

# 盈余质量、股权集中度、企业性质 与资本结构动态调整

——来源于房地产上市公司的数据

李荣锦,雷婷婷

(西安建筑科技大学 管理学院,陕西 西安 710055)

**[摘要]**以2009—2017年沪深A股房地产业上市公司为研究样本,考察盈余质量、股权集中度、企业性质对资本结构动态调整的影响,通过回归分析检验它们对资本结构动态调整偏离度和调整速度的影响,结果表明:房地产业上市公司盈余质量提高会显著加快资本结构调整速度,降低调整偏离度;股权集中度提高会显著降低资本结构调整速度,但对调整偏离度没有显著影响;企业性质的不同也会显著影响资本结构调整偏离度和调整速度;基于不同负债水平分析发现,盈余质量对资本结构调整的影响具有非对称性。

**[关键词]** 盈余质量;股权集中度;资本结构调整;房地产业;企业性质;财务管理;企业债务

**[中图分类号]** F275 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 2096-3114(2019)03-0082-10

## 一、引言

对资本结构的研究一直是财务管理领域的热点问题,从MM理论到权衡理论、融资优序理论、信号理论、市场择时理论等,学者对资本结构的考察已从静态观走向动态观。以Fishcher为代表的动态资本结构理论认为,企业存在最佳资本结构,当企业的实际资本结构偏离最佳资本结构时,提高或降低资产负债率可以提高企业价值<sup>[1]</sup>。目前对资本结构动态调整的研究主要是考察影响资本结构调整的各种因素对资本结构调整偏离度和调整速度的影响,这些影响因素主要有两类,一是企业外部因素,如法律制度、市场化进程、经济周期、融资约束等。肖作平研究发现,法律制度对不同期限的债务水平具有不同影响,法律制度环境好的公司具有相对高的短期债务和相对低的长期债务<sup>[2]</sup>;姜付秀、黄继承考察了市场化程度及其变化对资本结构动态调整的影响,发现市场化程度、市场化进程都与资本结构调整速度正相关,与资本结构调整偏离目标资本结构的程度负相关<sup>[3]</sup>;江龙等认为不同经济周期下公司资本结构调整速度具有非对称性,且经济周期波动对非融资约束公司的影响更为显著<sup>[4]</sup>;奚宾研究发现,区域经济发展显著反向影响资本结构的调整效率<sup>[5]</sup>。二是企业内部影响因素,如企业的成长性、盈利性、企业规模、内控水平、管理层特征、财务风险、自由现金流、个股流动性、股权集中度、盈余质量等<sup>[6]</sup>。其中,内控水平越高,盈余质量则越高,越会加快资本结构调整速度;个股流动性越好,会计盈余质量对资本结构调整速度的影响越显著;股权集中度提高可加快资本结构调整速度,但其对资本结构调整的影响具有非对称性;高管股权激励强度对资本结构调整速度有显著正向影响;股东与经理人的冲突大小显著影响资本结构调整速度的快慢;企业会计盈余信息质量越高,越能减轻其与投资方之间的信息不对称程度,越易优化资本结构,越加快资本结构调整速度。而李敏和张士强的研究却认为股权性质、会计盈余质量与资本结构动态调整的具体关系

**[收稿日期]** 2018-12-06

**[作者简介]** 李荣锦(1973—),女,陕西西安人,西安建筑科技大学管理学院副教授,研究生导师,主要研究方向为公司理财与资本运营、财务分析与评价、战略财务管理与经营决策,邮箱:lirongjin12@126.com;雷婷婷(1991—),女,陕西商洛人,西安建筑科技大学管理学院硕士生,主要研究方向为财务管理、财务分析与评价。

并不确定<sup>[7]</sup>。通过相关文献回顾发现,影响资本结构动态调整的因素很多,学者用全行业数据探讨这些影响因素的研究颇多,但是尚未发现从盈余质量、股权集中度、企业性质出发分行业研究资本结构动态调整的成果,盈余信息作为投资者投资决策的重要参考依据其质量尤为重要,股权集中度反映公司的股权分布状态,企业性质反映企业的产权形式及拥有资源的难易程度,研究它们对资本结构动态调整的影响具有重要意义。

## 二、理论分析

### 1. 盈余质量与资本结构调整

资本结构调整指把实际资本结构向最佳资本结构调整,其实质是为了实现资本的优化配置,主要通过股权融资和债务融资实现,股权融资能否实现主要取决于股东对企业经营状况和发展潜力的评估,债券融资能否实现取决于债权人对企业现金流的稳定性及盈利能力的评估,而评估的主要信息依据之一就是会计盈余信息。会计盈余信息反映企业一定时期的经营状况,是投资者投资决策的主要参考依据,高质量的会计盈余信息有利于投资者做出正确的投资决策,引导资本流向真正可盈利的项目,进而实现资本的有效配置。但是企业管理者却常常会出于各种目的进行盈余管理,操纵盈余掩饰企业的真实业绩,用虚假的利好吸引投资者,干扰投资者对企业真实会计盈余信息的评估。会计盈余信息质量越高越有助于缓解投融资双方的信息不对称程度,投资者越容易获取信息评估风险,而企业也越能够以较低的成本及时获取融资,快速调整资本结构,并使得实际资本结构偏离最佳资本结构;而会计盈余质量差,表明企业未来收益的波动性较大,取得贷款的条款会更苛刻,投资者往往会选择提高风险溢价做补偿,企业的还款利率、资本成本会明显被增高,进而使得资本结构调整的难度变大,实际资本结构偏离最佳资本结构的程度更大。Francis 等研究发现,会计盈余质量与权益融资成本之间存在负相关关系<sup>[8]</sup>,即高质量的会计盈余信息也会降低权益融资成本。综上,可见高质量的会计盈余信息有助于缓解投融资双方的信息不对称程度,更易取得投资者的信赖,引导资本朝最佳方向流动,使企业能以较低成本及时获得融资,快速调整资本结构以使其处于最佳资本状态。鉴于此,本文提出假设 1a、假设 1b。

