

卢斌 曹启龙◎著



中国上市公司 资本结构动态调整研究

DYNAMIC ADJUSTMENT
OF THE CAPITAL STRUCTURES OF CHINESE LISTED COMPANIES

■ 本书利用中国上市公司近十年的非平衡面板数据，通过构建资本结构部分调整模型，采用比较分析和实证分析的方法，从宏观经济、融资约束、产品市场竞争、市场化进程以及区域性差异等制度化背景的角度对中国上市公司资本结构调整的速度及其影响因素进行实证检验。本书的研究成果为我国的上市公司提供了最优资本结构调整导向，提出了有效适用的公司资本结构优化对策。



教育部人文社科研究青年基金项目 (10YJC910005)

江苏高校优势学科建设工程资助项目 (PAPD)

江苏省高校“青蓝工程”优秀青年骨干教师培养资助项目

中国上市公司 资本结构动态调整研究

**Dynamic Adjustment of the Capital Structures of
Chinese Listed Companies**

卢 斌 曹启龙 著



 **中国金融出版社**

责任编辑：张 超 丁 芊

责任校对：张志文

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司资本结构动态调整研究 (Zhongguo Shangshi Gongsì Ziben Jiegou Dongtai Tiaozheng Yanjiu) / 卢斌, 曹启龙著. —北京: 中国金融出版社, 2012. 12

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6706 - 0

I. ①中… II. ①卢…②曹… III. ①上市公司—资本结构—结构调整—研究—中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 298036 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

装订 平阳装订厂

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 11

字数 193 千

版次 2012 年 12 月第 1 版

印次 2012 年 12 月第 1 次印刷

定价 30.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6706 - 0/F. 6266

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

编辑部邮箱: jiaocaibu@yahoo.com.cn

序 言

现代公司金融理论研究表明，资本结构的选择是企业财务决策的重要组成部分，它不仅影响到资金的成本，而且与企业价值、治理结构和宏观经济运行有关。动态资本结构理论认为，由于企业的经营活动是一个动态的过程，为了实现企业价值最大化，其目标资本结构也是一个随时间变化的动态调整过程，但由于调整成本的存在，在具体的时间点上，企业的实际资本结构与目标资本结构是有偏离的。动态资本结构理论主要集中于研究当企业的实际资本结构与目标资本结构出现偏差时，企业的财务活动是如何作出调整的。对于资本结构动态调整理论的研究不能仅仅停留在其本身调整成本以及影响因素两个方面，更应该从制度的视角结合我国的市场经济特征、社会制度背景、市场化改革进程以及我国的区域经济结构特点等因素展开更深入的研究。

西方国家对于动态资本结构理论的研究起步较早，并且取得了一系列较为令人信服的结果，但这些理论与实证的结果显然是不完全适用于中国的实际情况的。相对于美国等比较成熟的市场经济环境，正处于社会经济转型期的中国，面临着区域发展不平衡、资本市场发展不完善、法律体系不健全、行政干预较为严重等一系列问题，在今后比较长的一个时期里，中国仍将处于向市场经济转轨的过程之中。在中国这种特殊的制度之下，国内学者也从不同的角度研究了决定和影响中国企业资本结构的因素。另外，在关于资本结构动态调整的研究中，国内学者多集中于研究两个方面的内容：一是研究我国上市公司资本结构动态调整的速度，从而比较分析我国上市公司的资本结构与发达国家上市公司资本结构之间交易成本的差距；二是探讨分析资本结构调整速度大小的影响因素，包括从企业层面和宏观经济等方面进行阐述。虽然这些研究在许多方面并没有统一的结论，但仍为后续研究提供了诸多思路和可借鉴之处。

本书利用中国上市公司近十年的非平衡面板数据，通过构建资本结构部分调整模型，采用比较分析和实证分析的方法，从宏观经济、融资约束、产品市场竞争、市场化进程以及区域性差异等制度化背景的角度对中国上市公司资本结构调整的速度及其影响因素进行实证检验。

