



中国海洋大学
OCEAN UNIVERSITY OF CHINA

顺序号(硕): SS210123
姓名: 黄亚静
学号: '21112233027
学院: 会计硕士教育中心
专业: 会计

硕士学位论文

MASTER DISSERTATION

论文题目: 基于产品市场竞争的企业财务保守行为研究
——以用友软件公司为例

英文题目: The Study of Corporation Financial Conservatism in Perspective
of Product Market Competition: A Case of Yongyou Company

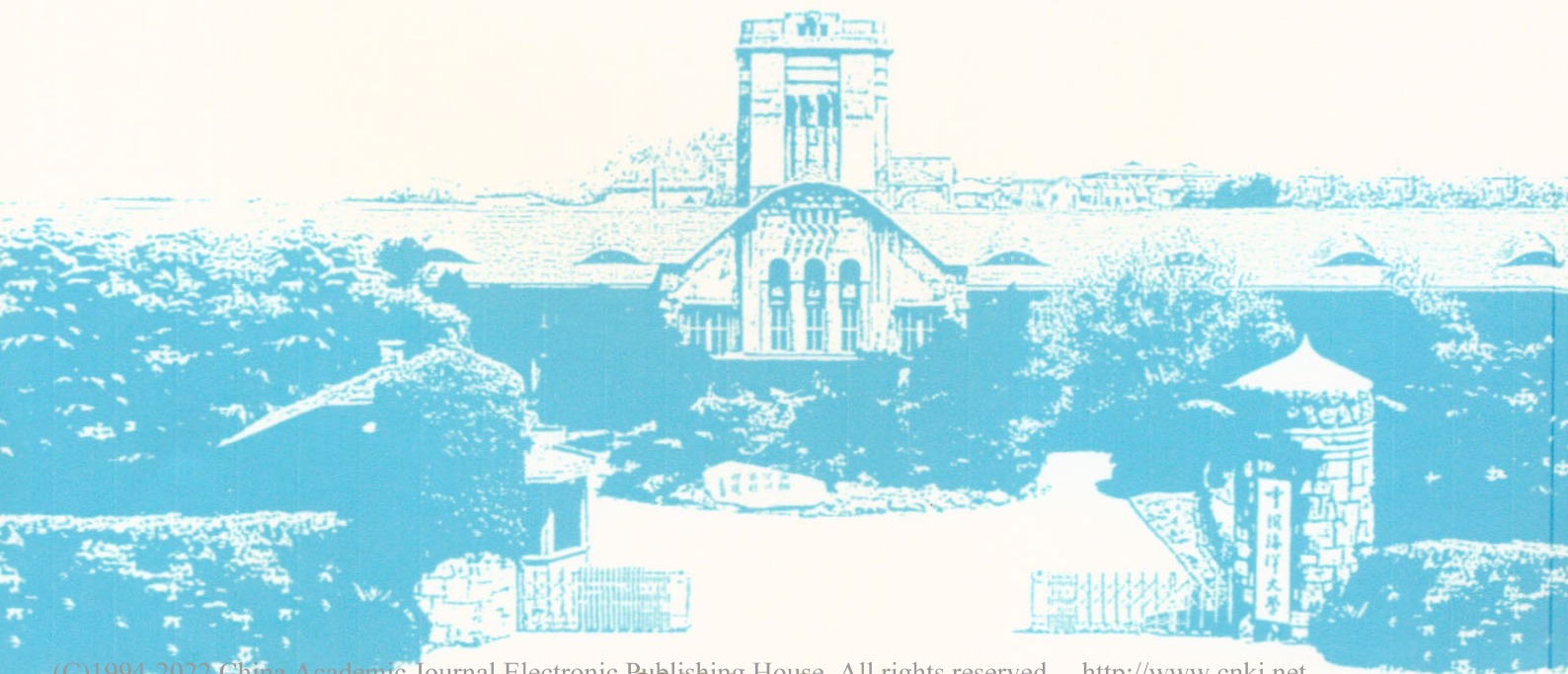
作者: 黄亚静

指导教师: 逢咏梅 副教授

学位类别: 全日制专业学位

专业名称: 会计硕士

研究方向: 财务理论与方法



基于产品市场竞争的企业财务保守行为研究

——以用友软件公司为例

学位论文答辩日期: 2013.5.26

指导教师签字: 孙林

答辩委员会成员签字: _____

_____ 孙林

_____ 林威

_____ 樊培银

_____ 罗海凯

_____ 刘永清

独 创 声 明

本人声明所呈交的学位论文是本人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。据我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果，也不包含未获得（注：如没有其他需要特别声明的，本栏可空）或其他教育机构的学位或证书使用过的材料。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示谢意。

学位论文作者签名：黄亚静 签字日期：2013 年 5 月 22 日

学位论文版权使用授权书

本学位论文作者完全了解学校有关保留、使用学位论文的规定，有权保留并向国家有关部门或机构送交论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅。本人授权学校可以将学位论文的全部或部分内容编入有关数据库进行检索，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文。同时授权中国科学技术信息研究所将本学位论文收录到《中国学位论文全文数据库》，并通过网络向社会公众提供信息服务。（保密的学位论文在解密后适用本授权书）

学位论文作者签名：黄亚静

导师签字：[Signature]

签字日期：2013 年 5 月 22 日

签字日期：2013 年 5 月 22 日

谨以此论文献给学校、老师和朋友们

----黄亚静

基于产品市场竞争的企业财务保守行为研究

---以用友软件公司为例

摘要

根据早期的资本结构理论,企业在面临着财务融资决策时,一般是借助于债务融资。然而事实上,部分西方学者纷纷研究发现在许多企业其资本结构中债务所占的比例却很低,普遍低于最优债务标准,这说明在实务中债务的税盾效应并没有得到充分的发挥。在我国,一些学者通过对深沪两市的调查统计发现我国企业使用负债的积极性也普遍较低。进而,有学者将企业所呈现出来的连续一段时间的保持着较低负债水平的现象定义为企业的财务保守现象。

现阶段对于许多上市公司实际杠杆水平偏离目标结构的财务保守行为的研究,学术界基于不同视角纷纷给予了不同的解释。早期主要是基于资本市场融资环境、融资政策的视角,认为融资成本是导致企业出现财务保守现象的原因。而后财务学界从公司治理视角切入,研究得出控股股东以及实际控制人是影响企业财务保守决策制定的主要因素。随着行为公司财务理论的发展,有关企业财务保守行为的解释和评价得到了进一步的拓展。但是,在此基础之上对于企业财务行为的考察和研究都是假设产品市场中存在着完全竞争,忽略了产品市场中存在着的竞争对企业财务决策的作用和影响。事实上,企业财务决策选择的结果并不仅仅是资本市场一个作用因子,企业在产品市场竞争中所处的行业环境、行业地位、行业特点以及采用的企业战略等等都会对企业在财务决策的制定过程中以显性或者隐性的方式发挥作用。因而,将产业组织理论与资本结构理论相结合,基于产品市场竞争的视角,以产品市场竞争因素作为主要的考核变量,可以更好地对企业财务保守行为做出解释和阐述。

本文的研究是以企业个体作为研究对象,考察产品市场竞争对企业财务融资决策的影响,企业所在行业的竞争环境、竞争程度以及行业所形成的竞争格局都会对企业的财务决策行为产生影响。因而本文以产品市场竞争作为主要的考核变量,研究其对于企业财务融资决策的影响,企业在什么情况下会倾向于选择一种相对较为保守的财务政策,选择财务保守政策的驱动力是什么。本文主要通过定性分析与定量分析相结合的方式对产品市场竞争要素与企业财务保守行为之间的关系进行推导分析,并得出当企业预期将来的竞争压力比较大时,会在现阶段保持较低的负债水平,为后一阶段持续的参与市场竞争保持一定的财务张力。

后金融危机时代企业面临着更为严峻的生存压力,日趋复杂的竞争环境使得企业经营的复杂性和不确定性大大增强。产品市场竞争中的各种竞争要素会影响企业的融资决策,进而影响企业的负债结构和负债水平。因而,企业在制定财务融资决策时必须充分的考虑企业所在的产品市场这个大环境。本文从产品市场

竞争这个大要素出发 ,产品市场竞争状况与企业自身战略的选择以及企业对于未来产品市场的预期会影响企业在现阶段的财务资源配置与使用。因而 ,从产品市场竞争视角考察企业的财务决策行为 ,能够在一定程度上为我国企业如何更加合理的选择财务保守的时机提供一些借鉴意义。

关键词：产品市场竞争；企业财务保守；资本结构

The Study of Corporation Financial Conservatism in Perspective of Product Market Competition : A Case of Yongyou Company

Abstract

According to the initial theory towards capital structure, in face of financing selection, a corporation usually tends to using debt. However, some western scholars find that actually a lot of corporations prefer to have a low debt ratio which is much lower than the optimal debt ratio based on their investigation results. That is to say, the so called tax effect of debt doesn't play well. In our country, it is also found that companies have a low intention to use debt to satisfy their capital needs through the investigation based on the data of listed companies. To conclude, some scholars tend to define such phenomenon as financial conservatism.

Recently, research towards the phenomenon that many companies' actual leverages have been deviated from the target capital structure has received more and more attentions, and the explanations towards such phenomenon are different, scholars have given verified results in the basis of different aspects. In the beginning, the research of financial conservatism was mainly carried out in the respect of the capital market situations, such as the environment and policies of capital market. As time goes by, financial theories about behavioral finance had been brought out and in turn had provided a new perspective for financial conservatism. But no matter for which aspect, the research about financial conservatism had avoided the factors of product market competition, and paid no attention to the effects that the market competition had done on the financial behavior. In fact, the financial decisions have been selected according to a range of different actors, not only confined to capital market, but the companies' market status and also the industry environment and industry strategy as well. These factors may play a role on the process of making financial decisions more or less in an explicit or implicit way. Therefore, if we try to explain the financial conservatism from the perspective of market competition, may give a more sensible and reasonable explanation, that is to combine the capital structure theories and industry theories together, and define the market competition factors as the core variables, investigate the connections between the product market competition and finance.

In this study we define the product market competition factors as the main variables, try to investigate how and in what kind of way that these variables affect the financial behavior of a company and in what kind of condition the company would intend to keep its financial behavior in a kind of conservative way. And the connections between two variables in this study we try to explain in a combination of theoretical and methodical ways together. And the conclusion is that the company if the company has anticipated that the future environment of product market tends to be more furious, it would like to keep a low debt ratio at this moment in order to keep a

kind of financial flexibility for the future.

The negative impact of financial crisis is still widely spreading, and the more and more complex environment and intensive competition among the corporations have brought so many pressures on the industry, the complexity and uncertainties are increasing, and these factors together should push a lot of power on the corporation when making financial strategies, and therefore play an effect on the lever of its leverage and debt ratio. To conclude, when a corporation is making its financial decision, it must bring the factors of market competition into its process, should not avoid the external product market factors. This study has divided the wide product market competition factors into three groups: product market environment, product market competition and product market strategy. And try to explain financial conservatism in these three perspectives above. From the view of product market competition, financial conservatism can be explained more sensible and reasonable in a degree and also can offer more meaningful suggestions for corporations that in what kind of occasion that a conservative capital structure is more preferring.

Key words: product market competition; corporation financial conservatism; capital structure

目录

1 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究目的、研究意义以及创新点	3
1.2.1 研究目的	3
1.2.2 研究意义	3
1.2.3 创新点	4
1.3 研究思路和研究方法	5
1.3.1 研究思路	5
1.3.2 研究方法	6
1.4 研究内容与研究框架	7
1.4.1 研究内容	7
1.4.2 研究框架	8
2 文献综述	10
2.1 企业财务保守行为的概念及判定	10
2.1.1 财务保守行为的概念界定	10
2.1.2 财务保守行为的判定方法	10
2.2 企业财务保守行为的研究视角	12
2.2.1 基于资本市场视角的研究	12
2.2.2 基于公司治理视角的研究	13
2.2.3 基于行为公司财务视角的研究	13
2.2.4 基于产业组织视角的转换	14
2.3 产品市场竞争与企业财务融资决策的相关研究	14
2.3.1 产品市场竞争环境对企业财务融资决策的影响	15
2.3.2 产品市场竞争战略对企业财务融资决策的影响	17
2.3.3 产品市场竞争程度对企业财务融资决策的影响	17
2.4 文献述评	19
2.4.1 对企业财务保守行为概念界定及判定方法的述评	19
2.4.2 对企业财务保守行为研究视角转化的述评	20
2.4.3 对产品市场竞争与企业融资决策相关研究结论的述评	21
3 产品市场竞争对企业财务保守行为的影响机理	23
3.1 产品市场竞争影响企业财务保守行为的理论分析	23
3.1.1 产品市场竞争环境、竞争战略与未来竞争预期的关系分析	24
3.1.2 战略选择、未来竞争预期对企业财务保守行为的影响分析	26
3.2 模型设计	28
3.2.1 模型设计思路	28
3.2.2 模型假设	29
3.2.3 模型推导	30
3.2.4 模型结论	33

3.3 小结	34
4 案例讨论与分析	36
4.1 案例选取的基本介绍	36
4.2 用友软件财务保守行为的判定	37
4.2.1 保守现象的判定	37
4.2.2 保守行为时间的判定	40
4.2.3 小结	41
4.3 用友软件财务保守行为分析(2001 年-2007 年)	42
4.3.1 用友软件所在行业的产品市场竞争环境分析	43
4.3.2 竞争环境对用友软件竞争战略选择的影响	49
4.3.3 战略选择、未来竞争预期对用友财务保守行为的影响	53
4.4 分析结论	57
5 研究结论、局限性与展望	59
5.1 研究结论	59
5.2 研究局限性与展望	60
参考文献	61
致谢.....	64
个人简历	65

1 绪论

1.1 研究背景

企业融资决策问题一直是财务学界研究的重点,自从 Modigliani 和 Miller (1958) 在《资本成本、公司筹资和投资理论》一文中提出企业资本结构与企业价值无关论后,后续学者对于公司财务融资决策行为的研究就开始沿着不同的分支和视角进行拓展。其中有一部分是沿着 Modigliani 和 Miller 基于资本成本因素作为判断最优融资决策的指标这一视角出发,比如权衡理论就是基于债务融资下的税盾效应和潜在破产成本之间的抉择从而选出最优融资架构等等。然而,美国学者 Graham (2000) 在以美国上市公司为样本进行实证研究的结果指出尽管负债能够产生税盾效应,但是一些盈利能力很好的、不大容易陷入财务困境的公司在面临再融资的诉求时,很少使用负债,这说明在实务中企业面临在进行资本结构决策时,负债融资并没有因为其具有税盾效应而受到企业的青睐,相反,企业利用负债的积极性反倒比较低,将负债比例保持在一个较为保守的水平。同样,在我国,部分学者在研究企业财务融资行为时,不管是利用资本市场数据进行的实证研究结果还是实地调查问卷的结果都证实了我国上市公司具有股权融资偏好,再融资时债务融资的水平比较低。

对于我国这一财务保守现象的解释许多学者基于资本成本视角指出在我国转型经济制度背景以及不发达的资本市场中,与西方国家不同,较之于债务融资成本,股权融资成本更低是造成公司保守财务政策的直接原因,转型经济制度和政策是债务融资过低的深层次的原因。但是陆正飞和叶康涛 (2004) 研究发现在我国,一些实施了股权融资的公司,其股权融资的成本远远高于债券融资成本,而另外一些股权融资成本较低,同时也满足了增发股票条件的企业却选择了债务融资,这说明资本成本并不是解释企业在制定财务决策时主要的影响因素。随着对于公司财务融资行为研究的进一步深入,19 世纪 70 年代后期,有关公司财务决策的研究萌发了两个新的维度,一个是以 Tversky 和 Kahneman 为代表的行为财务视角和以 Jensen 和 Mecling 为代表的公司治理视角与资本结构的进一步交融研究,对于企业财务决策研究进行了拓展。但是不论是以哪一种视角,前期有关企业融资决策行为的研究都是围绕着资本市场或者资本市场的融资环境等展开亦或者是以企业自身为研究主体,从企业内部特征出发,来考察企业财务决策的影响因子。然而,无论是早期现代资本理论还是后续延展的新资本结构理论都是以单一框架内的微观个体基础为研究对象,对于融资决策的研究一直游离于产出、价格以及投资行为之外,隐含着的假定是资本结构的选择和产品市场竞争是无关的。直到 1986 年,Brander & Lewis 发表在美国经济评论杂志上的《寡占与财务结构:有限责任效应》一文,通过分析财务杠杆对企业竞争行为的影响,

首次将产业组织学与资本结构理论联系起来,使得财务学和产业经济学这两个长期割裂开来的学科融合在一起。以 Brander 和 Lewis 为代表的产业组织学派首次从企业所面临的外部环境出发,将产品市场的竞争要素和企业融资行为联系在一起,从战略组织角度研究了产品市场和企业财务决策的关系。在此之前,产品市场的竞争要素与企业的融资行为一直都是相互脱节的,在产业组织学派的研究中,一般都不考虑企业的财务行为,只是锁定在企业的产品市场竞争下的价格、决策等之间的相互作用关系;在财务学学界,研究企业的资本结构决策也都假设企业所面临的产品市场竞争是一个理想的完美竞争市场,研究企业的收益与财务决策之间的关系时都假设企业的收益水平与产品市场的竞争要素没有任何关系,是保持不变的。然而,企业的财务行为的决策基础绝不是单一的,而是一系列错综复杂的因素综合作用的结果,企业的财务决策不仅仅要考虑企业的资本市场融资环境、融资约束以及企业自身的规模、经理人的行为模式等,还需要考虑外部的产品市场竞争的作用力。所以,企业财务决策激进还是保守是一系列综合因素作用的结果。

所谓的产品市场竞争就是指在产品市场上,同类或者相似度比较高的商品供应商本着自身利益最大化的考虑,不断地增强自身在产品市场中的竞争地位同时排斥同类产品的一种行为的表现。本文从产品市场竞争的视角切入,主要是研究产品市场竞争要素如何影响企业的资本结构决策,如果将企业置身于一个比较大的外部市场环境,不可否认,外部环境的作用因子会影响企业对其自身负债水平以及融资行为的选择。早先有学者在研究产品市场竞争与企业资本结构的相互作用关系时,都是基于企业的融资决策的行为出发,考察企业不同的融资决策结果如何作用于企业在产品市场竞争中的表现,认为企业在产品市场博弈的任何要素都被财务政策内生性的决定,研究的是企业目前的财务决策行为如何影响企业未来在产品市场竞争中战略的选择以及表现等。而本文的研究是将资本结构决策作为因变量,将产品市场竞争要素作为自变量,主要沿着现阶段产业组织理论视角出发,对于公司保守财务决策的行为进行剖析,我们认为产品市场竞争与财务保守行为的研究是基于战略管理观的视角,它认为企业选择保守的财务结构是一种综合性的战略权衡行为,以前学者们研究的资本市场时机以及公司治理结构、债务契约的影响因素可以综合地通过产品市场进一步相互交融,最终折射到企业财务战略决策中。

作用于企业财务决策过程的并不仅仅是资本市场一个作用因子,企业在产品市场竞争中所处的行业环境以及企业在行业中的行业地位以及行业特点等等都会对企业的财务决策的制定产生不可忽略的影响。将产品市场和资本市场结合在一起,以产品市场竞争作为主要的考核变量,可以更好地对企业在特定环境中的保守财务行为给予解释和阐述。

1.2 研究目的、研究意义以及创新点

1.2.1 研究目的

合理的财务行为是企业持续成长和发展的基础,企业财务行为的选择必须要服务于企业在其行业的后续成长和发展。因而企业财务行为一直是财务学界研究的重点,现阶段研究企业财务行为的主要问题就是如何选择最优的资本结构,合理的确认自身的负债水平。对于越来越多的企业所呈现出来的持续维持在较低负债水平的财务保守现象也是财务学界关注的主要问题之一。早前学者在研究企业保守财务行为的动因之前主要是局限在企业自身内部因素或者从外部资本市场的角度出发。本文则是以产品市场竞争作为主要的考核变量,研究其在企业在不同的财务决策之间进行抉择时到底扮演者一种怎样的角色,企业在什么情况下会选择保守财务决策,选择财务保守决策的动因是什么,产品市场竞争如何影响企业的决策行为。将研究对象具体到一个特定的企业,而不是基于全行业的视角进行分析,考察产品市场竞争如何影响企业财务决策的选择问题,研究产品市场竞争影响企业财务保守行为的作用路径。

1.2.2 研究意义

从某种意义上说,产品市场竞争视角下的企业财务保守行为与其说是一种财务决策,更多的表现为一种战略决策,是为了保持企业财务柔性的一种策略。企业财务柔性是企业在高度动态的竞争环境中企业进行价值创造的一种核心竞争能力,也是企业实现其财务战略目标的一种新的路径依赖(赵华、张鼎祖 2010)。后金融危机时代企业面临着更加严峻的生存压力,日趋复杂的竞争环境使得企业经营的不确定性大大增强,技术的不断革新、市场需求的快速更迭营造了产品市场竞争环境的动态性和不确定性。在这种大环境下,整个资本市场对于企业改善资产的流动性、财务灵活性的要求大大增加,在债券市场上,只有表现特别优秀的公司才能有条件发行债券进行融资,这种客观条件也在一定程度上增加了企业在产品市场上成长和扩张的难度。因而,企业要想在激烈的市场竞争中存续和发展,在进行资本结构决策时就要充分的考虑企业所在的产品市场,只有基于产品市场竞争这个大环境,综合各种产品市场竞争的要素做出合理的财务决策才能为企业更好的提升竞争能力和最终实现企业目标而服务。

本文从产品市场竞争这个大要素出发,将视角放缩至单一的企业个体,对产品市场竞争与企业财务保守行为之间的关系进行剖析,具有以下几点意义:

首先,明确产品市场竞争与企业财务保守行为之间的关系,以及选择财务保守行为所要依托的竞争环境、相匹配的竞争战略等等,能够在一定程度上为我国企业如何更加合理的选择实施财务保守决策的时机提供一些借鉴意义。

其次,企业可以根据自身对未来市场竞争环境以及竞争程度的预测和企业所指定的长期战略来制定现阶段对企业最有利的财务决策,辅助企业更好地实现战

略目标。

最后,我们认为对于产品市场竞争与企业财务保守行为的研究对于投资者也有一定的实用价值,投资者可以根据企业现阶段的财务结构以及财务行为,依托企业所在的行业以及企业的竞争地位对被投资企业的财务健康状况进行初步的评估,衡量对被投资企业进行投资的风险程度等,有利于投资者更好的做出决策。

1.2.3 创新点

本文的创新点主要体现在以下几个方面:

首先,现阶段对于产品市场竞争与企业财务保守行为的研究分析都是以行业为研究视角,考察产品市场竞争中的环境、战略以及竞争程度对财务行为进行剖析。本文的研究对象是放缩到行业中的单一企业个体,研究该行业中某一企业不同于其他企业持续的保持低负债水平的缘由,因而对于产品市场竞争因素的作用路径的研究也不一样。

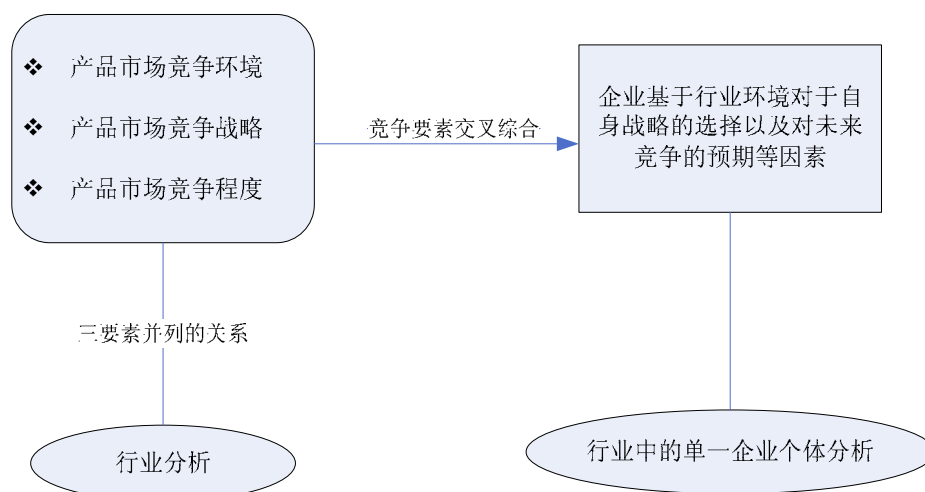


图 1-1 基于不同研究对象的作用路径图

从上图可以看出,产品市场下的行业财务保守行为分析竞争的三要素之间是平行作用的关系,但是将研究对象锁定至企业时,考察同行业之间某一企业的财务行为选择时对于竞争因素的对其财务决策的影响分析而需要结合企业自身在产品市场中的竞争地位以及企业基于行业竞争现状以及对未来竞争的预期等等结合在一起。本文的创新点就在于研究对象的更加具体化,站在企业个体视角,考察产品市场竞争因素作用于企业财务决策行为的路径具有一定的应用价值,明确产品市场竞争与企业财务保守行为之间的关系,以及选择财务保守行为所要依托的竞争环境、相匹配的竞争战略等等,能够在一定程度上为企业如何更加合理的选择实施财务保守决策的时机提供一些借鉴意义。

其次,本文是利用规范分析和模型推导方式相结合的方式对产品市场竞争如何影响单一企业的财务保守行为的选择。在规范分析方面对于产品市场竞争影响企业财务行为的路径做出了解释,在模型推导方面对于竞争要素的筛选更加的合理,并考虑了时间价值的影响。

