

上市公司资本结构及其优化研究

摘要

随着房地产市场的不断升温和房价的持续攀升，使得房地产行业成为国民经济新的增长点，对整个国民经济产生了重要影响，现如今房地产行业普遍存在资产负债率过高、融资方式单一、短期债务占比过高等问题，这些问题也是导致众多房地产企业破产的主要原因，而更根本的原因则是在于房地产资本结构的不合理，因而对房地产上市公司优化资本结构，可以保障房地产行业行稳致远。

本文选取万科集团作为案例研究对象，运用 MM 理论及修正，在分析了房地产行业资本结构现状的研究背景和研究目的、意义等各方面的主要观点之后，系统的运用文献研究法、案例分析法与比较分析法开展研究，通过剖析万科集团资本结构现状，综合考虑政策的外在影响和资本结构的内在影响因素，基于资本结构优化理论，构造了资本结构优化模型及调整区间，以期达到优化资本结构的目的，最后对于万科集团的资本结构优化提出针对性建议，以此为房地产行业资本结构优化提供参考。

关键词：资本结构；房地产上市公司；资本结构优化；万科

Research on the Capital Structure and Its Optimization of Listed Companies

Abstract

With the constant warming of the real estate market and the continuous rise in housing prices , the real estate industry has become a new growth point for the national economy , exerting a significant influence on the entire economy. Nowadays, issues such as excessively high asset-liability ratios , limited financing methods , and an overabundance of short-term debt are commonplace in the real estate industry , and these issues are the main reasons for the bankruptcy of numerous real estate enterprises. However , the root cause lies in the unreasonable capital structure of the real estate industry. Therefore , optimizing the capital structure of listed real estate companies can ensure the stable and long-term development of the industry.

This paper selects Vanke Group as the case study object and applies MM theory and its modifications. After analyzing the research background , purpose , significance , and other major viewpoints related to the current state of the capital structure in the real estate industry , the paper systematically employs literature research , case analysis , and comparative analysis methods to conduct the research. By analyzing the current state of Vanke Group's capital structure and comprehensively considering the external impact of policies and the internal influencing factors of the capital structure , a capital structure optimization model and adjustment range are constructed based on capital structure optimization theory to achieve the goal of optimizing the capital structure. Finally , targeted suggestions are proposed for the optimization of Vanke Group's capital structure , providing a reference for the optimization of the capital structure in the real estate industry.

Keywords: capital structure ; listed real estate companies ; capital structure optimization ; Vanke

目 录

摘要	I
ABSTRACT	II
一、绪论	1
(一) 研究背景及意义	1
1. 研究背景	1
2. 研究意义	1
(二) 国内外研究现状	2
1. 国外研究现状	2
2. 国内研究现状	2
3. 国内外研究现状综述	3
(三) 研究内容	3
(四) 研究思路及方法	4
1. 研究思路	4
2. 研究方法	4
二、相关理论概述	4
(一) 资本结构的内涵	4
(二) 资本结构相关理论	5
1. MM 理论	5
2. 权衡理论	5
3. 代理成本理论	5
(三) 资本结构优化方法	6
1. 静态分析法	6
2. 动态分析法	6
三、行业现状及万科股份有限公司现状	6
(一) 房地产行业资本结构特征	6
1. 资金需求量大	6
2. 资产负债率高	7
3. 受政策导向大	8
(二) 房地产行业资本结构现状	8

1. 资金来源	8
2. 债务结构	10
（三）万科集团基本情况	11
1. 经营战略历程	12
2. 主营业务情况	13
3. 内部治理结构	13
（四）万科集团资本结构介绍	14
1. 股权结构	15
2. 长期资本	16
3. 短期资本	16
五、万科股份有限公司资本结构问题优化	17
（一）提升企业自身偿债能力	17
（二）采用多元化的融资方式	17
（三）合理分配债务期限结构	18
（四）强化高管股权激励制度	18
六、结论	19
参考文献	20

一、绪论

（一）研究背景及意义

1.研究背景

房地产企业作为中国经济的重要支柱产业之一，一直备受关注。房地产企业的资本结构主要由股权资本和债务资本构成。在过去的几年里，万科集团通过股权融资和债务融资两种方式获取资金。万科集团的资本结构过于依赖债务。近年来，万科集团积极扩张业务规模，但其大量的资金需求往往通过债务融资来满足。根据数据显示，万科集团的债务规模不断攀升，债务负担逐渐加重。这种债务过重的情况使得企业的偿债压力增大，一旦市场出现变化，可能会对企业的经营稳定性产生负面影响。

