

“985工程‘两型’社会研究哲学社会科学创新研究基地”资助

基于战略观的上市公司 资本结构研究

A Study on Capital Structure of Chinese Listed Companies
Based on Strategic View

章细贞 著



经济科学出版社
Economic Science Press

“985 工程 ‘两型’ 社会研究哲学社会科学创新研究基地” 资助

基于战略观的上市公司 资本结构研究

章细贞 著

经济科学出版社

摘 要

自 Modigliani 和 Miller (1958) 开创性地创建 MM 资本结构理论以来, 对资本结构的研究成为财务学领域的研究热点。但是, 长期以来, 对资本结构的研究都遵循着传统财务经济学的研究方法, 学者们极少对公司战略和资本结构之间的关系进行研究, 忽视了财务理论与战略理论的结合。理论研究相互脱节所造成的后果是, 在实践中, 企业如何在债务融资和权益融资之间进行权衡选择, 以及企业的资本结构受哪些因素影响等问题, 仍是难解之谜, 经典财务理论难以对企业的实际融资行为做出合理的解释。20 世纪 80 年代, 战略管理与财务理论的交叉融合开始引起学者们的关注。从战略的视角, 本书构建了战略观的资本结构研究的基本框架, 并据此对影响资本结构的外部环境、战略资源、多元化战略与资本结构之间的关系进行了理论分析和实证研究。

在文献研究的基础上, 本书阐述了代理理论、交易成本理论、产业组织理论、战略管理理论和企业最优资本结构之间的内在有机联系。并按照战略管理的研究范式, 提出了基于战略观的资本结构理论, 构建了战略观的资本结构研究的基本框架。认为资本结构是管理者考虑外部环境的约束和内部资源和能力的影响所做出的一种选择, 这种选择反映了管理者在资本结构选择中的动机和目的以及企业的战略和意图, 同时资本结构决策作为公司战略的重要组成部分, 应该支持公司整体战略, 服务于公司战略目标。

依据所构建的战略观的资本结构研究框架, 本书首先基于外部环境的特征, 对外部环境与公司资本结构之间的关系进行理论剖析, 并从决策弹性和创新投资视角建立起基于外部环境的资本结构决策模型。以深市、沪市上市的非金融公司数据进行实证检验, 研究发现我国上市公司的资本结构与其外部环境存在着明显不匹配的现象。表现为越是在动态环境、市场竞争激烈行业的公司, 却选择了相对较高的负债比率, 特别是更具风险的短期负债率; 而在稳定环境、市场竞争程度较低行业中的上市公司, 其负债比率却较低。

基于资源基础观, 通过对战略资源的特征进行分析, 得出资产专用性是战略

资源的重要特征之一的结论,在此基础上基于交易成本经济学的观点,构建了一个考虑外部环境、资产专用性的资本结构决策模型。通过战略资源的资产专用性特征架构起战略决策和资本结构决策之间的联系,并运用我国上市公司的数据,进行实证分析。研究发现资产专用性与资本结构正相关,而且随着竞争强度以及资产专用性程度的增加,资产负债率也随着上升。

从风险分散、交易成本、代理成本三个方面对多元化战略与资本结构之间的关系进行了理论剖析,并基于我国上市公司的研究样本进行实证检验。研究发现公司多元化战略对资本结构有显著的影响,公司的资本结构与多元化程度显著正相关,单一业务型公司的负债水平最低,主导业务型和相关业务型公司的负债水平居中,非相关业务型公司的负债水平最高。研究结果支持基于交易成本理论以及风险分散理论的预期,但不支持基于代理成本理论的假设。

为了弥补单一方程检验的不足,增强研究结论的可靠性。本书还通过建立联立方程模型对外部环境、战略资源的资产专用性特征、公司多元化战略与资本结构之间可能存在的互动关系进行了实证检验。研究发现资本结构与以营业费用比率测度的资产专用性之间存在互动关系;同时,公司多元化经营增强其债务融资能力,反过来,资本结构也影响公司对多元化战略的选择,即资本结构与多元化经营程度之间互为影响。

