

暨南金融文库 · 博士论丛

主编 王 聪 副主编 蒋 海 黎平海

宏观经济因素与 公司资本结构

HONGGUAN JINGJI YINSU YU
GONGSI ZIBEN JIEGOU

曾海舰 著



中国金融出版社

暨南金融文库·博士论丛

主编 王 聪 副主编 蒋 海 黎平海

宏观经济因素与公司资本结构

曾海舰 著



中国金融出版社

责任编辑：戴早红

责任校对：孙蕊

责任印制：程颖

图书在版编目 (CIP) 数据

宏观经济因素与公司资本结构 (Hongguan Jingji Yinsu yu Gongsi Ziben Jiegou) / 曾海舰著. —北京: 中国金融出版社, 2011. 11

(暨南金融文库·博士论丛)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6082 - 5

I. ①宏… II. ①曾… III. ①上市公司—资本结构—宏观经济分析—研究—中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 175945 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010) 63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 利兴印刷有限公司

尺寸 170 毫米×228 毫米

印张 9

字数 126 千

版次 2011 年 11 月第 1 版

印次 2011 年 11 月第 1 次印刷

定价 22.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6082 - 5/F. 5642

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

暨南大学金融研究所和
金融系经费资助

序

金融作为现代经济运行的神经中枢，其体系结构及运行质量对一国经济发展和居民生活的影响越来越重要。相应地，金融学作为经济学科桂冠上一颗最耀眼的明珠，已经成为上至国家领袖、下至平民百姓的必修课程。

中国在迈向市场经济的进程中，面临着经济体制的转轨和发展模式的转型，金融体制的改革与发展成为这个过程中重要的核心环节。这既需要我们认识并顺应经济系统和金融体系的演进理性，又需要决策者的调控与规制建设。全方位、多层次的问题摆在我们面前，其广度，其深度，其复杂性，远比发达经济体成长过程中所经历的要深刻。

成立于1906年的暨南大学是中国最高华侨学府。始有暨大，便有商科。1918年，应南洋华侨的需要，暨南大学开设商科。马寅初、王亚南等经济学家曾先后执教于此。1958年暨南大学在广州重建，汇集蔡馥生、赵元浩、黄德鸿、张元元等一批在经济学和金融学界颇有名望的专家学者。

伴随着中国的改革开放，依托地缘优势和侨校优势，暨南大学的金融学科不断成长、不断壮大。暨南大学金融学科点历史悠久，其前身是1925年创办的银行理财学。1978年暨南大学复办后即受香港中国银行集团委托在国内率先开办了国际金融专业，并于1979年开始招收本科生，此后又陆

续设置货币银行学专业、证券投资学专业、保险学专业，1998 年根据教育部的统一要求并称为金融学专业。1983 年开始招收硕士研究生，1998 年获博士学位授予权，1999 年开始接收博士后进站科研人员，2003—2006 年连续被评为广东省重点学科，2003 年成为广东省名牌专业，货币银行学课程和国际金融学课程先后于 2003 年和 2006 年被评为广东省精品课程，2005 年校金融研究所被评为广东省人文社科重点研究基地，2007 年被评为国家重点学科，为学校金融学科的进一步发展提供了新的、更高的平台。暨南大学金融学科点自建立以来，始终全面贯彻党的教育方针，坚持“从严治校，从严治教，从严治学”的办学思想，从侨校的特色出发，不断深化科研与教学改革，在科研管理、课程体系、教学管理、教学手段等方面为造就适应经济发展的高素质金融人才进行了有益的探索。经过二十多年的建设和发展，本学科在学术队伍、科学研究、人才培养、学术交流、为政府决策提供咨询服务、为地方经济及企业发展提供服务等各方面都取得了显著成就，学术水平和研究成果在全国有着重要影响，在全国金融学科中具有较大的影响力，在华南居于领先地位，被《金融时报》誉为“华南地区金融教学科研的一个重要重要基地”。

