

政策不确定性与企业资本结构决策

——来自中国 A 股市场的经验证据

赵自强,吴敏茹

(南京师范大学金陵女子学院,江苏南京 210023)

[摘要]利用中国政策不确定性指数与 2007—2016 年 A 股上市公司的经验数据,实证研究政策不确定性与企业资本结构决策之间的关系。研究发现:当滞后的政策不确定性增加时,平均来看企业的资产负债率会下降,而且政策不确定性与长期和短期资产负债率均负相关;国有产权有助于减轻政策不确定性对资本结构的负面影响;对于市场化程度较高地区的企业来说,政策不确定性与资产负债率之间的负相关性更为显著;政策不确定性会减缓企业向其最优资本结构调整的速度。

[关键词]政策不确定性;企业资本结构;所有权性质;市场化程度;政府干预;股权集中度

[中图分类号]F275 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2018)06-0055-09

一、引言

企业经营和发展需要资金,能否有效筹集到所需资金是其生存和发展的重要前提。企业的资本结构决策关系到融资成本、经营风险等,并在很大程度上决定了企业价值,是企业融资中最重要的问题之一,也是企业金融领域的一个研究热点。自 Modigliani 和 Miller 提出著名的 MM 定理^[1]以来,众多学者开始对企业资本结构问题展开研究,并陆续提出了许多经典的资本结构理论,如权衡理论、代理成本理论、信号传递理论、融资优序理论等。早期学者们对企业资本结构影响因素的研究主要从微观层面出发,分析公司特征等因素的影响。然而,企业行为必然会受到宏观政策波动的影响,宏观政策是微观企业行为的先行指标,把先行指标纳入会计学财务学研究能够使我们对现实现象的解释更科学,对企业未来行为的预测更准确^[2]。

进入 21 世纪以来,互联网经济泡沫、次贷危机、欧债危机此起彼伏,各国政府都纷纷采取各种措施加强对本国金融市场和实体经济的干预,以避免陷入经济困境,政府政策波动频繁,而政策不确定性的增加可能会给企业投融资决策带来一定的影响。一方面,政策不确定性会造成外部融资环境的恶化。当政策不确定性增加时,债务人与债权人之间的信息不对称问题更加严重,同时企业的未来现金流会更加不稳定,预示着企业会面临更高的破产风险,这些都会导致外部融资成本上升。为了保持企业的财务灵活性,企业通常会降低其杠杆率。一些关于美国资本市场的实证文献证明,政策不确定性增加了市政债券的风险溢价,降低了上市企业的平均杠杆率,增加了额外成本,并且借款合同中的非价格条款更为

[收稿日期]2018-04-23

[基金项目]2017 年江苏省研究生科研与实践创新计划项目(SJCX17_0325)

[作者简介]赵自强(1963—),男,浙江绍兴人,南京师范大学金陵女子学院教授,硕士生导师,博士,主要研究方向为公司财务,邮箱为 myfinance@163.com;吴敏茹(1994—),女,江苏南通人,南京师范大学金陵女子学院硕士生,主要研究方向为资本市场会计理论与实践。

严格^[3-5]。另一方面,随着政策不确定性的增加,企业会减少其融资需求。有学者研究发现,当企业面临高政策不确定性时,其在制定投资决策时会非常保守,并且会降低其投资水平^[6-9]。

作为一种隐含的政策风险,政策不确定性会对企业的经营行为产生影响,这方面的研究主要集中在投资领域。Abel 等研究发现,政策不确定性与企业投资呈显著正相关关系^[10]。Gulen 和 Ion 研究指出,政策不确定性的增加在金融危机中扮演着重要角色,它会导致投资的减少^[8]。李凤羽等认为政策不确定性的增加会使得企业缩减投资规模,这种负向影响在次贷危机之后表现得更为明显^[11]。此外,学者们还研究了政策不确定性与企业股利政策、现金持有政策、会计信息披露等之间的关系^[12-14]。相比而言,政策不确定性与企业融资之间关系的研究尚不成熟,相关文献较少。Gilchrist 等研究发现,政策不确定性可能会导致银行预期企业违约率上升,从而使得有些企业即使评级良好也无法获得足额的贷款^[15]。Gao 和 Qi 研究发现,政策不确定性会增加融资成本^[3]。Cao 等研究指出,政策不确定性对资本结构具有显著的负向影响^[4]。Francis 等的研究结果表明,政策不确定性会增加额外成本,并且贷款合同中会增加更多的非价格条款^[5]。王化成等实证研究发现,在政策不确定性较高时期,企业的商业信用规模总体上呈现下降趋势^[16]。许天启等的研究结果表明,政策不确定性是造成国企与民企融资成本存在差异的重要原因^[17]。