假设 1a:会计盈余质量与实际资本结构偏离最佳资本结构的程度(即资本结构偏离度)之间存在负相关关系。

假设 1b:会计盈余质量与实际资本结构向最佳资本结构调整的速度(即资本结构调整速度)之间存在正相关关系。

### 2. 股权集中度与资本结构调整

股权集中度反映企业股权的集中与分散程度,是衡量公司稳定性强弱、反映公司结构的重要指标,是公司治理要解决的最突出问题。股权集中度对资本结构调整的影响学术界有两种说法:一种是利益趋同假说,它认为当企业所有权与经营权分离时,股东与经营者的目标函数并不一致,股东追求企业价值最大化,而经理人追求个人效用最大化,两者冲突时会产生代理问题。公司治理的目的就是为了降低代理成本,解决代理产生的问题,使双方的利益趋同。股权集中度提高使得大股东存在从而减少股东们“搭便车”的行为。同时,大股东拥有更多的话语权与信息优势,能缓解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。另一种是利益掠夺假说,它认为股权集中并不利于公司治理,大股东的股权越多,对公司的控制权越强,会寻找控制权收益,对会计盈余信息操纵的可能性和空间也会越大<sup>[6]</sup>。大股东为了自身利益可能会用一些不合理的手段掏空企业,导致企业真实业绩下降,不利于企业的债务融资和权益融资,但是他们有较强的动机和较大权力能干预管理层的决策,而经理人迫于压力和制度约束又会与大股东合谋进行盈余管理。上述两种假说都有大量的研究成果支持,鉴于此,本文基于第一种假说提出假设 2a、假设 2b,基于第二种假说提出假设 2c、假设 2d。

假设 2a:其他条件一致时,企业的股权集中度越高,资本结构调整偏离度越小。

假设 2b:其他条件一致时,企业的股权集中度越高,资本结构调整速度越快。

假设 2c:其他条件一致时,企业的股权集中度越高,资本结构调整偏离度越大。

假设 2d:其他条件一致时,企业的股权集中度越高,资本结构调整速度越慢。

### 3. 企业性质与资本结构调整

在我国特殊的国情和经济制度下,企业按股权性质可分为国有企业和非国有企业,国有企业有政府背景,政府做隐性担保,破产风险小,更易从银行等金融机构获得信贷支持,且受到的债务约束较小,特别在中国,政府对于信贷资源的配置有着决定性的影响,很多银行就是国有性质的,它们会将更多的信贷资源提供给国有企业,这为国有企业获得融资提供了便利,以至于国有企业常常存在投资过剩的问题,调整资本结构的动力并不是很强。而非国有企业面临的融资环境与国有企业大不相同,无论是债务融资还是权益融资都会受到诸多歧视,没有预算软约束和政府隐性担保,它们的融资需要自身资产进行担保,自负盈亏,企业对资本结构变化往往更敏感,更有动力去调整资本结构。非国有企业比国有企业资本结构调整速度快,且非国有企业更多地通过商业信用渠道获得融资,而国有企业主要通过长期负债、留存收益渠道获得融资。基于此,本文提出假设 3a、假设 3b。

假设 3a:在其他条件一致的情况下,国有企业与非国有企业资本结构调整偏离度存在差异,国有企业资本结构调整偏离度大。

假设 3b:在其他条件一致的情况下,国有企业与非国有企业资本结构调整速度存在差异,国有企业资本结构调整速度慢。

## 三、研究设计

### (一) 样本选择与数据来源

已有的研究文献中关于盈余质量、股权集中度对企业资本结构动态调整影响的研究中选择的样本都是我国 A 股上市的扣除保险业、金融业后的全行业公司,如邹萍等的研究<sup>[6,9]</sup>,并未针对某个行业的企业进行分析。所以本文样本选择 2008—2017 年沪深所有 A 股上市的房地产公司,并做以下处理:剔除 ST 公司和 PT 公司;删除样本期内资产负债率变化异常(lev 小于 0 或大于 1)的公司;剔除数据缺失的样本;为了消除极值影响,用 Winsorize 进行上下 1% 的缩尾处理。最终本文收集到 125 家公司的 1086 个观测样本,样本公司在样本期有滞后一期和提前一期的设置,所以模型实际用到的观测样本是 848 个。数据来源于国泰安数据库。

### (二) 变量选取

#### 1. 会计盈余质量

国内外学者已经研究应用了很多方法计算盈余质量,本文采用最常用的修正的 JONES 模型计算盈余质量,模型计算得到的残差取绝对值表示可操纵性应计利润 DA,具体模型如下:

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \frac{(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t})}{A_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon \quad (1)$$

式(1)中: $TA_{i,t}$ 为本期总应计利润,等于本期净利润减去本期经营活动现金净流量; $A_{i,t-1}$ 为上期的资产总额; $\Delta REC_{i,t}$ 为本期的营业收入变动额,等于本期营业收入减去上期营业收入; $\Delta REV_{i,t}$ 为本期的应收账款变动额,等于本期应收账款减去上期应收账款; $PPE_{i,t}$ 为本期的固定资产原值;用可操纵性应计利润 DA 作为企业盈余质量的代理变量,值越大表明企业盈余操纵程度越高,盈余质量越低。

#### 2. 股权集中度

股权集中度是反映公司股权集中与分散程度的量化指标,可衡量公司的股权分布状态、公司的稳定性强弱。本文选用第一大股东持股比例  $CRI_{i,t}$  作为衡量公司 i 在 t 年的股权集中度的代理变量,并采用前

