

学校编码: 10384 分类号__密级__

学号: 32120111150577 UDC__

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

财政政策对我国上市公司动态资本结构影响的研究

The Effect of Fiscal Policies on Dynamic Capital
Structure: A Study from Chinese Listed Companies

刘程蕾

指导教师姓名: 沈艺峰教授

专业名称: 财 务 学

论文提交日期: 2014 年 4 月

论文答辩时间: 2014 年 5 月

学位授予日期: 2014 年 月

答辩委员会主席: __

评阅人: __

2014 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

资本结构决策对企业有着至关重要的意义，长久以来，学术界一直试图来解开“资本结构之谜”。资本结构理论自提出以来经历了传统资本结构理论，现代资本结构理论和新资本结构理论的发展。关于资本结构各项理论的实证检验也随之大量展开，其中一大研究方向就是资本结构影响因素的实证研究。目前，资本结构影响因素的相关研究正逐渐从微观走向宏观，从早期考察微观企业特征对资本结构的影响转向考察宏观经济政策对资本结构的影响。从研究方法上来看，也从静态走向动态，产生了一系列关于资本结构动态调整的研究。而本文正是着眼于宏观经济政策中的财政政策，应用资本结构的动态调整模型，来考察财政政策对于企业动态资本结构的影响。这不仅能够帮助我们更好地理解企业的财务行为，而且也能对政府宏观经济政策的调控效果进行检验，为政府经济政策的制定提供参考。

本文以 624 家我国沪深 A 股上市公司为样本，选用其在 2003-2012 年间的资本结构及相关财务数据，并结合我国在此期间的企业所得税和政府支出数据，应用资本结构的部分调整模型进行实证检验。本文以企业季度平均资产负债率和行业年度平均资产负债率作为目标资本结构的替代变量。实证结果表明：财政政策确实会对企业目标资本结构产生影响。企业所得税税率的下降使企业的季度平均资产负债率显著降低。而财政支出规模的扩大则会使企业的季度平均资产负债率和行业年度平均资产负债率显著提高。同时，企业的资本结构存在均值反转，并且财政政策会影响企业资本结构向其季度平均资产负债率和行业年度平均资产负债率调整的速度。全国企业所得税收入增长的加快，会显著降低企业资本结构向其行业年度平均资产负债率调整的速度；而财政支出增长的加快，则会同时显著提高企业的资本结构向其季度平均资产负债率和行业年度平均资产负债率调整的速度。另外，本文的实证结果还发现，企业规模、盈利能力、成长性、有形资产的抵押价值、非债务税盾、破产风险和行业因素也对企业资本结构及其调整速度有显著影响。

关键词：财政政策；资本结构；动态调整

Abstract

Capital structure decision is an important part of firm's financial management. And for the long time, scholars keep trying to resolve the so called "puzzle of capital structure". Until now, the capital structure theories have been going through three stages of development: the traditional capital structure theory, the modern capital structure theory and the new capital structure theory. Meanwhile, there comes out a great number of empirical tests to verify different capital structure theories. And one of the major research fields is about the determinants of capital structure. Over the years, scholars come to realize that the capital structure is not only affected by a series of firm characteristics, but also will be affected by the macroeconomic policies. And the research methods also changed from the static model to the dynamic model, which generate a number of researches about the dynamic adjustment of capital structure. This paper focuses on the fiscal policies, one part of the macroeconomic policies, and applies the dynamic adjustment model of capital structure to investigate the effects of fiscal policies on the dynamic adjustment of firms' capital structure. The study can not only help us have a better understanding about firms' financial behavior, but also test the effect of the macroeconomic policy.

The paper chose 624 Chinese firms which listed in Shanghai and Shenzhen stock exchanges as A-share for sample, and collected their capital structure and financial data between 2003 and 2012. It also gathered the data of China's Enterprise Income Tax and government spending in the same sample period. Then we use these panel data to do empirical tests by applying them into the partial adjustment model of capital structure. We chose the firms' quarterly average debt ratios and industries' annual average debt ratios as target capital structure. The empirical results show that fiscal policies do affect firm's target

capital structure. The decrease of Enterprise Income Tax rate will significantly lower firms' quarterly average debt ratios. However, the increase of government spending will significantly increase both firms' quarterly average debt ratios and industry's annual average debt ratios. Moreover, the firms' capital structure is mean-reverting and fiscal policy also affects the adjustment speed of firms' capital structure towards its average. The more the Enterprise Income Tax revenue increases, the slower the capital structure adjusts towards its quarterly average; while the more the government spending increases, the faster the firms' capital structure adjusts towards its quarterly average and industry annual average. And both the results are significant.