根据理论和实证研究结果,本书最后从公司内外两个层面提出优化资本结构的建议。从公司微观层面,公司资本结构决策应考虑如何与其外部环境和内部资源特性相匹配,以及对其所实施的多元化战略的支持与配合,以及从资本结构决策中获得竞争优势;从公司外部的宏观层面而言,国家相关部门应加强制度建设和体制改革,为公司创造良好的财务管理环境,如优化股权再融资政策、改革国有金融体系、大力发展企业债券市场等。

战略观的资本结构研究在国内外尚处于起步阶段,本书的研究从理论上提供了新的研究思路和研究框架,也为实践中,我国企业在融资决策和战略管理中如何将两者结合,以获得竞争优势和取得良好绩效提供理论指导和决策借鉴。

关键词: 资本结构, 外部环境, 战略资源, 多元化战略

目 录

第1章 导论	1
1.1 选题背景和研究意义	1
1.1.1 选题背景	1
1.1.2 研究意义	3
1.2 文献综述	4
1.2.1 公司战略与资本结构	5
1.2.2 竞争战略与资本结构	8
1.2.3 外部环境与资本结构	11
1.2.4 研究现状述评	16
1.3 研究思路与结构安排	17
1.3.1 研究思路与研究内容的界定	17
1.3.2 结构安排	20
1.4 研究方法	21
1.4.1 文献研究法	22
1.4.2 演绎推理与模型分析法	22
1.4.3 实证分析法	22
第2章 理论基础	23
2.1 代理理论与资本结构	23
2.1.1 代理理论	23
2.1.2 基于代理成本的资本结构理论	25
2.2 交易成本经济学与资本结构	29
2.2.1 交易成本经济学	29
2.2.2 交易成本视角下的资本结构理论	32

· 2 · 基于战略观的上市公司资本结构研究

2.3 产业组织理论与资本结构	34
2.3.1 产业组织理论	34
2.3.2 基于产业组织的资本结构理论	36
2.4 战略管理理论与资本结构	38
2.4.1 战略管理理论	38
2.4.2 战略管理视角下的资本结构理论	44
2.5 本章小结	46
第3章 外部环境对资本结构影响的分析	48
3.1 外部环境及其特征	48
3.1.1 外部环境的界定	48
3.1.2 外部环境的特征	50
3.2 外部环境对资本结构影响的理论解析	54
3.2.1 外部环境、财务弹性与资本结构决策	54
3.2.2 外部环境、创新投资与资本结构决策	61
3.3 外部环境对资本结构影响的实证分析	65
3.3.1 研究假设	65
3.3.2 样本选择和数据来源	66
3.3.3 变量设定	67
3.3.4 实证结果与分析	77
3.4 本章小结	92
第4章 战略资源对资本结构决策约束的研究	93
4.1 资源及其分类	93
4.1.1 资源的含义	93
4.1.2 资源的分类	96
4.2 战略资源及其特征	98
4.3 战略资源、资产专用性与资本结构决策的理论诠释	101
4.3.1 作为企业治理安排的债务和权益	101
4.3.2 战略资源、资产专用性与融资决策的定性分析	103
4.3.3 基于资产专用性的资本结构决策模型	104
4.4 战略资源的资产专用性特征对资本结构影响的实证分析	111