最后，本文的创新点还表现在案例的应用性分析方面，具有一定的实用性，通过结合具体的案例对产品市场竞争影响企业财务决策的选择的路径进行了更加详细的说明和解释。产品市场竞争对企业的财务决策行为的确是有影响的，企业应该根据自身对未来市场竞争环境以及竞争程度的预测和企业所指定的长期战略来制定现阶段对企业最有利的财务决策，辅助企业更好地实现战略目标。

1.3 研究思路和研究方法

1.3.1 研究思路

企业财务决策的制定以及选择合理的财务行为是企业生存和发展的基础，伴随着 MM 理论的提出，学术界对于企业财务行为的研究的重点一直都是融资决策的研究，如何制定最优的资本结构，如何选择自身的最优负债水平等等。早期传统的资本结构 强调资本成本的研究，认为企业的最优资本结构决策需要在负债的税盾效应和随之其所带来的破产效应之间进行权衡。再后来，随着公司治理理论以及行为公司财务的发展，企业融资决策行为的影响因素越发丰富，对于企业财务行为的研究视角也越发多元化。20 世纪 80 年代，伴随着产业组织理论的快速发展，产业组织理论与财务理论的进一步交叉融合为企业融资决策行为的研究开拓了一个崭新的视野。随后的有关两者之间的交叉研究主要是聚焦于产品市场竞争与企业资本结构决策之间的互动关系探析，对于企业财务行为趋于保守这种现象并没有直接的给予解释和分析，关于产品市场竞争和企业财务保守行为二者直接的作用关系很少有文献直接的进行论证。本文的研究思想是对于企业在一定时间内持续的将负债保持在一定较低的水平范围的这种财务行为如果将其所处的外部行业因素囊括在内进行分析，那么该企业所处的产品市场竞争状况究竟是如何影响企业融资决策的选择，在什么情况下会出现财务保守的行为。

有关产品市场竞争与企业资本结构之间的实证研究已经证实了二者之间是存在着相互作用关系的，本文基于产品市场竞争视角研究企业财务行为的主要思想是企业不是一个单独孤立的个体，它的生存发展要依赖其所处的行业，企业在进行融资决策的选择时，如果要借助于负债融资，就会面临着其在投资期期末还本付息的压力，企业在其所处的产品市场中的表现会影响企业的内源融资能力，进而影响企业现阶段的融资决策。那么企业在产品市场中的表现又主要取决于其所处的行业竞争环境的稳定与否，比如行业政策的支持力度、行业成长速度等等；还取决于企业在所处行业采取的竞争战略以及所处行业竞争的激烈程度等。如果将产品市场竞争要素进行细分，就会更加细致的对产品市场竞争如何影响企业财务行为进行分析。

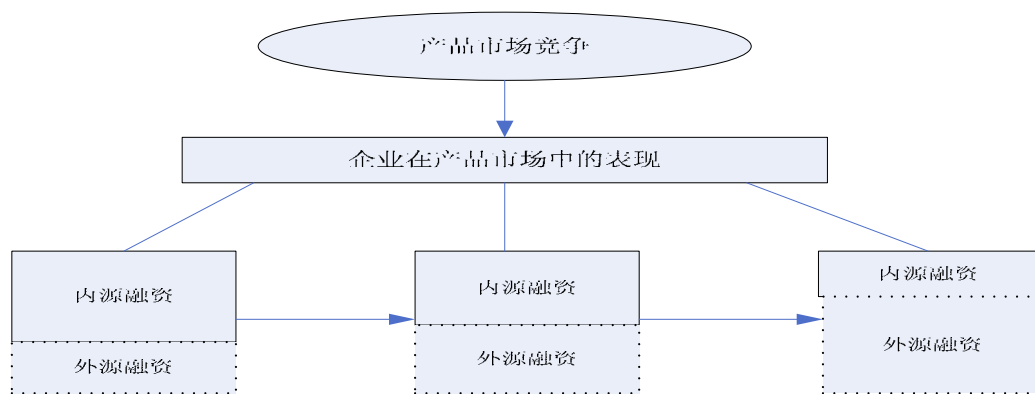


图 1-2 产品市场竞争与企业财务行为的联结机制图

沿着上述的研究思想,企业所处的产品市场竞争状况会影响其在产品市场中的表现,进而干扰企业财务决策的制定,本文的研究思路是从产品市场竞争环境、战略以及竞争强度三个方面切入,首先是进行理论上的规范分析,对产品市场竞争如何影响企业财务保守行为做一个定性的分析,在理论分析的基础之上结合数学模型推导,用数学函数推导二者之间的相互关系,最后通过选取一家具有财务保守现象的上市公司,结合其所在的产品市场对其呈现出的保守的财务现象进行剖析。

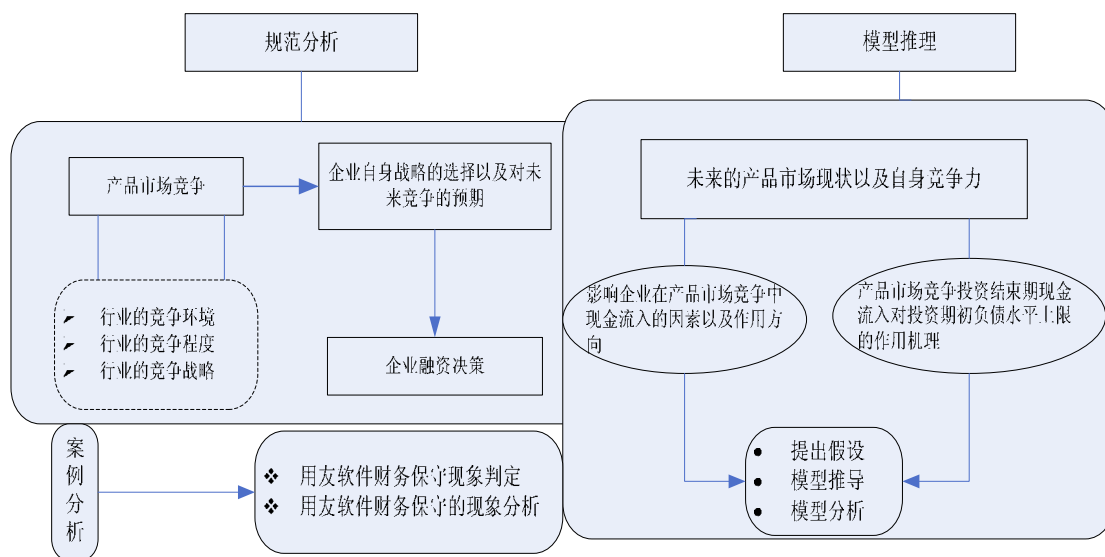


图 1-3 研究思路图

1.3.2 研究方法

现阶段财务学界对于企业财务行为研究的主要问题就是企业如何在自身因素限制和外部环境约束的共同作用下选择最优的资本结构决策。因而目前有关产品市场竞争与企业财务行为的研究都是围绕着关于产品市场竞争和企业资本结构决策二者之间的互动而展开的。关于企业财务保守行为的研究也是立足于资本结构,将企业在持续一段时间内的低负债水平界定为财务保守,进而从不同的视角展开研究。本文是立足于产品市场竞争的角度,采用定性分析研究方法与定量分析方法相结合的分析性研究方法。

（1）规范研究方法

本文的研究出发点是希望能够从产品市场竞争的视角来解释企业财务保守行为,对于企业所选择的财务保守行为是否和其所在的产品市场有关系。在定性分析中,主要是围绕着产品市场竞争现状以及企业自身竞争力等因素而展开分析。产品市场竞争现状主要包括企业所面临的外部市场环境、行业的竞争程度以及竞争格局等,基于企业所在的行业竞争现状选择自身的竞争战略最终反馈到企业对于财务政策的选择上是本文考察产品市场竞争下企业财务保守行为的研究路径。

（2）模型分析方法

企业通过负债筹集投资所需要的资金所带来的经营风险和财务风险是紧密联结在一起的。本文基于产品市场竞争的企业财务保守行为的定量分析是通过项目期末产生的净现金流入 NCF 来推导企业在项目期初可承受的最优负债水平,当企业实际的负债比例小于该最优负债水平时,便可以将该企业认定为财务行为趋于保守,利用负债的积极性较低,债务税盾效应没有得到积极充分的发挥和利用。产品市场竞争要素对于企业财务融资决策的影响主要是通过影响项目期末产生的现金流 NCF 而间接地干扰到或者说间接作用于企业起初最优负债的规模,进而对企业财务融资的决策产生影响,从而对企业财务保守行为做出解释。

（3）案例分析方法

在进行了上述的规范分析与模型推理分析后,本文选取了一家财务行为呈现出保守现象的上市公司进行了分析,结合其所处的行业竞争环境以及自身竞争战略和对未来竞争的预期等因素对用友软件显现出来的财务行为过于保守的现象进行了分析,并基于产品市场竞争的视角对出现这种现象显现的原因做出了解释。

1.4 研究内容与研究框架

1.4.1 研究内容

面对着当今日趋复杂的全球化竞争环境,企业的财务决策制定的科学性和合理性是确保企业应对这种高度动态不确定环境途径之一。然而,企业财务政策的制定往往是一系列因素的综合作用,比如资本市场的环境、公司自身的战略选择以及治理结构等等,本文以产品市场竞争的视角出发,考察企业财务决策的制定所依托的产品市场竞争是否对企业财务行为做出合理的解释。从产品市场角度出发,依托于产业组织理论,企业财务融资行为就可以看作是企业战略观和财务观的结合,现今也有学者称之为“战略财务观”。企业财务决策的制定实质上是企业战略在融资决策中的一种信息反馈。企业的财务决策既然是一系列产品市场竞争因素综合作用后以一种战略的形式加以反馈,那么企业对于自身负债水平的选择一定是基于市场竞争环境、战略以及市场竞争的激烈程度和其他自身财务状况

的综合作用的结果。因而本文的研究内容主要是从产品市场竞争角度出发,将产品市场竞争这个大要素分解,结合理论和数理推导相结合的分析模式对产品市场竞争如何影响企业财务保守行为进行分析。在对二者之间的影响机理分析以后,选取了用友软件进行案例分析,对于用友软件所处的行业竞争状况以及融资现状进行归纳分析,进而对用友软件呈现出来的财务保守行为加以认定,最后对其财务保守行为的合理性进行考察。总的来说,本文研究的主要内容是基于产品市场竞争的视角对企业所呈现出来的财务保守行为选择的原因进行分析以及二者之间的关系展开讨论。

1.4.2 研究框架

本文从产品市场竞争切入,对企业财务保守现象进行分析的立足点是产品市场竞争对企业资本结构更深层次的传导机制可能在于企业在产品市场中的表现会影响企业未来的风险-收益机制,进而影响企业的资产负债表,影响企业对于债务水平的选择。在本文中为了细化这种影响,分别从产品市场竞争的环境、竞争战略以及竞争的程度考察产品市场竞争下的财务保守行为。通过定性分析与定量分析相结合的方法,对产品市场竞争如何影响企业对于自身负债水平的选择加以分析,并在最后引入一个案例进行说明。全文总共分为5个大部分,具体内容分布如下:

首先第一部分是绪论,在这一部分里主要围绕着本文选题的背景,选题的意义以及本文的研究思路和拟采用的研究方法,接下来就本文的主要研究内容和研究框架做一个简单的介绍。

第二大部分主要是文献综述部分,首先是概括了现阶段文献中对于财务保守现象的判定标准和界定方法,然后围绕着现阶段财务学界对于企业财务保守行为的研究视角以及研究结论做一个简单的综述,进而把研究视角向产品市场竞争方向转换,由于现阶段对于直接研究产品市场竞争与企业财务保守行为的文献非常少,所以在第三小部分本文就现阶段研究产品市场竞争与企业财务决策相关的文献进行了梳理。在第四小部分的文献述评中对于前三个小部分分别做一个简单的总结。

第三大部分是分别从定性和定量的方式对产品市场竞争下呈现的财务保守行为进行说明,也即是第一小部分的理论分析和第二小部分的模型分析部分,模型分析部分研究产品市场竞争对企业财务保守行为的研究考察的是企业对未来产品市场竞争状况的预期如何干扰现阶段的负债水平的选择,并由此而导致的财务保守行为。

第四部分主要是围绕着案例展开分析,以所选取的用友软件为分析对象,首先对其所呈现出来的财务保守现象进行判定,接着结合其所在的行业对其财务行为趋于保守进行分析,在分析之前就其所处的行业作一个简单的介绍,紧接着就

其所在行业的行业竞争现状对其战略选择的影响并最终作用于企业的财务决策过程做一个分析，对其呈现出的保守行为进行解释分析。

最后一部分则是本文的研究结论，以及在研究过程中呈现出来的局限性进行了说明。

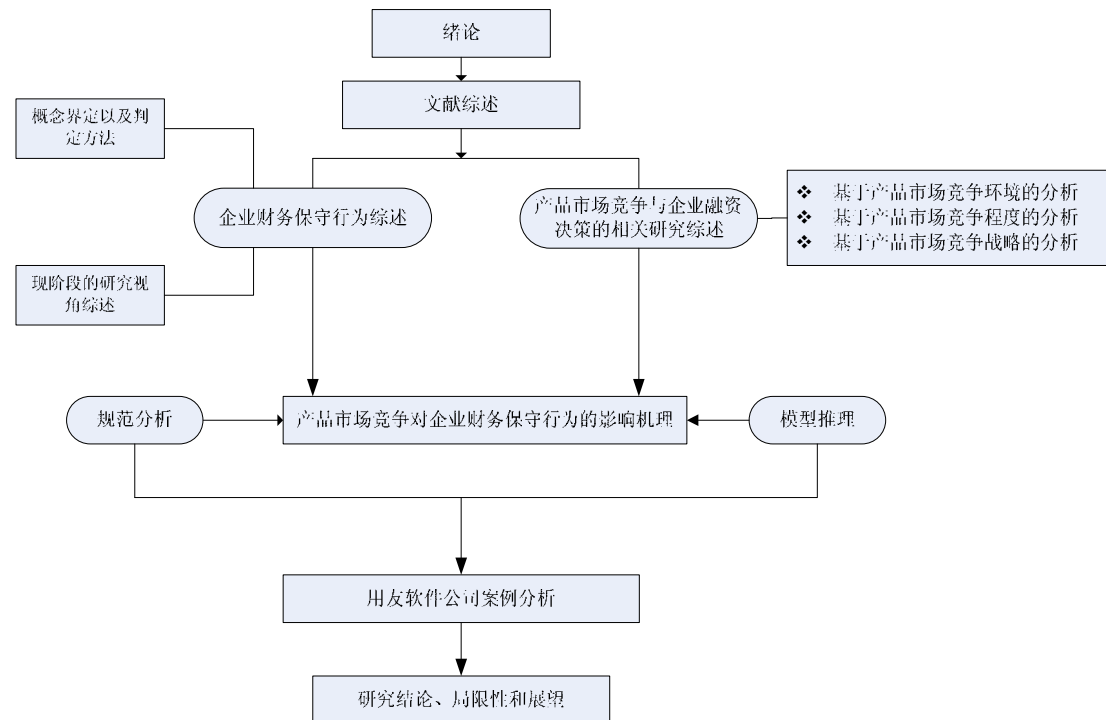


图 1-4 本文研究框架图

2 文献综述

2.1 企业财务保守行为的概念及判定

2.1.1 财务保守行为的概念界定

自从 Modigliani 和 Miller (1958) 在《资本成本、公司筹资和投资理论》一文中提出的资本结构与企业价值无关论后,企业的融资行为一直都是财务学界研究的重点课题。按照西方财务学界提出的优序融资理论,在面临融资需求时,一般企业融资的顺序是先借助于内部融资,然后是债务融资,最后才是股权融资。然而 Graham 和 Harvey (2001) 在对美国将近 4440 家样本公司 CFO 的问卷调查结果表明:有近 60%的企业倾向于选择保守的财务政策,在面临再融资决策选择时,并不偏好债务融资,企业的资产负债水平普遍低于目标资本结构。于是,这种公司的杠杆水平长期或者持续地保持在一种比较低的水平上的行为就被解释为财务保守行为。

“财务保守”这一概念是从西方文献中引进的,英文是 Financial Conservatism, finance 一词既可以指财务,又可以指融资,还可以指金融,我们国家的学者将 financial 翻译为“财务”,实际上在国外的文献里就 Financial Conservatism 而言其主要就是在说筹资行为中出现的保守,更侧重的是企业对于负债偿还能力的研究。所以对于企业财务保守行为概念的界定主要是围绕着企业的融资结构展开的。

在现阶段有关产品市场竞争和企业资本结构研究的文献中,也涉及到了“财务保守”的概念,但是研究的方向是融资决策较为保守对企业在产品市场竞争策略的影响,研究的落脚点是围绕着企业融资决策可以在产品市场上传递一种信号,保守的负债水平和激进的负债水平向产品市场中产生的信号效应是不一样的。但是以我们国家所面临的融资环境以及产品市场与国外相比,存在着许多差异。负债融资下的信号效应在我们国家的产品市场中不一定可以得到验证,国外是市场控制为主的国家,在我们国家市场经济只占一定的比例,所以在我们国家无法以资本结构的信号效应来解释企业的债务水平呈现出的保守现象。本文对于企业财务保守行为概念的界定是站在产品市场竞争的角度上,考虑到未来产品市场竞争的环境以及企业自身在未来产品市场中的竞争战略以及竞争力,企业财务行为所呈现出的保守现象就是在对未来产品市场竞争状况的预期基础上综合考虑所表现出的一种短期或者长期的维持较高负债偿还能力的行为。

2.1.2 财务保守行为的判定方法

因为财务保守行为实际上就是通过企业的融资结构呈现出来的,所以现阶段国内外对于财务保守行为的判定主要是基于资本结构这个衡量因素,判定的标准主要有两个层面:一个是静态的固定的临界值衡量标准;另一个是动态的基准,

以预测的企业目标资本结构作为参照,将现阶段企业实际的资本结构和目标资本结构进行比较,加以判定。

早期对于财务行为的研究都是静态分析,对于企业最优负债水平的定义都是维持在一个固定的比率值。因而,静态判定标准下,对于企业财务保守行为的判定也是以一个固定的临界值为标杆,设定一个明确的临界值 X ,如果企业持续一段时间的负债水平都在区间 $[0, X]$ 范围内,那么就可以认定企业的财务行为趋于保守。比如学者 Minton & Wruck (2001) 在其研究中对于企业财务保守行为的判定就是当某一个企业的长期负债水平连续 5 年保持在一个较低的水平,低于所有上市公司的 20%之列的话就将其认为财务保守企业。基于上述定义的学者还有 Fama & French (1999)、Titman & Wessels (1988) 等。他们的主要思想都是设定一个固定的参照值,对于定义中企业持续一定时间范围内的低负债行为所包含的时间范围并没有明确的界定,一般是指超过三年以上的期间,所要求的持续的时间段略有差异,但是一般的要求都是 3-5 年。国内也普遍采用静态方法来界定企业财务保守行为,所使用的度量比率一般都是资产负债率,比如我国学者赵蒲和孙爱英 (2004) 在研究公司财务保守行为时依据的是 Minton & Wruck (2001) 的思想,将一个上市公司连续三个会计年度的财务杠杆比率低于 20% 的财务决策行为指定为财务保守行为。静态的固定的临界值判定标准操作上比较简单,但是这种方法忽略了企业所处的行业差异,因而这种判定方法存在着一定的局限性。

动态判定标准即是以企业的目标资本结构为标杆,也称之为目标资本结构判定法。目标资本结构判定法最早是由 Inoa、Leonida & Ozkan (2004) 提出的,是以企业现阶段的资产负债率是否达到目标资本结构中负债率的水平来判定的。现阶段,关于目标资本结构的计算方法有很多,大都是通过回归模型计算出来的,目标资本结构打破了原有静态平衡理论下的最优资本结构说,资本结构是一系列因素不断综合作用平衡的结果,最优资本结构不是固定不变的,而是随着外部环境因素以及公司自身的一些因素共同作用的结果,是处在一个不断调整的过程之中。动态资本结构模型最早是由 Rajan & Zingales (1995) 年提出的目标资本结构计算模型, Leland 和 Toft (1996) 站在公司治理的视角,引入代理成本,构建了一个动态的资本结构模型。后续学者纷纷在模型中进行了解释变量的扩充和更替,回归模型的解释变量有很多, Goldstein 和 Leland (2001) 以息税前利润为出发点构建的动态模型为企业资本结构的调整设立了一个区间,模型研究发现资本结构动态调整受到限制的企业负债水平接近于行业的平均负债,没有受到限制的企业负债率较高。但是在以上对于企业目标资本结构的计算模型的构建都只是仅仅考虑各种融资方式下的潜在成本,并没有将企业自身内部因素考虑进模型中。Titman 和 Tsyplakov (2007) 所构建的动态资本结构模型虽然主要还是围绕着财务困境成本以及不同融资方式下的代理成本对资本结构动态调整的影响

响,但是他们内升华了企业投资选择和企业价值,并研究发现企业在不确定的环境企业资本结构的调整速度明显放缓,并且在股价增长超过现金流增长时更倾向于选择股权融资。影响目标资本结构的因素有很多,现阶段的研究结果主要有:制度因素,比如说税收制度(Graham, 2003; Fama & French, 1998)、破产制度(Rajan & Zingales, 1995)、资本市场(Bird & Rajan, 2000)和法律制度(Shleifer & Wolfenzon, 2002)等。经济周期以及经济发展速度等一些外部环境变量对目标资本结构的确定也有影响,还有公司规模、盈利能力、资产增值能力、资产抵押能力、资产流动性等等(蒲文燕、张洪辉和肖浩, 2012)。动态判定标准也是立足于企业的资本结构,将企业实际的杠杆水平与计算出来的目标杠杆水平进行比较,以此判定企业的财务政策是否隶属于保守行为。

2.2 企业财务保守行为的研究视角

基于我国特定的经济制度和资本市场的不完善,我国企业再融资时首选配股或者增发,其次是具有延迟股权融资特性的可转换债券,借助于债券市场进行融资是最后的选择,而且从所发行的债务期限结构来看,中期和短期的债券居多。理论上来说,债务利息由于可以再缴纳所得税前扣除,而股利只能在纳税后分发,因此相对于权益融资,债务融资更能让企业获益,但是事实上我国这种融资现状似乎和理论相悖,李延喜等(2008)专门就所得税优惠与我国上市公司的财务保守行为进行了深入的研究,建立了不同优惠政策下的企业的财务决策模型,实证研究表明在我国所得税优惠对企业的吸引力不大,税收优惠对于企业是否采用财务保守影响不大。现阶段对于企业财务保守行为影响因素的研究主要围绕着我国资本市场的融资环境以及制度背景、内部人控制以及资本市场时机等展开的,对于立足于产品市场竞争,直接研究企业财务保守行为的文献并不多,本文基于现阶段产品市场竞争与企业资本结构选择二者之间的互动关系的研究为基础,将研究视角切入到企业所在的产品市场。

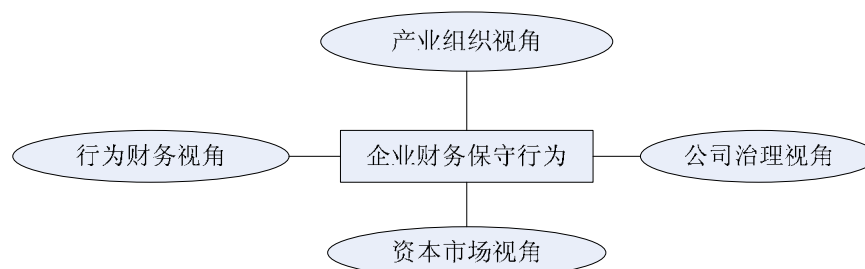


图 2-1 现阶段有关企业财务保守行为研究的不同视角

2.2.1 基于资本市场视角的研究

企业财务保守行为的判定是立足于企业的资本结构,所谓的企业资本结构是指企业取得一系列长期资金的主要来源以及构成。企业在面临资金需求时,一般有两种资金筹集的方式,外源融资和内源融资。外部融资主要借助于资本市场上

发行股票或者债券,或者通过银行借款来实现。但是我国的资本市场中,债券市场发展速度严重滞后于股票市场,企业难以通过债务融资来满足其对于资金的需求。如果依据传统的资本结构理论,企业在面临着融资需求时,首先考虑内源融资,其次才是负债融资和股权融资,但是国内有许多学者都证实了在我们国家企业在资本结构上表现为股权偏好,一部分从制度上来解释,我国资本市场上股权分裂是导致我国企业财务保守行为的一个原因,另外还有一个重要的原因就是融资成本的差异。我国的资本市场发展速度较之于西方资本市场来说较为缓慢,在资本市场发展比较成熟的西方国家,债务融资成本比较低,通常是低于股权融资成本。然而在我国资本市场发展的不完善以及债券市场发展速度的滞后都使得这一点在我们国家完全表现不出来,相反,通过发行债券满足融资需求的成本反而高于股权融资的成本。利用负债实现资金融通的目的,通过求助于银行借贷资金是有一定局限性的,发行债券的成本又相对较高,因而,我国上市公司在面临融资需求时,倾向于选择资本成本较低的股权融资,使用负债的积极性比较低。

