

资本结构选择的影响因素

——来自中国上市公司的新证据

胡国柳 黄景贵

摘要:以中国上市公司为样本,采用逐步回归法,对企业资本结构影响因素进行了实证分析。结果表明,资产担保价值与资产负债率和长期负债率显著正相关;非负债税盾与资产负债和流动负债率显著负相关;成长性与资产负债率、长期负债率和银行借款比率显著正相关;盈利能力与资产负债率、长期负债率和银行借款比率显著负相关;企业规模与资产负债率、流动负债率、长期负债率及银行借款比率显著正相关;变异性与资产负债率和流动负债率显著正相关;公司年龄与资产负债率、流动负债率及银行借款比率显著正相关,但与长期负债率负相关;另外,行业效应可能也是影响企业资本结构选择的重要因素。

关键词:资本结构 影响因素 上市公司

自从 Modigliani 和 Miller(1958) 提出资本结构选择与企业价值无关的命题以来,国外许多财务经济学家从交易成本、税收负担、破产成本及信息不对称等角度对资本结构的横截面差异和时间序列差异的影响因素进行了大量的实证研究。从已有的有关资本结构影响因素方面的研究成果来看,对于到底哪些因素影响企业的资本结构选择,还没有明确一致的观点。此外,中国学者在研究中国上市公司资本结构的影响因素时,没有仔细考察上市公司的数据质量或可比性问题,从而可能影响其研究结论的可信度。有鉴于此,笔者选用了新的样本,并在对有关数据按相关规定进行调整的基础上,对中国上市公司资本结构影响因素进行了实证研究,以期获得更为可信的研究结论。

一、有关资本结构影响因素研究的文献综述

自 Modigliani 和 Miller(1958) 以后,许多学者提出了各种各样的理论模型来解释企业资本结构的选择。此外,许多学者以公开上市企业的经验数据为样本,对企业资本结构的影响因素进行了大量的经验研究。Titman 和 Wessels(1988) 采用因素分析法(Factor-analytic Technique)对影响美国企业资本结构的因素进行了研究。他们发现企业的债务水平与企业经营单位的独特性负相关,并由此认为那些能在企业清算时将高的成本强加给他们的顾客、雇员和供应商的企业的负债率较低;短期债务比率与企

业规模负相关,进而认为主要原因可能是小企业在发行长期融资工具时面临较高的交易成本所致;企业过去的盈利能力与目前的债务水平(以负债与股东权益的市场价值之比衡量)负相关。不过,他们的结论并不支持公司的非负债税盾、盈利的变异性、资产担保价值和成长性影响企业的资本结构。Ozkan(2001)利用 390 家英国企业的面板数据(panel data)进行的实证研究发现,企业存在着一个长期的目标杠杆比率,并且向目标杠杆比率调整的速度相当快,由此,他们认为背离目标资本结构的成本和资本结构的调整成本对于企业有同等重要的意义。他们的证据还显示英国公司的盈利能力、资产的流动性、成长机会及非负债税盾与企业的借款比率负相关,而规模与企业借款比率之间可能存在的正相关关系的结论只获得有限的证据支持。Bhaduri(2002)利用 9 个行业 363 家印度企业的经验数据,对影响企业资本结构的因素进行了实证研究。他们认为,影响企业资本结构的因素也许有成长性、现金流、规模、独特性和行业特征。Allen 和 Mizuno(1989)利用 1980-1983 年度 14 个行业 125 家公司的经验数据,研究了日本公司资本结构的决定因素。他们发现企业的获利能力(负相关)和行业效应是影响资本结构的两个主要因素,非负债税盾、股利支付率与资本结构负相关,但不显著。而风险对资本结构的影响既不显著也是矛盾的。

