

跨境资本流动、宏观审慎监管与资本结构动态调整

卞雨晨¹

摘要 在进一步放开资本管制之前,需要厘清跨境资本流动的经济后果。本文揭示了跨境资本流动对企业资本结构动态调整的影响,以及宏观审慎监管在这一过程中的作用。研究发现:跨境资本流动会降低企业资本结构调整速度,且跨境资本直接投资的影响最强;资本型宏观审慎监管能够对这一现象进行缓解,但贷款型和流动性型宏观审慎监管则会加剧这一现象。进一步研究发现:跨境资本流动分别通过降低债务规模和权益规模的方式,导致资本结构向下偏离和向上偏离企业的资本结构调整速度下降;融资约束和财务柔性是跨境资本流动影响企业资本结构调整速度的传导渠道;跨境资本激增和急停同样会造成企业资本结构调整速度下降。本研究对科学设计资本账户开放进程和跨境资本流动宏观审慎监管框架具有一定政策价值,并对优化企业资本结构具有一定实践启示。

关键词 资本结构动态调整;跨境资本流动;宏观审慎监管;杠杆率

0 引言

2008年金融危机后,中国宏观杠杆率一路攀升,如图1所示,居民部门、非金融企业部门、实体经济部门杠杆率分别从2008年第四季度的17.9%、95.2%、141.2%增长至2021年第四季度的62.2%、154.8%、263.8%,增幅明显高于其他新兴市场国家。高杠杆产生的潜在金融风险引起了政府部门的高度重视,党中央多次提出“去杠杆”是经济金融改革的重点任务。但需要说明的是,“去杠杆”的目的不是要把负债率降为零,而是要把负债率调整至合理的范围内(王国刚,2017)。在企业层面,与杠杆率相关的概念是资本结构,即企业负债总额与资产总额的比值。根据动态权衡理论,企业存在一个最优资本结构(Byoun,2008)。但由于存在交易成本和信息不对称,企业实际资本结构往往与最优资本结构相偏离。因此,企业杠杆率优化本质上是企业资本结构向最优资本结构动态调整的过程。

为加速融入世界经济体系,中国正有序提升资本账户开放力度,导致跨境资本流动规模与波动大幅增加,如图2所示。尽管从历史经验看,跨境资本流动能够提高国际资本配置效率,完善金融监管体系,从而促进金融深化改革(Klein and Olivei,2008)。但跨境资本流动也被认为具有顺周期、易超调等特征,短期资本“大进大出”会对经济金融环境造

¹ 卞雨晨, 东华大学旭日工商管理学院博士研究生, E-mail: bianyuchen0612@163.com。

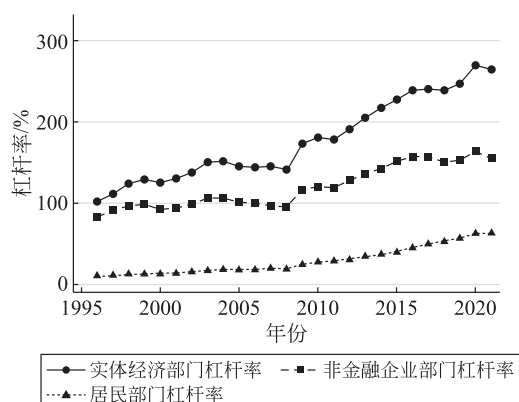


图1 中国各部门杠杆率变化趋势

数据来源：国家资产负债表

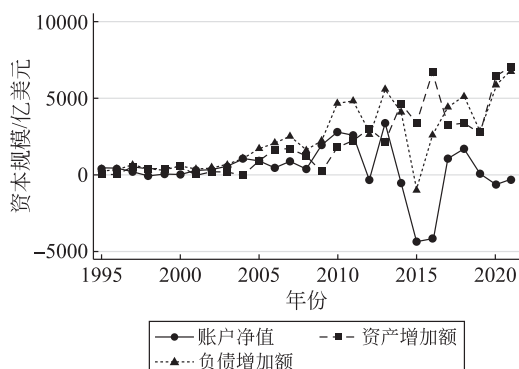


图2 中国非储备性金融账户变化趋势

数据来源：国际收支平衡表

成诸多不确定影响。一方面,跨境资本流动会使资产价格波动加剧,从而影响企业现金购买力和抵押贷款能力。另一方面,跨境资本流动会提升银行部门可贷资金规模,由此引发的信贷扩张会使信贷客户体系发生变动。因此,跨境资本流动可能会影响到企业资本结构动态调整。考虑到未来几年中国跨境资本流动规模可能会进一步提升,因此需要对跨境资本流动的经济后果给予高度关注。但遗憾的是,目前未有文献对跨境资本流动对企业资本结构动态调整的影响展开研究。

此外,2008年金融危机后,各国政府意识到货币政策难以兼顾经济周期与金融周期调控。在党的十九大报告中首次提出,要健全货币政策和宏观审慎政策“双支柱”调控框架。目前被普遍接受的是,在资本账户开放时对跨境资本流动进行宏观审慎监管能够有效防范金融风险跨境传染(Unsal,2013)。以控制系统性金融风险为目标的宏观审慎政策会通过改变银行信贷配置而影响企业资本结构调整速度(陈艳、李佳颖,2022)。同时,宏观审慎政策也会影响企业家情绪(王爱国等,2023),这势必会对企业投融资决策产生影响。那么,宏观审慎监管是否会提升抑或减弱跨境资本流动对企业资本结构动态调整的影响?这也是本文所关注的问题。对此,本文以2011—2021年中国A股上市企业为样本,系统地考察跨境资本流动对企业资本结构动态调整的影响,并进一步讨论宏观审慎监管在这一过程中的作用。

相较于现有文献,本文的主要贡献在于:第一,不同于仅从债权融资角度解释企业资本结构调整过程的文献,本文基于动态权衡理论和优序融资理论从内源融资、债权融资和股权融资三个方面分析了企业资本结构偏离原因,并系统地对跨境资本流动对企业资本结构动态调整的影响进行理论诠释与实证检验,从而对企业资本结构动态调整的文献进行了有益的补充,并为合理利用外资优化企业资本结构提供了一定理论参照。第二,现有关于跨境资本流动经济后果的文献主要集中于金融市场层面,较少有研究关注跨境资本流动对实体企业部门的影响。虽然已有研究发现跨境资本涌入会对企业杠杆率产生影响(苟琴等,2022),但未有文献延伸至企业资本结构动态调整层面,因此本文还为研究跨境资本流动对企业部门的影响提供了新的视角,同时也对科学设计资本账户开放进程具有

一定政策价值。第三,现有关于宏观审慎监管的研究主要集中于防范化解跨境资本流动的潜在金融风险层面,仅有陈艳和李佳颖(2022)关注到宏观审慎监管对企业资本结构动态调整的影响,未有文献关注到其在调节跨境资本流动与企业资本结构动态调整关系中的作用。本文对这一研究间隙的补充完善了宏观审慎监管的理论体系,为构建跨境资本流动宏观审慎监管框架提供了依据。

1 理论分析与假设

1.1 企业资本结构偏离原因分析

动态权衡理论认为企业存在一个最优资本结构,企业可以在负债产生的税盾效应和财务困境间进行权衡,选择一个使债务权衡净值最大的资本结构(Brennan and Schwartz, 1978)。当债务收益大于债务成本时,企业应增加债权融资并减少股权融资,从而向上调整资本结构。反之企业应减少债权融资并增加股权融资,从而向下调整资本结构。但由于存在交易成本和信息不对称,企业实际资本结构往往偏离最优资本结构。

