

我国房地产上市公司资本结构内部影响因素研究

果静叶

河北地质大学管理学院, 河北 石家庄

收稿日期: 2025年5月23日; 录用日期: 2025年7月2日; 发布日期: 2025年7月11日

摘要

房地产行业作为我国国民经济的支柱产业, 其资本结构对企业财务稳健性和宏观经济运行至关重要。本文聚焦房地产上市公司, 从公司规模、盈利能力等微观层面分析资本结构的内部影响因素。研究发现, 公司规模与资本结构正相关; 盈利能力、偿债能力与资本结构负相关; 营运能力和成长性影响不显著。行业整体负债高、异质性显著, 呈“头部稳健、尾部高风险”分化。建议企业分层管理负债、强化盈利偿债能力, 监管部门实施差异化政策优化资本结构。

关键词

房地产上市公司, 资本结构, 影响因素, 实证分析

Research on the Internal Factors Influencing the Capital Structure of Listed Real Estate Companies in China

Jingye Guo

School of Management, Hebei GEO University, Shijiazhuang Hebei

Received: May 23rd, 2025; accepted: Jun. 2nd, 2025; published: Jul. 11th, 2025

Abstract

As a pillar industry of China's national economy, the capital structure of the real estate industry is crucial to the financial stability of enterprises and macroeconomic operations. This paper focuses on real estate listed companies and analyzes the internal influencing factors of capital structure from micro-level perspectives such as company size and profitability. The study finds that company size is

positively correlated with capital structure, while profitability and solvency are negatively correlated with capital structure. Operational capacity and growth show no significant impact. The industry as a whole has high debt and significant heterogeneity, presenting a differentiation trend of “stable head enterprises and high-risk tail enterprises.” It is recommended that enterprises implement hierarchical management of liabilities, strengthen profitability and solvency, and regulatory authorities adopt differentiated policies to optimize capital structure.

Keywords

Real Estate Listed Companies, Capital Structure, Influencing Factors, Empirical Analysis

Copyright © 2025 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

房地产行业作为国民经济的支柱产业，其稳定发展对经济增长、就业保障及金融稳定至关重要。资本结构作为企业财务运作的核心，不仅关乎企业融资成本、风险抵御与市场价值，更深刻影响着房地产行业的资源配置效率与长期良性发展。从传统基于经验推理的经典资本结构理论，到以MM理论为代表的现代资本结构理论，资本结构始终是公司金融领域的研究重点。学术界广泛探讨证实资本结构存在行业差异，这使得分行业深入研究尤为必要。本文聚焦我国房地产上市公司资本结构的内部影响因素展开分析，重点探讨公司规模、盈利能力、偿债能力、资产结构及成长能力等微观层面因素对资本结构的影响。

2. 文献综述

资本结构是企业财务决策核心，深刻影响企业融资成本与价值创造。对资本密集型的房地产行业而言，上市公司资本结构优化关乎企业经营稳定与行业资源配置效率，探究其资本结构的内部影响因素，兼具理论探索与实践指导意义。

我国关于影响资本结构的核心内部因素研究，陆正飞、辛宇(1998)实证研究上市公司资本结构，发现获利能力与负债比率负相关，规模、成长性等因素影响不显著[1]；洪锡熙、沈艺峰(2000)发现，企业规模和盈利能力有显著影响，权益、成长性和行业因素无显著作用[2]；童年成(2010)实证分析交通运输、仓储业上市公司资本结构，发现公司规模、成长能力与资产负债率正相关，多因素负相关[3]；刘小艺(2018)发现中国食品加工业上市公司中，公司规模等3个因素与资产负债率正相关，成长性等4个因素负相关[4]；肖来、谢维光(2021)通过研究提出股权集中度、盈利能力与资本结构显著负相关；营运能力、公司规模与资本结构显著正相关；成长能力对资本结构的影响未达显著水平[5]。

