理关系中，无论是委托人还是代理人，他们的目标都是为了实现各自效用的最大化。如果二者的效用函数不一样，那就很难保证代理人的所有行为都是从委托人的最优利益出发，代理问题因而产生。为约束代理人的自利行为，委托人便设计出监督、约束、激励和惩罚的措施，施行这些措施的成本称为代理成本。大量研究表明企业采用多元化经营方式往往会导致企业投资人和管理层之间产生代理冲突。由于经营管理者并没有企业的全部剩余价值索取权，他们就产生了为自身谋求最大利益的动机，企业管理者在做出增加他们自身利益的决策时，往往会有意无意的减少公司价值，侵害投资人的利益。例如某个管理者持有较多的企业股份，当该企业经营的业务面临较高的风险时，该管理者可能会倾向于通过多元化经营来降低他所持股份的风险。Muller（1969）^[6]最早将委托代理问题的基本思想引入到多元化经营的研究领域。他认为经理人为了自身利益会偏离企业的最优投资量，产生过度投资的问题，在这种情况下企业追求的是增长最大化，而非利润最大化或企业价值最大化。Sheilfer and Vishny（1989）^[7]分析经理人很有可能通过企业多元化来达到自我防御的效果，增强企业对其管理技能的需求，从而获取私人利益。他们指出，在此过程中，一般会出现过度投资问题。Comment and Jarrell（1995）^[8]指出，专业化程度的增加与股东价值的显著增加是相关联的，他们还利用 1978—1989 年间 NYSE 和 AMEX 的上市公司在经营方向上的集中化趋势做了实证研究，得出经营方向的集中会有效提高公司股票收益率的结论。Fiaschi（2009）^[9]构建的代理成本模型，假定现金流是无法确定的，并使用 1996—2005 年间英国 188 家非金融企业为样本进行了实证检验，研究结果表明，负债能力对经理人自主权的限制力取决于对现金流的准确评估，而那些不能对未来现金流做出准确预期的企业，其资本结构中负债的比例较低。

1.2.1.3 交易成本理论

交易成本理论认为，企业多元化的动因在于公司存在未加以利用的资源，闲置资源的特性决定了多元化经营类型的选择。如果公司暂时闲置的资源是专用资产，则公司有可能实施相关多元化经营；如果剩余资源是非专用的，则公司可能实施非相关多元化经营。Williamson（1988）^[10]认为权益资本和债务资本是两种可以相互替代使用的治理机制，两者监督和评价公司管理行为的能力各有不同。在公司资产专用性程度低的情况下，债权人承担的风险较低，其所要求的投资报酬低于权益投资者要求的报酬，多利用负债融资可以降低资本成本；对于专用性资产程度高的公司，债权人要求的投资报酬高于权益投资者要求的报酬，多利用权益资本可以降低资本总成本。Eduardo Jose Menendez Alonso（2000）^[11]的研究认为，由于企业拥有剩余资产的专用性程度决定着融资方式的差异，所以从交易

成本角度看, 实行相关多元化的企业多倾向于权益融资, 而实行非相关多元化的企业则倾向于债务融资。

1.2.1.4 资本结构动态调整研究现状

Fischer、Heinkel and Zechner (1989)^[12]舍弃了通过瞬间时点资本结构变化来研究短期资本结构变动的方法, 而采用建立动态模型的方法去研究公司的资本结构由哪些因素所决定, 他们还将公司特性的差异作为影响因素引入到研究资本结构变化的模型当中。与传统的资本结构理论不同, 他们认为即使公司在调整资本结构时只存在极小的调整成本, 也可能导致公司实际资本结构偏离最优资本结构。Leland (1994)^[13]将借款分为有担保借款及无担保借款两种模式, 并推导出一个封闭解的动态资本结构模型。Leland 和 Toft (1996)^[14]又更进一步改进了 1994 年 Leland 的研究框架, 将负债分为短期负债及长期负债, 研究发现, 高成长性、高风险的公司比较适合进行短期负债融资, 因为短期负债可以降低资产替代的代理成本。Banerjee, Heshmati and Wihlborg (2000)^[15]构建了一个考虑资本结构动态调整的计量模型, 并分别使用账面价值和市场价值这两套指标来衡量杠杆率。该模型既考虑了企业最优资本结构由哪些因素所决定, 又将资本结构调整速度内生化的, 从而考察了资本结构调整速度的影响因素, 选取了波动性、成长机会、有形资产比例、公司规模、盈利性、非负债税盾、资产专用性七个变量, 并加入时间和行业作为虚拟变量, 运用英美两国上市公司的数据进行回归。研究发现上市公司的资本结构通常都会偏离理论最优水平。此后, Goldstein 和 Leland (2001)^[16]推导出以 EBIT 为出发点的动态资本结构模型, 并对资本结构调整设上下限值, 发现设有上下限值的资本结构与未设限值的最优资本结构相比较, 其所得税利益较大, 风险较低。Leary and Roberts (2005)^[17]建立了一个动态多期模型来检验调整成本是否会对公司财务政策的选择具有显著影响。他们认为公司会积极采取各种措施, 将其资本结构控制在一个合理的范围内。但由于市场存在择机效应, 公司在面对股票上市或者股价变化时通常会调整其资本结构, 在调整时公司不得不考虑调整成本的存在, 这会阻碍资本结构调整的立即进行, 从而对资本结构调整产生一个持续摆动的作用。Kayhan and Titman (2007)^[18]发现公司经营过程中产生的现金流、开发新项目投入的资金支出以及公司股票价格的变动, 都会对公司资本结构的变动产生实质性的影响, 但其效应并不会存在很长的时间, 也就是说公司的资本结构虽然会受到过往经营历史的影响, 但从长期来看公司资本结构仍有向目标资本结构靠近的趋势。Lemmon, Roberts and Zender (2008)^[19]认为不同公司的资本结构杠杆率通常保持在一个较小的波动范围内, 具有较高的延续性。这几位学者考察研究了大量公司的资本结构在时间序列上的变化以及在截面分布上的差异, 并在回归模型中引入了公司的基期资本结构杠杆比率, 检验了这些公司现有的影响变量以及基期资本结构杠杆率对公司资本结构在时间序列上的变化以及截面分布上

的差异的影响程度。Faulkender et al, (2010)^[20]认为负债水平是影响公司资本结构调整的重要因素,公司在过度负债与负债不足这两种情况下,趋向目标资本结构的调整速度存在显著差异,因此,在对资本结构进行实证研究时,必须考虑到这种非对称性。

1.2.2 国内研究现状

关于多元化经营与资本结构之间关系的研究对我国上市公司的发展有着非常重要的作用,是近年来国内学者在公司战略管理、产业经济学和公司财务管理领域的一个研究热点。伴随着上市公司信息披露机制的不断完善,国内学者能够更加全面地研究企业多元化经营与资本结构的关系,促进我国上市公司健康、长久的发展。

1.2.2.1 国内关于多元化经营与资本结构之间关系的研究

顾乃康、宁宇(2004)^[21]在交易成本理论、代理成本理论的基础上,深入探讨了公司多元化经营战略与资本结构之间的内在关系。采用了熵值指数来度量公司的多元化程度。经分层和回归检验后发现,公司经营多元化程度与负债水平有着显著正相关关系。邵军、邵兵(2005)^[22]从多元化经营战略的视角,使用基于面板数据的模型,利用2001—2003年我国上市公司的数据,对上市公司多元化经营及其对资本结构的影响进行了实证研究。发现在多元化经营公司中,债务资本比率与企业增长机会和盈利性呈负相关关系;债务资本比率与企业规模和资产的周转率呈正相关关系。控制以上变量后,发现行业多元化与债务资本比率呈正相关关系。而且多元化公司的多元化程度与债务资本比率之间呈现显著的倒“U型”的非线性关系。邵军、刘志远(2005)^[23]以“融资跟随战略”的视角,从行业多元化和跨国多元化两个方面,对有关多元化经营对资本结构影响的文献进行了回顾性评述。认为行业多元化可以创造更大的负债容量,行业多元化与财务杠杆正相关,而跨国多元化与财务杠杆负相关。姜付秀(2006)^[24]从主观动机和客观条件两个方面,对我国上市公司的多元化决定因素进行了实证检验。研究结果表明,我国上市公司是否多元化经营以及多元化经营的程度受多种因素影响。从检验结果上看,多元化经营战略与企业的权益资本成本呈现显著的正相关关系,权益资本成本随着多元化程度的加深而提高,但是多元化经营与公司的总资本成本呈现显著的负相关关系,总资本成本随多元化程度的加深而降低,因此,多元化经营降低了企业的债务资本成本,企业将更多地选择债务融资。李强、黄国良(2007)^[25]从内部资本市场效应、代理成本效应、交易成本效应和多市场联系效应等四个角度分析多元化经营对资本结构的影响,并探讨企业在资本结构决策中如何考虑多元化经营因素。陈咏英(2008)^[26]首先从过度消费、资金使用效率等多个角度探讨了多元化经营与经理人代理成本的关系,发现多元化与经理人代理成本显著正相关,为多元化的经理人代理问题提供了直接的经验证据。又从控股股东资金占用的角度探讨了多元化与控股股

东代理成本的关系,发现多元化与控股股东代理成本显著正相关,为多元化的控股股东代理问题提供了直接的经验证据。章细贞(2009)^[27]从战略管理和财务理论融合的角度,利用 762 家上市公司的面板数据对公司多元化经营战略与资本结构之间的关系进行实证分析,研究发现,公司的债务水平与多元化程度存在显著的正相关关系,并且单一业务型公司的负债水平最低,主导业务型和相关业务型公司的居中,非相关业务型公司的债务水平最高。因此,公司管理者在做资本结构决策时应该考虑如何与公司的经营战略相配合。任曙明、马强、晏雅卉(2010)^[28]研究了我国农业上市公司多元化经营对资本结构的影响,并建立了动态调整模型,选取了沪深两市 24 家农业上市公司 2002-2007 年的相关数据,进行回归分析。研究结果表明,我国多元化经营和我国农业上市公司资本结构的调整呈负相关性,农业上市公司的多元化经营程度越高,公司实际资本结构偏离其资本结构目标水平的程度越小,公司资本结构的调整速度也越慢。

1.2.2.2 资本结构动态调整研究现状

国内关于资本结构动态调整的研究起步较晚。肖作平(2004)^[29]构建了双向效应动态模型,运用了沪、深两市非金融类上市公司的相关数据,以动态的视角研究公司资本结构的选择受到哪些特征因素的影响。研究结果表明,上市公司资本结构的决策受我国宏观经济因素的影响较为显著;交易成本也是影响我国上市公司资本结构选择的一个重要因素。但同英、美等发达国家相比,我国上市公司的交易成本较低;与债务资本比率呈正相关的公司内部因素有资产的有形性、公司的规模、行业的独特性等;与债务资本比率呈负相关的公司内部因素有公司的成长性、公司资产的流动性、内部资源的可配置量等。孔爱国、薛光煜(2005)^[30]以 1992—2002 年沪、深两市 A 股上市的所有公司为研究样本,采用 Fama-Macbeth 方法研究我国上市公司资本结构调整能力。研究结果表明,在一年以内的短期时段,股票市场的波动对我国上市公司的资本结构变动影响较大,大部分公司的资本结构会有向过往长期的债务资本比率缓慢调整的趋势;如果将观测区间定义在三年以内的中期时段,上市公司资本结构受股票收益波动的影响渐渐减弱,但是资本结构向过往平均历史水平调整的趋势明显加强。此外研究还发现,上市公司在资本结构动态调整过程中,其可以采用的手段往往只有负债的主动调整。连玉君、钟经樊(2007)^[31]从动态角度对中国上市公司资本结构的调整行为进行了研究。结果表明,我国上市公司虽然存在最优资本结构,但整体上表现为负债不足,由于调整成本的存在使得公司在偏离最优水平后只能进行部分调整。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,而且会因为时间、行业的不同而存在显著差异。邓可斌、丁重(2010)^[32]构建了动态资本结构模型,以 2000-2006 年沪、深两市 A 股上市的公司为样本搜集相关数据,运用系统广义矩方法对模型进行检验。研究结果表明,无论是共同保险理论,还是内部资本市场效应理论均

无法合理解释我国上市公司特有的资本结构变化。多元化经营战略和我国上市公司的资本结构调整之间有很强的相关性。多元化经营程度的提高，往往会导致债权人 and 公司内部管理者间的信息不对称程度加剧，这在一定程度上提升了企业的负债能力，从而引起上市公司债务资本比率上升；而债务资本比率的上升对企业多元化经营活动会产生一定的制约作用，从而导致企业多元化程度的下降。此外，多元化经营往往没有给企业带来更高的经济效益，相反，大多数多元化经营的企业盈利能力和企业竞争力反而出现下降的趋势，这说明企业为实现多元化经营所借入的债务性资金并未得到合理利用，这部分资金往往被投入到获利能力较差的子行业内，未能取得较好的经济效益。赵兴楣、王华（2011）^[33]研究了我国政府持有股份比例和政治经济环境对上市公司资本结构动态调整的影响。政府控股虽然对上市公司的债券融资起到了有利的作用，但却不利于上市公司进行深入的股权融资调整。正是这两种相反的作用力，使得国家持有上市公司股份的比例与上市公司资本结构的调整速度之间呈现出倒 U 形的关系。

1.2.3 对国内外研究现状的简要评价

1.2.3.1 对国外研究现状的评价

多元化经营战略对资本结构影响问题的研究，在西方经济学界始于 20 世纪 60 年代，目前处于不断发展与完善阶段，从现有的企业多元化经营影响资本结构的研究成果来看，主要有“内部资本市场”、“代理成本”和“交易成本”三种理论从不同角度做出了不同的解释。国外学者不断的用新思路、新方法证明企业的多元化经营战略或者直接导致企业资本结构发生变化，或者通过改变企业的融资方式，如增大股权融资比例等，改变企业的资本结构。而关于资本结构动态调整理论的研究则起源于静态资本结构理论，尚处于不断发展和完善的阶段。

1.2.3.2 对国内研究现状的评价

同欧美学者相比，国内的学者在此方面的研究起步较晚。国内关于多元化经营战略与资本结构的研究主要是利用中国的实际情况对国外业已成熟的理论进行验证，缺少理论上的创新，尚未得出一致的结论。国内现阶段的理论研究几乎都处在静态资本结构决策研究领域，较少研究多元化经营战略对资本结构决策的动态影响。在研究对象上，国内学者很少对某一具体行业进行有针对性的研究，至今没有学者在该领域针对我国市场规模庞大的房地产企业进行研究。本文正是基于以上的不足而展开的，希望能通过本文的研究，弥补国内现有研究中的一些空白。

1.3 研究内容与研究方法

1.3.1 研究框架

本文将多元化理论与资本结构理论联系起来,研究多元化经营与资本结构之间的关系,并在理论分析的基础上构建考虑多元化经营因素的资本结构动态调整模型,并选取 2006—2011 年间中国房地产上市公司的数据进行实证检验。探讨房地产上市公司多元化经营对资本结构的动态影响。从而找出多元化经营战略下房地产上市公司资本结构优化的方式方法,为上市公司管理层提供建议。具体见下图:

