

财务灵活性、产品市场竞争与资本结构

杨新宝, 王志强

(厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005)

[摘要] 以2001-2014年中国A股上市公司为样本, 将财务灵活性价值和产品市场竞争状况纳入资本结构的分析框架进行研究。结果表明, 在其他条件不变的情况下, 财务灵活性价值越高, 公司的财务杠杆越小, 除了掠夺风险与市场杠杆之间的关系不显著之外, 产品市场竞争与财务杠杆正相关, 由于受到严格的监管, 公司在中国资本市场上的股权融资难以实现, 产品市场竞争所引致的融资需求会减弱财务灵活性价值对资本结构的负向作用。

[关键词] 财务灵活性; 产品市场竞争; 股票超额回报; 资本结构

[中图分类号] F276

[文献标识码] A

[文章编号] 1007-9556(2016)11-0115-11

Financial Flexibility, Product Market Competition and Capital Structure

YANG Xin-bao, WANG Zhi-qiang

(School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

Abstract: This paper uses the A shares of listed companies for the period 2001-2014 to estimate and compare the value of financial flexibility. We use three different measures of product market competition: predation risk, HHI and the number of listed companies. Then we analyze the effect of financial flexibility and product market competition on capital structure of Chinese listed companies. The conclusions show that, ceteris paribus, the capital structure is negatively related to the value of financial flexibility. Subjected to the supervision of CSRC, except for predation risk, other results show that the leverage of listed companies increases with the strength of product market competition; the effect of the value of financial flexibility on the capital structure is weakened by product market competition.

Key Words: financial flexibility; product market competition; abnormal stock return; capital structure

一、引言

资本结构是公司财务研究的核心内容之一。自 Modigliani 和 Miller(1958)^[1] 开创性地提出 MM 定理之后, 很多学者通过放宽完美资本市场的前提假设, 提出富有创建性的著名理论, 如权衡理论、啄食理论、择时理论、惰性理论等。然而, 主流的资本结构理论依然无法解释现实世界的资本结构决策。有研究表明, 财务灵活性是财务经理在进行资本结构决策时首要考虑的因素 (Graham and Harvey, 2001; Ban-

cel and Mittoo, 2004; Brounen et al., 2006)^[2-4]。保持公司财务灵活性已经得到财务经理的一致认可, 但学术界对财务灵活性的研究却微乎其微, 从而造成理论与实践的脱节。DeAngelo 等(2007)^[5]指出, 财务灵活性是经验可行而理论有所遗漏的一个关键环节。传统的资本结构理论在实证中遇到窘境的主要原因在于, 其忽略了财务灵活性的关键因素 (DeAngelo et al., 2011; Denis and McKeon, 2012)^[6,7]。因此, 在研究公司如何选择资本结构时, 必须考虑财务灵活性需

[收稿日期] 2016-10-03

[基金项目] 国家自然科学基金项目(71472160), 教育部人文社会科学规划项目(20120121110041)

[作者简介] 杨新宝(1984-), 男, 福建安溪人, 厦门大学管理学院博士研究生, 主要研究方向是公司财务与资本市场; 王志强(1967-), 男, 福建漳州人, 厦门大学管理学院教授, 经济学博士, 主要研究方向是公司财务与资本市场。

求的影响。

产品市场竞争状况会对企业财务政策产生深远影响。观点已得到学术界的广泛认可。企业并不是在真空中独自运作的个体,其必然会与外部环境发生相互作用,环境是企业运作的基础和条件。迈克尔·波特在其经典著作《竞争战略》中指出:“虽然与企业有关的环境异常广阔,不仅包括社会力量,也包括经济力量,然而,对于企业至关重要的环境,还是公司在其竞争中的一个或多个产业环境。产业结构的意义非同一般,不仅决定竞争规则,也决定企业的潜在战略。就算产业之外的力量非常重要,也主要体现在相对意义上。”^[8]当前,企业间的竞争越来越激烈,企业在进行财务决策时必须关注外部竞争环境的变化,立足自身的实际情况,制定行之有效的财务政策,避免陷入财务困境,提高竞争能力,更好地实现公司价值。

基于以上分析,本文将企业内在的财务灵活性需求与外部的产品市场竞争状况一起纳入资本结构分析框架中,以探讨财务灵活性和产品市场竞争对企业资本结构选择的影响。本文通过估算、比较和确定企业财务灵活性价值,在中国证券发行制度背景下,结合产品市场竞争状况,将以往分析资本结构时忽略的财务灵活性因素纳入分析框架,这有助于更深入和全面地了解企业财务政策的制定过程,完善企业财务战略研究的内容,拓展财务灵活性的研究范围。

二、文献综述与理论分析

(一)财务灵活性与资本结构决策

企业对财务灵活性的需求源于现实资本市场的非完美性。现代资本结构理论的基石MM定理提出,在完美资本市场的严格假设下,内部资金与外部资金能够相互替代,企业无需储备内部资金以应付不测之需,也无需维持较低的债务水平以构建举债能力,当内部资金不足时,企业能够毫无成本并及时地利用外部资金,以满足其未预期的资金需求,可以说,企业具有完全的财务灵活性。然而,现实世界与理论模型的假设条件大相径庭,由信息不对称和代理成本等问题所导致的资本市场摩擦,使得外部资金和内源资金在成本上并不能等量齐观,企业并非总是能够在其急需资金时如愿以偿,即企业并非具有完全的财务灵活性。根据Gamba和Triantis(2008)^[9]的定义,财务灵活性是指企业以较低成本获得和调整融资结构的能力。Gamba和Triantis从理论上对财务灵活性的价值进行了分析,发现财务灵活性对企业来说确实有其价值。由于财务灵活性的价值仅存在于理论模型中,有关财务灵活性价值的实证研究

