

会计制度变迁下企业资本结构的动态调整

——基于山东省上市公司数据的研究

李敏^{1,2}, 张士强³(博士生导师)

(1.山东科技大学经济管理学院, 青岛 266590; 2.山东财经大学会计学院, 济南 250014;

3.山东科技大学经济管理学院, 青岛 266590)

【摘要】本文以2000~2012年山东省非金融上市公司的平衡面板数据为样本,实证分析会计制度变迁对资本结构选择的影响、会计制度的路径依赖特性在资本结构选择中的体现,以及在不同的会计制度变迁阶段企业调整其资本结构速度的差异。研究结果表明:在同一地区,会计制度因素显著影响企业资本结构的选择;会计制度的路径依赖特性也得到显著体现,从而使企业只能部分地调整其资本结构;在会计制度变迁的不同阶段,企业调整其资本结构的速度的确存在差异,但并未因会计信息质量提高而加快调整速度。

【关键词】会计制度; 资本结构; 路径依赖; 动态调整

一、引言

资本结构问题一直都是学者们研究的热点问题,资本结构理论也经历了从净收益理论等传统资本结构理论到MM理论等新古典资本结构理论,再到权衡理论、代理理论和融资优序理论等现代资本结构理论的一个发展过程。这些理论从不同的角度解释了企业资本结构选择的差异,也由此产生了大量实证检验企业资本结构影响因素的研究。除了传统的企业特征因素和行业因素,学者们也开始关注制度因素对企业资本结构选择的影响。Wald (1999), Paulo F. & Miguel A. (2011)的研究表明,制度因素是影响资本结构的最主要的因素之一。

资本结构其实就是融资问题,是企业在权衡收益与成本之后做出的选择,而融资的主要渠道就是资本市场,因此资本市场制度的变迁必然会对企业融资选择产生影响。我国新兴加转轨市场经济的一个重要特征就是制度的变迁比较频繁,而资本市场经济制度的变迁则更为直接和显著。会计制度作为资本市场中一项重要的经济制度,已经历了数次重大的变迁,目的在于提高会计信息质量,增强会计信息的有用性,从而改善企业融资决策的效率。会计信息特别是盈余信息的传递会通过影响企业的资本成本对资本结构的选择产生影响。

从国外现有的研究成果来看,其近乎完全一致的结论表明,高质量的盈余信息能降低企业资本成本(Francis, et al., 2004; Lambert, 2007; Jennifer Francis et al., 2008)。而会计信息本身是依靠会计制度而产生的,会计制度对其有着直接和重要的影响,因此,本文认为在会计制度变迁的不同阶段,企业会产生不同质量层次的盈余信息,从

而会面临不同水平的资本成本,进而影响其选择不同的资本结构,即随着会计制度的变迁,企业会产生对资本结构进行动态调整的动机。

同时,诺斯的制度变迁理论指出,制度存在着路径依赖特性。所谓路径依赖,就是具有正反馈机制的体系一旦在外部偶然性时间的影响下被系统所采纳,便会沿着一定的路径发展演进,而很难被其他潜在的甚至更优的体系所替代,即“今天的选择受历史因素的影响”。会计制度也不例外,它的变迁过程体现了路径依赖的特性(吴革, 2004; 陈蓁, 2004; 王保忠、黄解宇、王保庆, 2009; 李娟, 2009)。因此,我们认为会计制度的路径依赖性也体现在其对资本结构的影响中,原有会计制度会对目前资本结构的选择产生影响。盈余信息是会计信息的典型代表,盈余质量是会计信息质量特征的综合反映,所以我们以盈余质量作为会计信息质量的度量,以盈余质量对资本结构的影响为代表来描述会计制度对资本结构的影响。

根据动态资本结构理论,在现实中,由于调整成本的存在,企业的实际资本结构不会总是处于其目标资本结构状态,但也不会一直偏离目标值,资本结构会动态地向其目标值调整,调整的速度和幅度均受到调整成本的影响。目前大多数文献都在实证分析中采用部分调整模型来分析资本结构的这种动态调整,本文也建立了一个动态调整模型,并采用系统GMM(Generalized Method of Moments)的估计方法,试图证明会计制度会影响企业资本结构的选择,会计制度的路径依赖特性也会体现在这种影响当中,并且在不同的变迁阶段,企业调整其资本结构的速度存在差异。

