

企业规模、融资约束与资本结构波动

王明虎,王小韦

(安徽工业大学 商学院, 安徽 马鞍山 243002)

[摘要] 资本结构波动会改变财务风险和资本成本,是企业价值的重要影响因素,但究竟哪些因素助推资本结构波动还有待于进一步明确。以2003—2012年沪深两市A股上市公司财务数据为依据,通过实证分析揭示企业规模、融资约束对资本结构波动的影响,结果显示:融资约束与企业资本结构波动呈正相关关系;企业规模与资本结构波动呈负相关关系;企业规模扩大能够抵消融资约束对资本结构波动的推动作用;国有企业的规模和融资约束对资本结构波动的影响都小于民营企业。

[关键词] 企业规模;企业融资约束;企业资本结构调整;股权集中度;国有企业;民营企业;财务风险

[中图分类号] F275 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1672-8750(2015)02-0012-07

资本结构选择是各种因素综合影响的结果,随着市场经济中不确定性因素的发展,资本结构动态调整(Dynamic Capital Structure Choice)成为财务理论研究的重要领域。已有文献对资本结构动态调整的研究主要集中在两个方面:一方面是资本结构动态调整的速度,另一方面是资本结构动态调整的路径和方向。随着资本结构动态调整研究的深入,少数学者关注到在资本结构调整中实际资本结构和目标资本结构的偏离程度,如Korajczyk和Levy研究发现,企业实际资本结构、目标资本结构的偏离度与发行或回购的证券类型有关^[1]。姜付秀等认为公司所在市场的产品竞争激烈程度与实际资本结构偏离目标资本结构的程度之间负相关^[2]。

已有研究成果为后续研究提供了良好基础,但对资本结构动态调整过程中的资本结构波动关注得不够。一方面,资本结构动态调整的速度、路径和方式反映了企业优化资本结构的主观努力程度,资本结构波动则显示出企业资本结构的客观变化,因此资本结构波动与已有文献研究的静态和动态资本结构有着很大区别。另一方面,随着次贷危机后世界经济的衰退和我国经济发展的放缓,一些企业的资本结构发生了大幅度波动,并引发了大面积企业财务危机^①。那么,资本结构波动是否与企业的个体特征(如规模等)有关?不同企业融资约束程度的差异^[3]是否会影响资本结构波动?这些都是值得我们深入探讨的问题。为此,本文拟利用我国2003—2012年A股上市公司的数据,考察企业规模、融资约束对企业资本结构波动的影响。

一、理论分析与研究假设

(一) 资本结构波动

根据资本结构动态调整理论,企业资本结构调整可以用下页图1来表示。在图1中,曲线A—B—C—D—E描述了企业从T₀到T₂和T₂到T₄两个完整的资本结构动态调整周期。在两期调整过

[收稿日期] 2014-09-09

[基金项目] 国家社会科学基金资助项目(13BGL049;14BJY015);国家自然科学基金项目(71402001)

[作者简介] 王明虎(1972—),男,安徽当涂人,安徽工业大学商学院会计系主任,教授,硕士生导师,主要研究方向为企业融资理论;王小韦(1987—),女,安徽安庆人,安徽工业大学商学院硕士生,主要研究方向为企业管理理论。

^①近年来,温州等地中小企业集聚,频现中小企业停产、老板跑路等现象,这反映出中小企业的财务危机。

程中,实际资本结构与目标资本结构之间的距离连续发生变动,形成资本结构的持续波动,我们把企业实际资本结构随时间推移围绕目标资本结构上下波动的程度定义为资本结构波动。

从理论上讲,引起资本结构波动的情况有两种:一种是目标资本结构变动引起实际资本结构调整,从而带动实际资本结构波动;另一种是企业短期内资本总量调整引起增资或减资,当企业在短期内不能按目标资本结构进行资本总量调整时,就有可能使得实际资本结构偏离目标资本结构,进而引发资本结构波动。

