



文化对资本结构影响实证研究： 以重商文化为例

魏汉泽

中国人民大学商学院, 北京 100872

摘要:从制度层面研究上市公司是当今实证会计研究的新方向。选取非正式制度中的重商文化作为研究对象,以2000年至2011年山西、陕西、浙江和江苏4省上市公司数据为样本,采用负债权益比指标衡量公司资本结构水平,运用多元线性回归考察重商文化对静态资本结构和资本结构动态调整的影响,并进一步研究非正式制度和正式制度如何共同影响上市公司资本结构。研究表明,受重商文化影响较强的上市公司比受重商文化影响较弱的上市公司拥有更高的静态资本结构,但拥有更低的资本结构动态调整速度;重商文化对山西和陕西上市公司资本结构的影响比对浙江和江苏上市公司资本结构的影响更显著;重商文化与正式制度(法律)对上市公司资本结构的影响是相互替代的。

关键词:重商文化;静态资本结构;资本结构动态调整;正式制度

中图分类号:F275.5

文献标识码:A

doi:10.3969/j.issn.1672-0334.2014.04.009

文章编号:1672-0334(2014)04-0097-13

1 引言

公司资本结构问题是当今国际学术界关注的主题,近几年开始将法律、媒体和政府管制等正式制度与公司静态资本结构问题联系在一起,中国很多学者进行了大量的实证研究^[1]。在资本结构动态调整方面,近几年中国学者先从对目标资本结构的验证开始^[2],然后从资本结构动态调整影响因素进行探索^[3-4],目前主要从制度因素和宏观经济因素的角度^[5-8]对资本结构动态调整的影响进行研究。但需要注意的是,采用相似法律制度的同一国家的不同地区,在文化和历史等方面同样会存在很大的差异,这些差异也许可以解释正式制度无法解释的问题,但就非正式制度对资本结构影响的研究还十分缺乏。因此,中国不同地域之间的文化背景和公司资本结构的研究现状为以文化为视角的研究提供了一个天然的实验室。

基于上述原因,本研究试图找到对中国经济发展可能起到重要作用的某一类非正式制度,之所以选择重商文化作为切入点,主要有两方面原因。①重

商文化是历史文化的重要组成部分,尤其从明末资本主义萌芽开始,扮演着重要角色;②重商文化是历史文化中与经济发展联系最紧密的一种文化,在历史上它的发展与中国不同地区的经济发展状况直接相关,但是在现代经济发展中重商文化传统对上市公司内部人的影响还有待检验。

2 相关研究评述、理论分析和假设

2.1 相关研究评述

对公司静态资本结构和资本结构动态调整的影响因素的研究一直是公司财务和金融市场研究的重点领域,已有的相关研究主要分为3个部分,①对上市公司静态资本结构的研究,②对上市公司资本结构动态调整的研究,③对非正式制度对公司财务的影响进行研究。

(1)在静态资本结构研究上,近几年随着市场完全有效的假设不成立,资本结构理论逐渐从传统的MM理论、权衡理论和融资优序理论发展出新的理论和研究方向,Baker等^[9]根据市场相机抉择理论提出

收稿日期:2014-02-28 修返日期:2014-06-21

基金项目:中央高校基本科研业务费专项资金(14XNH090)

作者简介:魏汉泽(1988-),男,山东潍坊人,中国人民大学商学院博士研究生,研究方向:财务会计和资本市场等。

E-mail:weihz@ruc.edu.cn

市场是非完全有效的,所以公司会在市场高估价值时进行权益融资,在市场低估价值时进行债务融资。中国学者在国外研究基础上专门针对中国资本市场结构进行研究,首先验证西方理论是否符合中国国情。黄少安等^[10]认为中国上市公司有股权融资的偏好;肖泽忠等^[11]实证研究表明中国上市公司的股权融资偏好;屈耀辉等^[12]为了获取融资优序理论的支持性证据,采用Ordered-probit模型对样本数据进行外部融资排序,验证融资优序理论在中国的适用性。此外,一些研究从制度层面对公司资本结构进行研究。张霞等^[13]基于工业企业的统计数据考察增值税转型与企业资本结构的关系,研究结果表明,增值税转型的税盾效应显著,企业债务融资占比有所下降;郭杰等^[14]研究市场时机对资本结构的影响,证明影响主要来自于政府择时,因此政府管制是导致中国实际情况与西方理论不同的原因。另外,也有学者从一些新的角度研究资本结构,曾雪云等^[15]从公允价值会计的角度研究与资本结构的关系,发现在公允价值计量的影响下,随着金融资产规模的增加,有息债务比率显著增加,资本结构明显上升;姜付秀等^[16]检验CEO的财务经历与公司资本结构的关系,研究发现拥有财务经历的CEO对公司资本结构决策有正面的影响。

通过以上研究发现,目前关于静态资本结构的研究主要从市场有效性、融资偏好以及制度上探讨对资本结构的影响,而将非正式制度(文化)与资本结构进行结合的研究较少。

(2)在资本结构动态调整方面,Fischer等^[17]在理论上发展了资本结构动态调整模型,并正式强调资本结构调整成本的重要性,认为只有资本结构调整收益大于成本时公司才会进行调整。之后随着面板数据计量处理方法的发展,从多方面进行资本结构动态调整的研究逐渐增多。在企业特征方面,Faulkender等^[18]发现,股价、债务权益比、现金流和分红政策等均对公司的资本结构调整速度有显著影响;Antoniou等^[19]从行业特征角度入手,以英、法、德企业的制造业和服务业为例,证实行业性质决定了企业向目标资本结构的调整速度,姜付秀等^[8]采用中国上市公司的数据阐明了产品市场竞争程度与企业资本结构走向程度之间的反向关系。另一方面,从宏观经济环境角度,Löf^[20]研究发现,一国资本市场的发展状况和税收体系对企业资本结构动态调整速度具有重要影响;Levy等^[21]从经济周期角度、Cook等^[22]从宏观经济环境角度发现,当宏观经济处于上升周期时,企业资本结构趋向目标资本结构的调整速度更快;江龙等^[23]的研究发现,不同经济周期下企业资本结构的调整速度具有非对称性。

综上所述,目前针对企业资本结构动态调整的研究主要从企业、行业以及经济周期层面展开,而对非正式制度(文化)与资本结构动态调整进行结合的研究较少。

(3)在关于非正式制度层面对公司财务影响的

研究中,Baxamusa等^[24]利用美国不同城镇主要宗教不同的特点来研究对公司杠杆的影响,发现在静态资本结构上,信仰新教的城镇将导致更低的财务杠杆,宗教对公司的资本结构调整速度存在明显的影响,宗教对公司资本结构的影响不仅只显著于美国公司,对跨国公司也同样显著;Kwok等^[25]利用Hofstede's将不同国家的文化与金融系统联系在一起,发现拥有高不确定性规避文化的国家的金融系统是以银行为基础的金融系统,而拥有低不确定性规避文化的国家则相反;Shao等^[26]利用Schwartz的文化概念将不同国家的文化与上市公司的股利政策放在一起研究,发现保守型文化与股利支付率显著正相关,进取型文化则与股利支付率显著负相关;Chang等^[27]利用Hofstede的文化数据对不同国家的文化与上市公司的现金持有量进行研究,发现高不确定性规避的国家的上市公司拥有更高的现金持有量;Hilary等^[28]研究国家文化如何影响公司行为,发现宗教信仰程度高的国家的上市公司拥有较低的股票和资产回报率的标准差、较低的投资和增长率,但有较高的资本回报率;El Ghouli等^[29]对宗教与上市公司融资成本进行研究,发现在宗教程度更高的国家的上市公司拥有较低的融资成本,宗教对上市公司扮演着政府的角色,并最终得出宗教能促进国家经济发展。在中国的研究中,陈冬华等^[30]探讨宗教对公司治理的影响,发现上市公司所在地的宗教信仰程度与公司违规行为发生的可能性、被出具非标准审计意见的可能性、公司的盈余管理程度呈负向相关,宗教与正式制度存在互补关系。