4.4.1	研究假设	111
4.4.2	样本和数据	111
4.4.3	变量设定	112
4.4.4	变量的描述性统计	115
4.4.5	相关分析	117
4.4.6	回归分析	117
4.4.7	稳健性检验	124
4.5	本章小结	126
第5章	公司多元化战略与资本结构决策	127
5.1	多元化战略的内涵	127
5.2	多元化战略类型和程度的度量	129
5.2.1	战略归类法	130
5.2.2	客观度量法	131
5.3	多元化战略对资本结构影响的理论解释	134
5.3.1	风险分散理论的解释	134
5.3.2	交易成本理论的解释	136
5.3.3	代理成本理论的解释	137
5.4	公司多元化战略对资本结构影响的实证分析	139
5.4.1	研究假设	139
5.4.2	样本说明	140
5.4.3	变量设定	140
5.4.4	描述性统计	145
5.4.5	方差分析和均值比较	147
5.4.6	相关分析	150
5.4.7	回归分析	152
5.4.8	稳健性检验	158
5.4.9	实证结果的讨论	160
5.5	本章小结	162
第6章	实证研究：基于联立方程模型	163
6.1	外部环境、战略资源与资本结构互动关系的研究	163

6.1.1	概念模型的构建	163
6.1.2	样本说明	165
6.1.3	联立方程模型的构建和识别	165
6.1.4	联立性检验	167
6.1.5	联立方程的估计	169
6.2	战略资源、多元化战略与资本结构互动关系的研究	174
6.2.1	概念模型的构建	174
6.2.2	样本说明	175
6.2.3	联立方程模型的构建和识别	175
6.2.4	联立性检验	177
6.2.5	联立方程的估计	179
6.3	本章小结	182
第7章	结论与展望	183
7.1	结论与创新	183
7.1.1	主要研究结论	183
7.1.2	本书的创新之处	185
7.2	相关建议	186
7.3	研究展望	190
参考文献		192
后记		208

第 1 章 导 论

1.1 选题背景和研究意义

1.1.1 选题背景

资本结构是指企业取得的各种资本的来源、构成及其比例关系，尤其是指长期资本中债务资本和权益资本的构成及比例关系。自 Modigliani 和 Miller (1958) 在《美国经济评论》上发表具有划时代意义的《资本结构、公司财务和投资理论》，创建现代资本结构理论以来，资本结构的研究成为财务学领域的研究热点。财务学家纷纷放宽 MM 定理中过于严格的理论假设，试图从权衡理论、代理理论、信息不对称理论等来研究影响资本结构选择的主要因素。然而，大多数对资本结构的解释将资本结构决策与投资决策视为两种相互独立的行为，公司财务理论认为资本结构是一个财务问题，而战略管理理论假定企业能为投资自由选择融资方式。理论研究相互脱节所造成的后果是，在实践中企业如何在债务融资和权益融资之间进行权衡选择，以及企业的资本结构受哪些因素影响等问题，仍是难解之谜，经典财务理论不能对企业的实际融资行为做出合理的解释 (Myers, 1984)^[1]。

20 世纪 80 年代以来，战略管理和财务理论的融合开始引起学者们的关注。Bettis (1983) 认为现代财务理论和战略管理理论根基于不同的范式，从而得出不同的结论。他呼吁两者的交差融合，进行综合研究，来解决二者之间存在的对立^[2]。Barton 和 Gordon (1987) 提出按照战略范式 (Strategy Paradigm) 研究资本结构，可以弥补仅采用财务范式 (Finance Paradigm) 的缺陷，增进对资本结

构的理解。并认为传统上资本结构理论往往是由财务领域的学者按照财务范式进行研究,没有考虑与战略管理的结合,没有尝试解释企业如何从资本结构决策中获得竞争优势,从而造成学科之间的割裂^[3]。长期以来,资本结构和企业战略的研究都固守着各自的领域。资本结构理论更多关注资本市场和企业资本运作,遵循传统经济学研究方法,忽略了管理学尤其是战略管理的方法,使财务理论与企业战略理论相脱离,不能满足企业战略的需要。事实上,企业战略与资本结构决策之间存在着密切的联系。Chandler (1962) 指出,战略即企业长期发展目标的决定过程,以及为实现这个目标而采取行动和资源配置的过程^[4]。既然企业的战略将决定企业的投资决策 (Chandler, 1962)^[4], 投资决策又将影响企业的融资选择 (Williamson, 1988)^[5], 那么,不同的战略就需要有一种合适的资本结构与之对应 (O'Brien, 2003)^[6]。同时,作为企业最基本的一项财务决策,资本结构决策本身也是企业战略的重要组成部分,这一决策应该支持公司的长期战略并与其保持一致 (Aandrews, 1980)^[7], 这说明企业的资本结构可能受到其所采用的战略的影响 (Timan, 1984)^[8]。根据 Balakrishnan & Fox (1993) 的研究,同一行业内部的不同企业之间的资本结构存在差异的最好解释应该归结为企业所选择的不同战略类型^[9]。