通过对已有文献的梳理我们发现,在关于政策不确定性的研究中,大部分学者集中于研究政策不确定性对企业投资的影响,而对于政策不确定性与企业资本结构决策之间关系的研究仍十分有限。因此,本文拟基于 A 股上市公司 2007—2016 年的数据,研究政策不确定性对企业资本结构的影响效应,并进一步从所有权性质和市场化程度两个层面对这种影响效应的异质性进行检验,这可以在一定程度上弥补既有文献的空缺,补充和完善政策不确定性的研究框架。

二、理论分析与研究假设

从资金供给角度来看,政策不确定性会造成外部融资环境的恶化,迫使银行采取紧缩的信贷政策。金融摩擦的存在使得银行信贷政策主要受制于银企之间的信息不对称和代理问题,当政策不确定性增加时,市场前景难以预测,银行无法根据企业的历史业绩对其未来发展做出正确的判断。另外,政策不确定性将影响产品需求和原材料成本,企业的未来现金流更容易产生波动,预示着企业面临更高的破产风险,银行面临的债务违约和坏账风险也会增加^[18],同时,银企之间的信息不对称问题更加严重。为保障自身权益,减少不良债务,银行将会采取紧缩的信贷政策^[19]。一方面,出于谨慎性考虑,银行会缩减信贷规模以补充自身的流动性;另一方面,银行会试图提高利率或者增加贷款合同中的非价格条款来识别企业的质量,从而增加企业的融资成本^[3,5]。为了保持企业的财务灵活性,企业通常会降低其杠杆率^[4]。从资金需求角度来看,当面临的政策不确定性增加时,企业会减少投资,其融资需求也随之降低。政策不确定性将影响产品需求,进而影响销售收入,而销售收入是影响企业投资支出的重要因素^[20]。同时,在政策不确定性较高时期,企业管理层对未来现金流的预测可能会出现偏差,甚至产生错误,基于规避风险的考虑,管理层会减弱投资意愿,以降低企业未来面临的各种风险。基于上述分析,本文提出假设 1。

假设 1:当政策不确定性升高时,企业的资产负债率显著降低。

虽然近些年来政府进行了重大的经济政策改革,但中国的金融体系在很大程度上仍处于政府的控制之下,这种体制的一个典型特征就是大部分商业银行都归政府所有,同时政府控制着国有企业的大部分股权。这种政治关系使得国有企业能够从商业银行获得优先贷款权。Hao 等研究指出,对于银行来说,其贷款发放与国有企业的破产风险之间的敏感性明显低于非国有企业^[21]。此外,国有企业与各级政府之间的关系紧密,凭借其政府控股背景在政策制定和信息获取等方面拥有许多非国有企业没有的优势,政府在制定政策时往往也会向国有企业倾斜。基于此,本文提出假设 2。

假设2:相较于国有企业,政策不确定性对非国有企业资本结构的影响更显著。

在中国这样一个幅员辽阔的国家,不同区域和不同省区市在发展程度、制度环境等方面均存在着较大差异,各地政府对本地区的发展肩负着重要责任^[16]。虽然市场化程度较低地区的法制建设和诚信制度相对落后,银行等金融机构难以及时获得所需的有关企业经营状况和发展前景的相关信息并对其做出评价,银行与企业之间的信息不对称程度显著增加^[21],但当地官员的绩效评价主要取决于当地企业的业绩,因此相较于市场化程度较高的地区,市场化程度较低地区的政府部门更倾向于干涉银行向本地企业提供更多贷款。由此,企业与银行之间基于利润最大化的融资契约关系被破坏,从而导致市场化程度较低地区的银行贷款决策对外部环境变化的敏感度下降^[22]。基于此,本文提出假设3。

