

doi:10.3969/j.issn.1674-117X.2021.05.002

# 经济政策不确定性对企业资本结构调整的影响

石华军, 赵 薇

(湖南工业大学 经济与贸易学院, 湖南 株洲 412007)

**摘 要:** 经济政策不确定性会对企业的融资行为和资本结构带来结构性影响。基于2010—2019年A股上市公司面板数据, 研究经济政策不确定性对企业资本结构调整的影响路径。结果发现: 经济政策不确定性阻碍企业资本结构向目标值收敛; 在控制区域发展水平、经济增速、省份和企业异质性后, 以上结论仍然成立。经济政策不确定性主要通过债务增减而非权益变更的渠道影响企业资本结构调整。其中, 高于资本结构目标的企业比低于资本结构目标的企业受到的影响更大; 样本划分为高中低三组后, 经济政策不确定性对中高组的影响更显著。经济政策不确定性虽增加了企业的资本调整成本, 但有利于抑制过度投资和优化资本富余企业的资本结构。因而, 短期内经济政策调整可实现企业资本结构优化, 但长远来看, 资本市场化仍是企业资本结构优化的主要方式。

**关键词:** 经济政策不确定性; 企业资本结构; 调整速度; 调整方式

**中图分类号:** F275

**文献标志码:** A

**文章编号:** 1674-117X(2021)05-0010-10

**引用格式:** 石华军, 赵 薇. 经济政策不确定性对企业资本结构调整的影响[J]. 湖南工业大学学报(社会科学版), 2021, 26(5): 10-19.

## The Impact of Economic Policy Uncertainty on the Adjustment of Enterprise Capital Structure

SHI Huajun, ZHAO Wei

(College of Economics and Trade, Hunan University of Technology, Zhuzhou Hunan 412007, China)

**Abstract:** The uncertainty of economic policy has a structural impact on the financing behavior and capital structure of enterprises. Based on the panel data of A-share listed companies from 2010 to 2019, this paper studies the impact path of economic policy uncertainty on the adjustment of enterprise capital structure. The results found that the uncertainty of economic policy hinders the convergence of corporate capital structure to the target value, and after controlling the regional development level, economic growth rate, province and corporate heterogeneity, the above conclusions are still valid. The uncertainty of economic policy mainly affects the adjustment of

**收稿日期:** 2021-05-31

**基金项目:** 国家自然科学基金资助项目“‘去杠杆’与‘稳增长’目标下结构性货币政策的传导机制与疏通路径研究”(71973117); 湖南省自然科学基金资助项目“空间异质、产业升级与最优货币政策研究”(2018JJ2101); 湖南省社会科学成果评审委员会基金资助项目“结构性去杠杆研究: 理论逻辑与湖南对策”(XSP20YBC041); 湖南省教育厅科学研究项目“新时代中国货币政策调控方式转型研究”(18C0487)

**作者简介:** 石华军(1972—), 男, 湖南邵阳人, 湖南工业大学副教授, 博士, 硕士生导师, 研究方向为金融创新与宏观经济发展; 赵 薇(1995—), 女, 安徽淮北人, 湖南工业大学硕士研究生, 研究方向为注册会计师。

corporate capital structure through the change of the increase equity of debt rather than the decrease. Furthermore, the adjustment of enterprises above the capital structure target is more affected than those below the capital structure target; after the sample is divided into three groups of high, middle and low, the uncertainty of economic policy has a more significant impact on the middle and high groups. Although economic policy instability has increased the cost of capital adjustment for enterprises, it is conducive to restraining over investment and optimizing the capital structure of enterprises with surplus capital. Therefore, the adjustment of economic policies in the short term can optimize the capital structure of enterprises, but in the long run, capital marketization is still the main way to optimize the capital structure of enterprises.

**Keywords:** economic policy uncertainty; corporate capital structure; adjustment speed; adjustment method

## 一 研究背景

近年来,受互联网经济泡沫、次贷危机和欧债危机等影响,各国经济面临着巨大的不确定性。为了应对宏观环境的复杂变化,防止经济陷入困境,各国政府纷纷采取各种措施加强对本国金融市场和实体经济的干预。而经济政策不确定性及其在制定与执行过程中存在的不确定性,可能会对微观企业行为产生重要影响。资本结构作为影响微观企业运作的重要因素,代表着一定时期内企业资金的来源及其构成比例关系,合理的资本结构能起到降低融资成本、提升财务自由度、提高资金运作效率的作用。本文拟运用实证研究方法来分析经济政策不确定性对企业资本结构调整的影响,以期为市场机制改革和企业资本结构决策提供理论参考。

资本结构决定着企业的偿债能力、再融资能力和盈利能力,一直以来倍受学界关注<sup>[1-4]</sup>。Modigliani 等人<sup>[5]</sup>提出的MM理论认为,在理想状态下资本结构与市场价值无关。但现实存在的各种摩擦成本如公司所得税、代理费用以及信息不对称等因素,使资本结构无法达到理想状态,进而影响企业价值。另外,权衡理论从企业价值最大化的角度,推导出企业存在最优的资本结构。Titman 等人<sup>[6]</sup>通过大量实验数据证明,企业调整债务和权益之间的比例可以达到一个最优的负债水平,从而逐步改善其经营状况,提高企业价值和增长率,这种调整不是静止而是持续动态优化的结果。姜付秀等人<sup>[7]</sup>指出,企业资本结构根据内外部环境的变化持续不断进行动态调整,既保

