

分类号:

学 号: 20192016061

密 级: 公开

单位代码: 10759

石河子大学

硕士学位论文



轻资产运营与权益资本成本

学 位 申 请 人

蒋春红

指 导 教 师

魏卉 教授

申请学位门类级别

管理学 硕士

学 科、专 业 名 称

工商管理

研 究 方 向

公司治理与财务管理

所 在 学 院

经济与管理学院

中国·新疆·石河子

2022年6月

分类号:

学 号: 20192016061

密 级: 公开

单位代码: 10759

石河子大学

硕 士 学 位 论 文



轻资产运营与权益资本成本

学 位 申 请 人

蒋春红

指 导 教 师

魏卉 教授

申请学位门类级别

管理学 硕士

学 科 、 专 业 名 称

工商管理

研 究 方 向

公司治理与财务管理

所 在 学 院

经济与管理学院

中国·新疆·石河子

2022年6月

Asset-light Operations and Cost of Equity Capital

A Dissertation Submitted to

Shihezi University

In Partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of

Master of Management Science

By

JIANG chun-hong

(Financial Management)

Dissertation Supervisor: Prof. Wei Hui

June, 2022

石河子大学学位论文独创性声明及使用授权声明

学位论文独创性声明

本人所呈交的学位论文是在我导师的指导下进行的研究工作及取得的研究成果。据我所知，除文中已经注明引用的内容外，本论文不包含其他个人已经发表或撰写过的研究成果。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中作了明确的说明并表示谢意。

研究生签名：蒋春红

时间：2022年6月2日

使用授权声明

本人完全了解石河子大学有关保留、使用学位论文的规定，学校有权保留学位论文并向国家主管部门或指定机构送交论文的电子版和纸质版。有权将学位论文在学校图书馆保存并允许被查阅。有权自行或许可他人将学位论文编入有关数据库提供检索服务。有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

研究生签名：蒋春红

时间：2022年6月2日

导师签名：魏华

时间：2022年6月2日

摘要

随着经济全球化的发展以及经济体制改革在我国不断深入，与之同步的是产业转型升级也进一步加快，市场需求也日益饱和，诸多传统行业纷纷出现产能过剩、产品核心竞争力不足以及经营业绩下滑等问题，以规模为导向的传统商业模式已难以满足当代企业可持续发展的要求，因此，为了能够在竞争大潮中寻求长期稳定的发展，就要求企业提高竞争力，赢得发展先机。轻资产运营模式的出现为企业凝聚核心竞争力、实现价值最大化提供了新的发展路径，俨然成为当下学术界和实务界关注的焦点。不可否认，轻资产运营模式能够占据产业链高端环节，是经济高速发展的必然产物，然而较之其他企业，设备等固定资产比例的降低导致其在银行抵押贷款等间接融资方面优势甚微，内源融资以及股权融资则成为主要资金来源，但内源融资规模毕竟有限，企业进行研发、营销等活动需要长期大额资金支持，依靠自有资金作为主要投入难免捉襟见肘，股权融资则能为企业提供较为持续的发展动力。那么，企业如何进一步降低权益资本成本，赢得融资优势是值得关注的现实问题。

本文选取 2010—2018 年我国全部 A 股上市公司作为研究样本，基于核心竞争力理论以及微笑曲线理论，进一步解析轻资产运营对权益资本成本的可能影响，并探究其具体影响途径。此外，制造业与非制造业在经营各个方面存在较大差异，在不同程度的产品竞争市场中企业所面临的经济环境也大相径庭，同时轻资产运营正向价值效应的实现也离不开企业内部科学决策的有力支持，管理层作为企业生产决策的制定者，对管理层实施合理有效的激励是推动轻资产运营实现正面资本成本效应的重要举措，因此本文进一步从行业性质差异、产品市场竞争以及管理层股权激励等视角分析这种影响的异质性。研究结果表明：（1）轻资产运营与权益资本成本显著负相关，并且这一结论在使用倾向得分匹配、工具变量法、变量替换以及滞后变量等进行稳健性测试后依旧成立，表明企业实行轻资产运营能够有效降低权益资本成本；（2）通过影响机制检验发现，轻资产运营主要通过提高竞争力以及降低经营风险进而降低权益资本成本水平；（3）区分不同行业性质、产品市场竞争以及管理层股权激励的调节效应表明，与非制造业相比，制造业更加依托于产品的差异性来获取市场优势地位，因此轻资产运营对制造业产品以及整体竞争力的提升更加明显，降成本效应更为显著；在激烈的产品市场中，企业的代理问题得到缓解，并且面临的市场压力更大，促使其不得不作为，轻资产运营对研发、营销环节的大力投入会获得更高的竞争优势，进而获得更低的权益资本成本；当管理层股权激励程度较高时，管理层偏好于研发投入，并且能够形成较强的竞争意识，努力作为，有效把控风险，实行轻资产运营会带来更高的价值回报，进而降低权益资本成本。

本文可能的贡献和意义在于：（1）本文从权益资本成本的视角出发，探究轻资产运营与权益资本成本二者的关系，为理解轻资产运营的经济后果增加了一定的经验证据，也拓展了权益资本成本影响因素的相关研究；（2）从竞争力提升效应、经营风险效应以及代理衍生效应三个角度进行分析，正反两面探索轻资产运营究竟是降低还是提升权益资本成本，以求明确轻资产运营影响权益资本成本的具体作用机制；（3）从资本成本效应角度考虑行业性质差异、产品市场竞争程度以及管理层股权激励程度是否会对两者的关系产生影响，以期为企业转型轻资产提供理论依据，同时对投资者审慎解读企业风险，做出理性投资决策具有一定的启示作用。

关键词：轻资产运营；权益资本成本；经营风险；企业竞争力

Abstract

With the development of economic globalization and the deepening of economic system reform in China, the industrial transformation and upgrading have been further accelerated in parallel, and the market demand has become increasingly saturated, and many traditional industries have experienced overcapacity, insufficient core competitiveness of products and declining business performance. Therefore, in order to seek long-term stable development in the competitive tide, enterprises are required to improve their competitiveness and win the first opportunity for development. The emergence of asset-light operation model provides a new development path for enterprises to build up their core competitiveness and maximize their value, which has become the focus of attention of both academic and practical circles. It is undeniable that the asset-light operation model can occupy the high-end part of the industrial chain, which is an inevitable product of rapid economic development. However, compared with other enterprises, the proportion of fixed assets such as equipment is reduced, which leads to little advantage in indirect financing such as bank mortgages. However, the scale of endogenous financing is limited, and enterprises need large amount of long-term financial support for R&D, marketing and other activities, so relying on their own funds as the main input is inevitably stretched, while equity financing can provide more sustainable development momentum for enterprises. Then, how to further reduce the cost of equity capital and win the financing advantage is a real problem worthy of attention.

This thesis selects all A-share listed companies in China from 2010-2018 as a research sample to further analyze the possible impact of asset-light operations on the cost of equity capital and explore its specific impact path based on core competitiveness theory and smile curve theory. In addition, manufacturing and non-manufacturing industries differ greatly in various aspects of operation, and the economic environment faced by enterprises in the market without the same degree of product competition is also very different, and the realization of the positive value effect of asset-light operations is also inseparable from the strong support of scientific decision-making by the management of enterprises, while managers, as the decision makers of the production strategy of enterprises, implement reasonable and effective incentives for the management is to promote asset-light operations to achieve. Therefore, this paper further analyzes the heterogeneity of this effect from the perspectives of industry nature difference, product market competition and management equity incentive. The results show that (1) asset-light operations are significantly and negatively related to the cost of equity capital, and this finding holds after robustness tests using propensity score matching, instrumental variables, variable substitution, and lagged variables, indicating that asset-light operations are effective in reducing the cost of equity capital; (2) the impact mechanism tests reveal that asset-light operations reduce the cost of equity capital mainly by improving competitiveness and reducing (3) The moderating effects of different industries, product market competition, and management equity incentives show that manufacturing industries rely more on product differentiation to gain market advantages than non-manufacturing industries, so the improvement of product and overall competitiveness of manufacturing industries by asset-light operations is more obvious

and the cost reduction effect is more significant. In the fierce product market, the agency problem of enterprises is relieved and they face more market pressure, which drives them to act, and the strong investment of asset-light operation in R&D and marketing will gain higher competitive advantage and thus lower cost of equity capital; when the degree of management equity incentive is high, the management prefers to invest in R&D and can form a strong competitive consciousness, work hard and control risks effectively. The implementation of asset-light operation will bring higher value return and thus lower cost of equity capital.

The possible contributions and implications of this thesis are: (1) this thesis explores the relationship between asset-light operations and cost of equity capital from the perspective of cost of equity capital, which adds some empirical evidence to understand the economic consequences of asset-light operations and expands the research on the factors affecting cost of equity capital; (2) the analysis is conducted from three perspectives: competitiveness enhancement effect, operational risk effect, and agency-derived effect. (2) To explore whether asset-light operations lower or raise the cost of equity capital from three perspectives, namely, the competitiveness enhancement effect, the operational risk effect and the agency-derived effect, in order to clarify the specific mechanism of the impact of asset-light operations on the cost of equity capital. (3) consider the relationship between the cost of capital, the degree of competition in the product market and the degree of management's equity incentives from the perspective of the cost of capital effect.

Key words: Asset-light operation; cost of equity capital; operating risk; corporate competitiveness

目录

摘要.....	I
Abstract.....	II
目录.....	IV
第 1 章 绪论.....	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究意义.....	3
1.2.1 理论意义.....	3
1.2.2 现实意义.....	4
1.3 研究内容.....	4
1.3.1 研究思路.....	4
1.3.2 研究内容.....	6
1.4 研究方法.....	6
1.5 研究创新.....	7
第 2 章 文献综述.....	8
2.1 权益资本成本的文献回顾.....	8
2.1.1 内部影响因素文献回顾.....	8
2.1.2 外部影响因素文献回顾.....	11
2.2 轻资产运营文献回顾.....	12
2.2.1 轻资产运营及其特征.....	12
2.2.2 轻资产运营与财务绩效.....	13
2.2.3 轻资产运营与企业风险.....	14
2.3 文献述评.....	15
第 3 章 概念界定与理论基础.....	17
3.1 概念界定.....	17
3.1.1 权益资本成本.....	17
3.1.2 轻资产.....	17
3.1.3 轻资产运营.....	18
3.2 理论基础.....	18
3.2.1 微笑曲线理论.....	18
3.2.2 核心竞争力理论.....	19
第 4 章 理论分析与研究假设.....	21
4.1 轻资产运营的正向资本成本效应.....	21

4.2 轻资产运营的负向资本成本效应.....	22
第5章 研究设计.....	24
5.1 样本选择与数据来源.....	24
5.2 主要变量定义.....	24
5.2.1 被解释变量.....	24
5.2.2 解释变量.....	24
5.2.3 控制变量.....	26
5.3 模型设计.....	26
第6章 实证结果与分析.....	27
6.1 描述性统计.....	27
6.2 相关性分析.....	27
6.3 轻资产运营与权益资本成本回归结果分析.....	28
6.4 稳健性检验.....	30
6.4.1 倾向得分匹配法.....	30
6.4.2 工具变量法.....	30
6.4.3 变量替换法.....	31
6.4.4 滞后变量法.....	31
6.4.5 控制遗漏变量.....	31
第7章 进一步分析与拓展性检验.....	34
7.1 轻资产运营影响权益资本成本的作用机理检验.....	34
7.1.1 企业竞争力的中介效应检验.....	34
7.1.2 经营风险的中介效应检验.....	34
7.2 轻资产运营影响权益资本成本的调节效应分析.....	36
7.2.1 行业性质差异、轻资产运营与权益资本成本.....	36
7.2.2 产品市场竞争、轻资产运营与权益资本成本.....	36
7.2.3 管理层股权激励、轻资产运营与权益资本成本.....	37
第8章 研究结论与政策启示.....	39
8.1 研究结论.....	39
8.2 政策启示.....	40
8.3 研究局限性.....	40
参考文献.....	42
致谢.....	49
作者简介.....	51
石河子大学硕士学位论文导师评阅表.....	52

第1章 绪论

1.1 研究背景

突发的新冠疫情对我国的经济社会发展和企业正常运营造成冲击,使得经济下行的压力明显增大,我国企业融资难、融资贵的问题更加突出。并且在党的十九大报告中提出要加大提升股权融资等直接融资的比重,优化多层次资本市场,进一步提高制造业企业的中长期融资,减少社会融资成本,引领股权融资常态化扩容,使得资本市场能够充分发挥其枢纽作用。股权融资因其融资量大的优点而备受我国上市公司的偏爱(沈艺峰,1999;黄少安和张岗,2001;黄海鹰,2018)。而权益资本成本作为影响股权融资与否的重要标准,为进一步响应国家“深化供给侧结构性改革”目标,在此背景条件下,研究担当我国经济发展主体的上市公司如何尽可能将权益资本成本降低,赢得融资优势,这对于促进企业良性发展以及推动资本市场繁荣稳定尤为关键。同时,纵观现有文献,权益资本成本不但受企业的信息披露(Botosan,2002;曾颖和陆正飞,2006)、内部公司治理以及财务特征(Chenet al.,2014;魏卉和杨兴全,2011)的影响,外部治理环境(Laporta,2002)亦是其重要影响因素。在探讨传统的内外部因素对权益资本成本影响的基础上,随着企业内外部经济环境趋于复杂,影响权益资本成本因素的研究范畴也在学者们的努力下不断扩大。如此看来,对于如何降低企业的权益资本成本,无论是实物界抑或是学术界都尤为关注。

随着市场竞争越来越激烈,依靠扩大自身制造以及产品销售规模等方式获利的传统重资产运营企业,被产能过剩、产品核心竞争力不足、成本上升以及经营业绩下滑等一系列问题所困扰,企业在复杂多变的社会经济环境中难以为继,急需谋求转型,如何调整经营方向以提升竞争力成为企业亟待解决的问题。此时,灵活轻便的轻资产运营模式脱颖而出,成为企业获取竞争优势的首选。我们所熟知的戴尔、苹果、耐克以及海尔、腾讯等企业都纷纷加入了轻资产战略的阵营,企业的成功证明了轻资产运营的可行性,学术界对轻资产运营的研究热度也与日俱增。轻资产运营模式之下,企业将重心转移到软实力资产这类具有竞争优势资产的构筑上,降低非核心业务投入,将无法形成竞争优势的环节外包,如生产、制造等,在产品技术研发以及品牌营销等价值链高端环节加大资源投入,以期提升企业绩效(魏炜和朱武祥,2010;戴天婧和张茹,2012;周泽将等,2020)。调查显示,轻资产运营这一新模式在纽交所上市的诸多中概股企业中大受欢迎,实施比例高达60%(廖涵平,2015)。轻资产运营经济后果现有的相关研究结论不一,部分学者认为轻资产运营能够降低业绩波动(邵志高和吴立源,2019),提升