关于对房地产上市企业的资本结构影响因素研究，郝飞飞(2014)研究我国房地产上市公司资本结构的内部因素，发现公司规模、成长性、股权结构与资产负债率正相关，盈利能力、非债税盾负相关[6]；李佳姗、张建波、于胜楠(2015)发现，规模、增长能力与资产负债率正相关，盈利能力、资产担保价值负相关[7]；费洋(2018)发现，短期偿债能力与资产负债率负相关、盈利能力正相关，其余因素相关性不大[8]；叶娟(2021)发现成长性、公司规模、资产结构与资产负债率负相关，偿债能力、风险水平正相关[9]；郝君(2021)研究发现，房地产上市公司资产负债率与盈利水平、偿债能力负相关，与公司规模、担保率正相关[10]；陈小委(2023)研究发现，我国上市房地产企业有息负债率与公司规模、资产担保价值正相关，

与非债务税盾负相关[11]。

现有文献从多维度探讨了企业资本结构的影响因素，一方面形成诸多共识，为理解上市企业资本结构提供了重要参考；另一方面，尽管针对资本结构内部影响因素展开了大量研究，但有些因素实证结论却并不一致，这与研究时段选择、样本公司选取及计量模型差异密切相关。具体到房地产行业，作为典型的资本密集型产业，其资本结构优化对行业发展至关重要，尽管部分学者已对房地产上市公司资本结构内部因素展开研究，但实证结论的不一致凸显了研究设计差异的影响，内部因素的研究尚未全面且系统，而且对 2020 年以来行业深度调整期的研究相对较少，缺乏最新政策环境下的实证分析，本文通过纳入最新数据、细化行业样本，旨在弥补上述不足，为行业资本结构优化提供更具时效性的理论支持。

3. 实证分析及结果分析

3.1. 相关理论与研究假设

在房地产行业深度调整与政策监管趋严的背景下，资本结构对企业财务稳健性至关重要。基于权衡理论、优序融资理论等，结合行业高资本投入、长周期及规模分化等特征，聚焦微观财务指标提出以下假设(见表 1)。

Table 1. Research hypotheses on internal influencing factors of capital structure
表 1. 资本结构内部影响因素研究假设

变量关系	财务指标	财务意义	对资产结构(资产负债率)的影响
公司规模(正相关)	总资产自然对数 (ln 总资产)	衡量企业资产规模及行业地位	公司规模越大，资产负债率越高 (负债比例上升)
盈利能力(负相关)	净资产收益率 (ROE)	反映股东投入资本的盈利能力	盈利能力越强，资产负债率越低 (负债比例下降)
偿债能力(负相关)	速动比率	衡量企业短期偿债能力(即时变现能力)	偿债能力越强，资产负债率越低 (负债比例下降)
营运能力(负相关)	存货周转率	反映存货运营效率及资产使用效率	营运能力越强，资产负债率越低 (负债比例下降)
成长性(正相关)	营业收入增长率	衡量企业业务扩张能力及成长机会	成长性越高，资产负债率越高 (负债比例上升)

H1：公司规模与资本结构正相关。

权衡理论强调企业在税盾收益与财务困境成本间寻求均衡。房地产行业作为典型资本密集型领域，项目开发需巨额资金且周期长，大企业凭借品牌溢价、资产抵押能力及多元化布局，能以更低成本获取银行信贷、发行债券或资产证券化产品(如 CMBS)，其风险分散效应可有效降低财务困境预期。行业规模分化显著，头部企业通过并购重组加速资源整合，扩张动机驱动下更倾向于利用债务杠杆扩大资产规模，形成“规模 - 融资能力 - 负债水平”的正向循环，故以总资产对数衡量，规模越大资产负债率越高。

H2：盈利能力与资本结构负相关。

优序融资理论揭示企业融资偏好遵循“内源融资 - 债务融资 - 股权融资”路径。房地产行业净利润率受土地成本、政策调控影响波动较大，高盈利企业(ROE 较高)往往积累了充沛的未分配利润与预售监管资金，可通过自有资金覆盖拿地、施工等阶段性支出，减少对有息负债的依赖。同时，土地增值税、企业所得税的双重税负压力下，留存收益的使用既能规避外部融资成本，又可降低因负债增加导致的财务费用抵税边际效应递减问题，形成“盈利越强 - 内源融资替代 - 负债需求下降”的逻辑链条，故以 ROE 衡量，盈利能力越强资产负债率越低。

