

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 200442039

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

资本结构决策与产品市场竞争能力研究
——基于制造业 A 股上市公司数据

Research on Capital Structure Decision and Product Market Competition
--Based on the data of Chinese A-share listed industrial company

胡启晖

指导教师姓名: 郑振龙 教授

专业名称: 金融工程

论文提交日期: 2007 年 5 月

论文答辩时间: 2007 年 月

学位授予日期: 2007 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2007 年 5 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹提交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

摘 要

战略资本结构理论关注资本结构决策与产品市场竞争行为之间的互动关系，它涉及到资本结构决策与产品市场竞争力以及行业整体竞争状况之间的关系，涉及到公司金融学和产业经济学两个过去各自为政的学术领域。研究两者之间关系的文献发轫于 20 世纪 80 年代，至今已经形成了相当丰富的成果。但是，国外的理论和实证研究的成果建立在他们发达的金融市场和产品市场的基础之上，它们能否应用于中国的实际，尚需实证研究的探讨。

本文以战略资本结构理论的发展过程作为线索，对该理论的背景、形成过程、主要理论思想进行了阐述。并结合我国制造业 A 股上市公司的数据分析了中国上市公司目前的战略资本结构决策问题。全文共分为五章。

引言：介绍了本文的研究动机、研究意义、研究方法等，并对前人的研究做了一个简要的介绍。

第一章：对各国企业资本结构决定因素做出比较分析并简单评述现代资本结构理论。

第二章：战略资本结构理论综述，本章从“有限责任效应”、“投资效应”、“非财务利益相关者理论”、“市场不完全理论”等几个角度对战略资本结构的主要理论框架做了一个综述。并简单回顾了战略资本结构研究领域较为重要的一些实证研究成果。

第三章：模型构建，本章首先分析了本文所关注的几个重要变量的含义，并对资本结构决策如何影响产品市场竞争力做了一个简明的理论分析，建立了实证分析的计量模型。

第四章：实证研究，针对中国制造业 A 股上市公司 2005 年的数据，检验中国上市公司资本结构决策与产品市场竞争之间的关系。

第五章：本文的政策建议。本章针对实证研究的结果，对优化我国上市公司资本结构提出了政策建议。

关键词： 资本结构； 产品市场竞争力； 产业组织

Abstract

The relationship between capital structure and product market competition involves two fields that were unrelated in the past. Literatures focusing on the relationship between them arose in the 1980s. But the theories and the experiences were based on the foreign market economy. Whether they can be implied to the Chinese economy is unknown.

This text regards evolution of the strategic capital structural theory as the clue, and the background, forming process, main theory thought of this theory have been explained. The decision of capital structure of the Chinese A-share listed company of manufacturing industry is studied. The full text is divided into five chapter altogether.

Foreword: I introduced research motive, research meaning, research approach herein, etc.

Chapter one: I made the international comparative study of capital structure, and gave a brief comment on the theory of capital structure.

Chapter two: A brief review of the theories of capital structure when considering firms' product market competition strategy, including limited liability effect, investment effect.

Chapter three: In this chapter, the meaning of several important variables had been analyzed. I analyzed how capital structure policy influenced the competence of product market competition.

Chapter four: Positive research. Based on the data of Chinese A-share listed company of manufacturing industry in 2005, I examined the relationship between capital structure decision and product market competition.

Chapter five: In this chapter, I gave policy recommendations. Based on the result of the positive research, I had put forward the policy recommendations in optimizing the capital structure of listed company in China.

Keywords: Capital Structure; Product Market Competition; Industrial Organization

目 录	
引 言	1
第一章 资本结构决策的国际比较及现代资本结构理论简要述评	5
第一节 资本结构决策的国际比较.....	5
第二节 我国上市公司资本结构现状简析.....	7
第三节 现代资本结构理论的局限和战略资本结构理论的兴起.....	11
第二章 战略资本结构领域的最新理论进展	15
第一节 高负债增强产品市场竞争理论概述.....	15
第二节 高负债削弱产品市场竞争理论概述.....	18
第三节 产品市场竞争状况对资本结构决策影响的理论概述.....	20
第四节 战略资本结构国内外主要实证研究回顾.....	24
第三章 模型构建	27
第一节 变量选择释义.....	27
第二节 实证模型构建.....	29
第四章 实证研究	32
第一节 数据来源与样本选取.....	32
第二节 各行业大类描述统计分析.....	33
第三节 资本结构决策对产品市场竞争影响的实证研究.....	34
第五章 优化资本结构的政策建议	39
第一节 我国上市公司优化资本结构政策建议.....	39
第二节 本文研究的不足和改进建议.....	43
参考文献	45
后 记	48

Contents

Foreword	1
Chapter 1 International Comparison of Capital Structure Decision and Review of Modern Capital Structure Theory	5
1.1 International Comparison of Capital Structure choice	5
1.2 Analysis of Capital Structure Decision of Chinese Listed Companies	7
1.3 The Limitations of Modern Capital Structure Theory and The Emergence of Strategic Capital Structure Theory	11
Chapter 2 The Latest Theoretical Progress in The Strategic Capital Structure Theory	14
2.1 Outline of The Theory That High Debt Strengthen Product Market Competition	14
2.2 Outline of The Theory That High Debt Weaken Product Market Competition	17
2.3 Outline of The Theory That Study The Implications of Product Market Competition on The Capital Structure Decision	19
2.4 Reviews of The Empirical Studies of Strategic Capital Structure Theory ...	23
Chapter 3 Econometrics Modeling	26
3.1 Explanations on The Variables	26
3.2 Econometrics Model	28
Chapter 4 Empirical Analyses	31
4.1 Data Sources and Sample Selection	31
4.2 Descriptive Statistics Analysis	32
4.3 Empirical Analysis of the Implication of The Capital Structure Decision on Product Market Competition	33

Chapter 5	Suggestions on Optimization of Capital Structure	38
5.1	Suggestions on Optimization of Capital Structure Decision of Chinese Listed Companies	38
5.2	Lackness of This Thesis and The Suggestions for Improvement	42
References	44
Postscript	47

引 言

一、本文研究的动机

资本是一个国家经济增长和经济发展的决定性因素，也是企业这个经济主体开展经营活动的第一推动力和持续推动力。企业的设立要有一定的资本，企业经营活动的开展要求不断追加资本。能否获得稳定的资金来源，及时足额筹集到所需要的资金，对企业的经营和发展是至关重要的。企业的融资决策是企业经营活动得以进行的前提条件，是企业经营活动的重要组成部分。

然而，在相当长的时期内，学术界对企业的融资决策并不重视，这既与经济体制的制度安排、金融市场的资金短缺有关，也与新古典综合派的公司金融理论有关。该理论基于完全资本市场假设认为，企业的价值与他们所采取的融资方式，即资本结构无关，企业的价值主要取决于企业的投资行为。

但是，企业从不同渠道获取的资金在融资成本、融资风险、税收方面各不相同，股东和债权人在企业决策中所起的作用也很不相同，对企业行为形成不同的约束，影响企业的行为决策。因此在企业资本结构不同时，企业在产品市场中采取的战略和行动策略方式也不相同，这就会影响到企业在产品市场上的竞争能力，从而影响到企业业绩和企业市场价值。资本结构决策作为企业理财的重要决策内容之一，对企业的生存与发展、风险规避至关重要。同时，在企业资本结构的决定因素中，产品市场竞争状况、企业在产品市场竞争中所处的地位，以及企业业绩等都起到重要作用。根据不同的产品市场条件和对企业业绩的不同预期，企业将采用不同的融资决策以降低风险和融资成本，并增强产品市场上的竞争地位，这将形成不同的资本结构。

资本结构问题，在西方国家已经形成了一套比较成熟的理论，可以为我们的分析研究提供一定的理论依据。然而，我们也应该看到，国外的资本结构理论以企业治理结构完善、资金来源充足稳定作为前提条件，建立在发达的商品经济基础上，主要是在既定的经济体制和金融体制下研究各种具体的操作方法。在我国，企业治理结构不完善，货币市场和资本市场不完善，我国的经济体制也正处于计划经济向市场经济转轨的过程中，国外理论还缺乏正常发挥作用的基础，这些理

论是否适合，以及多大程度上适合我国国情，还需要具体分析。目前，我国在该领域的研究工作主要是介绍国外理论，并提出一些具体的算法，但由于各种算法均存在与现实不完全一致的假设，其结论的可靠性受到质疑，而且，各研究的结论也不尽相同，有的甚至相反，尚须采用不同的研究方法和数据对各结论进行校验和进一步的分析。此外，我国资本结构方面的研究文章，对现象的解释大多比较简略，尚需深入详尽的讨论。

二、研究的意义和前人研究的简要回顾

现代资本结构理论的研究肇始于 Modigliani 和 Miller 在《美国经济评论》上发表的具有划时代意义的《资本结构、公司财务和投资理论》^[1]。在此后几十年的时间中，资本结构理论经历了一个快速发展的黄金时期，形成了丰富的理论成果。但在 20 世纪 80 年代以前，金融经济学家和产业经济学家各自为政，缺乏学科间的沟通和融合。

现代公司金融理论是基于理性人假设、有效市场假设和股东价值最大化假设进行研究的，它没有考虑到产品市场竞争、产业结构特征的影响和它们之间的相互作用。由于这些缺陷，现代公司金融理论对很多现象很难给出合理的解释，比如企业由于其永续市场战略的考虑所采取的财务保守行为、由于资本市场不完全和产品市场不完全造成的融资“市场选择”行为，利益相关者的索取权问题等等。

产业组织理论是从竞争与垄断的角度研究同一产业内各企业的资源配置问题。产业组织理论的有关研究均是基于厂商利润最大化假设来进行竞争战略决策的，忽视了资本结构的可能作用；而公司金融的有关文献则认为产品市场是给定的，其作用仅仅是产生一个外生的现金流，其决策基础是股东价值最大化。

1986 年，Brander 和 Lewis 在《美国经济评论》上发表了题为《寡头与财务结构：有限责任效应》^[2]的文章，分析了公司资本结构对于公司产品市场行为的影响，首次将产业组织理论和公司金融理论融合起来。Titman^[3]差不多同时从非财务利益相关者的角度考察了资本结构和产品市场行为的关系。此后，众多经济学家通过对他们研究工作的不断拓展和延伸，产生了战略资本结构领域的丰富成果。

关注战略资本结构^①领域的研究在国外还只有十几年的历史，在此领域国内目

^① “战略资本结构”是本文的一个新的提法，因为这个领域的研究关注的是企业的资本结构和产品市场上的战略。

前只有极少数的文献。资本结构和产品市场竞争是双向影响的关系，但目前国外的文献研究多数也还局限在研究资本结构和企业竞争战略之间单方面的影响，缺乏全面、双向的研究。现有的研究最终也没有能够达成一致的见解，形成了两派竞争性的观点。其一，杠杆会使企业行为更富侵略性：表现为在古诺竞争中增加产出，伯川德竞争中降低价格，增加投资，从而强化竞争；另一种观点认为杠杆使企业行为缺乏侵略性，表现为：在古诺竞争中减少产出，伯川德竞争中提高价格，减少投资，从而弱化竞争。

国内的研究很少，朱武祥等人（2002）^[4]建立过一个二阶段理论模型，研究了市场竞争与企业的财务保守行为的关系，并以燕京啤酒为案例进行了分析。这一案例研究的成果指出：企业的资本结构与产品市场竞争之间存在一定的关系，并用企业产品市场竞争状况来解释企业的财务保守行为的合理性。

刘志彪等（2003）^[5]的研究提出了一个理论假设并建立了相关的模型，研究了企业的资本结构决策与其在产品市场上的竞争战略之间的关系。他们的理论分析表明，企业的资本结构选择作为企业向市场发出的一项承诺，它向行业内的其他企业表示企业的竞争行为将更加强硬或者更加温和，同时产生战略效应。他们的结果显示，企业的资本结构和其所在的产品市场上的竞争强度之间具有显著的正相关关系。

三、本文的研究方法和研究目的

本文的基本思路是资本结构具有战略效应，企业会通过选择资本结构向产品市场上的竞争对手发出扩张或收缩产出的信号，其他企业根据提取的信号从事生产竞争决策。

由于产品市场主要是通过破产效应来对经理人进行约束的，而该理论已经基本包含在资本结构理论之中，所以本文将主要围绕资本结构理论的发展来展开文献述评，主要包括资本市场策略性融资行为与产品市场和要素市场之间的关系，也就是就战略资本结构理论来进行述评。早期资本结构理论和现代资本结构理论主要考查资本结构与企业价值之间的关系，这是企业资本结构决策的一个基本出发点。

本文对制造业上市公司资本结构决策进行了描述统计分析，并且对资本结构

决策可能给企业产品市场竞争力带来的影响做了实证分析。

四、结构和主要内容

本文的结构如下：第一章，对各国企业资本结构决定因素做出比较分析并简单评述现代资本结构理论。第二章对战略资本结构领域的发展做了一个理论综述。第三章构建了一个计量模型，分析资本结构决策对企业产品市场竞争力的影响。第四章是实证分析，介绍了数据来源及选取标准，进行了描述统计分析和回归分析。第五章，对模型的结论做出进一步解释，并有针对性的提出政策建议。