(二) 融资约束与资本结构波动

Fazzari 等首次提出了融资约束的概念,他们认为在不完全资本市场中,由于税收、信息不对称、交易成本等因素的存在,与内部融资相比,企业外部筹资需要支付更高的成本,因此当内部融资与外部融资成本存在较大差异时,企业将会依赖于成本较低的内部融资,这样就产生了融资约束问题^[4]。

我国不同类型的企业的融资约束存在差异。总的来说,民营企业、中小企业在银行借款和资本市场融资方面均存在一定的劣势,他们的融资约束程度相对于国有企业和大企业来说较高^[5-6]。这些融资约束使得民营企业和中小企业很难进行股权融资,且在银行借款方面也有一定的难度。融资约束能够助推企业资本结构波动,这是因为如果存在融资约束,企业就不能够按目标资本结构规定的各种融资渠道筹集资本,而只能通过单一或受限的融资渠道融资。如果一个企业长期只能通过某一个渠道融资,则总资本中某一类资本所占比例就会逐步增加,其他资本来源所占总资本比例就会逐步减少,如此一来实际资本结构就会逐步偏离目标资本结构。基于以上分析,本文提出假设 1。

假设 1:融资约束较高的企业,其资本结构波动程度较高。

(三) 企业规模与资本结构波动

与中小企业相比,大企业的资本结构受到短期资本增减调整引发的冲击更小,原因主要在于以下三个方面:(1)大企业更注重战略性发展^[7-8],因此临时性资本调整发生的概率较小;(2)大企业的资本规模较大,临时性资本总量调整对其资本结构的影响相对较小;(3)大企业抗外部冲击的能力更强,目标资本结构比中小企业更稳定,因此其资本结构波动更小。

此外,与中小企业相比,大企业的融资约束程度更低。第一,大企业一般具有较强的风险分散能力^[9],其较容易利用外部融资来对资本结构进行调整,从而使得资本结构波动变小。第二,大企业受到投资者的关注较多,信息不对称程度就会降低^[10-11],所以其更容易获得多种融资支持,以对资本结构进行调整,使资本结构的波动变小。第三,大企业的多元化程度较高^[12],经营活动产生的现金流相对较均衡,进而为其提供了低成本资本结构调整的机会^[13]。第四,大企业更有能力承担因资本结构调整而支付的固定成本^[14]。综上所述,本文提出假设 2。

假设 2:与中小企业相比,规模较大企业进行资本结构调整的可能性更低,融资约束更小,资本结构波动程度更低。

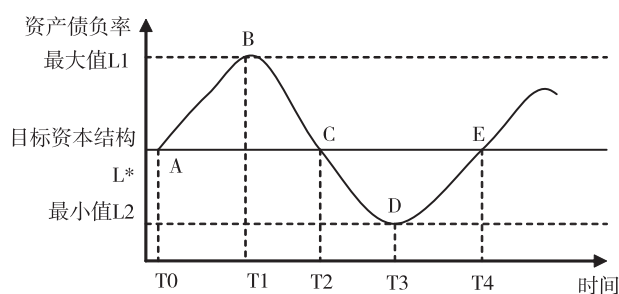


图 1 资本结构波动示意图

二、研究设计

(一) 样本选择

本文选取 2003—2012 年我国沪、深两市 A 股上市公司的财务数据进行分析,并根据研究需要对不符合要求的样本进行了剔除:(1)剔除金融类上市公司;(2)剔除 PT、ST、*ST 上市公司;(3)剔除数据缺失的公司。经筛选,最终共获得 11167 个研究样本。上市公司的财务数据来自 CSMAR 数据

库和 Wind 咨询数据库。为了减少异常值对研究结论的影响,本文对所有连续性变量进行了 1% 水平的 Winsorize 处理,数据处理软件是 STATA9.0 和 SAS9.1。

