

资本结构的地区差异研究

——对中国上市公司的实证分析

□ 卢宇荣 熊一坚

[摘要] 区域经济发展的不平衡已成为我国经济可持续发展、建设和谐社会的重要障碍,迫切需要我们多角度地进行研究和探索。本文通过考察中国上市公司资本结构的地区差异发现,除了盈利能力对资本结构的影响不存在地区差异以外,企业规模、有形资产、税收和非债务税盾对经济发达程度不同地区的影响还有待继续研究。

[关键词] 中国上市公司,资本结构,地区差异,实证分析

[中图分类号] F276.6 [文献标识码] A [文章编号] 1006-5024(2007)10-0155-04

[作者简介] 卢宇荣,厦门大学金融学博士后,江西师范大学财政金融学院副教授,研究方向为金融理论与政策;(江西 南昌 330022) 熊一坚,江西社会科学院副编审,研究方向为企业管理。(江西 南昌 330077)

一、引言

中国经过 20 多年的改革开放,经济飞速发展,国家的总体经济实力得到了很大的提升,2006 国内生产总值(GDP)达到了 21.087 万亿元,在世界经济中排名第四。但在经济发展过程中同时也出现了区域经济发展不平衡加剧的趋势。我国经济发达地区与不发达地区的差距正在逐渐拉大。如 2004 年全国人均国内生产总值为 10561 元/人,人均地区生产总值最高的上海为 55307 元/人,而最低的贵州仅为 4215 元/人,相差高达 12 倍多。区域经济发展的不平衡已成为我国经济可持续发展、建设和谐社会的重要障碍,迫切需要我们多角度地进行研究和探索。

二、文献回顾

区域经济学是 20 世纪 50 年代为适应国际、国内地域分工的深化,针对国家间、地区间经济发展不平衡的加剧而发展起来的理论。埃德加·M·胡佛认为,区域经济学即“空间”经济学。杜贝(V. Dubey)认为,区域经济学是以经济的观点,研究在资源不均匀分配且不能完全自由流动的世界中,各个地区的差异以及各地区间的关系的科学。我国学者大多认为,区域经济学是从宏观角度研究国内不同区域经济发展及其相互关系的决策性科学。如李京文(1999)认为,从本质上看,区域经济学就是研究区域经济发展的科学。理论界对区域经济增长模式一直存在较大的分歧。一派是区域经济均衡增长理论,以罗森斯坦—罗丹的大推进模式和纳克斯的恶性循环理论模式为代表的部门、区域的均衡增长;另一派是从相反方向提出了区域经济非均衡增长理论,包括以赫希曼的区际非均衡增长理论模式、罗斯托的经济成长阶段理论模式、缪尔达尔的循环累积因果理论模式、佩鲁的“增长极”理论模式、约翰·弗里德曼的核心——边缘理论模式、点轴开发理论模式、梯度转移与反

梯度转移理论模式和经济跳跃发展模式等从不同角度分析论证了区域经济发展的不平衡。由于区域经济学的整个理论框架并不成熟,所以从微观领域来分析区域经济发展的不平衡,从公司金融视角来研究区域经济发展对企业资本结构的影响是有一定理论价值的。

资本结构理论已有的研究表明,国家的发展水平和经济制度对资本结构有着一定的影响。不同国家的资本结构之间存在较大的差异,尤其是在发达国家和发展中国家之间,如我国的上市公司在2000年的资产负债率为45%,G-7国家在1991年的资产负债率平均为64.4%,其他发展中国家如巴西、印度等十个国家在20世纪80年代的资产负债率平均为51%。由此可见,我国作为发展中国家与发达国家在资本结构方面还存在较大的差距,从某种意义上也可以说明我国的金融系统还不够发达,企业现有的融资渠道和融资手段还不能满足经济发展的需要。但目前在我国区域发展不平衡加剧时期,理论界对企业资本结构的区域特征进行深入研究的还不多见,仅有郑长德(2004)以2001年中国上市公司为样本研究了资本结构的地区差异,发现经济发展水平高的地区其上市公司有较高资产负债率的可能性较高,而且各地区上市公司资产负债率与企业规模正相关。因其未控制行业因素对企业资本结构的影响,故影响了结论的可靠性。^①在我国,经济发达省份的工业企业资产负债率普遍较低,而欠发达省份的工业企业资产负债率则普遍较高。如2004年北京和上海工业企业资产负债率为51.61%和50.25%,而江西和贵州分别为65.2%和66.07%。本文主要考察我国经济发展程度不同的部分地区,其上市公司的资本结构之间是否同该地区的企业资本结构之间一样也存在较大的差异。