实践中,为了取得竞争优势,企业需要不断地对战略资源进行投资,并利用这些资源来选择战略行动。毫无疑问,战略资源的投资和任何公司战略的实施都离不开资金的支持,最恰当的资本结构能够使融资成本最小。可见,资本结构决策绝不是单纯的财务行为,它还与公司战略、投资决策有关,甚至受到产品市场竞争强度、宏观经济运行和社会经济制度的影响。比如,若宏观经济条件和产品市场竞争强度发生变化,企业需要实施创造价值的战略才能在产品市场上取得竞争优势,而战略实施的前提是对战略资源进行投资,因此宏观经济条件和产品市场竞争状况等外部环境,是通过影响投资和战略作用于资本结构决策的。有先见之明的企业在做出资本结构决策时,一定会考虑整体战略以及所处的外部环境,为投资选择合理的融资方式,以便获取竞争优势和赚取经济利润,最终实现价值增长。因此,资本结构决策是企业根据自身战略、外部环境、资源特征等因素做出的综合选择,它是一种重要的战略决策。

从战略管理角度来研究资本结构问题,开辟了资本结构研究的新领域。目前,这一领域的研究正方兴未艾,我国在这一领域的研究正处于起步阶段,相关的理论研究和实证分析都比较有限。为此,本书将从战略管理与财务理论融合的角度,综合运用战略管理理论、代理成本理论、交易成本理论、产业组织理论、计

量经济学等多学科,实现学科的交叉研究,架构起战略观的资本结构理论的基本框架,并从战略层面对外部环境、战略资源、公司多元化战略三个因素与资本结构之间的关系进行理论分析和实证检验。

1.1.2 研究意义

本书的研究从理论上为资本结构的研究提供了新的研究思路和研究框架,也为实践中,我国企业在融资决策和战略管理中如何将两者结合,以获得竞争优势和取得良好绩效提供理论指导和决策借鉴。同时,资本市场作为上市公司融资的主要场所,通过本书的研究,为资本市场监管提供政策建议,提高资本市场监管的市场化水平,保护利益相关者的利益、实现效率和公平的统一,也具有非常重要的意义。因此,本书的研究不仅具有理论意义,而且具有实践价值。

1. 有助于促进资本结构理论的完善和发展

传统资本结构理论集中研究公司面临的税收、破产风险、代理成本等因素对公司最优资本结构决策的影响。长期以来,资本结构理论研究遵循传统经济学研究方法,忽略了管理学尤其是战略管理的方法。财务理论与战略管理研究的脱节,使得经典的资本结构理论难以对现实的企业融资行为做出合理的解释。本书从战略视角,将资本结构研究纳入战略管理分析框架,将增进我们对资本结构的理解。在国外,战略观的资本结构研究始于20世纪80年代中后期,比资本结构的融资顺序理论、代理成本理论、信号理论等都要晚,我国在这方面的研究起步更晚,目前战略观的资本结构研究还有广阔的研究空间,本书的研究将有利于促进资本结构理论的完善和发展。

2. 为公司战略管理和资本结构决策提供理论指导

企业的资本结构由债务资本和权益资本构成。资本结构决策是指企业在融资过程中,寻求最合适的资本结构,以使企业的融资成本最低,承担风险最小。即,企业通过负债/权益比例的选择,尽可能使公司价值达到最大。因此,资本结构决策是企业生存发展的关键问题之一,是企业的一项重大决策,它对企业绩效的优劣产生极大的影响。正因为如此,对资本结构的研究一直是财务领域长盛不衰的课题。