Furthermore, the empirical tests also demonstrate that firms' size, profitability, growth, tangibility, non-debt tax shields, bankruptcy risk and industry characteristic significantly affect firms' capital structure. And the distance between firms' real debt ratio and their target debt ratio as well as the firms' size and growth have a significant positive impact on firms' capital structure adjustment speed.

Key words: Fiscal policy; Capital structure; Dynamic Adjustment

目录

摘要.....	I
第一章 绪论.....	1
一、研究背景及意义.....	1
二、研究框架.....	3
三、研究方法.....	4
四、创新点.....	5
第二章 理论综述.....	6
一、动态资本结构文献回顾.....	6
(一) 最优资本结构与动态调整.....	7
(二) 调整速度和调整成本.....	9
二、宏观经济因素与资本结构文献回顾.....	12
(一) 货币供给与资本结构.....	12
(二) 经济周期与资本结构.....	12
(三) 宏观经济状况与动态资本结构.....	14
(四) 宏观政策与资本结构.....	16
三、国内研究.....	17
(一) 宏观经济状况与企业资本结构.....	17
(二) 宏观经济政策与企业资本结构.....	19
四、文献总结.....	21
第三章 理论分析与研究设计.....	22
一、财政政策与动态资本结构.....	22
(一) 财政收入与动态资本结构.....	22
(二) 财政支出与动态资本结构.....	23
二、模型构建.....	23
三、变量选取及设定.....	25

(一) 资本结构的定义和度量.....	25
(二) 其他变量的定义和度量.....	26
第四章 实证检验及分析.....	36
一、数据来源及样本选取.....	36
二、描述性统计分析.....	36
(一) 被解释变量描述统计.....	36
(二) 财政政策因素描述统计.....	38
(三) 企业特征因素描述统计.....	40
三、财政政策对目标资本结构影响的实证检验.....	40
四、财政政策对动态资本结构影响的实证检验.....	44
(一) 企业资本结构是否存在均值反转现象.....	44
(二) 资本结构的调整速度与调整成本.....	46
(三) 财政政策对资本结构调整速度的影响分析.....	47
第五章 研究结论及局限性.....	51
一、研究结论.....	51
二、本文的局限性.....	52
参考文献.....	54
致谢.....	58

Contents

Abstract.....	II
Chapter1 Introduction.....	1
1.1 Research Background.....	1
1.2 Research Framework.....	3
1.3 Research Method.....	4
1.4 Innovations	5
Chapter2 Literature Review	6
2.1 Review of Dynamic Capital Structure	6
2.1.1 Optimal Leverage and Dynamic Adjustment.....	7
2.1.2 Adjustment Speed and Adjustment Cost.....	9
2.2 Review of Macroeconomic Conditions and Capital Structure	12
2.2.1 Money Supply and Capital Structure.....	12
2.2.2 Economic Cycle and Capital Structure	12
2.2.3 Macroeconomic Conditions and Dynamic Capital Structure	14
2.2.4 Macropolicy and Capital Structure	16
2.3 Review of Chinese Studies.....	17
2.3.1 Macroeconomic Coditions and Capital Structure	17
2.3.2 Macroeconomic Policy and Capital Structure	19
2.4 Summary of Literature Review	21
Chapter3 Theoretical foundation and Research hypothesis.....	22
3.1 Fiscal Policy and Capital Structure.....	22
3.1.1 Government Income and Dynamic Capital Structure.....	22
3.1.2 Government Spending and Dynamic Capital Structure.....	23
3.2 Models	23
3.3 Variables.....	25

3.3.1 Definition and Measurement of Capital Structure	25
3.3.2 Definition and Measurement of Other Variables	26
Chapter4 Empirical Test and Analysis	36
4.1 Data Source and Sample Selection	36
4.2 Sample Description	36
4.2.1 Descriptive Statistics of Dependent Variables	36
4.2.2 Descriptive Statistics of Fiscal Policies	38
4.2.3 Descriptive Statistics of Company Characteristics	40
4.3The Empirical Tests of How Fiscal Policy Affect Target Capital Structure	40
4.4 The Empirical Tests of How Fiscal Policy Affect the Dynamic Capital Structure	44
4.4.1 Is Capital Structure Mean Reverting?.....	44
4.4.2 The Adjustment Speed and Adjustment cost of Capital Structure	46
4.4.3The Influence of Fiscal Policy on the Adjustment Speed of Capital Structure.....	47
Chapter5 Conclusion and Limitation	51
5.1 Research Conclusion.....	51
5.2 Limitation	52
References	54
Acknowledgement.....	58

