

公司债务水平与产品市场竞争强度关系的实证研究

戚拥军(博士) 彭必源(教授)

(三峡大学经济与管理学院 湖北宜昌 443000 孝感学院 湖北孝感 432000)

【摘要】 公司债务水平与产品市场竞争之间的关系颇受财务学界和产业经济学界的关注,但大多数研究忽略了它们之间的双向互动关系。鉴于上述不足,本文以我国上市公司为研究对象,对公司债务水平与产品市场竞争的双向互动关系进行了实证检验,其结果表明:公司的债务水平与产品市场竞争强度之间存在双向的负相关关系。此外,本文还发现国有控股上市公司的债务水平与产品市场竞争强度的相互影响明显小于非国有控股上市公司。

【关键词】 债务水平 产品市场竞争 资本结构

一、引言

自20世纪80年代中期以来,公司债务水平与产品市场竞争关系的研究受到关注,并取得了许多创造性的研究成果。Brander和Lewis(1986)、Showalter(1995)、Kovenock和Phillips(1997)、Wanzenried(2003)、Campello和Fluck(2004)在完全债务合同下,运用古诺产量竞争模型或伯川德价格竞争模型,对公司债务与产品竞争战略之间的关系进行了研究,认为债务融资具有战略承诺效应。Poitevin(1989)、Bolton和Scharfstein(1990)、Faure-Grimaud(2000)、Povel和Raith(2004)在不完全债务合同下,运用掠夺性定价理论对公司债务与市场掠夺行为之间的关系进行了研究,但他们认为由于债务的破产效应,公司利用债务难以在产品市场上产生战略承诺效应,反而容易招致竞争对手的恶性竞争,使其市场竞争能力削弱。

近年来,国内学术界也开始关注这一研究领域,并出现了一些研究成果。朱武祥等(2002)认为,产品市场的未来竞争程度与公司当前的债务水平之间存在一定的联系。公司预期未来的竞争越激烈,当前所选择的债务水平就越低,从而产生财务保守行为。刘志彪等(2003)认为,资产负债率与产品市场的竞争程度具有显著的正相关关系。姜付秀等(2005)认为,当经济波动对行业需求产生不利影响时,激进型的资本结构将对公司的市场份额产生不利影响。

尽管上述学者都已认识到,公司的债务水平的确会对其产品市场竞争行为产生影响,但是他们的研究存在一个明显的不足之处——认为公司的债务水平与产品市场竞争之间的关系是单向的。即便是有些学者认识到它们之间存在双向互动关系,但考虑到有些数据难以获得或分析过程过于复杂,这种双向关系也被忽略了。鉴于上述不足之处,本文结合我国上市公司的相关数据,运用联立方程回归模型对公司债务水平与产品市场竞争强度之间的互动关系进行了实证检验。另外,我国既存在大量的国有控股上市公司,又有一些非国有控股上市公司,本文还进一步对这两类上市公司的债务水平与产

品市场竞争强度相互影响的差异进行了比较。

二、研究假设

本文通过以下两方面的分析提出研究假设:

1. 债务水平对产品市场竞争强度的影响。 债务水平过高通常会削弱公司在产品市场上的竞争能力,招致竞争对手的恶性竞争。债务水平较高的公司为了偿还到期债务,增加当前的现金流入,往往会提高产品价格,削减广告费用,降低投资水平,以失去未来的市场份额为代价来增加当前利润。而那些债务水平较低、现金充裕的竞争对手通常会主动出击,展开营销战或价格战,以掠夺更多的市场份额,甚至将债务水平较高的公司逐出市场。大量的实证研究也证明了上述结论:当经济出现衰退时,债务水平较高的公司通常会失去大量的市场份额。当行业竞争突然加剧时,债务水平较高的公司更容易陷入财务危机,甚至那些富有效率的高负债公司有时也难以逃脱破产倒闭的命运。基于上述分析,本文提出假设1:上市公司的债务水平与其产品市场竞争强度负相关。

目前,我国四大国有商业银行在储蓄和借贷方面处于垄断地位,由于产权国有,使得这四大银行的信贷权最终被政府所控制。国有控股上市公司的银行贷款出现偿还困难时,政府部门往往会出面调解,要求银行对其贷款进行展期或提供进一步的贷款,使其渡过难关。与非国有控股上市公司相比,债务融资对国有控股上市公司的约束力相对较弱,因而其对国有控股上市公司产品市场竞争能力的负面影响也相对较小。由此本文提出假设2:国有控股上市公司的债务水平对其产品市场竞争强度的负面影响程度低于非国有控股上市公司。