21世纪,公司外部环境更加动态,竞争日益激烈,对公司的管理提出了更

高的要求,公司资本结构的管理也必须站在为了企业长远战略目标服务的高度来组织和开展活动。本书将资本结构研究纳入战略管理分析框架,对于上市公司提高战略管理和资本结构决策的水平,实现战略管理与融资战略的有机协调,在公司战略的制定与实施时考虑其财务影响,资本结构决策时考虑如何与公司战略相配合,以从资本结构决策中获得竞争优势,最终实现公司价值最大化具有重要意义。

3. 为政府相关部门提供有关政策建议

我国资本市场历经十几年的发展,实现了市场规模的快速扩张,并由此奠定了其在金融体系中的重要地位。然而,在转轨和渐进性改革环境下,在特殊的初始发展动因和不完善交易制度共同约束下,我国资本市场正常的融资功能并未得到完全发挥,由此也导致我国上市公司的股权融资不足和股权融资过度的非理性和投机性的一面。这既不利于我国资本市场的稳定与健康,也不利于上市公司形成良好的财务决策和合理的资本结构。本书以规范研究结论为理论依据,通过对我国上市公司资本结构的实证分析,找出其非理性融资以及由此导致的不良资本结构的原因,从而为监管部门改进监管提供有关的政策建议。

1.2 文献综述

自从 Modigliani 和 Miller (1958) 提出无关性定理以来,财务学家纷纷放宽 MM 定理中的理论假设,试图从权衡理论、代理理论、信息不对称等理论基础来研究影响资本结构选择的主要因素,实证研究方面也涌现了大量的研究成果。以国外研究为例, Titman and Wessels (1988) 最早论证了获利能力、规模、资产担保价值、成长性、非负债税盾和变异性等六个特征对资本结构的影响^[10]。Harris 和 Raviv (1990) 总结了美国公司资本结构的影响因素有: 固定资产、非债务避税、成长机会和公司规模而递增, 盈余波动性、广告支出、研发支出、破产概率、盈利能力和产品的独特性^[11]。受国外研究的启发, 20 世纪 90 年代末期以来, 我国学者也开始纷纷涉足该领域的研究。如陆正飞和辛宇 (1998) 检验了行业因素、获利能力、企业规模、资产担保价值和成长性对中国上市公司资本结构的影响^[12]。洪锡熙和沈艺峰等 (2000) 考察了企业规模、盈利能力、公司权益、成长性和行业因素对企业资本结构的作用^[13]。肖作平 (2004) 构建了一个双向

效应动态模型来解释公司资本结构的选择,使用中国上市非金融公司的面板数据,采用广义矩估计技术对模型进行估计,发现宏观经济因素、交易成本、产生内部资源能力、公司规模、资产流动性、资产有形性、成长性等因素显著地影响资本结构决策^[14]。赵山(2006)研究了公司盈利能力、公司规模、增长机会、非债务避税、平均所得税率等因素与资本结构之间的关系^[15]。肖泽忠(2008)检验股权结构、公司规模、有形资产比率、成长机会、获利能力和盈余波动性等因素在资本结构决策中的作用^[16]。

尽管现有研究对资本结构的影响因素进行了大量的研究,但由于没有一条明确的思路和清晰的主线,使得随着研究的进展,越来越多的学者将越来越多的因素放入模型中,随着影响因素数目的增加,模型也越来越复杂,而遗憾的是这种影响因素数目的增加好像难以看到一个边界。这样资本结构的实证研究陷入了一种尴尬的境地——企业的资本结构决策究竟应该考虑哪些因素,这些因素如何影响资本结构决策,成了难以回答的问题。导致资本结构理论对企业实际经营和战略决策缺乏现实指导意义。针对这些缺陷,20世纪80年代以来,学术界开始从产业组织和战略管理角度研究资本结构决策。90年代后期国外有关战略公司财务的文献逐渐增多,但国内学者在这一研究领域的起步较晚。战略公司财务理论关于资本结构决策影响因素的研究主要包括公司战略、竞争战略、外部环境几个方面。

