

资本结构决策具有战略效应吗? *

屈耀辉 姜付秀 陈朝晖

摘要: 公司的资本结构决策与其所在的产品市场的竞争状况具有密切联系, 作为向市场发出的一项战略承诺, 企业的资本结构选择可能影响到企业所在产品市场的竞争状况。本文以中国上市公司为例, 利用 1999~2004 年的数据, 对我国企业的资本结构决策是否具有战略效应进行了检验。本文的实证研究结果表明, 公司资本结构的变化与其所在的产品市场竞争强度存在着密切的联系, 而且公司的总体负债水平和短期负债具有显著的战略效应。进一步的考察表明, 这种战略效应应具有时滞, 即当期的资本结构决策会对以后时期的产品市场竞争强度的变化产生影响。显然。本文的研究对于理解现实中企业的资本结构决策具有一定的启示意义。

关键词: 产品市场竞争 资本结构 动态调整 目标资本结构

一、问题的提出

自 Brander 和 Lewis(1986) 的开创性研究以来, 资本结构与产品市场竞争之间关系的研究已成为资本结构领域一个重要的研究分支。无论是产业组织理论界还是公司财务理论界, 学者们逐步认识到, 企业的资本结构决策是企业基于产品市场竞争环境、公司战略以及资本市场环境等因素进行的合理商业选择, 企业的资本结构与产品市场竞争之间存在着密切的联系, 企业的资本结构决策与企业的竞争战略二者是密不可分的, 因此, 在学科交叉基础上, 资本结构研究领域的广度和深度不断得以拓展, 并使资本结构理论得到了进一步的发展。

根据公司战略经济学的观点, 战略承诺可能会对一个行业的竞争特性产生重要的影响。企业向市场做出的承诺将产生直接效应, 即假定基于这一战略承诺调整企业自己的战术部署而竞争对手不做相应反应情况下, 战略承诺对企业盈利现值的影响; 但更重要的是, 这一承诺将产生战略效应, 即这一承诺将改变竞争对手的战术选择, 从而使得竞争对手们对未来市场的期望定型化, 并且按照对决策企业有利的方式行动。

西方企业的实践证明, 公司的资本结构决策作为企业向竞争对手发出的一项承诺, 同样会影响企业的产品市场决策, 从而影响企业所在的产品市场竞争状况。在 Brander 和 Lewis(1986, 1988) 的模型中, 债务影响企业的产品市场行为, 因为负债企业的管理层有为增大企业收益的波动性而改变产出决策或价格决策的积极性。但是, 正如戴维·贝赞可等(1996) 所认为的那样, 财务决策还能以其他方式影响企业的产品市场决策。如果由于较多的历史债务而降低企业进一步举债能力的话, 公司当期提高负债水平的行为就可以作为公司未来不进行扩大生产能力或意在降低成本的工艺革新的投资的可信承诺, 即这一承诺可能使企业变得温和, 从而影响公司所在的产品市场竞争状况。

近些年来, 随着我国市场经济主体地位的确立, 市场化水平不断提高, 企业行为日益表现出与西方发达国家相似的特点, 战略受到企业的高度重视, 在产品市场竞争日趋激烈的情况下, 企业可能采取某些战略, 来改变所在的产品市场的竞争状况。本文旨在探讨作为一项战略承诺的负债, 是否对我国企业的产品市场竞争产生了一定的影响, 即在我国, 负债是否具有战略意义。

从资本结构与产品市场竞争这一领域已有的研究看, 负债的战略意义并没有引起学者们的

* 本文受到教育部人文社会科学重点研究基地 2005 年度重大项目(项目批准号: 05JJD630029)、国家自然科学基金(项目批准号: 70532002)和中国博士后科学基金(项目号: 20060390352)资助。感谢北京大学光华管理学院的陆正飞教授、南京大学经济学院的刘志彪教授、复旦大学管理学院的吕长江教授以及 North Carolina State University 的叶康涛博士、厦门大学统计系的卢二坡博士生所提出的建设性意见。当然, 文责自负。

足够重视,相关文献并不多见。我们认为,企业所在的产品市场与资本市场之间存在着密切的联系,企业的财务行为与产品市场行为也必然具有各种各样的联系。财务行为决定了企业的财务风险,在产品市场竞争日趋激烈的条件下,企业必定会根据自身财务风险的大小,不断调整其在产品市场上的行为,而企业的竞争对手也会根据企业的财务状况调整自身策略,从而对企业所在的产品市场竞争状况产生一定的影响。本文的研究表明,我国企业的资本结构决策具有一定的战略效应,具体而言,企业的总负债水平以及短期负债显著影响了产品市场竞争的变化,但是,长期负债的战略效应并不显著。本文的研究对于理解现实中企业的资本结构决策具有一定的启示意义。

