

DOI: 10.19361/j.er.2023.04.10

央行言辞沟通与企业资本结构动态调整

韩 珣 封 玥*

摘要: 随着预期管理思潮的形成,央行沟通作为新型货币政策工具,在稳预期、调结构和防风险等方面的作用逐渐凸显。本文利用2007年第一季度到2021年第二季度数据,探究了央行言辞沟通对企业资本结构动态调整的影响。结论显示,央行宽松性言辞沟通会促进企业资本结构动态调整,且上述效应仅在言辞行动方向一致和预期管理关注度较高时显著;异质性分析结果发现,央行言辞沟通对资本结构的正向影响在信息透明度和分析师关注度较高、公司治理效率和股权制衡度较高的企业中更为显著;机制分析表明,央行言辞沟通会通过稳定外部投资者情绪、抑制“短贷长投”和缓解融资约束渠道作用于企业资本结构调整速度。本文为厘清央行沟通对微观企业投融资行为机制的影响提供了新的研究视角,对促进经济高质量发展具有重要意义。

关键词: 央行言辞沟通;预期管理;货币政策;资本结构调整速度

中图分类号: F822.2

一、引言

近年来,随着预期管理思潮的发展,央行沟通作为新型货币政策调控工具,已然成为传递货币政策意图和调控经济的重要手段。值得关注的是,区别于传统货币政策工具,预期管理强调央行通过向市场传递未来货币政策和宏观经济形势判断引导市场预期,以实现提高货币政策有效性,提升货币政策调控效果的目标(郭豫媚等,2016)。党的二十大报告提出“建设现代中央银行制度”,为做好央行工作指明了方向。新常态背景下建立现代化货币政策沟通机制已成为建设现代央行制度的重要内容。

央行预期管理通过实际操作和言辞沟通两种方式向市场传递未来政策走向(Woodford, 2003)。央行既可以采用传统货币政策工具,以实际行动对宏观经济进行调节,也可以通过书面或口头的形式向公众传递货币政策决策。相较于货币政策实际行动,言辞沟通的调整成本更低,既可以与货币政策实际行动的调节方向保持一致,加速实现货币政策目标,也能够经济政策不确定性上升时期或全球金融市场出现巨幅波动的情况下,调整现行货币政

*韩珣(通讯作者),北京第二外国语学院经济学院,邮政编码:100024,电子信箱:hanxunyes@126.com;封玥,中央财经大学金融学院,邮政编码:100098,电子信箱:fengyue12138m@163.com。

本文得到国家自然科学基金青年项目“经济‘脱实向虚’背景下非金融企业影子银行化的引致因素和经济后果研究”(批准号:72203014)、教育部人文社会科学研究青年基金项目“政策不确定性、非金融企业影子银行化及其经济效应研究”(批准号:20YJC790040)的资助,感谢北京第二外国语学院校级科研专项项目的支持。感谢匿名审稿专家提出的建设性意见,作者文责自负。

策,进而起到逆周期调节的作用。央行借助政策沟通能够实现管理公众预期,增强政策传导效率的目的。央行提出宽松或紧缩的货币政策指向后,各金融机构可能会提前放宽或收紧信贷额度,积极调整存贷款利率,从而对企业融资成本造成影响(王宇伟等,2019)。为了应对可能出现的贷款利率高企的问题,企业会采取调整债务期限结构等方式降低融资成本,以减弱流动性约束对企业生产经营活动的负面影响。可见,央行沟通会引导公众改变预期,直接或间接地改变企业融资,最终作用于微观企业资本结构。因此,在融资环境不确定性增强的背景下,探究央行言辞沟通对企业财务柔软性的影响,对于抑制非金融企业杠杆分化、促进企业研发创新以及实体经济平稳发展等方面具有重要的理论和现实意义。

已有关于企业资本结构的研究较为丰富,相关研究主要从资本结构的决定因素及信贷政策的影响等方面展开。影响因素方面,经济政策不确定性和制度环境会作用于企业资本结构动态调整速度。一方面,企业资本结构存在反经济周期变化特征,即面对宏观经济环境的负面冲击时公司资产负债率上升,调整速度放缓,调整幅度加大(Hackbarth et al., 2006)。另一方面,宽松的信贷政策和融资融券制度能够加快企业资本结构调整速度,而政策不确定性的上升使得企业投资决策趋于保守,阻碍资本结构的动态调整(顾研、周强龙,2018;黄俊威、龚光明,2019;韩珣、马思超,2021)。微观层面,企业特征、调整成本和代理成本等均会影响企业资本结构调整(Drobetz and Wanzenried, 2006)。银行授信额度、高管股权激励等因素也会通过改变调整成本对企业资本调整速度产生影响(罗党论等,2012;盛明泉等,2016)。

关于央行沟通的研究,已有文献主要从沟通维度、指数测算方法及其对宏观经济的影响等方面展开。沟通形式上看,央行言辞沟通可以分为书面沟通和口头沟通。央行言辞沟通内容包括货币政策的前瞻性指引、经济形势研判、汇率沟通和金融稳定沟通等方面。央行言辞沟通克服了其他传统货币政策工具滞后性较强的问题,有助于提升经济周期内的政策调控效果(林建浩等,2017),央行言辞沟通也会对企业投资行为造成非对称性影响(王宇伟等,2019)。此外,央行言辞沟通还会作用于金融市场稳定性和股价表现等方面(王博、刘翀,2016;肖争艳等,2019)。综上所述,已有关于央行言辞沟通的研究大多集中于测度方法的构建及其对货币政策有效性的影响等方面,较少文献关注到央行言辞沟通对企业资本结构调整的作用。有鉴于此,本文将弥补现有文献不足,试图厘清央行沟通对企业资本结构动态调整的影响机理。

与已有研究相比,本文的主要贡献包括以下三个方面:第一,有别于已有文献从政策不确定性和企业特征等视角分析企业资本结构调整速度,本研究从言辞沟通视角切入,探究央行言辞沟通对企业资本结构动态调整的影响。第二,本研究剖析了央行言辞沟通对企业资本结构调整速度的影响机制,有助于厘清前瞻性货币政策对微观企业行为机制的作用渠道。第三,深入探究央行言辞沟通对企业资本结构调整的传导机制,发挥央行沟通在防范系统性金融风险,促进企业研发创新等方面的积极作用,为实现经济高质量发展提供政策启示。

二、理论分析与研究假设的提出

(一) 央行言辞沟通与资本结构动态调整

预期管理思想最早由 Krugman 等(1998)提出,该理论在凯恩斯流动性陷阱理论的基础上提出了财政政策无效论,强调通胀预期对长期货币创造的重要作用。随着货币政策透明化思潮的发展,如何有效引导和管理公众预期成为央行调控宏观经济的关键。不同于借助