H3：偿债能力与资本结构负相关。

流动性偏好理论指出企业需保留一定速动资产以应对短期负债刚性兑付。房地产企业流动负债占比普遍超 70% (含预收账款、应付工程款等)，速动比率(剔除存货的流动性指标)直接反映其即时偿债能力。当企业货币资金、交易性金融资产充裕时，可通过经营性现金流而非新增负债偿还到期债务，避免因短期偿债压力被迫接受高成本融资。监管新规(如“三道红线”)强化了对净负债率、现金短债比的约束，促使企业将速动资产保障能力纳入负债决策体系，形成“偿债能力越强 - 负债扩张约束越弱”的反向调节机制，故以速动比率衡量，偿债能力越强资产负债率越低。

H4：营运能力与资本结构负相关。

资产使用效率理论强调通过周转效率优化减少资本占用。房地产行业存货(土地储备、在建项目)占资产比重通常超过 50%，存货周转率反映土地转化为可售房源的效率。高周转企业(如采用“快拿地、快开工、快销售”模式)可通过预售回款加速资金回笼，降低对开发贷的依赖；而低周转企业因存货沉淀资金量大，需依赖负债维持现金流。尽管行业开发周期长可能削弱营运能力的影响，但在“房住不炒”背景下，监管鼓励去化效率提升，存货周转能力强的企业更易获得供应链融资优惠，形成“周转效率越高 - 外部融资需求越低”的修正逻辑，故假设两者负相关具有行业特殊性解释。

H5：成长性与资本结构正相关。

优序融资理论与代理理论的交叉应用在于：高成长企业(营收增长率高)面临土地储备扩张、城市更新项目投入等资金缺口，内源融资难以满足需求，而股权融资受限于市场估值波动，负债成为更灵活的选择。代理理论视角下，企业高成长预期(如土储货值增长、布局潜力城市)向债权人传递积极信号，可降低债务融资成本与违约风险溢价。房地产行业的成长性常伴随高杠杆拿地(如“招拍挂”市场竞争)，且项目回报周期与负债期限结构(中长期开发贷、信托融资)具有匹配性，形成“扩张需求 - 负债依赖 - 成长性支撑”的正向关联，故以营收增长率衡量的成长性与资产负债率呈理论一致性。

3.2. 变量选取与数据来源

本文以 2020~2024 年为研究区间，以 CSMAR 数据库为数据来源，针对房地产行业上市公司开展样本筛选与数据处理工作。为保障数据质量，首先严格依照证监会 2012 版行业分类标准精准定位房地产行业公司，在此基础上筛选出持续上市至 2024 年 12 月 31 日、无 2020 年后退市及数据缺失情况的沪深 A 股公司，并排除被 ST、PT 等存在财务异常的企业，最终确定 86 家样本公司。研究覆盖 5 年时间跨度，围绕资产负债率(因变量)及总资产对数、净资产收益率、速动比率、存货周转率、营业收入增长率(自变量)共 6 个财务指标，形成包含 86 家企业 × 5 年 = 430 个观测值的有效数据集，并且对原始数据中的空缺值和异常值进行针对性处理后，形成符合研究要求的有效数据集，为后续实证分析奠定可靠的数据基础，见表 2。

Table 2. Selection of variables
表 2. 各变量选取

变量类别	变量名称	财务指标	计算公式
因变量	资本结构	资产负债率 Y	总负债/总资产
	公司规模	总资产对数 X1	ln(总资产)
自变量	盈利能力	净资产收益率 X2	净利润/平均净资产
	偿债能力	速动比率 X3	速动资产/流动负债
	营运能力	存货周转率 X4	销售成本/平均存货余额
	成长性	营业收入增长率 X5	(当年营业收入 - 上年营业收入)/上年营业收入

3.3. 实证分析

3.3.1. 描述性统计

根据房地产上市公司 2020~2024 年的样本数据，各变量的描述性统计情况如表 3 所示。

Table 3. Descriptive statistics
表 3. 描述性统计

变量	最小值	最大值	均值	标准偏差
资产负债率 Y	0.102	0.963	0.622	0.200
ln 总资产 X1	20.741	28.293	23.993	1.603
净资产收益率 X2	-12.435	0.314	-0.111	0.921
速动比率 X3	0.071	6.083	0.851	0.925
存货周转率 X4	0.009	644.658	13.521	63.459
营业收入增长率 X5	-2.222	166.051	2.650	9.997

