

资本结构动态变化及其目标调整研究

——来自江苏省上市公司的经验证据

王丽娟(教授), 冒云霞

(江南大学商学院, 江苏无锡 214122)

【摘要】 本文借助资本结构部分调整模型,运用江苏省175家主板A股上市公司2003~2013年的平衡面板数据对资本结构的动态调整行为进行研究,从企业自身、宏观经济、非财务利益相关者角度直接分析了调整速度的影响因素,并按年份和行业测算出最优资本结构值和调整速度的数值。实证结果表明:显著影响调整速度的因素包括公司规模、盈利能力、成长性、非债务税盾、资产可抵债能力、财政支出增长率、顾客集中度。此外,最优资本结构和调整速度存在明显的行业差异,调整速度会直接影响资本结构的优化程度。

【关键词】 上市公司; 资本结构; 调整速度; 非线性最小二乘法

一、引言

资本结构理论起源于MM理论,MM理论被西方经济学界称之为一次“革命性变革”和“整个现代企业资本结构理论的奠基石”。但MM理论是基于完美资本市场的假设条件提出来的,认为资本可以自由流通,充分竞争,信息充分,利率一致。在现实世界中,这些假设是难以成

实施过程可能产生的歧义。

第三,众所周知,无形资产在现代经济中的影响越来越大,PRC GAAP中,如果将外购的无形资产按公允价值资本化,并进行摊销和减值处理,同时在后续计量中采用重估模型,要求每个报告期对摊销额和使用寿命进行审查和重估,以提高会计信息的相关性,这对于企业来说,可能更趋合理。还有,对于例如研发成本一类的内部产生的无形资产,在研发早期难以确定该成本是否符合开发费用资本化的条件,因此在对其进行会计处理时,或者可以考虑将其费用化,但保留后续有条件反记账的可能。如果在后来的某个时期,企业能够证明之前费用化的成本符合资本化的条件,可以允许企业将之前费用化的成本改为资本化。这样的记账抑或能更加准确地反映内部产生的无形资产的实际价值。

第四,因为计算机技术越发重要,而PRC GAAP在这方面恰好基本上是空白的,这是很明显的的一个缺漏,因此,应该添加对计算机软件成本的会计处理。具体的规定可以参照IFRS和US GAAP。

第五,是关于财务报表的列报和披露。由于中国市场相对的不成熟,会计行业的专业性相对较低,为了更好地保护投资者的合法权益,吸引更多的投资,PRC GAAP应

立的。因此后来的学者在MM理论的基础上不断放宽假设条件,从不同的视角对资本结构进行研究,推动了资本结构理论的发展,形成了代理理论、信息不对称理论、优序融资理论以及后来的动态权衡理论。

动态权衡理论对MM理论的假设前提进行了调整,认为市场是半强式有效的,不存在信息不对称,管理者以

进一步完善对会计信息披露的要求,使会计信息更具透明性和可靠性。

第六,还有一点要强调的是商誉。在瞬息万变的现代经济中,商誉得到人们极大的关注。而PRC GAAP在这方面也是较为单薄的。如果能够参照US GAAP在这方面的要求,规定商誉和商誉减值必须作为单独项目列报于资产负债表中,这对于债权人和投资者更准确全面地评估企业的无形资产,理解企业的财务报告,有非常重要的促进作用。

主要参考文献

Hofstede, G. *Culture's Consequences*. London: Sage Publications, 1980.

郭桂杭.论我国会计准则国际协调中的文化制约因素[J].财会月刊,2007(8).

Hüegh- Krohn N. E. J., KnivsflaËy K. H.. *Accounting for Intangible Assets in Scandinavia, the UK, the US, and by the IASC: Challenges and a Solution*[J]. *The International Journal of Accounting*, 2000(2).

