

# 制度渐进性对上市公司 资本结构调整成本的影响

陈雪苓(博士)

(武汉工商学院管理学院 武汉 430065)

**【摘要】** 本文以深沪两市2003~2010年的A股上市公司作为研究样本,实证检验制度渐进性对上市公司资本结构调整成本的影响。结果显示:东部地区上市公司的调整成本比中西部地区受制度因素影响的程度更大;国有企业的调整成本受制度因素影响的程度大于非国有企业;第一产业的企业调整成本大小受制度因素影响的程度大于其他产业。以上结论对上市企业优化融资决策具有重要的启示作用。

**【关键词】** 资本结构 调整成本 制度特征

## 一、问题提出

调整成本是动态权衡理论中解释企业资本结构调整行为的核心要素。根据权衡理论,企业实施调整时必须满足调整收益大于调整成本这一原则,即必须通过权衡调整收益和调整成本后,再来决定是否进行调整以及调整的幅度和大小。通常调整成本越小,调整收益大于调整成本的可能性越大,企业实施调整趋向目标结构的可能性也就越大(Fischer, 1989)。

从制度层面来研究企业调整成本的变动规律可能更符合中国企业的现实。传统上,企业外部融资决策以价格机制为主,并遵循效益最大化原则。但在中国这个转型经济国家中,政府通过颁布一系列规章制度操纵着市场的资源配置。这极大限制着市场中融资渠道和可替代方式,在此背景下,企业融资行为会被扭曲,资本结构决策不再完全遵循成本—效应原则。

中国经济制度的渐进性主要体现在三个方面:地区发展上的差异,行业间的不同,以及企业产权性质的差别。只有在研究中考虑了制度的渐进性,才能较好地刻画出中国上市企业在调整资本结构时所面对的制度影响(李茜、张建军, 2010)。基于此,本文在制度特征视角下的资本结构调整成本实证研究就具有了重要意义。

## 二、理论分析与研究假设

**1. 法律环境与资本结构调整成本。**法与金融学指出,不同国家的投资者受法律保护程度上存在着差异,通常法律环境较好的国家,投资者受保护程度较高。因此,完善的法律体系,不仅能有效限制内部人对投资者的掠夺和利益侵占行为,而且能控制企业进行盈余管理活动的动机,减少企业经营风险和财务风险,投资人风险相应降

低。这对于提高股价水平,提升长期资金的比例,获取快捷、便利、低成本的发展资金创造了机会。基于此,提出假设:**H1:**法律环境较好时,上市公司的资本结构调整成本较低。

**2. 资本市场与资本结构调整成本。**市场的低效率不仅会提高筹资人的融资约束程度,增加外部资金获取的难度,而且会导致投资人控制事前逆向选择成本和事后道德风险成本的增加。这些都将导致整个筹资过程的阻力加大。即推导出假设:**H2:**资本市场越好,上市公司所需的调整成本越低。

**3. 货币政策与资本结构调整成本。**在债权市场上,紧缩性货币政策会提高利率、抑制投资。利率的上升意味着债务压力增加。在股权市场上,债务压力导致企业破产风险增加,投资人因此减少股票购买,企业的股票价格下降、股票交易数量减少。并且伴随利率的升高,无风险收益增加,股票市场的期望收益率也随之增加(Leland, 1998)。因此,货币政策通过利率间接冲击了股票市场。但这一现象只在短期内有效,从长期来看,长期利率对股市的影响不大。随着货币政策的紧缩,企业调整成本很可能增加。由此提出假设:

**H3:**短期利率越高,上市公司的调整成本也就越高。

**H4:**长期利率与上市公司中利率敏感行业地区的调整成本无显著相关性。

**4. 税收政策与资本结构调整成本。**传统的资本成本包括筹资和投资两部分。其中,投资成本是投资人的期望报酬率,如股本的股息或红利、债券的债息及银行借款的利息等;筹资成本则是公司募集和使用资金的成本,如发行股票或债券的手续费等。调整成本仅涉及筹资成本。

