

股权集中度与资本结构动态调整研究

贺 康,李盼盼,刘 巍

(四川大学 锦城学院,四川 成都 611731)

[摘 要]以 2003—2015 年沪深 A 股上市公司为研究样本,考察股权集中度与资本结构动态调整之间的关系,并通过分组检验考察产权性质、公司规模和盈利情况对股权集中度与调整速度之间关系的影响,结果表明:股权集中度的提高将加快资本结构调整速度;在资本结构向下调整的子样本中,股权集中度的提高对加快资本结构调整速度有更加明显的效果,说明股权集中度对资本结构动态调整的影响具有非对称性;股权集中度对资本结构动态调整速度的促进作用在民营企业、小规模公司和盈利的公司中更为明显。

[关键词]股权集中度;资本结构均衡;资本市场;企业债务融资;股权制度改革;产权性质;企业规模

[中图分类号]F279.15 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2017)02-0049-09

近年来,学者们对于资本结构的研究已经由考察其影响因素的静态观发展到考察资本结构动态调整的动态观^[1]。以 Fischer 为代表的动态资本结构理论认为,公司存在最优资本结构,当公司的资本结构偏离最优资本结构时,提高或降低负债率将有利于提升公司价值^[2]。但是,由于现实中的市场是不完备的,存在大量市场摩擦和交易成本,公司调整资本结构会产生一定的成本,因此,在理性“经济人”假设的前提下,只有当调整收益大于调整成本时,公司才会对资本结构进行目标调整。

已有文献从不同视角研究了资本结构动态调整的影响因素,但是从股权结构视角出发研究资本结构动态调整的成果并不多见。然而,股权结构的合理安排作为公司治理的手段之一,研究其对资本结构动态调整的影响对我国正在进行的股权制度改革具有重要意义。鉴于此,本文拟首先考察股权集中度及其变化值对资本结构调整速度的影响。其次,在区分不同调整方向的基础上,考察股权集中度及其变化值对调整速度的影响是否会有所不同。最后,我们将进一步分析产权性质、公司规模和盈利情况的不同是否会影响股权集中度与资本结构调整速度之间的关系。

一、文献回顾

资本结构权衡理论认为,公司存在最优资本结构,其平衡点位于债务融资的收益(利息税盾效应)与债务融资的成本(财务困境成本)相等处。当公司的资本结构偏离最优资本结构时,公司可以通过提高或降低资产负债率来改善企业的经营状况和财务安全状况,进而提升企业的价值。但是,由于市场摩擦的存在,企业在进行资本结构趋向目标的调整过程中会产生调整成本,只有当调整收益大于调整成本时,企业才会进行资本结构调整。此外,即使公司在某个阶段调整到了最优资本结构状态,也不会一直维持在最优水平,因为维持成本太高。因此,企业的资本结构处于不断优化过程中,呈现出对最优水平资本结构的偏离—接近—再偏离—再接近这样一个不断循环的过程^[3]。

已有文献从不同视角研究了资本结构动态调整的影响因素,我们将这些影响因素归纳为以下三

[收稿日期]2016-09-29

[作者简介]贺康(1989—),男,四川内江人,四川大学锦城学院讲师,主要研究方向为公司金融与公司治理;李盼盼(1990—),女,河南许昌人,四川大学锦城学院讲师,主要研究方向为资本市场财务研究;刘巍(1991—),女,内蒙古赤峰人,四川大学锦城学院讲师,主要研究方向为企业内部审计。

个方面:第一,公司所处的制度环境,如融资约束程度、产品市场竞争程度、市场化进程、法律环境、宏观经济状况等^[3-6]。公司所处的制度环境越完善,相应的市场摩擦越小,交易成本越低,调整速度就越快。第二,企业特征也是影响其动态调整的重要因素。赵兴楣和王华从产权性质的视角出发研究发现,预算软约束的存在使得国有企业和民营企业的调整速度存在显著差异^[7]。此外,企业的成长性、管理层特征、企业所得税对资本结构调整速度也会产生一定影响^[8-9]。第三,代理问题对资本结构调整速度也有影响。盛明泉等从高管与股东之间的委托代理角度出发研究发现,高管股权激励强度与资本结构调整速度显著正相关^[10]。Titman 和 Tsyplov 从股东与债权人之间的委托代理视角出发研究发现,股东与债权人的代理冲突越严重,资本结构动态调整速度越慢^[11]。

鉴于对已有文献的回顾,本文拟主要在以下两个方面有所贡献:第一,拓展代理问题对资本结构动态调整的研究框架,选取股权结构中的股权集中度进行研究,考察股权集中度及其变化值对调整速度的影响,并进一步区分在不同调整方向的情况下,两者之间的关系是否存在差异。第二,分析产权性质、公司规模和盈利情况的不同是否会影响股权集中度与资本结构调整速度之间的关系。

