

编辑寄语

我们在会计学广袤无垠的
大海上追逐浪花
发现了这些
闪耀着理性火花的小小贝壳
经过细细筛选
我们将
那些最具潜质的珠贝
奉献给广大读者
并期待着您的回应

石桂峰 著

不完全 竞争产品中 债务的 战略效应研究

Research on Strategic
Effect of Debt in Imperfectly
Competitive Product Market

会计学博士论丛

Accounting Doctoral Dissertation Series

中国财政经济出版社



会计学博士论丛

不完全竞争产品市场中 债务的战略效应研究

Research on Strategic Effect of Debt in
Imperfectly Competitive Product Market

石桂峰
著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

不完全竞争产品市场中债务的战略效应研究/石桂峰著.

—北京: 中国财政经济出版社, 2006.12

(会计学博士论丛)

ISBN 7-5005-8339-7

I. 不… II. 石… III. 企业-债务-研究 IV. F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 024989 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://ckfz.cfeph.cn>

E-mail: ckfz@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

880 × 1230 毫米 32 开 9.75 印张 217 000 字

2006 年 12 月第 1 版 2006 年 12 月北京第 1 次印刷

印数: 1—1 560 定价: 19.00 元

ISBN 7-5005-8339-7/F·7283

(图书出现印装问题, 本社负责调换)



作者简介

石桂峰，辽宁本溪人，1975年生，上海交通大学管理学博士，东北财经大学经济学硕士，中国注册会计师（非执业会员），国际内部审计师。目前在上海交通大学安泰经济与管理学院任教。研究领域包括战略公司财务、资本结构与产业竞争、公司股利等。曾在《Computer Law & Security Report》，《华中科技大学学报》，《电子科技大学学报》，《财经问题研究》等杂志发表文章数篇。目前主持一项国家自然科学基金。

不完全 竞争产品市场 中债务的 战略效应研究

Research on Strategic
Effect of Debt in Imperfectly
Competitive Product Market

责任编辑 / 罗亚洪

封面设计 / 颜 黎



总

序

学术界应以总结与探索理论为己任，会计学界也不例外。会计理论研究成果的直接载体应当说是会计学术著作，而最能反映最新会计学术观点的往往是那些中青年学者的论著，会计学博士论文就是其中新鲜的、有活力的、闪耀着思想火花的论著中的一部分。时值今日，我们会计界培养了一批又一批博士生高级专门人才，他们是会计科研的新生力量并成为会计事业发展的希望。他们的创新能力强，成果产出率高，特别是在他们的博士论文中，某些观点如经深化和完善，有可能成为全新的、具有开拓性的，甚至是代表会计领域今后创新研究的学术思想。

本此初衷，中国财政经济出版社会计分社的编辑策划了一套“会计学博士论丛”，将会计学术研究领域中那些具有较高理论水



平和创新意识，能在一定程度上填补会计理论的空白并与现实需要贴近、对实务操作具有指导意义的财务、会计、审计方面的，主要是博士生的理论著作收录进来，旨在宏扬会计学理论，活跃学术氛围，促进会计理论研究向纵深发展。

我考虑这套“会计学博士论丛”的出版，具有以下意义：

一、总结和反映了我国现代会计教育的最新成果

我在 1995 年的一篇文章（《我国会计理论研究的若干认识》）中曾经谈到，综观当今世界，既不存在会计教育落后而会计实务先进的情形，也不存在会计教育先进而会计实务落后的情形，会计教育的变革与会计实践的进步密切相关，而会计理论研究成果也很大程度上是通过会计教育转化为对实践的指导作用的。我们每年都要培养一批博士生，他们是会计教育的较高层次上的受益者，是未来的会计理论研究者，将他们在校的研究成果去粗存精、陆续出版，应当说是能够反映我国现代会计教育的最新成果的。

二、较为系统、全面地反映了当前会计学理论与实务研究发展的全貌

综观我国近年来的会计理论研究与会计理论建设情况，很难用一句话概括，学术界的评价也褒贬不一，相持不下。现今的会计学术界也是派系林立，各院校之间门户之见颇多，财经出版社将新近完成的、具有较高理论水准的博士生论文相继出版，可以说是为会计界做了一件好事，使我们不出门便可详细了解最新的会计研究动态和成果。会计是一门有史、有论、有独特的方法与技术且包罗众多分支学科的知识体系，一两本著作，难以道其万一，出一本合集，又难免只见树木、不见森



林，难以窥见会计学的动态发展，这样，出版“会计学博士论丛”不失为良策，可以使我们动态地综观与掌握当前会计学理论与实务研究发展的全貌。

三、能够活跃未来我国的会计理论研究，丰富我国的会计理论

现阶段的在校博士生一般都具有工作或实践经验，他们除具备专业知识外，在相关经济学科知识以及电脑和外语等应用技能方面远比我们那个时代丰富，他们的思想也是非常活跃的。他们在汲取了一系列会计理论研究成果的养分之后，将其充分消化、吸收，有的还能将其发展、创新，提出新的理论观点，在学术界引起争鸣。综观会计发展史，不乏事例。将这批活跃人群的思想、观点整理出版，必将有利于丰富和活跃我国的会计理论研究。