纵观国内外已有研究,尽管学者们已经从多个方面对企业资本结构和非正式制度进行研究,但还有以下不足。①国外的研究大多利用Hofstede的文化数据或Schwartz的文化概念,由于方法的局限,无法将数据扩展到中国的情境中,导致针对中国文化对公司财务问题的研究较少。②已有研究由于获取数据有一定难度,大部分仍停留在对总体文化指数的研究,而没有细化到文化的各个层面,虽然近几年出现以宗教作为研究变量,但还远远不够。③国外已有非正式制度对公司财务影响的研究,但主要从股利政策、融资成本等方面着手,还没有从公司资本结构的角度进行探讨。

本研究选取的文化研究变量重商文化,既是一个新的研究角度,在一定程度上突破了国内外只利用宗教文化对上市公司财务问题进行研究的瓶颈,同时又是在中国历史文化中与经济商业活动关系最密切的文化变量,对研究中国上市公司财务问题具有较强的理论意义和实践意义。

2.2 理论分析和研究假设

中国是一个历史悠久的国家,各种文化层出不穷,结合西方商业文化在资本主义兴起过程中的作用,可以发现在近代中国历史文化中重商文化对市场经济发展所发挥的重要作用^[31]。文化的本质是一种精神和价值观,由于中国幅员辽阔,不同地域的文

化具有显著差异。一种文化的发源会影响当地的价值观,从而影响当地个体的经营理念。虽然文化的内涵会随着时间的推移逐渐影响周边区域,但异地文化对当地的影响力必然远远小于当地文化。本研究的研究对象是晋商、徽商和浙商文化。晋商文化指明清500多年间(公元1368年至公元1912年)山西商人所创造的商业精神,之前的研究总结晋商文化的精髓有5点,即积极进取、勤俭、敬业、诚信经营和讲究人和^[32]。江南地区的重商文化在历史上比较有名的主要包括徽商文化和浙商文化。徽商文化主要产生于古徽州地区,随着交通的发展和贸易范围的扩大,徽商文化渐渐从古徽州地区向浙江等沿海地区扩散,与温州商帮、台州商帮和义乌商帮等著名浙商群体相融合。受徽商影响巨大的浙商文化在当今社会仍起着十分重要的作用,并最终在商界形成统一的对浙商的印象,即开拓、勇敢和活跃^[33]。

本研究在研究重商文化对资本结构影响时,未采用历史上全部出现过的重商文化作为研究对象,只采用晋商、徽商和浙商文化进行研究,主要原因如下。①在理论研究中,通过中国知网的数据检索,研究晋商、徽商和浙商文化的文献共计834篇,其中发表在CSSCI收录的期刊上的主题为晋商文化的达到216篇,主题为徽商和浙商文化的共588篇,而粤商等其他文化只有几十篇甚至更少,说明粤商等重商文化在学术上的重要性远远小于晋商和浙商文化;②晋商、徽商和浙商文化出现得更早,并且在当今实务界,山西商人和浙江商人也成为中国经济发展中的弄潮儿,而粤商等商业文化发扬光大却是近现代才开始,不如前者传统厚重。在研究晋商、浙商和徽商文化的样本中,本研究采取对照的方法,将陕西省上市公司与山西省上市公司作为对照,将江苏省上市公司与浙江省上市公司作为对照,原因如下。①选取相邻省份作为对照组,是为了控制地理因素导致的上市公司经营结构的不同,如沿海的制造业公司比内陆的制造业公司拥有更高的出口比重,从而受国际环境影响更大;②选取相邻省份作为对照组,是为了近似控制除重商文化以外的其他文化(如民风、民族等)可能对公司资本结构产生的影响。

本研究认为在晋商文化发源地的山西省、浙商文化发源地的浙江省,上市公司内部会更深刻地感受到文化中进取、开拓和勇敢观念的影响,对公司面临的风险具有更强的忍耐力,从而在其他投资者认为风险过高的项目中进行投资。由于上市公司再融资比例中债务融资占绝大多数,面对风险较高或现金流无法支撑的投资机会,上市公司会向债权人借入资金,从而提高自身的资本结构。因此,本研究提出假设。

H_{1a} 受重商文化影响较强的地区上市公司资本结构比受重商文化影响较弱的地区上市公司资本结构更高。

由于沿海地区的上市公司更多地参与国际贸易,公司特征更容易受国际经济形势的影响,可能在一

定程度上降低了重商文化对上市公司资本结构的影响,使资本结构相对下降。因此,本研究提出假设。

H_{1b} 浙江和江苏上市公司资本结构比山西和陕西上市公司资本结构受到的重商文化影响更小。

本研究认为,在H_{1a}成立的前提下,受重商文化影响较强的地区的上市公司更能够忍受风险,在自身资本结构较高时,调整速度比受重商文化影响较弱的上市公司慢,同时重商文化对内陆地区的影响比对沿海地区的影响更大。因此,本研究提出假设。

H_{2a} 受重商文化影响较强地区的上市公司的资本结构动态调整速度比受重商文化影响较弱地区的上市公司的速度更慢。

H_{2b} 重商文化对山西和陕西上市公司资本结构动态调整速度的影响比对浙江和江苏上市公司的速度影响更大。

3 模型和变量定义

根据已有的理论和相关研究,本研究借鉴Baxamusa等^[24]、沈艺峰等^[1]和姜付秀等^[7]研究资本结构的模型,并对资本结构动态调整模型进行一定的改进,通过加入重商文化变量,扩展部分调整模型,考察重商文化对资本结构动态调整的影响。最终得出以下模型。

$$cs = \beta_0 + \beta_1 mer + \beta_2 profit + \beta_3 size + \beta_4 collateral + \beta_5 percapital + \beta_6 btom + \beta_7 growth + industry + year + \mu \quad (1)$$

$$cs_{i,t} = \theta_0 + (1 - \delta) cs_{i,t-1} + \gamma mer + \eta mer \cdot cs_{i,t-1} + \theta_1 dep + \theta_2 profit + \theta_3 size + \theta_4 collateral + \theta_5 percapital + \theta_6 btom + \theta_7 growth + industry + year + \mu \quad (2)$$

其中, β_0, θ_0 为常数项, $\beta_1 \sim \beta_7, \theta_1 \sim \theta_7$ 为回归系数, μ 为随机误差项, δ 为模型估计得到的样本公司每年平均的资本结构动态调整速度, γ 为重商文化系数, η 为重商文化与上期资本结构的交互项系数。其他变量定义见表1。