三位大股东持股比例之和CR2、前五位大股东持股比例之和CR3进行稳健性检验<sup>[10]</sup>。

### 3. 资本结构

资本结构是指企业各种资本的价值构成及其比例关系,是企业一定时期筹资组合的结果,决定着企业的偿债和再融资能力及其企业未来的盈利能力。本文建立最佳资本结构拟合模型,认为企业的最佳资本结构  $TLev_{i,t}$  主要受企业特征和时间等因素的影响。模型如下:

$$TLev_{i,t} = \gamma_1 + \gamma_2 X_{i,t-1} + y_{t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中,  $TLev_{i,t}$  是  $i$  公司在第  $t$  年末的最佳资本结构,  $X_{i,t-1}$  为影响资本结构的公司特征向量,包括短期债务比重 ( $Dts$ )、非债务税盾 ( $Ndts$ )、成长性 ( $Growth$ )、盈利能力 ( $Profit$ )、资产有形性 ( $Tang$ )、公司规模 ( $Size$ )、行业负债率中位数 ( $Median$ )、企业性质 ( $SOE$ )。一般而言,企业短期债务占比较大时企业面临的财务风险较高,短期内偿债压力巨大。权衡理论认为,非债务税盾(主要包括可税前扣除的折旧和摊销)提高,企业的资本结构会不断降低;成长性高的公司为了维持其较高的成长性或扩大业务规模有更多的融资需求,使得企业的资本结构较高;盈利能力强的公司破产风险较低,更易获得融资,同时,为充分利用债务带来的税收效益,盈利能力越强的公司更倾向于利用财务杠杆。代理理论认为企业也会通过增加负债来减少代理人可自由支配的现金流,但是也有另一种情形,盈利能力强的公司也可能更多地利用自身盈利进行资金周转,减少融资需求;有形资产越多其担保、抵押能力越强,进而越易获得债务融资机会;规模较大的公司自身分散风险的能力强,因此更易获得债务融资。各变量的度量见表1。

#### (三) 模型构建

为了验证假设1a、假设2a、假设2c、假设3a,本文建立模型(3)、模型(4)、模型(5)。

$$dis_{i,t} = \lambda_1 + \lambda_2 DA_{i,t-1} + \lambda_3 X_{i,t-1} + y_{t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$dis_{i,t} = \lambda_1 + \lambda_2 CR_{i,t} + \lambda_3 X_{i,t-1} + y_{t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$dis_{i,t} = \lambda_1 + \lambda_2 SOE_{i,t} + \lambda_3 X_{i,t-1} + y_{t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中,  $dis_{i,t}$  表示资本结构调整偏离度,即实际资本结构偏离最佳资本结构的程度,用  $t$  年的实际资本结构与  $t$  年最佳资本结构之差的绝对值来衡量 ( $dis_{i,t} = |Lev_{i,t} - TLev_{i,t}|$ )。  $dis$  越小,表明当年的实际资本结构越接近最佳资本结构,反之,则越远离最佳资本结构。  $DA$  为企业盈余质量的代理变量;  $CR$  为股权集中度的代理变量;  $SOE$  为企业的产权性质,用虚拟变量表示,国有企业取1,非国有企业取0。

有关资本结构调整速度模型,经过变形得到标准的资本结构调整速度模型:

$$\delta_{i,t} = (Lev_{i,t} - Lev_{i,t-1}) / (TLev_{i,t} - Lev_{i,t-1}) \quad (6)$$

$TLev_{i,t}$  为最佳资本结构,  $\delta$  表示企业向最佳资本结构调整的速度,  $\delta$  值越大表明调整的速度越快。本文根据盛明泉等改进的模型添加变量建立盈余质量、股权集中度、企业性质与资本结构动态调整速度的模型,通过添加盈余质量、股权集中度、企业性质的代理变量考察它们对资本结构动态调整速度的影响<sup>[12]</sup>。为了验证假设1b、假设2b、假设2d、假设3b,本文将最佳资本结构(2)带入模型(6)并建立模型(7)、模型(8)、模型(9)。

$$Lev_{i,t} = (1 - \delta) Lev_{i,t-1} + \eta DA_{i,t-1} Lev_{i,t-1} + \kappa DA_{i,t-1} + \delta \gamma X_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1} \quad (7)$$

$$Lev_{i,t} = (1 - \delta) Lev_{i,t-1} + \phi CR_{i,t} Lev_{i,t-1} + \kappa CR_{i,t} + \delta \gamma X_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1} \quad (8)$$

$$Lev_{i,t} = (1 - \delta) Lev_{i,t-1} + \psi SOE_{i,t} Lev_{i,t-1} CR_{i,t} + \kappa SOE_{i,t} + \delta \gamma X_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1} \quad (9)$$

其中,  $Lev_{i,t}$  为  $t$  期的实际资本结构,盈余质量对资本结构调整速度的影响可表示为  $\delta - \eta DA$ ,  $\eta$  为盈余质量与资本结构的交互项系数,如果  $\eta > 0$ ,则  $DA$  值越大,其对资本结构调整速度  $\delta - \eta DA$  的影响越明显。如果系数  $\eta$  显著为正,则假设1b成立,即会计盈余质量提高对资本结构调整速度有显著正向影响;股权集中度对资本结构调整速度的影响可表越示为  $\delta - \phi CR$ ,  $\phi$  为股权集中度与资本结构的交互项系数,如果系数  $\phi$  显著为正,表明股权集中度越高会减弱资本结构调整速度,则假设2d成立,假设2b不成立;企业性质对资

本结构调整速度的影响可表示为  $\delta - \Psi SOE$ ,  $\Psi$  为企业性质与资本结构的交互项系数, 如果系数  $\Psi$  显著为正, 表明国有企业资本结构调整速度慢, 非国有企业资本结构调整速度快, 则假设 3b 成立, 反之不成立。

(四) 描述性统计与相关性分析

1. 变量的描述性统计

表 2 是实际观测样本的描述性统计结果。从表 2 可以看出, 采用修正的 JONES 模型计算的盈余质量  $DA$  的均值为 0.5628, 中值为 0.3740, 方差为 1.0357, 均值大于中值, 表明样本中的地产公司盈余管理幅度大的占多数; 方差较大的主要原因在于可操纵性应计利润  $DA$  的最大值与最小值之间波动较大, 即企业间的盈余质量水平差别很大。资本结构  $Lev$  的最大值为 0.9401, 最小值为 0.0165, 均值为 0.6444, 中值为 0.6768, 一般企业资产负债率保持在 50% 左右比较合理, 样本中资本结构(即负债率)的均值、中值都超过了 50%, 但仍是合理的。因为