三、实证研究与数据分析

1. 样本数据来源

本文的相关数据来源于中国股票市场和会计研究数据库(CSMAR),基于已有研究成果,本文试图考察中国上市公司资本结构的某些区域特征。为反映经济发展程度的差异,选取了北京、上海和广东三个发达地区、湖北、湖南、山西、吉林四个中等发达地区和云南、江西、青海三个欠发达地区为研究对象;同时为避免行业差异的影响并保证样本数量,选取了上市公司最为集中的制造业为研究对象。本文还选取了中国上市公司2004年十个地区的数据进行横截面回归分析,以期发现我国上市公司的区域特征是否与一般企业的区域特征一致,并对比国外实证研究的结果,检验经济发展不均衡的现实对

中国企业资本结构的影响。

2. 研究方法及模型构建

在资本结构理论中,对于资本结构决定因素的研究和争论主要围绕以下几方面:盈利能力(Profitability)、公司规模(Size)、有形资产(Tangibility)、税收(Tax)、非债务税盾(Non-debt tax shields)、公司成长性(Growth Opportunities)、经营风险(Volatility)、股权结构与管理层持股(Ownership Structure and Managerial Shareholdings)这些因素展开。

资本结构的实证文献大多是对横截面(Cross-sectional)数据进行多元回归分析,^②本文横截面回归的基本模型是:

$$\gamma_i = \alpha + x_i\beta + \varepsilon_i \quad (1)$$

其中, γ 就是本文研究的企业资产负债率(TR),脚标*i*表示是第*i*个企业, α 是截距项, β 是5维的向量($\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$,即模型的斜率。 x_i 是模型的解释变量,也是一个5维的向量(ROA, SIZE, TANG, TAX, NTDS),如果解释变量取得样本值,就得到样本矩阵*X*。 ε_i 是模型的扰动项。

基于各因素对资本结构的实际影响,本文将检验企业的盈利、企业的规模、企业的有形资产、企业的所得税、企业的非债务税盾这5个影响因素对企业资本结构的作用,并根据中国上市公司的数据对主流的实证结论做出实证检验。

3. 中国上市公司区域资本结构的描述性统计

对我国十个经济发展程度不同的地区制造类上市公司资本结构的描述性统计(见表1)。

通过分析,可以发现:

第一,经济发达地区的上市公司数量也较多,如上海和广东分别为66家和72家;经济不发达地区的上市公司也较少,如云南和青海分别只有6家和5家。

第二,上市公司资本结构的地区差异与经济发展程度并不直接相关,如上海和广东地区的上市公司,其总账面资产负债率和短期账面资产负债率的均值是分别最高的,上海的上市公司总账面资产负债率为76.17%,是十地区中最高的,而广东的上市公司短期账面资产负债率为85.05%,是十地区中最高的。这与各地一般企业的情况不太一致,可能是因为无论经济发展程度如何各地企业都要达到上市要求,所以上市公司中的地区差别并不大。

第三,在盈利能力方面,上市公司与一般企业之间也不尽相同。上海的上市公司的净资产收益是最低的,为-3.88%;青海的上市公司却是最高的,为5.97%。

表1 部分地区制造类上市公司资本结构的描述统计(2004年)

