

# 财务柔性对资本结构及其动态调整的影响分析

——基于我国 A 股上市公司经验数据

李 玥<sup>1,2</sup>, 郭泽光<sup>1</sup>, 李成友<sup>3</sup>, 徐 伟<sup>2</sup>

(1. 山西财经大学 会计学院, 山西 太原 030006; 2. 山东交通学院 经济与管理学院, 山东 济南 250357;

3. 山东财经大学 金融学院, 山东 济南 250000)

**[摘要]**以我国 2007—2016 年沪深 A 股上市公司为样本进行实证检验, 研究发现, 我国上市公司存在获取和保持财务柔性的动机, 且通常以持有现金的方式获取财务柔性; 财务柔性是企业资本结构决策考虑的关键因素之一, 财务柔性有利于优化资本结构调整速度, 缓解资本结构调整的偏离度。

**[关键词]**财务柔性; 资本结构; 资本结构决策; 资本结构调整速度; 资本结构调整偏离度; 权衡理论; 异常报酬

**[中图分类号]**F275.1 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2019)01-0066-09

## 一、引言

随着企业的发展壮大, 企业对资金的需求不断增长, 能否及时筹集到足够的资金是上市公司财务经理的重要决策。资本结构理论主要讨论如何在两大资金来源(债权和股权)之间权衡, 以实现企业价值最大化。根据 MM 定理, 完全有效市场中企业价值与资本结构无关。但在现实世界, 如此严苛的条件难以满足。众多学者不断放松税收、信息不对称、委托代理及破产成本等假设条件, 探讨资本结构决策的重要性以及目标资本结构的存在性, 并形成了一系列新的研究成果<sup>[1-4]</sup>。

实务中由于诸多原因, 企业的筹资安排可能会偏离其目标资本结构, 而追求价值最大化的企业不会让这种偏离长期存在, 因此公司会进行资本结构调整, 由此资本结构的动态调整逐渐受到国内外学者的广泛关注。已有研究涉及企业的成长性、企业特征、宏观经济及法律环境、公司治理等多个角度<sup>[5]</sup>。

但是企业的资本结构决策及资本结构的调整通常是一个动态的过程, 在这个过程中企业会面临各种不确定性, 比如次贷危机的出现、结构性改革的推行等, 都会加大微观企业进行资本结构决策的不确定性。而财务柔性是企业应对不确定性的能力, Byoun 引入生命周期理论研究财务柔性资本结构之间的关系, 结果表明, 不同生命周期的企业会选取不同的融资方式, 初创期企业以股权融资为主, 成长期企业以债务融资为主<sup>[6]</sup>。那么, 针对我国资本市场, 财务柔性是否会影响企业的资本结构决策以及企业资本结构的动态调整? 基于此, 文章在分析财务柔性对资本结构及其动态调整影响的基础上, 进一步以我国 A 股上市公司为例进行了实证检验, 主要研究贡献有: 基于财务柔性的视角考察了资本结构动态调整的原因, 在一定程度上丰富了资本结构理论及财务柔性理论相关文献; 结合

**[收稿日期]**2018-06-28

**[基金项目]**山西省研究生创新项目(2016BY099); 山东交通学院科研基金项目(R201609); 中国博士后基金面上项目(2017M622168); 山东省社会科学规划一般项目(18CCZJ01); 山东省高校人文社会科学基金一般项目(J17RA095); 山东省高等学校人文社会科学计划一般项目(J17RA095); 山东省社会科学基金青年项目(17DJJJ10)

**[作者简介]**李玥(1987—), 女, 山东济南人, 山西财经大学会计学院博士研究生, 山东交通学院经济与管理学院讲师, 从事公司财务、企业并购研究, E-mail: 81629246@qq.com; 郭泽光(1957—), 男, 山西太原人, 山西财经大学会计学院教授, 博士生导师, 从事公司财务与公司治理研究; 李成友(1987—), 山东聊城人, 山东财经大学金融研究院讲师, 山东大学经济研究院在读博士后, 从事农村经济、计量经济分析研究; 徐伟(1979—), 男, 山东济南人, 山东交通学院经济与管理学院讲师, 从事财务与会计研究。

财务柔性的来源及市场反应度量财务柔性,并对我国 A 股上市公司财务柔性水平进行了分析,在一定程度上丰富了财务柔性的度量方法;实务中为企业管理层进行资本结构决策、财务柔性的获取和保持决策提供相应参考。

## 二、文献综述

### (一) 财务柔性相关文献

目前关于财务柔性经济后果的研究主要涉及企业的融资约束、投资效率、股利分配、企业价值四大方面。对于融资约束,多数学者从理论和实证的角度分析和检验了财务柔性对融资约束的缓解作用<sup>[7-8]</sup>。关于财务柔性对投资效率影响的研究结论有:财务柔性是企业投资决策需考虑的重要因素<sup>[9]</sup>;财务柔性有利于企业把握投资机会<sup>[10]</sup>;财务柔性越高,公司越有能力追逐投资机会<sup>[11]</sup>,从而减少投资不足<sup>[9]</sup>,且对非国有企业作用明显<sup>[12]</sup>。关于财务柔性对股利支付的影响,主要研究结论有:财务柔性能够解释股利支付之谜<sup>[13]</sup>;企业为保持财务柔性会选取股份回购的形式;财务柔性会影响股利支付与公司成熟度之间的关系<sup>[14]</sup>;财务柔性是股利分配决策制定需考虑的重要因素<sup>[15]</sup>。最后,财务柔性会影响企业价值,且有利于实现企业价值最大化<sup>[16]</sup>。