【基金项目】 2012年度广东省高等学校教学质量与教学改革工程本科类立项建设项目“跨学科国际化商务人才培养模式的创新与实践”(项目编号:2012152)

企业最大值为目标进行融资决策。动态权衡理论认为,由于存在调整成本,企业会放任其资本结构在一个区间内波动,只有在实际资本结构偏离最优资本结构较大或者调整收益大于调整成本的情况下,企业才会调整其资本结构;企业的债务水平在很多时间里都是偏离最优水平的,只有在某些时期才会处于最优状态,当企业处于最优资本结构状态时,资本成本最低,企业价值最大。

国内外学者对资本结构的实证研究主要集中在两个方面:一是对最优资本结构的选择及其影响因素的研究,即根据内外部因素来确定一个最优资本结构;二是资本结构的动态调整研究,即当实际资本结构偏离目标资本结构时,如何通过权衡交易成本,控制调整速度,使资本结构达到最优状态。**Rajan**和**Zingales**(1995)对G7国家的企业研究,以及**Booth**(2001)对巴西、印度、墨西哥等发展中国家的研究,都证明了资产有形性、企业规模、非债务税盾、经营风险、研发费用等与资产负债率之间存在着显著的相关关系,并且这种关系在发达国家与发展中国家之间表现形式是类似的。**Fischer, Heinkel**和**Zechner**(1989)构建了一个动态资本结构模型,发现即使是很小的调整成本也将使得实际资本结构远远偏离其目标资本结构。**Banerjee et al**(2000)也强调,资本结构动态调整的主要原因就在于调整成本的存在。**Flannery and Oztekin**(2012)则以37个不同国家1991~2006年的数据为研究样本,结果发现各国企业调整速度存在较大差异,最小值约为4%,最大值则达到41%。

从国内来看,陈德刚、罗勇(2011)通过对沪深两市上市公司的实证研究结果,也证明了我国上市公司资本结构与企业规模、盈利能力、流动性、非债务税盾等企业特征因素之间存在一定的关系。肖作平、廖理(2010)则从非财务利益相关者理论出发,认为管理者在做资本结构决策时,也应将顾客、供应商、员工列入考虑范围。黄辉(2009)认为,企业向目标资本结构调整时存在两个原因:随机事件和调整成本,调整成本是多数事件。姜付秀、黄继承(2011)发现,市场化程度越高,资本结构的调整速度越快。况学文(2013)研究表明,我国上市公司存在一个目标资本结构,实际资本结构以年均13.8%的速度向目标资本结构调整,而且资本结构向下调整的速度显著大于资本结构向上调整的速度。

总的来说,由于我国对资本结构动态调整的研究尚处于起步阶段,还存在有待探讨的方面:一是对指标的选取没有统一的标准,而且在考虑目标资本结构的影响因素时,较少考虑非财务利益相关者因素;二是由于缺少以上因素的考虑,导致在建立模型时,解释变量不够全面,影响了实证分析结果的可信度;三是目前对经济与资本结构调整的研究主要表现在对所有的上市公司进行研究,又或者对某一个行业展开研究,而缺乏对具有地区特

征性的公司进行研究。因此,针对以上的分析,本文主要从企业自身、宏观经济、非财务利益相关者三个角度选择特定变量,针对江苏省上市公司的资本结构现状及资本结构优化问题展开研究。

二、江苏省上市公司资本结构现状

江苏省位于中国大陆东部沿海中心,在全国总体经济发展水平中处于举足轻重的地位,2013年江苏人均GDP达到12 047美元,居中国各省首位。截至2014年3月7日,江苏省A股上市公司239家,在全国31个省区中排名第三,上市公司市值综合达到13 498.55亿元,自由流通值总和达到5 852.28亿元,此外,2013年,整个江苏省的上市公司净利润为376.51亿元,总营业收入8 333.33亿元,发行股票的市价总值为12 787.24亿元。虽然江苏省在整个上市公司体系中发挥重要作用,但依然面临融资总量偏低的难题。2013年上交所包括股票和债券的融资额为2 516亿元,深交所融资额2 489亿元,而江苏省上市公司合计募集资金283.69亿元,占整个股市融资额的5.67%。相对于间接融资,金融机构的直接贷款余额新增7 207.83亿元,但其直接融资占比依然偏低。

江苏省上市公司的融资方式存在差异,融资渠道发展不平衡,那么如何平衡直接、间接融资,债权、股权融资问题,进一步发挥江苏省的经济大省地位和对整个国民经济的推动作用,成了需进一步探讨的问题。此外,江苏省目前上市公司的资本结构状况如何?其资本结构是否偏离最优资本结构?如果偏离,将以怎样的速度进行调整?资本结构与调整速度之间是否存在联系?