第一章 绪论

本章以资本结构相关理论的起源和发展为起点，揭示文章的研究背景及意义，并对文章的研究框架、研究方法和创新点做简要阐述。

一、研究背景及意义

资本结构是企业理财的核心问题，它直接关系到企业的融资和治理效率，对企业的发展起着至关重要的作用。同时，资本结构理论也是财务理论的重要组成部分，它的起源，变化，发展是整个财务思想变迁的一个缩影。^[1]

资本结构理论自提出以来，经历了从传统资本结构理论，现代资本结构理论到新资本结构理论的发展。传统资本结构理论主要从收益角度来探讨资本结构，包括净收益观和净营业收益观，以及此后杜兰特在此基础上提出的折中观点。现代资本结构理论则以 MM 定理的提出为标志。Modigliani 和 Miller 于 1958 年在《美国经济评论》上发表“资本成本、公司价值与投资理论”^[2]，在一系列完美的假设上推导得出，企业价值与其资本结构无关，并提出了著名的 MM 定理 I、定理 II 和定理 III。1963 年 Modigliani 和 Miller 发表“公司所得税与资本成本：一项修正”^[3]，取消了公司无所得税的假设，认为若考虑公司所得税因素，公司的价值会随着财务杠杆系数的提高而增加。MM 定理提出后，学术界为此展开了大论战，并尝试放宽 MM 定理的完美假设，由此产生了研究破产成本和税收差异对资本结构影响的“破产成本主义”和“税差学派”。这两大学派又最终归结到了 Miller 的市场均衡模型，并发展成为了权衡理论，即企业的最优资本结构就是在负债的税收利益和破产成本的现值之间进行权衡。而新资本结构理论则是围绕信息不对称理论展开。1984 年 Myers 在“资本结构之谜”^[4]一文中提出新优序融资理论，认为在信息不对称下，企业的内部融资优于外部融资，而外部融资中，债务融资优于权益融资。此外，新资本结构理论还形成了代理成本说，财务契约论和信号模型三大学派。

伴随着资本结构理论的发展和统计技术的进步，学术界对资本结构理论

展开了大量的实证研究，并由此形成了两大研究方向。一个方向是通过研究企业价值与资本结构之间的关系来检验资本结构的相关理论。另一个方向是关于资本结构影响因素的研究，从企业规模，盈利能力，资产构成，破产风险等诸多因素来考察企业资本结构的选择，即资本结构的决定因素学派。近年来，关于资本结构的研究还逐渐从微观走向宏观，学者们认识到企业资本结构不仅会受到微观企业特征影响，还会受到宏观经济因素的影响。如 Kashyap 等（1993）^[5]，Choe 等（1993）^[6]以及 Gertler 和 Gilchrist（1994）^[7]都认为货币政策和经济周期会影响企业的融资行为。而 Banerjee 等（2000）^[8]，Korajczyk 和 Levy（2003）^[9]以及 Hackbarth 等（2006）^[10]等学者则更直接地考察了宏观经济状况和企业资本结构之间的关系。因此，在宏观经济环境变动的情况下，考察公司如何选择资本结构成为了公司财务新的实证研究方向之一。同时，资本结构的研究方法也正从静态走向动态化。由于内外部环境的影响，企业会不可避免地偏离其最优资本结构。而以价值最大化为目标的企业，会向其最优资本结构不断调整。由此也涌现了一批关于动态资本结构的理论模型和研究。

虽然国内外学者已经展开了关于宏观经济环境与企业资本结构选择的相关研究，但是这些研究主要集中在宏观经济形势对于资本结构的影响，如经济周期，经济增长，通货膨胀等，对宏观经济政策，特别是财政政策对企业资本结构影响的研究尚浅。从研究方法上来看，对宏观经济形势的度量主要采用虚拟变量，或直接采用年份虚拟变量，或按一定标准将宏观经济形势划分为好坏两种情况分组检验，难以具体反映宏观经济形势的变化情况，存在一定的局限性。