此外,国内学者借鉴国外学者的研究成果,对中国上市公司资本结构的影响因素进行了大量的研

究,获得了许多有意义的研究结论。如陆正飞和辛宇(1998)研究发现,不同行业的资本结构有着明显的差异,对资本结构的影响因素进行实证研究时,应尽量控制行业因素。就1996年沪市机械及运输设备业上市公司来说,获利能力对资本结构有着显著影响(负相关);规模、资产担保价值、成长性等因素对资本结构的影响不甚显著;获利能力、规模、资产担保价值、成长性等4个因素对长期负债比率的影响均不甚显著。陈晓和单鑫(1999)的研究显示,长期财务杠杆与上市公司的加权平均资本成本、权益资本成本存在显著的负相关关系,但短期财务杠杆对资本成本没有显著影响。洪锡熙和沈艺峰(2000)的证据显示,企业规模和盈利能力与负债比率显著正相关;资产担保价值(企业权益)和成长性不影响企业资本结构;负债比率不因行业不同而呈现差异。冯根福等(2000)发现,盈利能力与其资产负债率及短期负债对其资产净值之间存在极为显著的负相关关系,但没有找到企业盈利能力与市值杠杆比率之间具有相关关系的证据;企业规模与其负债率之间呈较为显著的正相关关系;非负债税盾及企业收入的稳定程度与其负债率负相关;成长性与企业负债率之间不具有相关性,资产抵押价值与负债率相关性不显著。吕长江和韩慧博(2001)认为,负债率与企业的获利能力、短期偿债能力(流动比率)及资产结构(固定资产比例)负相关;而公司规模、成长性与负债率正相关;净利润的变异系数和流通股比例对负债率没有显著的线性影响;在影响资本结构的各因素中,流动比率的影响最为显著。王娟和杨凤林(2002)发现,资本成本(WACC)对资本结构的影响最为显著,且为负;影响资本结构变动的第二大因素为盈利能力指标。其中内部留存收益与资本结构比率负相关,而净资产收益率(ROE)与资本结构比率正相关,主营业务资产收益率对上市公司资本结构的作用不显著;影响资本结构变动的第三大因素是非负债税盾;第四大因素是资产担保价值。资产担保价值的代表性指标——流动比率与资本结构比率负相关;第五大因素为公司规模,公司规模与资本结构比率负相关;第六大指标为成长性,成长性对我国上市公司的资本结构选择影响不大;资本结构水平随行业不同有显著差异。肖作平和吴世农(2002)认为,资产担保价值与债务水平呈正相关关系;成长性与债务水平呈负相关关系;企业规模与债务水平呈正相关关系;产生内部资源能力与债务水平呈负相关关系;非债务税盾与债务水平呈负相关关系;没有获得投资额与债务水平具有相关性的证据;财务困境成本与债务水平呈正相关关系。

从上述文献可以看出,无论是国外还是国内,对于到底哪些因素影响企业资本结构的选择,还没有

明确一致的观点。此外,中国学者在研究中国上市公司资本结构的影响因素时,没有仔细考察上市公司的数据质量或可比性问题。多数中国上市公司在1998年至2000年的资产负债表中有一个特殊负债项目——“住房周转金”。按照财政部印发的《关于企业住房制度改革中有关财务处理问题的通知》(财企[2000]295号)和《企业住房制度改革中有关会计处理问题的规定》(财会[2001]5号),上市公司资产负债表中的住房周转金余额在2001年要全部通过调整2001年股东权益有关项目的年初余额予以消账。笔者通过统计发现,深、沪两市非金融类公司在1998年的该项目为负值的公司有122家,最高的是上海石化(600688),为-16074.9万元;1999年该项目为负值的公司有179家,最高的仍是上海石化(600688),为-31614.7万元;2000年该项目为负值的公司有122家,最高的是中国石化(600028),为-86200万元。在利用1998年至2000年上市公司数据研究资本结构的影响因素时,如果不对该项目进行适当处理,毫无疑问会影响有关公司的资本结构指标的真实性,从而影响研究结论的可信度。

二、实证分析过程与结果

(一)数据选择

本文研究所用样本由1997年12月31日以前在深、沪两地上市的非金融类A股公司(不包括同时发行H股的公司)组成,观测的时间区间为1998-2002年。1997年12月31日以前在深、沪两地上市的公司共697家(不包括琼民源,其股票代码为508),剔除被ST、PT的公司112家,样本实际包括上市公司585家。研究所用数据均来自巨灵北斗星证券分析系统(1.1)。