与本领域其他研究有所区别的是,其一,本文利用全行业大样本数据而不是几个行业的数据(Philips, 1995)进行研究,从而提高了研究结论的稳健性;其二,本文从动态和静态两个角度,考察总负债水平的战略效应的同时,又区分了短期和长期负债,分别考察了它们的战略效应。

本文以下部分的结构安排是:在第二部分,与本研究相关的文献进行了简要的回顾与评述;第三部分介绍了本文的样本选择与研究设计;第四部分是实证及结果分析;第五部分对本文研究结论的稳健性进行了检验。最后给出了本文的结语。

二、相关文献回顾

在企业资本结构与产品市场竞争之间的关系这一研究领域,开创性研究始于 Brander 和 Lewis。他们在《寡头垄断与资本结构:有限责任效应》一文指出,企业在产品市场上的行为受企业的资本结构的影响,同理,企业在产品市场上的表现和绩效也影响着企业的财务决策。为了论证他们的观点,他们在文中设计了一个二阶段双寡头垄断模型,分析了在需求不确定的情况下,企业的资本结构对企业在产品市场上的行为的影响。由于债务的有限责任效应,在产品市场的竞争中,企业的行为比没有负债时更具攻击性。他们的模型证明了企业的资本结构影响产品市场均衡,因此,那些有远见的企业有动力进行财务决策,精确地设计其资本结构,从而在产品市场竞争中获得好的绩效。在 1988 年的论文中,他们引入破产成本,研究企业的负债水平对企业在产品市场上的行为的影响。

Brander 和 Lewis(1986)只研究了需求不确定的条件下,企业进行库诺特(Cournot)竞争的情况^①。然而,企业竞争方式既包括库诺特竞争,还包括伯川德(Bertrand)竞争;企业既面临着需求不确定性,同时还受限于成本不确定性。因此,Showalter(1995)对他们的研究进行了拓展。他将库诺特竞争延伸到伯川德竞争,同时考虑到需求不确定性和成本不确定性的作用。他发现,企业发行债务的动力既依赖于不确定性的类型,也依赖于竞争的类型。他的研究得出了与 Brander 和 Lewis(1986)的库诺特模型不同的结论:如果企业进行的是伯川德竞争,在成本不确定的情况下,企业将不会负债经营。而在需求不确定的情况下,进行伯川德价格竞争的企业将选择一定的负债水平,从而提高产业的产品价格。

我们认为,自 Brander 和 Lewis(1986)的研究之后,其他的研究大都是在他们研究的基础上对他们做的研究所进行的扩展。如 Wanzenried(2000)认为企业的财务决策严重依赖于特定产品市场的特性;Lyandres(2002)探讨了企业的最优财务杠杆率以及债务期限与企业的进攻性经营战略之间的关系;Schnitzer 和 Wambach(1998)对企业内部融资和外部融资的资本结构决策与企业在产品市场的定价行为的联系的研究,等等。但是,由于对二者之间关系进行实证检验所需的数据不易得到,这一领域的研究仍旧是很有限的(Lyandres,2002)。

公司的资本结构会影响产品市场竞争的激烈程度的变化,如 Philips(1995)利用玻璃纤维屋顶材料及绝缘材料、拖拉机车厢制造业、合成乙烯化工、石膏墙板制造业 4 个行业的数据,对资本结构决策是否会影响产品市场竞争的强度进行了研究。通过利用统计技术估计不同时点的价格竞争强度,发现那些财务杠杆显著增大的企业明显地改变了全部 4 个产业的产品市场竞争情况。具体而言,在石膏行业,价格竞争强度增大,而在其他 3 个行业,价格竞争的激烈程度则下降。

目前我国对这一问题的理论研究起步较晚,更由于受数据搜集的限制,我国对这一领域的研究成果还很少。朱武祥等(2002)研究发现,当公司预期未来竞争程度越激烈,当前选择的债务规模越低,从而产生财务保守行为,并以燕京啤酒为例进行的案例研究有效地支持了作者的理论假设。赵蒲和孙爱英(2004)运用我国上市公司的经验数据并未发

现财务保守行为与公司竞争战略间明显的相关性,指出我国上市公司在资本结构管理方面较少地考虑到资本结构和产品市场竞争间的互动与协调。刘志彪等(2003)以1997~2001年间我国上市公司经验数据也实证发现公司资本结构与产品市场竞争强度正相关。邓剑琴和朱武祥(2004)研究发现,在产品市场竞争非常激烈,且现有业务衰竭很快的情况下,若公司受到融资约束,它将选择财务激进行为。

通过以上对这一领域的国内外的研究文献进行梳理可以看出,尽管学者们从公司战略角度,对资本结构与产品市场竞争之间的关系进行了一定的研究,而且,对资本结构的动态调整及其影响因素进行了一定的探讨,但是,不难发现,以大样本全行业数据,从静态和动态角度,区分长期负债和短期负债,来探讨资本结构的战略效应的文献是非常有限的。本文试图在这一方面进行一定的尝试。