盈利能力（唐璎璋等，2007；王卫星和林凯，2015）以及企业业绩（wen等，2012；韩鹏，2018），促进 R&D 投入增加（周泽将和李鼎，2019）以及降低经营风险（Wen等，2012），增加企业风险承担能力（周泽将等，2020），进而提升企业价值（周泽将等，2020）；少数学者则研究发现轻资产运营对企业价值没有产生显著影响（王智波和李长洪，2015；吴晓霞，2018）。然而，已有研究忽略了其对融资成本的可能作用，因此，本文试图考察轻资产运营是否会对权益资本成本产生影响。

作为我国促进经济发展的核心，在经济转型这一过程中企业发挥着重要作用。随着我国制度环境的逐步优化以及高端服务要素的不断投入，加快了企业迈向轻资产运营模式的步伐。轻资产企业在经营过程中以技术研发与品牌营销作为生存要件，在研发、营销等方面的大量投入使得企业在资金融通上的需求更加迫切。然而设备等固定资产比例的降低导致企业在银行资金融通时缺乏所需的抵、质押物，与其他企业相比，轻资产企业在间接融资如银行抵押贷款等方面优势甚微，资金来源主要依赖利润留存等内源融资或者股权融资（汤谷良和高原，2016），但内源融资规模毕竟有限，企业进行研发、营销等活动需要长期大额资金支持，依靠自有资金作为主要投入难免捉襟见肘，股权融资则能为企业提供较为持续的发展动力。党的十八大以来，中国制造转型升级也愈发受到国家的重视，此时，探究在我国越来越普遍的新商业模式—轻资产运营如何降低权益资本成本，赢得投资者的青睐于企业而言颇为重要。

轻资产运营可能会通过正反两面作用于权益资本成本。一方面，轻资产运营模式下，企业通过外包等方式，加大对产品技术研发以及品牌市场营销等高附加值环节的投入，形成技术壁垒与品牌优势，提升核心竞争力，并且生产链的简化（周泽将和李鼎，2019），固定资产投资以及营运成本大幅度减少，降低了企业资金占用，使得企业拥有更多现金等流动性资产（魏炜和朱武祥，2010），进一步为核心竞争力的提升提供一定的资金支持；另外，丰富的现金等流动性资产大大提升了企业抵御风险的能力，并且企业着力于构建更轻更灵活的资产，营运成本低，能对市场变化迅速做出反应，进而降低经营风险，与合作伙伴的风险共担也使得企业面临的经营风险有所降低，所以轻资产运营的“竞争力提升效应”以及“经营风险规避效应”能够对企业的权益资本成本降低产生正向作用。另一方面，轻资产运营企业着眼于无形资产的构建，而无形资产极易贬值，难以对冲风险，并且将产品生产等环节外包也使得产品质量难以控制，进而增大经营风险；另外，现金这类流动性资产极易成为大股东及管理层谋取私利的工具，进而加剧两类代理冲突，因此，轻资产运营的“经营风险加剧效应”以及“代理衍生效应”会对企业的权益资本成本造成负面作用。综上所述，轻资产运营会通过“竞争力提升效应”以及“经营风险规避效应”降低企业权益资本成本，而“经营风险加剧效应”以及“代理衍生效应”则会增加权益资本成本，而究竟轻资产运营是会降低还是提升权益资本成本呢？两者具体的作用机制如何？这是尚需要探究的问题。

由此，基于以上背景，本文从轻资产运营的角度出发，探索企业降低权益资本成本的有效途径。本文的主要研究重点为：考察轻资产运营如何影响权益资本成本；检验轻资产运营影响企业权益资本成本的具体途径；探究行业性质差异、产品市场竞争以及管理层股权激励对两者关系的影响。以期为企业转型轻资产提供理论依据，同时对投资者审慎解读企业风险，做出理性投资决策具有一定的启示作用。

1.2 研究意义

在经济下行压力增大的背景之下，企业面临着诸如内部资源配置低效、运营成本增加、利润下降以及企业核心竞争力不足等问题，转型任务迫在眉睫。越来越多的企业为获取竞争优势纷纷开始“减重”，选择了更为“灵活”的轻资产运营模式。而权益资本成本作为企业衡量资金运用效益的核心指标，探讨如何降低权益资本成本一直是学术界的热门话题，是实现企业价值最大化的重要途径，同样也是深化供给侧改革“降成本”目标的关键所在。而目前鲜有学者深入研究轻资产运营对于权益资本成本的影响，基于此，本文探讨轻资产运营对权益资本成本的影响以及其作用机理，其理论价值以及现实意义十分重要。

1.2.1 理论意义

第一，目前关于轻资产运营的实证研究主要聚焦在财务绩效等领域，而鲜有人将研究的目光聚焦于权益资本成本上。本文以权益资本成本为出发点，考察轻资产运营的经济后果，试图找出轻资产运营如何影响权益资本成本以及具体的影响路径。并且，在我国当前宏观经济放缓的情况下以及十九大供给侧改革战略的明确提出，中国企业的变革任务更加迫切，轻资产经营如何发展才能获得资本市场上投资者的广泛认可，不仅推动了权益资本成本影响因素相关研究的进一步深入，同时充实了轻资产运营经济后果的相关文献研究。

第二，本文基于行业性质、市场竞争程度以及管理层股权激励程度的差异，深度分析轻资产运营与权益资本成本之间关系的变化，文章结合企业自身特性以及内外部环境的变化展开研究更具针对性，为企业优化转型提供理论支撑。

第三，本文进一步的经验分析，揭示了轻资产运营对权益资本成本的作用路径。在轻资产运营与权益资本成本之间的影响机理中引入了竞争力提升效应、经营风险效应以及代理衍生效应，从正反角度探究轻资产运营对权益资本成本到底是抑制还是增加，更为全面剖析二者的关系，解释了轻资产运营到底如何作用于权益资本成本，通过进一步细化影响的路径，为轻资产运营影响权益资本成本的内在机制提供新的证据。

1.2.2 现实意义

第一，为上市公司实施战略转型、降低权益资本成本提供了决策依据。在当前经济下行、转型任务迫在眉睫的背景下，转型轻资产已然成为大多数企业的选择，本文研究揭示轻资产运营与权益资本成本之间的关系，表明轻资产运营能够提升竞争力以及降低经营风险进而降低企业的资本成本，这对于在我国情境下企业向轻资产转型有着一定的现实指导意义，有利于企业在战略决策中合理规划资产结构，优化自身资源配置，降低成本，进而促进企业价值提升，以实现长远发展。

第二，对于降低投资者投资风险，提高决策质量具有一定的参考价值。对于越来越普遍的轻资产运营，本文从正反两面对其进行深入分析，理论推演并实证检验企业轻资产运营的资本成本效应，有助于投资者对企业实施轻资产运营带来的经济效果形成客观评价，审慎解读风险，对所获信息进行甄别，做出理性投资决策。

1.3 研究内容

1.3.1 研究思路

首先，结合最新研究背景，梳理研究意义，明确研究思路与研究内容。其次，梳理出权益资本成本影响因素相关文献以及轻资产运营经济后果相关文献，并进行总结，寻找研究的切入点。然后针对本文所涉及的核心概念与理论进行剖析定义，以核心竞争力理论以及微笑曲线理论为基点，从正反角度深入剖析轻资产运营如何影响权益资本成本，提出影响的三条可能路径：“竞争力提升效应”、“经营风险效应”、“代理衍生效应”，并据此提出文章主要假设。接下来进行文章的实证检验工作，包括轻资产运营对权益资本成本的直接影响以及二者关系的具体作用路径检验。然后将行业性质差异、产品市场竞争以及管理层股权激励纳入到研究当中，探究在这三种不同的调节作用下，轻资产运营与权益资本成本之间的关系究竟会得到强化还是削弱，并进行实证结果检验。最后，根据文章的研究结果，给出相应的政策意见，并深入探讨本文的不足与尚待完善之处。

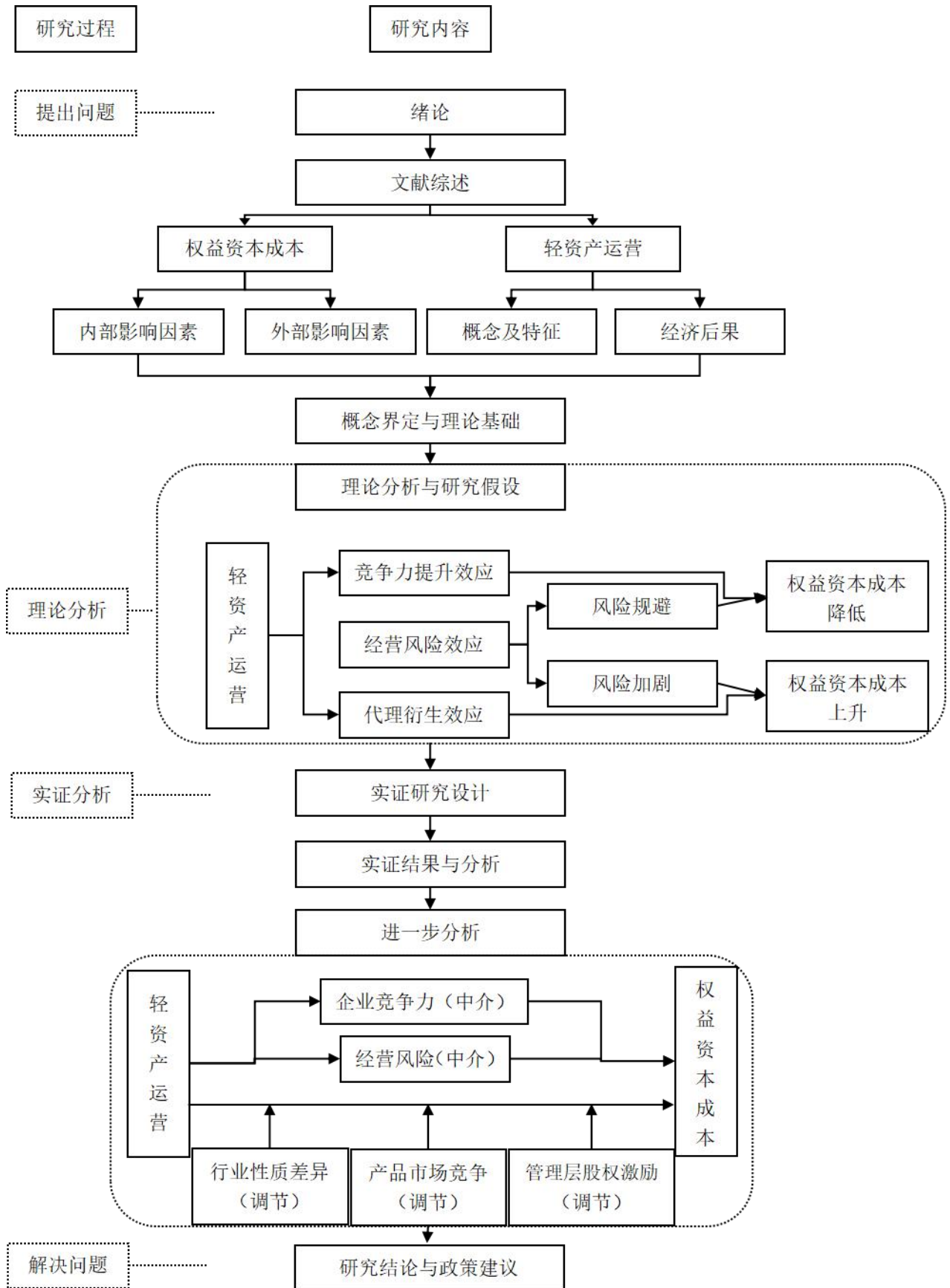


图 1-1 研究框架图

1.3.2 研究内容

第一章：绪论。本章阐述了轻资产运营和权益资本成本的现实与理论背景以及两者之间的联系，进而提出本文的研究意义以及思路、研究方法以及文章研究的创新之处。

第二章：文献综述。本章对权益资本成本影响因素以及轻资产运营经济后果进行文献梳理，分别从内外部影响因素以及绩效与风险视角，通过梳理述评，寻找出研究契机，进而理清研究的基本思路，为后文的深入研究提供理论基石。

第三章：概念界定与理论基础。本文对轻资产运营以及权益资本成本等相关概念进行界定，明确本文的研究对象；根据前后文提出本文涉及的理论基础并进行阐释，为后文的基础分析和实证数据检验提供理论支撑。

第四章：理论分析与研究假设。结合现实背景以及理论相关研究，分别从“竞争力提升效应”、“经营风险效应”以及“代理衍生效应”三个方面两种角度剖析轻资产运营何以影响权益资本成本，并提出对立假设。

第五章：研究设计。文章在参考以往相关文献研究以及结合研究对象的基本特征基础之上，明确数据来源，选择更为合适的样本区间并进行处理；然后参考相应研究对轻资产运营和权益资本成本等重要变量进行测度，并且构建合适的回归模型以便于后续检验。

第六章：实证研究。先是对文章涉及的变量进行描述性统计，查看其主要分布如何；然后进行相关性分析，初步查看变量之间的关系；最后展开主回归分析明确主要变量之间的关系，验证前期的假定；最后，对前面的关系进行稳健性检验，以确保本文研究结果的稳定可靠。

第七章：进一步分析。首先，基于第四章理论分析以及实证结果验证的轻资产运营和权益资本成本之间的关系初步确定的作用路径，采用实证结果进行检验，明确路径以及发挥的中介效应比重；其次，探讨在行业性质差异、产品市场竞争以及管理层股权激励的不同调节作用下，两者的关系会发生怎样的变化。

第八章：研究结论、建议以及局限性。总结全文得出结论，据此为实现企业转型，降低权益资本成本水平提供参考。最后根据总结以往研究发现并总结本文研究的不足，为以后更深入的研究提供方向。

