

宏观经济前景与资本结构动态调整

——以中国上市公司为样本的实证设计

洪艺珣

(厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005)

摘要:关于宏观经济形势对公司资本结构调整速度的效应,“反周期论”和“阈值论”给出不同的预测结果。以中国上市公司为样本的研究发现,与经济前景较差时相比,“杠杆过高”子样本中的公司在经济前景较好时的调整速度较快,而“杠杆过低”子样本中的公司在经济前景较好时的调整速度却较慢,即经济形势对公司资本结构调整速度的效应存在不对称性。该结果支持了“反周期论”而不支持“阈值论”。

关键词:动态权衡理论;资本结构;经济前景;中国上市公司

中图分类号: F272.31 **文献标识码:** A **文章编号:** 0438-0460(2011)03-0088-08

根据“经济繁荣时公司资本结构重组阈值较低(Hackbarth et al., 2006)”的观点,学者们通过实证研究发现,公司的资本结构在宏观经济前景较好时有较快的调整速度(Drobetz and Wanzenried, 2006; Cook and Tang, 2009; 黄辉, 2009)。然而,之前的实证检验存在着若干局限性:首先,仅仅估计宏观经济形势对全样本资本结构调整的效应,由于本质上截然不同的两个效应(正和负)在全样本估计时可能互相抵消,这将导致公司个体特征无法体现;其次,理论和文献均表明公司资本结构存在反周期性,资本结构反周期性意味着宏观经济形势对公司资本结构调整速度的效应是不对称的,即公司在宏观经济前景较好时并非总是有较快的调整速度,仅考虑调整阈值对公司资本结构调整速度的效应,可能导致错误的结论。

以中国上市公司为样本,在考虑目标资本结构反周期性的基础上,本文研究了宏观经济形势对资本结构调整行为和资本结构调整速度的效应。本研究的主要贡献在于,从实证角度指出:中国上市公司资本结构调整行为的反周期性导致宏观经济形势对公司资本结构调整速度的效应是不对称的,而不是之前学者所指出的“宏观经济前景较好时公司有较快的调整速度”。

一、理论分析与研究假设

尽管根据经济学的直觉,宏观经济形势和公司个体特征一样均为公司资本结构调整速度的影

收稿日期: 2011-01-18

基金项目: 国家自然科学基金资助项目“资本结构调整成本、调整速度及其动态权衡过程研究”(70972111)

作者简介: 洪艺珣,男,福建漳浦人,厦门大学管理学院博士研究生。

响变量,但早期由于理论和实证证据的缺乏,学者们仅仅试探性地使用年份哑变量来控制宏观经济形势对公司资本结构调整速度的效应(LLLf 2003; Banjeree et al, 2004; de Haas and Peeters 2004; 肖作平, 2004等)。之后, Hackbarth等(2006)通过或有索取权模型研究了宏观经济形势对公司违约风险和资本结构决策的影响,发现公司的税盾收益在经济繁荣时较大,从而公司进行资本结构重组的阈值较低,这使得公司在经济繁荣时资本结构调整频率更大,调整规模更小。根据此原理(本文称之为“阈值论”), Drobetz和 Wanzenried(2006)、Cook和 Tang(2009)、黄辉(2009)分别通过实证研究检验了瑞士、美国和中国公司在不同宏观经济形势下的资本结构调整速度,发现当宏观经济前景较好时公司有较快的调整速度。