然而企业借款时的利息与利率相关,发行债券时的股息要被征收个人所得税,与投资成本相关;发行股票的股息要被征收公司所得税和个人所得税,所以企业股利与投资成本紧密相关。当公司决定发行股票或债券,且又面临税率增加时,企业的投资成本会增加。基于此,税率的波动只会影响投资成本,与筹资成本无关,即与调整成本无关。由此提出假设:H5:企业的实际税率与上市公司的调整成本之间不存在相关性。

### 三、研究设计

#### (一)样本选择与数据来源

本文的研究样本为2003~2010年深沪两市A股上市公司,由于樊纲等的市场化指标只更新到2009年,本文利用平均法推算出2010年的数据。按照一定标准筛选,最终得到472家公司,共3776个观测值。

本文数据来自于CCER数据库,资本市场指标来自《中国经济社会发展统计数据库》,法律指标来自樊纲、王小鲁和朱恒鹏等编制的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程》。

#### (二)检验模型

根据本文的研究思路,考察制度特征对调整成本的影响,建立如下模型:

$$Y_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 LB_{i,t} + \alpha_2 CM_{i,t} + \alpha_3 INTS_{i,t} + \alpha_4 INTL_{i,t} + \alpha_5 ETR_{i,t} + \text{Control Variables} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, $Y_{i,t}$ 表示资本结构调整成本; $LB_{i,t}$ 表示法律环境; $CM_{i,t}$ 表示资本市场; $INTS_{i,t}$ 表示短期利率; $INTL_{i,t}$ 表示长期利率; $ETR_{i,t}$ 表示税率。

1. 因变量。本文借鉴Faulkender(2012)的方法,以资金缺口衡量企业调整成本的大小。其计算公式如下:

$$FCF = (OIBD_{i,t} - T_{i,t} - Int_{i,t} - \text{Industry CapExt}) / A_{i,t} \quad (2)$$

其中: $OIBD_{i,t}$ 表示折旧前的营业收入; $T_{i,t}$ 表示企业税金; $Int_{i,t}$ 表示支付的利息; $CapExt$ 表示企业资本性支出; $A_{i,t}$ 表示资产额。

2. 自变量。①法律环境(LB)。本文采用樊纲等编制的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程》作为法律环境代理变量。②资本市场(CM)。本文采用证券化率作为资本市场的代理变量。由于各地区股票总市值无法获得,因此用股票流通股市值代替,计算公式为:当年该地区股票流通股市值/当年该地区的GDP。部分缺损数据通过算术平均法手工整理。③货币政策(INTS/INTL)。本文选用贷款利率(中国银行公布的长期、短期利率)作为货币政策的代理变量,并用算术平均法加

以整理。④税收政策。本文采用实际税率(ETR)代替名义税率。实际税率=所得税费用/息税前利润。

3. 控制变量。根据Cook & Tang(2010)、Rubio & Sogorb(2011)的研究,本文考虑以下特征变量:公司规模(SIZE)、盈利能力(PROF)、成长性(GROW)和资产结构(TANG)作为控制变量。

### 四、实证研究

#### (一)主要变量的描述性统计

表1是研究变量的描述性统计。从全样本公司看,法律环境(LB)的平均水平是8.27。而最大值达到11.8,最小值为0.38,这说明企业所面对的外部法律环境差异大。资本市场(CM)的均值为0.42,标准差为0.58。这说明样本公司的资本市场总体水平较低,且不同市场间的差异较大。短期利率和长期利率分别为5.36和6.38。税率平均水平为19%,这一数字高于13%,说明企业实际面对较高的税率。