(二)变量定义

1. 被解释变量

所谓资本结构,简单地说,就是公司资金来源中债务资金所占的比例,即杠杆比率。学术界对资本结构的度量,主要有面值杠杆比率和市值杠杆比率两类。在我国上市公司的股本结构中,由于存在着重大比例的非流通股,对于非流股的计价,国内学术界通常按流通股计价或按每股账面净值计价,实际都没有太多的根据,为了尽量减少指标计算中的主观估计,笔者在研究中对于资本结构变量的计算全部以账面价值为依据。具体地,笔者在研究中使用如下4个指标作为资本结构的替代变量:(1)资产负债率(ADR) = 总负债/总资产;(2)流动负债率(LIQDR) = 流动负债/总资产;(3)长期负债率(LDR) = 长期负债/总资产;(4)银行借款比率(BKBWR) = (短期银行借款 + 长期银行借款)/总资产。

2. 解释变量

(1) 资产担保价值 (Collateral Value of Assets, CVOA)。已有的研究认为企业资产的组成或担保价值影响企业的融资来源 (如 Myers 和 Majluf, 1984), 资产的担保价值越大, 取得债务资金的能力越强, 因此认为企业的债务水平与企业资产担保价值之间应有正的相关关系。与陆正飞和辛宇 (1998) 一样, 笔者选择固定资产与存货之和与总资产的比值作为资产担保价值的替代, 即: $CVOA = (\text{存货} + \text{固定资产}) / \text{总资产}$ 。

(2) 非负债税盾 (Non-Debt Tax Shields, NDTs)。DeAngelo 和 Masulis (1980) 认为, 非负债税盾可作为债务税盾的替代, 因此, 有较多非负债税盾的企业预期会有较低的负债水平。Titman 和 Wessels (1988) 定义折旧、投资课税扣除和税收损失递延三者之和与总资产的比率为非负债税盾, 而肖作平和吴世农 (2002) 定义折旧与总资产的比例为非负债税盾。笔者以折旧与无形资产及其他资产摊销之和与总资产的比值作为非负债税盾的替代。即: $NDTS = (\text{折旧} + \text{无形资产及其他资产摊销}) / \text{总资产}$ 。

(3) 成长性 (Growth, GROWTH)。Myers (1977) 认为成长机会是资本结构的一个重要决定因素。Titman 和 Wessels (1988) 认为, 企业的成长机会是债务代理成本的一个很好的替代变量。他们认为, 企业所在的行业成长性越强, 它们从事次优投资以从债权人那儿掠夺财富的倾向可能越大。另一方面, 成长性也许是盈利和成功企业的一个标志。如果是这样, 成长性可作为企业能从内部获得资金的替代变量。如果一个企业是成功和盈利的, 它将有足够的内部资金用于投资。因此, 成长性越强的企业预期会与较低的负债水平相联系。肖作平、吴世农 (2002) 用资产的增长率作为企业成长性的替代, 只是他们认为企业成长性越强, 企业需要借入的资金越多。因此, 成长性与资本结构中的债务比率的关系是不明确的。与肖作平和吴世农 (2002) 一样, 笔者以资产增长率作为企业成长性的替代变量, 即: $GROWTH = (\text{本年度总资产} - \text{上年度总资产}) / \text{上年度总资产}$ 。

(4) 规模 (Size, SIZE)。国内外大量的研究认为, 企业的债务政策受到企业规模的影响, 几乎每一项研究都认为企业规模与债务比率之间存在着正的相关关系 (如 Scott 和 Martin, 1975)。国内外学者一般用总资产或销售收入的自然对数作为企业规模的替代变量。笔者使用企业总资产的自然对数作为企业规模的替代。即: $SIZE = \text{LN}(\text{总资产})$ 。