结合现代资本结构理论的最新研究成果，本书研究内容主要有四个方面：

(1) 从资本结构的基本理论和基本概念出发,考察中国上市公司资本结构的变化趋势、行业特征区域差异等现状并进行比较,从宏观上把握中国上市公司资本结构的基本特征;(2) 在资本结构动态调整模型的框架下研究了我国上市公司资本结构的影响因素以及宏观经济周期与资本结构的关系;(3) 构建资本结构动态调整模型,从融资约束、产品市场竞争、市场化进程以及区域性差异四个制度化背景的角度,结合产业组织理论和公司战略理论等相关学科的理论研究中国上市公司的调整速度大小及其影响因素;(4) 基于金融类上市公司资本和负债的特殊性,我们单独分析了银行类上市公司资本结构的影响因素以及调整速度问题。

我们研究发现:

1. 高水平的资产负债率有着相对较快的调整速度,也即较低的交易成本,同时资产负债率较高的公司其规模相对于其他负债水平公司的规模要大。由于高负债率的公司其有形资产占有的比例较低,并且发现国家信贷配给政策对负债率较高公司的资本结构的影响呈显著水平,由此我们认为负债水平较高的公司对于资本结构的调整主要是通过债务行为来达到的。

2. 融资约束、产品市场竞争不仅与企业的目标资本结构有显著的负相关关系,而且融资约束程度的大小能够影响企业资本结构的调整速度。同时,我们发现对于融资约束程度较低的企业,产品市场竞争越激烈,实际资本结构偏离目标资本结构的幅度越小;但当融资约束的程度提高到某一点以后,随着产品市场竞争激烈程度的增加,实际资本结构偏离目标资本结构的幅度反而会增大,并且融资约束的程度越严重,其偏离幅度越显著。

3. 中国上市公司资本结构调整速度在各区域之间存在显著差异性,并且与模型预测的最优资本结构相比,各地区都表现出负债不足的现象;进一步来看,以市场化进程作为区域性差异的量化指标,非参数检验的结果显示,不同区域之间的市场化进程存在显著差异性。另外,研究发现,市场化程度越高,企业资本结构的调整速度越快,也即交易成本越低;同时,市场化程度越高,企业实际资本结构偏离目标资本结构的程度也越低。

4. 同一般企业相比,银行类上市公司的资本结构有着更快的调整速度,从而可以认为银行类上市公司有着相对较小的调整成本。

本书的研究具有很强的现实指导意义。首先,研究的成果能够为我国的上市公司提供一个最优资本结构调整导向,通过从融资约束、产品市场竞争、市场化进程以及区域性差异四个不同的视角分析影响资本结构调整的深层次原因,能够为企业进行资本结构优化调整提供导向支持。其次,本书的研究有利

于企业建立资本结构的动态优化机制。动态资本结构理论要求公司的目标资本结构必须随着其经营环境及外部因素的变化适时进行调整,并与企业发展战略相协调,公司的实际资本结构必须具有一定的弹性。本书构建的资本结构动态优化机制,能够主动地、灵活地去适应市场的变化,充分利用财务杠杆的优势取得较好收益。最后,本书的研究提出了有效适用的公司资本结构优化对策。公司资本结构动态调整的多视角研究,不仅仅是分析目标资本结构与实际资本结构的差异,还包括分析如何有序地把实际资本结构调整到公司的目标最优状态,由于后者是“硬研究”,往往更为重要。

本书的创新主要体现在以下两个方面:(1)在研究内容上,本书利用动态资本结构调整理论并结合我国经济发展的实际国情,基于我国的制度背景,从融资约束、产品市场竞争、市场化进程以及区域性差异四个方面对我国上市公司资本结构进行分析。本书的大部分研究内容在国内还鲜有学者涉及,特别是关于银行类上市公司资本结构动态调整的部分。(2)从学科交叉的角度来说,本书融合了公司金融理论、产业组织理论、区域经济理论和公司战略理论等学科的内容,是一项跨学科的研究,在学科知识的融合方面也作出了一定的贡献。

本书获得教育部人文社科研究青年基金项目(10YJC910005)、江苏高校优势学科建设工程资助项目(PAPD)以及江苏省高校“青蓝工程”优秀青年骨干教师培养项目的资助。