多元化经营视角下房地产上市公司资本结构动态调整研究

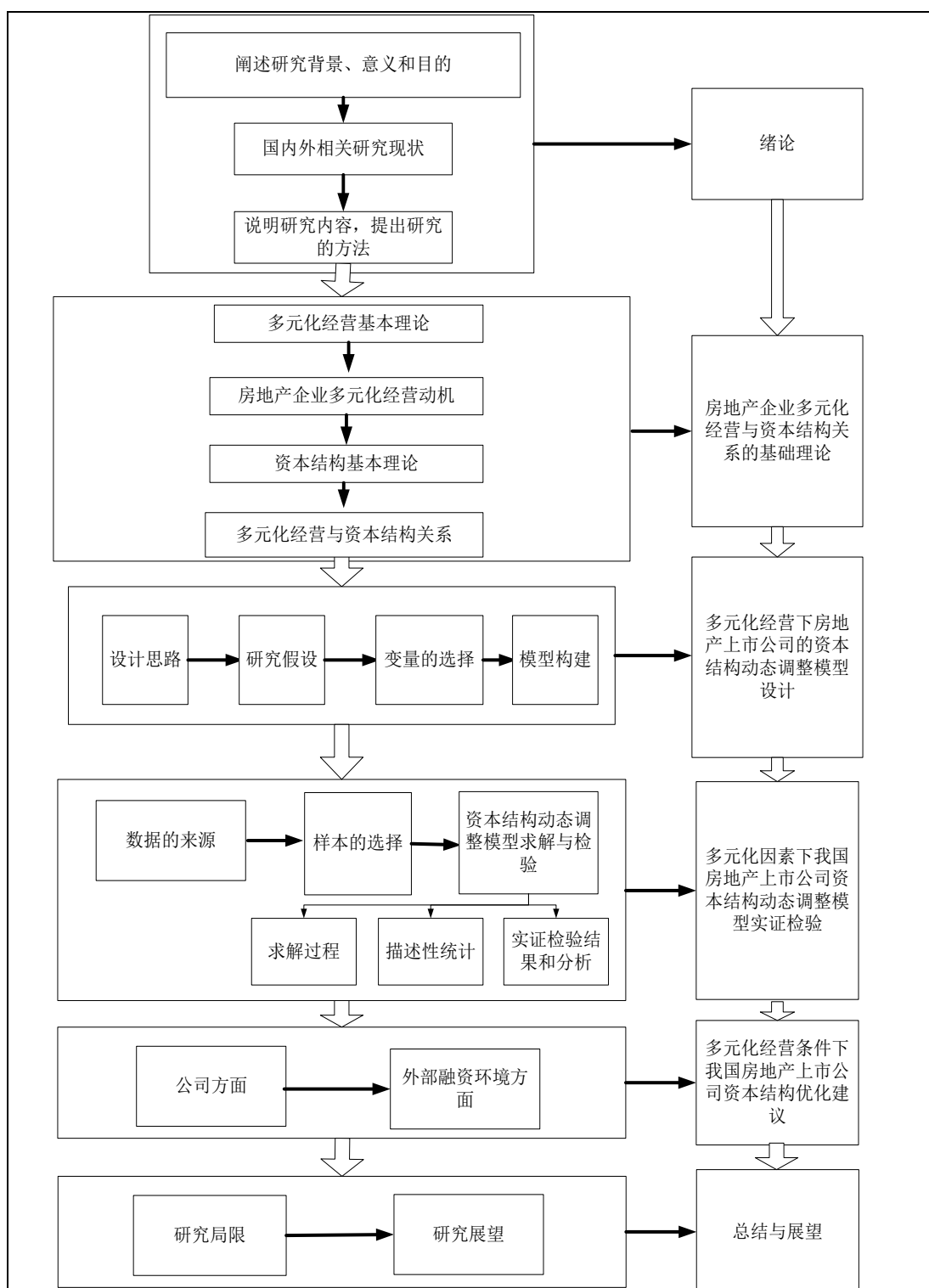


图 1.1 研究框架

1.3.2 研究内容

根据上节研究框架，本文全篇共分为六个部分：

第一章绪论。主要介绍了本文的研究背景、研究目的和意义以及介绍国内外研究现状。阐述了本文的研究内容与方法思路，列出研究框架结构。

第二章房地产企业多元化经营与资本结构关系的基础理论。介绍多元化经营的基本概念和相关理论，对资本结构基本理论进行整理与分析，找出多元化经营对资本结构影响的依据。对中国房地产类上市公司多元化经营的动机进行分析。

第三章多元化经营下房地产上市公司的资本结构动态调整模型设计。在借鉴前人研究的基础上提出本文实证研究的具体方法，找出除了多元化这一因素外，还有哪些因素能够影响房地产上市公司资本结构以及资本结构调整速度，确定研究假设。本文研究多元化经营对资本结构影响所建立的模型是动态调整模型，但首先需要建立常用的静态模型对资本结构进行静态研究，在此基础上推导出动态调整模型，考察多元化经营是如何影响房地产上市公司资本结构的。

第四章多元化因素下我国房地产上市公司资本结构动态调整模型实证检验。这是本文的实证检验部分。选取所需样本数据，并对多元化经营程度进行度量，然后对模型实证检验及结果分析。选择沪深两市 2006—2011 年房地产上市公司的年报相关数据为样本，运用总体多元化指数对房地产上市企业多元化经营进行度量。对第三章构建的模型进行回归分析，计算过程进行说明，并对实证结果进行分析。

第五章多元化经营条件下我国房地产上市公司资本结构优化建议。主要从公司内部层面和外部融资环境两个方面为房地产上市公司资本结构优化提出建议。

第六章总结与展望。最后简单分析了文章存在的不足及后续研究方向。

1.3.3 研究方法

本文主要使用规范研究和实证研究相结合的方法。规范研究部分，在介绍多元化经营、资本结构基础理论和多元化经营对资本结构影响的基础上，剖析了房地产上市公司实施多元化经营的动机，分析了多元化经营与房地产上市公司资本结构动态调整之间的联系；实证研究部分，本文建立了考虑多元化经营因素的资本结构动态调整模型，分析房地产上市公司的资本结构特征、资本结构调整速度。采用多元化经营哑变量、经营单元数、专有化率、赫芬达尔指数、多元化熵指数和总体多元化指数等指标对房地产上市公司的多元化经营程度进行度量。选择沪深两市 2006—2011 年房地产上市公司的年报相关数据为样本进行回归，对理论假设加以验证说明。

1.4 论文的创新点

(1) 通过对已有的模型进行修正, 将企业资本结构研究由静态转为动态, 并采用多元化经营哑变量、经营单元数、专有化率、赫芬达尔指数、多元化熵指数以及总体多元化指数对房地产上市企业多元化经营进行度量与比较。

(2) 由于越来越多的房地产企业实施多元化经营, 将多元化经营这一因素引入到资本结构动态调整模型中去, 使实证结果更加符合时代特征。

(3) 研究视角创新, 本文以房地产上市企业作为研究对象。现有的研究侧重于对上市公司最优资本结构影响因素的研究, 至今没有相关文献把房地产企业多元化经营和资本结构动态调整问题结合起来进行研究。

第二章 房地产企业多元化经营与资本结构关系的基础理论

2.1 多元化经营基本理论

2.1.1 多元化经营概念

多元化经营又称为多样化或多角化经营，是指企业经营不只局限于一种产品或一个产业，而实行跨产品、跨行业的经营扩张。多元化经营战略属于开拓发展型战略，是企业发展多品种或多种经营的长期谋划。

多元化经营作为企业发展的重要战略行为，受到国内外学者的广泛研究。但是由于各人观察和所处的角度不同，多元化经营的定义也有所不同，目前还处在不断发展的过程中。美国学者安索夫（H. I. Ansoff, 1957）^[34]定义的多元化经营概念在早期曾为学者所普遍接受。

《哈佛商业评论》于 1957 年发表了安索夫撰写的《多角化战略》一文，在文中安索夫提出了多角化是“用新的产品去开发新的市场”这一理论。基于该理论，安索夫认为企业如果生产销售多种产品，则该企业就属于多角化经营，企业多角化经营的程度主要和经营的产品种类相关。显而易见这种简单的定义并不准确，企业的多元化经营程度不但与企业经营的产品种类相关，还和企业经营的产品之间是否存在相关性有关。如果一个企业生产经营的产品存在高度的相关性，那么即使它的产品种类较多，那么我们也应认为该企业的多元化经营程度并不高。相反的，如果一个企业生产经营的产品互不相关，分属于不同行业，那么即使该企业经营的产品种类并不多，我们也应该认为该企业的多元化经营程度较深。彭罗斯（E. T. Penrose, 1959）^[35]在其出版的《企业成长理论》中对多元化经营有了更进一步的定义，他认为企业实行多元化经营并不是要抛弃原有的经营业务，而是在基本保留原有产品或服务经营生产的情况下，开拓新的产品或服务，建立新的生产线和运作流程，通常来说，这些新开发的产品或者服务与原有的产品相比较在生产、推广、销售方面会有较大的区别。因此，多元化经营可以增加企业经营的产品与服务，延伸企业的生产线，增加企业投资运营的领域。彭罗斯的定义不但弥补了安索夫多角化定义中的不足，而且更加贴近企业多角化经营的实质。但彭罗斯没有区分一体化经营和多元化经营的不同，将两者混为一谈，简单的把一体化经营作为企业多角化经营的一种特殊形式，这是该理论的不足之处。在安索夫与彭罗斯的研究基础上，鲁梅尔特（R. P. Rumelt, 1974）^[36]提出了多角化经营的新定义，他认为企业的多角化经营实际上是一种通过整合原有企业内部的技术、财力、人力，根据企业自身发展目标，进入与原有经营业务有密切关联的新领域的发展方式。这种理论强调了多角化经营实际是一种开拓新市场，培育企业新业务发展，壮大现有领域业

务的方式。

现在，随着经济全球化的变革，各个国家以及行业之间经济的相互依赖与渗透日益加深，伴随着企业间采购、生产、流通、组织结构等领域的变迁，许多企业正朝着集团化、国际化方向发展，早期学者们所定义的多元化经营的含义早已不适用于当代企业，现今企业的多元化经营被赋予了新的理念：首先，多元化经营是一种企业向新兴产业扩展，扩张自身业务规模的企业成长行为，而不是传统认为的仅仅是一种经营方式的改变；其次，多元化经营具有战略属性，是企业针对经济政策环境的长期变化趋势，考虑企业全局发展方向，从长远利益出发制定的企业成长战略行为。由于中国房地产企业尚处于多元化经营的尝试阶段，目前存在的仅仅是产业的多元化而很少涉及到跨国经营（地域多元化），因此，房地产类上市公司的多元化经营可以定义为是公司的产品或服务跨一个业务部门以上的经营方式或成长行为，这种经营方式或成长行为关系到房地产上市公司的长期发展方向，是房地产上市公司进行的全局的、长远的谋划。

2.1.2 多元化经营分类

基于不同的出发点，国内外许多学者都提出了自己的多元化经营分类方法，其中有代表性的有以下几种分类方法。

（1）安索夫的多元化战略分类

根据安索夫在其著作《企业战略》中的分类，企业多元化经营可分为四种类型，如图2.1所示。

1) 横向多元化：也称水平多元化，是指企业进入与现有市场相关，但技术不相关的业务领域，即企业向现有的客户提供新的但与原有业务相关的产品或服务，这种多元化经营属于产品和市场的复合开发。

2) 纵向多元化：也称垂直多元化，它可以分为前向多元化经营战略和后向多元化经营战略。前向多元化是指企业进入与其生产经营活动相关的下游产业，如能源采掘业企业向加工工业发展，加工工业向物流领域发展；后向多元化是指企业进入与其生产经营活动相关的上游产业，如加工工业向原材料产业扩展。

3) 同心多元化：也称集中化多元化，指企业利用现有生产技术条件生产与原产品基本用途不同，但是相互之间有较强技术关联性的新产品，从而扩大业务范围。同心多元化有利于企业利用原有生产技术、管理经验等优势来获得发展。

4) 混合多元化：也称整体多元化，是指企业增加与原有业务完全不相关的产品或服务，通常企业采用混合多元化经营战略主要是为了充分利用剩余资源（如技术优势、财务资源、管理优势）等在新领域寻找成长机会，或者是为了降低经营单一行业的投资风险。

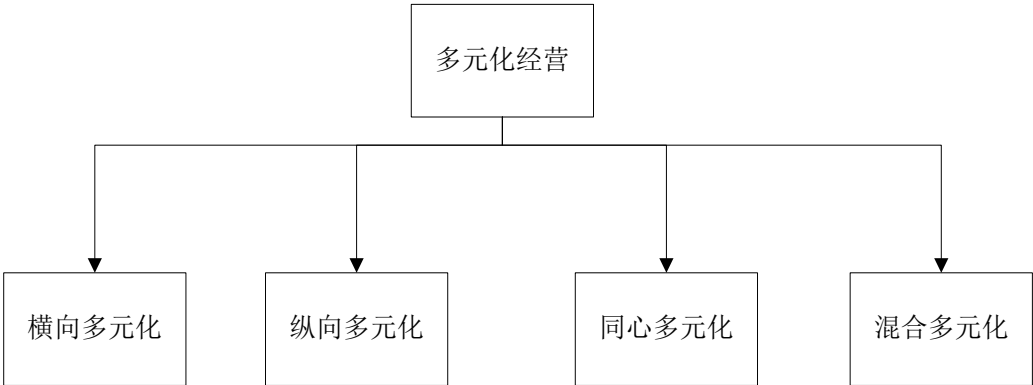


图 2.1 安索夫多元化分类

(2) 赖利—鲁迈特多元化战略分类

赖利和鲁迈特在安索夫的分类基础上提出了更为完善的多元化经营分类方式，他们提出的赖利—鲁迈特多元化战略分类方法属于国外主流的多元化经营分类方法，许多国外学者在研究企业多元化经营相关问题的时候采用的就是这种分类方法。赖利（1970）^[37]首次提出以企业某一产品销售额占总销售额的比重大小，即专业化率（SR）来测度多元化经营的程度。其分类标准如表 2.1：

表 2.1 赖利多元化分类

比重	企业类型	多元化程度
SR≥95%	单一产品	专业化
95%>SR≥70%	主导	低度
SR<70%(产品相关)	相关多元化	中度
SR<70%(产品无关)	无关多元化	高度

此后，鲁迈特在赖利专业化率分类的基础上，根据各种产品之间的相关性，提出了相关率（RR）的概念，指一组相互关联的产品收入占企业总销售收入的比重。在此基础上，鲁迈特将企业多元化划分得更为详细，见表 2.2

表 2.2 鲁迈特多元化分类

类型		
单一型 SR≥95%		
主导型 95%>SR≥70%	主导集	具有主导型一般特征，各个项目均相关联，联系呈网状
	约型	
	主导扩散型	具有主导型一般特征，各个项目只与组内某个或某几个项目相关联，联系呈线状

表 2.2 (续)

垂直统一型		
相关型 $SR < 70\%$, $RR \geq 70\%$	关联集约型	具有关联型一般特征, 各个项目均相关联, 联系呈网状
	关联扩散型	具有关联型一般特征, 各个项目只与组内某个或某几个项目相关联, 联系呈线状
无关型 $SR < 70\%$, $RR < 70\%$	各项目没有关联	