### (二) 资本结构及其动态调整的影响因素

影响资本结构决策的因素有很多。第一个因素是当不存在债务时的商业风险或与股票相关的风险。商业风险与最优债务持有之间存在负相关关系。第二个关键因素是企业的财务状况。运用债务的重点在于债务实际成本的降低能够为经济和财政部门所接受<sup>[17]</sup>。第三个因素是财务柔性。

资本结构动态调整包括资本结构的调整速度和资本结构的调整偏离度。企业内外部因素会影响企业资本结构调整。外部因素主要有行业因素、制度因素、融资约束、宏观经济状况、资本市场的定价功能;企业内部影响因素主要有企业的盈利能力、成长机会、公司规模、债务契约等<sup>[18-19]</sup>。

综上,关于资本结构及其动态调整影响因素的现有研究中,鲜有基于财务柔性视角的论述,且缺乏我国资本市场经验数据的支持。这为本选题的研究提供了机会。

## 三、理论分析及假设提出

### (一) 财务柔性与资本结构决策

考察财务柔性与资本结构决策及其动态调整之间的关系,首先应对财务柔性的度量进行说明。因本选题以股东异常报酬率为标准并结合财务柔性的来源以度量财务柔性,而财务柔性是企业以低成本获取资金和调整资金结构的能力<sup>[20]</sup>。由此可见,其来源主要有两大路径:对资金结构的安排和筹资能力的配置。从资金结构安排(实质为用资决策)的角度分析:现金是流动性最强的资产,因此增加现金持有量是储备财务柔性最基本的方式。由此可见,检验市场对现金持有量变动的反应,是构建财务柔性度量模型的第一步<sup>[21]</sup>。

关于市场对现金持有变动的反应,可以从不同的角度加以分析。根据自由现金流假说,处于成熟期的盈利企业因持有大量闲置资金而投资机会较少,代理人(管理层)倾向于滥用现金。由此,企业增持一单位现金时,股东价值会受到损害。而根据财务柔性理论,增持现金的市场反应取决于股东对单个企业财务柔性的估值。而基于信号传递角度,无论是年终的利润分配公告还是股利政策公告,都会对企业现金持有进行直接或间接的体现,由此,市场会对企业的现金增持行为有所反应,但是具体变动方向有待验证。文章以股东异常报酬率作为市场反应的替代变量,并提出如下假设 H1。

H1: 现金的边际变动和股东异常报酬之间存在显著相关关系。

作为筹资决策的核心问题,企业资本结构决策主要涉及债务和权益融资的权衡及配置。信息不对称导致企业面临外部融资约束(FHP)。为缓解融资约束,企业必然对融资渠道、融资方式及融资时

间进行安排(融资优序理论认为,企业在进行融资时倾向于由内而外、由债务到股权的顺序。权衡理论认为资本结构决策是对债务的税盾收益与困境成本之间的权衡。然而实务中,我国上市公司的融资行为并未严格遵循融资优序理论,也未严格遵循权衡理论以确定目标财务杠杆,先外而内、发行股票进行融资的现象普遍存在)。针对该现象,获取和保持财务柔性给出了相对合理的解释。

关于财务柔性对资本结构决策的影响分析,根据财务柔性理论,在获取资金方面,财务柔性强调对资金的及时筹集,实质是对筹资方式的跨期安排。虽然内源资金成本更低,但是若企业未来面临较高不确定性,其会在当期选择外源融资以保持现金柔性,从而储备应对不确定性的能力。而在外源融资中,债务融资和权益融资又是企业两大主要融资方式。(1)对于债务性筹资而言,企业当期选择债务融资,能利用债务的税盾作用;但是长期保持高负债比率的企业,会对企业形成不良影响。(2)对于权益融资而言,企业为获取柔性,通常会利用信号传递理论,在当期进行稳定的股利分配。而且,随着我国股票市场的日益完善,股权融资成本降低,企业在进行权益融资及相关股利分配政策时均会考虑财务柔性。综上,无论是选取债务还是股权融资,企业均会考虑财务柔性。由此,本文提出如下假设。

H2:财务柔性 with 资本结构当期决策之间存在显著关系。

## (二) 财务柔性 with 资本结构调整

根据权衡理论,企业存在一个最佳的目标资本结构,且该目标结构取决于债务的抵税收益与财务拮据和代理成本之间的均衡。资本结构的调整过程就是通过对债务和股权融资的安排,实现目标资本结构的过程。资本结构调整速度和调整偏离度是资本结构调整的核心内容,资本结构调整的主要方式包括三个:现金、信用额度以及择机发股<sup>[22]</sup>。