在本书的成稿过程中,得到了硕士研究生贲小强、陈海培、丁洋洋、邓琳琳和陈侃同学的协助,他们为本书资料的收集、数据的整理以及文章的校对做了大量工作,本书的顺利完成和出版,与他们的努力和付出是分不开的,在此向他们表示感谢。同时,也向所有被本书引用成果的作者以及对本书相关研究提出修改意见的业内人士表示感谢。由于研究课题的前沿性以及研究能力的局限,研究内容可能存在不当之处,敬请各位专家、学者和业内人士交流指正。

作者

南京财经大学(昆山)花桥现代服务业研究院

2012年10月

目 录

1 绪论	1
1.1 研究的背景和意义	1
1.1.1 研究的背景	1
1.1.2 研究的意义	3
1.2 主要研究内容与研究思路	4
1.2.1 主要研究内容	4
1.2.2 研究思路	5
1.3 研究方法	7
1.4 研究的改进与创新	9
1.5 相关概念的界定	9
1.5.1 资本结构	9
1.5.2 融资约束	10
1.5.3 产品市场竞争	12
1.5.4 市场化进程	13
1.5.5 区域性差异	14
2 文献综述	15
2.1 国外相关研究文献综述	15
2.1.1 资本结构动态调整理论的检验	15
2.1.2 动态调整模型中的资本结构影响因素	19
2.1.3 资本结构的调整速度和影响因素	20
2.2 国内相关研究文献综述	22
2.3 简要评述	26
3 资本结构动态调整理论	28
3.1 基本理论回顾	28

3.1.1	传统资本结构理论	28
3.1.2	MM 理论及其修正	31
3.1.3	静态权衡理论	34
3.1.4	激励理论	36
3.1.5	信息不对称理论	38
3.1.6	产品和要素市场理论	41
3.1.7	市场择机理论	43
3.2	商业银行资本结构理论	45
3.2.1	商业银行资本结构理论概述	46
3.2.2	商业银行资本结构的特殊性	51
3.2.3	商业银行资本充足率的监管和担保	53
3.3	资本结构动态调整理论	54
3.4	资本结构动态调整模型	56
4	中国上市公司资本结构特征与制度背景分析	58
4.1	中国上市公司资本结构的总体特征	58
4.1.1	中国上市公司融资结构特征	58
4.1.2	中国上市公司资本结构特征分析	61
4.2	中国上市公司资本结构的行业特征	64
4.2.1	行业分类标准	64
4.2.2	样本选择与研究方法	65
4.2.3	资本结构行业特征的描述性统计	66
4.2.4	资本结构行业间差异检验	67
4.2.5	资本结构行业特征回归分析	69
4.3	中国上市公司资本结构的区域差异	71
4.4	中国上市公司经济制度背景分析	76
4.4.1	宏观经济背景分析	76
4.4.2	证券市场分析	79
4.4.3	银行信贷分析	81
4.4.4	利率市场分析	83
4.5	小结	86

5 宏观经济、负债率水平与资本结构动态调整	88
5.1 理论分析与研究假设	88
5.2 样本与数据	90
5.3 变量设计	90
5.4 模型构建与估计方法	92
5.5 实证检验与结果分析	94
5.6 小结	100
6 融资约束、产品市场竞争与资本结构动态调整	101
6.1 理论分析和研究假设	101
6.2 样本与数据	105
6.3 变量设计	106
6.4 模型构建与估计方法	109
6.5 实证检验与结果分析	111
6.6 小结	117
7 区域差异、市场化进程与资本结构动态调整	119
7.1 理论分析与研究假设	119
7.2 样本选取	120
7.3 变量设计	120
7.4 模型构建与估计方法	122
7.5 实证检验与结论分析	124
7.6 小结	132
8 银行类上市公司资本结构动态调整分析	133
8.1 变量设计	134
8.2 数据选取	136
8.3 银行类上市公司资本结构影响因素分析	136
8.4 银行类上市公司资本结构动态调整分析	142
8.5 小结	143

9 主要结论与政策性建议	145
9.1 研究的主要结论	145
9.2 政策性建议	147
9.3 研究的局限	152
9.4 后续研究方向	153
附录 文中部分图表原数据	154
参考文献	159