三、样本选择与研究设计

(一) 样本选取与数据来源

本文选择在沪深股市于1999年及以前上市的除去金融公司并剔除ST和PT公司的全部公司为样本,最后获得分布于35个行业跨8大区域共计742家公司,分布情况见表1和表2。如表1和表2所示,A股B股交叉发行的公司有60家;华东沿海和华南沿海地区的上市公司数最多,最少的是西北地区。考虑到某些数据的可得到性,研究时间跨度设定为1999~2004年,这样就形成一个观察数为4452的平行面板数据。有一点要说明的是,笔者没有如连玉君(2005)那样,删除那些因为在存续期间某年的资产负债率超过100%或者盈利指标显得异常的公司,原因在于,负债超过100%并不意味着公司就要破产,出于某种缘由公司完全可能过度负债,至于盈利指标的异常也说明了公司所面临的经营风险,简单地去掉这些公司并不可取,因为这会加重样本选择偏误出现的概率。

数据来源于GTA的CSMAR(2005版)。部分缺失数据由来自<http://www.cninfo.com.cn>和<http://www.sse.com.cn>以及中国人民大学出版社1999年8月出版发行的《中国上市公司资料库1990~1999》光盘上的年报补充。

(二) 资本结构

本文主要考察了企业的总负债水平、长期负债和短期负债的不同组合以及它们的动态变化,同时,这些指标都是以账面价值来计算的。其中,总负债决策

使用总负债/总资产来表示(CS_{it}^{Tdebt})、短期负债决策使用短期负债/总资产来表示(CS_{it}^{Sdebt})、长期负

表1 样本公司行业分布统计

编号	行业	公司数目	百分比(%)	A股	A/B股
1	农林牧渔业	17	2.29	17	0
2	采掘业	9	1.21	9	0
3	食品制造业	18	2.43	18	0
4	饮料制造业	18	2.43	15	3
5	纺织业	19	2.56	17	2
6	服装及其他纤维制品制造业	13	1.75	12	1
7	石油加工及炼焦业	14	1.89	14	0
8	化学原料及化学制品制造业	53	7.14	51	2
9	化学纤维制造业	16	2.16	15	1
10	电子元件制造业	16	2.16	13	3
11	日用电子器具制造业	9	1.21	8	1
12	非金属矿物制品业	33	4.45	30	3
13	黑色金属冶炼及压延加工业	22	2.96	21	1
14	有色金属冶炼及压延加工业	13	1.75	13	0
15	金属制品业	10	1.35	8	2
16	普通机械制造业	19	2.56	15	4
17	专用设备制造业	29	3.91	26	3
18	交通运输设备制造业	33	4.45	30	3
19	电器机械及器材制造业	29	3.91	24	5
20	医药制造业	32	4.31	31	1
21	仪器仪表及文化、办公机械制造业	7	0.94	6	1
22	电力、蒸汽、热水的生产与供应制造业	29	3.91	26	3
23	造纸及纸制品业	11	1.48	11	0
24	土木工程建筑业	11	1.48	11	0
25	交通运输、仓储业	29	3.91	24	5
26	通信及相关设备制造业	16	2.16	15	1
27	计算机应用服务业	11	1.48	10	1
28	计算机及相关设备制造业	9	1.21	9	0
29	其他制造业	27	3.64	23	4
30	零售业	52	7.01	50	2
31	商业经纪与代理业	16	2.16	15	1
32	房地产开发与经营业	25	3.37	20	5
33	公共设施服务业	8	1.08	7	1
34	旅游业	10	1.35	9	1
35	综合类	59	7.95	59	0
	合计	742	100	682	60

表2 样本公司地区分布统计

编号	区域	包含的省份	公司数
a	东北地区	辽宁、吉林、黑龙江	68
b	华北沿海地区	北京、天津、河北、山东	108
c	黄河中游地区	河南、山西、陕西、内蒙古	54
d	华东沿海地区	上海、江苏、浙江	173
e	华南沿海地区	福建、广东、广西、海南	138
f	长江中游地区	湖北、湖南、江西、安徽	90
g	西南地区	重庆、四川、贵州、云南、西藏	78
h	西北地区	甘肃、青海、宁夏、新疆	33

注:(1)区域划分系采用《2004中国现代化报告》(见于<http://www.gsei.com.cn/aboutgansu/ziliao/gqbgk/200401/index.htm>)第三章第一节第二部分:中国地区现代化的分布与结构(本部分网页为:<http://www.gsei.com.cn/aboutgansu/ziliao/gqbgk/200401/505635.htm>)的研究。(2)由于没有港澳台的公司,所以,此处略去归属华南沿海地区的港澳台地区。