较少。Clark(2010)^[10]认为,影响现金边际价值的因素和方向与Gamba和Triantis(2008)^[9]理论模型推导出的影响财务灵活性价值的因素和方向相同。Clark首次将现金边际价值回归方程(Faulkender and Wang, 2006)^[11]作为测量财务灵活性价值的方法,研究了财务灵活性对企业资本结构选择的影响,发现当财务灵活性的价值较高时,其他影响资本结构因素的显著性水平和解释能力较低,这就证实了财务灵活性是影响资本结构决策的首要因素,同时,财务灵活性价值高的企业倾向于保持债务容量,且需要大量融资,财务灵活性价值高的企业更愿意进行股权融资。Killi(2011)^[12]使用类似的方法,基于财务灵活性的视角解释了企业债务保守之谜,即企业在事前维持较小的杠杆,保留一定的举债能力,以应对未来不确定环境下的融资需求。Denis和McKeon(2012)^[17]的研究表明,企业增加债务主要是因为临时经营而非股权投资需要,而后的债务减少也并非是因为趋向长期目标资本结构的调整,即便债务高于目标水平,出于现金流短缺和投资需求的考虑,企业也照样会发行债务。企业资本结构主要是出于是否产生财务冗余的考虑,而与目标资本结构关联不大。可见,未使用的债务能力是财务灵活性的重要来源。Lambrinoudakis等(2014)^[13]以风险中性波动率和风险中性峰度作为未来特定冲击的代理变量,检验了其于资本结构的关系,发现扩散冲击显著降低了公司杠杆,而且这种效应对规模较小或融资约束公司更加明显。

以上研究表明,企业在进行资本结构决策时不仅要比较当下的举债收益和成本,还要考虑到将来未预期的融资需求。在有利的投资机会未出现或不利的生外事件未发生时,企业必须未雨绸缪,于事前选择较小的财务杠杆,维持充足的举债能力(DeAngelo, 2011)^[6]。因此,财务灵活性价值越高,企业的财务灵活性需求就越强,其所维持的剩余举债空间也越大,财务杠杆水平就越低。基于此,本文提出如下假说:

H1:在其他条件不变的情况下,财务灵活性价值与资本结构负相关,即财务灵活性价值越高,财务杠杆水平就越低。

(二)产品市场竞争对财务灵活性价值与资本结构关系的影响

Brander和Lewis(1986)^[14]首次突破了产业经济学与金融经济学相互分割、互不联系的状况,把产业组织理论与公司财务理论结合起来,提出了著名的债务融资“有限责任效应”。其后,很多经济学家和财务学家追随他们的研究,基于产业组织视角进行了资本结构理论模型构建和实证研究。产业竞争状况

会对企业财务政策产生重要影响的结论已得到学术界的广泛认可,但资本结构与产品市场竞争之间的关系究竟如何,目前仍众说纷纭、莫衷一是。总的来看,关于资本结构与产品市场竞争互动关系的研究可以分为两大类:一类是 Brander 和 Lewis(1986)^[14]提出的债务有限责任效应观点,即认为资本结构与产品市场竞争正相关(Phillips,1995;Michaelas et al.,1999;Rathinasamy et al.,2000)^[15-17];另一类是 Bolton 和 Scharfstein(1990)^[18]等提出的掠夺效应理论,即认为资本结构与产品市场竞争负相关(Chevalier,1995;Rajan and Zingales,1995;Barclay and Smith,1996)^[19-21]。国内学者对于产品市场竞争与资本结构之间的关系同样存在较大争议,理论模型和实证结果也各不相同,支持两者正相关的有刘志彪(2003)^[22]、闵丹和韩立岩(2008)^[23],支持两者负相关的有朱武祥等(2002)^[24]、陈建梁和王大鹏(2006)^[25]、李曜和丛菲菲(2015)^[26]。

本文认为,在激烈的产品市场竞争中,财务实力强大的公司会增加产量,降低产品价格,抢夺市场份额,而掠夺性竞争会使融资约束公司陷入财务困境,最终被迫退出市场(Tesler,1966;Poitevin,1989;Bolton and Scharfstein,1990)^[27-28,18]。激烈的产品市场竞争会使公司的市场份额减少、经营业绩下降(Opler and Titman,1994)^[29],客户、供应商和重要员工等利益相关者也会与之停止交易,使面临激烈竞争的公司雪上加霜、举步维艰,陷入恶性循环(Maksimovic and Titman,1991)^[30]。因此,在激烈的竞争中求生存、谋发展的公司会面临很大的不确定性和巨大的经营风险,为了防止市场份额被剥夺甚至被逐出市场,公司除了在价格和产量方面加强竞争外,还必须在资本投入、研发支出、网络布置、广告宣传及员工招聘等方面进行战略性投资。激烈的竞争会使公司支出增加或收入降低,导致经营活动中产生的现金净流量减少,从而影响内部资金的积累能力。公司在面临更大的资金需求时,其必然要寻求外部融资渠道。龚凯颂和张华(2006)^[31]指出,产品市场竞争降低了企业的利润水平,从而影响了企业在资本市场上的融资能力。我国《证券法》第十条规定:“公开发行证券,必须符合法律、行政法规规定的条件,并依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门核准。”公司公开发行证券必须符合《上市公司证券发行管理办法》的相关规定,如第二章第七条要求“上市公司的盈利能力具有可持续性,即三个会计年度连续盈利”,第二章第八条要求发行股票的公司财务状况良好,即“最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的

30%”。向不特定对象公开募集股份的监管则更为苛刻,其中的一个重要指标就是净资产收益率,增发时要求公司“三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于6%”。处于不同竞争水平的企业利润率是不同的,一般而言,垄断企业的利润率较高,而竞争性企业的利润率较低,利润率的高低会直接影响企业的再融资门槛。竞争性上市公司由于利润率低、现金流入少,连续盈利、净资产收益率和现金股利分配等方面难以达到再融资的标准,严格的监管限制了具有融资需求的公司资本市场上以股权方式募集资金的可能性。垄断性公司由于竞争不激烈,其利润率通常较高,净资产收益率比较容易满足再融资的要求。Allen等(2012)^[32]发现,中国的股权融资市场虽然发展很快,但与银行信贷相比,其规模及资源配置作用还非常有限。以银行信贷为主导的金融体系给企业的股权融资带来不利影响,由于我国的固定资产与存货之和占总资产的比重较大,这意味着企业需要大量的资本投入(龚凯颂、张华,2006)^[31]。因此,企业只有牺牲未来的举债能力,压缩剩余举债空间,降低财务灵活性,才能保障债务融资及与竞争对手抗衡。基于此,本文提出如下假说:

H2:在其他条件不变的情况下,产品市场竞争与财务杠杆正相关。

H3:在其他条件不变的情况下,产品市场竞争减弱了财务灵活性价值对财务杠杆的负向作用。

三、研究设计

(一)样本选择

本文选取2001-2014年的A股上市公司作为样本进行实证分析,同时剔除以下样本公司:(1)非金融类公司;(2)ST、PT的公司;(3)净资产为负数和账面股东权益为负值的公司;(4)会计指标缺失的公司;(5)一年中的收益率数据少于12个月的公司;(6)财务灵活性价值估算结果为负数的公司。为了消除极端值对研究结果的影响,本文对所有变量值进行了1%和99%水平的收尾(Winsorize)处理:对于小于1%分位数的变量,令其值等于1%分位数的值;对于大于99%分位数的变量,令其值等于99%分位数的值。本文的财务数据均来自于CSMAR、Wind金融数据库。

(二)变量定义和计算

1.被解释变量。为了使结论更加稳健,本文采用市场杠杆(MDR)和账面杠杆(BDR)两种方式对资本结构进行度量。由于总负债中包含的无息负债会夸大公司的实际杠杆作用,故采用有息负债率作为杠杆的度量指标是最贴切的(Frank and Goyal,2009)^[33]。具体的计算方法如下:市场杠杆(MDR)=有息负债/(总

资产-账面股东权益+权益市值) 账面杠杆(MDR)=有息负债/总资产。其中,有息负债=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+应付短期债券+长期借款+应付债券。

2. 解释变量。

(1)财务灵活性价值(VOFF)。现有文献一般是以现金的边际价值作为财务灵活性价值的代理变量(Clark, 2010; 张玮婷等, 2015), 现金的边际价值可以度量公司每增加一单位现金持有量所带来的股东财富变化量。用股东权益市值变化量对现金持有变化量进行回归, 其回归系数就是现金的边际价值。将现金的边际价值方程(1)两边同除以滞后一期的股东权益市值, 回归方程左边的因变量就是股票收益率。

$$r_{i,t} - R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} \cdot \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_3 L_{i,t} \cdot \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta E_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_5 \frac{\Delta NA_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_6 \frac{\Delta RD_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_7 \frac{\Delta I_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_8 \frac{\Delta D_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \beta_9 \frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} + \beta_{10} L_{i,t} + \beta_{11} \frac{NF_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

式中 $r_{i,t}$ 是公司股票收益率, $R_{i,t}$ 是 Fama 和 French(1993)的 5×5 基准回报, $r_{i,t} - R_{i,t}$ 是公司年度股票超额累计收益率, $X_{i,t}$ 是公司 i 对应的变量 X 从 t-1 时期到 t 时期发生的变动额, C 是货币资金与交易性金融资产之和, E 是息税前利润加上折旧和摊销 (EBITDA), NA 是非现金资产即总资产减去货币资金和交易性金融资产, RD 是研究与开发支出 (如果数据缺失, 其取值为 0), I 是利息费用支出, D 是现金股利总额, L 是市值杠杆 (带息负债/(带息负债+权益市值)), NF 是年度融资净额 (新发行的股票和债券净额加上新增借款减去偿还的金额), M 是股东权益市值。

由于财务杠杆出现在财务灵活性价值方程式的右边, 如果用财务杠杆对方程(1)估算的财务灵活性价值进行回归就会产生内生性问题, 因此, 我们借鉴 Clark(2010)^[10]的方法估算财务灵活性价值, 即首先根据影响资本结构的主要因素估计公司的最优杠杆, 然后再代入财务灵活性价值的估计方程(1), 以避免内生性问题。公司的最优杠杆估计方程如式(2)所示:

$$\hat{L}_{i,t} = \alpha_0 + \hat{\alpha}_1 \text{Size}_{i,t} + \hat{\alpha}_2 \text{Tang}_{i,t} + \hat{\alpha}_3 \text{Profit}_{i,t} + \hat{\alpha}_4 \text{Growth}_{i,t} + \hat{\alpha}_5 \text{Dep}_{i,t} + \hat{\alpha}_6 \text{Median}_{i,t} \quad (2)$$

将式(2)代入式(1)得到式(3), 利用样本可对式(3)进行回归计算:

$$r_{i,t} - R_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_2 \frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} \cdot \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_3 \text{Size}_{i,t} \cdot$$

$$\frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_4 \text{Tang}_{i,t} \cdot \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_5 \text{Profit}_{i,t} \cdot \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_6 \text{Growth}_{i,t} \cdot \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_7 \text{Dep}_{i,t} \cdot \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_8 \text{Median}_{i,t} \cdot \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_9 \frac{\Delta E_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_{10} \frac{\Delta NA_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_{11} \frac{\Delta RD_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_{12} \frac{\Delta I_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_{13} \frac{\Delta D_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_{14} \frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} + \lambda_{15} \frac{NF_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_{16} \text{Size}_{i,t} + \lambda_{17} \text{Tang}_{i,t} + \lambda_{18} \text{Profit}_{i,t} + \lambda_{19} \text{Growth}_{i,t} + \lambda_{20} \text{Dep}_{i,t} + \lambda_{21} \text{Median}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

式中 $r_{i,t}$ 是公司股票收益率, $R_{i,t}$ 是公司的基准回报, $r_{i,t} - R_{i,t}$ 是公司年度股票超额累计收益率, $\Delta X_{i,t}$ 是公司 i 对应的变量从 t-1 时期到 t 时期发生的变动额, Size 是公司规模, Tang 是有形资产, Profit 是盈利能力, Growth 是成长机会, Dep 是累计折旧, Median 是行业中位数杠杆, C 是货币资金与交易性金融资产之和, E 是息税前利润加上折旧和摊销 (EBIT), NA 是非现金资产即总资产减去货币资金和交易性金融资产, RD 是研究与开发支出 (如果数据缺失, 其取值为 0), I 是利息费用支出, D 是现金股利总额, L 是市值杠杆 (带息负债/(带息负债+权益市值)), NF 是年度融资净额 (新发行的股票和债券净额加上新增借款减去偿还的金额), M 是权益市值。为了使结论更加稳健, 我们除了计算 Fama-French 基准组合之外, 还用市场组合回报计算 $R_{i,t}$ 。

得到方程(3)的参数结果之后, 财务灵活性的价值可以表示为:

$$\hat{V}OFF = \hat{\lambda}_1 + \hat{\lambda}_2 \frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} + \hat{\lambda}_3 \text{Size}_{i,t} + \hat{\lambda}_4 \text{Tang}_{i,t} + \hat{\lambda}_5 \text{Profit}_{i,t} + \hat{\lambda}_6 \text{Growth}_{i,t} + \hat{\lambda}_7 \text{Dep}_{i,t} + \hat{\lambda}_8 \text{Median}_{i,t} \quad (4)$$