1

绪 论

1.1 研究的背景和意义

1.1.1 研究的背景

现代公司金融理论研究表明，资本结构的选择是企业财务决策的重要组成部分，它不仅影响到资本的成本，而且与企业价值、治理结构和宏观经济运行有关。研究表明，不同国家企业的资本结构是不同的，同一国家不同行业的资本结构也有差异。企业的资金来源主要分为两个方面：一是负债，企业凭借相关的契约条款借入一定数额的资金并承担在某一特定时间偿还的义务；二是权益，企业通过发行股票等方式出售部分产权而获得资金。债权融资与股权融资的区别在于，股权的优先级在债权之后，企业利润只有在支付了到期债务之后，才能在权益人之间分配剩余的利润。债权融资具有优先偿还的特征，并且具有强制性，一旦企业资不抵债，就可能进行破产或重组。企业资金来源的两个方面构成了企业的资本结构，即负债与权益的比例关系。在实际中，对于资本结构的衡量有多种方式，如资产负债率、长期债务比率、权益债务比率等，学术界最常用的是资产负债率，本书采用这一指标来衡量企业的资本结构。

1958 年 MM 定理的提出使得资本结构研究进入了科学的轨道，经过 50 多年的发展，已经形成了权衡理论、激励理论、优序理论、控制权理论、产品市场理论、市场择机理论以及动态的资本结构理论等，这些理论的提出极大地推动了资本结构研究的发展。总的来看，对于资本结构的研究至少包含三个方面：（1）企业如何根据内外部环境来确定债务与股权的比例关系，也即最优

资本结构的选择及其影响因素；（2）企业资本结构的选择是随机性的还是有预期的；（3）当企业的实际资本结构与预期的资本结构或者说与目标资本结构有偏差时，企业如何调整以及调整的成本及其影响因素。这三个方面也展现了资本结构理论的发展进程，本书的研究重点是第三个方面，也即动态资本结构理论，这也是目前学术界较为关注的方面。

虽然传统的静态权衡理论和动态资本结构理论都认为企业存在目标资本结构，也即通常所说的最优资本结构，并且在完美的、没有市场摩擦的条件下，企业会始终处于最优资本结构状态。但二者的不同之处在于，静态权衡理论认为，在一定的时间范围内，企业的资本结构是在企业权衡负债的税盾收益与破产成本以及借债的代理成本之后的结果。这一结果有一个最优解，即当税盾的边际收益等于借债的边际成本的解。而动态资本结构理论认为，由于企业的经营活动是一个动态的过程，为了实现企业价值最大化，其目标资本结构也是一个随时间变化的动态调整过程，但由于调整成本^①的存在，在具体的时间点上，企业的实际资本结构与目标资本结构是偏离的。动态资本结构理论主要集中于研究当企业的实际资本结构与目标资本结构出现偏差时，企业的财务活动是如何作出调整的。

调整成本是企业实际资本结构偏离目标资本结构的客观原因，这里的调整成本主要包括两个方面的内容：固定成本和制度成本。前者主要是指企业进行调整所需的资产评估费用、会计费用以及律师费用等交易成本；后者是指企业所处的制度环境因素，包括经济发展水平、社会制度、区域经济条件、金融体系完善程度等。对于企业而言，不同的企业面临的固定成本是不同的，不仅表现在绝对数量上的差异，其相对大小也会因公司规模、行业差异以及业绩水平有所差异。从制度成本的角度而言，虽然不同的企业所面临的制度环境是相同的，但由于企业所有权的不同以及银行贷款政策、股票发行政策等原因，使得不同性质的企业面临不同的融资约束条件，进而使得融资成本存在差异，因此不同的企业所面临的制度成本亦是不同的。调整成本的不同可以通过调整速度的差异性来体现，企业的调整速度越快则调整成本越小，反之越大。另外，通过研究资本结构调整速度的影响因素可以具体地观察企业调整成本的影响

^① Stewart C. Myers (1984) 的研究认为，在完美市场中，企业的实际资本结构即为最优资本结构，但现实环境总是存在调整成本的，调整成本越高，企业偏离目标资本结构的幅度越大，时间也越长，并且因为调整成本的差异，即使相同目标资本结构的企业也会在横截面上表现出不同的资本结构差异。