因此,本文以动态权衡理论为指导,着重研究江苏省资本结构选择问题,为上市公司优化资本结构、提高融资决策水平提供参考价值。

三、研究设计

(一)资本结构动态调整模型

如果现实资本市场中不存在交易成本,实际资本结构能够及时地完全调至目标资本结构,但交易成本是存在的,并且有时是高额,导致实际资本结构只能向目标资本结构进行部分调整。参照**Flannery**和**Rangan**的研究成果,建立目标资本结构的部分调整模型。

$$TDBT_{i,t} - TDBT_{i,t-1} = \lambda_{it}(TDBT_{i,t}^* - TDBT_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

将其整理变形,可以表示为:

$$TDBT_{i,t} = \lambda_{it} TDBT_{i,t}^* + (1 - \lambda_{it}) TDBT_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, $TDBT_{i,t}$ 表示第*i*个公司在*t*期的实际资本结构, $TDBT_{i,t-1}$ 为第*i*个公司在*t-1*期的实际资本结构, $TDBT_{i,t}^*$ 为第*i*个公司在*t*期的目标资本结构, λ_{it} 为模型的调整系数,即调整速度, $\varepsilon_{i,t}$ 代表残差。 λ_{it} 的值一般在0~1之间,表示部分调整, λ_{it} 值越接近1,表示资本结构的调整速度越快。但也有学者研究发现, λ_{it} 值会出现小于0

的情况,即实际资本结构背离目标资本结构,属于过度调整行为。

$TDBT_{i,t}^*$ 作为最优资本结构,其值是不可以直接观测到的,受到很多因素的影响,可以将其表示为由一系列变量决定的线性函数:

$$TDBT_{i,t}^* = \beta_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j,i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

同样,调整系数 λ_{it} 表示为如下函数:

$$\lambda_{it} = \chi_0 + \sum_{j=1}^k \chi_j Z_{j,i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$\sum_{j=1}^k \chi_j Z_{j,i,t-1}$ 表示影响调整速度的企业特征变量。

(二) 样本选择与估计方法

1. 样本选取与数据来源。本文的研究对象为江苏省的主板A股上市公司,经过调查,江苏省一共有239家上市公司,考虑到资本结构的调整需要经历较长的时间跨度,同时为了确保研究结果的可靠性和针对性,本文在筛选数据的过程中遵循可获得性、真实性、具有解释能力等原则,最终选取了175家公司2003~2013年的数据,观测数据均来自于国泰安数据库。在实证分析之前,对自变量进行了相关系数分析,发现各自变量之间的相关系数均不显著,不存在多重共线性的问题。

2. 估计方法。根据前面设计的调整模型,目标资本结构 $TDBT_{i,t}^*$ 由公式(3)确定,调整速度 λ_{it} 则根据公式(4)计算得出。综合公式(2)、(3)、(4),我们发现最优资本结构和调整速度被内化在模型(2)中,构成了一个非线性函数,需要采用非线性最小二乘法(NLS)进行估计,迭代方式为高斯—牛顿迭代法。迭代初期,需要输入参数的初始值,因此整个分析过程可分为:首先利用静态模型 $TDBT_{i,t}^* = \beta_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j,i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$ 估算出各参数初始值,代入公式(3)进行线性拟合得到 $TDBT_{i,t}^*$ 的拟合值;其次,将拟合 $TDBT_{i,t}^*$ 值代入公式(1)中得到调整速度 λ_{it} 的初始值;再次,将 λ_{it} 的初始值代入公式(4)中,得到 λ_{it} 各参数估计的初始值;最后将得到的 $TDBT_{i,t}^*$ 和 λ_{it} 的参数初始值同时作为公式(2)的迭代初始值。经过多次迭代,使残差平方和达到最小值后收敛,得出最终结果。