2. 产品市场竞争强度对债务水平的反作用。 尽管公司的债务水平可能会对其产品市场竞争强度产生负面影响,但是公司的董事或股东并非完全被动,为了实现自身的利益最大化,他们可以事先对公司的债务水平进行调整。如果某家上市公司准备采取“强势”的竞争战略,以获取更大的市场份额,就应该主动地引入更多的权益资本,降低债务水平。基于上述分

析,本文提出假设3:公司的产品市场竞争强度对其债务水平选择有负面影响。

由前面的分析可知,债务融资对国有控股上市公司的约束力相对较弱,即使其选择了较高的债务水平,由于有政府部门和国有商业银行作后盾,竞争对手的恶性竞争或掠夺行为也很难成功。基于上述分析,本文提出假设4:国有控股上市公司的产品市场竞争强度对其债务水平的负面影响程度低于非国有控股上市公司。

三、样本的选择

本文以沪深两市A股非金融类上市公司为研究对象。为了考察公司债务水平与产品市场竞争的长期动态变化情况,减少因公司进入和退出所导致的分析偏误,本文选择在2001年12月31日之前上市、2006年12月31日仍然在市的上市公司作为样本,并将金融保险业、缺乏竞争性的行业、上市公司数量偏少的行业和难以衡量其竞争性的综合型行业的上市公司剔除。此外,本文还剔除了财务资料不全或股东权益为负数的上市公司以及在样本期间内变更了主营业务的上市公司。

经过上述筛选,最后剩下792家上市公司、4752个年度观察值。其中国有控股上市公司有3796个年度观察值,非国有控股上市公司有956个年度观察值。由于部分变量缺少2001年度的观测值,所以本文选择2002~2006年度作为研究窗口。本文所使用的数据均来自于CCER一般上市公司财务数据库,并用Eviews6.0对数据进行处理。

四、变量的选取与定义

1. 反映公司债务水平的变量。资产负债率(DL)=负债总额/资产总额。

2. 反映产品市场竞争强度的变量。本文采用市场份额增长率(MSGR)指标反映上市公司产品市场竞争的强度。采用该指标具有如下优点:市场份额增长率是一个相对指标,指标值不受行业内公司数量的影响,仅与本公司上年度和本年度的市场份额有关,从而增强了不同行业公司之间的可比性。

市场份额增长率指标的计算过程如下:市场份额增长率=(本期市场份额-上期市场份额)/上期市场份额。其中:市场份额是指某家上市公司的主营业务收入在本行业所有样本公司的主营业务收入总额中所占的比例。

3. 相关的外生控制变量。

(1)资产有形性(TANG)。公司的有形资产所占的比例越大,其抵押价值越高,债务融资的成本就越低,因而公司就可以选择较高的债务水平。

资产有形性指标计算方法为:资产有形性=(存货+固定资产)/资产总额。

(2)公司规模(SIZE)。一般而言,公司的规模越大,债务的风险越低,因而规模较大的公司可以获得更多的债务融资,提高其债务水平。公司规模与债务水平之间存在一定的正相关关系。

公司规模指标定义为:公司规模=LN(总资产)。

(3)行业成长性(GROW)。根据相关理论,大股东为内部控制人的公司存在投资次优化的倾向,从而将债权人的财富

转移至股东。对于成长性较高的行业,这种代理问题则更加严重。债权人当然会意识到这一问题,因而会要求更高利息。从这种意义上来说,行业成长性与公司的债务水平负相关。

本文对行业成长性指标进行了定义:行业成长性=(本行业本期主营业务收入-本行业上期主营业务收入)/本行业上期主营业务收入。

(4)盈利能力(PROF)。根据优序融资理论,盈利能力强的公司可以产生较多的保留盈余来满足公司的资金需求,因而所需的外源融资相对较少,债务水平也相对较低。此外,盈利能力强的公司有更大的降价空间和更多用于广告和营销投入的利润空间,这样的公司更有可能提高其产品市场竞争强度,增加市场份额。因而,盈利能力与公司债务水平负相关,与其产品市场竞争强度正相关。

上市公司的盈利能力可以用资产的息税前利润率来表示,即:盈利能力=(利润总额+财务费用)/平均资产总额。

(5)非债务税盾(NDTS)。从企业所得税的角度看,债务的利息费用具有抵税作用。固定资产的折旧、无形资产的摊销等均可列为费用,同样具有抵税的作用,因而被称为“非债务税盾”。拥有更多“非债务税盾”的公司选择较低的债务水平,同样可以获得相应的抵税收益,所以“非债务税盾”与公司的债务水平负相关。