表1 描述性统计

变量	LB	CM	INTS	INTL	ETR	SIZE	PROF	GROW	TANG	
全样本	平均	8.27	0.43	5.36	6.38	0.19	21.8	0.04	0.75	0.39
	标准	1.99	0.58	0.40	0.57	0.11	1.03	0.039	0.75	0.27
	最小	0.38	0.04	4.86	5.76	0.00	19.1	-0.22	0.001	0.002
	最大	11.8	3.44	6.06	7.39	0.89	25.9	0.35	6.77	2.11
东部	平均	9.55	0.50	5.36	6.38	0.20	21.9	0.04	0.77	0.35
	标准	1.31	0.68	0.40	0.58	0.11	1.07	0.04	0.75	0.27
	最小	5.03	0.04	4.86	5.76	0.00	19.05	-0.22	0.001	0.002
	最大	11.8	3.44	6.06	7.39	0.91	25.9	0.30	5.90	2.11
中西部	平均	6.29	0.28	5.36	6.38	0.16	21.6	0.04	0.71	0.45
	标准	1.19	0.23	0.40	0.58	0.10	0.93	0.04	0.75	0.23
	最小	0.38	0.04	4.86	5.76	0.00	19.7	-0.16	0.001	0.013
	最大	8.14	2.71	6.06	7.39	0.57	24.6	0.35	6.77	1.15
国有	平均	8.41	0.44	5.36	6.38	0.19	21.9	0.04	0.73	0.41
	标准	1.93	0.59	0.39	0.58	0.11	1.04	0.04	0.72	0.28
	最小	2.60	0.04	4.86	5.76	0.00	19.7	-0.22	0.001	0.002
	最大	11.8	3.44	6.06	7.39	0.82	25.9	0.29	5.90	2.11
非国有	平均	8.66	0.38	5.36	6.38	0.18	21.4	0.04	0.78	0.33
	标准	2.16	0.52	0.40	0.58	0.11	0.90	0.04	0.82	0.19
	最小	0.38	0.04	4.86	5.76	0.00	19.1	-0.16	0.001	0.003
	最大	11.8	3.44	6.06	7.39	0.89	24.2	0.35	6.77	0.89
第一产业	平均	8.91	0.24	5.36	6.38	0.09	21.4	0.02	0.74	0.42
	标准	0.74	0.16	0.41	0.59	0.10	0.76	0.02	0.75	0.22
	最小	7.50	0.06	4.86	5.76	0.001	20.5	-0.03	0.001	0.11
	最大	9.96	0.51	6.06	7.39	0.31	22.8	0.04	5.90	0.75
其他产业	平均	8.47	0.43	5.36	6.38	0.19	21.8	0.04	0.75	0.39
	标准	2.00	0.58	0.39	0.57	0.11	1.03	0.03	0.75	0.27
	最小	0.38	0.04	4.86	5.76	0.00	19.1	-0.22	0.001	0.002
	最大	11.8	3.44	6.06	7.39	0.90	26.0	0.35	6.77	2.11

根据制度特征分类来看:东部地区(9.55和0.5)的法律环境和资本市场要优于中、西部地区(6.29和0.28),但东部企业所面对的税收压力(20%)要大于中西部企业(16%)。国有企业所面对的法律环境(8.41)虽低于非国有企业(8.66),但国有企业受到资本市场的发展助力(0.44)却高于非国有企业(0.38),这两类企业所面对的税收政策却较为一致。第一产业所获得的相关法律保护(8.91)要优于其他产业(8.47);而资本市场对第一产业所给予的支持(0.24)要明显低于其他产业(0.43)。此外,与其他产业(19%)相比,第一产业享受明显的税收优惠政策(9%)。其余变量的描述性统计结果详见表1,这里不再赘述。

(二)调整成本的外部影响因素回归结果

本文利用模型(1)对上市公司调整成本与制度因素的关系进行了实证分析。为了具体分析制度因素对调整成本的影响程度,本文首先将各个变量单独放入模型中,然后将所有变量放在同一模型中进行回归。

表2中第1列显示,法律环境与调整成本在1%水平上显著正相关,这说明外部法律环境越好,企业的调整成本越高。H1没有得到经验证据的支持。其原因可能是:法律环境越好的地区,企业进行资本结构调整的可能性越大,调整频率越高,调整成本的总额越大。

第2列显示,资本市场与调整成本基本上负相关(结合表3、表4和表5来看),但不显著。这说明资本市场越完善,上市公司调整资本结构所需的成本就越小。H2得到验证。

第3列显示,短期利率与调整成本在1%水平上显著正相关。这说明短期利率越高,企业的调整成本也越高, H3得到验证。第4列显示,长期利率与调整成本在1%水平上显著正相关。这说明长期利率的增加会导致调整成本的增加。H4没有得到经验证据的支持。其原因可能是:中国的公司债务以银行贷款为主(唐国正、刘力,2005),这使得企业在对外融资时过于依赖银行,因此无论是长期贷款利率还是短期利率都会影响到企业资本结构的调整。