二、文献回顾

从现有的相关文献来看,学者们主要从税收制度、破产制度、资本市场和法制体系等几个方面来深入研究制度因素对企业资本结构选择的影响,但专门针对会计制度对资本结构影响的研究还很少。

前文已述,国外学者对盈余质量和资本成本关系的研究已达成共识,而国内也有学者对此进行了研究。汪炜和蒋高峰(2004)、曾颖和陆正飞(2006)认为,信息披露可以降低股权融资成本。叶康涛和陆正飞(2004)则发现,信息不对称和代理问题都会影响股权融资成本。王兵(2008)指出盈余质量与资本成本具有相关性,会间接影响资本结构的选择。张小媛(2010)研究发现高质量的盈余也可以降低资本成本,盈余质量对资本成本具有第一效应。由于资本结构的选择要权衡成本与收益,而资本成本是其中一个很重要的成本因素,因此国内外学者的这些研究结论为我们研究会计制度对资本结构的影响提供了大量有价值的依据。

诺思的制度变迁理论指出,由于制度的报酬递增效应和市场的完备,使得制度变迁中路径依赖性广泛存在。诺思认为,路径依赖性是一种动态过程,是分析并理解长期经济变迁实质的关键。路径依赖先从认知层面开始,经过制度层面,最后达到经济层面。认知和制度的路径依赖将会导致经济的路径依赖,即制度的路径依赖最终会传递到经济结果上,这一点也已被一些学者所证实(吴敬琏,1995;吕爱权,2003;陈育琴,2004;胡元木、马文爽,2012)。但关于会计制度的路径依赖特性是否会对资本结构的选择产生影响,鲜有学者对此进行研究,本文将就这一问题进行检验。

三、理论分析与研究假设

王保忠等(2009)将会计制度理解为包括制约会计行为及利益相关者的法律、法规、准则及单位内部会计制度等方面的统称,并指出会计制度变迁应包括这一系列相关法规、准则及制度在特定的制度环境中创立、变更及随着时间变化而被打破的方式。

前文提及会计制度主要是通过影响会计信息的质量来影响企业的资本结构,而企业的资本结构实际就是其对资金的一种安排。企业的资金主要来源于负债资金和权益资金(自有资金和股权资金)两大部分,因此,资本结构的选择也就是对权益资金和负债资金在整个资金比重中的权衡,以确定企业的最佳资本结构。而在企业获取资金的过程中,资金提供者和企业之间沟通的最为关键和主要的信息就是会计信息。由于信息不对称的存在,会计信息的质量与资本结构的选择就存在密切的关系。陆宇建等(2012)指出,高质量的会计信息可以促使企业提高资本市场的运行效率。

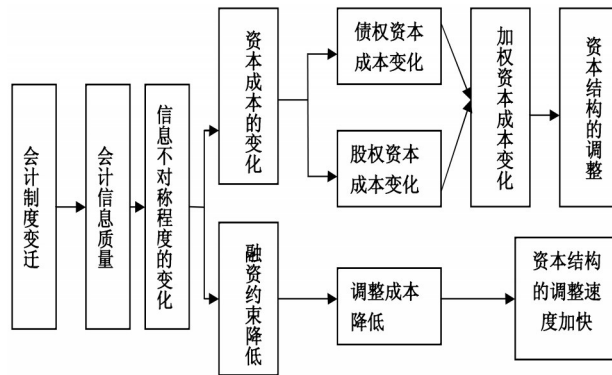
信息不对称理论认为,信息在交易双方的不对称分

布,使得处于信息劣势的一方无法作出最优决策,从而导致资源配置无效率。而资本市场上信息不对称是一种客观存在,各利益主体所获得的信息数量和质量都不均衡。对于投资者来说,由于无法获取企业的完全信息,无法正确判断企业盈余质量的好坏,就面临很大的风险和不确定性,因此会要求更高的回报率,企业的权益资本成本随之提高;对于债权人来说,为了保证自己的债权不受到侵害,也会以较高的报酬率作为补偿,债权资本成本随之提高,企业则在充分权衡债务融资与股权融资的相对成本与收益的基础上,确定不同的融资方式和融资比例,形成其资本结构。