“非债务税盾”可以用累计折旧与资产总额之比来近似地反映,即:非债务税盾=累计折旧/资产总额。

(6)赫芬因德指数(HHI)。该指数使用频率较高,用于反映行业集中程度。行业的集中度越高,企业之间的反应越强烈,因而企业不宜选择较高的债务水平。

赫芬因德指数的计算方法为:赫芬因德指数(HHI)= $\sum(X_i/X)^2$ 。其中: $X=\sum X_i$, X_i 为公司*i*的主营业务收入。

(7)固定资产投资水平(INVE)。固定资产投资水平越高,公司越有可能增加其产品的生产量和销售量,公司在产品市场上的竞争行为就越“强硬”。因而公司的固定资产投资水平与其产品市场竞争强度正相关。

固定资产投资水平的计算方法为:固定资产投资水平=(本期固定资产总额-上期固定资产总额)/上期资产总额。

(8)生产能力利用率(PCUL)。公司的生产能力利用率越高,其产品的产销量就越大,公司在产品市场上的竞争行为越“强硬”,因而生产能力利用率与产品市场竞争强度正相关。

本文采用固定资产周转率来近似地反映生产能力利用率,即:生产能力利用率=销售收入/平均固定资产总额。

(9)产品专用性(UNIQ)。如果产品的专用性过高,公司所面对的客户就非常有限,公司也很难提高其市场份额,因而产品专用性与市场份额增长率负相关。

本文采用营业费用与主营业务收入之比来近似地反映上市公司的产品专用性,即:产品专用性=营业费用/主营业务收入。

五、实证检验

1. 实证模型的建立。分析公司债务水平与产品市场竞争强度之间的关系时,国内外学者几乎都是采用单方程回归模

型,并应用普通最小二乘法对参数进行估计,这样的估计方法只考虑了债务水平与产品市场竞争关系的一个侧面,忽略了变量之间的内生性问题。为了提高估计的准确性,本文利用我国上市公司2002年至2006年的面板数据,运用如下联立方程来检验公司债务水平与产品市场竞争强度之间的相互关系:

$$\begin{cases} \text{MSGR}_{it} = \beta_{110} + \text{DL}_{it}\alpha_1 + Z_1\beta_1 + \mu_{1it} & (1) \\ \text{DL}_{it} = \beta_{120} + \text{MSGR}_{it}\alpha_2 + Z_2\beta_2 + \mu_{2it} & (2) \end{cases}$$

上式中,下标 it 表示第 i 家样本公司在 t 期的观测变量。

式(1)表示样本公司的债务水平对其产品市场竞争强度的影响。其中: β_{110} 表示固定效应估计法下第 i 家样本公司的截距项; DL 表示公司的债务水平; α_1 表示与债务水平相对应的参数; Z_1 表示一组与公司产品市场竞争强度相关的外生控制变量,即 $Z_1=(\text{PCUL}, \text{INVE}, \text{UNIQ}, \text{PROF})$; β_1 表示与这些外生变量相对应的一组参数, μ_{1it} 为残差。

式(2)表示样本公司的产品市场竞争强度对其债务水平的反作用。其中: β_{120} 表示固定效应估计法下第 i 家样本公司的截距项; α_2 表示与市场份额增长率相对应的参数; Z_2 表示一组与公司债务水平相关的外生控制变量,即 $Z_2=(\text{HHI}, \text{TANG}, \text{SIZE}, \text{GROW}, \text{PROF}, \text{NDTS})$; β_2 表示与这些外生变量相对应的一组参数, μ_{2it} 为残差。

2. 变量的描述性统计。上述回归模型各变量在国有控股上市公司和非国有控股上市公司中的描述性统计特征见表1。

表1 变量的描述性统计表

	全部样本		国有控股上市公司		非国有控股上市公司	
	均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差
MSGR	0.006 827	0.352 022	-0.002 67	0.308 54	0.041 943	0.478 324
DL	0.463 473	0.173 24	0.457 783	0.172 26	0.486 067	0.175 353
TANG	0.529 277	0.172 501	0.537 221	0.172 842	0.497 732	0.167 547
SIZE	21.394 07	0.915 313	21.460 81	0.929 779	21.129 08	0.802 874
GROW	0.213 609	0.110 127	0.218 873	0.111 099	0.194 142	0.104 232
PROF	0.051 896	0.061 84	0.052 668	0.061 987	0.049 045	0.061 247
NDTS	0.158 1	0.126 843	0.171 965	0.132 751	0.103 045	0.078 82
HHI	0.082 961	0.104 466	0.087 574	0.114 707	0.064 646	0.039 812
INVE	0.057 367	0.144 490	0.059 956	0.148 203	0.047 794	0.129 474
PCUL	4.138 778	21.145 02	4.362 185	23.374 55	3.312 727	8.913 525
UNIQ	0.058 798	0.080 564	0.053 552	0.067 327	0.079 628	0.117 186