(5) 盈利能力 (Profitability, PROFIT)。盈利能力反映了盈余用于投资项目融资的能力。Myers (1984) 认为管理者融资存在“啄食顺序”, 保留盈余是第一选择, 然后是债务融资, 最后才是股权融资。

如果确实是这样, 则意味着盈利能力与债务比率之间存在负的相关关系。许多学者检验了企业盈利能力对财务杠杆的影响, 并且一般都证实上述假设 (如 Friend 和 Lang, 1988; 陆正飞和辛宇, 1998)。以前大量的研究用经营利润与企业总资产的比率来定义盈利能力。而陆正飞和辛宇 (1998) 用净利润与主营业务收入的比值作为企业盈利能力的替代。由于中国上市公司利润操纵盛行, 为尽量减少利润操纵对研究所用指标的影响, 笔者选用主营业务利润率作为企业盈利能力的替代。即: $PROFIT = \text{主营业务利润} / \text{主营业务收入}$ 。

(6) 变异性 (Volatility, VOLAT)。关于企业经营风险 (变异性) 与资本结构的关系, 无论是理论观点还是实证结论都还存在很大分歧。传统财务理论认为, 债务和现金流量的变异性都会增加企业破产的可能性, 因而认为有较高的经营风险的企业最好持有较少的债务。Jensen 等 (1992) 认为, 在任何给定的利率水平上, 高经营风险将减少供应给企业的债务数量。Bradley 等 (1984) 认为, 如果财务危机成本是显著的, 预期债务比率与企业价值的变异性呈相反的关系。而 Merys (1977) 的模型认为, 有较大经营风险的企业的债务代理成本也许较低, 从而与风险小的企业相比, 可能借入更多的资金。关于这方面的实证结论也是不一致的。Bradley 等 (1984) 发现企业债务比例与变异性之间存在显著负的相关关系; Long 和 Malitz 等则发现企业债务比例与变异性之间存在正的相关关系; 而 Titman 和 Wessels (1988) 的研究表明, 二者之间不存在显著的相关关系。笔者以公司主营业务利润的标准差与总资产的比例作为变异性的替代变量。即: $VOLAT = \text{主营业务利润标准差} / \text{总资产}$ 。

(7) 公司年龄 (CORPYEAR)。公司成立的时间越长, 越有可能与银行及供应商建立起良好的信用关系, 因而预期公司年龄与企业的债务水平正相关。 $CORPYEAR = \text{LN}(\text{公司已上市的年度数})$ 。

3. 控制变量

Scott 和 Martin (1975) 以及 Ferri 和 Jones (1979) 认为, 行业因素是资本结构的潜在决定因素, 因为同一行业的企业面临相似的需求和供应条件, 因此有相似的风险特征。陆正飞、辛宇 (1998) 也认为, 不同行业的资本结构有着明显的差异, 对资本结构的影响因素进行实证研究时, 应尽量控制行业因素。为了确切捕获各可能因素对企业资本结构的影响, 笔者在回归分析中加入了行业哑变量 (INDUMM), 作为模型控制变量。INDUMM 为 (0, 1) 变量, INDUMM 至 INDUMM2 分别依次代表农、林、牧、渔业, 采掘业, 食品、饮料业, 纺织、服装、皮毛业, 造纸、印刷业, 石油、化学、塑胶、塑料业, 电子业, 金属、非金属业, 机械、设

备、仪表业,医药、生物制品业,其他制造业,电力、煤气及水的生产和供应业,建筑业,交通运输、仓储业,信息技术业,批发和零售贸易业,房地产业,社会服务业,传播与文化产业,综合类等 20 个行业。INDUMM 具体的取值方法为:就 INDUMM 来说,如果公司属于农、林、牧、渔业,则取值为 1,否则取值为 0,其他变量的取值方法与之相同。

(三) 模型建立

本文在研究中,运用如下基本计量模型来检验资本选择各种可能影响因素与资本结构替代变量的相关关系。

$$CAPSTRUC_t = \beta_0 + \beta_1 CVOA_t + \beta_2 NTDS_t + \beta_3 GROWTH_t + \beta_4 SIZE_t + \beta_5 PROFIT_t + \beta_6 VOLAT_t + \beta_7 CORPYEAR_t + \beta_{d+n} INDUMM_t + \epsilon_{it}$$

