

资本结构、融资约束与企业价值

——基于A股上市公司的经验证据

姜慧斌

浙江理工大学经济管理学院, 浙江 杭州

收稿日期: 2024年4月15日; 录用日期: 2024年4月29日; 发布日期: 2024年8月8日

摘要

本文研究了资本结构、融资约束与企业价值三者之间的关系, 基于A股上市公司2000~2022年的数据进行了实证分析。研究发现, 资本结构与企业价值之间存在负向关系, 融资约束在资本结构对企业价值的负向影响中发挥中介效应。这表明企业在融资过程中需要综合考虑资本结构和融资约束对企业价值的影响, 制定更加科学的融资决策。研究还发现, 虽然多数实证研究认为融资约束与企业价值负相关, 但在特定行业下, 融资约束可能带来“稀缺价值”或“筛选效应”。因此, 企业在缓解融资约束的同时, 也应该考虑如何利用融资约束带来的机遇。本研究为企业优化资本结构和融资策略提供了理论支持和实践指导, 有助于企业更好地平衡资本结构和融资约束, 提升企业价值。

关键词

资本结构, 企业价值, 融资约束

Capital Structure, Financing Constraints, and Enterprise Value

—Based on the Empirical Evidence of A-Share Listed Companies

Huibin Jiang

School of Economics and Management, Zhejiang Sci-Tech University, Hangzhou Zhejiang

Received: Apr. 15th, 2024; accepted: Apr. 29th, 2024; published: Aug. 8th, 2024

Abstract

This paper studies the relationship between capital structure, financing constraints and corporate value, and makes an empirical analysis based on the data of A-share listed companies from 2000 to

2022. It is found that there is a negative relationship between capital structure and enterprise value, and the financing constraint plays an intermediary effect in the negative influence of capital structure on enterprise value. This shows that enterprises need to comprehensively consider the impact of capital structure and financing constraints on enterprise value in the financing process, and make more scientific financing decisions. The study also found that while most empirical studies believe that financing constraints are negatively correlated with corporate value, financing constraints may bring “scarce value” or “screening effect” in specific industries. Therefore, while alleviating financing constraints, enterprises should also consider how to use the opportunities brought by financing constraints. This study provides theoretical support and practical guidance for enterprises to optimize their capital structure and financing strategies, and helps enterprises to better balance their capital structure and financing constraints, and enhance their enterprise value.

Keywords

Capital Structure, Enterprise Value, Financing Constraints

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

随着经济的发展和市场竞争的加剧，企业融资问题逐渐成为了影响企业发展的重要因素。资本结构作为企业融资的关键一环，不仅影响着企业的财务状况和经营绩效，还与企业价值息息相关。然而，企业在融资过程中往往面临着各种约束，如信息不对称、交易成本等，这些约束因素对企业融资行为和企业价值产生重要影响。在以往的研究中，对于资本结构、融资约束、企业价值这三者的研究通常都侧重于资本结构或融资约束对企业价值的单一影响，融资约束作为影响企业资本结构和企业价值的重要因素，其内在机制和影响路径还没有深入的研究。因此，研究资本结构、融资约束与企业价值三者之间的关系，可以为理解企业价值形成的复杂过程提供新的视角。本文将通过实证研究详细分析融资约束在二者关系中的中介作用，为企业优化资本结构和提升价值提供理论支持。另外，已有的研究对于资本结构与企业价值之间的内在联系还没有形成统一的认识，本文将以较具有时效性的数据进行实证研究，对二者之间的关系进行更深入的分析，以期得出更准确的结论。本研究对于提高企业融资效率、优化资本结构、提升企业价值具有重要的理论意义和实践价值。

2. 相关研究文献评述

自 Modigliani 和 Miller 在 1958 年提出经典的 MM 理论后，有关资本结构与企业价值之间的关联便持续成为学术研究的焦点。朱艳丽等人在 2019 年的研究中，以我国 A 股上市公司数据为基础，深入探讨了这一关系。他们发现，资本结构与企业价值之间存在明显的负相关联系，同时这种关系还会受到企业的盈利能力和成长偏好的影响[1]。无独有偶，张如山和师栋楷在 2017 年以信息技术业上市公司为研究对象，也得出了类似的结论，即资本结构对企业价值具有显著的负向影响[2]。