解释变量和控制变量预期符号如下。

解释变量为 *mer*, 代表重商文化的影响。晋商文化的发源地在山西省,因为文化的地域性强并且当地个体对文化发源地的认同感强,所以本研究认为山西省上市公司相比于周边省份(如陕西)上市公司受重商文化影响更大。因此,山西省上市公司的 *mer* 取值为1,对比组陕西省上市公司的 *mer* 取值为0。同理将浙江省上市公司的 *mer* 取值为1,对比组江苏省上市公司的 *mer* 取值为0。当重商文化对资本结构有正向影响时,系数符号预期显著为正。

profit 为上市公司单位资产能带来的收益,即获利能力。因为单位资产带来的收益越高,公司通过内部融资的倾向越高,公司的负债权益比越低;同时,传递出获利能力强信息的公司更容易获得外部投资者的债务投资,而债务的资本成本低于权益投资的资本成本,所以公司更偏向于债务融资,因此本研究 *profit* 的系数符号不确定,结果可以进一步验证在中

表1 变量定义
Table 1 Definition of Variable

变量名称	变量符号	计算方式
当期资本结构	$cs_{i,t}$	$\frac{\text{当期负债}}{\text{当期所有者权益}}$
重商文化	mer	重商文化发源地为1,对照组为0
上期资本结构	$cs_{i,t-1}$	$\frac{\text{上期负债}}{\text{上期所有者权益}}$
非债务税盾	dep	$\frac{\text{固定资产折旧}}{\text{总资产}}$
获利能力	$profit$	$\frac{\text{主营业务收入}}{\text{公司规模}}$
可抵押净资产	$collateral$	$\frac{\text{存货净值} + \text{固定资产净值}}{\text{总资产比率}}$
公司规模	$size$	总资产的自然对数
人均可支配收入	$percapital$	$\frac{\text{当年人均可支配收入}}{\text{当年CPI}}$
投资机会	$btom$	$\frac{\text{账面价值}}{\text{市值}}$
成长机会	$growth$	销售增长率
法律制度环境指数	$mindex$	对生产者合法权益的保护指数、知识产权保护指数和消费者权益保护指数之和
年份	$year$	根据年份不同,设置12个年度哑变量
行业	$industry$	按照CSMAR数据库中证监会行业分类,共设12个行业哑变量,稳健性检验中制造业扩展为二级行业分类,共计20个行业哑变量

国受重商文化影响下的上市公司更符合哪个理论。 $size$ 的估计系数预期为正,因为公司的资产规模越大,就具有越强的债务融资能力,越容易进入债务融资市场,从而更容易借债。因为有形资产能够为公司负债提供更多的担保物,所以本研究预期 $collateral$ 的估计系数为正。因为人均可支配收入越高,意味着该省份资金较为充裕,公司能够更轻易地获得贷款,所以本研究预期 $percapital$ 的估计系数为正。 $btom$ 指标越高,意味着市场估值和账面价值差距越小,市场对公司信心不足,则公司获得外部资金投入的概率就越低,因此,本研究预期 $btom$ 的估计系数为负。 $growth$ 为增长指标,该指标越高意味着公司的未来发展前景越好,公司更有可能获得外部资本的进入,因此本研究预期 $growth$ 的估计系数为正。 dep 为非债务税盾,当上市公司拥有更多的折旧抵税时,可能会降低对负债而导致的利息抵税的需求,从而本研究预期 dep 的估计系数为负。 $industry$ 和 $year$ 为虚拟变量,分别用于行业和年度固定模型。

4 描述性统计和实证检验

2012年证监会颁布了新的《上市公司行业分类指引》,行业分类变动较大,同时本研究进行了二级行业细分,对行业分类要求较高;由于财务数据只更

新到2012年,本研究数据从2000年至2011年共计12年,一年数据对结果影响较小。为了保证数据前后一致性,本研究选择2000年至2011年山西、陕西、浙江和江苏4省A股上市公司数据进行研究。为提高研究的有效性,按以下原则进行筛选。①剔除中小板、创业板公司;②剔除金融类上市公司;③剔除ST的上市公司;④剔除其他变量缺失的公司。最终得到山西和陕西组上市公司48家,519个观测值,制造业上市公司25家,共271个观测值;浙江和江苏组上市公司168家,1606个观测值,制造业上市公司95家,共891个观测值。由于制造业样本的特殊性,采取剔除制造业样本以外的数据后再次进行回归。所有模型的数据均在1%的水平进行Winsorize处理。财务数据来自CSMAR数据库,CPI数据、人均可支配收入数据来自山西、陕西、浙江和江苏4省统计年鉴。

4.1 描述性统计

表2给出山西和陕西、浙江和江苏两组数据的变量描述性统计分析结果。由表2可知,山西和陕西两省的上市公司资本结构均值为1.724,计算可得资产负债率为63.289%,同理,浙江和江苏上市公司负债率为58.644%,处于较高的债务水平;获利能力的均值分别为4.189和0.798,表示山西和陕西公司的获利能力处于较高水平而浙江和江苏处于较低的水平;

表2 描述性统计
Table 2 Descriptive Statistics

	均值	中位数	标准差	最小值	25%	75%	最大值
山西和陕西上市公司样本							
<i>cs</i>	1.724	0.985	9.295	-105.408	0.590	1.653	151.238
<i>profit</i>	4.189	0.618	6.492	0.010	0.022	14.669	16.287
<i>size</i>	9.287	9.322	0.392	8.341	9.124	9.568	11.838
<i>collateral</i>	0.458	0.457	0.162	0.045	0.353	0.562	0.852
<i>percapital</i>	10 695.757	9 234.240	8 422.772	4 925.940	7 707.040	11 874.490	55 552.800
<i>btom</i>	0.705	0.733	0.249	0.016	0.521	0.896	1.499
<i>growth</i>	0.258	0.148	0.798	-0.999	-0.012	0.354	10.462
<i>dep</i>	0.028	0.024	0.020	0.002	0.016	0.033	0.145
浙江和江苏上市公司样本							
<i>cs</i>	1.418	1.022	3.130	-7.994	0.562	1.741	114.969
<i>profit</i>	0.798	0.655	0.618	0.000	0.440	0.977	9.072
<i>size</i>	9.302	9.312	0.421	6.127	9.025	9.550	10.690
<i>collateral</i>	0.440	0.434	0.165	0.000	0.320	0.555	0.944
<i>percapital</i>	15 489.798	15 360.980	4 668.582	7 162.473	11 845.691	18 510.982	24 494.310
<i>btom</i>	0.758	0.791	0.249	0.006	0.588	0.948	1.396
<i>growth</i>	0.934	0.150	21.452	-1.000	0.006	0.308	827.202
<i>dep</i>	0.032	0.021	0.100	0.001	0.010	0.351	0.529