(2)产品市场竞争。在产业组织理论中, 产品市场竞争状况难以精确度量, 学者们提出各自不同的度量产品市场竞争程度的指标。借鉴已有的研究成果, 本文采用三个指标度量竞争程度。

1)公司相互依赖性——行业贝塔(Beta)。借鉴 Haushalter 等(2007)、Chi 和 Su(2014)的做法, 我们用行业贝塔(Beta)度量公司与其竞争对手之间投资机会的相互依赖性。由于股票价格反映了未来现金流的现值, 如果公司与其竞争对手分享了更大比例的成长机会, 则公司的股票价格就会对其竞争对手更加敏感。行业贝塔反映了这种敏感性, 即行业贝塔值越大, 公司与其竞争对手之间的相互依赖性就越强, 掠夺风险也越高, 竞争就越激烈。具体的计算方法如下:

$$r_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \cdot r_{\text{industry},t} + \beta_2 \cdot r_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中 $r_{i,t}$ 为样本公司考虑分红再投资的月度收益率, $r_{\text{industry},t}$ 为根据 2012 年中国证监会《上市公司行

业分类指引》的分类标准计算的行业平均月度收益率 $r_{m,t}$ 为总市值加权平均的 A 股月度市场收益率, 回归方程系数的估计样本采用 36~60 个月的滚动数据。估计系数 β_1 用来衡量个股收益率对行业收益率的敏感性, β_1 值越高, 说明公司与竞争对手的相互依赖性越强, 掠夺风险也越大, 产品市场竞争就越激烈。

2) Herfindahl-Hirschman 指数(HHI)。HHI 是行业企业市场份额的平方和, 其在一定程度上反映了产业的市场集中程度。Herfindahl-Hirschman 指数越小, 说明行业垄断势力越大, 产品市场竞争越激烈; 反之则垄断势力越小, 产品市场竞争越弱。其计算公式如下:

$$HHI_i = \sum_{j=1}^n (x_j / \sum_{j=1}^n x_j)^2 \quad (6)$$

其中 x_j 表示公司 j 的营业收入, i 表示行业类型。该指标按行业分年度进行计算, 为了方便解释, 本文取 Herfindahl-Hirschman 指数的相反数作为产品市场竞争程度的代理指标, 即 HHI 值越大, 说明产品市场竞争越激烈。

3) 上市公司数目(N)。上市公司数目可以作为产品市场竞争强度的一个近似的衡量指标, 在市场份额一定的情况下, 同一行业内的上市公司数目越多, 则竞争越激烈。

3. 控制变量。影响资本结构的因素有很多, 但只有少数变量在实证上是稳健的, 并且具有重要的经济学意义 (Frank and Goyal 2009)^[33]。Öztekin (2015) 对全球 37 个国家的研究表明, 杠杆最稳定的影响因素是公司规模、有形资产、盈利能力、行业杠杆。在我国, 由于固定资产与存货之和在总资产中所占比重较大, 故本文加入了非债务税盾, 即控制变量包括公司规模(Size)、有形资产(Tang)、盈利能力(Profit)、成长机会(Growth)、非债务税盾(Dep)、行业杠杆中位数(Median)。变量定义和计算如表 1 所示。

(三) 实证模型设定

表 1 变量定义和计算

符号	定义	计算
MDR	市场杠杆	有息负债/(总资产-账面股东权益+权益市值)
BDR	账面杠杆	有息负债/总资产
VOFF	财务灵活性价值	借鉴 Clark(2010)的算法
Beta	掠夺风险	见正文
HHI	行业集中度	见正文
N	上市公司数目	每年行业内上市公司数目

MV	股东权益市值	每股净资产×非流通股股数+年末收盘价×流通股股数
Size	公司规模	总资产的自然对数
Tang	有形资产	(固定资产+存货)/总资产
Profit	盈利能力	息税前利润/总资产
Growth	市值账面比	(负债账面价值+每股净资产×非流通股股数+年末收盘价×流通股股数)/总资产
Dep	非债务税盾	累计折旧/总资产
Median	同行效应	杠杆的行业的中位数

为了检验研究假说, 本文设计了如下实证模型:

$$DR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PMC_{i,t-1} + \beta_2 VOFF_{i,t-1} + \beta_3 PCM_{i,t-1} \cdot VOFF_{i,t-1} + \sum \alpha_k x_{k,t-1} + u_{i,t} \quad (7)$$

其中 DR 为市值杠杆 (MDR) 或账面杠杆 (BDR), PCM 为产品市场竞争的代理指标, VOFF 为财务灵活性价值, x 为公司规模 (Size)、有形资产 (Tang)、盈利能力 (Profit)、成长机会 (Growth)、非债务税盾 (Dep)、行业杠杆 (Median) 等影响资本结构的其他因素。

四、实证结果分析

(一) 描述性统计

表 2 的样本描述性统计结果显示, 样本公司平均账面杠杆为 0.284, 方差为 0.179, 说明上市公司的负债率存在较大差异, 样本公司的平均市场杠杆为 0.172, 小于账面杠杆, 代表产品市场竞争程度的掠夺风险、HHI 指数和行业内上市公司数目的均值分别为 0.992、0.095 和 82, 方差分别为 0.523、0.087 和 58, 说明样本公司面临的产品市场竞争程度存在显著差异。如果以美国司法部 and 联邦贸易委员会 1982 年发布的横向合并指南中的 HHI 为标准, 我国上市公司的集中度相对较低, 面临的竞争较为激烈。另外, 有形资产的比例为 0.437, 说明固定资产与存货之和在总资产中所占比重较大; 总资产利润率为 0.051, 说明我国上市公司的总体盈利能力不强。

表 2 样本的描述性统计

变量	均值	标准差	25%分位数	中位数	75%分位数	样本容量
BDR	0.284	0.179	0.126	0.270	0.405	18894
MDR	0.172	0.148	0.050	0.136	0.263	18894
Beta	0.992	0.523	0.702	0.991	1.266	18894
HHI	0.095	0.087	0.043	0.073	0.115	18894

(续表 2)

N	81.743	58.499	31	67	134	18894
LogN	4.079	0.883	3.434	4.205	4.898	18894
Size	21.650	1.183	20.823	21.505	22.295	18894
Tang	0.437	0.178	0.308	0.433	0.567	18894
Profit	0.051	0.061	0.026	0.049	0.078	18894
Growth	1.783	1.528	0.786	1.344	2.221	18894
Dep	0.142	0.123	0.054	0.108	0.194	18894
Median	0.259	0.104	0.180	0.265	0.331	18894