金融学在近三十年来发展迅猛，正在形成宏观金融理论和微观金融理论并行发展的趋势。一方面，金融的宏观问题或宏观金融问题越来越复杂，传统的金融基础理论可能面临着深刻的挑战，需要重新思考和研究这些基础性理论。具体到我国金融学当前的发展，存在如下一些重要研究方向：比

如以规范研究与实证研究相结合,研究我国货币政策问题,包括货币政策的目标、货币政策传导机制、货币政策效应等;研究我国实体经济与金融市场发展是否协调,金融市场、金融技术的发展如何促进或制约实体经济的发展,从而为金融市场建设提供政策决策支持。

另一方面,金融研究越来越呈现出微观化的趋势。具体到我国金融学当前的发展,存在如下一些重要研究方向:例如,从制度缺陷入手研究投资学和金融资产定价问题;从金融制度层面研究金融机构的成本、效率和风险问题,进行制度创新;又例如,法和金融结合的研究,使得金融体系的形成与发展具有突破性进展,深化了金融学研究的内涵,拓展了金融学研究的外延等。也就是研究新兴市场的理论,将心理学、社会学、法学等多学科的研究成果纳入金融学的研究框架中,从而形成新的金融理论。相关研究在国内尚处于起步阶段,还需要结合中国经济金融发展的实际,深入地进行大量的基础理论和实证研究。

与此同时,从金融学研究方法的发展趋势来看,呈现出数理分析化和交叉性两大主要趋势。数理分析化趋势以理工领域的最新发展很快应用到金融领域为标志;交叉性趋势则以制度分析、行为分析和心理分析在金融领域的广泛应用为标志。另外,工程与实验方法也被引入金融学,金融工程与金融实验得以快速发展。

暨南大学金融学人在全方位、多层次地研究与探索。为了记录暨南人把握时代机遇、迎接现实挑战的努力与汗水,为了反映暨南园金融学科的建设水平,为了记录暨南人面对

改革与发展所展现的经济学智慧、创新意识与开拓精神，为了反映暨南园对我国经济金融发展、粤港澳经济金融繁荣所作的贡献，我们特此设立了《暨南金融文库·博士论丛》并予以出版。该文库涉及国际金融与金融产业组织、资本市场与公司金融、微观金融理论与实证、现代金融理论与政策等方面的内容，结合金融全球化和我国金融开放改革的实际，在探索中国货币、金融理论体系和政策体系方面出版了一批研究成果。力争在国际金融理论、华人华侨资本与国别金融、国际金融热点和前沿问题的研究方面，结合中国实际，探索中国涉外金融理论、制度及运作问题；力争从微观层面研究资本市场运行规律，研究资本市场定价、交易成本、流动性与资产定价之间的理论与经验关系，为规范与发展我国证券市场提供重要的理论与实证依据；力争在上市公司的竞争优势、长期绩效和成长能力方面，为推动我国上市公司的持续健康发展提供重要的理论和经验依据。

暨南大学校长 胡 军
2009年2月

目 录

1 导论	1
1.1 问题的提出	1
1.2 本书的研究思路	2
1.3 研究方法与逻辑框架	4
1.3.1 研究方法	4
1.3.2 逻辑框架	5
1.3.3 章节安排	6
1.4 本书的贡献	7
2 文献综述	9
2.1 资本结构主要理论与实证研究综述	9
2.1.1 M-M 定理及其实证研究	9
2.1.2 权衡理论与最优融资顺序理论	10
2.1.3 权衡理论与最优融资顺序理论的实证研究	13
2.2 资本市场供给面因素的研究	16
2.2.1 资本供给约束变化研究	16
2.2.2 信贷渠道效应研究	17
2.3 实证研究方法综述	17
2.4 在学科交叉基础上的资本结构研究	18
2.5 国内的研究	20
2.6 总结	24