为揭示企业资本结构的决定因素,Ross(1977)建立了信号传递模型,并将其引入企业资本结构的分析中,认为信息不对称使外部投资者只能根据企业管理者向外传输的信号评估企业价值,而企业资本结构通常是管理者向外界传递信号的重要工具。因此,企业资本结构不完全决定于债务权衡净值。在此基础上,Myers and Majluf(1984)进一步提出了优序融资理论。首先,企业与外部投资者间的信息不对称会导致企业外源融资成本高于内源融资成本,并且由于内源资本自主性强且不会稀释股东每股收益和控制权,企业在新项目融资时应优先选择内源融资。具有良好收益预期的项目能够使所有者权益增加,因此内源融资会增加企业净资产,从而直接降低企业债务资本比例。其次,企业的外源融资也具有一定选择顺序。增加债务规模意味着经理人对企业经营前景具有信心,因此进行债权融资会向投资者传递积极信号,从而提升企业价值。同时,由于企业经营者通常会在股价被高估时为新项目增发股票,股权融资往往被视为一个负面信号,会降低企业价值。因此,当企业内源资金不足时,应优先选择债权融资而后选择股权融资。但在信贷谈判中,银行通常是信息劣势方。企业为了获得贷款会对其财务信息中不利因素进行隐藏,而造成信贷交易中的“柠檬市场”。对此,银行往往会以低于市场出清的价格与大型企业签订巨额授信协议,而不愿对中小型企业授信,这使中小企业不得不通过股权融资等直接融资渠道为新项目筹集资金。

综上,由于存在交易成本和信息不对称,企业项目融资方式并不完全取决于债务权衡净值,而是存在一定顺序,这导致企业实际资本结构往往和最优资本结构存在偏离。具体而言,对于内源资金充足的企业,在开展新项目时会增加内源资金投入,而对债权融资的需求较少,因此其实际资本结构通常会低于目标资本结构,即资本结构向下偏离;对于内源资金不足但具有优质抵押资产或较高信用等级企业,在开展新项目时会增大债权融资规模,因此其实际资本结构通常会高于目标资本结构,即资本结构向上偏离;对于内源资金不足同时不具备优质抵押资产或高信用等级企业,由于难以通过内源融资和债权融资获得足够资金,该类企业往往会通过增发股票的方式进行融资,从而导致其实际资本

结构低于目标资本结构,即资本结构向下偏离。

1.2 跨境资本流动对企业资本结构动态调整的影响

一方面,跨境资本流动可能会降低企业资本结构调整速度。首先,汇率作为经济的先行指标,对跨境资本流动反应迅速,短期跨境资本流入增加会导致人民币汇率上升,从而使企业现金购买力增强,这使内源资金充足的企业对外源融资依赖性降低。同时,由于跨境资本具有较强逐利性和流动性,外部事件会引起资本的“大进大出”,甚至会导致资本激增、急停和抽逃等极端资本流动事件发生,因此跨境资本流动会使市场不确定性增强。而市场不确定性会使企业未来收益变得不稳定,这会导致企业项目风险增大和资产变现值减少,企业会因此对投资更加谨慎,并选择持有更多流动性资产,进而对外源融资的需求进一步下降。因此,对于主要依靠内源融资开展新项目的企业,跨境资本流动会降低其资本结构调整速度。其次,资本大量涌入会使贷款利率下降和银行可贷资金规模增加,从而引起信贷扩张。但同时,跨境资本流动会导致银行负债端流动性增加,期限错配压力增大会使银行对信贷风险更加敏感。由于资本流入会使以人民币计价的固定资产价值上升,对具有优质抵押资产的企业发放贷款更能够保证信贷回收率,从而可以提升对境外负债的兑付能力,这使银行贷款进一步向大型企业倾斜,从而导致信贷资源错配加剧。因此,对于本就受信贷资源青睐的企业,其债权融资成本会进一步降低。在跨境资本流动产生的投资驱动下,该类企业会进一步增加债务规模以充分利用债务的税盾效应,进而导致其资本结构调整速度下降。最后,由于银企间的信息不对称仍未消除,对于在信贷配给制下贷款资源获取处于劣势的中小企业,跨境资本流动的信贷扩张效应对其债权融资环境的改善有限,反而银行可能会因流动性错配压力增加而对这类企业更加惜贷。同时,由于股市的市场化程度更高,股权融资相比债权融资受不确定性影响较小(才国伟等,2018)。在杠杆资金的推动下,跨境资本流入会造成资本市场短期繁荣。由于市场是非有效的,资本流入会导致企业价值被高估,从而在短期内使企业股权融资能力增强。因此,对于主要依靠股权融资开展新项目的企业,跨境资本流入会使其股权融资规模进一步上升,从而导致资本结构调整速度下降。

另一方面,跨境资本流动可能会提升企业资本结构调整速度。首先,跨境资本流动有助于提升一国经济发展水平,助推社会有效需求增长,形成正循环效应(Klein and Olivei, 2008),从而能够激发投资动力。其次,跨境资本流动不仅仅是简单的资本转移,往往还伴随着先进技术和和管理经验的转移,并会带动国内资本联动投资,从而激发企业的科技创新积极性,拉动企业投资规模增长。此外,双边资本流动还会带动企业对外投资规模增加。在这一经济环境中,为实现利润最大化的经营目标,即便是内源资金充足的企业也会增加多渠道的融资以满足其投资需求,从而提升其债务规模,进而对其资本结构产生优化作用。同时,跨境资本流动对银行流动性错配压力的增加会迫使其缩短资产端期限。对于企业部门,借贷期限缩短会增加贷款谈判成本,并会降低现金流稳定性。因此,对于信贷资源充足的企业,即便银行愿意以更低利率提供贷款,企业也可能出于现金流稳定的需要减少债权融资规模。相反,跨境资本流动对企业技术研发的助推作用会激发其股权融资的积极性,因此会提升其资本结构调整速度。最后,根据新古典经济增长理论,跨境资本

流动能够促进金融风险分散与共担,从而提升资本配置效率,缓解信贷配给现象。这能够改善债权融资能力较弱的中小企业的信贷环境,由此增加其债权融资比例,进而提升该类企业资本结构调整速度。基于上述分析,本文提出如下竞争性假设1a和1b。

假设1a: 跨境资本流动会降低企业资本结构调整速度。

假设1b: 跨境资本流动会提升企业资本结构调整速度。

1.3 宏观审慎监管对跨境资本流动与企业资本结构动态调整关系的影响

2008年金融危机后,国际社会开始对资本流动自由化进行反思。包括IMF在内的一些国际组织发布了《资本流动:管制的作用》等一系列指导意见,提倡对跨境资本流动进行干预,建议在资本账户开放时灵活使用宏观审慎政策对跨境资本流动进行逆周期、跨周期调控。研究表明,宏观审慎监管不仅能够直接干预跨境资本流动的规模与方向,而且会对其经济后果产生间接影响(Unsal,2013;Fendoglu,2017)。

一方面,宏观审慎监管可能会削弱跨境资本流动对企业资本结构调整速度的有利影响,而加剧不利影响。首先,宏观审慎政策的使用可能会导致企业家对未来经济的预期变差(王爱国等,2023),从而使其在市场不确定性上升时采取更加保守的投资策略,因此会降低跨境资本流动对内源资金充足企业债权融资需求的拉动,进而减弱其对企业资本结构调整的助推作用。其次,虽然宏观审慎监管能够抑制银行的信贷扩张(Fendoglu,2017),但根据顾海峰和卞雨晨(2022)构建的信贷市场贝叶斯博弈模型,宏观审慎监管收紧产生的信贷缺口会以银信合作授信的方式通过影子银行渠道填补,银行实际信贷供给量并未减少,反而会放大金融市场杠杆率。相反,由于存在信息不对称,放松宏观审慎监管会通过提升银行坏账成本倒逼其加强对企业信用的审查,从而能够缓解跨境资本流动引起的信贷扩张。因此,在跨境资本流入规模增加时,宏观审慎监管可能会导致债权融资型企业的债务规模进一步增加,从而使其资本结构调整速度进一步下降。最后,宏观审慎政策本身具有主观性,且政策阈值和相应约束力难以观测(Cerutti et al.,2017),因此其市场稳定功能的有效性难以保证,并且宏观审慎政策效果还取决于外部经济环境,例如,美国使用量化宽松政策时加强宏观审慎监管会扭曲资金供求关系,这反而会导致跨境资本净流入规模增大,从而与抑制信贷扩张和资本流动繁荣周期的政策目标相背离(金成晓等,2020;谭小芬、李兴申,2021),因此会导致企业资本结构调整速度进一步下降。