因此，本文将着眼于财政政策，结合资本结构的动态调整模型，应用我国上市公司的财务数据和量化的财政政策数据，考察宏观经济政策对企业资本结构及其调整速度的影响。同时，我国目前正处于经济改革深化阶段，财税改革是其中重要一环。近年来政府的宏观调控不断加强，也为本文的研究创造了现实背景。通过研究财政政策与微观企业资本结构动态调整之间的具体关系，考察宏观经济政策对微观企业行为的影响，不仅能够丰富对资本结构理论的研究，而且能帮助我们更好地理解企业的财务行为，对企业的财务

管理实践具有重要借鉴意义。同时，也能对宏观经济政策的调控效果进行检验，为经济政策的制定提供参考。

二、研究框架

本文以资本结构的基本理论为基础，借鉴 Fama 和 French (2002)^[1]所应用的资本结构的部分调整模型考察财政政策的两大工具——税收和政府支出对企业动态资本结的影响。本文选择企业的季度平均资产负债率和行业年度平均资产负债率作为目标资本结构的替代变量，首先以企业特征因素为控制变量，对税收与政府支出水平和企业的目标资本结构进行回归分析，考察财政政策对企业目标资本结构的影响。然后，本文着重检验了企业的资本结构是否存在均值反转，并对其调整速度和调整成本进行分析。在此基础上，本文还进一步考察了财政政策对于企业资本结构的动态调整速度的影响。

全文的结构安排如下：

第一章为绪论，阐述论文的研究背景，研究意义，研究框架，研究方法以及创新点。

第二章为文献综述，回顾动态资本结构的相关文献，并重点对国内外关于宏观经济因素与企业资本结构，特别是动态资本结构的研究进行回顾总结。

第三章为理论分析，根据资本结构的相关理论提出研究假设，选取变量，构建模型，并对财政政策以及资本结构的微观影响因素进行度量。

第四章为实证检验及分析，以我国上市公司为样本，选择其在 2003-2012 年间的财务数据以及我国在此期间的税收和政府支出数据进行实证检验。首先考察财政政策对企业目标资本结构的影响，然后检验了企业的资本结构是否存在均值反转，并在此基础上考察财政政策对于企业资本结构动态调整速度的影响。