二、理论分析与研究假说

随着企业规模的不断扩大,传统的单一投资者和合伙投资者投资已经不能满足企业对资金的需求,于是公司制企业应运而生。这就意味着公司的股东众多,他们不可能对公司的所有事务都进行集体决策,因为这样做的成本太高,股东们需要寻求代理人帮助他们做出相应的决策,从而造成经营权与所有权的分离,由此带来了一系列的委托代理问题,具体表现为公司股东与管理者的目标函数不一致,股东希望实现企业价值最大化,而经理人追求更高的报酬、更多的闲暇时间以及回避风险等,由此产生了由于信息不对称而带来的经理人道德风险问题。

公司治理的目的就是有效降低委托代理成本,缓解逆向选择和道德风险问题,实现企业价值最大化,而股权集中度的提高能够减少股东们的“搭便车”行为,股东们为了自身的利益会对经理人进行监督,这就缓解了经理人与股东之间的代理问题。此外,随着股权集中度的提高,大股东拥有更多的话语权和信息优势,能够缓解两权分离情况下经理人与股东之间的信息不对称问题,约束经理人的机会主义行为^[12]。经理人在大股东的监督下会向着实现企业价值最大化的目标迈进,而实现企业价值最大化的途径之一便是促使实际资本结构向最优资本结构调整,这就有可能加快资本结构动态调整速度。因此,本文预期,股权集中度的提高能够缓解经理人与股东之间的代理问题,激发经理人进行资本结构调整,以实现企业价值最大化。因此,本文提出研究假说 1。

H_1 : 在其他条件一定的情况下,股权集中度越高,企业资本结构调整的速度越快。

资本结构权衡是指在债务收益与债务成本之间相互权衡,即最优资本结构的形成取决于负债带来的节税收益和高负债所带来的财务困境成本之间的权衡。具体来说,公司进行负债的好处是债务产生的利息具有税盾作用,这会使得公司融资成本降低,而股权融资不仅不具备这样的优势,还将面临二次纳税的问题,因此股权融资的融资成本较高。所以,当公司的财务风险较低时,其会加大自身的债务融资比例,以充分利用负债带来的节税效应。但是,随着债务融资比例的进一步加大,企业违约风险增大,同时也会使得股东和债权人之间的代理问题更加严重。所以,公司需要确定一个合理的债务融资比例,既能享受负债带来的节税收益,又不至于陷入财务困境。

当企业的资本结构偏离最优资本结构时,存在向下调整资本结构和向上调整资本结构两种截然相反的情况。当资产负债率高于最优资本结构时,企业处于过度负债的状况,企业会更多地考虑如何降低负债水平,避免陷入财务困境;而当资产负债率低于最优资本结构时,企业负债处于较低的水平,其面临的情况是是否需要获得负债增加带来的节税收益。但是,行为经济学指出,人们对潜在损失的感受与可能收益的感受通常是不对称的^[13]。由于企业对潜在损失的感受要比获得可能收益的感受更强烈,回避

潜在损失的动机比趋向获得可能收益的动机要更加强烈,因此,在资本结构动态调整上,股权集中度对资本结构动态调整速度的促进作用会不可避免地受到这种不对称性的影响,即表现为向下调整要比向上调整更为敏感和及时,这是因为向下调整是为了回避财务困境成本,而向上调整是为了获得节税收益。黄继承等、盛明泉等的研究也表明,在不同的负债水平上,公司调整资本结构的动机不尽相同,调整的速度也不相同^[6, 10]。因此,本文预期在资本结构的不同调整方向上,股权集中度促进资本结构动态调整速度的作用存在差异,即向下调整时的作用更加明显。基于上述分析,本文提出研究假说2。

H₂:在其他条件一定的情况下,当资本结构向下调整时,股权集中度的提高对资本结构调整速度的促进作用更大。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

由于较长的时间跨度更有利于研究资本结构的动态调整行为^[10, 14],因此,本文的初始研究样本为2003—2015年间沪深A股上市公司。同时,我们对初始样本按照如下标准进行筛选:(1)剔除金融保险类上市公司;(2)剔除相关数据缺失的样本;(3)剔除被ST、PT的样本观测值;(4)剔除同时发行A股和B股的观测值;(5)删除资产负债率大于1的观测值。此外,本文对主要变量在1%和99%分位数上进行Winsor缩尾处理。最终,我们共得到14997个公司总样本年度观测值。由于本文的研究数据主要集中在上市公司的财务信息和股权结构信息方面,因此本文的数据主要来源于国泰安以及锐思数据库。