2.2.2 基于公司治理视角的研究

伴随着公司治理理论的发展,学术界对于企业呈现出的保守的财务现象提出了新的解释,比如内部人控制等都有可能是导致我国上市公司倾向于选择保守的财务行为的直接原因。基于公司治理角度解释企业财务保守现象的学者代表有 Kim & Sorensen(1986)、Friend & Lang(1988)等。魏成龙和杨松贺(2010)将我国这种“异常有序融资”即保守的财务决策归结于上市公司的“圈钱饥渴症”,因而,从公司治理的角度看,在面临着资金需求时,通过不断地增发和配股可以提高大股东的控股集中程度,资本结构上就表现为保守的财务行为,这种保守行为的潜在动机就是更好的方便大股东更好的实施隧道行为,侵占中小股东利益。我国学者林敏和干胜道(2006)以五粮液股份有限公司为例对于企业财务保守行为的原因进行了剖析,其分析表明控股股东以及实际控制人是影响企业财务保守决策制定的主要因素,类似的还有学者赵蒲和孙爱英(2004)的实证研究也证实了控股股东常常更加偏好增发和配股的方式来获取再融资所需的资金,进而导致企业的财务保守。

2.2.3 基于行为公司财务视角的研究

行为财务视角下对于企业财务保守行为的研究主要是基于“资本市场时机”理论,所谓的资本市场时机理论是指在非有效的资本市场中,存在着融资的“机会之窗”,使得公司经理会根据市场时机的识别选择不同的融资方式,即企业在高价的时候发行股票,在低价的时候回购股票,赵蒲(2005)通过建立一个双阶段的基于行为公司财务理论的财务保守行为决策模型,分析的结果发现在市场高估的市场时机条件下,企业实际的财务杠杆水平低于市场预期的财务杠杆,从而会产生财务保守行为,企业借助与投机的市场环境募集的资金越多,公司的财务

保守行为就越明显。因而,从某种意义上来说基于资本市场时机理论对企业财务保守行为的解释可以概括为企业财务政策的选择实际上是一系列对于市场融资机会的选择效应的累积,是特定市场环境的产物。

也有一部分学者基于行为财务中的认知偏差和前景理论为基础,认为在不确定条件下的财务决策选择过程中,大部分的决策制定者都存在着一定的认知偏差,他们认为企业财务保守行为表现在资本市场上就是资本结构决策中选择的负债率低于期望值理论的预测值,有点类似于前述中的目标资本结构判定法,只不过对于目标资本结构的测定方法上存在着差距,并且提出决策者心理上的认知偏差和较低的财务困境成本是导致资本结构决策中财务保守行为的重要原因(张波涛、李延喜、栾庆伟,2008)。

2.2.4 基于产业组织视角的转换

伴随着 80 年代后期产业组织理论与财务理论的进一步交叉融合,学术界对于企业融资决策的研究开始关注企业所在的行业背景、行业竞争等要素,后续呈现出了许多有关二者之间的交叉研究。即使如此,现阶段的研究主要是围绕着产品市场竞争与企业资本结构选择之间的互动研究。对于产品市场要素和企业财务保守行为的直接研究涉及的非常少,而且这些文献对于产品市场竞争为何会导致企业财务保守行为的解释大都是基于企业为了保持后续财务灵活性的需要,为后续的企业发展储存张力。本文将对企业财务保守行为的研究背景切入到产品市场竞争,主要就是以现阶段有关产品市场竞争与企业资本结构相关文献的研究结论为依据,对产品市场竞争与企业财务行为趋于保守的现象进行衔接,将产品市场竞争导致企业降低负债水平,选择较低的杠杆水平的研究结论提取出来,构成了本文接下来的第三小节,考虑到本文的研究重心是考察产品市场竞争下的企业财务保守行为,因此有关二者之间更加详细的文献综述见本部分的第三小节。

2.3 产品市场竞争与企业财务融资决策的相关研究

80 年代后期,Brander & Lewis 发表在美国经济评论杂志上的《寡占与财务结构:有限责任效应》一文,通过分析财务杠杆对企业竞争行为的影响,首次将产业组织学与资本结构理论联系起来。伴随着产业组织理论的蓬勃发展,产品市场竞争与企业融资行为之间有了进一步的交叉和融合研究,但是国外学者对于二者之间互动关系的研究大都是在 Brander & Lewis 构建的二阶段双寡头模型基础上分析融资决策对于企业在产品市场中所采取的竞争策略的影响,主要分析资本结构对企业在后续市场竞争中的价格以及产出的影响,分析的依据主要是债务融资的有限责任效应和破产风险效应,所考查的是资本结构的战略效应在产品市场上的表现。对于产品市场竞争如何影响企业负债水平的研究则大都是实证研究,本文考察产品市场下的企业财务保守行为其研究的作用方向是产品市场竞争作用于企业融资结构,即产品市场竞争如何影响企业负债水平的选择,企业在什么

情况下会倾向于降低自身的负债水平,选择债务保守。通过对现阶段有关产品市场竞争对企业资本结构选择的文献整理,本文按照所考查的产品市场竞争变量的不同对文献进行了归类,分别从以下三个方面对现阶段有关二者之间的研究结论做一个综述。

2.3.1 产品市场竞争环境对企业财务融资决策的影响

从现有的有关产品市场竞争环境影响企业财务决策行为的相关文献来看,考察产品市场竞争环境与企业财务融资决策之间的关系主要是基于研究企业所处的外部大环境一些宏观层面的因素来研究其对企业财务决策制定的影响,是基于战略管理对企业融资决策的影响为视角。战略管理视角下企业的融资决策是一项职能战略。Barton 和 Gordon (1988) 认为企业融资决策的选择是企业管理层在对外部环境进行 SWOT 分析以后做出的一种选择。对于企业而言,它的存在就是为了满足外部市场上消费者的需求,经济波动下消费者的需求变动会很大程度上引起公司经营的变动进而导致经营风险增加,干扰到公司各项决策的制定,这其中必然也包括财务决策。比如,Chung(1993)研究发现外部市场不确定的程度影响着企业融资决策的选择,市场不确定性与资本结构之间存在着负相关的关系,即市场环境越不稳定,杠杆水平越低。同样,企业的行业特征差异和企业所处的产业生命周期的不同阶段等都会引起企业在制定各项决策时需要考虑的因素和关注的重心都不同。

(1) 经济周期

Chung(1993)从企业经营风险和资产特性角度研究资本结构,所谓的资产特性是指企业资产呈现的方式,固定资产居多还是无形资产居多等,其研究发现市场不确定性(需求多变性)与资本结构存在负相关关系。当企业所面临的经营周期是处于快速增长的阶段,也就是市场不确定性较低时,如从事公共事业的公司会倾向于大量使用债务融资,而在比较不稳定的市场时,则多采用股权融资。经济衰退时,Chevalier & Scharfstein (1995) 的实证研究发现,不完全竞争市场中的企业如果持有较高的负债比例,高负债会弱化其在市场中的竞争地位,在遭遇经济危机时,企业就会降低自身的负债水平。类似的,Opler & Titman (1994) 验证了经济衰退期下,产品市场竞争中的企业更倾向于保持一个较低程度的负债率。Simerly & Li (2000) 围绕着企业所处的行业环境动态性、融资结构与公司绩效之间的关系进行了实证研究,结果表明企业在进行资本结构决策时应该充分考虑其所处的外部环境,如果是相对稳定的环境,提升自身的负债比率在高度动态的环境中更能提升公司的绩效。

(2) 行业特征

Boewn (1982) 和 Bradley (1984) 均都研究发现不同行业的资本结构存在着很大的差异,Wanzenried (2003) 认为企业的财务决策严重依赖于特定产品市

场的特性,我国学者郭鹏飞和孙培源(2003)在研究资本结构的行业特征时,发现产品市场竞争的环境下行业特征对资本结构决策影响很大,在不同的行业特征背景下,企业之间的负债水平存在着显著的差异。

(3) 产业生命周期

根据产业生命周期理论,整个产业生命周期可以分为导入期、成长期、成熟期以及衰退期四个阶段。在整个产业生命周期中,企业的销售额和净利润是逐渐递增的,在经历成熟期以后,此时现金流入开始放缓,进入衰退期以后,销售额和利润都表现出下降的趋势。根据产业生命周期呈现出的这一特征,可以推导出其经营风险和财务风险是两个相逆的变化趋势,因此企业必须根据自己所处的行业生命周期的阶段来制定自己的财务决策,选择自己的负债水平。国外学者Wokukwu(2000)研究了行业生命周期与资本结构之间的关系,位于行业成长期中的企业经营利润比较丰厚,现金流入持续增长,企业的财务决策比较保守,更多地倾向于使用内源资金。根据我国学者赵蒲和孙爱英(2005)归纳的产业生命周期与资本结构决策之间互动关系的结果显示:在产业生命周期的期初导入期,此时经营风险异常高,财务风险比较低,此时应该保持一种较低的负债水平;在进入成长期后,市场格局正在风云变幻时,企业所面临的经营风险仍然处于高水平,为了能够在竞争中占领一定的竞争地位,企业可能在此期间要增加大量的投资和研发水平,加大营销力度等等。故而,为了后续不断投资的需要,企业应该在前期将自身的债务水平保持在较低的水平,为后续的持续资金投入预留一定的财务弹性。此时,企业对于经营过程中的财务风险比较敏感,对于那些成长中规模还不是太大的企业,更倾向于保持一种较低的负债比例来抵御潜在的破产威胁。在进入成熟期后,此时经营状况比较稳定,现金流入也比较稳定,有能力负担每个月的利息费用,企业应该适当提高自身的杠杆水平;进入衰退期后,企业的财务决策往往比较激进,此时财务风险异常高。类似的,有许多学者都认为产业生命周期中,成长阶段是最为复杂的一个阶段,因为,在产业周期的成长阶段和成熟阶段,进入厂商的数目是呈现递增的趋势,由于众多厂商的加入,竞争格局也在不断地变化着。因而,成长阶段下,企业的财务决策应该倾向于保守的水平,为后续的成长机会保留一定的财务杠杆张力。我国学者闵丹和韩立岩(2008)实证研究结果也证实了伴随着行业生命周期的进程,企业的财务决策行为由初始的低负债开始慢慢地放宽,负债比例不断的增加。左志芳(2009)在分析产业生命周期如何作用于企业资本结构的选择时指出在逻辑上产业生命周期对企业资本结构的影响机制是通过影响企业的经营风险和财务风险进而通过“资产负债表”影响企业的资本结构安排。总之,产业生命周期作为较为重要的外部经济变量对企业的融资决策将产生重要的影响。

2.3.2 产品市场竞争战略对企业财务融资决策的影响

对于产品市场竞争战略与企业融资决策之间的关系,研究的对象主要是那些实施多元化并购或者执行创新战略的企业,比如 Kochhar & Hitt (1998)研究发现企业在制定和实施相关范围内的多元化战略时,通常表现出一种财务保守行为,但是其没有对这一现象给出特别详细的解释。Jordan(1998)等对竞争战略和资本结构之间交互作用的实证研究发现:追求创新战略的公司债务水平最低,其财务政策倾向于保守的水平。同样的研究结论还有 Roy 和 Li (2000)以美国厂商为样本,研究了市场环境状况、资本结构和企业创新之间的关系,实证研究结果表明,在环境比较紊乱或者动荡的形式下,企业的财务杠杆水平和创新投入水平负相关,而在相对稳定的环境中,财务杠杆和创新正相关。O'Brien (2003)也研究发现如果公司的发展越发的依赖于创新型战略,那么公司负债水平就应该越低。我国学者章细贞(2008)利用2003-2005年沪深两市所有A股上市公司的相关数据就竞争战略对资本结构的影响问题进行了实证研究,研究发现负债比率与差异化战略及成本领先战略显著正相关。这与前面所述的理论分析中差异化战略应选择低杠杆的资本结构并不一致。

尽管已有文献的研究结果存在着不一致,但是我们可以肯定的是产品市场竞争战略对企业的财务决策行为会产生一定的影响。又因为,最优资本结构的选择是企业在应对行业竞争的战略性决策之一,竞争战略的不同会影响企业在融资决策中的偏好,企业会从长远角度结合其战略选择适宜的融资渠道,在经营风险和财务风险之间权衡,选择适合自身未来发展的最优财务行为。

2.3.3 产品市场竞争程度对企业财务融资决策的影响

在现阶段考察产品市场竞争度与企业融资决策的文献比较多,从国外的研究方法来看,主要是模型分析和实证分析两种方式。通过展开模型进行分析的文献所依托的模型主要以 Brander & Lewis (1986)所建立的二阶段双寡头古诺模型为基础进行的扩展和改进,Brander & Lewis (1986)通过模型分析认为负债具有战略效应,因而得出产品市场竞争程度与企业负债水平正相关的结论。然而 Showalter (1995)将 Brander & Lewis (1986)的古诺模型扩展到进行价格竞争策略的伯川德模型中,得出的结论则是债务融资的战略效应并没有得到体现,相反降低了企业的投资收益水平,所以市场竞争程度和企业负债水平负相关。此外,也有部分学者通过实证分析来考察二者之间的关系,比如 Zingales (1998)实证研究发现在当产品市场中存在着竞争时,企业当前的债务水平的选择会影响企业在后续产品市场中的竞争力,也会影响企业在参与下一轮竞争的投资能力,因而当企业所处的行业竞争程度比较高时,企业应该保持较低的负债水平为后续的发展以及参与下一阶段的市场竞争提供足够的财务张力,保持一定的财务弹性。

从国内的研究情况来看,国内学者关于产品市场竞争和资本结构之间的研究

起步比较晚,朱武祥(2002)以燕京啤酒为个例进行的案例分析首次从企业所面临的产品市场竞争程度在研究企业财务杠杆和融资偏好,并得出产品市场的竞争和资产负债率呈现出负相关的关系,即市场竞争越激烈,财务行为越保守。后续对于产品市场竞争与企业融资行为之间的交互研究的展开大都是基于实证分析基础之上,对于产品市场竞争程度的衡量变量主要用市场集中度、交叉价格弹性以及企业销售额对竞争对手行为的敏感程度等等,也有的学者将主营业务销售利润率以及衡量企业运营效率的周转率指标结合在一起计算出一个综合指数,该行业内所有公司的指数均值即表示企业所在行业的竞争程度。但是得出的结果却不大一致,主要呈现出三种不同的结果,一种是产品市场竞争与企业资本结构决策之间是存在着正相关的关系,主要代表有刘志彪等(2003)学者,他们首先是通过建立一个经济模型,同 Brander & Lewis (1986) 的主题思想一直,认为企业借助于负债融资实质上是希望借助于负债融资的特性向产品市场发出一种信号,或是传递一种策略,试图借助于负债的有限责任效应向行业内的其他竞争者传递自身的战略,并且利用国内深沪两地上市的公司数据进行二者之间关系的实证分析,结果表明在我国产品市场竞争与企业资本结构决策之间存在着正相关的关系。研究得出二者之间成正相关关系的还有钟天丽和范宇(2004)、朱玲和史东辉(2008)等,姜付秀等(2008)再一次的实证研究发现,在产品市场竞争程度比较激烈的行业,企业的资本结构偏离目标资本结构的幅度越小,根据企业财务保守行为的目标资本结构判定法,企业现阶段的资本结构与目标资本结构越是接近,企业就不存在财务保守行为。因而,在竞争程度越弱的行业中,企业的财务决策越保守。闵丹和韩立岩(2008)也得出了相似的结论,行业中集中度越高,行业中前几家企业市场份额占比越多,行业的平均负债率越低,财务行为越保守。集中度比较高的行业由于具有较高的进入壁垒,限制了该行业上市公司的数量和竞争程度,从而,产品市场中的现有企业对于市场中的定价有一定的掌控力,因而行业集中度比较高的企业有着较低的经营风险和财务风险,此时这些企业更倾向于选择股权融资,财务政策比较保守。也有一部分学者利用我国深沪两地上市公司的数据进行实证分析后的结果呈现出产品市场竞争与企业在选择资本结构决策之间存在着负相关的关系。这一研究结论的主要代表学者有陈建梁和王大鹏(2006)等,他们认为应该采取保守的财务政策以避免在产品市场竞争中高负债可能引发的财务风险。苏欣欣和孙伍琴(2011)以采掘业和信息技术业分别代表寡头市场和近似的完全竞争市场,分别选取了27家和48家上市公司在2005年-2009年之间的数据,实证研究发现在寡头垄断市场中,企业面临的竞争强度与负债水平负相关,在企业面临融资需求时,主要借助于内部留存和股权融资,然而,在完全竞争市场中,企业面临的竞争强度与负债正相关,试图以负债融资传递一种战略信号,迫使对方做出让步或者退出市场。也有一些学者基于处于产品

竞争中的企业与上下游供应商关系的强度对企业保守财务决策的影响,其中心思想是在企业应对产品市场竞争的过程中,会面临竞争对手为争夺市场份额发起的价格战或者营销战,这些都会增加企业的运营成本,继而降低企业的利润水平和现金流入量。如果企业的负债水平过高,投资期末遭遇萎缩的现金流可能没有办法还本付息,企业就会陷入财务危机,那么与之相联系的其他利益主体诸如客户、供应商等会基于自身利益降低与企业的经济往来,此时经营风险也会相应地增加。同样,我国学者也有一小部分学者利用深沪两地的数据进行实证分析后对于资本结构决策与产品市场竞争之间的关系没有得到明显的线性相关结论,他们认为二者之间的关系呈现出一个倒 U 型,研究得出这一结论的代表学者有李青原和陈晓等(2007)基于专用性资产视角对我国制造业上市公司的融资决策行为和其所面临的行业竞争要素之间进行实证分析得出二者之间存在着一个倒 U 型的关系,此外,姚益龙和邓湘意(2010)等基于产品竞争视角,借助于负债融资的有限责任效应和破产风险效应认为企业为了更好的应对产品市场的竞争,在进行融资决策时会衡量不同融资选择所带来的风险和效益问题。基于债务融资带来的破产风险效应和有限责任效应,在产品市场竞争程度达到某一临界水平之前,若公司现有资产的流动性较强,变现能力和抵押保证能力能够确保其能够偿还到期债务,不会引致财务风险,此时,由于债务的有限责任效应,竞争越激烈,企业越倾向于进行债务融资。随着产品市场竞争程度的持续增加至某个临界值以后,公司的偿债能力受到限制,考虑到债务的破产风险效应,其公司资产负债率水平会随着市场竞争程度的增加而降低,因此,考虑到两方面的效应问题,则产品市场竞争程度和资本结构之间呈现出一种倒“U”型的关系。

2.4 文献述评

2.4.1 对企业财务保守行为概念界定及判定方法的述评

对于企业财务保守的概念现有文献都只是用一两句话就对其做出了解释,那就是企业持续的较长一段时间范围内将负债水平保持在一个较低范围内的财务行为就称之为财务保守。本文以产品市场竞争为起点,认为企业所呈现出的财务保守行为是在考虑了对于未来产品市场竞争的预期以后,顾及到未来产品市场竞争的环境以及企业自身在未来产品市场中的竞争战略以及竞争力,在各种竞争要素基础上综合考虑所表现出的一种短期或者长期的维持较高负债偿还能力的行为。

关于企业财务保守行为的判定,如果单纯的比较静态判定方法和动态判定方法的区别,二者主要是围绕着对于企业最优资本结构的衡量是以固定的负债比例还是不断调整着的动态负债水平为标准存在差异。早期有关融资决策的分析研究都是建立在一个静态分析的基础之上,后来随着资本结构理论不断发展,研究发现资本结构是企业财务活动的行为结果,但是企业的财务行为不仅仅受到其所

在的宏观经济市场的约束还有一些公司自身因素的限制。总的来说,影响企业资本结构选择的因素有很多,也非常的复杂,不仅仅包括一些宏观变量,诸如宏观经济环境、宏观经济政策等,还有企业所处的行业自身的行业特性、行业周期等变量的影响,还包括一些企业自身因素比如企业自身的规模、治理机制等微观因素的作用。这些诸多不同层次的变量的影响使得企业的最优资本结构一直都处于一个不断地变化中。既然资本结构本质上是动态的,那么对于企业财务保守行为的判定动态判定方法较之于静态的判定方法更加的准确合理。但是在我国现阶段的研究文献中,关于企业财务保守行为的判定大都是使用静态标准判定方法,静态判定方法更加的简单直接。动态目标资本结构虽然优点比较突出,但是也有局限性。其局限性一方面表现在考核的变量太多,计算起来非常复杂,虽然准确性更高更加的合理,但是静态标准判定方法使用起来更加的简单直接。另外一方面,动态目标资本结构模型大都是西方学者依托西方成熟的资本市场环境以及产品市场环境构建的,在我国国家不一定能够合理的适用,我国国家不成熟的资本市场是导致模型适用性差的一个原因,还有另外一个原因是我国国家的产品市场不同于国外市场控制为主,我国国家市场经济只占经济运行的一个部分,还有来自于政府的调控。所以综合来说,动态目标资本结构判定不一定适用。本文以为行业资本结构就是企业目标资本结构的替代,所以在本文后续的分析部分将以行业资本结构作为企业财务保守行为的判定依据。

一方面,不管是静态的判定标准还是动态的判定标准,其核心都是用资本结构来解释企业的财务保守现象,资本结构主要是制企业长期资金的来源和结构,是在解释企业长期的财务行为趋于保守,但是企业的财务保守行为也可以是短期行为,比如大量的持有货币现金和有价值证券,货币资金占流动资产的比重比较大等等。另一方面,仅仅考虑以资本结构来判定企业的财务保守行为,只是停留在资产负债表的右边的项目,如果以产品市场竞争切入,还需要考虑到企业在产品市场上的经营状况。鉴于以上两点,本文认为对于企业财务保守行为的考察不应该建立在单一的评价体系之上,应该利用更多的指标综合判定。

2.4.2 对企业财务保守行为研究视角转化的述评

沿着企业财务保守行为的研究视角的逐渐深化,可以发现其实际上是追随着新资本结构理论的发展而逐渐延续和拓宽的。早期对于资本结构的选择就是基于资本市场融资视角,资本成本是最主要的考核变量。紧接着以信息不对称为中心的新资本结构理论的发展,财务学界开始从公司治理的视角研究和解释企业选择较低负债水平的原因。行为财务的发展又再一次为企业的财务保守现象的研究提供了新的突破口。然而,无论是上述哪一种视角都是以单一框架内的微观个体为研究对象,对于财务行为的研究游离于企业所在的产品市场竞争中的产出、价格以及投资行为之外。将产业组织理论引入,从产品市场的视角切入深化了企业的

财务行为的研究，也是本文研究的主要内容。

本文研究的中心思想是：企业财务决策的制定并不是基于某一单独的影响因素，而是一系列因素和层次的综合作用的结果。企业财务决策和企业产品市场决策之间必然存在着不可分割的联系，比如企业经营产生的现金流水平取决于公司所面对的行业竞争结构、行业竞争强度以及企业所采取的行业竞争战略，企业的现金流水平又在一定程度上影响着企业的财务决策行为等。综合来说，不管是从公司治理角度还是行为财务角度研究企业保守财务行为都是基于企业这个单独个体而开展的研究，没有将企业放置在一个面临的众多不确定的大环境下，如果考虑到产品市场竞争这个大要素，“资本结构之谜”中的困惑在一定程度上可以得到部分解释。

2.4.3 对产品市场竞争与企业融资决策相关研究结论的述评

在企业持续经营过程中，任何一项决策的制定都必须服务于企业的整体发展方向，必须着眼于企业发展的长期战略。所谓的企业财务保守行为就是指企业在持续时间段里其负债比率一直维持在一个较低的水平上，在面对融资需求时，倾向于股权融资，很少使用债务融资。财务传统保守行为颠覆了以往经典资本结构理论里认为企业在不增加财务风险的情况下倾向于借助于债务融资的税盾效应降低融资成本的思想。尽管财务学界对于企业财务行为的研究一直都很热衷，然但是，从产品市场竞争视角切入直接对企业财务保守行为进行分析的文献很少，现阶段的研究大都是围绕着产品市场竞争与企业融资决策之间的互动关系而展开的，本文在这些文献的基础上进行归纳，将产品市场竞争与企业财务保守行为之间的关系进行衔接，概括如下。

对于产品市场竞争环境，本文在前面有关产品市场竞争与企业财务融资决策之间关系进行综述的时候，对于产品市场环境进行了细分，行业特征、行业政策以及产业生命周期。行业特征不同，企业之间的财务决策行为也一定会有差异，对于一些专用性资产投资要求比较多的行业，鉴于专用性资产其严重依赖于资产一体化组织的特性，实证研究的结果均发现某一行业所需的专用性资产投资程度越高，企业的财务行为就越应该趋于保守。同时某一产业其行业政策越不稳定、政府对该行业的发展缺乏扶持性的政策，企业就应该降低自身的负债水平，选择较为保守的财务行为。对于处于不同产业生命周期的企业而言，其负债水平是和成长阶段负相关的，即位于产业生命周期初创阶段和成长阶段的企业其负债水平应该保持在一个较低的水平，企业应该选择保守的财务行为。

对于产品市场竞争战略对企业资本结构影响现阶段实证研究的结果不太一致，比如有一部分关于创新战略对企业财务决策影响的实证研究表明创新战略和企业的杠杆水平正相关，即企业在产品市场竞争中的创新力度越大，其对应着的资产负债率就越高，但是也有一部分学者的研究结果发现二者之间是反向变动的

关系,企业的创新投入更多的是依靠留存,而不依赖负债进行,因为企业的创新过程充斥着风险,为未来的经营带来了不确定性。所以现阶段的研究对于产品市场竞争战略对企业财务保守行为的影响还没有得到一致的结论。