(三) 变量的选择及理论假设

1. 资本结构的度量。资本结构的度量主要有账面资产负债率和市场资产负债率两类,由于股票市场波动较大,无法反映其真实价值,因此选择相对稳定的账面指标度量资本结构。

2. 调整速度的影响因素。本文着重研究的是资本结构动态调整的速度问题,从企业自身、宏观经济、非财务利益相关者角度,列出影响因素,提出相关假设。

(1) 偏离最优资本结构程度。实际资本结构与最优资

本结构之间存在差距,这个距离我们称为偏离程度。公司是否对资本结构进行调整往往取决于前一期的负债水平,公式表示为实际资产负债率减去最优资产负债率的绝对值。公司向目标资本结构进行调整会带来收益,但同时也会产生成本,只有当收益大于成本时,该调整才是有意义的。当调整的固定成本占有一定比例时,公司只有在其目前的资本结构与最优资本结构水平之间存在较大差异时,才会进行调整。因此,偏离最优资本结构的程度与调整速度成正相关关系。

(2) 公司规模。研究样本是上市公司,其规模都比较大,上市公司信息透明公开,更容易以较低的成本获得外部资金,从而快速向最优负债水平调整,所以假设公司规模与调整速度正相关。

(3) 盈利能力。盈利能力强的企业,可以利用留存收益和未分配利润来满足经营发展的资金需求,从而融资成本降低,实际负债率更贴近于最优负债率,调整速度放缓,所以假设盈利能力与调整速度负相关。

(4) 成长性。成长性好的企业更容易受到投资者的关注,其对投资基金的需求也更强烈,相比成长性差的企业更容易开拓外部融资渠道。当资本结构需要调整时,更容易获得外部资金的支持,因此假设成长性与调整速度正相关。

(5) 非债务税盾。非债务税盾主要指固定资产和无形资产的抵税收益,虽然某种程度上能够降低企业负债水平,减少企业破产风险,但当实际资本结构偏离目标资本结构严重时,并不能像债务融资一样,对实际资本结构进行快速调整,因此假设非债务税盾与调整速度负相关。

(6) 资产可抵债能力。资产可抵债能力主要指存货和固定资产等有形资产的可抵债能力,由于负债融资的成本较低,公司可以将这些有形资产跟金融机构抵押获得贷款。而且当公司出现财务危机时,有形资产的可变现能力强,可以随时变现,作为偿债资金。因此,假设资产可抵债能力与调整速度正相关。

(7) 第一大股东持股比例。股东的持股比例越大,其享有的投票权和经济利益就越多,也就越担心股权稀释导致权力的丧失,因此持股比例越大的股东,对债权融资的偏好要大于股权融资。由于债权融资成本比股权融资成本低,但融资的效率却高,所以当需要调整资本结构至最优水平时,大股东持股比例越高的公司倾向采用债务调整,其调整速度会越快。因此假设第一大股东持股比例与调整速度正相关。

(8) 经济周期性。经济繁荣时期,资本市场发展良好,债务筹资和股权筹资都比较便捷,相应的调整速度也快;经济衰退时期,市场不景气,债务筹资和股权筹资都比较困难,调整速度也缓慢。所以,假设经济周期性与调整速度正相关。

(9) 股票市场状况。当股票市场发展态势良好时,上市公司的股价提高、股票增值,但权益筹资的成本较高。当公司需要对实际资本结构调整时,权益调整的成本要高于债务成本,此时如果公司仍采用权益筹资,调整速度会放缓。因此假设股票市场状况与调整速度负相关。

(10) 贷款利率。当银行等金融机构提高贷款利率时,债务筹资成本增加,此时公司向最优资本结构调整将会付出更多的代价,因而其调整速度会受影响。所以假设贷款利率与调整速度负相关。

(11) 财政支出增长率。政府增加财政支出,促进社会经济发展,企业的生产经营从中受益,各项工作成本不同程度降低,因而调整速度会加快。所以假设财政支出增长率与调整速度正相关。