由表1可见,在内生变量方面,非国有控股上市公司市场份额增长率和公司债务水平均高于国有控股上市公司。非国有控股上市公司市场份额增长率比国有控股上市公司高,这既有可能是因为非国有控股上市公司更加关注未来的长远发展和市场份额的增长(而不是追求短期的高额利润),又有可能是非国有控股上市公司原有的市场份额相对较低,因而更容易实现市场份额的相对增长。非国有控股上市公司资产负债率比国有控股上市公司高,这可能是由于非国有控股上市公司的经营者更注重发挥财务杠杆的作用。

在外生变量方面,国有控股上市公司的资产有形性、公司规模、行业成长性和盈利能力的指标值虽略高于非国有控股

上市公司,但两者之间的差异程度不是很大。其他指标在两类上市公司之间却存在较大的差异:①国有控股上市公司的非债务税盾远远大于非国有控股上市公司,债务水平又较低,从而相对降低了国有控股上市公司债务的抵税收益;②国有控股上市公司的赫芬因德指数明显高于非国有控股上市公司,这说明国有控股上市公司主要分布在集中程度相对较高的行业,而非国有控股上市公司主要分布在集中程度相对较低的行业;③国有控股上市公司的固定资产投入水平明显高于非国有控股上市公司,这可能是由于国有控股上市公司的治理问题比非国有控股上市公司更严重,因而存在过度投资的倾向;④国有控股上市公司生产能力利用率大大高于非国有控股上市公司。

3. 实证模型的检验。根据式(1)和式(2)的联立方程回归模型,运用基于面板数据的随机效应模型和固定效应模型对两个方程进行估计,回归结果分别参见下页表2和表3的第2至7栏。为了在随机效应模型和固定效应模型之间进行取舍,本文分别对上述两个方程的估计结果进行了Hausman检验。

式(1)公司债务水平影响市场份额增长率方程的检验结果为:全部样本的 $\text{chi-sq}(5)=135.602 183$,国有控股上市公司的 $\text{chi-sq}(5)=122.229 178$,非国有控股上市公司的 $\text{chi-sq}(5)=32.694 706$ 。

式(2)市场份额增长率影响公司债务水平方程的检验结果为:全部样本的 $\text{chi-sq}(7)=476.043 206$,国有控股上市公司的 $\text{chi-sq}(7)=403.495 740$,非国有控股上市公司的 $\text{chi-sq}(7)=73.097 060$ 。上述所有检验结果的概率值均为0,即所有的检验结果均拒绝了随机效应假设,因而应该接受固定效应模型的估计结果。

另外,考虑到公司债务水平和市场份额增长率之间可能存在一定的内生性关系,本文进一步运用两阶段最小二乘法(2SLS)和三阶段最小二乘法(3SLS)对该联立方程进行了估计,并将资产有形性和非债务税盾作为式(1)的工具变量,将固定资产投入水平和生产能力利用率作为(2)式的工具变量,所以这两个方程都是过度识别的。其回归结果可分别参见表2和表3的第8至13栏。

由表2可见,各种估计方法的回归结果均表明公司的债务水平与市场份额增长率显著负相关,从而支持了本文的假设1。并且运用2SLS和3SLS对该模型进行估计后,估计值及其显著性水平与基于面板数据的随机效应模型估计结果相比有明显的提高,这说明债务水平和市场份额增长率之间的确存在较强的内生性关系。从该表有关回归结果的对比中还可以发现,国有控股上市公司公司的债务水平对其产品市场竞争强度的负面影响程度明显低于非国有控股上市公司,从而为本文的假设2提供了经验支持。由于样本容量较大,表2中大多数控制变量的回归结果都非常显著,并且国有控股上市公司回归结果的显著性水平明显高于非国有控股上市公司。