根据表 3 描述性统计结果，房地产行业上市公司资产负债率均值为 0.622 (显著高于 50%)，标准差 0.200，表明行业整体负债水平较高且企业间资本结构分化显著，符合其资金密集、依赖负债融资的特性。总资产对数均值 23.993、标准差 1.603，显示样本企业资产规模存在差异。ROE 均值-0.111、标准差 0.921，反映样本期内行业整体盈利较弱且个体差异极大。速动比率均值 0.851、标准差 0.925，表明行业短期偿债能力整体偏谨慎且分化明显。存货周转率均值 13.521、标准差 63.459，显示企业存货运营效率悬殊，与开发周期、库存管理及项目去化能力相关。营业收入增长率均值 2.650、标准差 9.997，最小值与最大值差距悬殊，表明企业成长表现两极分化，部分爆发式增长，部分营收大幅萎缩，行业增长动能不均衡。

综上，描述性统计揭示了房地产行业在资本结构、规模、盈利、偿债、资产效率及成长能力方面的显著异质性。各变量与资产负债率的理论关系(H1~H5)需进一步通过相关性分析、多元回归等方法验证，以明确公司规模、盈利能力等因素对资本结构的实际影响方向与程度，为房地产企业优化融资决策提供经验证据。

3.3.2. 相关性分析

1) 相关性

据表 4 皮尔逊相关性分析结果，资产负债率与总资产对数呈现显著正相关(相关系数为 0.595**), 支持 H1; 与净资产收益率显著负相关(-0.202**), 支持 H2; 与速动比率显著负相关(-0.660**), 支持 H3; 与存货周转率显著负相关(-0.236**), 支持 H4; 而与营业收入增长率的相关系数为 0.032 (p = 0.508), 未达显著水平，不支持 H5 中成长性与资本结构正相关的假设。

Table 4. Pearson correlation analysis
表 4. 皮尔逊相关性分析

	Y	X1	X2	X3	X4	X5
ln 总资产 X1	0.595**	1	0.045	-0.369**	-0.313**	-0.010
净资产收益率 X2	-0.202**	0.045	1	0.041	0.043	-0.016
速动比率 X3	-0.660**	-0.369**	0.041	1	0.303**	-0.037
存货周转率 X4	-0.236**	-0.313**	0.043	0.303**	1	-0.054
营业收入增长率 X5	0.032	-0.01	-0.016	-0.037	-0.054	1

注：**在 0.01 级别(双尾)，相关性显著。

2) 非参数相关性

Table 5. Spearman non-parametric correlation analysis**表 5.** 斯皮尔曼非参数相关性分析

	Y	X1	X2	X3	X4	X5
In 总资产 X1	0.621**	1	0.082	-0.362**	-0.258**	0.280**
净资产收益率 X2	-0.176**	0.082	1	0.059	-0.034	0.039
速动比率 X3	-0.521**	-0.362**	0.059	1	0.388**	-0.137**
存货周转率 X4	-0.108*	-0.258**	-0.034	0.388**	1	-0.157**
营业收入增长率 X5	0.241**	0.280**	0.039	-0.137**	-0.157**	1

注：**在 0.01 级别(双尾)，相关性显著。*在 0.05 级别(双尾)，相关性显著。

据表 5 斯皮尔曼分析显示，资产负债率与总资产对数显著正相关(0.621**), 支持 H1；与净资产收益率显著负相关(-0.176**), 支持 H2；与速动比率显著负相关(-0.521**), 支持 H3；与存货周转率在 0.05 水平显著负相关(-0.108*), 支持 H4；与营业收入增长率(X5)显著正相关(0.241**), 支持 H5。该结果表明，在不依赖数据正态分布假设的情况下，除验证了 H1~H4 外，还显示成长性越高，资产负债率越高，与 H5 预期一致。在相关性分析初步揭示变量间线性关联趋势的基础上，为进一步验证理论假设的显著性，并控制潜在干扰因素的混杂效应，本研究将采用多元线性回归模型展开深入分析。

3.3.3. 回归分析

本文通过对选取的 86 家上市企业数据构建线性回归模型，对影响因变量为资产负债率(资本结构)的自变量进行回归，回归模型为：

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \delta$$

利用 SPSS 工具对上述线性回归模型进行回归分析，回归结果如下：

1) 模型整体拟合情况

Table 6. Model summary**表 6.** 模型摘要

模型	R	R 方	调整后 R 方	标准估算的错误
1	0.789 ^a	0.622	0.618	0.123

注：^a 预测变量：(常量)、营业收入增长率 X5、In 总资产 X1、净资产收益率 X2、存货周转率 X4、速动比率 X3。

Table 7. ANOVA^a**表 7.** ANOVA^a

模型		平方和	自由度	均方	F	显著性
1	回归	10.652	5	2.130	139.814	0.000 ^b
	残差	6.460	424	0.015		
	总计	17.112	429			