然而,文献和相关理论均指出公司资本结构存在反周期性(本文称之为“反周期论”)。反周期性的原因体现在三个方面:第一,目标资本是反周期的。例如 Korajczyk和 Levy(2003)发现融资受限程度较轻的公司其目标资本结构与经济周期之间呈反周期关系。第二,公司权益发行是顺周期的,而负债发行是反周期的,从而导致公司资本结构的反周期性。例如 Choe等(1993)发现,在经济扩张时期,投资机会的前景好且当前业务的不确定性降低,从而投资机会与当前业务的价值均较高,此时公司发行权益所遭受的逆向选择效应较小,即逆向选择成本是反周期变化的。这使得与经济紧缩时相比,公司在经济扩张时期更倾向于采用权益融资。Gertler和 Gilchrist(1993)发现,随着从紧货币政策的实施,可能为了缓和销售额下降所带来的冲突,大公司通过银行或非银行所借的短期债务显著增加,但小公司并无表现出这种行为。Levy和 Hennessy(2007)基于代理成本的角度建立了“可计算一般均衡模型”,并根据这个模型提出,管理层必须持有高比例的本公司股票以防止代理冲突,由于在经济紧缩时管理层财富相对于外部股东有所下降,公司将用负债替代权益以维持管理层的股权;而在经济扩张时,风险分担的改善增加了管理层的财富,使得公司能够便于用权益替代负债,这使得非融资受限的公司其资本结构表现出反周期性。第三,公司偿债是顺周期的,而减少股东权益是反周期的。由于公司在宏观经济前景较好时面临着更多的投资机会,为了应对可能发生或无法预见的紧急情况,充分把握未来投资机会的能力,公司在“减少负债”和“减少权益”的选择时,将更倾向于选择“减少负债”来增加其财务灵活性(Clark 2009; Arslan et al, 2010; Mura and Marchica, 2010等)。换句话说,财务灵活性边际价值的顺周期性也会导致资本结构的反周期性。^①

基于以上的分析,本文提出以下三个假设:

H1: 公司权益发行是顺周期的,而负债发行是反周期的;

H2: 公司偿债是顺周期的,而减少股东权益是反周期的;

H3: 公司资本结构调整是反周期的,即降低资本结构是顺周期,提高资本结构是反周期的;

“阈值论”认为,不管目标缺口如何,经济前景越好,公司资本结构调整速度越快^②;“反周期论”则认为,宏观经济形势对公司资本结构调整速度的效应还取决于目标缺口。这是由于为了朝目标资本结构趋近,当杠杆过高时公司必须降低杠杆,而当杠杆过低时公司必须提高杠杆;又因为“反周期论”意味着经济前景较好时公司倾向于降低杠杆,经济前景较差时公司倾向于提高杠杆。如果目标缺口与经济形势作用力方向相同时就会加快调整速度,而作用力方向相反时则会减慢调整速度。具体分析框架如表 1所示。

基于以上的分析,本文提出以下两个备择假设:

H4 1: 如果宏观经济形势对资本结构调整速度的效应与“反周期论”相吻合,则与经济前景较

① 中国关于股票回购的限制也可能导致公司在资金剩余时进行偿债,而不是“减少权益”。

② 本文通过模型 $CHANGE_{j,t} = \theta_0^* + (\theta_1^* GOOD + \theta_2^* BAD) \times DEVIAT DN_{j,t+\varepsilon_i}$ 验证之前文献所进行的实证结论。

差时相比,“杠杆过高”子样本的公司资本结构调整速度在经济前景较好时较快;而“杠杆过低”子样本的公司资本结构调整速度在经济前景较好时较慢,即经济形势对公司资本结构调整速度的效应是不对称的。

H4 2 如果宏观经济形势对资本结构调整速度的效应符合“阈值论”,则与经济前景较差时相比较,“杠杆过高”和“杠杆过低”两个子样本的公司资本结构调整速度在经济前景较好时均较快。

表 1 “反周期论”成立时的公司资本结构调整速度

	杠杆过高	杠杆过低
经济前景较好	(降低杠杆↓,降低杠杆↓) 快	(提高杠杆↑,降低杠杆↓) 慢
经济前景较差	(降低杠杆↓,提高杠杆↑) 慢	(提高杠杆↑,提高杠杆↑) 快

二、研究设计

(一)样本选择

样本选择遵循以下原则:(1)由于目标资本结构的预测需要用到滞后一期的数据,因此只选取在 2007年 12月 31日前在沪、深两个证券交易所首次公开发行(IPO)A股的公司,并考察这些公司 1999-2008年的数据;(2)剔除金融类上市公司;(3)剔除既发行 A股为主,同时发行香港上市股与海外上市股的公司;(4)剔除 ST、PT公司的样本;(5)剔除数据缺失和因分母为 0导致数据异常的样本。最后共获得 1061家公司,共 7092个公司年份样本,但由于实证设计只分析了经济前景较好和较差时的资本结构调整行为,最终只采用 4906个数据。数据取自 CSMAR数据库、Wind数据库、CCER数据库和中经网经济统计数据库。