1.4 研究方法

(1) 理论分析法。首先对现有文献进行总结，深入思考可研究之处，确定本文的研究思路。通过对权益资本成本以及轻资产运营相关文献的收集、总结和归纳，发现企业的核心竞争力、轻资产运营中隐含的经营风险以及可能会导致的两类代理冲突，既是

权益资本成本的重要影响因素，又受到轻资产运营的影响，因此从竞争力、经营风险以及代理冲突三个方面分析轻资产运营怎样影响权益资本成本。同时，为进一步探寻两者关系的变化情况，加入行业性质差异、产品市场竞争与管理层股权激励三个调节变量，更为深入探究在不同情况下两者关系会发生怎样的变化。

(2) 实证分析法。参考相关研究以及根据本文的研究假设，确定文章主要变量的衡量指标，通过国泰安数据库获得数据，用 STATA 软件进行检验。先对变量进行描述性统计确定分布，接着进行相关性分析初步了解变量之间的关系，然后进行主回归分析确定前期假设，最后采用一系列稳健性检验（倾向得分匹配以及替换变量等）排除内生性问题对结论的影响。

1.5 研究创新

第一，国内外学术界有关于轻资产运营现有的研究成果，大多聚焦于从企业财务报表的视角分析轻资产经营的利弊，抑或多是以定性研究方法与个案剖析的方式，注重于剖析某一个采取轻资产经营模式的企业成功或失败的案例。虽然也有个别研究者开展了相应的实证研究，但主要都聚焦在公司价值以及绩效等方面，而缺少了对权益资本成本这一重要指标的考察，因此本文主要从权益资本成本的角度，拓展了轻资产运营及其经济后果的研究。

第二，已有关于权益资本成本影响因素的相关研究较为完善，但是却忽略了企业实行轻资产运营所带来的风险、竞争力的提升以及代理问题等是否会影响权益资本成本。基于此，本文从正、反两方面尽可能全面、系统分析轻资产运营影响权益资本成本的作用机理，并从“轻资产运营→竞争力提升→权益资本成本”、“轻资产运营→经营风险→权益资本成本”及“轻资产运营→代理冲突→权益资本成本”三条路径进行中介检验，以求明确轻资产运营影响权益资本成本的具体作用路径，对影响权益资本成本因素方面的相关理论文献做了有益补充，同样也为企业转型轻资产提供理论依据，对投资者审慎解读企业风险，做出理性投资决策具有一定的启示作用。

第2章 文献综述

2.1 权益资本成本的文献回顾

2.1.1 内部影响因素文献回顾

1. 公司治理与权益资本成本文献回顾

学者主要从股权结构、董事会特征以及管理层激励等几个方面研究公司治理对权益资本成本的影响。首先从董事会特征方面来看，董事会在公司治理中发挥着重要的监督作用，能够对管理层形成有效制约，防止管理层以权谋私伤害股东利益，从而降低代理成本。Ashbaugh (2004) 在此基础之上研究发现，董事会的独立性以及董事持股比例与企业权益资本成本负相关，因为董事会若是更独立，董事拥有更多的股票，那么就能与企业的长远发展目标相结合，更好展现其监督职能，进而降低权益资本成本。董事会规模能够在一定程度上代表公司治理的有效性，一方面董事会内部进行沟通与协调的难度将会随着其规模的增加而增加，不能更好地进行人员管理，进而增加代理成本，影响权益资本成本 (Lipton et al., 1992)；然而学者蒋琰和陆正飞 (2009)、闰华红 (2011) 发现董事会规模与权益资本成本呈现负相关。其次，股权结构同样也会对上市公司的权益资本成本产生重要影响。首先是股权集中度方面，当存在多个大股东时，能够相互制约，有效减少单个大股东因一己私利而损害其他股东利益的行为，进而降低权益资本成本 (沈艺峰等, 2005)，通过降低第一大股东持股比例，利用股权集中度和制衡度来优化公司治理结构，有利于促进控股股东积极履行经营管理职能、降低企业资本成本 (王爱国等, 2019)，并且企业股权集中度的提升有利于企业治理状况的改善，获得更多的外部融资，降低企业权益资本成本 (王燕, 2016)。另外张春颖和王月 (2021) 研究发现，提升股权集中度对企业经营管理的质量有促进作用，强化宏观经济政策的效用，促使企业内部管理者及时对经营决策进行调整，抑制经济增速下滑的负面资本成本效应。但是孔伟成和薛宏 (2005) 研究发现股权集中度与权益资本成本正相关。其次是股权性质方面，控股股东的性质影响权益资本成本存在差异，因为存在信息不对称以及代理成本等问题，导致国有企业权益资本成本水平高于非国有企业 (肖作平, 2016)。并且，魏卉等 (2011) 实证研究表明现金流权具有负向资本成本效应，而现金流权与控制权越分离，权益资本成本就越高。管理层在公司决策中有着举足轻重的地位，而学者们对于管理层激励如何影响权益资本成本有着不同的结论。一方面，实施管理层激励能够将管理者与股东利益相结合，进一步优化配置控制权与剩余求偿权，缓解代理冲突，进而降

低股权融资成本 (Jensen and Meckling, 1976)。另一方面, 高管之间薪酬差距越大, 企业权益资本成本水平就会越高, 且这一关系会受到代理问题以及高管继任的强化 (Zhihong Chen, 2013)。另外, 管理层股权激励可能会诱发其进行盈余管理, 加深对其他利益相关者的利益侵占, 导致代理问题更加突出, 负面影响企业的资本成本 (雷霆, 2014; 邹颖等, 2015), 然而吴高波和杜延平 (2021) 则得出了相反的结论, 研究指出高管持股比例的提升能够有效抑制应计盈余管理影响权益资本成本。此外, 魏卉等 (2012) 研究发现管理层持股比例不能发挥降成本的作用, 但是管理层薪酬激励的降成本作用十分显著。

2. 公司特征与权益资本成本

在早期的研究中, 大多从公司特征入手, 并且在这研究过程中, 权益资本成本度量模型的发展也稳步进行。资本资产定价模型 (CAPM), 这一最早的单因素模型, 其认为 Beta 值是影响权益资本成本的唯一因素, Beta 系数随风险程度的高低呈现同向变化, 在系数越高的情况下, 资本市场中的投资者所索取的投资补偿也会越高, 随之而来的就是权益资本成本的增加 (Sharpe, 1964)。随着进一步研究的深入, 有学者证实 Beta 系数与权益资本成本呈现负相关关系 (Blume, 1975; 王亮亮, 2013)。紧接着, 学者们将公司特征层面影响权益资本成本的因素进一步扩展, 首先是企业规模方面, 部分学者认为规模越大的公司拥有越低的权益资本成本水平, 因为大规模公司的收益往往比较稳定, 进而向市场投资者表现出较低的风险水平, 使得投资者能够要求的风险溢价较低 (Reinganum, 1981; Botosan and Plumlee, 2002), 并且在大规模公司中信息透明程度较高, 降低了企业内外部信息不对称程度, 进而股权融资成本相对较低 (曹书军等, 2012)。而与上述研究相反的是, 有学者研究提出权益资本成本与企业规模的大小呈现正相关关系 (田映华和刘江帆, 2003; 蒋高峰和汪炜, 2004)。在随后的研究中, 账面市值比与股票流动性也是影响因素的重要部分。大部分学者认为资本市场对公司股价的估计可以由账面市值比代表, 越高表示股价被低估, 市场进而要求更高的报酬率作为补偿, 权益资本成本越高 (Chan et al., 1991; Berk et al., 1999; 叶康涛和陆正飞, 2004; 周嘉南和雷霆, 2014)。王春峰等 (2012) 认为企业的股票流动性越高, 企业的权益资本成本就越低。

3. 信息披露与权益资本成本

首先从信息披露质量来看, 信息披露内容的水平越高, 那么市场中投资者获取的信息就越可靠, 进而能够更好地降低资本成本 (汪炜和蒋高峰, 2004)。一方面, 高质量的信息披露表明企业在未来会拥有一个较为稳定的收益, 投资者预估的风险也较小, 进而降低其投资报酬率, 发挥降成本的作用 (Handa and Linn, 1993); 另外一方面, 披露高水平的信息, 越能够让投资者了解企业的真实情况, 代表这些高质量的信息能够为投资者进行投资决策提供有效的依据, 降低权益资本成本 (Kim and Verrecchia, 1994; 曾

颖和陆正飞, 2006), 并且随着信息透明度的不断提高, 在权益资本成本降低的同时, 股票交易量也会随之增加 (Bhattacharya 等, 2003)。另外企业的权益资本成本受到多个时期企业披露的信息质量的影响, 这就需要企业长期保持高水平的信息披露 (黄娟娟和肖珉, 2006)。

其次从信息披露数量的角度。当前, 企业在披露传统的财务信息之外, 也逐渐增加对一些非财务信息的披露, 比如说企业社会责任、创新技术等。部分学者认为企业披露的社会责任信息以及环境信息能够增强信息的透明度, 帮助投资者更深入了解企业, 降低其风险预估, 要求更低的报酬率, 降成本作用得以发挥 (Dhaliwal et al, 2009; 叶陈刚等, 2015; 张正勇和陈虹, 2017)。魏卉等 (2020) 亦研究证实, 企业积极履行社会责任能够同时兼顾企业以及其他投资者的利益, 通过降低异质性风险以及增加信息透明度进而实现正面的资本成本效应。另外进行年报风险信息的披露不会增加投资者的风险预估, 反而会因为企业诚实的披露而增加对企业的信任, 进而降低权益资本成本 (王雄元和高曦, 2018)。此外甘丽凝等 (2019) 研究发现管理层的语调以及王冰洁和刘振涛 (2017) 研究发现管理层预测的信息类型, 还有就是类于机构投资者、分析师预测这样的外部监督 (王旋和贾竞祎, 2017) 都有着显著的降成本效应。

最后, 从信息披露自愿性角度。当企业自愿披露企业信息时, 为了进一步吸引投资者, 往往会披露更多企业内部信息, 并且也会尽可能保证披露信息更加真实透明 (支晓强和何天芮, 2010), 使得企业股票流动性更强, 风险更低, 进一步降低权益资本成本 (Shroff, 2013), 所以, 自愿披露往往比强制披露拥有更低的权益资本成本水平 (Barth et al, 2013)。李慧云和刘镛 (2016) 研究发现市场化进程的水平越高, 越能够强化自愿性信息披露水平的降成本效应。

4. 内部控制与权益资本成本

随着研究的不断深入, 不少学者对于企业内部控制的资本成本效应也做了诸多探讨。在外部环境不确定性较高的情况下, 企业内部良好的控制环境能够向市场投资者发送企业良好发展的积极信号, 以此弱化外部环境不确定带来的负面资本成本效应 (Chen, 2009; 李超等, 2011), 并且当企业较多为同行业机构投资者时, 内部环境的弱化效果更加明显 (廖义刚, 2015)。另外, 强制性内部控制审计能够有效降低企业融资成本 (曾靓和戴文涛, 2021)。企业若是在信息披露中能够披露企业内部审计以及内控缺陷, 就能使投资者对披露的信息更加信任, 进而降低企业的权益资本成本 (吴益兵, 2009; 王艺霖和王爱群, 2014), 然而蒋泽娟 (2018) 研究指出, 相较于没有对内部控制缺陷进行披露的公司而言, 披露的公司拥有更高的权益资本成本, 并且随着内控缺陷的严重程度而增高。并且相较于非国有企业, 国有企业对内部控制情况进行披露更能够降低权益资本成本 (张晓玉, 2015), 而提升财务报告信息质量是其降成本的有效路径之一 (王砚, 2016)。

2.1.2 外部影响因素文献回顾

1. 法律环境与权益资本成本

随着研究的深入,越来越多的学者将制度因素纳入到权益资本成本影响因素的研究当中。其中属投资者的法律保护最受关注,对投资者进行法律保护能够很好地保证投资者的权益,继而影响到资本市场的深度与规模,进而有助于权益资本成本的降低(LLSV, 1997),并且当法律保护力度越高,制度越健全时,可以有效监控企业人员,防止利益侵占,大大增加了内外部的信息透明程度,降低监督成本,引发市场的正向反应,进而有一个更低的权益资本成本水平(Demirguc- Kunt and Mankimovic, 1998; Lombardo and Pagano, 2002; Haiand Leuz, 2006)。国内学者在法律环境与权益资本成本关系的研究中也有一定建树,沈艺峰等(2005)认为法律制度越健全,那么越能够保护相关者的利益,企业的资本成本水平会随着法律保护的不断完善而逐步降低。另外,若是投资者保护越健全,难么就能够提升企业信息披露的质量,有效降低信息不对称,防止企业内部人员因一己私利而进行利益侵占(肖松和赵峰, 2010; 肖作平和周嘉嘉, 2012; 洪洁与陈少华, 2016),进而增加投资者的好感度,降低权益资本成本。

2. 市场环境 with 权益资本成本

企业往往是处于一个特定的市场环境之中,市场的变化往往对企业的各个方面都有着重大影响。而处于市场中不得不面临的一个问题就是环境不确定性,这同样也是市场投资者在对企业管理层业绩进行评估时所参考的关键因素。

廖义刚(2015)研究发现,环境不确定性越大,公司未来的收益就越难以估计,风险也越大,进而增加权益资本成本。在市场环境良好的时候,企业由于环境不确定性低,可以在市场条件下有效地获取实时变化数据,以提高生产经营决策的质量,保证公司的经营稳定性(杨智等, 2010),亦减小了权益资本成本。另外,在一个非常不确定的环境中,管理层更容易掩盖其自利行为,企业真实的经营状况不得而知,因此外部人员不容易了解企业真实情况,获取的信息也难以作为投资决策的正确依据,从而促使权益资本成本的增长(陈国辉等, 2017; 陈峻等, 2015)。并且,市场环境亦常常因股价的起伏波动而变得不稳定(杨棉之等, 2015),若是企业股价起伏巨大,则向市场传达着两方面的信息,其一是此时市场的系统性风险较高,其二是企业本身的负面消息掩盖不住,传向了资本市场,两方面都会使得投资者预估企业的价值降低,风险增大,预期自身的利益无法得到保障(喻灵, 2017; 胡松明等, 2019),进而要求更高的投资报酬率,权益资本成本增加。在市场中,投资者关注同样能够降低权益资本成本,他们可以通过收集企业相关信息获取企业真实情况(王鹏程和高楠, 2017),并且机构投资者能够发挥治理作用,对企业行为形成有效监督,进而降低权益资本成本(代昀昊, 2018)。