证了企业的财务安全,又实现了企业价值最大化目标。

在影响企业资本结构动态调整的内外环境因素中,经济政策是企业高度关注的主要因素之一。Gulen 等人<sup>[8]</sup>指出,经济政策的变化带来的不确定性会直接影响企业的投融资决策,而且政府对于调整经济政策的态度也会在一定程度上影响企业对未来融资环境的预测。虽然不少学者探讨了企业资本结构调整的影响因素,但涉及经济政策不确定性影响的研究并不多见。正如李凤羽等人<sup>[9]</sup>所指出的那样,这其中可能存在的原因主要有:一是政策不确定性的作用相对于政策实际调整的影响来说更隐蔽;二是企业很难预测经济政策的不确定性,所以企业对融资市场等的实际直接影响具有更高的敏感度。

按照 Byoun<sup>[10]</sup>的分类,当企业实际的资本结构低于或高于目标时,由于资本结构向相反方向偏离目标,则趋向调整的方向也将完全相反;此外,企业在负债水平不同的情况下,调整资本结构的动机和速度也是不一样的。基于此,本文对不同的债务水平进行区分,并探讨在低于和高于目标资本结构这两种情况下,经济政策不确定性对其调整速度的影响。此外,本文还从债务融资和权益融资这两种调整方式出发,检验经济政策不确定性对资本结构调整速度的作用路径。

基于上述分析,本文以2010—2019年中国A股上市公司为研究样本,实证分析经济政策不确定性与企业资本结构调整之间的关系。在此基础上,借鉴学者们的相关做法<sup>[11-14]</sup>,进一步检验经济政策不确定性对公司资本结构、公司资本

结构调整速度及调整方式的影响,以探寻经济政策不确定性影响公司资本结构调整的作用路径和机制。

## 二 研究设计

### (一) 模型选定

#### 1. 经济政策不确定性与资本结构动态调整

##### (1) 目标资本结构

借鉴 Huang 等人<sup>[11]</sup>的做法,公司的目标资本结构采用以下模型来计算:

$$Lev_{i,t}^* = \beta X_{i,t-1} \quad (1)$$

式中:  $Lev_{i,t}^*$  表示在  $t$  年末  $i$  企业的目标资本结构;  $X_{i,t-1}$  是影响企业目标资本结构的内生变量组;  $\beta$  表示回归系数向量。

根据我国的实际情况,参考 Faulkender 等人<sup>[13]</sup>的做法,本文选取了以下内生变量:盈利能力、成长性、企业规模、非负债税盾、抵押能力和公司所在行业的资本结构中位数。

##### (2) 资本结构动态调整与调整速度模型

参考 Flannery 等人<sup>[12,14]</sup>的做法,本文利用标准调整模型的局部来估算资本结构的调整速度,其公式为:

$$\Delta Lev \equiv Lev_{i,t} - Lev_{i,t-1} \equiv \frac{D_{i,t}}{A_{i,t}} - \frac{D_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} = \lambda (Lev_{i,t}^* - Lev_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

式中:  $Lev_{i,t}$  表示在  $t$  年末  $i$  企业的实际资本结构;  $A_{i,t}$  和  $D_{i,t}$  分别表示在  $t$  年末  $i$  企业的总资产和有息负债;  $\lambda$  为回归系数,表示资本结构的调整速度,指的是公司平均每年以  $\lambda$  的速度来改变实际资本结构与目标之间的差距;  $\varepsilon_{i,t}$  为参数。

在式(1)中  $\beta$  的估计上,本文与 Lemmon 等人<sup>[15]</sup>的做法一致,同时估计目标资本结构和资本结构调整速度,这样做更符合现实。将式(1)代入式(2),整理后得

$$Lev_{i,t} = \lambda \beta X_{i,t-1} + (1 - \gamma) Lev_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

在对公式(3)的估算过程中,动态面板数据模型各种模拟方法中修正最小二乘虚拟变量法(least squares dummy variable correction, LSDVC)的结果最为精确,优于普通最小二乘法、固定效应模型法、广义矩法,因此,本文采用 LSDVC 方法,并对公式(3)进行稳健性检验。将估算出

来的  $\beta$  值代入到式(1)中,估算出目标资本结构  $Lev_{i,t}^*$ 。然后再进行普通最小二乘法(ordinary least squares, OLS)回归,对式(2)进行估算得到资本结构的调整速度,并作为估计资本结构调整速度的基础。考虑到自变量的产生可能会对回归系数的显著性造成影响,本文根据惯例采用自助法对标准误差进行校正。

##### (3) 经济政策不确定性对资本结构影响模型

按照 Faulkender 等人<sup>[13]</sup>的做法,变量和偏离程度的交互项可以表示该变量对偏离程度的影响。因而,在公式(2)的基础上,添加交互项来检验经济政策不确定性对企业资本结构调整速度的影响,得到

$$Lev_{i,t} - Lev_{i,t-1} = (\varphi_0 + \varphi_1 Epu_{i,t})(Lev_{i,t}^* - Lev_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