公司规模的均值分别为9.287和9.302,说明两组所选上市公司基本处于同一水平;可抵押资产均值分别为0.458和0.440,说明所选择上市公司的有形资产数量与无形资产数量基本持平,事实上,样本中制造业样本所占数量较大,因此有形资产比重较大,下文专门剔除非制造业数据以检测一般情况;人均可支配收入均值分别为10 695.757和15 489.798,说明浙江和江苏的人均可支配收入明显好于山西和陕西等内陆省份;投资机会的均值分别为0.705和0.758,市场估值和账面价值差距不大,说明公司估值较低,从而有更好的发展前景,导致更高的外债投资,拥有更高的负债权益水平;成长机会的均值分别为0.258和0.934,说明沿海的上市公司具有更高的成长机会,而较小的成长机会导致公司通过举债获取外部资金的机会降低,对资本结构具有显著的负向影响。

表3给出不同变量之间的相关矩阵。从山西和陕西组 spearman 相关系数可知,重商文化与公司资本结构相关系数为0.190,在1%的水平上正相关,说明受重商文化影响较强的地区上市公司资本结构高于受重商文化影响较弱的地区上市公司,初步验证了

H_1 ;重商文化影响与非债务税盾相关系数为0.303,在5%的水平上正相关;重商文化与人均可支配收入相关系数为0.185,在1%的水平上正相关,说明受重商文化影响较强地区人均可支配收入较高;重商文化与公司规模相关系数为-0.505,在5%的水平上负相关。从浙江和江苏组 spearman 系数可知,重商文化与人均可支配收入相关系数为0.396,在1%的水平上正相关;重商文化与公司规模相关系数为-0.124,在1%的水平上负相关;重商文化与可抵押资产相关系数为0.129,在1%水平上正相关。与山西和陕西组相关系数结果大致相同。

表4给出单变量检验的结果。根据是否是重商文化发源地的不同分为重商文化影响较高组(山西和浙江)和重商文化影响较低组(陕西和江苏),即对因变量进行描述性统计并比较组间差异。结果显示,重商文化影响下的山西和陕西制造业样本的资本结构更高,且在5%的水平上显著,符合 H_{1a} ;浙江和江苏样本中受重商文化影响较高地区的资本结构却更低,与 H_{1a} 不同,但可能是由于影响资本结构的其他因素导致。以上发现仅为初步检验,需要控

表3 Pearson(Spearman)相关性检验
Table 3 Pearson(Spearman) Correlation Analysis

	<i>btom</i>	<i>collateral</i>	<i>size</i>	<i>profit</i>	<i>cs</i>	<i>mer</i>	<i>percapital</i>	<i>growth</i>	<i>dep</i>
山西和陕西上市公司样本									
<i>btom</i>	1.000	0.161***	0.208***	0.023	0.224***	0.085*	-0.251***	0.065	-0.026
<i>collateral</i>	0.181**	1.000	0.209***	0.094**	0.065	0.055	0.079*	0.093**	0.515**
<i>size</i>	0.076*	0.183***	1.000	-0.047	0.260***	-0.505**	0.315***	0.231***	0.293***
<i>profit</i>	-0.022	0.004	-0.164***	1.000	0.089**	0.003	-0.017	0.123***	-0.004
<i>cs</i>	0.063	0.019	0.000	0.085*	1.000	0.190***	0.169***	0.031	0.008
<i>mer</i>	0.074*	0.058	0.302***	-0.538***	0.056	1.000	0.185***	-0.179***	0.303**
<i>percapital</i>	-0.064	0.025	0.047	-0.111**	0.010	0.211***	1.000	0.018	0.172***
<i>growth</i>	0.065	0.065	0.060	0.019	-0.007	0.053	0.013	1.000	0.065
<i>dep</i>	-0.031	0.517***	0.250***	-0.135***	-0.015	0.280***	0.084*	0.021	1.000
浙江和江苏上市公司样本									
<i>btom</i>	1.000	0.205***	0.312***	-0.015	0.272***	-0.069***	-0.252	0.004	-0.021
<i>collateral</i>	0.215***	1.000	0.125***	-0.047*	0.170***	0.129***	0.033**	0.030	-0.222**
<i>size</i>	0.336***	0.161***	1.000	0.061**	0.439**	-0.124***	0.314***	0.070***	-0.043
<i>profit</i>	0.045*	-0.081***	0.083***	1.000	0.125***	-0.012	0.061**	0.138***	0.017
<i>cs</i>	0.239***	0.111***	0.346***	0.196***	1.000	0.013	0.132***	0.099***	-0.081**
<i>mer</i>	-0.065***	0.124***	-0.118***	-0.006	-0.032	1.000	0.396***	-0.023	-0.040
<i>percapital</i>	-0.255	0.033	0.291***	0.050**	0.119***	0.427**	1.000	0.084***	-0.014
<i>growth</i>	0.001	0.032	0.055**	0.077	0.118***	0.019	-0.008	1.000	0.006
<i>dep</i>	-0.038	-0.006	-0.083	-0.437***	-0.094**	0.247**	-0.023	0.009	1.000

注: 对角线左下方为pearson相关系数, 右上方为spearman相关系数; ***为1%水平上显著相关, **为5%水平上显著相关, *为10%水平上显著相关, 下同。

表4 单变量检验
Table 4 Samples T-Test

	重商文化 影响较高组	重商文化 影响较低组	均值差 (较高-较低)	t 值	p 值
山西和陕西总体样本	1.979	1.469	0.511	0.617	0.537
山西和陕西制造业样本	3.629	0.954	2.675	2.027	0.045
浙江和江苏总体样本	1.285	1.575	-0.291	-1.818	0.069
浙江和江苏制造业样本	1.039	1.194	-0.155	-2.501	0.013

制其他变量后才能得出最终结论。

4.2 重商文化与资本结构的回归检验

本研究首先检验重商文化对静态资本结构的影响, 然后检验两种地理环境下重商文化对资本结构动态调整速度的影响, 最后检验重商文化和正式制度(法律)对资本结构的共同作用。同时, 本研究把

样本分为全行业样本和制造业子样本, 主要原因有,

①在山西、陕西、江苏和浙江4省样本中, 制造业样本占50%以上, 单独进行制造业回归可以减少数据的波动性; ②虽然都受重商文化的影响, 但由于山西、陕西、浙江和江苏的地理位置不同, 导致它们的制造业有所区别, 山西和陕西两省制造业企业的产品主

表5 静态资本结构回归结果
Table 5 Regression Results of Capital Structure

	山西和陕西总体样本 (1)		山西和陕西制造业 (2)		浙江和江苏总体样本 (3)		浙江和江苏制造业 (4)	
	估计系数	t 值	估计系数	t 值	估计系数	t 值	估计系数	t 值
截距项	-0.120	-0.221	3.447	0.610	5.710	1.171	4.332	0.810
<i>mer</i>	0.720***	2.864	1.037***	2.882	2.166**	2.292	1.084	1.042
<i>profit</i>	0.053***	2.913	0.220	0.454	0.371***	7.082	0.197**	2.294
<i>collateral</i>	0.015	0.982	1.058	0.932	0.288*	1.713	0.390*	1.843
<i>size</i>	-0.044**	-2.171	-0.049	-0.111	0.587***	6.710	0.267***	2.682
<i>percapital</i>	-1.753E ⁻⁵	0.275	-2.032E ⁻⁵	-0.650	-5.440E ^{-4**}	-2.291	-3.026E ⁻⁴	-1.164
<i>btom</i>	1.298**	2.391	-0.801	-0.834	1.010***	6.300	0.669***	3.822
<i>growth</i>	-0.038	0.844	-0.301	-0.802	0.222***	4.141	0.241***	2.801
行业	已控制		未控制		已控制		未控制	
年份	已控制		已控制		已控制		已控制	
R ²	0.087		0.143		0.191		0.117	
观测值	519		271		1 606		891	