另一方面,宏观审慎监管可能会增强跨境资本流动对企业资本结构调整速度的有利影响,而削弱不利影响。首先,宏观审慎监管能够通过限制外汇头寸降低人民币汇率波动,从而缓解跨境资本流入造成的人民币升值压力。同时,宏观审慎监管会使企业更加注重主营业务(马勇、陈点点,2020),并会通过影响市场预期增强企业创新投入意愿(王爱国等,2023),这会使主要依靠内源融资的企业增加对债权融资的需求,从而提升其资本结构调整速度。其次,宏观审慎监管会改变跨境资本流动对信贷顺周期性的影响。当宏观审慎监管收紧时,银行会通过扩大存贷利差等方式降低企业信贷需求,从而减少资产持有(马勇、陈点点,2020),由此降低跨境资本流动对信贷顺周期性的提升(Fendoglu,2017)。同时,宏观审慎监管也要求银行根据贷款人真实收入等因素进行授信,其对资本金的要求也能够降低贷款企业的道德风险(Martinez-Miera and Repullo,2019)。因此,宏观审慎监

管能够缓解信贷配给现象,从而提升跨境资本的资金配置效率,使债权融资过度的企业债务规模减小,债权融资不足的企业债务规模增加,进而实现资本结构优化。最后,宏观审慎监管能够降低跨境资本流动对股票市场波动的影响,这会使企业市场价值更接近真实值,因此能够降低高估值企业的股权融资规模,进而使过度依赖股权融资的企业的资本结构得到优化。基于上述分析,本文提出如下竞争性假设 2a 和 2b。

假设 2a: 宏观审慎监管会削弱跨境资本流动对企业资本结构调整速度的有利影响,并加剧不利影响。

假设 2b: 宏观审慎监管会增强跨境资本流动对企业资本结构调整速度的有利影响,并削弱不利影响。

2 实证研究设计

2.1 计量模型构建

参考 Byoun(2008)的研究,本文使用标准的部分调整模型(partial adjustment model)来估计跨境资本流动对企业资本结构动态调整的影响,相关回归方程如式(1):

$$\text{Lev}_{i,t} - \text{Lev}_{i,t-1} = \lambda(\text{Lev}_{i,t}^* - \text{Lev}_{i,t-1}) + \eta_t + \mu_i + \nu_{i,t} \quad (1)$$

式中,下标 i, t 分别代表企业与年份, $\text{Lev}_{i,t}$ 为企业当年实际资本结构, $\text{Lev}_{i,t}^*$ 为企业当年目标资本结构。 η_t 为时间固定效应, μ_i 为个体固定效应, $\nu_{i,t}$ 为随机扰动项。本文将企业当年实际资本结构与前一年实际资本结构的差值记为 $\Delta\text{Lev}_{i,t} = \text{Lev}_{i,t} - \text{Lev}_{i,t-1}$ (下称资本结构调整幅度);将企业当年目标资本结构与前一年实际资本结构的差值记为 $\text{Dev}_{i,t} = \text{Lev}_{i,t}^* - \text{Lev}_{i,t-1}$ (下称资本结构偏离幅度)。

该模型重点关注的系数是 λ , 该系数为当年企业资本结构实际调整占目标调整的比重,因此反映了企业资本结构调整速度。 λ 小于 0, 表示企业资本结构负向调整; λ 大于 0, 表示企业资本结构正向调整。

由于企业目标资本结构无法直接观测到,因此本文参考 Byoun(2008)研究的做法,使用与资本结构相关的企业特征变量拟合企业目标资本结构,相关回归方程如式(2):

$$\text{Lev}_{i,t}^* = \sum_k \beta_k X_{k,i,t-1} \quad (2)$$

式中, $X_{i,t}$ 为企业特征变量,具体包括:抵押能力(FA)、资产规模(Size)、盈利能力(EBIT)、非债务税盾(DEP)、成长机会(MB)、行业资本结构(Med_Lev)。

将式(2)代入式(1)可得式(3):

$$\text{Lev}_{i,t} = (1 - \lambda)\text{Lev}_{i,t-1} + \sum_k \lambda\beta_k X_{k,i,t-1} + \eta_t + \mu_i + \nu_{i,t} \quad (3)$$

对式(3)进行回归可以得到估计系数 $1 - \hat{\lambda}$ 和 $\hat{\lambda}\hat{\beta}_k$ 。将估计系数代入式(2)便可得到目标资本结构 $\text{Lev}_{i,t}^*$ 。最后,将目标资本结构 $\text{Lev}_{i,t}^*$ 代入式(1)并加入跨境资本流动与资本结构偏离幅度的交互项便可考察跨境资本流动对企业资本结构动态调整的影响。模型设定如式(4):

$$\Delta\text{Lev}_{i,t} = (\lambda_0 + \lambda_1 \text{Flow}_t) \times \text{Dev}_{i,t} + \eta_t + \mu_i + \nu_{i,t} \quad (4)$$

为排除不随时间改变的个体特征和时间因素对企业资本结构动态调整的影响,本文使用控制个体与年份的双固定效应模型对式(4)所示回归方程进行估计。该回归重点关注的系数为 λ_1 。在企业资本结构处于正向调整状态时,若 λ_1 大于0,则表示跨境资本流动能够加快企业资本结构调整速度;若 λ_1 小于0,则表示跨境资本流动会降低企业资本结构调整速度;若 λ_1 等于0或不显著,则表示跨境资本流动对企业资本结构调整速度的影响不明显。此外,本文还对不同资本结构偏离类型的企业进行分组检验。将目标资本结构高于前一年实际资本结构的企业($\text{Dev}_{i,t} > 0$)记为资本结构向下偏离企业,将目标资本结构低于前一年实际资本结构的企业($\text{Dev}_{i,t} < 0$)记为资本结构向上偏离企业。

为进一步考察宏观审慎监管对跨境资本流动与企业资本结构动态调整关系的影响,本文将宏观审慎监管纳入基准回归模型,构建式(5)所示拓展回归模型:

$$\Delta \text{Lev}_{i,t} = (\theta_0 + \theta_1 \text{Flow}_t + \theta_2 \text{MPI}_t + \theta_3 \text{MPI}_t \times \text{Flow}_t) \times \text{Dev}_{i,t} + \eta_t + \mu_i + \nu_{i,t} \quad (5)$$

该模型重点关注的系数是 θ_3 。若 θ_3 与式(4)中 λ_1 同号,则说明宏观审慎监管对跨境资本流动与企业资本结构动态调整的关系具有正向调节作用;若 θ_3 与式(4)中 λ_1 异号,则说明宏观审慎监管对跨境资本流动与企业资本结构动态调整的关系具有负向调节作用;若 θ_3 等于0或不显著,则说明宏观审慎监管的调节作用不存在。

2.2 样本、数据与变量

中国人民银行于2011年建立了差别存款准备金率动态调整机制,标志着中国宏观审慎政策正式建立,因此本文样本区间选择2011—2021年。本文选取中国A股非金融上市企业作为样本,在剔除ST,*ST企业后,最终保留3856家企业共29251个观测值。为了避免异常值对回归结果产生影响,本文对数据进行上下1%的缩尾处理^①。企业层面数据主要来自Wind数据库、CSMAR数据库和上市公司年报。宏观层面数据主要来自国际收支平衡表、iMaPP数据库和Wind数据库。

本文所涉及的主要变量构造方法如下。

(1) 企业资本结构(Lev)。参照黄俊威和龚光明(2019)等的研究,本文使用负债总额与资产总额的比值来测度企业资本结构。

(2) 跨境资本流动(Flow)。参照Forbes and Warnock(2012)等的研究,本文使用国际收支平衡表中非储备性金融账户净值与当年GDP的比值测度跨境资本流动。根据制定该账户的会计法则,账户净值大于0代表资本净流入,小于0代表资本净流出。为了进一步研究不同类型跨境资本流动对企业资本结构动态调整的影响,本文还使用非储备性金融账户下直接投资、证券投资和其他投资三个子账户的净值与当年GDP的比值来测度跨境资本直接投资(Flow_Dir)、跨境资本证券投资(Flow_Sec)和跨境资本其他投资(Flow_Ot)。