式中:  $Epu$  表示中国经济政策不确定性指数;  $\varphi_1$  是资本结构偏离程度与经济政策不确定性交互项的回归系数,表示经济政策不确定性对企业资本结构调整速度的影响大小。若  $\varphi_1$  显著大于 0,说明经济政策不确定性越大,资本结构调整速度越快;若  $\varphi_1$  显著小于 0,则说明经济政策不确定性越大,资本结构调整速度越慢。为了更直观地进行经济解释,本文对经济政策不确定性指数  $Epu$  进行了标准差为 1、均值为 0 的标准化处理。

本文在经济政策不确定性的度量上使用由 Baker 等人构建、斯坦福大学和芝加哥大学联合发布的中国经济政策不确定性指数<sup>[16]</sup>。它是通过对与中国经济政策不确定性相关的新闻报道等进行搜索和筛选,以及对与经济政策不确定性相关的文章进行统计并标准化处理后得到的。由于本文是对年度数据进行研究,而经济政策不确定性指数为月度数据,参考王红建等人<sup>[17]</sup>的做法,将每年 12 个月的平均值作为年度数据,这样极大地降低了指数在同一年度不同月份间的差异化,增强了实验的可靠性。此外,为了方便回归系数分析,对该指数做除以 100 的技术处理。

#### 2. 经济政策不确定性下的企业资本结构调整方式

当资本结构偏离目标值时,企业会出于不同动机调整资本结构,使之趋于目标值;同时,受到不同的负债水平、调整成本和收益的影响,经济政策不确定性对企业调整速度的影响也存在差异。

因此, 需进一步探讨经济政策不确定性对资本结构调整影响的路径和方式, 建立如下模型:

$$P(Adjust\_N_{i,t}=1) = \Phi(\theta_0 + \theta_1 Dev_{i,t-1}^a + \beta Y_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}), \quad (5)$$

$$P(Adjust\_N_{i,t}=1) = \Phi(\theta_0 + \theta_1 Dev_{i,t-1}^a + \theta_2 Epu_{i,t} + \theta_3 Epu_{i,t} \times Dev_{i,t-1}^a + \beta Y_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}). \quad (6)$$

式中:  $Dev_{i,t-1}^a$  表示  $(t-1)$  年末时公司实际资本结构偏离目标的绝对程度;  $Adjust\_N_{i,t}$  为资本结构调整方式的虚拟变量, 如果  $i$  公司在  $t$  年度进行了第  $N$  种调整, 则取 1, 否则为 0;  $Y_{i,t-1}$  为影响资本结构调整行为的内生变量组, 其为控制变量。

本文采用式 (5) 来检验偏离程度与资本结构调整方式的关系。对于某一种调整方式, 当回归系数显著大于 0 时, 意味着实际资本结构偏离目标的程度越大, 公司就更可能利用这种方式调整资本结构趋向目标值。

相对式 (5) 来说, 式 (6) 中增加了经济政策不确定性与偏离程度的交互项, 以检验经济政策不确定性对资本结构趋于目标值调整方式选择的影响。相同的偏离程度下, 若回归系数  $\theta_3$  显著大于 0, 经济政策不确定性越高, 表明企业更有可能利用方式  $N$  来调整资本结构趋于目标值; 反之, 若回归系数  $\theta_3$  显著小于 0, 经济政策不确定性越高, 则企业利用方式  $N$  来调整资本结构趋于目标值的可能性越小。

由于我国大多数上市公司融资主要来自银行借款, 债券融资和股票回购并不普遍, 因而本文借鉴 Hovakimian 等人<sup>[18]</sup>的做法, 对上市公司资本结构的调整主要考察净债务融资和净权益融资两种方式, 具体包括净债务融资的增加与减少, 净权益融资的增加与减少。参考已有研究并根据实际情况, 将资本结构调整的方式具体定义为:  $t$  年度增加 (或减少) 的有息债务与年初总资产的比值大于等于 5% 时, 债务融资方式指标虚拟变量为 1, 反之则为 0;  $t$  年度增加 (或减少) 的股东权益减去净利润后与年初总资产的比例大于等于 5% 时, 净权益融资方式指标为 1, 反之则为 0。在高于或低于资本结构目标时, 对应的企业调整行为是向下或向上调整, 但对于总体样本来说, 调整行为和方向的含义不易区分, 所以本文仅检验高于目标和低于目标两种情况。

同时, 为了保证检验的稳健性, 对经济政策不确定性指数进行均值为 0、标准差为 1 的标准化转换, 并对标准差进行公司层面的 cluster 处理。

### (二) 数据、变量选取和处理

本文研究样本为 2010—2019 年中国 A 股上市公司的年报数据, 数据来源于 Wind 数据库。度量经济政策不确定性的指标采用斯坦福大学和芝加哥大学联合发布的中国经济政策不确定性指数。按照惯例, 对样本进行如下处理: 剔除关于金融类和 ST 类的企业; 删除缺失资本结构相关数据的样本; 删除可供观察数据少于连续两年的企业。最后得到 1483 个符合要求的上市公司样本。为使异常值的干扰性降到最低, 本文对所有比率型数据都进行了 1% 和 99% 的 Winsorize 处理。本文相关变量的含义及其计算方法见表 1。

表 1 相关变量解释

变量名称	对应符号	定义
目标资本结构	$Lev^*$	总负债 / 总资产
公司规模	$\ln TA$	总资产的自然对数
盈利能力	$EBIT\_TA$	息税前利润 / 总资产
成长性	$MB$	(股票市值 + 负债账面价值) / 总资产
抵押能力	$FA\_TA$	固定资产 / 总资产
非负债税盾	$DEP\_TA$	固定资产折旧 / 总资产
行业中位数	$Industry\_median Lev$	同一行业公司某年的资本结构中位数