1.2.1 公司战略与资本结构

公司战略考虑的是企业应该选择进入哪种类型的经营业务、重点发展哪些业务,它解决的是产业发展方向及选择问题,如业务是单一化还是多元化。Wrigley(1970)根据业务的相关性将公司战略分为单一业务型、主导业务型、相关业务型和非相关业务型^[17]。Rumelt(1974)进一步将Wrigley的四种类型细分为单一业务型、主导一体化型、约束主导型、联系主导型、非相关主导型、约束相关型、联系相关型、非相关业务型等八种类型^[18]。基于Rumelt和Wrigley的战略分类法,Barton和Gordon(1988)以1970~1974年间财富500强中的279家公司为样本,考察了公司战略与资本结构之间的关系。研究发现,采用单一化战略和相关多元化战略公司的债务水平最低,追求主导型战略公司的债务处于平均水平,而采用非相关多元化公司的债务水平最高^[19]。

Lewellen(1971)指出从事多种非完全相关多元化的公司将有更加稳定的现

金流,因而会得到更好的外部融资条款。而且由于债权人可以更加准确地对公司资产产生的现金流量做出准确的估计,因此,这会增加公司的负债容量和借款能力,会导致公司采用较高的财务杠杆^[20]。Amit & Livnat (1988) 的研究也证实,非相关多元化企业拥有更稳定的现金流、营业风险更低,并且非相关多元化经营提高了企业的财务杠杆^[21]。

Kochhar 和 Hitt (1998) 的研究表明,企业的相关多元化增量和企业的负债融资增量呈显著负相关,而企业的非相关多元化增量和企业的负债融资增量呈显著正相关。在非相关多元化企业中,负债融资的增加将提高企业非相关多元化的程度;在相关多元化企业中,负债融资的增加将减少企业相关多元化的程度^[22]。

Penrose (1959) 认为企业的多元化战略是基于利用企业的资源而做出的反应^[23],而多元化战略类型的选择依赖于这些资源的特征即公司资产的专用性水平 (Mahoney & Pandian, 1992)^[24]。拥有大量专用性的无形资产的公司,趋于向相关的业务领域扩张,更可能采用相关多元化战略 (Chatterjee & Wernerfelt, 1991)^[25];如果公司采用非相关多元化战略,则意味着公司拥有较多的非专用性资产 (Wernerfelt & Montgomery, 1988)^[26]。即资产的专用性与业务的相关性程度正相关。依据交易成本理论的观点,对高度专用性资产,股权融资是更加合理的融资方式;当资产专用性程度较低时,企业将会较多地利用债务融资 (Williamson, 1988)^[5]。即企业的债务水平与专用性资产负相关 (Dijana Močnik, 2001)^[27]。由此可得出相关多元化战略更可能采用权益融资,而非相关多元化战略则适合债务融资,即企业的债务/权益比与业务的相关性程度负相关的结论。

Riahi-Belkaoui 等 (1994) 的研究表明,企业的战略类型和资本结构之间存在显著的差别,非相关多元化企业的资产负债率显著地高于垂直一体化战略和相关多元化战略的企业;而垂直一体化企业和相关多元化企业的资本结构没有显著的差别^[28]。Li (1996) 认为如果多元化与低财务杠杆相结合,可能会导致过度投资的发生。因此,为了使股东财富最大化,与非多元化公司相比,多元化公司有更大的负债空间,这种增加的负债空间导致公司使用更多的负债。^[29]

Bettis (1983) 认为企业多元化战略类型的选择反映了企业高层管理者对风险的态度。从风险分散的角度来看,多元化企业面临的风险较之专业化企业要小,因此推行专业化战略和相关多元化战略的管理者在资本结构决策问题上必然是保守的,而推行非相关多元化战略的管理者则可以不必那么保守^[2]。