从资本结构调整的三种主要方式出发,结合财务柔性的功能进行分析。(1)从现金的角度。现金在资本结构调整中扮演着重要的角色。当信息不对称产生逆向选择成本时,现金是企业常用的调整当期资本结构的一种方式<sup>[23]</sup>。(2)从授信额度的角度分析。授信额度降低了企业进行资本结构调整的成本,授信额度越高,企业越能及时获取所需资金。而财务风险会影响企业授信额度的高低。通常而言,长期保持高(低)负债比率的企业,在获取信贷额度时更加困难(容易)。因此,企业储备财务柔性,会降低企业的财务风险,从而有利于企业获取更多的信贷额度,最终有利于推动目标资本结构的调整。(3)从择机发股的角度分析。稳定的股利分配向市场传递利好信息,从而有利于企业需要资金时在股票市场上更容易获取资金,这是企业的权益柔性。若企业持有权益柔性,则其在择机发股时可以降低发行过程中的代理成本并提高发行成功率,从而更有利于实现资本结构的有效调整。

进一步考虑产权性质,因国有企业面临融资软约束,因此在资本结构调整方面,相比于非国有企业,国有企业更可能存在过度调整行为,而非国有企业则可能因面临资源约束而呈现调整不足的现象<sup>[24]</sup>。考虑财务柔性对资本结构调整的促进作用,财务柔性会抑制国有企业的资本结构过度调整行为,会缓解非国有企业资本结构调整不足行为。综上,从资本结构调整的具体方式分析,财务柔性有利于实现资本结构的有效调整。由此本文提出如下假设。

H3:财务柔性价值 with 资本结构调整速度之间存在正相关关系。

H3a:财务柔性会抑制国有企业的资本结构过度调整行为。

H3b:财务柔性会缓解非国有企业资本结构调整不足行为。

H4:财务柔性价值 with 资本结构调整的偏离度之间存在负相关关系。

财务柔性对资本结构及其动态调整的理论分析框架如图1所示。

#### 四、研究设计

##### (一) 研究样本及变量说明

##### 1. 样本选择

文章主要选择 2007 年至 2016 年间沪深 A 股上市公司为样本,因涉及滞后期,所以选择时间范围为 2006—2016 年。对原始数据进行如下筛选:剔除金融类公司;剔除数据不全公司;剔除上市时间不足 1 年的公司,最终剩余 16824 个样本数据。样本数据主要来源于国泰安数据库,部分缺失数据在巨潮资讯和新浪财经网站手动收集,运用 WPS 表格和 Stata11 软件进行数据处理和分析。

##### 2. 变量说明

##### (1) 被解释变量

① 股东异常报酬:个股年度报酬率 - 行业平均报酬率

② 资本结构——用资产负债率替代 ( $Debt_{it}$ )

③ 资本结构调整速度:对于资本结构调整速度的度量,借鉴相关文献的做法<sup>[25]</sup>,首先根据模型(1)计算公司的目标资本结构;然后根据模型(2)构建局部调整模型估计资本结构的调整速度:其中  $\alpha$  为样本公司资本结构动态调整的平均速度。若  $\alpha = 0$ ,意味着公司资本调整速度为 0,即未进行任何调整;若  $\alpha = 1$ ,意味着公司刚好在一期内完成所有调整; $\alpha < 0$ ,意味着公司对资本结构的调整方向与目标方向背道而驰;若  $0 < \alpha < 1$ ,意味着公司在一期内实现了部分调整,越接近 1,调整速度越快;越接近 0,调整速度越慢。

$$Debt_{it} = \beta + \beta_i X_{it} + v \quad (1)$$

$$Debt_{it} - Debt_{i,t-1} = \alpha (Debt_{it}^* - Debt_{i,t-1}) + \varepsilon \quad (2)$$

其中,  $X_{it}$  主要是涉及表示公司基本特征变量和时间变量等,主要有企业规模  $size$ 、总资产净利率  $ROA$ 、有形资产比重  $taasset$ 、成长能力  $growth$ 、非债务税盾  $shuidun$ 、产品独特性  $product$ 、流动比率  $liquid$  以及年度控制变量  $year$ ,  $v$  代表残差。

##### ④ 资本结构调整偏离度

关于资本结构偏离度的度量主要参照姜付秀和黄继承的做法<sup>[26]</sup>,构建偏离度的替代变量  $Dis$ ,具体见公式(3):

$$Dis = |Debt_{it} - Debt_{it}^*| \quad (3)$$

##### (2) 解释变量

① 现金的边际变动 ( $\Delta C_{i,t}/M_{i,t-1}$ ),用市场价值进行标准化处理后的前后两期现金持有量差额。

② 财务柔性 ( $ff_{it}$ )