(二) 财务灵活性价值估计

本文对方程(3)分别采取混合 OLS、Fama-MacBeth 方法和面板固定效应(Panel FE)三种方法进行回归,结果如表 3 所示。三种方法估计出的系数相差较大,在本文的研究中,财务灵活性价值实际上就是现金的边际价值,即增加一元钱的现金所带来的价值效应。从经济意义上讲,在其他条件不变的情况下,资本市场对增加的一元钱的估值应该偏离一元不会很远,即 ΔC 的系数应该在 1 上下波动。从基于 Fama-French 基准组合的回归结果来看,只有采用 Fama-MacBeth 估计方法得到的结果比较符合经济意义,而从基于市场组合的估计结果来看,三种方法都是可取的。为了使结果更具可比性,本文采用第二种估计方法计算财务灵活性的价值。

表 3 财务灵活性价值的估算结果

基准 回报	基于 Fama-French 基准组合			基于市场组合		
	OLS	FM	Panel FE	OLS	FM	Panel FE
ΔC	-1.372* (-1.77)	1.547* (1.89)	-1.663** (-1.99)	1.536** (2.04)	2.284*** (3.92)	2.474*** (3.05)
$\Delta C \times C$	-0.124 (-0.62)	-0.884** (-2.79)	-0.164 (-0.77)	-0.204 (-1.05)	-0.913*** (-2.94)	-0.240 (-1.14)
$\Delta C \times \text{Size}$	0.030 (0.88)	-0.061* (-1.80)	0.052 (1.43)	-0.097** (-2.92)	-0.092*** (-3.43)	-0.127*** (-3.57)
$\Delta C \times \text{Tang}$	0.913** (4.28)	0.406* (1.73)	0.947*** (4.12)	1.009*** (4.85)	0.432** (2.01)	1.121*** (5.03)
$\Delta C \times \text{Profit}$	-0.061 (-0.08)	-0.274 (-0.46)	0.295 (0.38)	-0.223 (-0.32)	-0.624 (-1.01)	0.244 (0.32)
$\Delta C \times \text{Growth}$	0.513** (11.80)	0.300*** (2.89)	0.482*** (10.34)	0.469** (11.46)	0.312*** (4.04)	0.431*** (9.86)
$\Delta C \times \text{Dep}$	0.386 (1.17)	-0.189 (-0.37)	0.326 (0.94)	0.139 (0.43)	-0.267 (-0.46)	0.139 (0.41)
$\Delta C \times \text{Median}$	1.089** (2.75)	0.008 (0.02)	1.078** (2.53)	1.268*** (3.26)	0.043 (0.10)	1.109** (2.65)
Industry or Year effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

N	15604	15604	15604	17865	17865	17877
R ²	25.22%	42.09%	26.40%	38.80%	44.35%	42.23%

注: OLS、FM 和 Panel FE 分别为混合普通最小二乘法、Fama-MacBeth 方法和面板固定效应估计,括号内为 t 值,***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平,限于篇幅,其他控制变量的回归结果没有列出。

根据表 3 给出的系数大小和显著性水平,我们得到采用 Fama-MacBeth 方法基于 Fama-French 基准组合和市场组合回报的财务灵活性价值计算方程,如式(8)和式(9)所示:

$$\hat{V}OFF1 = 1.547 - 0.884 \times \frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} - 0.061 \times \text{Size} + 0.406 \times \text{Tang}_{i,t} + 0.300 \times \text{Growth}_{i,t} \quad (8)$$

$$\hat{V}OFF2 = 2.228 - 0.913 \times \frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} - 0.092 \times \text{Size} + 0.432 \times \text{Tang}_{i,t} + 0.312 \times \text{Growth}_{i,t} \quad (9)$$

我们利用式(8)和式(9)计算了财务灵活性价值,结果如表 4 所示。从财务灵活性价值的描述性统计来看,采用 Fama-MacBeth 方法估计的平均值最小,采用混合 OLS 方法估计的平均值居中,采用固定效应方法估计的平均值最大。现实中,财务灵活性价值即现金的边际价值除了受到上期现金持有和财务杠杆等公司特征的影响之外,还会受到公司治理(Dittmar and Mahrt-Smith, 2007)、投资者和债权人保护(Pinkowitz et al., 2006; Kyröläinen et al., 2013)的影响。在我国,由于国有企业存在“软预算约束”,加之公司治理结构不完善以及保护投资者利益的法律制度不健全,以上因素会在一定程度上降低现金的边际价值,因此,现金的边际价值应该小于 1。我们认为,采用 Fama-MacBeth 方法估计的现金边际价值即财务灵活性价值比较合理,可以作为本文估算财务灵活性价值的依据。

表 4 财务灵活性价值的描述性统计

变量	均值	标准差	25% 分位数	中位数	75% 分位数	样本 容量
V OFF1_ FM	0.816	0.538	0.494	0.719	1.017	19264
V OFF2_ FM	0.903	0.578	0.557	0.808	1.129	19264
V OFF2_ OLS	1.085	0.747	0.618	0.922	1.346	20747
V OFF2_ FE	1.303	0.713	0.859	1.163	1.571	20747

注: V OFF1 和 V OFF2 分别是基于 Fama-French 基准组合和市场组合计算的财务灵活性价值,受其他变量缺失值的限制,用于估算参数的样本数小于计算财务灵活性价值的样本数 N。

(三)回归结果分析

1.财务灵活性价值、掠夺风险与资本结构的回归结果。从表5的估计结果来看,不论是以市场杠杆(MDR)还是以账面杠杆(BDR)度量资本结构,模型(1)和模型(4)的财务灵活性价值回归系数均为负,且在10%的水平下显著,即财务灵活性价值与财务杠杆负相关,财务灵活性价值越大,公司会保持越大的剩余举债能力。平均来看,财务灵活性价值每增加1个单位标准差,样本公司的市场杠杆会减少5.11%(0.095×0.538),账面杠杆会减少0.75%(0.014×0.538),假说H1得到了验证。模型(2)和模型(5)加入了表征产品市场竞争的掠夺风险。掠夺风险对市场杠杆的影响并不显著,但对账面杠杆的影响在1%的水平下显著为正。加入掠夺风险之后,财务灵活性价值与杠杆之间的负向关系依然不变。从加入财务灵活性价值与掠夺风险交叉项的估计结果来看,模型(3)和模型(6)的交叉项系数均在5%的水平下显著为负,说明在其他条件不变的情况下,掠夺风险的增加会减弱财务灵活性价值对公司财务杠杆的负向作用,即随着掠夺风险的增加,财务灵活性价值对资本结构的作用变小,假说H3得到了验证。