(3) 国内比较流行的多元化战略分类

国内学者康荣平、柯银斌^[38]在《企业多元化经营》中提出了新的分类, 如图 2.2 所示。

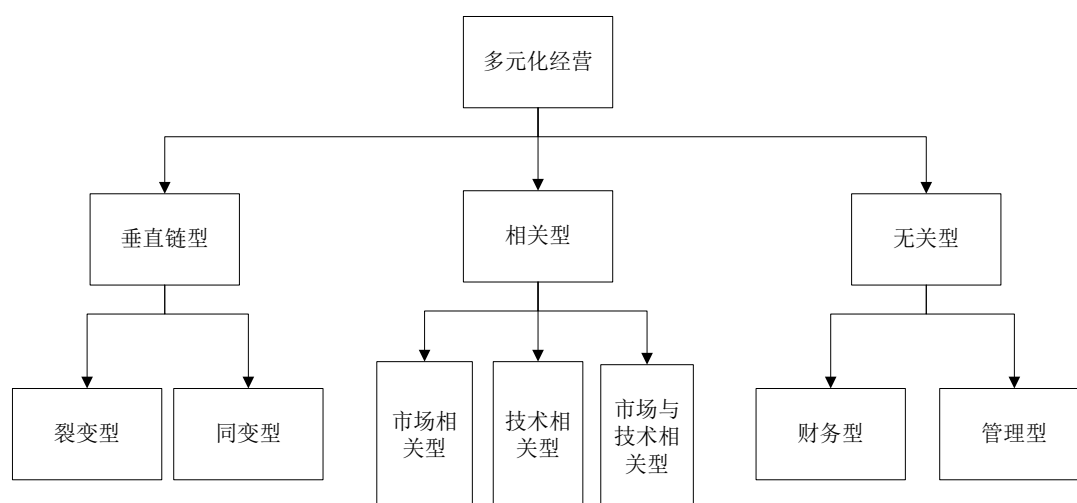


图 2.2 康荣平、柯银斌多元化分类

2.1.3 多元化经营测量

对企业多元化经营的度量可以从三个方面展开：一是企业多元化经营跨多少个不同的业务；二是企业在不同行业经营分布的情况；三是企业多元化经营的各个子业务之间的相关性。早在 1974 年，就有学者根据赖利—鲁迈特多元化经营分类法，对企业多元化经营程度进行度量。发展至今，出现了许多多元化程度评价方法，较常用的有多元化经营哑变量、多元化经营所跨行业数、专有化率、赫芬达尔指数、多元化熵指数等。

(1) 多元化经营哑变量(DIV)。该多元化评价指数是一种最为简单的测度方法，如果

企业采用了多元化经营, 则该企业的多元化经营程度取值为 1; 如果企业未采用多元化经营, 则该企业的多元化经营程度取值为 0。多元化经营哑变量法虽然操作简单, 但是其无法反映出企业多元化经营所包含的行业数目, 也无法体现出企业不同业务的分布情况以及各个业务之间的相互关系。因此该指标只在早期的多元化经营研究中被短暂的使用过, 随着后期学者们的研究不断深入, 其所含信息量过少的缺点也越来越明显, 现今已很少有学者使用该指标。

(2) 多元化经营所跨行业数(N)。这种方法主要是通过观察企业所经营的行业数量来确定企业多元化经营的程度高低。企业经营的行业数量越多, 则该指标的数值越大, 从而说明企业的多元化经营程度也越高。和多元化经营哑变量一样, 该指标的计算简单明了, 通常以美国证监会公布的标准行业分类码 (SIC)作为区分企业经营行业的标准。但该指标仅仅反映了企业多元化经营所包含的不同行业数目, 无法反映不同业务的分布情况和企业业务之间的关系, 同样存在着包含信息量过少的缺点。

(3) 专有化率 ($PPRS$)。专有化率反映了企业主营业务销售收入占整个企业总销售收入的比重。其计算公式为:

$$1 - \sum_{i=2}^{n-1} S_i = PPRS \quad 2.1$$

式中, n 为企业经营不同行业的业务单位数目。 S_i 为主营业务以外的其他某项业务的销售额占企业销售总额的比重。多元化程度越高, 则企业的专有化率就越低。该指标只能够粗浅的反映企业在不同行业经营的分布情况, 同样不够理想。

(4) 赫芬达尔指数(HHI)。该指数是企业所从事各个行业的销售比重的平方和。该指数的优点是能够从企业经营行业分布的集中度这个角度来评价企业多元化经营程度。其计算公式为:

$$HHI = \sum_{i=1}^n P_i^2 \quad 2.2$$

其中, P_i 是企业经营的第 i 个行业的销售额占企业总销售收入的比例。可以看出, 当 $HHI=1$ 时, 企业只存在 1 个经营行业, 属于专业化经营; 当该指数为 $HHI=1/n$ 时, 说明企业在所经营的 n 个行业上销售收入相等。因此, 企业所经营的行业数量越多, 在各个行业的销售额分布越均衡, 该企业的赫芬达尔指数也就越小。

(5) 多元化熵指数(DEI)。1979 年学者 Berry 首先将熵的概念引入到企业多元化经营的分析上。熵指数法是一种基于概率论推导出的多样性指数, 能够更加科学而全面地描述出企业多元化的程度。其计算公式为:

$$DEI = \sum_{i=1}^n P_i \ln(1/P_i) \quad 2.3$$

其中, p_i 是企业所经营的第 i 个行业的销售收入占企业总销售收入的比例。通过公式可以看出, 企业的主营业务收入所占比例越低, 则企业的熵值就越大, 多元化程度也就越高。如果企业只经营一个行业, 即专有化经营时, 熵指数为 0; 反之, 当企业均衡的经营 n 个行业, 各行业所占总销售收入的比重相等, 则此时的熵指数为最大值。因此, 多元化熵指数能够比较全面、准确的反映企业多元化经营包含的不同行业数目和企业销售收入在各子行业的分布情况。

以上五种方法有些考虑了企业经营的行业数量, 有些还考虑了各个行业营业收入在企业总营业收入中的分布, 但都忽略了企业不同行业之间的关联程度。事实上, 多元化经营可划分为相关多元化和不相关多元化, 因为企业经营的行业是否相关才是多元化经营的实质。Jacquemin 和 Berry 在前人的研究基础上提出了 Jacquemin—Berry 模型, 通过该模型, 多元化程度成为一个涉及企业经营行业个数、行业占企业经营规模比例、行业间关联程度的综合概念。用 DT 表示总体多元化程度, 该模型计算公式如下:

$$DT = \frac{\sum_{j=1}^n q_j \ln \left(\frac{1}{q_j} \right)}{\ln m + \sum_{i=1}^m p_i \ln n_i} \times n \quad 2.4$$

其中 m 为企业经营所跨的行业, 其销售额在各行业分布的比例为 p_i , $p_i > 0, i \in [1, m]$, 且: $\sum_{i=1}^m p_i = 1$ 。 n 为企业经营所跨的业务个数, 由于企业所经营的一个行业通常下设多个业务, 因此有 $n \geq m$, 其销售额在各业务分布比例为 q_j , $q_j > 0, j \in [1, n]$, 且: $\sum_{j=1}^n q_j = 1$ 。

由于该模型注意了行业的相关性, 是迄今为止多元化研究领域提出的第一个包含行业和业务两个层次的测度方法, 其测度的效果明显好于其他几个模型。本文实证研究中, 将采用该模型进行多元化经营程度的测度。

2.2 房地产企业多元化经营动机

2.2.1 房地产上市公司的界定

以证监会制定的《上市公司行业分类指引》中对地产类上市公司的划分为指南的, 其分类的依据是上市公司的营业收入, 具体方法如下: 如果上市公司某一项业务的营业收入占公司总营业收入的比重超过 50% 时, 那么该业务所对应的行业就是上市公司所属的行业; 如果上市公司所经营的业务中没有一项业务的营业收入达到企业总收入的 50% 时, 那么就应该查看是否存在某项业务占总营业收入的比重超出其他业务所占比重的 30%, 如果有, 则该业务所在行业属于上市公司归属行业; 如果以上两项均不符合, 则上市公司属于综合类。因此, 上市公司从事房地产开发、经营、管理和服务活动所获得的收入占到公司总收

入的 50%以上，或者虽然不到 50%的比重，但超过其他任何一项业务所占比重的 30%时，该上市公司即为房地产上市公司。

2.2.2 我国房地产企业的经营特点

目前我们所提到的房地产企业一般都是指从事房地产开发的企业，而广义的房地产企业是指从事土地和房地产开发、经营、管理和服务的企业。本文研究中所定义的房地产企业为广义的地产企业。结合目前房地产市场的特性，笔者认为我国房地产企业经营的特点有：

（1）高度依赖政府，抵御风险能力不足。二十一世纪头十年，我国城市化进程明显加快，很多地区已经迈过高速城市化的起飞线。房地产行业与城市老房改造、道路建设、绿化种植等一系列市政公共工程有密切的联系，因此各级政府也出台了一些列政策来鼓励房地产行业的发展，房地产市场也异常火爆。在这段黄金时间内，房地产企业的主要任务就是尽可能的多拿土地，开发新楼盘，根本无需考虑商品房销售的问题。因此很多房地产企业忽视了企业品牌形象的打造，而把过多的资源与精力投入到与各级政府建立可靠的关系上。近两年来，由于房价持续过快上涨，产生了大量的投资、投机泡沫。政府认识到调控房地产市场价格虚高的重要性，出台了一系列宏观政策来调控房价，中央和各级地方政府这种政策的调整无疑会对一些管理水平低下，主营业务单一的房地产企业构成了巨大的经营风险。

（2）融资渠道少，资金链断裂风险大。作为典型的资本密集型企业，房地产开发前期资金投入大，开发周期长，回收资金慢。因此，确保企业资金链的安全成为很多房地产企业在经营过程中的首要任务。但目前我国金融市场还不成熟，房地产企业的融资渠道较少，国外房地产企业普遍采用的房地产信托基金、债券等融资方式在我国还不普遍。虽然有少数规模较大的房地产企业能够在股市上融资，但大部分房地产企业主要依靠申请银行贷款或者向其他企业拆借资金，这就使得部分自有资金较少，债务压力较大的房地产企业存在资金链断裂的风险。

（3）管理方式落后，管理层专业性较差。我国房地产企业中有一大批是在前期房地产行业高速发展期中由其他行业转入的，这些企业往往只顾赚取眼前高额的利润，而不注重创立品牌形象。在企业的管理层中缺少产品创新、市场研究、品牌营销和战略决策方面的相关人才，过于注重人情关系，过于看重领导主观个人意见。这些因素共同造成我国房地产企业管理方式整体落后，专业性较差，产品的开发创新能力不足，企业发展的可持续性不高。

2.2.3 房地产上市公司多元化经营现状

目前国内发展多元化经营的房地产公司大多是一些注重企业品牌建设、拥有丰富人才储备、资金充裕且与相关政府部门拥有良好关系的大企业。另有部分房地产企业多元化经营的原因是企业原先主营业务并非房地产，在保留原有业务的同时进入房地产领域，并逐渐将房地产业务发展为主营业务。目前我国房地产企业的多元化经营主要集中在物业管理、工程施工、销售建材、装修设计、公共设施施工、酒店业等领域，这说明我国房地产企业在选择多元化经营领域的时候，倾向于选择与房地产行业关联度较高的行业，这些行业往往位于房地产行业产业链的上游或下游。这种纵向多元化的经营模式，虽然可以扩大企业在房地产领域的市场份额，但是仍然摆脱不了国家政策、经济形势等宏观因素对整个房地产行业的影响，无法完全抵御行业风险。部分具有前瞻性的房地产公司已经认识到了这一点，开始向与房地产不相关的行业发展，这种无关型多元化经营不但扩大了企业的经营领域，也让企业在面对行业风险时有更强的应变能力，这无疑是房地产企业多元化经营的未来发展趋势。

2.2.4 我国房地产企业多元化经营动机

房地产行业的产业链条较长，与建筑业、能源、木材、运输业、电讯业等 50 多个产业有很高的关联性。同时，随着现代化新型社区的出现，以及二手房买卖的兴起，房地产行业也增加了一些新业务，如房地产中介服务、房地产的调控与管理、房地产的开发与再开发、物业管理等。房地产行业是一个集高风险、高收益于一体的行业，当房地产企业发展到一定规模时，可以通过多元化经营以开拓产业链上的新市场，以房地产开发为主体，同时向相关产业发展。部分具有较强实力的房地产公司甚至可以向与房地产不相关的行业发展，以实现企业的持续健康发展。房地产企业实施多元化经营概括起来总的原因有以下两点：

2.2.2.1 风险分散

企业经营的行业越单一，专业化率越高，则受所在行业周期波动以及发展风险的影响越大。前期由于各级政府对房地产行业的重点扶持，以及我国城市化的高速发展，我国房地产行业曾经获得高额的回报率。但近年来国家加强了房地产行业的调控政策，对恶意炒作房价行为的监管逐步规范，房地产市场信息的公开透明化也有了长足的进步，这导致大量投机者退出房地产市场，部分刚需购房者也处于观望房价走势中，整个房地产行业的销售量大大下降。这无疑对房地产企业，尤其是那些单一经营房地产业务的企业产生巨大的冲击。在未来，房地产企业将面临更加激烈的市场竞争和行业发展风险，因此地产企业不应该也不可能将所有的资源投入到单一的业务中去，房地产企业采用多元化经营战略可以

说是大势所趋。多元化经营可以降低企业对某一行业的依赖程度，将单个行业的市场波动对企业的影响降低，即使未来房地产行业长期处于低迷状态，企业也可以通过投资其他热门行业获得收益来弥补亏损，减轻资金链的压力，从而使企业的抗风险能力大大增强。

2.1.2.2 内部资源利用

由于前期我国房地产行业的高速发展，部分房地产企业具有了一定的规模，囤积了大量的实物资产、人力资源、货币资源以及各类无形资产，也拥有了较为成熟的管理制度。如何在房地产行业低迷的形势下有效整合利用这些资源，成为房地产企业面临的新课题。首先要对企业现有的各类资源进行合理分类评估(见表 2.3)，如果评估结果表明企业有充分的剩余资源，并且有适当的行业可以选择进入，那么企业应该主动适应当前市场的需求变化，投资新领域，实行多元化经营战略。在所投资的新领域内，房地产企业可以充分利用过往在地产行业经营过程中积累的项目管理经验、良好的品牌形象、丰富的人力资源以及与政府机关密切的联系等优势。当前，一些与房地产行业有天然关联的行业可以作为房地产企业多元化经营的进入目标，主要包括物业管理、工程装饰、房地产资产评估、园林绿化工程等。在这些关联行业内，房地产企业可以合理配置企业内部资源，实现各经营行业间资源的共享与合理调度，从而分散单个行业的经营风险，将投资和风险降至最低，提高企业的整体利益，最终实现提高房地产企业竞争力和提升企业价值的目标。

表 2.3 房地产企业内部资源评估表

实物资产	常指固定资产，具体包括实体资源的数量和状态，如具体的使用年限、能力、维护成本、升级成本和所处位置等相关情况
人力资源	人员数目及和具体状况，包括专业性、适应性、心理状态、学习能力和团队精神等各项素质以及各种具体经验的状况
货币资源	资金的获得渠道、具体的资金管理、对债权人及债务人的管理、与银行建立的良好关系等等
无形资产	品牌、信誉、信息资源、企业形象、经验、与政府相关部门的良好关系等等

2.3 资本结构基本理论

2.3.1 早期的资本结构理论

美国经济学家大卫·杜兰特（1952）^[39]在美国经济研究局召开的企业理财研究学术会议上提交了一篇《企业债务和股东权益成本：趋势和计量问题》的论文，系统地总结出资本结构的三种理论：净收益理论，净经营收益理论，传统折衷理论。

（1）净收益理论

该理论认为在通常情况下，债务资金成本低于权益资金成本，运用债务融资可以降低企业资金的综合资金成本。因此，企业的负债程度越高，资本结构越大，资金的综合成本也就越低，企业的价值就越大。如果按照该理论，当企业的资产负债率达到 100%时，企业的综合资金成本最低，企业价值最大，这个结论显然是有问题的。

（2）净经营收益理论

该理论认为，不论企业的财务杠杆如何变化，公司的加权平均资本成本都是固定的，也就是说公司的价值与公司资本结构没有关系。该理论的解释是，公司增加借款融资比例时，虽然债务的资金成本相较权益资金成本来说较低，但是负债的提高加大了企业股东的风险，投资人所要求的投资回报率也相应的提高，从而使得权益资金成本上升而综合资金成本维持不变，反之也一样。因此，企业的综合资金成本不会随财务杠杆改变而变化，资本结构的变化不会对企业价值产生影响，影响公司价值的因素主要是营业收益。