实际行动引导市场预期的传统方式,现代预期管理强调通过政策承诺、央行言辞沟通和前瞻性指引等方式管理预期(Woodford,2003)。相较于目标盯住制,央行沟通的灵活性更强,能够根据经济变动作出相应的调整,因而更加适用于多重目标制经济体。

央行沟通通过影响经济主体的预期提升企业对货币政策的感知并稳定投资者情绪,从而对资本结构动态调整的速度和幅度产生影响。可能的理论机制在于,中国人民银行通过每季度公布的《中国货币政策执行报告》、召开的季度例会和政策解读等新闻发布会向市场传达下一季度货币政策导向,从而降低了经济政策不确定性以及公众和货币当局之间的信息不对称程度。央行实施积极的货币政策使得企业对宏观经济的感知也更为乐观,促使其投融资行为更加积极主动(张成思等,2021)。前期投资成本高和投资不可逆等特点,使得企业会根据未来信贷政策宽松情况和行业政策变动对现行投资决策作出合意的调整。央行宽松性言辞沟通有助于稳定企业对未来信贷政策的预期,促使企业更为积极地响应相关政策,并增加其研发投资规模。企业投资决策的变化也会导致管理层更加主动地对资本结构作出调整。

央行言辞沟通也可能会通过影响银行贷款行为,缓解企业融资约束程度,促进资本结构的动态调整。以银行为代表的传统金融机构会根据央行的政策意图,对存贷款利率、信贷额度和抵押品价值要求等方面作出调整。央行宽松性言辞沟通能够向市场传递未来流动性宽松的信号,减轻银行惜贷行为,促使企业借贷成本和融资难度的降低,即通过“融资约束缓解效应”促使企业更加主动地进行资本结构的调整。此外,央行宽松性言辞沟通也会向企业传递流动性充足的信号,抑制“短债长用”行为。具体地,央行宽松的言辞沟通促使银行放宽贷款要求并降低贷款利率,使得企业长期贷款需求更容易得到满足,抑制企业“短贷长投”行为,加快企业资本结构调整速度。有鉴于此,本文提出:

H1:央行宽松性言辞沟通能够加快企业资本结构调整速度。

(二) 央行言行一致性与资本结构动态调整

央行言辞沟通的效果也会受到央行沟通和实际操作是否一致的影响(王宇伟等,2019)。央行言辞沟通和实际行动的一致性将会增加央行沟通的公信力,增强其引导公众预期的效果。如果央行未能按照其事先沟通的政策意图采取行动,公众会对其未来信息释放的真实性存疑,那么央行在引导市场预期上的作用效果则会减弱。因此,当央行保持言辞沟通与实际行动方向一致时,言辞沟通的可信度上升,企业更倾向于根据央行货币政策目标的方向进行合意性调整,有助于更好地发挥央行言辞沟通对企业资本结构动态调整的促进作用。

央行沟通是央行实现预期管理的重要手段。如果央行沟通中包括引导预期管理、完善预期管理等表述,则会向微观居民和企业部门传递央行重视预期管理在宏观调控中重要作用的信号。因此,如果央行通过改变用语措辞、增加言辞沟通频率和强度等方式强调预期管理的作用,必然会影响央行言辞沟通效果。央行言辞沟通中“预期管理”“引导公众合理预期”等预期管理相关表述词频的增加,将会向公众传达更为清晰、明确的货币政策执行方向,引导微观经济主体形成更为合理的预期,并且影响微观经济主体行为,从而对企业内部资本结构调整起到更强的促进作用。有鉴于此,本文提出:

H2:言行一致性和预期管理关注度越高,央行言辞沟通对企业资本结构动态调整的促进作用越强。

(三) 央行言辞沟通对资本结构动态调整的异质性分析

信息透明度是企业信息披露程度的体现,一定程度上反映了股票价格能否体现公司的

发展前景和实际市场价值。公司信息透明度越高,外部投资者和利益相关者获取企业真实信息的成本越低,融资难度也相对越低(屈文洲等,2011)。因此,信息披露度较高的公司,金融中介和外部投资者更容易获取与企业经营投资相关的信息,从而为具有良好投资机会的企业提供资金。当央行发出宽松性货币政策信号时,企业能够更加容易地从资本市场和金融中介融入资金,进而实现实际资本结构向目标资本结构的动态调整。

分析师作为提高资本市场定价效率的重要中介,能够及时准确地搜集、整理和解读与公司基本面有关的增量信息,从而对股价波动产生作用(伊志宏等,2019)。外部分析师对公司的关注越多,企业信息透明度和股票市场活跃度越高。外部分析师基于自身的专业素养和私有信息,为外部投资者提供企业生产、经营和财务状况等方面的增量信息,有助于提高资本市场定价效率。因此,分析师关注程度的提高会抑制管理层盈余操作动机,提升股价特质性信息含量,降低外部融资摩擦,使得企业更倾向于根据央行货币政策沟通意图对资本结构进行调整。有鉴于此,本文提出:

H3:在信息透明度和分析师关注程度较高的公司,央行言辞沟通对企业资本结构动态调整的促进作用更强。

良好的公司治理有助于减轻管理层与股东之间的委托代理问题,抑制因管理层短视而损害公司价值的行为。企业可以通过加强外部监督、经理人股权激励、提高信息披露程度等方式完善公司治理结构,缓解管理层和股东以及控股股东和小股东之间的利益冲突(雷光勇等,2012)。从外部机制的角度来看,良好的治理效率能够提高企业市场价值,增强投资者信心,降低企业从资本市场获取资金的难度,加快资本结构的调整速度。因此,在公司治理效率较高的企业,经理人根据央行的政策沟通意图对现金持有比率和投融资结构进行调整的成本更低,各部门之间协同效率更高、沟通摩擦成本也更低,有助于提升企业资本结构调整速度。

股权集中度体现了控股股东在企业内部决策时的话语权和控制权。股权集中度越高的企业,大股东在企业经营管理和投资决策中的主导作用越强,更容易导致控股股东利益侵占和大股东掏空企业行为的发生。对比来看,在股权制衡程度较高的企业,管理层机会主义倾向较弱,关联方交易规模较小,公司价值也更高(陈德萍、曾智海,2012)。股权制衡程度的提高有助于防范大股东掏空企业行为的发生,并且外部投资者可以通过集体行动的方式促使管理层在投资决策上与股东价值最大化目标保持一致。因此,在股权制衡程度更高的企业中,管理层会根据央行货币政策沟通意图对资产配置比例作出调整,促进资本结构的调整。有鉴于此,本文提出:

H4:在公司治理效率和股权制衡度较高的企业,央行言辞沟通对企业资本结构动态调整的促进作用更强。

三、实证模型设定

(一) 样本选择与数据来源

本文以2007年第一季度到2021年第二季度沪深两市上市企业数据为原始样本,对样本进行以下处理:(1)剔除ST、PT类样本数据;(2)剔除相关变量存在缺失的样本数据;(3)考虑到金融类企业存在较高资产负债率,可能会影响回归拟合结果,剔除金融类企业样本。企业财务数据来源于国泰安数据库(CSMAR),央行言辞沟通指数和实际干预指数数据来源于《中国货币政策执行报告》和中国人民银行官网,由作者手工搜集整理得到。

(二) 变量定义

1. 央行言辞沟通指数

本文借鉴 Heinemann 和 Ullrich(2007)、王宇伟等(2019),运用主观赋值法从每季度《中国货币政策执行报告》,中国人民银行官网上新闻发布、政策解读、图文直播等栏目与货币政策密切相关的沟通内容中提取措辞,根据央行货币政策目标中的物价稳定、充分就业、经济增长和国际收支平衡对相关措辞进行词频统计。由于本文主要探讨的是央行言辞沟通对国内经济环境的影响,因而剔除国际收支措辞,主要从货币政策基调、信贷环境情况、经济增长和物价水平四个维度进行统计,具体统计赋值方法如表 1 所示。

表 1 货币政策措辞和赋值权重^①

货币政策总基调	信贷环境情况	利率变化情况	经济增长	物价水平	权重
宽松	信贷增长过慢	下调利率/准备金	经济下行衰退	通货紧缩	1.0
适度宽松	信贷增长偏慢	引导利率平稳下行	经济增速放缓	价格存在下行压力	0.5
稳健中性	信贷适度增长	利率维持稳定	经济平稳增长	物价稳定	0.0
适度紧缩	信贷增长偏快	引导利率适度上行	经济增速偏快	价格存在上行风险	-0.5
紧缩	信贷增长过快	上调利率/准备金	经济增速过快	通货膨胀	-1.0

由于中文同一意思表示存在多重表达方式,本文也将与表 1 措辞相近的表述纳入统计中^②。央行言辞沟通指数具体构造公式如下所示:

$$Ai_t = \sum_{j=1}^n \frac{X_{jt} - \text{mean}(X_{jt})}{sd(X_{jt})} \times \beta_j \quad (1)$$

$$X_{jt} = \frac{O_{cure}_{jt}}{Word_t} \quad (2)$$

(1)式和(2)式中: X_{jt} 表示措辞 j 在 t 时期的出现频率, $\text{mean}(X_{jt})$ 和 $sd(X_{jt})$ 分别表示措辞 j 在各时期的出现频率的均值和标准差, β_j 表示措辞 j 的赋值权重, O_{cure}_{jt} 表示措辞 j 在 t 时期出现次数, $Word_t$ 表示 t 时期文本总词数。言辞沟通指数 Ai_t 越大,该时期央行言辞沟通越趋向宽松。

2. 实际行动指数

在构建央行实际行动指数时,参考中国人民银行官网货币政策栏目下列出的常用货币政策工具,即公开市场操作、存款准备金、央行贷款、利率政策、常备借贷便利(SLF)、中期借

^①以 2021 年第二季度《货币政策执行报告》为例,在货币政策总基调上共提及了 6 次“稳健”;在物价水平上提及“大宗商品价格抬升”“CPI 涨幅温和”“物价推升”,标记为 3 次“价格存在上行风险”;经济增长部分提及“经济增速潜在下行”“经济下行”“经济增长动能面临可持续性挑战”,标记为 3 次“经济增速放缓”;在信贷环境变化提及“信贷增长缓慢”“加大信贷支持力度”“保持流动性合理充裕”,均标记为 3 次“信贷增长偏慢”;在利率变化提及“推动实际利率下降”,标记为 1 次“下调利率”。

^②货币政策基调措辞下,常见的文本言辞为从紧、适度从紧、稳健、适度宽松;物价水平措辞下,常见的文本言辞为通胀压力加大、价格总水平处于高位、控制物价上涨、抑制通货膨胀、物价水平整体走低、物价回落;利率变化措辞下,常见的文本言辞为推动实际贷款利率降低、实际贷款利率稳中有降、利率维持稳定、利率上升预期增强、上调存贷款基准利率、利率适度上行;经济增长措辞下,常见的文本言辞为经济增长动力强劲、经济保持较快发展势头、经济增长偏快、经济面临下行压力、经济增长呈适度放缓态势、经济下行风险增大;信贷环境措辞下,常见的文本言辞为信贷投放过多、流动性过多、流动性充裕、信贷平稳较快增长、货币信贷扩张压力较大、控制货币信贷过快增长。

贷便利(MLF)和抵押补充贷款(PSL)。考虑到定向中期借贷便利主要针对特定企业发放贷款,属于结构性货币政策工具,对经济总体影响小,故不将其纳入指数统计范围。具体赋值方法如表2所示。

表2 实际行动指数权重赋值

公开市场操作	存款准备金率	利率政策	央行贷款、SLF、MLF、PSL	赋值权重
逆回购	下调准备金率	下调利率	增发贷款	1.0
正回购	上调准备金率	上调利率	减少贷款额度	-1.0

央行实际行动指数的构建方法如(3)式所示:

$$Ci_t = \sum_{j=1}^n \frac{R_{jt}}{abs_j} \times \delta_j \quad (3)$$

(3)式中: R_{jt} 表示 t 时期下第 j 类货币政策工具的操作幅度大小, abs_j 表示第 j 类货币政策工具在全部样本期内调整幅度绝对值的最大值, δ_j 表示第 j 类货币政策工具反映的货币政策基调类型,宽松时取值为1,紧缩时取值为-1。实际行动指数 Ci_t 为正,表明 t 时期下实际行动趋于宽松;相反,实际行动指数 Ci_t 为负,表明 t 时期下实际行动趋于紧缩。

(三)模型设定

1. 资本结构动态调整模型

参考 Flannery 和 Rangan(2006)、Byoun(2008)的方法构建模型估计资本结构调整速度,具体模型设定如下所示:

$$lev_{i,t} - lev_{i,t-1} = v_{i,t} \times (lev_{i,t}^* - lev_{i,t-1}) \quad (4)$$

(4)式中: $lev_{i,t}$ 和 $lev_{i,t-1}$ 分别表示公司 i 在 t 时期和 $t-1$ 时期的实际资本结构,本文采用总负债与总资产之比来表示。 $v_{i,t}$ 表示 t 时期公司 i 向最优资本结构变化的调整速度。 $lev_{i,t}^*$ 表示 t 时期公司 i 的目标资本结构。