借鉴相关学者的做法<sup>[27]</sup>,首先根据模型(4)对现金边际变动对企业异常报酬率之间的关系进行检验并获取回归系数;其次,利用公式(5)计算财务柔性。

$$r_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} \times \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_3 Debt_{i,t} \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta NA_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_5 \frac{\Delta RD_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_6 \frac{\Delta I_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_7 \frac{\Delta D_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_8 \frac{\Delta C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} + \beta_9 Debt_{i,t} + \beta_{10} \frac{NF_{i,t}}{M_{i,t-1}} + ind + year + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$ff_{it} = \beta_1 + \beta_2 \frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} + \beta_3 Debt_{i,t} \quad (5)$$

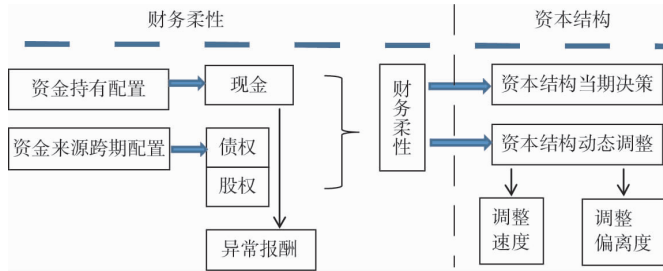


图 1 财务柔性对资本结构及其动态调整的理论分析框架

相关变量说明见表1。

(二) 模型设计

为检验假设1,文章用模型(4)(见上文)考察现金的边际变动与企业异常报酬率之间的关系。

为检验假设2,文章通过构建模型(6)考察财务柔性对资本结构决策的影响。

$$Debt_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ff_{it-1} + ind + year + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

为检验假设3,用模型(7)考察财务柔性资本结构调整速度的影响。

$$Debt_{it} - Debt_{it-1} = \gamma_0 + \alpha(Debt_{it}^* - Debt_{it-1}) + \gamma_1 ff_{it} + \gamma_2 ff_{it} \times (Debt_{it}^* - Debt_{it-1}) + ind + year + \varepsilon \quad (7)$$

本文主要考察 $\gamma_2$ 的系数,若系数为正,则意味着财务柔性能够促进资本结构调整的速度;若系数为负,则意味着财务柔性对资本结构的调整速度具有减弱的作用。

为检验假设4,文章通过构建模型(8)分析财务柔性对资本结构调整偏离度的影响。

$$Dis = \beta_0 + \beta_1 ff_{it} + \beta_2 X_{it} + \eta \quad (8)$$

其中, $X_{it}$ 主要是涉及表示公司基本特征变量和时间变量等。

表1 变量说明

变量名称	变量符号	变量说明
股东异常报酬	$r_{it}$	个股年度回报率-行业回报率平均值
资本结构	$Debt_{it}$	总负债/总资产;在稳健性检验中用产权比率替代
目标资本结构	$Debt_{it}^*$	根据公式(1)计算得出
资本结构调整偏离度	$Dis$	根据公式(3)计算得出
现金的边际变动	$\Delta C_{i,t} / M_{i,t-1}$	(本期现金持有量-上期现金持有量)/上期权益市价
财务柔性	$ff_{it}$	根据公式(5)计算得出
现金持有量	$C_{it}$	(现金+交易性金融资产)
权益市价	$M_{i,t-1}$	企业滞后一期净资产市值=总股数×期末收盘价
投资机会	$\Delta NA_{it}$	本期与上期(总资产-现金持有量)之差
研发支出变动	$\Delta RD_{it}$	本期研发支出-上期研发支出
利息支出变动	$\Delta I_{it}$	本期利息费用-上期利息费用
股东分红变动	$\Delta D_{it}$	本期对股东分红-上期对股东分红
总筹资变动	$NF_{it}$	本期与上期的债务和权益变动之和
企业规模	$size$	总资产自然对数
总资产收益率	$roa$	净利润/总资产
有形资产比重	$taasset$	(年末固定资产+年末存货)/年末总资产
成长能力	$growth$	总资产增长率
非债务税盾	$shuidun$	(固定资产折旧+无形资产摊销)/营业收入
产品独特性	$product$	(营业费用+管理费用)/营业收入
流动比率	$liquid$	流动资产/流动负债
控制人性质	$Nature$	若为国有控股, $Nature=1$ ;否则为0
行业	$Ind$	控制变量,根据证监会2012年颁布的标准分类
年份	$Year$	控制变量

五、实证结果分析

(一) 描述性统计

由表2可知,企业异常回报率平均值为-0.215,这说明整体上我国沪深A股上市企业异常回报率为负,进一步根据年限对异常回报率的均值进行分析发现,虽然每年个股异常回报率的均值进行分析发现,虽然每年个股异常回报率为负数,但在整体上表现出较大波动,受全球金融危机影响,2007—2009年异常回报率均值呈现下降趋势;2010—2014年异常回报率不断上升,2015年异常回报率大幅下跌,2016年则呈现出上升趋势,这意味着微观企业的运行同整体宏观经济的走势密切相关,随着经济整体下滑,单个企业的传统优势难以发挥作用;而随着结构性改革的实施,微观企业也在不断创新并寻找新的超额利润点。进一步从行业角度分析,最先在2016年表现出正异常报酬率的行业主要有农林牧渔业、采