除此之外,通过学术界不断探索发现越来越多的因素能够影响权益资本成本,行业

特征 (Sudarsanam, 1992; 叶康涛和陆正飞, 2004)、审计质量 (魏卉和刘亚梦, 2020) 以及审计报告改革 (徐玉德等, 2021)、媒体监督 (朱丹和李琰, 2017)、社会资本 (魏卉和李平, 2020)、会计准则改革 (高芳傅和仁辉, 2012) 等因素皆会对权益资本成本产生影响。

2.2 轻资产运营文献回顾

2.2.1 轻资产运营及其特征

起初轻资产运营这一新模式并没有得到无论是企业还是投资者的广泛接受, 在国际著名咨询机构麦肯锡提出并实际应用略有成果之后, 才逐步走向市场, 走向企业。轻资产运营模式是在对公司智力资产的合理配置下, 利用技术撬动杠杆使企业价值最大化的创新模式 (孙黎等, 2003), 通过对核心技术的合理运用获取巨额收益, 并且以低成本进一步扩大优势并迅速占据市场份额, 将更多的资源投入到利润较高地环节, 例如研发、服务以及销售等, 通过供应链实现快速扩张, 品牌影响力得以进一步提升 (于邓邓, 2016; Surdu, 2011)。我国著名企业家施振荣 (2005) 首次提出“微笑曲线理论”, 该理论指出: 通常而言, 在企业整体地产业链中, 处于中间的环节通常附加值较低, 比如生产制造等, 成本高利润低, 而最为获利的是处于开头和结尾两端的环节。轻资产运营正是与这样的理念不谋而合, 它将微笑曲线中生产制造等附加值较低的环节通过外包等方式分割开来, 利用节省下来的资源成本, 集中精力与两端的研发销售环节, 降低成本, 缓解企业的经营风险, 进而促进企业获得更高的经济效益。Camarine (1998) 在对价值链理论展开深入研究后, 提出轻资产运营企业通过对高投资、低生产率这类附加值较低的环节实行外包, 聚集资源优势与专长, 不仅促使企业将其内外部资源进行合理的利用, 而且能够提升价值链的经济利益, 进而提高企业适应市场经济的综合能力。

不仅对于轻资产运营概念上, 在其特征上学者们也进行了大量的研究。主要有以下两方面。首先, 从表现形式的角度来看, 企业在选择实施轻资产运营模式时, 会将企业生产链上的各个环节进行优化整合, 将不重要的环节外包, 仅保留那些附加值较高的核心环节, 如研发和营销环节等 (Applegate L.M 等, 1996; 王智波等, 2015), 具有较强的排外性 (贺志军, 2009), 而正是外包这种方式将企业非核心业务剥离, 使得企业能够以较低的成本迅速占领市场份额 (Thomas, 2007)。学者王鹤春 (2012) 对轻资产运营进行深入研究发现, 实施该模式的企业其内部运营主要集中在外包与并购两方面。通过外包剥离低利润环节, 集中资源精力与高附加值环节; 通过并购那些传统的重资产企业, 将自身的企业文化、品牌等通过并购的企业进一步扩散, 提升影响力, 分担压力。其次, 从财务角度来看。轻资产运营的企业, 通过将非核心业务外包, 占据价值链高端

环节, 展现了其强大的资源整合能力, 在财务角度往往表现为较多的无息负债、存货周转率较高、应收账款也较高, 并且现金等流动性资产多, 高利润低成本(薛文艳, 2012; 计丹丹, 2014)。在对著名的苹果公司进行深入分析时, 戴天婧等(2012)发现采用轻资产运营的苹果公司内部具有较高的现金储备, 运营资金充足, 并且在技术研发以及销售服务等环节有着高额投入, 并认为自由的现金流结构是轻资产运营的核心载体。

2.2.2 轻资产运营与财务绩效

经过多年的研究, 国内外学者对轻资产运营对财务绩效的影响形成了不同的结论, 正面影响和负面影响兼而有之。首先, 部分学者支持轻资产运营与财务绩效正相关。与传统的资产密集型经营模式相比, 使用轻资产运营的企业能够与生产链上的合作企业分担风险, 能够降低因快速发展所带来的风险。Robert, Bradley(1986)采取对比研究, 对经营轻、重资产的企业进行了比较分析, 并对轻资产战略对企业绩效的影响进行了实证定量分析, 结果显示, 企业在轻资产战略中的投资回报率较高, 这在创造企业长期价值方面发挥了重要作用。因为轻资产企业将重心集中在技术研发以及品牌运营上, 这样能够进一步形成技术壁垒, 获得品牌影响力, 进而提升核心竞争力(吕民乐, 2004)。在对 29 家台湾企业进行剖析之后, 学者唐璎璋等(2007)发现企业的轻资产占比越高, 其资本回报率越高, 实行轻资产运营能够给企业带来盈利能力上的提升。而在其他具体行业中, 轻资产运营同样作用巨大, 能够使电信行业企业获取竞争优势(Fen-May Liou, 2011), 促使日本半导体企业提升其竞争效率并且降低经营风险(Wen 等, 2012)。我们所熟知的腾讯企业, 茆薇(2013)在对其进行研究之后发现, 企业的绩效会因为不同的轻资产策略而表现出不同, 但总体来说轻资产运营能够促进互联网企业实现价值最大化。在对我国高新技术制造业企业进行研究后, 学者韩鹏(2018)提出高新技术在采用轻资产运营之后, 其盈利能力显著提升。也有学者对该模式进行了定量的实证研究, 发现企业采用轻资产运营模式能够将资源集中, 促进企业进行研发投入(周泽将和李鼎, 2019), 并且轻资产运营可以缓解企业融资约束, 降低外部负债水平, 进而提高风险承担能力(周泽将等, 2020); 轻资产运营通过提升企业研发能力和营销能力, 打造强有力的竞争力, 从而创造企业价值(周泽将等, 2020)。

其次, 有学者认为轻资产运营带来的正面效应只是短期性的, 长期来看存在一定的风险。国外学者 Low 等(2015)通过对美国轻资产企业研究发现, 这些企业的股票价格波动起伏较大。对于我国企业而言, 在实施轻资产运营的过程中, 可能会由于商誉与其他有形资产不能进行很好的融合, 进而导致并购的商誉降低资产周转率以及企业业绩(张新民和祝继高, 2019), 在区分企业性质后, 发现相比于非国有企业, 国有企业在重资产运营降低企业经营绩效上有显著的缓解作用, 因此国有企业可以考虑进行重资产的开发应用(谢莉娟和王诗杼, 2018)。

同时也有少部分学者对轻资产运营的效果持中立态度。在我国工业企业中，对企业的盈利能力的提升上轻资产运营未发挥显著的作用，而我们所熟知的那些轻资产企业之所以能够获得超额利润，是因为这些企业往往在前期就积累了大量的独占性资源（王智波和李长洪，2015）。Yu（2018）研究也支持了上述结论。

2.2.3 轻资产运营与企业风险

在对轻资产运营模式风险研究上，国内外学者形成了不同的结论。首先，国内外学者对轻资产运营模式降低风险进行研究发现，在轻资产运营模式下，企业通过整合上下游资源，外包低利润环节，增加合作伙伴，能够与其分担风险，进而向多元化发展，降低经营风险（吕民乐，2004），并且轻资产运营对企业盈利能力的提升提供有效助力，使企业长期持续发展，降低未知风险（Huff，2010）。倪红霞和许拯声（2003）、孟丽丽（2003）从企业资产结构的流动性入手，通过实证检验发现，企业应对风险的能力随着资产流动性的增强而增强，因为流动性资产的变现能力较高，能够使企业灵活应对各种突发状况，降低财务风险。而轻资产运营模式能够对产业链进行资源整合并加以利用，外包使得成本较低，企业内部现金流充足，大大增强了企业灵活性，进而更好地抵御风险（穆林娟，2017）。周泽将等（2020）研究发现，轻资产运营能够从内部缓解融资约束，低水平的有息负债使得企业将更多资源拿来进行技术研发以及外部投资，增强企业抵御风险的能力。彭韶兵（2005）、丁霞（2007）等学者均验证了以上研究结论。

当然，一种运营模式必然优势劣势并存。轻资产运营这一新模式更是如此，并不是所有企业都适合以及都能成功运用该模式，它同样存在一些弊端以及风险。采用轻资产运营模式的企业通常将业务外包，这就很有可能会导致其过度依赖外包商，并且外包商极有可能为了降低成本进而降低产品质量，品控难以保证，增加风险（王吉万，2008；朱超瑞，2016），并且生产环节的外包极有可能流失核心技术，这等于变相地给自己培养竞争对手，若是市场上流通地替代品越来越多，那么企业也终将陷入价格战争（吕乐民，2010），并且因为外包，企业中设备等重资产地比例也大幅度降低，若是应收账款管理不当，则会增加经营风险（陈丽萍和王冠，2013），虽然重资产地剥离增加了企业地灵活性，但是企业可能面临因无法参与全部的生产经营环节进而导致失去全面控制产业链的能力（林峰，2016）。在对具体的案例公司—海澜之家进行研究之后，王翊等人（2010）发现，轻资产运营会增加企业在筹资以及经营过程中所面临的财务风险，因此在实施过程中强有力的风险把控必不可少。王秀芝（2016）、张军民（2016）、卢锈云（2017）等学者均验证了轻资产运营会提升企业风险。

2.3 文献述评

通过对国内外相关文献进行梳理回顾可以得知：首先是权益资本成本影响因素主要分为内外两个方面。其中内部影响因素主要集中在公司治理、公司特征、信息披露以及内部控制等方面。具体而言，公司特征上，当前学者主要以 Beta 系数、账面市值比以及企业本身的规模等方面探讨与权益资本成本之间的关系；公司治理上，主要从股权结构、董事会特征以及管理层激励等方面进行研究，学者们认为股权制衡能够在降低成本上发挥显著的作用，并且股权性质也能对权益资本成本产生重要影响，董事会同样会发挥较为显著的治理作用，而在管理层激励上，股权激励与薪酬激励两者的降成本效应则不一样。信息披露上，诸多学者认为提高信息披露的质量、丰富披露信息的内容以及自愿性披露都能够显著降低资本成本。外部影响因素主要集中在法律环境以及市场环境，还有行业特征上面，因为外部环境复杂多变，因此常常作为调节变量参与其他因素对权益资本成本的影响分析。综上所述，随着学术界的不断研究，权益资本成本的影响因素也在不断丰富，然而鲜有学者将轻资产运营这一新兴崛起的模式纳入到研究范畴，对于我国企业而言，轻资产运营是其转型的重要方向，因此，在这样的背景下研究轻资产运营如何影响企业权益资本成本，对扩展权益资本成本影响因素的研究已然变得十分必要。

通过总结和整理国内外学者有关轻资产运营的经济后果文献，可以发现：首先，对于轻资产运营的概念虽然学术界还没有一个权威的界定，但提出的定义都大同小异。而目前关于轻资产运营的基本理念、特征、类型等基本内容的探讨，都是通过对企业实际的分析总结与提炼，既有分歧又有统一。而关于轻资产运营的经济后果学者们看法不一，主要从财务绩效以及企业风险两个方面。首先，从财务绩效角度来看，存在争议。一方面，有学者发现企业采用轻资产运营会对其价值以及盈利能力产生正向效用，可以提高财务绩效；另一方面，部分学者研究指出轻资产运营模式可以带来积极效应，但是只是在短期内，长期来看可能会导致财务绩效下降；同时，少部分学者提出轻资产运营这一模式不会显著影响企业的绩效。其次，从风险角度来看，同样存在两种不同的看法。一方面有研究表明轻资产企业将业务外包，对产业链上的资源进行整合利用，降低企业的运营成本，拥有丰富的现金流，企业更加灵活，抵御风险的能力大大增强，使得企业风险有所降低；另一方面，有学者指出轻资产企业的业务外包会使得企业的产品质量无法控制，丧失全产业链的控制，工艺技术的流出也容易为企业培养潜在的竞争对手，进而增大企业面临的风险。综上所述，目前对于轻资产运营的研究大部分聚焦于以具体案例研究其特征、策略以及绩效等，少量实证研究其对企业价值以及风险的影响，缺乏更深层次轻资产运营经济后果以及具体作用机制的研究，因此作为新兴模式的轻资产运营是否能得到资本市场投资者的认同，尚待进一步探讨。

综上所述，国内外关于轻资产运营如何影响企业权益资本成本的研究尚存以下不足

之处：(1)作为企业财务管理的核心概念，现有研究权益资本成本的影响因素，国内外学者由企业内部延伸至外部，已形成了较为丰富的研究，但仍存在进一步拓展的空间，尤其是在经济下行压力之下，企业转型任务迫在眉睫，越来越多的企业纷纷向轻资产转型，而轻资产运营作为一个区别于传统的模式能否被市场投资者所接受，究竟会降低还是提升权益资本成本？其作用路径以及具体影响机理尚不清楚，有待进一步研究；(2)目前，国内研究者对关于轻资产经营的研究大多聚焦于以企业财务报表的视角探究轻资产经营的利弊，抑或更多是以定性研究和个案剖析为主，注重于剖析某个采取轻资产经营模式的公司成功或失败的例子。虽然目前已经有少部分学者开展了相应的实证研究，但主要都聚焦在企业价值、企业绩效等层面，并没有涉及权益资本成本这一具体财务指标，而权益资本成本对于引导资本市场资金流动以及提高资源配置效率等方面发挥着积极作用，确立适当的权益资本成本水平，有利于实现经济资源最优配置并在微观层面促进企业实现企业价值最大化目标，而轻资产运营这样一个新的模式是否发挥了资本成本效应有待进一步探讨；(3)尚未有学者对轻资产运营发挥降成本作用的具体机理进行探讨，而核心竞争力、经营风险和代理问题作为影响权益资本成本重要的一部分，也受到轻资产运营的影响，从正反角度对轻资产运营与权益资本成本之间的关系进行探讨，将影响途径具体化，为更进一步的研究提供参考。

