

学校编码: 10384

分类号__密级__

学 号: 32120121150561

UDC__

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

货币政策对我国上市公司资本结构的影响
研究

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

林冰茹

指导教师姓名: 屈文洲 教授

专 业 名 称: 财 务 学

论文提交日期: 2015 年 4 月

论文答辩时间: 2015 年 5 月

学位授予日期: 2015 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2015 年 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

近年来实体经济波动加剧，2008 年的全球性金融危机的阴霾还未完全消散，2011 年的欧债危机又再度来袭。为了应对全球性的金融不稳定，各国政府和央行纷纷启动货币政策工具以稳定经济。面对大起大落的货币政策，作为微观主体的企业必然会对自身资本结构进行调整，以最小化融资成本，实现股东价值最大化的经营目标。以往的财务学和经济学研究均侧重于自身领域，较少关注宏观环境与微观企业行为之间可能存在的联动关系。因此本文基于宏观金融政策视角，结合我国特殊的制度环境背景，同时从静态和动态角度考察货币政策对企业资本结构的影响，以帮助我们更好地理解宏观微观之间的传导机制，提高政府的政策制定效率和企业的管理能力。

具体而言，本文以我国沪深 A 股 718 家上市公司为研究对象，选取其在 2004-2013 年间的相关财务数据，以及在此期间我国一年期贷款实际利率和狭义货币供应量 M1 增速数据，分别应用静态分析模型和动态调整模型进行实证分析。首先，本文采用普通最小二乘法（OLS）对静态分析模型进行回归，发现宽松的货币政策会显著地降低企业的目标财务杠杆。接着，本文对资本结构动态调整模型进行固定效应回归，实证结果表明企业的资本结构存在动态调整现象，调整速度为 36.23%；且宽松的货币政策能够明显地提高企业的资本结构调整速度。另外，本文的实证结果也证明了企业的资本结构决策会受到企业自身特征因素（包括企业规模、资产有形性、盈利能力、非债务税盾和成长性）的影响。

关键词：货币政策；资本结构；动态调整

Abstract

In recent years, the monetary authorities from all over the world have begun to adjust their monetary policies in order to stabilize their economies due to the volatile macroeconomic. Facing the radical changes in the monetary policy, companies have to make appropriate capital structure adjustment to minimize the capital cost and maximize the shareholder's value.

Previous studies more focused on their own field, and there may be less concerned about the linkage relationship between the macro environment and micro enterprise behavior. So this paper focuses on how the monetary policies affect the capital structure decision of the companies from the static and dynamic perspective, respectively. It can help us to understand the transmission mechanism between macro and micro better, and improve the efficiency of policymakers and management capabilities of companies.

Specifically, this paper chooses 718 firms listing in Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges that only have A-shares for sample, collects their relevant financial data between 2004 and 2013. It also gathers the data of one-year lending real rate and growth rate of money supply (narrow measure) during the same sample period. Then it uses these panel data to do empirical tests by applying them into the static analysis model and dynamic adjustment model of capital structure. Firstly, this paper regresses the static analysis model using OLS, and finds that loose monetary policies can lead to the decrease of corporates' target financial leverage significantly. Then, this paper applies the fixed effects regression to the dynamic adjustment model of capital structure. The results show that firms' capital structure does adjust dynamically and the adjustment speed is 36.23%. What is more, loose monetary policies can improve the the adjustment speed of companies' capital structure significantly

In addition, the empirical tests also demonstrate that firm's capital structure will be affected by firms' size, asset tangibility, profitability, non-debt tax shields and growth potential.

Key Words: Monetary Policy; Capital Structure; Dynamic Adjustment

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目 录

第一章 绪论	1
一、研究背景与意义	1
二、研究内容与框架	2
三、研究方法与创新点	5
(一) 研究方法	5
(二) 本文创新点	5
第二章 文献综述	6
一、资本结构理论回顾	6
(一) 传统资本结构理论	6
(二) 现代资本结构理论	7
(三) 新资本结构理论	8
(四) 动态资本结构理论	9
二、货币政策与资本结构的文献综述	10
(一) 国外相关文献回顾	10
(二) 国内相关文献回顾	12
第三章 理论分析与研究假说	14
一、货币政策传导机制	14
(一) 货币渠道	14
(二) 信贷渠道	15
二、货币政策对目标资本结构的影响	17
三、货币政策对动态资本结构的影响	19
第四章 研究设计	21
一、样本选取及数据来源	21
二、模型设定	22