资本结构与企业价值之间的关系并不是孤立存在的，而是受到众多复杂因素的交织影响，许多学者对于这些其他影响因素进行了深入的研究。宋哲和于克信(2017)的研究指出，在西部资源型上市公司中，公司动态能力在资本结构与企业价值的负相关关系中起到了正向的中介作用[3]。这意味着公司动态能力的提升有助于缓解资本结构对企业价值的负面影响。此外，熊检和孟庆军(2019)以中小板上市制造业企业

为研究对象,发现了股权激励水平对资本结构与企业价值的关系产生了显著影响,在低水平股权激励下,资本结构与企业价值呈正相关关系,而在高水平股权激励下,这种关系则转变为负相关[4]。这表明股权激励作为公司治理机制的一种,其水平的高低能够调节资本结构对企业价值的影响。除了这些影响因素以外,辛琳与张萌(2018)的研究则聚焦于长江经济带战略性新兴产业领域的 A 股上市公司,他们发现,在这些公司中,企业吸收能力在资本结构影响企业价值的过程中起到了中介作用[5]。这意味着企业吸收能力的提高有助于优化资本结构,进而提升企业价值。

随着学术研究的深入,越来越多的学者开始意识到现实资本市场并非理想化,Myers 和 Majluf (1984)认为信息不对称、交易成本等因素的存在导致企业的融资行为和资本结构选择受到多重约束[6]。鉴于当前形势,学术界对于资本结构与企业价值之间的关联性的研究,已经延伸至多个行业领域,并且深入认识到这种关系并不是孤立存在的,而是受到一系列其他因素的媒介作用所影响。通过这样的探讨,我们能够更全面地理解二者之间的复杂互动关系。然而,尽管这一领域的研究取得了丰富的成果,但鲜有学者关注到融资约束在资本结构与企业价值关系中所发挥的中介作用。为了弥补这一研究空白,本文旨在验证融资约束在资本结构和企业价值之间起到的中介作用。经过对相关文献的详尽梳理,我们发现尽管过往研究已经对资本结构与企业价值之间的关系以及其他因素的中介作用进行了探讨,但这一领域的探索仍存在广阔的空间和深入的可能性,而且融资约束作为影响企业融资行为和资本结构选择的重要因素,其在二者关系中的作用尚未得到充分研究。

为此,本文聚焦于 2000 年至 2022 年间中国沪深 A 股上市公司的样本数据,旨在通过严谨的实证研究来验证企业资本结构与企业价值之间可能存在的负向关联。同时,我们还将深入挖掘融资约束因素在二者关系中所扮演的中介角色,以期为企业优化资本结构和提升价值提供理论支撑和实践指导。通过实证分析,我们希望能够更清晰地揭示融资约束对资本结构与企业价值关系的影响机制,为企业提升企业价值提供新的思路 and 方向。