第3章 概念界定与理论基础

3.1 概念界定

3.1.1 权益资本成本

资本成本代表的是企业为了能够获得资金而给予投资者的补偿，亦是投资者所要求的最低回报率，资本成本的高与低为企业融资结构的合理性提供一个衡量，是企业进行筹资的重要决策依据。众所周知，可将企业投资活动划分为债券投资与股权投资，对应的企业的资本成本可分为债务与权益两种，债务资本成本表现为债务利息或是借款利息，是企业通过发行债券或是借款的成本。权益资本成本则是指企业通过权益筹资所付出的代价，是在股票市场中投资者转让自有资金的使用权而要求的必要报酬率。与通过合同确定的债务资本成本不同的是，在股权融资方式下，资金使用过程、还款的期限以及相应的利息都没有明确的约定，投资者获得收益的方式主要是股息与资本利得，企业利润的高低决定投资者股息收入多少，而在市场中买卖股票产生的价差形成资本利得。相对而言，企业的经营状况的好坏、盈利水平的高低以及外部市场的诸多因素皆可影响权益资本成本，更为复杂，不确定性较高，其计算模型也非常特殊。无论是在投资工具的分析选择上，还是在企业内部资本预算的优化上，权益资本成本都扮演着重要角色。

综上所述，本文权益资本成本是指在资本市场中，上市公司为了融通资金而发行普通股股票时，投资者在考虑风险等因素之下向企业索取的最低报酬率。当企业未来收益不确定因素越高时，投资者面临的风险越大，相应地会要求更高的报酬，进而提升企业的权益资本成本。

3.1.2 轻资产

轻资产是与重资产而言相反的概念，诸如企业中的厂房、机械设备以及库存商品等以固定资产为主的有形资产都构成企业的重资产，以重资产为基础的商业模式就要求企业进行大量的资本投入，占用流通资金，限制企业扩张，并且重资产的高折旧以及低回报等特征使得企业不得不面临较高的风险。著名的国际咨询机构麦肯锡曾对轻资产做了概念界定，该机构认为所谓的轻资产能够利用企业有限的资源创造出无限的价值，使得企业获得巨额利润。轻资产主要是指企业以无形资产为主的“软资产”，既包括专利权、商标权、商誉以及著作权等能够在公司年报上体现的资产，又包括诸如品牌影响价值、专利技术、企业文化、人力资源、客户资源、销售渠道等无法在报表上体现且用数字难

以衡量的资产。作为企业中特殊的资源，具有资金占用少、灵活性强等特点，不难看出，随着互联网知识经济的不断发展以及市场竞争的愈发激烈，轻资产在企业核心竞争力的提升中起到了决定性的作用，是企业进行持续价值创造的重要来源。

综上，本文的轻资产是指企业独有的、特征鲜明并且难以被模仿，能为企业带来持续价值创造的特殊资源。其不仅仅包括商誉、知识产权等可以通过财报表现的资产，同时也包括不能从财报中反映的如品牌价值、销售体系、客户资源等，资金占用量小，灵活轻便，以小博大是其鲜明的特征。

3.1.3 轻资产运营

著名咨询机构麦肯锡在上世纪80年代首次提出轻资产运营这一概念，并逐步受到学术界的重视与研究。区别于传统的运营模式，多数学者认为轻资产运营是企业以小博大，利用低投入获取高利润的资源整合过程，指企业将其重心由传统的生产制造转变为产品的研发以及销售渠道的拓展等附加值较高的环节，剥离重资产，通过外包生产制造等低附加值环节给其他代理商，将内外部资源进行合理配置，增加在技术研发、品牌销售等方面的投入，获取持续的价值创造动力，提升企业的经济效益。轻资产运营模式的基本理念一是在于使用并不是占有核心资源。企业减少前期的巨额投入，以租赁等方式获取资产使用权，以此保障企业的现金流充足；此外，企业也会通过将附加值较低成本较高的环节进行外包，减少重资产投资，进而降低企业的生产成本，实现价值最大化。其二则是为企业带来核心价值的主要是无形资产。通过对技术研发、品牌营销等高附加值环节的投入，将由此带来的技术工艺、品牌影响力以及客户资源等轻资产进行价值创造。

综上所述，本文轻资产运营模式是指企业着眼于具有竞争优势的软实力资产构建，降低非核心业务投入，将无法形成竞争优势的环节外包，如生产、制造等，减少资源占用，在产品技术研发以及品牌营销等价值链高端环节加大资源投入，提升资源利用率且降低成本，进而实现企业价值的不断创造。轻资产运营模式之下，企业以小博大，整合内外部资源获得杠杆效益，提升运营效率，进一步激发企业潜力，促进企业实现长期可持续发展。

3.2 理论基础

3.2.1 微笑曲线理论

轻资产运营以智力资本为主导，将企业产业链中附加值较低的生产制造环节外包给代理商，集中企业优势资源于价值链高端环节，进而提升企业的经济效益，因此微笑曲

线理论是轻资产运营重要的理论基础之一。宏碁集团创始人施振荣于上个世纪九十年代首次提出了微笑曲线理论，在对企业各个环节进行收益分析之后，他发现消费者的需求日新月异，产品的质量已不再成为他们选购商品的唯一指标，产品后续的服务也是消费者着重关注的方面，而传统的以生产制造抓质量为主的生产方式已经无法满足当前市场的需求，急需做出改变，与时俱进，转变方式，集中资源到产品的创新以及服务上。由此为后续台湾各种产业以微笑曲线理论作为其长期发展策略方向奠定了基础。

微笑曲线是一条 U 形，像微笑的曲线，如图 3-1 所示，横轴表示企业的整个产业链过程，纵轴表示产业链各个环节的附加值高低，我们可以看到，越往两边环节的附加值越高，而中间的生产制造部分附加值最低。微笑曲线在华为的员工配置中同样存在，其中技术人员占据了 50% 左右，营销及服务人员占据 40% 左右，剩下的生产人员仅仅占据了大约 10%。企业以盈利为基本目标，若是再坚持于那些附加值较低的环节，则很难持续发展，因此转向高附加值环节迫在眉睫。微笑曲线理论指出在企业的经营环节中，位于上游的产品研发以及下游的品牌运营才是高经济效益的环节，而处于中间的劳动密集型生产制造则往往利润薄弱，若是要提高经济收益就必须扩大产能，但极易导致产能过剩，进而引发经营危机。因此为了保有竞争优势势必要转向技术研发与品牌运作环节，一方面重心转到研发环节，能够促进企业产品创新，使其在技术飞速发展之下仍然在市场上占有一席之地，能够保持较高的经济收益以及保证企业的可持续发展；另一方面营销环节的加强，大量的投入打造良好的服务，扩大品牌宣传，吸引新顾客留住老顾客。轻资产运营的企业就是将附加值较低的生产制造环节外包出去，整合内外部资源，聚焦于价值链高端环节，提升企业经济效益，使企业在市场中保持竞争优势。

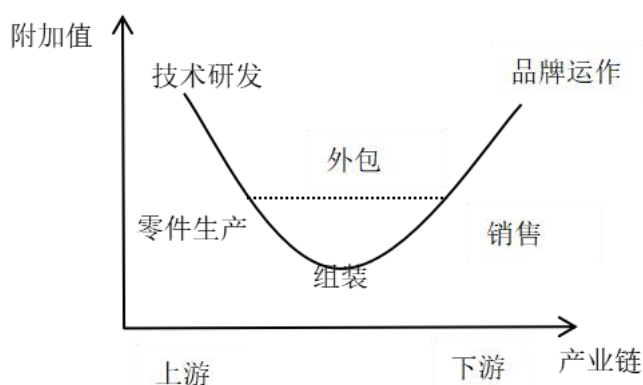


图 3-1 微笑曲线理论图

3.2.2 核心竞争力理论

1990 年，在《公司核心竞争力》一书中普拉哈德与哈默尔首次提出核心竞争力这一概念，其认为企业的核心竞争力能够为企业带来超额利润，是企业独有的、难以被同行模仿的技术与能力，是企业保持长期竞争优势的源泉，企业可凭借核心竞争力在行业中

占据优势地位。它有以下特征：首先，它是独特且不可替代的，核心竞争力是企业所独有的，难以被同行模仿的关键性资源，有助于实现企业的经营差异化。其次，它能够为企业带来价值，企业较高的核心竞争力能通过改善经营效率以及提升其产品的服务质量进而降低成本，为企业的价值创造提供一定的空间，并且还能够减少市场中的竞争威胁，形成技术壁垒，获取投资者的青睐。最后，核心竞争力具有较高的市场认可度，延展性与长期性并存，它能够帮助企业进入潜在的市场，拓宽经营范围，并且核心竞争力一经形成，便能够为企业的长期稳定发展提供源源不断的动力。

随着市场竞争愈演愈烈，企业不得不谋求转型，以期能够在市场中占据一席之地，而核心竞争力则是企业能否立足的关键。与更加注重市场的传统竞争战略不同的是，企业的核心竞争力战略将重心放在了资源以及能力上，将更多的资源投入到企业具有竞争优势的环节中去，放大优势，带来更多的利润，更加依赖那些诸如企业文化、客户、制度以及工艺技术等难以被模仿的特殊资源。这与轻资产运营理念不谋而合，企业探索并运用轻资产运营这一新型商业模式则是新经济时代下企业转型的一大步跨越，有利于企业构建并保持核心竞争力。具体而言，轻资产运营模式下，企业通过外包等方式，加大对产品技术研发以及品牌市场营销等高附加值环节的投入，形成技术壁垒与品牌优势，提升核心竞争力，并且生产链的简化、固定资产投资以及营运成本大幅度减少，降低了企业资金占用，使得企业拥有更多现金等流动性资产，进一步为核心竞争力的提升提供一定的资金支持。通过实行轻资产运营构建企业的关键竞争优势难以被模仿替代，形成核心竞争力，进而在市场中保持优势地位。而企业竞争优势的提升，必然会获得市场中投资者的青睐，随着市场对轻资产运营这一新模式创造的核心竞争力的认同，投资者要求更低的报酬率，从而影响权益资本成本。

第4章 理论分析与研究假设

4.1 轻资产运营的正向资本成本效应

轻资产运营具有“竞争力提升效应”以及“经营风险规避效应”，能够正向作用于企业的权益资本成本。

首先，从竞争力提升角度而言。资源基础观认为，在组织的生存和发展过程中，拥有的稀缺资源关乎企业经营（Richard, 1992；Pfeffer 和 Salancik, 2003）。轻资产运营企业将资源进行有机整合，形成与竞争对手相区别并且难以模仿的竞争优势，进而提升企业的竞争力（孙莹等，2020）。与传统重资产运营依靠固定资产投资获取收益不同，轻资产运营模式下，企业将制造生产等附加值低的业务外包或是租赁，转而将资源更多地投放于“微笑曲线”两端的产品技术研发以及品牌营销等附加值较高的环节。研发活动使企业实现产品差异化，营销活动则能够更好回应市场消费者的需求（周泽将等，2020）。得益于研发和营销活动的高投入，使企业能够获得竞争对手难以模仿的技术优势与品牌优势（戴天婧等，2012），提升企业核心竞争力，市场份额得以进一步扩大，有利于企业保持或是提升竞争优势地位。并且生产链的简化（周泽将和李鼎，2019），固定资产投资以及营运成本大幅度减少，降低了企业资金占用，使得企业持有丰富的现金等流动性资产（魏炜和朱武祥，2010），而充足的资源是培育核心竞争力的有力保障，如此进一步为核心竞争力的形成创造了有利条件。越高的竞争力往往能够为企业带来更多的价值，从而获得投资者的青睐（戚聿东等，2021）。而投资者偏好往往伴随着更高的股票流动性，进而权益资本成本降低（魏卉和姚迎迎，2019）。

其次，从规避经营风险角度而言。一方面，轻资产运营企业特殊的资产结构有助于降低经营风险。一是与传统的重资产运营不同的是，轻资产企业更加注重对于无形资产的构筑，降低固定资产等重资产的持有，重资产比例的降低以及业务外包都将减少资金占用，增加企业的现金以及现金等价物的储备（魏炜和朱武祥，2010），缓解了内部融资约束的困境（Surdu, 2011），防止企业资金链断裂，为企业抗击风险提供了有力的内源资金保障，进而提升企业抵御风险的能力（周泽将等，2020），留下了面对突发情况的缓冲空间。并且轻资产占比提升使得企业能够对外部环境的变化迅速做出应对，从而降低经营风险（Sohn et al., 2013）。二是轻资产运营企业较少的存货以及固定资产持有使其负担的存货储存成本以及固定资产分摊成本较低（戴天婧等，2012），缓解了企业的经营压力，从而降低企业的经营风险。另一方面，实行轻资产运营的企业能够与合作伙伴共担风险。如今，企业之间分工愈发精细，供应链中的每一个环节都环环相扣，企

业间的利益与风险大有“牵一发而动全身”之势。相较于传统的重资产企业而言，轻资产企业普遍采用非核心业务外包，加强与合作伙伴的联系，既实现了利益共享，又实现了风险共担，降低经营压力，使企业在应对外部环境的变化时更具柔性（吕民乐，2004）。因此，企业实行轻资产运营能够降低经营风险，向资本市场展现出企业运行良好的状态，而经营风险是影响权益资本成本的重要因素（王化成等，2017），风险较低使得投资者要求的投资报酬率较低，进而降低权益资本成本。

4.2 轻资产运营的负向资本成本效应

轻资产运营也具有“经营风险加剧效应”以及“代理冲突加剧效应”，从而增加企业的权益资本成本。

首先，从经营风险加剧角度来看。第一，轻资产企业特殊的资产结构使企业灵活多变的同时也会增大企业的经营风险。较少的资本投入以期获取高回报，着力构建无形资产，这就会带来比传统重资产企业更大的风险（毛心怡和宾慕容，2019）。无形资产市场价值难以衡量并且减值速度快，极易受市场环境的变化，难以对冲风险，流动性较差且不易转让，一旦被替换就难以收回前期投入的大量资金，进而形成恶性循环，导致企业的运营受阻，经营风险增加（干文彬，2020）。第二，轻资产运营企业其产品质量难以控制。企业一般将中游生产制造等附加值较低的业务外包给人工成本更低的地域生产商，将更多精力投入到产品研发和品牌建设，这无疑对企业的内部管理以及外包企业的信誉及能力提出了更加严峻的挑战（吕民乐，2004；陈丽萍和王冠，2013）。代理生产的企业对产品核心技术一无所知，轻资产运营企业精力的转移使其无法对代理生产企业形成有效的监督，促使代理企业在生产过程中为了获得最大化利益而盲目降低生产成本，极有可能降低产品品质，进而出现产品质量问题。而产品质量永远是品牌的根基，品牌仅仅是产品的副产品，企业对其生产加工环节进行管理控制的有效性很大程度上决定了客户满意程度与产品品质（汤谷良和高原，2016）。若是产品质量无法得到有效的控制，品牌优势也将不复存在，企业的运营也会受阻，进而增大企业的经营风险（郭飞扬等，2021）。所以，在减轻企业“负担”的同时，轻资产运营模式也会使得经营风险增加。经营风险会显著增加企业的收益波动性（程小可等，2021），投资者面临更高的不确定性，进而索取更高的溢价予以补偿，增加权益资本成本（曾颖和陆正飞，2006）。