上述模型中,CAPSTRUC 为资本结构变量, β_0 、 β_1 、 β_2 、 β_3 、 β_4 、 β_5 、 β_6 、 β_7 及 d 为待估参数, ϵ_{it} 为随机扰动项, ϵ_{it} 代表第 i 公司的 t 年度数据。

(四) 描述性统计

笔者对样本公司在各观测年度的债务水平和债务结构进行了描述性统计,具体情况如下:

1. 样本公司 1998-2002 年度的负债水平

如表 1 所示:在 1998-2002 年间,样本公司的资产负债率(ADR)在 41%~47% 之间,并且呈缓慢上升趋势;流动负债率(LIQDR)在 35%~41% 之间,并且也呈上升趋势;长期负债比率(LDR)很低,在 5%~6% 之间;借款比率(BKBWR)在 20%~24% 之间,同样呈缓慢上升趋势(上述描述性统计结果可见表 1 和图 1)。

表 1 上市公司 1998-2002 年度负债水平

年度	ADR(%)	LIQDR(%)	LDR(%)	BKBWR(%)	N(个)
1998	41.23	35.83	5.40	20.20	585
1999	42.90	37.39	5.50	22.00	584
2000	45.24	39.31	5.93	22.96	584
2001	45.88	39.88	6.00	23.85	585
2002	46.22	40.43	5.79	23.76	585

注:ADR:资产负债率=负债总额/总资产;LIQDR:流动负债比率=流动负债总额/总资产;LDR:长期负债比率=长期负债总额/总资产;BKBWR:银行借款比率=(短期银行借款+长期银行借款)/总资产;N:样本数。

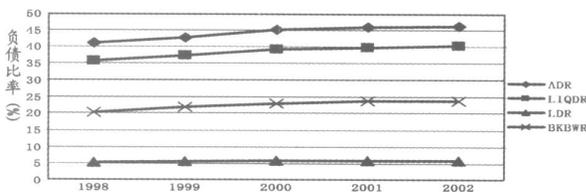


图 1 样本公司 1998-2002 年度负债水平

2. 样本公司 1998-2002 年度的债务结构

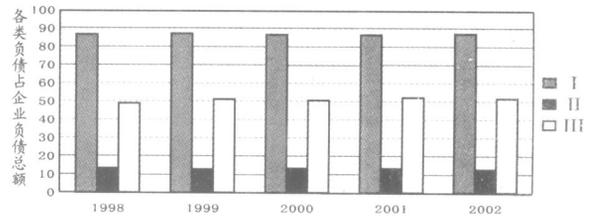
如表 2 所示:从债务的期限结构看,流动负债是公司债务资金的主体,大约占到企业债务总额的

87% 左右;从债务的来源渠道看,银行借款是公司债务资金的主要来源,大约占到企业债务总额的 51% 左右(上述描述性统计结果可见表 2 及图 2)。

表 2 样本公司 1998-2002 年度债务结构(%)

年度	流动负债占企业全部负债的比率	长期负债占企业全部负债的比率	银行借款占企业全部负债的比率
1998	86.91	13.09	48.99
1999	87.17	12.83	51.28
2000	86.89	13.11	50.76
2001	86.93	13.07	51.98
2002	87.47	12.53	51.40