2. 目标资本结构估计

由于企业的目标资本结构无法直接获得,本文借鉴 Faulkender 等(2012)的做法,构建如下拟合模型,运用公司特征变量计算目标资本结构:

$$lev_{i,t}^* = \alpha + \mu Controls_{i,t-1} + \varepsilon_1 \quad (5)$$

(5)式中:控制变量包括公司规模(Size)、盈利能力(ROA)、成长潜力(Tobinq)、有形资产占比(Tangible)、行业杠杆中值(Medlev)、财务杠杆(flev)、非债务性税盾(Md)。考虑到目标资本结构调整存在时间滞后性,对特征变量取滞后一阶计算。

变量具体测度过程和描述性统计见表3。

表3 变量定义与描述性统计

变量符号	变量定义	变量测度	样本量	标准差	中位数	均值	最小值	最大值
Lev	实际资本结构	总负债与总资产之比	86 825	0.2064	0.4140	0.4222	0.0459	1.0050
Ai	央行言辞沟通指数	计算方法详见正文	58	4.6843	0.7375	0.0000	-18.1402	9.3371
Ci	实际行动指数	计算方法详见正文	58	1.8070	0.9228	0.5730	-3.1756	4.8302
gap	沟通行动偏离度	央行言辞沟通指数与实际行动指数之差	58	2.9700	1.5118	2.3723	0.0021	15.3693
Size	公司规模	总资产的自然对数值	86 825	1.4421	21.8808	22.1069	19.3778	27.1493
ROA	盈利能力	净利润与总资产之比	85 473	0.0354	0.0310	0.0387	-0.1183	0.1612

续表 3 变量定义与描述性统计

变量符号	变量定义	变量测度	样本量	标准差	中位数	均值	最小值	最大值
<i>Tobinq</i>	成长潜力	企业市值与总资产之比	86 825	1.2501	1.6068	2.0052	0.8718	8.7636
<i>Tangible</i>	有形资产占比	(固定资产+存货)/总资产	84 732	0.0863	0.9586	0.9298	0.5385	1.0000
<i>lev</i>	财务杠杆	(净利润+所得税费用+财务费用)/(所得税费用+净利润)	86 825	0.9663	1.0807	1.3482	0.3662	9.1484
<i>Medlev</i>	行业杠杆中值	资本结构行业中位数	86 824	0.1224	0.4017	0.4259	0.1818	0.7130
<i>Md</i>	非债务性税盾	(固定资产折旧+油气资产折耗+生产性生物资产折旧)/总资产	86 825	0.2309	0.0121	0.0786	0.0000	1.6540

3. 回归模型

考虑到央行言辞沟通会对资本结构调整速度产生影响,因而直接对(5)式拟合后得到的目标资本结构与真实结果之间可能存在偏误,进而会影响资本结构调整速度的估计结果。参考已有文献的做法(Faulkender et al., 2012; 王朝阳等, 2018), 本文将央行言辞沟通纳入资本调整速度的模型设定中, 并将调整速度设定为如下所示的线性函数:

$$v_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Ai_t \quad (6)$$

(6)式中: Ai_t 为 t 时期的央行言辞沟通指数。参照已有文献的方法, 将(5)式和(6)式代入(4)式中, 联立化简后得到资本结构动态调整模型的复合一步式回归方程, 并在此基础上构建回归模型。联立后的模型如下所示。

$$lev_{i,t} = (1-\gamma_0)lev_{i,t-1} - \gamma_1 Ai_t \times lev_{i,t-1} + (\gamma_1 \alpha + \gamma_1 \varepsilon_1) Ai_t + \gamma_1 \mu Ai_t Controls_{i,t-1} + \gamma_0 \mu Controls_{i,t-1} + \gamma_0 (\alpha + \varepsilon_1) \quad (7)$$

(7)式中: $Ai_t \times lev_{i,t-1}$ 回归系数的相反数大小表示央行言辞沟通对企业资本结构调整速度的影响。如果系数 γ_1 显著大于0, 则说明央行宽松性的言辞沟通会加快企业资本结构动态调整, 假设 H1 成立。

此外, 为了考虑央行言辞沟通对资本结构动态调整的影响机理, 引入中介变量分析传导机制, 借鉴温忠麟等(2004)的中介效应检验法, 结合资本结构动态调整模型构建以下递归模型。首先, 为了检验解释变量和中介变量之间的影响关系, 建立如下解释变量与中介变量的回归模型。

$$M_{i,t} = \varphi Ai_t + \vartheta Controls_{i,t} + \varepsilon_2 \quad (8)$$

(8)式中: $M_{i,t}$ 表示中介变量, $Controls_{i,t}$ 表示控制变量。同时, 在前文所述的资本结构调整速度的模型中加入中介变量来反映调整速度与解释变量和中介变量的线性关系。模型如公式(9)所示。

$$v_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Ai_t + \gamma_2 M_{i,t} \quad (9)$$

最后, 将(9)式与(4)式和(5)式联立, 得到结合资本结构动态调整模型并包含中介效应检验的复合一步式回归方程:

$$lev_{i,t} = (1-\gamma_0)lev_{i,t-1} - \gamma_1 Ai_t \times lev_{i,t-1} - \gamma_2 M_{i,t} \times lev_{i,t-1} + (\gamma_1 \alpha + \gamma_1 \varepsilon_1) Ai_t + (\gamma_2 \alpha + \gamma_2 \varepsilon_1) M_{i,t} + \gamma_1 \mu Ai_t Controls_{i,t-1} + \gamma_2 \mu M_{i,t} Controls_{i,t-1} + \gamma_0 \mu Controls_{i,t-1} + \varepsilon_3 \quad (10)$$

具体检验过程如下: 首先, 系数 γ_1 表示总效应下解释变量 Ai_t 对被解释变量 $v_{i,t}$ 的作用效果。系数 γ_1 显著时, 总效应显著。随后, 检验模型(8)中解释变量 Ai_t 的系数 φ 和模型

(10)中 $M_{i,t} \times lev_{i,t-1}$ 的系数 γ_2 。 φ 和 γ_2 都显著时,存在中介效应。

四、实证结果分析

(一) 基准回归结果

本文基于面板固定效应模型,对央行言辞沟通与企业资本结构动态调整之间的关系进行了回归分析,结果如表4所示。表中前两列和后两列分别给出了标准误聚类到企业层面和行业层面的回归结果。其中,第(1)列和第(3)列未控制季节固定效应,第(2)列和第(4)列控制了季节固定效应。回归结果显示,无论是否控制季节固定效应,央行言辞沟通与企业杠杆率滞后一期交乘项 ($Ai_t \times Lev_{i,t-1}$) 的系数均在1%的统计水平上显著为负。表4第(3)、(4)列将标准误聚类到行业层面,央行言辞沟通与企业杠杆率滞后一期交乘项 ($Ai_t \times Lev_{i,t-1}$) 的系数仍然在1%的显著水平上为负。结果表明,央行言辞沟通能够促进企业资本结构动态调整,即假设H1成立。