而会计制度通过对企业会计处理程序、方法以及信息披露的程序、方式进行规范,从而作用于盈余信息的产生机制,规范了盈余信息的生成和披露,保证了盈余信息的质量,并使其公开透明。会计制度在调整信息在资本市场中的配置的同时在一定程度上降低了信息不对称的程度,进而增加了信息含量。对资本市场的参与者来说,高质量的盈余信息降低了其面临的信息风险,投资者和债权人自然会降低其要求的回报率,减少信息溢价,从而使股权资本成本和债权资本成本下降,企业也会据此调整其融资政策,从而优化其资本结构。

此外,根据现代融资理论,融资约束是指当企业自有资金无法满足其投资所需而进行外部融资时所面临的摩擦。企业会根据自身的融资约束程度决定融资规模的变化(增加或减少),选择最优的债权股权融资方式,进而调整现有的资本结构。信息不对称条件下,逆向选择风险及道德风险加剧,企业融资的信息成本和交易成本上升,融资约束严重,必然导致企业融资能力下降,资本结构的调整也将会受到负面影响。而高质量的会计信息可以降低信息不对称程度,从而缓解企业的融资约束,使企业能以较低的成本获得资金,从而使得调整成本降低、摩擦更小,进而进行资本结构的调整。

以上具体从资本成本和融资约束的角度,对会计制度变迁如何影响资本结构调整进行了分析,其运行机理如下图所示:



会计制度变迁影响资本结构调整的运行机理

自中国资本市场成立以来,会计制度作为资本市场的一项重要制度安排,一直处于连续的变迁状态。我们可按时间将这一变迁过程划分为四个阶段:第一阶段为《企业会计准则》和《股份制试点企业会计制度》阶段(1992~1997年),第二阶段为《股份有限公司会计制度》阶段(1998~2000年),第三阶段为《企业会计制度》阶段(2001~2006年),第四阶段为《企业会计准则》阶段(2007年至今)。在会计制度变迁的不同阶段,企业会产生不同质量层次的盈余信息,从而会面临不同水平的资本成本,进而影响其选择不同的资本结构。同时,随着会计制度的变迁,我国企业的会计信息质量也得到不断提升(潘琰、陈凌云、林丽花,2003;王建新,2005;朱茶芬,2006;徐莉莎2009),资本市场中的信息不对称程度逐步降低,企业的融资约束在一定程度上得到缓解,这就对企业资本结构的调整速度产生了正面影响,企业调整其资本结构的速度也会逐步加快。

基于以上分析,我们提出以下两个研究假设:

H1:会计制度会影响企业资本结构的调整。

H2:企业资本结构的调整速度在会计制度变迁的第四阶段要比第三阶段更快。

根据前文提及的制度变迁路径依赖性的传递途径,我们来分析会计制度变迁的路径依赖性。诺思认为信念决定了制度结构,当大家都习惯并学会了某个问题的解决方法,每当出现同样的问题时,就会无意识地使用它。这种认知上的路径依赖,就导致在会计制度的制定中,新制度的制定不会完全推翻旧制度,而是充分考虑现存制度的惯性影响,通过一系列过渡性制度安排使制度的变迁具有某种“承前启后”的连续性。而在新会计制度的执行中,企业通常对旧会计制度有一种天然的依赖,并具有一定的惰性。同时,会计人员的素质、观念等也不能很快适应和转变,其主动适应新会计制度而改变会计处理方法的内在动力不足,从而不重视新方法的使用而往往沿袭老办法、老习惯。旧会计制度的这种顽强维持状态,使得旧会计制度对企业的影响一直延续。这种影响体现在企业会计信息的生产中,则表现为会计信息质量的提升不能达到预期效果,只会有部分改善;反映到资本结构的调整上,则表现为企业不能完全调整其资本结构,只能进行部分调整。基于以上分析,我们提出如下研究假设:

H3:新会计制度颁布后,旧会计制度仍会对企业资本结构的调整产生影响,企业资本结构只能进行部分调整。

四、研究设计

(一)模型设定

1. 扩展的Jones模型。前文已指出我们一般用盈余质量来度量会计信息质量。而盈余质量的计量通常有两种模型,一种是DD模型,一种是Jones模型。我国学者目前多采用Jones模型对上市公司的盈余质量进行实证检验

(陆建桥,1999;周春梅,2010;黄欣然,2011;杨继伟、汪戎、陈红,2012;魏明海、岳勇坚、雷倩华,2013),因此本文也借鉴现有研究成果,采用陆建桥(1999)扩展的Jones模型来计算盈余质量的替代变量,即操控性应计利润(DA),公式如下:

$$TA_{i,t}/A_{i,t-1} = \alpha_i [1/A_{i,t-1}] + \beta_{1i} [\Delta REV_{i,t}/A_{i,t-1} - \Delta REC_{i,t}/A_{i,t-1}] + \beta_{2i} [PPE_{i,t}/A_{i,t-1}] + \beta_{3i} [IA_{i,t}/A_{i,t-1}] + \xi_{i,t}$$

其中, $TA_{i,t}$ 表示 i 公司第 t 年的总应计利润; $\Delta REV_{i,t}$ 表示 i 公司第 t 年的主营业务收入变动额; $\Delta REC_{i,t}$ 表示 i 公司第 t 年的应收账款变动额; $PPE_{i,t}$ 表示 i 公司第 t 年的固定资产原值; $IA_{i,t}$ 表示 i 公司第 t 年的无形资产及其他非流动资产的价值; $A_{i,t-1}$ 表示 i 公司第 $t-1$ 年的总资产; $\xi_{i,t}$ 表示模型估计的残差,取其绝对值即 i 公司第 t 年的操控性应计利润,操控性应计利润与上市公司的盈余质量呈负相关关系,即操控性应计利润越低,则上市公司盈余质量越高。

2. 动态调整模型。目前大多数学者认为对资本结构调整的研究应该从静态转向动态,只有动态地观察资本结构的运动,才能更好地揭示资本结构调整的内在规律(Rajan and Zingales, 1995; 王志强、洪艺珣, 2009),在实证检验中则大多采用动态模型研究资本结构的调整问题。因此,本文也采用如下动态调整模型:

$$LEV_{i,t} - LEV_{i,t-1} = \delta (LEV_{i,t}^* - LEV_{i,t-1}) \quad (1)$$

其中, $LEV_{i,t}$ 和 $LEV_{i,t-1}$ 分别表示第 i 个公司,在第 t 年和第 $t-1$ 年的实际资本结构; $LEV_{i,t}^*$ 表示第 i 个公司在第 t 年的目标资本结构; δ 是资本结构调整系数,由资本结构的调整成本决定,表示第 i 个公司在第 t 期向目标资本结构调整的快慢。 $\delta=0$ 表示调整成本大于收益,所以公司未对其资本结构进行调整; $0 < |\delta| < 1$ 表示调整收益大于调整成本,公司对资本结构进行了部分调整; $\delta=1$ 表示公司对资本结构进行了完全调整,即不存在调整成本。

目前大多数学者都认为企业存在目标资本结构(王正位、赵冬青、朱武祥,2007;王志强、洪艺珣,2009),并采用线性模型对目标资本结构进行估计,但大多只把公司的特征变量作为解释变量来衡量资本结构的影响因素。而本文分析得出,制度是影响企业资本结构的重要因素之一,会计制度的变迁会对企业资本结构的调整产生影响,因此我们把会计制度因素作为解释变量引入预测目标资本结构的模型中,把公司特征变量作为控制变量,这样就得到如下目标资本结构模型:

$$LEV_{i,t}^* = \alpha + \sum_j \beta_j X_{j,i,t} + DA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, $X_{j,i,t}$ ($j=1, 2, \dots, L$) 表示影响 i 公司在 t 年目标资本结构的 j 个公司特征因素, β_j 是第 j 个特征因素的系数; $DA_{i,t}$ 表示第 i 个公司在第 t 期的会计制度影响因素,其数据来自扩展的Jones模型; $\varepsilon_{i,t}$ 表示公司未观测到的特