要销往周边省份和国内地区,浙江和江苏制造业企业更偏向出口,由于国际贸易的重要影响,重商文化对浙江和江苏的影响是否显著值得检验。

4.2.1 重商文化对静态资本结构的影响

本研究首先利用(1)式对总体样本进行回归,在控制相关联的财务指标后,检验重商文化对静态资本结构的影响;然后单独对4省制造业上市公司样本进行回归,检验重商文化对静态资本结构的影响,并将山西和陕西、浙江和江苏两个样本组的回归方程显著性进行比较,具体结果见表5。

从不同地区的重商文化的角度,由表5(1)列和(2)列检验结果可知,重商文化的系数分别为0.720和1.037,且在1%的水平上显著,说明山西和陕西两省相比,在控制其他变量的情况下,受重商文化影响较强的地区比受影响较弱的地区的资本结构更高, H_{1a} 得到验证。就控制变量而言,获利能力与资本结构系数为0.053,在1%的水平上显著正相关,表明公司盈利能力越强,公司更容易吸引债权人投资,从而资本结构越高,这与之前的一些研究不尽相同;公司规模与资本结构在总体样本回归中系数为-0.044,在5%的水平上显著负相关,原因可能是由于上市公司总资产越大,越有可能在市场上获得权益融资而不选择债务融资,从而降低违约风险;投资机会与资本结构系数为1.298,在5%的水平上显著正相关,表

明市场价值与账面价值越接近,公司的投资机会越好,从而越能够吸引到债务融资,所以资本结构越高。可抵押净资产与资本结构系数为0.015,符号符合预期但不显著;人均可支配收入与资本结构系数为-1.753E⁻⁵,符号与预期相反但数值较小且不显著,可能是由于样本分省份研究降低了不同省份之间人均可支配收入差距对资本结构的影响;成长性与资本结构系数为-0.038,符号与预期相反但不显著。因此可以发现,控制变量回归系数结果和方向与已有研究结果基本一致,说明本研究结果具有合理性。

由表5(3)列和(4)列检验结果可知,重商文化的系数在总体样本回归中为2.166,在5%的水平上显著,但制造业样本的系数为1.084,并不显著,说明在控制其他变量的情况下,总体样本中重商文化对资本结构的影响显著正相关, H_{1a} 得到部分验证。但在制造业样本中,重商文化的系数不再显著,且总体样本的重商文化系数也不如晋商文化的系数显著,显著性下降的原因是,由于沿海上市公司尤其是制造业更容易受到国际经济大环境的影响,从而对文化的敏感性没有内陆地区强, H_{1b} 得到验证。就控制变量而言,获利能力与资本结构在总体样本和制造业样本的回归系数分别为0.371和0.197,分别在1%和5%的水平上显著,说明公司获利能力越强,公司获

表6 资本结构动态调整回归结果
Table 6 Regression Results of Dynamic Adjustment of Capital Structure

	山西和陕西总体样本 (1)		山西和陕西制造业 (2)		浙江和江苏总体样本 (3)		浙江和江苏制造业 (4)	
	估计系数	t 值	估计系数	t 值	估计系数	t 值	估计系数	t 值
截距项	0.080	0.150	3.645	1.251	-4.253	-1.561	-3.918	-1.311
<i>cs</i>	0.480***	7.981	0.200***	3.732	0.936***	54.981	0.915***	42.463
<i>mer</i>	-0.514*	-1.642	-0.344	-1.460	-1.018*	-1.803	-0.934	-1.502
<i>cs · mer</i>	0.780***	5.742	0.869***	8.294	-0.066**	-2.352	-0.028	-0.624
<i>dep</i>	-0.124	-0.544	-0.640*	-1.661	-0.244	-0.434	-0.363	-0.822
<i>profit</i>	0.035**	1.923	-0.456*	-1.683	0.029	1.422	-0.056	-1.161
<i>collateral</i>	-0.507	-0.780	1.158*	1.922	-0.046	-0.500	-0.108	-0.910
<i>size</i>	-0.011	-0.910	0.025	0.114	-0.093*	-1.911	-0.053	-0.960
<i>percapital</i>	-7.230E ⁻⁶	-0.471	-7.150E ⁻⁴	-1.571	2.700E ⁻⁴ *	1.874	2.385E ⁻⁴	1.490
<i>btom</i>	0.555	1.000	-0.238	-0.450	0.412***	4.562	0.249**	2.513
<i>growth</i>	-0.146	-0.802	-0.027	-0.140	-0.058*	-1.863	0.019	0.392
行业	已控制		未控制		已控制		未控制	
年份	已控制		已控制		已控制		已控制	
R ²	0.339		0.562		0.790		0.771	
观测值	519		271		1 606		891	

得债务融资的可能性越高;可抵押资产与资本结构在总体样本和制造业样本的回归系数分别为0.288和0.390,在10%的水平上显著,说明公司可抵押资产越多,越容易获得债务融资,同时侧面验证了制造业的有形资产比例处于所有行业平均值之上的水平;公司规模与资本结构在总体样本和制造业样本的回归系数分别为0.587和0.267,在1%的水平上显著,说明公司规模越大,公司获得债务性融资的能力越强;投资机会与资本结构在两组样本的回归系数分别为1.010和0.669,在1%的水平上显著,表明市场价值与账面价值越接近,公司的投资机会越好,从而越能吸引到债务融资,所以资本结构越高;成长机会的回归系数在总体样本和制造业样本的回归系数分别为0.222和0.241,在1%的水平上显著,表明公司未来的成长可能性越高,获得外部投资者债务融资的几率越大。

4.2.2 重商文化对上市公司资本结构动态调整的影响

为了考察重商文化对资本结构调整速度的影响,本研究对山西、陕西、浙江和江苏4省的样本数据用(2)式进行回归分析,结果见表6。在引入重商文化与上一期资本结构的交叉项后,资本结构的调整速度为 $\delta' = \delta - \eta \cdot mer \cdot cs_{i,t-1}$ 。由表6(1)列和(2)列可

知,交互项的回归系数分别为0.780和0.869,且均在1%的水平上显著为正,说明受重商文化影响的山西和陕西上市公司资本结构调整速度更慢,表5回归结果显示受重商文化影响的上市公司静态资本结构更高,两者结合说明,受重商文化影响的上市公司资本结构动态调整速度更慢,承受风险能力更强, H_{2a} 得到验证。由表6(3)列和(4)列可知,交互项的回归系数在总体样本中在5%的水平上显著,在制造业样本中不显著,说明受重商文化影响的浙江和江苏制造业上市公司的资本结构调整速度与其他公司相比没有明显区别。将4列进行横向比较发现,浙江和江苏的上市公司与山西和陕西的上市公司相比,在控制其他因素的前提下,重商文化对上市公司的资本结构调整速度的影响明显下降,制造业上市公司尤为明显,说明国际贸易的影响减弱了重商文化对上市公司的影响, H_{2b} 得到验证。从控制变量看,绝大部分变量回归系数的方向与已有研究结果一致,说明模型的设定比较合理。