(二) 模型设定与变量选择

本文采用标准部分调整模型来估计资本结构调整速度,并以此作为分析股权集中度对资本结构动态调整影响的基准模型。

$$Lev_{i,t} - Lev_{i,t-1} = \delta(Lev_{i,t}^* - Lev_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, $Lev_{i,t}$ 和 $Lev_{i,t-1}$ 分别表示公司第 t 年和第 $t-1$ 年末的资产负债率,即资本结构,而 $Lev_{i,t}^*$ 表示公司第 t 年的最优资本结构。 δ 表示公司每年向最优资本结构调整的速度, δ 值越大表示调整速度越快。

为得到公司的最优资本结构 $Lev_{i,t}^*$,本文采用以下模型拟合公司 i 在第 t 年的最优资本结构。

$$Lev_{i,t}^* = \alpha + \beta X_{i,t-1} + v_i \quad (2)$$

其中, $X_{i,t-1}$ 表示决定公司最优资本结构的特征变量,这些变量包括公司规模、盈利能力、有形资产、成长机会、非债务税盾以及资本结构的行业年度中位数等。通过模型(2)的估算,本文得到公司在第 t 年的最优资本结构 $Lev_{i,t}^*$,将其带入模型(1)便可得到公司每年平均的资本结构调整速度 δ 。

本文参照盛明泉等的做法^[10],以模型(1)作为基准模型,通过添加股权集中度与资本结构偏离程度交互项的方式来考察股权集中度对资本结构调整速度的影响。模型如下:

$$Lev_{i,t} - Lev_{i,t-1} = (\gamma_0 + \gamma_1 CR_{i,t})(Lev_{i,t}^* - Lev_{i,t-1}) + CR_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中,本文采用第一大股东持股比例 $CR_{i,t}$ 来衡量公司 i 在第 t 年的股权集中度^[15],并采用前三大股东和前五大股东持股比例进行稳健性检验。 γ_1 是股权集中度与资本结构偏离程度交互项的回归系数,用于衡量股权集中度对资本结构调整速度的影响。若回归系数为正,则表明随着股权集中度的提高,资本结构调整速度将显著提高。同时,为获得更加直观的经济解释,本文对股权集中度 $CR_{i,t}$ 进行标准差为1、均值为0的标准化处理。此外,本文还按照负债不足和过度负债的标准将全部样本公司划分为向上调整的子样本和向下调整的子样本两组,以对模型(3)进行回归分析。

主要变量的具体定义如表1所示。

(三) 描述性统计与相关分析

1. 主要变量的基本描述

表2为主要变量的描述性统计结果。由表2可知,上市公司最优资本结构 $Lev_{i,t}^*$ 的均值和中位数

均为 0.452,标准差为 0.071;实际资本结构与最优资本结构的偏离程度 $Dev_{i,t}$ 的均值和中位数分别是 0.003 和 -0.004,标准差为 0.175,标准差较大说明不同公司的实际资本结构与最优资本结构之间的偏离程度差异较大。在需要向上调整的子样本中,资本结构偏离程度 $Under_Lev_{i,t}$ 的均值和中位数分别是 0.148 和 0.135,标准差为 0.102。在需要向下调整的子样本中,资本结构偏离程度 $Over_Lev_{i,t}$ 的均值和中位数分别是 -0.137 和 -0.122,标准差为 0.099。本文的主要考察对象股权集中度 $CR_{i,t}$ 的均值和中位数分别是 36.493 和 34.153,标准差为 15.529,说明我国上市公司的股权比较集中。此外,公司特征变量的数据分布情况总体较为合理,此处不再赘述。

2. 主要变量的相关性检验

表 3 报告了主要变量之间的相关性检验结果。由表 3 可知:(1)资本结构偏离程度 $Dev_{i,t}$ 与资本结构实际调整程度 $D_Lev_{i,t}$ 在 1% 水平上显著正相关,说明我国上市公司确实有向最优资本结构调整的倾向。(2)股权集中度 $CR_{i,t}$ 与资本结构实际调整程度 $D_Lev_{i,t}$ 也存在正相关关系,这在某种程度上表明股权集中度的提高可能会使得资本结构调整

速度加快。(3)资本结构 $Lev_{i,t}$ 与调整方向 $Direction$ 显著正相关,说明在向下调整的子样本中,公司的资产负债率总体较高,降低风险的动机更强。(4)资本结构 $Lev_{i,t}$ 与公司规模 $Size_{i,t}$ 和有形资产 $Tang_{i,t}$ 显著正相关,这意味着更大的公司规模和更强的偿债能力将提高公司债务融资能力。(5)资本结构 $Lev_{i,t}$ 与盈利能力 $Roa_{i,t}$ 显著负相关,说明高负债蕴含的财务风险降低了公司的盈利能力。

