

我国资本结构调整速度研究综述

韩俊华¹(副教授), 干胜道²(博士生导师), 王宏昌¹(副教授)

(1.安徽财经大学会计学院, 安徽蚌埠 233030; 2.四川大学商学院, 成都 610064)

【摘要】当前国内外资本结构调整速度的影响因素研究还仅仅停留在负债权益比、交易成本、财务困境成本、目标资本结构等方面,缺乏对大股东控制权、管理层控制权与资本结构调整速度的关系的研究。本文综述了目标资本结构、资本结构调整模型、资本结构调整速度三个方面的研究成果,并对该领域的研究进行了展望。

【关键词】目标资本结构; 资本结构调整模型; 资本结构调整速度

研究资本结构调整速度首先要根据资本结构调整模型计算目标资本结构,然后研究资本结构调整速度的影响因素。笔者对目标资本结构、资本结构调整模式及资本结构调整速度三个方面的研究成果进行了归纳总结,并对其未来的研究进行了展望。

一、目标资本结构

有学者认为企业是存在目标资本结构的(盛明泉、张敏、马黎珺、李昊,2012)。陆正飞、高强(2003)通过对397家公司的董事会秘书的问卷调查发现,88%的企业认为存在目标资本结构。胡建雄、茅宁(2014)认为,企业是否调整到目标资本结构,要按照市场时机理论和优序融资理论,对目标资本结构的影响因素进行全面衡量。

1. 公司特征因素。冯根福、吴林江、刘世彦(2000)以1996~1999年234家样本公司数据回归得出结论,企业规模与目标资本结构正相关,非负债税盾、获利能力与目标资本结构负相关。洪锡熙、沈艺峰(2000)通过对1995~1997年221家样本公司数据实证发现,企业规模、获利能力与目标资本结构正相关,行业因素、成长能力与目标资本结构关系不显著。肖作平、吴世农(2002)通过对1996~1998年117家样本公司数据实证得出结论,内源融资、发展能力与目标资本结构负相关,企业规模、财务风险与目标资本结构正相关。刘志彪、姜付秀、卢二波(2003)通过对1997~2001年3526家样本公司数据研究得出结论,盈利能力与目标资本结构负相关,企业规模、竞争力与目标资本结构正相关。杨德权、邱斯莹(2006)以沪深183家上市公司1995~2004年财务数据为对象,运用GLS方法回归得出结论,上期资本结构、固定资产比例与目标资本结构正相关,获利能力、通货膨胀率、贷款利率与目标资本结构负相关,企业规模、成长性、流动资产比例与目标资本结构相关性不显著。胡国柳、陶兢强(2011)通过采集2005~2009年沪深上市公司样本数据,采用因子分析法实

证得出结论,企业规模、获利能力、发展能力、偿债能力、债务担保水平与目标资本结构的关系具有区域性特征。盛明泉、张敏、马黎珺、李昊(2012)通过对1998~2010年沪深8675个样本数据实证得出结论,公司规模、获利能力、非负债税盾与目标资本结构负相关,发展能力、有形资产比重与目标资本结构相关性不显著。刘树海、韩传模(2012)通过对2007~2011年1383家样本公司数据实证得出结论,流动资产占比、固定资产占比、非负债税盾、获利能力、发展能力与目标资本结构负相关,公司规模与目标资本结构正相关。李勇(2014)通过对2001~2011年沪深上市的820家样本公司数据实证得出结论,国有控股企业中的企业规模、获利能力与目标资本结构负相关,有形资产比重与目标资本结构正相关,民营控股企业获利能力与目标资本结构负相关。