其次，从代理冲突加剧角度来看。如前文所言，生产链的简化使得轻资产运营企业拥有更高水平的现金流，如若进一步将这些现金资源优化配置于如研发、营销等高附加值环节，则益于企业竞争力的提升；但另一方面，高水平的现金持有同样容易引致企业出现代理问题。流动性强的特点使得现金资源与其他资产相比更容易被管理者或是股东转换为私人收益，现金持有水平越高，管理者或是股东越能获取更高的私人收益，因此

产生的代理问题就越严重 (Jensen, 1986)。首先, 基于第一类代理问题, 目标函数的一致使得企业管理者可能因为一己私利做出有损股东利益的决策。在选择投资项目时, 管理层可能因为较高的私人成本而放弃投资于有利于提高企业价值的项目, 接受如在职消费抑或是构建“商业帝国”等能够获取私人收益的项目 (张会丽和吴有红, 2012)。轻资产运营企业拥有丰富的现金等流动资产, 而研发投入与品牌营销环节本身就具有高风险性与收益滞后性, 这就使得管理者更乐于将缺乏监管的内部资金作为自己谋取私利的工具。其次, 基于第二类代理问题, 两权分离使企业中小股东的利益可能会被大股东侵害。相比于固定资产, 大股东更可能选择现金等流动性强的资产作为获取私利的工具。轻资产运营企业中, 丰富的现金及现金等价物的储备为大股东侵占其他投资者利益提供了有利的条件, 是其侵占公司利益的首选资产, 通过关联交易、在职消费、转移定价等方式转移企业现金 (熊凌云等, 2020), 使得企业在研发与营销等活动上的投入资金降低, 无法形成竞争优势。张会丽和吴有红 (2012) 认为当前我国市场正处于新兴转轨阶段, 公司治理水平较低以及投资者法律保护仍不完善, 企业内部自有资金缺乏有效的监管, 更容易产生代理问题。因此, 轻资产运营企业虽然缓解了企业的融资约束, 但是高水平的现金持有会成为管理者或是大股东谋取私利的工具, 降低了在产品研发和品牌营销上的资源投入, 使企业无法在市场中获取竞争优势, 降低投资信心, 进而增加投资者索取的回报率, 增加企业的权益资本成本。

综上所述, 采用轻资产运营的企业转移发展重心, 将资源集中于到产品研发以及品牌营销等价值链高端环节, 益于提升企业核心竞争能力, 并且生产链的简化使得企业拥有更多的现金等资源, 轻资产占比提升, 营运成本更低, 有利于降低经营风险, 引发投资者的正向反应, 即通过“轻资产运营→竞争力提升→权益资本成本”以及“轻资产运营→经营风险规避→权益资本成本”两条路径降低企业权益资本成本; 另一方面, 企业着力于构建无形资产, 极易贬值, 并且产品生产等环节外包使得产品质量难以控制, 导致经营风险增加, 并且高水平现金流这一特点极易加剧两类代理冲突, 引致代理问题, 从而使得投资者索取更高的风险补偿, 即通过“轻资产运营→经营风险加剧→权益资本成本”以及“轻资产运营→代理冲突加剧→权益资本成本”增加企业权益资本成本。据此, 提出如下竞争性假设:

H1a: 限定其他条件, 轻资产运营会降低企业权益资本成本, 即轻资产运营与企业权益资本成本负相关。

H1b: 限定其他条件, 轻资产运营会增加企业权益资本成本, 即轻资产运营与企业权益资本成本正相关。

第 5 章 研究设计

5.1 样本选择与数据来源

本文选取 2010 到 2018^①年我国全部 A 股上市公司为初始研究样本，然后进行如下数据筛选和处理：（1）按照中国证监会 2012 年发布的上市公司行业分类，剔除金融行业公司；（2）剔除 ST、PT 公司；（3）剔除权益资本成本计算异常（处于 0~1 之外）的样本；（4）剔除相关数据缺失的公司。为消除极端值对研究结果的影响，对文中连续变量进行上下 1% 缩尾处理，最终共获得有效样本共 10336 个。本文的数据均来源于 CSMAR 数据库。使用的统计及数据处理软件为 Stata16。

5.2 主要变量定义

5.2.1 被解释变量

测量权益资本成本极为复杂，然而目前学者仍未对其形成统一的方法。主要分为事前以及事后两方面，事后模型主要是根据历史数据进行测度，包括 CAPM、FFM、APT 等模型，然而此类模型在计算时数据极易因随机因素的干扰导致测量误差，进而准确性较低（Elton, 1999）；事前模型是通过对未来数据进行预测进而测度权益资本成本的模型，包括 GLS、OJ、PEG、MPEG 等模型。毛新述等（2012）、李超（2011）等诸多学者普遍认为事前模型拥有更加准确的测量效果而更加优于事后模型，其中 PEG 模型能够更好地捕捉各风险因素的影响，更加符合我国市场的特征。因此本文选取 Easton（2004）提出的 PEG 模型进行测度。具有以下几方面的优点，首先是该模型运用的分析师预测数据近年来可靠性逐步增强，并且模型便于理解，计算的准确度较高。其次是股利预测没有包含其中，不受固定股利局限性的影响。

5.2.2 解释变量

1. 指标选取

现有研究对于轻资产运营的衡量尚未统一，主要有设置虚拟变量（王智波和李长洪，2015）、比例法以及加权平均法（王苑琢等，2016）进行度量，以上方法虽然在指标的选取方面符合轻资产的定义，但是存在较大的主观性和片面性，并且单一指标的衡量往

^① 本文采用 PEG 模型衡量权益资本成本需要两年的预测期，参考已有文献的做法用实际数据替代预测数据，现搜集数据截止于 2020 年，故 PEG 模型下计算的权益资本成本截至 2018 年，因此本文的样本期间为 2010-2018 年。

往不够全面进而影响研究结果的准确性。

基于此,本文参考已有研究(Sohn et al., 2013; 周泽将等, 2020),选取非固定资产占比(1-期末固定资产/期末总资产)、流动比率(期末流动资产/期末流动负债)、销售费用占比(销售费用/营业收入)、营业成本率(营业成本/营业收入)、现金资产比率(期末现金及现金等价物余额/期末总资产)和存货周转率(营业成本/存货期末余额)等能够反映轻资产运营特点的六项指标进行主成分分析。

2.主成分分析有效性检验

对六项指标进行KMO检验以及Bartlett球形检验,以确定是否适合主成分分析检验。检验结果如表5-1所示,KMO值若是越趋近于1,表明指标之间具有越强的相关性。表中KMO值为0.647,根据Kaiser提出KMO度量标准进行判断,发现KMO取值大于0.6,适合做主成分分析;且Bartlett球形检验 χ^2 值为12253.102,显著性P值为0(<0.005)。综合来看,表明该样本数据满足主成分分析条件。

表5-1 KMO检验和Bartlett球形检验

检验方法	指标	检验结果
KMO检验	KMO值	0.647
Bartlett球形检验	χ^2 值	12253.102
	自由度	15
	p值	0.000

3.因子分析结果

对指标进行主成分分析,结果如表5-2所示,根据特征值大于1的选取标准,选取前三个主成分,按照方差贡献率加权算出综合指标LAD(=0.3123×PC1+0.1789×PC2+0.1667×PC3),以此度量企业轻资产运营程度,从而能够综合反映企业的轻资产运营状况。

表5-2 成分的特征值和方差贡献率

主成分	特征值	方差贡献率	累积方差贡献率
PC1	1.8740	0.3123	0.3123
PC2	1.0735	0.1789	0.4912
PC3	1.0000	0.1667	0.6579
PC4	0.8215	0.1369	0.7949
PC5	0.6887	0.1148	0.9096
PC6	0.5422	0.0904	1.0000

5.2.3 控制变量

本文参考周泽将等（2020）、程小可等（2021）的研究，选取企业规模（*Size*）、*Beta*系数（*Beta*）、财务杠杆（*Lev*）等作为控制变量，并控制了行业和年度。具体定义如表5-3所示：

表 5-3 变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	权益资本成本	<i>R</i>	采用 PEG 模型估计
解释变量	轻资产运营	<i>LAD</i>	指标主成分分析得出
	公司规模	<i>Size</i>	总资产取自然对数
	财务杠杆	<i>Lev</i>	总负债/总资产
控制变量	<i>Beta</i> 系数	<i>Beta</i>	股票市场系统性风险
	盈利水平	<i>Roa</i>	净利润/总资产
	两职合一	<i>Dual</i>	董事长和 CEO 为同一人时取 1，否则取 0
	上市年限	<i>Age</i>	上市年限取对数
	产权性质	<i>Sta</i>	当实际控制人为国家、机关和事业单位时取 1，否则取 0
	行业虚拟变量	<i>Industry</i>	行业虚拟变量
	年度虚拟变量	<i>Year</i>	年度虚拟变量

5.3 模型设计

为验证假设 1 中轻资产运营对权益资本成本的影响，本文构建模型（5-1）：

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 LAD_{i,t} + \alpha_2 \sum controls_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \delta_{i,t} \quad (5-1)$$

其中： $R_{i,t}$ 为被解释变量，表示第 t 年公司 i 的权益资本成本； $LAD_{i,t}$ 为解释变量，表示第 t 年公司 i 的轻资产化程度； $Control_{i,t}$ 为控制变量， $\delta_{i,t}$ 为残差。当 α_1 显著为负时，验证本文假设 H1a，即轻资产运营会降低企业权益资本成本；当 α_1 显著为正时，验证本文假设 H1b，即轻资产运营会增加企业权益资本成本。

第6章 实证结果与分析

6.1 描述性统计

主要变量的描述性统计如表 6-1。可以看出，样本企业中权益资本成本最大值与最小值分别为 0.247 和 0.025，均值和中位数分别为 0.109 和 0.105，说明我国不同上市公司间的权益资本成本存在较大差异，但多数公司的权益资本成本低于均值；轻资产运营均值为-0.073，标准差为 0.353，表明我国上市公司总体而言轻资产运营程度偏低并且样本公司之间轻资产化程度存在较大的差异性。其余控制变量与现有研究基本一致，不再赘述。

表 6-1 描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>R</i>	10366	0.109	0.0420	0.025	0.105	0.247
<i>LAD</i>	10366	-0.073	0.353	-0.835	-0.082	1.062
<i>Size</i>	10366	22.57	1.290	20.33	22.36	26.44
<i>Lev</i>	10366	0.452	0.198	0.061	0.453	0.861
<i>Roa</i>	10366	0.054	0.050	-0.091	0.046	0.213
<i>Beta</i>	10366	1.169	0.276	0.489	1.173	1.975
<i>Dual</i>	10366	0.222	0.416	0.000	0.000	1.000
<i>Age</i>	10366	14.15	6.608	1.000	14.00	28.00
<i>Sta</i>	10366	0.450	0.498	0.000	0.000	1.000

6.2 相关性分析

本文对主要变量进行 *Pearson* 检验和 *Spearman* 检验，如表 6-2 所示。结果表明：轻资产运营与权益资本成本之间的相关系数为-0.034 和-0.029，均在 1%水平上显著为负，表明在不考虑其他因素的情况下，企业轻资产化程度越高，权益资本成本就越低，初步验证了本文的假设 H1a，即轻资产运营会降低企业的权益资本成本，具体的研究结果需要在后文进行更严谨的实证检验尚能明确。为了排除多重共线性对研究结果的影响，本文对各变量进行了方差膨胀因子（VIF）多重共线性诊断，检验结果如表 6-3 所示，VIF 最大值为 1.94，均值为 1.38，均远远低于参考值 10，表明不存在严重的多重共线性。

表 6-2 相关性检验

变量	<i>R</i>	<i>LAD</i>	<i>Size</i>	<i>Lev</i>	<i>Roa</i>	<i>Beta</i>	<i>Dual</i>	<i>Age</i>	<i>Sta</i>
<i>R</i>	1.000	-0.029 ***	0.176 ***	0.202 ***	0.042 ***	-0.005	0.025 **	0.020 **	-0.065 ***
<i>LAD</i>	-0.034 ***	1.000	-0.219 ***	-0.370 ***	0.357 ***	0.018 *	0.112 ***	-0.128 ***	-0.173 ***
<i>Size</i>	0.179 ***	-0.248 ***	1.000	0.554 ***	-0.176 ***	-0.087 ***	-0.159 ***	0.323 ***	0.319 ***
<i>Lev</i>	0.225 ***	-0.423 ***	0.548 ***	1.000	-0.460 ***	0.016	-0.127 ***	0.344 ***	0.274 ***
<i>Roa</i>	0.005	0.371 ***	-0.141 ***	-0.432 ***	1.000	-0.121 ***	0.072 ***	-0.151 ***	-0.167 ***
<i>Beta</i>	0.011	0.004	-0.112 ***	0.013	-0.127 ***	1.000	0.019 **	-0.059 ***	-0.002
<i>Dual</i>	0.017 *	0.117 ***	-0.146 ***	-0.127 ***	0.064 ***	0.015	1.000	-0.213 ***	-0.279 ***
<i>Age</i>	0.031 ***	-0.153 ***	0.294 ***	0.340 ***	-0.119 ***	-0.071 ***	-0.216 ***	1.000	0.449 ***
<i>Sta</i>	-0.052 ***	-0.191 ***	0.319 ***	0.274 ***	-0.147 ***	-0.005	-0.279 ***	0.449 ***	1.000