(一) 静态模型.....	22
(二) 动态模型.....	22
三、变量选取及设定	24
(一) 资本结构的度量.....	24
(二) 货币政策的代理变量.....	25
(三) 企业特征变量.....	26
第五章 实证检验与分析	30
一、描述性统计分析	30
(一) 被解释变量的描述性统计.....	30
(二) 货币政策因素的描述性统计.....	31
(三) 企业特征因素的描述性统计.....	32
(四) 变量相关性分析.....	33
(五) 平稳性检验与协整分析.....	34
二、货币政策对目标资本结构影响的实证检验	36
三、货币政策对动态资本结构影响的实证检验	39
(一) 企业资本结构是否存在动态调整现象.....	39
(二) 货币政策对资本结构调整速度的影响分析.....	40
第六章 结论与建议	43
一、研究结论	43
二、对策与建议	44
(一) 资本市场建设.....	44
(二) 企业自身方面.....	45
三、研究局限性和未来研究方向	45
(一) 研究局限性.....	45
(二) 未来研究方向.....	46
参考文献	48
致谢.....	54

Contents

Chapter1 Introduction	1
1.1 Research Background and Significance.....	1
1.2 Research Contents and Framework.....	2
1.3 Research Method and Innovations.....	5
1.3.1 Research Method	5
1.3.2 Innovations.....	5
Chapter2 Literature Review	6
2.1 Review of Capital Structure Theory	6
2.1.1 Traditional Capital Structure Theory	6
2.1.2 Morden Capital Structure Theory	7
2.1.3 New Capital Structure Theory	8
2.1.4 Dynamic Capital Structure Theory	9
2.2 Review of Monetary Policy and Capital Structure	10
2.2.1 Foreign Research	10
2.2.1 Foreign Research	12
Chapter3 Theoretical Foundation and Research Hypothesis.....	14
3.1 Transmission Mechanism of Monetary Policy	14
3.1.1 Money Channel	14
3.1.2 Credit Channel	15
3.2 Impact of Monetary Policy on the Target Capital Structure	17
3.3 Impact of Monetary Policy on the Dynamic Capital Structure.....	19
Chapter4 Study Design.....	21
4.1 Data Source and Sample Selection	21
4.2 Models	22

4.2.1 Static Model	22
4.2.2 Dynamic Model	22
4.3 Variables.....	24
4.3.1 Measure of Capital Structure	24
4.3.2 Measure of Monetary Policies	25
4.3.3 Firm Characteristics Variables	26
Chapter5 Empirical Test and Analysis	30
5.1 Sample Description	30
5.1.1 Descriptive Statistics of Dependent Variables	30
5.1.2 Descriptive Statistics of Monetary Policies	31
5.1.3 Descriptive Statistics of Company Characteristics	32
5.1.4 Variable Correlation Analysis	33
5.1.5 Stationary Test and Cointegration Analysis	34
5.2 The Empirical Tests of How Monetary Policy Affects Target Capital Structure	36
5.3 The Empirical Tests of How Monetary Policy Affects Dynamic Capital Structure	39
5.3.1 Does Capital Structure Exist Dynamic Adjustment?	39
5.3.2 The Influence of Monetary Policy on the Adjustment Speed of Capital Structure	40
Chapter6 Conclusion and Recommendations.....	43
6.1 Research Conclusions	43
6.2 Recommendations	44
6.2.1 Capital Market	44
6.2.2 Companies.....	45
6.3 Limitation and Future Research	45
6.3.1 Limitation.....	45
6.3.2 Future Research	46

References48

Acknowledgement54

厦门大学博硕士学位论文摘要库

第一章 绪论

一、研究背景与意义

近年来实体经济波动加剧，2008 年的全球性金融危机的阴霾还未完全消散，2011 年的欧债危机又再度来袭，为了应对全球性的金融不稳定，各国政府和央行纷纷启动货币政策，试图稳定经济，我国也不例外，例如 2008 年为了应对全球性金融危机对我国实体经济造成的负面冲击，央行在当年第 4 季度进行了 5 次的密集降息。面对如此频繁和猛烈的货币政策调整，作为微观主体的企业必然会根据自身发展战略调整其融资决策，以使融资成本最小化，企业价值最大化。

从以往的国内外文献研究来看：

财务学方面，自从 1958 年 MM 定理提出后，关于资本结构的研究一直是财务研究领域长盛不衰的课题。然而以往国内外学者对企业资本结构的研究主要集中在以下几个方面：①发展各种资本结构理论，包括 MM 定理、权衡理论、优序融资理论等；②分析和实证检验资本结构的公司层面影响因素，如企业规模、成长性、资产有形性、盈利能力等；③检验西方国家经典资本结构理论在其他国家的适用性等，常常忽略了宏观经济因素对企业资本结构的选择也存在着根本性的影响。