第一章 资本结构决策的国际比较及现代资本结构理论简要述评

第一节 资本结构决策的国际比较

一、发达国家（日、美、欧）资本结构的比较分析

1. 日本和美国的企业资本结构比较

日本和美国作为两种金融体系（间接融资主导和直接融资主导）的代表国家，上世纪六十年代后，日本企业表现出了强于美国企业的竞争能力。部分经济学家将此归因于日本企业负债率较高，融资成本低，因而可以更快实现资产扩张。Kester（1986）^[6]就认为，日本企业大量使用相对低成本的资本来源是其的一个有效的竞争武器，这一优势导致日本企业实现了较快的增长、较高的市场份额，并形成了较高的长期盈利。

Kester（1986）的研究还发现，美日两国企业负债率从市值角度看，两者差异不大，但如果以帐面值计量，日本企业就要高得多，这在成熟的重工业或资本密集型行业中表现尤其明显。这部分是因为真实资产的市值和帐面值之间存在着巨大的差别而形成的。如日本的工业土地价格指数在 1955 到 1981 年之间从 100 点上升到了 3288 点，如用账面值计量负债率，就会被扭曲，且在比较新企业与老企业、资产出售过的企业和没有出售过的企业时，口径差异巨大。

日本企业负债率较高，部分是因为日本会计实践的独特性。以帐面值而不是重置成本或市值计算固定资产和股票，造成资产隐藏情况比较普遍，且相当严重。九十年代，东京主要电子企业过时的工厂的销售价是其帐面值的将近 150 倍。

日本公司的财务困境成本和代理成本更低，信息不对称更严重，也使日本公司能够比美国公司承担更多的负债。日本企业战后形成了非常独特的所有者结构，特别是，日本银行被允许拥有制造业企业 5% 的股份，制造业企业之间也有广泛的相互持股。在企业股东结构集中度方面，美国和日本之间没有本质的差异，但股东的身份很不相同，日本更多地是被银行和其它企业所拥有。债权人与所有者的冲突通过两者合二为一得到了缓和。

日本公司的杠杆比率更好的另外一个原因是日本的主办银行制度。日本的银行长期与他们的借款对象保持着超出商业银行概念的紧密的联系。大企业通常有一家主办银行。主办银行对企业的财务决定很大程度上有否决权，甚至可以直接将自己的经理人员安插到企业的高级管理层中。作为回报，主办银行要对借款承担更大的责任。银行的贷款决定主要不是由申请贷款的企业财务情况来决定，而是由它对整个企业集团的战略地位和重要性来决定。企业一旦出现暂时的财务困境，主办银行有责任继续为企业的资金，直接或通过其它银行安排贷款提供间接帮助，同一个集团内的上下游企业，如作为消费者或供应者的企业也会通过提高产品的销售、更迅速地支付其货款，允许困难企业延期支付货款、差别化的定价，甚至提供管理帮助来支持困难企业。在极端的情况下，还需要策划一个购并，来保证企业长期的生存能力。企业一旦被迫破产，其它债权人的索取权被排在主办银行之前（虽然法律没有这样规定），主办银行将承担全部损失，从而避免了其它有索取权的主体的损失。因此，对日本企业财务状况的评价要从整个财团的背景下来进行。而商业银行向企业借款者大量贷款的意愿被日本中央银行所鼓励，主要的商业银行几乎一直保持着对中央银行不变的债务，他们能依靠中央银行来度过任何的流动性危机。此外，各种金融和非金融企业的债务都隐约存在着一种不确定的政府担保。这是日本产业政策的一种延伸，目的是支持某些政府认为需要发展和快速增长的行业，如战后的钢铁、电力和造船，八十年代的半导体、计算机和工业机器人。日本政府有时还会口头或用行动担保主要银行不会遭受财务失败。政府担保降低或废除了违约风险，这又进一步降低了日本企业的负债成本，提高了负债能力。因此，虽然日本企业在法律意义上是独立的，但其财务风险更类似于一个高度多元化经营的企业集团的分支机构。

2. 欧洲国家的企业资本结构

Bancel 和 Mittoo (2002)^[7]调查了 16 个欧洲国家的企业管理者来检查不同国家不同法制体系下资本结构的理论和实践之间的联系。证据显示财务灵活性和每股盈利是欧洲管理者资本结构决定最重要的决定因素，因为它们是欧洲管理者在发行股票中最关心的。有 91% 的管理者将财务灵活性排在重要或非常重要，而在美国是 60%。欧洲管理者的资本结构决定的主要因素与美国相似。但在英国、法国、德国和斯堪的纳维亚法律体系国家也有显著的差异。调查发现，整体上，

16 国中财务灵活性被列在最重要的负债决定因素，降低资本加权平均成本被评为重要的或非常重要的因素，其它重要因素包括利息税优惠、盈利波动性。破产潜在成本或行业同伴的负债水平被评估为不太重要。规模因素比较重要，成长性与负债率负相关。大企业对于发行可转债给予较高评价。信用评估被 73% 的欧洲管理者认为是重要的或非常重要的，而美国是 57%。股东对融资决定的影响斯堪的纳维亚语法律国家的是最低的。

二、发展中国家资本结构比较分析

发展中国家的企业比工业国家更显著地使用外部融资为他们的增长融资，尤其是股票。泰国和马来西亚股票融资水平较高的基本的原因是为了避开流动性问题，而不是因为两国资本市场的市盈率更高。

Demirguc-Kunt 和 Maksimovic (1999)^[8]进一步发现，发展中国家采用长期债务融资的不多，津巴布韦只有挪威的 1/5，巴西企业几乎没有长期负债。他们认为，原因并不在于两者在资产类型上的差异。主要是因为发展中国家的企业信息不对称更严重，因而更适合发行短期负债。

需要说明的是，会计标准的差异是国别比较研究中最大的问题，一定程度上影响了比较的结果。比如德国会计标准定义长期为超过 4 年，而其它国家的类似定义为仅超过一年。这就使德国比其它国家的长期债显得低得多。再如特别的退休储备金，在多数西方国家被计为所有者权益，但在日本却被计为负债，各种损失准备、折旧方式及折旧率等不同国家也各不同。与美国相比，日本企业较少使用租赁等。会计差异也许会导致负债率上的一些差别，但对许多会计问题不是很容易就能修正的。

第二节 我国上市公司资本结构现状简析

因为中外制度背景、经济发展阶段的差异，我国上市公司的资本结构状况和西方发达国家显著不同。根据宋琳 (2003)^[9]，西方发达国家企业的资本结构决策基本遵循优序融资理论：内部融资 > 债务融资 > 股权融资。1970—1985 年，美国、英国、德国、加拿大占据第一位的融资方式均是留存收益，分别占本国融资总额

的 66.9%、72%、55.2%、54.2%。居第二位的均是负债，分别占本国融资总额的 41.2%、25%、24%、27.5%。整个西方 7 国，股票融资均居末位。美、英、德、加、日、法、意股票融资分别只占本国融资总额的 0.8%、4.9%、2.1%、11.9%、3.5%、10.6%、10.8%。股票市场最发达的美国，股票融资比例最低。到 1984~1990 年，美国大部分公司已基本停止股票融资，并通过发行债券来回购自己的股份，股票融资对新投资来源的贡献成为负值。公司中只有约 5% 的公司发售新股，平均每 20 年才配售一次新股。范从来，王宇伟（2006）^[10]对资本结构的国际比较也得出了相同的结论：

表 1-1: 德、日、英、美、法五国企业净资金来源（1970—1994）

净资金来源	德国	日本	法国	英国	美国
内部资金	78.9	69.9	60.6	93.3	96.1
银行	1.9	26.7	40.6	14.6	11.1
债券	-1.0	4.0	1.3	4.2	15.4
新发股票	0.1	3.5	6	-4.6	-7.6
工商信贷	-1.2	-5.0	-2.8	-0.9	-2.4
资本转移	8.7	-	1.9	1.7	-
其他	1.4	1.0	-6.5	0.0	-4.4
统计调整	1.2	0.0	2.5	-8.4	-8.3

资料来源：范从来，王宇伟，《公司金融研究》，北京：商务印书馆，2006,p40。

表 1-2: 1992—1999 年美国公司新发行证券构成情况 单位：10 亿美元

年份	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
总额	559.3	768.3	582.6	672.7	751.8	861.1	1047.0	990.0
债券总额	471.5	645.8	498.0	573.0	592.7	695.0	846.8	778.7
股票总额	88.3	122.5	84.6	99.7	159.1	166.1	200.2	211.3

资料来源：范从来，王宇伟，《公司金融研究》，北京：商务印书馆，2006,p151。

反观我国上市公司，则普遍具有股权融资偏好，表现在融资首选配股或发行；如果不能如愿，则改为具有延迟股权融资特性的可转换债券，设置宽松的转换条款，促使投资者转换，从而获得股权资本；不得已才是债务，而且首选短期贷款，长期贷款位居最后。股权融资偏好造成不少上市公司资产负债率普遍低于 25%，而且长期债务少甚至没有长期负债。

表 1-3: 我国上市公司融资结构构成

项目	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
上市公司数	183	291	323	530	745	851	949
募集资金额(亿元)	315.58	138.4	119.92	350.5	958.86	746.38	856.64
募集资金占筹资比例(%)	72.8	62.3	43.5	63.9	72.5	72.6	72.3
借款占比(%)	24.2	36.9	43.8	28.5	17.8	24.9	25.1
其他(%)	4.9	0.7	12.6	7.5	9.6	1.9	1.6

资料来源：据巨灵证券信息系统及历年《中国证券报》相关数据计算整理。

黄少安、张岗(2001)^[11]对我国上市公司资本结构的分析中也指出了债务融资的结构性问题：债务融资主要是短期贷款。如下表所示：

表 1-4: 1992~2000 中国上市公司融资结构变化趋势

年份	公司数量	资产总额 (亿元)	负债总额 (亿元)	负债比率(%)	流动负债比 率(%)
1992	53	481.00	312.73	65.02	50.1
1993	183	1821.00	888.00	48.76	37.1
1994	291	3309.00	1681.00	50.80	38.8
1995	323	4295.00	2337.00	54.41	42
1996	530	6352.00	3412.00	53.72	40.6
1997	745	9660.58	4835.81	50.06	38.8
1998	851	12407.52	6140.76	49.49	38.1
1999	949	16107.36	8468.01	52.57	39
2000	1088	21673.88	11594.11	53.49	40.2

资料来源：黄少安、张岗，《中国上市公司股权融资偏好分析》，《经济研究》，2001年11期

范从来, 王宇伟 (2006)^[10]对长江三角洲制造业上市公司的资本结构进行的描述统计分析也得出了相似的结论:

表 1-5: 长江三角洲制造业上市公司资产负债比率

年份	公司数量	资产总额 (亿元)	负债总额(亿 元)	资产负债率 (%)	流动负债率(%)
1998	85	1623.4	775.7	47.8	40.9
1999	95	1814.3	840.3	46.3	41.2
2000	105	2466.9	1054.8	42.8	36.9
2001	114	2971.3	1368.2	46.0	33.4
2002	119	3270.1	1560.7	47.7	35.3

资料来源: 范从来, 王宇伟, 《公司金融研究》, 北京: 商务印书馆, 2006,p41。

表 1-6: 长江三角洲制造业上市公司资金来源比例

年份	公司数量	内源融资 (%)	股权融资 (%)	债务融资 (%)	长期债务融资 (%)
1998	85	24.44	44.81	30.75	7.4
1999	95	25.02	46.08	28.90	5.4
2000	105	33.92	43.36	22.72	5.3
2001	114	32.78	40.69	26.53	11.5
2002	119	34.37	39.42	26.21	11.5

资料来源: 范从来, 王宇伟, 《公司金融研究》, 北京: 商务印书馆, 2006,p42。

而 Fama 和 French (1999)^[12]的研究显示 1951 ~1996 年间美国上市公司的平均账面资本结构为: 短期债务 8.69%、长期债务 27.13%、股东权益 65.96%。比较来看, 中国上市公司资本结构中短期债务的比例要远远高于长期负债, 而美国正好相反。这与中国企业债券市场不够发达有着密切的关系^①。一般来讲, 银行为了保持资产的流动性和安全性, 很少向企业提供真正意义上的长期贷款。因此, 企业的长期债务资本主要来源于债券市场。由于中国企业债券市场极不发达, 企业

^① 李映照 (2004) 也指出: 我国上市公司在债权融资方面普遍倾向于短期融资, 而制造业表现的更为突出, 负债率的平均值为 44%。其中短期负债就高达 38%, 占总负债的 86%左右。可见, 制造业的大部分债务是以短期负债的形式存在的, 这主要是由于我国的资本市场与货币市场相比还很不发达, 债券市场发展较慢, 企业发行债券的比较少等原因造成的。