注：左下方：Pearson 相关系数，右上方：Spearman 相关系数。***，**，*，分别表示在 1%，5%，10%的水平上显著。下同。

表 6-3 多重共线性检验

变量	<i>LAD</i>	<i>Lev</i>	<i>Size</i>	<i>Sta</i>	<i>Age</i>	<i>Roa</i>	<i>Dual</i>	<i>Beta</i>	Mean VIF
VIF	1.30	1.94	1.56	1.38	1.36	1.35	1.10	1.04	1.38
1/VIF	0.7682	0.5153	0.6427	0.7228	0.7338	0.7427	0.9075	0.9585	

6.3 轻资产运营与权益资本成本回归结果分析

对轻资产运营与权益资本成本进行回归分析，结果如表 6-4 所示。第（1）列未加入控制变量进行回归，回归系数为-0.0116，并在 1%的水平上显著；第（2）列控制影响

权益资本成本的其他影响因素，回归系数为-0.0039，并在1%的水平上显著，表明企业轻资产化程度越高，权益资本成本就越低，有力支撑了假设H1a。轻资产运营模式下，企业通过外包等方式，加大对产品技术研发以及品牌市场营销等高附加值环节的投入，形成技术壁垒与品牌优势，提升核心竞争力，并且随着生产链的简化，固定资产方面的投资降低，减少了企业内部资金占用，进一步为核心竞争力的提升提供一定的资金支持；另外，轻资产运营模式下企业拥有更多的现金等流动性资产，大大提升了抵御风险的能力，并且企业着力于轻资产的构建，更轻更灵活，营运成本低，能对市场变化迅速做出反应，进而降低经营风险，与合作伙伴的风险共担也使得企业面临的经营风险有所降低，初步验证了轻资产运营影响权益资本成本的“竞争力提升效应”与“经营风险规避效应”。

对立假设中H1b不成立可能的原因为：首先，从企业的角度来看，实行轻资产运营将生产环节的固定资产剥离，更多增加产品技术创新方面的无形资产以获取高额利润，无形资产虽然具有一定的风险性，但是采用轻资产运营的企业能够通过雄厚的技术与知识的储备，创造技术等持续性积累，进而能够有效促进研发等无形资产的平稳进行。并且，管理者通过将无形资产的管理变得更加科学性与制度化，对资源进行有效配置，就能够将无形资产带来的风险降到可控范围。同时内部现金水平因有效的管理与配置，降低了成为管理者与大股东获取私利工具的可能性。另外，在当下消费者导向的市场中，产品质量成为消费者选购的首要标准，为了满足其需求，企业会对产品生产制造各个环节严密把关，增强监督，进而减少了代理制造商因偷工减料导致的产品质量问题；其次，从投资者的角度来看，企业的收益性成为投资者的首要关注点，而轻资产运营往往能够提升企业的核心竞争力，进而获取市场份额。并且在当前经济下行的压力之下，政府高度重视企业转型，同时，随着市场化进程的不断深化，投资者对待新鲜事物更加包容，轻资产运营这一新模式的崛起，投资者对其认知进一步提升，赢得了更多的正面关注并且更加愿意进行投资，投资报酬率相应降低。因此，轻资产运营最终负向影响权益资本成本。

表6-4 轻资产运营与权益资本成本

变量	(1)	(2)
	R	R
LAD	-0.0116*** (-10.492)	-0.0039*** (-3.020)
Size		0.0055*** (13.660)
Lev		0.0307*** (10.645)

<i>Roa</i>		0.0530***
		(6.001)
<i>Beta</i>		0.0085***
		(5.877)
<i>Dual</i>		0.0014
		(1.577)
<i>Age</i>		-0.0002***
		(-3.513)
<i>Sta</i>		-0.0093***
		(-10.739)
<i>Constant</i>	0.0952***	-0.0397***
	(28.452)	(-4.385)
行业/年份	控制	控制
<i>N</i>	10366	10366
<i>r</i> ²	0.2257	0.2724

6.4 稳健性检验

6.4.1 倾向得分匹配法

为避免遗漏变量与样本自选择可能引致的内生性问题对结论产生影响,本文采用倾向得分匹配法(PSM)对研究结论进行稳健性检验。首先,将样本按照轻资产运营(LAD)年度均值进行分组,高于年度均值定义为轻资产化程度较高组,取值为1,反之取值为0。其次将主回归的控制变量作为匹配标准,基于计算出的每个观测值倾向得分对两组样本进行1:1近邻匹配,匹配结果显示,匹配之前两组样本差异较大,进行匹配之后差异均不显著,表明匹配的效果较好,数据平衡性较高。匹配后的回归结果如表6-5列(1)所示,可以发现,轻资产运营与权益资本成本的回归系数为负并且在5%的水平上显著,验证了前文结论的稳健性。

6.4.2 工具变量法

考虑到可能存在双向因果关系,即企业的权益资本成本越低,越容易从资本市场上募得资金,进而从事产品研发、品牌营销等提升企业核心竞争力,更乐于实行轻资产运营以期带来企业价值的提升。基于此,本文采用两阶段最小二乘法(2SLS)重新进行回

归估计, 选取轻资产运营 (LAD) 的年度一行业均值 (IND_LAD) 作为工具变量。结果如表 6-5 所示, 列 (2) 为第一阶段的回归结果, 报告显示 IND_LAD 的回归系数在 1% 的水平上显著为正, 说明工具变量与内生解释变量高度相关, 即符合外生性原则; 列 (3) 为第二阶段回归结果, LAD 回归系数在 1% 的水平上显著为负, 说明本文结果在控制了内生性问题后依然稳健。

6.4.3 变量替换法

为了使研究结论更加可靠, 本文采用替换变量对结果进行稳健性检验。原被解释变量权益资本成本采用 PEG 模型进行度量, 现采用 OJ 模型 (Ohlson 等, 2005) 进行度量重新回归, 具体度量模型如下:

$$KOJ = A + \sqrt{A^2 + \frac{FEPS_{T+1}}{P_T} [g_2 - (y-1)]} \quad (6-1)$$

$$A = \frac{1}{2} \left[(y-1) \frac{D_{T+1}}{P_T} \right] \quad (6-2)$$

$$g_2 = \frac{FEPS_{T+2} - FEPS_{T+1}}{FEPS_{T+1}} \quad (6-3)$$

回归结果如表 6-5 列 (4) 所示, 改变度量方式, 轻资产运营仍然与权益资本成本在 1% 的水平上显著负相关, 验证了前文结论的稳健性。

6.4.4 滞后变量法

企业实行轻资产运营需要经过一段时间才会反应在企业的权益资本成本上, 基于此, 为了保证结论的稳定性, 本文选取解释变量滞后一期 L_LAD 重新进行回归。回归结果如表 6-5 列 (5) 所示, 发现在考虑了轻资产运营存在时滞性问题之后, 其仍然和权益资本成本存在显著的负向关系, 验证了本文结论的稳健性。

6.4.5 控制遗漏变量

为了排除可能的遗漏变量对本文研究结论的影响, 本文还进一步控制了净资产收益率 (Roe)、成长性 (Growth)、账面市值比 (BM) 等指标, 对轻资产运营与权益资本成本之间的关系进行重新回归, 回归结果如表 6-5 列 (6) 所示, 显示轻资产运营的回归系数仍在 1% 的水平上显著为负。即控制了遗漏变量的影响后, 本文基本的研究结论依旧稳健。

表 6-5 稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	R_{PEG}	LAD	R_{PEG}	ROJ	R_{PEG}	R_{PEG}
LAD	-0.0024** (-2.174)		-0.0041*** (-3.173)	-0.0033** (-2.400)		-0.0034*** (-2.702)
IND_LAD		0.9959*** (808.309)				
L_LAD					-0.0035** (-2.517)	
$Size$	0.0055*** (8.900)	-0.0005 (-1.486)	0.0055*** (13.679)	0.0054*** (12.231)	0.0047*** (10.021)	0.0025*** (5.657)
Lev	0.0345*** (7.696)	-0.0037 (-1.433)	0.0306*** (10.607)	0.0238*** (7.717)	0.0347*** (10.321)	0.0195*** (5.376)
Roa	0.0585*** (4.302)	0.0393*** (5.192)	0.0534*** (6.053)	0.0425*** (4.292)	0.0632*** (6.224)	0.0310 (1.314)
$Beta$	0.0086*** (3.758)	-0.0008 (-0.666)	0.0085*** (5.883)	0.0056*** (3.601)	0.0102*** (6.135)	0.0087*** (6.118)
$Dual$	0.0010 (0.748)	0.0006 (0.768)	0.0014 (1.589)	0.0021** (2.156)	0.0018* (1.773)	0.0011 (1.265)
Age	-0.0001 (-0.577)	-0.0000 (-0.637)	-0.0002*** (-3.522)	-0.0004*** (-5.428)	-0.0002*** (-2.629)	-0.0002*** (-3.580)
Sta	-0.0110*** (-8.097)	-0.0003 (-0.377)	-0.0093*** (-10.759)	-0.0103*** (-11.050)	-0.0095*** (-9.709)	-0.0100*** (-11.833)
Roe						0.0291** (2.199)
$Growth$						0.0010 (0.943)
BM						0.0067*** (11.587)
$Constant$	-0.0460*** (-3.112)	-0.1495*** (-14.862)	-0.0396*** (-4.385)	-0.0011 (-0.111)	-0.0051 (-0.465)	0.0261*** (2.620)

行业/年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	3960	10336	10366	9939	7294	10714
<i>r</i> ²	0.2366	0.9918	0.2724	0.2504	0.2969	0.2856

第7章 进一步分析与拓展性检验

7.1 轻资产运营影响权益资本成本的作用机理检验

前文的回归结果验证了轻资产运营与权益资本成本的负相关关系，初步证明轻资产运营对权益资本成本的“竞争力提升效应”和“经营风险降低效应”，基于此，为探究轻资产运营影响权益资本成本的具体作用路径，采用因果逐步回归法(温忠麟等，2004)，建立以下模型对企业竞争力与经营风险的中介效应进行检验。

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 LAD_{i,t} + \alpha_2 \sum controls_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \delta_{i,t} \quad (7-1)$$

$$M_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LAD_{i,t} + \beta_2 \sum controls_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \delta_{i,t} \quad (7-2)$$

$$R_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 LAD_{i,t} + \lambda_2 M_{i,t} + \lambda_3 \sum controls_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \delta_{i,t} \quad (7-3)$$

7.1.1 企业竞争力的中介效应检验

企业竞争力借鉴已有研究杨亭亭等(2017)、魏卉和姚迎迎(2019)，采用营业利润与营业收入的比值，即营业利润率衡量企业竞争力(PCM)。PCM值越大，代表企业的市场定价能力越强，企业竞争力越高。

机制检验结果如表7-1列(1)、(2)、(3)所示。列(2)中显示轻资产运营与竞争力在1%的水平上显著为正，说明实行轻资产运营能够提高企业的竞争力；列(3)在加入中介竞争力进行回归后，轻资产运营与权益资本成本系数为负，且在1%水平上显著，竞争力与权益资本成本系数为负，同样在1%水平上显著，并且轻资产运营回归系数的绝对值由列(1)的0.0039降低到列(3)的0.0032，表明企业竞争力发挥了部分中介效应，且占总效应比重为18.03% (=0.0376*-0.0187/-0.0039)。

7.1.2 经营风险的中介效应检验

经营风险参考史金艳(2019)相关研究，运用阿尔曼(Altman)提出的Z值进行度量，公式如下：

$$Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 0.999X_5 \quad (7-4)$$

其中，X1=营运资本/总资产；X2=留存收益/总资产；X3=息税前利润/总资产；X4=股权市场价值总额/总负债；X5=营业收入/总资产。Z值为反向指标，数值越大，企业的经营风险就越小，反之则越大。

机制检验结果如表 7-1 列 (1)、(4)、(5) 所示。列 (4) 中显示轻资产运营与经营风险在 1% 的水平上显著为正, 说明企业实行轻资产运营能够显著降低其经营风险; 列 (5) 在加入经营风险中介变量进行回归后, 轻资产运营与权益资本成本负相关, 且在 10% 水平上显著, 经营风险与权益资本成本显著负相关, 并且列 (5) 轻资产运营的回归系数绝对值 0.0025 小于列 (1) 回归系数绝对值 0.0039, 表明经营风险发挥了部分中介效应, 且占总效应比重为 29.78% ($=5.8062 * -0.0002 / -0.0039$)。

表 7-1 中介效应检验

变量	(1) <i>R</i>	(2) <i>PCM</i>	(3) <i>R</i>	(4) <i>Risk</i>	(5) <i>R</i>
<i>LAD</i>	-0.0039*** (-3.020)	0.0376*** (12.928)	-0.0032** (-2.434)	5.8062*** (20.971)	-0.0025* (-1.873)
<i>PCM</i>			-0.0187*** (-3.370)		
<i>Risk</i>					-0.0002*** (-3.449)
<i>Size</i>	0.0055*** (13.660)	0.0088*** (11.414)	0.0057*** (13.985)	-0.4879*** (-10.872)	0.0054*** (13.325)
<i>Lev</i>	0.0307*** (10.645)	-0.0997*** (-16.761)	0.0289*** (9.761)	-14.9875*** (-37.157)	0.0272*** (8.650)
<i>Roa</i>	0.0530*** (6.001)	1.4774*** (67.046)	0.0807*** (7.173)	16.3232*** (10.315)	0.0569*** (6.286)
<i>Beta</i>	0.0085*** (5.877)	-0.0020 (-0.669)	0.0085*** (5.857)	-0.8282*** (-4.034)	0.0084*** (5.744)
<i>Dual</i>	0.0014 (1.577)	0.0022 (1.308)	0.0014 (1.624)	0.3952*** (2.912)	0.0015* (1.684)
<i>Age</i>	-0.0002*** (-3.513)	0.0002* (1.648)	-0.0002*** (-3.445)	-0.0015 (-0.165)	-0.0002*** (-3.517)
<i>Sta</i>	-0.0093*** (-10.739)	-0.0021 (-1.226)	-0.0093*** (-10.784)	-0.1149 (-1.090)	-0.0093*** (-10.768)
<i>Constant</i>	-0.0397*** (-4.385)	-0.1416*** (-8.119)	-0.0423*** (-4.673)	24.6805*** (24.471)	-0.0338*** (-3.659)

行业/年份	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	10366	10366	10366	10366	10366
<i>r</i> ²	0.2724	0.6583	0.2733	0.5507	0.2731