### (三) 描述性统计: 经济政策不确定性与资本结构变化

变量描述性统计结果如表 2 所示。由表 2 的 Panel A 可看出, 在 2010—2019 年, 中国上市公司目标资本结构  $Lev\ target$  的均值为 0.435, 中位数和标准差分别为 0.429 和 0.138; 实际资本结构偏离目标值程度  $Dev$  的均值为  $-0.000\ 075\ 3$ , 中位数和标准差分别为 0.000 208 5 和 0.084; 年度资本结构调整  $\Delta Lev$  的均值为  $-0.000\ 075\ 3$ , 中位数和标准差分别为 0.003 和 0.095。由此可见, 中国上市公司之间资本结构调整程度相差不大。经济政策不确定性是研究的关键变量, 其指数  $Epu$  的均值为 2.780, 中位数和标准差分别为 2.128 和 1.724, 这说明经济政策变化较大, 且每年之间的差异也较大, 表明考察期间经济政策存在较大不确定性。

在 Panel B 中, 从净债务融资变化的角度来看, 每年平均有 45.9% 的公司扩大净有息债务规模 (Net

debt increase), 而每年减少有息债务规模(Net debt decrease)的企业只有14.2%。总体而言, 每年合计平均有60.1%的上市公司对有息债务进行较大幅度的调整(增长或减少总资产5%以上)。从净权益融资的角度来看, 正净权益融资(Positive

net equity financing)的企业所占比例为38.2%, 而负净权益融资(Negative net equity financing)的企业占比只有5.5%。总体上, 平均每年有43.7%的上市公司会通过权益融资的方式进行大幅调整(增长或减少总资产5%以上)。

表2 变量描述性统计结果

项目	变量名称	均值	中位数	标准差	低于目标水平	高于目标水平
Panel A: 目标资本结构、 偏离和经济政策不确定性	<i>Lev target</i>	0.435	0.429	0.138	0.331	0.538
	<i>Dev</i>	-0.000 075 3	0.000 208 5	0.084	0.069	-0.069
	$\Delta Lev$	-0.000 075 3	0.003	0.095	0.023	-0.024
	<i>Epu</i>	2.780	2.128	1.724	3.079	2.877
Panel B: 资本结构调整	Net debt increase	0.459	0.000	0.498	0.431	0.487
	Net debt decrease	0.142	0.000	0.350	0.092	0.193
	Positive net equity financing	0.382	0.000	0.486	0.406	0.357
	Negative net equity financing	0.055	0.000	0.227	0.055	0.054
Panel C: 用于估计目标资本机构 的公司特征	<i>Lev</i>	0.436	0.431	0.214		
	<i>EBIT_TA</i>	5.836	5.247	7.132		
	<i>MB</i>	1.852	1.406	1.485		
	<i>DEP_TA</i>	0.020	0.016	0.015		
	$\ln TA$	22.124	21.983	1.425		
	<i>FA_TA</i>	0.221	0.185	0.168		
	<i>Industry_median_Lev</i>	0.430	0.406	0.103		

从结构上来看, 当企业资本结构低于目标值时, 52.3%的企业采用债务融资方式调整资产结构, 采取权益融资方式的企业占比为46.1%。其中, 43.1%的企业增加有息债务规模, 而9.2%的企业却减少有息债务规模, 扩大债务规模的企业比例高于减少债务规模的企业, 这与Leary等人<sup>[19]</sup>的研究结论一致。在权益融资方面, 增长权益资本规模的企业占比为40.6%, 而减少权益融资规模的企业占比只有5.5%。当企业资本结构高于目标资本结构时, 68.0%的企业采用债务融资方式调整资产结构, 远高于采取权益融资方式的企业占比(41.1%)。其中, 通过债务融资的方式, 43.1%的企业增加投资而9.2%的企业减少投资; 利用权益融资方式, 40.6%的公司增加权益资本, 而只有5.5%的企业减少权益资本, 这与马巾英等人<sup>[20]</sup>的研究结果比较接近。

可以初步判断, 在经济政策不确定性作用下, 无论企业实际资本结构低于或者高于目标值, 净债务融资和净权益融资均成为企业资本结构调整趋向目标值的方式, 只不过大多数企业更倾向采用债务融资而不是权益融资的方式。导致这种情形的原因可能是上市公司希望保持股权稳定, 但又需要解决资金短缺的问题, 所以债务融资成为理

想的调整途径; 另一种原因可能是由于股权融资门槛较高, 大多数上市公司只能采取债务融资方式。

Panel C描述了估计目标资本结构的公司特征向量。

### 三 经济政策不确定性对资本结构调整速度的影响

不同债务水平下, 经济政策不确定性对企业资本结构向上和向下调整速度的影响具有差异。

#### (一) 总体影响

利用式(2), 估算资本结构的基准调整速度, 以此为基础对式(4)进行回归分析, 以评估经济政策不确定性对资本结构调整速度的影响, 回归结果见表3。

在整个样本中, 从Panel A的第1列可知, 偏离程度*Dev*的回归系数为0.354, 这表明企业资本结构的年度平均调整速度在研究区间内为35.4%。与Öztekin等人<sup>[21]</sup>研究的资本结构调整速度相比较, 我国上市公司资本结构的调整速度相对较快。在第2和第3列中, 当企业资本结构相对于目标偏低或偏高时, 对应*Dev*的回归系数分别为0.312和0.393, 表明企业向上、向下调整的速度分别为31.2%和39.3%。这说明上市公司资本结构超过目