由表3可见,各种估计方法的回归结果均表明市场份额增长率与公司债务水平显著负相关,这说明产品市场竞争强度对公司的债务水平选择有显著的负面影响,从而使本文的假

表2 公司债务水平影响市场份额增长率方程的回归统计表

	随机效应模型			固定效应模型			2SLS			3SLS		
	全部样本	国有	非国有	全部样本	国有	非国有	全部样本	国有	非国有	全部样本	国有	非国有
DL	-0.275 9*** (-3.241 69)	-0.255 2*** (-2.622 62)	-0.647 76 (-0.623 20)	-0.240 2*** (-6.961 29)	-0.286 5*** (-6.036 08)	-0.657 9*** (-2.839 78)	-0.091 9*** (-12.367 54)	-0.072 1*** (-5.893 50)	-0.0951 42* (-1.938 43)	-0.105 2*** (-15.385 12)	-0.07 97*** (-8.908 64)	-0.124 23** (-2.500 30)
INVE	0.434 58*** (11.289 07)	0.507 92*** (11.287 24)	0.132 129** (2.258 21)	0.434 58*** (14.343 40)	0.499 03*** (12.672 47)	0.139 36** (2.106 41)	0.436 51*** (16.117 066)	0.503 38*** (12.530 76)	0.115 61** (2.25 661)	0.429 54*** (16.493 125)	0.501 37*** (12.731 92)	0.106 376** (2.054 32)
PROF	1.191 15*** (12.945 83)	1.067 97*** (11.712 63)	1.520 71*** (5.395 13)	1.014 72*** (17.081 51)	1.079 29*** (7.508 25)	2.032 43*** (4.938 71)	1.244 1*** (12.752 07)	1.090 44*** (11.375 14)	1.570 8*** (5.311 015)	2.223 9*** (23.964 68)	1.194 58*** (21.584 21)	2.742 02*** (10.005 54)
PCUL	0.021 27*** (8.344 86)	0.020 25*** (8.946 02)	0.059 88*** (3.200 09)	0.029 61*** (8.161 25)	0.026 89*** (8.602 65)	0.075 61*** (3.370 04)	0.026 85*** (8.222 822)	0.019 89*** (8.742 884)	0.058 37*** (3.212 355)	0.025 37*** (5.393 834)	0.018 57*** (7.769 815)	0.054 87*** (2.920 086)
UNIQ	-0.207 6*** (-2.940 03)	-0.244 6*** (-2.827 55)	-0.182 14 (-1.273 12)	-0.771 1*** (-7.269 18)	-1.116 8*** (-5.235 38)	-0.724 6*** (-3.079 79)	-0.199 5*** (-2.893 816)	-0.224 5*** (-2.643 81)	-0.200 4* (-1.753 76)	-0.067 42** (-2.405 328)	-0.131 78** (-2.015 61)	-0.050 38 (-1.524 63)
调整R ²	0.156 354	0.135 979	0.063 957	0.346 181	0.312 525	0.285 734	0.134 226	0.124 483	0.066 530	0.127 182	0.118 352	0.066 344
F值	56.099 72	51.944 83	27.123 12	13.623 52	11.619 38	10.211 96	—	—	—	—	—	—
DW值	1.972 005	1.842 637	2.306 741	2.248 611	2.217 723	2.299 360	1.977 152	1.820 690	2.3102 45	1.913 727	1.865 066	2.144 178