（3）传统折衷理论

该理论认为，企业利用财务杠杆时会导致权益资金成本提高，但这种提高不足以完全抵消因提高负债所带来债务资金成本较低的好处，企业整体的综合资金成本还是会下降，从而使企业的价值得到提升。但是当财务杠杆被过度使用，资产负债率超过一定范围后，权益资金成本的上升就会抵消甚至超过债务资金所带来的低成本好处，综合资金成本就会上升。这样企业的综合资金成本呈现出 U 型关系，先降低后增加，而企业价值呈现出倒 U 型关系，先增加后降低。当综合资金成本达到最低点时，企业拥有最佳的资本结构，企业的价值也最大。

2.3.2 MM 理论

美国学者莫迪格利尼和米勒（1958）^[40]在《美国经济评论》上发表了《资本结构、公司财务与资本》一文，该文中提出了著名的 MM 理论。该理论认为，在没有所得税、市场竞争充分有效，且企业经营风险相同只有资本结构不同的情况下，企业采用何种方式融资与企业的市场价值无关，也就是说资本结构不影响企业价值，企业也不存在最优资本结构。

该理论与传统财务理论看法截然不同，早期的“MM”理论包含以下三个重要的定理：

定理 1：“在不考虑所得税和破产风险，且资本市场充分有效，则企业的资本结构与公司资本总成本和公司的价值无关。这是因为，尽管负债资金成本较低，但随着负债比率的上升，股东要求的投资收益也相应提高，导致公司的股权资金成本上升，负债增加所降低的资金成本会被股权增加的资金成本抵消，资金总成本保持不变”。

定理 2：“对上市公司来说，在完善的资本市场条件下，资本会向高收益的公司自由流动，从而导致资本结构不同的公司拥有相同的公司价值”。

定理 3: “公司的获利能力和经营组合决定了公司的市场价值, 公司价值不受股息和盈余公积之间分配比重的影响。这主要是因为公司支付股息虽然短期内提升了公司股票价格, 但是公司可用资金相应减少, 必须增加筹资额, 从而使得企业的财务风险提升, 资金成本也相应提高, 最终导致公司股票市值下跌, 公司价值回到原值。”

这三个定理的前提是资本市场充分有效, 资本可以自由流动, 并且不考虑所得税, 这显然忽略了现实中种种阻碍资本自由流动的因素, 也忽略了市场竞争特性对企业资本结构的影响, 因此不符合现代社会企业所面临的情况, 但该理论作为一个很好的基础, 成功推动了资本结构理论的研究, 引导国内外学者了解资本结构与公司价值、投资决策以及资本成本之间的关联。

2.3.3 权衡理论

罗比切克和迈耶斯是权衡理论的代表人物, 该理论认为, 企业可以利用税收的屏蔽作用, 通过增加负债来提升企业的价值。但是企业债务的增加, 会增加企业资金链的压力, 增大企业陷入财务困境的可能性, 更严重的会导致企业破产。企业一旦有了资金链断裂或破产的可能性, 就会给企业融资带来额外的成本。因此企业在制定资本结构时, 需要比较税收屏蔽作用与破产成本孰高。根据该理论, 当债务税收的边际收益等于破产成本的边际损失时, 债务能最大的发挥优势, 此时的公司价值将达到最大, 即企业的最优资本结构存在于企业负债所引起的企业价值增加与因企业负债上升所引起的企业破产成本和各项费用相等时的平衡点上, 此时企业的价值也最大。

2.3.4 代理成本理论

该理论由詹森和梅克林 (1976)^[41]提出, 该理论认为委托人为防止代理人损害自己的利益, 需要通过严密的契约关系和对代理人的严格监督来限制代理人的行为, 而这需要付出代价, 也就是代理成本。代理成本主要会对公司内部资本市场效率产生影响。由于在现代企业制度里, 公司的管理权和所有权分离, 公司管理者与投资人之间有着委托代理关系。当公司管理者自身的利益与企业整体利益趋同时, 管理者往往会在寻求自身利益最大化的同时有效配置企业内部资本, 但是当企业管理者持股比例较小, 与企业整体利益相关性较小时, 管理者通常会牺牲公司股东的利益而满足自身利益的最大化, 这往往导致内部资本被无效配置。

2.3.5 房地产上市公司资本结构现状

本世纪头十年是房地产行业发展的黄金阶段, 那时的房地产企业没有销售的压力, 拥有充足的资金, 银行也乐于向房地产企业发放借款, 因此房地产企业不存在融资困难。但

是从 2009 年开始的一系列房地产调控措施改变了房地产企业的融资环境,各大银行对房地产企业的信贷额度不断收紧,企业不再能轻易获得大笔的信贷资金,同时由于销售市场的冷淡,房地产企业的前期开发资金也无法快速回笼,这无疑给房地产企业带来了巨大的资金压力。虽然上市房地产公司可以通过证券市场融资,但是持续几年低迷的中国股市,也使得上市融资困难重重。我国房地产上市公司的资产负债率一直处于高位,在 2006-2011 年这 6 年间,房地产公司的资产负债率一直接近 60%,在市场销售情况良好的情况下,这样的负债率还没有太大问题,但在现今严厉的市场调控政策下,房地产企业销售额持续走低,企业的盈利能力不高,面临的资金链断裂风险很高。而资金链的风险高,又会影响到企业的信用评级,增加企业融资的难度和成本,这又无疑加剧了房地产企业的经营困境。虽然当下房地产企业努力通过各种方式来获得资金,度过难关,但是由于我国外部融资市场的建设相对滞后,企业很少也很难通过债券市场、融资租赁等方式获得资金,主要还是得依靠银行贷款。这种单一的资金来源无疑对企业的资本结构调整带来了不利。

2.4 多元化经营与资本结构关系

企业根据外部宏观政治经济环境以及内部管理制度、公司战略、运作方式的实际情况,适时合理的对资本结构进行相应调整、使资本结构趋同于企业的最优资本结构,实现企业价值最大化的过程也就是企业资本结构决策的过程。不难看出,房地产上市公司想要实施多元化经营,必然会对企业原先的资本结构进行相应的调整,以便适应多元化经营。而资本结构的调整主要分为两个方面,分别是资本结构偏离最优水平的程度和资本结构的调整速度。房地产上市公司实施多元化经营的动机主要是分散风险和内部资源利用,它们也是房地产企业多元化经营对资本结构动态调整影响的两条重要途径。首先,在房地产行业整体低迷的情况下,房地产上市公司需要借助多元化经营寻找新的投资领域来共同分担企业的经营风险,而企业投资新领域后,管理层必然会对原先的融资方案进行相应的调整,从而影响现有资本结构偏离最优资本结构的程度。其次,多元化经营虽然能够在一定程度上分散经营风险,甚至能够形成范围经济,提高企业盈利性,但多元化经营也会让企业面临多个市场的竞争,这种竞争强度的加大往往也会促使企业根据各个投资领域的实际情况调整融资方案,企业实际资本结构偏离最优资本结构的程度也会变化。最后,房地产上市公司实施多元化经营的过程中,往往倾向于建立更有效率的内部资本市场来替代外部资本市场为企业的经营进行融资,这样做可以减少资本市场的摩擦,因此,企业多元化经营程度的高低可以在一定程度上反映企业面临的资本市场摩擦大小,而资本市场的摩擦大小又会影响到企业资本结构的调整速度。

第三章 多元化经营下房地产上市公司的资本结构动态调整模型设计

3.1 设计思路

资本结构动态调整理论是当前资本结构理论的前沿课题，国内外许多学者已经构建了多种静态和少量动态模型来检验和分析资本结构的调整特性。传统的静态资本结构理论认为公司存在“最优资本结构”，并且最优资本结构是对公司债务融资的收益与成本的权衡结果，因此企业的实际资本结构总是处于最优资本结构上，如果企业由于某种原因偏离了其目标负债率，企业也会逐步恢复到最优资本结构水平。公司拥有最优资本结构，也是本文模型构建的前提与基础。动态资本结构理论不同于传统的静态资本结构理论，它将资本结构的研究延伸到多期的动态层面。它指出企业的实际资本结构在经营期内往往会偏离最优资本结构，企业的最优资本结构也不是一成不变。企业需要随着时间、政策、环境的变化来不断的将实际资本结构向最优资本结构进行调整。但这种调整需要考虑到调整成本的存在，企业进行任何的资本结构调整都需要付出一定的成本，因此只有偏离最优资本结构的程度比较大时，企业才会调整现有的资本结构，这种调整也不是即刻就能完成的，因此，企业的最优资本结构并不是我们看到的实际资本结构。本文以部分调整模型为基础，构建了基于多元化经营视角的我国房地产上市公司资本结构的动态调整模型。

由于静态资本结构模型将作为后文构建动态调整模型的基础，因此首先对传统的静态模型做一个描述。假定最优资本结构为 $D^*_{i,t}$ ，它的值受到企业内外部环境中一些列因素的影响。因此，最优资本结构 $D^*_{i,t}$ 的函数表达式为：

$$D^*_{i,t} = \alpha_i + \sum_{j=1}^k \beta_j x_{j,i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中， $D^*_{i,t}$ 代表 i 企业在 t 时期的最优资本结构； $x_{j,i,t}$ 表示 t 时期影响 i 企业资本结构的第 j 个解释变量； α_i 代表单个企业的特殊效应，反映了 i 企业未被模型包含的其他个体特征； ε_{it} 是随机扰动项。

在理想的情况下， i 企业在 t 期间的资本结构观测值应该等于企业的最优资本结构。但在现实中，企业在调整资本结构的时候会受到调整成本和其他不确定性因素的影响，企业的实际资本结构往往偏离其最优水平，此时企业往往以最优资本结构为目标进行部分调整，该部分调整模型如下：

$$D_{i,t} - D_{i,t-1} = V_{i,t} (D^*_{i,t} - D_{i,t-1}) \quad (2)$$

其中 $D_{i,t}^*$ 为企业 i 在某个经营期间 t 内的最优资本结构，此时企业筹措资本的加权平均资本成本最低，它是企业的目标资本结构； $D_{i,t}$ 是企业 i 在 t 时期的实际资本结构水平； $D_{i,t-1}$ 是企业 i 在 $t-1$ 期的资本结构水平； $V_{i,t}$ 是企业 i 在 t 时期的资本结构调整速度，用来表示一个时期内公司资本结构向最优资本结构调整的程度。

变化公式得：

$$V_{i,t} = \frac{D_{i,t} - D_{i,t-1}}{D_{i,t}^* - D_{i,t-1}} \quad (3)$$

在理想情况下，即不考虑调整成本和其他不确定性因素的影响， i 企业的资本结构会向着最优资本结构进行调整，此时前期 $D_{i,t-1}$ 调整到 $D_{i,t}$ 的实际调整额，应当等于前期 $D_{i,t-1}$ 调整到最优资本结构 $D_{i,t}^*$ 的调整额，即 $V_{i,t}=1$ ；当企业完全没有调整自身的资本结构，仍然保持上一期水平时， $V_{i,t}=0$ ；现实中，企业通常会存在调整成本过高或是有其他特殊情形，导致企业只能对资本结构进行部分调整，此时 $0 < V_{i,t} < 1$ ；如果企业对资本结构进行了过度调整，超出了调整到最优资本结构的调整额度，则有 $V_{i,t} > 1$ ；若企业资本结构的调整背离了最优资本结构的方向，则 $V_{i,t} < 0$ 。

3.2 研究假设

房地产上市公司寻求多元化经营，其初衷是分散企业经营分险，合理利用企业内部资源，从而使企业的盈利能力获得提升，实现企业价值的最大化。但多元化经营带来的经营领域的扩大会让企业面临更多来自不同市场的竞争，企业的竞争强度也随之加大。为了尽可能增强企业的竞争能力，增加企业的经济效益，获得稳定高额的现金流，房地产上市公司在选择多元化经营的投资领域时，往往会选择市场前景好，产品或服务利润率较高的行业，如贸易、能源产业等，但前景好、利润高的行业又几乎都有竞争性强的问题，房地产上市公司必须向这些行业内加大资金、人力、物力等投入以面对激烈的竞争，以期能够在新领域内站稳脚跟，发展壮大，这就需要房地产企业合理配置企业内部资源。房地产上市公司的多元化经营主要就是通过分散风险、合理利用内部资源这两条途径对其资本结构偏离最优水平的程度产生影响，由此得出假设：

假设 1：房地产上市公司实施多元化经营会相应的调整企业资本结构，企业的多元化经营程度越高，则实际资本结构越接近企业最优资本结构水平。

房地产上市公司实施多元化经营通常会建立起内部资本市场、合理调度内部资源，减少外部资本市场的摩擦。一般来说，在资本市场上，潜在投资者只有认可企业未来发展前景，才会为企业提供融资。然而，受政策调控的影响，近年来房地产上市公司盈利能力弱、面临的风险大，从外部融资的成本加大。因此，房地产上市公司通过实施多元化经营、建

立起内部资本市场，可以在各投资领域内合理调度与共享资源，部分替代外部资本市场的融资功能，降低企业的整体融资成本，保证企业的财务安全。可以认为，企业多元化程度的高低客观反映了企业所面临的资本市场摩擦程度的大小。资本市场的摩擦程度又会对企业资本结构的调整速度产生作用，通常是资本市场摩擦越大，企业资本结构调整速度越慢。因此，房地产上市公司的多元化程度越高，资本市场摩擦越小，资本结构调整速度越快。由此得出假设：

假设 2：房地产上市公司的资本结构调整速度与多元化程度之间呈正相关关系。多元化程度越高，资本结构调整速度越快。

3.3 变量的选择

3.3.1 因变量

本文选用 $BSC = D_{i,t} - D_{i,t}^*$ 为多元化经营对资本结构动态调整影响模型的因变量，希望能反映出多元化经营对资本结构偏离最优资本结构绝对程度的影响，其中 $D_{i,t}^*$ 代表 i 公司 t 期的最优资本结构；而资本结构调整速度模型的被解释变量为 $V_{i,t}$ 。由于 BSC 、 $V_{i,t}$ 均需要用到 $D_{i,t}$ ，即 i 公司第 t 期的资本结构，因此需要选取一个合适的指标来衡量企业的资本结构。目前学术界对企业资本结构度量指标选取的观点并不统一，主要有三种方法：资产负债率、产权比率、长期负债率，这其中又以资产负债率和长期负债率较为常用。国外学者比较倾向于用长期负债率来衡量企业资本结构，但是由于我国债券市场发展缓慢，上市公司较少采取长期借款的方式融资，更多的融资渠道是通过股票市场，结合这一实际情况，本文选择资产负债率作为房地产上市企业资本结构的衡量指标。最优资本结构 $D_{i,t}^*$ 的确定也是模型计算的关键，最优资本结构通常是指使企业的平均资本成本最低、企业价值最高的资本结构，但在现实情况中，该最优值是不可观测到的值，因此只能寻求替代变量。本文认为，企业的最优资本结构虽然不能够直接找到，但是任何一家企业的管理者都是按照最优资本结构的方向来制定本公司的融资决策的，因此企业在一段时间内的资本结构时序均值无疑可以体现企业的最优资本结构，成为其良好的替代值。

3.3.2 自变量

前文阐述过，对企业多元化战略的度量可以从三个方面展开：一是企业多元化经营跨多少个不同的业务；二是企业在不同行业经营分布的情况；三是企业多元化经营的各个子业务之间的相关性。一个好的多元化经营程度指标的评价依据应该是该指标能否包含以上三个方面的信息。目前，学术界一般采用以下五个指标对多元化战略进行度量，分别是企业多元化经营哑变量、经营单元数、专有化率、赫芬达尔指数和多元化熵指数。但这些指

标包含的信息量或者不够或者过于粗糙。由于 Jacquemin—Berry 模型注意了行业的相关性，是迄今为止多元化研究领域提出的第一个包含行业和业务两个层次的测度方法，其测度的效果明显好于其他几个模型。，因此本文选用 Jacquemin—Berry 模型计算房地产企业多元化经营程度。