标值(为绝对值,下同)时向下调整的速度,明显快于资本结构低于目标值时向上调整的速度,这一结论与 Byoun<sup>[10]</sup>的研究结论大致相同。这意味着过度投资的企业会及时刹车,同时调整更为迅速;而投资不足的企业则反应更为谨慎,投资增长缓慢。

若经济政策不确定性和偏离程度交互项( $Epu \times Dev$ )的回归系数显著小于0,则表明经济政策不确定性越大,公司调整资本结构趋于目标值的速度越慢;反之则相反。从 Panel B 可知,在资本结构低于或高于目标值时,经济政策不确

定性和偏离程度交互项的系数显著为负,这说明经济政策不确定性越大,资本结构向上或向下调整的速度越慢。这意味着,当经济政策不确定性发生后,企业投资受到影响,投资变化趋于缓慢。在经济意义上,经济政策不确定性每上升1个标准差,资本结构总体特征调整速度下降6.2%。从调整方向来看,经济政策不确定性每提高1个标准差,资本结构向上和向下调整的速度将分别减少5.0%和6.8%,说明面对经济政策不确定性,无论过度投资还是投资不足的企业,其投资变化反应都将更为谨慎。

表3 经济政策不确定性与资本结构调整速度的回归结果

变量	Panel A			Panel B		
	All	Under Lev	Over Lev	All	Under Lev	Over Lev
$Dev$	0.354*** (35.043)	0.312*** (30.906)	0.393*** (23.323)	0.354*** (35.197)	0.319*** (31.686)	0.383*** (23.459)
$Epu \times Dev$				-0.062*** (-6.914)	-0.050*** (-4.988)	-0.068*** (-4.451)
$N$	21 051 0.098	10 548 0.092	10 503 0.103	21 051 0.100	10 548 0.095	10 503 0.105

注:括号内为  $t$  统计量,\*\*\*表示在1%水平上显著,下同。

(二) 稳健性检验

1. 控制经济发展水平

为进一步提高结论的可靠性,需要排除其他可能干扰因素的影响。由于地方经济发展水平与经济政策不确定性相关较强,为了单独考察经济政策不确定性的作用,本研究控制经济发展水平,以排除其对经济政策不确定性的影响。本研究采用人均GDP的自然对数作为代理变量。为避免直接添加变量到模型中而导致多重共线性,参考黄

继承等人<sup>[14]</sup>的做法,将各省同年度人均GDP按照高低顺序分为高中低三组,然后分别用各组样本检验经济政策不确定性对企业调整速度的影响。分组后近似认为组内发展程度同质,如果以上系数对各组调整速度依然显著为负,这就说明经济发展程度对本文的研究结论影响较小。按人均GDP分组检验,经济政策不确定性与资本结构调整速度的回归结果见表4。

表4 经济政策不确定性与资本结构调整速度的回归结果(按人均GDP分组)

变 量	All			Under Lev			Over Lev		
	高组	中组	低组	高组	中组	低组	高组	中组	低组
$Dev$	0.359*** (39.181)	0.378*** (21.452)	0.311*** (17.062)	0.317*** (28.522)	0.341*** (12.941)	0.307*** (11.129)	0.405*** (26.637)	0.396*** (16.308)	0.318*** (12.690)
$Epu \times Dev$	-0.067*** (-6.989)	-0.070*** (-3.737)	-0.044** (-2.081)	-0.050*** (-4.534)	-0.058* (-1.914)	-0.048** (-2.012)	-0.078*** (-4.618)	-0.078*** (-2.871)	-0.026 (-0.862)
$N$	14 075	3 710	3 266	7 378	1 685	1 485	6 697	2 025	1 781
adj. $R^2$	0.100	0.112	0.086	0.099	0.090	0.077	0.104	0.124	0.091

注:\*,\*\*分别表示在10%、5%水平上显著,下同。

从表4全样本来看,经济政策不确定性与资本结构偏离程度的交互项回归系数在高中低三个组均显著为负,且中、高两组中的回归系数较大。这说明排除经济发展水平因素后,经济政策不确定性对资本结构调整依然具有显著负

向影响。在不同经济发展地区,经济政策不确定性对企业资本结构调整速度影响显著为负,且对发达地区资本结构调整速度影响更甚。对资本结构的调整方向进行分类后发现,除了资产结构高于目标水平且人均GDP最低组之外( $t=-0.862$ ,

可看作边际显著),经济政策不确定性对资产结构调整速度影响都显著为负;而且与全样本一致,其对中高组的影响更大。可能的原因是,经济发展水平高的区域市场经济更发达,对政策信息更为敏感,经济政策的改变对企业投资者的预期影响也更为明显,相比而言,经济政策不确定性对其资本结构调整影响更大,故企业投资也将更加谨慎。

在式(4)基础上,添加GDP增长率与偏离程度的交互项进行实验分析,以此来控制经济增长的影响。控制经济增长的影响后,对GDP增长率进行标准化处理,其结果如表5所示。