缺乏筹集长期债务资本的渠道，因此，其债务融资不得不主要依靠银行贷款。另外，由于短期债务的利息低于长期债务，如果能有效地通过不断更新短期贷款做到短贷长借，有利于降低企业的利息负担。从银行的角度看发放短期贷款也有助于控制贷款风险。这些因素都导致中国上市公司短期债务资本成本远远低于长期债务资本成本，从而造成短期负债占据总体负债绝大部分的现状。

第三节 现代资本结构理论的局限和战略资本结构理论的兴起

一、资本结构理论的发展历程

现代资本结构理论关注的焦点在于（1）资本结构对企业资本成本有无影响，影响如何？（2）资本结构与企业价值之间的关系如何？围绕这两个主体，资本结构取得了丰硕的研究成果。本文把 1958 年 MM 理论提出之前称为传统资本结构理论时期，主要包括净收益理论、净营业收益理论、折衷资本结构理论等。1958 年 Modigliani 和 Miller 在《美国经济评论》上发表的具有划时代意义的《资本结构、公司金融和投资理论》，开启了现代资本结构理论的研究热潮，持续到 20 世纪 80 年代中期，众多金融经济学家在不断放松 MM 假定的基础上，引入了税收、代理成本、信息不对称等诸多因素，这一时期可谓是资本结构理论发展的黄金时期。20 世纪 80 年代中期以后，资本结构进入一个崭新的发展阶段，主要表现为资本结构理论开始和其他学科交融，形成了一系列的交叉学科。Harris 和 Raviv (1991)^[13]的著名论文也指出决定资本结构的四种主要因素：缓解对公司资源拥有索取权的不同群体之间的利益冲突（代理方法）；把私有信息传递给资本市场或缓解逆向选择的影响（不对称信息方法）；影响产品/投入品市场中的产品或竞争的特性；影响公司控制权争夺的结果。其中“影响产品/投入品市场中的产品或竞争的特性”正是公司金融理论和产业组织理论交叉形成的战略资本结构理论。

二、传统及现代资本结构理论的缺陷

现代公司金融理论是基于理性人假设、有效市场假设和股东价值最大化假设进行研究的，仅仅研究公司在金融市场的行为以及各种金融资产的定价行为。他

们假定公司在产品市场上的收益由与供求有关的外生变量决定，不受公司在资本市场上财务决策的影响，产品市场的作用仅仅是产生一个外生的现金流。因此，资本结构的确定根本不需要考虑公司在产品市场所处的地位。更加不会考虑到企业在产品市场上的竞争力、产业结构特征与资本结构决策之间的相互作用。由于这些缺陷，现代公司金融理论对很多现象很难给出合理的解释，比如企业由于其永续市场战略的考虑所采取的财务保守行为、由于资本市场不完全和产品市场不完全造成的融资“市场选择”行为，利益相关者的索取权问题等等。

产业组织理论是从竞争与垄断的角度研究同一产业内各企业的资源配置问题。产业组织理论的有关研究均是基于厂商利润最大化假设来进行竞争战略决策的，认为企业的债务和股权合约是外生给定的，忽视了资本结构的可能作用。

公司金融和产业组织理论各自为政造成的后果就是，两者都很难独立利用各自的理论对现实中的公司行为做出合理的解释，有时甚至会得出相反的结论。公司管理层在做出决策时，仅仅考虑公司的资本结构决策或者仅仅考虑公司在产品市场的行为，往往很难收到预期的效果，甚至可能会使公司陷入破产的境地。

三、战略资本结构理论的兴起

1986年，Brander和Lewis在《美国经济评论》上发表了题为《寡头与财务结构：有限责任效应》^[2]的文章，分析了公司资本结构对于公司产品市场行为的影响，首次将产业组织理论和公司金融理论融合起来。Titman（1984）^[3]从非财务利益相关者的角度考察了资本结构和产品市场行为的关系。这些研究大致可以分为两类：一类探讨了公司资本结构与其在产品市场上竞争战略之间的关系；另一类探讨了公司资本结构与其产品或投入品市场特性之间的关系。

Harris和Raviv（1991）^[13]指出：“直到最近，产业组织理论文献假定，当选择竞争战略时，公司的目标是总利润最大化。另一方面，财务文献一般忽视了产品市场战略，而关注股票价值最大化。……在结合了资本结构和产业组织理论的文章中，杠杆影响均衡产品的市场战略。”

开创资本结构和产品市场之间联系的文献是Brand和Lewis（1986）^[2]的著名论文。在他们的模型中，卖方寡头采用更有攻击性的产品政策来增加风险，于是，为了保证在随后的古诺博弈中采取较有攻击性的策略，公司选择正的债务水平。

他们假定有两个公司， $i=1,2$ ，首先这两个公司同时定下债务水平为 D_i ，然后同时选择产量水平为 q_i 。公司 i 的利润为 $R^i(q_i, q_j, z_i)$ ，其中 z_1, z_2 为独立、同分布的对公司利润的随机冲击。假定 i 公司的利润随另一个公司的产出增加而减少，而在随机冲击 z_i 的增加中增加。

除假定边际利润随随机变量增加外，这些假定在古诺均衡模型中是相当标准的。该假定表示，在“良好”状态下（当 z 值大时）产品的边际“产出”（利润）大。但在该模型中，公司必须在得知边际产出之前选择产量。然而，因为股东持有人只在良好的状态下（因为有限责任）接受支付，他们忽视了产量的边际产出低的可能性。结果，杠杆刺激了产量的增加。另外，在古诺模型中，因为高产量会使竞争对手减少产量，公司有动力保证生产高产量，杠杆使公司在古诺模型中保证产量生产的更多。因此，在均衡状态下，两个公司都将选择正的债务水平。但是，由于有杠杆的公司生产量大于古诺均衡产量，在这种均衡下，公司状况将比在完全没有负债的古诺均衡更差一些。

探讨公司资本结构决策与其在产品市场上竞争战略之间关系的研究才只有二十年左右的时间，这些研究没有能达成一致的见解，而是形成了两派竞争性的观点。一种观点认为杠杆比率和企业的竞争力正相关，高杠杆会使企业的行为更富有侵略性，强化企业的竞争力；另一种对立的观点则认为，高杠杆会使企业因为财务困境的压力而使得企业在产品市场上的行为趋于保守，降低竞争力。

四、我国资本结构理论研究现状简介

我国理论界对资本结构的认识研究开始于 1992 年，随后几年我国开始有关资本结构的实证研究，至今有 70 余篇主要的有关实证论文，韩传模、孙青霞（2006）^[14]对此做出了一个系统的归纳。

表 1-7: 1995~2005 年中国资本结构实证研究论文合计表^①

年份	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	合计
基本理论研究	1					2	2	1	3	4		13
经济效果研究	1				1		1	5	5	4	4	21
影响因素研究		1		1	1	4	2	8	5	20	1	43
合计	2	1		1	1	6	5	14	13	28	5	77

资料来源：韩传模、孙青霞，《中国资本结构实证研究方法的思考》，《会计研究》，2006（9）：42。

但国内对战略资本结构理论的理论和实证研究还刚刚起步，代表作是朱武祥（2002）^[4]和刘志彪等（2003）^[5]的实证研究。朱武祥等人（2002）建立了一个二阶段理论模型，研究了市场竞争与企业的财务保守行为的关系，并以燕京啤酒为案例进行了分析。这一案例研究的成果指出：企业的资本结构与产品市场竞争之间存在一定的关系，并用企业产品市场竞争状况来解释企业的财务保守行为的合理性。刘志彪等（2003）研究了企业的资本结构决策与其在产品市场上的竞争战略之间的关系。他们的理论分析表明，企业的资本结构选择作为企业向市场发出的一项承诺，它向行业内的其他企业表示企业的竞争行为将更加强硬或者更加温和，同时产生战略效应。他们的结果显示，企业的资本结构和其所在的产品市场上的竞争强度之间具有显著的正相关关系。两者的研究结果并不一致，这也揭示了这一领域目前很需要进一步深入的理论和实证研究，本文正是基于制造业 A 股上市公司的数据来检验一下公司资本结构决策和产品市场竞争之间的关系。

^① 其中，“基本理论研究”主要包括我国资本结构所具有的基本特征、资本结构的界定与度量等；“经济效果研究”主要包括合理定义和计量企业价值、资本成本和资本结构以及资本结构是否影响企业价值和资本成本等；“影响因素研究”主要研究我国影响资本结构的若干重要因素。

第二章 战略资本结构领域的最新理论进展

第一节 高负债增强产品市场竞争理论概述

一、有限责任效应

有限责任效应是 Brander 和 Lewis (1986)^[2] 开创性文献中首先提出的。企业股东对企业经营状况、业绩等仅负有有限责任，所以他们会采用“赌徒”式行为，增大企业业绩波动，力争在好的情形下获得更大的利益，而此时债权人只能获得固定的利息收入；在坏的状况下股东不再关心企业的价值，因为一旦破产清算，残值往往不足以弥补债权人的要求，股东不能得到任何留存残值收入。Jensen 和 Meckling (1976)^[15] 指出，生产和融资之间的联系会产生代理成本，而且代理成本随产出规模的变动而变化。Maksimovic 和 Zecher (1991)^[16] 研究了债权人和股东之间的冲突，更明确地说明了代理成本。生产技术的选择和资本结构之间存在联系：高杠杆企业股东有动力选择效率更低、风险更大的技术来损害债权人利益。Brander 和 Spence (1989)^[17] 的模型认为企业家型企业（所有者即经理）倾向于向那些不能观察到他付出努力程度的债主借钱，在有限责任情况下，代理问题由此而生。结合经典的经济学观点，由有限责任效应发展出了两种企业行为模型。

（一）古诺模型

在 Brander 和 Lewis (1986)^[2] 论文中，构造了一个古诺竞争模型。两个古诺企业^①，首先选定资本结构，然后通过选择产出水平进行竞争。外界环境（需求、价格等等）的不确定性表现为“随机冲击”（Random Shock）的不同实现形式。古诺企业会采用负债来获得战略优势。由于股东只拥有剩余索取权，所以对企业破产清算时的残值并不关心，他们会追求更有风险的产出战略，以图在好的“随机冲突”实现时获得巨额收入。在“随机冲突”实现的不同状态下，债务水平的改变会改变收益在股东、债权人之间的分配，进而影响股东选择产出战略。最新的金融学

^① 古诺企业是指服从古诺数量竞争模型行为的企业。与此相似，下文中的“伯川德企业”是指服从伯川德价格竞争模型的企业。

观点往往把股东对企业价值的剩余索取权看作是“实物期权”，股东所得利润的变动幅度越大，该期权价值越高^①。

Maksimovic (1988)^[18]把有限责任战略发展为“多期交互模型”(multiple periods of interaction)。负债企业很难使企业产出维持在串谋的产出水平，企业有动力偏离和竞争者达成的协议，甚至超过古诺均衡的产出水平。

Faure-Grimaud (2000)^[19]构建的模型把财务合同的设计也作为战略变量。在此模型中，债权人提供的最优合同可以在期中（产品市场的战略已经确定，但还没有获得盈利）、期末（expost）（利润已经取得）再谈判。即使这样的债务合同可能是最好的可行合同，但也不是最优的，逆向选择行为会带来惨重的损失。产出越多，损失越大。期中再谈判可以迫使企业不做出有损于债务合约的决策，否则可以对之进行清算。在这种情况下，企业的竞争地位被削弱，财务成本的负效应抵消了有限责任效应对产出的正向影响。

（二）伯川德模型

Showalter (1995)^[20]认为，伯川德企业最优战略负债水平的选择取决于产品市场上不确定性的类型。成本不确定时，伯川德企业会发现负债的增加导致行业产品价格下降，进而降低企业预期利润水平，因此在这种情况下企业不会采用战略负债。但当需求不确定时，企业负债的增加会引起行业产品价格上升，从而提高企业价值，此时战略负债才具有优势。Showalter (1999)^[21]的实证研究支持这一论点。Schuhmacher (2002)^[22]的结论完全相反：需求不确定时，企业不会负债；成本不确定时，企业会有更高的杠杆水平。

Glazer (1994)^[23]把债务细分为短期、长期，拓展了资本结构与产品市场关系的研究。在他的框架下，如果企业负债是长期负债，“有限责任效应”模型中得出的产出增加的结论将不再成立。到期日尚远的长期负债固然会使企业采取侵略性的行为，但即将到期的短期负债会使企业更富侵略性。还有的实证研究综合考虑了短期负债和长期负债，短期负债很高的有限责任企业在产品市场上更有侵略性（以销售收入增加体现出来），而长期负债比重较大的企业“有限责任效应”要小很多。在这些研究中，债务来源是直接融资还是间接融资并不重要。