假设3:企业所处地区的市场化程度越高,政策不确定性对企业资本结构的影响越显著。

在关于资本结构的文献中,被广泛接受的观点是:当公司发行债券或股权时,它们不仅会考虑现有杠杆,而且还要考虑使公司价值最大化的目标资本结构^[23]。如果杠杆调整成本为零,企业就不会有偏离目标资本结构的动机,并且会立即调整至目标资本结构,但由于交易成本等市场摩擦的存在,企业可能会选择暂时偏离其目标杠杆。当重新平衡的成本高昂、改变杠杆比率变成负担时,企业向其最优资本结构调整的速度就会变缓。资本结构调整的速度和频率在很大程度上也依赖于资本结构调整的交易成本。作为调整成本的主要组成部分之一,发行公司向金融中介机构支付的交易成本可能会基于以下原因受到政策不确定性的影响:首先,当政策不确定性较高时,中介机构可能会认为发行股权和债务的风险较高。承销商会发现(或相信)由于投资者的谨慎性以及更高风险溢价的需求^[24],投资者对证券的需求减少,也就是说,如果政策不确定性增加了发行失败的可能性,承销商会存在失去声誉的风险,因此他们会要求提供更高的报酬。其次,政策不确定性可能迫使发行公司减少发行规模,而发行规模与报价高低之间倾向于呈反比。

总之,由于中国债券市场不发达,企业主要通过银行贷款进行债务融资。当政策不确定性升高时,银行会调减信贷规模以减少不良贷款,进而保障自身权益^[19],企业获得银行贷款的难度增大,调整成本增加,调整速度降低;反之,当政策不确定性降低时,银行的信贷规模扩大,企业获得银行贷款较为容易,调整成本相对较低,调整速度较快。因此,我们提出假设4。

假设4:当政策不确定性升高时,企业资本结构调整速度将变慢。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文使用中国A股上市公司2007—2016年的年报数据来检验政策不确定性对企业资本结构决策的影响。基于研究所需,我们对不符合要求的样本进行剔除:(1)金融类企业,因为这些企业通常都会受到特殊的监管,并且大都拥有非常高的杠杆率;(2)ST企业,这些企业由于其较差的业务表现会受到特殊监管。经筛选,我们得到的最终研究样本为1078家A股上市公司。相关会计数据及宏观指标来自WIND数据库,市场化程度指数来自《中国分省份市场化指数报告》^[25]。

(二) 变量定义

1. 被解释变量:资本结构。本文使用杠杆率这一指标来衡量企业的资本结构,该指标等于总负债除以总资产。本文之所以没有使用市场杠杆率,是因为中国上市公司中有一部分股权不能在交易市场上自由买卖,我们很难正确衡量企业的市场价值。因此,我们选取账面杠杆率测度企业资本结构。

2. 解释变量:政策不确定性。衡量政策不确定性的方式一般有选举、重大事件、政策不确定性指数三种。本文采用Baker等构建的政策不确定性指数^[26]来衡量中国的政策不确定性^①。计算政

^①数据来源于 www. policyuncertainty. com, 该数据每月更新一次。

策不确定性指数所需数据依据《南华早报》,它是香港最大的英文报纸,每日出版且长期秉持中性立场,具有一定的代表性,我们用该报每月的报道中涉及我国政策不确定性的文章数量与当月所有文章数量之比来识别中国的政策不确定性。政策不确定性指数不仅可以反映包括货币政策、财政政策、税收政策等国家宏观政策的总体不确定性,还包含了主流新闻媒体对政策变动的理解和预期,从而能够更加准确地衡量政策不确定性,有效克服选举和重大事件等衡量方法的缺陷。此外,由于政策不确定性指数均为月度值,我们根据 Gulen 和 Ion 的方法^[8],按照公式 $EPU_t = (3EPU_m + 2EPU_{m-1} + EPU_{m-2})/6$ 将其调整为季度数据,然后再进行算术平均得到年度数据。为了保证回归结果的有效性,我们参照王化成等的方法^[16],将年度政策不确定性指数除以 100。

3. 其他变量

(1) 市场化程度。我们的市场化程度指数来自樊纲等的《中国分省份市场化指数报告》^[25],该指数是以经济发展程度、法律体系以及政府干预为基础计算得出的。市场化指数得分越高,表明该地区制度发展得越好。

(2) 所有权性质。所有权性质是一个虚拟变量,如果公司的最终控制人是政府或者国资委,该变量取值为 1,否则取值为 0。

变量的具体定义详见表 1。

(三) 模型设定

1. 政策不确定性与资本结构

我们用以下基础模型来验证政策不确定性对资本结构的影响:

$$LEVI_{i,t} = \alpha + \beta_1 EPU_{i,t-1} + \beta_2 ILEV_{i,0} + \beta_3 ROA_{i,t-1} + \beta_4 SALESREV_{i,t-1} + \beta_5 SIZE_{i,t-1} + \beta_6 TANG_{i,t-1} + \sum YEAR + \sum INDUSTRY + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, $LEVI_{i,t}$ 是账面杠杆率^①, $EPU_{i,t-1}$ 代表滞后一期的政策不确定性指数, $ILEV_{i,0}$ 代表 i 企业的初始杠杆率。由于企业未来的杠杆比率与其初始杠杆比率密切相关,因此我们加入了初始杠杆率作为额外控制变量。