对于产品市场竞争程度对企业财务行为的研究比较多,在前面对有关产品市场竞争程度与企业财务融资决策之间交互作用的文献归纳整理时对于产品市场竞争程度和企业财务行为的研究大部分都是实证研究,也有部分是模型研究。在这些实证研究中,有关产品市场竞争程度的表示变量都是用行业集中度 HHI,实证研究结果表明某一行业其市场集中度越高,说明行业中企业之间的相互作用就越明显,企业之间的博弈意义重大,竞争比较激烈,企业之间的竞争模式也多种多样,此时,企业的财务行为就应该趋于保守,债务的比例结构中也应当适当的降低流动负债的水平。

3 产品市场竞争对企业财务保守行为的影响机理

3.1 产品市场竞争影响企业财务保守行为的理论分析

产品市场竞争是指在市场经济中,各个经济行为主体由于自身利益的驱动,不断地增强自己的经济实力,排斥同类产品的经济实力,那么企业才参与市场竞争的过程中必然要不断地实施一系列的竞争行为,也可能需要应对竞争对手的竞争行为做出回应。不管是自身的主动地采取竞争行为还是被动的做出回应,企业都需要投入一定的资金去参与竞争,企业必然要面临着各种融资需求。然而,由于现实资本市场的完善,企业在制定自身的融资决策时必定会受到一系列因素的综合影响。企业所处的行业环境以及行业特征行业竞争状况以及企业应对竞争所采取的竞争战略都会最终反馈到企业财务决策的全过程,对企业在选择其财务行为是趋于激进还是保守等都会产生一定程度的影响。

本文在第二部分文献综述中在对产品市场竞争与企业财务融资决策的互动关系研究的结果进行回顾综述的时候,将产品市场竞争这个大要素按照现阶段研究的结果进行了分类,分别从产品市场竞争环境、竞争战略以及竞争程度三个方面进行了详细的阐述。文献部分的研究结果都是基于行业展开的实证分析得到的结论,研究的对象都是基于整个行业层面而展开的,即产品市场竞争对行业中的企业财务决策行为有怎样的影响,如何影响以及影响的结果是什么。然而,本文研究对象是单个企业,对于某一个行业中单个企业的财务行为不同于同行业的其他企业,独独地呈现出保守现象而做的研究。立足于企业所在的行业市场,产品市场的竞争现状将影响企业竞争战略的选择也影响企业在未来产品市场中的竞争力进而影响企业在产品市场竞争中的风险-收益机制,企业对未来竞争状况的预期会影响企业在现阶段的财务行为。所以,在本部分的理论分析中,三个要素之间不是并列的关系,三个要素并列分析只能解释行业行为,无法解释某个行业中的企业个体的财务保守行为。企业对于财务保守行为的选择是基于自身对于未来竞争状况竞争格局以及自身竞争力预期等综合因素作用的结果。

本文在理论部分具体的分析框架如下图所示:

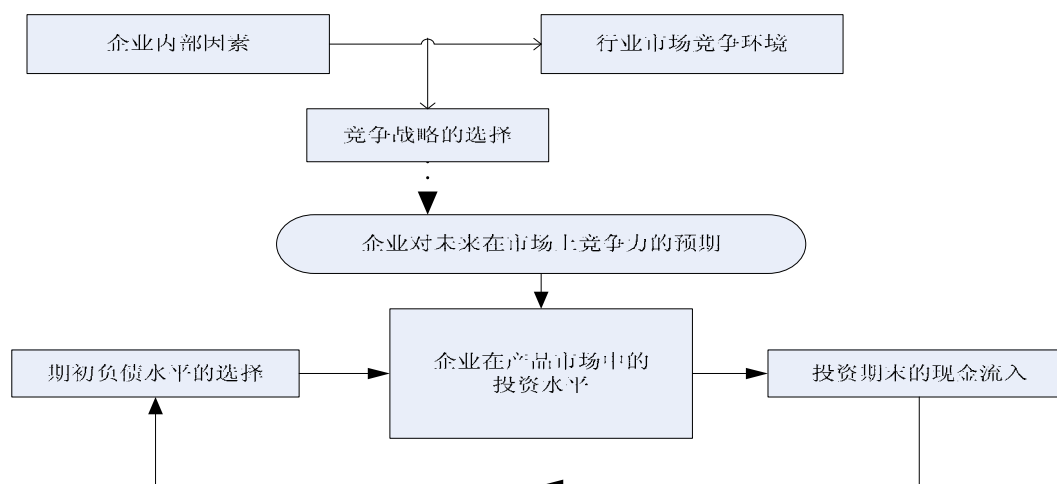


图 3-1 理论分析框架图

3.1.1 产品市场竞争环境、竞争战略与未来竞争预期的关系分析

信息技术的不断发展使得环境变化的速度明显加快，市场在变，竞争在变，需求在变，环境变化的日趋复杂性、不确定性增加了产品市场中企业运营的风险。高度不确定的竞争环境对企业战略选择的影响也越发的深刻。受市场竞争环境的影响，企业在应对不断地变动环境时，必定会相应地做出一系列的竞争行为与之相适应，这一系列的竞争行为的集合就称之为战略。进而企业在产品市场竞争所采取的一系列的竞争行为又会引起其他参与竞争的企业的一系列的回应行为，如此互动的结果会加速整个行业的发展以及竞争格局的演变，也会影响企业对于未来竞争程度的预期。产品市场竞争现状、竞争战略与对未来竞争程度的预期之间的作用图如下所示：

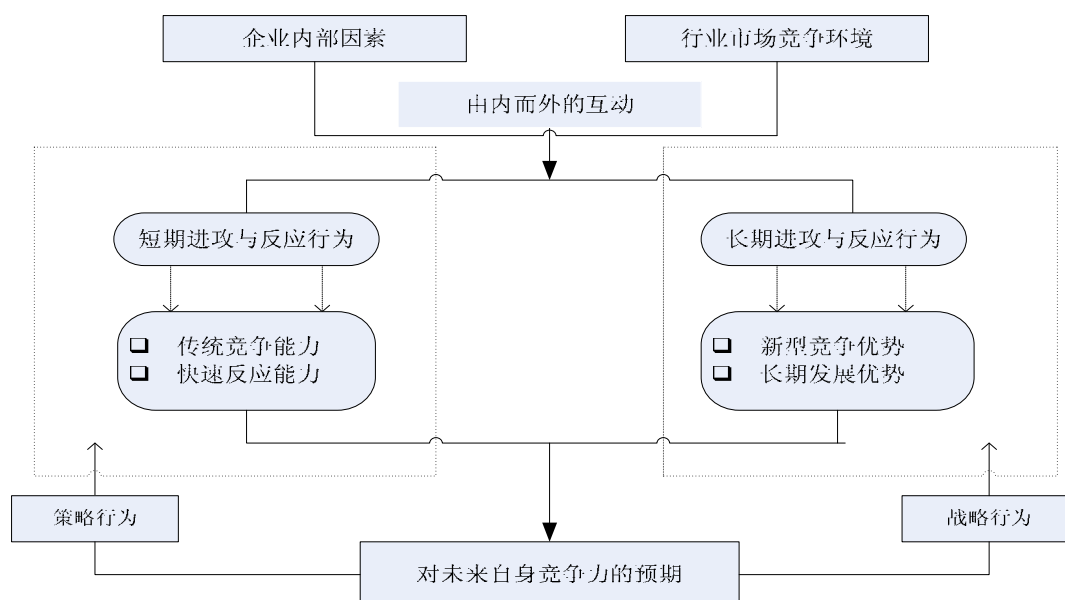


图 3-2 产品市场竞争环境、战略影响未来竞争预期的路径图

(1) 产品市场竞争环境对企业竞争战略选择的影响

产品市场竞争环境主要包括外部竞争环境和内部环境两大类，外部环境主要

是指企业所面对的宏观环境、行业周期、产业经济政策等等,内部环境则是指其他利益相关者,比如具有谈判地位的供应商、企业的客户、员工以及债权人等等。本文所研究的产品市场环境主要是外部竞争环境。竞争环境对于企业在参与产品市场竞争过程中的影响至关重要,所以企业在制定各项经营决策时必须要考虑其所处的产品市场的竞争环境。产品市场竞争环境的好不好没有一定的判定标准,西方学者 Khandwalla(1996)以市场上是否存在投资机会来判断,如果市场上投资机会比较多就说明整体行业竞争环境比较好,否则投资机会相对缺乏就可以判定市场竞争环境是不利的。我国学者伍容辉(2009)在学者 Khandwalla(1996)以投资机会作为判定标准的基础上增加市场竞争的激烈程度这个指标来判定竞争环境的有利和不利,并且将竞争环境分成了四个维度进行了细分的判定。竞争环境的不同需要企业做出不同的反应,而且对企业反应速度的要求也不一样。

企业竞争战略是企业总体战略的一部分,也可以称之为业务层战略,企业竞争战略不同于企业战略,是在总战略的制约下,指导和管理业务经营层次的计划和行动。企业的竞争战略是一系列竞争行为的集合,比如说企业在产品市场中的大举并购活动、企业对新的市场的开拓以及多元化的发展、与上下游之间建立合作联盟的关系以及发动价格战、营销战等等。企业的竞争战略所要解决的核心问题是企业如何巩固其在产品市场中已有的竞争份额和开拓新的市场份额,维持和提升自身在产品市场中的竞争地位。

竞争环境对于企业在参与产品市场竞争过程中的影响至关重要,所以企业在制定各项经营决策时必须要考虑其所处的产品市场的竞争环境。产品市场竞争环境可以传达出许多信息,企业对于竞争环境的分析可以对自身所面临的机会和威胁进行扫描。产品市场竞争环境还会像企业传递一些市场信息,比如所在的市场是否存在潜力,再比如有关竞争对手的信息等等。在企业制定竞争战略之前,必须对产品市场竞争环境进行分析,分解出其所需要的各种信息。此外,通过对产品市场竞争环境进行分析,也可以使企业更进一步的了解自己的业务在市场中的地位,更加合理的配置自己的资源。竞争程度和竞争格局也传递着企业在制定战略时需要关注的信息,比如现阶段的竞争对手以及潜在的竞争对手,其他企业所采取的竞争策略等等。

企业竞争战略的选择决定着企业未来在产品市场中的行动,必须要随着市场环境的变化而变化。企业的竞争战略是在企业所处的外部市场竞争环境与企业组织内部协调基础之上制定的,如果外部因素和内部因素协调的好,那么战略就会产生预期的效应,就会在未来产品市场中发挥作用。企业制定战略的出发点是追求自身在产品市场中的生存和发展,由于外部竞争环境的复杂程度日趋增长,企业必须系统化的研究其所在的产品市场竞争的现状,分解出其所传达的信息,再结合自身的状况,才能制定出有效地竞争战略。

（2）竞争战略的选择对未来竞争预期的影响

所谓的企业竞争力是指在在竞争性的市场条件下,企业通过利用自身资源以及所获取的外部资源加以综合利用,为企业创造价值的能力,有了这种能力,企业能够比行业中其他企业更有效地向市场提供其产品或者服务,能够更加有效获取顾客的满意度,为自己在产品市场竞争中保持较高的竞争地位和影响力。企业竞争力根据层次的不同有具体的细分,最基础的层面是体现在产品或者服务层,主要是指企业能够更好地提供产品或者服务的能力,体现在产品研发阶段、生产阶段的成本控制、产品营销环节以及售后环节等等;上升到制度层面主要是指企业所拥有的一些资源关系,企业的品牌效应以及企业的规模优势等等;最顶层的竞争力主要是一些抽象的表述,包括企业文化、企业愿景、企业使命以及企业价值观等。在本文中所讨论的企业竞争力主要是指企业在产品层以及制度层,就是企业能够在产品市场中赢得竞争优势的一种能力。

企业竞争战略是依据企业所在的行业市场竞争的环境以及企业自身内部因素做出的综合选择的结果。企业战略主要是针对企业未来一段时间的发展所做出的规划,是在现阶段对于未来的环境评估制定的未来发展规划,其主要是着眼于企业长期核心竞争力的培养,注重的是企业长期的发展。企业战略的制定其支撑点是分阶段的短期的经营策略,这些短期策略旨在保持企业在短期内应对外界的快速反应能力,是在维持传统竞争能力的基础之上保持企业正常的运营。

企业竞争战略的部署是旨在未来在产品市场上执行怎样的竞争行为,意图达到怎样的竞争效果。但是,企业在产品市场上的竞争行为会引起其他参与竞争的企业一系列的回应行为,企业与竞争对手之间的这种竞争策略的互动会在一定程度上加速行业的发展以及产业演化的轨迹。所以企业的竞争战略在未来市场上并不一定能够得到预期的效果。尽管如此,企业的竞争战略还是在一定程度上为企业对于自身在产品市场上的竞争力提供了预测的基础。从某种意义上来说,企业基于产品市场环境和企业自身因素所制定的竞争战略就是期待未来在产品市场上能够获得什么样的竞争优势,所以其竞争战略传达出来的信息就是企业对于自身未来竞争力的评估和预期。

3.1.2 战略选择、未来竞争预期对企业财务保守行为的影响分析

伴随着技术的不断革新和经济的不断发展,外部竞争环境的复杂度和激烈程度都在递增,这一形势也就为企业的生存和发展提出了挑战和威胁。经营环境的不确定性和复杂性提高了企业在产品市场竞争中的经营风险。企业在其持续的参与市场竞争活动必然要不断地加大自身在产品市场上的投资水平,比如说为了保持产品的竞争力而不断地增加自己的研发力度提升产品性能等,假设企业获取资金的主要来源方式是负债融资,企业可能在经营活动中不断地经历筹集资金——投入资金——资金回收这三个阶段。根据权衡理论,较之于负债融资所带来的抵

税的好处,债务融资更应该关注的是其增加了企业的财务危机成本,因为企业在投资期结束后要就其期初所借入的资金还本付息。然而,企业所面临的经营状况的不稳定性会影响企业在投资阶段的投资效果,进而影响企业在投资期期末的现金流入。然而,企业对于在产品市场上投资规模是依据其对期初对于自身在未来产品市场上的竞争力做出的判断,所以企业对于自身未来竞争力的预期会影响企业在现阶段负债水平的选择。

当现阶段的竞争环境较好,整个经济大环境发展运行稳定或者说企业所在的行业刚刚进去成长期,再或者说对行业发展的利好的宏观政策频频出台,企业基于其所处的外部环境选择了适合自身发展的竞争战略并预期企业在未来能够实现竞争战略所要达到的竞争效果,对于自身未来在产品市场上将保持着较高的竞争地位时,会计划在下一阶段不断地加大投资力度,不断地扩大自身的经营规模,经营战略反馈到现阶段的财务政策上便是提升自己现阶段的负债水平,为后续投资提供充足的资金保障。

假设企业所在的产品市场现阶段的竞争环境比较动荡,未来的环境如果不能很好的预测,再或者说企业所在的行业其市场需求在不断的萎缩,即使企业依据外界环境及自身因素制定了较为合理的竞争战略,如果企业对自身竞争力的预期比较消极时,理性的企业不会在后续参与竞争的过程中盲目的增加投资,表现在期初的债务水平决策上就是会将自身负债水平保持在一个较为保守的比例上。一方面,因为对未来的预期不好的情况下企业的投资效果一定会打折扣,如果企业在期初保持着较高的负债比例,可能面临着到期不能按时还本付息的风险,使企业陷入财务危机;另一方面企业如果负债比例比较高,可能会在未来的产品市场中遭遇竞争力较强杠杆水平比较低的企业的掠夺,经营风险会增加,经营风险增加对企业期末现金流入的影响最终还是会使得企业陷入财务危机。所以企业应该在期初将负债水平保持在一个较低的比例上。

对于以企业个体出发研究产品市场竞争下的企业财务保守行为,不同于研究行业整体,如果将研究局限到企业自身,对于一个行业中某一个个体所呈现出来的财务保守行为的分析从产品市场竞争的角度就需要将行外部行业竞争现状与企业自身的战略选择以及自身在后续产品市场竞争中的竞争力结合起来分析,企业有悖于同行业中的其他企业选择保守的财务政策一定是基于企业自身在产品市场中的各种竞争要素综合作用的结果。

在不断变动的外部环境下,企业必须不断地更新升级自身的能力以迎合和适应外部环境的变动,企业提升自己在产品市场中竞争力的表现就需要一系列的竞争行为,加大研发、市场开拓、市场渗透等等,企业实施这一系列的战略的前提是要拥有可供支撑的资源,这些资源中最重要的就是资金。企业在借助于负债的方式筹集这一部分资金时,对于负债水平的选择就必须考虑到企业在后期竞争

中的竞争力水平,必须要就企业未来在产品市场上的表现做出评估,就未来投资可能的结果进行评估,这些评估的结果决定着企业战略实施期初的最优负债水平。如果企业实际的负债融资水平远远低于最优负债水平,企业的财务行为就可以称之为保守的财务行为。基于产品市场竞争的视角,企业对于自身负债水平的选择较为保守理解为是为了后期不愿意在产品市场上遭遇竞争对手的掠夺,或者说由于对预期竞争力的不确定性,为后期的债务融资预留一定的财务弹性等等。

3.2 模型设计

3.2.1 模型设计思路

伴随着经济全球化的大浪潮,企业的生存和发展越发的艰难,生存的环境越发的严峻,企业对于自身经营目标的选择就不仅仅是着眼于短期利益的最大化,而是要从全局出发,从企业长远的发展出发,追求的是持续经营和长期稳定的现金流入。外部环境的变化就需要企业适宜的改变自己提升自己,不断地增强自己应对外部变化的能力以及参与市场竞争的能力。因而,企业在参与这种持续化的竞争过程中需要不断地持久地连续地投入资金,实施一系列的竞争行为。企业在当前阶段的资金投入和投入规模势必将影响企业在一阶段的竞争力。相应地,企业在当前阶段投入的资金用于后续实施竞争行为在下一阶段产生的投资效果会受到产品市场中各种竞争要素与自身的竞争力的影响,投资效果表现在下一阶段投资期末的现金流入也会在一定程度上影响企业期初对于自身负债水平的选择。本文所建立的模型其基本思想是在产品市场竞争中为了保持一定的财务灵活性,考虑到未来产品市场竞争要素以及企业自身在未来的竞争力等综合作用,企业可以确定现阶段最优的负债规模,如果企业实际的资产负债率低于这一水平,就可以判定为企业的财务行为趋于保守。企业在应对来自于产品市场的竞争时,必须能够保持一定数额的闲置资金以及保留一部分的剩余负债能力来应对未来可能的突发状况,因为整个外部经营环境是十分动荡的,特别是后金融危机时代,整个宏观经济的不景气,企业在制定自身现阶段的财务决策时必须要考虑后一阶段企业可能面临的不确定性,以及未来可能出现的投资机会等等。

根据权衡理论,负债经营最主要的问题是在为企业带来一定的税盾收益的基础之上也增加了企业的财务危机的成本。从产品市场竞争的角度出发,企业所面临的竞争状况会影响企业的经营现金流,其与企业借助于负债筹集投资所需要的资金所带来的经营风险和财务风险是紧密联结在一起的。

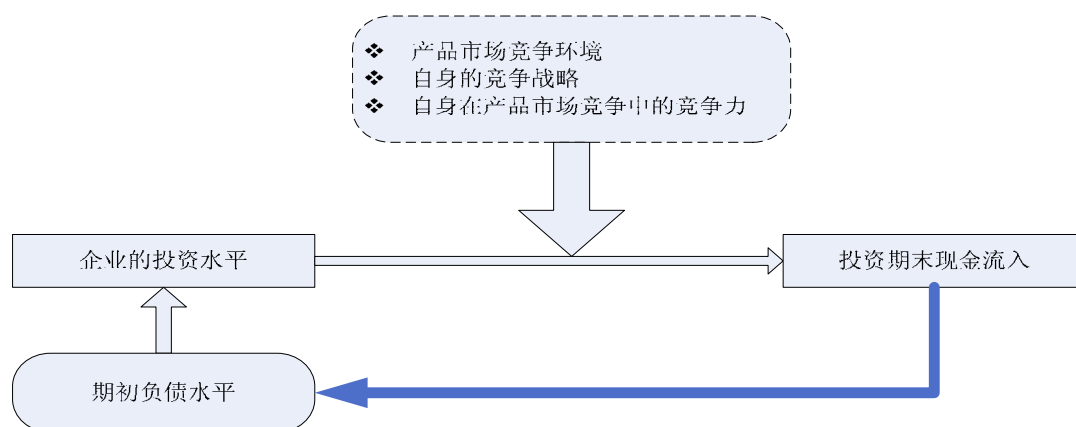


图 3-3 模型设计的路径图

本文基于产品市场竞争的企业财务保守行为的模型思路通过项目期末产生的净现金流入 NCF 来推导企业在项目期期初可承受的最优负债水平,当企业实际的负债比例小于该最优负债水平时,便可以将该企业认定为财务行为趋于保守,利用负债的积极性较低,债务税盾效应没有得到积极充分的发挥和利用。产品市场竞争下的企业财务保守行为研究主要是产品市场的竞争状况以及企业的竞争力会影响投资输出阶段的投资效果,影响企业期末的现金净流量而间接地干扰到或者说间接的作用于企业对于期初最优负债规模的确定,进而影响到企业的财务政策的选择,并以此来解释企业所呈现出的财务保守行为。

3.2.2 模型假设

以往对于企业融资决策的研究一般都是基于一个潜在的假设就是企业未来的生存环境是已知的而且是确定的,忽略了企业所在的产品市场竞争大环境下隐藏着的复杂和不确定因素对企业在选择融资渠道以及融资水平的影响。在一个充满产品市场竞争压力的行业中,企业的存续与发展往往伴随着不断地研发投入、营销投入等等。企业在为其投资所需的资金选择筹资方式时,考虑到产品市场竞争中的不确定性,企业的财务决策就不仅仅只是涉及融资成本或者债务税盾效应等方面的权衡,而是更多地将财务决策的选择与其所在的行业竞争环境、自身对于战略的选择、以及未来战略实施的效果预期、对自身未来的竞争预期等等相联系,选择最佳的债务规模,以求更好的实现企业的战略目标。

早在 2002 年,朱武祥就在《产品市场竞争与财务保守行为——以燕京啤酒为例的分析》一文中就构建了一个两阶段模型考察产品市场竞争对企业财务保守行为的影响,后来孙爱英 2007 年在其《产业特征、竞争格局与财务保守行为的关系》一文中也推导了一个二阶段模型,该模型是在朱武祥构建的模型的基础上进行了改进,细化了产品市场竞争的因素,进行了进一步的深化。本文所构建的模型是在孙爱英所构建的模型基础之上,丰富了产品市场的竞争因素,并且考虑了时间价值的影响,所构建的分析模型如下:

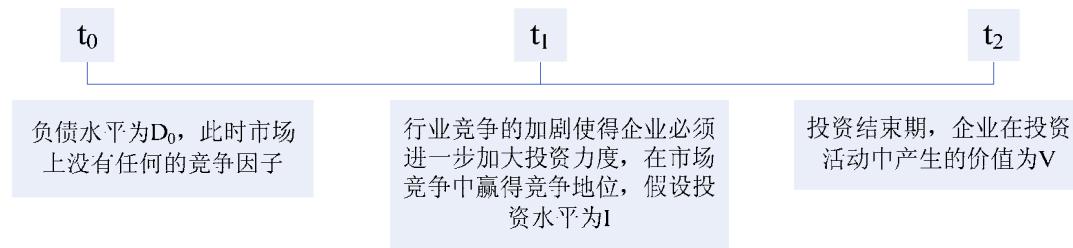


图 3-4 投资阶段图

3.2.3 模型推导

假定摒弃产品市场上的竞争因素以及其他可能影响投资结束期期末现金流入的因素时，企业在一定投入水平上的预期经济收益 R 就只取决于外部宏观大环境，注入国家整体经济增长速度、经济发展水平等等。假定预期经济发展良好的概率为 P ，经济发展良好的预期收益是 R_H ，发展前景黯淡的概率为 $(1-P)$ ，此时的预期收益为 R_L ，则投资结束期期末的价值 V 等

$$V = R = P \times R_H + (1 - P) \times R_L \quad (3-1)$$

考虑到产品市场竞争因素后，此时企业在一定投入水平之上的投资规模在投资期结束所产生的投资效果也就是产生的预期收益的项目价值 V 就不仅仅取决于外部宏观大环境的宏观发展状况，还取决于企业在特定的投资水平在企业生存所依赖的产品市场竞争中的输出效果 E ，因而，此时在 t_2 时期未来的项目投资价值 V 就等于：

$$V = E \times R \quad E = f(I) \quad (3-2)$$

假定在 t_0 时期，企业的负债水平等于 D_0 ，此时的产品市场上无任何竞争因素，企业为了进入该行业在 t_0 时期所支付的相应地前期进入该行业所需的设备购置成本以及维持日常经营所需的营运成本的投入水平为 I_0 ， I_0 的投入水平主要取决于该企业所进入的产品市场的特征，比如资本密集型产业和劳动密集型产业对企业进入市场的初始投资水平 I_0 的要求也迥异，借助于孙爱英（2007）在研究产业特征和企业财务行为的关系时对于产业特征指标变量的定义，我们假设 $I_0 = I_0(\omega, \sigma)$ ，其中 ω 表示特定行业的进驻所需达到的前期沉没投资规模下所要求的基本投资水平； σ 表示特定产业特征所需的 R&D 投入的水平和频度。对于前期投资规模门槛较高或者存在着规模经济的行业，以及对于一些技术密集型的行业，对前期研发和技术投入要求比较高，其 I_0 的水平通常也会比较高，因而可以得出：

$$\frac{\partial I_0}{\partial \omega} > 0 \quad ; \quad \frac{\partial I_0}{\partial \sigma} > 0 \quad (3-3)$$