(二) 变量定义与模型设定

1. 变量定义

本文的被解释变量是资本结构波动,用公司某年度四个季度末和年初资产负债率的标准差来衡量。解释变量有两个:一是公司规模 (*SIZE*),用公司年度末总资产的自然对数来衡量。二是融资约束 (*FCCOV*)。已有文献对融资约束的计量方法主要有三种:第一种是根据现金流敏感度(投资-现金流)来衡量^[15-17],现金流敏感度越高,说明融资约束越大。第二种是采用股利支付率或资产规模等单变量作为计量指标,股利支付率越高或资产规模越大,说明融资约束越小^[4,18]。第三种是采用流动比率、资产负债率、销售净利率、销售增长率、松弛变量、固定资产净值比率与融资约束之间的线性关系构造方程进行计量^[18-19]。由于我国的企业股利政策具有不规范性^[20-21],因此股利并不能客观反映企业的融资政策,而多元判别方法可能会因指标和系数选择问题而导致融资约束的计量失之主观。鉴于此,本文采用投资-现金流敏感度来对融资约束进行计量。变量的具体定义如表 1 所示。

表 1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量代码	变量定义	预计符号
被解释变量	资本结构波动	<i>LEVD</i>	公司每年期初和每季度末资产负债率的年度标准差	NA
解释变量	融资约束	<i>FCCOV</i>	现金及现金等价物当期增加额/期初总资产	+
	公司规模	<i>SIZE</i>	公司年末总资产的自然对数	-
控制变量	产权性质	<i>State</i>	按最终控制人的性质分类,国有企业取值为 1,民营企业取值为 0,其他类型的企业取值为 2	-
	净资产收益率	<i>ROE</i>	税后净利润/期末净资产	-
	非债务税盾	<i>NDTS</i>	折旧额/期末总资产	-
	资产的有形性	<i>Tang</i>	(固定资产 + 存货)/总资产	-
	公司的成长性	<i>Growth</i>	(本期主营业务收入总额 - 上期主营业务收入总额)/上期主营业务收入总额	+
	资产的流动性	<i>Liquid</i>	用流动比率来衡量,即流动资产/流动负债	-
	股权集中度	<i>TPI</i>	用第一大股东持股比例来衡量	不确定
	破产的可能性	<i>Brisk</i>	用修正的 Z 值衡量,即 $Z = \text{总资产} / (3.3 \times \text{息税前利润} + \text{销售收入} + 1.4 \times \text{留存收益} + 1.2 \times \text{净营运资本})$	不确定
	公司声誉	<i>Age</i>	以公司上市年龄来度量	-
	行业	<i>Ind</i>	虚拟变量,根据证监会对制造业的二级分类标准进行分类,用来控制行业因素的影响。属于某行业取值为 1,否则取值为 0	NA
年度	<i>Year</i>	虚拟变量,属于某年度取值为 1,否则取值为 0	NA	

2. 模型设定

为了检验假设 1 和假设 2,本文建立以下检验模型:

$$LEVD = \beta_0 + \beta_1 FCCOV + \beta_2 SIZE + \beta_3 SIZE \times FCCOV + \beta_4 TANG + \beta_5 Growth + \beta_6 ROE + \beta_7 NDTS + \beta_8 Brisk + \beta_9 Liquid + \beta_{10} TPI + \beta_{11} State + \beta_{12} Age + \beta_{13} IND + \beta_{14} Year + \varepsilon$$

三、实证分析

(一) 描述性统计分析

下页表 2 为本文所选取的 11167 个样本的描述性统计结果。从表 2 中可以看出,*LEVD* 的均值为 0.0309,最小值为 0.0035,最大值为 0.1622,说明我国上市公司的资本结构波动幅度并不大。融资约

束(FCCOV)的最小值为-0.2183,最大值为25.39,标准差为1.209,说明上市公司之间的融资约束存在很大差异。公司规模(SIZE)的最小值为19.2094,最大值为25.3934,说明上市公司的规模存在一定的差异。