为了证实所有权性质的影响,我们在模型(1)的基础上加入所有权性质与政策不确定性指数的交叉项构建模型(2):

$$LEVI_{i,t} = \alpha + \beta_1 EPU_{i,t-1} + \beta_2 ILEV_{i,0} + \beta_3 (SOE_i \times EPU_{i,t-1}) + \beta_4 SOE_i + \beta_5 ROA_{i,t-1} + \beta_6 SALESREV_{i,t-1} + \beta_7 SIZE_{i,t-1} + \beta_8 TANG_{i,t-1} + \sum YEAR + \sum INDUSTRY + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

2. 政策不确定性与资本结构调整速度

为了检验这一命题,我们借鉴 Blundell 和 Bond 的研究^[27]来构建模型。当处于均衡状态时, i 企业第 t 年的目标杠杆($TL_{i,t}$)是由待估计系数 β 和企业特征向量 $X_{i,t-1}$ 决定的,如式(3)所示:

表 1 变量定义表

变量名称	指标代码	变量定义
资本结构	LEV1	(总负债 - 应付票据 - 应付账款 - 预收账款) / 总资产
	LEV2	总负债 / 总资产
	SLEV	(流动负债 - 应付票据 - 应付账款 - 预收账款) / 总资产
	LLEV	非流动负债 / 总资产
政策不确定性	EPU	计算方法详见前文所述
初始杠杆率	ILEV	企业可获得的最早的资产负债率
资产收益率	ROA	净利润 / 总资产
企业规模	SIZE	总资产的自然对数
资产有形性	TANG	固定资产 / 总资产
市场化程度	MD	来自樊纲等的《中国分省份市场化指数报告》 ^[25]
所有权性质	SOE	虚拟变量,国有企业取值为 1,否则取值为 0
流动比率	LIQU	流动资产 / 流动负债
企业成长性	MB	(股票市场价值 + 负债账面价值) / 总资产
非债务税盾	NDTS	固定资产折旧 / 总资产
盈利能力	PROF	息税前利润 / 总资产
股权集中度	SCD	前十大股东持股比例之和

^①在中国,大部分企业的主要负债是银行贷款。考虑到政策不确定性对商业信用的影响可能不同于银行信贷,我们在计算总负债时剔除了应付项目(商业信用)。

$$TL_{i,j,t} = \beta X_{i,j,t-1} \tag{3}$$

如果杠杆调整成本为零,企业就不会有偏离目标资本结构的动机,并且会立即调整至目标资本结构,但由于交易成本等市场摩擦的存在,企业可能会选择暂时偏离其目标杠杆。面对资本结构再平衡时的一系列成本和收益,管理者将决定以怎样的速度缩小实际资本结构($L_{i,t-1}$)与目标资本结构($TL_{i,t}$)之间的差距。

$$L_{i,t} - L_{i,t-1} = \lambda (TL_{i,t} - L_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \tag{4}$$

调整速度(λ)表明,一般来说公司只能向目标资本结构进行部分移动。如果管理者有目标负债比率并积极努力达到这一目标, λ 应严格大于零。在市场摩擦存在的情况下,调整不是即时的,因此 λ 应小于1。

由于资本结构调整速度由调整成本与收益决定,本文将调整系数设定为:

$$\lambda = \alpha_0 + \alpha_1 Z_{i,t} \tag{5}$$

其中, $Z_{i,t}$ 为一组影响企业资本结构调整速度的变量。

我们将式(4)与式(5)代入式(3),得到以下调整模型,以此来估算杠杆调整速度:

$$L_{i,t} = (1 - \alpha_0)L_{i,t-1} - \alpha_1 Z_{i,t}L_{i,t-1} + \beta(\alpha_0 + \alpha_1 Z_{i,t})X_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \tag{6}$$

其中, X 表示一系列描述目标杠杆的企业特定变量。同时,我们选取以下表示公司特征的变量:流动比率($LIQU_{i,t-1}$)、成长性($MB_{i,t-1}$)、抵押能力($TANG_{i,t-1}$)、非债务税盾($NDTS_{i,t-1}$)、盈利能力($PROF_{i,t-1}$)、股权集中度($SCD_{i,t-1}$)、企业规模($SIZE_{i,t-1}$)、所有权性质($SOE_{i,t-1}$)。