随着行业中企业数目的不断增加，势必会引起企业之间为了争夺潜在的市场

份额而掀起的激烈的市场竞争，那么此时企业的管理层在 t_1 时期就会面临着两种经营决策可供选择：第一种是不采取任何措施，相应地，该企业在接下来的产品市场竞争中将处于被动的地位，也会进一步造成该企业在第二阶段的市场份额被竞争对手加以侵蚀进而逐步萎缩，直至最终丧失其在产品市场竞争中的竞争地位，不得不主动清算退出该行业或者是被行业中竞争地位较强的竞争对手兼并吞噬被收购，丧失主体地位。第二种选择方案是企业后续不断地增加其资金的投入力度，比如说增加后期新产品或者新业务的研究开发力度，或者说增加开拓新市场的营销手段以及宣传推广力度等等。假定在该阶段的投资水平是 I_1 ，产生的投资效果是 $E = f(I_1)$ ，一定投入水平之上的投入 I_1 ，到最终转化为现金流量 R ，投资效果 $f(I_1)$ 决定着投资期期末现金流入的大小，而且 $E = f(I_1)$ ，还满足一下两个性质：

$$f'(I_1) > 0 \quad f''(I_1) < 0 \quad (3-4)$$

即：在参与竞争的过程中企业投入的营销水平越高，新产品投入的研究开发成本越高，则企业预期所获得的现金流入和投资收益也更大。然而，随着资源进一步的增多，其所带来的现金流入的递增的速度是在不断放缓的，即随着投资的进一步投入，其所带来的边际收益是递减的。如下图所示：

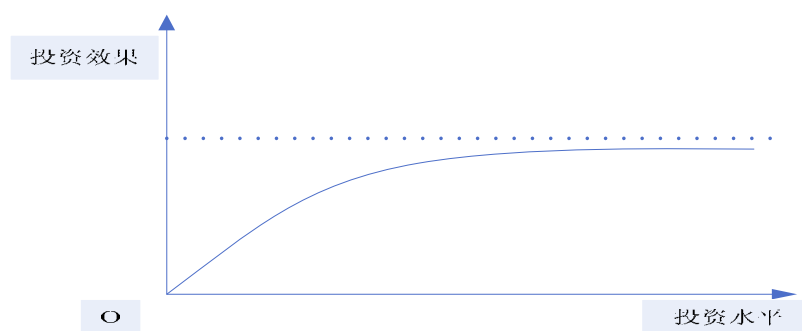


图 3-5 收益和投资关系图

影响企业最终输出的投资效果主要取决于产品市场竞争的竞争程度，我们用 λ 表示预期产品市场竞争中某一竞争变量，则 $E = f(I_1)$ 可以用下列函数表示：

$$E = f(I_1) = 1 - e^{-\lambda I_1} \quad (I_1 \geq 0) \quad (3-5)$$

其中， $\frac{\partial f}{\partial \lambda} > 0$ ， λ 代表市场竞争的某一行业的竞争现状，是一个综合指标， λ 越大，企业在既定的投资规模下预期投资收益也就越多，也就表示竞争现状越有利于企业的生存和发展。根据现阶段关于产品市场竞争与企业资本结构关系的实证研究文献的归纳，我们选取了 3 个最具有代表性以及得到普遍验证的指标变量衡量产品市场竞争现状的指标：首先是衡量企业所在产品市场竞争环境的行业集

中度指标 HHI，用 α 表示。根据产业组织理论，HHI（行业集中程度）是反映行业集中程度以及行业市场结构最有力的指标。行业集中度是指行业内规模最大的前即为企业相关数值占行业内全部企业总数值的比重；行业集中度指标可以度量企业所在产品市场的竞争环境，传递出产品市场的结构，企业所面临的产品市场环境是有利还是不利可以用行业集中度来表示，行业集中度越高，说明行业竞争的激烈程度较为平缓，企业根据竞争环境所传递的信息可以更高的制定自身的战略。第二个指标是企业营业收入的增长速度，用 β 表示，企业营业收入的增长速度可以反馈出企业在产品市场上的表现，企业的营业收入增长速度越快，说明企业在产品市场上的表现越活跃，相应地，说明企业的竞争优势越发突出，竞争力在不断地增强。第三个指标是企业的净利润波动程度，用 γ 表示，净利润的波动程度可以衡量企业经营的风险程度，企业净利润波动幅度越大，说明企业经营状况越不稳定；并相应地，有以下等式成立：

$$f(I_1) = 1 - e^{-\lambda(\alpha, \beta, \gamma)I_1} \quad (3-6)$$

$$\frac{\partial \lambda}{\partial \alpha} > 0 ; \frac{\partial \lambda}{\partial \beta} < 0 ; \frac{\partial \lambda}{\partial \gamma} < 0 \quad (3-7)$$

那么将等式（6）带入到（5）式中，就可以如下表示：

$$E = [1 - e^{-\lambda(\alpha, \beta, \gamma)I_1}]R \quad (3-8)$$

进一步得到投资期末的项目价值为：

$$V = f(I_1) \times R = [1 - e^{-\lambda(\alpha, \beta, \gamma)I_1}]R \quad (3-9)$$

企业所投入的资金在第二期期末获得的净现金流量为：

$$NCF = f(I_1) \times R - I_1 - I_0(\omega, \sigma) = [1 - e^{-\lambda(\alpha, \beta, \gamma)I_1}]R - I_1 - I_0(\omega, \sigma) \quad (3-10)$$

对于期末 NCF，假定不考虑起初的沉没性投资 $I_0(\omega, \sigma)$ ，则在 t_1 阶段的投资在投资期结束时所获取的净现金流量的最大值时的最优投资规模需要满足两个条件：

$$\frac{\partial NCF}{\partial I_1} = \lambda(\alpha, \beta, \gamma)e^{-\lambda(\alpha, \beta, \gamma)I_1} * R - 1 = 0 \quad (3-11)$$

$$\frac{\partial^2 NCF}{\partial I_1^2} = -[\lambda(\alpha, \beta, \gamma)]^2 e^{-\lambda(\alpha, \beta, \gamma)I_1} * R < 0 \quad (3-12)$$

解得最优投资规模

$$I_1^* = \frac{1}{\lambda(\alpha, \beta, \lambda)} \ln[\lambda(\alpha, \beta, \gamma) * R] \quad (3-13)$$

将 I^* 代入 (10), 解得

$$NCF_{\max} = R - \frac{1 + \ln[\lambda(\alpha, \beta, \gamma) R]}{\lambda(\alpha, \beta, \lambda)} - I_0(\omega, \sigma) \quad (3-14)$$

此时期末的净现金流量 NCF_{\max} 对应着的期末负债水平为 D_0 , 假定期初 D_0 债务量的融资成本为 r , 则期末需要偿还的利息为 D^*r , t_2 期期末应该偿还的本金和为 $D_0(1+r)^2$ 。

如果投资期的期末, 如果 $NCF_{\max} < D_0(1+r)^2$, 那么企业将会面临着陷入财务困境的危险, 因而期初债务水平 D_0 必须满足:

$$D_0 \leq \frac{NCF}{(1+r)^2} = \frac{R - \frac{1 + \ln[\lambda(\alpha, \beta, \lambda) R]}{\lambda(\alpha, \beta, \gamma)} - I_0(\omega, \sigma)}{(1+r)^2} \quad (3-15)$$

当 D_0 的上限足够小时, 企业的负债水平就会保持在一个比较低的水平上, 就会出现财务保守行为。

$$\left\{ \begin{array}{l} \frac{\partial D_0}{\partial \alpha} = \frac{\frac{\partial \lambda}{\partial \alpha} \ln(\lambda R)}{(1+r)^2 \lambda^2(\alpha, \beta, \gamma)} \text{ 由于 } \frac{\partial \lambda}{\partial \alpha} > 0 \Rightarrow \frac{\partial D_0}{\partial \alpha} > 0 ; (3-16) \\ \frac{\partial D_0}{\partial \beta} = \frac{\frac{\partial \lambda}{\partial \beta} \ln(\lambda R)}{(1+r)^2 \lambda^2(\alpha, \beta, \gamma)} \text{ 由于 } \frac{\partial \lambda}{\partial \beta} > 0 \Rightarrow \frac{\partial D_0}{\partial \beta} > 0 ; (3-17) \\ \frac{\partial D_0}{\partial r} = \frac{\frac{\partial \lambda}{\partial r} \ln(\lambda, R)}{(1+r)^2 \lambda^2(\alpha, \beta, \gamma)} \text{ 由于 } \frac{\partial \lambda}{\partial r} < 0 \Rightarrow \frac{\partial D_0}{\partial r} < 0 ; (3-18) \end{array} \right.$$

3.2.4 模型结论

通过前面的数学模型推导, 将三个能够反映企业所产品市场竞争现状以及自身竞争现状的指标代入, 根据三个指标的分析结果可以得到以下结论:

首先是期初负债水平 $D_{0\max}$ 与反映企业所在行业市场结构的指标赫芬达尔指数 HHI 之间的关系如下: 赫芬达尔指数越低, 说明行业中的集中度越小, 表明一个行业内具有相同规模或者相近规模的企业数量众多, 产品市场上的竞争比较激烈,

说明该企业所面临的产品市场环境是不利的, $\frac{\partial D_0}{\partial \alpha} > 0$, 说明行业的集中程

度与企业期初的负债水平呈现正向的变动,企业所在的行业集中度越低,企业预期未来的产品市场越激烈,竞争环境越不稳定,企业在期初就会倾向于将自身的负债水平保持在一个较低的水平,进而选择较为保守的财务行为。

接下来,是企业的营业收入增长速度指标,企业的营业收入增长速度越快,说明此时企业在行业中正处于快速成长期,而且行业中的竞争状态还未饱和,企业仍然有继续发展壮大的潜力,此时企业所面临的经营环境呈现出的是一个有利于企业发展的环境,营业收入仍然以一个递增的速度在增长着说明企业仍然有一个大幅度上涨的空间。相反,如果企业的营业收入增长速度一直在波动,或者说增速放缓,就可以推测出企业所在的行业竞争格局已经形成,企业在产品市场中的竞争地位已经大致的确定了,后续上升的空间不是很大。 $\frac{\partial D_0}{\partial \beta} > 0$,说明 D_{0max}

是 β 的单调递增函数,营业收入增长速度越大, D_{0max} 就越大,企业的财务行为也就越显激进。营业收入增长速度越小,期初负债水平的上限值就越小,企业的财务行为就越趋于保守。

最后一个指标是企业的净利润的波动程度,企业净利润的波动幅度越大说明企业经营状况越不稳定,企业在现阶段对于自身后期在产品市场中的预期也就不就更加不确定,未来经营状况的不稳定性会影响企业在未来产品市场上的投资效果。

$\frac{\partial D_0}{\partial \gamma} < 0$,说明期初负债上限 D_{0max} 与企业利润波动率呈现出单调的反向相关关系,

即 γ 越大, D_{0max} 越小,企业所在的产品市场竞争环境越不稳定,越动荡,企业财务行为就越趋于保守。

3.3 小结

考察产品市场竞争下的企业个体对于财务保守行为选择的研究,本文分别从理论分析和模型推理两部分对产品市场竞争与企业财务决策行为之间的联系进行了说明。在理论分析中,本文主要是立足于企业所在的产品市场,产品市场的竞争现状会影响企业竞争战略的选择也会影响企业在未来产品市场中的竞争力进而影响企业在产品市场大环境下的风险-收益机制,企业对未来竞争状况的预期会影响企业在现阶段的财务行为,进而对企业呈现出的财务保守行为进行了解释。产品市场竞争环境是企业生存和发展的所依赖着的对企业非常重要的影响因素,竞争环境的良好与否、竞争程度如何、投资机会多寡会影响企业对于自身在产品市场中资源的布局,企业在制定后续阶段的竞争战略势必会受到环境的影响,所以产品市场环境对于企业财务行为决策的影响程度很高,竞争环境的影响会过渡到企业对于产品市场竞争战略的选择,某一竞争战略是企业基于对自身未来的

竞争力的预期而选择和制定的,企业将对自身未来的抽象化的预期转化为了后续阶段连贯性的更为具体的策略和战略。所以本文对于企业个体对于财务保守行为的分析不同于其他站在行业分析视角的文献,本文认为产品市场竞争的要素不是并列的作用于企业的财务决策,而是竞争要素之间相互渗透,以递进的方式反馈到企业财务决策的过程。在定量分析中,本文选取了三个衡量现阶段企业所在的行业竞争现状以及自身竞争现状的三个指标,它们分别是市场集中度,企业营业收入的增长速度以及自身净利润的波动程度,从三个方面分别估量了产品市场竞争对于企业财务行为的影响,在竞争程度越发激烈,预期产品市场竞争环境对企业经营越不利时,还有企业经营波动程度比较高时,企业应该选择保守的财务行为,降低企业在后续激烈的竞争市场中被竞争对手实施掠夺最终丧失自身竞争地位,或者是由于无法偿还到期负债陷入财务危机,最终退出市场的风险。

4 案例讨论与分析

4.1 案例选取的基本介绍

本文研究的是基于产品市场竞争视角下的企业财务保守行为,在选取所要分析的案例时主要是围绕着以下几个方面展开的:

首先,从产品市场竞争的角度对企业实施的财务保守行为进行讨论与分析就需要在选取案例时对企业个体所在行业的竞争形态进行选择,要剔除一些非竞争性市场中的行业,软件开发企业所在的行业因为要面临着不断地技术革新以及进入壁垒比较低,所以该行业存在着较为激烈的市场竞争氛围,具有较好的代表性。

其次,考虑到本文对于产品市场竞争对企业财务保守行为的作用关系时的分析模型需要考虑到预期竞争对于现阶段的融资行为的影响,在选取案例时还应该评估该行业在未来一段时间的竞争格局是否存在着变化,所以,对于案例选取企业所在的行业的未来竞争预期也是本文选取案例要考虑的因素之一。后金融危机时代,企业对于信息化管理需求的进一步增多加之信息化科技技术的不断发展,信息化管理软件的产品也在急速的更新换代中,对于产品以及服务的性能、质量以及使用性、可操作性等有了更深层次的要求,那么未来的市场竞争格局将会面临着重大的变化,企业与企业之间的竞争地位以及竞争优势将会面临着重新洗牌,所以选取软件行业作为分析的对象,具有一定的分析意义。

再次,在对企业财务保守行为的判定上,只有某一企业的资产负债率连续地低于或者持续一段时间的低于行业的平均水平才能称之为企业的财务行为趋于保守,在对软件行业的上市公司的资产负债率进行整理时发现,用友软件的资产负债率不同于行业中的其他企业,其资产负债水平一直在较低的比率上徘徊,远远地低于行业的平均水平,所以用友软件的财务行为无疑是保守行为的代表企业之一,具有很强的分析价值。用友公司成立于 1988 年,用友软件股份有限公司与 2001 年 5 月 18 日在上海证券交易所发行上市。用友软件公司的主要经营范围有电子计算机软件、硬件以及外部设备的技术开发、技术咨询、技术转让、技术服务和企业管理咨询、数据库服务、销售电子计算机硬件以及外部设备等等,主要的产品及服务名称有 ERP 软件、财务软件以及技术培训、咨询等等。用友公司的核心业务是向企业、实业化单位以及政府管理部门提供管理信息化方面的软件,是中国管理软件行业的翘楚。用友软件公司是目前中国最大的管理软件供应商,其管理软件下各个系列的产品市场份额一直都是居于市场首位,现阶段有面向大中型企业、小微企业以及财政与行政事业单位分门别类的产品与解决方案,对于所涵盖的行业有烟草行业、汽车行业、医疗卫生行业以及审计领域、BI 领域、咨询领域以及培训教育领域等等,基于不同的服务对象有不同的产品线和产品类别。公司经过 24 年的发展,在研发、品牌以及市场服务等等各方面都形成了较

强的资源优势，产品线比较丰富、行业覆盖较广还有所占市场份额最大。

4.2 用友软件财务保守行为的判定

用友软件从其成立至今，也有将近 24 年的发展历史，以下分析中涉及的数据主要来自国泰安数据库，在国泰安数据库按照证监会对于行业的分类，行业平均值的计算是通过选取深沪两股与用友软件相同行业的上市公司，在剔除了 ST 企业以及在中小板和创业板上市的公司数据以后计算出来的，剔除中小板和创业板上市公司的原因是因为上市的规模、上市的时间等等对于企业的资本结构的选择上都会产生一定的影响，所以将在深沪两股主板上市的企业作为主要的分析样本。对于用友软件财务行为趋于保守的判定是基于其偿债能力判断的，在前面文献综述部分对于企业财务保守行为的判定标准进行综述时发现现有文献都是基于资本结构的水平对财务保守行为进行判定，本文认为财务保守实际上就是企业在融资方面呈现出的保守，实际上是对企业偿债能力的一个判定，如果企业对负债的偿还能力远远高于同行业的平均水平就说明企业负债筹资行为较为保守，负债利用的积极性较低。对于用友软件财务保守行为的判定本文从其财务保守现象的判定和保守行为时间的判定两个方面进行说明。

4.2.1 保守现象的判定

对于保守现象的判定本文分别从用友软件的短期偿债能力与长期偿债能力对用友软件是否存在财务保守现象加以判定，即短期偿债能力和长期偿债能力是否都远远高于同行业平均水平，用友短期财务行为和长期财务行为是否都趋于保守。

(1) 短期保守财务现象的判定

首先是短期财务行为呈现出保守现象的判定。短期偿债能力是指企业对于其流动负债的偿还能力，短期负债偿还能力的高低取决于流动的资产的流动性或者说变现的能力。本文选取了流动比率、速动比率、现金比率以及营运资金比率共 4 个指标对用友软件的短期负债偿还能力与同行业平均水平做一个对比，流动比率指标越高说明企业偿还负债的能力越强，速动比率是衡量企业流动资产中可以立即变现用于偿还流动负债的能力，速动比率越大，短期偿债能力越强。所选取的现金比率是指企业现金类资产与流动负债的比率，反映的是企业直接偿还流动负债的能力，比率越高说明企业偿债能力越强，最后一个营运资金比率是指营运资金占总资产的比率，说明每一单位的资产可以创造的营运资金，该比率越大说明短期偿债能力越强。本文将用友软件自 2001 年上市至今的有关 4 个指标的数据与行业的平均水平对比并列示如下，其中行业平均值的数据是根据国泰安数据库中按照行业分类提取出的数据，在剔除 ST 企业、中小板上市的以及在创业板上市公司后的数据所计算出的平均值。

表 4-1 衡量用友软件短期偿债能力数据表

年份	流动比率		速动比率		现金比率		营运资金比率	
	用友软件	行业平均	用友软件	行业平均	用友软件	行业平均	用友软件	行业平均
2001	6.6	2.83	6.58	2.37	4.47	1.24	0.85	0.57
2002	5.96	2.53	5.95	2.15	4.54	1.14	0.83	0.51
2003	6.38	2.65	6.36	2.3	5.01	1.38	0.84	0.52
2004	5.63	2.18	5.61	1.81	4.28	0.92	0.82	0.46
2005	4.01	1.97	4	1.56	2.73	0.92	0.75	0.38
2006	3.13	1.88	3.12	1.47	2.53	0.64	0.68	0.37
2007	2.41	1.77	2.4	1.41	1.84	0.61	0.59	0.36
2008	1.62	1.82	1.61	1.29	1.15	0.56	0.38	0.31
2009	1.86	1.94	1.84	1.56	1.36	0.88	0.46	0.36
2010	1.17	1.87	1.16	1.5	0.68	0.71	0.14	0.41
2011	1.24	1.79	1.23	1.38	0.62	0.61	0.19	0.39

从上表中的数据对比可以发现，4 个衡量用友软件短期偿债能力的指标显示出用友软件的短期偿债能力一直在呈现出下降的趋势，但是在 08 年以前都远远优于行业的平均水平，说明在 2001-2007 间用友软件的短期财务行为呈现出保守倾向。因为现金比率是速冻资产扣除应收账款后的余额与流动负债的比率，最能反映企业直接偿付流动负债的能力，而且反映的是企业的即时付现能力。所以本文将用友软件的现金比率与行业的平均水平之间的走势做了一个趋势对比图，如下：

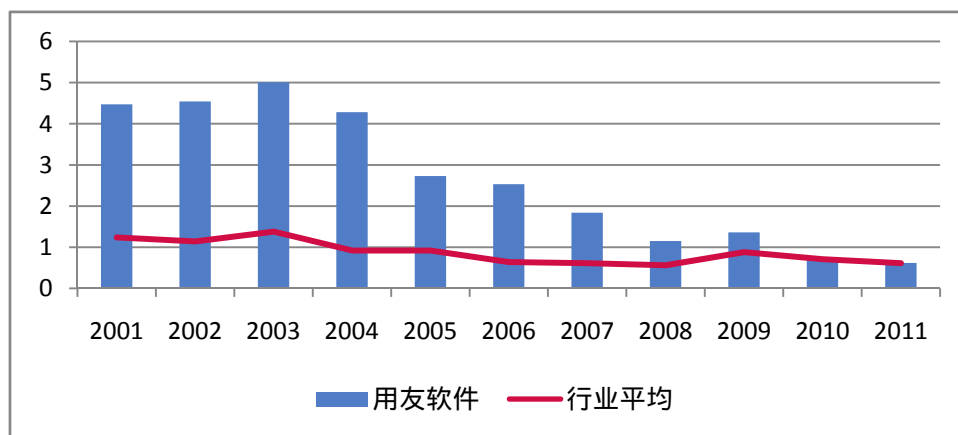


图 4-1 用友软件的现金比率和行业均值对比图

通过对用友软件的现金比率与行业平均水平的对比可以发现，在 2008 年以前用友软件的短期偿债能力是远远高于同行业平均水平的，在 2008 年以后，用友软件的现金比率与同行业平均水平之间的差距越来越小，在 2010 年和 2011 年与同行业平均现金比率持平。以此，可以判定用友软件在 2001-2007 年的短期

财务行为趋于保守。

(2) 长期财务保守现象的判定

现阶段对于企业呈现出来的长期财务行为趋于保守的判定主要是依据资本结构这个衡量因素。界定的标准主要有两个层面：一个是静态的固定的临界值衡量标准；另一个是动态的基准，以预测的动态的企业目标资本结构作为参照，通过构建的目标资本结构模型计算出适合企业发展的最优资本结构，然后将现阶段企业实际的资本结构和目标资本结构进行比较，如果实际的资本结构低于目标资本结构，就将其界定为财务保守。静态的固定的临界值判定标准操作上比较简单，数据的可获得性也比较容易，所以目前有关企业财务保守行为的认定大都是基于静态判定的标准，一些学者诸如 Minton & Wruck(2001)、Fama & French(1999)、Titman & Wessels(1988)等都是以静态判定方法来衡量企业的财务行为是否趋于保守，即设定一个明确的临界值 X ，持续一段时间的负债率水平位于区间 $[0, X]$ 的都是一种财务保守行为，通常这个临界值是 X 是 20%，持续时间是 5 年以上。如果依据静态判定标准，考虑到产品竞争因素，我们将用友软件的资产负债率水平和其行业平均水平在一起进行比较，可以发现在 2008 年以前将近 7 年的时间用友软件的资产负债率一直远低于行业平均水平，如下图所示。根据静态判断标准，我们可以认为用友公司在 2001-2007 年间的财务行为趋于保守，在 2008-2009 年与行业平均资产负债率水平的差距在不断的缩小，2010 年以后其资产负债率开始与行业平均水平相持平，财务保守现象消失。

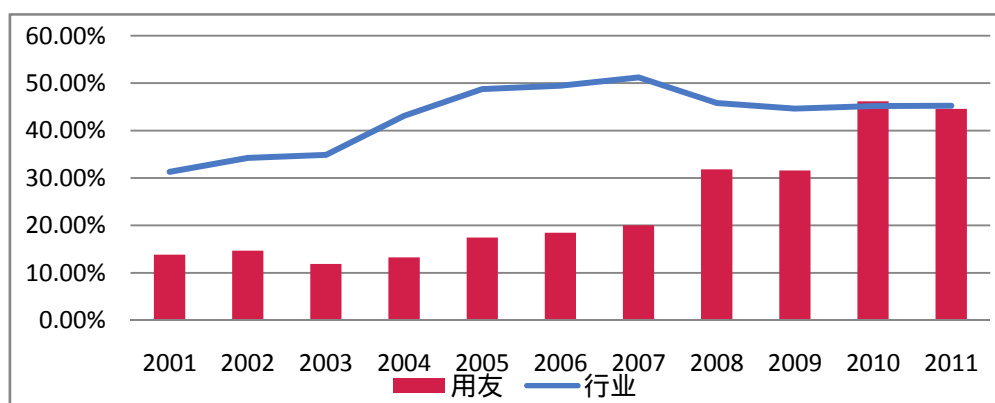


图 4-2 用友软件资产负债水平趋势图

如果对用友软件资本结构的细分来看，其在 2010 年以前长期负债的金额一直是零，这说明用友软件公司一直都在通过内部留存收益和股东投入来满足公司发展所需要的资金投入，用友软件每年对于产品及服务研发的投入额大约是年销售收入的 13%-15% 之间，远远不及国际性软件公司在研发上的投入。用友软件的融资方式过于单一，负债率过低，当前的筹资策略过于保守。