使用 Jacquemin—Berry 模型计算多元化经营程度，我们需要知道企业经营的各个行业的销售收入，还需要知道每个行业下各个子业务的销售收入。国外学者通常用标准产业分类体系（SIC）的二位数行业作为公司经营的行业，四位数子行业作为公司经营行业下属的子业务。我国目前暂未使用 SIC 分类标准，本文依据标准产业分类体系与《国民经济行业分类与代码》的关系，将国民经济行业分类代码中的两位数行业与 SIC 分类中的两位数行业相对应，将国民经济行业分类代码中的四位数行业与 SIC 分类中的四位数行业相对应。国内上市公司年度报表中虽然有分行业的销售收入，但是行业的分类并不规范，本文主要是根据公司年度报表披露的信息将房地产上市公司分行业披露的销售收入根据《国民经济行业分类与代码》归入相应的国民经济两位数行业和四位数行业中去，从而计算出公司多元化经营程度的度量指标。

3.3.3 影响资本结构动态调整的其他变量

（1）公司规模（SIZE），规模大的企业在管理能力、人力资源、财务资源方面有着较大的优势，并且企业本身也拥有良好的声誉，容易获得外部投资资金；大企业中多数是上市公司，这些公司会定期公开自己在经营财务方面的信息，信息的公开化提升了企业的信誉，也让企业从外部资本市场上融资变得更为容易。因此，企业规模越大，其资本结构应该越接近最优水平。此外，企业资本结构的调整速度很大程度上取决于企业资本结构的调整成本有多大。规模大的企业由于财务资源丰富，所能够承担的资本结构调整成本也要比规模小的企业大得多，并且规模较大的企业往往有高效的内部资本市场，可以实现内部资金的有效调配。因此，大企业更有意愿也能更快的调整自身的资本结构，可以推断，企业的规模和资本结构的调整速度呈正相关性。本文用公司总资产的对数值来衡量公司规模因素。

（2）资产抵押性(MORT)，企业的资源可以分为有形资产、无形资产和人力资源三类，资产抵押性通常是指该资产有形，且可以作为抵押物。企业在向银行等外部机构融资借款时，往往需要提供设备、厂房、产品等有形资产作为抵押物。因此企业进行债务融资时的难易程度取决于其拥有的可以抵押的固定资产的数量与质量。拥有较多有形资产的企业，当需要投资新项目时，往往可以凭借较低的借款成本获得大量的银行贷款。而有形资产较少，且可抵押性差的企业，则往往在需要大量资金投资新项目时难以获得充足的借款。综

上所述，企业资产抵押性越高，则企业资本结构偏离最优水平的程度越低，企业资本结构的调整速度越快。本文用 MORT 来表示资产抵押性，一般情况下以固定资产/总资产来加以度量，但对房地产公司来说，存货也是其有形资产的一部分，属于可抵押资产，因此本文用（固定资产+存货）/总资产来衡量公司的资产可抵押性。

（3）盈利能力(PRO)，盈利能力就是指公司在一定时期内赚取利润的能力，利润率越高，盈利能力就越强。盈利性高的企业往往具有足够的、来自内部的资金来源，并且为了保证原有股东获得更高的回报率而将负债维持在相当低的水平，也即盈利性与负债比率呈负相关。本文用主营业务利润率来表示。

（4）通货膨胀(INF)，近年来我国通货膨胀率持续走高，这造成国内市场各类材料、商品、劳动力的价格具有很强的不确定性，这往往会对企业的资本结构决策产生一定影响。

（5）银行借款利率(RATE)，银行借款利率对整个资本市场具有指向作用，利率的变化往往造成企业融资成本的变化，这无疑会对企业的资本结构调整产生重大的影响，因此引入模型计算中。

（6）房地产价格增长率(PR)，房地产价格增长，意味着整个市场处于繁荣期，房地产企业有较高的经济效益，融资也相对轻松；房价降低，意味着市场处于萧条期，房地产必然面临较大的资金压力。因此房地产价格的变化也会影响到企业的资本结构调整，需要引入模型。

3.4 模型构建

综上所述，实证模型公式（1）可以推导偏离最优资本结构绝对程度 BSC 的表达式：

$$BSC = \alpha_0 + \alpha_1 DT_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 MORT_{i,t} + \alpha_4 PRO_{i,t} + \alpha_5 INF_{i,t} + \alpha_6 RATE_{i,t} + \alpha_7 PR_{i,t} + \lambda_i + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

通过公式（2）可以看出 $V_{i,t}$ 可以由 $D^*_{i,t}$ 和 $D_{i,t}$ 推导计算，因此影响 $D_{i,t}$ 的变量必然会影响到资本结构的调整速度，可以推导出：

$$V_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DT_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 MORT_{i,t} + \beta_4 PRO_{i,t} + \beta_5 INF_{i,t} + \beta_6 RATE_{i,t} + \beta_7 PR_{i,t} + \lambda_i + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

公式（4）、（5）以及公式（2），即 $D_{i,t} - D_{i,t-1} = V_{i,t}(D^*_{i,t} - D_{i,t-1})$ ，构成的模型组合体现了房地产上市公司的资本结构动态调整过程。表 3.1 为模型中各变量明细表。

表 3.1 变量明细表

变量名称	变量符号	计算方法
因变量		
企业实际资本结构	$D_{i,t}$	观测值

多元化经营视角下房地产上市公司资本结构动态调整研究

表 3.1 (续)

企业最优资本结构	$D_{i,t}^*$	时序均值
资本结构偏离最优水平程度	BSC	$BSC = D_{i,t} - D_{i,t}^*$
资本结构调整速度	$V_{i,t}$	$V_{i,t} = \frac{D_{i,t} - D_{i,t-1}}{D_{i,t}^* - D_{i,t-1}}$
	自变量	
多元化程度	DT	$DT = \frac{\sum_{j=1}^n q_j \ln \left(\frac{1}{q_j} \right)}{\ln m + \sum_{i=1}^m p_i \ln n_i} \times n$
公司规模	SIZE	LN (公司总资产)
资产抵押性	MORT	(固定资产+存货) / 总资产
盈利能力	PRO	主营业务利润率
通货膨胀率	INF	国内对应年份通胀率
银行借款利率	RATE	一年期贷款利率
房地产价格增长率	PR	全国平均房价增长率

第四章 多元化因素下我国房地产上市公司资本结构动态调整模型实证检验

4.1 数据的来源

上市公司与非上市公司相比一般经营规模较大，企业的运作机制也相对规范，其公开发布的报表资料也有审计机构的验证报告，真实性较高，比较能反映目前我国房地产企业的多元化经营程度和资本结构调整状况。因此，依据中国证券监督管理委员会 2001 年 4 月 3 日公布的《上市公司行业分类指引》所划分的行业类型，本文选取了 2006~2011 年间在沪深两市挂牌交易的 124 家房地产上市公司为研究对象，来分析多元化经营对房地产企业资本结构动态调整的影响。本文数据来源主要有两个渠道：一是通过国泰安 CSMAR 数据库和锐思数据 RESSET 金融研究数据库获取长期负债、所有者权益等评价资本结构的指标，以及研究用到的控制变量。二是通过房地产上市公司年报，收集各公司分行业的主营业务收入，用来计算评价多元化经营指标。企业年报由上海证券交易所和深圳证券交易所网站取得。

4.2 样本的选择

本文选择了 2006~2011 年在沪深两市主板上市的所有房地产公司作为备选研究样本，但为了消除异常样本对研究结论可能产生的影响，本文遵循以下数据处理标准：

（1）剔除 ST、SST、*ST、PT 类以及在研究时间段内出现资不抵债情况的公司，这类公司可能具有的非正常情况将会影响研究结论，对结果产生误导。

（2）由于选取的数据为 2006~2011 年六年的财务数据，因此剔除上市时间较短，在这六年中数据缺失较多的地产上市公司，以保证数据的动态连贯性。

（3）由于本文的多元化指标计算是基于分行业收入数据，该数据的缺失将影响多元化程度的计算，因此剔除分行业销售收入信息披露不完善的公司。

（4）不考虑经营房地产业的其他板块上市公司。部分公司并没有严格按照《上市公司行业分类指引》作为行业划分的标准，这部分公司往往将房地产业作为进入的新兴市场，房地产经营收入不足 50%或者没有比其他任何业务经营收入均高出 30%，本文剔除了在房地产板块可能出现这种情况的公司。

样本的详细选择过程见下图 4.1：

多元化经营视角下房地产上市公司资本结构动态调整研究

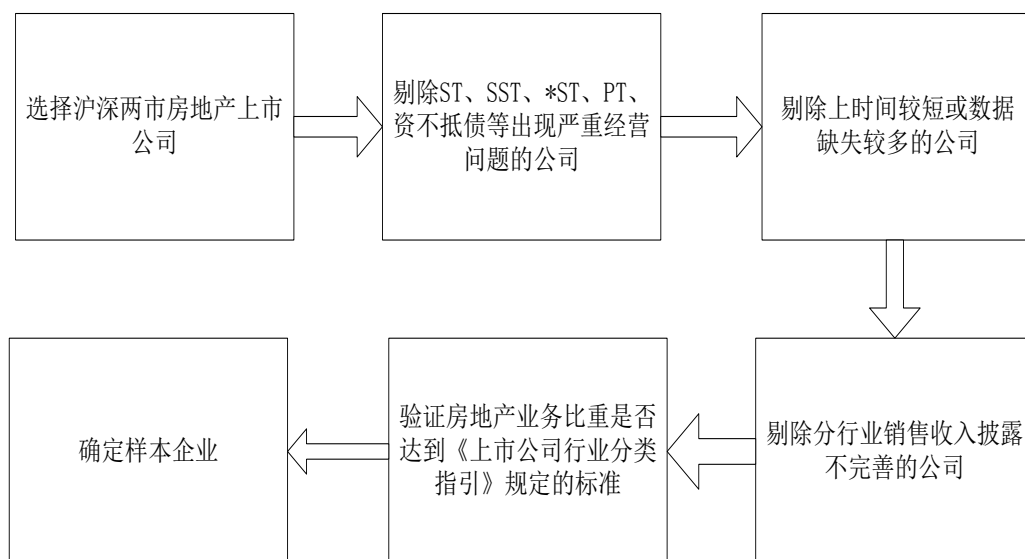


图 4.1 确定样本流程图

基于以上选择过程，对原始数据筛选处理后，本文选取了 90 家房地产上市公司作为样本，以样本公司 2006~2011 年六年的面板数据进行实证分析（样本公司见表 4.1）。

表 4.1 样本房地产上市公司

股票代码	股票名称	股票代码	股票名称	股票代码	股票名称
000002	万 科 A	000718	苏宁环球	600383	金地集团
000006	深振业 A	000797	中国武夷	600393	东华实业
000011	深物业 A	000897	津滨发展	600463	空港科技
000014	沙河股份	000926	福星股份	600503	华丽家族
000024	招商地产	000965	天保基建	600533	栖霞建设
000029	深深房 A	002016	世荣兆业	600576	万好万家
000031	中粮地产	002133	广宇集团	600606	金丰投资
000036	华联控股	002146	荣盛发展	600614	鼎立科技
000040	宝安地产	002208	合肥城建	600615	上海丰华
000042	深 长 城	002244	滨江集团	600638	新黄浦
000043	中航地产	002285	世联地产	600639	上海金桥
000046	泛海建设	002305	南国置业	600641	上海万业
000150	宜华地产	600048	保利地产	600657	信达地产
000402	金 融 街	600052	广厦股份	600658	北京电子

表 4.1 (续)

000502	绿景控股	600064	南京新高	600663	陆家嘴
000511	银基发展	600159	大龙伟业	600665	天地源
000514	渝开 发	600162	香江控股	600675	中华企业
000534	万泽股份	600173	卧龙地产	600683	京投银泰
000537	广宇发展	600185	格力地产	600684	珠江实业
000558	莱茵置业	600208	南湖中宝	600696	多伦实业
000573	粤宏远 A	600215	长春经开	600716	凤凰置业
000608	阳光股份	600223	鲁商置业	600732	新梅置业
000609	绵世股份	600239	云南城投	600736	苏州高新
000616	亿城股份	600240	华业地产	600743	华远地产
000628	高新发展	600246	北京万通	600748	实业发展
000656	金科股份	600256	广汇能源	600791	京能置业
000667	名流置业	600266	北京城建	600807	天业恒基
000668	荣丰控股	600322	天津发展	600823	上海世茂
000671	阳 光 城	600325	华发实业	600890	中房置业
000711	天伦置业	600376	首都开发	601588	北辰实业

4.3 资本结构动态调整模型求解与检验

4.3.1 主要求解过程

对中国房地产上市公司多元化经营资本结构动态调整的实证分析主要采用均值分析、相关分析及回归分析等数理统计方法，主要包括三个部分：

(1) 首先对样本企业多元化程度指标和资本结构指标进行分析，简单的通过各指标算数平均值来初步反映房地产企业总体的多元化程度、以及资本结构。

(2) 接着对影响房地产企业资本结构动态调整的各变量进行相关性分析，看模型中的变量是否存在多重共线性，以免影响计算的准确性。

(3) 最后通过回归方程，分析房地产企业多元化经营程度与企业资本结构之间是否存在显著关联，并分析这种关联背后的深层次原因。

4.3.2 各变量的描述性统计结果

2006—2011 年间房地产上市公司的资本结构见附录 1，2006—2011 年间房地产上市公司的多元化经营程度见附录 2。

根据前期找到的各样本公司的原始数据，用 SPSS13.0 软件求出了各指标变量的描述性

统计数据，主要有变量的样本个数、最小值、最大值、均值以及标准差，汇总整理得到表 4.2。

表 4.2 变量描述性统计结果

变量名称	变量符号	样本数	最小值	最大值	均值	标准差
实际资本结构	$D_{i,t}$	540	0.015	0.981	0.591	0.168
多元化程度	DT	540	0	5.672	1.238	1.187
公司规模	SIZE	540	0.642	7.994	3.717	1.266
资产抵押性	MORT	540	0.020	6.229	0.611	0.448
盈利能力	PRO	540	-3.179	23.497	0.293	1.690
通货膨胀率	INF	540	-0.007	0.059	0.034	0.023
银行借款利率	RATE	540	0.053	0.075	0.063	0.008
房地产价格增长率	PR	540	-0.017	0.232	0.094	0.078

4.3.3 实证检验结果和分析

4.3.2.1 解释变量相关性检验

本章的实证分析是基于前文中建立的包含多元化经营程度变量的资本结构部分调整模型。通过该模型推导出资本结构偏离最优资本结构的绝对程度模型和资本结构向最优资本结构调整速度模型，并进行相应的回归检验。为了防止多元回归方程中出现解释变量的多重共线问题，本文计算了方程中解释变量间的相关系数。从表 4.3 相关性矩阵可以看出，模型中各变量间的相关系数均较低，相关系数绝对值没有超过 0.8 的，因此可以判断各变量间多重共线性的可能性不高，适合做多元回归分析。

表 4.3 解释变量间相关系数矩阵

	DT	SIZE	MORT	PRO	PR	INF	RATE
DT	1						
SIZE	0.087*	1					
MORT	-0.159**	-0.023	1				
PRO	-0.018	-0.073	-0.061	1			

表 4.3 (续)

PR	-0.007	0.029	-0.022	0.012	1		
INF	0.022	0.043	0.025	0.006	-0.702**	1	
RATE	0.036	-0.150**	0.005	-0.017	-0.418**	0.760**	1

Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

4.3.2.2 Hausman 检验

在两个均采用面板数据的实证模型中, 通常情况下, 企业存在不可观测的特征效应, 这个特征效应我们用 λ_i 在两个实证模型中表现。这种包含企业个体影响的实证模型我们称为变截距模型。由于这种不可观测的个体影响分为固定影响和随机影响两种情形, 对应的变截距模型也分为固定影响变截距模型和随机影响变截距模型两种。

