

我国产品市场竞争下的企业资本结构研究

◎ 文 | 叶展 厦门大学金融系

摘要：我国产品市场竞争与企业资本结构的关系是资本结构研究领域中的一个非常重要的问题。本文实证研究企业的资本结构与其产品市场之间的关系，探讨产品市场竞争程度与企业的资本结构的相互作用效果，得出企业的资本结构对于产品市场的影响会因不同的市场竞争结构而不同等结论，研究结论将有利于企业根据所在行业的产品市场竞争程度而设计相应的最优资本结构。

关键词：产品市场竞争；资本结构；上市公司；

一、引言

20世纪80年代中后期之前，对于企业资本结构与其产品市场竞争程度的研究，一直是在公司金融理论和产业组织理论这两个各自的领域内分别展开的。而游离于价格和产出行为的公司金融的研究难以对现实中的企业行为做出合理的解释。目前，我国的资本市场还不完善，上市公司的融资结构普遍存在着不合理性。我国现处于经济转型升级的特殊时期，在这样一个宏观背景下，如果仅仅重视对企业的资本结构或者企业的产品市场竞争状况的研究，都难以收到预期的效果，因此有必要将二者结合起来分析。对产品市场竞争与资本结构互动关系的研究，将有助于解释不同的竞争结构所造成的行业资本结构的差异，扩大资本结构的研究视角，从而有助于资本结构研究不断地深入。

二、相关文献回顾简述

在实践中，企业资本结构与产品市场决策之间的联系非常紧密，企业很难分别单独地考虑资本结构决策和产品市场竞争决策。于是，结合产品市场竞争与企业资本结构的研究越来越成为学术界的热点之一，受到了金融经济学家和产业经济学家的广泛关注。以下本文将从国外和国内两方面概述相关研究文献：

（一）国外相关理论与实证研究

Brander和Lewis(1986)最早将有限责任制度下的债务问题引入产业竞争分析框架，从而打破了产品市场竞争理论与金融公司理论研究长期以来处于相互分割状态的尴尬局面。他们提出了资本结构决策可能会加剧产品市场竞争的观点。Brander和Lewis证明，由于债务的战略破产效应的存在，发行债务的企业通过产量的扩大获取了更大的利润。因此，股东就有为了增加企业所得而推行有风险的项目的激励，这些激励驱使企业采取冒险的策略来增加产出。但由于这种博弈是共同意识，于是导致竞争均衡时，产业内各企业的产量均高于无负债时的均衡产量，竞争双方的利润均低于未发行债务时的水平。其结果是在更高的产出和更低的市场价格上达到了竞争更激烈的产业均衡。

（二）国内相关理论与实证研究

国内学者主要从产品市场竞争角度来研究公司资本结构，我国经济学界对这一问题的理论研究起步较晚。朱武祥和陈寒梅(2002)在《产品市场竞争与财务保守行为：以燕京啤酒为例分析》一文中构

造一个两阶段模型，考察两阶段竞争中需要增加投资时，企业的债务与产品市场竞争强度的关系。作者通过燕京啤酒的财务保守行为证明了债务与产品市场竞争的负相关关系。刘志彪、姜付秀和卢二坡(2003)以沪深两地的上市公司面板数据进行实证研究，考察了产品市场竞争强度等因素对资本结构的影响，结果表明企业的资本结构与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。

从国内外在这一问题的理论研究成果来看，结论之间的差异很大。这主要是因为我国上市公司面临的产品市场竞争和资本市场条件与西方成熟市场存在着较大差异，并且内部股权比例结构不健全，导致国内上市公司融资行为的影响因素更为复杂。所以需要通过对理论模型和对我国上市公司的相关数据进行实证检验来研究我国上市公司在产品市场环境下的融资决策。

三、实证研究设计

（一）研究假设

企业所选择的资本结构会对产品市场竞争程度产生影响。从委托代理的角度看，资本结构可以控制经理们的一些高风险的投资行为。另外，企业在面临偿还债务和清算竞争性战略选择时，为规避竞争对手下一期的报复行为，会避免扩张性的产量战略，促使了企业默契合谋的产生，减少了产品市场竞争强度。基于以上分析提出如下假设：