(二)变量的定义与计算

资本结构有两种衡量方式,包括市值资本结构和账面资本结构,学术界对于应该使用哪种衡量方式并无定论,因此本文同时报告两种定义的实证结果。Drobtz和 W anzenried(2006)用期限利差(the term spread)、短期利率(the short-term interest rate)、违约利差(the default spread)和泰德利差(the TED spread)作为经济前景的代理变量, Cook和 Tang(2009)则采用 GDP增长率、市场股利收益率(market dividend yield)期限利差和违约利差。根据数据的可获性,本文选取一年中经济景气先行指数月平均值^①和 GDP实际增长率作为商业周期代理变量。目标缺口变量的构建需要目标资本结构的预测值,本文选取现有研究已经证实的影响公司目标资本结构的变量来估计公司的目标资本结构。^② 这些变量包括市净率、资产可抵押性、盈利能力、规模、独特性、经营风险、非财务税盾、资本结构行业均值、经济前景较好哑变量和公司个体固定效应。^③ 文中变量的定义与计算如表 2所示:

① 构成经济景气先行指数的指标就包括有国债利率差(7年期以上国债市场加权平均收益率减去 1年及以内国债市场加权平均收益率);另外,张永军(2007)指出该指标对经济走势有较好的预测作用。Harford等(2009)在研究美国资本市场时也采用了该指标作为经济前景的代理变量。

② 未报告结果表明,宏观经济前景越好,公司目标资本结构越低,即目标资本结构确实存在反周期性。

③ 变量的定义及估计方法具体见王志强和洪艺珣(2009)的文章。

表 2 变量计算公式

变量名称	变量计算公式
权益市值 (M)	年底的流通股数 × 流通股的年底收盘价 + 非流通股股数 × 年底的每股净资产
市值杠杆 (L^m)	账面有息负债总计 / (账面有息负债总计 + 权益市场价值)
账面杠杆 (L^b)	账面有息负债总计 / (账面有息负债总计 + 权益账面价值)
市值账面值比 (MB)	(总资产 - 权益账面价值 + 权益市场价值) / 总资产
盈利能力 (PROFIT)	EBITDA / 总资产
资金缺口哑变量 (DEFICIT)	若“息税后经营性现金流 - 股利 - 净投资 - 营运资本变化”大于 0 则为 1, 否则为 0
资本结构变化 (CHANGE)	$L_t - L_{t-1}$
目标缺口 (DEV IAT DN)	$L_t^* - L_{t-1}$
杠杆过高哑变量 (ABOVE)	DEV IAT DN 小于 0 则为 1, 否则为 0
杠杆过低哑变量 (BELOW)	DEV IAT DN 大于 0 则为 1, 否则为 0
经济前景 (EP)	某年经济景气先行指数月平均值
经济前景较好哑变量 (GOOD)	EP 从大到小排序后处于前三名的年份则为 1, 否则为 0
经济前景较差哑变量 (BAD)	EP 从大到小排序后处于后三名的年份则为 1, 否则为 0

(三) 模型设计

1 资本结构调整行为反周期性检验

本文通过二项 logistic 回归模型检验公司的负债与权益选择, 另外, 通过多项 logistic 回归模型检验资本结构调整行为选择。负债与权益选择指的是“增加负债”和“增加权益”选择以及“减少负债”和“减少权益”选择, 而资本结构的调整行为选择指的是“提高资本结构”、“降低资本结构”和“不调整资本结构”选择。^① 模型关键变量是宏观经济前景较好哑变量, 由于目标资本结构、资金缺口、获利能力、市场时机与股票价格变化^②也会导致公司资本结构的调整。因此, 本文加入目标缺口、资金缺口哑变量^③、获利能力和滞后一期 MB 比率等变量^④作为控制变量。

2 资本结构调整速度不对称性检验

为了分别检验“杠杆过高”和“杠杆过低”子样本中宏观经济形势对公司资本结构调整速度的效应, 本文根据 Byoun(2008)的分析框架将该调整速度内生, 具体模型^⑤如下:

① “增加负债”、“增加权益”、“减少负债”和“减少权益”采用资产负债表定义进行判断 (Huang and Ritter 2009, Chang and Dasgupta 2009, Ali 2006, Baker and Wurgler 2002 等), 资本结构调整行为定义来自 Dewaele + Heyns and Hulle(2009)。