注:流动负债占企业全部负债的比率;长期负债占企业全部负债的比率;银行借款占企业全部负债的比率。



注:、、的含义与表 1 相同。

图 2 样本公司 1998-2002 年度负债结构

(五) 回归分析结果

本文采用逐步回归分析方法对资本结构的各种可能影响因素与资本结构的相关关系进行了实证检验。如表 3 所示:(1) 资产担保价值(CVOA)与 ADR 及 LDR 在 1% 的显著性水平上正相关。(2) 非负债税盾(NTDS)与 ADR 及 LIQDR 在 1% 的显著性水平上负相关。(3) 成长性(GROWTH)与 ADR 在 5% 的显著性水平上正相关,与 LDR 及 BKBWR 在 1% 的显著性水平上正相关。(4) 盈利能力(PROFIT)与 ADR、LDR 及 BKBWR 均在 1% 的显著性水平上负相关。(5) 企业规模(SIZE)与 ADR、LIQDR、LDR 及 BKBWR 均在 1% 的显著性水平上正相关。(6) 变异性(VOLAT)与 ADR 及 LIQDR 在 1% 的显著性水平上正相关。(7) 公司年龄(CORPYEAR)与 ADR、LIQDR 及 BKBWR 在 1% 的显著性水平上正相关。

另外,行业因素也是影响资本结构的重要因素。如表 3 所示:农、林、牧、渔业哑变量与 LDR 正相关;食品、饮料业哑变量与 ADR、LIQDR 及 BKBWR 显著负相关;纺织、服装、皮毛业哑变量与 ADR 及 BKBWR 显著负相关;造纸、印刷业哑变量与 ADR、LIQDR 及 BKBWR 显著正相关;石油、化学、塑胶、塑料业哑变量与 ADR 负相关,但相关性不显著,与 LIQDR 负相关,而与 LDR 显著正相关;电子业哑变量与 ADR、LDR 及 BKBWR 显著负相关;金属、非金属业哑变量与 LDR 显著正相关;机械、设备、仪表业哑变量与 LIQDR 显著正相关,而与 BKBWR 显著负相关;医药、生物制品业哑变量与 BKBWR 显著正相关;其他制造业哑变量与 ADR 显著负相关;电力、煤气及水的生产和供应业哑变量与 ADR、LIQDR 及

BKBWR显著负相关,而与LDR显著正相关;建筑业哑变量与ADR、LIQDR及LDR显著正相关;交通运输、仓储业哑变量与ADR、LIQDR及BKBWR显著负相关,而与LDR显著正相关;信息技术业哑变量与ADR及LIQDR显著正相关;批发和零售贸易业哑变量与ADR、LIQDR及BKBWR显著正相关,而与LDR

显著负相关;房地产业哑变量与ADR及LIQDR显著正相关,而与LDR显著负相关;社会服务业哑变量与ADR、LIQDR及BKBWR显著负相关,而与LDR显著正相关;传播与文化产业与BKBWR显著负相关;综合业哑变量与ADR、LIQDR及BKBWR显著正相关。

表3 逐步回归结果

被解释变量 解释变量	ADR		LIQDR		LDR		BKBWR	
	回归系数	Prob.> t						
常数项	-0.284	0.000	-0.172	0.000	-0.108	0.000	-0.137	0.000
CVOA	0.070	0.000			0.071	0.000		
NDTS	-1.110	0.000	-1.255	0.000				
GROWTH	0.019	0.018			0.013	0.000	0.019	0.003
PROFIT	-0.152	0.001			-0.058	0.000	-0.383	0.000
SIZE	0.041	0.000	0.026	0.000	0.012	0.000	0.019	0.000
VOLAT	0.126	0.008	0.127	0.003				
CORPYEAR	0.120	0.000	0.126	0.000	-0.011	0.015	0.087	0.000
INDUMM1					0.013	0.096		
INDUMM3	-0.059	0.000	-0.035	0.019			-0.024	0.056
INDUMM4	-0.029	0.084					-0.031	0.020
INDUMM5	0.054	0.091	0.067	0.022			0.073	0.004
INDUMM6	-0.015	0.144	-0.017	0.073	0.016	0.000		
INDUMM7	-0.049	0.005			-0.017	0.003	-0.044	0.002
INDUMM8					0.019	0.000		
INDUMM9			0.021	0.025			-0.026	0.001
INDUMM10							0.024	0.025
INDUMM11	-0.069	0.018						
INDUMM12	-0.108	0.000	-0.142	0.000	0.050	0.000	-0.064	0.000
INDUMM13	0.090	0.000	0.104	0.000	0.016	0.054		
INDUMM14	-0.072	0.000	-0.097	0.000	0.035	0.000	-0.033	0.018
INDUMM15	0.029	0.018	0.047	0.000				
INDUMM16	0.048	0.000	0.072	0.000	-0.008	0.010	0.016	0.044
INDUMM17	0.031	0.030	0.064	0.000	-0.015	0.001		
INDUMM18	-0.084	0.000	-0.074	0.000	0.016	0.003	-0.037	0.005
INDUMM19							-0.039	0.069
INDUMM20	0.021	0.057	0.038	0.000			0.026	0.003
调整后 R ²	0.16		0.207		0.175		0.109	
F-值	27.136		47.876		40.546		23.264	
Prob.>F	0.000		0.000		0.000		0.000	
VIF _{max}	1.484		1.343		1.119		1.185	