^① 根据布莱克——斯科尔斯微分方程，价值波动幅度越大，期权价值越高。

二、资本市场不完全和战略破产效应

这个方面的研究是基于资本市场不完全做出的，此处的资本市场不完全指的就是企业外部融资能力的局限，造成这种局面的原因有两种。首先是 Myers 和 Majluf (1984)^[24]指出的外部投资者对企业资产和投资机会的信息不对称；其次是 Jensen 和 Meckling (1976)^[15]所提出的，外部投资者担心内部人不能充分有效地利用资金。不管是哪种情况，当企业内部产生资金不足以弥补需求时，企业都会削减投资。资本市场不完全会影响产品市场结构的理论可以追溯到 Tesler (1966) 提出的“鼓鼓钱袋”^①理论。该理论认为市场的新进入者和现有企业相比，财务上会更脆弱。假定资本市场不完全的目的在于能合理解释新进入者的财务脆弱。有“鼓鼓钱袋”的老企业为了耗尽潜在进入者的财力并将其逐出市场，会采用掠夺行为，最为常见的是采用限制性定价，现有企业通过把价格降到低于诱使其他企业进入的价格水平之下的策略来防范进入。如果资本市场是完全的，就意味着只要能够盈利，潜在进入者就能得到充分的融资，那么掠夺战略就不能发挥作用。“鼓鼓钱袋”的一个很大不足在于没有把新进入者的财务脆弱内生化的。

如果把新进入者的财务脆弱作为内生变量，则新进入者的财务脆弱产生于企业负债向资本市场传送的信息。如前所述，在观察到新进入企业的财务结构之后，现有企业将会采用掠夺行为减少新进入者的现金流，提高自身的预期收益。掠夺动机可能是新进入者债务水平的递增函数。Khanna 和 Tice (2000)^[25]显示现有企业所有权高度集中或负债水平较高时，对新进入企业的侵略行为要弱一些，他们不会大幅增加投资水平。但如果现有企业的高负债水平是由于进行杠杆收购带来的，则会采用侵略性的行为。

显然，上述研究存在一个根本缺陷：他们均假定只有一种类型的新进入者——财务脆弱者——存在。如果假定有不同类型的新进入者（有的处于财务强势，有的财务脆弱）存在，这个模型更接近现实。现有企业倾向于拉拢弱势企业进入来防止强势企业进入（通过承诺自己将降低投资水平，让出一定的市场空间，现有企业可以说服弱势企业进入市场，从而改变市场结构，迫使强势企业改变决策，达到延缓甚至阻止他们进入的目的）。

^① “鼓鼓钱袋”理论 (deep purse)，采用泰勒尔著《产业组织理论》，张维迎译，中国人民大学出版社 1997 年 8 月版中的标准译法，指企业的现金流量充足或能够很容易得到融资支持。

三、掠夺行为^①模型

掠夺模型和有限责任效应模型的区别在于，在掠夺模型中，没有采用战略负债的企业有动力提高产出，削减价格，来把高杠杆企业驱逐出市场，而高杠杆企业会降低产出。

在一个非完全竞争行业中，企业的最优产品市场战略依赖于竞争对手的产出水平。但如果企业可以以更低的成本获取资源，它就拥有对竞争对手的战略优势。Maksimovic（1990）^[26]认为即使企业不具有上述战略优势，它也可以以购买期权的形式获得其他战略优势，比如以优惠条款获得一揽子贷款承诺等。在与银行商定的条款为将来的产出战略融资，就避免了发生财务困境的可能性，并且可以在产品市场上将这一信息传达给竞争对手。产品市场上达成的均衡结果将更有利于该企业，债权人也将获得应得权益，从而达到债权人与企业双赢局面。

贷款承诺提升了企业的战略地位，并且使企业侵略性产品市场战略变得可信。但所有企业都有动力这么做，最终的均衡结果和以前（每个企业都很难得到贷款承诺）相比，所有企业状态都更差。尽管如此，获得银行贷款承诺对每个企业而言仍然是理性行为，产品市场竞争强度由此而增加。

第二节 高负债削弱产品市场竞争理论概述

（一）投资效应

Phillips（1995）^[27]模型指出，和有限责任模型的结论相反，负债增加时，行业产出不是增加，而是降低。负债增加等同于承诺将来会降低投资水平。因为偿债支出导致每期现金流支出增加，债务的还本付息是规则地出现的，这就意味着负债的增加导致留存收益的减少。此研究的重要假定就是，企业存在代理成本和信息不对称问题，这个假定增加了企业在外部资本市场融资的成本，不管采用股权融资还是债务融资。所以，当为投资机会融资时，留存收益和自由现金流量与外部融资相比，成本更为低廉。更高的负债水平实际上等同于承诺产品市场上的

^① 掠夺行为是指意在将新进入企业或者现有企业逐出市场的行为。其中最为常见的是掠夺性定价，即掠夺企业将价格设定为低于成本（平均变动成本或者短期边际成本），而期望由此发生的损失在新进入企业或者竞争对手被逐出市场后，掠夺企业能够行使市场权利时得到补偿。他与限制性定价不同，限制性定价是针对那些没进入市场的企业，而掠夺性定价则将矛头指向已经进入市场的企业。

扩张、投资、广告等都要承担更高的成本。和“鼓鼓钱袋”模型相比，竞争对手也许会增加产出来降低高杠杆企业的利润，从而阻止高杠杆企业投资扩张；但是这种情况发生的前提就是，竞争对手预期高杠杆企业仍然能够为投资机会融通必要的资金。当高杠杆企业的资金融通能力耗尽时，竞争对手也就无须采用掠夺行为来阻止高杠杆企业的扩张行为。所以，竞争对手行为的侵略性将降低，尽管高杠杆企业的资本结构承诺其将降低将来的投资水平，让出一定的市场份额，竞争对手也不会试图弥补高杠杆企业在产品市场上留下的市场空间。Phillips（1995）将上述效应命名为“资本结构和投资效应”。

Kovenock 和 Phillips（1997）^[28]实证研究发现了资本结构与工厂关闭、投资决策之间的联系。他们还发现在集中行业，杠杆程度和投资水平负相关，而竞争对手的投资水平和资本重组企业杠杆的增加显著正相关。当高杠杆企业市场份额很大时，竞争对手更容易增加投资。

如果在上述分析中加入“有限责任效应”，结论正好相反。当负债企业破产时，股东往往什么也得不到。所以股东有动力在产品市场上更富侵略性，增加自身产出。竞争对手会迁就他们从而降低产出。Clayton（1999）^[29]假定每个企业都拥有可以降低产出边际成本的项目，从而有动力增加投资。债务合同必须是长期而且不可再谈判的。债务必须是长期的，确保投资机会出现时，债务合同还有效；否则，如果债务合同是短期的，在产量决策做出之前可能的再谈判会影响上述作用过程。企业选择的债务水平必须使得它对投资决策的影响最优化。

（二）资本结构的突然变动对市场结构的影响

资本结构的突然变动是“市场结构理论”^①的一种，资本重组提供了一个检验资本结构变动对市场结构影响的天然实验。杠杆收购是企业负债突然增加的典型形式，杠杆收购的宣布会影响产品市场。容易成为杠杆收购目标的企业往往拥有很少的投资机会，很少的专门性资产。这样债权人的监督成本要低一些。Chevalier（1995）^[30]指出，如果企业通过杠杆收购增加自身负债水平，其行为将会变得脆弱而且保守，这将会弱化企业在产品市场上的竞争能力。

^① 市场结构是指市场中企业的数目和分布，可以用市场集中度和赫芬因德指数来衡量。市场结构理论是研究市场结构和资本结构之间关系的理论，有两种表现形式：一是低迷时期高负债水平对市场结构的影响；二是负债水平的突然增加（比如通过杠杆收购）对市场结构的影响。低迷时期高负债水平对市场结构的影响在下文另有分析。

高负债水平会导致更集中的市场结构的原因如下：首先，企业最初的负债会对其发展有不利影响，过度负债会迫使企业放弃一些可以盈利的投资机会，甚至会迫使企业退出市场，从而提高市场的集中度。其次，企业最初的负债会通过影响其竞争能力的方式阻碍企业生存、发展。和“掠夺理论”（Predatory）模型一样，“干瘪钱袋”企业易于受到“鼓鼓钱袋”企业掠夺性进攻。掠夺性策略可以减少高杠杆企业的市场份额甚至将其逐出市场。从而提高市场集中度。再次，最初的负债水平会使一些无效率企业被迫破产清算，从而提高市场集中度。

第三节 产品市场竞争状况对资本结构决策影响的理论概述

一、产品市场竞争程度增加引致负债水平提高

（一）企业面临合并威胁

如果破产成本预先给定并且较高，雇员在企业利润中所分得的份额与企业负债相关。当企业面临被合并的威胁时，企业可以通过增发负债来保护原股东权益。因为这些增发的债务将由合并后联盟企业所有的股东共同承担，所以面临被合并威胁的企业有动力在合并之前增发负债以获得更多的现金，也就是说，他们有动力搭主并企业股东的便车。所以，联盟企业内的雇员薪酬和负债水平负相关。负债水平越高，联盟企业的最优薪酬水平越低。

在负债水平既定时，联盟企业要么降低对雇员的支付水平避免破产，要么听任企业破产然后和债权人谈判。一般而言残值肯定不足以弥补债权人应得权益。目标企业股东在联盟结成之前可以通过把债务维持在某个水平来保护自身利益。负债水平和受到合并威胁的程度正相关。既然联盟企业听任原目标企业破产的成本很高，原目标企业负债的增加就会增加其股东的权益价值，均衡的负债水平会稳定在破产概率为正的的水平上。除此之外，如经典文献所述，负债还有规范经理人行为、减少代理成本^①的作用，也会增加企业同雇员谈判时的优势。

^① 此处的代理成本主要是特指经理可能会以雇员利益最大化为目的。比如提高雇员待遇，承诺雇员的工作会更加稳定等等。此时，负债的增加会限制经理的这种行为。

（二）谈判优势

资本结构还是厂商在无力负担对于利益相关者的相关义务时，股东和利益相关者进行谈判的有力工具。债务水平越高，谈判能力越强，选择余地也就越多。因为谈判的成本和收益是不对称的，企业的非财务利益相关者，包括客户、供应商、雇员等承担谈判失败的绝大部分成本，而股东获取大部分谈判成功的收益。股东可以通过调整企业负债水平来降低非财务利益相关者的谈判能力和谈判地位，榨取利益相关者的租金，增加公司价值。

二、产品市场竞争程度增加引致负债水平降低

（一）非财务利益相关者理论

最早开始研究企业资本结构和产品市场之间联系的理论是资本结构的利益相关者理论。企业的杠杆水平受到企业非财务利益相关者^①（nonfinancial stakeholder）——客户、工人、供应商等等——的影响。所以企业不仅要把股东和债权人当作企业现金流的索取者，也要把非财务利益相关者视为企业现金流的准索取者。其理论基础是行业分析的“五种力量经济学”^②。五种力量是指：供应商力量，购买者力量，潜在进入者，替代品，现有企业间的竞争。非财务利益相关者理论主要研究前面四种力量。

非财务利益相关者和企业的关系可以被一系列的研究证实：顾客需要独特的产品或服务；企业需要保证产品的质量水平；工人或其他供应商的议价能力。研究主要集中在耐用品、唯一性产品生产企业；非唯一性产品和非耐用品；资本结构与要素市场；企业面临合并威胁等。

1. 耐用品生产企业

首先，根据 Titman（1984）^[3]的观点，客户和其他非财务利益相关者影响企业负债水平。具体影响机制如下：如果产品是耐用品或唯一性产品，企业所面临的流动性问题将会强加给非财务利益相关者一定的额外成本。客户必须承担的成本

^① 非财务利益相关者理论可以参阅 Mark Grinblatt & Sheridan Titman, 《资本市场与公司战略》（中译本），北京：中信出版社，第 17 章内容。“非财务利益相关者”指除股东和债权人等对企业现金流有直接索取权之外的利益相关者。

^② 迈克尔·波特《竞争战略》，为分析影响行业利润的经济因素提供了分析的框架，首先把这些经济因素分为五种主要力量。

是不能再获得该产品的零部件及相关服务；供应商承担的成本是停止和该企业商业业务往来所带来的损失；雇员要承担的成本是失业或者丧失晋升机会。Cornell 和 Shapiro (1987)^[31]把此拓展为非财务利益相关者对企业的“隐含求索权”。“隐含求索权”包括非财务利益相关者要求得到但不直接以合同条文的形式表现的权利，具有两个特征。首先，它是一个模糊的概念，不能以合理的成本写入书面条文之中^①；其次，既然“隐含求索权”不能以书面形式表现，就不能与他们所交易的商品和服务分开定价并各自独立交易。非财务利益相关者需要把这些企业强加给他们的成本以相关的形式转移给股东：顾客会要求企业降低产品价格；供应商将会不愿意甚至停止和该企业的商业往来；工人会避免到这样的企业工作。由于进入财务困境乃至面临破产危机主要是因为负债过多而导致，股东将会只拥有适当的债务。一般而言，唯一性产品或者耐用品的生产厂商破产给非财务利益相关者带来的损失比非耐用产品生产厂商，或者非唯一性产品生产厂商破产要大。举例来说，计算机公司和汽车公司与酒店或旅馆相比，会有更少的负债。因为对前者而言，破产给非财务利益相关者带来的成本要比后者大得多，并且这些成本会通过“逆向选择”的形式转嫁给企业。