② 由于股票价格效应只影响市值杠杆的变化, 当资本结构采用账面杠杆定义时, 我们并不估计此效应。

③ 未报告的结果表明, 直接使用资金缺口进行估计并不会改变本文结论。

④ Shyam - Sunder and Myers(1999)、Hovakimian et al (2001)、Baker and Wurgler(2002)、Frank and Goyal(2003)、Leary and Roberts(2005)、Kayhan and Titman(2007)、Byoun(2008)等人在相关研究中也使用了这些变量。

⑤ 本文采用 OLS 估计该模型, 并使用自助法 (bootstrap) 来推断回归系数的显著性。

$$CHANGE_{i,t} = \theta_0 + (\theta_1 GOOD + \theta_2 BAD) \times DEVIATION_{i,t} \times ABOVE_{i,t} + (\theta_3 GOOD + \theta_4 BAD) \times DEVIATION_{i,t} \times BELOW_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

三、实证结果与分析^①

(一) 资本结构调整行为反周期性的检验^②

根据表 3 的回归结果, 宏观经济因素对中国上市公司进行“增加负债”和“增加权益”选择并无显著效应, 该结果并不支持 H1; 但经济前景较好时, 公司却倾向于“减少负债”, 该结果支持了 H2, 即公司偿债是顺周期的, 而减少股东权益是反周期的。另外, 根据多项 logistic 回归结果, 经济前景较好哑变量对降低杠杆的效应显著为正, 而对提高杠杆的效应显著为负, 该结果支持了 H3 即公司资本结构调整行为是反周期的。另外, 三个模型中的其他控制变量回归结果基本与文献相符, 特别是文中结果表明, 杠杆过低时公司更倾向于增加负债或减少权益, 从而提高杠杆, 该结果证实了公司确实存在目标资本结构。

表 3 账面杠杆 logistic 回归结果

变量	二项 logistic 回归 ^③		多项 logistic 回归	
	增加负债 vs 增加权益	减少负债 vs 减少权益	降低杠杆	提高杠杆
INTERCEPT	3.0273 (0.2372)***	0.4672 (0.3779)	-1.9204 (0.1382)***	-0.6939 (0.1290)***
GOOD	0.1517 (0.1366)	1.1086 (0.2686)***	0.1676 (0.0950)*	-0.1475 (0.0840)*
DEVIATION	0.6942 (0.3726)*	-6.8743 (0.8731)***	-3.2429 (0.2601)***	0.8684 (0.2252)***
DEFICIT	-1.0327 (0.1327)***	0.7107 (0.3032)**	0.2665 (0.0795)***	1.0137 (0.0715)
LAG(MB)	-0.3324 (0.0911)***	0.1243 (0.1693)	0.0902 (0.0572)	0.0754 (0.0560)
PROFIT	-8.0275 (1.1268)***	4.3236 (1.6265)***	4.2389 (0.6815)***	-7.1916 (0.6412)***
LR ch2	169.00	122.56	642.68	
Prob> ch2	0.0000	0.0000	0.0000	
Log likelihood	-946.6544	-251.0364	-4572.5119	
Pseudo R2	0.0819	0.1962	0.0657	
样本总数	1813	737	4906	

注: 括号里为标准误, *** 代表 1% 水平显著, ** 代表 5% 水平显著, * 代表 10% 水平显著。

① 限于篇幅, 未附统计性描述, 如有需要可向作者索取。

② 未报告的结果表明, 检验市值杠杆时可得到一致的结果。

③ 之前的文献指出, 在进行负债权益选择分析时, 应该把双重发行的公司去掉 (Hovakimian et al., 2001), 因此, 表 4 中三个回归模型所使用的样本数并不相同。

(二) 资本结构调整速度不对性分析^①

表 4 的结果表明, 若使用全样本进行分析, 当采用账面杠杆定义时, 与经济前景较差时相比, 经济前景较好时的速度较快, 但在统计学上不显著; 但当采用市值杠杆定义时, 与经济前景较差时相比, 经济前景较好时的速度却较慢, 这些结果与之前学者的发现并不同。当把全样本分为“杠杆过高”和“杠杆过低”两个子样本然后进行比较分析时, 我们可以发现, 与经济前景较差时相比, “杠杆过高”子样本中的公司在经济前景较好时的调整速度较快, 而“杠杆过低”子样本中的公司在经济前景较好时的调整速度却较慢; 另外, “经济前景较好且杠杆过高”的公司和“经济前景较差且杠杆过低”的公司其资本结构调整速度均为正。这些结果支持了 H4. 1 而不支持 H4. 2, 即经济形势对公司资本结构调整速度的效应是不对称的, 应该用“反周期论”而不是“阈值论”来解释宏观经济形势对公司资本结构调整速度的效应。