殊效应的影响。

把模型(2)代入模型(1)整理后得到:

$$LEV_{i,t} = \delta\alpha + (1-\delta)LEV_{i,t-1} + \delta\sum_j \beta_j X_{j,i,t} + \delta DA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

本文参考黄辉(2010)的做法,也采用GMM的方法来估计模型(3),把模型(3)右边变量的二阶滞后变量作为工具变量,并利用萨根(Sargan)检验这些工具变量与残差之间的独立性。

(二)变量选择

1. 资本结构。资本结构一般用资产负债率来表示,主要有账面资产负债率和市场资产负债率两种。鉴于本文的解释变量都是取自账面价值,为了保持一致性,关于资本结构的计量也采用账面价值,即 $LEV = \text{账面负债} / \text{账面总资产}$ 。其中账面负债是企业的有息债务,包括短期借款、一年内到期的长期负债和长期负债。

2. 会计制度因素。前文已提及,我们用盈余质量来代替会计制度因素,而盈余质量则用扩展的Jones模型计算出的操控性应计利润(DA)来表示。

3. 公司特征因素。综合肖作平(2004)、黄辉(2010)等学者对影响我国企业资本结构的企业特征因素的研究,本文选取了资产流动性(Liqu)、公司规模(Size)、成长性(Grow)、资产有形性(Tang)、盈利能力(Prof)作为公司特征变量,见表1。

表1 公司特征变量定义

变量	定义
资产流动性(Liqu)	流动资产/流动负债
公司规模(Size)	总资产的自然对数
成长性(Grow)	销售收入增长率=(本年主营业务收入-上年主营业务收入)/上年主营业务收入
资产有形性(Tang)	(固定资产净值+存货)/总资产
盈利能力(Prof)	净利润/资产总额

(三)样本选择和数据来源

由于资本市场建立之初,会计制度处于建立时期,市场的不确定性因素较多,因此提供的信息的可靠性不高,使得会计制度与资本结构的相关性会产生较大的偏差,为此我们将不对会计制度变迁的第一、第二阶段进行检验,只检验会计制度变迁的第三、第四阶段。

样本选取规则如下:①选取来自山东省A股非金融类上市公司。②为了使不同会计制度变迁阶段的检验具有可比性,选取在会计制度变迁第三、第四阶段一直存续的上市公司,即2000年以前已经上市,并且持续到2012年没有退市。③剔除ST公司。最终样本为2000~2012年度的山东省32家A股上市公司。

由于部分公司2013~2014年数据缺失,为了保证样本公司的数量,我们只能将第四阶段数据截至2012年,但这并不会对研究结论产生影响。

本文财务数据来自上海证券交易所网站、深圳证券交易所网站和国泰安CSMAR系列研究数据库。

五、实证结果与分析

本文使用Stata12软件对扩展的Jones模型和动态调整模型进行估计,扩展的Jones模型估计得出的操控性应计利润作为会计制度变量的数据,被用于动态调整模型中。

(一)对H1的检验

本文使用Blundell-Bond的系统GMM估计方法进行检验,表2就给出了模型(3)的检验结果。

表2 模型(3)检验结果

变量	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95%Conf. Interval]	
LEV _{t-1}	0.0432573	0.0256276	1.69	0.091	-0.0069720	0.0934865
DA _t	0.8044530	0.3691672	2.18	0.029	0.08089851	0.528007
Liqu _t	-0.0229958	0.0056343	-4.08	0.000	-0.0340389	-0.0119528
Size _t	0.0227214	0.0080933	2.81	0.005	0.00685880	0.00.038584
Grow _t	-0.0085018	0.0034794	-2.44	0.015	-0.0153213	-0.0016823
Tang _t	0.3513706	0.0257406	13.65	0.000	0.300920	0.4018212
Prof _t	-0.1690344	0.0888426	-1.90	0.057	-0.3431627	0.005094
_cons	-0.4170255	0.179755	-2.32	0.020	-0.7693387	-0.0647123