3 理论分析	25
3.1 经济周期、公司盈利水平和财务风险.....	25
3.2 经济周期与公司资本结构.....	28
3.2.1 经济周期影响公司资本结构的理论分析.....	28
3.2.2 经济周期影响公司融资方式选择的理论分析.....	29
3.3 信贷市场与公司资本结构.....	30
3.3.1 信贷市场状况影响公司资本结构的理论分析.....	30
3.3.2 信贷市场状况影响公司融资方式选择的理论分析.....	31
3.4 股票市场与公司资本结构.....	32
3.4.1 股票市场状况影响公司资本结构的理论分析.....	32
3.4.2 股票市场状况影响公司融资方式选择的理论分析.....	33
3.5 信贷政策与公司资本结构——资本市场供给因素分析.....	34
3.6 影响公司融资方式选择的其他因素.....	35
3.7 总结.....	36
4 宏观经济因素影响公司资本结构的实证分析	38
4.1 计量经济模型.....	38
4.1.1 模型设定.....	38
4.1.2 变量设置.....	40
4.1.3 样本说明.....	45
4.2 实证分析.....	47
4.2.1 实证结果.....	47
4.2.2 实证结果分析.....	50
4.3 稳健性分析.....	53
4.3.1 样本说明.....	53
4.3.2 计量模型设定.....	54
4.3.3 稳健性检验结果.....	56

4.3.4 进一步的稳健性检验	60
4.4 本章结论	61
5 宏观经济因素影响公司融资方式选择的实证分析	64
5.1 计量模型	64
5.1.1 模型设定	64
5.1.2 变量设置	65
5.1.3 样本说明	71
5.2 实证分析	73
5.2.1 外部融资和内部融资顺序的实证分析	73
5.2.2 股权融资和债务融资顺序的实证分析	77
5.3 本章结论	81
6 信贷政策与公司资本结构：资本市场供给因素分析	84
6.1 经济政策的外生变化	84
6.2 检验策略	87
6.2.1 可检验的假设	87
6.2.2 双重差分模型	87
6.2.3 需要关注的问题	88
6.3 变量、数据与描述性统计	90
6.3.1 变量设置	90
6.3.2 数据说明	91
6.3.3 描述性统计	92
6.4 实证分析	95
6.4.1 1998 年信贷扩张	95
6.4.2 2004 年信贷紧缩	102
6.5 本章结论	109

7 结论、政策建议与研究展望	112
7.1 结论	112
7.2 政策建议	113
7.3 研究展望	114
 参考文献.....	 115
 后 记.....	 130

1 导 论

1.1 问题的提出

资本结构问题是公司金融研究长期持续关注的核心问题。自 20 世纪 50 年代以来，先后出现了如下几种具有重要影响的资本结构理论：M - M 定理、权衡理论（Trade - off Theory）、最优融资顺序理论（Peking Order Theory）以及基于行为金融学的融资选择理论，对这些理论所进行的实证检验也层出不穷。但直至目前为止，对于资本结构的影响因素和公司融资偏好等问题，仍存在诸多争议。争议之处主要在于三个方面：其一，基于上述各种理论所推出的可检验假说经常互不排斥，所以学界至今仍难以确定公司融资选择究竟符合哪一种（或几种）理论；其二，大多数实证研究仍是基于公司层面和行业层面的微观数据，而公司和行业层面的因素与公司资本结构之间常常相互作用、相互影响，因此计量分析中可能存在严重的内生性问题，导致实证研究的结论出现较大偏误；其三，无论是经典的资本结构理论（权衡理论与融资顺序理论），还是其后发展起来的基于行为视角的资本结构理论（市场择机假说与经理人信念假说），都属于资本需求方面的理论，这些理论隐含地假定了资本的供给弹性无限大，因此公司只需要根据公司财务状况、经理人只需要根据对股票市场和公司经营前景的信念，就可以作出符合利益最大化的融资决策，不需要考虑资本供给的约束，公司资本结构的变化完全取决于融资需求方面的因素。由于没有考虑到供给面的因素，此前很多关于资本结构的实证研究是不全面的，其结论也是有偏差的。