第5列显示,实际税率与上市公司调整成本在1%水平上显著负相关。这说明实际税率越高,上市公司的调整成本越低。H5没有得到经验证据的支持。其原因可能是:税率的变动,使得企业具有调整资本结构的动机。通常税率越高,企业获得的税盾收益就越大。而一般认为“顺便”进入资本市场调整资本结构所承担的成本要低于“纯粹”调整所需的成本(Faulkender, 2008)。因此,税率的增加会降低企业单次调整成本。

第6列显示,企业资本结构调整成本与制度因素的回归

结果,调整成本受制度因素影响较为明显。这一结论与Banerjee(2004)、Oztekın & Flannery(2012)研究结果相吻合。本文研究的现实意义得以验证。

表2 上市公司调整成本影响因素的回归结果(全样本)

LB	0.042*** (6.27)					0.019*** (2.86)
CM		- 0.016 (- 1.47)				- 0.007 (- 1.02)
INTS			0.047*** (3.20)			0.163*** (2.84)
INTL				0.041*** (4.76)		0.146*** (3.28)
ETR					- 0.128*** (- 4.14)	- 0.125*** (- 4.21)
SIZE	0.031*** (4.00)	0.078*** (7.50)	0.072*** (6.73)	0.061*** (6.92)	0.078*** (7.68)	0.019*** (2.24)
PROF	- 0.002 (- 0.03)	- 0.037 (- 0.44)	- 0.009 (- 0.11)	- 0.026 (- 0.32)	- 0.009 (- 0.11)	- 0.072 (- 0.87)
GROW	0.004 (0.81)	0.001 (0.26)	0.015* (1.92)	0.017 (1.29)	0.003 (0.65)	0.006 (1.10)
TANG	0.606*** (5.25)	0.588*** (2.72)	0.612*** (4.08)	0.624*** (4.67)	0.578*** (3.00)	0.63*** (4.27)
Constant	- 1.337 (- 6.54)	- 1.99*** (- 3.34)	- 2.13*** (- 4.5)	- 1.92*** (- 3.20)	- 1.96*** (- 3.1)	- 0.92*** (- 4.32)
AdjR <sup>2</sup>	0.434	0.451	0.4514	0.479	0.460	0.545
样本	3 776	3 776	3 776	3 776	3 776	3 776

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%上的显著性水平(下同)。

五、进一步分析与稳健性测试

下文将构建模型考察不同产权、不同地区、不同行业上市公司的调整成本在制度因素影响下所发生的变化。

(一)检验模型

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 LB_{it} + \beta_2 CM_{it} + \beta_3 INTS_{it} + \beta_4 INTL_{it} + \beta_5 ETR_{it} + ControlVariables + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

根据样本划分不同, Y<sub>it</sub> 分别表示东部和中西部、国有和非国有、第一产业和其他产业的资本结构调整成本。

(二)回归结果分析

表3是东部地区和中西部地区企业的调整成本回归结果。总体来看,东部地区企业的调整成本受外部环境因素的影响程度大于中西部地区。其中:①在资本市场方面,东部地区企业的调整成本与资本市场存在负相关性。这表明东部地区上市公司可以利用资本市场来影响企业的调整成本大小,而中西部地区则不宜采用这种方法。②在税收政策方面,东部地区上市公司的调整成本与税率变动的关系与中西部地区相比,其关联性更强。这可能是因为,东部地区比中西部地区的上市公司规模大(麦勇等,2011),而大型企业对于税率变动的敏感性更强。因此,两者的相关性更明显。