3. 理论分析与研究假设

3.1. 资本结构与企业价值

Alfred Rappaport 在 1986 年提出的理论中,企业价值受到多个关键因素的共同影响,其中资本结构与资本成本尤为显著[7]。在特定行业内,企业价值的真正创造并非易事,它要求企业的投资收益率必须超越其资本成本。这一目标的实现,实际上为企业提供了通过优化资本结构来影响其价值的途径。因此,通过对资本结构的精妙调整,企业可以有效地实现价值的变动,从而在激烈的市场竞争中脱颖而出。衡量企业资本结构的重要指标之一即为资产负债率,这一比率直观地反映了企业资金来源中负债所占的份额。从债权人的角度来看,他们更倾向于企业保持较低的资产负债率,因为这意味着企业具有更强的偿债能力,可以降低债权人的风险。但是从所有者的视角来看,资产负债率这一指标是比较复杂的。一方面,过高的负债水平可能使企业面临巨大的财务风险,一旦无法按期偿还债务,企业可能陷入财务困境,甚至面临破产;另一方面,适度的负债其实可以为企业带来节税效应,通过利息支出等方式降低税负,提升企业经济效益。而且相比于发行新股等方式筹集资金,负债融资不会稀释企业的控制权,有助于维护所有者的利益。资产负债率并不存在合理的固定数值,而是需要综合考虑企业的生命周期阶段、当前的经营状态以及所处的市场环境等多重因素来进行判断。业界普遍认同的一个相对合理的资产负债率范围大致在 40%至 60%之间。在这一范围内,企业既能够保持一定的负债水平以利用财务杠杆效应,又不会因过高的负债而承受过大的财务风险。然而,当企业的杠杆率过高时,即资产负债率超出合理范围,新增的负债所带来的财务压力可能会逐渐增大,甚至超过其带来的节税效益。这种情况下不仅可能增加企业的还款压力,还可能影响企业的信用评级和融资能力,进而对企业价值产生负面影响。

基于此，本文提出以下假设：

H1：企业资本结构与企业价值负相关。

3.2. 融资约束与企业价值

融资约束的产生主要来源于企业内外部之间的信息不对称以及委托代理问题，这些问题使得企业的融资活动变得非常困难。由于内外部信息的不对称，外部投资者在做出投资决策时，往往会出于对自身利益的考虑，提高对投资项目的风险溢价，从而增加了企业的融资成本。这种成本的增加不仅限制了企业资金的获取，更阻碍了企业价值的提升。另一方面，企业内部存在的委托代理关系，同样受到信息不对称的影响，这很容易产生信任危机。当委托人与受托人之间的信息流通不畅，信任基础受到动摇时，企业的融资活动就会受到阻碍。这种阻碍不仅体现在融资的难易程度上，更会对企业的生产经营活动产生负面影响，进而影响企业的收益。综合来看，信息不对称导致的融资成本上升以及委托代理问题引发的信任危机，都对企业产生了严重的融资约束。这些约束不仅阻碍了企业的正常运营和发展，更可能降低企业的价值。

基于此，本文提出以下假设：

H2：企业在发展过程中面临的融资约束问题会显著抑制其价值。

3.3. 融资约束的中介效应

资本结构作为企业资金来源的组成方式，直接影响了企业的融资成本与风险。一般情况下，较高的债务比例意味着企业面临更大的偿债压力，这增加了企业的财务风险。当企业面临偿债危机时，其生产经营活动可能受到严重影响，甚至导致企业破产。因此，资本结构与企业价值之间存在负向关系。但是这种负向关系并非直接作用，而是受到多种因素的调节。融资约束在企业的资本结构与企业价值关系中确实扮演着一个重要的中介变量角色。由于内外部信息不对称和委托代理问题的存在，企业在融资过程中往往面临着重重困难。当企业债务比例过高时，外部投资者对其偿债能力的担忧加剧，导致企业融资成本上升，融资难度加大。这种融资约束限制了企业获取资金的能力，进而影响了企业的投资和发展，最终对企业价值产生负面影响。

基于此，本文提出以下假设：

H3：融资约束在资本结构对企业价值的负向影响中发挥中介效应。

4. 研究设计

4.1. 样本选择与数据来源

本文以我国 A 股上市公司为研究样本，利用 2000~2022 年的面板数据研究资本结构对企业价值的影响，获得的研究数据来自于国泰安(CSMAR)数据库。为了避免非正常数据对于研究结果的影响，对获得的初始数据作了以下处理：剔除 ST 和 *ST 类样本、金融、保险类企业和数据缺失的样本，并对连续变量进行了 1%的缩尾处理。