结合前文,我们将计量模型设定如下:

$$LEV2_{i,t} = (1 - \beta_0)LEV2_{i,t-1} + \beta_1(EPU_{i,t-1} \times LEV2_{i,t-1}) + \beta_2 EPU_{i,t-1} + \beta_3 LIQU_{i,t-1} + \beta_4 MB_{i,t-1} + \beta_5 TANG_{i,t-1} + \beta_6 NDTS_{i,t-1} + \beta_7 PROF_{i,t-1} + \beta_8 SCD_{i,t-1} + \beta_9 SIZE_{i,t-1} + \beta_{10} SOE_{i,t-1} + \sum YEAR + \sum INDUSTRY + \varepsilon_{i,t} \tag{7}$$

四、实证结果及分析

(一) 描述性统计与相关性分析

表2是变量的描述性统计结果。年度政策不确定性指数的平均值为1.391,最小值为0.734,最大值为2.507,说明政策不确定性的变化并不平滑。初始资产负债率的情况与年度资产负债率类似。所有权性质的平均值为0.536,说明样本中大部分企业都是国有的。市场化指数的平均值为7.584,标准差为1.823,最大值为11.710,最小值为-0.300,说明不同区域之间制度发展的差异的确应当纳入考虑之中。

表3是主要变量的相关性分析结果。政策不确定性指数与企业资产负债率变量的相关系数为-0.027,且在1%水平上显著,说明当政策不确定性升高时,企业的资产负债率显著降低。各变量之间的相关系数都没有超过0.8,说明变量间不存在高度多重共线性问题。

(二) 回归分析

1. 政策不确定性与资本结构

为了检验假设1,我们对模型(1)进行回归分析。在表4列(1)中,我们用总资产负债率作为被解释变量进行回归,滞后的政策不确定性指数的回归系数为-0.069,且在1%水平上通过显著性检验,说明随着政策不确定性的提高,企业的资产负债率显著降低,假设1得到支持。

表2 变量的描述性统计结果

变量	均值	最大值	最小值	标准差
LEV1	0.310	0.982	0.019	0.415
EPU	1.391	2.507	0.734	0.506
ILEV	0.376	14.345	-0.004	0.506
ROA	0.072	10.616	-1.995	0.147
SIZE	9.440	12.381	6.127	0.626
TANG	0.252	0.971	0.000	0.181
SOE	0.536	1.000	0.000	0.499
MD	7.584	11.710	-0.300	1.823
LIQU	2.017	204.742	0.009	3.312
PROF	0.047	0.948	-28.159	0.236
NDTS	0.023	3.014	-0.001	0.030
SCD	0.556	1.012	0.013	0.164
MB	2.718	361.834	0.040	4.419

表3 变量间的相关系数

变量	LEV1	EPU	ILEV	ROA	SIZE	TANG	SOE	LIQU	NDTS	SCD	MB
LEV1	1										
EPU	-0.027***	1									
ILEV	0.293***	0.012	1								
ROA	-0.107***	-0.059***	0.080***	1							
SIZE	0.034***	0.163***	-0.047***	-0.068***	1						
TANG	0.118***	-0.044***	0.036***	-0.068***	0.088***	1					
SOE	0.042***	-0.009	-0.036***	-0.077***	0.347***	0.152***	1				
LIQU	-0.177***	0.028***	-0.069***	0.049***	-0.139***	-0.197***	-0.114***	1			
NDTS	0.074***	-0.020***	0.031***	-0.061***	0.021***	0.783***	0.109***	-0.151***	1		
SCD	-0.045***	0.0634***	0.005	0.010	0.297***	0.022***	0.075***	0.093***	0.001	1	
MB	-0.056***	-0.052***	0.024***	-0.010	-0.254***	-0.100***	-0.105***	0.177***	-0.030***	0.204***	1

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著。

在表 4 列(2)和列(3)中,我们分别用长期资产负债率和短期资产负债率代替总资产负债率进行回归。可以看出,政策不确定性与长期和短期资产负债率均显著负相关,但政策不确定性与短期资产负债率的负相关性更显著。总之,政策不确定性与企业资本结构负相关。

2. 政策不确定性与资本结构:基于所有权性质

为了验证所有权性质的影响,我们在基础回归模型中加入了所有权性质与政策不确定性指数的交叉项构建模型(2)进行回归分析,结果如表 5 所示。政策不确定性指数的系数仍然显著为负,而所有权性质与政策不确定性指数的交叉项显著为正,说明对于国有企业来说,政策不确定性对资本结构的影响减弱了。