(二) 相关性分析

表3是变量之间的相关性分析结果。由表3中可知,主要解释变量之间的相关系数都不超过0.6,说明各自变量之间的多重共线性较小,可以进行线性回归分析。

表2 主要变量的描述性统计

变量	观测值	均值	最小值	最大值	标准差	中位数
LEVD	11167	0.0309	0.0035	0.1622	0.022	0.0228
FCCOV	11167	0.0197	-0.2183	25.39	1.209	0.0062
SIZE	11167	21.7223	19.2094	25.3934	1.2091	21.599
ROE	11167	0.0593	-0.9622	0.461	0.1738	0.0676
NDTS	11167	0.02434	0.0005	0.0792	0.0164	0.0212
Tang	11167	0.4644	0.0575	0.8605	0.1788	0.4617
Growth	11167	0.2500	-0.6983	5.1711	0.6842	0.1413
Liquid	11167	1.5007	0.2284	7.4743	1.1438	1.2149
TP1	11167	0.3794	0.0923	0.75	0.160	0.3599
Brisk	11167	1.0626	-11.3766	13.0271	2.3380	0.8665
State	11167	0.8122	0	2	0.5683	1
Age	11167	9.7611	1	19	4.2857	10

表3 主要变量的相关性分析

变量	LEVD	FCCOV	SIZE	ROE	NDTS	Tang	Growth	Liquid	TP1	Brisk	State	Age
LEVD	1.00											
FCCOV	0.18***	1.00										
SIZE	-0.12***	0.07***	1.00									
ROE	-0.09***	0.18***	0.23***	1.00								
NDTS	-0.07***	-0.09***	0.06***	-0.08***	1.00							
Tang	-0.09***	-0.13***	0.13***	-0.01	0.40***	1.00						
Growth	0.20***	0.2***	0.05***	0.24***	-0.06***	0.02**	1.00					
Liquid	0.04***	0.09***	-0.16***	0.11***	-0.20***	-0.22***	-0.01	1.00				
TP1	0.0005	-0.002	0.24***	0.11***	0.11***	0.10***	0.07c	-0.008	1.00			
Brisk	-0.04***	-0.008	0.06***	0.06***	0.007	0.03***	0.002	-0.06***	0.02**	1.00		
State	-0.07***	0.003	0.23***	0.04***	0.08***	0.07***	-0.02**	-0.05***	0.11***	0.02**	1.00	
Age	-0.03***	-0.04***	0.10***	0.03***	-0.11***	-0.09***	-0.003	-0.001	-0.23***	-0.02**	0.03***	1.00

注: *、**、*** 分别表示在10%、5%、1%水平上显著。

(三) 回归结果分析

1. 全样本回归分析

全样本多元回归结果如表4所示。从表4可以看出, 无论是否加入交乘项, FCCOV与LEVD均显著正相关, 表明公司融资约束越高, 资本结构波动越大, 公司实际资本结构围绕目标资本结构上下波动的幅度越大, 假设1得到验证。当不加入交乘项时, SIZE的系数为负且显著性水平小于0.001, 说明资产规模对资本结构波动具有显著的抑制作用, 假设2得到验证。此外, ROE、Tang、Brisk、State、Age均与资本结构波动显著负相关, 说明企业业绩越好、有形资产比例越高、经营和财务风险越小、国有产权比例越高、上市时间越长, 企业资本结构波动越小。Growth的系数显著为正, 说明成长性对资本结构波动具有明显推动作用。

从表4来看, 加入交乘项后, 企业规模与

表4 全样本回归结果

变量	被解释变量(LEVD)			
	不加交乘项		加交乘项	
	系数	T值	系数	T值
FCCOV	0.04742***	18.51	0.04567***	17.77
SIZE	-0.00251***	-10.46		
FCCOV × SIZE			0.00675***	3.32
ROE	-0.02254***	-14.98	-0.02530***	-17.02
NDTS	-0.03173*	-1.66	-0.02817	-1.46
Tang	-0.01263***	-7.63	-0.01382***	-8.33
Growth	0.00787***	21.41	0.00787***	21.24
Liquid	-0.0001	-0.62	0.00029	1.30
TP1	0.00428***	2.6	0.00024	0.15
Brisk	-0.00034***	-3.31	-0.00036***	-3.48
State	-0.00145***	-3.26	-0.00241***	-5.54
Age	-0.00025***	-3.3	-0.00024***	-2.80
行业/年份	控制		控制	
F值	42.68***		42.95***	
Adj R-squared	0.1299		0.1306	
观测值	11167		11167	