不同行业应不同看待, 中国房地产业上市公司的资本结构有其自身的特殊性, 房地产业项目开发周期长、开发过程中投资非常大, 对资金的需求量大, 对国家宏观调控政策、市场利率的变动非常敏感, 其资金来源主要是负债, 且大部分依赖于银行贷款, 资产负债率很高, 一旦风险预估不当, 企业资金链断裂, 正在开发的项目将面临巨额损失, 企业破产的风险将会加剧。但是, 高风险意味着高收益, 目前地产行业认可的负债率正常范围为 60%~70%, 超过 80% 时表明企业负债过高、面临的经营风险较大, 所以样本中负债率的均值为 0.6444 仍在合理范围。股权集中度  $CR1$  的均值为 0.3999,  $CR2$  的均值为 0.5012,  $CR3$  的均值为 0.5325, 这表明房地产行业上市公司的控制权基本掌握在前三大股东( $CR2$ )手中, 最大值、最小值相差较大, 表明股权集中度差异较大, 一些公司的股权很集中, 而一些公司的股权很分散。

2. 主要变量的相关性检验

由表 3 可知, (1)  $DA$  与资本结构调整偏离度  $DIS$  在 1% 水平上显著正相关, 说明盈余质量的高低影响资本结构调整的偏离度大小。(2) 资本结构调整偏离度  $DIS$  与实际资本结构  $Lev_i$  在 1% 水平上显著负相关, 说明房地产业上市公司确实有向最佳资本结构调整的倾向。(3) 股权集中度  $CR$  与资本结构调整偏离度  $DIS$  在 1% 的水平上显著负相关, 表明某种程度上股权集中抑制了资本结构调整的偏离程度。(4) 企业性质  $SOE$  与资本结构调整偏离度  $DIS$  在 10% 的水平上显著正相关, 说明房地产业中国有上市公司与非国有上市公司在资本结构调整上存在差异。(5) 公司的成长能力  $GROWTH$ 、有形资产  $TANG$ 、企业规模  $SIZE$  与实际资本结构  $Lev_i$  在 1% 的水平上显著正相关, 表明这些变量显著影响企业的资本结构, 更好的成长机会、更强的担保抵押能力、更大的规模有助于企业获得更多的融资机会。(6) 实际资本结构  $Lev_i$  与企业的盈利能力 ( $PROFIT$ ) 在 5% 的水平上显著负相关, 表明资本结构明显影响企业的盈利能力。

表 1 变量定义表

变量名称	符号	度量标准
会计盈余质量	$DA$	采用修正的 JONES 模型估算出可操纵性应计利润残差的绝对值, 该值越大, 说明企业盈余管理程度越高, 盈余质量越低。
资本结构	$Lev$	有息负债总额/总资产
短期债务比重	$Dts$	流动负债/总资产
非债务税盾	$Ndts$	累计折旧与摊销/总资产
成长性	$Growth$	本期主营业务收入增长额/上期主营业务收入
盈利能力	$Profit$	EBIT/总资产
行业负债率中位数	$Median$	1 年同行业公司的资本结构中位数
企业规模	$Size$	总资产的自然对数
资产有形性	$Tang$	(存货+固定资产)/总资产
企业性质	$SOE$	国有企业 $SOE=1$ , 否则为 0
股权集中度	$CR$	股东持股数/企业全部股票数量

表 2 主要变量的描述统计分析

Variable	Observations	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.
$DA$	848	0.5628	0.3740	19.6315	0.0012	1.0357
$CR1$	848	0.3999	0.3896	0.8065	0.0712	0.1766
$CR2$	848	0.5012	0.5025	0.8616	0.1357	0.1692
$CR3$	848	0.5325	0.5348	0.8707	0.1630	0.1715
$LEV$	848	0.6444	0.6768	0.9401	0.0165	0.1737
$DTS$	848	0.7155	0.7157	1.0000	0.1560	0.1725
$NDTS$	848	0.0053	0.0025	0.0675	0.0001	0.0084
$GROWTH$	848	0.0856	0.0746	0.9578	-0.6117	0.1083
$TANG$	848	0.5889	0.6162	0.9436	0.0024	0.1805
$MEDIAN$	848	0.6672	0.6714	0.6927	0.6236	0.0199
$PROFIT$	848	0.0471	0.0450	0.2692	-0.1351	0.0387
$SIZE$	848	9.9907	9.9716	11.9194	8.4325	0.5948
$SOE$	848	0.5755	1.0000	1.0000	0.0000	0.4946

表3 主要变量的 Person 相关性分析

变量	DIS	DA	LEV <sub>t-1</sub>	LEV <sub>t</sub>	DTS	NDTS	GROWTH	TANG	PROFIT	MEDIAN	SIZE	SOE	CR1	CR2	CR3	
DIS	1.000															
δ	-0.036															
DA	0.197***	1.000														
LEV <sub>t-1</sub>	-0.273***	-0.150***	1.000													
LEV <sub>t</sub>	-0.221***	-0.089***	0.882***	1.000												
DTS	0.283***	0.157***	-0.243***	-0.265***	1.000											
NDTS	0.336***	0.152***	-0.406***	-0.371***	0.261***	1.000										
GROWTH	-0.273***	-0.044	0.157***	0.161***	0.033	-0.1632***	1.000									
TANG	-0.214***	-0.133***	0.449***	0.429***	-0.063*	-0.355***	0.121***	1.000								
PROFIT	-0.135***	-0.111***	-0.079**	-0.085**	0.053	0.002	0.678	-0.081***	1.000							
MEDIAN	-0.069**	-0.139***	0.114***	0.065*	-0.087**	-0.113	-0.193***	0.109***	-0.219***	1.000						
SIZE	-0.369***	-0.239***	0.615***	0.580***	-0.317***	-0.374	0.211***	0.272***	0.053	0.240***	1.000					
SOE	0.057*	-0.022	0.067	0.065	-0.019	0.017	-0.026	-0.078**	-0.013	0.000	0.081**	1.000				
CR1	-0.101***	-0.028	0.2244***	0.190***	-0.1077***	-0.1494***	0.1786***	0.131***	0.117***	-0.002	0.144***	0.101***	1.000			
CR2	-0.134***	-0.002	0.3025***	0.267***	-0.1080***	-0.2022***	0.201***	0.164***	0.112***	0.000	0.222***	0.043	0.873***	1.000		
CR3	-0.146***	0.001	0.3184***	0.286***	-0.1094***	-0.2180***	0.201***	0.167***	0.102***	0.005	0.253***	0.035	0.812***	0.986***	1.000	