4.2.3 不同正式制度环境下的重商文化影响

在明确了公司所处的重商文化氛围对上市公司资本结构的影响后,本研究进一步探讨在决定公司资本结构的因素中,正式制度(法律)与重商文化的作用方向是互补的、替代的还是无关的。

本研究认为商人由于理性人的自利假设,都具有逐利性,在良好的宏观经济形势下,公司管理层会借助更高的杠杆效应获取更大的利益,受重商文化等进取型文化影响的上市公司更是如此。但是,在法律等正式制度约束较强的地区,政府部门和银行等金融部门会对高杠杆上市公司有更强的监管,所以重商文化等进取型文化起到的作用可能是微小的,进而会出现互相替代的特点。相反,如果是保守型的非正式制度(宗教),两者会出现互补的特点^[30]。

为了验证猜想,本研究将正式制度引入(1)式进行检验。将4个省份的法律制度环境指数^[34]作为控制变量引入(1)式,分别对静态资本结构进行重新测试。由于法律制度环境指数的数据限制,本研究用2000年至2009年数据进行回归,表7给出回归结果,除重商文化系数外,受篇幅限制,控制变量的系数略。

表7 不同正式制度环境下静态资本结构回归结果
Table 7 Regression Results of Capital Structure in Different Formal System

		总体样本	制造业样本
山西和 陕西样本	<i>mer</i>	0.413* (1.754)	0.810*** (2.851)
	控制变量	已控制	已控制
	行业	已控制	未控制
	年份	已控制	已控制
	R^2	0.079	0.085
浙江和 江苏样本	<i>mer</i>	-0.135 (-1.545)	1.869 (1.201)
	控制变量	已控制	已控制
	行业	已控制	未控制
	年份	已控制	已控制
	R^2	0.174	0.126

在山西和陕西上市公司组中,重商文化的回归系数为0.413和0.810,均显著为正,即正面提高了公司的资本结构;在浙江和江苏上市公司组中,重商文化的回归系数都不显著,说明重商文化对公司的资本结构没有影响。但是将表7的重商文化系数与表5进行比较后可以发现,在引入法律制度环境指数作为控制变量后,无论是系数的显著性还是系数值的大小都显著下降。综上结果表明,正式制度(法律)与重商文化(进取型文化)在决定当地上市公司资本结构的过程中存在一定的替代关系,这也从侧面

验证了陈冬华等^[30]的研究结论。

5 稳健性检验

5.1 控制股权结构对资本结构的影响

已有研究表明^[1],公司股权结构对公司资本结构有一定的影响,因此本研究在已有模型的基础上控制第一大股东持股比例和前十大股东持股比例,重新进行回归分析,上述研究结论不变。

5.2 重新定义资本结构

已有研究表明,主要有4个指标衡量资本结构,即 $\frac{\text{总负债}}{\text{总资产}}$ 、 $\frac{\text{债务}}{\text{权益}}$ 、 $\frac{\text{债务}}{\text{总资产}}$ 和 $\frac{\text{债务}}{\text{投资资本}}$ 。总负债与债务存在一定的差别,集中体现在总负债包含了应收和应付等商业信用指标,而债务更集中在短期和长期借款指标上。因此,投资资本是债务和所有者权益的和。为增强稳健性,本研究选用 $\frac{\text{总负债}}{\text{总资产}}$ 和 $\frac{\text{债务}}{\text{权益}}$ 两个指标重新进行研究,研究结论不变。

5.3 控制产业结构

根据国家统计局数据,山西和陕西两省的产业结构可能有较大差距,山西的采掘业、陕西的装备制造业分别在其工业中占有较大比重,因此资本结构的差别可能是由于两省产业结构不同造成的。为了控制产业结构的差别,本研究做了两项稳健性测试,①将固定效应模型中固定一级行业改为固定二级行业,即将制造业细分为10个子行业,共20个行业虚拟变量,这样可以分别固定住采掘业和装备制造业的影响,结果见表8和表9;②为了保证产业结构进一步相似,本研究将山西的采掘业和陕西的装备制造业上市公司样本剔除,剔除后样本只剩下两省相似的行业的上市公司样本,总体样本观测值为412,制造业样本观测值为178,然后对山西和陕西样本组重复静态资本结构和资本结构动态调整的检验,结果见表10,表10(1)列和(2)列给出静态资本结构回归结果,(3)列和(4)列给出资本结构动态调整回归结果。

表8结果表明,将制造业二级行业进行细分控制后,*mer*的系数在山西和陕西全样本和制造业样本中分别为0.470和0.838,在5%的水平上显著;在浙江和江苏全样本中为2.406,在1%的水平上显著,但在制造业样本中不显著。说明将行业进行二级细分控制后,重商文化在两组全样本中对资本结构仍然有显著正向影响,浙江和江苏制造业更容易受到国外经济环境的影响,受重商文化影响较小。表9结果表明,将制造业二级行业进行细分控制后,交互项 $cs \cdot mer$ 系数在山西和陕西全样本和制造业样本中分别为0.232和0.683,且都显著;在浙江和江苏全样本中为0.069,在5%水平上显著,但在制造业样本中不显著。说明将行业进行二级细分控制后,重商文化对两组全样本资本结构调整速度仍然有显著影响,但由于浙江和江苏制造业样本更容易受到国外经济环境的影响,受重商文化影响较小。

表10结果表明,将山西和陕西两省不同的支柱

表8 静态资本结构回归结果(二级分类)
Table 8 Regression Results of Capital Structure(Second Classification)

	山西和陕西总体样本 (1)		山西和陕西制造业 (2)		浙江和江苏总体样本 (3)		浙江和江苏制造业 (4)	
	估计系数	t 值	估计系数	t 值	估计系数	t 值	估计系数	t 值
截距项	2.152	3.564	6.479	1.720	9.145	1.951	3.174	0.621
<i>mer</i>	0.470**	1.713	0.838**	2.452	2.406***	2.654	1.079	1.081
控制变量	已控制		已控制		已控制		已控制	
行业	已控制		已控制		已控制		已控制	
年份	已控制		已控制		已控制		已控制	
R^2	0.145		0.189		0.257		0.191	
观测值	519		271		1 606		891	

表9 资本结构动态调整回归结果(二级分类)
Table 9 Regression Results of Dynamic Adjustment of Capital Structure(Second Classification)

	山西和陕西总体样本 (1)		山西和陕西制造业 (2)		浙江和江苏总体样本 (3)		浙江和江苏制造业 (4)	
	估计系数	t 值	估计系数	t 值	估计系数	t 值	估计系数	t 值
截距项	-1.628	-2.444	4.619	1.390	-6.738	-2.090	-7.165	-2.130
<i>mer</i>	0.094	0.232	-0.269	-0.744	-1.399	-2.250	-1.329	-2.051
<i>cs</i>	0.218	3.431	0.134	1.792	0.806	39.462	0.789	31.281
<i>cs · mer</i>	0.232*	1.670	0.683***	5.112	0.069**	2.041	-0.071	-1.325
控制变量	已控制		已控制		已控制		已控制	
行业	已控制		已控制		已控制		已控制	
年份	已控制		已控制		已控制		已控制	
R^2	0.395		0.385		0.662		0.658	
观测值	519		271		1 606		891	