2. 非耐用品、非唯一性产品生产企业

Maksimovic 和 Titman (1991)^[32]拓展了 Titman (1984)^[3]的研究，考察了非唯一产品和非耐用品生产企业，和 Titman (1984) 得出的有关耐用品的结论相似，他们发现非唯一产品和非耐用品生产企业也服从类似的效应。如果企业能够轻易降低其产品质量，并且其客户在购买该产品之前不能区分质量的优劣，那么该企业将会采用更低的负债水平。和 Titman (1984) 相比，他们指出，即使个人不在企业的破产中承担任何成本，他们也不愿意同一个杠杆程度很高的企业产生业务往来。而且，既然企业借款决定会影响顾客对其产品质量的预期，财务状况是众所周知的或者很容易被观察到的企业在财务不足时将不能降低产品质量。因为如果企业处于财务困境中，一种可行的避免破产的方法就是降低产品质量来节约成本。即企业降低产品质量将会向客户传达一个负信号：企业已经处于财务困境^②。

^① 哈特《企业·合同·财务结构》中指出：如果是第三方无法证实且不能明确其执行成本，不能进入合同条文。

^② 财务不足 (Financial shortfall) 是指，企业不需要降低产品质量，而通过发行低级债务所获得的资金就可以度过的状态。财务困境 (Financial distress) 是指，企业的负债水平已经超过了预期现金流，从而很难在资本市场再获得融资，只能通过降低产品质量节约资金以避免破产。

3. 资本结构与要素市场

Sarig (1998)^[33]认为,高杠杆企业的熟练员工可以通过谈判获得更有利的合同条款,而低杠杆企业的此类员工则不能。这是因为相对于低杠杆企业而言,高杠杆企业更容易受到雇员的威胁:他们经常以转换工作单位来威胁,要求提高他们的工资,从而榨取他的服务所能产生的大部分利润。企业价值将会随杠杆程度递减。因此,企业拥有的熟练员工越多,负债将越低,希望由此带给雇员一个稳定的预期,避免同雇员谈判的不利局面,并且解决雇员辞职的威胁。高杠杆不仅仅影响企业和雇员的谈判地位,它也影响该企业同其他生产要素提供者的谈判能力。与此对应,较少受到谈判威胁的企业将会倾向于更高的负债水平。

(二) 战略资本结构经济周期理论

战略资本结构经济周期理论是“市场结构理论”的一种表现形式。低迷时期集中行业内,高杠杆企业与财务保守企业相比,更容易丢失市场份额,损失营业利润。Opler和Titman(1994)^[34]的研究显示,杠杆程度位于业内最高十分位水平的企业和杠杆程度位于最低十分位水平的企业相比,紧缩时期的销售收入下降幅度高出26%。股权市值的变化形式大体上与之相同。他们还进一步发现,杠杆很高并致力于研发的企业经济萧条时期的损失最为惨重,也就是说生产特殊专门化产品的企业在财务危机面前更加脆弱。这些发现和理论上的结论一致,财务强势企业^①可以利用自己在萧条时期不受影响的的优势,在萧条时期进行更有侵略性的广告、产品定价来挤出那些财务脆弱的竞争对手。

在集中度较高的行业内竞争对手采取这种策略的收益更大,更有动力这么做。因此,在这种行业内经营的企业会倾向于有更低的负债水平,免得在衰退时期遭到竞争对手侵略性的打击。

市场结构对资本结构的影响表现为:在集中行业内,强大的企业往往拥有相对低的负债。因为在竞争高度激烈的环境中,低杠杆行业可以用掠夺行为把高杠杆企业赶入财务不足或财务困境状态,直至赶出市场。有远见的企业将会把低负债水平作为战略工具使用,由此向竞争对手发送一个信号:自己可以随时采用掠夺行为或随时可以应付掠夺行为的进攻。从而使竞争对手不敢随便使用掠夺行为。

^① 财务强势(Financially strong)指杠杆较低带来的财务灵活性。财务脆弱(Financially vulnerable)指负债水平较高。

在高集中度并且竞争激烈的行业中，为了保持足够的竞争力，企业倾向于采用更低的杠杆水平。这和激励理论、代理模型一致。产品市场的高集中度竞争是对经理的约束机制，迫使他们减少负债，将来也许会产生在产品市场竞争与负债两者间做出权衡的理论。

第四节 战略资本结构国内外主要实证研究回顾

一、国外主要实证研究

(一) 资本结构与产品市场竞争力相关性研究

1. Chevalier (1995)^[30]的实证研究

她的研究分为两个部分，首先采用事件分析法，目的在于检验超市业杠杆收购的“公告效应”（announcement effect），样本选取为 1986~1988 年的四个杠杆收购事件。如果杠杆收购弱化了产品市场竞争，则其余竞争对手会在杠杆收购宣告期内进入或者扩大规模，获得非正常的回报（高于正常回报水平）；如果杠杆收购强化了产品市场竞争，其竞争对手会在公告期内关闭分店或退出市场，得到负的非正常回报（低于正常回报水平）。实证研究结果显示，杠杆收购公告增加了本地竞争对手的市场价值。

她还采用了大样本进行检验，用最大似然估计法检验超市关闭或者扩张的决定。结果显示，如果当地原有超市宣布杠杆收购，其竞争对手更可能会进入或者扩张，尤其是当宣布杠杆收购的超市占有很大的市场份额时。两个实证检验都认为杠杆使产品市场竞争软化。

2. Istaitieh 和 Rodriguez (2003)^[35]的研究

Istaitieh 和 Rodriguez (2003) 的研究第一次试图分析企业资本结构和产品市场上战略行为间的双向影响效果。把利益相关者理论融入了模型构造，利用三阶段最小二乘法估计 SEM 模型。选取了 1993~1999 年间的 2112 个西班牙制造企业。结果显示，高杠杆企业行为缺乏侵略性（主要以提高价格形式表现），弱化产品市场竞争。另一方面，企业在资本结构决策时，把由高负债带来的产品市场竞争弱化作为既定变量，从而决定采用高负债率。有更高的议价能力和客户集中度的企

业倾向于拥有更低的杠杆水平（这代表着利益相关者理论）。

回归模型如下：

$$CR = \alpha_2 TDEBT + \beta_{21} OPENA + \beta_{22} PROFD + \beta_{23} LSIZEA + \mu_2$$

其中，TDEBT 为负债，CR 为行业集中度，PROFD 为经济回报，OPENA 为开放程度，LSIZEA 为企业规模。

（二）资本结构和产品市场竞争的周期性行为研究

Chevalier 和 Scharfstein（1995）^[36]发表在《美国经济评论》上的《资本结构和产品市场行为——流动性限制和涨价的周期性行为》，以资本市场不完全和多期产品市场竞争为基础，研究了面临流动性限制的企业（杠杆企业）进行价格决策的过程。他们选取了 1959—1989 年间的 20 个制造类行业为样本，得出的结论是，在集中度越高的行业内，产品价格就越反周期^①运动。其次，在流动限制较强的行业，资本性支出表现出领先周期的运动形态。最后，在小企业占统治地位的行业内，存货投资也表现出领先周期的运动形态。理论基础就在于，当需求不确定时，获取现在确定性利润的吸引力要大于获取将来“或然利润”的吸引力，从而导致企业的投资、定价等决策和经济周期的一致。

（三）资本市场与产品市场竞争关系的行业差别研究

Phillips（1995）^[27]的研究选取了 1980~1990 年间 4 个代表性行业内代表性企业^②的月份数据。主要目的在于检验财务杠杆突然增加对企业生产和定价的影响，所以选取的样本主要是包括进行资本重组的企业。对行业水平的需求方程和供给方程做了两阶段 SEM 回归。

得出的结论是在三个行业内（玻璃纤维、拖拉机、聚乙烯），产出和行业平均杠杆水平负相关。即债务使杠杆企业的行为侵略性降低。在石膏业内，产出和负债水平呈正相关，在此行业内，竞争对手的负债程度和进入壁垒都很低，债务使得高杠杆企业行为更富侵略性。

^① 将来的需求具有不确定性，当现在的需求相对高的时候，企业会降低产品价格，占领市场，获取现在确定的利润。所以，当经济运行到波峰时，往往产生过度竞争。

^② 玻璃纤维业，75 个为资本重组以前，50 个经过资本重组；拖拉机行业，77 个为资本重组以前，55 个经过资本重组；聚乙烯业，97 个为资本重组以前，25 个经过资本重组；石膏业，100 个为资本重组以前，29 个经过资本重组。

二、国内主要的实证研究

国内对战略资本结构的研究主要从朱武祥（2002）^[4]、刘志彪（2003）^[5]等开始发展起来，但对于资本结构决策与产品市场竞争强度、资本结构与企业的产品市场竞争力等方面的关系没有能够得出一致的结论。这可能和样本的选择有关系，不同行业的上市公司面临不同的产品特征、产业政策等因素，制约其资本结构决策的因素也各不相同，中国的上市公司资本结构显示出鲜明的行业特征。以郭鹏飞（2003）^[37]为代表的系列研究的结果表明：不同行业上市公司的资本结构具有显著差异；同一行业上市公司资本结构具有稳定性；同一行业门类内不同行业大类的公司间资本结构无显著差异。

近来关注资本结构行业特征的文章占据了资本结构研究的相当部分，如对电力、信息技术、房地产、航空工业等，研究焦点基本上都是针对资本结构的影响因素进行。由于研究样本不同，所得出的结论不尽一致，但所采用的方法基本一致，而且并没有对公司资本结构决策所产生的战略效应进行深入研究。李映照等（2004）^[38]对我国制造业上市公司资本结构的影响因素进行了实证研究，但研究尚属于韩传模（2006）^[4]所定义之“资本结构影响因素”一类，缺乏对资本结构与产品市场竞争力两者之互动关系研究，本研究在一定程度上是对上述研究的一个推进。

第三章 模型构建

根据前文对战略资本结构领域主要成果的回顾，本文拟对我国目前上市公司的资本结构与产品市场竞争力之间的关系进行研究。借鉴前人进行的实证研究指标和方法的选择，本章构建一个计量模型，并对所选择的主要指标进行分析说明。

第一节 变量选择释义

一、企业产品市场竞争力

本文对企业产品市场竞争力的定义如下：

$$\text{产品市场竞争力} = \frac{\text{主营业务收入}}{\text{行业内所有企业主营业务收入之和}}$$

如前文所述，本文样本选择的行业标准是证监会的行业分类标准，企业主营业务收入占行业内所有企业主营业务收入之和的比重说明了企业主营业务在行业内的竞争地位。

对企业的产品市场竞争力的度量还有研究运用研发投入指标、资产专用性、与上下游客户的关系等来代表。这些指标要么是披露的数据不足，要么是只能用定性指标来代替。考虑到研发投入、与客户关系、资产专用性等最终都要转化为企业在主营业务上的表现，本文利用主营业务占行业的比重来代表企业的产品竞争力。

二、资本结构

常用于度量资本结构的指标有：总负债/总资产、长期负债/总资产、长期负债/权益、总负债/权益、权益/总资产，在资本结构基本理论和经济效果的实证研究中，几乎都采用第一个指标，即总负债/总资产；在资本结构影响因素的实证研究中，常用的是前两个。本文采用资产负债率作为衡量资本结构的指标。计算公式如下：

$$\text{资产负债率} = \frac{\text{负债合计}}{\text{总资产}}$$

对于狭义的资本结构概念,资本结构是指企业各种长期资金来源的比例关系,采用长期负债率应该更为合适一些,但我国上市公司一般都会用短期负债展期和归还后重新借款的方式将短期借款变为长期借款使用,这导致了我国上市公司的长期负债率偏低。(从本章第二节的描述统计分析中可以看出。另外,本文所选取的687家样本公司中,长期负债为0的公司多达90家,这也印证了这一观点)。而且,短期负债多发生于垂直行业内的商业性融资,对企业在业内的竞争地位会产生影响。因此,采用总资产负债率代表资本结构更为合理。

三、盈利能力（行业竞争状况）

盈利能力采用的是主营业务利润率,该指标一定程度上度量了企业的盈利能力以及企业所在行业的竞争状况。该指标定义如下:

$$\text{主营业务利润率} = \frac{\text{主营业务利润}}{\text{总资产}}$$

从产业经济学的观点来看,一般来说,企业盈利能力越强,表明企业所处行业的竞争程度越低。同时企业的盈利能力越强,企业就越有能力通过自有资金扩张生产,提高企业在产品市场上的竞争力。

四、企业相对规模

本文为了考察资本结构决策对企业在产品市场上竞争力的影响,控制了企业相对规模变量,其定义如下:

$$\text{企业相对规模} = \text{企业资产} / \text{行业内企业总资产}$$

企业在行业内的竞争地位更大程度上取决于企业的资产规模在行业中所处的地位,而非企业资产规模的绝对水平。本文为了研究资本结构决策对企业在产品市场竞争地位的影响,控制了企业相对规模这一变量。