表2 各变量描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
$r_{it}$	16824	-0.215	0.649	-1.078	-0.385	2.320
$\Delta c_{it} / M_{it-1}$	16824	0.0216	0.079	-0.133	0.006	0.305
$C_{it-1} / M_{it-1}$	16824	0.129	0.126	0.007	0.087	0.571
$\Delta NA_{it} / M_{it-1}$	16824	0.113	0.217	-0.200	0.0500	0.988
$\Delta RD_{it} / M_{it-1}$	16824	0.0002	0.001	-0.001	0	0.0044
$\Delta I_{it} / M_{it-1}$	16824	0.0009	0.007	-0.017	0.0002	0.025
$\Delta D_{it} / M_{it-1}$	16824	0.0001	0.0012	-0.004	0	0.005
$NF_{it} / M_{it-1}$	16824	0.134	0.253	-0.214	0.0545	1.141
$Debt$	16824	0.475	0.210	0.0899	0.475	0.920
$size$	16824	22.11	1.238	19.59	21.99	25.01
$roa$	16824	0.0345	0.0494	-0.116	0.0303	0.159
$taasset$	16824	0.404	0.186	0.0580	0.400	0.783
$shuidun$	16824	0.0568	0.051	0.003	0.041	0.229
$product$	16824	0.165	0.128	0.023	0.129	0.601
$liquid$	16824	1.902	1.553	0.303	1.434	8.161
$growth$	16824	0.151	0.248	-0.238	0.0919	1.005
$dis$	16824	0.118	0.086	0	0.104	0.727
$ff$	16824	1.169	0.270	0.189	1.220	1.612

矿业、房地产业务、租赁和商务服务业、文体娱乐及其他综合行业。

资本结构的总体平均值是 0.475,方差为 0.210,这意味着权益融资在沪深上市公司中具有重要地位。企业规模平均值为 22.11,标准差为 1.238。总资产收益率整体平均值为 0.0345,最小值(-0.116)和最大值为(0.159)之间存在差异,这意味着沪深上市公司在获利能力方面存在较大差异。有形净资产比重平均值为 0.404,标准差为 0.186。总体上,公司对非债务税盾的平均利用水平为 5.68%。产品独特性的平均值为 0.165,最小值(0.023)和最大值(0.601)之间存在明显差异,这意味着企业间产品的差异是明显的,而产品独特性的不同也在一定程度上解释了获利能力的差异。另外,通过分析资本结构调整偏离度的统计量可知,沪深上市公司资本结构调整与目标资本结构间平均偏离 11.8%。

财务柔性平均水平为 1.169。进一步分年度对财务柔性平均水平进行分析可知(见图 2),2007—2009 年财务柔性水平呈现下降趋势,这可能是企业为应对金融危机的影响而对以前储备的财务柔性的利用;2010—2016 年财务柔性水平呈现上升趋势,这反映了后危机时代,企业加强了储备财务柔性的力度。

(二) 回归分析

1. 关于现金边际变动与股东异常报酬率

首先本文对模型进行 Hausman 检验,检验结果显示采用固定效应模型,具体回归结果如表 3 所示。分析可知,

$\Delta c_{it}/M_{it-1}$  的系数为正(1.682),且在 1% 的水平上显著,说明现金的边际变动与股东异常报酬之间具有显著的正相关关系,这在一定程度上说明了我国企业普遍认同通过持有现金可以获取财务柔性的观点,且反映出企业普遍上升的危机意识,假设 1 得证。现金持有量对企业异常回报率具有显著的促进作用,这说明目前我国上市公司仍处于一个现金边际报酬递增的阶段。资产负债率与异常报酬率之间虽呈现正相关关系,但效果并不显著。 $\Delta c_{it}/M_{it-1} \times C_{it-1}/M_{it-1}$  以及  $\Delta c_{it}/M_{it-1} \times Debt_{it}$  的系数均显著为负,说明随着现金持有量的增加,现金的边际报酬率递减;债务的抵税作用在一定程度上也会降低现金的边际报酬。 $\Delta NA_{it}/M_{it-1}$  的系数显著为正,说明投资机会的增加能够提升企业的异常回报率。 $\Delta D_{it}/M_{it-1}$ 、 $\Delta RD_{it}/M_{it-1}$  以及  $NF_{it}/M_{it-1}$  的系数均为正但不显著。 $\Delta I_{it}/M_{it-1}$  的系数显著为负,说明利息费用的大量支出会降低股东的异常报酬率,也从侧面反映出股东与债权人之间的利益冲突。模型调整后的  $R^2$  为 50.6%, $F$  值为 452.3,且在 1% 的水平上显著,说明模型具有一定的解释度。