行业样本剔除后, *mer*系数分别为0.791和0.589,且显著为正, *cs · mer*系数为0.269和0.720,也显著为正。说明将不同的支柱行业样本剔除后,重商文化对静态资本结构和动态资本结构仍有显著影响。

6 结论

本研究以2000年至2011年中国A股主板市场山西、陕西、浙江和江苏4省的上市公司为样本,从重商文化的角度检验历史文化对公司资本结构的影响。实证结果表明,在静态资本结构方面,受重商文化影

响较强地区的上市公司资本结构更高,重商文化对内陆地区上市公司的影响比沿海地区上市公司更强;在资本结构动态调整速度方面,受重商文化影响较强地区的上市公司资本结构动态调整速度更慢,承受风险能力更强,沿海地区重商文化对上市公司资本结构动态调整速度的影响更小;单独检验制造业样本发现,重商文化对沿海地区制造业公司影响不显著,对内陆地区制造业公司影响显著,说明沿海地区制造业公司更容易受国际经济环境影响,导致受重商文化影响较小。此外,这种影响在法律制度

表10 山西和陕西资本结构回归结果
Table 10 Regression Results of Shanxi-Shaanxi Capital Structure

	山西和陕西总体样本 (1)		山西和陕西制造业 (2)		山西和陕西总体样本 (3)		山西和陕西制造业 (4)	
	估计系数	t 值	估计系数	t 值	估计系数	t 值	估计系数	t 值
截距项	2.766	3.581	18.103	2.713	-1.660	-2.120	9.256	1.491
<i>mer</i>	0.791**	1.992	0.589*	1.652	-0.672	-0.794	-0.801	-1.301
<i>cs</i>					0.186	2.531	0.106	1.120
<i>cs · mer</i>					0.269*	1.722	0.720***	4.061
控制变量	已控制		已控制		已控制		已控制	
行业	已控制		已控制		已控制		已控制	
年份	已控制		已控制		已控制		已控制	
R^2	0.115		0.205		0.334		0.360	
观测值	412		178		412		178	

环境较好的地区变弱,即正式制度(法律)与重商文化(进取型文化)对资本结构的影响存在一定的替代关系。总体上看,重商文化可以认为是非正式制度的一个重要方面,影响上市公司的资本结构,即受重商文化影响较强地区上市公司资本结构偏高,风险较大。

本研究在理论上为区域文化对公司财务的影响提供了新的证据和方向,丰富了文化以及非正式制度对公司财务影响的研究;本研究从新的视角研究上市公司资本结构的影响因素,说明重商文化对当地上市公司行为的影响,对金融部门监管上市公司风险具有一定的现实意义;本研究验证不同非正式制度与正式制度的关系,对不同地区正式制度的建立具有一定的参考价值,即受重商文化影响较强地区应加快法律制度的建设,以减少上市公司受重商文化影响,从而减少上市公司的不理性行为。

本研究还存在一些局限性,①对上市公司进行分区域回归过程中,由于各个省份上市公司数量的局限性,没有把样本再细分到不同企业性质的上市公司;②由于文化的地域性,研究重商文化对上市公司的影响,仅仅是文化对公司资本结构影响的一个方面,不能完全衡量文化的影响程度。这些研究局限留待未来的研究逐步解决。

参考文献:

- [1] 沈艺峰,肖珉,林涛. 投资者保护与上市公司资本结构[J]. 经济研究,2009,44(7):131-142.
Shen Yifeng, Xiao Min, Lin Tao. Investor protection and firm capital structure [J]. Economic Research Journal, 2009,44(7):131-142. (in Chinese)
- [2] 孔爱国,薛光煜. 中国上市公司资本结构调整能力的实证研究[J]. 复旦学报:社会科学版,

2005(4):39-46.

Kong Aiguo, Xue Guangyu. An empirical test on the Chinese listed companies' ability to adjust the capital structure [J]. Fudan Journal: Social Sciences Edition, 2005(4):39-46. (in Chinese)

- [3] 肖作平. 上市公司资本结构与公司绩效互动关系实证研究[J]. 管理科学,2005,18(3):16-22.
Xiao Zuoping. Empirical study on the interactive relation between capital structure and corporate performance of listed companies [J]. Journal of Management Science, 2005,18(3):16-22. (in Chinese)
- [4] 童勇. 资本结构的动态调整和影响因素[J]. 财经研究,2004,30(10):96-104.
Tong Yong. Dynamic adjustment of capital structure and the determinants [J]. Journal of Finance and Economics, 2004,30(10):96-104. (in Chinese)
- [5] 于蔚,金祥荣,钱彦敏. 宏观冲击、融资约束与公司资本结构动态调整[J]. 世界经济,2012,35(3):24-47.
Yu Wei, Jin Xiangrong, Qian Yanmin. Macroeconomic shocks, financing constraints and corporate capital structure dynamics [J]. The Journal of World Economy, 2012,35(3):24-47. (in Chinese)
- [6] 盛明泉,张敏,马黎珺,李昊. 国有产权、预算软约束与资本结构动态调整[J]. 管理世界,2012(3):151-157.
Sheng Mingquan, Zhang Min, Ma Lijun, Li Hao. The state-owned property right, the soft constraint in budget, and the dynamic adjustment of the capital structure [J]. Management World, 2012(3):151-157. (in Chinese)
- [7] 姜付秀,黄继承. 市场化进程与资本结构动态