注:括号内为基于公司聚类的稳健标准误差修正的t值,\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%的水平显著。下同。

#### 四、实证结果及分析

##### (一) 最佳资本结构拟合分析

最佳资本结构根据模型(2)拟合,结果见表4。实际问题中可决系数大于40%就表示模型的拟合度较好,本模型中可决系数R<sup>2</sup>为0.4606(大于40%),Adj-R<sup>2</sup>为0.4561,F统计量为102.4652,伴随概率P值为0.0000,表示该模型的拟合优度较好,在1%的置信水平下显著有效。选择的影响最佳资本结构(用资产负债率表示)的解释变量显示,它们的回归系数也都在1%的置信水平下显著有效,都能通过t检验,其中短期债务比重(Dts)、非债务税盾(Ndts)、行业中位数(Median)、盈利能力(Profit)与资产负债率呈显著负相关关系,短期债务比重(Dts)、非债务税盾(Ndts)对最佳资本结构的影响方向与前文预期分析一致,但盈利能力与资产负债率的关系并未如预期分析的呈正相关关系,而是显著负相关,可能是因为当企业盈利能力增强时企业管理者的财务策略可能更倾向于依靠内源融资解决资金问题,更多地依靠自由现金流,使得资产负债率下降,也可能是企业怕高负债带来的财务风险降低了企业的盈利能力。成长性(Growth)、资产有形性(Tang)、企业规模(Size)与资产负债率呈显著正相关关系,这与前文的预期分析一致,成长性强的公司处于发展上升阶段,有更多的债务融资需求,有形资产多的企业可以抵押贷款获得更多的债务融资机会,规模大的公司自我分散风险的能力强、破产风险较低、债务的保障性较高,从而更易获得债务融资,这些促使债务融资需求、融资机会增加的因素都会使得企业资产负债率升高,与预期的分析一致。

表4 最佳资本结构的拟合结果

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DTS	-0.0865***	0.0276	-3.1389	0.0018
NDTS	-1.5773***	0.6039	-2.6118	0.0092
GROWTH	0.2274***	0.0591	3.8448	0.0001
TANG	0.2388***	0.0270	8.8596	0.0000
MEDIAN	-0.9324***	0.2371	-3.9331	0.0001
PROFIT	-0.9190***	0.1603	-5.7340	0.0000
SIZE	0.1355***	0.0088	15.4444	0.0000
C	-0.1334	0.1651	-0.8081	0.4193
Observations	848	F-statistic	102.4652	
R-squared	0.4606	Prob(F-statistic)	0.0000	
Adjusted R-squared	0.4561	Durbin-Watson stat	2.0561	

##### (二) 会计盈余质量、股权集中度、企业性质与资本结构调整偏离度

关于盈余质量的代理变量DA的运算参考模型(1)直接计算,表5直接报告了会计盈余质量(DA)、股权集中度(CR)、企业性质(SOE)对资本结构调整偏离度的影响结果,模型(3)的运算结果见表5第2列,会计盈余质量DA的回归系数在1%的水平下显著为正,表明当会计盈余质量上升(DA下降)时,实际资本结构偏离最佳资本结构的程度变小,即会计盈余质量的高低显著影响资本结构调整的偏离度,提高会计盈余质量可以优化资本结构,使其更趋近于最佳资本结构,故假设1a成立。模型(4)的运算结果见表5第3、

第4、第5列,股权集中度 *CR1* 的回归系数为正,但不显著,为进一步验证假设 2a、假设 2c,用 *CR2*、*CR3* 进一步检验,结果 *CR* 的回归系数仍为正,不显著,表明假设 2a、假设 2c 未通过检验,否定假设 2a、假设 2c,原因可能是现在的企业制度市场监管制度更完善了,对上市公司的要求也更高了,如实施新企业会计准则,要求上市公司披露内部审计报告,而上市公司为了更好地发展公司,其治理机制也越来越完善,经营管理监督流程更规范化,且现在专业经理人的专业化程度和职业素养都相对较高,能专业化规范化管理企业,股东对企业的具体运营管理的影响力可能在弱化,所以股权集中度对资本结构调整偏离度的影响不明显,故出现了假设 2a、假设 2c 不成立的情况。但从回归分析中可以看出,股权集中度对资本结构调整偏离度有正向影响,即股权集中度越高,资本结构调整偏离度越大,只是影响的程度不明显。模型(5)的运算结果见表 5 第 6 列,可以看到企业性质 *SOE* 的回归系数在 5% 的水平上显著为正,这表明国有企业与非国有企业在资本结构调整过程中存在差异,国有企业的资本结构调整偏离度较大,与假设 3a 一致,所以接受假设 3a。