关于我国公司的资本结构研究,除了存在以上三个问题之外,还具有如下两个方面的缺陷:一是研究者通常只检验单一的理论假设,较少同时检验相互对立的的不同理论假设或观点,不同研究者选择不同的数据、样本期限和实证方法,其得到的研究结论常常有较大差异,而学界难以辨别导致此种差异的原因何在。因此关于我国公司的资本结构选择行为,目前仍存在很多争议。例如,陈晓和单鑫(1999)认为我国的上市公司融资行为符合静态权衡理论,但他们只用了一年(1997年)的截面数据进行分析;黄少安和张岗(2001)研究了1992—2000年我国上市公司的资产负债率变化情况,发现上市公司有股权融资偏好的倾向,但他们的研究中没有剔除1992年后各年度新上市的公司样本;张军等(2005)考察了1992年上市的公司1992—2003年的负债率变化情况(剔除了1992年后新上市公司的样本),却发现上市公司股权和债务融资都存在融资过度的倾向;蒋殿春(2003)、朱德新和朱洪亮(2007)发现上市公司的融资决策遵循“内部融资—股票—负债”的次序,但刘星等(2004)却认为上市公司的融资顺序为“股权融资—债务融资—内部融资”。二是在我国现实的政治经济环境中,政策面因素对我国企业的影响很大,而且不同类型的企业,其受影响的程度也不一样,而现有研究基本没有涉及经济政策对我国公司融资行为的异质性效应。

从以上内容可以看出,尽管关于资本结构的经验研究非常丰富,但一些根本性的问题仍然没有得到解决。本书拟从宏观层面的视角出发,引入一系列崭新的计量分析方法,力求能够有效地解决以上实证研究中存在的问题。

1.2 本书的研究思路

以上提及的国内研究均没有涉及宏观经济层面的因素对中国上市公司资本结构的影响,主要原因可能在于对现代资本结构理论的环境设定:无论是权衡理论还是最优融资顺序理论(Myers和Majluf, 1984; Myers, 1984),其理论的环境设定始终是公司 and 资本市场,行为主体之间的相互作用也始终局限于公司和资本市场之中。Brander和Lewis

(1986)、Maksimovic (1988)、Bolton 和 Scharfstein (1990) 等进一步考察处于产品市场环境与处于该环境中的公司资本结构之间的互动关系; Chevalier (1995)、Chevalier 和 Scharfstein (1996) 等提供了实证检验; Tirole (2005) 对此专题作了很好的综合。由此理论逻辑的发展, 公司不仅处于产品市场之中, 还处于一个宏观经济环境中, 因此宏观经济环境的变化也会对公司融资行为产生影响, 这意味着在研究资本结构的影响因素中应当纳入宏观层面的因素。近年来, 一些国外的研究者已经关注到宏观经济对公司资本结构影响的问题: Hackbarth 等 (2006)、Levy 和 Hennessy 等 (2007)、Chen (2007) 构建了宏观经济条件作用于公司资本结构的理论模型; Korajczyk 和 Levy (2003) 提供了宏观经济影响美国公司资本结构的经验证据。但总的来说, 这方面的研究才刚刚起步, 无论在理论上还是实证上都有待进一步发展。

有鉴于此, 本书利用微观层面的上市公司数据, 并结合样本数据特点, 采用不同的计量分析方法, 系统考察宏观经济因素外生冲击 (经济周期、信贷风险、信贷配给和股市表现) 对我国上市公司资本结构的影响, 希望可以由此揭示出对我国公司资本结构具有重要影响的根本性因素, 进而探究我国公司的实际融资偏好。本书的研究可以有效解决以上实证研究中所存在的问题:

其一, 如果考虑到宏观经济条件变化的因素, 则根据权衡理论、最优融资顺序理论以及市场择机假说等的理论逻辑, 可以得到一些相互对立的可检验假设 (在本书后续的章节中将详细阐述), 有助于识别我国公司的实际融资偏好。

其二, 从宏观经济层面研究公司资本结构, 有助于解决实证检验中的计量模型的内生性问题。理论上, 公司层面的因素和产品市场竞争程度都与公司资本结构存在相互作用、互为因果的机制, 在实证分析中研究者经常会遇到不易处理的内生性问题。而宏观经济变化相对于单个企业而言基本上是外生的冲击, 因此凭借这种外生冲击提供的“准自然试验”环境, 我们可以防止因内生性导致的估计偏误, 并能比较清楚地揭示出资本结构变化的因果规律。