表 3 主要变量的 Pearson 相关性分析

变量	D_Lev	Dev	Lev	$Direction$	CR	Roa	$Grow$	Dep	$Size$	$Tang$	$Median$
D_Lev	1										
Dev	0.267***	1									
Lev	0.266***	-0.805***	1								
$Direction$ ④	-0.207***	-0.818***	0.687***	1							
CR	0.027***	0.048***	0.017**	-0.037***	1						
Roa	-0.173***	0.208***	-0.340***	-0.188***	0.107***	1					
$Grow$	0.131***	-0.00300	0.081***	0.000	0.040***	0.087***	1				
Dep	-0.118***	-0.079***	-0.038***	0.062***	0.095***	-0.090***	-0.077***	1			
$Size$	0.035***	-0.138***	0.316***	0.161***	0.256***	0.133***	0.044***	0.031***	1		
$Tang$	0.143***	-0.163***	0.345***	0.162***	0.107***	-0.108***	0.083***	0.227***	0.069***	1	
$Median$	0.052***	-0.233***	0.426***	0.239***	0.095***	-0.120***	0.099***	-0.078***	0.107***	0.371***	1

注: *、** 和 *** 分别表示在 10%、5% 和 1% 水平上显著。

① $Dev_{i,t} = Lev_{i,t}^* - Lev_{i,t-1}$ 表示公司在第 t 年初实际资本结构偏离最优资本结构的程度。

② $Under_Lev$ 表示公司实际资本结构低于最优资本结构,需要向上调整; $Over_Lev$ 表示公司实际资本结构高于最优资本结构,需要向下调整。

③ $D_Lev_{i,t} = Lev_{i,t} - Lev_{i,t-1}$ 表示公司在第 t 年资本结构的实际调整程度。

④ 在此, $Direction$ 为指示变量,当取值为 1 时,说明公司 i 在第 t 年初的实际资本结构高于目标资本结构,公司将向下调整资本结构;当取值为 0 时,则说明公司将向上调整资本结构。

四、实证结果及分析

(一) 股权集中度与资本结构调整速度

表4为股权集中度对资本结构调整速度影响的回归结果。

表4 股权集中度对资本结构调整速度的影响

变量	Panel A			Panel B			Panel C		
	Model1 All	Model2 Under_Lev	Model3 Over_Lev	Model4 All	Model5 Under_Lev	Model6 Over_Lev	Model7 All	Model8 Under_Lev	Model9 Over_Lev
<i>Dev</i>	0.465 *** (55.05)	0.475 *** (28.03)	0.526 *** (29.33)	0.468 *** (55.42)	0.474 *** (28.06)	0.543 *** (30.11)	0.459 *** (54.31)	0.467 *** (27.65)	0.509 *** (28.22)
<i>CR</i>				-0.006 *** (-3.23)	0.019 *** (4.90)	-0.009 ** (-2.47)			
<i>CRxDev</i>				0.038 *** (5.30)	-0.003 (-0.19)	0.073 *** (4.50)			
ΔCR							0.005 *** (5.18)	0.008 *** (3.59)	0.010 *** (5.11)
$\Delta CRxDev$							0.040 *** (9.11)	0.008 (0.63)	0.065 *** (7.02)
Constant	0.019 *** (6.19)	-0.046 *** (-9.02)	0.087 *** (18.35)	0.003 (0.95)	-0.045 *** (-8.95)	0.030 *** (6.13)	0.014 *** (4.66)	-0.038 *** (-7.10)	0.085 *** (18.08)
N	14997	7368	7629	14997	7368	7629	14997	7368	7629
Within. R ²	0.229	0.133	0.193	0.232	0.138	0.202	0.235	0.140	0.200

注:被解释变量为公司的资本结构实际调整程度 $D_Lev_{i,t}$; *、**和***分别表示在10%、5%和1%水平上显著;括号内为 t 值;以上回归结果均控制了年度效应。下同。