理论是社会需要的产物。我衷心希望这套“会计学博士论丛”中能不断涌现出适应当前社会需要的、推动会计理论研究向纵深发展的著作！

2001年8月9日



会计财务理论发展到今天，已经呈现出理论融合、学科交叉的繁荣局面，经济学与财务学，产品市场与资本市场，这些原本就是相互联系的领域在理论研究中的融合逐渐凸现。这个领域也是 Harris and Raviv (1991) 提出的资本结构研究方向之一，即基于产品市场的资本结构理论。Brander and Lewis (1986) 的研究是该领域最初的文献之一，其基本思想是企业债务的增加会促使股东采取风险较大的产出策略。此后，研究学者分别从产量竞争、价格竞争、能力竞争、短期债务、长期债务等角度对企业债务与产出策略、定价策略、竞争优势等的关系进行模型分析与实证检验，目前在这方面的探索仍不断深入。呈献给读者的这本专著——《不完全竞争产品市场中债务的战略效应》就是试图从系统整合的视角在产品市场

不完全竞争产品市场中债务的战略效应研究

与资本市场、产品竞争与债务融资之间架起一座桥梁，它也是石桂峰同志的博士论文。该研究在梳理归纳已有研究成果的基础上，试图从交叉学科的视角对债务的战略效应进行较为系统的模型推理与实证检验，目的在于从产品市场与产品竞争的角度分析债务融资决策，解释行业间与行业内企业的资本结构差异，为债务融资理论的研究探索新的交叉学科领域。

纵观全书，主要有四个方面的特色：

第一，从理论模型出发，通过博弈论分析方法，得出若干结论，然后进行大样本实证分析，模型推导与实证研究相结合，研究体例较为完整。理论模型有助于理解企业在竞争博弈中相互作用的逻辑关系，而实证分析与案例研究有助于把握财务理论的现实应用价值。在财务学领域存在着各种诸如“股利之谜”、“资本结构之谜”的理论困惑，原因在于众多的财务现象难以用一种理论来解释，而作者通过模型与实证的研究，可以为“财务保守行为”、“财务冒进行为”以及“资本结构的行业间与行业内差异”提供一种理论注脚。

第二，对已有理论进行系统的归类与梳理。以往的研究很少将基于产品市场的资本结构理论进行系统地归纳。作者将一个企业的债务对价格、产量、生产能力等产品市场竞争变量以及企业价值产生的战略影响定义为债务的战略效应，并从债务战略效应的角度对现有文献进行较为系统的归纳和整理，将以往研究的理论分为三种效应和两个理论：战略破产效应，有限责任效应，战略投资效应，产业均衡理论，债务与产品市场结构关系的理论。通过“债务战略效应”这个主线搭建相关理论的逻辑关系框架，脉络较为清晰。

第三，模型推理严密，逻辑分析一脉相承。以往文献的研究内容往往集中在某一个竞争变量或者某一类期限的债务，很



少沿着一种逻辑顺序系统研究债务与产品市场竞争的关系。作者在模型分析时，首先从产品市场不存在不确定因素出发，得出一个基本模型。然后放松假设分析产品市场存在不确定因素的情况。接着，按照竞争战略从短期的产品价格竞争到中长期的产品产量竞争，企业债务水平从短期债务到长期债务的思路，研究两个竞争的企业在不同竞争手段、不同债务水平下的博弈均衡结果。研究思路清晰，逻辑推理较为严密。

第四，政策建议具有现实应用价值。我国新兴的市场孕育着很多竞争挑战与战略机遇，如何在产品市场中保持竞争优势是企业不得不面对的现实问题。理论研究表明，财务决策与产品市场竞争有相互作用的关系。本书的政策建议提供了企业在不确定的产品市场中竞争策略制定、债务融资选择的新思路，提供了作为债权人的银行在此环境下确定贷款利率、设定债务条款的新方法，提供了宏观决策层保持稳定融资环境的新策略。

石桂峰的博士论文是经过认真思考、仔细研究、不断锤炼的结晶，它不仅仅有理论意义，而且也具有重要的应用价值。我相信在以后的研究道路上，石桂峰博士能够将此领域的研究推向深入，能够不断探索中国特色的战略资本结构理论与实务问题。在此，我也衷心地祝愿他在学术研究的天地中取得更大的成绩。

是为序。

欧阳令南

2006年11月



内容摘要····· (1)

Abstract ····· (16)

第 1 章 绪 论····· (11)

1.1 问题的提出····· (11)

1.2 基本假设与相关概念····· (18)

1.3 研究方法····· (26)

1.4 主要内容····· (27)

1.5 主要创新点····· (32)

1.6 本章小结····· (34)

第 2 章 债务战略效应研究综述····· (35)

2.1 战略破产效应····· (36)

2.2 有限责任效应····· (41)

2.3 战略投资效应····· (45)

2.4 产业均衡理论····· (47)

2.5 债务与产品市场结构的关系
····· (48)