表5 经济政策不确定性对资本结构调整速度的影响  
(控制经济增长的影响)

变量	All	Under Lev	Over Lev
<i>Dev</i>	0.356*** (47.854)	0.317*** (32.323)	0.383*** (33.589)
<i>Epu</i> × <i>Dev</i>	-0.059*** (-7.297)	-0.051*** (-5.204)	-0.058*** (-4.363)
<i>GDP_Growth</i> × <i>Dev</i>	-0.018** (-2.260)	-0.018** (-2.594)	-0.036*** (-3.195)
<i>N</i>	21 051	10 548	10 503
adj. <i>R</i> <sup>2</sup>	0.101	0.095	0.106

在表5中,经济增长率与偏离交互项(*GDP\_Growth* × *Dev*)的回归系数均显著为负,这表明政策不确定性对资本结构调整速度具有负向影

响,且调整速度随着经济增长的提高而放缓。回归系数在整体、向上和向下调整的样本中都显著为负,这表明在控制经济增长的影响后,政策不确定性对资本结构调整速度具有负向影响的结论同样成立。

与表3相比较,在低于目标水平样本中,政策不确定性与偏离交互项的回归系数从-0.050变为-0.018,而在高于目标水平样本中回归系数从-0.068变为-0.036,绝对变化值均为-0.032。这说明,在相对影响力上,经济政策不确定性对企业向上调整资本结构的影响更大。这验证了王朝阳等人<sup>[22]</sup>的研究结论:经济政策不确定性带来资本结构调整收益下降和调整成本上升,企业投资将更加谨慎;同时也验证了本文预测,即经济政策不确定性与企业资本结构调整呈负相关性,经济政策不确定性降低了资本结构向下调整的成本,提高了资本结构向上调整的收益。

## 2. 控制省份、公司固定效应

对式(4)进行回归分析中,忽视了资本结构调整中省份、公司的固定效应可能降低估计结果的有效性。为此,稳健性检验通过添加虚拟变量的方式控制省份、公司的固定效应,重新进行回归分析,其结果如表6所示。

表6 经济政策不确定性对资本结构调整速度的影响(控制省份和公司固定效应的影响)

变 量	Panel A: 控制省份固定效应			Panel B: 控制公司固定效应		
	All	Under Lev	Over Lev	All	Under Lev	Over Lev
<i>Dev</i>	0.359*** (47.862)	0.264*** (16.125)	0.468*** (25.184)	1.012*** (82.563)	0.881*** (33.783)	1.149*** (41.065)
<i>Epu</i> × <i>Dev</i>	-0.057*** (-7.039)	-0.044*** (-5.102)	-0.050*** (-3.310)	-0.039*** (-4.988)	-0.020** (-2.091)	-0.122*** (-9.531)
<i>GDP_Growth</i> × <i>Dev</i>	-0.017** (-2.121)	-0.024** (-2.008)	-0.036*** (-3.029)	-0.082*** (-10.314)	-0.066*** (-5.936)	-0.133*** (-11.720)
Province Dummies	Yes	Yes	Yes			
Firm Dummies				Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	21 051	10 548	10 503	21 051	10 548	10 503
adj. <i>R</i> <sup>2</sup>	0.102	0.097	0.112	0.237	0.259	0.306

由表6分析可知,在控制省份、公司固定效应的影响后,无论是全样本或者分样本,经济政策不确定性对企业资本结构调整速度的影响均显著为负,且经济政策不确定性对向下调整速度的影响大于向上调整速度的影响。可见,排除省份、公司个体效应之后,经济政策不确定性对企业资本结构调整速度为负影响,且对向下调

整速度的影响大于向上调整速度的影响之结论依然稳健。

## 四 经济不确定性对资本结构调整方式的影响

目前,我国上市公司主要采取债务融资和权益融资两种方式,对此,本研究将从债务融资和权

益融资方面, 进一步分析经济政策不确定性对资本结构调整速度影响的作用路径。

### (一) 债务融资

净债务融资可分为增加有息负债和减少有息负债两种。为了分析偏离程度与净债务融资之间的关系以及经济政策不确定性对该关系的影响, 本文对模型(5)和(6)进行了Logit回归分析, 结果见表7。偏离程度与净债务融资的关系反映了当实际资本结构偏离目标时企业的调整倾向, 反映了企业是否采用债务融资方式解决资本结构目标调整; 而经济政策不确定性对这一关系的影响, 体现了其是否增进或阻止了债务融资方式的调整。

由表7分析可知, 无论企业资本结构低于或者高于目标值, 偏离程度绝对值的系数均显著为正, 这反映企业资本结构低于(或者高于)目标水平越大, 企业增加(或者减少)有息负债趋于目标

值的可能性就越大。这与前文的结论一致。可见, 我国上市公司无论在高于或者低于资本结构目标值而进行调整使其趋于目标水平时, 净债务融资都是资本结构调整的有效路径之一。

在表7中, 偏离程度绝对值与经济政策不确定性的交互项, 反映经济政策不确定性对偏离后趋向目标值的影响程度。其回归系数显著小于0, 说明经济政策不确定性增强后, 企业资本结构趋于目标值的调整速度无论是增加或是减小, 都将趋缓, 且向下调整受到的影响是向上调整的3倍。这再次印证了前述观点, 即经济政策不确定性增加了债务融资成本, 从而提高了企业向下调整的收益。表7说明, 经济政策不确定性显著降低了企业通过(增加或者减少)债务融资进行资本结构目标值调整的可能性, 表明了经济政策不确定性是影响资本结构调整速度的因素之一。