3. 政策不确定性与资本结构:基于市场化程度

为了检验假设 3,我们首先根据樊纲等研究的市场化指数^[25]的均值,将总样本分成了高市场化程度和低市场化程度两个子样本,然后对这两个子样本分别进行回归。表 6 的实证结果表明,市场化程度较低地区的企业对政策不确定性的敏感度较低,因为在市场化程度较低地区的样本中,政策不确定性与资本结构的负相关性仅在 5% 水平上显著。这一结果说明政府干预会缓解政策不确定性对企业资本结构的影响,假设 3 得到支持。

4. 政策不确定性与资本结构调整速度

政策不确定性与资本结构调整速度的回归结果如表 7 所示。交互项 $EPU \times LEV2$ 的系数为正,且在 1% 水平上显著,说明当企业处于政策不确定性较高时期时,其资本结构调整速度将变缓,假设 4 得到支持。

(三) 进一步的检验

1. 稳健性检验^①

为了确保实证结果是无偏的,我们进行两个稳健性检验。

表 4 政策不确定性与资本结构的回归结果

变量	LEV1 (1)	LLEV (2)	SLEV (3)
EPU	-0.069*** (-5.53)	-0.007* (-1.95)	-0.062*** (-5.60)
ILEV	0.243*** (42.16)	0.043*** (25.18)	0.200*** (39.17)
ROA	-0.335*** (-17.09)	-0.060*** (-10.25)	-0.275*** (-15.86)
SIZE	0.011** (2.12)	0.054*** (35.10)	-0.043*** (-9.38)
TANG	0.216*** (11.91)	0.075*** (13.94)	0.141*** (8.78)
Constant	0.163*** (3.14)	-0.468*** (-30.36)	0.631*** (13.73)
Industry	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes
Observations	17080	17080	17080
Adjusted R-squared	0.136	0.268	0.110

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著,括号中为 t 值。下同。

表 5 基于所有权性质的政策不确定性与资本结构回归结果

变量	LEV1
EPU	-0.087*** (-6.26)
SOE × EPU	0.035*** (3.10)
SOE	-0.043*** (-2.58)
ILEV	0.244*** (42.18)
ROA	-0.335*** (-17.08)
SIZE	0.010* (1.84)
TANG	0.216*** (11.86)
Constant	0.194*** (3.62)
Industry	Yes
Year	Yes
Observations	17080
Adjusted R-squared	0.137

①限于篇幅,未列示稳健性检验结果,数据备索。

第一,根据许天启等的方法^[17],我们将年度政策不确定性指数的算法改为对月度政策不确定性指数直接平均。实证回归结果表明,政策不确定性与资本结构仍呈显著的负相关关系。第二,我们用另一种方法衡量资本结构,具体计算方法为(短期借款+一年内到期的长期负债+长期借款+应付债券)/(短期借款+一年内到期的长期负债+长期借款+应付债券+账面所有者权益)。与前文实证结果相比,稳健性检验结果并未发生实质性变化,说明本文所得结论具有一定的稳健性,即当政策不确定性升高时,企业的资产负债率显著降低。

2. 内生性检验^①

政策不确定性可能并不是一个严格意义上的外生变量,可能会受到企业的激进融资行为、宏观因素或者杠杆决策的影响。随着经济全球化的发展,一国的财政政策、货币政策开始超出国界,在全球范围内产生影响。外生冲击会对新兴市场国家的宏观经济波动产生影响,尤其是发达国家的经济政策、利率政策的波动更可能对其他国家的财政政策、货币政策产生冲击。因此,本文参照Wang 等的方法^[9],选取美国政策不确定性指数作为中国政策不确定性指数的工具变量,利用两阶段最小二乘法解决可能存在的内生性问题。内生性回归结果表明,即使考虑了内生性问题,政策不确定性与资产负债率仍然显著负相关。

五、研究结论与政策建议

(一) 研究结论

本文利用中国政策不确定性指数与2007—2016年A股上市公司的经验数据,实证研究了政策不确定性与企业资本结构决策之间的关系。研究发现,当滞后的政策不确定性增加时,平均来看企业的资产负债率会下降。此外,我们将总资产负债率分成短期资产负债率和长期资产负债率分别进行回归,结果表明政策不确定性与长期和短期资产负债率均负相关。

我们对基础回归模型进行了进一步的扩展研究:加入所有权性质的回归结果表明,国有产权有助于减轻政策不确定性对资本结构的负向影响;加入市场化指数的回归结果表明,对于市场化程度较高地区的企业来说,政策不确定性与资产负债率之间的负相关性更为显著,这一实证结果与银行贷款决策经常受到政府特别是市场化程度较低地区的地方政府的干预这一事实相符;政策不确定性与资本