表 4 局部调整模型回归结果

	账面杠杆	市值杠杆	账面杠杆	市值杠杆
Intercept	0.0105 (0.0013)***	0.0031 (0.0016)*	0.0153 (0.0022)***	0.0142 (0.0025)***
GOOD. DEVIATION	0.1412 (0.0113)***	0.2784 (0.0142)***		
BAD. DEVIATION	0.1331 (0.0129)***	0.3736 (0.0211)***		
GOOD DEVIATION. ABOVE			0.1989 (0.0174)***	0.4419 (0.0216)***
BAD. DEVIATION. ABOVE			0.1447 (0.0238)***	-0.0456 (0.0589)
GOOD. DEVIATION. BELOW			0.0870 (0.0187)***	-0.0419 (0.0237)*
BAD. DEVIATION. BELOW			0.1202 (0.0207)***	0.3952 (0.0284)***
Adj R-squared	0.0553	0.1426	0.0577	0.1955
Wald chi2	261.98	709.37	335.24	910.50
Prob > chi2	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
样本总数	4906	4906	4906	4906
$\theta_1^* - \theta_2^*$	0.0081 (0.0175)	-0.0952 (0.0259)***		
$\theta_1 - \theta_2$			0.0542 (0.0244)**	0.4875 (0.0609)***
$\theta_3 - \theta_4$			-0.0332 (0.0229)	-0.4371 (0.0265)***

注: 括号里为标准误, *** 代表 1% 水平显著, ** 代表 5% 水平显著, * 代表 10% 水平显著。

① 未报告的结果表明, 加入资本结构调整速度的其他影响因素或控制融资约束的效应并不改变本文的结论。

四、结论

对于宏观经济形势对公司资本结构调整速度的效应,“阈值论”和“反周期论”给出不同的预测结果。“阈值论”认为经济前景较好时公司资本结构调整速度均较快,而“反周期论”则认为经济形势对公司资本结构调整速度的效应存在不对称性。本文在控制目标资本结构反周期性的基础上,通过实证检验分析了宏观经济形势对中国上市公司资本结构调整行为与调整速度的效应。研究发现:(1)在经济前景较好时公司更倾向于偿债;(2)在经济前景较好时公司更倾向于降低杠杆;(3)与经济前景较差时相比,“杠杆过高”子样本中的公司在经济前景较好时的调整速度较快,而“杠杆过低”子样本中的公司在经济前景较好时的调整速度却较慢。这些结果表明:资本结构调整行为存在反周期性,资本结构调整行为的反周期性导致了公司资本结构调整速度的不对称性,忽略该因素将导致错误的研究结论。总之,文中的结果支持了“反周期论”而不支持“阈值论”。

参考文献:

- 黄辉, 2009《制度导向、宏观经济环境与企业资本结构调整:基于中国上市公司的经验证据》,《管理评论》第3期。
- 李社环、梁勤星, 2003《经济景气观测方法》,上海:上海译文出版社。
- 屈耀辉, 2006《中国上市公司资本结构的调整速度以及影响因素》,《会计研究》第6期。
- 王志强、洪艺珣, 2009《中国上市公司资本结构的长期动态调整》,《会计研究》第6期。
- 肖作平, 2004《资本结构影响因素和双向效应动态模型:来自中国上市公司面板数据的证据》,《会计研究》第2期。
- 张永军, 2007《经济景气计量分析方法与应用研究》,北京:中国经济出版社。
- Aslan, L, Fıbrak, C., and Ozkan, A., 2010, “The Impact of Financial Flexibility on Corporate Investment and Performance: Evidence from the East Asian Crisis”, *Working Paper*.
- Banjeree, S., Heshmati, A., Wihlborg, C., 2004, “The Dynamics of Capital Structure”, *Research in Banking and Finance*, 4.
- Baker, M., J. Wurgler, 2002, “Market Timing and Capital Structure”, *Journal of Finance*, 57.
- Choe, H., Masulis, R., Nanda, V., 1993, “Common Stock Offerings across the Business Cycle: Theory and Evidence”, *Journal of Empirical Finance*, 1.
- Clark, Brian, 2009, “The Impact of Financial Flexibility on Capital Structure Decisions: Some Empirical Evidence”, *Working Paper*.
- De Haas, R., Peeters, M., 2004, “The Dynamic Adjustment toward Target Capital Structures of Firms in Transition Economies”, *Working Paper*.
- Douglas O. Cook, Tian Tang, 2009, “Macroeconomic Conditions and Capital Structure Adjustment Speed”, *Journal of Corporate Finance*, 7.
- Drobetz, W., Wanzenried, G., 2006, “What Determines the Speed of Adjustment to the Target Capital Structure?”, *Applied Financial Economics*, 16.
- Fama, Eugene F. and Kenneth R. French, 2002, “Testing Trade-off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt”, *Review of Financial Studies*, 15.
- Flannery, Mark J. and Kasturi P. Rangan, 2006, “Partial Adjustment toward Target Capital”, *Journal of Financial Economics*, 41.
- Frank, M., Goyal, V., 2003, “Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure”, *Journal of Financial Economics*, 67.
- G. Brandon Lockhart, 2009, “Adjusting to Target Capital Structure: The Effect of Credit Lines”, *Working Paper*.
- Gertler, M., Gilchrist, S., 1993, “The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence”, *Scandinavian Journal of Economics*, 95.