表 5 会计盈余质量、股权集中度、企业性质对资本结构调整偏离度的影响结果

变量	资本结构调整偏离度				
	模型(3)	模型(4)		模型(5)	
<i>DA</i>	0.0071*** (2.7620)				
<i>CR1</i>		0.0076 (0.5146)			
<i>CR2</i>			0.0069 (0.4377)		
<i>CR3</i>				0.0048 (0.3042)	
<i>SOE</i>				0.0109** (2.0991)	
<i>DTS</i>	0.0873*** (5.4969)	0.0916*** (5.7471)	0.0913*** (5.7382)	0.0912*** (5.7310)	0.0906*** (5.7160)
<i>NDTS</i>	1.5585*** (4.4891)	1.6122*** (4.6207)	1.6152*** (4.6193)	1.6122*** (4.6064)	1.5899*** (4.5748)
<i>GROWTH</i>	-0.1725*** (-5.0504)	-0.1639*** (-4.7872)	-0.1638*** (-4.7805)	-0.1634*** (-4.7672)	-0.1604*** (-4.7118)
<i>TANG</i>	-0.0287* (-1.8446)	-0.0330* (-2.1184)	-0.0330** (-2.1131)	-0.0327** (-2.1012)	-0.0294* (-1.8950)
<i>MEDIAN</i>	-0.0698 (-0.5099)	-0.1069 (-0.7818)	-0.1057 (-0.7729)	-0.1059 (0.7740)	-0.0996 (-0.7300)
<i>PROFIT</i>	0.0324 (0.3461)	-0.0146 (-0.4241)	-0.0137 (-0.1480)	-0.0132 (-0.1424)	-0.0120 (-0.1306)
<i>SIZE</i>	-0.0240*** (-4.7055)	-0.0261*** (-4.7340)	-0.0262*** (-5.1518)	-0.0262*** (-5.1247)	-0.0272*** (-5.3546)
<i>Observations</i>	848	848	848	848	848
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.2541	0.2475	0.2475	0.2474	0.2512
<i>Adj.R</i> <sup>2</sup>	0.2470	0.2404	0.2403	0.2402	0.2441
<i>F</i>	35.7227	34.4999	34.4877	34.4713	35.1876
<i>D-W</i>	1.8131	1.7970	1.7981	1.7061	1.7890

从控制变量来看,短期债务比重(*DTS*)、非债务税盾(*NDTS*)与资本结构调整偏离度显著正相关,表明短期债务比重、非债务税盾越高,实际资本结构偏离最佳资本结构的程度越大,短期债务为最近一年内到期需清偿的债务、非债务税盾的高低直接影响债务的清偿,它们的增减变动势必会引起实际资本结构明显偏离;企业的成长能力(*GROWTH*)、资产有形性(*TANG*)、企业规模(*SIZE*)与资本结构调整偏离度显著负相关,表明企业较好的成长机会、较强担保抵押能力、较大的规模能显著减小资本结构偏离最佳资本结构的程度。控制变量的表现大多数与预期一致,说明模型设计较合理。

(三) 会计盈余质量、股权集中度、企业性质与资本结构调整速度

表 6 报告了会计盈余质量、股权集中度、企业性质对资本结构调整速度的影响结果,对模型(7)进行回归验证假设 1b,模型(7)中受会计盈余质量 *DA* 的影响资本结构调整速度为  $\delta - \eta DA$ ,  $\eta$  为盈余质量 *DA* 与资本结构  $Lev_{i,t-1}$  交互项的回归系数,  $\eta$  在 1% 的水平上显著为正,表明随着企业盈余质量的升高 (*DA* 下降) 其资本结构调整速度显著变快 ( $\delta - \eta DA$  变大), 与理论分析及假设一致,故接受假设 1b。

我们对模型(8)进行回归验证假设 2b、假设 2d。模型(8)中受股权集中度 *CR1* 的影响资本结构调整速度为  $\delta - \varphi CR1$ ,  $\varphi$  为股权集中度 *CR1* 与资本结构  $Lev_{i,t-1}$  交互项的回归系数,  $\varphi$  在 1% 的水平上显著为正,说明  $\delta - \varphi CR1$  随着 *CR* 的上升而不断减小,即随着股权集中度的增强将显著减弱资本结构调整速度。为进一步验证,本文用 *CR2*、*CR3* 检验,结果交互项的回归系数  $\varphi$  在 1% 的水平上仍显著为正,结论不变,所以拒绝假设 2b,接受假设 2d,即股权集中度越高,企业资本结构调整速度越慢。

我们对模型(9)进行回归验证假设 3b,模型(9)中受企业性质 *SOE* 的影响资本结构调整速度为  $\delta -$

$\Psi SOE$ ,  $\Psi$ 为企业性质与资本结构  $Lev_{i,t-1}$  交互项的回归系数,  $\Psi$ 在1%的水平下显著为正,说明企业性质显著影响企业资本结构调整速度,国有企业资本结构调整明显较慢,假设3b成立。

此外为证明盈余质量、股权集中度、企业性质对企业资本结构动态调整速度的影响,增加交乘项  $CR*DA*Lev$ 、 $CR*SOE*Lev$ 、 $CR*DA*SOE*Lev$ ,如表6中的模型(10)、模型(11)、模型(12)。三个模型中交乘项的回归系数都为正,但都不显著,这表明盈余质量、股权集中度、企业性质三个变量两两联合或三者联合起来对企业资本结构调整速度有影响,会减弱企业资本结构调整速度,但这种影响不明显。造成这