4.2. 变量设定

本文的被解释变量为企业价值，解释变量为资本结构，中介变量为融资约束，变量的定义和计算方法如表 1 所示。

4.2.1. 被解释变量

本文的被解释变量是企业价值。参照王瑜和綦好东(2015)和姜付秀(2011)等的做法[8] [9]，采用托宾

Q (TobinQ)衡量企业价值，计算公式如下：

$$\text{TobinQ} = (\text{MVE} + \text{PS} + \text{DEBT}) / \text{TA} \tag{1}$$

计算公式当中 MVE 为公司流通市值，PS 为优先股价值，DEBT 为公司负债净值，TA 则为总资产账面价值。

4.2.2. 解释变量

本文的解释变量为资本结构，参照何瑛和张大伟(2015)和熊检和孟庆军(2019)等文献[4] [10]，采用资产负债率(Lev)衡量资本结构。

4.2.3. 中介变量和控制变量

本文的中介变量为融资约束。如表 1，本文使用 SA 指数的绝对值(SA)的来衡量企业融资约束，并参照以往研究企业价值的文献，控制公司规模(Size)、成长性(Growth)、盈利能力(ROA)、企业年龄(Age)的同时，出于谨慎考虑，由于不同的行业发展情况不尽相同，同时也控制了行业(Ind)。

Table 1. Variable definition and description
表 1. 变量定义及说明

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	企业价值	TobinQ	具体过程见公式
解释变量	资本结构	Lev	资产负债率 = 负债合计/资产总计
中介变量	融资约束	SA	SA 指数的绝对值
	公司规模	Size	公司资产总计取对数
	盈利能力	ROA	净利润/期末总资产
	成长性	Growth	(本年营业收入 - 上年营业收入) - 1
	企业年龄	Age	企业存在年份
	行业	Ind	行业代码

4.3. 模型选择

为验证本文提出的以上假设，构建以下模型：

$$\text{TobinQ}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{Lev}_i + \beta \sum_{n=1}^N \text{Controls}_i + \lambda_i + \varepsilon_i \tag{2}$$

$$\begin{aligned} \text{TobinQ}_i &= \beta_0 + \beta_1 \text{Lev}_i + \beta \sum_{n=1}^N \text{Controls}_i + \lambda_i + \varepsilon_i \\ \text{SA}_i &= \alpha_0 + \alpha_1 \text{Lev}_i + \alpha \sum_{n=1}^N \text{Controls}_i + \lambda_i + \varepsilon_i \\ \text{TobinQ}_i &= \gamma_0 + \gamma_1 \text{Lev}_i + \gamma \sum_{n=1}^N \text{Controls}_i + \lambda_i + \varepsilon_i \end{aligned} \tag{3}$$

其中，解释变量 Lev_i 代表 i 行业企业的资本结构；被解释变量 TobinQ_i 代表 i 行业企业的企业价值；Controls_i 为其他可能对企业价值产生影响的因素，ε 为随机扰动项。

4.4. 描述性统计

由表 2 可知，所有变量的样本量为 49,500，被解释变量企业价值的均值为 1.924，标准差为 1.186，最小值为 0.863，最大值 7.936。解释变量资本结构的均值为 0.428，最小值为 0.053，最大值为 0.895。中介变量融资约束的均值为-3.729，最小值为-4.402，最大值为-3.049。其他的控制变量的标准差除企业年龄和行业代码外都小于 2，因此本文所选变量的数据分布差异性较小。

Table 2. Descriptive statistical results
表 2. 描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
TobinQ	49,500	1.924	1.186	0.863	1.537	7.936
Lev	49,500	0.428	0.204	0.0530	0.424	0.895
Size	49,500	21.99	1.288	19.66	21.79	26.06
ROA	49,500	0.0410	0.0640	-0.225	0.0400	0.219
Growth	49,500	0.176	0.394	-0.576	0.117	2.367
Age	49,500	17.31	6.755	1	17	65
Ind	49,500	6.683	4.063	1	5	21
SA	49,500	3.729	0.287	3.049	3.731	4.402
TobinQb	49,500	2.089	1.335	0.897	1.646	8.807

5. 实证研究与结果分析

5.1. 相关性分析

由表 3 可知，资本结构与企业价值之间相关系数为-0.240，且在 1%的显著性水平上负相关，表明资本结构与企业价值负相关。融资约束与企业价值的相关系数为 0.034，且在 1%的显著性水平上正相关，表明融资约束与企业价值正相关，反对了假设 H2。