表4中的Panel A报告了样本区间内上市公司资本结构动态调整的整体趋势以及不同调整方向下资本结构调整速度的差异。结果显示,在Model1中,公司 i 在第 t 年初的资本结构偏离程度 $Dev_{i,t}$ 与第 t 年资本结构实际调整程度 $D_Lev_{i,t}$ 显著正相关,平均调整速度为46.5%,这符合资本结构动态调整理论预期,说明公司确实存在向最优资本结构方向调整的趋势。Model2和Model3是资本结构向上调整和向下调整的子样本回归结果,根据回归结果我们发现:无论向上调整的子样本还是向下调整的子样本,资本结构偏离度 $Dev_{i,t}$ 与实际调整程度 $D_Lev_{i,t}$ 均在1%水平上显著正相关;同时,向上调整时资本结构的平均速度为47.5%,而向下调整时资本结构的平均速度为52.6%,这说明公司在不同方向上进行资本结构动态调整时存在差异,即向下调整的速度更快。

Panel B报告了样本区间内上市公司股权集中度对资本结构动态调整速度的影响。在Model4中,从股权集中度与资本结构偏离程度的交互项 $CRxDev$ 可以看出,股权集中度的增强将显著提高资本结构调整速度。同时,从经济意义上来讲,股权集中度 $CR_{i,t}$ 每上升一个标准差,资本结构调整速度将提高3.8%,相当于平均速度的8.120% ($0.038/0.468$),这说明股权集中度对资本结构动态调整速度的影响不仅在统计上显著,而且具有经济上的显著性,本文的假说1得到验证。Model5和Model6检验了不同调整方向上股权集中度对资本结构调整速度的影响和差异,结果显示,在向下调整的子样本中,股权集中度与资本结构偏离度的交互项 $CRxDev$ 同资本结构实际调整程度 $D_Lev_{i,t}$ 显著正相关,说明股权集中度程度的加强将显著提高向下调整的速度;但是,在资本结构向上调整的子样本中交互项却不显著,这说明股权集中度在向下调整时发挥的作用更大。基于以上结果,本文的假说2得到验证。

此外,本文还从动态角度检验了股权集中度对资本结构调整的影响,回归结果如Panel C所示。在Model7中,从股权集中度的变化值与资本结构偏离程度的交互项 $\Delta CRxDev$ 可以看出,股权集中度提高得越快,资本结构的调整速度也将越快。同时,股权集中度的变化值 $\Delta CR_{i,t}$ 每上升一个标准差,资本结构调整速度将提高4.0%,相当于平均速度的8.715% ($0.4/0.459$)。Model8和Model9检验了不同调整方向上股权集中度的变化值对资本结构调整速度的影响和差异,回归结果与Model5和Model6基本一致。

综上,无论是静态角度还是动态角度,股权集中度与资本结构调整速度均呈现显著的正相关关

系。同时,在向下调整的子样本中,股权集中度对资本结构趋向最优的促进作用更加明显。

(二) 稳健性检验

为验证上述检验结果的稳健性,本文从以下两个方面进行稳健性检验:第一,分别采用公司前三位大股东持股比例、前五位大股东持股比例代替第一大股东持股比例来检验股权集中度与资本结构调整速度之间的关系。第二,对于最优资本结构的衡量,本文采用第 t 年的公司特征变量代替第 $t-1$ 年的公司特征变量来拟合公司的最优资本结构 $Lev_{i,t}^*$ ^[16]。表 5 和表 6 报告了稳健性检验结果。

从表 5 中的 Model1 和 Model4 可以看出,股权集中度的替代指标与资本结构偏离程度的交互项 ($Top3xDev$ 、 $Top5xDev$) 均显著正相关,说明无论是用前三大股东持股比例还是用前五大股东持股比例来衡量股权集中度,股权集中度的提高均将显著加快资本结构的调整速度。同时,从 Model3 和 Model6 可以看出,在向下调整的子样

表 5 采用前三位和前五位大股东持股比例替代的回归结果

变量	Panel A			Panel B		
	Model1 All	Model2 Under_Lev	Model3 Over_Lev	Model4 All	Model5 Under_Lev	Model6 Over_Lev
Dev	0.473 *** (55.90)	0.472 *** (27.87)	0.563 *** (30.85)	0.476 *** (56.28)	0.473 *** (27.90)	0.571 *** (31.30)
$Top3$	-0.011 *** (-6.04)	0.013 *** (3.52)	-0.008 ** (-2.27)			
$Top3xDev$	0.048 *** (6.93)	-0.011 (-0.76)	0.120 *** (7.69)			
$Top5$				-0.015 *** (-8.64)	0.006 * (1.79)	-0.010 *** (-3.01)
$Top5xDev$				0.056 *** (8.34)	-0.002 (-0.11)	0.140 *** (9.16)
_cons	0.002 (0.64)	-0.046 *** (-9.06)	0.027 *** (5.44)	0.001 (0.47)	-0.046 *** (-9.07)	0.025 *** (4.98)
N	14997	7368	7629	14997	7368	7629
Within. R ²	0.235	0.135	0.212	0.238	0.134	0.221