	北京(29)	上海(66)	广东(72)	湖北(41)	河南(26)	江西(18)	山西(14)	吉林(8)	云南(6)	青海(5)
IR										
Mean	.421800	.761688	.652611	.545525	.513625	.509888	.499267	.396384	.488600	.569790
Median	.416917	.506896	.502027	.427524	.530981	.489002	.526356	.352231	.509163	.567506
Std. Deviation	.1909850	1.9624695	.8621564	.5837402	.1541017	1.184915	.1684242	.1237042	.2783046	.0939361
Minimum	.0728	.1426	.0822	.0966	.1603	.2663	.2050	.2658	.0232	.4718
Maximum	.7530	16.3291	6.0824	3.9791	.7454	.7186	.7610	.6488	.8737	.6774
LR										
Mean	.067217	.690246	.567565	.092237	.072101	.074294	.070806	.072022	.184878	.116910
Median	.047784	.470729	.454608	.053108	.034596	.045986	.054795	.046618	.196706	.099838
Std. Deviation	.0784341	1.7472584	.7362922	.1136033	.0886528	.0843719	.0889665	.0998573	.1687509	.1252968
Minimum	.0000	.1136	.0822	.0000	.0000	.0000	.0000	.0000	.0000	.0000
Maximum	.2829	14.5132	6.0824	.5006	.3006	.2937	.2986	.3108	.3471	.3284
SR										
Mean	.354583	.071441	.085046	.453288	.441524	.435594	.428461	.324362	.303721	.452879
Median	.367576	.019927	.019254	.334053	.472357	.430648	.456303	.320079	.325563	.467668
Std. Deviation	.1575011	.2252699	.2878233	.5924192	.1466491	.1423028	.1180585	.0803513	.1790652	.2055155
Minimum	.0572	.0000	.0000	.0902	.0973	.2591	.2041	.2103	.0232	.1434
Maximum	.6173	1.8159	2.4172	3.9791	.7166	.7137	.6326	.4426	.5389	.6500
ROA										
Mean	.053134	-.038782	.038228	.005097	.049426	.046858	.054917	.018042	.016281	.059740
Median	.059638	.033884	.039867	.034291	.051934	.054838	.037430	.027960	.068915	.057925
Std. Deviation	.0386060	.4585464	.0551144	.1433390	.0726855	.0671859	.0403060	.0486986	.1910744	.0365610
Minimum	-.0857	-3.5870	-.1302	-.6802	-.2653	-.0924	.0157	-.0764	-.3541	.0109
Maximum	.1286	.2175	.1627	.1597	.1338	.2048	.1423	.0675	.1585	.1098
SIZE										
Mean	20.740713	20.874843	20.586637	20.005901	20.717531	20.628316	20.878590	20.305661	20.099097	19.875813
Median	20.837683	20.841622	20.582680	20.041847	20.761583	20.441401	20.931556	20.217516	20.335679	20.149458
Std. Deviation	1.4011240	1.4228652	1.6199113	1.3956603	1.2799497	1.0517577	1.2709396	.8444464	1.6887904	1.4195629
Minimum	18.3487	17.2820	15.5109	16.8039	17.7002	18.3724	18.9473	19.5259	17.8873	18.0957
Maximum	23.7713	24.7946	24.4192	23.9075	23.2819	23.0867	23.8328	21.9392	21.8358	21.4562
TANG										
Mean	.350980	.288978	.846972	.401054	.392987	.384281	.403942	.335354	.422201	.418740
Median	.385602	.276933	.721504	.358729	.400668	.349219	.409736	.364777	.395014	.449749
Std. Deviation	.1781296	.1592820	.7085642	.1800032	.1676065	.1560485	.1833057	.1352783	.1987417	.1363047
Minimum	.0021	.0050	.0280	.0070	.1737	.0909	.0421	.0729	.1898	.2683
Maximum	.6357	.7462	4.2994	.8289	.7926	.7277	.7128	.5153	.6864	.5974
TAX										
Mean	.201959	.198608	.170203	.126601	.230941	.129168	.310438	.099027	.155410	.162543
Median	.150325	.169988	.136521	.176230	.287358	.142719	.268745	.172335	.146624	.154068
Std. Deviation	.2063519	.2072596	.1898140	.4543989	.1502181	.1913024	.2428733	.1650479	.1782053	.0653251
Minimum	-.0316	-.0688	-.2422	-2.5465	.0000	-.4137	.0328	-.2484	-.0132	.0739
Maximum	.9190	.9418	.8274	.4794	.4748	.5078	.8868	.2136	.4806	.2311
NDTS										
Mean	.155348	.200840	.186718	.167690	.190536	.194401	.186146	.141043	.093326	.089441
Median	.103217	.152237	.150671	.131286	.141864	.153377	.188491	.096800	.090186	.084294
Std. Deviation	.1668440	.1896700	.1630232	.1150257	.1448158	.1403845	.0680630	.1080186	.0575314	.0723157
Minimum	.0013	.0009	.0138	.0264	.0171	.0368	.0660	.0136	.0152	.0148
Maximum	.8207	1.0374	.9714	.5037	.5744	.5129	.3012	.3198	.1794	.1772

这也说明用上市公司来衡量整个地区的资本结构可能并不很好,当然也可能是因为上海的上市公司上市时间较长有关,众所周知,上市公司的效益是“一年绩优,两年绩平,三年绩差”。另外,上市公司之间的业绩也是参差不齐的。最高的也是上海的上市公司,为21.75%,最差的是湖北的上市公司,为-68.02%。

第四,在企业规模方面,各地区的上市公司之间并

无太大区别。只有青海的上市公司规模较小。

第五,在有形资产方面,各地上市公司的差异表现较大。最高的是广东的上市公司,为84.7%;最低的是上海,为28.9%。结果与上海是制造基地而广东是加工基地的普遍看法有所不同,说明广东制造业上市公司的资本密集程度非常高,上海的制造业上市公司的衰败,应该是与上海经济结构的调整定位有关。

第六,在税收方面,各地上市公司之间的差别很大。十地区平均的所得税率为 1785%,最高的是山西,为 31.04%,最低的是云南,为 9.9%。说明各地对上市公司的税收政策有很大的差别,应该统一企业的税收负担,消除地区间税收的不平等。