债决策使用长期负债/总资产来表示 (CS_{it}^{Ldebt})、总负债动态调整决策使用 CS_{it}^{Tdebt} 表示且 $CS_{it}^{Tdebt} = CS_{it}^{Tdebt} - CS_{it-1}^{Tdebt}$ 、短期负债动态调整决策使用 CS_{it}^{Sdebt} 来表示且 $CS_{it}^{Sdebt} = CS_{it}^{Sdebt} - CS_{it-1}^{Sdebt}$ 、长期负债动态调整决策使用 CS_{it}^{Ldebt} 来表示且 $CS_{it}^{Ldebt} = CS_{it}^{Ldebt} - CS_{it-1}^{Ldebt}$ 来计算。

(三) 产品市场竞争

本文以主营业利润率、存货周转率、应收账款周转率，利用主成分法将 3 个指标合成一个指标 CC_{it} ，来替代企业所在市场的竞争状况，同时，以 $c_{it} = CC_{it} - CC_{it-1}$ 表示公司产品市场竞争的变化情况。这里要强调一点，在产业组织理论中，如何界定市场是一个难题，学术界公认，目前还没有一个合理的指标可以用来准确反映产品市场竞争。现今产业组织理论文献里最常用的用来反映产品市场竞争状况的指标是行业的市场集中度比率（一般表示为 CRn）、交叉价格弹性等。但是，这一指标度量的是行业中最大的 n 家厂商的产出占行业总产出的比例，它反映不出企业之间行为的相互影响程度，即它难以准确衡量企业之间的竞争强度；而由于企业定价资料难以得到，交叉价格弹性指标难以计量。我们认为，在企业进行多产品、多市场竞争的今天，以企业的某些绩效指标来判断企业所在的产品市场竞争情况是合乎情理的。如果企业的绩效指标越好，那么我们可以合理地推定该企业所在的产品市场的竞争性可能越不足，反之亦然。为了克服单一指标的局限性，我们这里使用了合成指标。

(四) 研究变量的描述性统计

考虑到极值的影响，本文以各指标的中位数代替均值进行分析。我们对本文所在研究区间的主要研究样本进行描述性统计，所得结果如表 3 所示。

由表 3 可知，样本公司总负债比率平均水平为 0.4544，短期负债比率的平均水平为 0.3778，而长期负债比率的平均水平为 0.0296；这说明在总负债比率中，短期负债占有绝对的比重，而长期负债所占的比重很小。另外，从标准差来看，短期负债的波动与总负债也几乎具有一致性，而与长期负债的差别很大。从偏度和峰度来看，短期负债和总负债也具有很强的一致性，而长期负债的表现恰好相反。研究区间总的产品市场竞争水平平均为 8.19%，而且产品市场竞争是逐年增加的，竞争加剧的幅度年度间为 1.09%。极差的结果则显示，产品市场竞争强度及其动态波动幅度在各行业间、各公司间的差距相

对而言是非常大的；而资本结构及其动态调整幅度在各行业间、各公司间的差距相对而言是较小。

四、实证检验及结果分析

根据相关经济理论及已有的研究，产品市场竞争强度及其变化的影响因素主要包括以下几个方面：公司规模、经营效率、成长能力、资本密度、产品独特性、宏观经济形势。本文以这些变量作为控制变量，各控制变量的计算方法见表 4。由于样本内有 60 家 A 股 B 股交叉发行的公司，其观测值有 688 个，出于与只发行 A 股公司比较的考虑，此处，我们也在模型中加入哑变量 D^{share} 。其定义是：如只发行 A 股，则 $D^{share}=0$ ；如发行 A 和 B 股，则 $D^{share}=1$ 。此外，我们也将行业和地区因素从公司特征中分离出来并以哑变量的形式 ($D^{industry}$ 和 $D^{district}$) 作为控制变量。

本文建立计量模型 (1)，来检验资本结构的战略效应：

$$\text{产品市场竞争动态变化} = \text{资本结构决策} + \text{控制变量} + e \quad (1)$$

其中，e 是随机扰动项，且 $e \sim \text{IID}(0, \sigma^2)$ 。

我们利用计量模型 (1)，分别对样本公司的总负债水平、长期负债、短期负债及其变化与产品市场竞争的动态变化之间的关系进行回归，所得结果如表 5 所示。

由表 5 可知，产品市场竞争的动态变化与公司的资本结构负相关，即公司负债比率越高，产品市场竞争减弱的幅度越大。从公司负债的各组成部分看，产品市场竞争的动态变化与短期负债负相关，表明公司的短期负债比率越高，产品市场竞争减弱

表 3 资本结构调整与产品市场竞争的描述性统计

指标	观察数	均值	中位数	标准差	偏度	峰度	极差
CS_{it}^{Tdebt}	4452	0.4547	0.4544	0.1848	1.418	20.488	3.616
CS_{it}^{Sdebt}	4452	0.3897	0.3778	0.1812	1.800	22.916	3.564
CS_{it}^{Ldebt}	4452	0.0648	0.0296	0.0886	2.138	0.073	0.6411
ΔCS_{it}^{Tdebt}	3710	0.0198	0.0131	0.1102	3.397	117.74	3.958
ΔCS_{it}^{Sdebt}	3710	0.0179	0.0117	0.1133	2.740	102.463	3.9767
ΔCS_{it}^{Ldebt}	3710	0.0041	0.0000	0.0701	-0.312	7.673	0.9572
CC_{it}	4414	0.0000	0.0819	0.7073	28.038	1170.879	40.085
ΔCC_{it}	3661	0.0166	0.0109	-	-33.127	1358.521	40.569