如果从企业资本结构的构成来阐述用友保守行为，也可以借助金蝶软件为参照物，“北用友南金蝶”，用友软件和金蝶国际是我国民族管理软件行业的翘楚，

两个企业的经营绩效也都一直被业界拿来作比较,两个企业有着相同的主营业务,在核心技术能力、研发能力以及拥有的资源、所面临的市场环境都高度的相似,产品同质性极高,并且均于 2001 年踏足资本市场,不同的是,用友软件选择在内地 A 股上市,而金蝶则在香港证券交易所挂牌上市。尽管后续两家企业的发展战略等产生了差异,但是对于用友软件和金蝶国际这两家运营背景极其相似的企业来说,战略层面的差异实在是微不足道,毕竟不同的管理者有不同的管理风格,因此,两家企业具有较强的可比性。金蝶软件于 2001 年 2 月 15 日在香港联合交易所创业板挂牌上市,并于 2005 年 7 月 20 日撤销香港联交所的创业板上市地位,正式登陆联交所主板。其实,在两家公司没有上市之前,在资本运作方面金蝶表现出来的相对于用友也更加的激进,早在 1998 年,金蝶软件公司就与世界著名的信息产业跨国巨头 IDG 签订了合约,接受对方设在中国的风险投资公司广东太平洋技术创业有限公司 2000 万元的风险投资。在 20 世纪末,中国的软件市场刚具备规模,但是就电子信息技术行业自身属性来说,企业实施风险融资这种方式需要勇气。用友软件和金蝶国际两家公司的资产负债率对比如下:

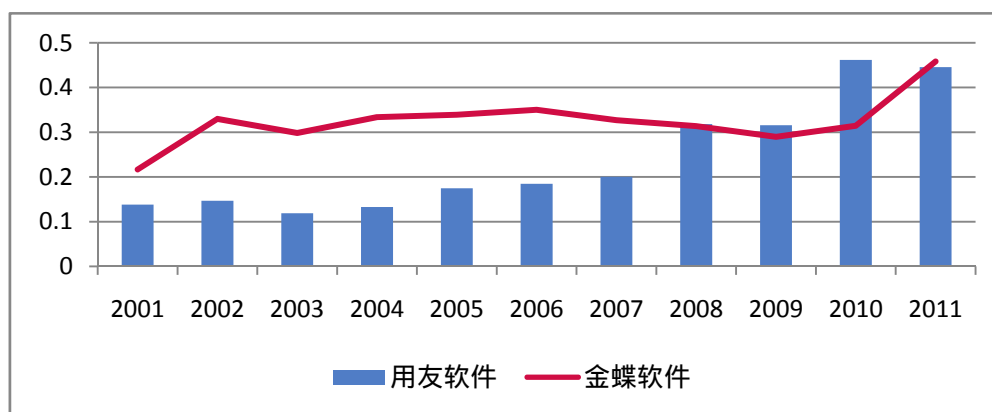


图 4-3 用友软件与金蝶软件的资产负债率趋势对比图

对于两家经营业务相似、企业发展生涯相似的公司比较来看,用友软件在 2008 年以前一直保持在一个较低的负债水平上,而金蝶国际的负债率水平一直都接近行业的平均水平,用友软件的资产负债率水平过低,财务行为趋于保守。

4.2.2 保守行为时间的判定

在对用友软件短期财务偿债能力进行评估的时候,所利用的四个评估指标流动比率、速动比率以及现金比率和营运资金比率与行业的平均值比较,存在着较为相似的变动趋势。首先是用友软件的流动比率在 2008 年以前是高于行业平均水平,短期偿债能力是优于同行业的平均值。速动比率是在 2008 年和 2009 年向行业平均水平靠近,并在 2010 年低于行业平均水平,在 2008 年以前也是远远高于行业平均值。现金比率指标也是这样,从前面对现金比率指标的趋势图来看,现金比率也是在 2008 年和 2009 年向行业平均水平趋同,并在 2010 年低于下滑至行业平均水平线的下方,营运资金比率的走势和速动比率以及现金比率的趋势

是相近的。因而，对于短期财务保守时间的判定本文将 2001-2007 年的短期财务行为判定为保守。

对于用友软件长期财务保守行为时间的判定可以借助于用友软件的资产负债率逐年变化的趋势图，在 2001-2003 年间，用友软件的资产负债率水平和行业平均负债率之间的差距没有太大的变化，2004-2007 年间，行业的平均负债率水平在持续的上升，用友软件虽然也有略微的上升，但是上升的速度远远没有行业平均的增速快。在 2008 年以后，用友软件的负债率在不断的上升，行业的平均负债率在不断地下降，直至 2010-2011 年，用友软件的负债率接近于行业水平。鉴于长期财务保守现象的判定标准，可以将用友软件在 2001-2007 年较长一段时间的将自身负债水平保持在较低比率上的行为判定为长期财务保守行为，长期保守行为的时间判定是 2001-2007 年。

4.2.3 小结

通过前面对用友软件的短期财务行为和长期财务行为的分析，可以判定出用友软件在 2001-2007 年间的财务行为趋于保守。

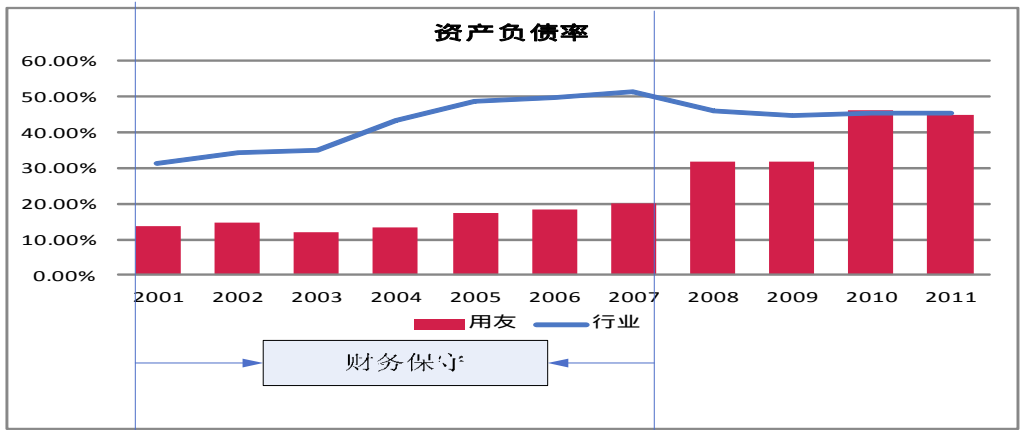


图 4-4 用友软件财务行为趋于保守的阶段显示图

在前面的判定方法中，主要是依据融资结构对财务保守行为进行了判定，既然是基于产品市场竞争的视角，如果从企业运营的发展状况来看，也可以判定用友软件的财务行为趋于保守。用友软件公司是在 2001 年 5 月 18 日在上海证券交易所挂牌上市，当时发行 2500 万股，发行市盈率 64 倍，募集资金额度达 9.17 亿元人民币，所募集的资金主要投向是一部分用于产品研发软件产品的开发、产品营销以及市场推广等等，另一部分根据其自身的发展战略用于收购兼并一些小型的、符合企业未来生存发展的有增长潜力的开发生产软件的企业。而且所筹集的资金在 2004 年底已经按招股说明书中的承诺使用了 92.7%，其中的大约 80% 的资金投入到了软件系统的研究和开发领域，截至 2006 年末，所募集的资金全部使用完毕。但是至此以后，直至 2010 年以前，用友公司并没有进行发行新股、发行债券以及大规模借款等方式筹集资金，其负债部分的主要构成是依靠科技项目比如网络和移动应用的 ERP 系统产业化项目等获取一部分的经费、科技部划拨

的 863 项目拨款以及中国科学技术部划拨的一些科技经费等等。通过对其以往年报的整理发现,用友软件一直保持着较高的货币资金持有量,尽管如此,并不真的意味着用友软件的自有资金也就是依靠内部留存积攒的内部资金足以应对企业的快速发展。本文将用友软件公司自上市以来 2001-2011 年间的发展运营能力进行了评估,如下图:

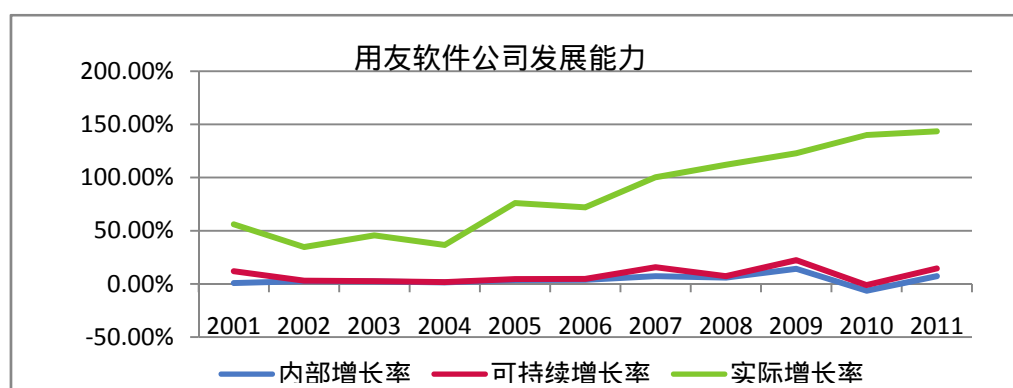


图 4-5 用友软件发展能力指标走势图

通过上图我们可以看出,用友软件的实际增长率保持在一个持续上升的过程中,而且远远高于内部增长率和可持续增长率。用友公司正处于一个快速增长的发展阶段,在这个阶段,通常需要投入大量的资源来加大公司的研发投入以及市场推广、产品营销等以应对激烈的信息技术行业的竞争。在不进行任何外部融资的情况下的内部增长率以及不通过股权融资情况下的可持续增长率远远低于公司实际增长率的情况就说明用友公司仅仅通过内部融资方式来无法满足公司的快速成长需要,此外,虽然公司实现了高速的收入增长态势,然而用友公司每年实现的净资产收益率并不高,公司接年的高额股利发放也在一定程度上缩减了企业内院资金用于未来发展的额度,留存收益带来的资本积累缓慢,公司的自身权益的增长已经远远跟不上公司销售能力的增长。这充分说明,用友软件公司的负债水平过低,使用负债的积极性不高,主要是靠权益资金的积累来满足企业发展的需要,所以用友软件的财务行为趋于保守。

4.3 用友软件财务保守行为分析(2001-2007 年)

在前面一部分本文从短期和长期对用友软件的偿债能力分析后发现用友软件是存在着财务保守现象的,其所呈现出的财务保守现象主要是表现在 2001-2007 年间,2008-2009 年不断提升自己的负债比例,并在 2010 年开始与同行业平均水平持平。在 A 股 IPO 融资后,筹集的资金为用友后续战略转移以及新兴业务的研究和开发带来了较为充足的资金投入,但是后期用友软件的融资方式乏善可陈,负债项目里主要是专项应付款,主要来源于国家的扶持性资金以及科技专项基金等,长期借款的数额一直为 0。从 2008 年开始,用友软件才开始提高自身的负债水平,接近于行业的平均负债比例。如果单纯的从企业经营成长视

角来看,在不借助于任何外部融资的情况下,用友软件的自身资金的积累无法满足其高速成长的需要,这在前面通过对比其可持续增长率和内部增长率以及实际增长率也可以得到认定,企业存在着财务保守行为。

此外,从前面的判定结果可以发现在用友软件的财务行为不管是在短期还是长期在 2008 年都出现了一个趋势质的变化,即其偿债能力与行业平均水平之间的间距突然变小。从现金比率趋势对比图上也可以发现 2010 年开始低于行业的 2008 年所呈现的变化,这一变化也出现在对长期财务保守行为的判定上,2010 年以后用友软件的资产负债率明显的接近行业水平,企业财务行为趋于保守的现象消失了。

因此,本文将用友软件 2001-2007 年较长一段时间的连续地负债水平低于行业平均水平的现象判定为其财务行为趋于保守。用友软件为什么选择将自身的负债水平保持在较低的水平上,这种财务保守行为是否合理,本文将从产品市场竞争的视角对其财务保守行为进行分析并判断其合理性。

4.3.1 用友软件所在行业的产品市场竞争环境分析

用友软件所在的管理软件行业主要是提供应用于企事业单位以及政府机构的能够提升组织运营效率的信息化管理的软件,主要包括财务管理软件、ERP 企业资源计划软件以及客户关系管理软件,还有人力资源管理软件以及其他通用性管理软件,其中 ERP 企业资源计划软件的比重达 60%左右。

我国管理软件行业的起步比较晚,而且并不是自主研发发展起来的,主要是受国外软件行业发展的影响。我国软件行业的起步应该回溯到 20 世纪 80 年代末 90 年代初,从 80 年代末至今,中国的经济发展一直是呈现稳定发展的态势,这也为我国软件行业的发展提供了滋养的温床,包括用友软件在内的软件生产厂商其生存和发展终究是依附于各个行业下大中小型企业的发展之上,经济发展趋势的稳定有助于各个行业各个企业的发展,企业的逐步发展必定会产生信息化需求,这就在一定程度上为服务于企业、政府以及各类组织的软件供应商提供了机遇和契机。在我国管理软件行业发展至今还不到 30 年,但是一直是以较高的速度在成长着,如下图所示:

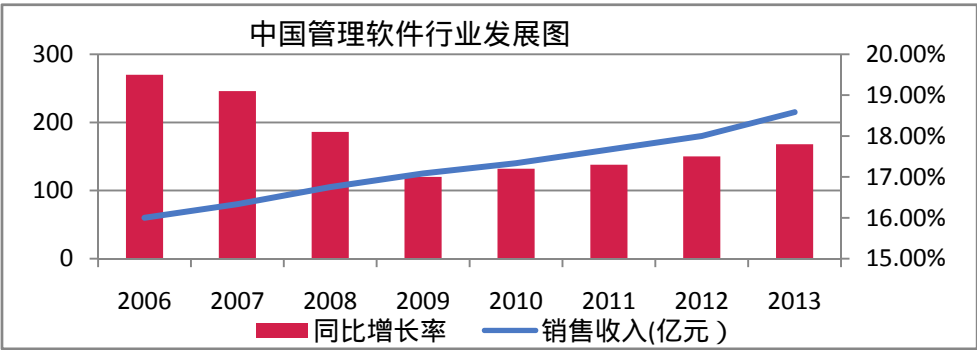


图 4-6 中国管理软件市场销售额与增长率趋势图

管理软件产业是新世纪的重要支柱产业,根据民生证券研究所的调查报告显示:中国管理软件市场未来3年将以17.5%的平均复合增长率稳定增长^[1]。对于现阶段管理软件市场的竞争环境现状分析主要从以下几个方面展开:

(1) 外部宏观环境分析

对于管理软件行业的外部宏观环境分析主要运用 PEST 模型进行细分,具体分析如下:

政治环境

管理软件行业是软件产业的一个部分,我们国家对于软件产业的政策支持开始于上个世纪80年代末,国务院发布的《关于建立和发展我国软件行业的报告》中详细的列明了对于我们国家软件产业发展的规划,也正是因为这一政策性文件的发布,80年代末我们国家诞生了一批软件生产企业,比如金山、用友等。1991年《计算机软件保护条例》出台,其中详细的说明了有关软件支持产权保护的细目,再一次透露出我们国家对于软件行业发展的支持,在这之后金蝶软件公司成立了,伴随着中国软件市场需求的不断增加,一大批的企业开始进驻软件行业。2000年中共中央十五届五中全会正式提出了“以信息化带动工业化,发挥后发优势,实现社会生产力的跨越式发展”等,同年10月,中国信息产业部颁布了《软件管理办法》,2002年后续又颁布了《振兴软件产业行动纲要》等支持软件行业发展的积极性政策纲要,直到2005年,国务院信息化办公室发布了当年的信息化发展状况,进一步验证了国家对于包括管理软件在内的整个中国软件行业的支持和鼓励促进。2006年起,信息产业部又陆续出台了《加快推进大公司战略》以及《国家规划布局内重点软件企业认定管理办法》等相关政策,这些政策都在不同程度上显现了国家政府对于信息技术行业的扶持和鼓励。在此之后,国家发展和改革委员会又进一步编制了《关于进一步鼓励软件与集成电路产业发展的若干政策》主要从7个方面对包括用友软件在内的软件产业的发展提供了良好的政策环境。在这些优惠政策里面,还有一部分对信息技术行业的投融资政策,比如国家开发银行对这些软件行业的信贷支持以及鼓励社会资本的投入等,还有就是支持企业上市,通过资本市场筹集资金等等。总的来说,我们国家对于软件行业的发展一直都呈现出扶持和支持的态度。

经济环境

企业所在产品市场的生存和发展与其所处的经济环境息息相关,外部经济环境对于企业参与市场竞争的方式选择的影响是巨大和深刻的。20世纪初中国加入世界贸易组织以后,一直保持着较快的增长速度。这一良好的宏观经济为全行业的企业都提供了稳定的发展基础。全球化的进程也要求企业加大自身业务管理模式和提高企业的运营效率,促进企业向市场化、系统化以及信息化方向发展。

^[1]数据来源于民生证券2011年针对计算机应用行业发布的深度报告;

因此，全行业对于信息化管理的需求为管理软件行业的发展提供了无限的机遇。但是，2008 年美国金融危机的全球蔓延使得整体的经营环境受到消极的影响，这一影响波及至各个领域，冲击的程度依据行业的不同而不同。对于管理软件行业来说，金融危机在一定程度上对其造成了负面的影响，但是也更多地带来了机遇，那就是经历金融危机后的中小企业意识到高效运营的企业可以在一定程度上抵御外部不良环境的冲击，对于管理软件的需求意识会增加，因而也会为软件行业的发展带来机遇。

社会环境

社会环境对于我国管理软件行业的影响并不是太突出，因为我国的管理软件行业其面临的市场主要是在国内，不存在因为所面临市场的文化背景存在差异而需要调整自身产品以及推广的方式等等。而且对于用友、金蝶和浪潮软件来说，本土化是其最大的优势所在，所以社会环境对于我国管理软件企业的影响较弱。

技术环境

技术环境既可以直接作用于管理软件的发展，也会以间接地方式作用于管理软件行业的发展。一方面科学技术的发展推动着管理软件的升级，技术的不断革新对管理软件性能的要求在不断地提升，所以技术的发展会直接促进管理软件行业的发展；另一方面，技术的发展和变化会对全行业的企业经营提出新的要求，要求企业能够迅速的应对变化以及及时的消化技术变革产生的影响，更好地把握技术发展带来的行业机遇，提升自身的竞争力。这一要求就使得企业必须加快建设自身信息化管理的进程。所以，企业的信息化管理的需求又会在一定程度上促进管理软件行业市场规模的扩大，间接地促进管理软件行业的发展。

(2) 行业的市场规模和需求规模分析

根据民生证券研究所 2010 年发布的管理软件行业深度报告的数据显示，在不同的行业，信息化建设覆盖的广度也存在着较大的区别，管理软件具体在各个行业中应用如下：

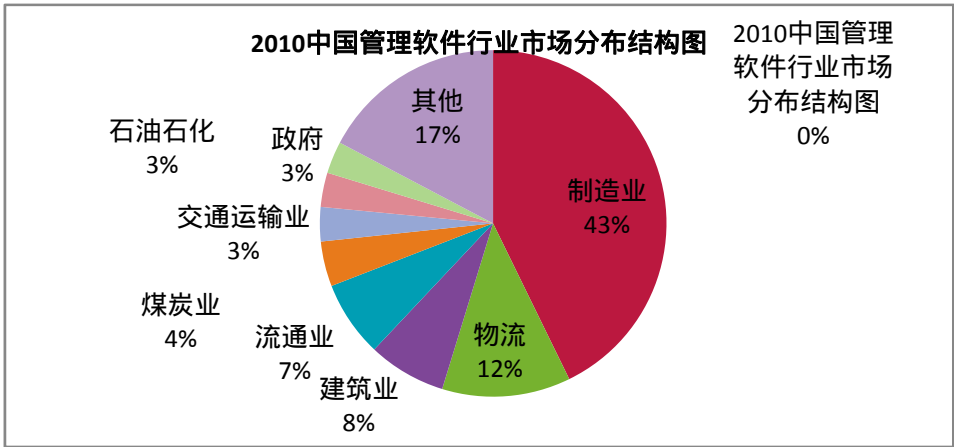


图 4-7 2010 年中国管理软件行业市场分布

管理软件所在行业的市场需求状况，全球化经济下，企业的生产经营面临着

巨大的挑战,企业亟需提升自身经营管理效率来更好地应对外部竞争。企业对于经营效率的追求就要求企业加大信息化管理的建设进程,也就为企业管理软件的发展提供了广袤的市场空间。在 20 世纪初,刚刚加入世界贸易组织后的中国企业也面临着迫切需要改变落后的管理模式和作业模式,亟待引入先进的管理模式和集成化管理软件,这一巨大的需求也为那个时间段的包括拥有在内的所有行业提供了发展的契机。除此之外,我们国家的经济发展正处于工业化中后期,企业单纯依赖市场规模扩张的盈利模式已经不足以使企业能够应对外部复杂的市场竞争。在市场化经济高度渗透的今天,企业不得不通过改进业务流程、提高管理水平来提升企业的运营,增进企业运营的效率,所以高新技术产业的发展潜力是巨大的,伴随着后金融危机时代宏观经济的进一步复苏以及企业外部竞争压力的激增都会加剧信息化产业的进一步发展。企业为了应对外界的竞争,也会增加自身对于各种信息化软件以及服务的需求。据统计,我国目前已经引入管理软件实施信息化管理的企业占总企业规模的比例不到 2%^[2]。全球经济的一体化对于企业在管理理念、管理制度以及管理效率上提出了新的要求这些都为包括用友软件公司在内的高新技术产业提供了潜在的发展机遇。

(3) 行业的产业生命周期分析

在我们国家管理软件的发展起源于财务核算的信息化,在早期伴随着宏观经济发展的良好势头以及企业所面临的外部竞争环境的加剧使得企业对于信息化管理的需求在不断地增加。企业单纯的依赖于扩张自身的市场规模以及增加自身的市场份额来提升自己的盈利水平已经不能为企业后续的发展提供竞争优势了,企业必须通过改进自身的业务流程以及提高自身的管理效率才能为企业持续性的生存发展提供保障。相应地,我们国家的管理软件行业的发展也是伴随着企业对于信息化管理需求的成熟度逐渐发展起来的。

总的来说,我们国家的管理软件行业起步比较晚,起步的基础主要是企业对于财务信息化需求的发展,在 80 世纪末 90 年代初,企业对于财务信息化需求刚刚起步,企业内部对于信息化产品的应用也主要是集中于一些事业部部门的级别,而且此时的管理软件产品主要是一些标准性的系统,行业化的特性比较少,此时可以将该阶段定义为我国管理软件行业的导入期。紧接着,伴随着软件使用者的信息化需求的进一步提升,部门信息化的需求逐渐上升至企业全面的信息化管理要求,此时管理软件的供应商开始关注于管理软件产品的深层次的研究与开发,产品以及服务的供给开始考虑到行业的因素,产品的特性以及性能在不同的行业中开始显现出自身的特征,产品以及服务开始根据具体的行业划分不同的产品线等,因而可以将这一阶段定义为管理软件行业发展的成长期。后续的管理软件研究与开发更加的深化,伴随着供应链管理的发展,软件行业的产品也开始逐渐的

^[2]数据来源于《2011-2015 年中国管理软件行业深度调研及战略咨询研究报告》

覆盖整个供应链,并且开始为行业化的产品配备了相关的顾问以及咨询人员,能够为客户提供较为完整的一体化的行业化服务,因此,该发展阶段可以定义为管理软件行业发展的成熟期。

具体来说,根据民生证券 2010 年发布的管理软件行业的深度研究报告显示,我国的管理软件行业的发展周期可以分为以下几个阶段:

第一阶段是导入期,主要是从 90 年代初到 1998 年,此时的用户信息化需求刚刚起步,信息化需求也比较单一,所以供应商提供的管理软件的产品也比较的单一,行业与行业之间的产品具有一定的通用型,定制开发是此时该行业发展的主要方式。

第二阶段是管理软件行业的成长期,具体的时间划分范围是从 1999 年-2006 年,此时伴随着信息化管理需求由部门上升至全企业级别,相应地企业对于管理软件产品需求的复杂性也在不断地增加,特别是行业化的需求开始显现。

第三阶段是管理软件的成熟期,跨越的时间段是从 2007 年至今,此时管理软件的行业化特征明显,产品系列也逐渐覆盖整个供应链,管理软件产品的一体化以及协同化的需求成为主流。

具体的行业周期发展图如下:



图 4-8 管理软件行业产业发展阶段图

(4) 行业的竞争程度分析

伴随着管理软件市场的高速发展,越来越多的企业开始涉足于管理软件领域,进而不可避免的加剧了中国管理软件行业的竞争。现有市场上的在位者不断地加大投资,试图扩大自身的市场份额以及不断地研发力图抢占新的市场领域。而潜在竞争者也在蠢蠢欲动,想在未来市场中崭露头角,分得属于自己的一杯羹。特别是近一段时间,国外一些大型的软件服务业纷纷并购中国一些小的已经趋于萎缩、发展缓慢的企业,旨在扩大自己在中国市场的占有率。