2. 公司治理因素。肖作平(2005)对1998~2002年沪深两市的673家样本公司基于因子分析回归研究得出结论:股权集中度与目标资本结构负相关,说明控股股东偏好股权融资;流通股比例与目标资本结构正相关,说明小股东搭便车现象严重,弱化了大股东监督;管理者过度投资、大股东联盟与目标资本结构正相关,说明大股东联盟增强了对管理者的监督,有利于控制权竞争;第一大股东持股比例与目标资本结构负相关,说明大股东偏好股权融资。王春峰、周敏、房振明(2007)以1998~2005年620家上市公司样本数据为对象,使用固定效应回归方法实证发现,股权集中度与目标资本结构显著负相关,大股东和管理者偏好股权融资,中小股东在融资决策中缺少发言权。李小军、王平心(2008)对2001~2005年沪深上市公司样本数据回归得出结论,国有上市公司中第一大股东持股比例、股权集中度与目标资本结构负相关,民营上市公司第一大股东持股比例、股权集中度与目标资本结构正相关。国有上市公司股权激励实施程度与目标资本结构

正相关,民营上市公司股权激励实施程度与目标资本结构负相关。李增泉、辛显刚、于旭辉(2008)对2003~2006年沪深IPO民营上市公司样本数据回归研究发现金字塔层级越多,企业集团目标资本结构越高,并且企业集团金字塔层级与银行借款比例正相关。黄辉(2012)使用固定效应回归分析1999~2010年482家沪深上市公司数据得出结论,账面资产负债率、第一大股东持股比例与目标资本结构关系不显著,国有控股企业目标资本结构高于民营控股企业。市场资产负债率,第一大股东持股比例与目标资本结构负相关,企业性质与目标资本结构关系不显著。

李勇(2014)对2001~2011年沪深上市的820家样本公司数据实证发现,国有控股企业第一大股东持股比例与目标资本结构正相关,民营企业第一大股东持股比例与目标资本结构正相关,并且民营企业第一大股东持股比例对目标资本结构的作用大于国有控股企业。

二、资本结构调整模型

屈耀辉(2006)根据Flannery和Rangan(2006)的部分调整模型(Partial Adjustment Model)变形得到:

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

然后构造线性模型 $\delta = \alpha + \beta X_{i,t} + \varepsilon$, α 表示常数项, X 表示解释变量,即资本结构调整速度 δ 的影响因素, ε 表示随机误差。该模型的优点是:① $LEV_{i,t}^*$ 既可以用静态指标,也可以用资本结构调整模型计算得出。②根据已知的 $LEV_{i,t}^*$,很容易计算出 δ 。屈耀辉模型的缺点是当等式右边分子接近0时, δ 无穷小,分母接近0时, δ 无穷大,因变量的值域变化范围将是无穷小到无穷大,模型回归结果的显著性差。屈耀辉(2006)使用八种方法计算出不同的目标资本结构,然后计算出八种不同的 δ ,利用模型(1)进行回归分析发现很少有变量具有显著性,不能得到令人满意的结果。

黄辉(2009)在Rangan(2006)模型的基础上添加了 δ 的解释变量,即 $\delta = \beta_0 + \beta_1 Z$, Z 是影响资本结构调整速度的特征变量和宏观变量,整理后得到下述调整模型:

$$LEV_{i,t} = (1 - \beta_0)LEV_{i,t-1} - \beta_1 Z_{i,t}LEV_{i,t-1} + \beta_0 \sum_{j=1}^1 \alpha_j X_{j,i,t-1} + \beta_1 \sum_{j=1}^1 \alpha_j Z_{i,t} X_{j,i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

该模型分析的重点是交叉项 $\beta_1 Z_{i,t}LEV_{i,t-1}$,如果回归系数 $\beta_1 < 0$,则 Z 降低了资本结构调整速度。黄辉模型的优点是一步得到估计系数,很好地解决了Flannery和Rangan(2006)模型及屈耀辉(2006)模型两步估计(第一步估计目标资本结构,第二步估计资本结构调整速度)带来的内生性问题。但是模型两处出现多项式乘以多项式,过于复杂,回归操作困难,实用性差。

盛明泉、张敏、马黎珺、李昊(2012)在Flannery和Rangan(2006)模型的基础上添加单一的资本结构调整速度影

响变量(预算软约束SBC),则原模型变为:

$$LEV_{i,t} = (1 - \delta)LEV_{i,t-1} + \theta SBC \cdot LEV_{i,t-1} + rSBC + \delta \sum_{j=1}^1 \alpha_j X_{j,i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