因素。

西方国家对于动态资本结构理论的研究起步较早,并且取得了一系列较为令人信服的结果,但这些理论与实证的结果显然是不完全适用于中国的实际情况的。相对于美国等比较成熟的市场经济环境,正处于社会经济转型期的中国,面临着区域发展不平衡、资本市场发展不完善、法律体系不健全、行政干预较为严重等一系列问题,在今后比较长的一个时期里,中国仍将处于向市场经济转轨的过程之中。在中国这种特殊的制度之下,国内学者也从不同的角度研究了决定和影响中国企业资本结构的因素,如陆正飞和辛宇(1998)、肖作平和吴世农(2002)、肖泽忠等(2008)。对于动态资本结构理论的研究,其代表文献如肖作平(2004)、童勇(2004)、屈耀辉(2006)、连玉君(2007)、何靖(2010)、卢斌和高彬越(2012)等的研究。另外,在关于资本结构动态调整的研究中,国内学者多集中于研究两个方面的内容:一是研究我国上市公司资本结构动态调整的速度,从而比较分析我国上市公司的资本结构与发达国家上市公司资本结构之间交易成本的差距;二是探讨分析资本结构调整速度大小的影响因素,包括从企业层面和宏观经济等方面进行阐述。虽然这些研究在许多方面并没有统一的结论,但仍为后续研究提供了诸多思路和可借鉴之处。

我们在大量研读国内外学者研究成果的基础之上,认为对于资本结构动态调整理论的研究不能仅仅停留在其本身调整成本及其影响因素两个方面,更应该从制度的视角结合我国的市场经济特征、社会制度背景、市场化改革进程以及我国的区域经济结构特点等因素展开更深入的研究。因此,结合国内外学者的研究并基于现有学者的研究基础,本书主要从融资约束、产品市场竞争、市场化进程以及区域性差异四个不同的视角拓展研究了资本结构动态调整理论。另外,由于金融行业资产负债的特殊性,我们将银行类上市公司作为一个特殊的行业进行分析。本书的研究既突破了现有研究中忽略资本结构制度影响因素分析的局限,又完善了国内对于资本结构动态调整理论的研究,有着很强的理论意义和实践意义。

1.1.2 研究的意义

本书研究的目的,就是基于资本结构动态调整理论,考虑到中国经济发展的不平衡性,利用中国上市公司近十年来的数据,采用比较分析和实证分析的方法,基于制度背景视角对中国上市公司资本结构调整的速度及其影响因素进行实证检验,并由此提出优化对策。本书的研究意义可以从理论和实践两个方面来说明。

在理论上,本书从资本结构的基本概念和基本理论入手,构建了资本结构动态调整模型,从公司特征、公司治理、行业特性、制度背景和宏观经济环境等各方面分析了中国上市公司资本结构的基本特征,实证检验当企业面临不同的融资约束、产品市场竞争强度的资本结构调整成本的大小,以及市场化进程和区域性差异对中国上市公司资本结构调整速度的影响,并实证分析了银行类上市公司资本结构的影响因素和调整成本。最后,本书提出了有建设性的优化资本结构的对策。本书对于进一步完善中国资本结构的研究体系,具有一定的理论研究意义。

本书的研究也有很强的现实指导意义。(1) 本书的研究能够为我国的上市公司提供一个最优资本结构调整导向,通过从融资约束、产品市场竞争、市场化进程以及区域性差异四个不同的视角分析影响资本结构调整的深层次原因,能够为企业进行资本结构优化调整提供导向支持。(2) 本书的研究有利于企业建立资本结构的动态优化机制。动态资本结构理论要求公司的目标资本结构必须随着其经营环境及外部因素的变化适时进行调整,并与企业发展战略相协调,公司的实际资本结构必须具有一定的弹性。本书构建的资本结构动态优化机制,能够主动地、灵活地去适应市场的变化,充分利用财务杠杆的优势取得较好收益。(3) 本书的研究提出了有效适用的公司资本结构优化对策。公司资本结构动态调整的多视角研究,不仅仅是分析目标资本结构与实际资本结构的差异,还包括如何有序地把实际资本结构调整到公司的目标最优状态,由于后者是“硬研究”,往往更为重要。本书从制度层面出发研究资本结构动态调整的成本,最后从多个角度、多个层次提出优化公司资本结构的对策,使之更好地适应国内不断变化发展的经济环境,进而更好地进行资本经营,达到提高企业价值的目标。