表4 基准回归结果:央行言辞沟通与企业资本结构动态调整

	$Lev_{i,t}$			
	(1)	(2)	(3)	(4)
$Ai_t \times Lev_{i,t-1}$	-0.0009*** (0.000)	-0.0011*** (0.000)	-0.0009*** (0.000)	-0.0011*** (0.000)
$Lev_{i,t-1}$	0.8955*** (0.003)	0.8948*** (0.003)	0.8955*** (0.003)	0.8948*** (0.004)
控制变量	Y	Y	Y	Y
季节固定效应	N	Y	N	Y
个体固定效应	Y	Y	Y	Y
观测样本数	86 825	86 825	86 825	86 825
Adjust R^2	0.828	0.829	0.828	0.829

注:***、**、*分别表示系数在1%、5%、10%的统计水平上显著,下同。表4—表7已控制 Ai_t 。

为了进一步验证央行言辞沟通和实际行动方向的一致性,以及央行对预期管理的关注程度对上述关系的影响,本文将全样本划分为央行言行方向一致时期和不一致时期,以及预期关注度较高时期和较低时期。具体地,当央行言辞沟通指数和实际行动指数同为正或同为负的情况下,将该时期划分为言行方向一致时期;反之,则属于言行方向不一致时期。实证结果如表5的第(1)列和第(2)列所示。结果表明在央行言行方向一致时期,央行言辞沟通与企业杠杆率滞后一期交乘项 ($Ai_t \times Lev_{i,t-1}$) 的系数在1%的水平上显著为负,而交乘项系数在言辞行动方向不一致时期中则在1%的水平上显著为正。由此可见,央行言辞沟通对企业资本结构调整速度的正向促进作用,仅在言行方向一致时期显著。但是,在言行方向不一致时期,央行宽松性言辞沟通反而可能会降低资本结构调整速度。

对于央行预期管理关注程度的衡量,本文采用与前文构建央行言辞沟通指数类似的方法,从《中国货币政策执行报告》、中国人民银行官网的新闻报道等文本中提取包含管理预期、稳定预期、引导预期等相关表述,计算预期管理词语出现的频率,形成预期管理关注指数。根据预期管理关注指数的大小,从时间层面将样本划分为预期管理关注度较高和预期管理关注度较低两个时期,回归结果如表5第(3)、(4)列所示。实证结果表明,在预期管理关注度较高的地区,央行言辞沟通与企业杠杆率滞后一期交乘项 ($Ai_t \times Lev_{i,t-1}$) 的系数为-0.0049,在5%的统计水平上显著,而在预期管理关注度较低的时期不显著。可见,央行言辞沟通对企业资本结构动态调整的正向影响仅在预期管理关注度更高的时期显著。综上分

析,假设 H2 成立。

表 5 央行言辞沟通对资本结构动态调整的影响:言行一致和预期管理程度

	$Lev_{i,t}$			
	言行方向一致	言行方向不一致	预期管理程度较高	预期管理程度较低
	(1)	(2)	(3)	(4)
$Ai_i \times Lev_{i,t-1}$	-0.0013 *** (0.000)	0.0063 *** (0.002)	-0.0049 ** (0.001)	0.0000 (0.000)
$Lev_{i,t-1}$	0.8970 *** (0.003)	0.8882 *** (0.005)	0.9016 *** (0.004)	0.8799 *** (0.004)
控制变量	Y	Y	Y	Y
季节固定效应	Y	Y	Y	Y
个体固定效应	Y	Y	Y	Y
观测样本数	64 379	22 446	40 026	46 662
Adjust R^2	0.834	0.800	0.830	0.794

表 6 报告了央行言辞沟通与企业资本结构动态调整之间的关系,在信息透明度和分析师关注程度不同的企业中的异质性影响。对于信息透明程度的衡量,本文根据上交所和深交所公布的上市企业信息披露质量等级设置虚拟变量进行分样本回归。回归结果如表 6 第(1)列和第(2)列所示。结果显示,在信息透明度较高的企业,央行言辞沟通与企业杠杆率滞后一期交乘项($Ai_i \times Lev_{i,t-1}$)的系数为-0.0030,在 1% 的统计水平上显著。但是上述影响在信息透明度较低的企业中并不显著。

表 6 中第(3)列和第(4)列按照分析师关注程度高于和低于所在行业-年度中位数水平,将全样本划分为分析师关注程度较高和较低企业,并检验了央行言辞沟通对企业资本结构调整在分析师关注程度不同企业中的异质性影响。回归结果表明,在分析师关注程度较高的企业中,央行言辞沟通与企业杠杆率滞后一期的交乘项($Ai_i \times Lev_{i,t-1}$)系数在 1% 显著水平上为负。但是,在分析师关注程度较低的企业中,交乘项系数并不显著。可见,分析师关注程度较高的企业股票流动性更强,资本市场定价效率也更高,导致央行言辞沟通对企业资本结构动态调整的正向影响也越强,即假设 H3 验证成立。

表 6 央行言辞沟通与企业资本结构动态调整:信息透明度和分析师关注程度

	$Lev_{i,t}$			
	信息透明度较高	信息透明度较低	分析师关注程度较高	分析师关注程度较低
	(1)	(2)	(3)	(4)
$Ai_i \times Lev_{i,t-1}$	-0.0030 *** (0.002)	-0.0047 (0.006)	-0.0015 *** (0.001)	-0.0007 (0.023)
$Lev_{i,t-1}$	0.8566 *** (0.008)	0.8230 *** (0.035)	0.8861 *** (0.004)	0.8711 *** (0.006)
控制变量	Y	Y	Y	Y
季节固定效应	Y	Y	Y	Y
个体固定效应	Y	Y	Y	Y
观测样本数	16 920	5 433	51 153	27 342
Adjust R^2	0.741	0.679	0.811	0.790

为了进一步分析央行言辞沟通对企业资本结构动态调整的影响,在公司治理效率和股权制衡度不同企业中的异质性,本文将进行分样本回归分析。具体地,本文根据公司市净率是否大于同行业同时期的中位数水平,将全样本划分为公司治理效率较高和公司治理效率

较低的企业,回归结果如表7所示。结果显示,在公司治理效率较高的企业中,央行言辞沟通与企业杠杆率滞后一期交乘项($A_i \times Lev_{i,t-1}$)的系数为-0.0019,在1%的统计水平上显著,而交乘项系数在公司治理效率较低的企业中并不显著。由此表明,在公司治理效率较高的企业中,央行言辞沟通传递的信息能够更加快速地被公司感知并采取行动。企业决策反应速度更快,时滞较短,使得央行宽松性言辞沟通对企业资本结构调整速度的促进作用更强。