表4是国有企业和非国有企业调整成本的回归结果。

表 3 不同区域企业的调整成本回归结果

	东部地区					中西部地区							
	LB	0.042*** (8.27)					0.034*** (3.76)	0.058*** (7.66)					
CM		-0.014*** (-1.83)				-0.06 (-1.00)		-0.107 (-0.67)					-0.162** (-2.11)
INTS			0.132*** (7.60)			-0.34*** (-3.91)			0.153*** (5.82)				-0.004 (-0.01)
INTL				0.064*** (7.58)		0.195 (1.08)				0.073*** (5.74)			0.023 (0.08)
ETR					-0.19*** (-5.27)	-0.21*** (-6.01)						-0.14** (-2.40)	-0.13** (-2.23)
SIZE	0.018 (1.53)	0.071*** (7.02)	0.022** (1.84)	0.021* (1.81)	0.072*** (7.45)	0.009 (0.72)	0.003 (0.16)	0.078*** (6.02)	0.017 (1.06)	0.017 (1.09)	0.07*** (5.54)	0.002 (0.10)	
PROF	-0.01 (-0.08)	-0.005 (-0.04)	-0.012 (-0.10)	-0.019 (-0.15)	-0.123 (-0.96)	-0.123 (-0.97)	-0.35** (-2.02)	-0.35** (-1.97)	-0.40** (-2.26)	-0.401** (-2.30)	-0.41** (-2.28)	-0.34** (-1.97)	
GROW	0.001 (0.20)	0.014* (1.38)	0.004 (0.91)	0.003 (0.70)	0.014 (1.54)	0.003 (0.63)	0.003 (0.45)	0.021 (3.63)	0.0001 (0.01)	0.0001 (0.17)	0.022* (1.64)	0.001 (0.07)	
TANG	0.61*** (3.25)	0.54*** (5.18)	0.60*** (2.51)	0.61** (2.17)	0.52*** (2.76)	0.60*** (2.47)	0.52*** (2.47)	0.42*** (2.57)	0.54*** (3.22)	0.54*** (3.96)	0.45*** (3.36)	0.48*** (2.73)	
Constant	-0.98*** (-4.25)	-1.77*** (-8.01)	-1.38*** (-6.38)	-1.08*** (-4.68)	-1.73*** (-8.16)	-0.01*** (-5.12)	-0.57 (-4.85)	-1.85 (-6.58)	-1.35 (-4.79)	-1.02 (-3.35)	-1.68 (-6.01)	-0.57 (-5.44)	
AdjR <sup>2</sup>	0.420	0.419	0.465	0.466	0.440	0.452	0.366	0.319	0.418	0.419	0.358	0.380	
样本	2 464	2 464	2 464	2 464	2 464	2 464	1 312	1 312	1 312	1 312	1 312	1 312	

表 4 不同产权性质企业的调整成本回归结果

	国有企业					非国有企业							
	LB	0.043*** (10.56)					0.01** (2.19)	0.038*** (4.68)					0.035** (2.48)
CM		-0.019 (-0.74)				-0.003 (-0.48)		-0.005* (-1.75)				-0.02 (-1.05)	
INTS			0.045*** (6.13)			-0.29*** (-4.45)			0.06** (2.33)			0.080 (0.71)	
INTL				0.04*** (7.83)		0.243*** (4.79)				0.048*** (2.66)		-0.030 (-0.34)	
ETR					-0.10*** (-2.85)	-0.09*** (-2.73)						-0.20*** (-3.11)	-0.21*** (-3.37)
SIZE	0.04*** (4.71)	0.087*** (11.69)	0.083*** (11.3)	0.07*** (9.61)	0.09*** (11.92)	0.022** (-2.38)	-0.005 (0.3)	0.04*** (2.76)	0.03* (1.74)	0.02 (0.96)	0.04*** (2.63)	-0.01 (-0.39)	
PROF	-0.07 (-0.69)	-0.011 (-0.11)	-0.07 (-0.8)	-0.10 (-0.98)	-0.04 (-0.4)	-0.13 (-1.35)	-0.284* (-1.77)	-0.29* (-1.75)	-0.280* (-1.75)	-0.273* (-1.70)	-0.256 (-1.56)	-0.26 (-1.60)	
GROW	0.001 (-0.13)	-0.01 (-1.14)	0.01 (1.61)	0.012** (2.05)	-0.01 (-1.46)	-0.003 (-0.49)	0.018** (2.05)	0.015 (1.59)	0.035 (1.47)	0.034 (1.48)	0.012 (1.34)	0.030 (2.95)	
TANG	0.602*** (2.96)	0.58*** (4.50)	0.60 (5.40)	0.62 (6.10)	0.57*** (4.60)	0.64*** (2.67)	0.679*** (4.74)	0.665*** (3.71)	0.71*** (4.98)	0.72*** (5.16)	0.66*** (4.12)	0.69*** (3.65)	
Constant	-1.54*** (-5.88)	-2.20*** (-3.20)	-2.36*** (-4.40)	-2.16*** (-3.30)	-2.18*** (-3.09)	-0.84*** (-3.52)	-0.58*** (-4.65)	-1.26*** (-3.83)	-1.28*** (-4.04)	-1.02*** (-3.17)	-1.15*** (-3.55)	-0.73*** (-5.56)	
AdjR <sup>2</sup>	0.460	0.443	0.460	0.478	0.449	0.538	0.287	0.446	0.427	0.418	0.455	0.313	
样本	2 848	2 848	2 848	2 848	2 848	2 848	928	928	928	928	928	928	