从控制变量的估计系数来看,企业规模与财务杠杆正相关,因为大企业会更多地进行多元化经营,财务风险承担能力更强,而且大企业一般是较为成熟的企业,声誉较好,更容易获得企业贷款,实证结果支持了权衡理论;有形资产与杠杆正相关,即有形资产越多,公司产生“资产替代问题”即股东把债权人提供的资金投资于高风险的项目就越困难,负债的代理成本也就越低,实证结果支持了权衡理论;盈利能力与杠杆负相关,即盈利能力越强,公司产生的内源资金就越多,根据融资优序理论,公司在需要融资时会首先考虑内部资金;成长机会与市场杠杆正相关,而与账面杠杆负相关;非债务税盾与杠杆负相关,根据权衡理论,由于债务利息可以在税前抵扣,故债务融资可以起到避税作用,较高的非债务税盾(如固定资产折旧)会部分抵消债务所带来的税盾效应;行业中位数与杠杆正相关,即公司会把同行业的负债率作为参照,公司所在的行业负债率越高,公司自身的负债率也越高。

表5 财务灵活性价值、掠夺风险与资本结构回归结果

因变量	MDR			BDR		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
VOFF	-0.095*** (-13.71)	-0.095*** (-13.74)	-0.100*** (-13.87)	-0.014* (-1.73)	-0.015* (-1.80)	-0.020** (-2.31)

Beta		0.002 (1.49)	-0.003 (-1.25)		0.007*** (4.14)	0.002 (0.68)
Beta×VOFF			0.005** (2.45)			0.006** (1.97)
Size	0.055*** (35.59)	0.055*** (35.58)	0.055*** (35.61)	0.059*** (29.10)	0.059*** (29.08)	0.059*** (29.09)
Tang	0.084*** (14.00)	0.084*** (14.01)	0.084*** (13.98)	0.069*** (8.80)	0.069*** (8.82)	0.069*** (8.79)
Profit	-0.399*** (-34.68)	-0.399*** (-34.64)	-0.399*** (-34.64)	-0.545*** (-35.22)	-0.545*** (-35.14)	-0.544*** (-35.14)
Growth	0.013*** (6.18)	0.013*** (6.21)	0.013*** (6.12)	-0.007*** (-2.81)	-0.007*** (-2.74)	-0.007*** (-2.83)
Dep	-0.067*** (-7.24)	-0.067*** (-7.27)	-0.067*** (-7.26)	-0.077*** (-6.21)	-0.078*** (-6.29)	-0.078*** (-6.29)
Median	0.461*** (33.12)	0.455*** (33.08)	0.455*** (33.08)	0.394*** (22.82)	0.393*** (22.77)	0.393*** (22.77)
Fixed Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	18894	18894	18894	18894	18894	18894
R ²	50.02%	50.03%	50.05%	28.40%	28.48%	28.49%

注:括号内均为t值,***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性水平。

2.财务灵活性价值、行业集中度与资本结构的回归结果。为了便于解释,我们取Herfindahl-Hirschman指数的相反数作为产品市场竞争程度的代理指标,即HHI值越大,说明产品市场竞争越激烈,而HHI值越小,说明产品市场竞争越不激烈。从表6的估计结果来看,用HHI替换表5中的Beta后,模型(1)和模型(3)的财务灵活性价值回归系数均在10%的水平下显著为负,其估计系数大小与表5中的模型(2)和模型(4)差别不大,假说H1得到了验证。另外,表征产品市场竞争的行业集中度系数在5%的水平下显著为正,即产品市场竞争与财务杠杆呈正相关关系,产品市场竞争越激烈,公司会进行越多的负债经营,Herfindahl-Hirschman指数每增加1个单位的标准差,样本公司的市场杠杆会增加0.59%(0.068×0.087),账面杠杆会增加0.58%(0.067×0.087),假说H2得到了验证。模型(2)和模型(4)加入了HHI与财务灵活性价值的交叉项,交叉项系数均在10%的水平下显著为正,说明在其他条件不变的情况下,行业集中度下降会减弱财务灵活性价值对公司财务杠杆的负向作用,即随着产品市场竞争程度的不断提高,财务灵活性价值对资本

结构的负向作用在减弱,但交叉项对账面杠杆的作用并不显著,假说 H3 得到了验证。

表 6 财务灵活性价值、行业集中度与资本结构的回归结果

因变量	MDR		BDR	
	(1)	(2)	(3)	(4)
VOFF	-0.109*** (-17.45)	-0.105*** (-17.45)	-0.015* (-1.80)	-0.012 (-1.35)
HHI	0.068*** (3.66)	0.039* (1.72)	0.067*** (2.76)	0.040 (1.31)
VOFF×HHI		0.034** (2.19)		0.034* (1.64)
Size	0.054*** (35.35)	0.054*** (35.35)	0.059*** (29.09)	0.059*** (29.09)
Tang	0.088*** (14.97)	0.088*** (14.95)	0.069*** (8.88)	0.069*** (8.87)
Profit	-0.406** (-35.19)	-0.408** (-35.14)	-0.544*** (-35.13)	-0.543*** (-35.09)
Growth	0.019*** (8.84)	0.017*** (8.78)	-0.007*** (-2.75)	-0.007*** (-2.79)
Dep	-0.069** (-7.43)	-0.069** (-7.43)	-0.077*** (-6.23)	-0.077*** (-6.23)
Median	0.462*** (33.89)	0.461*** (33.87)	0.393*** (22.76)	0.393*** (22.74)
Fixed Effect	Yes	Yes	Yes	Yes
Year Effect	Yes	Yes	Yes	Yes
N	18894	188894	18894	18894
R ²	50.39%	50.40%	28.44%	28.45%

注:这里取 HHI 的相反数作为解释变量;括号内为 t 值,***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平。