本中,股权集中度对资本结构趋向最优的促进作用更加明显。表 6 用第 t 年的公司特征变量重新拟合了最优资本结构 $Lev_{i,t}^*$,所得回归结论与表 4 基本一致,这里不再赘述。上述结果说明,本文结论具有一定的稳健性。

表 6 最优资本结构 $Lev_{i,t}^*$ 用第 t 年的公司特征变量拟合的回归结果

变量	Panel A			Panel B			Panel C		
	Model1 All	Model2 Under_Lev	Model3 Over_Lev	Model4 All	Model5 Under_Lev	Model6 Over_Lev	Model7 All	Model8 Under_Lev	Model9 Over_Lev
Dev	0.465 *** (55.05)	0.475 *** (28.03)	0.526 *** (29.33)	0.468 *** (55.42)	0.474 *** (28.06)	0.543 *** (30.11)	0.459 *** (54.31)	0.467 *** (27.65)	0.509 *** (28.22)
CR				-0.006 *** (-3.23)	0.019 *** (4.90)	-0.009 ** (-2.47)			
$CRxDev$				0.038 *** (5.30)	-0.003 (-0.19)	0.073 *** (4.50)			
ΔCR							0.005 *** (5.18)	0.008 *** (3.59)	0.010 *** (5.11)
$\Delta CRxDev$							0.040 *** (9.11)	0.008 (0.63)	0.065 *** (7.02)
_cons	0.019 *** (6.19)	-0.046 *** (-9.02)	0.087 *** (18.35)	0.003 (0.95)	-0.045 *** (-8.95)	0.030 *** (6.13)	0.014 *** (4.66)	-0.038 *** (-7.10)	0.085 *** (18.08)
N	14997	7368	7629	14997	7368	7629	14997	7368	7629
Within. R ²	0.229	0.133	0.193	0.232	0.138	0.202	0.235	0.140	0.200

五、进一步的分析

(一) 基于公司不同产权性质的分析

国有企业在一定程度上受到政府的控制,由于约束机制和激励机制的差异,国有企业与民营企业中管理层的行为具有很大的不同。一方面,有政府背景的国有企业更容易从银行等金融机构取得信贷支持,其受融资约束的程度相对较低^[17]。预算软约束在国有企业中更加明显,预算软约束会降低负债的约束性,从而弱化企业调整资本结构的动力。另一方面,国有企业的薪酬制度存在诸多管制,而民营企业完全按照市场化规律运作,激励、考核和监督机制相对完善,薪酬设计更加市场化。与国

有企业相比,民营企业高管的薪酬业绩敏感性更高,进而会对高管优化资本结构的行为产生一定的影响。

基于以上分析,本文预期国有企业和民营企业的资本结构调整速度可能存在差异,股权集中度对调整速度的影响也可能存在不同。因此,本文按照产权性质将样本公司分为国有企业和民营企业,分组进行回归分析。表7中的 Model1 和 Model 2 报告了不同产权性质下资本结构的动态调整情况。结果显示,资本结构偏离程度 $Dev_{i,t}$ 与资本结构实际调整程度 $D_Lev_{i,t}$ 显著正相关,说明国有企业和民营企业均在向最优资本结构调整,但是国有企业的资本结构动态调整速度为

41.8%,而民营企业的资本结构调整速度为 53.0%,即民营企业的调整速度要明显高于国有企业。Model3 和 Model 4 报告了不同产权性质下股权集中度对资本结构调整速度的影响和差异,结果显示,无论是国有企业还是民营企业,股权集中度与资本结构偏离度的交互项 $CR \times Dev$ 均显著正相关,说明股权集中度越高,资本结构调整速度越快。同时,在民营企业中,股权集中度对资本结构调整速度的促进作用要稍稍大于国有企业。

(二) 基于公司不同规模的分析

在资本市场上,大规模公司比小规模公司更容易获得银行贷款和股权融资。一方面,大公司的信息披露机制更加完善,信息透明度更高,代理成本较小,因而比小公司更容易获得投资者的青睐和获得股权融资^[18]。另一方面,大公司一般实行多元化经营,财务风险和经营风险较低,面临的破产可能性较小。同时,大公司的流动价值更大,当公司破产时债权人更有可能得到补偿,因此,大公司的债务代理成本更低,更容易获得银行贷款^[19]。