Table 3. Results of the correlation analysis
表 3. 相关性分析结果

	TobinQ	Lev	Size	ROA	Growth	Age	SA
TobinQ	1						
Lev	-0.240***	1					
Size	-0.298***	0.425***	1				
ROA	0.159***	-0.397***	0.00600	1			
Growth	0.044***	0.040***	0.039***	0.263***	1		
Age	0.064***	0.094***	0.289***	-0.086***	-0.087***	1	
SA	0.034***	0.063***	0.223***	-0.062***	-0.071***	0.923***	1

注：括号内为 t 值，*p < 0.1，**p < 0.05，***p < 0.01。

5.2. 基准回归

表 4 是资本结构、融资约束与企业价值的检验结果。从表中可知，核心解释变量资本结构(Lev)对被解释变量企业价值(TobinQ)存在明显的抑制作用，且在 1%的显著性水平下通过检验，系数为-0.189，表明资本结构每增加 1%，则被解释变量企业价值就会相应的降低 0.189%。企业资本结构抑制了企业价值的提高，验证了假设 H1。

Table 4. Results of the benchmark regression and the mediation effect regression
表 4. 基准回归及中介效应回归结果

	(1) m1	(2) m2	(3) m3
VARIABLES	TobinQ	SA	TobinQ
Lev	-0.189*** (-4.98)	0.015*** (4.65)	-0.169*** (-4.58)
SA			-1.322*** (-21.07)
Size	-0.291*** (-49.26)	-0.009*** (-10.01)	-0.304*** (-50.83)
ROA	2.737*** (21.04)	0.085*** (9.42)	2.850*** (22.32)
Growth	0.100*** (6.58)	0.006*** (4.51)	0.108*** (7.33)
Age	0.032*** (38.20)	0.040*** (367.40)	0.085*** (29.12)
Constant	7.725*** (66.18)	3.233*** (168.24)	11.999*** (43.18)
Observations	49,500	49,500	49,500
R-squared	0.168	0.858	0.182
Ind	YES	YES	YES

注：括号内为 t 值，*p < 0.1，**p < 0.05，***p < 0.01。

5.3. 作用路径检验

为了验证中介变量融资约束在资本结构对企业价值的影响路径中是否存在中介效应，本文构建分三步走的中介效应模型，如表 3 所示。第一步回归结果是资本结构对于被解释变量企业价值的作用效果研究，前文已述。中介效应的第二步为资本结构对中介变量融资约束的作用效果研究，从第(2)列回归结果可知，资本结构对融资约束有显著负向影响，表明资本结构的提高可以缓解融资约束。

中介效应的第三步为资本结构和中介变量融资约束对企业价值的影响研究。从第(3)列回归结果可知，资本结构对企业价值的影响显著为负，中介变量融资约束对企业价值的影响为负向显著，且通过了 Sobel

检验和 Bootstrap 检验，即融资约束作为中介变量，在企业价值对被解释变量企业价值的抑制作用中起到中介作用，资本结构通过提升融资约束来抑制企业价值，验证了假设 H3。

5.4. 稳健性检验

5.4.1. 替换被解释变量

本文将企业价值的衡量指标又原来的 TobinQ 替换为 TobinQb 进行稳健性检验，两者同样都来自于国泰安数据库。从回归结果可知，资本结构对企业价值的影响依旧为负显著，且在 1%的显著性水平下通过检验。研究表明资本结构对企业价值具有抑制作用。这一结论与前文的分析一致，表明前文的分析是稳健的。

5.4.2. 解释变量滞后一期

由于解释变量资本结构和被解释变量企业价值之间可能存在互为因果的问题，从而导致回归结果不够稳健，为了排除该问题对回归结果的影响，本文将解释变量数字化转型进行滞后一期处理。从表 5 回归结果可知，滞后一期的资本结构对于被解释变量企业价值依旧存在抑制作用，该结果与前文一致，表明能够通过稳健性检验。