三、主要研究结论及其可能含义

1. 资产担保价值与资产负债率和长期负率显著正相关,从而在一定程度上为“资产的担保价值越大,企业取得债务资金的能力越强,或企业的债务水平与企业资产担保价值之间应有正的相关关系”的理论预期提供了证据支持。

2. 非负债税盾与资产负债和流动负率显著负相关,从而也在一定程度上为“非负债税盾可作为债务税盾的替代,或非负债税盾与企业负债水平负相关”的理论预期提供了证据支持。

3. 成长性与资产负债率、长期负率和银行借款比率显著正相关,从而基本支持“企业成长性越强,企业需要借入的资金越多”的论点(陆正飞和辛

宇,1998;肖作平和吴世农,2002);不过,上述结果不能为“企业的成长机会是债务代理成本的一个很好的替代变量”(Titman和Wessels,1988)及“成长性可作为企业能从内部获得资金的替代变量”的论点提供任何证据支持。

4. 盈利能力与资产负债率、长期负率和银行借款比率显著负相关,从而基本支持“管理者融资存在‘啄食顺序’(Myers,1984)”的理论假设,也与大多数学者(如Friend和Lang,1988;陆正飞和辛宇,1998;吕长江和韩慧博,2001;肖作平和吴世农,2002)的结论基本一致。这可能说明,外部融资成本高昂或难以取得,管理者在选择融资渠道时,确实存在着优先保留企业盈余的偏好,同时,也从另一侧面说明,在中国,股权投资者利益的保护程度较差。

5. 企业规模与资产负债率、流动负债率、长期负债率及银行借款比率显著正相关。该结果与众多的学者,如 Scott 和 Martin (1975)、Ferri 和 Jones (1979)、洪锡熙和沈艺峰 (2000)、吕长江和韩慧博 (2001)、肖作平和吴世农 (2002) 的研究结论是一致的,但与 Titman 和 Wessels (1988)、陆正飞和辛宇 (1998) 的结论不一致。这可能说明,企业规模越大,信息不对称程度越低,从而越可能取得银行借款和商业信用。

6. 变异性与资产负债率和流动负债率显著正相关。该结果为“有较大经营风险的企业的债务代理成本也许较低,从而可能借入更多的资金 (Merys, 1977) ”的论点提供了较多证据的支持,但不能为“债务和现金流量的变异性都会增加企业破产的可能性,因而有较高的经营风险的企业最好持有较少的债务”、“高经营风险将减少供应给企业的债务数量 (Jensen et al., 1992) ”及“如果财务危机成本是显著的,预期债务比率与企业价值的变异性呈相反的关系 (Bradley et al., 1984) ”的论点提供任何经验证据方面的支持。

7. 公司年龄与资产负债率、流动负债率及银行借款比率显著正相关,但与长期负债率负相关。上述结果与笔者的理论预期不完全一致。这可能说明,企业上市时间越长,越可能与银行及供应商建立更可靠的信用合作关系,从而更易取得成本相对较低的流动负债,并且能通过“借新债还旧债”长期持有,从而减少了长期负债的需要。

另外,公司所在行业可能也是影响企业资本结构选择的重要因素,这与陆正飞和辛宇 (1998) 的结论是一致的,因此在研究资本结构的影响因素时,一定要控制行业因素。

注释:

按照财政部印发的《企业住房制度改革中有关会计处理问题的规定》(财会 [2001]5 号),将上市公司 1998 年至 2000 年资产负债表中的“住房周转金”项目的金额进行了调整,调整分录为:借:住房周转金;贷:未分配利润。

根据国外学者的研究成果,股权结构可能是影响企业资本结构选择的重要因素。笔者在另一篇论文中,对股权结构与企业资本结构的关系进行了系统的研究。

上市公司行业分类的依据是中国证监会 2001 年发布的《上市公司行业分类指引》(中国证券监督管理委员会 www.csrc.gov.cn)。由于深、沪两市木材、家具 (C2) 行业各只有一家公司,因此将它们归入到其他制造业。

传统的财务理论认为,股权融资的成本高于债权融资的成本,但在股权投资者的利益缺乏保护的情况下,股权融资成本就会低于债权融资成本,并且保留盈余的成本最低。

参考文献:

1. 陈晓、单鑫:《债务融资是否会增加上市公司的融资成本》,载《经济研究》,1999(9)。

成本》,载《经济研究》,1999(9)。

2. 冯根福等:《我国上市公司资本结构形成的影响因素分析》,载《经济学家》,2000(5)。

3. 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》,载《厦门大学学报》(哲学社会科学版),2000(3)。

4. 王娟、杨凤林:《中国上市公司资本结构影响因素的最新研究》,载《国际金融研究》,2002(8)。

5. 陆正飞、辛宇:《上市公司资本结构主要影响因素之实证研究》,载《会计研究》,1998(8)。

6. 吕长江、韩慧博:《上市公司资本结构特点的实证分析》,载《南开管理评论》,2001(5)。

7. 肖作平、吴世农:《我国上市公司资本结构影响因素实证研究》,载《证券市场导报》,2002(8)。

8. Allen, D.E. and Mizuno, H., 1989. "The Determinants of Corporate Capital Structure: Japanese Evidence." Applied Economics, 21, pp. 569-585.

9. Bhaduri, S.N., 2002. "Determinants of Capital Structure Choice: A Study of the Indian Corporate Sector." Applied Financial Economics, 12, pp. 655-665.

10. Bradley, M.; Jarrell, G. and Kim, E., 1984. "On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence." Journal of Finance, 39 (3), pp. 857-880.

11. De Angelo, H. and Masulis, R., 1980. "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation." Journal of Financial Economics, 8 (1), pp. 3-29.

12. Ferri, M. and Jones, W., 1979. "Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach." Journal of Finance, 34 (3), pp. 631-644.

13. Friend, I. and Lang, L., 1988. "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-interest on Corporate Capital Structure." Journal of Finance, pp. 43 (2), 271-281.

14. Jensen, M.; Solberg, D.P. and Zorn, T.S., 1992. "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies." Journal of Financial and Quantitative Analysis, 27 (2), pp. 247-263.

15. Modigliani, F. and Miller, M., 1958. "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment." American Economic Review, 48 (3), pp. 261-297.

16. Myers, S.C., 1977. "Determinants of Corporate Borrowing." Journal of Financial Economics, 5 (2), pp. 147-175.

17. Myers, S.C., 1984. "The Capital Structure Puzzle." Journal of Finance, 39 (3), pp. 575-592.

18. Myers, S. and Majluf, N., 1984. "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have." Journal of Financial Economics, 13 (2), pp. 187-221.

19. Ozkan, A., 2001. "Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data." Journal of Finance & Accounting, 28 (1) & (2), pp. 175-178.

20. Scott, D. and Martin, J., 1975. "Industry Influence on Financial Structure." Financial Management, 4 (1), pp. 67-73.

21. Titman, S. and Wessels, R., 1988. "The Determinants of Capital Structure Choice." Journal of Finance, 43 (1), pp. 1-19.

(作者单位:西南财经大学博士后流动站 成都 610074
海南大学经济管理学院 海口 570228)
(责任编辑:N、Q)