- Hackbart, D., Miao, J., Morellec, E., 2006, "Capital Structure, Credit Risk, and Macroeconomic Conditions", *Journal of Financial Economics*, 82.
- Harford, Jarrad, Sandy Klasa and Nathan Walcott, 2009, "Do Firms Have Leverage Targets? Evidence from Acquisitions", *Journal of Financial Economics*, 93.
- Hesmati, A., 2002, "The Dynamics of Capital Structure: Evidence from Swedish Micro and Small Firms", *Research in Banking and Finance*, 2.
- Hovakimian, A., T. Opler, S. Titman, 2001, "The Debt-equity Choice: An Analysis of Issuing Firms", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36.
- Kayhan, A. Titman, S., 2007, "Firms' Histories and Their Capital Structures", *Journal of Financial Economics*, 83.
- Konajczyk, R., Levy, A., 2003, "Capital Structure Choice: Macroeconomic Conditions and Financial Constraints", *Journal of Financial Economics*, 68.
- Lear, Mark T., Michael R. Roberts, 2005, "Do Firms Rebalance Their Capital Structures?", *Journal of Finance*, 60.
- Levy, A. and Hennessy, C., 2007, "Why does Capital Structure Choice Vary with Macroeconomic Conditions?", *Journal of Monetary Economics*, 54.
- Loof Hans, 2004, "Dynamic Optimal Capital Structure and Technical Change", *Structural Change and Economic Dynamics Elsevier*, 15.
- Mura, Roberto and Marchica, Maria-Teresa, 2010, "Financial Flexibility, Investment Ability and Firm Value: Evidence from Firms with Spare Debt Capacity", *Working Paper*.
- Nico Dewaelheyns, Cynthia Van Hulle, 2009, "Capital Structure Dynamics in Private Business Groups", *Working Paper*.
- Shyam-Sunder, L., Myers, S. C., 1999, "Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure", *Journal of Financial Economics*, 51.
- Soku Byoun, 2008, "How and When Do Firms Adjust Their Capital Structures toward Targets?", *Journal of Finance*, 63.
- Welch, I., 2004, "Capital Structure and Stock Returns", *Journal of Political Economy*, 112.

[责任编辑: 叶颖玫]

Macroeconomic Prospects and Dynamic Capital Structural Adjustment: An Empirical Design Based on China's Listed Firms as Samples

HONG Yixun

(School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005, Fujian)

Abstract With regard to the effects of macroeconomic situation on the speeds of capital structural adjustment, the counter-cycle theory and the restructuring threshold theory have different predictions. This paper analyzes how macroeconomic situation affects the speed of capital structural adjustment using China's listed firms as samples. It is found that capital structural adjustments are counter-cyclical, which supports the counter-cycle theory but not the restructuring threshold theory. It is also found that when economic prospects are better, firms with above-target capital structures adjust their capital structures more quickly, whereas firms with below-target capital structures adjust their capital structures more slowly. This means that the effects of macroeconomic situation on the speeds of capital structural adjustment are asymmetric.

Key Words dynamic trade-off theory; capital structure; economic prospects; China's Listed Firms