表6 会计盈余质量、股权集中度、企业性质对资本结构调整速度的影响结果

变量	资本结构调整速度							
	模型(7)	模型(8)	模型(9)	模型(10)	模型(11)	模型(12)		
<i>Lev</i>	0.8413*** (34.8667)	0.6964*** (16.5052)	0.6603*** (12.8004)	0.6628*** (12.5351)	0.7374*** (24.4862)	0.8036*** (35.6241)	0.7990*** (34.2138)	0.8057*** (35.8585)
<i>DA</i>	0.0320*** (4.3920)							
<i>DA*Lev</i>	-0.0357*** (-3.4532)							
<i>CR1</i>		-0.2128*** (-3.2851)						
<i>CR1*Lev</i>		0.3156*** (3.1916)						
<i>CR2</i>			-0.2083*** (-3.1949)					
<i>CR2*Lev</i>			0.3259*** (3.2154)					
<i>CR3</i>				-0.1884*** (-2.9590)				
<i>CR3*Lev</i>				0.2993*** (3.0447)				
<i>SOE</i>					-0.0692*** (-3.1865)			
<i>SOE*LEV</i>					0.1135*** (3.4399)			
<i>CR*DA*Lev</i>						0.0076 (1.3487)		
<i>CR*SOE*Lev</i>							0.0198 (1.3046)	
<i>CR*DA*SOE*Lev</i>								0.0057 (0.9230)
<i>DTS</i>	-0.0594*** (-3.4657)	-0.0602*** (-3.4650)	-0.0597*** (-3.4414)	-0.0590*** (-3.3974)	-0.0483*** (-2.8114)	-0.0528*** (3.0559)	-0.0515*** (-2.9809)	-0.0522*** (-3.0225)
<i>NDTS</i>	0.1450 (0.3842)	0.0419 (0.1088)	0.0138 (0.0356)	0.0292 (0.0753)	0.0711 (0.1860)	0.2482 (0.6515)	0.2184 (0.5718)	0.2474 (0.6490)
<i>GROWTH</i>	0.0557 (1.4908)	0.0555 (1.4411)	0.0566 (1.4746)	0.0590 (1.5397)	0.0955** (2.5748)	0.0826** (2.2135)	0.0883** (2.3745)	0.0856** (2.3008)
<i>TANG</i>	0.0508*** (2.8861)	0.0426 (2.4139)	0.0388** (0.0285)	0.0385*** (2.1753)	0.0342* (1.9092)	0.0431** (2.4301)	0.0437** (2.4626)	0.0429** (2.4208)
<i>MEDIAN</i>	-0.4649*** (-3.1394)	-0.4861*** (-3.2828)	-0.4974*** (-3.3563)	-0.4948*** (-3.3367)	-0.4697*** (-3.1740)	-0.4572*** (-3.00548)	-0.4769*** (-3.2051)	-0.4665*** (-3.1200)
<i>PROFIT</i>	-0.1700* (-1.6276)	-0.1756* (-1.6207)	-0.1926* (-1.8045)	-0.2047* (-1.9276)	-0.3043*** (-3.0096)	-0.2899*** (2.8404)	-0.3041*** (-2.9916)	-0.2955*** (-2.8976)
<i>SIZE</i>	0.0247*** (3.8663)	0.0200*** (3.1614)	0.0196*** (3.0946)	0.0192*** (3.0274)	0.0210*** (3.3050)	0.0196*** (3.0774)	0.0191*** (3.0105)	0.0193 (3.0357)
<i>Observations</i>	848	848	848	848	848	848	848	848
<i>R<sup>2</sup></i>	0.7945	0.7918	0.7918	0.7915	0.7922	0.7896	0.7896	0.7894
<i>Adj.R<sup>2</sup></i>	0.7921	0.7894	0.7893	0.7890	0.7897	0.7874	0.7873	0.7871
<i>F</i>	323.6244	318.3909	318.2357	317.6733	319.0177	349.4537	349.3924	348.9445
<i>D-W</i>	1.9437	1.9975	2.0038	2.0017	1.9874	1.9885	1.9911	1.9905

种回归结果不显著的原因可能就是假设 1b、假设 2d、假设 3b 成立,即盈余质量提高会加快资本结构调整速度,股权集中度提高会减弱资本结构调整速度,企业性质为国有会减弱资本结构调整速度,它们各自对资本结构调整速度的影响方向不同,从控制变量来看,大多数控制变量回归系数的符号和显著性与邹萍<sup>[6]</sup>的研究一致,说明模型设计合理。

#### (四) 进一步基于负债水平分析盈余质量对资本结构调整的影响

本文以房地产上市公司为样本实证分析时发现,房地产行业的资产负债率均值为 0.6444、中值为 0.6768,该比率明显高于我国上市公司全行业负债率均值为 0.2544、中值为 0.2376。负债水平是影响资本结构调整的主要因素之一,不同负债水平下企业的资本结构调整决策在动机、方式、迫切性等方面有所不同,资本结构动态调整可能存在非对称特,当企业负债水平较高时,其会计盈余质量比较差,企业可能会通过盈余操纵来粉饰报表。邹萍研究发现,企业负债水平较高时,盈余质量与资本结构偏离度的关系更加稳健,对资本结构调整速度的影响不明显;而当负债水平较低时,盈余质量与资本结构偏离度的关系不显著,对资本结构调整速度的影响更稳健<sup>[6]</sup>。因此,不同负债水平下企业会计盈余质量对资本结构动态调整的影响效果可能具有非对称性。本文参照邹萍的做法,认为实际负债率  $Lev_{i,t}$  大于最佳资本结构  $TLev_{i,t}$  为负债水平较高,反之则为负债水平较低<sup>[6]</sup>。表 7 显示了高低两组负债水平下盈余质量对资本结构调整偏离度与调整速度的影响,可以发现不同负债水平下企业会计盈余质量对资本结构动态调整的影响确实具有非对称性。在高负债水平组,盈余质量对资本结构调整偏离度和调整速度的影响都更显著,即盈余质量越高,偏离最佳资本结构的程度越小,调整速度越快;在低负债水平组,盈余质量对资本结构调整偏离度和调整速度有影响但都不显著。

#### (五) 稳健性检验

为验证检验结果的稳健性,本文将最佳资本结构拟合模型(2)中各变量值用本期数据带入重新拟合,结果显示  $R^2$  为 0.4955(大于 0.4606),  $Adj-R^2$  为 0.4912(大于 0.4561),  $F$  统计量为 117.8432,伴随概率  $P$  值为 0.0000,显然本期数据的拟合效果比提前一期数据的拟合效果稍好,所以可以用本期数据拟合的最佳资本结构带入模型(3)至模型(12)运算以验证上述检验结果的稳健性,运算结果显示的结论仍与前文一致,实证结果能通过稳健性检验。为观测样本是否存在显著性分组差异,本文将样本观测期 2009—2016 年按时间分成两组,(2009—2012 年为一组,424 个样本;2013—2016 年为一组,424 个样本)对模型(2)进行 Chow 检验,显示  $prob>F=0.0000$ ,有显著性分组差异,后一组的拟合程度(0.5438)好于前一组(0.4026),但是两组分别得出的结论与未分组前的结论仍是一致的。对模型(3)至模型(5)、模型(7)至模型(9)做同样的检验,结论与原来的一致,所以分组差异未影响前文的检验结果。