由表2可知,会计制度因素(DA)在0.05的水平上显著,从而验证了H1,说明会计制度对企业资本结构的调整有显著影响。其系数为0.804 453 0,表明会计制度与资产负债率显著正相关,即随着会计制度的变迁,在企业的会计信息质量不断提高而操控性利润不断降低的情况下,其资产负债率也在不断降低,企业在调整资本结构时,更多的是选择股权融资,而不是债权融资。这一方面表明我国企业还是存在股权融资偏好的,另一方面也可能是因为相对于债权人来说,股东对会计制度变迁引起的会计信息质量的变化更敏感,会计信息质量对于股权资本成本的影响比对债权资本成本的影响更大。因此,在会计信息质量提高的情况下,股权资本成本降低的幅度大于债权资本成本降低的幅度,企业便会优先选择股权融资而不是债权融资。

另外,资产负债率的一阶滞后值在0.1的显著性水平上通过检验,公司特征因素中的资产流动性(Liqu)、公司规模(Size)、资产有形性(Tang)在0.01的显著性水平上通过检验,成长性(Grow)和盈利能力(Prof)分别在0.05和0.1的显著性水平上通过检验。其中,资产流动性(Liqu)、成长性(Grow)和盈利能力(Prof)与财务杠杆负相关,公司规模(Size)和资产有形性(Tang)与财务杠杆正相关。这些结果与之前学者的研究结果相似,不再赘述。

(二)对H2的检验

在检验H2之前,我们先对会计制度变迁第三阶段(2001~2006年)、第四阶段(2007~2012年)会计制度变量(DA)数据分别进行描述性统计分析,结果见表3。

表 3 会计制度变量的描述性统计

Variable	Obs	Mean	Median	Std. Dev.	Min	Max
DA (2001~2006)	192	0.0192417	0.012816	0.018787	0	0.8153080
DA (2007~2012)	192	0.0168042	0.0089591	0.0205516	2.24e-06	0.1037084

由表 3 可以看出,会计制度变迁第三阶段样本数为 192 个,操控性应计利润的均值为 0.019 241 7;第四阶段的样本数也是 192 个,操控性应计利润的均值为 0.016 804 2。这说明,会计信息质量在第四阶段比第三阶段的确有了明显提升,这也支持了前文的分析前提。

下面我们再对 H2 进行检验,采用与检验 H1 同样的方法分别对会计制度变迁第三阶段、第四阶段进行实证检验,结果见表 4、表 5。

表 4 会计制度变迁第三阶段(2001~2006 年)检验结果

变量	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95%Conf. Interval]	
LEV _{t-1}	0.0402051	0.0262982	1.53	0.126	-0.01133850	0.0917487
DA _t	0.8138702	0.4022612	2.02	0.043	0.02545271	0.602288
Liqu _t	-0.0254978	0.0058601	-4.35	0.000	-0.0369834	-0.0140122
Size _t	0.0199619	0.0083737	2.38	0.017	0.00354980	0.0363741
Grow _t	-0.0095742	0.0036044	-2.66	0.008	-0.0166387	-0.0025097
Tang _t	0.340262	0.0292776	11.62	0.000	0.2828790	0.3976449
Prof _t	-0.1354472	0.0921217	-1.47	0.141	-0.31600240	0.0451079
_cons	-0.3479887	0.1868053	-1.86	0.062	-0.71412020	0.0181429

表 5 会计制度变迁第四阶段(2007~2012 年)检验结果

变量	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95%Conf. Interval]	
LEV _{t-1}	0.0903953	0.0611737	1.48	0.139	-0.02950290	0.2102935
DA _t	0.9982368	0.5491598	1.82	0.069	-0.07809652	0.07457
Liqu _t	-0.01438	0.0101524	-1.42	0.157	-0.03427830	0.0055183
Size _t	0.0401703	0.015498	2.59	0.010	0.00979470	0.0705459
Grow _t	-0.0846378	0.0393906	-2.15	0.032	-0.1618419	-0.0074337
Tang _t	0.4738733	0.0934462	5.07	0.000	0.29072210	0.6570244
Prof _t	-0.3392713	0.2266339	-1.50	0.134	-0.7834656	0.104923
_cons	-0.8636701	0.3576781	-2.41	0.016	-1.564706	-0.1626339