(3) 宏观审慎监管(MPI)。本文参照Alam et al. (2019)的做法,使用基于宏观审慎政策工具使用情况测算的宏观审慎政策指数来测度宏观审慎监管^②。考虑到宏观审慎政策

① 限于篇幅,各变量描述性统计结果未在正文报告,备索。

② 2011—2020年中国宏观审慎政策工具使用情况来自IMF提供的iMaPP数据库。2021年中国宏观审慎政策工具使用情况由作者根据Wind资讯、中国人民银行网站和原银保监会网站等平台搜集补充。

可能具有主观性,其实际约束力难以度量(Cerutti et al., 2017),本文借鉴陈艳和李佳颖(2022)的处理方法,当一种宏观审慎政策工具被使用时,将该政策工具的虚拟变量记为1,未被使用时,则将该政策工具的虚拟变量记为0,并取LTV等27种常用宏观审慎政策工具虚拟变量的均值来测度宏观审慎监管强度,均值越大代表宏观审慎监管强度越高。此外,本文还根据宏观审慎监管类型将其划分为资本型(MPI_Cpt)、贷款型(MPI_Loan)和流动性型(MPI_Lqt)宏观审慎监管^①。

(4) 特征变量。参照黄俊威和龚光明(2019)等的研究,本文选择如下变量作为估计目标资本结构的特征变量:抵押能力(FA),使用企业固定资产与资产总额的比值表示;企业规模(Size),使用企业资产总额的对数形式表示;盈利能力(EBIT),使用企业息税前利润与资产总额的比值表示;非债务税盾(DEP),使用企业固定资产折旧与资产总额的比值表示;成长机会(MB),使用企业股票市场价值与负债账面价值之和与资产总额的比值表示;行业资本结构(Med_Lev),使用企业所在行业资本结构的中位数表示。

3 实证检验结果与分析

3.1 跨境资本流动对企业资本结构动态调整的影响

首先,分析跨境资本流动对企业资本结构动态调整影响的基准实证结果。表1列(1)为全样本回归结果,其中 $Dev_{i,t}$ 的系数为0.3267,且在1%水平上显著。该回归结果表明,企业资本结构处于正向调整状态。 $Flow_t \times Dev_{i,t}$ 的系数为-1.4894,且在1%水平上显著。这表明,跨境资本流动降低了企业资本结构调整速度。假设1a得到验证。列(2)和列(3)分别为资本结构向下偏离和向上偏离企业的分样本回归结果,其中 $Dev_{i,t}$ 的系数分别为0.3455和0.4449,且均在1%水平上显著。 $Flow_t \times Dev_{i,t}$ 的系数分别为-1.7925和-1.9275,且均在1%水平上显著。这表明,无论是资本结构向下偏离还是向上偏离企业,目前均处于资本结构正向调整状态,且跨境资本流动均会使其调整速度下降。对比两组回归系数可以看出,当前资本结构向上偏离企业的资本结构调整速度更快,这可能与中国近年来的“去杠杆”政策有关。同时,跨境资本流动对资本结构向上偏离企业的资本结构调整速度的影响更强。这是因为,当前银行部门是中国跨境资本流入的主要通道,而高负债比率的企业通常是银行的主要授信对象,因此跨境资本流动所产生的信贷扩张效应对其资本结构的影响更强。

表1 基准回归结果

	(1)	(2)	(3)
	全样本	$Dev_{i,t} > 0$	$Dev_{i,t} < 0$
	$\Delta Lev_{i,t}$	$\Delta Lev_{i,t}$	$\Delta Lev_{i,t}$
$Dev_{i,t}$	0.3267*** (41.2591)	0.3455*** (28.7969)	0.4449*** (28.8716)

① 每种类型宏观审慎政策所包含的具体政策工具可见顾海峰和卞雨晨(2022)的研究。

续表

	(1)	(2)	(3)
	全样本	$\text{Dev}_{i,t} > 0$	$\text{Dev}_{i,t} \leq 0$
	$\Delta\text{Lev}_{i,t}$	$\Delta\text{Lev}_{i,t}$	$\Delta\text{Lev}_{i,t}$
$\text{Flow}_t \times \text{Dev}_{i,t}$	-1.4894 *** (-10.9744)	-1.7925 *** (-5.8330)	-1.9275 *** (-5.4176)
Year/Firm	Yes	Yes	Yes
R^2	0.1679	0.0966	0.1661
N	29251	15831	13420

注：***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著，括号内为回归系数的 t 值。

其次,分析不同类型跨境资本流动对企业资本结构动态调整的影响。表2列(1)至列(3)为资本结构向下偏离企业的回归结果,其中 $\text{Flow_Dir}_t \times \text{Dev}_{i,t}$ 、 $\text{Flow_Sec}_t \times \text{Dev}_{i,t}$ 和 $\text{Flow_Ot}_t \times \text{Dev}_{i,t}$ 的系数分别为-6.2762、-5.9345和-1.1388,且均在1%水平上显著。列(4)至列(6)为资本结构向上偏离企业的回归结果,三组交互项的系数分别为-6.9287、-4.4815和-1.4842,且分别在1%、5%和1%水平上显著。这表明,跨境资本直接投资对企业资本结构调整速度的影响最大,证券投资次之,其他投资的影响最小。这可能与中国资本账户开放进程有关。目前,中国政府已基本放开了跨境资本直接投资和证券投资的资本管制,允许这两类资本自由流动。特别是直接投资,中国约一半对外金融负债来自该类型的资本流入。但政府对其他投资类型的资本流动仍进行严格管制,特别是对非居民部门的投资还有严格限制。近10年,该类型跨境资本对外负债平均增加额为336.87亿美元,远小于直接投资的2342.22亿美元和证券投资的956.26亿美元,因此对企业融资的影响相对有限,从而影响企业资本结构调整速度的力度较小。

表2 不同类型跨境资本流动影响的检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$\text{Dev}_{i,t} > 0$			$\text{Dev}_{i,t} \leq 0$		
	$\Delta\text{Lev}_{i,t}$	$\Delta\text{Lev}_{i,t}$	$\Delta\text{Lev}_{i,t}$	$\Delta\text{Lev}_{i,t}$	$\Delta\text{Lev}_{i,t}$	$\Delta\text{Lev}_{i,t}$
$\text{Dev}_{i,t}$	0.4135 *** (29.0865)	0.3627 *** (27.7162)	0.3280 *** (25.4749)	0.5234 *** (30.2911)	0.4560 *** (28.1882)	0.4222 *** (24.7973)
$\text{Flow_Dir}_t \times \text{Dev}_{i,t}$	-6.2762 *** (-7.7656)			-6.9287 *** (-7.0758)		
$\text{Flow_Sec}_t \times \text{Dev}_{i,t}$		-5.9345 *** (-3.8749)			-4.4815 ** (-2.3251)	
$\text{Flow_Ot}_t \times \text{Dev}_{i,t}$			-1.1388 *** (-2.6609)			-1.4842 *** (-2.9970)
Year/Firm	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R^2	0.0991	0.0951	0.0945	0.1698	0.1632	0.1634
N	15831	15831	15831	13420	13420	13420

注：***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著，括号内为回归系数的 t 值。

3.2 宏观审慎监管的作用

首先,分析宏观审慎监管对跨境资本流动与企业资本结构动态调整关系的影响。表3列(1)至列(3)中 $MPI_t \times Flow_t \times Dev_{i,t}$ 的系数分别为-3.0858、-3.3550和-4.3390,且均在1%水平上显著。这表明,宏观审慎监管会加剧跨境资本流动对企业资本结构调整速度的抑制,假设2a得到验证。该结论对陈艳和李佳颖(2022)的研究进行了补充,即在发挥宏观审慎监管对企业资本结构优化作用的同时,也要谨防过度监管加剧跨境资本流动对企业资本结构动态调整的不利影响。