其次，万科集团的资本结构存在股权高度集中的问题。作为一家上市公司，万科集团的股权结构较为集中，少数股东掌握着较大的话语权。这种股权高度集中的情况可能导致企业决策的不灵活性和效率低下。此外，少数股东对企业的控制权过大，可能会影响企业的长远发展战略，限制了企业的创新能力和竞争力。故本文将运用相关文献和财务信息对其资本结构进行分析，并给出优化建议。

2.研究意义

（1）理论意义

外国的资本结构理论已经相当成熟，而相比之下我国的理论体系还不太完善，因此，我国对于资本结构理论的探索是建立在外国基础之上的。由于国内外企业所处的体制背景不同，即使在资本结构方面有一定相似性，也需要在分析企业资本结构存在的问题以及提出优化设计方案时考虑我国相关行业政策，除此企业所处行业背景也需要被考虑在内。同时，随着经济的发展，优化自身资本结构也已经开始被越来越多的企业重点注意到，这是由于资本结构优化研究可以用最小的代价，最低的风险来获取最大的经济利益，以及对企业改革的成败具有非常重要的意义。此外，通过选取万科股份有限公司作为案例进行研究，将理论贴合实际，对于完善我国现阶段存在的资本结构的不足具有一定的现实意义。

（2）实践意义

通过对万科股份有限公司资本结构分析，从而发现问题，提出优化措施，这为公司提高经济效益、降低财务风险、最终实现企业价值最大化提供了理论依据和建议，具有一定的现实意义。同时为企业在严峻的经济环境中提升自身实力以及未来企业发展提供帮助，并对房地产行业的其他企业的资本结构优化提供一些借鉴。

（二）国内外研究现状

1.国外研究现状

Gyimah , Kwansa, Kyiu 等（2021）的研究初步证明这样一种观点，即跨国公司通常使用比国内同行更低的杠杆率。这表明与国际化相关的监督和代理成本抑制了债务的使用。这些发现也与威廉姆森(1998)的交易成本经济学(TCE)一致，后者认为债务和股权资本是治理机制的形式，而不仅仅是金融工具。从这个意义上说，债务融资是减轻管理过度行为的一种纪律工具，公司治理机制提供了旨在阻止管理机会主义的制度。Jiang, Shen 和 Lee 等人(2021)的研究探讨了中国上市公司供给侧结构性改革(SSSR)与动态资本结构调整之间的内在关系。研究结果表明，供给侧结构改革的引入显著提高了向最优负债率的调整速度，尤其是对于高负债和低投资绩效的公司。重要的是，中国债券市场通过供给侧结构改革对企业的负债率向最优水平调整起到了至关重要的作用。然而，在国有企业(SOEs)中没有这样的证据。

Hwa-SungKim(2021)的研究考察了管理者感知的模糊性如何影响他们的风险管理和资本结构决策。结果显示模糊度和杠杆率之间存在负相关关系。其次，套期保值的效率是套期保值价值与模糊性之间关系的重要因素，这与文献相得益彰。最后，管理者认为风险管理更重要，因为他们感知到的模糊性更高。当税率是累进的并且管理者认为模糊性很高时，他们有更强的对冲动机。

2.国内研究现状

颜婷在（2021）宏观经济政策对房地产公司资本结构的影响中利用啊案例分析法分析万科公司资本结构的变化在一定程度上是符合优序融资理论的资本结构理论。优序融资理论提出，企业在进行净经营性长期资产总投资时，企业内部现金流很难满足其扩张需求。这时，企业会首选内部融资，其次是债务融资，最后才选股权融资，对外进行资金扩张时，企业更倾向于债务融资而不是股权融资，这一系列偏好选择揭示了企业筹资时对不同筹资方式选择的偏好。随着国家宏观经济调控政策的相继出台，尤其是金融调控力度的加大，传统的融资方式劣势也逐渐暴露。随着金融市场信息可视化的改善以及居民需求和心理的改变、房地产公司经营实力的增强，经济政策的影响力也没有过去那

么大，尤其是对于像万科这样发展迅速的大公司，其经营模式以及经营结构不断随着市场需求发生改变，其盈利能力不断增强，加之国家宏观经济政策的支持，近年万科处于创新发展期。