截至目前,中国管理软件市场上主要的生产商有国际品牌 SAP、Oracle 等,国内的主要供应商有用友、金蝶、浪潮等。根据民生证券研究所发布的最新报告显示:国际品牌 SAP、Oracle 主要是定位于一些高端市场,SAP 主要攻克领域是在离散和流程等比较复杂的领域;较之于国际知名供应商,以用友、金蝶和浪潮为代表的国内主要供应商则是主打中端和低端市场。

本文将运用波特的“五力”竞争模型对用友公司所处的行业竞争程度进行分析:

新进入者的威胁

对于用友公司所处的这个信息技术行业来说,新进入者的威胁一直都是一个

明显的存在，特别是伴随着宏观经济的复苏和企业由于应对外部急速加剧的竞争而迫切需要提高企业信息化速度的这种需求的扩大，使得未来的管理软件行业前景良好。这一良好前景就会吸引一大批潜在的竞争者的进驻。而且，就信息技术行业本身来说，进驻的成本也十分低，不需要前期大量固定资产的投入，进入的壁垒较低，加上国家现有政策的积极扶持，这些外部条件的堆砌本身就使得该行业极具诱惑力。所以，用友公司所处行业中新进入者的威胁是一个不可忽视的客观存在。

供应商的讨价还价能力

根据波特的管理理论，供应商可以通过提价或者降低其产品、服务的质量来向其产业链的下游发起挑战，对于用友公司所处的行业来说，其主要的供应商主要是指基础的软件平台和软件支撑系统以及一些数据库的软件支撑等等。根据中国软件行业的报告显示，目前我国管理软件行业的供应商主要是一些国外供应商，比如主要著名的有美国的微软公司以及 Oracle 公司还有 SAP，他们是基础软件平台和核心数据库的主要提供者，它们在软件行业的强大的技术支撑使得他们在对上下游的供应链上具有极强的控制能力。近年来，微软也开始涉足管理软件的生产开发领域，再加上 Oracle 本身就是国际管理软件的知名品牌，所以在用友公司所处的行业来看，上游供应商的讨价还价能力很强。

行业现有竞争者的威胁

截至目前，中国管理软件市场上主要的生产商有国际品牌 SAP、Oracle 等，国内的主要供应商有用友、金蝶、浪潮等。根据民生证券研究所发布的最新报告显示：国际品牌 SAP、Oracle 主要是定位于一些高端市场，SAP 主要攻克的领域是在离散和流程等比较复杂的领域；较之于国际知名供应商，以用友、金蝶和浪潮为代表的国内派则是主打中端和低端市场。国外管理软件的供应商主要在技术上相对更加完善，相应地，国内品牌诸如用友、金蝶等其服务类型和服务方式更加的丰富和多样，而且更适合于国内企业的使用方式和习惯，能更好的满足国内消费者的需求。

近几年，这些国际的大型软件供应商也纷纷调整自己在国内市场的竞争策略，不断地加大投资研发的力度，以及软件的应用方式更加的本土化，考虑到该行业的激烈竞争环境，它们也纷纷向中低端市场开拓和进军，这在一定程度上对用友、金蝶等国内品牌来说是一个不小的冲击。国际高端品牌向中低端市场的这种逐渐渗透，加剧了用友软件等国内品牌的竞争压力。

替代产品的威胁

对于管理软件行业提供的产品旨在提高企业的管理效率，使得企业在当今市场化经济高度渗透、技术不断革新以及竞争环境动荡多变的市场竞争中得以持续发展和提升自己的应变能力。这种产品或者服务的属性以及所对应的需求群体使

得其还不存在比较明确的替代产品。管理软件的产品系列本身就是多样化的,有针对于不同的客户需求所定制的管理软件类型。所以,对于用友软件所处的行业来说,替代产品的威胁还不足以产生一定的影响。

客户的议价还价能力

所谓的客户的议价还价能力就是通过压低产品或者服务的价格,或者要求供应商提高产品的质量或者索取更多的服务项目。管理软件这种服务本身就具有较为特殊的产品属性,虽然其服务目的是为了改善企业的运营绩效,但是截止至目前,曝光了很多大型企业集团在引进管理软件后出现反作用,软件应用实施失败的案例。管理软件的成功运用对客户本身也有一定的要求,加之引入管理软件的成本通常比较高,就使得企业在选择管理软件时会格外的谨慎,他们往往具备较强的议价还价的能力,会为了保证自身利益的前提下努力压低管理软件或者服务的价格,或者是要求软件供应商提供更多的辅助服务等等。

4.3.2 竞争环境对用友软件竞争战略选择的影响

企业所在的行业竞争环境对于自身战略的选择的影响是深刻的,企业对于竞争战略的部署是为了预期能够在产品市场上获得一定的竞争优势和竞争力,延续企业的生存和发展。所以对于战略的制定一定是基于其所在的产品市场的竞争状况、竞争程度等因素所做出的综合选择,竞争状况以及竞争程度都是企业所面对的行业竞争环境的具体表现。所以,企业所在的行业竞争环境将会影响着企业战略方向的选择以及短期策略的制定。

用友软件所处的管理软件行业比较特殊,就管理软件行业的特征来说,管理软件行业不同于硬件行业,是典型的轻资产运营行业,市场进入壁垒阻碍较小,因为在进入市场的前期准备阶段,其不需要大量的购置类似于土地、生产设备以及厂房等固定资产。管理软件这种轻资产运营的特点就决定了其在竞争本质以及产业结构、产品市场营销方式等的特征表现与传统其他行业具有较大的区别。管理软件的竞争本质不同于传统行业以生产和成本为导向的竞争本质,其更多的表现为研发创新以及对于客户需求的满足。产品或者服务对于创新的要求很高,而且需要依据客户的特征划分不同的细分市场。在管理软件行业,客户转换产品或者服务的成本比较高,因为对于企业具有较强的依赖性和客户忠诚度。

企业如果想要获得竞争优势,首先应该具备高性能的产品、研究开发的能力、市场拓展的能力以及服务咨询的能力。管理软件行业技术进步快,产品更新快,研发资金的投入水平较高以及对于人才素质的要求较高,特别是对研发人才的要求等等。因而,以上几个方面是其战略部署的重点。本文从以下几个方面分析竞争现状对用友软件竞争战略选择的影响。

首先从产品经营的方面分析竞争环境对用友软件竞争战略的影响,在前面对于管理软件行业竞争环境分析的时候提到过管理软件市场的主要产品分类,在

2002 年以前，市场上主打管理软件产品主要是财务软件，随着技术的不断发展以及经营环境的复杂性对企业信息化管理提出的新的挑战使得 ERP 软件成了管理软件市场的新宠。在现在的管理软件市场上，ERP 软件仍然占据着较大的比重。但是通过对用友软件 2005-2011 年主要产品及服务销售来看，用友软件的战略体现在产品上是有变化的。

表 4-2 用友软件在产品及服务方面重心的转变

年份	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ERP 软件	62.11%	61.21%	60.41%	58.79%	43.98%	44.19%	42.6%
技术、服务及培训	27.54%	26.19%	27.4%	27.75%	33.57%	34.16%	41.3%

根据上表中的数据显示，2005 年-2008 年之间 ERP 软件的销售占是营业收入的主要来源，从 2009 年开始，ERP 软件的销售占营业收入的比重开始下降，技术、服务及培训业务收入在销售收入中所占的比重持续的上升，可以说明用友在产品服务方面的战略有所改变，也说明 ERP 软件市场的竞争较为激烈。

接着表现在产品市场的拓展上，在 2007 年以前的年报中对于营业收入的分类方式曾按照地区分类的方式将整个市场份额划分为了北方区、华东区以及中南区和西部区四大区，并且对于每一个市场区域的销售情况、对总销售的占比都有详细的列明，但是 2007 年以后对于这种分类消息了，直至 2011 年按地区划分列示销售收入这一分类再次出现，只是简单地罗列为国内市场和国际市场，这说明在 2007 年-2010 年间用友软件在积极地开拓海外市场，这一战略的改变也正好应对了企业的财务政策在资本结构上呈现出来的改变。

在对研究开发的投入上，在全球化经济不断渗透的今天，技术创新战略是企业获得竞争优势的关键。用友软件所处的行业来说，创新是其永葆生机和竞争优势的关键，需要不断的加大研发和投资水平以改善其产品或者服务的差异性。如果想要追求技术的不可模仿性而带来的长期竞争优势与收益的稳定性，企业就必须不断地加大自身在产品研究开发上的投资力度。下图是用友软件 2001-2009 年间的研究及开发费用的投资水平的趋势图。

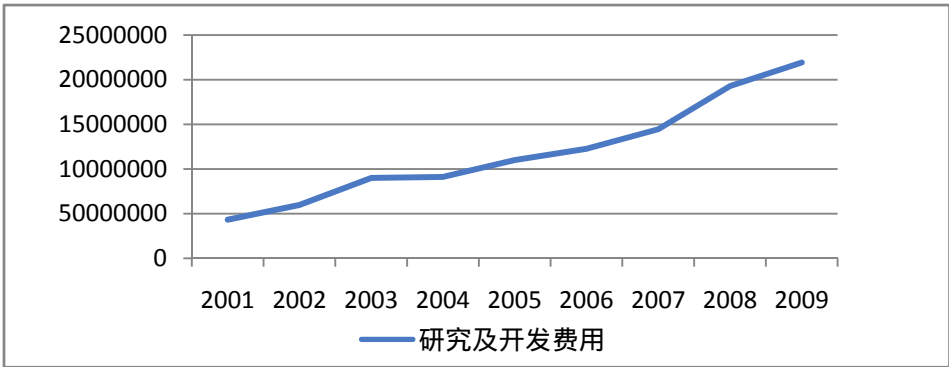


图 4-9 用友软件创新研发投入水平趋势图

由于在用友软件 2010 年和 2011 年的年报中没有查找到有关研究及开发费用

的相关披露信息，所以在上图中将截至 2009 年的研发费用支出的数据做了一个趋势图。从上图可以看出，尽管用友软件在产品服务的研发投入方面一直是在不断地增加，但是研发投入增长的速度却一直在不断地波动，特别是在前期研发投入的增加一直在一个很缓慢的速度在进行，从 2008 年开始研发投入水平的增长出现了强势的劲头，可以看出用友软件在研究开发战略上的改变。

在对子公司扩建的数目上，下图是用友软件至其上市以来子公司扩张速度的一个趋势图。从下图可以看出，尽管每一年用友软件都有新建或者成立新的子公司，但是用友软件在对自身经营规模扩大的速度是始于 2008 年，新增子公司数目最多的年份是在 2009-2010 年之间，根据用友软件 2010 年年度报告的列示，就 2010 年而言新增子公司数目 71 家。

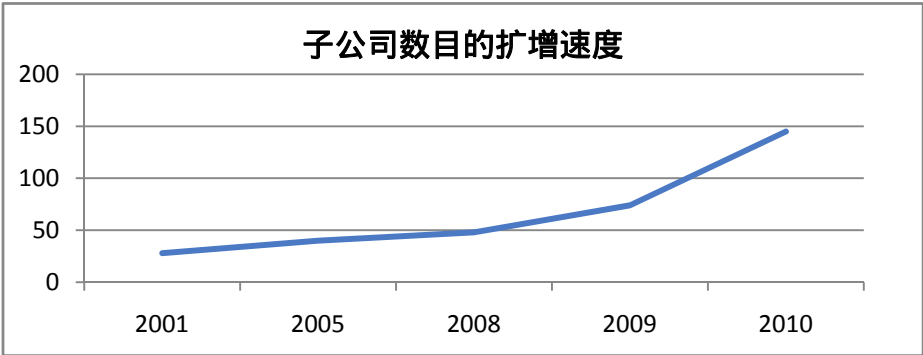


图 4-10 用友软件在规模扩建上的表现

在公司的业务收购以及对外兼并方面，也可以看出用友软件的战略变化，在 2007 年以前，用友软件对外的兼并收购积极性很低，这和当时的管理软件行业的市场竞争现状也是温和的，在 2007 年以前，管理软件行业市场处于高速的成长期，市场需求较大，企业只需坚定于现有产品线以及业务线的市场份额的扩增即刻，不需要进行多元化的扩展，2007 年以前和 2007 年以后用友软件在业务、资产收购以及对外兼并上的战略表现也不一样，具体如下表。

表 4-3 用友软件 2005-2010 的收购兼并一览表

2005	无
2006	无
2007	以 200 万元增持拥有金融公司 4% 的股份，增持后对金融公司持股达 100%； 以 980 万元收购厦门海晟公司； 以 1450 万元收购上海天诺科技有限责任公司；
2008	收购北京方正春元科技有限公司全部股权，收购价格 380.00 万元； 以现金 500 万元人民币认购广州新希元软件科技有限公司，持股比例为 19.8%； 以 930 万元收购南京宏图天安软件系统有限公司部分资产， 以 146 万元收购绍兴智能软件有限公司的业务和资产； 以 250.29 万元人民币收购南通有诚软件有限公司的业务和资产； 以 4500 万元的价格收购特博深信息科技有限公司；

2009	<p>以 77.6 万元收购北京用友审计软件有限公司 12%股权；</p> <p>以 32.35 万元收购北京用友审计软件有限公司 5%的股权；</p> <p>以 567 万元收购北京用友华表软件技术有限公司 28%股权；</p> <p>以 4500 万元认购通联支付网络服务股份有限公司发行的 3000 万普通股股份；</p> <p>以 2485.37 万元收购北京用友政务软件有限公司 10.5%股权；</p> <p>以 698 万元的价格收购重庆曼特科技有限责任公司部分资产；</p> <p>以1,88.5万元、78.2万元、42.4万元、1,18.3万元、42.2万元的价格收购泰州智源软件有限公司、洛阳同创信息工程有限公司、绵阳兴宏佳科技有限公司、保定用友软件有限公司、台州汉易软件有限公司的业务及相关资产；</p> <p>以1320 万元的价格收购上海恒聚网络科技有限公司的部分资产（包括业务及实物资产和软件著作权、软件技术、在开发项目、商标、域名等无形资产），以660 万元的价格收购上海哈久网络科技有限公司的部分资产（包括业务及软件著作权）；</p> <p>以人民币4300 万元的价格收购北京时空超越科技有限公司（下称“时空超越公司”）的资产和业务，包括：实物资产、无形资产、合同应收账款、业务及其它相关资产和权益等；</p> <p>以人民币36.4 万元收购济宁金网电子商务有限公司的业务及相关资产；</p> <p>以人民币900万元的价格收购北京用友医院管理软件有限公司的资产和业务；</p> <p>以人民币1800万元的价格收购广州安易医疗软件有限公司与江门安易医疗软件有限公司的资产和业务；</p> <p>以人民币3000万元的价格收购广州尚南科技有限公司的资产和业务；</p>
2010	<p>以 275 万受让深圳市因泰克计算机公司所持有的中科方德软件公司 4.8077%的股份；</p> <p>以 4910 万收购上海英孚思为信息科技股份有限责任公司；</p> <p>以 2485.3707 万增持用友政务 10.5%的股权；</p> <p>以 700 万元收购方正春源科技发展公司 40%股权；</p> <p>以 133.23 万元收购惠州用友软件相关业务及资产；</p> <p>以 61.3 万元、107.4 万元、28.1 万元分别收购新乡市兆科软、平顶山用友、岳阳会有软件等部分相关业务与资产；</p> <p>以 132 万元、479.64 万元、458.09 万元收购江门用友、常州用友科技、以及徐州市用友软件部分业务及相关资产；</p> <p>以 726.14 万元收购珠海用友软件相关业务与资产；</p> <p>以 360 万元收购四川省华夏软件工程公司的税务软件业务；</p> <p>以 700 万元的价格收购北京九三三软件股份公司的政府采购软件业务；</p>

在 2007 年以后，整个管理软件行业渐渐向成熟期过渡，客户对于产品以及服务的性能要求也越来越高，而且现有产品线以及服务的市场已经濒临饱和的状态，管理软件行业的企业必须要扩大自己的服务对象，对于管理软件的应用领域也要开发和拓展，这样的市场竞争环境反馈到用友软件的经营战略上就表现出大规模对外的业务兼并与收购，特别是在 2008 年以后，具体的细目如上表所示。

总的来说，通过以上几个方面的分析，可以发现用友软件的竞争战略在 08

年以前和 08 年以后的表现是不一样的。在对企业经营的主要的 5 个部分的经营策略的对比分析可以发现，用友软件在 2008 年以前呈现出来的是一个较为平和的竞争战略，在各个方面的投入都是缓慢的在增长，但是 07、08 和 09 三年之间的变化是很明显的。再回归到行业的市场竞争现状，管理软件行业在 07 年开始进入了成熟期，市场集中度进一步提高，竞争格局也已经全面形成。本土化的管理软件的优势也渐渐得到了业界的认可，金融危机为管理软件行业带来的机遇远远要高于危机对其的影响。在金融危机的全球蔓延下，受到重创的往往是中小企业，在经历了金融危机风波后，中小规模的企业就意识到提升自己管理水平的必要性，自身经营管理的科学化可以在一定程度上降低外界环境对自身的冲击。中小企业对于提升自身信息化管理水平的这种意识为管理软件行业提升了巨大的发展空间，这一点也可以从 2008 年年报中对于 09 年的战略布局中得到显现，“专注小型企业，以比竞争对手更快的速度、更低的成本响应渠道和客户”^[3]。所以行业的市场竞争现状影响了用友软件对于自身竞争战略的选择以及对未来竞争的预期。

4.3.3 战略选择、未来竞争预期对用友财务保守行为的影响

企业战略的选择主要是基于自身期望在产品市场上达到怎样的竞争力，获得怎样的竞争地位并将具体的企业愿景向具体的行动转化。

首先回顾用友软件在 2001-2007 年在产品市场上的表现以及在 05 年、06 年和 07 年在战略部署上的布局以及对未来经营环境的预期，信息主要来自于用友软件的年报。用友软件和金蝶软件在我国的管理软件行业中是竞争力最强的两家公司，现将两家公司在 2005-2011 年间的盈利能力对比如下，首先是对两家公司销售收入的对比：

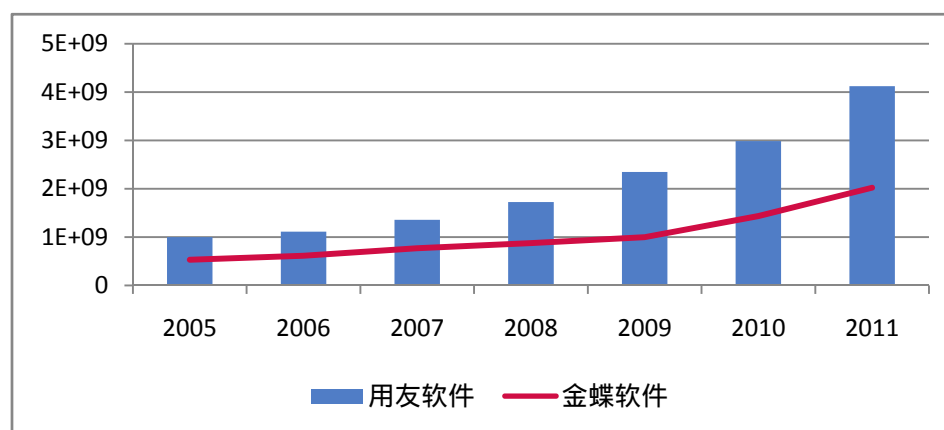


图 4-11 用友软件和金蝶软件 2005-2011 年主营业务收入趋势对比图

从主营业务收入的对比来看，用友软件在过去的几年里在产品市场中的表现要明显领先于金蝶软件，而且这种领先优势从 08 年往后凸显的更加明显，虽然两家公司的营业收入都在保持着增长的势头，但是可以看出用友软件的增长速度更快。

^[3]用友软件 2008 年年报[Z]，2008.

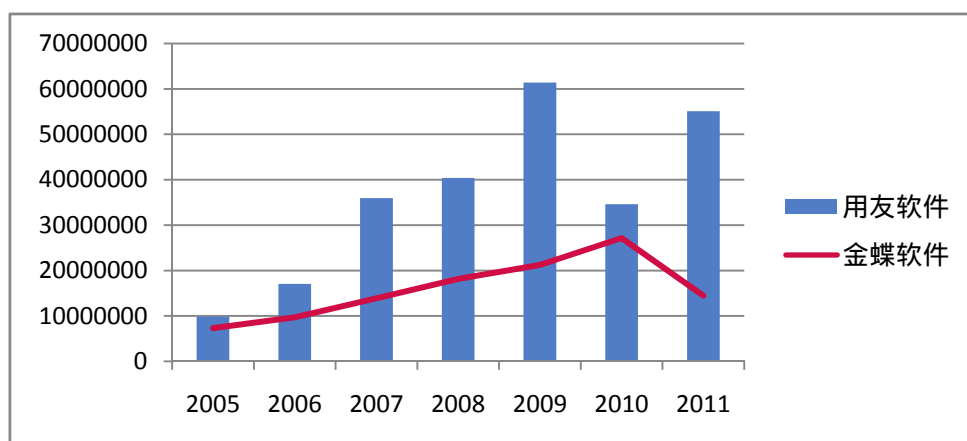


图 4-12 用友软件和金蝶软件净利润对比趋势图

从用友软件和金蝶软件的净利润绝对值的比较来看,用友软件较之于金蝶软件也表现出了明显的竞争优势。所以说用友软件在产品市场上的竞争力一直很强。用友软件的财务行为呈现出保守现象是在 2001-2007 年,在 2008 年其负债比率开始快速的攀升,战略的部署都是为后期服务的,战略的实施也有一定的滞后性,对于 08 年以后出现的这种策略上的转换,应该重点关注用友软件 05 年、06 年和 07 年在竞争战略上的布局以及经营方向上的调整,这些信息都蕴藏着用友软件对于后续竞争状况的预期以及自身竞争力的预期。本文对有关用友软件 05 年、06 年以及 07 年的战略安排以及经营方向调整的信息主要来自于从其年度报告中提取。在 2005 年的年报中,用友软件用一组数据显示出了未来的软件产业将向服务性产业转化,这一点也在前面一部分对用友软件主要业务的占比上可以看出这种趋势的转化,说明用友软件对未来的预期得到了后期的检验。在 05 年和 06 年的在经营方向上的安排并没有太大的变动,主要还是沿着公司现有的产品、服务以及渠道进行发展和拓宽,以及在伙伴策略、子公司发展策略、员工发展策略等继续原有的发展路径,进一步的加强自身的经营和管理。但是在 2007 年的年度报告中指出伴随着中国资本市场持续不断创新将为用友软件未来的公司业务购并和产业整合创造有利时机和平台^[4]。而且公司提出了新的三年计划,三年计划正好是对应着 08、09 和 10 年的发展而展开的,在 07 年的年报中,用友软件对于未来的经营环境做了很好的预期与评估,指出未来的管理软件市场的年均复合增长率为 16%,并详细地列明了 08 年的具体的战略规划,预示了未来的竞争环境将日趋的激烈,竞争格局可能会发生改变。

对于用友软件对未来竞争程度的预期在用友软件后续的产品市场竞争中的表现也确实得到了验证。以下是用友软件 2001-2011 年间各产品系列所占的市场份额趋势图。

^[4]用友软件 2007 年年度报告[Z], 2007.