对于股权制衡程度的衡量,本文将第二大股东到第十大股东持股比例之和与第一大股东持股比例的比值,作为公司股权制衡度的代理变量,并且按照高于和低于行业-年份中位数水平进行分样本回归。结果如表7中第(3)列和第(4)列所示,在股权制衡度较高的企业,央行言辞沟通与杠杆率滞后一期交乘项($A_i \times Lev_{i,t-1}$)的系数在1%的显著水平上为负,而在股权制衡度较低的企业中并不显著。这表明在股权制衡程度较高的企业中,大股东掏空企业行为得以抑制,公司投资决策效率更高,从而导致央行言辞沟通对企业资本结构动态调整的正向作用更强,假设H4得以验证。

表7 央行言辞沟通与企业资本结构动态调整:公司治理效率和股权制衡度

	$Lev_{i,t}$			
	公司治理效率较高	公司治理效率较低	股权制衡度较高	股权制衡度较低
	(1)	(2)	(3)	(4)
$A_i \times Lev_{i,t-1}$	-0.0019*** (0.001)	0.0006 (0.001)	-0.0019*** (0.002)	-0.0009 (0.001)
$Lev_{i,t-1}$	0.8848*** (0.034)	0.8769*** (0.005)	0.8670*** (0.005)	0.8783*** (0.005)
控制变量	Y	Y	Y	Y
季节固定效应	Y	Y	Y	Y
个体固定效应	Y	Y	Y	Y
观测样本数	42 515	42 990	43 716	29 860
Adjust R^2	0.800	0.819	0.789	0.804

(二) 机制检验

1. 投资者情绪稳定机制

行为金融下的投资者情绪波动会加剧外部投资者的非理性行为,并作用于公司投融资行为决策,从而导致企业资本结构调整速度的变化(杨晓兰等,2016)。具体来看,宽松性言辞沟通意味着央行向公众传递未来流动性充裕、投资机会良好的信号,有助于引导微观经济主体产生未来经济形势向好的预期。在外部投资者对未来形势预期更为乐观的情况下,面对股价的异常波动其将充分利用已有信息作出相应的判断,减少非理性行为的发生。管理层在预期信贷流动性充裕的情况下会优化企业资本结构,使得实际资本结构向最优资本结构调整。因此,央行宽松性言辞能够通过传递积极信号提振投资者信心,稳定投资者情绪,降低企业外部融资成本,使得资本结构调整速度得以提高。

为了验证投资者情绪稳定机制的存在性,本文参考Liu等(2019)指标选取方式,运用股票换手率来衡量投资者情绪,如果换手率越高,则说明资本市场活跃度越高,越有可能导致非理性投资者出现“用脚投票”和集体抛售等盲目从众行为。反之,当换手率水平较低时,投资者情绪更加稳定,股价崩盘风险也更低。因此,本文采用结合资本结构调整的中介效应模型对投资者情绪稳定机制展开实证检验,回归结果如表8所示。

表8中第(2)列结果显示,央行言辞沟通系数(A_i)为-0.0849,在1%的统计水平上显

著。这表明央行宽松性言辞沟通会向市场传递未来流动性充裕的信号,有助于引导企业对于货币政策的良性预期,稳定外部投资者情绪,进而提高企业资本结构调整速度。表8中第(3)列给出了同时加入中介变量和央行言辞沟通与企业杠杆率滞后一期交乘项的实证结果。结果显示,央行言辞沟通与杠杆率滞后一期的交乘项($Ai_{i,t} \times Lev_{i,t-1}$)系数,以及投资者情绪与杠杆率滞后一期的交乘项($Turnover_i \times Lev_{i,t-1}$)系数分别为-0.0009和0.0028,均在1%的统计水平上显著。可见,央行言辞沟通会通过稳定投资者情绪机制作用于资本结构调整速度。

表 8 中介效应检验:投资者情绪稳定机制

	$Lev_{i,t}$	$Turnover_{i,t}$	$Lev_{i,t}$
	(1)	(2)	(3)
$Ai_i \times Lev_{i,t-1}$	-0.0011*** (0.000)		-0.0009*** (0.000)
Ai_i	0.0045*** (0.001)	-0.0849*** (0.001)	0.0033** (0.001)
$Turnover_i \times Lev_{i,t-1}$			0.0028*** (0.001)
$Lev_{i,t-1}$	0.8948*** (0.003)		0.8833*** (0.001)
控制变量	Y	Y	Y
季节固定效应	Y	Y	Y
个体固定效应	Y	Y	Y
观测样本数	86 825	120 833	86 441
Adjust R^2	0.829	0.280	0.829

2. 短贷长投机制

短贷长投作为一种资金期限错配现象,一方面,能够缓解企业融资约束,解决资金来源受限的问题;另一方面,短贷长投会增加企业经营风险和财务困境成本,导致非效率投资行为,不利于公司绩效水平的提升(钟凯等,2016)。短贷长投现象产生的原因在于,传统金融机构对长期贷款的抵押品价值和回报率要求较高,企业无法获得低息的长期贷款只能选择短期贷款作为替代性融资方式,融资的被动地位并不利于资本结构的调整。当央行向市场释放宽松的货币政策信号时,银行等传统金融机构会根据央行货币政策指向增加信贷流动性供给,并采取降低抵押品要求和贷款利率等方式刺激贷款需求,以期为企业提供更多获取长期贷款的机会。在上述情况下,企业更倾向于从金融中介融入利率更低、投资期限更长的长期贷款,从而有助于资本结构调整速度的提高。

为了验证短贷长投机制的存在,本文参考钟凯等(2016)的指标选取方法,利用资产负债表和现金流量表计算企业短贷长投程度。计算方法如下:采用购建固定资产、无形资产和企业长期资产支付的现金支出之和,减去长期借款本期增加额、本期权益增加额、经营活动现金流量、处置固定资产等收回的现金净额之和,再除以期初总资产来衡量企业短贷长投程度,并且利用前文构建的中介效应模型进行回归,结果如表9所示。表9中第(2)列结果显示,央行言辞沟通系数(Ai_i)为-0.0132,在1%的统计水平上显著,说明央行宽松性言辞沟通会减弱短贷长投程度。表中第(3)列结果表示,央行言辞沟通与杠杆率滞后一期交乘项($Ai_{i,t} \times Lev_{i,t-1}$)系数,短贷长投与杠杆率滞后一期交乘项($STLF_i \times Lev_{i,t-1}$)系数分别为-0.0012和-0.0065,均在1%的水平上显著。由此说明,央行宽松性言辞会通过抑制企业短贷长投程度影响企业资本结构动态调整速度。