注：^a 因变量：资产负债率 Y；^b 预测变量：(常量)、营业收入增长率 X5、In 总资产 X1、净资产收益率 X2、存货周转率 X4、速动比率 X3。

据表 6 模型摘要显示：R 方为 0.622，调整 R 方为 0.618，表明模型对资产负债率(Y)的解释程度为 61.8%，拟合效果尚可。标准估算误差为 1.234，反映预测值与实际值的平均偏离程度。

据表 7 线性回归方差分析：F 值为 139.814，显著性为 0.000 (<0.05)，说明模型整体高度显著，自变量对因变量存在联合显著影响。

2) 自变量回归系数及显著性

Table 8. Regression coefficient analysis
表 8. 回归系数分析

模型	未标准化系数		标准化系数	t	显著性
	B	标准错误	Beta		
1	(常量)	-0.595	0.102	-5.857	0.000
	In 总资产 X1	0.054	0.004	0.436	13.166
	净资产收益率 X2	-0.044	0.006	-0.204	-6.796
	速动比率 X3	-0.110	0.007	-0.51	-15.497
	存货周转率 X4	0.000	0.000	0.064	1.999
	营业收入增长率 X5	0.000	0.001	0.017	0.577

如表 8 所示，常数项未标准化系数 $B = -0.595$ ， $t = -5.857$ ($p < 0.05$)，显著不为零。在自变量中，公司规模(X1)每增加 1 单位，资产负债率(Y)平均增加 0.054， $t = 13.166$ ($p < 0.05$)，强烈支持假设 H1；盈利能力(X2)每提升 1 单位，资产负债率(Y)平均下降 0.044， $t = -6.796$ ($p < 0.05$)，支持假设 H2；偿债能力(X3)每提高 1 单位，资产负债率(Y)平均下降 0.110， $t = -15.497$ ($p < 0.05$)，支持假设 H3；而营运能力(X4)的 $t = 0.46$ ($p = 0.046 > 0.05$)、成长性(X5)的 $t = 0.577$ ($p = 0.564 > 0.05$)，对资产负债率(Y)的影响在模型中未达显著水平，不支持假设 H4 和 H5。

综上，模型整体有效，但部分假设(H4、H5)未获支持，可能受数据特性、模型局限性或变量间复杂关系影响，后续需进一步优化模型。在完成自变量回归系数及显著性分析后，进一步开展多重共线性检验是确保模型科学性与结论可靠性的必要环节。

3) 多重共线性检验

房地产行业上市公司的财务指标间可能存在天然关联(如公司规模与融资能力、偿债能力与营运效率等)，若忽视多重共线性问题，可能导致对资本结构影响因素的判断偏差。通过共线性诊断，能够识别自变量间的相关性强度，避免因变量间的信息重叠而误判其对资产负债率的真实影响。

一般认为条件指数 > 10 可能存在共线性， > 30 则可能存在严重共线性。从表 9 可以看出，第六维条件指数为 39.660 (> 30)，且该维度下 X1 方差比例为 1.00，表明其存在严重多重共线性；其他变量方差比例未集中于高条件指数维度，暂未显示共线性。综上，变量间存在共线性问题，主要体现在 X1。完成共线性检验发现公司规模变量条件指数超限后，下文引入逐步回归优化模型结构。

4) 逐步回归分析

逐步回归通过自动筛选变量(设定 F 值概率阈值)，在保留核心显著变量的同时剔除不显著或共线性强的因素，有效缓解了自变量间的信息重叠问题。这一过程不仅使模型的共线性统计量(VIF)降至安全区间，更通过动态调整变量组合，确保回归系数能够真实反映各因素对资本结构的独立影响，避免因共线性导致的估计偏差。