本文进一步根据现金边际变动对股东异常回报率的回归结果,利用公式(5),确定企业的财务柔性:

$$ff_{it} = 1.682 - 1.552 \frac{C_{it-1}}{M_{it-1}} - 0.659 Debt_{it}$$

表 3 现金边际变动对股东异常回报率的回归结果

变量	系数(标准误)
$\Delta c_{it}/M_{it-1}$	1.682 *** (0.18)
$\Delta c_{it}/M_{it-1} \times C_{it-1}/M_{it-1}$	-1.552 *** (0.35)
$\Delta c_{it}/M_{it-1} \times Debt_{it}$	-0.659 ** (0.29)
$\Delta NA_{it}/M_{it-1}$	0.209 ** (0.08)
$\Delta RD_{it}/M_{it-1}$	5.668 (5.75)
$\Delta I_{it}/M_{it-1}$	-2.400 *** (0.67)
$\Delta D_{it}/M_{it-1}$	2.139 (3.58)
$C_{it-1}/M_{it-1}$	1.139 *** (0.06)
$Debt_{it}$	0.0480 (0.05)
$NF_{it}/M_{it-1}$	0.0210 (0.08)
cons	-0.986 *** (0.11)
N	16824
r2a	0.506
F	452.3 ***

注: \*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$ 。

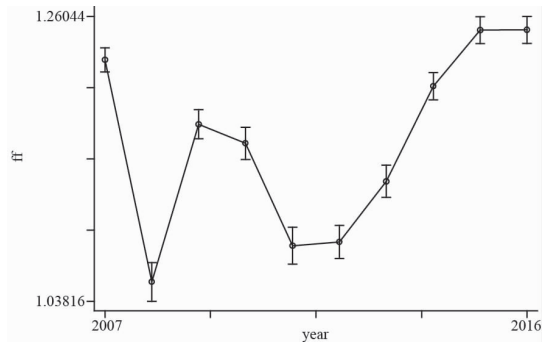


图 2 财务柔性年度分析

2. 关于财务柔性对资本结构决策

将样本数据代入模型(6),根据检验采用固定效应模型进行回归,具体结果如表4所示。由表4可知,财务柔性的系数为-0.392,且在1%的水平上显著,意味着财务柔性对资本结构具有显著的负面影响。这不仅说明我国企业在进行资本结构决策时会考虑财务柔性,而且随着财务柔性的增加,或者随着市场对财务柔性评估价值的升高,企业倾向于削减当期债务融资、储备剩余举债能力,以获取和保持财务柔性。

3. 关于目标资本结构计算

本文将样本数据代入模型(1)并进行 Hausman 检验,检验显示采用固定效应模型,具体结果如表5所示。根据表5可知,总资产收益率和流动比率的系数显著为负,这意味着企业具备较强的获利能力和短期偿债能力,能够降低企业债务融资的比重,这可能是企业为了保持财务柔性而进行的融资安排。企业的成长能力、有形资产比重对资本结构具有显著的正面影响,这意味着企业面临较多投资机会时,倾向于增加当期债务融资比重。企业规模与财务杠杆显著正相关,说明企业规模越大越倾向于债务融资。非债务税盾对资本结构具有显著负向影响,说明非债务税盾作用的发挥能够替代债务利息的抵税作用。

4. 关于财务柔性对资本结构调整速度

本文将样本数据代入模型(7),检验财务柔性对资本结构调整速度的影响,根据 Hausman 检验,采用固定效应模型,为检验不同产权性质可能产生的差别,文章进一步区分国有企业、非国有企业,并进行分组检验,模型具体回归结果见表6。根据表6分析,总体样本资本结构调整速度为0.393,意味着平均而言,沪深A股上市公司普遍存在资本结构部分调整行为。区分产权性质后,非国有企业资本结构调整速度为0.501,说明非国有企业在一年内能够实现向目标资本结构的部分调整。国有企业资本结构调整速度为1.174,这意味着国有企业普遍存在资本结构调整过度行为。进一步观察交乘项  $Ff \times (Debt_{it} \times -Debt_{it-1})$  的系数,不区分产权性质时,总体样本的回归系数为0.434,且在1%的水平上显著,意味着财务柔性有利于优化资本结构调整速度,假设3得证;区分产权性质,非国有企业财务柔性对资本结构调整速度的回归系数显著为正(0.346),而国有企业的回归系数显著为负(-0.522),考虑财务柔性之后,非国有企业资本结构调整速度为0.847,国有企业资本结构调整速度为0.652,这意味着财务柔性有利于提高非国有企业的调整速度,抑制国有企业的过度调整行为,假设3a和假设3b得证。

5. 财务柔性对资本调整偏离度

本文将样本数据代入模型(8),经 Hausman 检验采用固定效应进行回归,且区分总体样本、国有企业和非国有企业进行分组检验,具体检验结果如表7所示。由表7可知,财务柔性对资本结构偏离度之间存在显著负相关关系,假设4得到验证。这意味着企业通过持有财务柔性在一定程度上能够抑制资本结构调整的偏离程度。

表4 财务柔性对资本结构影响的回归结果

变量	系数	标准差	T	P>t	关系
<i>ff</i>	-0.392	0.005	-77.89	0.000	负相关
常数项	0.917	0.017	53.56	0.000	
<i>Ind</i> <i>year</i>			控制		