基于以上分析,本文预期大规模公司和小规模公司的资本结构调整速度可能存在差异,股权集中度对资本结构调整速度的影响也可能存在不同。因此,本文按照期末总资产余额将样本公司等分为两组,第一组为小规模公司,第二组为大规模公司,分别进行回归分析。从表8中的 Model1 和 Model 2 可以看出,小规模公司和大规模公司均在向最优资本结构调整,其中小规模公司的资本结构调整速度为 51.1%,大规模公司的资本结构调整速度为 58.1%,即大规模公司的资本结构调整速度较快。Model3 和 Model 4

加入了股权集中度与资本结构偏离程度的交互项,结果显示,无论是小规模公司还是大规模公司,股权集中度的提高均会加快资本结构调整速度,同时股权集中度的作用在小规模公司中更为明显,原因可能是:一方面,小规模公司的实际资本较少,股权更容易集中;另一方面,小规模公司本身的调整速度就较慢,因此股权集中度的提高就更容易发挥作用。

(三) 基于公司不同盈利情况的分析

公司在亏损和盈利时,资本结构调整的可能性和迫切性等方面可能会存在显著差异。处于盈利

表7 公司产权性质的回归结果

变量	Panel A		Panel B	
	国有企业 Model1	民营企业 Model2	国有企业 Model3	民营企业 Model4
Dev	0.418 *** (31.71)	0.530 *** (39.78)	0.407 *** (30.06)	0.549 *** (39.75)
CR			-0.013 *** (-4.27)	0.004 (1.15)
$CR \times Dev$			0.059 *** (5.36)	0.062 *** (5.18)
$_{-}cons$	0.009 ** (2.24)	0.022 *** (3.91)	0.009 ** (2.24)	0.021 *** (3.79)
N	5714	6621	5714	6621
Within. R^2	0.217	0.255	0.225	0.259

表8 公司规模回归结果的回归结果

变量	调整速度差异		股权集中度	
	小规模公司 Model1	大规模公司 Model2	小规模公司 Model3	大规模公司 Model4
Dev	0.511 *** (32.69)	0.581 *** (39.08)	0.544 *** (32.73)	0.572 *** (36.73)
CR			-0.021 *** (-4.54)	-0.003 (-0.77)
$CR \times Dev$			0.070 *** (4.71)	0.028 ** (2.33)
$_{-}cons$	-0.006 (-0.91)	0.032 *** (6.51)	-0.005 (-0.84)	0.018 *** (3.75)
N	4667	5290	4667	5290
Within. R^2	0.257	0.304	0.265	0.305

状态的公司,由于其财务风险和经营风险等较小,因此管理层进行资本结构调整的动机和迫切性较小;而处于亏损状态的公司,由于其更容易面临财务困境,因此管理层更有动机和迫切性去进行资本结构调整,以使得企业扭亏为盈。

基于以上分析,本文预期不同盈利情况的上市公司,其资本结构调整速度可能存在差异,股权集中度对资本结构调整速度的影响也可能存在不同。因此,本文将全部样本按主营业务收入是否大于零分为盈利组和亏损组进行回归分析。从表9中的 Model1 和 Model 2 可以看出,盈利组和亏损组的上市公司均在向最优资本结构调整,其中盈利组的资本结构调整速度为 50.7%,亏损组的调整速度为 58.9%,即亏损组上市公司的资本结构调整速度较快。Model3 和 Model 4

加入了股权集中度与资本结构偏离程度的交互项,结果显示,在盈利组中,股权集中度的提高显著加快了资本结构调整速度,这可能是因为盈利组本身的资本结构调整速度较慢,所以股权集中度对资本结构动态调整的作用更加明显。

表9 公司盈利情况的回归结果

变量	调整速度差异		股权集中度	
	盈利组 Model1	亏损组 Model2	盈利组 Model3	亏损组 Model4
<i>Dev</i>	0.507 *** (56.37)	0.589 *** (21.73)	0.501 *** (55.55)	0.622 *** (21.20)
<i>CR</i>			0.009 *** (4.38)	-0.023 *** (-3.42)
<i>CRxDev</i>			0.046 *** (5.87)	0.037 (1.49)
<i>_cons</i>	-0.007 *** (-9.26)	0.051 *** (17.92)	-0.008 *** (-9.71)	0.046 *** (13.93)
N	12479	2518	12479	2518
Within. R ²	0.236	0.228	0.240	0.236

六、结论

本文基于委托代理视角,以 2003—2015 年我国沪深 A 股上市公司为研究样本,实证检验股权集中度对资本结构动态调整的影响,并且通过分组检验考察了不同产权性质、公司规模和盈利情况下股权集中度与资本结构动态调整之间关系存在的差异。