在计量经济学中, 通常使用 Hausman 检验来判断变截距模型的类型, 检验统计量为:

$$H = \chi^2 [K] = [b - d]^T [Var(b)] - Var(d)^{-1} [b - d]$$

其中, b 为固定效应模型的估计系数, d 为随机效应模型的估计系数。 H 服从一定自由度的卡方分布, 如果得出大于临界值, 则接受固定效应模型, 反之则接受随机效应模型。对两个实证模型的 Hausman 检验结果如表 4.4 所示。

表 4.4 Hausma 检验结果

检验模型	H 值	Prob
资本结构偏离时序均值程度模型	11.3678**	0.0315
资本结构向时序均值调整速度模型	7.9876*	0.0765

上标***表示在 1%的水平下显著, **表示在 5%的水平下显著, *表示在 10%的水平下显著。由表 4.4 可知, 资本结构偏离时序均值程度模型和资本结构向时序均值调整速度模型分别在 5%和 10%的显著水平下通过 Hausman 检验, 因此, 两模型均为固定效应变截距模型。

4.3.2.3 模型计算

本文实证分析的资本结构动态调整模型属于固定影响变截距模型, 采用的数据为非平衡面板数据, 该模型本身并不复杂, 但模型所需要的最优资本结构以及资本结构的调整速度都没有实际观测值, 许多学者运用回归估值的方法来寻找最优资本结构, 这种虽然是一种较为科学的方法, 但是由于影响企业资本结构的因素过多, 选用不同的自变量就会得到不同的最优资本结构替代量, 进而导致资本结构偏离最优资本结构的距离以及资本结构调

整速度也产生偏差，本文选取企业在一段时间内的资本结构时序均值作为最优资本结构的替代值。

对模型（4）进行回归分析，得出结果见表 4.5:

表 4.5 资本结构偏离时序均值程度模型的回归分析

被解释变量	BSC			
解释变量	预期符号	回归系数	t 统计量	Sig.
常数		-0.452	-5.699	0.000
DT	-	-0.007	-1.327	0.019
SIZE	+	0.058	10.862	0.000
MORT	+	0.071	4.947	0.000
PRO	-	-0.017	-4.545	0.000
INF	-	-1.773	-3.099	0.002
PR	-	-0.196	-1.649	0.100
RATE	+	4.523	3.381	0.001
R ²	0.248	F-Statistic	25.117	
Adjusted R ²	0.239	Sig.(F-Statistic)	0.000	
DW	1.949			

从表 4.5 所列的结果可知，多元化程度 DT 的系数为-0.007，且该系数在 5%的水平下显著，这表明房地产类上市公司的多元化程度越高，资本结构偏离最优水平的绝对程度越小，假设 1 得到证明。

公司规模(SIZE)与资本结构偏离最优值程度显著正相关，说明我国房地产上市公司由于其破产成本相对较低，债务承受能力较强，因此较容易获得债务融资的机会，一般表现出比小规模公司较高的资产负债率，这与国内外大部分实证研究的结论一致。

资产抵押性(MORT)与资本结构偏离最优值程度显著正相关。表明随着房地产上市公司有形资产比例的增加，其最优资产负债率也随之提高。这种正相关关系表明我国房地产上市公司在融资过程中更多的是考虑如何获得所需资金，而对债务的节税功能并没有过多的关注，并且高的有形资产比率为债权人提供了更多的实物保障，使债权人更加愿意向公司提供借款。

盈利能力(PRO)与资本结构偏离最优值程度显著负相关，说明我国房地产上市公司的资本结构符合优序融资理论。对于盈利性好的企业，其主要依靠保留盈余来解决资金需求

问题,这样节省了资金成本和交易成本。

通货膨胀率(INF)与资本结构偏离最优值程度显著负相关,说明房地产上市公司在面临原材料、人力成本价格上升时,其会减少借款融资,转而通过股票市场获得股权融资,以应对资金压力。

房地产价格增长率(PR)与资本结构偏离最优值程度关系的检验中,获得了显著负相关的证据。说明当房地产上市公司面临较高的增长机会时,公司前景被投资者看好,其股票价值可能会被市场高估,因此,公司成长性越高其资本结构中股权所占的比例越大,而负债的比例越小。

借款利率(RATE)与资本结构偏离最优值程度呈正相关,原因可能是,当银行提高借款利率时,企业的借款成本上升,必然会相应的减少借款额度,转而通过其他更廉价的方式融资。

对模型(5)进行回归分析,得出结果见表 4.6:

表 4.6 资本结构动态调整模型的回归结果

被解释变量	$V_{i,t}$			
解释变量	预期符号	回归系数	t 统计量	Sig.
DT	+	0.187	2.985	0.001
SIZE	+	0.689	2.198	0.058
MORT	+	0.394	4.562	0.000
PRO	+	0.302	9.186	0.000
PR	+	0.306	2.965	0.035
INF	-	-3.889	-6.221	0.002
RATE	-	-4.795	-2.895	0.005
R^2	0.569	F-Statistic	1.95674	
Adjusted R^2	0.537	Prob(F-Statistic)	0.008	
DW	2.010			

从表 4.6 可知,我们可以得出如下结论:多元化程度 DT 的系数为 0.187,在 1%的显著水平下通过 t 检验,当房地产上市公司的多元化程度提高时,资本结构的调整速度随之加快,两者之间正相关。由此,假设 2 也得以证明。

公司规模(SIZE)与企业资本结构调整速度呈正比。印证了规模大的企业可以承受更大的资本结构调整成本,其资本结构向最优结构调整的意愿也更强烈。

多元化经营视角下房地产上市公司资本结构动态调整研究

资产抵押性(MORT)与企业资本结构的调整速度呈正比,这可能是因为资产抵押性高的企业能够更便捷的获得外部资金,从而加快资本结构调整速度。

盈利能力(PRO)与资本结构调整速度呈正比,这是由于盈利能力较好的企业往往拥有良好的信誉与科学的管理,其融资便捷,管理层也有足够的能力将企业资本结构调整至接近最优水平。

通货膨胀(INF)提升,导致企业各项费用支出加大,企业盈利能力下降,融资渠道减少,资本结构调整速度下降。

银行借款利率(RATE)提升,企业融资成本相应加大,其向最优资本结构调整的速度也相应降低。

房地产价格增长率(PR)与资本结构调整速度呈正比,这是由于房地产价格上涨,企业盈利能力加强,获得融资更便捷,调整资本结构的速度相应加快。

第五章 多元化经营条件下我国房地产上市公司资本结构优化建议

房地产公司的生存、发展以及多元化经营都需要一个合理的资本结构，资本结构优化是一个动态的过程。资本结构优化是指公司通过对资本结构中负债和股东权益的合理搭配，寻求出理想的资产负债率，这一比率使得公司在可承受风险的条件下，资本总成本最低，市场价值最大。当然，随着房地产企业经营环境的改变、各种法律法规政策的出台与变化、经营领域的变化与扩张，房地产企业理想的资产负债率也会发生变化。从对我国房地产上市公司资本结构的实证研究结果来看，我国房地产上市公司实际资本结构与理论上的最优资本结构有着一定的差距。资本结构的选择取决于公司多元化经营程度、公司规模、盈利能力、流动性等多种因素，并且受到配股发行条款与长期债券市场发展的限制。房地产上市公司因其高风险、高成长性的特点，需要在财务上保持一定的资金灵活性，从而普遍维持相对较低的负债率是必要的，这也符合稳健性的原则。评价房地产上市公司资本结构的合理性，应当更多的立足于该公司的持续性竞争地位、公司资金的有效运作以及实际的现金流量情况。一个具有持续性竞争地位的公司，适当提高负债率所增加的投资回报会大于融资成本的增加，而一个不具有竞争优势的公司，即使有着稳健的资本结构，也无法面对经营不利带来的现金流失，破产的风险反而更大。为了适应不断变化的外部宏观环境和公司内部微观环境，我国房地产上市公司大量扩展在新领域的业务规模，也对其资本结构进行了相应的动态调整，增强其经营能力，抗风险能力，提高资金使用效率，以期在这个充满竞争的市场中取得更好的生存与发展。本文在考虑多元化经营的条件下，从房地产公司本身以及外部融资环境方面，就如何优化我国房地产上市公司资本结构提出建议。

5.1 公司方面

资本结构的优化依赖于各方面作用共同效果，在这个动态的调整过程中，房地产上市公司应充分考虑多元化经营的各个行业特点及公司自身特点，从降低资本成本、增强抗风险能力、增强资金灵活性等方面入手，合理选择融资方式，力求建立起资本结构动态优化机制，促进公司资本运行的良性循环，帮助实现公司价值最大化的财务目标。

5.1.1 合理选择融资方式

多元化经营和企业资本结构决策均是房地产公司重要的经营活动，通过前文的理论研究和实证检验，可以发现两者有着紧密的关系。因此，公司选择何种方式融资时，应该考

考虑融资方式是否与多元化经营战略相匹配。当公司进行融资决策时，要对所经营的不同行业的投资特性加以区别，行业的特性不同，所采用的融资方式也应不同。相关管理者在选择相应的融资方式后，他们契约被执行的方式也就决定了。从资产专用性角度来看，债务融资获得的资金，主要用于投资一些容易重新配置的资产，该部分资金主要通过债务市场的规则来管理，因此房地产企业新进入的投资领域属于门槛较低，容易进入与退出的行业时，可以多采用债务融资；公司通过股权融资获得的资金，则主要用于投资一些不易进行重新配置的资产，比如公司的专用性资产，这部分资金往往通过管理层内部操作来管理，因此企业在投资一些进入门槛高，投资回报期较长的行业时，可以采用股权融资。债务融资和股权融资是企业最基本的两种融资方式，此外企业还可以通过其他的一些融资方式作为优化资本结构的辅助手段，比如发行优先股和可转换债券、融资租赁、典当租赁等。各种融资方式虽然都能给企业吸收到所需的资金，但它们之间的交易费用和使用成本却相差较大，公司在选择融资方式时，一定要合理分析投资项目的特性，确定适合该投资项目的融资方式，从而使融资成本降到最低、公司价值得到提升。

5.1.2 强化多元化经营下公司治理机制

企业进行多元化经营后，各个经营领域的管理者能否站在整个公司的角度来规划自己所在部门发展是尤为重要的。企业需要严格避免各个经营领域的负责人各自为战，为了本部门的利益，牺牲公司整体利益的情况发生。根据代理成本理论，经营管理者由于没有企业的全部剩余价值索取权，他们就产生了为自身谋求最大利益的动机，企业管理者在做出增加他们自身利益的决策时，往往会有意无意的减少公司价值，侵害投资人的利益。管理层有可能通过多元化经营来增强企业对其管理技能的需求，以达到自我防御的效果。但是过度的多元化经营，会造成投资过度，造成公司整体价值损失。因此强化公司的治理机制，控制经理人过度融资，盲目多元化经营是很多房地产企业的当务之急。现代化的企业需要建立完善的内部牵制体系，做到董事会、监事会、管理层的相互独立、相互制衡，只有这样才是一个完善的公司内部治理结构。

5.1.3 确定合理的资本结构调整方式

资产的构成对公司资本结构的影响很大。固定资产所占总资产比例越大的公司，可以多使用长期负债；而短期流动负债更适合于存货较多的公司。因此房地产企业显然更适合使用长期负债。现实中很有可能出现公司的实际资本结构偏离最优资本结构的程度较大，一般可以采用以下的方式使企业资本结构靠近最优结构：首先，需要决定是保持现有资本结构不变还是准备向最优资本结构调整。如果决定是向最优资本结构调整后，公司需要决

定采用何种调整方式，是逐步平稳的向最优资本结构靠近，还是快速高效的向最优资本结构调整。具体调整资本结构的举措有，当企业资本结构低于目标资本结构时，企业需要提高资产负债率，可以通过增加借款加大债务比例或者通过回购本公司股票减少股权融资来实现；而企业资本结构比率高于目标资本结构时，公司应该降低资产负债率，可以通过发行新股增加股权融资或者用企业盈余资金提前归还部分债务来实现。

5.1.4 构建房地产企业融资模式

在前文实证研究中已经证明房地产类上市公司的多元化程度越高，资本结构偏离最优水平的绝对程度越小，这说明企业多元化经营的财务动机是建立内部资本市场。多元化投资需要的资金有相当一部分来自内部资本市场，因此房地产公司可以较便捷的调整现有资本结构。现实中房地产上市公司从事多元化经营往往也是因为企业内部存在大量可以利用的闲置资源，需要扩充经营范围有效的利用这些资源，获取新的利润源泉。但企业在进行房地产开发时需要在前期投入大量的资金，如果仅仅依靠内部资本市场是无法完全解决融资问题的。这时候采用债务融资、股权融资和房地产信托的方式筹集资金就显得尤为必要。无论采用何种融资方式，最终的目的都是为了改善房地产公司的资本结构，提高其资本结构的稳定性与质量。

5.2 外部融资环境方面

伴随着现代经济的飞速发展，房地产企业的融资方式和过去相比也有了巨大的改变，这其中外部资本市场无疑是企业融资最重要的一条途径。是否有一个制度成熟规范、信息公开透明、融资成本合理的外部融资环境，将直接关系到房地产企业资本结构的优化程度和调整效率。房地产企业大多数实行了多元化经营战略，在多个领域的经营虽然有利于房地产企业建立高效的内部资本市场，但是企业也需要同时在多个领域面对激烈的市场竞争。一旦企业通过内部资本市场无法获取所需的投资资金，就需要针对不同行业的外部融资环境制定出相应的融资方案。本文就如何形成一个拥有完善的制度体系、高效的资本流转、正常的政企关系的良好外部融资环境提出以下三点建议：

5.2.1 建立完善的公司债券市场，使公司融资有更灵活的选择方式

近年来我国股票市场有了长足的进步，许多企业凭借发行公司股票吸引了大量投资者的资金投入，上市融资渐渐成为大型房地产企业的主要融资方式。与股票市场的飞速发展相比，我国债券市场的发展明显滞后，甚至落后于我国的金融体制改革，延滞了整个金融市场发展的步伐。对房地产企业来说，债券市场的发展有助于企业资本结构的调整，对公司内部资本结构的优化具有积极作用。目前国家对公司发行债券有较多的限制，房地产企

业想要通过债券融资，需要有明确合理的发债资金用途、超高的信用等级和严格的管控制度。多元化经营可以提高房地产上市公司的经营规模，改善企业的盈利能力，增强企业的财务稳定性，提高企业的信用等级，这为房地产企业发行债券提供了强效的保障。根据国际趋势，未来房地产企业的主要融资方式将是债券融资，因此房地产企业应积极申请发行公司债券。

5.2.2 完善相关法律制度

现阶段，我国金融体系发展还不够完善，金融秩序相比于欧美等国也稍显混乱，相应的金融监管法律制度还有待于继续完善。只有建立起完善的金融法律制度，才能规范企业融资活动的可操作范围，为企业在这个可操作范围内的融资活动提供有依据的法律保护。我国现有的金融监管方面的法律法规主要有：《商业银行法》、《企业债券管理条例》、《金融违法行为处罚办法》、《证券投资基金法》等。虽然现有的监管法规为我国金融市场的发展起到了较好的作用，但由于我国实行现代化的金融监管体系时间还不长，依然存在很多问题，主要有以下几点：①监管信息不对称，各级监管部门在实施金融监管时，主要是依据金融机构提供的各类报表，但很难对这些报表的真实性、可靠性做出准确的判断，很多金融机构往往抓住这一点来弄虚作假，从而获取非法利益、逃避监管部门的惩处；②金融方面立法还不够完善，虽然我国已经制定了多部金融监管方面的政策法规，但这些法规在配套性、操作性以及适用性方面还存在着很大的不足；③分业监管的局限性，我国将金融监管分为银行、保险、证券三个大类，银监会、保监会以及证监会都只能在特定的范围内实行监管工作，这就导致了各部门在监管时出现缺乏协调、不能有效沟通的问题，这无疑提高了整个金融市场的监管成本，也降低了监管效率。针对这些问题，我们有必要完善现有的金融法律制度。首先，将原有法律法规上一些不合适、不实际、缺乏操作性的规定进行删除或修改；其次，针对一些新出现的金融问题，原有法律规章还是空白的，应该及时补充相关法律条文；最后，对我国政策法规的实施细则做全面的梳理整改，着重加强各项规章的可操作性，对实际问题更有针对性。