Table 9. Collinearity diagnosis^a**表 9.** 共线性诊断^a

模型	维	特征值	条件指标	方差比例	In 总资产 X1	净资产收益率 X2	速动比率 X3	存货周转率 X4	营业收入增长率 X5
				(常量)					
1	1	2.771	1.000	0.00	0.00	0.00	0.04	0.02	0.01
	2	1.077	1.604	0.00	0.00	0.27	0.02	0.31	0.20
	3	0.955	1.703	0.00	0.00	0.65	0.00	0.06	0.28
	4	0.818	1.841	0.00	0.00	0.06	0.00	0.40	0.49
	5	0.378	2.708	0.00	0.00	0.00	0.83	0.17	0.01
	6	0.002	39.660	1.00	1.00	0.01	0.11	0.05	0.00

注：^a因变量：资产负债率 Y。

Table 10. Input/remove variables^a**表 10.** 输入/除去的变量^a

模型	输入的变量	除去的变量	方法
1	速动比率 X3		步进(条件：要输入的 F 的概率 ≤ 0.050 ，要除去的 F 的概率 ≥ 0.100)。
2	In 总资产 X1		步进(条件：要输入的 F 的概率 ≤ 0.050 ，要除去的 F 的概率 ≥ 0.100)。
3	净资产收益率 X2		步进(条件：要输入的 F 的概率 ≤ 0.050 ，要除去的 F 的概率 ≥ 0.100)。
4	存货周转率 X4		步进(条件：要输入的 F 的概率 ≤ 0.050 ，要除去的 F 的概率 ≥ 0.100)。

注：^a因变量：资产负债率 Y。

Table 11. Coefficient a after removing insignificant dependent variables^a**表 11.** 剔除不显著因变量后系数^a

模型		未标准化系数		标准化系数	t	显著性	共线性统计	
		B	标准错误	Beta			容差	VIF
1	(常量)	0.744	0.010		75.552	0.000		
	速动比率 X3	-0.143	0.008	-0.660	-18.197	0.000	1.000	1.000
2	(常量)	-0.498	0.104		-4.798	0.000		
	速动比率 X3	-0.110	0.007	-0.510	-15.099	0.000	0.864	1.158
	In 总资产 X1	0.051	0.004	0.406	12.009	0.000	0.864	1.158
3	(常量)	-0.547	0.099		-5.519	0.000		
	速动比率 X3	-0.107	0.007	-0.497	-15.413	0.000	0.860	1.162
	In 总资产 X1	0.052	0.004	0.42	13.016	0.000	0.860	1.163
	净资产收益率 X2	-0.044	0.007	-0.201	-6.698	0.000	0.994	1.006
4	(常量)	-0.592	0.101		-5.84	0.000		
	速动比率 X3	-0.110	0.007	-0.511	-15.536	0.000	0.823	1.216
	In 总资产 X1	0.054	0.004	0.435	13.165	0.000	0.815	1.228
	净资产收益率 X2	-0.044	0.006	-0.204	-6.808	0.000	0.992	1.008
	存货周转率 X4	0.000	0.000	0.063	1.973	0.049	0.860	1.163

注：^a因变量：资产负债率 Y。

从表 10、表 11 可以看出,通过 SPSS 逐步回归分析,营业收入增长率 X5 因对资产负债率无显著影响(显著性均大于 0.05)被排除,最终保留速动比率 X3、ln 总资产 X1、净资产收益率 X2 及存货周转率 X4,且保留变量 VIF 均小于 10,无严重多重共线性。其中,速动比率 X3 显著负向影响资产负债率,反映偿债能力越强企业负债越低;ln 总资产 X1 显著正向影响,契合房地产行业资金密集型特征,规模大则负债高;净资产收益率 X2 显著负向影响,表明盈利能力强的企业倾向内部融资,负债低;存货周转率 X4 对资产负债率有边际正向影响。

综上,速动比率、公司规模、盈利能力是影响资产负债率的核心因素,存货周转率有一定作用,而成长性无显著影响(可能受行业政策或市场周期干扰),模型通过逐步回归有效排除不显著变量,缓解共线性,结果稳定可靠。

4. 结论与建议

4.1. 研究结论

4.1.1. 公司规模(H1)显著正向影响资本结构

公司规模(以总资产对数衡量)与资产负债率呈显著正相关(标准化系数 0.436, $p < 0.001$),完全支持假设 H1。房地产行业资金密集,大型企业凭借高信用评级和融资议价能力,通过银行信贷、债券发行等低成本渠道融资,负债比例随资产规模的扩大而上升;中小型企业因融资渠道受限、成本高,负债扩张动力更强。这体现行业层级分化下“规模扩张-负债增加”的正向循环特征。