表7 经济政策不确定性、偏离程度对净债务融资的影响

变量	Under Lev		Over Lev	
	增加有息负债		减少有息负债	
	$\Delta Debt \geq 5\%$ (取1)	$\Delta Debt < 5\%$ (取0)	$\Delta Debt \leq -5\%$ (取1)	$\Delta Debt > -5\%$ (取0)
$Dev^a \times Epu$		-0.533** (-2.131)		-1.550*** (-2.707)
$Epu$		-0.218*** (-2.866)		-0.026 (-0.264)
$Dev^a$	4.765*** (9.104)	-4.702*** (-8.931)	5.515*** (9.978)	5.707*** (10.254)
$EBIT\_TA$	0.015*** (4.113)	0.015*** (4.114)	-0.017*** (-3.812)	-0.016*** (-3.724)
$LnTA$	0.041*** (2.711)	0.042*** (2.731)	-0.288*** (-11.033)	-0.289*** (-11.075)
$MB$	0.024*** (2.818)	0.025*** (2.563)	-0.077*** (-3.467)	-0.073*** (-3.307)
$\_cons$	-1.660*** (-2.855)	-1.122*** (-2.912)	5.217*** (8.092)	5.036*** (7.591)
Year Dummies	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Dummies	Yes	Yes	Yes	Yes
$N$	10 548	10 548	10 503	10 503
pseudo $R^2$	0.026	0.026	0.051	0.052

注: 括号内为经公司层面聚类稳健调整后的  $t$  统计量, 下同。

### (二) 权益调整

本文将净权益融资行为分为扣除利润之后股东权益的减少或增加。为研究偏离程度与净权益融资行为的关系以及经济政策不确定性对这种关系的影响, 首先对模型(5)和(6)进行Logit回归分析, 回归结果见表8。

由表8分析可知, 虽然资本结构水平不同,

但偏离程度的回归系数均显著为正, 这表明企业资本结构偏离目标水平越大, 股东权益净改变(增加或者减少)的可能性越大。与表7类似, 向下调整的回归系数大于向上调整的回归系数, 这也再次说明了资本结构高于目标值向下调整的速度快于资本结构低于目标值向上调整的速度, 即资本结构高于目标值的偏离程度对调整行为影响更

大。这也说明, 股东权益资本的改变是上市公司调整资本结构趋向目标值的方式之一。

在表8中, 经济政策不确定性与偏离交互项的回归系数为负但并不显著, 这反映了经济政策不确定性对企业通过权益融资方式调整资本结构的影响不大。这可能是因为, 虽然经济政策不确定性可能对上市公司权益融资成本产生影响, 但是

一直以来, 我国上市公司的股权再融资管控严格, 利用股权融资的方式对资本结构进行调整受到诸多约束, 从而使得权益融资未成为经济政策不确定性影响资本结构调整速度的方式。这与2010—2019年我国上市公司主要通过银行贷款等债务融资而非股权融资的现实情况一致。

表8 经济政策不确定性、偏离程度与净权益融资

变量	Under Lev		Over Lev	
	负权益融资		正权益融资	
	$\Delta Equity \leq -5\%$ (取1)	$\Delta Equity > -5\%$ (取0)	$\Delta Equity \geq 5\%$ (取1)	$\Delta Equity < 5\%$ (取0)
$Dev^a \times Epu$		-1.184 (-1.433)		-0.861 (-1.402)
$Epu$		-0.322** (-2.257)		0.007 (0.067)
$Dev^a$	2.392*** (2.370)	-1.682 (-1.355)	2.676*** (4.691)	2.540*** (4.435)
$EBIT\_TA$	0.051*** (8.111)	-0.050*** (-7.865)	0.147*** (17.818)	0.148*** (17.818)
$LnTA$	0.120*** (2.998)	-0.124** (-2.471)	0.262*** (11.416)	-0.261*** (-11.423)
$MB$	0.055*** (2.760)	0.054* (1.715)	0.027*** (3.078)	0.027 (1.067)
$\_cons$	1.088*** (3.926)	1.643 (1.378)	3.821*** (6.436)	3.914*** (6.380)
Year Dummies	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Dummies	Yes	Yes	Yes	Yes
$N$	10 403	10 403	10 503	10 503
pseudo $R^2$	0.082	0.083	0.163	0.163

## 五 研究结论及展望

本文研究结果显示: 第一, 一般情况下, 企业资本结构调整与偏离目标值程度呈正相关关系; 但是, 经济政策不确定性出现后, 企业资本结构调整却与偏离目标值程度呈负相关, 并影响企业资本结构调整的速度, 且经济政策不确定性越高, 其影响程度越大, 会降低企业资本结构调整速度, 阻碍企业资本结构的进一步调整。第二, 在排除经济发展水平、经济增速差异以及省份、企业差异后, 以上结论依然稳健成立。第三, 公司调整资本结构的有效途径有净债务融资和净权益融资两种方式, 经济政策不确定性对企业通过债务融资进行资本结构调整的影响更显著, 但对权益融资调整方式的影响微乎其微。当前, 经济政策不确定性影响资本结构调整速度的主要路径仍为债务融资方式。