假设一：高负债的资本结构会缓和产品市场竞争程度。

产品市场的竞争程度同样会对企业的资本结构产生影响。不同竞争程度的市场，其产业集中度和企业进入壁垒的高低不同。在竞争市场中，产业集中度低，企业进出的壁垒较低，产品价格和利润受市场的影响较大，从而导致企业面临破产的可能性也较大。这时，企业在充分考虑破产风险后会保持低水平负债。相反，在寡头垄断市场中，产业集中度高，企业进入的壁垒较高，且享有丰厚的垄断利润，因此企业会选择高负债的资本结构。基于以上分析提出如下假设：

假设二：在寡头垄断市场中，企业的资产负债率较高。

假设三：在完全竞争市场中，企业的资产负债率较低。

（二）变量选取

1、产品市场竞争强度指标

对于产品市场竞争强度指标的选择，学术界没有一个公认合理的指标。现今相关文献里最常用的是行业的市场集中度比率、交叉价格弹性等。而由于企业定价资料难以获得，交叉价格弹性指标难以计量。因此，本文在借鉴前人相关研究成果的基础上，选取市场份额作为竞争指标。通过公司每年的主营业务收入除以所在产业中所有上市公司的主营业务收入的总和，来计算上市公司当年的市场份额。公司所占市场份额越大，表明其产品市场竞争强度越弱。

2、资本结构及其影响因素指标

在影响资本结构的诸多因素中，企业规模和盈利能力这两个因素对我国企业的资本结构的影响最显著。因此，本文选取企业规模和盈

利能力作为影响企业资本结构的主要因素。

企业规模：一般而言，企业的规模越大，其负债的成本与其他企业相比较低，于是越倾向于高负债的资本结构。因此，企业的负债水平可能与企业规模呈正相关关系。同时，企业的规模越大，企业的市场份额也会越大。因此，企业的负债水平可能与企业规模呈正相关关系。本文用企业的总资产作为企业规模的衡量指标，为了缩小数据的量级，对总资产数据取自然对数处理。

盈利能力：根据啄食顺序，一般认为企业的盈利能力越强，越倾向于先进行内部融资。因此，企业的负债水平可能与企业的盈利能力呈负相关关系。本文用净利润/主营业务收入作为企业盈利能力的衡量指标。

资本结构：企业的资本结构是指长期债务和权益资本各占多大的比例。在实证研究中，西方学者们一般采用市场价值来度量企业的资本结构。尽管市场价值更能体现企业价值，但是由于我国上市公司仍存在股权分离的现象，使得上市公司的市场价值难以按照一个标准进行度量。因此，本文采用企业的账面价值来计算企业的资产负债率。

(三) 研究方法

本文用两个计量模型来分析寡头垄断市场与完全竞争市场下的资本结构与其产品市场竞争状况间的相互关系。

模型一：采用资本结构 $Tal_{i,t}$ 作为因变量，以市场份额 $Crn_{i,t}$ 、企业规模 $LogSiz_{i,t}$ 和企业盈利能力 $Roai_{i,t}$ 作为自变量进行多元回归。

$$Tal_{i,t} = \alpha + \beta_1 Crn_{i,t} + \beta_2 LogSiz_{i,t} + \beta_3 Roai_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型二：采用企业市场份额作为因变量，以滞后一期的资本结构 $Tal_{i,t-1}$ ，滞后一期的企业规模 $LogSiz_{i,t-1}$ 和滞后一期的企业盈利能力 $Roai_{i,t-1}$ 作为自变量进行多元回归。因为企业的市场份额受上期的企业规模、资本结构和盈利能力的影响，而受本期的形影影响因素的影响较小，所以在模型中的自变量都取滞后一期。

$$Crn_{i,t} = \alpha + \beta_1 Tal_{i,t-1} + \beta_2 LogSiz_{i,t-1} + \beta_3 Roai_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