1.2 主要研究内容与研究思路

1.2.1 主要研究内容

结合现代资本结构理论的最新研究成果,本书的研究内容主要有四个方面:(1) 从资本结构的基本理论和基本概念出发,考察中国上市公司资本结构的变化趋势、行业特征、区域差异等现状并进行比较,从宏观上把握中国上市公司资本结构的基本特征;(2) 在资本结构动态调整模型的框架下研究了

我国上市公司资本结构的影响因素以及宏观经济周期与资本结构的关系；(3) 构建资本结构动态调整模型，从融资约束、产品市场竞争、市场化进程以及区域性差异四个制度化背景的角度，结合产业组织理论和公司战略理论等相关理论，研究中国上市公司的资本结构调整速度大小及其影响因素；(4) 基于金融类上市公司资本和负债的特殊性，我们单独分析了银行类上市公司资本结构的影响因素以及调整速度问题。

1.2.2 研究思路

本书的内容分为九章，各章的概述如下：

第1章，绪论。本章主要介绍本书的研究背景和意义、主要研究内容与思路、本书研究的技术路线与研究方法、研究的改进和创新点，本章还对涉及的相关概念进行了界定。

第2章，文献综述。本章主要介绍了国内外学者对于资本结构动态调整的研究历程，并进行简要的评述，以明确本书的研究方向。

第3章，资本结构动态调整理论。本章首先简要回顾了资本结构理论的发展历史，从古典的资本结构理论开始到现代资本结构理论，包括MM定理、静态权衡理论、激励理论、信息不对称理论、产品和要素市场理论以及市场择机理论；然后介绍了动态资本结构理论，并比较了静态权衡理论和市场择机理论；最后，介绍了资本结构动态调整模型。

第4章，中国上市公司资本结构特征与制度背景分析。遵循由表及里、由浅入深的认识规律，本章主要以描述性统计的研究方法从多个角度对比分析了我国上市公司资本结构的特征。首先分析了我国上市公司资本结构的变化趋势及融资结构，并比较分析了国有企业与非国有企业、规模以上企业与非规模以上企业在资产负债率、短期债务以及长期债务等方面的差异和趋同性；其次检验了我国上市公司资本结构的行业特征，并采用非参数检验和LSD两两比较的方法对门类行业的负债率进行了检验和比较；最后从宏观经济运行、证券市场、银行贷款以及利率改革等制度背景的情况分析了我国上市公司资本结构形成所依赖的制度背景的发展过程，为探讨企业融资行为做了制度背景的认识。

第5章到第7章是本书的重点之一，主要内容为资本结构动态调整的制度背景分析，利用我国上市公司近十年间的非平衡面板数据，从融资约束、产品市场竞争、市场化进程以及区域性差异四个制度化背景的角度研究中国上市公司的调整速度大小及其影响因素。

第5章，宏观经济、负债率水平与资本结构动态调整。在资本结构动态调

整模型的框架下研究了宏观经济水平、不同负债率与资本结构之间的关系，并分析了资本结构的影响因素。这一章在深入分析国内外学者已有研究成果的基础之上，从资产负债率的角度提出了新的研究思路。本章的研究基于以下四个条件：（1）由于交易成本的存在，公司只能向目标资本结构做部分调整；（2）调整的幅度与实际资本结构和目标资本结构的偏离程度有关；（3）虽然公司的实际资产负债率在 0 到 1 之间，但我们认为在一定的时期内不同负债水平公司的目标资产负债率都是一样的，即所有公司都追求同样的最优负债率水平；（4）不同负债水平的公司向目标资本结构调整的速度是有差异的，这也是本章研究的重点。基于以上四个条件，根据我国上市公司负债水平的层次分布，本章将采集到的样本按照低水平的负债率、中等水平的负债率（下文所说的“合理负债率”）、高水平的负债率分为三组，采用差分 GMM 分组估计，并以虚拟变量的形式引入总体样本进行稳健性检验。在对目标资本结构进行预测时，为了避免极端值的影响，同时能够把目标资本结构的预测值控制在 0 到 1 的范围内变动，采用广义线性模型（GLM）的 Logit 最大似然估计（Logit QMLE）方法进行参数估计。