表3 宏观审慎监管影响的检验结果

	(1)	(2)	(3)
	全样本	$Dev_{i,t} > 0$	$Dev_{i,t} < 0$
	$\Delta Lev_{i,t}$	$\Delta Lev_{i,t}$	$\Delta Lev_{i,t}$
$Dev_{i,t}$	0.3396 *** (35.6726)	0.3628 *** (22.5100)	0.4766 *** (23.1539)
$Flow_t \times Dev_{i,t}$	1.1689 *** (2.9100)	1.0773 (1.2002)	1.8370 * (1.6856)
$MPI_t \times Dev_{i,t}$	-0.0168 ** (-1.9649)	-0.0269 (-1.4079)	-0.0481 ** (-2.0644)
$MPI_t \times Flow_t \times Dev_{i,t}$	-3.0858 *** (-6.8357)	-3.3550 *** (-3.2794)	-4.3390 *** (-3.4708)
Year/Firm	Yes	Yes	Yes
R^2	0.1701	0.0975	0.1683
N	29251	15831	13420

注：***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著,括号内为回归系数的t值。

其次,分析不同类型宏观审慎监管的作用。表4列(1)和列(4)中 $MPI_Cap_t \times Flow_t \times Dev_{i,t}$ 的系数均显著大于0。列(2)和列(5)中 $MPI_Loan_t \times Flow_t \times Dev_{i,t}$ 以及列(3)和列(6)中 $MPI_Lqt_t \times Flow_t \times Dev_{i,t}$ 的系数均显著小于0。这表明,资本型宏观审慎监管能够降低跨境资本流动对企业资本结构调整速度的不利影响,但贷款型和流动性型宏观审慎监管会加剧该影响。这是因为,资本型宏观审慎政策能够缓解跨境资本流动对银行信贷顺周期性的影响。例如,逆周期资本缓冲提升了对银行经济上行时的资本金要求,从而缓解了资本流入扩张期银行对高杠杆企业的过度借贷,以及资本流入收缩期银行对中小企业的惜贷,因此缓解了跨境资本流动导致的杠杆率两极分化。贷款型宏观审慎政策虽然在一定程度上也能够降低表内业务的顺周期性,但同时也可能助推表外业务增长。例如,对贷款价值比的审查会倒逼企业寻求影子银行渠道的资金支持,从而使宏观审慎政策对顺周期放贷的调控作用丧失,并导致金融业杠杆率上升。而汇率和股市对金融环境的敏感性使宏观审慎政策的主观性的负面影响在对流动性进行管理时尤为突出,方向相反或具有时滞性的政策可能反而会加剧跨境资本流动造成的资产价格波动,从而使政策效果与预期相背离。此外,中国对贷款型和流动性型宏观审慎政策使用更为频繁。根

据 iMaPP 数据库,2010 年至今,这两类宏观审慎政策工具使用占比合计超过 70%。过于频繁的政策使用可能会导致企业对政策方向的认知产生偏差,从而错误权衡债务融资的成本与收益,由此导致资本结构调整速度下降。

表 4 不同类型宏观审慎监管影响的检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$Dev_{i,t} > 0$			$Dev_{i,t} < 0$		
	$\Delta Lev_{i,t}$	$\Delta Lev_{i,t}$	$\Delta Lev_{i,t}$	$\Delta Lev_{i,t}$	$\Delta Lev_{i,t}$	$\Delta Lev_{i,t}$
$Dev_{i,t}$	0.3389*** (23.1362)	0.3482*** (25.5701)	0.3293*** (16.8649)	0.4460*** (22.4707)	0.4693*** (25.9736)	0.4174*** (16.8067)
$Flow_t \times Dev_{i,t}$	-3.6660*** (-5.4039)	-0.1624 (-0.1645)	0.3858 (0.6025)	-4.6921*** (-5.9476)	1.9596* (1.6697)	0.7028 (0.8776)
$MPI_Cap_t \times Dev_{i,t}$	0.1277 (1.5516)			0.1037 (0.8498)		
$MPI_Cap_t \times Flow_t \times Dev_{i,t}$	14.6778*** (3.2600)			21.7224*** (4.0935)		
$MPI_Loan_t \times Dev_{i,t}$		-0.0091 (-0.1833)			-0.1276** (-1.9887)	
$MPI_Loan_t \times Flow_t \times Dev_{i,t}$		-6.0901* (-1.7144)			-13.9992*** (-3.3043)	
$MPI_Lqt_t \times Dev_{i,t}$			0.1001 (1.3034)			0.1598* (1.6586)
$MPI_Lqt_t \times Flow_t \times Dev_{i,t}$			-8.5550*** (-3.4323)			-10.3108*** (-3.2634)
Year/Firm	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R^2	0.0976	0.0969	0.0980	0.1684	0.1685	0.1680
N	15831	15831	15831	13420	13420	13420

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著,括号内为回归系数的t值。

3.3 稳健性检验

为确保实证结果的可靠性,本文进行了一系列稳健性检验。首先,本文参照缪延亮等(2021)的做法,使用银行代客结售汇顺差测度跨境资本流动,以及参照顾海峰和卞雨晨(2022)的做法,根据宏观审慎政策工具使用方向构建宏观审慎监管的测度指标。其次,本文参照王朝阳等(2018)的研究,使用制造业企业样本进行回归,以及剔除“供给侧改革”提出后的年份进行回归,以排除政策干预对企业资本结构动态调整的影响。最后,本文参照黄辉(2010)的做法,使用“一步法”模型进行回归。此外,为尽可能降低内生性问题对实证结果的影响,本文还参照苟琴等(2022)的做法,使用解释变量一期滞后项进行回归。上述检验结果均与上文结论一致,说明本文实证结果具有较好的稳健性^①。

① 限于篇幅,稳健性检验结果未在正文报告,备索。

4 进一步研究

4.1 调整方式分析

通常企业可以通过增加债务规模或减少权益规模的方式实现资本结构向上调整,相反则可以实现资本结构向下调整。为验证跨境资本流动对企业资本结构动态调整的影响方式,本文借鉴陈艳和李佳颖(2022)的研究,构建式(6)所示回归方程,并使用 Logit 模型进行回归:

$$D_{i,t} = \vartheta_0 + \vartheta_1 |\text{Dev}_{i,t}| + \vartheta_2 \text{Flow}_t + \vartheta_3 \text{Flow}_t \times |\text{Dev}_{i,t}| + \eta_t + \mu_i + \nu_{i,t} \quad (6)$$

式中, $D_{i,t}$ 为代表资本结构调整方式的虚拟变量。具体包括企业是否增加债务规模($\text{Idebt}_{i,t}$),使用企业新增借款现金占上年末资产总额比例是否超过 5% 表示,是记为 1,否则记为 0;企业是否降低权益规模($\text{Dequity}_{i,t}$),使用企业分配股利、利润或偿付利息支付现金占上年末资产总额比例是否超过 5% 表示,是记为 1,否则记为 0;企业是否降低债务规模($\text{Ddebt}_{i,t}$),使用企业偿还债务支付现金占上年末资产总额比例是否超过 5% 表示,是记为 1,否则记为 0;企业是否增加权益规模($\text{Iequity}_{i,t}$),使用企业权益性投资收到现金占上年末资产总额比例是否超过 5% 表示,是记为 1,否则记为 0。此外,本文还根据宏观审慎监管的中位数将样本分为严监管时期和弱监管时期,以此来考察不同宏观审慎监管强度下,跨境资本流动对企业资本结构调整方式的影响。

表 5 Panel A 为资本结构向下偏离企业的回归结果。列(1)至列(3)中 $\text{Flow}_t \times |\text{Dev}_{i,t}|$ 的系数分别为 -37.1022、-46.3557 和 200.6075,且均在 5% 水平上显著。列(4)至列(6)中该系数均不显著。这表明,在整体上,跨境资本流动主要通过减少债务规模的方式使资本结构向下偏离企业的资本结构调整速度降低,但该影响仅存在于宏观审慎严监管时期。而在宏观审慎弱监管时期,跨境资本流动反而有利于企业增加债务规模。这是因为,对于主要依靠内源融资而导致资本结构向下偏离的企业,跨境资本流入使市场不确定性增强,这会导致其对新项目投资更加谨慎。同时,资本流入导致人民币购买力提升,从而会使该类企业对外源融资的依赖性进一步降低。根据优序融资理论,企业在进行外源融资时会首先选择债权融资,因此跨境资本流动对该类企业融资选择的影响主要存在于债权融资。而宽松的宏观审慎政策会向企业管理者传递经济形势乐观的信号,从而能够减弱跨境资本流动造成的市场不确定性对企业管理者投资情绪的影响,因此使跨境资本对市场活力的激发作用占据主导,从而促使该类企业进行债权融资。对于过度依赖股权融资而导致资本结构向下偏离的企业,由于存在信贷配给制,银行对不具备优质抵押资产或信用等级较低的企业存在信贷歧视,因此跨境资本流动造成的市场不确定性会使银行对该类企业更加惜贷,从而会降低其债权融资规模。而在宏观审慎监管宽松期,监管部门对银行存贷比、拨备率等的约束均有所下降,此时银行更容易松动银根,从而改善了该类企业的债权融资环境。此外,目前证券投资渠道的跨境资本流动规模仍相对较小,且资金抱团趋势明显,因此现阶段跨境资本流动对该类企业股权融资的影响还不明显。