4.1.2. 盈利能力(H2)与偿债能力(H3)显著负向影响资本结构

盈利能力(净资产收益率 ROE)与资产负债率呈显著负相关(标准化系数-0.204, $p < 0.001$),完全支持假设 H2。盈利较强的企业可以通过留存收益满足部分资金需求,减少对外部负债的依赖,降低财务成本。反之,样本期内行业 ROE 均值为-11.09%,亏损企业被迫依赖外部融资,导致负债比例上升。

偿债能力(速动比率)与资产负债率显著负相关(标准化系数-0.51, $p < 0.001$),完全支持假设 H3。速动比率反映企业短期偿债能力,该指标越强(如速动比率 > 1.5 的招商蛇口),企业对短期负债的偿付压力越小,财务政策更趋稳健,负债融资更为谨慎。反之,速动比率低于 0.5 的企业(占比 20%)因短期偿债压力大,需通过高息负债周转,进一步推高资产负债率,形成“偿债能力弱-负债激进”的负向循环。

4.1.3. 营运能力(H4)与成长性(H5)影响不显著

营运能力(存货周转率)与资产负债率呈弱负相关($p = 0.046$),仅部分支持假设 H4。存货周转率反映资产运营效率,理论上周转效率越高,资金占用越少,负债需求降低。但房地产行业存货多为开发中项目,受开发周期(平均 3~5 年)、去化速度等因素影响,存货周转效率对资本结构的影响被拉长或稀释。数据显示,存货周转率极值差异超 7 万倍,部分企业因库存积压导致周转率极低(0.009 次/年),而高周转企业(如碧桂园)通过快销模式提升效率,但整体影响未达强显著性(p 接近 0.05)。

成长性(营业收入增长率)与资产负债率的正相关假设(H5)未获支持($p = 0.564$)。尽管斯皮尔曼相关性显示正相关,但多元回归中受行业政策(如“三条红线”调控)、市场周期(2022 年销售额同比降 26.7%)等外部因素干扰,企业成长性与负债融资的关系不稳定。高成长企业可能因扩张需求增加负债,但部分企业受监管限制或融资渠道约束,未能形成稳定的正相关关系,导致假设未通过检验。

4.1.4. 行业整体负债水平高且异质性显著

房地产行业上市公司资产负债率均值 62.24%,显著高于 50%,标准差 0.1997,极值 0.102 至 0.963,凸显行业对负债融资的深度依赖与资本结构分化。作为资金密集型行业,其长开发周期(3~5 年)、高初始

投入(单项目超10亿元)使外部融资占比达60%~70%,推高整体负债。个体差异上,总资产对数均值23.99,极值差7.55(对应资产规模超2000倍差距),大型企业凭低融资成本(利率4.5%~5.5%)维持资产负债率65%~75%,中小型企业依赖高息负债(利率8%~12%),负债率普遍超80%。同时,净资产收益率均值-11.09%、标准差0.92,速动比率均值0.85且20%企业低于0.5,盈利与偿债能力分化显著,资本结构呈“头部稳健、尾部高风险”特征。

4.2. 优化建议

4.2.1. 基于核心影响因素的融资策略调整

1) 按规模分层管理负债水平

大型企业可合理利用负债融资扩大投资,同时通过监测速动比率(保持 ≥ 1)和将资产负债率控制在70%以内避免过度杠杆风险,例如万科、保利等龙头企业可设立负债预警线,结合经营现金流动态调整融资规模;中小型企业则应以偿债能力为核心约束,优先通过股权融资或合作开发降低负债比例,如速动比率低于0.5的企业需减少短期借款,借助资产证券化等方式盘活存量资产以优化资本结构。

2) 强化盈利能力与内部融资能力

企业需通过优化业务结构与控制开发成本双措并举提升盈利能力(ROE),降低对外部负债的依赖。在业务结构上,逐步增加商业地产运营、长租公寓、物业管理等多元业态收入占比,改变过度依赖住宅销售的单一模式,形成“开发销售+持有运营”的复合型盈利体系,增强现金流稳定性与抗周期能力。在成本控制方面,通过精细化管理将毛利率提升至25%以上:土地端探索城市更新、合作拿地等低成本获取方式,开发端推行标准化设计与集中采购压缩建造成本,销售端精准定位客群避免无效投入。以此推动ROE提升,增强内部留存收益能力,减少对外部负债的依赖。