董倩等(2020)的研究表明,在某些情况下,资本结构会影响交易者产生有关公司前景的决策动机,然后他们用这些信息来进行股票交易。一方面,知情交易将新信息纳入证券价格,从而帮助公司做出更有效的经营决策。另一方面,它们增加了资本成本,因为不知情的投资者要求以流动性溢价的形式进行额外补偿,因为他们预计他们将输给知情的交易者。使企业价值最大化的最优资本结构是由高运营效率和低资本成本之间的权衡决定的。

刘颖、周树民等(2021)分析了商业周期风险如何影响公司的资本结构调整速度。根据校准,模型预测在存在宏观经济风险的情况下资本结构调整较慢。重要的是,他们的研究还表明,在宏观经济状况良好的情况下,企业调整资本结构的速度比经济状况不佳的情况下要快,这与经验证据是一致的。

3.国内外研究现状综述

综上所述,国外学者对资本结构进行了几十年的研究,并取得了丰硕的成果。相反,中国的资本市场起步比国外晚几十年,因此对资本结构的研究比国外少。目前我国资本市场的发展日趋成熟,资本结构问题也越来越受到学者们的关注。资本结构也成为市场上的热门话题。目前,国内学者对资本结构的研究较为全面。他们不仅总结了常规结论,还进行了更有针对性的研究,以解决实际问题。然而,与国外研究相比,国内研究未能形成统一的体系,导致研究成果分散。

在资本结构理论方面,国外的学者在长期的研究中分别提出了MM理论、控制权理论等经典主张,同时也对这些理论进行了实证研究,证明了最优资本结构的存在。另外,国内学者还证实了宏观因素、行业因素以及高管偏好也会对资本结构造成不同程度的影响。优化对策方面,国内外学者针对不同的资本结构问题提出了多种优化对策,其中主流措施主要有改善公司负债比例、吸引不同投资者、加强公司治理方式等。这些研究成果都为本文分析万科股份公司的资本结构问题和提出优化对策提供了强有力的理论支持。

(三) 研究内容

本文拟分析万科股份有相似公司的资本结构机器优化问题，分成以下几个部分：第一部分对课题的社会背景、研究意义、国内外的研究现状和研究思路、研究内容以及研究方法等多方面进行介绍；第二部分介绍资本结构相关理论知识，为全文研究提供理论基础支撑；第三部分阐述万科股份有限公司的基本情况和行业现状；第四部分对万科股份有限公司目前资本结构在的问题进行分析；第五部分针对万科股份有限公司资本结构在的问题提出相关优化建议；第六部分，启迪，就该公司的资本结构分析得出的结论进行展望；

（四）研究思路及方法

1.研究思路

首先，对万科集团进行背景介绍，包括其成立时间、发展历程、规模和市场地位等方面的信息。同时，介绍房地产企业资本结构的概念和意义，以及为什么选择以万科集团为例进行研究。其次，通过收集万科集团的财务报表和相关数据，对其资本结构进行分析。包括资本结构的组成部分，如股权资本、债务资本和其他资本等；资本结构的比例和变化趋势；以及资本结构对企业经营和发展的影响等方面进行深入研究。然后分析影响房地产企业资本结构优化的因素，包括宏观经济环境、行业竞争态势、企业发展战略等方面的因素。探讨这些因素对资本结构优化的影响和挑战。最后优化研究的建议和展望，根据研究结果，提出对房地产企业资本结构优化的建议和展望。可以从政策、管理和战略等方面提出具体建议，以指导房地产企业实现资本结构的优化和提升企业绩效。

2.研究方法

（1）文献综述法：通过总结国内外的参考文献并结合万科实际存在的问题，提出相对应的方案，帮助其实现优化。

（2）比较分析法：通过与同行业企业进行比较，深入分析其出现的关于资本结构的问题，为实现企业更大的利益，提出了切实可行的优化建议。

（3）案例分析法：本文万科集团的实际情况作为案例，通过分析万科集团的资本结构现状，结合上市公司的整个行业状况，通过实际的案例进行分析，对万科进行相对应的优化，进而实现企业价值最大化目标。