表 5 资本结构调整方式检验结果

Panel A: $\text{Dev}_{i,t} > 0$						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	全样本	严监管时期	弱监管时期	全样本	严监管时期	弱监管时期
	$\text{Idebt}_{i,t}$	$\text{Idebt}_{i,t}$	$\text{Idebt}_{i,t}$	$\text{Dequity}_{i,t}$	$\text{Dequity}_{i,t}$	$\text{Dequity}_{i,t}$
$ \text{Dev}_{i,t} $	-7.4212*** (-14.9120)	-8.6471*** (-9.1648)	-7.3626*** (-10.5371)	-0.4377 (-0.7641)	0.0008 (0.0008)	-0.2437 (-0.3133)
Flow_t	7.9167 (1.3958)	9.7952 (1.0842)	-43.3227 (-1.4775)	19.8042*** (3.3448)	18.7699** (2.1225)	-92.9993*** (-2.8227)
$\text{Flow}_t \times \text{Dev}_{i,t} $	-37.1022** (-2.2686)	-46.3557** (-2.3896)	200.6075** (2.0566)	17.1980 (0.9592)	32.9951 (1.5866)	49.8277 (0.4253)
Year/Firm	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	5979	1543	2803	4890	1325	2104
Panel B: $\text{Dev}_{i,t} < 0$						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	全样本	严监管时期	弱监管时期	全样本	严监管时期	弱监管时期
	$\text{Ddebt}_{i,t}$	$\text{Ddebt}_{i,t}$	$\text{Ddebt}_{i,t}$	$\text{Iequity}_{i,t}$	$\text{Iequity}_{i,t}$	$\text{Iequity}_{i,t}$
$ \text{Dev}_{i,t} $	2.8684*** (4.7830)	3.3249*** (3.1870)	2.8064*** (3.3036)	7.7946*** (13.9389)	9.9369*** (9.2399)	8.1750*** (8.7167)
Flow_t	-6.8069 (-0.9526)	-17.9689 (-1.6084)	-123.6602*** (-3.0140)	4.0614 (0.7201)	27.5507*** (2.8756)	133.5323*** (3.4827)
$\text{Flow}_t \times \text{Dev}_{i,t} $	7.1584 (0.4272)	2.7662 (0.1409)	194.7907* (1.8728)	-31.4182** (-2.1906)	-36.7019** (-2.0980)	-35.5496 (-0.3521)
Year/Firm	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	2979	771	1260	5185	1505	1925

注：***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著，括号内为回归系数的t值。

表 5 Panel B 为资本结构向上偏离企业的回归结果。列(1)、列(2)和列(6)中 $\text{Flow}_t \times |\text{Dev}_{i,t}|$ 的系数均不显著，列(3)中该系数显著大于 0，列(4)和列(5)中该系数显著小于 0。这表明，在整体上，跨境资本流动主要通过减少权益规模的方式使资本结构向上偏离企业的资本结构调整速度降低，但该影响仅存在于宏观审慎严监管时期。而在宏观审慎弱监管时期，跨境资本流动反而有利于企业降低债务规模。这是因为，对于主要依靠债权融资而导致资本结构向上偏离的企业，一方面，虽然跨境资本流动导致银行可贷资金增加，但同时也加剧了银行流动性错配，使银行被迫缩短资产端期限，而市场不确定性增强也使银行变得惜贷，不同机制的叠加产生了相互抵消，使跨境资本流动对该类企业债权融资的影响不显著。而放松宏观审慎监管会通过提升银行坏账成本倒逼其加强对企业信用的审查，从而缓解了跨境资本流动引起的信贷错配，因此减轻了信贷资源在该类企业的过度集聚。另一方面，由于跨境资本流动会加剧股价波动，而市场不确定性的增强也会使该类企业减少对新项目的投资，这使其对股权融资的需求会进一步降低。

4.2 传导渠道分析

为验证跨境资本流动影响企业资本结构动态调整的传导渠道，本文构建式(7)所示拓

展模型进行检验：

$$M_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 \text{Flow}_t + \sum_j \delta_j X_{j,i,t-1} + \sum_k \delta_k Z_{k,t} + \mu_i + \nu_{i,t} \quad (7)$$

式中, $M_{i,t}$ 代表中介变量, 包括融资约束和财务柔性。为控制宏观因素的影响, 本文在回归中加入宏观控制变量 Z_t , 包括国民经济发展水平(Lngdp), 使用国民生产总值的对数形式表示; 人均生产总值(Gdppcp), 使用国民生产总值与总人口的比值表示; 货币政策(M_2z), 使用 M_2 增速表示; 通货膨胀水平(Cpi), 使用 CPI 的年度均值表示。其他控制变量与估计目标资本结构所使用的特征变量一致。

本文使用 SA 指数作为融资约束的代理变量。表 6 列(1)和列(2)分别为资本结构向上偏离和向下偏离企业的回归结果, 其中 Flow_t 的系数分别为-0.1702 和-0.2144, 且均在 1% 水平上显著。这表明跨境资本流动缓解了企业融资约束。一方面, 跨境资本流动使银行贷款利率下降而降低了企业债权融资约束, 因此主要依靠债权融资的企业会进一步增加债务规模。但根据优序融资理论, 能够获得足够债权融资的企业不会选择增加股权融资规模(Myers and Majluf, 1984)。因此, 债权融资约束降低会导致资本结构向上偏离企业的资本结构调整速度下降。另一方面, 由于跨境资本流动并未解决银企间信息不对称问题, 因此信贷配给制对债权融资不足企业的制约依旧存在。同时, 跨境资本流动也为股市注入了流动性, 这会通过减少股权融资成本的方式缓解该类企业的融资约束。而当融资约束降低时, 企业会更在意融资成本(于蔚等, 2012), 因此不具备优质抵押资产或高信用等级企业不会去寻求成本更高的债权融资(因为这些企业往往需要通过寻租的方式才能获得信贷资源), 从而该类企业的资本结构调整速度会下降。综上, 跨境资本流动通过缓解融资约束降低了企业资本结构调整速度。

表 6 传导渠道检验结果

	(1) Dev _{i,t} > 0 SA _{i,t}	(2) Dev _{i,t} < 0 SA _{i,t}	(3) Dev _{i,t} > 0 FF _{i,t}	(4) Dev _{i,t} < 0 FF _{i,t}
Flow _t	-0.1702 *** (-9.4200)	-0.2144 *** (-7.8177)	1.2228 * (1.8418)	2.1609 *** (10.0869)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.8800	0.6971	0.0973	0.2465
N	14888	12511	14888	12511

注: ***, ** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著, 括号内为回归系数的 t 值。

本文参照曾爱民等(2011)的做法, 通过企业与所在行业现金比率与债务比率的差距对财务柔性进行测度。表 6 列(3)和列(4)分别为资本结构向上偏离和向下偏离企业的回归结果, 其中 Flow_t 的系数分别为 1.2228 和 2.1609, 且分别在 10% 和 1% 水平上显著。这表明, 跨境资本流动能够提升企业财务柔性。这是因为, 跨境资本流动会使资本市场流动性更加宽裕, 并加强资金的高效配置, 因此能够增强企业满足未来潜在投资机遇和盈余管理资金需求的能力, 从而能够提升其财务柔性。根据顾研和周强龙(2018)的研究, 对于