第七,在非债务税盾方面,各地上市公司之间也有明显的差异。经济越发达的地区上市公司利用非债务税盾的水平也越高。如最高的上海,其上市公司的非债务税盾达到了 20.08%,最低的青海只有 8.94%。这说明经济越发达,信用环境也越好,上市公司能利用的融资工具也越丰富。因此,加强企业外部的信用环境建设对企业改善资本结构是非常重要的。

4. 中国上市公司区域资本结构的实证结果分析

对我国上市公司区域资本结构进行横截面回归分析的结果见表 2。由于山西、吉林、云南和青海四地的上市公司数量太小,所以只对北京、上海、广东、湖北、河南和江西六地进行了回归分析(见表 2)。

表 2 部分地区制造类上市公司资本结构(TR)的回归分析

	北京	上海	广东	湖北	河南	江西	
(Constant)	-.935	-.981	1.695	1.986	.536	1.189	
Std. Error	.427	.892	1.135	1.807	.578	.519	
t	-2.187	-1.100	1.493	1.099	.927	2.289	
ROA	-.469	-4.241	-1.421	-.979	-.604	-.912	
Std. Error	.697	.140	1.693	.777	.523	.413	
t	-.674	-30.355	-.840	-1.259	-1.153	-2.209	
SIZE	6.531	6.463	-5.413	-6.347	1.731	-3.208	
E-02		E-02	E-02	E-02	E-04	E-02	
Std. Error	.023	.045	.055	.095	.030	.026	
t	2.876	1.450	-.981	-.669	.006	-1.221	
TANG	.228	5.453	-.370	-.533	.373	-6.551	
E-02		E-02				E-04	
Std. Error	.190	.522	.125	.559	.187	.191	
t	1.198	.104	-2.965	-.952	1.988	-.003	
TAX	.212	.604	-.223	-6.254	-.317	-8.039	
E-02				E-02		E-02	
Std. Error	.142	.264	.459	.202	.239	.135	
t	1.489	2.291	-.486	-.310	-1.327	-.595	
NIDS-	.617	.466	2.558	.335	-.364	.187	
Std. Error	.184	.439	.514	1.001	.219	.201	
t	-3.353	1.062	4.977	.334	-1.665	.927	
Adjusted R Square	.505	.955	.354	.057	.168	.228	

通过分析,可以发现:

第一,盈利能力对各地上市公司资本结构的影响完全一致,都呈负相关的关系。只有上海和江西较显著,其余四地在统计上不显著。

第二,企业规模和有形资产对各地上市公司资本结

构的影响不尽相同。北京、上海和河南三地上市公司的资产负债率与企业规模、有形资产之间是正相关,而广东、湖北和江西三地却是负相关。

第三,税收对各地上市公司资本结构的影响也不太一样。北京和上海是正相关且较显著,其余四地则是负相关,其中只有河南较显著。

第四,非债务税盾对各地上市公司资本结构的影响也不太一样。北京和河南是负相关且较显著,其余四地则是正相关,但只有广东显著。

四、结论与启示

中国上市公司区域资本结构的描述性统计分析说明了我国的区域发展政策必须注重加大对中西部欠发达地区的政策倾斜力度,加强欠发达地区的基础设施建设和制度环境建设,促进欠发达地区企业利用融资来提高竞争力的能力,逐步提升欠发达地区的经济实力并缩小与发达地区的差距。对上市公司区域资本结构进一步的实证检验结果并不能得出明确的结论。除了盈利能力对资本结构的影响不存在地区差异以外,企业规模、有形资产、税收和非债务税盾对经济发达程度不同地区的影响还有待继续研究。

注:

①因不同行业的工业企业资产负债率之间存在较大差异,如 2004 年废弃资源和废旧材料回收加工业高达 70.33%,而最低的石油和天然气开采业仅为 34.53%。资料来源:《中国统计年鉴 2005 年》。

②Titman and Wessels (1988)采用的方法例外,他们采用的是因子分析(Factor analysis)而不是回归。

③文中数据来源于《中国统计年鉴 2005 年》,本文的面板数据回归是使用 STATA8.0 实现的。

参考文献:

- [1][美]埃德加·M·胡佛. 区域经济学导论[M]. 北京:商务印书馆,1990.
- [2]陈栋生主编. 区域经济学[M]. 郑州:河南人民出版社,1993.
- [3]郑长德. 企业资本结构理论与实证研究[M]. 北京:中国财政经济出版社,2004.
- [4]卢宇荣. 资本结构的决定因素——西方资本结构理论综述[J]. 企业经济,2004,(11)

[责任编辑:易铭]