3. 财务灵活性价值、上市公司数目与资本结构的回归结果。从表 7 的估计结果来看,用上市公司数目(LogN)替换表 5 中的 Beta 和表 6 中的 HHI 后,模型(1)和模型(3)的财务灵活性价值回归系数均在 5% 的水平下显著为负,其估计系数大小与表 5 中的模型(2)和模型(4)以及表 6 中的模型(1)和模型(3)差别不大,假说 H1 再次得到了验证。另外,表征产品市场竞争的行业内上市公司数目的系数为正且在 1% 的水平下显著,说明行业内上市公司数目与财务杠杆正相关,即产品市场竞争越激烈,公司会进行越多的负债经营。平均来看,上市公司数目(LogN)每增加 1 个单位的标准差,样本公司的市场杠杆会增加 0.29% (0.033×0.883),账面杠杆会增加 0.38% (0.043×0.883),假说 H2 得到了验证。模型(2)和模型(4)加入了上市公司数目与财务灵活性价值的交叉项,交叉项系数均在 10% 的水平下显著为正,说明在其他条件不变的情况下,上市公司数目的增加会

减弱财务灵活性价值对公司财务杠杆的负向作用,假说 H3 得到了验证。

表 7 财务灵活性价值、上市公司数目与资本结构的回归结果

因变量	MDR		BDR	
	(1)	(2)	(3)	(4)
VOFF	-0.110*** (-17.60)	-0.151*** (-16.49)	-0.016** (-1.98)	-0.031** (-2.56)
LogN	0.033*** (8.58)	0.023*** (5.73)	0.043*** (8.61)	0.040*** (7.42)
VOFF×LogN		0.010*** (6.16)		0.004* (1.65)
Size	0.054*** (35.31)	0.054*** (35.46)	0.059*** (29.01)	0.059*** (29.04)
Tang	0.090*** (15.31)	0.091*** (15.51)	0.073*** (9.29)	0.073*** (9.33)
Profit	-0.405*** (-34.88)	-0.403*** (-34.75)	-0.538*** (-34.81)	-0.538*** (-34.75)
Growth	0.017*** (8.98)	0.017*** (8.91)	-0.007*** (-2.59)	-0.007*** (-2.61)
Dep	-0.074** (-7.97)	-0.075** (-8.06)	-0.085*** (-6.82)	-0.085*** (-6.84)
Median	0.496*** (34.97)	0.490*** (34.49)	0.432*** (24.29)	0.430*** (24.16)
Fixed Effect	Yes	Yes	Yes	Yes
Year Effect	Yes	Yes	Yes	Yes
N	18894	188894	18894	18894
R ²	50.57%	50.68%	28.72%	28.74%

注:括号内为 t 值,***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平。

(四) 稳健性检验

1. 秩回归。我们借鉴秩回归(Rank regression)的思路进行整体样本检验,具体方法如下:按照 Beta 值的大小分为三组,最小的组取值为 1,中间组取值为 2,最大组取值为 3;三组的数值各减去 1 然后除以 2,取值从小到大分别为 0、0.5、1,由于 Beta 值越大表示掠夺风险越大,即产品市场竞争越激烈,故取值为 0 的子样本表示市场竞争不激烈,取值为 0.5 的子样本表示市场竞争程度居中,取值为 1 的子样本表示市场竞争最为激烈。按照同样的方法,我们对 HHI 和上市公司数目进行了类似的处理,Beta (HHI 或 LogN) 的取值分别为 0、0.5、1。Beta (HHI 或 LogN) 为 0 表示产品市场竞争不激烈,Beta (HHI 或 LogN) 为 0.5 表示产品市场竞争程度居中,Beta (HHI 或 LogN) 为 1 表示产品市场竞争很激烈。采用上述方法进行回归分析,结论依然不变。

2. 变量度量。由于资本市场的发展在我国起步较晚,上市公司数目较少,这可能会影响利用 Fama-

French 方法分析中国情况的准确性,因此,本文除了以 Fama-French 基准组合作为计算股票超额收益率的依据之外,还利用综合市场回报(综合 A、B 股和创业板)作为计算股票超额收益率的依据,以此估算财务灵活性价值,回归结果仍然不变。在前文的回归中,我们采用资产的市值账面比(Tobin'Q)作为成长机会(Growth)的代理指标,由于 Tobin'Q 与财务灵活性价值之间存在较大的相关性,故我们采用销售额的增长率代替资产的市值账面比进行了回归,结果依然不变。

3.估计方法。在前文的回归中,我们主要采用了面板数据模型,同时考虑了时间和个体固定效应。根据估算结果,公司负债率水平在 0 与 1 之间,但以其作为被解释变量,取值会受到限制,这在计量经济学上被称为“受限因变量”模型,如果按照普通最小二乘法进行估计,其结果存在偏差。因此,我们利用面板 Tobit 模型方法进行了估计,结果依然稳健。

五、研究结论与启示

(一)研究结论

传统资本结构理论在实证中遇到了窘境,这促使财务学家积极寻找更加符合现实和更具说服力的理论来解释现实世界的资本结构决策,财务灵活性即是在研究中被忽略以及在实践中应注重的关键因素。鉴于财务灵活性的重要性,公司在制定资本结构政策时必须考虑其对财务灵活性的需求。另外,产品市场竞争会对公司财务政策产生深远影响,观点已被广泛认可,公司必须根据产品市场竞争环境来选择资本结构。由此,财务灵活性需求和产品市场竞争状况必然会对公司的资本结构选择产生深远的影响。

本文以 2001-2014 年的中国 A 股上市公司为样本,通过引入财务灵活性价值理念,即估算、比较和确定财务灵活性的价值,用行业掠夺风险、行业集中度和行业内上市公司数目三种不同的指标度量产品市场竞争状况,将财务灵活性价值和产品市场竞争状况纳入资本结构分析框架。研究结果表明,无论资本结构是以市场杠杆还是以账面杠杆进行度量,在其他条件不变的情况下,财务灵活性价值与公司资本结构负相关,即财务灵活性价值越大,财务杠杆

就越小;除了掠夺风险与市场杠杆之间的关系不显著外,产品市场竞争与资本结构呈现正相关关系,即掠夺风险与账面杠杆正相关,行业集中度与财务杠杆负相关,行业内上市公司数目与财务杠杆正相关;受制于我国资本市场对证券发行的严格监管,竞争性行业的公司不得不牺牲债务稳健的好处,被迫削减剩余举债能力,由此,产品市场竞争会减弱财务灵活性价值对资本结构的负向作用。