五、总资产、负债等指标均选择为账面价值

前述各指标中,总资产采用的均为账面价值,尽管人们通常认为账面值只具

有会计上的意义，市值才能反映企业的真正情况。

在市场经济中，资产、负债和权益通常都既有帐面价值又有市场价值，且资产帐面（市场）价值=负债帐面（市场）价值+股东权益帐面（市场）价值，因此对于资产负债率的计算是使用帐面价值还是市场价值结果肯定是不一样的。由于我国的债券市场还相当不发达，企业的债务主要是银行借款，因此，国内学者在做这类实证分析时，几乎都是采用负债的帐面价值。对于股东权益而言，我国的上市公司，三分之二左右是非流通股，以流通股市价来计算公司股票总价值显然是错误的。（本文选择的样本为 2005 年度数据，为了保持样本的一致性，剔除了正在进行股权分置改革的企业样本，这同时也说明了本文为何选取权益账面价值。）

在市场经济发达的国家，一般而言，计算债务比率时，财务经济学家更倾向于使用市场价值。因为市场价值更能反映企业当前的价值而非历史价值。同历史价值相比，市场价值更能反映出企业真实的内在价值。但是，由于股票市场的波动性，使用帐面价值更受公司金融主管的欢迎。人们经常认为，是市场的内在波动造成了以市场价值为基础的负债比率的大幅波动。Glison（1997）^[39]认为，在表示资本结构时，无论是账面价值还是市值，都会存在“测量误差”，市值与账面价值的选用并没有什么差别，估计结果也不能分辨孰优孰劣。实务操作中，债务条款中对债务的限制也经常以帐面价值而非市场价值表示，像标准普尔和穆迪这样的公司也经常以帐面价值计算公司的负债比率。

第二节 实证模型构建

影响企业所在行业产品市场竞争程度以及企业在该市场上竞争地位的因素有很多，从战略资本结构理论的角度来考虑，企业在做出资本结构决策的时候就已经向市场发出了扩张产出或收缩产出的信号，行业中其他行业据此来做出自身的产出决策。行业的总体供给和竞争强度也就此决定下来。

一、资本结构对产品市场竞争的影响

资本结构对产品市场竞争的影响缘起于负债的有限责任问题。因为有限责任

原则，股东和债权人的成本收益不对称，股东（或股东利益最大化行动的管理者）锁定了损失的最大程度，但获利能力无上限。当需求不确定时，在好的需求状态下获得巨额回报，而此时债权人只获得固定的本息收入；在产品的市场需求严重不足时，股东只需根据出资额承担有限责任，债权人的损失比例很大（破产清算时，往往不会有太大的残值）。所以，股东有动力去追求更有风险的产出战略和定价战略。资本结构对产品市场竞争的影响效果会因为资本市场和产品市场的不完全而发生变动。

当产品市场竞争不完全时，如果高杠杆企业占有很大的市场份额，更可能引发低杠杆竞争对手的“掠夺行为”。低杠杆企业认识到高杠杆企业可能面临的财务困境，他们会利用自身股权融资的优势发动侵略行为：扩张产出水平，加强市场营销投入，不惜采用“消耗战”，把高杠杆企业拖入财务困境，直至暂时或永久将高杠杆企业逐出市场。低杠杆企业在竞争行动中所受的损失在高杠杆企业退出市场后，自身行使市场权力时得到补偿。

当资本市场不完全时，企业不能顺利地利用外源融资。高负债水平要求更高的还本付息支出，这会侵蚀企业经营产生的内部现金流，企业很难用内源融资为可能存在的投资机会融资，高杠杆企业的后续投资能力就不能得到保证，从而被迫降低投资水平，让出市场份额。

因此，当企业采用高杠杆融资策略的时候，只要面临不确定的市场需求状态，不管竞争对手如何回应，他们都会扩张生产规模。在中国当前的资本市场发育条件下，企业的负债融资大多还是银行贷款，由于银行和大多数上市公司的国有性质，这种融资具有“内源融资”特征：债权还本付息的刚性约束不够、债权人参与公司治理并监督资金运用的动机也不足。另一方面，目前制造业产品同质性较高，各企业缺乏其产品的核心竞争力，这就造成“价格战”成为众多行业竞争的普遍选择。在此情形下，首先选择利用负债融资的“有限责任效应”进行扩张的企业在竞争中往往首先占据了有利地位，但其对手的反应往往也是针锋相对的利用负债进行扩张（在贷款资金可以获取的情况下）。

二、控制变量选择

在资本结构决定因素的研究中，企业规模通常作为控制变量出现，探讨企业

规模与企业资本结构决策之间的关系。在研究企业在产品市场上的竞争力时，企业规模同样是个重要变量。但决定企业在产品市场上竞争地位的并不是企业规模的绝对水平，而是相对于同行业其他企业来说，该企业的规模处于什么地位。

企业的盈利能力与企业在产品市场上的竞争地位是双向作用的关系，企业在产品市场的竞争力终究要转变为企业的盈利能力。也可以从另一个角度考虑，企业的总体盈利能力决定了企业在主营业务上可能采取的竞争策略。盈利能力更强的企业抗风险能力也更强，就可以在产品市场上采取更为长久的竞争计划，从而获得更有利的竞争地位。

本文以企业产品市场竞争力为被解释变量，以资本结构为解释变量，同时控制企业相对规模和盈利能力变量，建立实证模型如下：

$$competence = \alpha + \beta_1 leverage + \beta_2 asset + \beta_3 earning + \varepsilon$$

其中，*competence* 表示企业的产品市场竞争力；*leverage* 表示企业的资产负债率；*asset* 表示企业相对规模；*earning* 代表企业的盈利能力；各变量释义如前文所述。

第四章 实证研究

第一节 数据来源与样本选取

一、数据来源

表 4-1: 原始数据来源说明

数据类型	数据来源
流动负债、长期负债、总负债、总资产、主营业务收入、主营业务利润	WIND 资讯中 2005 年度各财务报表
行业分类数据、行业细分类数据	中国证监会

二、样本选择

本文选取的是制造业 A 股上市公司 2005 年度的横截面数据。从上市公司财务报表中选取的数据均采用 2005 年末的合并报表。

本文的研究样本是在沪深两所上市的制造业 A 股上市公司。没有选取全部上市公司主要是为了控制行业因素的影响，因为企业的行业属性是决定其资本结构水平的因素之一，不同行业内企业的数量与规模、资产的构成状况及行业产品的稳定性都会影响到企业的资本结构。中国证券市场 2005 年末行业分布中，制造业上市公司占比达到 58.87%，具有较强的代表性^①。

为了保证数据有效性，本文采用了以下标准对原始样本进行筛选：

(1) 考虑到上市公司对真实行业的代表性等问题，剔除了行业内上市公司数量过少的行业大类，如木材家具制造业（4 家）。

(2) 考虑到度量企业的产品市场竞争力时要利用主营业务的数据，本文剔除了制造业中的“其他制造业”（很难明确鉴别其主营业务是否相同）。

(3) 为了保持样本的代表性，本文剔除了 ST、PT 公司以及未进行股改或已

^① 深圳证券信息有限公司，《中国证券市场 2005 年年度报表系列》，资料链接：http://www.cninfo.com.cn/sjzx/tjbb/2005nb_t/2005nb_t25.doc

进行股改但尚未实施的公司（S股公司）。

在经过上述筛选后，本文的样本容量为制造业下的“电子”、“纺织、服装、皮毛”、“机械、设备、仪表”、“金属、非金属”、“石油、化学、塑胶、塑料”、“食品、饮料”、“医药、生物制品”、“造纸、印刷”等 8 个大类，共 687 家上市公司。

第二节 各行业大类描述统计分析

由于前文（第一章）中所引用的中国上市公司资本结构描述统计分析的数据较为陈旧，本节首先按照证监会行业分类标准，对样本公司 2005 年末的财务数据进行描述统计分析。以此来检验在资本市场不断发展的今天，中国上市公司资本结构的现状有无明显变化。利用 EVIEWS5.0 软件对样本数据分析的结果如下表所示。

表 4-2：制造业下各行业大类长期负债、流动负债、总体负债的描述统计分析结果

行业	公司数量	长期负债比率均值 (标准差)	流动负债比率均值 (标准差)	总体负债比率	赫芬因德指数 ¹⁸ (HHI)
电子	49	0.04 (0.08)	0.40 (0.18)	0.44 (0.18)	1.62E-06
纺织、服装、 皮毛	54	0.05 (0.07)	0.39 (0.15)	0.45 (0.18)	2.35E-06
机械、设备、 仪表	179	0.04 (0.06)	0.46 (0.15)	0.50 (0.16)	0.02E-06
金融、 非金属	118	0.10 (0.09)	0.45 (0.14)	0.54 (0.14)	0.5E-06
石油、化学、 塑胶、塑料	130	0.09 (0.10)	0.42 (0.16)	0.52 (0.16)	0.16E-06
食品、饮料	47	0.04 (0.09)	0.40 (0.16)	0.45 (0.17)	4.07E-06
医药、生物 制品	86	0.05 (0.10)	0.41 (0.20)	0.46 (0.21)	1.35E-06
造纸、印刷	24	0.13 (0.11)	0.45 (0.15)	0.58 (0.12)	141.44E-06

¹⁸ 赫芬因德指数用来度量行业的集中度，该指数越小表示行业的集中度越低，行业的产品竞争越激烈。本文对赫芬因德指数的算法为
$$\text{赫芬因德指数} = \sum_{i=1}^n \left(\frac{\text{企业 } i \text{ 资产}}{\text{行业资产总额}} \right)^2$$
。

从上表中可以看出，对于任何一个行业大类，长期负债均值均明显低于流动负债均值，而且流动负债的波动（标准差）和总体负债比率的波动（标准差）更为接近。这一点说明了本文下面实证研究为何选择总体资产负债率而不是选择长期负债比率来代表资本结构。

对“造纸、印刷业”的分析显示，该行业的集中度很高，存在三个大的厂商：晨鸣纸业（000488.SZ）资产占行业总资产的 42%，华泰纸业（600308.SH）资产占行业总资产的 14%，太阳纸业（002078.SZ）资产占行业总资产的 12%，最大的三家企业占比达到 68%。该行业的平均负债比率最高，这是因为该行业最明显的特点就是资本密集。上表中平均负债比率超出 0.5 的几个行业无一例外是资本密集型行业。这些行业需要大规模的债务融资方可满足其巨大的资本需求量。

除“造纸、印刷业”之外，上表数据基本杠杆比率越高，行业的集中度越低，竞争越激烈。

第三节 资本结构决策对产品市场竞争影响的实证研究

一、制造业 A 股上市公司整体分析

有远见的企业能够清楚地认识到资本结构决策对产品市场上竞争对手行为的影响，并且能够估计出由于自身资本结构决策导致的竞争对手行为方式的变化对自身盈利能力的影响。盈利能力影响到企业的经营现金流量，从而影响企业的投资能力，进而影响下一轮的资本结构决策和产品市场上的竞争地位。所以，他们会把产品市场竞争的状况和其在产品市场竞争中所处的竞争地位作为资本结构的决策因素考虑进去。如前所述，本文利用“主营业务收入/行业内所有企业主营业务收入之和”来表示企业在产品市场竞争中所处的竞争地位，用企业的主营业务利润率来代表企业的盈利能力和企业所处行业的产品市场竞争强度。在控制了企业相对规模这一变量之后，前文所构建的检验产品市场竞争对资本结构影响的计量模型此处简写如下：

$$Y = C + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \xi \quad (1)$$

其中 Y 是企业的产品市场竞争力变量（competence）；X₁ 是企业的杠杆比率

(leverage); X_2 是企业的盈利能力变量 (earning); X_3 表示企业的相对资产规模 (asset); 各变量的定义如前所述。

根据本文对战略资本结构理论的理论 and 实证研究综述, 现有的理论和实证研究没有能达成一致的结论。本文提出如下两个对立假设:

假设一: 资本结构决策与产品市场竞争力正相关, $\beta_1 > 0$;

假设二: 资本结构决策与产品市场竞争力负相关, $\beta_1 < 0$ 。

利用制造业 A 股上市公司 2005 年末合并报表数据, 本文采用 Eviews5.0 首先对变量的相关系数进行分析, 结果如表 10 所示:

表 4-3: 变量相关系数

	Competence	leverage	earning	asset
Competence	1.000000			
Leverage	0.113685	1.000000		
Earning	0.171898	-0.221125	1.000000	
asset	0.891556	0.114279	0.033549	1.000000

从变量的相关系数可以看出, 三个解释变量相互之间的相关程度都较低, 在一定程度上说明回归模型应不存在严重的多重共线性问题。进一步利用方差膨胀因子 (VIF) 检验法检验所得结果如下:

表 4-4: 方差膨胀因子检验

解释变量	被解释变量	R-Square	VIF
Earning	Asset	0.063723	1.0681
Leverage	Asset	0.052402	1.0553
Earning	Leverage	0.016697	1.0170