表5 目标资本结构回归分析

变量	系数(标准误)
<i>roa</i>	-0.582*** (0.02)
<i>shuidun</i>	-0.135*** (0.03)
<i>product</i>	0.096*** (0.01)
<i>liquid</i>	-0.060*** (0.00)
<i>size</i>	0.043*** (0.00)
<i>growth</i>	0.007** (0.00)
<i>taaset</i>	0.074*** (0.01)
<i>cons</i>	-0.363*** (0.04)
<i>N</i>	16824
<i>r2</i>	0.382
<i>r2a</i>	0.280
<i>F</i>	272

注: \*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$

表6 模型7回归结果

变量	非国有	国有	总体
$Debt_{it} \times -Debt_{it-1}$	0.501*** (0.0301)	1.174*** (0.0574)	0.393*** (0.02)
<i>ff</i>	-0.612*** (0.159)	-0.131*** (0.0130)	-0.440*** (0.08)
$Ff * (Debt_{it} \times -Debt_{it-1})$	0.346*** (0.0269)	-0.522*** (0.0476)	0.434*** (0.02)
<i>Cons</i>	0.888 (0.915)	0.198*** (0.0436)	0.592** (0.30)
<i>Ind</i> <i>year</i>		控制	
<i>Observations</i>	8528	8296	16824
<i>R-squared</i>	0.967	0.260	0.951
<i>F</i>	7120.71	94.33	11000

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

## (三) 内生性分析及其他稳健性检验

考虑公司某些不可观测特征对资本结构决策及动态调整的影响,导致回归分析中残差与解释变量不独立等产生内生性问题,文章选择2011—2015年(十二五规划)样本数据,剔除由于国家宏观政策变动带来的影响。其他稳健性检验中,文章用产权比率替代资产负债率,主要变量符号并未发生变化,模型具有稳健性。<sup>②</sup>

表7 财务柔性 with 资本偏离度之间的回归结果<sup>①</sup>

变量	非国有	国有	总体
<i>ff</i>	-0.006* (0.00592)	-0.004* (0.00466)	-0.008** (0.00)
<i>year</i>		控制	
<i>Observations</i>	8528	8296	16824
<i>R-squared</i>	0.091	0.048	0.0720
<i>F</i>	23.13	11.74	35.2

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ 

## 六、研究结论

综上所述,文章得出以下主要结论。首先,我国沪深上市公司普遍存在通过持有现金储备财务柔性的动机,且现金的边际变动与异常报酬率之间具有显著正相关关系。其次,财务柔性 with 资本结构之间存在显著正相关关系。这说明财务柔性是资本结构决策时考虑的因素之一。企业在进行资本结构决策时,应当考察财务柔性的储备情况,评价财务柔性的边际价值。当财务柔性的边际价值较高时,企业应当适度增加财务柔性的储备量,具体方式包括:(1)调整资金结构,增加流动性资金占比。(2)储备剩余举债能力。企业可通过对举债能力的跨期配置来储备柔性。(3)储备权益柔性。企业可通过稳定的股利政策,储备权益柔性。同理,当财务柔性边际价值降低时,企业可通过上述路径的相反方向,释放财务柔性。最后,财务柔性能够优化资本结构的动态调整速度。研究显示我国沪深上市公司普遍存在资本结构调整速度非最优现象。其中,国有企业普遍存在过度调整现象,这进一步验证了我国国有企业普遍存融资软约束现象;非国有企业普遍存在资本结构调整不充分现象。而财务柔性对资本结构动态调整速度的优化作用,在两种产权性质的企业中均有体现。即财务柔性抑制了国有企业资本结构的过度调整行为,提高了非国有企业的调整速度。

财务柔性 with 资本结构偏离度之间存在显著负相关关系,说明财务柔性能够缓解资本结构调整的偏离度。因此,文章提出以下建议。其一,对于微观企业而言,在资本结构决策时,应当综合考虑财务柔性。在财务柔性决策方面,企业应结合自身发展状况,储备一定的财务柔性。其二,完善资本市场。其三,投资者及其他利益相关者在进行决策时应当考虑微观企业的财务柔性政策。投资者及其他利益相关者在进行决策时,不仅要考察企业当前状况,更要分析企业应对未来风险的能力,因此,在进行决策时,应当考察企业当前财务柔性水平、财务柔性政策,并在此基础上做出更加客观的决策。

综上所述,文章的主要贡献在于较为系统地分析了财务柔性对资本结构及其动态调整的影响,并进行了相应的实证检验,这在一定程度上丰富了财务柔性理论以及资本结构理论的研究文献,并为决策者提供了决策参考依据,具有一定的理论和实际意义。然而,关于财务柔性三种获取方式的相互替代作用以及最优财务柔性储备的问题,本选题尚未进行深入研究,这将是后续研究的重要内容。

## 参考文献:

- [1] Kraus A, Litzenberger R H. A state preference model of optimal financial leverage[J]. Journal of Finance, 1973(4): 911-922.  
 [2] Ross. Arbitrage theory of capital asset pricing[J]. Journal of Economic Theory, 1976: 1339-1365.  
 [3] Myers S C. The capital structure puzzle[J]. Journal of Finance, 1984(3): 574-592.  
 [4] Baker M, Wurgler J. Market timing and capital structure[J]. Journal of Finance, 2002(1): 1-32.  
 [5] 盛明泉,张敏,马黎裙,李昊. 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.