根据实证检验结果我们发现,股权集中度及其变化值与资本结构调整速度显著正相关,即股权集中度及其变化值的提高能够加快资本结构调整速度,在区分资本结构的调整方向后我们研究发现,在资本结构向下调整的样本中上述正相关关系更加明显。研究表明,在现阶段,股权集中度的提高对我国上市公司特别是对于负债水平较高的上市公司的资本结构优化能够产生显著的促进作用。进一步的分析表明,与国有企业相比,股权集中度对资本结构调整速度的影响在民营企业中更加显著。此外,从公司规模和盈利情况来看,股权集中度对资本结构调整速度的促进作用在小规模公司和盈利的公司中更为明显。

本文所得结论不仅可以丰富资本结构动态调整方面的研究,而且为我国上市公司适当提高股权集中度、促进企业资本结构优化、缓解大股东的代理问题、实现企业价值最大化提供了一定的经验证据支持,这对我国的股权制度改革具有一定的参考价值。

参考文献:

- [1]李井林,刘淑莲.资本结构动态调整研究综述[J].财务研究,2015(6):41-51.
- [2]FISCHER E R, HEINKEL, ZECHNER J. Dynamic capital structure choice: theory and tests[J]. The Journal of Finance,1989,44(1):19-40.
- [3]姜付秀,黄继承.市场化进程与资本结构动态调整[J].管理世界,2011(3):124-134,167.
- [4]KORAJCZYK R, LEVY A. Capital structure choice, macroeconomic conditions and financial constraints[J]. Journal of Financial Economics, 2003,68(1):75-109.
- [5]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):99-110.
- [6]黄继承,朱冰,向东.法律环境与资本结构动态调整[J].管理世界,2014(5):142-156.

- [7] 赵兴楣,王华. 政府控制、制度背景与资本结构动态调整[J]. 会计研究,2011(3):34-40,94.
- [8] 姜付秀,黄继承. CEO 财务经历与资本结构决策[J]. 会计研究,2013(5):27-34.
- [9] 谢盛纹,孙微微. 企业所得税与资本结构动态调整——来自中国上市公司的经验证据[J]. 会计与经济研究,2015(6):15-27.
- [10] 盛明泉,张春强,王焯. 高管股权激励与资本结构动态调整[J]. 会计研究,2016(2):44-50,95.
- [11] TITMAN S, TSYPLAKOV S. A dynamic model of optimal capital structure[J]. *Review of Finance*,2004,11(3):401-451.
- [12] DEMSETZ H, LEHN K. The structure of corporate ownership: causes and consequences[J]. *Journal of Political Economy*,1985,93(6):1155-1177.
- [13] TVERSKY A, KAHNEMAN D. Loss aversion in riskless choice: a reference dependent model[J]. *Quarterly Journal of Economics*,1991,106(4):1039-1061.
- [14] FLANNERY M J, HANKINS K W. Estimating dynamic panel models in corporate finance[J]. *Journal of Corporate Finance*,2013,19(1):1-19.
- [15] 陈德萍,陈永圣. 股权集中度、股权制衡度与公司绩效关系研究[J]. 会计研究,2011(1):38-43.
- [16] BYOUN S. How and when do firms adjust their capital structure toward targets[J]. *Journal of Finance*,2008,63(6):3069-3096.
- [17] BRANDT L, LI H. Bank discrimination in transition economics: information or incentives[J]. *Journal of Comparative Economics*,2003,31(3):387-413.
- [18] FAMA E F, JENSEN M C. Separation of ownership and control[J]. *Journal of Law and Economics*,1983,26(2):301-325.
- [19] TITMAN S, WESSELS R. The determinants of capital structure choice[J]. *The Journal of Finance*,1988,43(1):1-19.

[责任编辑:王丽爱]

A Research on the Relationship between Ownership Concentration and Dynamic Adjustment of Capital Structure

HE Kang, LI Panpan, LIU Wei

(Jincheng College, Sichuan University, Chengdu 611731, China)

Abstract: With A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2003 to 2015 as samples, this paper examines the relationship between ownership concentration and dynamic adjustment of capital structure. By group testing, this paper also examines the influence of property rights, enterprise scale and the profit on the relationship between the ownership concentration and the adjustment speed. The results show that the increase of ownership concentration will accelerate the adjustment speed of capital structure. In the sub samples, when the direction of adjustment is downward, the relationship is much more significant, which shows that the effect of ownership concentration on the dynamic adjustment of capital structure is asymmetric. Additionally, we find that non-state-owned enterprise, small and profitable companies can strengthen the function of ownership concentration respectively.

Key Words: ownership concentration; equilibrium of capital structure; capital market; corporate debt financing; ownership system reform; property rights; enterprise scale