由表 4、表 5 可以看出,会计制度因素(DA)分别在 0.05 和 0.1 的水平上显著。而前文提到,δ反映的是资本结构调整速度的快慢,因此我们可通过计算会计制度变迁第三、第四阶段中的δ值来比较这两个阶段资本结构的调整速度。

由表 4 可以得到,1-δ=0.040 205 1,δ=0.959 794 9;由表 5 可以得到,1-δ=0.090 395 3,δ=0.909 604 7。可见,在会计制度变迁的第三、第四阶段,企业调整其资本结构的速度存在差异,但在会计信息质量有明显提升的情况下,第四阶段调整速度低于第三阶段,H2 没有得到验证。这也许是因为除了会计制度因素,还有其他一些影响企业资

本结构调整速度的因素存在,而本文并未将这些因素纳入分析,并且这些因素的影响效果会削弱或超过会计制度的影响效果,从而导致出现以上结果,这也为我们下一步的研究提供了思路 and 空间。

另外,在会计制度变迁的第三阶段,公司特征因素中的资产流动性(Liqu)、成长性(Grow)、资产有形性(Tang)在 0.01 的显著性水平上通过检验,公司规模(Size)在 0.05 的显著性水平上通过检验,而资产负债率的一阶滞后值和盈利能力(Prof)没有通过显著性检验。在会计制度变迁的第四阶段,公司特征因素中公司规模(Size)、资产有形性(Tang)在 0.01 的显著性水平上通过检验,成长性(Grow)在 0.05 的显著性水平上通过检验,资产负债率的一阶滞后值、资产流动性(Liqu)、盈利能力(Prof)没有通过显著性检验,但这并不影响我们对两个阶段资本结构调整速度的分析。

(三)对 H3 的检验

为了验证 H3,我们将制度变量滞后一期,采用同样的方法再进行系统 GMM 估计,结果见表 6。

表 6 会计制度变量滞后一期检验结果

变量	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95%Conf. Interval]	
LEV _{t-1}	0.0439428	0.0257621	1.71	0.088	-0.00654990	0.0944356
DA _{t-1}	0.7710633	0.3854015	2.00	0.045	0.1569031	0.526436
Liqu _t	-0.0238603	0.0058182	-4.10	0.000	-0.0352638	-0.0124568
Size _t	0.0232951	0.0080793	2.88	0.004	0.007460	0.0391303
Grow _t	-0.0077589	0.0034074	-2.28	0.023	-0.0144372	-0.0010806
Tang _t	0.3573814	0.0249568	14.32	0.000	0.3084670	0.4062958
Prof _t	-0.1837036	0.0892232	-2.06	0.040	-0.3585779	-0.0088293
_cons	-0.4402373	0.1787116	-2.46	0.014	-0.7905056	-0.0899689

从表 6 可以看出,会计制度因素的滞后一期在 0.05 的显著性水平上仍显著,并且:1-δ=0.0439 428,δ= 0.956 057 2,δ≠1。这就验证了 H3,说明原有会计制度仍会显著影响企业资本结构的调整,会计制度的路径依赖特性得以体现,这也导致企业只能部分调整其资本结构。这一点从前阶段检验资本结构的调整速度的结果中也有体现:第三阶段调整速度为 0.959 794 9,第四阶段调整速度为 0.909 604 7,均不等于 1。

另外,资产负债率的一阶滞后值在 0.1 的显著性水平上仍通过检验,公司特征因素中的资产流动性(Liqu)、公司规模(Size)、资产有形性(Tang)在 0.01 的显著性水平上通过检验,成长性(Grow)和盈利能力(Prof)分别在 0.05 的显著性水平上通过检验。

(四)有效性验证

设原假设 H₀ 为:扰动项无自相关。我们使用 Arellano-Bond 检验方法得出结果(见表 7),该结果显示在 5% 的显著性水平上接受“扰动项无自相关”的原假设。

表 7

Order	z	Prob>z
1	-1.108 1	0.267 8
2	0.548 3	0.583 5

设原假设 H_0 为:所有变量都有效。Sargan 检验结果见表 8。Sargan 检验结果表明,本文可以接受“所有变量都有效”的原假设,这说明在统计意义上,该动态面板模型是一个较为理想的模型。