<sup>①</sup>限于篇幅,不再列示控制变量回归结果,如有需要,可向作者索取。

<sup>②</sup>限于篇幅,对于模型内生性及稳健性检验并未列示,如有需要,可向作者索取。



- [6] Byoun. How and when do firms adjust their capital structures toward targets? [J]. *Financ.* 2008b;3069-3096.
- [7] 刘名旭. 企业财务柔性研究[D]. 成都:西南财经大学,2014.
- [8] 李松. 上市公司财务柔性及其经济后果研究[D]. 北京:北京科技大学,2016.
- [9] Marchica M T, Mura R. Financial flexibility, investment ability and firm value: Evidence from low leverage firms[J]. *Financial management*,2009,39(4):1339-1365.
- [10] Opler T, Pinkowitz L, Stulz R, et al. The determinants and implications of corporate cash holdings[J]. *Journal of Financial Economics*, 1999,52(1):3-46.
- [11] 宁宇,刘飞飞. 财务弹性视角下的企业价值与投资能力研究[J]. *北方经济*,2011(9):59-60.
- [12] 王满,姜慧琳. 财务柔性对非效率投资的影响:促进还是抑制? [J]. *会计之友*,2014:27-32.
- [13] Jagannathan M, Stephens C P, Weisbach M S. Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases[J]. *Journal of financial economics*. 2000,57(3):355-383.
- [14] 董理,茅宁. 公司成熟度、剩余负债能力与现金股利政策——基于财务柔性视角的实证研究[J]. *财经研究*,2013(11):59-68.
- [15] 王满,田旻昊. 上市公司财务柔性与其股利分配政策研究——基于我国半强制分红的制度背景[J]. *财经问题研究*,2014(6):44-50.
- [16] Trigeorgis L. Real options and interactions with financial flexibility[J]. *Financial management*. 1993,22(3):202-224.
- [17] 李成友,孙涛,焦勇. 要素禀赋、工资差距与人力资本形成[J]. *经济研究*,2018(10):113-125.
- [18] Antonio A. The determinants of corporate capital structure: evidence from European countries[M]. University of Durham, Department of economics and finance,2002.
- [19] Banerjee H. The dynamics of capital structure[R]. Koc University,2000.
- [20] Sonia Bānos-Caballero, Pedro J. García-Teruel, Pedro Martínez-Solano. Financing of working capital requirement, financial flexibility and SME performance[J]. *Journal of Business Economics and Management*, 2016:1189-1204.
- [21] Clark B J. The impact of financial flexibility on capital structure decision; some empirical evidence. Available at SSRN,2010:149-497.
- [22] 胡建雄,茅宁. 国外资本结构调整研究述评及展望[J]. *外国经济与管理*,2014(8):62-72.
- [23] 田旻昊. 财务柔性对非效率投资的影响研究[D]. 大连:东北财经大学,2016.
- [24] 盛明泉,车鑫. 基于战略管理视角的公司风险承担与资本结构动态调整研究[J]. *管理学报*,2016(11):1635-1640.
- [25] Cook D O, Tang T. Macroeconomic conditions and capital structure adjustment speed[J]. *Journal of Corporate Finance*,2010,16(1):73-87.
- [26] 姜付秀,黄继承. 产品市场竞争与资本结构调整速度[J]. *世界经济*,2015(7):99-119.
- [27] Faulkender M. Cash flows and leverage adjustments[J]. *Journal of Financial Economics*,2012,103(3):632-646.

[责任编辑:高 婷]

## Analysis of the Influence of Financial Flexibility on Capital Structure and its Dynamic Adjustment: Based on the Empirical Data of Chinese A-share Listed Companies

LI Yue<sup>1,2</sup>, GUO Zeguang<sup>1</sup>, LI Chengyou<sup>3</sup>, XU Wei<sup>2</sup>

- (1. School of Accounting, Shanxi University of Finance and Economics, Taiyuan 030006, China;  
2. School of Economics and Management, Shandong Jiaotong University, Jinan 250357, China;  
3. School of Finance, Shandong University of Finance and Economics, Jinan 250000, China)

**Abstract:** This paper examines the impact of financial flexibility on capital structure and its dynamic adjustment by using the data of Chinese A-share listed companies from 2007 to 2016. The results show that there are significant positive correlations between the marginal changes of cash and the enterprise's abnormal rate of return. The financial flexibility is one of the key factors in the decision-making of enterprise capital structure. Financial flexibility can alleviate the deviation of capital structure adjustment.

**Key Words:** financial flexibility; capital structure; capital structure decision; speed of capital structure restructuring; deviation of capital structure adjustment; trade-off theory; abnormal remuneration