Table 5. Regression result of robustness test
表 5. 稳健性检验回归结果

VARIABLES	(1) 替换被解释变量	(2) 解释变量滞后一期
	TobinQb	TobinQ
Lev	-0.326*** (-7.50)	
L.Lev		-0.348*** (-9.15)
Size	-0.297*** (-45.25)	-0.296*** (-47.58)
ROA	2.479*** (17.11)	3.753*** (27.89)
Growth	0.192*** (10.78)	0.065*** (4.05)
Age	0.037*** (39.33)	0.030*** (33.17)
Constant	7.980*** (61.93)	7.941*** (64.08)
Observations	49,500	43,284
R-squared	0.159	0.195
Ind	YES	YES

注：括号内为 t 值，*p < 0.1，**p < 0.05，***p < 0.01。

6. 研究结论与启示

本文选取 A 股上市公司中非金融类公司样本, 利用 2000~2022 年的面板数据探究资本结构和企业价值的关系, 经过基准回归、作用路径分析与稳健性检验后, 得到三点结论: 企业资本结构与企业价值负相关; 融资约束在资本结构对企业价值的负向影响中发挥中介效应; 企业在发展过程中面临的融资约束问题不一定会显著抑制其价值。基于本文的研究结论, 主要得出以下几点政策启示: 第一, 企业资产负债率的提升能够抑制企业价值的提升。企业在追求发展的过程中, 应严格控制负债规模, 将企业的资产负债率控制在合理的区间内, 防范财务风险, 以实现企业价值的持续提升。第二, 缓解融资约束对于企业降低资产负债率、提升企业价值具有重要意义。企业可以通过加强与金融机构的合作、优化融资结构、提高信息披露质量等方式来缓解融资约束, 实现企业的可持续发展。第三, 一般来说, 通常的理论和多数实证研究都表明融资约束与企业价值是负相关的。这主要是因为融资约束限制了企业的资金获取, 导致企业可能无法抓住投资机会、进行必要的研发或扩大生产规模, 从而限制了企业价值的提升。然而, 在某些特定行业或情境下, 融资约束可能带来某种形式的“稀缺价值”或者“筛选效应”。例如, 在高度竞争或资本密集型行业中, 能够获得融资的企业可能被视为更有竞争力或更有前景, 因此其企业价值可能会被高估。所以在某些特定行业中, 在评估企业的价值时应该综合多方面的因素考虑。

参考文献

- [1] 朱艳丽, 孙英楠, 向欣宇. “重盈利”还是“重成长”?——资本结构与企业价值的相关性研究[J]. 中国经济问题, 2019(6): 104-118.
- [2] 张如山, 师栋楷. 资本结构、员工收入与企业绩效——基于企业专用性人力资本投资的分析[J]. 经济问题, 2017(2): 117-121.
- [3] 宋哲, 于克信. 资本结构、动态能力与企业绩效——基于西部资源型上市公司数据的研究[J]. 经济问题探索, 2017(10): 57-63.
- [4] 孟庆军, 熊检. “保险 + 期货”模式下农产品价格风险分散机制研究[J]. 价格月刊, 2018(12): 24-30.
- [5] 辛琳, 张萌. 企业吸收能力、资本结构与企业价值——以长江经济带战略性新兴产业上市公司为例[J]. 会计研究, 2018(9): 47-55.
- [6] Myers, S.C. and Majluf, N.S. (1984) Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, **13**, 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405x(84)90023-0)
- [7] Rappaport, A. (1986) *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*. The Free Press.
- [8] 王瑜, 綦好东. 实际税负、资本结构对企业价值影响的实证检验——农工一体化企业与农工非一体化企业的比较[J]. 税务研究, 2015(3): 108-112.
- [9] 姜付秀, 黄继承. 经理激励、负债与企业价值[J]. 经济研究, 2011, 46(5): 46-60.
- [10] 何瑛, 张大伟. 管理者特质、负债融资与企业价值[J]. 会计研究, 2015(8): 65-72, 97.