注: *、**、*** 分别表示在10%、5%、1%水平上显著。

融资约束的交互项 $FCCOV \times SIZE$ 在 1% 水平上显著,且系数的绝对值比企业规模 ($FCCOV$) 系数的绝对值小,说明虽然融资约束对企业资本结构波动具有驱动作用,但随着企业规模的扩大,这种驱动作用会受到很大抑制,企业规模对融资约束的抑制作用能够抵消融资约束对企业资本结构波动的影响。

2. 分样本回归分析

为检验企业规模、融资约束对不同产权性质企业资本结构波动的影响是否存在差异,本文将总样本根据产权性质细分为国有企业、民营企业和第三类企业^①三个子样本,然后对每个子样本进行回归分析,具体结果见表 5。

表 5 分样本回归结果

变量	模型一			模型二		
	民营企业	第三类企业	国有企业	民营企业	第三类企业	国有企业
$FCCOV$	0.05544 *** (11.12)	0.03442 *** (4.07)	0.04477 *** (14.05)	0.05808 *** (11.00)	0.02651 *** (3.04)	0.04163 *** (12.75)
$SIZE$	-0.00304 *** (-5.09)	-0.006 *** (-6.21)	-0.00183 *** (-6.70)			
$FCCOV \times SIZE$				0.01050 ** (2.45)	0.00808 (1.12)	0.00741 *** (2.91)
ROE	-0.02218 *** (-7.36)	-0.02558 *** (-5.37)	-0.02222 *** (-11.97)	-0.02511 *** (-8.49)	-0.03051 *** (-6.38)	-0.24283 *** (-13.23)
$NDTS$	-0.04665 (-1.02)	-0.05116 (-0.75)	-0.03119 (-1.42)	-0.01590 (-0.35)	-0.01859 (-0.27)	-0.03221 (-1.46)
$Tang$	-0.01310 *** (-3.81)	-0.02099 *** (-3.73)	-0.01107 *** (-5.49)	-0.01524 *** (-4.45)	-0.02547 *** (-4.47)	-0.01147 *** (-5.68)
$Growth$	0.00644 *** (9.56)	0.0085 *** (7.47)	0.00846 *** (17.50)	0.00651 *** (9.61)	0.00866 *** (7.43)	0.0084 *** (17.13)
$Liquid$	-0.00013 (-0.27)	0.0005 (0.57)	-0.00016 *** (-0.58)	0.00025 (0.54)	0.00136 (1.51)	0.0002 (0.74)
$TP1$	0.00897 ** (2.28)	0.01912 *** (3.31)	0.00353 * (1.81)	0.00466 (1.20)	0.02139 *** (3.63)	0.0037 (0.19)
$Brisk$	-0.00013 (-0.66)	0.00037 * (1.03)	-0.00062 *** (-4.78)	-0.00014 (-0.69)	0.00042 (1.12)	-0.00064 *** (-4.97)
Age	-0.00006 (-0.66)	0.00003 (0.11)	-0.000026 *** (-3.0)	0.00007 (0.37)	-0.0003 (-1.05)	-0.00023 *** (-2.68)
行业/年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
F 值	11.88 ***	8.29 ***	27.93 ***	11.30 ***	6.85 ***	26.83 ***
Adj R-squared	0.1222	0.1970	0.1250	0.1165	0.1644	0.1205
N	3049	952	7166	3049	952	7166

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著。

表 5 中显示:民营企业 $FCCOV$ 的系数为 0.05544,第三类企业 $FCCOV$ 的系数为 0.03442,国有上市公司 $FCCOV$ 的系数为 0.04477,说明在三组子样本中民营企业资本结构波动受融资约束的影响较大,而国有企业资本结构波动受融资约束的影响较小,主要原因是在现实生活中,民营企业无论在债务融资还是在股权融资方面都受到更多的体制性歧视^[22],这使得民营企业的融资约束要高于国有企业和第三类企业。另外,从表 5 中还可以看出,在不同产权性质的企业中,公司规模 ($SIZE$) 对资本结构波动 ($LEVD$) 的影响程度不同,其中民营企业和第三类企业的资本结构波动受企业规模的影响较大,而国有企业的资本结构波动受企业规模的影响较小,这充分说明政府支持是降低企业资本结构波动的一个重要因素,能在一定程度上抵消其他因素对资本结构的影响。