3) 提升短期偿债能力,增强财务弹性

企业应着力优化速动资产结构,强化短期偿债能力以增强财务弹性。具体措施包括:将应收账款周转天数严格控制在90天以内,通过完善客户信用管理与账款催收机制,减少资金占用;同时保持现金及等价物占流动资产比例不低于20%,确保即时偿付能力。对于速动比率低于行业均值(0.85)的企业,需采取针对性措施补充流动性,如出售低效资产(如闲置土地、尾盘项目)、加快预售房款回收、推进资产证券化等,以提升速动资产对流动负债的覆盖能力。

4.2.2. 关注营运能力与成长性的潜在影响

1) 优化存货管理,间接降低融资需求

加快存货周转效率,通过“快销模式”(如碧桂园高周转策略)将存货周转率提升至行业前30%分位(≥ 20 次/年),减少库存积压导致的资金占用。同时,建立动态去化率监测机制,对去化周期超过24个月的项目采取降价促销或合作分销。

2) 差异化应对企业成长性差异

高成长企业(营收增长率 $> 20\%$)可适度增加长期负债用于土地储备和项目扩张,但需设定负债/营收比 ≤ 1.5 等硬性指标,确保负债增速不超过营收增速,避免重蹈恒大集团2021年因扩张过快引发偿债危机的覆辙;而低成长或负增长企业则应聚焦物业管理、租赁业务等存量资产运营,通过REITs等金融工具盘活低效资产,严格控制新增负债,逐步修复资产负债表,如华夏幸福通过债务重组将资产负债率从90%降至75%,为同类企业提供了资产负债表修复的可行路径。

4.2.3. 行业监管与企业治理层面的长期优化

1) 监管政策引导资本结构合理化

监管部门可建立分规模、分信用等级的负债监管指标(如对资产规模 > 2000 亿的企业设定资产负债率红线 75%), 避免“一刀切”政策, 同时通过结构性货币政策(如房地产专项再贷款)引导资金流向低负债、高周转企业。

2) 完善企业资本结构动态调整机制

上市公司应将速动比率、资产负债率等指标纳入年度融资预算, 每季度进行压力测试(如模拟利率上升 2 个百分点对偿债能力的影响)。同时, 引入机构投资者参与治理, 通过股权多元化避免过度依赖负债融资。

参考文献

- [1] 陆正飞, 辛宇. 上市公司资本结构主要影响因素之实证研究[J]. 会计研究, 1998(8): 36-39.
- [2] 洪锡熙, 沈艺峰. 我国上市公司资本结构影响因素的实证分析[J]. 厦门大学学报(哲学社会科学版), 2000(3): 114-120.
- [3] 童年成. 上市公司资本结构影响因素分析[J]. 商业研究, 2010(10): 136-140.
- [4] 刘小艺. 中国食品加工业上市公司资本结构影响因素研究[J]. 食品工业, 2018, 39(8): 184-187.
- [5] 肖来, 谢维光. 基于 SEM 的商贸流通上市公司资本结构影响因素分析[J]. 商业经济研究, 2021(2): 151-153.
- [6] 郝飞飞. 我国房地产上市公司资本结构及影响因素分析[J]. 财政研究, 2014(11): 73-76.
- [7] 李佳珊, 张建波, 于胜楠. 我国房地产上市公司资本结构的影响因素研究[J]. 东岳论丛, 2015, 36(5): 134-138.
- [8] 费洋. 房地产上市公司资本结构对绩效的影响研究[D]: [硕士学位论文]. 哈尔滨: 哈尔滨商业大学, 2018.
- [9] 叶娟. 房地产类上市公司资本结构影响因素分析[J]. 现代企业, 2021(1): 82-83.
- [10] 郝君. 房地产上市公司资本结构影响因素分析[J]. 现代营销(经营版), 2021(12): 59-61.
- [11] 陈小委. 我国上市房地产企业资本结构影响因素分析及优化建议[J]. 全国流通经济, 2023(1): 84-87.