(12) 供应商谈判力。当市场上可供选择的供应商较多时,股东的讨价还价能力增加,公司拥有的负债水平相应提高,当调整实际资本结构时所付出的代价降低,调整速度加快。所以假设供应商谈判力与调整速度负相关。

(13) 雇员谈判力。雇员的谈判能力越强,公司在调整资本结构的时候,将被作为一项制度成本予以考虑,从而增加调整成本,影响调整速度。所以假设雇员谈判力与调整速度负相关。

(14) 产品独特性。产品的独特性越高,公司应持有较低的负债水平以应对顾客、供应商和从业人员的潜在风险,所以当资本结构偏离目标资本结构较小时,公司不会立刻增加或减少负债水平,使其调整到目标资本结构,因为那些潜在的风险会超过调整带来的收益。所以假设产品的独特性与调整速度负相关。

(15) 顾客集中度。当顾客购买商品时,顾客不仅为产品本身支付了价格,也为后来的售后服务和维修服务支付了价格。所以,顾客在购买产品的时候,会判断公司潜在的发展能力和经营失败的可能性。因此,销售独特产品的公司当发现实际资本结构偏离目标资本结构时,往往会快速地采取措施进行调整,从而维护企业价值和形象。所以假设顾客集中度与调整速度正相关。

3. 变量的定义(见表1)。

四、实证结果与分析

(一) 调整速度影响因素实证结果分析

采用非线性最小二乘法估计,模型利用高斯—牛顿方法迭代,经过 104 次迭代后使残差平方和达到最小值后收敛,实证结果见表 2。

本文对调整速度的实证分析得出以下结论:

1. 最优资本结构与实际资本结构之间的偏离程度与调整速度正相关,但不显著,与前文理论假设相符。这说明上市公司实际资本结构与最优资本结构之间的差距越大,调整的速度就越快,但这种影响并不是显著性的,得结合各个公司的特性加以确定。

表 1 资本结构影响因素的变量定义

被解释变量		变量名称	变量定义
		总资产负债率(TDBT)	总负债/总资产
解释变量	公司层面变量	偏离程度(PLCD)	$ \text{TDBT}_{it}^* - \text{TDBT}_{it-1} $
		公司规模(SIZE)	LN(资产总额)
		盈利能力(PROF)	息税前利润(EBIT)/总资产
		成长性(GROW)	Δ 主营业务收入/主营业务收入
		非债务税盾(NDEBT)	(折旧+摊销)/总资产
		资产可抵债能力(TANG)	固定资产/总资产
		第一大股东持股比例(LARGEST)	第一大股东持股数/总股数
	宏观经济因素	经济周期性(CNE)	GDP 增长率
		股票市场状况(STOCK) (股指收益率)	上证指数收益率-通货膨胀率
		货币政策(利率水平) (INTEREST)	金融机构一年期法定贷款利率-通货膨胀率
		财政政策(财政支出增长率) (FINANCE)	(今年财政支出-上年财政支出)/今年财政支出
	非财务利益相关者因素	供应商谈判力(SUPPLIER)	前 5 名供应商的合计采购金额/年度采购金额
		雇员谈判力(EMPLOYEE)	技术性员工/员工总人数
		产品独特性(PRODUCT)	营业费用/主营业务收入
		顾客集中度(CUSTOMER)	前 5 名顾客的合计销售额/年度销售总额