①第三类企业是指除所有国有企业和民营企业的上市公司以外的上市公司,主要包括公众企业、集体企业和外资企业。

3. 稳健性分析

为进一步检验回归结果的准确性,本文采用以下三种方式进行稳健性检验:(1)将投资-现金流敏感性的大小作为划分融资约束高低的标准,将投资-现金流敏感性小于中位数0.0062的公司作为低融资约束公司,大于或等于0.0062的公司作为高融资约束公司。回归结果与前文大致相同。(2)用企业规模(size)和企业的年龄(Age)来衡量融资约束,构造 $SA^{[23]}$ 作为融资约束的计量指标,多元回归结果如表6所示。融资约束(SA)的系数为-0.0047且显著,说明SA指数越大,融资约束越小,资本结构波动越小;在对模型二进行回归时,SA的系数为负,而交互项 $SA \times SIZE$ 的系数为正且绝对值比SA系数的绝对值小,说明企业规模能够抵消融资约束对资本结构波动的推动作用,假设1和假设2再次得到验证。(3)进行分年度检验。2008年爆发的金融危机可能会引起中国企业的融资行为发生变化,因此本文将研究区间分成2003—2007年和2008—2012年两个时间段分别进行检验,所得结论与前文一致。

表6 稳健性检验结果

变量	被解释变量(LEVD)			
	模型一		模型二	
	系数	T值	系数	T值
<i>FCCOV</i>	-0.0047***	-9.44	-0.0049***	-9.20
<i>SIZE</i>				
<i>FCCOV</i> × <i>SIZE</i>			0.00024	1.14
<i>ROE</i>	-0.0194***	-12.81	-0.01927***	-12.66
<i>NDTS</i>	-0.0335*	-1.72	-0.03488*	-1.79
<i>Tang</i>	-0.0159***	-9.54	-0.01585***	-9.48
<i>Growth</i>	0.0089***	24.13	0.0089***	24.10
<i>Liquid</i>	0.0001	0.45	0.0001	0.42
<i>TP1</i>	0.0038**	2.30	0.0038*	2.28
<i>Brisk</i>	-0.00036***	-3.42	-0.00036***	-3.41
<i>State</i>	-0.0015***	-3.26	-0.0014***	-3.15
<i>Age</i>	0.00016*	1.93	0.0002**	2.11
行业/年份	控制		控制	
F值		34.03***		33.22***
Adj R-squared		0.1034		0.1035
N		11167		11167

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著。

四、研究结论

本文利用2003—2012年我国A股上市公司数据,研究企业规模、融资约束对资本结构波动的影响,并进一步考察不同产权性质企业的资本结构波动受公司规模、融资约束水平以及其他因素影响的差异性。研究发现:(1)企业规模对资本结构波动具有抑制作用,即规模越大的企业,资本结构波动越小;融资约束会驱动企业资本结构波动;随着企业规模的扩大,企业规模对资本结构波动的抑制作用会抵消融资约束对资本结构波动的助推作用。(2)在不同产权性质条件下,企业规模、融资约束对资本结构波动的影响存在明显差异。国有企业的规模和融资约束因素对资本结构波动的影响都小于民营企业,说明政府支持对资本结构波动具有抑制作用。

参考文献:

- [1] Korajczyk R, Levy A. Capital structure choice, macro-economic conditions and financial constraints[J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 68: 75 - 109.
- [2] 姜付秀, 屈耀辉, 陆正飞, 等. 产品市场竞争与资本结构动态调整[J]. *经济研究*, 2008(4): 99 - 111.
- [3] 林毅夫, 李永军. 中小金融机构发展与中小企业融资[J]. *经济研究*, 2001(1): 11 - 18.
- [4] Fazzari M, Hubbard G, Petersen C. Financing constraints and corporate investment[J]. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988, 19: 141 - 206.
- [5] 罗党论, 甄丽明. 民营控制、政治关系与企业融资约束——基于中国民营上市公司的经验证据[J]. *金融研究*, 2008(12): 164 - 176.
- [6] 王明虎. 银行业竞争、信贷规模歧视和上市公司银行借款融资差异[J]. *经济经纬*, 2010(4): 139 - 143.