资本结构向下偏离企业,高财务柔性意味着财务柔性目标与企业资本结构调整方向不一致,企业资本结构向上调整的成本较高,因此调整速度会下降。而对于资本结构向上偏离企业,高财务柔性意味着财务柔性目标与企业资本结构调整方向一致,企业资本结构向下调整的成本较低,从而企业调整资本结构的积极性更高,因此调整速度会提升。综上,跨境资本流动通过提升财务柔性降低了资本结构向下偏离企业的资本结构调整速度,但提升了资本结构向上偏离企业的资本结构调整速度。

4.3 极端资本流动的影响

考虑到跨境资本流动具有较强不确定性,容易受外部环境影响而产生异常流动现象。因此,在完全放开资本账户之前,有必要对极端资本流动的影响展开进一步探讨,这将有助于建立极端资本流动的管理预案。具体而言,本文将极端资本流动分为三类:跨境资本激增(Flow_surge)、急停(Flow_stop)和抽逃(Flow_flight)。

表7列(1)至列(3)依次报告了跨境资本激增、急停和抽逃对企业资本结构动态调整影响的检验结果^①。可以看出,Flow_surge_{*t*} × Dev_{*i,t*} 和 Flow_stop_{*t*} × Dev_{*i,t*} 的系数均在1%水平上小于0,但 Flow_flight_{*t*} × Dev_{*i,t*} 的系数不显著^②。这表明,跨境资本激增和急停均会导致企业资本结构调整速度下降,但跨境资本抽逃不会影响企业资本结构调整速度。这是因为,跨境资本激增会造成短期内汇率大幅下降而使人民币购买力增强,从而大幅降低了内源资金充足企业的债务需求。同时,跨境资本激增也为银行和股票市场注入了大量流动性,使主要依靠债权和股权融资企业资本结构的顺周期性进一步增强,因此导致其资本结构调整速度下降。跨境资本急停会导致企业信用违约风险增加(陈奉先、贾丽丹,2020),这会加剧银行对中小企业的信贷歧视,从而使信贷资源错配更加严重,即银行会以更低成本为具有长期合作关系的企业提供超额信贷,而对不具备优质抵押资产或高信用等级企业会更加惜贷,因此会导致企业资本结构两极分化更为严重。而对于跨境资本抽逃,一方面,中国对资本流出管制还比较严格。资本出现异常流出时,政府会出台组合政策进行干预,从而可能导致企业对政策方向产生错误判断而使资本结构调整速度下降。另一方面,跨境资本抽逃会导致市场流动性降低,从而缓解企业的过度借贷和股价虚高,有助于优化企业资本结构。两种影响的抵消可能是导致跨境资本抽逃对企业资本结构调整速度影响不显著的原因。

表7 极端资本流动影响的检验结果

	(1)	(2)	(3)
	$\Delta Lev_{i,t}$	$\Delta Lev_{i,t}$	$\Delta Lev_{i,t}$
Dev _{<i>i,t</i>}	0.3384*** (41.7275)	0.3466*** (41.7182)	0.3221*** (38.8406)

① 极端资本流动的测度方法参照 Sula(2010)。

② 本文还分别对两种不同资本结构偏离类型的企业进行了检验,结果与全样本一致。限于篇幅,检验结果未在正文报告,备索。

续表

	(1)	(2)	(3)
	$\Delta Lev_{i,t}$	$\Delta Lev_{i,t}$	$\Delta Lev_{i,t}$
$Flow_surge_t \times Dev_{i,t}$	-0.1279*** (-13.4335)		
$Flow_stop_t \times Dev_{i,t}$		-0.0571*** (-9.2719)	
$Flow_flight_t \times Dev_{i,t}$			0.0021 (0.3514)
Year/Firm	Yes	Yes	Yes
R^2	0.1685	0.1662	0.1624
N	29251	29251	29251

注：***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著，括号内为回归系数的t值。

5 结论与政策建议

本文系统地考察了跨境资本流动对企业资本结构动态调整的影响,并进一步探究了宏观审慎监管在这一过程中的作用。研究结果表明:第一,跨境资本流动会降低企业资本结构调整速度,并且跨境资本直接投资的影响最强,证券投资次之,其他投资的影响最小。第二,宏观审慎监管会正向调节跨境资本流动与企业资本结构调整速度的关系。区分不同类型宏观审慎监管后发现,该调节作用主要来自贷款型和流动性型宏观审慎监管,而资本型宏观审慎监管能够缓解跨境资本流动对企业资本结构调整速度的影响。第三,跨境资本流动主要通过减少债务规模的方式降低资本结构向下偏离企业的资本结构调整速度,通过减少权益规模的方式降低资本结构向上偏离企业的资本结构调整速度。第四,对于资本结构向下偏离企业,跨境资本流动会通过降低融资约束和提升财务柔性而降低其资本结构调整速度;对于资本结构向上偏离企业,跨境资本流动会通过降低融资约束而降低其资本结构调整速度,但会通过提升财务柔性而提高其资本结构调整速度。第五,跨境资本流动激增和急停均会导致企业资本结构调整速度下降,但跨境资本抽逃的影响不明显。根据上述研究结论,本文提出如下政策建议:

第一,针对资本账户开放与跨境资本流动监管。政府在进行资本账户开放时,应遵循“适度、有序”的原则,并且在进行下一阶段资本账户开放前应先完成利率、汇率形成机制的建设。对于资本开放产生的跨境资本流动,监管部门应启动追踪程序,确保以直接投资名义进入国内的资本服务于实体经济,防止该类资本进入影子银行或证券市场进行金融投资。在跨境资本出现异常流动时,要及时通过收紧或放松资本流入或流出管制来进行对冲,并灵活使用外汇和股市平准基金进行救市,防止资本“大进大出”造成资产价格剧烈波动。此外,要严厉打击数字货币非法交易、企业转移定价等新型“地下钱庄”,从而降低潜在的资本极端流动风险。

第二,针对宏观审慎政策的使用。监管部门在对跨境资本流动进行宏观审慎监管时,应优先使用资本型宏观审慎政策,谨慎使用贷款型和流动性型宏观审慎政策。同时,监管

部门应搭配使用货币政策,建立“双支柱”调控框架对跨境资本流动进行逆周期调节。并且在政策使用时要尽量保持政策的一致性和连贯性,并对市场主体的政策预期进行前瞻性指引,防止政策不确定性放大跨境资本流动造成的市场摩擦。此外,在政策使用时要充分考虑国内外经济形势,防止政策目标与实际效果相背离而加剧跨境资本流动对信贷顺周期性的助推。

第三,针对多层次融资渠道建设。企业部门应完善内外部治理机制,加强企业与外界的信息沟通,从而降低市场主体间信息不对称。金融机构要加强与科技企业的数据共享和技术共建,通过发展大数据等金融科技来实现对企业信用的实时、精准评估,从而缓解信贷配给现象,进而使信贷资源分配更加合理。监管部门应提高银行对高杠杆企业贷款的准备金率要求,以限制该类企业通过国内银行获得境外贷款的能力。政府部门还要完善交易制度和资本退出机制,引导中长期资本进入股票市场,从而提升高负债企业股权融资的积极性。

参考文献

才国伟,吴华强,徐信忠. 2018. 政策不确定性对公司投融资行为的影响研究[J]. 金融研究, (3): 89-104.

Cai G W, Wu H Q, Xu X Z. 2018. Research on the effect of policy uncertainty on corporate financing and investment behavior[J]. *Journal of Financial Research*, (3): 89-104. (in Chinese)

陈奉先,贾丽丹. 2020. 国际资本流动“突然停止”、汇率变动与上市公司信用风险[J]. 国际金融研究, (12): 84-93.

Chen F X, Jia L D. 2020. Research on the sudden stop of international capital flow, exchange rate changes and credit risks of China listed companies[J]. *Studies of International Finance*, (12): 84-93. (in Chinese)

陈艳,李佳颖. 2022. 宏观审慎政策与企业资本结构优化——兼论资本要素市场化配置效率改进[J]. 会计研究, (4): 156-167.