表 4 变量的计算方法

变量	含义	计算方法
$size_{it}$	公司规模	期末总资产的对数
eff_{it}	经营效率	总资产周转率
$grow_{it}$	成长性	总资产变化率
fae_{it}	资本密度	固定资产净值/雇员数
$unique_{it}$	产品独特性	(营业费用+管理费用)/主营业务收入
$gdpi_t$	宏观经济形势	GDP 环比增长指数

的幅度越大。长期负债的水平对产品市场竞争的波动没有显著影响,这可能是因为我国上市公司的长期负债的比重相对较小,从而使得长期负债的战略效应并不明显,不会对产品市场上时时进行的竞争产生影响。

从动态角度看,产品市场竞争的动态变化与公司负债水平的变化负相关,即公司负债比率增加,产品市场竞争显著减弱。进一步看,产品市场竞争变化与短期负债比率的变化负相关,这说明短期负债比率增加,产品市场竞争显著减弱。长期负债比

表5 资本结构与产品市场竞争的动态变化

自变量	产品市场竞争动态变化					
	Δcc_{it}					
	资本结构的当期决策			资本结构的当期调整决策		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
CS_{it}^{Tdebt}	-0.1226 ^d (-1.51)					
CS_{it}^{Sdebt}		-0.1589 ^c (-1.89)				
CS_{it}^{Ldebt}			0.0901 (0.53)			
ΔCS_{it}^{Tdebt}				-0.1974 ^c (-1.77)		
ΔCS_{it}^{Sdebt}					-0.1348 ^d (-1.29)	
ΔCS_{it}^{Ldebt}						-0.1585 (-0.82)
$size_{it}$	-0.0156 (-0.92)	-0.0185 (-1.11)	-0.0218 (-1.28)	-0.0179 (-1.07)	-0.0193 (-1.16)	-0.0201 (-1.20)
eff_{it}	0.0617 ^b (2.02)	0.0669 ^b (2.16)	0.0586 ^c (1.91)	0.0551 ^c (1.82)	0.0566 ^c (1.87)	0.0552 ^c (1.81)
$grow_{it}$	0.004 (0.25)	0.0038 (0.24)	0.0035 (0.22)	0.0065 (0.41)	0.0049 (0.31)	0.0046 (0.29)
$unique_{it}$	-0.1289 ^a (-5.40)	-0.1273 ^a (-5.33)	-0.1321 ^a (-5.56)	-0.1280 ^a (-5.36)	-0.1294 ^a (-5.42)	-0.1326 ^a (-5.58)
fae_{it}	0.0000 ^d (1.36)	0.0000 ^d (-1.28)	0.0000 ^d (1.31)	0.0000 ^d (1.36)	0.0000 ^d (1.35)	0.0000 ^d (1.38)
gdp_{it}	-1.9247 ^d (-1.30)	-1.8676 ^d (-1.29)	-2.1761 ^d (-1.47)	-2.0416 ^d (-1.38)	-2.1058 ^d (-1.42)	-2.1105 ^d (-1.43)
D^{share}	0.0968 ^a (1.66)	0.0982 ^a (1.69)	0.9790 ^f (1.68)	0.0958 ^c (1.65)	0.0969 ^c (1.67)	0.0970 ^d (1.67)
$D^{district}$	yes	yes	yes	yes	yes	yes
$D^{industry}$	yes	yes	yes	yes	yes	yes
constant	yes	yes	yes	yes	yes	yes
R^2 : within	0.0151	0.0155	0.0145	0.0166	0.0157	0.0147
R^2 : between	0.0504	0.051	0.0504	0.0459	0.0475	0.0497
R^2 : overall	0.0222	0.0225	0.0217	0.022	0.0218	0.0218
Wald $\chi^2(49)$	75.33 ^a	76.64 ^a	73.30 ^b	76.35 ^a	74.75 ^c	73.69 ^d
Obs	3661	3661	3661	3661	3661	3661
groups	741	741	741	741	741	741
pergroup avg	5	5	5	5	5	5