可以看出, 方差膨胀因子 (VIF) 数值都很小, 多重共线性问题不会影响模型的回归结果。但由于本文采用的是 2005 年的截面数据, 很可能存在异方差性, 在利用怀特异方差性检验后发现确实存在异方差, 利用异方差与自相关相容协方差 (HAC, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariances) 方法对模型

进行了重新修正估计，修正估计后的结果和模型直接回归结果总结如表 4-5 所示：

表 4—5： 模型回归结果和 HAC 方法修正估计结果

解释变量	被解释变量	
	模型 (1) 结果	HAC 方法修正估计结果
C	-0.008** (-5.07)	-0.008** (-3.71)
X ₁ (Leverage)	0.006** (2.76)	0.006** (3.06)
X ₂ (Earning)	0.038** (9.08)	0.038** (4.40)
X ₃ (Asset)	1.012** (53.39)	1.012** (9.89)
R ²	0.817	0.817
调整 R ²	0.816	0.816
F 值	1017.1**	1017.1**

注：**表示 0.01 显著程度，括号内为相应的 t 检验值；样本容量为 687。

从回归分析结果可以看出，在控制了企业相对规模和企业盈利能力两个变量之后，企业在产品市场上的竞争力和企业的资本结构高度正相关，即企业在资本结构决策时提高杠杆比率的行为给企业带来了更高的产品市场竞争力。这可能主要来源于高负债企业的“战略产出效应”。企业盈利能力受到市场需求变动的影 响，但是由负债增加带来的利息支出压力会提高将来各期需要对外支付的现金流量。企业的财务风险随之增大，更有可能入不敷出，陷入财务困境，对于一些过度负债的企业尤其如此。这会 引起股东利益最大化的经理作出“赌徒”行动。他们将放弃收益稳定，但收益率低，净现值为正的项目。因为在投资管理过程中付出努力的经理人员和股东只有“剩余索取权”，即使采用这样的项目，并且带来企业价值的增加，也会被企业价值的“优先索取者”（如债权人）得到。他们往往转而去采用风险很大，但是一旦成功就足以偿还所欠债务的投资机会。这样的投资机会失败的几 率很大，但是还具有一些冒险成功的可能性。从另一个角度看，此时股东的“剩 余索取权”实际上是一种实物期权，股东的战略决策是基于该期权价值的最大化作 出的。期权标的价值的波动可以增加期权的价值，股东有动力利用需求的不确定性 来扩大其产出决策，增大企业价值的波动幅度，来增加该实物期权的价值。

高负债导致企业的产品市场竞争力增强也可能来源于软预算约束造成的过度投资。由于银行贷款的软约束¹⁹，企业的经理人预期到即使产品市场经营失败，企业也不会最终破产，经理人在选择产量和投资水平时，将仅考虑市场环境良好的情况，这时经理人的行为表现出“赌徒行为”，企业尽可能将选择高负债经营，以追求企业在市场环境良好时的利润最大化。

本文所选取样本为 2005 年末的年度数据，此时上市公司的所有制形式也已趋向多样化，农行外的国有银行也已经完成股份制改造。国有银行、国有企业都已经开始走向自主经营、自负盈亏的市场运营模式，即使是国有上市公司的银行贷款也已经少了很多“内源融资”的性质。因此，本文的观点认为高负债引致的产品市场竞争力增强来源于负债的“有限责任效应”等，资本结构决策已经开始向市场传达企业的财务状况信息以及企业预计采取的产品市场竞争态度。

二、制造业各行业大类资本结构决策对产品市场竞争力的影响

在对制造业门类 A 股上市公司的战略资本结构决策做出实证分析之后，有必要检验制造业下各大类上市公司的企业做出资本结构决策时，如何收到该企业产品市场竞争力以及行业整体竞争状况的影响。各大类的实证结果如下：

表 4—6：制造业各大类资本结构决策对产品市场竞争力影响的实证结果

行业大类	回归结果
电子	$Y = -0.022 + 0.007X_1 + 0.088^{**}X_2 + 1.35^{**}X_3$ <p style="text-align: center;">(-2.64) (0.46) (3.24)₂ (15.97)</p> $R^2 = 0.87 \quad F = 107.32$
纺织、服装、皮毛	$Y = 0.006 + 0.003X_1 + 0.008X_2 + 0.58^{**}X_3$ <p style="text-align: center;">(0.96) (0.30) (0.31)₂ (7.34)</p> $R^2 = 0.53 \quad F = 21.12$
机械、设备、仪表	$Y = -0.006 + 0.001X_1 + 0.036^{**}X_2 + 1.113^{**}X_3$ <p style="text-align: center;">(-4.75) (0.43) (7.57)₂ (21.83)</p> $R^2 = 0.77 \quad F = 203.6$
金属、非金属	$Y = 0.001 - 0.004X_1 + 0.015^{**}X_2 + 0.89^{**}X_3$ <p style="text-align: center;">(0.49) (-1.17) (2.66)₂ (42.08)</p> $R^2 = 0.94 \quad F = 609.45$

¹⁹ 上市公司预算软约束的研究很多，代表作参见：李涛，《国有股权、经营风险、预算软约束与公司业绩：中国上市公司的实证发现》，《经济研究》，2005（7）：77—89。

(续上表)

行业大类	回归结果
石油、化学、塑胶、塑料	$Y = -0.002 + 0.001X_1 + 0.018^{**}X_2 + 0.95^{**}X_3$ $(-1.69) \quad (0.32) \quad (4.36) \quad (16.45)$ $\bar{R}^2 = 0.7 \quad F = 102.86$
食品、饮料	$Y = -0.023 + 0.016X_1 + 0.101^{**}X_2 + 0.935^{**}X_3$ $(-3.34) \quad (1.30) \quad (6.68) \quad (9.12)$ $\bar{R}^2 = 0.8 \quad F = 60.58$
医药、生物制品	$Y = -0.011 + 0.008X_1 + 0.021^{**}X_2 + 1.278^{**}X_3$ $(-3.10) \quad (1.45) \quad (2.51) \quad (11.84)$ $\bar{R}^2 = 0.66 \quad F = 54.83$
造纸、印刷	$Y = -0.022 + 0.026X_1 + 0.076X_2 + 0.639^{**}X_3$ $(-1.22) \quad (0.96) \quad (1.57) \quad (15.92)$ $\bar{R}^2 = 0.92 \quad F = 87.27$

注: **表示 0.01 显著程度, 括号内为相应的 t 检验值

从上表中可以发现, 金属、非金属大类是个例外, 产品市场竞争力与企业资本结构决策负相关。产品市场上竞争力越强, 杠杆比率反而越低。其他各大类与制造业行业总体基本一致: 企业的杠杆比率越高, 企业的产品市场竞争力也就越强。剔除金属、非金属大类之后, 本文对制造业上市公司整体上实证分析, 结果如下:

$$Y = -0.009 + 0.009X_1 + 0.045X_2 + 0.816X_3$$

$$(-4.97) \quad (3.03) \quad (8.31) \quad (39.95)$$

$$\bar{R}^2 = 0.75 \quad F = 580.48$$

其中, 括号内为相应的 t 检验值, 三个解释变量的系数均通过了 1% 的显著性水平检验。这个结果和前文所分析结果基本一致。金属和非金属的杠杆比率和企业的产品市场竞争力负相关, 这可能和该行业的产品特征相关。

第五章 优化资本结构的政策建议

第一节 我国上市公司优化资本结构政策建议

本文的实证研究显示，我国制造业 A 股上市公司的杠杆比率和公司在产品市场上的竞争能力正相关，和公司所在行业的竞争程度正相关。这个结论的成立与我国现阶段资本结构的发展和融资模式的状态有关，不能仅仅从表面上看待两者之间的关系。

一、发展企业债券市场

如本文对制造业 A 股上市公司的描述统计分析所显示，流动负债的均值和方差均与总负债的均值和方差非常接近，流动负债占总资产的比例平均高达 40% 以上。长期负债不仅数额很小，而且波动幅度（方差）不大，中国上市公司的长期负债水平甚至不及发达国家上个世纪末的水平²⁰。

2006 年，我国企业债发行总规模有了较快的扩大，并首次通过簿记、建档方式发行，直接通过市场竞价，同时采取交易所系统网上发行，挖掘了更多的潜在投资者。但是相对于全球其他重要的资本市场，我国企业债市场还非常弱小，仅占 GDP 的 1.2%，债券融资占企业外部融资的比例为 1%，远低于银行信贷的 85%。²¹

本文认为，应该首先大力发展债券市场以使企业负债资金来源摆脱主要依赖银行信贷的现状，然后完善债券市场上的产品类型，使得上市公司摆脱流动负债构成总负债的主要部分这一现状。要达到这两个目的，应该从以下几个方面入手。

1. 逐步实现发行监管市场化

按照市场化、规范化和国际惯例接轨的原则，主要从以下三个方面着手进行改革：

构建企业债券统一监管格局。中国企业债券市场发展的实践证明：现行的多

²⁰ 唐珏岚，《发达国家企业融资结构的比较与启示》[J]，《浙江师范大学学报》，2006（6）：69 页。

²¹ 《资本市场新抓手：积极发展企业债券市场》，2007 年 1 月 17 日，中国证券网，资料链接：http://www.cnstock.com/jrpl/2007-01/17/content_1802281.htm。

头监管的体制，不利于市场的整体监管，同时也降低了监管效率。考虑到中国债券市场的发育程度及监管部门的实际，本文认为应充分利用证监会作为资本市场专业监管部门，在企业证券发行审核、发行主体监管、交易市场建设与监管、信息披露监管、中介机构监管、证券登记与托管、投资者保护等方面所具有的组织保障和专业经验。同时，学习借鉴美国债券市场监管的经验，将企业债券市场纳入证券市场的监管范畴，逐步变多头监管为中国证监会集中统一监管。彻底改变企业债券发行和上市过程中多家监管主体共同审批、耗时费力的局面。

逐步推进企业债券发行市场化。有关监管部门要适应资本市场发展新形势的需要，更新管理理念，逐渐淡化进而逐步取消企业债券发行的计划规模管理，引导企业依据自身的资本结构、资本需求、信誉状态和市场投资者的需求，按照市场规则确定债券发行规模。

探索推行企业债券发行核准制。改革企业债券的发行制度，逐步实现企业债券发行方式由审批制向核准制转变。本文认为：在现阶段，可以借鉴股票发行核准制的一些原则和程序，设计我国企业债券发行核准制度。具体可采用保荐人推荐、发行评审委审核、市场确定发行价格、证监会核准的方式组织实施。在核准制条件下，相关法律法规应对公司发行债券条件、上市标准、发债申请文件制作要求、发行审核内容及工作程序作出明确规定，对符合条件的企业完全开放市场。监管部门主要负责对发行文件进行合规性审查，同时监督发行人、有关中介机构、债券托管、交易和结算等服务组织依法规范运作。

2. 创造条件逐步实现企业债券发行利率市场化

要扩大利率浮动空间，实现企业债券利率有限度市场化。我国企业债券市场的浮动利率起始于 2003 年的首都旅游股份有限公司发行的 10 亿元企业债券，此后，浮动利率逐渐成为我国企业债券的主要定价方式。本文建议在我国银行存贷款尚未完全实现市场化的过渡期内，允许企业债券利率扩大浮动空间，在不超过银行贷款利率的上限内浮动，人民银行只规定利率浮动的上下限，具体的利率由发债企业与投资者协商确定，实现企业债券利率有限度市场化，逐步形成光滑的企业债券收益率曲线。同时，取消企业债券发行主体的所有制歧视，放宽对竞争性行业的资金需求限制。更多地从企业经营机制，经营效率，资产负债状况以及偿债信用机制等方面考察企业是否具备发行企业债券的资格，而不是简单的把所

有民营企业排除在企业债券融资大门之外，为不同行业的各类企业提供公平的债务融资环境。

3. 积极推进企业债券品种、期限、利率创新，建立适应各类企业融资需求的多品种的债券体系

在债券的品种设计上，应针对投资者的不同需求设计债券品种，期限上做到短、中、长期连续，付息方式做到一次付息、贴息与按年、半年、季度付息等的品种齐全，便于投资者按自身需求选择持有。同时，可结合市场需求考虑发行浮动利率付息企业债券、可赎回企业债券等多种品种，以增加投资者的可选择性。

调整企业债券的期限结构。加强对企业债券期限结构的设计，引导发债企业根据自身对于资金期限的不同需要而制定相应的还债期限，改变目前债券期限单一的格局。

在利率创新方面，应以实现企业债券发行利率的市场化为最终目标，改变企业债券发行利率以银行储蓄存款利率为参照的僵硬规定，充分发挥企业债券的创新的能力，由企业根据自身的信用级别和市场供求的状况来确定债券发行利率。具体来讲，就是将企业债券的利率水平与风险进行挂钩，在发债过程中，按照债券的信用级别、期限长短差异并根据市场变化的情况，由企业来制定不同的发行价格，并鼓励企业债券在价格计算方式上的创新。目前我国应扩大浮动利率债券发行量，实现利率有限市场化。