- [7]朱小斌,颜光华. 中小企业战略计划的行为模式——来自我国七省市的调查研究[J]. 经济管理,2006(5):32-35.
- [8]谢绚丽,赵胜利. 中小企业的董事会结构与战略选择——基于中国企业的实证研究[J]. 管理世界,2011(1):101-111.
- [9]Titman S,Wessels R. The determinant of capital structure choice[J]. Journal of Finance,1988,43:1-19.
- [10]Rajan R,Zingales L. What do we know about capital structure: some evidence form international data[J]. Journal of Finance,1995,50,1421-1460.
- [11]黄辉. 制度导向、宏观经济环境与企业资本结构调整——基于中国上市公司的经验证据[J]. 管理评论,2009(3):11-13.
- [12]Tong Zhenxu. Firm diversification and the value of corporate cash holdings[J]. Journal of Corporate Finance,2011,17:741-758.
- [13]Fanlkender M W,Flammery M J,Hankins K W,et al. Do adjustment costs impeding realization of target capital structure? [R]. SSRN Working Paper 972148,2008.
- [14]常亮,连玉君. 融资约束与资本结构的非对称调整——基于动态门限模型的经验数据[J]财贸研究,2013(2):138-144.
- [15]Almeida H,Campello M,Weisbach M S. The cash flow sensitivity of cash [J]. Journal of finance,2004,59:1777-1804.
- [16]Gomes J F. Financing investment [J]. American Economic Review,2001,91:1263-1285.
- [17]McVanel D,Nikita P. Financial constraints and the cash-holding behaviour of Canadian firms[R]. Bank of Canada Discussion Paper,2008.
- [18]魏锋,刘星. 融资约束、不确定性对公司投资行为的影响[J]. 经济科学,2004(2):35-43.
- [19]Cleary S. The relationship between firm investment and financial status[J]. Journal of Finance,1999,54,673-692.
- [20]吕长江,王克敏. 上市公司股利政策的实证分析[J]. 经济研究,1999(12):31-38.
- [21]应展宇. 股权分裂、激励问题与股利政策——中国股利之谜及其成因分析[J]. 管理世界,2004(7):108-119.
- [22]孙铮,李增泉,王景斌. 所有权性质、会计信息与债务契约[J]. 管理世界,2006(10):100-102.
- [23]Hadlock J C,Piece J R. New evidence on measuring financial constraints; moving beyond the KZ index [J]. Review of Finance Study,2010,23:1909-1940.

[责任编辑:王丽爱,黄 燕]

Firm Scale, Financing Constraints, and Capital Structure Fluctuation

WANG Minghu, WANG Xiaowei

(School of Business, Anhui University of Technology, Maanshan 243002, China)

Abstract: Capital structure fluctuation (CSF) alters financial risk and capital cost, which is an important factor affecting firm value. But it still needs further research to make out which factors affect CSF. In this article, based on the financial data of A-share listed firms from Shanghai Security Exchange and Shenzhen Security Exchange (2003—2012), we try to disclose the effect of firm scale and the expansion of financing constraints on CSF. We find that financing constraints have a positive relation with CSF; firm size has a negative relation with CSF. Firm scale growth can offset the driving effect of financial constraints on CSF; the effect of firm scale and the expansion of financing constraints affecting CSF in a state owned firm is less than that of a private firm.

Key Words: firm scale; corporate financing constraints; capital structure regulation; concentration of ownership; state-owned firms; private firms; financial risk