第 6 章，融资约束、产品市场竞争与资本结构动态调整。本章主要从三个角度来阐述融资约束、产品市场竞争与资本结构动态调整之间的关系：第一，融资约束、产品市场竞争与目标资本结构之间的关系以及融资约束与产品市场竞争间的关系；第二，融资约束与资本结构调整速度之间的关系，即不同的融资约束程度对资本结构调整速度的影响；第三，融资约束、产品市场竞争与资本结构偏离其目标资本结构大小之间的关系，即在不同的融资约束水平下，产品市场竞争与资本结构偏离水平的相关关系。

第 7 章，区域差异、市场化进程与资本结构动态调整。在本章的研究中，根据不同的研究变量设计了不同的研究模型，本章构建的动态资本结构模型不仅包括制度背景，还纳入了企业层面的因素以及行业和时间哑变量作为控制变量。通过构建资本结构局部调整模型，利用差分广义矩估计的方法研究了我国不同区域上市公司资本结构的调整速度；通过市场化指数对区域性差异的量化，采用非参数检验的方法探讨了区域之间差异的显著性；通过将市场化进程变量引入资本结构动态调整模型，利用非线性最小二乘法研究了市场化进程与资本结构调整速度的关系；最后通过多种估计方法稳健地探讨了市场化进程与资本结构偏离度之间的关系。

第 8 章，银行类上市公司资本结构动态调整分析。从宏观经济的角度，结合我国资本市场的特殊环境，把经济周期、货币供应量、信贷总量等宏观因素

以及银行性质引入模型之中,然后采用非平衡面板的固定效用模型,运用可行广义最小二乘法进行实证分析,并依据资本结构动态调整理论研究了银行类上市公司资本结构动态调整的成本问题。鉴于目前研究银行资本结构的文献大都使用多元混合回归,因此将混合回归模型与非平衡面板的固定效应模型放在一起进行比较,以分析不同计量方法对实证结果的影响。由于银行同时受央行政策调控以及经济活动的关联性和不同银行性质个体的差异性,笔者认为使用固定效用模型,采用能够处理自相关和扰动项异方差的 FGLS 要优于混合回归的方法,且实证结果证明了这一点。

第9章,主要结论与政策性建议。本章首先总结了全文的研究结果,为中国上市公司资本结构的优化、政府部门相关政策提出相关建议。从加快推进市场化进程、协调区域经济发展、优化企业产品市场竞争以及加快银行金融体系改革等方面提出优化我国上市公司资本结构的对策。最后指出本书的研究局限性及后续研究方向。

本书为实证性研究,因此,大量的相关问题的说明和分析都是建立在充分数量化描述和计量模型分析的基础之上的。比如,本书的第4章到第8章都大量地运用了图表分析、描述性统计分析、相关性分析、主成分分析以及计量回归分析等分析工具,并且把定量分析与定性分析有机结合起来,使得本书的论证更加充分透彻。在具体的实证计量方法上,本书结合使用了主成分分析法,广义线性模型(GLM)的Logit最大似然估计方法,有序Logit估计方法,差分广义矩估计(GMM),面板固定效应模型、非线性最小二乘法(NLS)以及各种模型的拟合度优度检验。

1.3 研究方法

本书在写作的指导思想上,始终坚持辩证唯物主义和历史唯物主义的方法论,重视理论和实际相结合、抽象和具体相结合,坚持逻辑与历史的一致。而在分析问题的过程当中,主要用了以下研究方法:

1. 调查分析方法

企业是否存在最优资本结构,当实际资本结构与目标资本结构出现偏离时企业是否应该进行调整,企业进行调整时是选择债务融资的方式还是权益融资的方式,这一系列问题即是动态资本结构理论需要解决的问题,更是企业在实际生产经营中需要考虑的问题。通过调查问卷的方法能够从行为金融的角度研