5.2.3 充分披露多元化经营信息

对上市公司采取强制性的信息披露制度是证券市场的一个基础性制度。该制度可以保证金融市场的健康发展，通过披露企业信息，使投资者能够更准确的做出投资决策，从而保护投资人的正当权益。目前，我国上市公司虽然需要按时出具年度、半年度、季度财务报告，但是报告中关于企业多元化经营的分行业财务信息披露却不够。即便有分行业的财务数据，但行业也没完全按照《国民经济行业分类与代码》的规定来划分。这不但给国内

学者研究相关课题带来了困难，也让股权投资人、债权人很难监管企业的多元化经营是否合理，是否有过度投资的嫌疑。完善的多元化经营信息披露可以让企业向市场上的投资者传递真实有效的信息，从而筹集到生产经营所需要的资本。多元化经营信息的披露还能够揭示企业经营质量的状况，促进资源的优化配置，使社会上的资源流向经营业绩好、利润丰厚的行业，从而给投资者带来回报，也实现社会资源的最优增长。但当前，之所以存在上市公司披露的多元化经营信息不够完整、有些信息虽然披露了但缺乏时效性以及信息披露较为随意等问题，主要有两方面的原因：一是上市公司为了企业自身利益，在融资市场树立良好的品牌形象，经常会采用财务报表造假、人为操纵利润的方法使自己的营业质量大幅提高。披露多元化经营信息，不利于企业在下属各子行业间人为调节利润，不利于掩饰关联方交易。二是我国现在的金融法制还不健全，各项准则制度和企业实践之间匹配性不高，各项制度之间存在不协调的问题。审计机构、监管部门的监督有效性不高，许多虚假信息没有经过严格的审查把关就得以向外披露。要加强多元化信息披露的管理，主要是要建立起相应的法律规范，加强现有的监督管理力度，对企业年报中分行业的经营信息要强制披露。

第六章 总结与展望

6.1 研究局限

依据不同的理论，分散风险和内部资源利用既是房地产上市公司实施多元化经营的动机，也是房地产企业多元化经营对资本结构动态调整影响的两条重要途径，第四章的实证分析也证明了文章中所提出的假设。但本文的研究仍存在一些不够完善的地方，主要有以下两个方面：

(1) 本文选取了总体多元化指数对企业多元化程度进行测度。但正如前文提到的那样衡量企业多元化程度的指标还有多元化经营哑变量、多元化经营所跨行业数、专有化率、赫芬达尔指数、多元化熵指数等。每一个度量指标都有自己的优点和不足，指标度量时所关注的重点和角度也有所区别，相应的，如果把不同指标度量的多元化程度代入同样的实证研究模型中去，所获得的结果很有可能出现差别。本文选取的总体多元化指数是否是最适合度量房地产多元化经营程度的指标还有待进一步确认。

(2) 由于本文研究的时间跨度较长，样本较多，因此在数据搜集与整理时会不可避免的出现若干年份若干企业的数据缺失问题，且存在这种问题的企业不少，本文没有将这些有数据缺失的企业剔除样本，由此得到的是非平衡的面板数据集，而这种数据集很有可能对计算结果的准确性产生不利影响。

6.2 研究展望

资本结构理论是欧美国家财务理论的重要组成部分，经历了旧资本结构和新资本结构理论两个阶段，直到今天资本结构理论依然是金融投资、财务管理等领域内的一个热门课题。近年来，学者们开始将多元化经营引入到资本结构理论研究中，研究的焦点主要是企业多元化经营如何影响资本结构的变动。但是，现有研究主要是静态研究，很少有学者将多元化经营与资本结构动态调整模型结合在一起。基于此，本文对后期进一步的研究提出几点展望：

(1) 随着多元化经营与资本结构调整的关系这一课题逐渐热门，学者们从静态角度做了大量的研究，但在动态领域研究多元化经营对资本结构调整的影响还很少见。由于缺少相关的研究进行佐证，本文研究得出的结果是否真实可靠还有待进一步验证。今后的研究中，可以进一步调整模型，添加或剔除某些变量，并选取各种不同的多元化测度指标，分别进行回归分析，并对比分析不同的实证结果。

(2) 本文选取中国房地产类上市公司作为研究对象，虽然房地产行业属于热门行业，

市值占沪、深两市总市值的比重也较大，但该行业毕竟有其特殊性，根据房地产企业得出的实证结果是否适用于其他行业的上市公司还有待验证。今后的研究应该更进一步，将研究对象扩大到所有行业的上市公司，分析不同特性行业的上市公司其多元化经营影响资本结构动态调整的途径有何不同，通过对比分析不同行业的研究结果可以得出具有普遍适用性的可靠结论。

（3）经济全球化加强了各个国家、各个行业经济的相互依存，并推动了资本要素优化配置的进程，当代企业在进行资本结构决策时需要考虑更多的因素，决策过程也更加复杂。许多过去研究中没有考虑或者忽略的因素，也渐渐成为影响企业资本结构调整的重要原因。因此，需要在今后的研究中对原有的资本结构理论进行创新和拓展，以适应新形势下企业的需求。

参考文献

- [1] Alchian A. Corporate Management and Property Rights[J]. Economic Policy and the Regulation of Corporate Securities, 1969, 30: 816—829.
- [2] Williamson O E. Markets and Hierarchies: analysis and antitrust implication. New York: Free University Pr, 1975.
- [3] Myers S C, Majluf N C. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13: 187—222.
- [4] Stein J C. Internal capital markets and the competition for corporate resources[J]. Journal of Finance Economics, 1997, 52: 111—133.
- [5] Giacinta Cestone and Chiara Fumagalli. The Strategic Impact of Resource Flexibility in Business Groups[J]. RAND Journal of Economics, 2005, 36: 193—214.
- [6] Muller D C. A theory of conglomerate mergers[J]. Quarterly Journal of Economics, 1969, 83: 643—650.
- [7] Andrei Shleifer, Robert W Vishny. Managerial Entrenchment: The Case of Manager Specific Investments[J]. Journal of Financial Economics, 1989, 25: 123—139.
- [8] Comment R, Jarrell G A. Corporate focus and stock returns[J]. Journal of Financial Economics, 1995, 37: 67—87.
- [9] Fiaschi A. Managerial discretion and optimal financing policies with cash flow uncertainty[R]. Working Paper, 2009.
- [10] O E Williamson. Corporate finance and corporate governance[J]. Journal of Finance, 1988, 3: 567—591.
- [11] Eduardo Jose Menendez Alonso. The Effect of Firm Diversification on Capital Structure: Evidence from Spanish Firm[R]. Working Paper, 2000.
- [12] Fischer, E R Heinkel and J Zechner. Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests[J]. Journal of Finance, 1989, 44: 19—40.
- [13] Leland H E. Corporate debt value, bond covenants, and optimal capital structure[J]. Journal of Finance, 1994, 49: 1213—1252.
- [14] Leland H E and K B Toft. Optimal Capital Structure, Endogenous Bankruptcy, and the Term Structure of Credit Spreads[J]. Journal of Finance, 1996, 1: 987—1019.

- [15] Banerjee , Heshmati and Wihlborg. The Dynamics of Capital Structure[J]. Research in Banking and Finance, 2000, 4: 275—297.
- [16] Goldstein and Leland. An EBIT-Based Model of Dynamic Capital Structure[J]. Journal of Business, 2001, 74: 483—512.
- [17] Leary and Michael R Roberts. Do firms rebalance their capital structures?[J]. Journal of Finance, 2005, 12: 2575—2619.
- [18] Sheridan Titman, Sergey Tsyplakov. A Dynamic Model of Optimal Capital Structure[J].Review of Finance, 2007, 11: 401—451.
- [19] Lemmon, Roberts and Zender. Back to the Beginning: Persistence and the Cross—Section of Corporate Capital Structure[J].Journal of Finance, 2008, 63: 1575—1608.
- [20] Faulkender, M Flannery, K Hankins and J Smith.Transaction Costs and Capital Structure Adjustments, Working Paper, 2010.
- [21] 顾乃康, 宁宇.公司的多样化战略与资本结构关系的实证研究[J].南开管理评论, 2004, 7: 89—93.
- [22] 邵军, 邵兵.多元化战略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].辽宁工学院学报, 2005, 7: 14—17.
- [23] 邵军, 刘志远.多元化战略对资本结构影响的实证解析[J].现代财经, 2005, 7: 34—37.
- [24] 姜付秀.我国上市公司多元化经营的决定因素研究[J].管理世界, 2006, 5: 128—135.
- [25] 李强, 黄国良.论多元化战略与资本结构[J].商业研究, 2007, 1: 9—12.
- [26] 陈咏英.公司多元化的经济后果—基于代理成本角度的经验证据[M].北京: 中国财政经济出版社, 2008.
- [27] 章细贞. 公司多元化战略对资本结构影响的研究—基于面板数据的实证分析[J].财经理论与实践, 2009, 11: 61—67.
- [28] 任曙明, 马强, 晏雅卉.农业上市公司多元化战略与资本结构动态调整[J].大连理工大学学报, 2010, 9: 8—13.
- [29] 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, 2: 36—41.
- [30] 孔爱国, 薛光煜.中国上市公司资本结构调整能力的实证研究[J].复旦学报, 2005, 4: 39—46.
- [31] 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, 1: 23—38.
- [32] 邓可斌, 丁重.多元化战略与资本结构之间关系探析[J].管理学报, 2010, 7: 1075—1084.
- [33] 赵兴楣, 王华.政府控制、制度背景与资本结构动态调整[J].会计研究, 2011, 3:34—40.

- [34] H IAnsoff. Strategies for Diversification[J]. Harvard Business Review, 1957: 113—124.
- [35] Penrose,E.T.The Theory of the Growth of the Firm[M].New York: John Wiley, 1959.
- [36] RPRumelt. Strategy,Structure,and Economic Performance[M].Harvard University Press, Cambridge, MA, 1974.
- [37] Wrigley L. Divisional autonomy and diversification[J]. Unpublished doctoral thesis, Harvard Business School, 1970.
- [38] 康荣平, 柯银斌.企业多元化经营[M].北京: 经济科学出版社, 1999.
- [39] David Durand. Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement[J]. Conference on Research in Business Finance, 1952.
- [40] Modigliani,Miller. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment[J].The American Economic Review, 1958, 6: 261-297.
- [41] Jensen, Meckling.Theory of the Firm: Managerial Behavior,Agency Costs and Ownership Structure[J].Journal of Financial Economics, 1976, 3: 305—360.

致谢

经过一年多的努力，我的硕士学位论文终于顺利完成了。首先，我要衷心感谢我的指导老师马珩副教授。在我论文的写作期间，马珩老师虽然有繁重的教学与科研任务，但她依然在百忙之中抽出大量的时间对我的论文写作提出了具体而深入的指导。这篇论文的选题、构思、撰写、修改都倾注了马珩老师的关怀。同时，我也要感谢会计专业其他各位老师，老师们在课堂上授予我专业知识，在学术研究上给我指导与启发，在人格培养上熏陶我情操。虽然我本人稍显驽钝，学术上的进步也不是很快，但在各位老师的帮助下，我在研究生期间还是获得了较大的进步与成长。我有幸得到会计专业各位老师的悉心指导，不胜感激。

两年多的研究生生活短暂而又充实，感谢经济与管理学院同学们给了我珍贵的友谊。在此我要感谢怡园 20 栋 301 寝室的舍友们，是他们给了我温馨的寝室生活；要感谢会计专业的各位同学，与他们在专业方面的交流和切磋使我受益匪浅；也要感谢我的师兄师姐，他们在我论文写作中给予了各种帮助与指导。

最应该感谢的是我的父母，拥有一个幸福的家庭是我最大的精神支撑。在我二十年的求学生涯中，他们为我创造了良好的学习环境，对我总是无微不至的关爱，这些保证了我能顺利完成学业。父母给予我很多，而我的回报却远远不够，谨以此文献给我亲爱的父母。

最后，衷心地感谢在百忙之中参与答辩评阅论文的各位专家、老师，你们辛苦了！

在学期间的研究成果及发表的学术论文

攻读硕士学位期间发表（录用）论文情况

1. 祁雷、马珩. 房地产上市公司多元化经营程度研究[J]. 经营管理者, 2013 (02).

攻读硕士学位期间参加科研项目情况

1. C919 大型客机客户服务成本计算与价格研究
2. 基于节能减排的长三角新型制造业发展途径研究

附录

附录 1 样本公司资本结构

股票 代码	公 司 名称	2011. 1 2. 31	2010. 1 2. 31	2009. 1 2. 31	2008. 1 2. 31	2007. 1 2. 31	2006. 1 2. 31
		资产负 债 率	资产负 债 率	资产负 债 率	资产负 债 率	资产负 债 率	资产负 债 率
0000 02	万 科 A	0. 7710	0. 7469	0. 6700	0. 6744	0. 6611	0. 6494
0000 06	深 振 业 A	0. 6529	0. 7014	0. 6986	0. 7167	0. 6760	0. 5456
0000 11	深 物 业 A	0. 6768	0. 6996	0. 7663	0. 7293	0. 6994	0. 6448
0000 14	沙 河 股份	0. 6643	0. 6479	0. 7197	0. 7435	0. 6682	0. 6330
0000 24	招 商 地产	0. 6953	0. 6465	0. 6179	0. 5652	0. 6358	0. 6833
0000 29	深 深 房 A	0. 5673	0. 6153	0. 6383	0. 4716	0. 4870	0. 5499
0000 31	中 粮 地产	0. 7817	0. 6961	0. 5136	0. 6378	0. 3916	0. 4199
0000 36	华 联 控股	0. 4048	0. 4791	0. 4410	0. 5366	0. 8020	0. 7598
0000 40	宝 安 地产	0. 4780	0. 6131	0. 6411	0. 5950	0. 4984	0. 5672
0000 42	深 长 城	0. 6462	0. 6488	0. 6803	0. 6862	0. 6451	0. 6177
0000 43	中 航 地产	0. 6933	0. 7026	0. 6778	0. 6339	0. 5602	0. 7371
0000 46	泛 海 建设	0. 6385	0. 6266	0. 6021	0. 5632	0. 4541	0. 5117

多元化经营视角下房地产上市公司资本结构动态调整研究

000150	宜华地产	0.5287	0.2856	0.3476	0.4801	0.4962	0.1514
000402	金融街	0.6903	0.6817	0.6236	0.4611	0.6463	0.6440
000502	绿景控股	0.4067	0.7171	0.3821	0.6064	0.6217	0.5821
000511	银基发展	0.5492	0.5810	0.5604	0.3325	0.3999	0.5201
000514	渝开发	0.4564	0.4670	0.3641	0.3161	0.2916	0.7089
000534	万泽股份	0.5167	0.4643	0.5123	0.5118	0.2210	0.2558
000537	广宇发展	0.5437	0.6465	0.7262	0.7501	0.7714	0.7510
000558	莱茵置业	0.7816	0.7642	0.7358	0.7367	0.7937	0.6791
000573	粤宏远A	0.4101	0.4378	0.4483	0.4412	0.3396	0.3787
000608	阳光股份	0.5114	0.5559	0.7013	0.6341	0.6348	0.7314
000609	绵世股份	0.3066	0.2451	0.2151	0.2135	0.4075	0.2518
000616	亿城股份	0.6204	0.6222	0.6112	0.5026	0.5685	0.7765
000628	高新发展	0.9554	0.9487	0.9431	0.9339	0.9349	0.7813
000656	金科股份	0.8551	0.8564	0.0145	0.0423	0.1064	0.1317
000667	名流置业	0.5023	0.4748	0.4059	0.2460	0.4178	0.2599
0006	荣丰	0.2137	0.2172	0.3421	0.4709	0.2317	0.3148