于是预算软约束对资本结构调整速度的影响可表示为 $\delta - \theta SBC$,如果 $\theta > 0$,则SBC值越大,对资本结构调整速度 $\delta - \theta SBC$ 的影响越大。该模型研究了资本结构调整速度的单一因素影响,解决了黄辉模型复杂不易操作问题,使资本结构调整模型得到具体运用。

张亮亮、黄国良(2013)也使用盛明泉(2012)模型以2001~2011年沪深1336家上市公司为样本,研究管理者超额薪酬与资本结构调整速度之间的关系,结果显示:管理者超额薪酬与资本结构调整速度正相关。

三、资本结构调整速度

(一)资本结构调整速度

资本结构调整速度指企业存在资本结构缺口时,实际资本结构向目标资本结构靠近的快慢。

屈耀辉(2006)选取1991~2004年部分上市公司数据,运用八种不同方法计算出八个目标资本结构,结果发现使用双向随机效应模型得到的资本结构调整速度在5%~30%之间,且其中有七种方法计算出的资本结构调整速度均小于14%。

(二)资本结构调整路径与资本结构调整速度

资本结构调整路径指资本结构调整的方式,即资本结构是调高还是调低,是增加还是减少债务和权益(黄辉,2012)。黄辉(2012)选取1999~2010年482家沪深上市公司为研究对象,通过线性回归实证发现,国有控股上市公司偏好商业信用融资、股权融资,资本结构调整速度与长期借款负相关,与短期借款、内源融资不相关。两职合一企业偏好股权融资和内源融资,资本结构调整速度与短期借款负相关,与商业信用、长期借款融资不相关。国有控股企业资本结构向上调整速度较快,向下调整速度较慢。

陆正飞(2004)实证发现,股权融资成本较其他外源融资方式更低。王正位、赵冬青、朱武祥(2007)研究发现,部分企业资本结构向上偏离时,实际资本结构仍然上升,部分企业资本结构向下偏离时,仍然偏好股权融资。况学文(2013)通过对沪深2007~2012年880家样本公司数据回归得到,样本公司实际资本结构向下调整的调整速度为20.4%,向上调整的调整速度为9.3%,资本结构向下调整速度快于向上调整速度,这是因为资本结构向下调整成本较低。企业偏好采用股权融资调整资本结构(黄辉,2012)。罗寅、王洪卫(2014)以2008~2013年77家上市公司样本数据进行GMM回归发现,样本公司短期负债路径下资本结构调整速度为52.9%,长期负债路径资本结构调整速度为44.9%,内源融资路径资本结构调整速度为

78.5%，与优序融资理论一致。

(三)资本结构调整速度的影响因素

1. 公司内部因素。孔爱国、薛光煜(2005)选取1992~2002年沪深上市公司样本数据,使用Fama和Macheth(2006)方法实证发现,投资者理性、资本成本、企业信用等级、股权结构均显著影响资本结构调整速度。丁培嵘、郭鹏飞(2005)实证研究得到,企业规模、行业因素显著影响资本结构调整速度。屈耀辉(2006)研究非平衡面板数据,以企业规模、获利能力、发展能力、资产流动性、资产抵押能力、非负债税盾、产品特性、公司声誉、经营风险、资本结构偏离等为解释变量,使用双向随机效应回归模型实证发现:以公司时序负债率均值作为目标资本结构的替代变量时,仅资本结构偏离与资本结构调整速度负相关;使用负债率年度行业均值、随机效应、tobit回归计算的目标资本结构时,各变量与资本结构调整速度相关性均不显著;以负债率行业混合均值为目标资本结构的替代变量时,仅发展能力与资本结构调整速度正相关;以负债率组均值回归估计目标资本结构时,仅资本结构偏离、企业规模与资本结构调整速度负相关;以固定效应回归估计目标资本结构时,资本结构偏离、公司年限与资本结构调整速度正相关,企业规模、产品特性、经营风险与资本结构调整速度负相关。连玉君、钟经樊(2007)实证得到,成长性与资本结构调整速度正相关,资本结构偏离度与资本结构调整速度负相关,企业规模、行业类别与资本结构调整速度不相关。黄辉(2010)以1997~2006年沪深上市的996家公司非平衡面板数据为对象,运用GMM估计实证得出结论,目标资本结构偏离、公司规模与资本结构调整速度正相关,公司声誉与资本结构调整速度不相关,负债融资约束与资本结构调整速度负相关,成长性与资本结构调整速度正相关。邹平(2014)根据2003~2012年沪深样本公司数据回归得出结论,会计盈余质量显著影响资本结构调整速度。盈余质量越高,资本结构偏离越小,资本结构调整速度越快;在企业负债水平较高时,盈余质量更显著影响资本结构调整速度,在负债水平较低时,盈余质量对资本结构调整速度的影响更稳健。