表 2 调整速度影响因素回归结果

参数	估计值	标准差	t 统计量	P 值
α_0	- 0.734 5	0.219 5	- 3.346 3	0.000 8
α_1 - PLCD	0.014 1	0.029 1	0.485 4	0.627 4
α_2 - SIZE	0.006 6	0.002 2	3.080 6	0.002 1
α_3 - PROF	- 0.322 5	0.082 7	- 3.899 2	0.000 1
α_4 - GROW	0.010 3	0.006 0	1.721 1	0.085 5
α_5 - NDEBT	- 0.129 5	0.039 6	- 3.270 1	0.001 1
α_6 - TANG	0.005 1	0.001 6	3.140 4	0.001 7
α_7 - LARGEST	0.031 9	0.022 0	1.447 5	0.148 0
α_8 - CNE	0.034 7	0.083 7	0.414 5	0.678 6
α_9 - STOCK	0.003 6	0.005 9	0.610 8	0.541 5
α_{10} - INTEREST	- 0.608 5	0.691 8	- 0.879 5	0.379 3
α_{11} - FINANCE	- 0.617 6	0.141 4	- 4.366 5	0.000 0
α_{12} - SUPPLIER	- 0.030 7	0.015 9	- 1.926 7	0.054 2
α_{13} - EMPLOYEE	0.046 8	0.029 6	1.582 7	0.113 7
α_{14} - PRODUCT	- 0.007 6	0.042 9	- 0.1774	0.859 2
α_{15} - CUSTOMER	0.065 4	0.022 1	2.963 8	0.003 1
R- squared		0.898 8	Sums quared resid	6.372 2
Adjusted R- squared		0.896 5	Durbin- Watsonstat	2.050 8

数据来源: Eviews6.0 非线性最小二乘法估计,高斯—牛顿迭代后结果。

2. 公司规模与调整速度正相关,并在**1%**的水平上通过显著性检验,与前文理论假设一致。意味着公司规模显著影响到最优资本结构的调整速度,公司规模越大,信息公开的透明度就越高,更容易获得外部资金,也更关注公司价值,调整速度也就越快。

3. 盈利能力与调整速度负相关,并在**1%**的水平上通过显著性检验,与前文理论假设一致。盈利能力强的企业,财务状况优良,可以利用留存收益和未分配利润来满足经营发展的资金需求,从而融资成本降低,实际负债率更贴近于最优负债率,调整速度放缓。

4. 成长性与调整速度正相关,并在**10%**的水平上通过显著性检验,与前文理论假设一致。成长性显著影响到最优资本结构的调整速度。成长性好的企业为了使公司能够获得更好的投资发展机会,会适时地对资本结构是否合理做出判断,从而调整速度加快,避免盲目发展造成的危害。

5. 非债务税盾与调整速度负相关,并在**1%**的水平上通过显著性检验,与前文假设一致。非债务税盾可以得到抵税收益,但却无法及时实现该收益,存在滞后性,当需要对资本结构进行调整时,采用非债务税盾的手法会导致调整速度变慢。

6. 资产可抵债能力与调整速度正相关,并在**1%**的水平上通过显著性检验,与前文假设一致。资产可抵债能力显著影响到资本结构的调整速度。这是因为可抵债资产可以随时向银行进行贷款,或到市场上进行变现,当需要对资本结构进行调整时,可以加快调整的速度。

7. 第一大股东持股比例对调整速度的影响是正相关的,与前文理论假设一致,但没有通过显著性检验。这说明第一大股东持股比例并不是影响调整速度的显著性影响因素。这是因为在调整的过程中,大股东会综合对比考虑债务代理成本与股权融资成本的大小。

8. 经济周期性没有通过显著性检验,但其对调整速度的影响是正相关的,与前文理论假设一致。经济繁荣时期,公司资本结构调整速度加快;衰退时期,公司则放慢了调整速度,但这种影响并不是很显著的,得根据公司自身情况加以确定。

9. 股指收益率没有通过显著性检验,并且结果显示其对调整速度的影响是正相关的,与前文理论假设不一致。股票市场状况发展良好的时候,公司会相应地对资本结构做出调整,但这种调整并不显著。

10. 贷款利率水平没有通过显著性检验,但其对调整速度的影响是负相关的,这符合前文理论假设。当银行等金融机构提高贷款利率时,通过债务融资调整资本结构付出的代价提高,因而公司会加以考虑,调整速度放缓。

11. 财政支出增长率与调整速度之间是显著的负相关关系,这与前文假设不符。笔者认为可能的原因在于,

当财政支出增加、市场利好的时候,公司此时从银行获得贷款相对容易,负债增加,这时取得贷款的成本小于向最优资本结构调整的成本,因此会忽略最优资本结构的调整,导致调整速度变慢。