注:括号内的数字为该参数的t值,***、**、*分别代表参数在1%、5%、10%的水平上显著(表3同)。

表3 市场份额增长率影响公司债务水平方程的回归统计表

	随机效应模型			固定效应模型			2SLS			3SLS		
	全部样本	国有	非国有	全部样本	国有	非国有	全部样本	国有	非国有	全部样本	国有	非国有
MSGR	-0.028 9*** (-9.116 19)	-0.027 5*** (-9.536 26)	-0.051 56*** (-3.921 88)	-0.027 41*** (-10.769 6)	-0.029 4*** (-7.375 59)	-0.049 5*** (-3.506 71)	-0.062 37*** (-7.882 746)	-0.053 2*** (-7.291 91)	-0.080 3*** (-3.923 14)	-0.064 7*** (-8.207 299)	-0.056 5*** (-7.650 25)	-0.097 7*** (-2.609 05)
SIZE	0.130 39*** (37.209 11)	0.127 91*** (33.917 30)	0.122 80*** (14.776 63)	0.208 25*** (85.179 13)	0.189 58*** (36.474 24)	0.181 47*** (15.918 05)	0.052 48*** (21.568 91)	0.055 76*** (13.172 18)	0.048 59*** (3.135 803)	0.054 64*** (22.244 94)	0.057 02*** (13.686 90)	0.052 84*** (3.473 709)
PROF	-0.810 54 (-33.524 6)	-0.727 46 (-27.180 9)	-1.078 94 (-19.411 3)	-0.688 3 (-4.742 0)	-0.673 25 (-24.371 8)	-1.076 08 (-18.631 3)	-1.762 4*** (-15.070 95)	-1.599 1*** (-15.697 8)	-2.074 5*** (-4.745 23)	-1.734 2*** (-14.873 51)	-1.576 4*** (-13.549 9)	-1.895 5*** (-4.410 13)
GROW	0.003 128 (0.301 19)	0.010 863 (0.994 01)	0.006 913 (0.247 49)	0.014 261 (3.138 00)	0.021 003 (1.899 48)	0.043 975 (1.506 19)	0.180 915 (1.239 84)	0.148 972 (1.395 670)	0.236 651 (1.143 180)	0.019 861 (0.623 800)	0.025 178 (0.818 462)	0.006 17 (0.067 29)
TANG	0.130 79*** (9.595 11)	0.174 09*** (11.313 42)	0.075 18** (2.420 13)	0.081 56*** (10.731 04)	0.161 91*** (9.447 22)	0.022 82*** (2.643 89)	0.160 83*** (8.491 133)	0.182 83*** (7.888 509)	0.068 132* (1.913 245)	0.062 38*** (7.137 01)	0.130 62*** (5.960 117)	0.027 48* (1.736 253)
NDTS	-0.191 8*** (-8.980 04)	-0.203 93*** (-9.212 80)	-0.073 96*** (-1.984 29)	-0.064 82*** (-4.730 51)	-0.065 1** (-2.465 88)	-0.118 5** (-2.183 13)	-0.231 5*** (-6.359 819)	-0.292 9*** (-5.777 17)	-0.439 676 (-1.621 61)	-0.113 27*** (-7.533 221)	-0.175 9*** (-4.795 78)	-0.060 63 (-1.279 13)
HHI	-0.136 26*** (-3.392 39)	-0.132 49*** (-3.213 26)	-0.084 02* (-1.729 09)	-0.143 54*** (-4.939 50)	-0.179 23*** (-2.060 09)	-0.093 555* (-1.731 77)	-0.113 4** (-2.166 335)	-0.152 9*** (-2.639 82)	-0.093 676 (-1.461 02)	-0.129 84*** (-2.928 179)	-0.142 04* (-1.788 95)	-0.068 01 (-0.470 45)
调整R ²	0.439 167	0.411 415	0.403 554	0.973 986	0.912 206	0.894 671	0.347 923	0.315 607	0.122 537	0.341 316	0.298 62	0.072 296
F值	259.088 3	217.106 2	63.680 84	186.051 2	136.874 3	91.430 60	—	—	—	—	—	—
DW值	1.739 327	1.724 036	1.721 793	1.779 249	1.753 797	1.848 711	1.680 767	1.609 645 0	2.105 060	1.750 346	1.733 053	1.964 735

设3得到了实证的支持。从该表有关回归结果的对比中还可以发现,国有控股上市公司的市场份额增长率对公司债务水平的负面影响程度明显低于非国有控股上市公司,这也与本文的假设4完全相符。此外,在该表中显著影响公司债务水平的变量还有公司规模、资产有形性、盈利能力和非债务税盾。

六、政策建议

上市公司在确定债务水平时,不仅要考虑负债的节税收益,还要考虑所面对的外部竞争状况。为了提高公司的产品市场竞争强度,上市公司管理者可以更多地选择权益融资,降低公司的债务水平,增强公司的产品市场竞争能力,减少竞争对手对其市场份额的掠夺。此外,政府部门还需要进一步改善银企关系,逐步降低银企产权的同质性程度。这样一方面可以减少国有商业银行的不良贷款,促进银行业的健康发展;另一方

面有利于促进国有企业和民营企业之间的公平竞争,真正形成优胜劣汰的机制,实现资源的优化配置,提高整个社会的生产效率。

【注】本文系国家社科基金项目“国有控股公司的资本结构与财权安排研究”(项目批准号:06BJY015)的阶段性成果之一。

主要参考文献

1. 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.经济研究,2002;8
2. 刘志彪,姜付秀,卢二坡.资本结构与产品市场竞争强度.经济研究,2003;7
3. 姜付秀,刘志彪.经济波动中的资本结构与产品市场竞争.金融研究,2005;12