率增加对产品市场竞争的波动没有显著影响,其可能的原因是:长期负债比重较小,不会对产品市场上时时在进行的竞争产生影响。

就控制变量看:公司规模、成长性的影响不显著。经营效率、资本密度、股票发行种类的影响显著为正,表明公司的经营效率越高,公司的资本密集度越高,公司越可能为了获得更多的市场份额,在产品市场上采取进攻性战略,从而使得产品市场竞争变得更加激烈;公司发行股票的种类越多,公司经营发展获得的资本越多,公司采取进攻性战略的基础越牢固,因此,产品市场竞争的程度可能就会越高。产品独特性、宏观经济形势的影响显著为负,这是容易理解的,公司的产品越独特,公司所在的产品市场竞争对手也就越少,而国家的宏观经济形势很好时,公司的产品需求状况也就越好,而且公司可能面临着很多发展机会,从而产品市场竞争状况也就降低。

表6 考虑滞后项的资本结构决策的战略效应检验

自变量	产品市场竞争动态变化					
	Δcc_{it}					
	静态情况下			动态情况下		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
CS_{it}^{Tdebt}	-0.1111 ^d					
CS_{it}^{Sdebt}	0.4383 ^a					
CS_{it-2}^{Tdebt}	-0.0009					
CS_{it}^{Sdebt}		-0.1339 ^d				
CS_{it-1}^{Sdebt}		0.4448 ^a				
CS_{it-2}^{Sdebt}		-0.0031				
CS_{it}^{Ldebt}			0.2420 ^d			
CS_{it-1}^{Ldebt}			-0.0979			
CS_{it-2}^{Ldebt}			0.1071			
ΔCS_{it}^{Tdebt}				-0.0546		
ΔCS_{it-1}^{Tdebt}				-0.0227		
ΔCS_{it-2}^{Tdebt}				-0.0699 ^d		
ΔCS_{it}^{Sdebt}					-0.0201	
ΔCS_{it-1}^{Sdebt}					-0.035	
ΔCS_{it-2}^{Sdebt}					-0.0755 ^d	
ΔCS_{it}^{Ldebt}						-0.1095 ^d
ΔCS_{it-1}^{Ldebt}						0.0238
ΔCS_{it-2}^{Ldebt}						-0.0195
control variable	yes	yes	yes	yes	yes	yes
constant	yes	yes	yes	yes	yes	yes
R^2 : within	0.0204	0.02	0.0106	0.0365	0.0365	0.0377
R^2 : between	0.0327	0.0333	0.0354	0.0306	0.03	0.0284
R^2 : overall	0.0223	0.0224	0.0176	0.0144	0.0143	0.0137
Wald $\chi^2(49)$	63.58 ^d	63.73 ^d	44.18	76.14 ^b	75.53 ^b	76.45 ^b
Obs	2930	2930	2930	2199	2199	2199
groups	740	740	740	740	740	740
pergroup avg	4	4	4	3	3	3

注:(1)为了节省篇幅,本文控制变量的结果没有报告。(2)模型采用面板数据随机效应 GLS 估计方法。(3)系数采用的是 z 检验,出于节省篇幅的需要, z 值没有报告。(4)a、b、c、d 分别表示在 0.01、0.05、0.1、0.2 水平下显著。

注:(1)模型采用面板数据随机效应 GLS 估计方法。(2)系数采用的是 z 检验,括号里的数值即 z 值。(3)a、b、c、d 分别表示在 0.01、0.05、0.1、0.2 水平下显著。

在实际中，一项决策战略效应的发挥可能具有一定的滞后性，为了更准确地反映资本结构对市场竞争动态变化所产生的影响，下面同时将资本结构的当期、滞后 1 期、以及滞后 2 期的变量放入模型，进行回归分析，所得结果如表 6 所示。

由表 6 的卡方检验的结果可知，除了静态分析下的长期负债回归模型不显著外，其余的模型都是显著的。静态情况下，当期总负债比率和当期短期负债比率依然呈现出显著的负战略效应，长期负债比率由于卡方检验是不显著的，所以其影响仍然是不显著的，这说明资本结构当期决策的战略效应具有较强的稳健性。同时，结果还显示，滞后 1 期的总负债比率和短期负债比率具有非常显著的正战略效应，这可能是由于较高的短期负债融资会迫使公司采取措施，采取降价促销等活动，增强公司在产品市场的竞争，但是这种竞争烈度的增加要在下 1 期才会爆发出来。

动态情况下，当期总负债和短期负债的增加产生的负向战略影响因滞后项的加入而变得不显著了，这说明，当期总负债和短期负债的调整决策的战略效应不够显著，但是，它们滞后 2 期则显示出显著的负效应，这意味着总负债和短期负债的当期调整的战略效应表现的慢，要在 2 期后才会显示出来。综合而言，显然，短期负债的决策后果对产品市场竞争的战略效应更快速些，而短期负债的动态调整幅度对产品市场竞争的战略效应相对慢些。

五、稳健性检验

前边的结论是否稳健可靠呢？为此，我们采用替换产品市场竞争衡量指标的办法对表 5 的结论进行验证；而对表 6 的结论采用样本分组的方式进行验证，其中，对表 6 中静态情况下的结论，我们根据行业竞争的强弱进行分组，检验产品市场竞争最强和最弱的行业中公司的资本结构决策的战略效应是否与表 6 的结论相近；对表 6 中动态情况下的结论，我们采用公司是否盈利的方式进行分组，验证盈利和亏损状态下公司的资本结构战略效应是否与表 6 的结论一致。