表 5

不同行业间企业调整成本回归结果

	第一产业						其他产业					
LB	<b>0.035***</b>					<b>0.011</b>	<b>0.062***</b>					<b>0.05***</b>
	(8.29)					(1.32)	(8.25)					(3.68)
CM		<b>- 0.017*</b>				<b>- 0.004</b>		<b>- 0.022</b>				<b>0.01</b>
		(- 0.65)				(- 0.58)		(- 1.97)				(0.43)
INTS			<b>0.05***</b>			<b>- 0.16**</b>			<b>0.034***</b>			<b>- 0.11</b>
			(6.88)			(- 2.33)			(2.76)			(- 1.02)
INTL				<b>0.044***</b>		<b>0.15***</b>				<b>0.034***</b>		<b>0.082</b>
				(8.00)		(2.86)				(3.86)		(0.96)
ETR					<b>- 0.083**</b>	<b>- 0.09***</b>					<b>- 0.25***</b>	<b>- 0.23***</b>
					(- 2.36)	(- 2.62)					(- 3.99)	(- 3.74)
SIZE	<b>0.044***</b>	<b>0.079***</b>	<b>0.074***</b>	<b>0.064***</b>	<b>0.059***</b>	<b>0.03***</b>	<b>- 0.01***</b>	<b>0.069***</b>	<b>0.06***</b>	<b>0.05***</b>	<b>0.06***</b>	<b>- 0.02</b>
	(5.56)	(5.29)	(6.75)	(8.18)	(5.82)	(3.42)	(- 5.8)	(5.21)	(4.71)	(3.78)	(4.65)	(- 1.41)
PROF	<b>- 0.01</b>	<b>- 0.044</b>	<b>- 0.030</b>	<b>- 0.04</b>	<b>- 0.032**</b>	<b>- 0.10</b>	<b>- 0.05</b>	<b>- 0.001</b>	<b>- 0.001</b>	<b>- 0.008</b>	<b>- 0.03</b>	<b>- 0.007</b>
	(- 0.1)	(- 0.42)	(- 0.27)	(- 0.5)	(- 0.29)	(- 0.93)	(- 0.38)	(- 0.43)	(- 0.01)	(- 0.06)	(- 0.24)	(- 0.05)
GROW	<b>- 0.004</b>	<b>- 0.008</b>	<b>0.012</b>	<b>0.659</b>	<b>- 0.009</b>	<b>0.002</b>	<b>0.023**</b>	<b>0.012</b>	<b>0.026**</b>	<b>0.029</b>	<b>0.006</b>	<b>0.014</b>
	(- 0.8)	(- 1.36)	(1.65)	(1.72)	(- 1.56)	(0.27)	(2.70)	(1.39)	(2.54)	(1.00)	(1.64)	(1.37)
TANG	<b>0.636***</b>	<b>0.627***</b>	<b>0.649***</b>	<b>0.660***</b>	<b>0.615***</b>	<b>0.67***</b>	<b>0.540***</b>	<b>0.506***</b>	<b>0.525***</b>	<b>0.542</b>	<b>0.486***</b>	<b>0.542</b>
	(4.59)	(7.84)	(6.27)	(5.06)	(6.04)	(6.17)	(6.68)	(4.50)	(5.65)	(5.37)	(4.61)	(5.27)
Constant	<b>- 0.61***</b>	<b>- 0.06***</b>	<b>- 0.23***</b>	<b>- 0.01***</b>	<b>- 0.08***</b>	<b>- 0.23***</b>	<b>- 0.43</b>	<b>- 1.78</b>	<b>- 1.84</b>	<b>- 1.66</b>	<b>- 1.55</b>	<b>0.012</b>
	(- 4.1)	(- 2.9)	(- 3.3)	(- 6.06)	(- 7.2)	(- 4.90)	(- 5.3)	(- 6.1)	(- 6.3)	(- 5.7)	(- 5.23)	(4.03)
AdjR <sup>2</sup>	<b>0.540</b>	<b>0.506</b>	<b>0.521</b>	<b>0.533</b>	<b>0.503</b>	<b>0.561</b>	<b>0.395</b>	<b>0.315</b>	<b>0.3769</b>	<b>0.335</b>	<b>0.353</b>	<b>0.423</b>
样本	<b>2 528</b>	<b>2 528</b>	<b>2 528</b>	<b>2 528</b>	<b>2 528</b>	<b>2 528</b>	<b>1 248</b>	<b>1 248</b>	<b>1 248</b>	<b>1 248</b>	<b>1 248</b>	<b>1 248</b>