经济学方面关于宏观经济政策的研究则更多地侧重其在宏观层面的传导机制，而对于宏观经济政策波动如何影响企业行为与企业产出（即其微观传导机制）的研究较少。

姜国华和饶品贵（2011）^[1]指出应将宏观经济政策变化与微观企业行为结合起来分析两者间的互动关系，从而可以更好地理解微观企业财务行为的成因。目前已有学者注意到外部宏观经济环境是影响企业资本结构的重要因素，并进行了相关研究。例如，Korajczyk 和 Levy（2003）^[2]研究发现非融资约束企业的目标资本结构和融资约束企业的目标资本结构对经济周期的反应不相同，前者呈现出逆周期现象，而后者则为顺周期。何靖（2010）^[3]选取 1998 年至 2008 年我国沪深两市 378 家上市公司为研究样本，采用 GMM 估计方法，发现企业资本结构动

态调整速度受宏观经济景气程度的影响，经济上行时资本调整速度加快，反之亦然。但这些研究更多得是集中于宏观经济形势对于企业资本结构的影响，如经济增长、经济周期、通货膨胀等，鲜有学者会深入剖析宏观金融政策因素对企业资本结构的影响。而且当前我国国内有关资本结构的研究主要集中在静态框架下展开，有关动态调整的研究文献相对较少。因此，本文将着眼于货币政策，结合静态分析模型和动态调整模型，应用我国上市公司的财务数据和量化的货币政策数据，探究货币政策变动如何影响微观企业的融资决策行为，着重分析货币政策的微观传导机制，并融合中国特殊的制度环境背景，深入探究宏微观之间的联动关系。

总而言之，本文的研究意义在于：第一，基于宏观金融政策（货币政策）的研究视角丰富了我国上市公司资本结构静态影响因素和动态调整的理论研究；第二，通过探究货币政策如何影响企业融资决策，丰富了从宏观到微观的传导机制的研究，打开宏微观之间联动的黑匣子，既有利于我们更为深刻地理解企业融资决策行为的选择，更好地预测企业未来的财务决策行为；也可以为货币当局的政策制定提供微观层面理论支持。

二、研究内容与框架

本文基于资本结构基本理论和货币政策传导机制理论基础，使用一年期贷款实际利率和狭义货币供应量 $M1$ 为货币政策代理变量，研究货币政策对目标资本结构的影响和货币政策与资本结构动态调整之间的关系。首先，本文对国内外有关资本结构理论、货币政策传导机制、货币政策对资本结构影响的相关研究成果进行回顾和梳理，为本文研究假说的构建奠定理论基础。在此基础上，本文分两个方面进行研究。第一，选择行业年度资产负债率的均值作为目标资本结构的代理变量，从静态角度探究货币政策对企业目标资本结构的影响；第二，构建资本结构动态调整分析模型，先验证企业资本结构是否存在动态调整现象，而后着重考察货币政策与企业资本结构动态调整速度之间的关系。

本文结构安排如下：

第一章为绪论，主要阐述本文的研究背景、研究意义、主要内容、研究框架、

研究方法以及研究的创新点。

第二章为文献综述，首先回顾了资本结构基本理论，然后重点回顾了关于货币政策与企业资本结构关系的文献研究，最后对国内外已有的研究成果进行总结。

第三章为理论分析，根据资本结构和货币政策传导机制的相关理论，对货币政策与目标资本结构的关系，以及货币政策与资本结构动态调整速度的关系进行理论分析，并提出本文的研究假说。