(一) cc_{it} 替代指标的检验结果

此处，我们分别选用合成 cc_{it} 的 3 个指标：主营业务利润率、应收账款周转率、存货周转

率的变化幅度作为 cc_{it} 的替代指标对表 5 的结论进行检验。这 3 个指标的检验结论是：3 个指标检验结果的方向基本上与表 5 一致，只是在系数的显著性方面 3 个指标中有的指标的结果如主营业务利润率与表 5 的结论有些差异，综合而言，我们可以判定表 5 的结论是具有一定的稳健性的。出于节省篇幅的需要，此处没有报告这一结果。

(二) 行业分组的检验结果

本文采用 cc_{it} 指标的均值对 35 个行业的产品市场竞争的强弱进行了排序，选择了排在最前的 9 个行业 and 排在最后的 9 个行业来做分组分析。回归结果见表 7。由表 7 可知，产品市场竞争最强的 9 个行业的回归结果，完全印证了前边的表 6 的静态情况下的结论，而产品市场竞争最弱的 9 个行业回归结果，也基本上印证了前边的结论。这说明表 6 中静态情况下的结论具有较强的稳健性。

(三) 盈亏分组的检验结果

一般情况下，亏损状态下，公司的负债率偏高；盈利状态下，负债率偏低。那么，在这两种状态下，负债的战略效应是否一致呢？我们对此也进行了考察。按照公司的净资产收益率(roe)将本文的全部样本公司分为盈利和亏损两组，若 $roe > 0$ ，则表示盈利；若 $roe < 0$ ，表示亏损。不同盈亏状况下资本结构

表 7 产品市场竞争强与弱行业的资本结构决策的战略效应

自变量	产品市场竞争动态变化					
	Δcc_{it}					
	产品市场竞争最强的9个行业回归			产品市场竞争最弱的9个行业回归		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
CS_{it}^{Tdebt}	-0.7171 ^b			-0.0807		
CS_{it-1}^{Tdebt}	1.1731 ^a			0.2842 ^b		
CS_{it-2}^{Tdebt}	0.3781			-0.2074		
CS_{it}^{Sdebt}		-0.7678 ^b			-0.0683	
CS_{it-1}^{Sdebt}		1.3040 ^a			0.3069 ^a	
CS_{it-2}^{Sdebt}		0.3927			-0.2433	
CS_{it}^{Ldebt}			0.4524			0.2313
CS_{it-1}^{Ldebt}			-0.1809			-0.3421
CS_{it-2}^{Ldebt}			0.2786			-0.3056
control var	yes	yes	Yes	Yes	yes	yes
constant	yes	yes	Yes	Yes	yes	yes
<i>within</i>	0.0682	0.071	0.0355	0.0435	0.0459	0.0277
<i>R² between</i>	0.0167	0.018	0.0266	0.1647	0.1608	0.1464
<i>overall</i>	0.0257	0.0281	0.0183	0.0701	0.0712	0.0553
Wald $\chi^2(25)$	36.59 ^c	38.97 ^b	20.93	49.34 ^a	50.11 ^a	38.30 ^b
Obs	715	715	715	680	680	680
groups	181	181	181	172	172	172
pergroup avg	4	4	4	4	4	4

注：(1)为了节省篇幅，本控制变量的结果没有报告。(2)模型采用面板数据随机效应 GLS 估计方法。(3)系数采用的是 z 检验，处于节省篇幅的需要，z 值没有报告。(4)a、b、c、d 分别表示在 0.01、0.05、0.1、0.2 水平下显著。(5)由于缺失情况不同，所以，各个回归模型观察数是有所不同的。

对产品市场竞争动态变化的影响情况如表8所示。

从表8我们可以看出,盈利状态下,公司的总负债比率、短期负债比率和长期负债比率的变化对产品市场竞争都产生了负面影响,但只有总负债和短期负债变化的当期和滞后2期的影响是显著的。印证了前边的结论。而亏损状态下,公司的总负债比率、短期负债比率当期却有显著正效应,长期负债滞后2期有显著负向影响;其原因可能在于:亏损状态下,公司为了能够生存下去,可能会采取激进的竞争策略,如,将负债融入的资金大做广告以促进销售,从而增加了产品市场的竞争强度。所以亏损状态下资本结构的战略效应会显示出与盈利状态下不同的模式。但是由于样本已经剔除了ST和PT公司,所以,样本公司都是一些盈利能力很强的公司,这些公司在大部分的时间中都处于盈利状态,亏损状态很少,这一点我们从观察的样本中就能够得到证实。因此,盈利状态下的公司资本结构决策的战略效应对前边的结论具有印证作用。但是,又由于样本范围的不同,这种印证结论难免就有些差异了。