## 五、结论性评述

本文以 2009—2017 年沪深 A 股房地产业上市公司为研究样本,研究了企业盈余质量、股权集中度、企业性质对资本结构动态调整的影响,通过回归分析检验它们对资本结构动态调整偏离最佳资本结构的程度和调整速度的影响,结果表明:房地产业上市公司盈余质量提高在 1% 的水平上显著加快资本结构动态调整速度,降低调整的偏离度;股权集中度的提高在 1% 的水平上显著降低资本结构调整速度,但对调整的偏离度没有显著影响;企业性质在 5% 的水平上显著加大国有企业资本结构调整的偏离度,在 1% 的水平上显著降低了国有企业资本结构调整的速度。研究还发现房地产业上市公司的负债率明显高于一般

表 7 基于负债水平的分析结果

变量	负债水平高低	
	高负债水平	低负债水平
A 资本结构调整偏离度		
DA	0.0096*** (3.1688)	0.0018 (0.3606)
控制变量	控制	控制
$R^2$	0.3360	0.2269
Adj- $R^2$	0.3232	0.2121
F	26.1280	15.2984
D-W	1.7815	1.8761
B 资本结构调整速度		
DA*Lev	-0.0947*** (-7.2947)	-0.0056 (0.3906)
控制变量	控制	控制
Observations	422	426
$R^2$	0.6686	0.8937
Adj- $R^2$	0.6605	0.8912
F	82.9006	348.9707
D-W	1.8724	2.0166

行业。进一步分析不同负债水平下盈余质量对资本结构动态调整的影响发现:在高负债水平下,盈余质量对资本结构调整偏离度和调整速度的影响都更显著;在低负债水平下,盈余质量对资本结构调整偏离度和调整速度的影响不明显。

本文的研究启示:(1)分行业研究企业盈余质量、股权集中度、企业性质对资本结构动态调整的影响是有必要的。房地产企业管理者在进行公司治理时应该着重考虑本行业资本结构及其调整的特点,在股权制度改革上应慎重,过于集中的股权结构并不利于公司治理,且会阻碍资本结构的优化调整,应健全监督机制,避免大股东与管理层合谋进行盈余操纵,避免小股东“搭便车”或用脚投票的行为。(2)房地产企业面临的经济环境严峻,资金来源主要仍依赖于银行贷款,所以房地产企业管理者应更谨慎的做经营决策,减少盈余管理行为,保证企业拥有真实的高质量盈余以增添投资者对企业的信任度,以便及时取得融资调整资本结构。(3)政府应做好对国有企业的监管,对国企的管理者提高要求,调动企业参与竞争、主动调整资本结构的积极性。

本文是用房地产企业的数据库针对房地产行业得出的结论,不一定能反映其他行业的行业特性,后续的研究可以进一步关注其他行业中关于资本结构动态调整的研究情况。

#### 参考文献:

- [1] Fischer E R, Heinkel P, Zechner J. Dynamic capital structure choice: Theory and test [J]. The Journal of Finance, 1989, 44(1): 19 - 40.
- [2] 肖作平. 大股东、法律制度和资本结构决策——来自中国上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2009(1): 27 - 39.
- [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.
- [4] 江龙, 宋常, 刘笑松. 经济周期波动与上市公司资本结构调整方式研究[J]. 会计研究, 2013(7): 28 - 34.
- [5] 奚宾. 区域经济发展与资本结构调整效率[J]. 金融理论与实践, 2013(1): 40 - 43.
- [6] 邹萍. 会计盈余质量与资本结构动态调整[J]. 中南财经政法大学学报, 2014(3): 115 - 122.
- [7] 李敏, 张士强. 会计制度变迁下企业资本结构的动态调整: 基于山东省上市公司数据的研究[J]. 财会月刊, 2015(36): 45 - 50.
- [8] Francis J, Lafond R, Olsson P M, et al. Costs of equity and earnings attributes[J]. Accounting Review, 2004, 79(4): 967 - 1010.
- [9] 陈晓丹. 会计盈余质量与资本结构动态调整[J]. 海南金融, 2017(3): 82 - 88.
- [10] 盛明泉, 张敏, 马黎珺, 等. 国有产权、预算软约束与资本结构动态调整[J]. 管理世界, 2012(3): 151 - 157.

[责任编辑: 杨志辉]

## Earnings Quality, Equity Concentration, Enterprise Nature and Dynamic Adjustment of Capital Structure: Data from Real Estate Listed Companies

LI Rongjin, LEI Tingting

(School of Management, Xi'an University of Architecture and Technology, Xi'an 710055, China)

**Abstract:** Taking real estate listed companies in Shanghai and Shenzhen A-share stock markets from 2009 to 2017 as samples, this paper investigates the effects of earnings quality, equity concentration and enterprise nature on the dynamic adjustment of capital structure, and examines their effects on the deviation and speed of dynamic adjustment of capital structure through regression analysis. The results show that the improvement of the earnings quality of listed companies in the real estate industry will significantly accelerate the adjustment of capital structure and reduce the adjustment deviation; the increase in equity concentration will significantly reduce the speed of capital structure adjustment, but has no significant impact on the adjustment deviation. The different nature of enterprises will also significantly affect the deviation degree and speed of capital structure adjustment. Based on the analysis of different debt levels, it is found that the effect of earnings quality on capital structure adjustment is asymmetric.

**Key Words:** earnings quality; equity concentration; capital structure adjustment; real estate; enterprise nature; financial management; enterprise debt