表 9 中介效应检验:短贷长投机制

	$Lev_{i,t}$	$STLF_{i,t}$	$Lev_{i,t}$
	(1)	(2)	(3)
$Ai_i \times Lev_{i,t-1}$	-0.0011*** (0.000)		-0.0012*** (0.000)
Ai_i	0.0045*** (0.001)	-0.0132*** (0.005)	0.0034** (0.001)
$STLF_i \times Lev_{i,t-1}$			-0.0065*** (0.001)
$Lev_{i,t-1}$	0.8948*** (0.003)		0.9971*** (0.017)
控制变量	Y	Y	Y
季节固定效应	Y	Y	Y
个体固定效应	Y	Y	Y
观测样本数	86 825	92 055	89 213
Adjust R^2	0.829	0.266	0.818

3. 融资约束机制

融资优序理论提出在内部融资成本小于外部融资成本的情况下,企业会优先选择内源融资。然而,内源融资依赖程度的提高会导致企业投资规模不足,阻碍企业的可持续发展。可见,融资约束程度的高低是决定企业投资能力的关键因素(沈红波等,2010)。央行宽松性言辞意味着未来信贷规模的增加,公众货币性收入和投资者闲置资金数量增加。我国以金融中介为主导的金融体系使得银行贷款成为企业长期贷款的主要资金来源,且商业银行能够对央行沟通作出迅速的反应。央行宽松性言辞意味着银行会通过降低贷款门槛和融资成本等方式提高民营企业、中小企业的融资可得性,促进实际资本结构向目标资本结构的合意性调整。因此,央行宽松性言辞会通过缓解企业融资约束程度作用于企业资本结构调整速度。

为了证明融资约束机制的存在,参照鞠晓生等(2013)的指标构建方法,使用企业规模和上市年龄构建 $SA_{i,t}$ 指数度量融资约束程度。^① 本文按照前文提出的中介效应模型进行回归,回归结果如表 10 所示。

表 10 中介效应检验:融资约束机制

	$Lev_{i,t}$	$SA_{i,t}$	$Lev_{i,t}$
	(1)	(2)	(3)
$Ai_i \times Lev_{i,t-1}$	-0.0011*** (0.000)		-0.0019*** (0.003)
Ai_i	0.0045*** (0.001)	-0.0405*** (0.001)	0.0041*** (0.001)
$SA_i \times Lev_{i,t-1}$			-0.0032* (0.002)
$Lev_{i,t-1}$	0.8948*** (0.003)		0.9053*** (0.005)
控制变量	Y	Y	Y
季节固定效应	Y	Y	Y
个体固定效应	Y	Y	Y
观测样本数	86 825	91 121	100 105
Adjust R^2	0.829	0.578	0.831

^① 本文根据 $SA_{i,t}$ 指数的高低,按同行业同季度 0-25%、25%-50%、50%-75%、75%-100% 分位数将 $SA_{i,t}$ 分别定义为 1-4。指标赋值权重越高,说明企业受融资约束程度越高。

表 10 第(2)列的结果显示,央行言辞沟通指数系数($A_{i,t}$)为-0.0405,在 1%的统计水平上显著,表明央行宽松性言辞能够缓解融资约束程度。表 10 第(3)列结果表示,央行言辞沟通与杠杆率滞后一期交乘项($A_{i,t} \times Lev_{i,t-1}$)系数, $SA_{i,t}$ 指数与杠杆率滞后一期交乘项($SA_{i,t} \times Lev_{i,t-1}$)系数分别为-0.0019 和-0.0032,分别在 1%和 10%的水平上显著。由此可见,央行言辞沟通能够通过缓解融资约束程度作用于企业资本结构调整速度。

(三) 稳健性检验

为了进一步验证实证结果的可信性,本文从如下几个方面进行了稳健性检验。^①

1. 内生性问题

为了缓解模型中因遗漏变量或反向因果引致的内生性问题,采用 IV 工具变量法对基准模型进行回归。工具变量的选取上,考虑到制度完善情况可能会影响央行言辞沟通,但是不会直接作用于企业资本结构调整速度。因此,本文选取法律制度完善程度,作为工具变量进行回归分析。Anderson 检验和 Cragg-Donald Wald 的检验结果表明模型不存在识别不足和弱工具变量问题,前文的结论依然成立。

2. 改变模型设定方法

借鉴黄继承等(2016)、顾研和周强龙(2018)的做法,改变模型设定方法。结果表明,复合一步式回归模型回归结果依然稳健有效,前文结论没有发生改变。

3. 加入其他可能的影响因素

已有研究中指出高管薪酬水平、第一大股东持股比例和独立董事的人数占比等可能会影响企业资本结构调整速度(盛明泉等,2016;王朝阳等,2018;黄继承等,2016)。因此,本文在基准模型中分别加入了高管薪酬、第一大股东持股比例和独立董事占比,结果表明,加入其他可能的影响因素后,本文的实证结果依然成立。

4. 改变样本区间

考虑到不同时点下经济发展和政策的变动可能对央行言辞沟通和企业资本结构调整速度之间的关系产生影响,本文采用改变样本区间的方式进行稳健性分析。利率市场化改革放开了银行存贷款利率,意味着银行能够更加自主地调节利率,企业融资成本趋于市场化。因而,本文剔除 2015 年第 2 季度前的数据进行回归分析。2008 年金融危机后,政府为了恢复经济实行了宽松的货币政策和财政政策,这也可能会对企业财务结构产生影响。为了消除上述因素的影响,本文进一步剔除了 2008 年的数据进行实证分析。结果表明,改变样本区间后,研究结论依然成立。

五、研究结论和政策启示

2008 年金融危机发生以来,世界各主要经济体逐步采用非常规的货币政策,通过向市场注入大量流动性的方式提振经济。然而,近年来,传统货币政策工具在调控经济方面的作用逐渐减弱,甚至会导致经济“滞胀”和经济“脱实向虚”等问题,不利于实体经济的长期平稳发展。央行言辞沟通有助于引导公众预期,激发市场潜力和企业研发投入动力,达到促进经济增长的目标。本文从资本结构动态调整这一视角出发,利用文本分析法构建央行言辞沟通指数和实际行动指数,分析央行言辞沟通对企业资本结构动态调整的影响。

^①限于篇幅原因,稳健性检验结果未在文中列示,感兴趣的读者可向作者索取。

本文研究发现,央行宽松性言辞沟通会加快企业资本结构调整速度,且上述效应仅在言行方向一致和预期管理关注度高时显著。异质性检验结果发现,央行宽松性言辞沟通对企业资本结构调整速度的影响,在不同企业中存在异质性。机制分析表明,央行言辞沟通能够通过稳定投资者情绪、抑制短贷长投和缓解融资约束渠道作用于企业资本结构动态调整速度。政策建议在于:第一,加强央行言辞沟通的有效性,充分发挥央行言辞沟通引导市场预期的作用,向市场传达货币政策意图的信号,降低货币当局与公众之间的信息不对称程度。第二,发挥股权制衡作用,通过优化股权结构和加强分析师关注程度等措施强化企业内外部监督管理机制,提升公司治理效率。第三,完善资本市场信息披露制度,提高信息披露质量,提振投资者信心,降低企业外部融资成本,实现提升融资效率和优化资本结构的目标。第四,改善实体投资环境,激发市场创新活力,提高企业投资效率和资金运用效率,促进企业经营的可持续性和平稳性发展。