其三, 为了克服单一理论检验结论的不稳健问题, 本书同时从权衡

理论、最优融资顺序理论以及市场择机假说出发,推出多个可检验假设,通过实证研究对这些假设进行联合检验,确保了检验结果的稳健性。

其四,为了弥补目前国内研究中对资本供给以及政策因素缺乏关注的问题,本书考察了两次重大的信贷政策变化对公司资本结构的影响,填补了这部分研究的国内空白。此外,通过考察经济政策与公司融资之间的关系,可以更深入地了解我国经济政策的传导效应,进而可以澄清一些由宏观调控所引发的社会争议。

其五,从宏观经济层面分析各种宏观经济冲击下公司融资行为的变化模式,也有助于甄别原先一些局限于公司和产业层面因素的有争议的实证研究结论。比如,关于中国上市公司是否存在股权融资偏好(黄少安和张岗,2001),或者股权融资和债务融资是否都存在融资过度的倾向(张军、郑祖玄和赵涛,2005),一直都有争议。但是争议双方的实证研究都隐含了企业的外部环境不变的假定前提,而如果考虑到宏观经济环境对企业融资的影响,则此前的很多研究结论需要重新审视。

本书拟解决的关键问题有四个:一是如何从权衡理论、最优融资顺序理论和市场择机假说的逻辑出发,建立宏观经济因素影响公司资本结构的可检验假设;二是如何有针对性地构建实证模型以检验公司的融资顺序;三是如何选取合适的变量以准确度量宏观经济条件、管理者信心和目标资本结构;四是如何选取适当的外生经济冲击事件,构建“自然试验”框架,用以分离出供给面因素对资本结构的影响效应;五是在计量分析上,如何运用适当的计量经济学方法以克服内生性和异常值问题。

1.3 研究方法 with 逻辑框架

1.3.1 研究方法

本书以实证研究为主。宏观经济因素与公司资本结构的研究还处于

起步阶段，缺乏一个能得出各种不同理论假设的统一模型。主要的理论文献有 Hackbarth 等（2006）和 Chen（2007）的文献。但这两篇文献都是从权衡理论的假设出发构建理论模型，而本书的实证研究需要对包括权衡理论和融资顺序理论在内的各种理论进行联合实证检验。因此本书在此前国内外相关研究所验证的经验事实基础上，依据金融学基本原理和常识，分别对不同理论假设前提下宏观经济与公司融资行为之间的关系作出相应的逻辑推断。

在实证研究方法上，本书引入如下计量方法和实证策略：其一，正常情况下的公司资产负债率是一个处于 $(0, 1)$ 区间的数值，因此本书使用分数 Logit 模型（Fractional Logit Model）进行实证检验；其二，当公司发生严重亏损或融资约束受到严格限制时，资产负债率有可能在 $(0, 1)$ 区间之外（即大于等于 1 或者等于 0），此时本书采用分位数回归模型（Quantile Regression Model）进行研究；其三，考虑到公司融资方式的多样性（内部融资、股权融资和债务融资等），本书分两个阶段使用二项式 Logit 模型，分别对公司融资顺序进行实证分析；其四，利用宏观经济政策的变化，构建“自然试验”框架，采用双重差分模型（Difference - in - Differences Model）估计信贷供给变化对公司资本结构的影响效应。

1.3.2 逻辑框架

本书研究分为三个主要部分：第一部分分析宏观经济因素对我国公司资本结构的影响；第二部分，在第一部分的基础上研究宏观经济因素、管理者信心和目标资本结构偏离程度对我国公司融资方式选择的影响；第三部分，在前两部分的基础上，进一步分析信贷政策的变化对我国公司资本结构变动的影响。其中第一部分和第二部分的分析着重于资本市场需求面因素，第三部分的研究着重于资本市场的供给面因素，这三部分内容形成了一个比较完整的关于我国公司资本结构的研究文献。

本书的逻辑框架如图 1-1 所示。