2.6	文献评论及进一步的研究方向	(51)
2.7	本章小结	(53)
第3章	债务战略效应与产品市场竞争——基于价格竞争的分析	(54)
3.1	企业的目标与决策程序	(54)
3.2	债务战略效应的影响因素	(59)
3.3	债务无关论模型	(62)
3.4	基于价格竞争的债务战略效应模型	(75)
3.5	本章小结	(105)
第4章	债务战略效应与产品市场竞争——基于产量竞争的分析	(108)
4.1	基本假设与模型构建	(109)
4.2	债务对产量的战略效应	(115)
4.3	投资对产量的战略效应	(118)
4.4	债务对企业价值的战略影响	(119)
4.5	投资对债务的战略效应	(123)
4.6	投资对企业股东价值的战略影响	(124)
4.7	模型的扩展	(128)
4.8	本章小结	(129)
第5章	债务战略效应与债务期限结构	(130)
5.1	长期债务与短期债务的差异分析	(131)
5.2	模型的假设条件与企业的决策程序	(133)
5.3	基于价格竞争的长期债务战略效应分析	(135)
5.4	基于产量竞争的长期债务战略效应分析	(142)



5.5	本章小结	(147)
第6章	债务战略效应的实证检验与行业案例分析	(149)
6.1	债务战略效应模型在我国的应用	(149)
6.2	我国企业资本结构的行业差异	(154)
6.3	债务战略效应：来自中国资本市场的实证检验	(157)
6.4	债务战略效应的行业案例分析	(185)
6.5	本章小结	(201)
第7章	产品市场结构与企业债务选择	(202)
7.1	产品市场结构描述	(205)
7.2	产品市场结构与企业债务的关系	(206)
7.3	产品市场结构与企业负债关系的实证检验	(209)
7.4	企业债务、市场竞争与市场结构的联动关系	(229)
7.5	本章小结	(231)
第8章	债务战略效应下的融资决策分析	(234)
8.1	债务融资决策的本质	(234)
8.2	融资方式的选择	(239)
8.3	基于债务战略效应的融资制度安排与财务契约设计	(243)
8.4	从战略角度出发的债务融资应注意的若干问题	(251)
8.5	本章小结	(257)



第9章 结论与建议·····	(259)
9.1 本书观点总结·····	(259)
9.2 相关政策建议·····	(262)
9.3 进一步研究展望·····	(264)
参考文献·····	(266)
附录·····	(287)
后记·····	(289)
《会计学博士论丛》已出版图书目录·····	(293)

内容摘要

从竞争战略角度出发进行债务融资决策涉及到企业债务的战略效应，它是指企业债务对价格、产量、生产能力等产品市场竞争变量以及企业价值产生的战略影响。企业面对着不确定的生存环境，在产品市场上不完全竞争，企业未来的收益是能够观察而不能够预测的。如果未来收益不足以偿还到期债务，则企业资产的剩余索取权归属将随之改变。债务的到期偿还责任以及企业后续融资能力是企业在产品市场上博弈竞争时所不得不考虑的重要因素，债务的存在将改变企业股东的产品市场行为以及竞争对手对本企业行为的期望，进而债务将产生战略效应，改变产品市场决策，这种战略作用也将影响到竞争均衡的结果以及产品市场结构。债务战略效应的研究将资本市场与产品市场联系起来，并从资本市场与产品市场相互作用的全

新视角重新审视了竞争环境中企业的债务融资决策，有助于解释行业间、行业内资本结构的差异问题。

近年来，企业经营环境的不确定程度日益增大，债务以及融资能力对企业在产品市场上竞争优势的作用越来越明显。在西方国家，债务与产品市场的相互作用已经越来越受到理论界和实务界的重视，债务的战略使用也逐渐成为西方国家上市公司非常普遍的现象。在我国，产品市场无序竞争现象严重，资本市场存在一定的信贷约束，企业的经营风险以及财务风险较大，在不确定条件下的竞争市场环境中，企业如何从竞争战略以及降低风险的角度出发进行债务融资决策，银行如何战略地设计贷款契约，政府如何构建稳定的融资制度环境，已经成为国内外理论界和实务界亟待解决的问题。本书正是针对这一兼具理论与现实意义的主题而展开的。

本书以债务战略效应的作用机理为研究线索，首先分析了债务发挥战略作用的市场条件，指出产品市场不确定性与资本市场信贷约束是债务产生战略效应的前提条件，在此基础上提出了债务战略效应的参照系，即债务无关论模型：当产品市场不存在不确定因素时，债务不影响产品市场的策略变量，这是一种比较理想的状态，而现实的产品市场存在大量的不确定因素。因此，在债务无关论模型的基础上，引入产品市场的不确定类型，分析债务的战略效应成为研究现实问题的必然选择。

在本书分析的债务战略效应模型中，竞争变量的选择具有重要的意义，竞争手段影响着模型得出的结论。第三章分析了以价格竞争为基础的债务战略效应，这也是现实中企业竞争的基本形式。模型结论表明：从竞争战略角度出发，价格竞争的行业保持着较低的平均负债水平，市场需求缺乏弹性的行业内企业负债水平差异较大，市场需求富有弹性的行业内企业负债