南京航空航天大学硕士学位论文

68	控股						
000671	阳光城	0.6708	0.5343	0.6230	0.7408	0.7639	0.6834
000711	天伦置业	0.5565	0.5235	0.5446	0.4744	0.4792	0.3968
000718	苏宁环球	0.7477	0.7531	0.6672	0.6892	0.7683	0.7629
000797	中国武夷	0.7294	0.7074	0.7240	0.7408	0.7256	0.6912
000897	津滨发展	0.7398	0.6839	0.6814	0.6112	0.5811	0.5742
000926	福星股份	0.6586	0.6545	0.5764	0.5031	0.6314	0.6137
000965	天保基建	0.5029	0.5526	0.5147	0.4748	0.3679	0.3962
002016	世荣兆业	0.5067	0.4325	0.4884	0.4146	0.2237	0.2145
002133	广宇集团	0.6804	0.7217	0.7264	0.7143	0.6870	0.8013
002146	荣盛发展	0.7487	0.7498	0.7169	0.6798	0.6367	0.7443
002208	合肥城建	0.6769	0.6883	0.6133	0.4796	0.7151	0.5513
002244	滨江集团	0.8060	0.7985	0.7793	0.7521	0.8392	0.9011
002285	世联地产	0.2084	0.2380	0.1800	0.3438	0.4351	0.5052
002305	南国置业	0.6423	0.5975	0.4114	0.6329	0.6332	0.6668
600048	保利地产	0.7843	0.7898	0.6999	0.7078	0.6862	0.7571

多元化经营视角下房地产上市公司资本结构动态调整研究

600052	广厦股份	0.7036	0.7388	0.7725	0.8331	0.8842	0.7678
600064	南京新高	0.6624	0.6379	0.5627	0.6669	0.4680	0.5093
600159	大龙伟业	0.3509	0.3849	0.4784	0.6130	0.6007	0.7294
600162	香江控股	0.7812	0.7577	0.7106	0.7142	0.6845	0.3066
600173	卧龙地产	0.4619	0.5339	0.5658	0.6518	0.7554	0.5459
600185	格力地产	0.8246	0.8147	0.6924	0.8880	0.5594	0.5646
600208	新湖中宝	0.6785	0.6844	0.6952	0.6328	0.5949	0.6731
600215	长春经开	0.3863	0.3372	0.2555	0.2910	0.4980	0.5089
600223	鲁商置业	0.9204	0.8967	0.9042	0.9046	0.8266	0.7863
600239	云南城投	0.7156	0.6868	0.6181	0.4276	0.2182	0.1084
600240	华业地产	0.6654	0.7185	0.6900	0.4298	0.3491	0.4714
600246	北京万通	0.6660	0.6947	0.6482	0.5496	0.6726	0.7723
600256	广汇能源	0.5651	0.6014	0.5246	0.3883	0.4513	0.4299
600266	北京城建	0.7035	0.6916	0.6747	0.6602	0.6536	0.7144
600322	天津发展	0.6095	0.6547	0.5966	0.5814	0.5189	0.6268
600325	华发实业	0.6916	0.6778	0.6834	0.6449	0.7546	0.7804

南京航空航天大学硕士学位论文

6003 76	首 都 开发	0.7936	0.7473	0.7070	0.8199	0.8275	0.8042
6003 83	金 地 集团	0.7111	0.7115	0.6965	0.7034	0.6365	0.6676
6003 93	东 华 实业	0.6779	0.6651	0.6334	0.6324	0.7640	0.7386
6004 63	空 港 科技	0.7009	0.7065	0.7071	0.6034	0.6142	0.5288
6005 03	华 丽 家族	0.5746	0.6654	0.6060	0.6186	0.5600	0.6429
6005 33	栖 霞 建设	0.6426	0.5619	0.6482	0.5793	0.6764	0.6313
6005 76	万 好 万家	0.4177	0.1265	0.3127	0.4249	0.5731	0.6610
6006 06	金 丰 投资	0.6244	0.5570	0.5182	0.4607	0.3951	0.5252
6006 14	鼎 立 科技	0.5774	0.5747	0.6012	0.5892	0.8918	0.9446
6006 15	上 海 丰华	0.1340	0.3005	0.5018	0.5368	0.6684	0.5116
6006 38	新 黄 浦	0.5354	0.5253	0.5430	0.3191	0.3158	0.2365
6006 39	上 海 金桥	0.4923	0.5181	0.4996	0.4274	0.4122	0.4009
6006 41	上 海 万业	0.6150	0.5306	0.4900	0.3007	0.3248	0.4571
6006 57	信 达 地产	0.5541	0.5509	0.5346	0.5762	0.8768	0.6613
6006 58	北 京 电子	0.4297	0.4648	0.4979	0.7001	0.5951	0.6452
6006 63	陆 家 嘴	0.5478	0.4923	0.4240	0.4729	0.3534	0.3749
6006	天 地	0.7415	0.7519	0.7353	0.6750	0.6923	0.5777

多元化经营视角下房地产上市公司资本结构动态调整研究

65	源						
600675	中 华 企业	0.7536	0.7729	0.6959	0.6367	0.6502	0.6576
600683	京 投 银泰	0.8188	0.7513	0.6927	0.6018	0.5577	0.5355
600684	珠 江 实业	0.6048	0.6166	0.5627	0.4814	0.4152	0.3749
600696	多 伦 实业	0.4305	0.2760	0.1614	0.3429	0.5005	0.4861
600716	凤 凰 置业	0.7124	0.7154	0.5987	0.9087	0.7363	0.7551
600732	新 梅 置业	0.5158	0.4887	0.5859	0.5889	0.6002	0.6261
600736	苏 州 高新	0.7567	0.7469	0.7479	0.7038	0.7202	0.7055
600743	华 远 地产	0.7229	0.7755	0.7329	0.6607	0.9670	0.9805
600748	实 业 发展	0.6451	0.8211	0.7922	0.7579	0.5593	0.4875
600791	京 能 置业	0.6846	0.7585	0.6692	0.6609	0.4551	0.6713
600807	天 业 恒基	0.7262	0.7633	0.7043	0.6192	0.7099	0.6679
600823	上 海 世茂	0.6086	0.6085	0.5622	0.4412	0.5005	0.5426
600890	中 房 置业	0.1423	0.4297	0.3702	0.2870	0.3703	0.2059
601588	北 辰 实业	0.6602	0.6368	0.6459	0.6562	0.5841	0.4399

附录 2 样本公司多元化程度

股票 代码	公 司 名称	2011. 1 2. 31	2010. 1 2. 31	2009. 1 2. 31	2008. 1 2. 31	2007. 1 2. 31	2006. 1 2. 31
		DT 值 2011	DT 值 2010	DT 值 2009	DT 值 2008	DT 值 2007	DT 值 2006
0000 02	万 科 A	0. 135059	0. 141805	0. 116889	0. 10884	0. 104880	0. 161637
0000 06	深 振 业 A	0. 240219	0. 243095	0. 257936	0	0. 773222	0. 797705
0000 11	深 物 业 A	1. 871143	2. 125805	2. 265919	2. 563869	4. 004811	3. 868296
0000 14	沙 河 股份	0. 417408	0. 244835	0. 201018	0. 340456	0. 506872	0. 255351
0000 24	招 商 地产	0. 68538	1. 438436	1. 656324	3. 401417	2. 931642	2. 065873
0000 29	深 深 房 A	3. 343731	3. 127411	3. 635595	3. 62486	2. 986788	2. 966894
0000 31	中 粮 地产	0. 559789	1. 209812	1. 277635	2. 146995	2. 685822	3. 242302
0000 36	华 联 控股	1. 72527	1. 027914	0. 673601	0. 622105	0. 6678	0. 4523
0000 40	宝 安 地产	0. 241452	2. 328112	3. 170711	3. 356488	3. 612653	3. 409247
0000 42	深 长 城	1. 486085	1. 831345	1. 270201	2. 147248	2. 640073	3. 350376
0000 43	中 航 地产	1. 69628	2. 465777	2. 943468	3. 50958	3. 153397	3. 660771
0000 46	泛 海 建设	1. 371708	1. 260585	0. 799961	1. 287345	0. 251808	0. 587453
0001 50	宜 华 地产	0	0	0	0	1. 173641	0

多元化经营视角下房地产上市公司资本结构动态调整研究

000402	金融街	1.501911	0.990651	1.02648	1.138067	0.921105	1.629415
000502	绿景控股	0.325566	1.369523	0	0.282491	0.291276	0.509434
000511	银基发展	0.338334	0.501597	0.361538	0.33685	0.227921	0.1123
000514	渝开发	2.47971	4.302018	5.040478	4.616371	3.198802	2.326836
000534	万泽股份	2.627097	2.016592	1.248999	1.345896	1.901478	2.1131
000537	广宇发展	0	0.00324	0.145238	0.099748	0.052356	0.070454
000558	莱茵置业	1.849593	1.187384	1.120272	0.108875	0.06783	0.021375
000573	粤宏远A	1.472045	2.035635	1.571417	1.4818	1.108926	1.412604
000608	阳光股份	1.804307	0.774266	1.047785	0.770364	0.772403	0.765842
000609	绵世股份	1.340219	1.278069	1.461202	0	0	0
000616	亿城股份	0.437087	0.330764	0.156196	0.469076	0.201516	0.274942
000628	高新发展	1.681164	1.974342	2.051647	1.855209	2.255277	2.648978
000656	金科股份	1.529005	1.522744	0.006211	1.843773	1.8212	1.9868
000667	名流置业	0.174842	0.041854	0.224963	0.214269	2.148357	0.331201
000668	荣丰控股	0.877481	1.173433	0.454093	1.669375	0.9978	0.2789

南京航空航天大学硕士学位论文

0006 71	阳 光 城	2. 865341	2. 586366	2. 93206	2. 716034	2. 368276	2. 279258
0007 11	天 伦 置业	0	0. 896935	0	0. 437364	1. 017117	1. 846249
0007 18	苏 宁 环球	0. 805797	0. 485623	0. 324965	0. 423712	0. 942807	0. 698803
0007 97	中 国 武夷	2. 47816	2. 423522	1. 701943	2. 449699	2. 256890	2. 105487
0008 97	津 滨 发展	3. 428037	2. 017401	2. 952073	3. 507416	2. 898895	1. 589811
0009 26	福 星 股份	1. 897333	1. 816085	1. 999732	1. 983241	1. 952009	1. 997101
0009 65	天 保 基建	0. 691909	0. 606608	0. 725839	1. 097915	2. 881469	1. 42758
0020 16	世 荣 兆业	0	0	0. 064835	0. 147569	0	0
0021 33	广 宇 集团	0. 463625	0. 214115	0. 005762	0	0. 221648	0. 175497
0021 46	荣 盛 发展	0. 268238	0. 173037	0. 602466	0. 363206	0. 224319	0. 174759
0022 08	合 肥 城建	0	0	0	0	0	0
0022 44	滨 江 集团	0. 464149	0. 188035	0. 27818	0. 294367	0	0
0022 85	世 联 地产	1. 915265	1. 954516	2. 162096	2. 406299	2. 2212	2. 4567
0023 05	南 国 置业	0. 472652	0. 67196	0. 859841	0. 818008	0. 8091	0. 8821
6000 48	保 利 地产	0. 488251	0. 419905	0. 366901	0. 366901	0. 851963	1. 837931
6000 52	广 厦 股份	1. 207206	1. 281995	0. 250706	0. 301467	0. 708561	1. 552885

多元化经营视角下房地产上市公司资本结构动态调整研究

600064	南京新高	3.920232	2.972546	3.19646	4.354756	5.671947	4.295567
600159	大龙伟业	1.925729	0.973021	0.427926	1.999798	1.947595	1.287891
600162	香江控股	3.261498	1.334429	0.938218	0.433173	0.335593	0
600173	卧龙地产	0.125685	0.044318	0.049998	0.060215	1.523580	0
600185	格力地产	0.19784	0.379787	0.144172	0.1567	0.2321	0.1123
600208	新湖中宝	2.302476	2.143513	2.188626	1.922841	1.989207	2.937525
600215	长春经开	2.770913	4.484208	4.093994	3.9877	3.4533	3.2131
600223	鲁商置业	0.239672	0.164868	0.165358	3.410665	3.1245	3.6578
600239	云南城投	2.512991	1.915125	0.763726	0.066405	0.265648	0
600240	华业地产	0.18511	0.191995	2.111156	0.263056	0.242179	0.14156
600246	北京万通	0.321196	0.326326	0.251466	0.08827	0.1032241	0.739202
600256	广汇能源	4.270081	3.793725	4.23466	4.198108	4.881201	4.1267
600266	北京城建	0.59724	0.051817	0.229022	0.319735	1.135314	1.490339
600322	天津发展	0.364303	0.634598	0.626173	0.893056	0.537863	0.455598
600325	华发实业	0	0	0	0.206043	0.278451	0.143128
600376	首都开发	0.532453	1.68777	1.401135	1.726073	0.805138	1.89047

南京航空航天大学硕士学位论文

600383	金地集团	0.387361	0.361417	0.448126	0.416354	0.396732	0.591367
600393	东华实业	0.938554	0.789443	0.610072	0.138398	0.162878	0
600463	空港科技	2.575132	3.409128	3.627449	4.436499	4.373091	1.655784
600503	华丽家族	0.397117	0.823234	1.868995	0.226488	0	0
600533	栖霞建设	0	0	0	0	0	0
600576	万好万家	1.804403	1.769158	1.788205	1.665431	1.934319	1.311855
600606	金丰投资	2.184923	1.715199	2.000933	1.917382	1.245614	0.994976
600614	鼎立科技	2.516649	2.952221	2.800068	2.671617	2.824345	1.794359
600615	上海丰华	0.076075	0.042862	0.206859	0.458374	0.584489	0.5865
600638	新黄浦	0.827368	1.034594	2.052636	1.804242	2.254091	2.809683
600639	上海金桥	1.640428	1.768394	0.75451	1.680425	1.262540	1.50887
600641	上海万业	2.230444	0.955654	0.673597	0	0	0
600657	信达地产	0.843081	1.034387	0.593408	0.659053	0.643168	0.6356
600658	北京电子	1.847447	1.224539	1.191318	0	0	0
600663	陆家嘴	3.354945	2.891321	1.817586	1.614681	1.822416	2.07871
600665	天地源	0.424364	0.391278	0.333036	0.356494	0.356493	0.3577

多元化经营视角下房地产上市公司资本结构动态调整研究

600675	中华企业	1.618329	2.48911	0.771382	0.910602	1.221207	0.847216
600683	京投银泰	2.316417	2.262244	3.606957	3.497181	2.528473	2.028949
600684	珠江实业	0.789376	1.422345	0.889662	1.204055	0.922880	0.708014
600696	多伦实业	0	0	0	0	0.916632	1.259813
600716	凤凰置业	0	0	0	0	0	0
600732	新梅置业	0.96494	1.199487	0.546516	0.240817	0.611538	0.852776
600736	苏州高新	2.667876	1.443439	2.87725	3.206924	2.694360	3.012914
600743	华远地产	0.350879	0.451588	0.515389	0.332806	0.777649	0.372676
600748	实业发展	0.53622	1.339082	1.806097	1.781919	1.048157	0.412976
600791	京能置业	0	0	0	0.166232	0.065790	0.180388
600807	天业恒基	0.537214	0.317513	1.754776	0.618474	0.741039	0.754643
600823	上海世茂	0.836019	0.576561	0.432452	0.090714	0.184738	0.239638
600890	中房置业	0	0	0	0	0	0
601588	北辰实业	3.031987	2.47834	2.359563	2.736584	2.601892	3.334127