12. 供应商谈判力与调整速度负相关,并在**10%**的水平上通过了显著性检验。当前五名供应商的采购金额占年度采购金额比重较大的时候,股东的讨价还价能力削弱,公司拥有的负债水平相应减少,当需要对实际资本结构进行调整时,所付出的代价增加,调整速度放缓。

13. 雇员谈判力与调整速度是正相关的关系,且没有通过显著性水平检验,与前文假设不一致。意味着公司在进行最优资本结构调整时,雇员的谈判力会加快调整速度,但这种影响并不是很显著的。

14. 产品的独特性没有通过显著性检验,但其对调整速度的影响是负相关的。产品独特性并不会显著影响公司的调整速度,只会在某种程度上增加调整的成本。

15. 顾客集中度对调整速度的影响是显著的正相关关系,与前文理论假设一致。当前五名顾客的销售金额占年度销售金额比重较大的时候,公司为了追求价值最大化、维护公司形象、维持客户关系,会随时关注公司是否已偏离最优资本结构,适时做出调整,即资本结构的调整速度会加快。

(二)最优资本结构和调整速度分析

根据动态调整模型的实证结果,结合公式(3)和(4),计算出最优资本结构和调整速度的数值,由于研究样本数量众多、篇幅有限,无法将单个样本每年的最优负债率值和调整速度值一一列示,本文按年份和按行业分类分别列出实际资本结构、最优资本结构以及调整速度的平均值,具体结果见表3和表4。

表3 最优资本结构和调整速度平均值(按年分类)

年份	实际资本结构 平均值	最优资本结构 平均值	调整速度 平均值
2003	0.454 1	0.594 4	0.127 3
2004	0.500 8	0.585 0	0.137 5
2005	0.515 9	0.603 3	0.138 8
2006	0.510 1	0.599 5	0.162 6
2007	0.505 9	0.547 7	0.172 0
2008	0.502 2	0.597 3	0.167 8
2009	0.486 9	0.625 4	0.134 7
2010	0.437 2	0.544 4	0.145 1
2011	0.416 1	0.558 2	0.126 1
2012	0.428 3	0.611 4	0.102 6
2013	0.446 4	0.577 6	0.098 2

数据来源: Eviews6.0非线性最小二乘法估计,高斯牛顿迭代后利用 Excel表格整理归纳。

从表3可以看出,江苏省上市公司2003~2013年的资产负债率值与最优负债水平之间是存在差距的,并且每年的实际负债率都低于最优的负债水平。10年间江苏省上市公司的负债水平基本维持在0.416 1~0.510 1之间,而最优的负债水平却应该保持在0.547 7~0.625 4之间。相比最优负债水平,实际负债水平偏低,反映出江苏省上市公司一方面采取保守的财务政策,财务风险偏小;另一方面可能存在融资困难、融资渠道不畅通的难题。

调整速度10年来一直在0.098 2~0.172 0之间徘徊,调整速度缓慢,远低于西方发达国家的平均水平,主要原因在于以下方面:一是,样本公司没有形成最优资本结构的意识,不够重视最优资本结构对公司的重要性,进而忽略了当实际资本结构偏离最优资本结构时,需要及时地进行调整;二是,调整成本的存在,固定成本和制度成本的开支限制了调整速度。因此,作为上市公司,理念意识要强,资本结构实际值与最优值之间是存在差距的,要认清最优资本结构的作用,应该把最优资本结构作为一个目标,可能难以一下子实现最优,但至少应该通过对资本结构不断进行优化调整,使其向最优值靠近。

表4 最优资本结构和调整速度平均值(按行业分类)