本研究采用面板数据进行回归分析，这样可以在一定程度上克服变量之间的多重共线性。模型通过Hausman检验，得出本研究样本数据的检验结果支持使用固定效应模型。

四、资本结构与产品市场竞争状况相互关系

采掘业是国民经济的基础性产业，偏向于寡头垄断市场。因此，本文应用该行业的27家样本公司从2005年到2009年的数据，同时选取信息技术业数据作为对比，采用了面板数据的固定效应模型进行回归，得到结果见表1和表2。

从表1采掘业所在列可以看出，资本结构与企业市场份额在5%水平上显著且成正相关关系，说明上一期的资本结构选择对寡头垄断市场的企业在产品市场竞争强度具有显著的负效应。这与Glazer(1994)的结论是一致的，即高负债的资本结构减弱了产品市场竞争，验证了假设一。

表2关于企业市场份额对资本结构影响的回归结果中，从采掘业所在列可以看到，各自变量对资本结构的影响均显著。其中，企业市场份额与资本结构的关系在5%水平上显著，且成负相关关系。这表明产品市场竞争程度对企业的资本结构有显著的正影响，即在寡头垄断市场中，若企业所占市场份额越小，企业所处的产品市场竞争强度越

强，会使企业选择较高负债率的资本结构。这一结论与上文的假设二和假设三相矛盾。

对此可能存在的原因是：首先，我国的寡头垄断企业大多是国家控股或者国有企业，牵涉到国家经济命脉，寡头垄断行业一般是高效益企业，出于减少利润外流的考虑，行业内的企业更乐于选择内部性融资方式。其次，当这些企业真的需要进行大量投资时，其所需要的资金和设备，很大一部分或者说全部可能由国家提供。有了这种预算软约束，公司的管理层为了自身和股东的利益会倾向于远离负债融资，而使用股权融资等手段。在我国，上市公司融资偏好的特有特征也使得垄断程度较大的上市公司更容易进行股权再融资，导致企业负债水平较低。

表1 资本结构对企业市场份额影响的回归结果

	采掘业	信息技术业
C	-0.017*** (7.091)	-0.0011** (-2.464)
$Tal_{i,t-1}$	1.29E-05** (2.216)	0.00016*** (12.102)
$LogSiz_{i,t-1}$	0.0015*** (7.979)	2.80E-08*** (24.231)
$Roai_{i,t-1}$	0.0009*** (2.879)	-0.00075 (-0.489)
调整 R^2	0.9830	0.9980
F	215.0620	937.9306

注：*、**、***分别表示能在10%、5%和1%的置信水平下拒绝原假设

表2 企业市场份额对于资本结构影响的回归结果

	采掘业	信息技术业
C	-54.160*** (-5.226)	48.8573*** (210.812)
$Crn_{i,t}$	-45.001** (2.167)	-8.83E-08*** (-3.381)
$LogSiz_{i,t}$	7.909*** (10.188)	3.87E-07** (1.992)
$Roai_{i,t}$	-12.649*** (-2.606)	-31.099*** (-10.896)
调整 R^2	0.8128	0.9688
F	21.0676	119.6966

注：*、**、***分别表示能在10%、5%和1%的置信水平下拒绝假设

五、结论

本文通过对寡头垄断行业的资本结构的分析，探讨了我国产品市场竞争与企业资本结构的相互影响关系。我国上市公司的资本结构与所在行业的市场竞争程度呈负相关关系，长期债务使得企业在竞争中更容易走向合谋，从而缓和了产品市场上的竞争。

企业的生存与发展离不开其所处的行业环境。不同行业的产品市场竞争程度不同，经营风险不一，因而不同行业的最优资本结构也不同。因此，企业在进行资本结构决策时，要充分考虑所在行业的竞争程度，合理设计与优化资本结构，从而利于企业适应日益激烈的市场竞争环境，利于其在市场经济的竞争中健康地生存与发展。

参考文献

[1]姜付秀、刘志彪.行业特征、资本结构与产品市场竞争[J].管理世界, 2005, (10): 74-81.
[2]李传琪、山焕、潘松挺.产品市场竞争与资本结构的选择——基于行业特征的分析[J].财会研究, 2009, (21).