总体来看,国有企业的调整成本受外部环境因素的影响程度大于非国有企业。①与非国有企业相比,国有企业的调整成本与资本市场无关。这与Li, Yue & Zhao (2007)的结论相一致。进一步证明了国有企业的生存、发展状态受市场导向不强,而更多受政府影响。②银行信贷方面,国有上市企业受贷款利率的影响程度较高,这与Cull & Xu (2003)的结论相同。国有企业与政府部门保持着千丝万缕的联系,货币政策变动会直接影响其的贷款能力。

表5是第一产业和其他产业的企业调整成本回归结果:①在资本市场方面,第一产业的上市公司调整成本与资本市场无相关性,而其他产业两者之间负相关。这说明与第一产业相比,其他产业在调整资本结构时,更多受外部资本市场环境的影响。②在税率方面,其他产业的上市公司调整成本受税率影响的程度大于第一产业。当税率变动时,由于第一产业的融资格局较为稳定,资本结构不会轻易改变。但其他产业不仅具有调整资本结构的动机,同时具有调整资本结构的能力,因此,其他产业与税率的相关性更强。

## 六、结论与启示

本文基于中国制度形成的渐进性特征,研究上市公司资本结构调整成本的变化规律。这突破了以往有关制度背景研究的视角,对未来研究具有重要的启示。

本文研究发现:东部地区上市公司的调整成本比中西部地区受制度因素影响的程度更大;国有企业的调整成本受制度因素影响的程度大于非国有企业;第一产业上市公司资本结构调整成本大小受制度因素影响的程度大于其他产业。

由于不同产权性质、不同地区和不同行业的企业调整成本对政策的敏感性存在差异,如何利用自身特点在外部融资中获得优势就值得思考。如上市企业对厂址的设立、融资决策方案等问题上都需要慎重考虑。同时有利于管理当局采取适当的行政政策来调解外部融资环境。

【注】本文受武汉工商学院博士项目(编号:D2013004)基金支持。

## 主要参考文献

1. Cook, D.O., T.Tang. Macroeconomic Conditions and Capital Structure Adjustment Speed. *Journal of Corporate Finance*, 2010; 16
2. Drobetz, W., Wanzenried, G.. What determines the speed of adjustment to the target capital structure. *Applied Financial Economics*, 2006; 16
3. Flannery, Mark.J., Kasturi P. Rangan. Partial adjustment toward target capital structures. *Journal of Financial Economics*, 2006; 7