参考文献:

- 1.陈德萍、曾智海,2012:《资本结构与企业绩效的互动关系研究——基于创业板上市公司的实证检验》,《会计研究》第8期。
- 2.顾研、周强龙,2018:《政策不确定性、财务柔性价值与资本结构动态调整》,《世界经济》第6期。
- 3.郭豫媚、陈伟泽、陈彦斌,2016:《中国货币政策有效性下降与预期管理研究》,《经济研究》第1期。
- 4.韩珣、马思超,2021:《货币政策适度性、银行信贷歧视与非金融企业杠杆分化》,《经济评论》第2期。
- 5.黄继承、阚铄、朱冰、郑志刚,2016:《经理薪酬激励与资本结构动态调整》,《管理世界》第11期。
- 6.黄俊威、龚光明,2019:《融资融券制度与公司资本结构动态调整——基于“准自然实验”的经验证据》,《管理世界》第10期。
- 7.鞠晓生、卢荻、虞义华,2013:《融资约束、营运资本管理与企业创新可持续性》,《经济研究》第1期。
- 8.雷光勇、王文、金鑫,2012:《公司治理质量、投资者信心与股票收益》,《会计研究》第2期。
- 9.林建浩、赵文庆、李仲达,2017:《央行沟通与实际干预的频域政策效果研究》,《管理科学学报》第8期。
- 10.罗觉论、应千伟、常亮,2012:《银行授信、产权与企业过度投资:中国上市公司的经验数据》,《世界经济》第3期。
- 11.屈文洲、谢雅璐、叶玉妹,2011:《信息不对称、融资约束与投资-现金流敏感性——基于市场微观结构理论的实证研究》,《经济研究》第6期。
- 12.沈红波、寇宏、张川,2010:《金融发展、融资约束与企业投资的实证研究》,《中国工业经济》第6期。
- 13.盛明泉、张春强、王烨,2016:《高管股权激励与资本结构动态调整》,《会计研究》第2期。
- 14.王博、刘翀,2016:《央行沟通的金融市场效应——来自中国的证据》,《经济学动态》第11期。
- 15.王朝阳、张雪兰、包慧娜,2018:《经济政策不确定性与企业资本结构动态调整及稳杠杆》,《中国工业经济》第12期。
- 16.王宇伟、周耿、吴瞳、范从来,2019:《央行的言辞沟通、实际行动与企业投资行为》,《中国工业经济》第5期。
- 17.温忠麟、张雷、侯杰泰、刘红云,2004:《中介效应检验程序及其应用》,《心理学报》第5期。
- 18.肖争艳、黄源、王兆瑞,2019:《央行沟通的股票市场稳定效应研究——基于事件研究法的分析》,《经济学动态》第7期。
- 19.杨晓兰、沈翰彬、祝宇,2016:《本地偏好、投资者情绪与股票收益率:来自网络论坛的经验证据》,《金融研究》第12期。
- 20.伊志宏、杨圣、陈钦源,2019:《分析师能降低股价同步性吗——基于研究报告文本分析的实证研究》,《中国工业经济》第1期。
- 21.张成思、孙宇辰、阮睿,2021:《宏观经济感知、货币政策与微观企业投融资行为》,《经济研究》第10期。
- 22.钟凯、程小可、张伟华,2016:《货币政策适度水平与企业“短贷长投”之谜》,《管理世界》第3期。
- 23.Byoun, S. 2008. “How and When Do Firms Adjust Their Capital Structures toward Targets?” *Journal of Finance* 63(6):3069-3096.
- 24.Drobtz, W., and G. Wanzenried. 2006. “What Determines the Speed of Adjustment to the Target Capital

- Structure?” *Applied Financial Economics* 16(13):941–958.
25. Faulkender, M., M. J. Flannery, K. W. Hankin, and J. M. Smith. 2012. “Cash Flows and Leverage Adjustments.” *Journal of Financial Economics* 103(3):632–646.
26. Flannery, M., and K. Rangan. 2006. “Partial Adjustment toward Target Capital Structures.” *Journal of Financial Economics* 79(3):469–506.
27. Hackbarth, D., J. Miao, and E. Morelle. 2006. “Capital Structure, Credit Risk, and Macroeconomic Conditions.” *Journal of Financial Economics* 82(3):519–550.
28. Heinemann, F., and K. Ullrich. 2007. “Does It Pay to Watch Central Bankers’ Lips? The Information Content of ECB Wording.” *Swiss Journal of Economics and Statistics* 143:155–185.
29. Krugman, P. R., K. M. Dominguez, and K. Rogoff. 1998. “It’s Baaack: Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap.” *Brookings Papers on Economic Activity* 17(4):623–649.
30. Liu, J., R. F. Stambaugh, and Y. Yuan. 2019. “Size and Value in China.” *Journal of Financial Economics* 134(1):48–69.
31. Woodford, M. 2003. *Interest and Prices: Foundations of A Theory of Monetary Policy*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Central Bank’s Verbal Communication and Dynamic Adjustment of Corporate Capital Structure

Han Xun¹ and Feng Yue²

(1: School of Economics, Beijing International Studies University;

2: School of Finance, Central University of Finance and Economics)

Abstract: With the formation of expectations management thoughts, central bank communication has gradually played a prominent role in stabilizing expectations, adjusting structure and preventing risks. Using data from the first quarter of 2007 to the second quarter of 2021, this paper explores the impact of central bank’s verbal communication on dynamic adjustment of corporate capital structure. Our findings show that the loose verbal communication of central bank will promote dynamic adjustment of corporate capital structure, and the above effect is only significant in the period where the direction of verbal and action communication is consistent and the expected management attention is high. The results of heterogeneity analysis show that the positive impact of central bank verbal communication on corporate capital structure is more significant in corporates with high information transparency and analyst concern, and high corporate governance efficiency and equity balance degree. Mechanism analysis shows that central bank verbal communication will impact the speed of corporate capital structure adjustment by stabilizing external investors sentiment, inhibiting “short-term loans used as long-term investment” and alleviating financing constraints. This study provides a new research perspective to clarify the impact of central bank communication on the micro enterprises’ investment and financing behavior, and has important significance for promoting high-quality economic development.

Keywords: Central Bank’s Verbal Communication, Expectation Management, Monetary Policy, Adjustment Speed of Capital Structure

JEL Classification: E52, E58, G32

(责任编辑:彭爽)