表6 基于市场化程度的政策不确定性与资本结构回归结果

变量	LEV1	
	市场化程度低的样本	市场化程度高的样本
<i>EPU</i>	-0.079 ** (-2.16)	-0.132 *** (-3.52)
<i>ILEV</i>	0.237 *** (23.77)	0.288 *** (34.44)
<i>ROA</i>	-0.383 *** (-12.92)	-0.306 *** (-10.66)
<i>SIZE</i>	-0.007 (-0.81)	0.007 (0.85)
<i>TANG</i>	0.246 *** (9.45)	0.185 *** (5.99)
Constant	0.340 *** (4.23)	0.146 (1.58)
<i>Industry</i>	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes
Observations	7940	9140
Adjusted R-squared	0.128	0.157

表7 政策不确定性与资本结构调整速度的回归结果

变量	LEV2
<i>EPU</i> × <i>LEV2</i>	0.026 *** (3.79)
<i>EPU</i>	-0.017 *** (-4.45)
<i>LEV2</i>	0.836 *** (81.10)
<i>LIQU</i>	0.000526 (1.92)
<i>MB</i>	-0.002 *** (-4.99)
<i>TANG</i>	-0.020 *** (-4.29)
<i>NDTS</i>	-0.008 (-1.60)
<i>PROF</i>	-0.128 *** (-11.66)
<i>SCD</i>	0.047 *** (12.10)
<i>SIZE</i>	0.007 *** (11.46)
<i>SOE</i>	0.006 *** (3.70)
Constant	-0.090 *** (-6.35)
<i>Industry</i>	Yes
<i>Year</i>	Yes
Observations	17080
Adjusted R-squared	0.803

①限于篇幅,未列示内生性检验结果,数据备索。

结构调整速度的回归结果表明,一个不确定的政治环境可能会影响调整成本,使得债券和证券发行更昂贵、更不可能,进而阻碍公司向其目标资本结构调整,即政策不确定性会减缓企业向其最优资本结构调整的速度。

(二) 政策建议

基于所得研究结论,我们提出如下政策建议:第一,政府在决策过程中应当清楚,除了政策本身会影响到实体经济外,政策的不确定性也会对实体经济产生影响。因此,一方面,政府在拟定各项政策时应当注意使得政策契合现实,确保政策行之有效;另一方面,政府还应当清楚实体经济参与者会密切关注政策的波动性,过度波动的政策会对经济发展造成负面影响。第二,由于政策不确定性在很多情况下难以完全消除,为了减少其对企业造成的负面影响,政府应积极拓宽企业融资渠道,增强融资市场供给,提供多样化的融资渠道,构建多元化的融资平台,从而有效缓解企业融资难的问题。相较于民企,国企以其独特的所有制形式在融资市场中更易与融资机构相匹配,故多样化的融资方式和多元化的融资平台可以有效改善民企融资环境。据此,政策制定者应着力提升金融市场发展程度,以适应和满足不同类型企业的融资需求。第三,对于企业自身而言,需要更多关注宏观经济的运行状况和货币政策的走势,根据宏观政策环境进行资本结构管理。当政策不确定性较低时,尽可能以企业价值最大化作为目标来调整资本结构;在政策不确定性由低转高的过渡时期,企业应提前做好预防,增加长期负债比例,提高资金储备,此时向外部融资还能充分利用资金成本较低的优势;当政策不确定性较高时,外部融资约束较大,另外信贷配给现象的存在使得一些企业即使愿意付出较高的利息也无法从银行获得充足的贷款,因此应积极寻找诸如商业信用等替代融资方式。

参考文献:

- [1] MODIGLIANI F, MILLER M H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment[C]. Comment, American Economic Review, 1959: 261 - 297.
- [2] 姜国华, 饶品贵. 宏观经济政策与微观企业行为——拓展会计与财务研究新领域[J]. 会计研究, 2011(3): 9 - 18.
- [3] GAO P J, QI Y X. Political uncertainty and public financing costs: Evidence from U. S. municipal bond markets[J]. Ssrn Electronic Journal, 2012, 52(6): 229 - 242.
- [4] CAO W, DUAN X, UYSAL V B. Does political uncertainty affect capital structure choices? [R]. University of Oklahoma Working Paper, 2013.
- [5] FRANCIS B B, HASAN I, ZHU Y. Political uncertainty and bank loan contracting[J]. Journal of Empirical Finance, 2014, 29: 281 - 286.
- [6] BOND S, REENEN J V. Uncertainty and investment dynamics[J]. Review of Economic Studies, 2007, 74(2): 391 - 415.
- [7] KANG W, LEE K, RATTI R A. Economic policy uncertainty and firm-level investment [J]. Journal of Macroeconomics, 2014, 39(3): 42 - 53.
- [8] GULEN H, ION M. Policy uncertainty and corporate investment[J]. Ssrn Electronic Journal, 2016, 29(3): 523 - 564.
- [9] WANG Y, CHEN C R, HUANG Y S. Economic policy uncertainty and corporate investment: Evidence from China [J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2014, 26(3): 227 - 243.
- [10] ABEL A B, BLANCHARD O J. Investment and sales: Some empirical evidence[J]. Social Science Electronic Publishing, 1986, 51(3): 673 - 692.
- [11] 李凤羽, 史永东, 杨墨竹. 经济政策不确定性影响基金资产配置策略吗? ——基于中国经济政策不确定指数的实证研究[J]. 证券市场导报, 2015(5): 52 - 59.
- [12] TAO H, FEI W, JIN Y, et al. Political risk and dividend policy: Evidence from international political crises[J]. Journal of International Business Studies, 2015, 46(5): 574 - 595.

- [13]姜彭,王文忠,雷光勇. 政治冲击、不确定性与企业现金持有[J]. 南开管理评论,2015(4):130-138.
- [14]刘慧芬,王华. 竞争环境、政策不确定性与自愿性信息披露[J]. 经济管理,2015(11):145-155.
- [15]GILCHRIST S, SIM J W, ZAKRAJŠEK E. Uncertainty, financial frictions, and investment dynamics[C]. Meeting Papers, 2010.
- [16]王化成,刘欢,高升好. 经济政策不确定性、产权性质与商业信用[J]. 经济理论与经济管理,2016(5):34-45.
- [17]许天启,张铁龙,张睿. 政策不确定性与企业融资成本差异——基于中国 EPU 数据[J]. 科研管理,2017(4):113-122.
- [18]杨道广,潘红波,陈汉文. 政治关系、会计信息与银行信贷资本配置效率——来自中国民营上市公司的经验证据[J]. 投资研究,2014(7):26-40.
- [19]BAUM C F, CAGLAYAN M, OZKAN N. The second moments matter: The impact of macroeconomic uncertainty on the allocation of loanable funds[J]. Economics Letters, 2009, 102(2):87-89.
- [20]FAZZARI S M, HUBBARD R G, PETERSEN B C, et al. Financing constraints and corporate investment[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1988,88(1):141-206.
- [21]HAO X, SHI J, YANG J. The differential impact of the bank-firm relationship on IPO underpricing: Evidence from China [J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2014, 30(11):207-232.
- [22]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):164-178.
- [23]FANG J. Ownership, institutional environment and capital allocation[J]. Economic Research Journal, 2007,12(11):82-92.
- [24]PASTOR L, VERONESI P. Political uncertainty and risk premia [J]. Social Science Electronic Publishing, 2011, 110(3):520-545.
- [25]樊纲,王小鲁,余静文. 中国分省份市场化指数报告[M]. 北京:社会科学文献出版社,2017.
- [26]BAKER S R, BLOOM N, DAVIS S J. Measuring economic policy uncertainty[C]. Cep Discussion Papers, 2015.
- [27]BLUNDELL R, BOND S. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models[J]. Economics Papers, 1998, 87(1):115-143.

[责任编辑:王丽爱]

Policy Uncertainty and Capital Structure Decision-making: Empirical Evidence from A-share Market in China

ZHAO Ziqiang, WU Minru

(Ginling College, Nanjing Normal University, Nanjing 210023, China)

Abstract: Taking the uncertainty index of policy and the experience data of A-share listed companies in China from 2007 to 2016, this paper makes an empirical study on the relationship between policy uncertainty and capital structure decision-making. The study finds that when lagging policy uncertainties increase, the asset-liability ratio of the enterprise will decrease on average, and the policy uncertainty is negatively correlated with the long-term and short-term asset-liability ratio. State-owned property rights help to mitigate the negative impact of policy uncertainty on capital structure. In addition, the impact of policy uncertainty on corporate asset-liability ratio is even more pronounced for enterprises in areas with high marketization degree. Furthermore, such policy uncertainty will significantly slow down firm's adjustments toward their optimal capital structure.

Key Words: policy uncertainty; enterprise capital structure; ownership nature; marketization; government intervention; ownership concentration