4. 大力发展场外柜台交易市场

从国际经验看，场外市场是企业债券交易的主要场所。针对目前我国企业债券流通市场主要集中于交易所市场的现状，笔者建议可以参照发达国家的作法，设立场外交易市场。企业债券柜台交易作为企业债券场外交易市场的重要交易形式，对于中国企业债券场外交易市场建设和健康发展都曾起到相当大的作用。目前，银行间柜台交易市场已经启动，下一步应以发展商业银行柜台交易为重点，进一步扩大试点范围，逐步开放柜台交易市场，可考虑以省、区为范围建立企业债券柜台市场，并把这一交易纳入银行间债券市场。从长远来看，可在柜台交易市场充分发展的基础上建立现代化的场外交易市场电算化体系。逐步推出更多的柜台交易品种，包括各种期限结构、多种计息方式在内的组合品种，形成较为完善的企业债券柜台收益率曲线。创造条件，完善现有的转托管流程，简化操作手

续，提高转托管效率，待时机成熟时，实现柜台交易市场与交易所市场的联通。

二、完善金融市场基础设施建设

本文的实证分析得出的一个结果是企业的杠杆比率和其在产品市场上的竞争力正相关，这和上市公司的“预算软约束”有关，既然负债有助于扩大生产能力，从而在产品市场上获得有利的竞争地位；同时这些负债又不构成“硬约束”，上市公司在选择负债融资时就在一定程度上忽略了“破产成本”的威胁。这就意味着负债的增加并不像现代资本结构理论所揭示的那样会带来股权融资成本的增加，从而造成公司整体加权平均资本成本不变甚至上升。

按照战略资本结构的理论，公司的资本结构决策会向市场传递信号，其他企业根据该信号做出反应。比如 A 公司提高杠杆比率，就意味着 A 公司只有扩大生产能力，赢得更多利润才能继续生存，这对其竞争对手来说是可置信的威胁，从而其竞争对手会相应缩小规模，A 公司从而获得更大的竞争优势。但是对于中国上市公司所面临的“预算软约束”现状，竞争对手虽然认为提高负债是扩张产量的可置信威胁，但他们自身提高负债也并不会增加资本成本和破产成本，他们的选择就不再是退缩行为。所以，这种由于举债获取的产品市场竞争优势在很大程度上是由于我国目前融资制度的缺陷所造成。

为了解决这个问题，从而让资本结构决策真正影响到企业的产品市场竞争力，除了大力发展企业债券市场，让企业优化资本结构和负债结构之外，还必须做到强化预算约束。

根据本文对资本结构的国际比较可知，银行信贷占负债主要部分的国家有一个共同的特征：资本市场的信息不对称问题严重。我国目前也亟需建立完善的上市公司信息披露制度，强化投资者保护等金融市场基础设施。

三、规范产品市场有序竞争

1. 强化公司的破产和清算

大量现象表明，我国目前在对公司破产清算的执行中还存在一些障碍。我们可以从两个方面对这些障碍加以克服：一方面政企分开，减少政府干预。公司的破产清算不能顺利进行，在很多情况下是因为政府的干预，所以只有真正实现政

企分开，债权人才能自主地维护自己的利益。另一方面，规范破产程序，保障债权人利益。不能以维护社会稳定为由，将债权人的权益索取权安排在安置企业职工以后，让债权人权益落空。当然，作为债权人的商业银行自身的改革也有助于公司破产清算的顺利实现。

在公司的破产和清算的执行得以顺利实施之后，公司也就必将审慎地对待利用负债融资以扩张生产、提高产品市场竞争力的生产决策。

2. 继续推进国有企业产权改革和建立职业经理人市场

由于国有企业的“所有者虚置”问题，它的公司治理结构是低效率的，资本结构对公司投资行为的影响也很难完全反应为市场行为。

建立职业经理人市场的意义在于激活声誉的作用，在面对经理人市场的竞争时，经理人会自觉约束自己的行为，自觉为增进公司价值而努力工作。经理人的前期工作业绩将作为其人力资本的信号，影响他的人力价值乃至以后的就业。所以，职业经理人也就会认真对待公司的融资决策，根据市场竞争状况决定所募集资金的使用。从而使得资本结构决策与产品市场竞争策略切实联系在一起。

第二节 本文研究的不足和改进建议

一、如何度量产品市场竞争力和产品市场竞争强度

本文利用企业主营业务收入占行业总体主营业务收入之和的比重来代表企业的产品市场竞争力，在一定程度上代表了企业的主营业务的竞争实力。但度量产品市场竞争强度是一个困难的工作，目前的实证研究尚没有得出一个公认的指标可以度量。本文采用企业的“主营业务利润率”来作为企业所在行业的产品市场竞争强度的替代变量。根据经典的资本结构决定因素实证研究文献，企业利润率常被用来验证优序融资理论等。但根据产业经济组织理论的观点，一般来说，行业的竞争越激烈，行业内企业的利润就越低；竞争程度越弱，企业的利润也就越高。所以本文选择“主营业务利润率”来代表企业所在行业的整体竞争状况也符合实际情况。

二、本文尚需进一步深入研究之处

由于这个领域国内的研究者还比较少，需要更及时地跟上国外研究的步伐。国外研究的结论能否直接应用于中国的实践，还需要大量实证检验的验证。

本文尚未解决的一个难题是：资本结构决策影响产品市场竞争力的渠道是什么？如果企业负债决策是通过影响企业的投资行为进而影响竞争力，那么，范从来（2006）^[10]所归纳的“债务对投资起到约束作用”的相关理论和“战略资本结构理论”的关系如何？

由于时间的原因，本文没有能够形成理论模型，但是本文的实证研究显示两者之间确实存在显著的相关关系，这是今后建立理论模型的实证基础。

目前的大部分研究仅仅局限在研究两者之间单方面的联系，忽视了两之间互相影响的关系。国外已经有学者尝试用 SEM 方法进行研究，以后的研究可以采用这个工具。

[参考文献]

- [1] Modigliani, Franco and H. Miller., 1958, The cost of capital, corporation finance and the theory of investment [J]. American Economic Review, 48, 261~297.
- [2] Brander James and Tracy Lewis., 1986, Oligopoly and financial structure: The limited liability effect [J]. American Economic Review, 76,956~970.
- [3] Titman, S., 1984, The effect of capital structure on a firm's liquidation decision [J], Journal of Financial Economics, 13, 137~151.
- [4] 朱武祥, 陈寒梅, 吴迅. 产品市场竞争与财务保守行为——以燕京啤酒为例的分析[J]. 经济研究, 2002 (8), 28~36.
- [5] 刘志彪, 姜付秀, 卢二坡. 资本结构与产品市场竞争强度[J]. 经济研究, 2003 (7), 60~67.
- [6] Kester, Carl W., 1986, Capital and ownership structure: A comparison of United States and Japanese corporations [J], Financial Management, 5~16.
- [7] Bancel, Franck and Usha R. Mittoo, 2002, Cross~country determinants of capital structure choice : A Survey of European Firms[R]. <http://207.36.165.114/Denver/Papers/FranckBancelPaper.pdf>.
- [8] Demirgüç~Kunt,A., and V. Maksimovic, 1999, Institutions, Financial Markets, and Firm Debt Maturity [J] Journal of Financial Economics, 54,295~336.
- [9] 宋琳, 涂罡. 资本成本、融资结构与我国企业融资偏好分析[J]. 南京经济学院学报, 2003 (3), 53~59.
- [10] 范从来, 王宇伟. 《公司金融研究》[M], 北京: 商务印书馆, 2006.
- [11] 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 (11), 12~20.
- [12] Fama, Eugene F. and kenneth R. French, 1999, The Corporate Cost of Capital and the Return on Corporate Investment, Journal of Finance 54 (6), 1939~1967.
- [13] Harris Milton and Artur Raviv., 1991, The theory of capital structure [J]. Journal of Finance, 56, 297~355.
- [14] 韩传模, 孙青霞. 《中国资本结构实证研究方法的思考》, 《会计研究》, 2006 (9): 42~47.
- [15] Jensen, M.C. and W.H. Meckling, 1976, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J], Journal of Financial Economics, 3,305~360.
- [16] Maksimovic V. and Joseph Zechner., 1991, Debt, agency costs, and industry equilibrium [J], Journal of Finance, 46,1619~1643.
- [17] Brander James A. and Barbara Spencer., 1989, Trade Adjustment Assistance: Welfare and Incentive Effects of Payments to Displaced Workers [J]. Journal of International Economics, 36, 239.

- [18] Maksimovic Vojislav., 1988, Capital structure in repeated oligopolies [J]. *Rand Journal of Economics*, 19,389~407.
- [19] Faure~Grimaud, A., 2000, Product~market competition and optimal debt contracts: The limited liability effect revisited [J]. *European Economic Review*, 44,1823~1840.
- [20] Showalter Dean., 1995, Oligopoly and financial structure: Comment [J]. *American Economic Review*, 85,647~653.
- [21] Showalter Dean., 1999, Strategic debt: Evidence in manufacturing[J]. *International Journal of Industrial Organization*,17,319~333.
- [22] Schuhmacher, F.,2002, Capacity~price competition and financial structure[R],Working paper, Aachen University of Technology.
- [23] Glazer, J., 1994, The strategic effects of long~term debt in imperfect competition [J]. *Journal of Economic Theory*, 62,428~443.
- [24] Myers Stewart and Nicholas Majluf., 1984, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have [J]. *Journal of Financial Economics*, 13,187~221.
- [25] Khanna, N. and S.Tice, 2000, Strategic responses of incumbents to new entry: The effect of ownership structure, capital structure, and focus [J]. *Review of Financial Studies*, 13,749~779.
- [26] Maksimovic, V., 1990, Product market imperfections and loan commitments [J]. *Journal of Finance*, 45,1641~1563.
- [27] Phillips, G., 1995, Increased debt and product market competition: An empirical analysis[J]. *Journal of Financial Economics*, 19,189~238.
- [28] Kovenock, Dan and Gordon Phillips., 1995,Capital structure and product~market rivalry: How do we reconcile theory and evidence?[J]. *American Economic Review*, 85,403~408.
- [29] Clayton,M.J.,1999, Debt, investment, and product~market competition[R], Working paper, New York University, (NY) .
- [30] Chevalier, Jusith., 1995, Capital structure and product market competition: Empirical evidence from the supermarket industry [J]. *American Economic Review*, 85,415~435.
- [31] Cornell, B. and A. C.Sharpiro,1987,Corporate stakeholders and corporate finance [J]. *Financial Management*, 16,5~14.
- [32] Maksimovic, V. and S.Titman, 1991, Financial policy and reputation for product quality[J], *Review of Financial Studies*, 4,175~200.
- [33] Sarig, O. H., 1998, The effect of leverage on bargaining with corporation[J]. *Financial Review*, 33,1~16.
- [34] Opler, T. and S.Titman, 1994, Financial distress and corporate performance[J]. *Journal of Finance*, 49,1015~1040.

- [35] Istitieh, A. and J.M.Rodriguez,2003, Financial leverage interaction with firm's strategic behavior: An empirical analysis [R]. Working paper SSRN~id393220.
- [36] Chevalier, J. and D. Scharfstein, 1995, The capital structure and product~market behavior: Liquidity constraints and the cyclical behavior of markups [J]. American Economic Review, 85,390~396.
- [37] 郭鹏飞. 资本结构的行业特征：基于中国上市公司的实证研究[J]. 经济研究, 2003 (5): 66~93.
- [38] 李映照. 我国制造业上市公司资本结构的影响因素研究[J]. 统计与决策, 2005 (10, 下): 45~47.
- [39] Gilson, S.C., 1997,Transaction Cost and Capital Structure Choice: Evidences from Financially Distressed Firms [J], Journal of Finance, 52,161~195.

后 记

时间如白驹过隙，转眼间在厦大求学的七年就要过去了，回首这七年，尤其是研究生三年，我从一个懵懂无知的少年到初窥经济金融学理论基础。在这里，我度过了人生中最美好最珍贵的一段岁月。

我要深深感谢我的恩师郑振龙教授，让我学会治学、为人的道理，在学习和生活上都给予我无微不至的关心爱护。没有郑老师的帮助和宝贵意见，在外地实习的我要顺利完成本文是不可能的。

我要深深感谢金融系领导及各位老师的谆谆教导，你们对我的培养，使我得以顺利完成学业，我的点滴进步无不凝聚着你们的心血。

我要深深感谢各位同学和朋友，在一起求学的过程中，互相鼓励互相帮助，这份同窗之谊我将难以忘怀。

最后，我还要深深感谢评阅我论文的老师 and 答辩委员会的全体成员们，由于本人才疏学浅及资料收集上存在较大困难，定存在很多不足，敬请答辩委员会的老师批评指正，日后加以完善。

胡启晖

2007年4月6日

于北京鑫茂大厦