二、相关理论概述

（一）资本结构的内涵

资本结构是指企业的资金来源结构，具体为股权资本和债务资本之间的比例以及内

部构成关系，是企业筹资的结果。股权、债务资本之间的比例呈现出此消彼长的关系，受企业自身筹资偏好、行业特征、所处环境等诸多因素影响，各企业股权资本与债务资本的比例都存在差异。企业资本的内部构成关系主要体现为资本来源的流动性差异，即期限结构，它所反映的是企业筹措款项的融通期限长短，能够反映出公司当前及未来的偿债压力大小按照是否考虑短期资金来源，

资本结构分为广义的资本结构以及狭义的资本结构。广义的资本结构将构成公司资金来源的全部资本作为研究对象，考虑了短期流动性资金对企业经营产生的影响，更加全面且符合实际情况。因此本文所提到的资本结构，若无特殊声明则全部为广义的资本结构。

（二）资本结构相关理论

1.MM 理论

MM 理论由美国学者 Modigliani 和 Mille 提出，该理论存在以下基本假设：(1)资本市场是完善的；(2)信息对称，且不存在交易成本；(3)证券可以无限制的分割；(4)投资者以收益最大化为目标，即理性投资人假设；(5)企业不存在债务筹资风险；(6)企业经营风险可衡量。由于企业所得税的存在，MM 理论又被分为无税的 MM 理论和有税的 MM 理论。无税的 MM 理论假定不存在公司税，提出了公司价值与企业资本结构无关的观点。在考虑了公司税后，由于举债经营可以将债务利息用于税前抵扣，因此有税的 MM 理论认为，公司负债越多，企业避税效应越强，公司价值越大，在这种观点下，当公司负债率为 100%时，企业价值是最大的。MM 理论为资本结构的理论研究提供了一个全新的研究方向，为后期诸多理论研究定了基础。

2.权衡理论

权衡理论相较于 MM 理论，虽然都承认举债经营能够为企业自身创造收益，但权衡理论更加贴合现实情况，否定了 MM 理论中完善资本市场以及不存在债务筹资风险的假设。在实务中，债务必须按照事先约定偿还本金及利息，如果公司出现资金链中断的情况，则很可能会陷入财务困境，引发财务危机。因此从这个角度来看，债务资本在资本结构中所占比重并非是越多越好，企业在债务筹资时必须考虑到自身的偿债能力因素，避免大规模举债阻碍企业正常发展。在这一理论下，企业价值则由两方面决定，一方面是企业举债经营所产生的利息低税收益，另一方面是企业因举债经营而身陷财务困境的损失。

3.代理成本理论

企业股东、管理者以及债权人是一个利益共同体，但三者之间也存在着利益冲突关系，代理成本理论正是在这一现实背景下诞生的。代理成本既体现在企业投资于高风险项目而引发过度投资问题，从而使股东或债权人利益受损，使管理者受益，也体现在因放弃优质投资项目而导致投资不足，从而使债权人利益受损，使股东收益。在代理成本理论下，企业在产生代理成本的同时也会获得代理收益，例如对管理者实行绩效激励计划，促使公司业绩提升，从而使股东、债权人受益。因此代理成本理论认为，公司价值也取决于代理成本和代理收益之间的平衡关系。

（三）资本结构优化方法

1.静态分析法

静态分析法是企业优化资本结构时最先引入的方法，这种分析方法以企业历史数据为基础，制定了一系列的假设，并且通过较为简便的计算模型得出最优资本结构结果，操作便捷且易于理解。当前国内学术界使用最多的是孟建波、罗林两位学者在《企业最佳资本结构的定量研究》一文中提出的静态资本结构优化方法。该方法有四条假设：(1)企业为上市公司，且资本来源均由债务及股权资本构成；(2)企业股权资本价值为股票价值，债务价值为上市债券价值；(3)完善的资本市场，不存在交易限制；(4)企业股票市盈率不受自身负债水平高低影响。

2.动态分析法

企业的生存环境是不断变化的，国家政策、行业环境、企业战略等诸多因素的变动会要求企业及时的调整经营方针，以更好适应新的生存环境。那么在这样的情况下企业的资本结构也应当动态地变化着。换句话说，企业的资本结构优化方向应当随着企业内部特征和外部环境的变动而相应的做出改变，进而实现企业价值最大化的目标。国内学者常用的动态分析法有因子分析法、熵权法、回归法等。

三、行业现状及万科股份有限公司现状

（一）房地产行业资本结构特征

1.资金需求量大

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要
下载或阅读全文，请访问：

<https://d.book118.com/706041041231010154>