(二)政策建议

激烈的产品市场竞争会减少企业经营活动中产生的现金净流量,从而影响企业自身积累资金的能力。当企业出现较大的资金需求而无法自给自足时,其必然会寻找外部融资渠道。我国对证券发行实行的是核准制,而竞争性行业的公司利润率较低,很难达到证券发行的监管要求,多数企业难以跨过证监会对股权再融资设定的业绩门槛。我国的股权融资市场虽然发展很快,但与银行信贷相比,其规模和资源配置作用还非常有限。严格的监管及不利的融资环境使得面临激烈竞争的企业为了应付竞争对手的挑战,被迫增加负债,牺牲财务稳健性。对此,必须加快我国资本市场的发展,健全多层次资本市场体系,推动股票发行由审核制走向注册制,更好地发挥资本市场的资源配置作用,以缓解中小企业的融资约束,降低融资成本,提高融资效率。

(三)研究不足与展望

对于产品市场竞争状况的度量,学术界尚未取得共识,如何科学、合理、准确地度量产品市场竞争程度,学者们众说纷纭,莫衷一是。Hoberg 等(2014)利用计算机语言学方法对财务报告进行了文本分析,基于“事前”的角度,构建了市场流度的指标。这种方法虽然科学、合理,但由于我国上市公司的财务报告并不披露有关产品的信息,因而不能利用其分析我国的情况。此外,本文基于静态的视角研究财务灵活性和产品市场竞争对资本结构选择的影响具有局限性,公司资本结构理论研究中的一个前沿问题就是资本结构的动态调整,而财务灵活性是否会对资本结构调整产生影响,其调整速度、方向及路径、机制又是什么,这些悬而未决的问题应是后续研究的方向。

[参考文献]

- [1] Modigliani F, Miller M H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment [J]. The American Economic Review, 1958, 48(3): 261-297.
- [2] Graham J R, Harvey C R. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field [J]. Journal of Financial Economics, 2001, 60(2): 187-243.
- [3] Bancel F, Mittoo U R. Cross-country determinants of capital structure choice: a survey of European firms [J]. Financial Man-

agement 2004 33(4) :103-132.

[4] Brounen D ,De Jong A ,Koedijk K.Capital structure policies in Europe :survey evidence [J].Journal of Banking & Finance , 2006 30(5) :1409-1442.

[5] DeAngelo H ,DeAngelo L.Capital structure ,payout policy and financial flexibility [R].Marshall School of Business ,Working Paper No. , FBE 2007 2-6.

[6] DeAngelo H ,DeAngelo L ,Whited T M.Capital structure dynamics and transitory debt [J].Journal of Financial Economics , 2011 99(2) 235-261.

[7] Denis D J ,McKeon S B.Debt financing and financial flexibility :evidence from proactive leverage increases [J].Review of Financial Studies 2012 25(6) :1897-1929.

[8] 迈克尔·波特.竞争战略[M].北京 :华夏出版社 2012 2.

[9] Gamba A ,Triantis A. The value of financial flexibility[J].The Journal of Finance 2008 63(5) 2263-2296.

[10] Clark B J.The impact of financial flexibility on capital structure decisions :some empirical evidence [R].Available at SSRN 1499497 2010.

[11] Faulkender M ,Wang R.Corporate financial policy and the value of cash [J].The Journal of Finance 2006 61 (4) :1957-1990.

[12] Killi A M ,Rapp M S ,Schmid T. Can financial flexibility explain the debt conservatism puzzle? cross-country evidence from listed firms[R].SSRN 2011.

[13] Lambrinouidakis C ,Neumann M ,Skiadopoulos G S.Capital structure and financial flexibility :expectations of future shocks [R].Available at SSRN 2498481 2014.

[14] Brander J A ,Lewis T R.Oligopoly and financial structure :the limited liability effect [J].The American Economic Review , 1986(76) 956-970.

[15] Phillips G M.Increased debt and industry product markets :an empirical analysis [J].Journal of Financial Economics , 1995 37(2) :189-238.

[16] Michaelas N ,Chittenden F ,Poutziouris P.Financial policy and capital structure choice in U.K. SMEs :empirical evidence from company panel data[J].Small Business Economics ,1999 12(2) :113-130.

[17] Rathinasamy R S ,Krishnaswamy C R ,Mantripragada K G.Capital structure and product market interaction :an international perspective[J].Global Business and Finance Review 2000 5(2) 51-66.

[18] Bolton P ,Scharfstein D S.A theory of predation based on agency problems in financial contracting [J].The American Economic Review ,1990(1) 93-106.

[19] Chevalier J A.Capital structure and product-market competition :empirical evidence from the supermarket industry[J].The American Economic Review ,1995(3) 415-435.

[20] Rajan R G ,Zingales L.What do we know about capital structure?some evidence from international data [J].The Journal of Finance ,1995 50(5) :1421-1460.

[21] Barclay M J ,Smith C W. On financial architecture :leverage ,maturity and priority[J].Journal of Applied Corporate Finance , 1996 8(4) 4-17.

[22] 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.

[23] 闵丹 ,韩立岩.市场结构、行业周期与资本结构——基于战略公司财务理论的分析[J].管理世界 2008(2) 82-89.

[24] 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.

[25] 陈建梁 ,王大鹏.产品市场竞争对企业资本结构的影响[J].管理科学 2006 19(5) 50-57.

[26] 李曜 ,丛菲菲.产业竞争下的民企资本结构选择[J].会计研究 2015(4) 47-54.

[27] Telser L G.Cutthroat competition and the long purse[J].The Journal of Law & Economics ,1966 9 259-277.

[28] Poitevin M.Financial signalling and the“deep-pocket”argument[J].The RAND Journal of Economics ,1989 20(1) 26-40.

[29] Opler T C ,Titman S.Financial distress and corporate performance[J].The Journal of Finance ,1994 49(3) :1015-1040.

[30] Maksimovic V ,Zechner J. Debt ,agency costs and industry equilibrium [J].The Journal of Finance ,1991 46 (5) :1619-1643.

[31] 龚凯颂 ,张华.我国上市公司资本结构与产品市场竞争关系研究[J].财会通讯(综合版) 2006(10) 74-77.

[32] Allen F ,Qian J ,Zhang C ,et al.China's financial system :opportunities and challenges[R].National Bureau of Economic Research 2012.

[33] Frank M Z ,Goyal V K.Capital structure decisions :which factors are reliably important?[J].Financial Management 2009 38 (1) :1-37.

[责任编辑 :高巍]