第五章为结论，对文章的研究结论和局限性进行讨论。

文章的研究设计及框架如图 1.1 所示

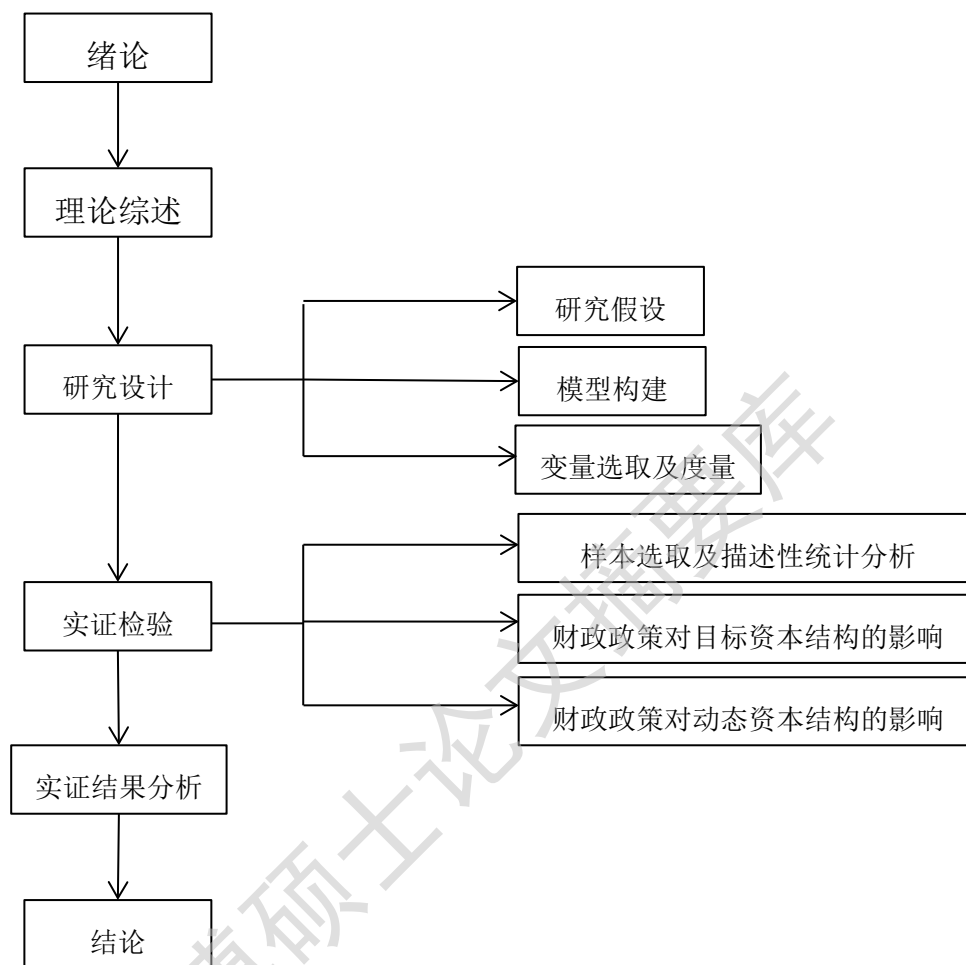


图 1.1 研究框架

三、研究方法

本文采用实证研究法,以我国 A 股上市公司为样本,选用其在 2003-2012 年间的资本结构和相关财务数据,以及我国相关期间的政府税收和财政支出数据构成面板数据,来检验财政政策对企业动态资本结构的影响。文章借鉴了 Fama 和 French (2002)^[11]的资本结构部分调整模型,并在其基础上予以改进。文章首先从静态角度考察财政政策对目标资本结构的影响,进而从动态角度检验了企业的资本结构是否存在动态调整以及调整速度和调整成本的大小,并在此基础上重点考察财政政策对企业资本结构调整速度的影响。

四、创新点

尽管现有研究已经将宏观经济因素纳入资本结构决定因素的研究范围，但是主要集中于经济周期和经济增长对企业资本结构的影响，对宏观经济政策与资本结构的关系研究较少。同时，在研究方法上，对于宏观经济因素的度量主要采用虚拟变量，没有很好地量化。所以本文的创新点在于，重点考察宏观经济政策中的财政政策对企业动态资本结构的影响，并对财政政策中的税收和政府支出进行量化，将其内化到资本结构的影响因素模型之中。其次，文章借鉴 Fama 和 French (2002)^[11]所应用的资本结构部分调整模型，不仅考察财政政策对企业目标资本结构的影响，更在检验企业资本结构是否存在均值反转的基础上，着重考察财政政策对企业资本结构的动态调整速度所产生的影响，丰富企业资本结构影响因素的相关研究。

第二章 理论综述

早期的资本结构研究主要是在静态框架内构建单期资本结构模型，如 Krause 和 Litzenger (1973)^[12]，Jensen 和 Meckling (1976)^[13]，Myers (1977)^[14]和 Castanias (1983)^[15]等。还有一些研究如 Titman 和 Wessels (1988)^[16]以及 Rajan 和 Zingales (1995)^[17]均假设不存在交易成本，企业能够随时调整其资本结构到最优水平，所以在实证分析中直接用观测到的资本结构来代替企业的最优资本结构，通过观测到的企业实际资本结构和相关解释变量之间的关系来研究最优资本结构的决定因素。但是上述研究存在两点缺陷：一是忽视了企业的最优资本结构是随时间变化而动态调整的。二是在存在交易成本的情况下，企业不能完全调整其资本结构到最优水平，企业的实际资本结构会偏离最优资本结构。因此，需要从动态的角度来考虑企业的资本结构选择。关于动态资本结构的实证研究也为企业的资本结构究竟是符合动态权衡理论还是优序融资理论以及市场择机假设提供了大量佐证。

随着动态资本结构研究的深入，学术界逐渐意识到，企业资本结构的调整不仅受到企业自身特征的影响，而且受到宏观经济环境的影响。于是学者们开始在模型中加入宏观经济因素，展开了关于宏观经济因素与动态资本结构的相关研究，并不断探索宏观经济因素的代理变量。

所以在理论综述部分，文章将首先对动态资本结构的主要文献进行回顾，进而重点回顾宏观经济因素与资本结构，特别是动态资本结构的相关研究，最后对国内相关研究的现状进行总结。

一、动态资本结构文献回顾

关于动态资本结构的研究主要可以分为两大类，一类是考察企业的最优资本结构与资本结构的动态调整，另一类则是考察企业资本结构的调整速度和调整成本。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库