但是, Menendez Alonso (2003) 的研究显示,无论是采用 Herfindahl 指数,还是采用 Entropy 指数度量多元化,企业的多元化战略类型和企业的总负债率、

长期负债率没有任何显著的关系,不支持企业战略类型和企业资本结构之间存在显著差别的结论^[30]。这个研究结果与 Barton 等(1988)、Kochhar 等(1998)的实证研究完全相反。^[19,22]与 Barton 和 Gordon(1988)以大企业作为研究样本不同, Jordan(2001)等以中小企业作为研究对象,也发现企业战略对中小企业的资本结构没有影响。他们认为其原因可能是中小企业的业务组合不多,另外,对多元化战略变量衡量的不精细,也会影响结论的正确性^[31]。

Pal 和 Bohl(2006)以 1998~2003 年间英国上市公司数据为对象的实证发现,企业的资本结构与其多元化倾向存在显著的非线性关系:随着资产负债率的上升,多元化倾向增加;但是当资产负债率超过了一定程度之后,多元化倾向会下降^[32]。

我国学者雷良海和许永国(2002)以 44 家深沪上市集团公司横截面数据的研究发现,我国企业集团多元化程度和非相关多元化程度与其负债水平呈现显著的正相关关系^[33]。顾乃康和宁宇(2004)采用熵值指数度量公司的多元化程度,他们的实证研究表明,负债水平与公司多元化程度呈显著正相关关系,非相关多元化公司的负债水平显著高于相关多元化公司^[34]。章细贞(2007)的研究发现,公司多元化战略对资本结构有显著的影响,公司的债务水平与多元化程度显著正相关,非相关多元化公司的负债水平显著高于相关多元化公司的负债水平。研究结果说明,公司的多元化战略、特别是非相关多元化经营降低了公司的整体经营风险,增强了公司的债务融资能力^[35]。

洪道麟等(2007)采用 1999~2003 年间上市公司的数据,在分析我国企业资本结构决定因素的基础上,对多元化与资本结构的关系进行了研究。他们的研究表明,所有权性质对我国企业多元化与资本结构的关系有着显著的影响。对于国有控股企业,多元化会造成其财务杠杆的显著提高;对于非国有控股企业,这种影响并不显著^[36]。

邵军和邵兵(2005)以 2001~2003 年沪市 A 股上市公司作为研究样本,利用面板数据的实证检验发现多元化与财务杠杆正相关,而且多元化公司的多元化程度与财务杠杆之间呈现显著的倒“U”型的非线性关系^[37]。邵军和陈树良(2006)也发现多元化程度与资本结构之间是倒“U”型的非线性关系^[38]。

但朱江(1997)以 1997 年年度财务报告中公布了分行业资料的 146 家上市公司为研究样本的研究结果却发现,尽管企业多元化经营能够降低经营风险,减少利润水平的大幅波动,但企业并没有因此而扩大其负债比率^[39]。

1.2.2 竞争战略与资本结构

竞争战略又称经营战略,考虑的是企业一旦选定了某种类型的业务后,确定应该如何在这一领域里进行竞争或运行。按照迈克尔·波特的观点,基本竞争战略包括总成本领先战略、差异化战略和目标集聚战略。由于持续的创新越来越成为企业获得竞争优势的基础,Jordan等(1998)提出了第三种竞争战略即创新战略。

Jordan等(1998)以中小企业为研究样本,对竞争战略和资本结构之间的关系进行了实证检验。结果表明,追求创新战略的企业债务水平最低,采用成本领先战略的企业具有较高的负债水平^[31]。O'Brien(2003)也发现,债务比例与企业的创新程度显著的负相关,企业越是依赖创新战略,其财务杠杆越低,如果企业在追求创新战略的同时保持较高的杠杆比例,会显著地损害企业的业绩^[6]。Long和Malitz(1985)认为,因为R&D投资创造的是无形资产,无法在市场上公开交易,有可能遭受市场失败的风险,因此难以支撑起较高的负债^[40]。Li和Simerly(2002)指出,负债会限制公司实施创新战略投资的能力,而且,因为债权人是风险厌恶的,环境的不确定性越高,负债融资的交易成本也就越高。所以公司在环境高度动态时偏好股权融资。他们针对197家美国公司的数据研究也表明,在动态环境下,资本结构与创新战略负相关;在稳定环境下,资本结构与创新战略正相关^[41]。