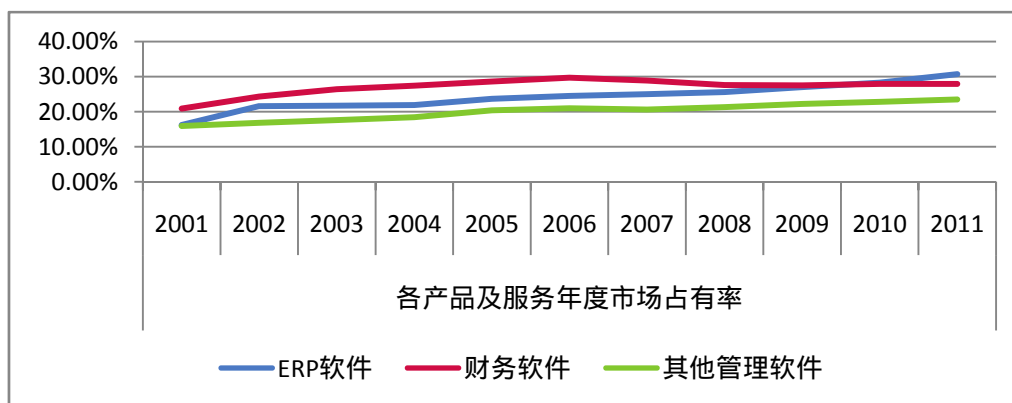


图 4-13 用友软件各产品及服务年度市场占有率一览表

从上图各业务的年度市场占有率来看，在 2007 年以前，用友软件各项业务的市场占有率已经在平缓的上升，虽然增长速度不快，但是总体的发展趋势是良好的，但是在 2008 年以后各项业务的市场占有率呈现下降的趋势，说明正如用友软件自身所预期的那样，在 2008 年以后的管理软件市场的发展竞争格局在变化。此外，通过对用友软件 2001-2011 年的营业收入以及净利润变化的趋势来看也可以发现 2007 年以前和 2007 年以后的管理软件市场竞争环境呈现出的变化，二者趋势对比图如下所示：

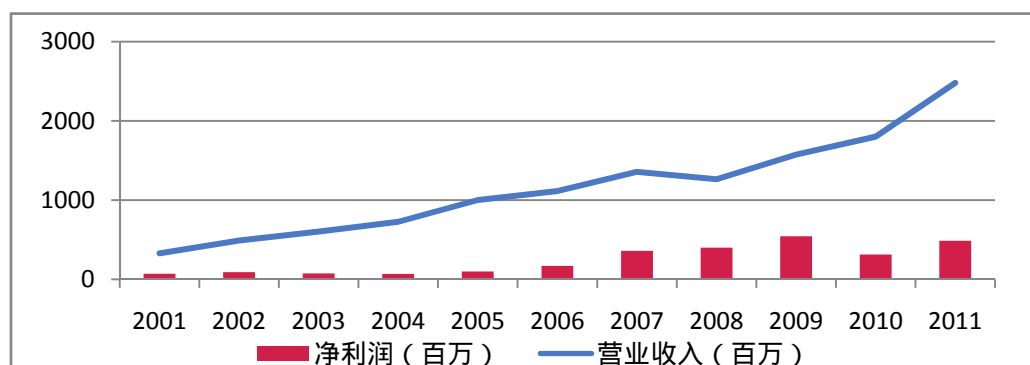


图 4-14 用友软件盈利能力趋势图

从上图可以看出，营业收入增长速度较之净利润更加的强劲，说明 2008 年以后用友软件的营业成本上升的速度很快，企业花费在研究开发及支出、市场推广等营销费用在不断地上升，其销售费用及市场推广方面的支出数额如下如所示：

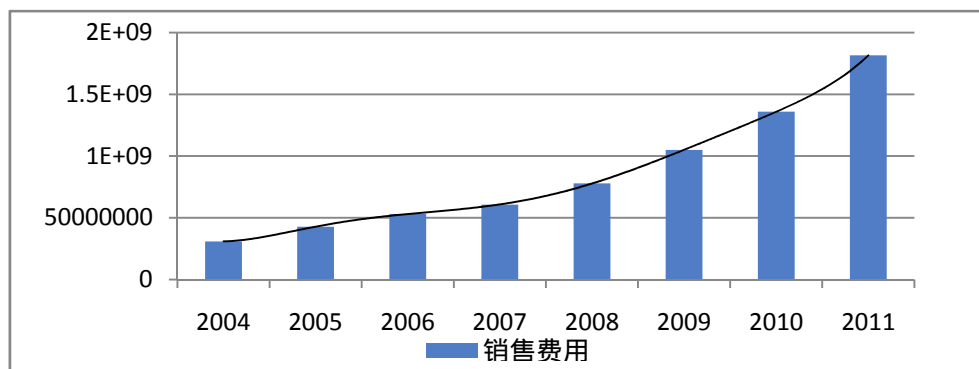


图 4-15 用友软件各年在营销以及市场推广投入水平走势图

伴随着国家经济对于中小规模的软件公司的支持，在 08 年、09 年以及 10 年在中小企业版以及创业板上市的公司的数目在不断地递增，借助于资本市场这个大融资背景也为它们参与市场竞争以及研究开发和创新提供了资金的支持，在一定程度上加剧了管理软件行业的竞争，2007 年以后的软件市场的竞争环境较之于前一阶段，竞争程度有所加剧，这一点也可以从用友软件销售费用以及市场推广投入水平的走势图也可以看出。

经过上面一部分的分析，可以发现用友软件在制定战略时对后续产品市场竞争的预期都得到了后续产品市场的验证，2008 年以后的竞争格局较之 2007 年确实更加的紧张，竞争对手之间对于市场份额的争夺也越发的激烈，用友软件营业成本的持续增加以及销售费用的增加都在一定程度上凸显了竞争环境的现状。那么用友软件在前一个阶段的也就是 2007 年以前的财务保守行为也就得到了合理的解释。如果从企业对于未来产品市场竞争的预期出发来解释用友财务行为，用友三阶段的财务行为可以得到合理的解释。再次回归到管理软件行业的发展阶段图，如果将其与用友软件所在行业的发展状况结合在一起分析，可以发现在 2001-2007 年间，用友软件所在的行业正处在一个飞速增长的过程中，行业中的竞争格局都还没有完全形成，用友软件呈现出来的财务保守行为恰好是在产业生命周期的成长阶段，以 2007 年为起点往后开始进入成熟阶段，用友软件负债比率的提升就是在 2008 年的基础上，接连攀升，直至 2010 年一举超过行业平均水平。



图 4-16 管理软件行业产业发展阶段图

处于成长期的行业增长率很高，市场需求的增长速度也比较快，也因此会为企业带来不断递增的现金流，用友软件 2001-2007 年各年的现金流量相关数据列示如下：

表 4-4 用友软件各年现金流量一览表

年份	净营运资本增加额	资本净支出	资本支出	经营现金流	自由现金流
2001	887793274	312858693	1200651967	103293352	-1097358615
2002	-21130111	-59899694	-81029805	83797297	164827102
2003	-66142699	101303301	35160602	104531526	69370924
2004	-38099118	120633950	82534832	106587042	24052210
2005	-37024793	233400003	196375210	207496685	11121475
2006	-133051363	62258229	-70793134	214476165	285269299
2007	95944230	115970862	211915092	343115812	131200720

通过上表的数据列示可以发现，用友软件属于“现金充足型”企业，其内部

融资能力十分强,行业处于高速成长期下良好的市场需求为用友软件带来了大量的现金流,为企业借助于内源融资提供了基础。考虑到后期产业发展在迈入成熟阶段,市场需求呈现出饱和的态势,以及增长率的下滑,企业经营利润的下降导致现金流入得萎缩,以及企业参与后续行业成熟阶段的市场竞争需要在保持自身竞争力的同时加大研发力度营销力度等等的大量的资金投入等等,企业在前一阶段将自身的负债水平维持在较低的水平,为后续的资金借贷保留一定的财务弹性,故而选择较为保守的负债比例。根据产业生命周期理论,处于成熟期的管理软件行业买方市场已经形成,保持企业竞争力的关键就在于企业必须加速新产品核心服务的研发进程和加大开发力度,在产品和服务上吸引客户群为企业提供更加具有针对性的管理软件。行业盈利能力下降就意味着企业依靠内部资金的积累持续发展的能力在下降,企业此时需要依靠外部融资,加大自身的举债程度。

对于后一阶段行业步入成熟阶段后竞争环境较为严峻的预期,用友软件在前一阶段将自身负债水平保持在较低的负债水平,为后续的竞争保留一定的财务张力。2008 年金融危机的蔓延对各行各业都产生了消极的影响,企业经营状况的恶化导致企业依靠正常经营活动筹集的资金不足以维持企业的正常运营,企业资金链大都处于紧张时期,正式因为用友软件在前期较长时间的财务保守行为下预留的财务弹性,才能在短时间内不断的提升自身的负债水平。假设用友软件在此之前一直保持着较高比例的负债,负债融资的能力已经达到饱和,就不可能再借助于债务融资在后金融危机时期筹集到发展所需的资金。

市场竞争战略对用友软件的财务保守行为进行解释要考虑用友软件所处行业的行业特征。而且竞争战略的部署和实施会经历一个较长时间的跨度,对于未来较长一段时间的战略部署会影响现阶段的财务政策的选择。现阶段的财务决策要服从于企业未来的竞争战略,即依靠对未来市场竞争的预期制定的发展战略确定现阶段的债务水平。受我国企业转型升级的需求驱动,以及云计算、移动互联网以及社交商务等新技术革命的推动,用友软件的未来竞争战略仍将以转型、整合以及高增长作为战略总方针。所以在 2007 年以后公司对外筹集资金的比例在不断地增加。如果将这一竞争战略的选择反馈到企业的财务决策上,对用友软件在前一段时间的财务保守行为就做出了解释。企业战略的部署时间跨度比较长,所以可以认为用友软件在企业发展前一阶段保持较低的负债水平是为了自身在后期面临融资需要时有较强的债务融资能力,如果当前的负债水平过高,那么企业后续债务融资能力就已经饱和,持续增加负债水平会增加企业的经营风险。

4.4 分析结论

以上对于用友软件在 2001-2007 年间负债融资呈现出的财务保守现象分析的路径是企业所在的行业市场竞争状况会影响企业对后续参与市场竞争战略也即是参与竞争具体方式的选择,不同的战略对于企业各项资源的需求也不同,对

于各项资源的配置及使用也不同。财务资源的配置和使用也会受到企业战略的影响,因而产品市场竞争的影响最终也将反馈至企业财务决策的过程,对企业财务行为的选择产生影响。

在 2001-2007 年间,用友软件在收购和兼并方面的支出很少,甚至有几年的支出金额是 0,然而从 08 年开始,用友软件开始增加自身在收购以及兼并方面的投入力度,特别是在 09 年往后的数年里,投入的比重在增多。用友软件这种大举兼并表现在产品市场上就是较为激进的策略,也说明用友软件对于未来自身在产品市场中的竞争力的预期是积极的,所以才会战略上表现的这么鲜明。激进的竞争战略反馈到企业对于自身财务政策的选择上便是加大自身的负债水平,提高自身的资产负债率,利用负债的积极性增强。

伴随着信息技术发展速度的不断提升,客户对于产品需求的进一步提高也意味着管理软件供应商对于自身产品以及服务的质量和性能需要不断的革新和创新。在早期,软件行业的客户群体并未形成,客户需求成长速度之快使得包括用友在内的软件行业不需要过多的去扩充新的产品线等,信息技术的变革速度也没有这么快,对于新产品以及服务的研发力度也并不是经营的首要战略部署,所以早期用友软件利用债务的积极性较低并不会对用友软件的经营产生消极的影响,但是随着信息技术中云计算的引入,就要求软件产品的供应商必须与时俱进,保持产品的更新换代,这就要求需要投入更多的资源,充足的资金投入是必备的,此时,用友软件应该提高利用债务融资的积极性,为企业后续的竞争提供充裕的资金流。

5 研究结论、局限性与展望

5.1 研究结论

本文基于产品竞争视角下对于企业财务行为的研究主要是考察产品市场竞争的要素对企业财务融资决策的影响。企业做出某一财务决策并不是单纯的某一单一力量的作用结果,也不仅仅是企业内部各种因素作用的结果,我们必须还要考虑到企业所处的外部环境,企业所处的外部产品市场的竞争因素也会在一定程度上影响企业在面临财务融资决策时的选择。所以,我们认为除了外部资本市场环境以及企业内部影响因素意外,企业的财务行为在一定程度上也是企业基于其所处的产品市场竞争环境以及产品市场竞争程度还有自身基于所处的行业选择的竞争战略等一系列产品市场竞争要素做出的选择。

从产品市场竞争的视角考察企业财务保守行为无论是对公司还是对于外部投资者都有广泛的现实意义。当企业所面临的行业环境比较复杂,政策性的支持也比较缺乏的时候,企业所面临的经营环境加大了企业的经营风险,从企业长远的发展来看,也就不支持企业保持较为激进的财务行为。同理,当企业所处的行业环境较为良好,而且国家的经济发展在一定程度上对该行业提供了许多政策性的优惠和支持,比如纳税、资金需求等方面的优惠政策等,那么以此也就为企业的发展提供了较好的外部经营环境和发展机遇,此时企业应该较为合理的提高自身的债务水平,以较低的经营成本来保持企业的后续成长和发展。产品市场竞争程度对企业融资决策行为的作用机理是当企业所处的行业竞争十分激烈,企业的经营环境具有较强的不确定性,企业未来的盈利能力也是一个未知数,此时企业在面临资金需求时需要考虑到现阶段的债务水平,如果此时企业的负债率已经接近于行业平均水平,那么在面临融资决策时,出于未来可能面临的财务风险,企业不应当考虑借助于负债进行融资;相反,如果此时企业的财务行为趋于保守,有很大的债务利用空间,此时可以适当的提高自身的负债水平。这一点在本文对用友软件的财务保守行为分析时也得到了验证。对于企业个体财务行为的研究,产品市场环境对产品市场竞争对企业的影响常常不是孤立的,反而是以一种递进的相互渗透的方式作用于企业的财务行为的选择。

外部市场竞争的环境和竞争程度以及行业的竞争格局构成了企业整体需要面对的行业竞争的现状,对于现状的分析可以分解出许多对企业有利的信息。这些信息是企业在制定未来竞争战略的基础。所以企业所在的产品的市场竞争将影响着企业战略的选择以及对未来竞争程度以及自身竞争力的预期,进而会影响到企业在财务资源上的部署以及配置,会影响企业在面临负债融资时的融资需求。因而企业财务保守行为的选择往往是为了给自己在后续参与产品市场竞争的过程中预留一部分的财务弹性,保留一部分的财务张力。

5.2 研究局限性与展望

现阶段基于产品市场竞争视角对企业财务保守行为的研究还不是很多,大部分都是研究产品市场竞争如何作用于企业的资本结构决策,企业财务保守现象与产品市场竞争二者之间的直接作用关系研究的还不是很多。本文的研究也存在着一些局限性。

首先,对于企业财务保守现象的研究只是认定于某一企业的资产负债水平是否过于保守,事实上,企业财务保守行为的表象还应该有很多,财务行为不仅仅包含筹资行为,还有投资行为,因而后续建立在产品市场竞争视角对于企业财务保守行为的考察应该更加的宽泛一些。

第二点局限性表现在本文的定量研究方法上,就定量分析而言主要是针对产品市场竞争现状这一综合变量的分解对企业财务保守行为的影响分析。然而在对产品市场竞争要素的变量定义上存在着一定的局限性,因为财务指标都有其局限性存在,所以对于产品市场竞争现状的衡量可能会不太准确。

最后现阶段的有关产品市场竞争对于企业财务保守行为的解释更多的是以一种积极的视角加以阐述,企业财务保守行为是否能和财务柔性或者财务灵活性划划等号对于这种股权融资过度和债务融资不足的问题是否真的合理,是否真的是为了更好地适应后续竞争而保持的一种财务决策行为本文还没有加以分析,以及这种财务保守行为在多大范围内是合理的,在哪个临界区间会造成企业在产品市场竞争中的低效本文也没有加以关注。

在未来有关产品市场竞争视角下的企业财务保守行为的研究除了对于企业在筹资方面表现出来的保守现象以外,还应该考虑企业在投资方面的财务保守行为,以及对于分析的研究模型的设计上还需要增加一些综合变量进行考量,此外对于强调财务灵活性的财务保守行为的研究也会随着新的制度背景以及经济环境的不断变化成为企业在制定财务决策时的战略性选择,也将进一步推动学术界对于企业财务保守行为的深入研究。

参考文献

- [1] Modigliani, F., Miller, M.H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 1958, 48(3):261-297.
- [2] Graham, J.R. How big are the tax benefits of debt? *Journal of Finance*, 2000, 55(5): 1901-1941.
- [3] 黄少安, 张岗. 中国上市公司股权融资偏好分析. *经济研究*, 2001 (11): 12-20, 27.
- [4] 陆正飞, 高强. 中国上市公司融资行为研究: 基于问卷调查的分析. *会计研究*, 2003(10): 19-25.
- [5] 高晓红. 产权效率与市场效率: 我国上市公司股权融资偏好分析. *投资研究*, 2000(8): 23-26.
- [6] 陆正飞, 叶康涛. 中国上市公司股权融资偏好解析. *经济研究*, 2004 (4): 50-59.
- [7] Brander J A and Lewis T R. Oligopoly and financial structure: The limited liability effect. *American Economic Review*, 1986, 76(5): 956~970.
- [8] 张鼎祖, 赵华. 企业财务柔性的本原属性研究. *会计研究*, 2010 (6): 62-69.
- [9] Minton, B.A., Wruck, K.H. Financial Conservatism: Evidence on Capital Structure from Low Leverage Firms. Working Paper, Ohio State University, 2001.
- [10] Fama, E., French, K.R. Financing Decisions: Who Issues Stock? *Journal of Finance*, 2005, 76(3): 549-582.
- [11] Titman, S., Wessels, R. The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal Finance*, 1988, 43(1): 1-19.
- [12] 赵蒲, 孙爱英. 财务保守行为: 基于中国上市公司的实证研究. *管理世界*, 2004, 16(11): 109-118.
- [13] Iona, A., Leonida, L., Ozkan, A. Determinants of Financial Conservatism: Evidence from Low-Leverage and Cash-Rich UK Firms. Discussion Papers in Economics: The University of York, 2004(1): 1-49.
- [14] Rajan, R., Zingales, L. What do we know about Capital Structure? Some Evidence From International Data. *The Journal of Finance*, 1995, 50(5): 1421-1460.
- [15] Leland, H.E., Toft, K. Optimal Capital Structure, Endogenous bankruptcy, and the Term Structure of Credit Spreads. *Journal of Finance*, 1996, 51(3):987-1019.
- [16] Goldstein, R., Ju, N., Leland, H.E. An EBIT-based Model of Dynamic Capital Structure. *Journal of Business*, 2001, 74(4): 483-512.
- [17] Titman, S., Tsyplakov, S. A Dynamic Model of Optimal Capital structure. *Review of Finance*, 2007, 11(3): 401-451.
- [18] Bird, G., Rajan, R.S. Resolving the Interest Rate Premium Puzzle: Capital Inflows and Bank Intermediation in Emerging Economics. CIES Discussion Paper, 2000.
- [19] Shleifer, A., Vishny, R.W. Liquidation Values and Debt capacity: a market equilibrium approach. *Journal of Finance*, 1992, 47(4) : 1343-1365.
- [20] 蒲文燕, 张洪辉, 肖浩. 债务保守、投资机会与中国上市公司资本投资. *管理评论*, 2012, 24 (4): 36-44.
- [21] 李延喜, 张波涛, 包世泽, 栾庆伟. 所得税优惠与中国上市公司的财务保守行为. *管理科学*, 2008, 12 (3): 104-113.

- [22] Kim, W. S., Sorensen, E.H. Evidence on the impact of agency cost of debt on corporate debt. Quantitative Analysis, 1986, 21(02):131-144.
- [23] Friend, I., Lang, H.P. An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure. The Journal of Finance, 1988, 43(2): 271-281.
- [24] 魏成龙, 杨松贺. 中国公司股权融资偏好的形成机理及治理对策分析. 经济学动态, 2010 (11): 50-53.
- [25] 林敏, 干胜道. 企业财务决策目标的实现路径: “做饼”还是“分饼”——以五粮液为例. 财经科学, 2006 (4): 90-95.
- [26] 赵蒲. 中国上市公司财务保守行为研究: [博士学位论文]. 上海: 上海交通大学, 2005.
- [27] 汤胜. 企业融资的市场时机选择理论述评. 经济纵横, 2007 (2): 12-18.
- [28] 张波涛, 李延喜, 栾庆伟. 认知偏差、财务困境成本与财务保守行为. 运筹与管理, 2008, 17 (2): 136-141.
- [29] Showalter D M. Oligopoly and Financial Struture: Comment. The American Economic Review, 1995, 85(3): 647~653.
- [30] Chevalier J and Scharfstein D. The capital structure and product-market behavior: Liquidity constraints and the cyclical behavior of markups. American Economic Review, 1995, 86(4): 703~725.
- [31] Istaitieh, A., & Rodrguez, J. M. Stakeholder theory, market structure, and firm capital structure: empirical evidence. Working Paper presented at Wolpertinger Meeting. European Association of University Teachers in Banking and Finance, 2002.
- [32] 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): 28-36.
- [33] 刘志彪, 姜付秀, 卢二坡. 资本结构与产品竞争市场强度. 经济研究, 2003 (7): 60-62.
- [34] 钟田丽, 范宇. 上市公司产品市场竞争程度与财务杠杆的选择. 会计研究, 2004 (6): 73-77.
- [35] 朱玲, 史东辉. 产品市场竞争对资本结构影响的实证研究. 经济师, 2008 (11): 77-78.
- [36] 陈建梁, 王大鹏. 产品市场竞争对企业资本结构的影响. 管理科学, 2006, 19 (5): 50-57.
- [37] 李青原, 陈晓, 王永海. 产品市场竞争、资产专用性与资本结构. 金融研究, 2007, 332 (4): 100-113.
- [38] 姚益龙, 邓湘益, 陈壮奋. 有限责任效应、破产风险效应与资本结构——基于产品市场竞争视角的研究. 学术研究, 2010 (6): 77-
- [39] Barton, S.L., Gordan, P.J. Corporate Strategy and Capital Structure. Strategic Management Journal, 1988, 9(6): 623-632.
- [40] Chung, K.H. Asset Characteristics and Corporate Debt Policy: An Empirical Test. Journal of Business Finance & Accounting, 1993, 20(1): 83-98.
- [41] Chevalier J., Scharfstein, D. The capital structure and product-market behavior: Liquidity constraints and the cyclical behavior of markups. American Economic Review, 1995, 86(4): 703~725.
- [42] Opler, T.C., Titman, S. Financial distress and corporate performance. The Journal of Finance, 1994, 49(3): 1015-1040.
- [43] Simerly, R.L., Li, M.F. Environmental dynamism, capital structure and performance: a theoretical integration and an empirical test. Strategic Management, 2000, 21(1): 31-49.
- [44] Bowen, R., Daly, L.A., et al. Evidence on the Existence and Determinants inter-industry

- Differences in Leverage. *Financial Management*, 1982, 10-20.
- [45] Bradley,M., Jarell,G., Kim,E.H. On the Existence of an Optimal Structure: Theory and Evidence. *Journal of Finance*, 1984(39): 857~878.
- [46] Wanzenried, G. Capital structure decisions and output market competition under demand uncertainty. *International Journal of Industrial Organization*, 2003,21(2): 171-200.
- [47] 郭鹏飞,孙培源. 资本结构的行业特征 :基于中国上市公司的实证研究. *经济研究* ,2003 (5): 66-73.
- [48] Myers, S.C. The Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 1977,5(2):147-175.
- [49] Wokukwu, K.C. Life circle and Capital Structure: Some Empirical Evidence.Nova Southeastern University, 2000.
- [50] 赵蒲,孙爱英. 资本结构与产业生命周期 :基于中国上市公司的实证研究. *管理工程学报* , 2005,19 (3): 42-46.
- [51] Hovakimian, A., Kayhan, A., Titman, S. Are corporate default probabilities consistent with the static trade-off theory?. *Review of Financial Studies*, 2012,25(2):315-340.
- [52] 闵丹,韩立岩. 市场结构、行业周期与资本结构. *管理世界* , 2008 (2): 82-89.
- [53] 左志芳. 产业生命周期与资本结构调整. *经济理论与经济管理* , 2009 (6): 69-74.
- [54] Kochhar, R., Hitt, M.A. Linking corporate strategy to capital structure: diversification strategy, type and source of financing. *Strategic Management*, 1998, 19(6):601-610.
- [55] Jordan, J., Lowe, J, Taylor, P. Strategy and Financial Policy in UK Small Firms. *Journal of Business Finance and Accounting*, 1998, 25(1-2):1-27.
- [56] Mingfang Li, Roy L. Simerly. Environmental dynamism, capital structure and innovation: An empirical test. *The international Journal of Organization Analysis*, 10, 2002.
- [57] O'Brien, J. P. The Capital structure implications of pursuing a strategy of innovation. *Strategic Management Journal*, 2003, 24(5):415-431.
- [58] 朱武祥,郭洋. 行业竞争结构、收益风险特征与资本结构. *改革* , 2003 (2): 57-67.
- [59] 章细贞. 外部环境与企业财务保守行为. *财经论丛* , 2007 (6): 70-77.
- [60] 姜付秀,屈耀辉,陆正飞,李焰. 产品竞争市场与资本结构动态调整. *经济研究* , 2008 (4): 99-110.
- [61] 苏欣欣,孙伍琴. 产品市场竞争与企业资本结构研究. *经营与管理* , 2011 (10): 81-83.
- [62] Perotti, E.C., Spier, K.E. Capital Structure as a Bargaining Tool: The Role of Leverage in contract Renegotiation. 1993, 83(5) : 1131-1141.
- [63] Khandwalla, P. Effective Corporate Response to Liberalization: The Indian Case. *The Social Engineer*, 1996, 5(2):5-33.
- [64] 伍容辉. 竞争环境对战略导向与企业绩效之间关系的调节分析. *经营管理者* ,2009(20): 20-21.
- [65] 孙敬水. 市场结构与市场绩效的测度方法研究. *统计方法* , 2002 (5): 7-12.

致谢

两年半前，我走进了青岛这个陌生的城市，开始了自己的研究生生活。在这两年的求学路程中，我首先要感谢的是自己的学校，在校期间，学校的老师都给予了我莫大的关心和帮助。两年的生活虽然短暂，但是对于能够师从逢咏梅老师是我莫大的荣幸，逢老师严谨的治学态度、精益求精的工作作风以及谦和的处事原则，对我影响深远。从研究兴趣的培养、论文选题、数据收集分析到最终完成，导师都给了我细心的指导和不懈的支持，每一步都倾注了导师大量的心血。我将借此机会向逢老师表示最衷心的感谢！

除了导师之外，我还想向我的爸爸妈妈表示由衷的感谢，在这两年里，我的爸爸妈妈给予了很多的帮助。在我难过的时候开导我，理解我，所以很谢谢爸爸妈妈对于我的无微不至的关心和照料。

个人简历

1987 年 10 月 13 日出生于河南省信阳市固始县。

2005 年 9 月考入黄淮学院国际学院会计学专业，2008 年 6 月毕业。

2008 年 9 月考入郑州航空工业管理学院会计学院财务管理专业，2010 年 7 月本科毕业并获得管理学学士学位。

2011 年 9 月考入中国海洋大学会计硕士中心会计硕士专业攻读硕士学位至今。



中国海洋大学
OCEAN UNIVERSITY OF CHINA

硕士学位论文