2. 公司外部因素。王志强、洪艺珣以1993~2007年沪深IPO的A股样本公司数据为对象,使用部分调整模型回归发现,目标资本结构重要性影响资本结构调整速度,如果目标资本结构不重要,股票价格变化、市场时机、资金缺口影响资本结构调整速度,但不具有持续性,存在反转效应。孔爱国、薛光煜以1992~2002年沪深上市公司样本数据为研究对象,发现股票价格波动显著影响资本结构调整速度,解释力达到74%。奚宾以2000~2011年640家沪深上市公司为研究对象,使用随机效应模型实证得到,区域经济发展与资本结构调整效率负相关,上期资产负债率与资本结构调整效率负相关。江龙、宋常、刘笑松以

2000~2009年沪深上市公司面板数据为对象,运用固定效应回归模型实证发现,经济繁荣时期资本结构调整速度快于经济萧条时期,公司存在融资约束时资本结构顺周期变化,非融资约束时逆周期变化。

四、结论与评价

国外资本结构调整速度的研究已十分成熟,这归因于发达的经济体、成熟的资本市场、完善的法律环境,而我国资本结构调整速度研究起步较晚,还停留在模型构建阶段,通过模型回归计算目标资本结构、分析变量的显著性。学者们的研究结论也千差万别,甚至相互矛盾。由于我国市场经济、相关法律法规、经理人市场还不够完善,政府行为影响公司融资决策,资本市场还不够成熟,管理者是努力工作提高企业效益,还是通过盈余管理实现自身利益最大化等问题尚无明确答案。股票价格不能充分反映公司价值,会计信息不真实,透明度不高,更是研究结果不如意的重要原因。

当然研究资本结构调整,首要目标是计算目标资本结构,然后研究资本结构调整速度的影响因素,这样企业才能优化资本结构。我国企业的股权融资偏好、财务松懈偏好、不发股利偏好,既违背了融资优序理论,也违背了动态权衡理论和择时理论。面对中国企业独特的融资偏好“怪象”,学者们不能照搬国外的理论和实证研究成果。屈耀辉(2006)以1991~2004年样本公司数据,通过八种不同方法计算出不同的目标资本结构,并且还发现资本结构调整速度的影响变量的显著性无法令人满意。这个结果是值得我们深思的。

第一大股东持股比例与资本结构调整速度、调整效率的关系如何?在第一大股东持股比例与资本结构调整速度的问题上,国有控股企业与民营企业表现有何区别?在第一大股东持股比例与资本结构调整效率的问题上,国有控股企业与民营企业表现有何区别?在管理者控制权与资本结构调整速度、调整效率等问题上,董事长与总经理两职分离企业与两职合一企业表现有何区别?这些将是未来资本结构调整速度研究的重点问题。

主要参考文献

- 屈耀辉.中国上市公司资本结构的调整速度及其影响因素——基于不平行面板数据的经验分析[J].会计研究,2006(6).
- 黄辉.中国上市公司资本结构动态调整:速度、路径与效率[M].成都:西南财经大学出版社,2012.
- 黄辉.企业资本结构调整速度影响因素的实证研究[J].经济科学,2010(3).
- 胡建雄,茅宁.国外资本结构调整研究述评及展望[J].外国经济与管理,2014(8).
- 【基金项目】国家社科基金项目“上市公司员工收入与资本回报财务公平测度研究”(项目编号:13BJY015)