Chen Y, Li J Y. 2022. Macro-prudential policy and optimization of firms' capital structure: The improvement of market-oriented allocation efficiency of capital factors[J]. *Accounting Research*, (4): 156-167. (in Chinese)

苟琴,耿亚莹,谭小芬. 2022. 跨境资本涌入与非金融企业杠杆率[J]. 世界经济, 45(4): 54-79.

Gou Q, Geng Y Y, Tan X F. 2022. Surges in cross-border capital inflows and non-financial corporate leverage[J]. *The Journal of World Economy*, 45(4): 54-79. (in Chinese)

顾海峰,卞雨晨. 2022. “双支柱”政策框架、跨境资本流动与银行系统性风险[J]. 世界经济研究, (11): 72-88.

Gu H F, Bian Y C. 2022. Two-pillar policy framework, cross-border capital flows and bank systemic risk[J]. *World Economy Studies*, (11): 72-88. (in Chinese)

顾研,周强龙. 2018. 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, 41(6): 102-126.

Gu Y, Zhou Q L. 2018. Policy uncertainty, value of financial flexibility and dynamic adjustment of capital structure[J]. *The Journal of World Economy*, 41(6): 102-126. (in Chinese)

黄辉. 2010. 企业资本结构调整速度影响因素的实证研究[J]. 经济科学, (3): 96-106.

Huang H. 2010. An empirical study on the factors influencing the speed of capital structure adjustment[J]. *Economic Science*, (3): 96-106. (in Chinese)

黄俊威,龚光明. 2019. 融资融券制度与公司资本结构动态调整——基于“准自然实验”的经验证据[J]. 管理世界, 35(10): 64-81.

Huang J W, Gong G M. 2019. Margin trading program and dynamic adjustment of corporate capital structure: Evidence from a quasi-natural experiment in China[J]. *Journal of Management World*, 35(10): 64-81. (in Chinese)

金成晓, 李岩松, 姜旭. 2020. 跨境资本流动、宏观审慎管理与金融稳定[J]. 世界经济研究, (3): 46-59.

Jin C X, Li Y S, Jiang X. 2020. Cross-border capital flows, macroprudential management and financial stability [J]. *World Economy Studies*, (3): 46-59. (in Chinese)

马勇, 陈点点. 2020. 宏观审慎政策如何影响企业金融化? [J]. 国际金融研究, (3): 13-22.

Ma Y, Chen D D. 2020. How does macro-prudential policy affect the financialization of enterprises? [J]. *Studies of International Finance*, (3): 13-22. (in Chinese)

缪延亮, 郝阳, 费璇. 2021. 利差、美元指数与跨境资本流动[J]. 金融研究, (8): 1-21.

Miu Y L, Hao Y, Fei X. 2021. Interest rate differential, the dollar index, and China's capital flows[J]. *Journal of Financial Research*, (8): 1-21. (in Chinese)

谭小芬, 李兴申. 2021. 美国货币政策对新兴经济体宏观审慎监管跨境溢出效应的影响[J]. 国际金融研究, (8): 3-12.

Tan X F, Li X S. 2021. The impact of us monetary policy on the effect of macroprudential supervision on cross-border spillover in emerging economies[J]. *Studies of International Finance*, (8): 3-12. (in Chinese)

王爱国, 陈艳, 刘晓慧. 2023. 宏观审慎政策如何影响企业创新行为——基于信贷融资中介效应的实证分析[J]. 南开管理评论, 26(4): 156-169.

Wang A G, Chen Y, Liu X H. 2023. How does macro-prudential policy affect the innovation behavior of enterprises: Empirical analysis based on the intermediary effect of credit financing[J]. *Nankai Business Review*, 26(4): 156-169. (in Chinese)

王朝阳, 张雪兰, 包慧娜. 2018. 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, (12): 134-151.

Wang C Y, Zhang X L, Bao H N. 2018. Economic policy uncertainty, the dynamic adjustment of enterprises' capital structure and stablizing leverage[J]. *China Industrial Economics*, (12): 134-151. (in Chinese)

王国刚. 2017. “去杠杆”: 范畴界定、操作重心和可选之策[J]. 经济学动态, (7): 16-25.

Wang G G. 2017. “Deleveraging”: Scope, centre of gravity and options[J]. *Economic Perspectives*, (7): 16-25. (in Chinese)

于蔚, 金祥荣, 钱彦敏. 2012. 宏观冲击、融资约束与公司资本结构动态调整[J]. 世界经济, 35(3): 24-47.

Yu W, Jin X R, Qian Y M. 2012. Macro shocks, financing constraints and the dynamic adjustment of corporate capital structure[J]. *The Journal of World Economy*, 35(3): 24-47. (in Chinese)

曾爱民, 傅元略, 魏志华. 2011. 金融危机冲击、财务柔性储备和企业融资行为——来自中国上市公司的经验证据[J]. 金融研究, (10): 155-169.

Zeng A M, Fu Y L, Wei Z H. 2011. Impact of financial crisis, preservation of financial flexibility and corporate financing behaviors: Evidence from China's listed companies[J]. *Journal of Financial Research*, (10): 155-169. (in Chinese)

Alam Z, Alter A, Eiseman J, et al. 2019. Digging deeper: Evidence on the effects of macroprudential policies from a new database[R]. IMF Working Paper, No. 2019/066.

Brennan M J, Schwartz E S. 1978. Corporate income taxes, valuation, and the problem of optimal capital structure [J]. *The Journal of Business*, 51(1): 103-114.

Byoun S. 2008. How and when do firms adjust their capital structures toward targets? [J]. *The Journal of Finance*, 63(6): 3069-3096.

Cerutti E, Claessens S, Laeven L. 2017. The use and effectiveness of macroprudential policies: New evidence[J]. *Journal of Financial Stability*, 28: 203-224.

Fendoglu S. 2017. Credit cycles and capital flows: Effectiveness of the macroprudential policy framework in emerging market economies[J]. *Journal of Banking & Finance*, 79: 110-128.

Forbes K J, Warnock F E. 2012. Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment[J]. *Journal of*

- International Economics*, 88(2): 235-251.
- Klein M W, Olivei G P. 2008. Capital account liberalization, financial depth, and economic growth[J]. *Journal of International Money and Finance*, 27(6): 861-875.
- Martinez-Miera D, Repullo R. 2019. Monetary policy, macroprudential policy, and financial stability[J]. *Annual Review of Economics*, 11(1): 809-832.
- Myers S C, Majluf N S. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. *Journal of Financial Economics*, 13(2): 187-221.
- Ross S A. 1977. The determination of financial structure: The incentive-signalling approach[J]. *The Bell Journal of Economics*, 8(1): 23-40.
- Sula O. 2010. Surges and sudden stops of capital flows to emerging markets[J]. *Open Economies Review*, 21(4): 589-605.
- Unsal F D. 2013. Capital flows and financial stability: Monetary policy and macroprudential responses [J]. *International Journal of Central Banking*, 9(1): 233-285.

Cross-border Capital Flows, Macro-prudential Supervision, and Dynamic Adjustment of Capital Structure

Yuchen Bian

(Glorious Sun School of Business and Management, Donghua University)

Abstract The economic consequences of cross-border capital flows must be clarified before further capital account liberalization. This paper analyzes the impact of cross-border capital flows on the dynamic adjustment of the firm's capital structure and the moderating effect of macro-prudential supervision. It finds that cross-border capital flows can reduce the firm's capital structure adjustment speed, and cross-border capital direct investment has the strongest impact. Besides, capital-based macro-prudential supervision can reduce the impact of cross-border capital flows, but loan-based and liquidity-based macro-prudential supervision will exacerbate that. Further research indicates that cross-border capital flows reduce the speed of capital structure adjustment of firms with downward and upward capital structure deviation by lowering the debt size and equity size, respectively. In addition, financing constraints and financial flexibility are the channels through which cross-border capital flows affect the firm's capital structure adjustment speed. Furthermore, cross-border capital surges and stops can reduce the firm's capital structure adjustment speed. This study has policy value for the scientific design of the process of capital account liberalization and the macro-prudential supervision framework of cross-border capital flows, thus optimizing the firm capital structure.

JEL Classification G32, F21, G18