我国学者王任飞(2004)的理论模型说明,采用创新战略的企业越是依赖于创新型投资项目来保持和增强企业的核心能力和竞争优势,企业越是倾向于采用低杠杆率的财务结构,以此减轻来自债权人的压力。同时,企业所遇到的市场环境越是不利,企业也越倾向于较松弛(低负债)的财务结构^[42]。实证研究方面,李强和黄国良(2005)对35家能源上市公司2000~2003年数据采用多元回归方法进行实证分析,认为创新战略与资本结构负相关,而动态环境会进一步加剧二者的负相关性^[43]。章细贞(2008)以2003~2005年891家上市公司为样本,对竞争战略与资本结构之间的关系进行了实证检验,研究发现竞争战略是资本结构的重要影响因素,负债比率与差异化战略和成本领先战略存在显著的正相关关系^[44]。李自杰和曾敏(2007)基于H股上市公司的实证研究表明,注重创新的企业往往会形成较低的财务杠杆,即创新型企业更倾向于通过股权融资保持较高的财务宽松区间^[45]。

基于资源观的战略管理理论认为,企业独特的以及难以模仿的资源是其获得持续竞争优势的关键,是企业获得持续的超常收益的基础。企业为获得竞争优势,须对企业独有的、难以为竞争对手所模仿的专用性资产进行投资,如何为这些专用性资产进行融资,这就涉及资本结构决策问题。因此,资本结构与资产专用性之间的关系成为这一领域的一个重要研究方向。表1-1列出了国内外学者关于资产专用性与资本结构关系研究的一些重要研究成果。

表 1-1 负债水平与资产专用性的关系

专用性资产	实证结果	作者
广告与 R&D 支出	负相关 (显著)	Bradley M., Jarrell G. A., E. H. Kim (1984)
R&D 支出 广告支出	负相关 (显著) 正相关 (显著)	Balakrishnan S., Fox L. (1993)
广告与 R&D 支出	负相关 (显著)	Dijana Močnik (2001)
R&D 支出	负相关 (显著)	Jordan J., Lowe J., Taylor P. (1998)
R&D 支出 (内部投入) R&D 支出 (外部购置) 广告支出	负相关 (显著) 无显著影响 正相关 (显著)	Jose' David Vicente-Lorente (2001)
政府销售收入 广告费用	负相关 (显著) 负相关 (显著)	Jon Vilasusoh & Alanson Minkler
广告费用 主营业务收入	正相关 (显著) 正相关 (显著)	王永海和范明 (2004)
研发费用和广告费用	负相关 (显著)	李青原和王永海 (2005)
研发费用、广告费用或 耐久性投资	正相关 (显著)	钱春海、贺旭光、欧阳令南 (2002)
固定资产和无形资产	负相关 (家电组) 不相关 (食品组)	程宏伟 (2004)

Bradley 等 (1984) 研究发现,以公司广告和研发费用与销售收入的比值度量的资产专用性与资本结构显著负相关^[46]。Balakrishnan 和 Fox (1993) 利用 295 家采掘和制造企业 1979 ~ 1987 年的数据,就公司专用性资产对公司资本结构的影响进行了实证研究,结果表明,企业专用性资产和技能是影响资本结构决策的重要因素。而且以研发费用与主营业务收入的比率来度量公司资产专用性,结果发现该变量的回归系数显著为负^[9]。Dijana Mocnik (2001) 研究了资产专用性对于解释公司借款能力差异的重要性。他对斯洛文尼亚的制造企业进行了关于资