六、结语

公司的资本结构决策与其所在的产品市场的竞争状况具有密切联系,作为向市场发出的一项战略承诺,企业的资本结构选择可能影响到企业所在产品市场的竞争状况。本文以中国上市公司为例,

表8 盈利与亏损状态下公司的资本结构决策的战略效应

自变量	产品市场竞争动态变化					
	Δcc_{it}					
	盈利状态下			亏损状态下		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
Δcs_{it}^{Tdebt}	-0.050 ^b			0.164 ^b		
Δcs_{it-1}^{Tdebt}	-0.022			-0.025		
Δcs_{it-2}^{Tdebt}	-0.026 ^b			0.004		
Δcs_{it}^{Sdebt}		-0.059 ^b			0.164 ^b	
Δcs_{it-1}^{Sdebt}		-0.02			0.053	
Δcs_{it-2}^{Sdebt}		-0.030 ^b			0.006	
Δcs_{it}^{Ldebt}			-0.031			0.12
Δcs_{it-1}^{Ldebt}			-0.032			-0.15
Δcs_{it-2}^{Ldebt}			-0.008			-0.186 ^d
control var	yes	yes	yes	yes	yes	Yes
constant	yes	yes	yes	yes	yes	Yes
Adj R ²	-0.007	-0.006	0.016	0.208	0.21	0.213
F test	2.11 ^a	2.11 ^a	1.27 ^c	2.13 ^a	2.14 ^a	1.54 ^c
Obs	1988	1988	849	211	211	95

注:(1)为了节省篇幅,本文控制变量的结果没有报告。(2)模型采用SSPS11.0计算。(3)系数采用的是t检验,处于节省篇幅的需要,t值没有报告。(4)a、b、c、d分别表示在0.01、0.05、0.1、0.2水平下显著。(5)由于缺失情况不同,各个回归模型的观察数是有所不同的。

利用1999~2004年的数据,对我国企业的资本结构决策是否具有战略效应进行了检验。本文的实证研究结果表明,公司资本结构的变化与其所在的产品市场竞争强度存在着密切的联系,而且总负债与短期负债具有显著的战略效应。进一步的研究表明,这种战略效应具有时滞,即企业的资本结构决策会在以后时期对产品市场竞争强度的变化产生影响。本文的研究对于理解现实中企业的资本结构决策具有一定的启示意义。

(作者单位:屈耀辉,厦门大学会计发展研究中心;姜付秀,北京大学光华管理学院、中国人民大学商学院;陈朝晖,北京华胜天成股份有限公司;责任编辑:尚增健)

注释

①在经济学文献中,库诺特(Cournot)竞争和伯川德(Bertrand)竞争是研究寡头垄断市场竞争的两种竞争方式,与其对应的模型称为库诺特产量竞争模型(cournot quantity model)和伯川德价格竞争模型,它们是经济学中对厂家行为进行描述的最古老而又是最重要的模型。

参考文献

- (1)邓剑琴、朱武祥:《持续经营要求、股权融资约束与财务激进行为》,http://www.ncer.tsinghua.edu.cn/lunwen/paper2,2004年。
- (2)刘志彪等:《资本结构与产品市场竞争》,《经济研究》,2003年第7期。
- (3)赵蒲、孙爱英:《财务保守行为:基于中国上市公司的实证研究》,《管理世界》,2004年第11期。
- (4)朱武祥等:《产品市场竞争与财务保守行为——以燕京啤酒为例的分析》,《经济研究》,2002年第8期。
- (5)戴维·贝赞可等著,武亚军总译校:《公司战略经济学》,北京大学出版社,1999年。
- (6)Brander James and Tracy Lewis, 1986, "Oligopoly and Financial Structure: the Limited Liability Effect", American Economic Review, 76, pp.956-970.
- (7)Brander James and Tracy Lewis, 1988, "Bankruptcy Costs and the Theory of Oligopoly", Canadian Journal of Economics, 21, pp.221-243.
- (8)Evgeny Lyandres, 2002, "Capital Structure and Interaction among Firms in output Markets—Theory and Evidence", Research paper, 29th annual meeting of European Finance Association, Berlin, 08/2002.
- (9)Gabrielle Wanzenried, 2000, "Capital Structure Decision and Output Market Competition Under Demand Uncertainty", http://www.vwi.unibe.ch/theory/papers/wanzenried.
- (10)Monika Schnitzer and Achim Wambach, 1998, "Inside versus Outside Financing and Product Market Competition", Discussion Paper of the Munich Economics Department, No.pp.98-25.
- (11)Phillips Gordon, 1995, "Increased Debt and Industry Product Markets: An Empirical Analysis", Journal of Financial Economics, 37, pp.89-238.
- (12)Showalter Dean, 1995, "Oligopoly and Financial Structure: Comment", American Economic Review, Vol.85, No.3, pp. 647-653.