第四章为研究设计，具体阐述了数据来源和样本选择、模型的构建以及变量的定义。

第五章为实证结果及分析，首先对样本数据进行描述性统计，在此基础上运用普通最小二乘法（OLS）和固定效应回归对本文所构建的静态和动态的研究模型分别进行回归分析。

第六章为结论与建议，首先总结本文的主要研究结论，并据此提出相关政策建议，接着指出本文存在的一些局限性以及未来可以继续深入探究的方向。

本文的研究框架如图 1.1 所示：

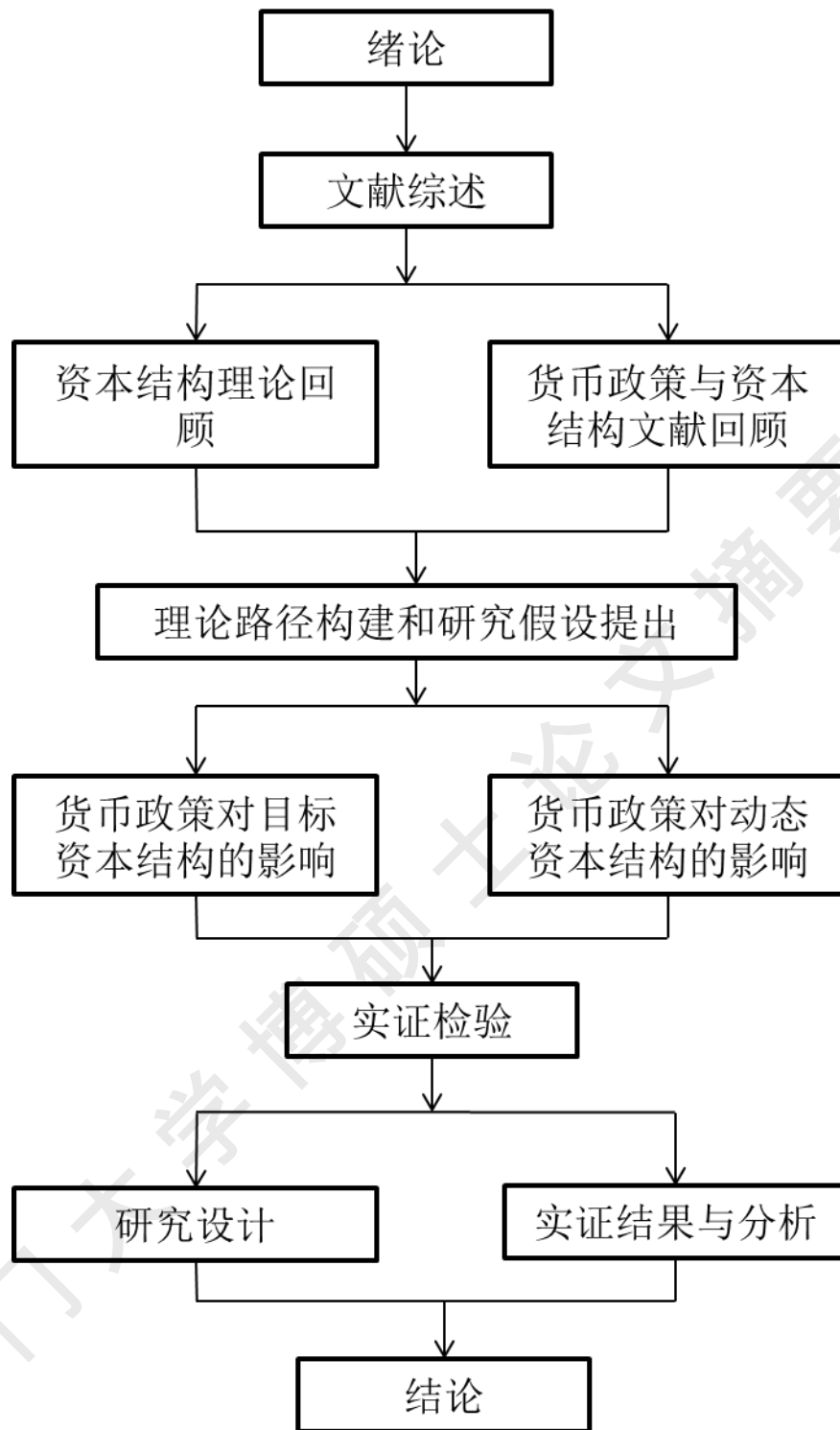


图 1.1: 研究框架

三、研究方法与创新点

(一) 研究方法

本文主要采用定性与定量相结合的方法对货币政策与企业资本结构的关系进行研究。首先,本文通过文献梳理和理论分析的定性方法提出相关的研究假说。接着,本文进一步运用定量分析的方法,以我国 A 股上市公司为样本,利用其在 2004-2013 年间的年度财务数据,结合同样时间段内我国相应的货币政策指标数据,分别从静态角度检验货币政策对企业目标资本结构的影响,并从动态角度考察货币政策与上市公司资本结构动态调整速度的关系。其中,静态模型采用普通最小二乘法进行估计,动态模型则采用固定效应回归。

(二) 本文创新点

本文主要有以下 3 个创新点:

(1) 在研究内容上呈现逐步递进关系。首先从静态角度检验货币政策对目标资本结构的影响,然后从动态角度考察货币政策与资本结构调整速度的关系,从而保证研究内容的系统性、全面性。

(2) 关于货币政策对目标资本结构的静态影响,本文从货币政策的股市传导机制这一新颖的角度,通过分析货币政策对股票市场的间接影响,结合资本结构理论和中国上市公司特殊的股权融资偏好,探究货币政策对我国上市公司融资选择可能产生的特殊影响。

(3) 在货币政策对资本结构的动态影响研究中,本文将目标资本结构直接内化到资本结构部分调整模型中,只需“一步”即可估计出货币政策对企业资本结构调整速度的影响。而之前的研究大多分“两步”进行估计,先采用行业平均值、公司历史平均值或线性拟合值估计出目标资本结构,而后再将其代入动态调整模型中进行后续估计。

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.

廈門大學博碩士論文摘要庫