- 调整[J]. 管理世界, 2011(3):124-134,167.
Jiang Fuxiu, Huang Jicheng. The process of marketization and the dynamic adjustment of the capital structure [J]. *Management World*, 2011(3):124-134,167. (in Chinese)
- [8] 姜付秀, 屈耀辉, 陆正飞, 李焰. 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.
Jiang Fuxiu, Qu Yaohui, Lu Zhengfei, Li Yan. Product market competition and dynamic capital structure adjustment [J]. *Economic Research Journal*, 2008, 43(4):99-110. (in Chinese)
- [9] Baker M, Wurgler J. Market timing and capital structure [J]. *The Journal of Finance*, 2002, 57(1):1-32.
- [10] 黄少安, 张岗. 中国上市公司股权融资偏好分析[J]. 经济研究, 2001, 36(11):12-20, 27.
Huang Shaonan, Zhang Gang. Equity financing preference analysis of the listed companies in China [J]. *Economic Research Journal*, 2001, 36(11):12-20, 27. (in Chinese)
- [11] 肖泽忠, 邹宏. 中国上市公司资本结构的影响因素和股权融资偏好[J]. 经济研究, 2008, 43(6):119-134, 144.
Xiao Zezhong, Zou Hong. The determinants of capital structure and equity financing preference in listed Chinese companies [J]. *Economic Research Journal*, 2008, 43(6):119-134, 144. (in Chinese)
- [12] 屈耀辉, 傅元略. 优序融资理论的中国上市公司数据验证: 兼对股权融资偏好再检验[J]. 财经研究, 2007, 33(2):108-118.
Qu Yaohui, Fu Yuanlue. The pecking order theory verified by Chinese companies data: Test on preference of equity financing again [J]. *Journal of Finance and Economics*, 2007, 33(2):108-118. (in Chinese)
- [13] 张霞, 毕毅. 增值税改革对企业资本结构的影响研究[J]. 中央财经大学学报, 2013(8):6-11.
Zhang Xia, Bi Yi. Study on impact of value-added tax reform on firms' capital structure [J]. *Journal of Central University of Finance & Economics*, 2013(8):6-11. (in Chinese)
- [14] 郭杰, 张英博. 企业择时还是政府择时?: 中国特定制度背景下 IPO 市场时机选择对资本结构的影响[J]. 金融研究, 2012(7):137-153.
Guo Jie, Zhang Yingbo. On the market timing choices of enterprise or government regulations: IPO market timing and capital structure with China's certain institutional background [J]. *Journal of Financial Research*, 2012(7):137-153. (in Chinese)
- [15] 曾雪云, 徐经长. 公允价值计量、金融投资行为与公司资本结构[J]. 金融研究, 2013(3):181-193.
Zeng Xueyun, Xu Jingchang. Fair value accounting, securities investment and capital structure in China [J]. *Journal of Financial Research*, 2013(3):181-193. (in Chinese)
- [16] 姜付秀, 黄继承. CEO 财务经历与资本结构决策[J]. 会计研究, 2013(5):27-34.
Jiang Fuxiu, Huang Jicheng. CEO's financial experience and capital structure [J]. *Accounting Research*, 2013(5):27-34.
- [17] Fischer E O, Heinkel R, Zechner J. Dynamic capital structure choice: Theory and tests [J]. *The Journal of Finance*, 1989, 44(1):19-40.
- [18] Faulkender M, Flannery M J, Hankins K W, Smith J M. Cash flows and leverage adjustments [J]. *Journal of Financial Economics*, 2012, 103(3):632-646.
- [19] Antoniou A, Guney Y, Paudyal K. Determinants of corporate capital structure: Evidence from European countries [R]. Durham: University of Durham, 2002:1-31.
- [20] Lööf H. Dynamic optimal capital structure and technical change [J]. *Structural Change Economic Dynamics*, 2004, 15(4):449-468.
- [21] Levy A, Hennessy C. Why does capital structure choice vary with macroeconomic conditions? [J]. *Journal of Monetary Economics*, 2007, 54(6):1545-1564.
- [22] Cook D O, Tang T. Macroeconomic conditions and capital structure adjustment speed [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2010, 16(1):73-87.
- [23] 江龙, 宋常, 刘笑松. 经济周期波动与上市公司资本结构调整方式研究[J]. 会计研究, 2013(7):28-34.
Jiang Long, Song Chang, Liu Xiaosong. Study on the business cyclical fluctuation and the adjustment method of capital structure [J]. *Accounting Research*, 2013(7):28-34. (in Chinese)
- [24] Baxamusa M, Jalal A. Does religion affect capital structure? [J]. *Research in International Business and Finance*, 2014, 31(C):112-131.
- [25] Kwok C C Y, Tadesse S A. National culture and financial systems [J]. *Journal of International Business Studies*, 2006, 37(2):227-247.
- [26] Shao L, Kwok C C Y, Guedham O. National culture and dividend policy [J]. *Journal of International Business Studies*, 2010, 41(8):1391-1414.
- [27] Chang K, Noorbakhsh A. Does national culture affect international corporate cash holdings? [J]. *Journal of Multinational Financial Management*, 2009, 19(5):323-342.
- [28] Hilary G, Hui K W. Does religion matter in corpo-

- rate decision making in America [J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 93(3):455-473.
- [29] EI Ghoul S, Guedhami O, Ni Y, Pittman J, Saadi S. Does religion matter to equity pricing? [J]. *Journal of Business Ethics*, 2012, 111(4):491-518.
- [30] 陈冬华, 胡晓莉, 梁上坤, 新夫. 宗教传统与公司治理 [J]. *经济研究*, 2013, 48(9):71-84.
Chen Donghua, Hu Xiaoli, Liang Shangkun, Xin Fu. Religious tradition and corporate governance [J]. *Economic Research Journal*, 2013, 48(9):71-84. (in Chinese)
- [31] 陶宏伟. 晋商文化·商业文化·经济发展 [J]. *山西财经大学学报*, 2008, 30(2):61-66.
Tao Hongwei. Culture of Shanxi merchants, culture of business, economic development [J]. *Journal of Shanxi Finance and Economics University*, 2008, 30(2):61-66. (in Chinese)
- [32] 毛成刚, 梁红岩. 浅议明清晋商精神在当代经济生活中的价值 [J]. *山西财经大学学报*, 2007, 29(S1):2.
Mao Chenggang, Liang Hongyan. Research on the contemporary values of Shanxi merchants spirit in Ming and Qing dynasty [J]. *Journal of Shanxi Finance and Economics University*, 2007, 29(S1):2. (in Chinese)
- [33] 陈学文. 浙商的历史溯源:地域、时段、人文基因的交互融合 [J]. *商业经济与管理*, 2007(4):3-9.
Chen Xuewen. A historical review of Zhejiang businessmen: An integration of place, time, and human genes [J]. *Journal of Business Economics*, 2007(4):3-9. (in Chinese)
- [34] 樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数:各地区市场化相对进程2011年报告 [M]. 北京:经济科学出版社, 2011:61-243.
Fan Gang, Wang Xiaolu, Zhu Hengpeng. NERI Index of marketization of China's Provinces 2011 report [M]. Beijing: Economic Science Press, 2011:61-243. (in Chinese)

An Empirical Study of Impact of Culture on Capital Structure: Based on Mercantile Culture

Wei Hanze

Business School, Renmin University of China, Beijing 100872, China

Abstract: The research on listed companies from the system level is an emerging direction of today's empirical accounting research. Choosing a typical representative of the informal system mercantile culture as a research object, and choosing Shanxi, Shanxi, Zhejiang and Jiangsu provinces' listed companies as study samples. Selecting the debt-equity ratio from 2000 to 2011 as the company's capital structure, using multiple linear regressions to study the impact of mercantile culture on capital structure and dynamic capital structure, and to study how the informal system and formal system impacts listed company's capital structure. The results show that: the listed companies affected stronger by the mercantilist culture has a higher capital structure and a lower dynamic adjustment of capital structure speed than the other listed companies; mercantile culture impacts Shanxi Shanxi listed companies more apparent than Zhejiang Jiangsu listed company; the relationship between mercantile culture and formal institutions (law) impact on listed companies is alternative.

Keywords: mercantile culture; capital structure; dynamic adjustment of capital structure; formal institution

Received Date: February 28th, 2014 **Accepted Date:** June 21st, 2014

Funded Project: Supported by the Fundamental Research Funds for the Central Universities (14XNH090)

Biography: Wei Hanze, a Shandong Weifang native(1988 -), is a Ph. D. candidate in Business School at Renmin University of China. His research interest include financial accounting and capital markets, etc. E-mail: weihz@ruc.edu.cn □