表 8

Chi2(231)=28.161 18
Prob>chi2 =1.000 0

六、结论、启示与不足

本文以 2000~2012 年山东省非金融上市公司的平衡面板数据为样本,采用资本结构动态调整模型,运用系统 GMM 的估计方法,实证分析了会计制度变迁对资本结构选择的影响、会计制度的路径依赖特性在资本结构选择中的体现,以及在不同的会计制度变迁阶段企业调整其资本结构速度的差异。

通过研究得出以下结论:在同一地区,会计制度因素显著影响企业资本结构的选择;会计制度的路径依赖特性也得到显著体现,从而使企业只能部分调整其资本结构;在会计制度变迁的不同阶段,企业调整其资本结构的速度的确存在差异,但并未因会计信息质量的提高而加快调整速度,这说明除了会计制度因素,还存在其他因素影响企业资本结构的调整速度。

本文的研究从理论意义上看,丰富了有关制度因素影响资本结构的研究,同时进一步验证了制度变迁的经济后果以及制度的路径依赖特性。从实践意义上看,一方面,政府在下一步修订会计制度、调整会计政策时,应充分考虑会计制度和会计政策对企业资本结构的影响,进一步规范和完善会计信息的生成和披露,发挥会计信息在提高资本市场运行效率方面的作用,引导企业进行合理高效的融资,从而提高融资效率;另一方面,企业应严格按照新会计制度来处理会计业务,尽量减少原有会计制度对企业的影响,从而使新会计制度提高会计信息质量、减少信息不对称、缓解企业融资约束的作用得以充分发挥,进而加快企业调整其资本结构的调整速度。

本文的不足之处:第一,没有将会计制度之外的税制、股权分置改革等其他制度因素作为控制变量纳入模型中,这可能会对结果产生一定的影响;第二,没有针对会计制度变迁影响资本成本的程度做进一步分析验证。

主要参考文献

- Wald J.K.. How firm characteristics affect capital structure: an international comparison [J]. Journal of Financial Research, 1999(22).
- Paulo F., Miguel A.. Capital structure and law around the world [J]. Journal of Multinational Financial Management, 2011(3).
- 王爽,张永庆.制度变迁路径比较研究[J].特区经济, 2010(1).
- 吴革.中国会计制度国际化变迁路径、特征、困境与创新[J].财会通讯, 2004(9).
- 陈蓁.我国会计制度的变迁主体、变迁路径分析[J].福建金融管理干部学院学报, 2004(4).
- 王保忠,黄解宇,王保庆.我国会计制度变迁理论研究综述[J].财会通讯(下), 2009(6).
- 李娟.会计准则变迁及其成本分析[J].财会月刊, 2009(12).
- 肖作平.制度因素对资本结构选择的影响分析——来自中国上市公司的经验证据[J].证券市场导报, 2009(12).
- 黄辉.制度导向、宏观经济环境与企业资本结构调整——基于中国上市公司的经验证据[J].管理评论, 2009(3).
- 王跃堂,王亮亮,彭洋.产权性质、债务税盾与资本结构[J].经济研究, 2010(9).
- 汪炜,蒋高峰.信息披露、透明度与资本成本[J].经济研究, 2004(7).
- 陆宇建,蒋玥.制度变革、盈余持续性与市场定价行为研究[J].会计研究, 2012(1).
- 闵亮,邵毅平.经济周期、融资约束与企业资本结构动态调整速度[J].中南财经政法大学学报, 2012(6).
- 潘琰,陈凌云,林丽花.会计准则的信息含量:中国会计准则与 IFRS 之比较[J].会计研究, 2003(7).
- 朱茶芬.会计管制和盈余质量关系的实证研究[J].财贸经济, 2006(5).
- 徐莉莎.新企业会计准则实施效果研究——基于价值相关性和资本成本的视角[D].厦门:厦门大学, 2009.
- 曾颖,陆正飞.信息披露质量与股权融资成本[J].经济研究, 2006(2).
- 叶康涛,陆正飞.中国上市公司股权融资成本影响因素分析[J].管理世界, 2004(5).
- 魏明海,岳勇坚,雷倩华.盈余质量与交易成本[J].会计研究, 2013(3).