基于以上研究结论可推知, 经济政策不稳定, 将会破坏市场的预期机制, 改变企业资本结构调整的收益成本, 最终将阻碍企业资本结构向目标(最优)资本结构调整; 同时, 债务融资是我国企业资本结构调整的主要方式, 经济政策不确定性的增加, 将极大阻碍企业资本结构的优化调整进程。由此可见, 经济政策的不确定性虽增加了企业的资本调整成本, 但有利于抑制过度投资和优化资本富余企业的资本结构。因而, 短期内经济政策调整可实现企业资本结构优化, 但长远来看, 资本市场化仍是企业资本结构优化的主要方式。

本文还存在以下几点局限: 第一, 影响经济政策不确定性的指标较多, 本文以经济政策不确定性指数为衡量依据, 在指标选取上显得单薄。在今后的研究中, 可以尝试综合多种方法进行衡量, 提高结论的可靠性。第二, 本文使用上市企业的数据作为研究样本, 而对于非上市企业的数据,

由于其获得的难度较大, 没有选为研究样本, 影响了结论的普适性。第三, 影响资本结构的指标众多, 而本文只选取了部分指标作为影响资本结构的内生变量, 实验结论可能存在误差。在未来的研究中, 可以考虑对其他因素进行分组研究。

#### 参考文献:

- [1] FAULKENDER M, PETERSEN M A. Does the Source of Capital Affect Capital Structure?[J]. *Review of Financial Studies*, 2006, 19(1): 45-79.
- [2] 王正位, 赵冬青, 朱武祥. 资本市场磨擦与资本结构调整: 来自中国上市公司的证据 [J]. *金融研究*, 2007(6): 109-119.
- [3] 麦 勇, 胡文博, 于东升. 上市公司资本结构调整速度的区域差异及其影响因素分析: 基于 2000—2009 年沪深 A 股上市公司样本的研究 [J]. *金融研究*, 2011(7): 196-206.
- [4] 顾 研, 周强龙. 政策不确定性、财务柔性价值与资本结构动态调整 [J]. *世界经济*, 2018, 41(6): 102-126.
- [5] MODIGLIANI F, MILLER M H. The Cost of Capital Corporation Finance and The Theory of Investment[J]. *American Economic Review*, 1959, 48(3): 443-453.
- [6] TITMAN S, WESSELS R. The Determinants of Capital Structure Choice[J]. *Journal of Finance*, 1988, 43(1): 1-19.
- [7] 姜付秀, 屈耀辉, 陆正飞, 等. 产品市场竞争与资本结构动态调整 [J]. *经济研究*, 2008, 43(4): 99-110.
- [8] GULEN H, ION M. Policy Uncertainty and Corporate Investment[J]. *Ssrn Electronic Journal*, 2016, 29(3): 523-564.
- [9] 李凤羽, 杨墨竹. 经济政策不确定性会抑制企业投资吗?: 基于中国经济政策不确定指数的实证研究 [J]. *金融研究*, 2015(4): 115-129.
- [10] BYOUN S. How and When Do Firms Adjust Their Capital Structures Toward Targets?[J]. *The Journal of Finance*, 2008, 63(6): 3069-3096.
- [11] HUANG R B, RITTER J R. Testing Theories of Capital Structure and Estimating the Speed of Adjustment[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2009, 44(2): 237-271.
- [12] FLANNERY M J, RANGAN K P. Partial Adjustment Toward Target Capital Structures[J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 79(3): 469-506.
- [13] FAULKENDER M, FLANNERY M J, HANKINS K W, et al. Cash Flows and Leverage Adjustments[J]. *Journal of Financial Economics*, 2012, 103(3): 632-646.
- [14] 黄继承, 朱 冰, 向 东. 法律环境与资本结构动态调整 [J]. *管理世界*, 2014(5): 142-156.
- [15] LEMMON M L, ROBERTS M R, ZENDER J F. Back to the Beginning: Persistence and the Cross-Section of Corporate Capital Structure[J]. *The Journal of Finance*, 2008, 63(4): 1575-1608.
- [16] BAKER S R, BLOOM N, DAVIS S J. *Measuring Economic Policy Uncertainty*[D]. London: London School of Economics and Political Science, 2013.
- [17] 王红建, 李青原, 邢 斐. 经济政策不确定性、现金持有水平及其市场价值 [J]. *金融研究*, 2014(9): 53-68.
- [18] HOVAKIMIAN A, OPLER T, TITMAN S. The Debt-Equity Choice[J]. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2001, 36(1): 1-24.
- [19] LEARY M T, ROBERTS M R. Do Firms Rebalance Their Capital Structures[J]. *The Journal of Finance*, 2005, 60(6): 2575-2619.
- [20] 马巾英, 刘 正. 机构投资者持股对资本结构动态调整的影响 [J]. *湖南工业大学学报(社会科学版)*, 2017, 22(1): 64-69.
- [21] ÖZTEKİN Ö, FLANNERY M J. Institutional Determinants of Capital Structure Adjustment Speeds[J]. *Journal of Financial Economics*, 2012, 103(1): 88-112.
- [22] 王朝阳, 张雪兰, 包慧娜. 经济政策不确定性与企业资本结构动态调整及稳杠杆 [J]. *中国工业经济*, 2018(12): 134-151.

责任编辑: 徐海燕