行业	资本结构平均值		调整速度平均值
	实际资本结构平均值	最优资本结构平均值	
制造业(C)	0.418 7	0.567 2	0.117 9
电力煤气业(D)	0.319 4	0.366 8	0.091 1
建筑业(E)	0.751 0	0.708 2	0.260 4
交通仓储业(F)	0.427 8	0.556 4	0.175 5
信息技术业(G)	0.463 2	0.567 6	0.154 1
批发零售业(H)	0.639 2	0.593 9	0.142 1
房地产业(J)	0.666 6	0.702 4	0.243 4
社会服务业(K)	0.451 4	0.384 8	0.112 5
传播文化业(L)	0.289 1	0.752 0	0.142 8
综合类(M)	0.520 9	0.670 5	0.147 1

表4反映出各行业实际资本结构与最优资本结构之间的差距,其中制造业、电力煤气业、交通仓储业、信息技术业、房地产业、传播文化业以及综合类企业的实际资本结构是小于最优资本结构的,其中传播文化业的偏离程度最大;而建筑业、批发零售业、社会服务业的实际资本结构略高于最优资本结构,同时各行业间的资本结构调整速度存在较小差距,整体调整速度水平偏低。此外,传播文化业、建筑业、房地产业的最优资本结构排名前三,比较接近于1,这说明这三类行业的资本结构优化水平较高,并且建筑业、房地产业资本结构调整速度值分别为0.260 4、0.243 4,属于所有行业中调整速度最快的两个行业,而电力煤气业、社会服务业的最优资产负债率分别为0.366 8、0.384 8,是所有行业中优化程度最低的两个,而

且各自对应的调整速度值为0.091 1和0.112 5,也是所有行业中最慢的两个。因此,可以推断出调整速度会直接影响资本结构的优化程度,调整速度越快的企业,对投融资机会的嗅觉更敏感、把握更强,优化资本结构的能力也越高;相反,调整速度越慢的企业,投融资决策迟缓,优化资本结构的能力减弱。

五、研究结论

本文在实证分析资本结构调整速度影响因素的时候,通过构建动态调整模型,利用非线性回归和高斯—牛顿迭代检验方法,罗列出对资本结构和调整速度影响较大的各层面因素,而显著影响调整速度的因素则包括公司规模、盈利能力、成长性、非债务税盾、资产可抵债能力、财政支出增长率、顾客集中度。上市公司无法改变宏观经济环境,但可以通过对微观层面指标的调整来达到优化资本结构和调整速度的目的。此外本文还计算出样本公司2003年以来各年份和各行业的最优资本结构和调整速度平均值。结果发现:从年份分类角度看,江苏省上市公司的实际资产负债率都低于最优资产负债率值,没有充分发挥财务杠杆的作用,财务风险较小,应该采取更为激进的财务政策。同时,实际资本结构向最优资本结构的调整速度较慢,因而公司应该充分认识到最优资本结构对公司的作用,采取积极主动的措施,加快实际资本结构的调整速度。从行业分类角度看,各行业的实际和最优资本结构存在差距,有的行业实际资本结构高于最优资本结构,有的行业实际资本结构低于最优资本结构,同时各行业的调整速度也存在差距,整体调整速度水平不高,间接反映出调整速度会直接影响资本结构的优化程度。

基于上述研究过程和研究结果,本文将从企业自身和外部环境两方面对优化企业资本结构提出可行性建议。首先,企业需保持自身的资本结构弹性,根据资本市场的变化适时调整影响资本结构的因素,维持企业财务的灵活性,同时企业还需重视自己的信息披露,提高企业的信誉和形象,畅通融资渠道,提高融资效率。另外,为了提高资本结构的调整速度,降低交易成本,需完善我国资本市场、信贷市场和债券市场,降低交易成本,开阔融资平台,拓宽融资途径,提高上市公司融资能力,进而优化整个上市公司的目标资本结构和调整速度。

主要参考文献

- 陈德刚,罗勇.资本结构动态调整研究——来自中国上市公司的经验证据[J].经济问题,2011(3).
- 肖作平,廖理.非财务利益相关者与公司资本结构选择——一个动态调整模型[J].中国工业经济,2010(10).
- 姜付秀,黄继承.市场化进程与资本结构动态调整[J].管理世界,2011(3).

【基金项目】江苏省科技厅软科学项目(项目编号:BR2014007)