7.2 轻资产运营影响权益资本成本的调节效应分析

7.2.1 行业性质差异、轻资产运营与权益资本成本

如前文所述, 实行轻资产运营的企业通过业务外包, 将资源集中投放于产品技术研发以及品牌销售等附加值高的业务, 进而提升产品的差异化程度, 获取竞争优势 (Cho, 1994), 产品层面的竞争优势则是企业的基本竞争优势 (张敬伟和王迎军, 2012)。而从不同行业的角度来看, 企业实行轻资产运营所带来的产品竞争力的提高对自身市场优势地位的获取存在差异性 (周泽将等, 2020), 与非制造业相比, 依靠企业产品的制造与销售进而获取利润的制造业, 更加依托于产品的差异性来获取市场优势地位。所以, 轻资产运营对制造业产品以及整体竞争力的提升更加明显, 有利于企业获取优势地位, 进一步利用产品差异化抑或是主导产品定价等方式扩大市场份额。企业优势地位向市场投资者传达企业良好发展前景的信号, 进而减小投资者面临的风险, 吸引更多潜在的投资人 (栗新等, 2016)。因此, 从行业角度来看, 轻资产运营更有利于制造业企业产品竞争力的提升, 进而获取市场优势地位, 赢得投资者青睐, 进而发挥降成本效应。基于此, 本文猜测, 相比于非制造业, 制造业中轻资产运营与权益资本成本的负向关系更强。

为检验行业性质差异的调节作用, 本文引入制造业变量 (MFI), 将企业根据行业分类标准分为制造业与非制造业, 当为制造业时取值为 1, 反之取为 0, 进行分组回归。回归结果如表 7-2 列 (1)、(2) 所示, 在非制造业组, 回归系数为-0.0006, 在 10%水平上显著; 在制造业组, 回归系数为-0.0003, 并且在 1%的水平上显著, 表明相较于非制造业, 在制造业中轻资产运营的降成本效应更明显。

7.2.2 产品市场竞争、轻资产运营与权益资本成本

随着经济全球化的推进, 企业纷纷在激烈的市场环境中谋求更高的竞争优势, 而不断进行软实力投入以培育核心竞争力是企业维持竞争优势的前提, 产品创新和品牌影响力则是企业产品获取超额利润的基础。在激烈的产品市场竞争中, 企业进行研发等活动会带来更高的价值提升以及竞争优势的增强 (唐文秀等, 2018)。一方面, 作为企业外部重要治理机制的产品市场竞争, 能够发挥治理效应进而缓解代理问题, 促使管理者做出有利于企业发展的决策 (魏卉和郑伟, 2018), 进而增加对研发、营销等核心竞争力的投入。另一方面, 在激烈的产品市场竞争中, 同行业竞争者的技术创新会对企业产品

的竞争地位产生威胁,增大企业压力,使得自身难以获取进行研发投入的回报(Gu, 2016),进而丧失市场份额。因此企业需要进一步加大对产品技术研发以及品牌营销的投入,不断进行新技术以及新产品的研发来稳固市场地位。并且高程度的产品市场竞争所带来的生存压力会进一步使得管理层和股东信息不对称降低(宋增基等, 2009),促使管理层考虑企业的长远发展,将资源更多投放于研发以及营销等核心环节,增强企业的竞争优势。因此,在激烈的产品竞争市场中,轻资产运营对研发、营销环节的大力投入会获得更高的竞争优势(周泽将等, 2020),而更高的竞争优势会向市场传递企业预期发展良好的信号,增强企业股票流动性,进而使权益资本成本得以降低。因此,本文认为产品市场竞争会强化轻资产运营与权益资本成本之间的负向关系。

为探究产品市场竞争的调节作用,本文借鉴已有研究(姜付秀等, 2009)做法,选取 HHI 作为产品市场竞争的衡量指标,当 HHI 高于中值时,取值为 1,否则为 0,进行分组回归。回归结果如表 7-2 列(3)、(4)所示,在竞争程度低组,回归系数为-0.0009,但统计上不显著;在竞争程度高组,回归系数为-0.0062,并且在 1%的水平上显著,表明产品市场竞争程度越高,实施轻资产运营的企业更能从中获取较大的竞争优势,进而权益资本成本越低。

7.2.3 管理层股权激励、轻资产运营与权益资本成本

经济下行与生产环境的改变使得企业的市场竞争压力进一步增大,这对企业管理者如何稳固产品市场地位无疑提出了巨大挑战。当股权激励强度高时,基于利益趋同效应,管理层更加注重企业长远价值的提升,对企业资源进行有效整合与配置,偏好投资于研发创新(李丹蒙和万华林, 2017)等回报率较高的长期投资项目,重视削减成本,并且高营销投入使得管理层获得更多利益(周泽将等, 2020)。因此,以加大研发、营销等环节投入进而提升竞争力的轻资产运营企业,高强度股权激励的实施能使其获得更高的竞争优势,进而降低权益资本成本。此外,股权激励能够激发管理者形成较强的竞争意识,提升自我创造力,合理进行资源调配,并且加强企业文化与制度等方面的建设,驱使员工努力作为,降低研发、营销等行为对企业的负面影响,保证企业资金链以及生产经营的稳定性,从而有效把控风险,进而降低权益资本成本。基于此,本文猜测股权激励能够增强轻资产运营与权益资本成本的负向关系。

为探究管理层股权激励的调节作用,本文借鉴已有研究(朱德胜和周晓珮, 2016),选取管理层持股比例(管理层持股数量/股本总数)衡量管理层股权激励(Hold),当管理层股权激励高于中值时,取值为 1,否则为 0,进行分组回归。结果如表 7-2 列(5)、(6)所示,在股权激励低组,回归系数为-0.0022,但统计上不显著;在股权激励高组,回归系数为-0.0076,并且在 1%的水平上显著,表明高强度股权激励的实施能够促使轻资产运营企业获取更高的竞争优势,有效把控风险进而降低权益资本成本。

表 7-2 调节效应检验

变量	(1) 非制造业 组	(2) 制造业 组	(3) 竞争程度低 组	(4) 竞争程度高 组	(5) 股权激励低 组	(6) 股权激励高 组
<i>LAD</i>	-0.0006* (-1.662)	-0.0003*** (-3.165)	-0.0009 (-0.465)	-0.0062*** (-3.543)	-0.0022 (-1.214)	-0.0076*** (-4.084)
<i>Size</i>	0.0031*** (4.145)	0.0022*** (3.840)	0.0055*** (9.802)	0.0054*** (9.238)	0.0053*** (9.840)	0.0066*** (10.077)
<i>Lev</i>	0.0246*** (5.077)	0.0270*** (8.171)	0.0288*** (6.937)	0.0321*** (7.858)	0.0374*** (8.945)	0.0180*** (4.432)
<i>Roa</i>	0.0421** (2.311)	0.0881*** (8.282)	0.0249* (1.876)	0.0708*** (5.867)	0.0525*** (3.950)	0.0483*** (4.057)
<i>Beta</i>	0.0098*** (3.887)	0.0088*** (4.956)	0.0036 (1.600)	0.0119*** (6.079)	0.0073*** (3.444)	0.0104*** (5.219)
<i>Dual</i>	-0.0009 (-0.519)	0.0022** (2.276)	0.0003 (0.236)	0.0022* (1.890)	-0.0001 (-0.075)	0.0017* (1.660)
<i>Age</i>	-0.0003*** (-3.245)	-0.0001* (-1.770)	-0.0002* (-1.772)	-0.0002*** (-2.587)	0.0000 (0.064)	-0.0003*** (-3.039)
<i>Sta</i>	-0.0129*** (-8.456)	-0.0085*** (-8.206)	-0.0109*** (-8.420)	-0.0083*** (-6.972)	-0.0090*** (-6.545)	-0.0044*** (-3.399)
<i>Constant</i>	0.0187 (1.090)	0.0143 (1.132)	-0.0343*** (-2.717)	-0.0401* (-1.923)	-0.0406*** (-3.149)	-0.0613*** (-4.445)
行业/年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	3652	6714	5028	5338	5183	5183
<i>r</i> ²	0.3746	0.2210	0.3144	0.2360	0.2583	0.3102

第 8 章 研究结论与政策启示

8.1 研究结论

随着竞争环境日益复杂，重资产经营难以为继，愈来愈多的企业纷纷减重，选择轻资产运营。轻资产运营模式下，企业为高附加值环节分配资金，以便在各个环节有效地配置资源。本文从权益资本成本的视角考察轻资产运营的经济后果，检验轻资产运营这一新模式能否得到广泛认可，从而对权益资本成本产生积极影响。本文以 2010—2018 年我国 A 股非金融上市公司为研究样本，探究企业轻资产运营会产生怎样的资本成本效应，并具体检验了其影响路径，在此基础上，进一步考察行业性质差异、产品市场竞争和管理层股权激励对二者关系的调节作用。具体研究结论如下：

(1) 轻资产运营与权益资本成本之间存在显著的负相关关系，即企业实行轻资产运营有利于降低其权益资本成本，并且在进行稳健性检验后验证了结论的可靠性。轻资产运营模式之下，企业将附加值较低的生产环节外包，简化了生产链，并且将资源集中投入到产品技术研发与品牌营销等价值链高端环节，促进企业形成核心竞争力；并且充足的现金流、更加轻便的资产结构以及与合作伙伴共担风险都将使企业面临的经营风险更低。竞争力的提升以及经营风险的降低可以向投资者传递良好信息，进而索取更低的投资报酬，从而促使权益资本成本下降。

(2) 进一步的路径检验显示，在轻资产运营抑制权益资本成本这一关系中，企业竞争力与经营风险发挥了部分中介作用，轻资产运营企业一方面高附加值环节的投入获得竞争力的提升，另一方面充足的现金流以及风险共担降低企业经营风险，即通过“轻资产运营—竞争力提升—权益资本成本”以及“资产运营—经营风险降低—权益资本成本”两条路径，促使企业拥有更低的权益资本成本水平。

(3) 进一步调节检验发现，在制造业、市场竞争激烈以及实施管理层股权激励强度高的企业中，轻资产运营的降成本效应更为显著。与非制造业相比，依靠企业产品的制造与销售进而获取利润的制造业，更加依托于产品的差异性来获取市场优势地位。所以，轻资产运营对制造业产品以及整体竞争力的提升更加明显，有利于企业获取优势地位，进一步利用主导产品定价抑或是差异化产品等方式扩大市场份额；在激烈的产品市场中，企业的代理问题得到缓解，并且面临的市场压力更大，促使其不得不作为，因此，在激烈的产品竞争市场中，轻资产运营对研发、营销环节的大力投入会获得更高的竞争优势；并且当股权激励程度较高时，管理层偏好于研发投入，并且能够形成较强的竞争意识，努力作为，有效把控风险，实行轻资产运营会带来更高的价值回报。

8.2 政策启示

本文可能的政策启示在于：

第一，轻资产运营具有正面的资本成本效应，企业应当结合自身情况适度引入轻资产运营模式，将竞争优势的提升集中到研发与销售等核心环节，满足市场需求，继而为企业提升价值、降低成本提供新的选择；并且在实行轻资产运营过程中应当循序渐进，规避风险，发展适合企业自身的轻资产运营。另外在中国经济处于转轨情形之下，政府应当鼓励企业尝试转型轻资产，增强竞争优势，并且完善法律法规，为企业转型提供良好的市场环境以及制度条件，缓解在轻资产转型中企业面临的困境，使得转型更加规范。

第二，制造业企业应注重高附加值环节，获取竞争优势。相比于非制造业，由于更加依赖产品差异化所带来的竞争优势，轻资产运营在提高制造业企业的价值方面发挥着更大的作用，因此制造业企业更应该将那些不具备竞争优势的环节外包，集中资源投入到产品的研发以及品牌的销售中，形成技术优势以及品牌优势，以低成本高利润迅速占据市场份额。高强度的产品市场竞争能够促使企业加大对核心竞争力的投入，获取竞争优势，强化轻资产运营的降成本效应，因此政府应当鼓励高竞争行业企业适当进行轻资产转型。

第三，轻资产企业应结合自身实行激励机制，促进研发与营销等活动的有序开展。管理层作为企业经营中的重要决策者，对管理者进行有效的股权激励能够将其与企业目标统一起来，对企业资源进行整合并优化配置于附加值较高的技术研发以及品牌营销环节，进而提升企业竞争力，然而这两类活动存在时滞性以及不确定性，进行股权激励就能促使管理者有效作为，进而保证活动有序开展，推动企业竞争优势的形成，防范企业风险，促进了轻资产运营的正面效应的发挥，因此企业应当强化管理层股权激励制度的制定。

8.3 研究局限性

(1) 指标衡量：文章的解释变量轻资产运营，其测度尚未形成统一的结论，受限于数据可得性因素，本文仅将能够从财务报表上反映轻资产运营特征的指标涵盖在内，不够全面，对于如何把人力资源、客户资源、企业文化等非财务指标纳入研究范围尚待进一步完善。

(2) 调节变量：由于篇幅原因，本文仅仅探究了行业性质差异、产品市场竞争以及管理层股权激励三种情况下，轻资产运营与权益资本成本之间的关系变化，尚未对其他情况进行探究，这也是以后深入探究的方向。

(3) 中介变量：在文章的机理检验上，本文仅仅验证了企业竞争力与经营风险，但

两个中介变量的中介效应仅仅占了总效应的 47.81%，这表明轻资产运营与权益资本成本之间还有其他的影响路径并未发掘，这也是后续作用机制更加完善的研究方向。

参考文献

- [1]沈艺峰,肖珉,黄娟娟.中小投资者法律保护与公司权益资本成本[J].经济研究,2005(06):115-124.
- [2]黄少安,张岗.中国上市公司股权融资偏好分析[J].经济研究,2001(11):12-20.
- [3]黄海鹰.制度粘性与企业外源性融资偏好——来自区域性融资方式选择差异的证据[J].财经问题研究,2018(5):133-139.
- [4]曾颖,陆正飞.信息披露质量与股权融资成本[J].经济研究,2006(02):69-79+91.
- [5]魏卉,杨兴全.终极控股股东、两权分离与股权融资成本[J].经济与管理研究,2011,(02):12-23.
- [6]魏炜,朱武祥.重构商业模式[M].北京:机械工业出版社,2010
- [7]戴天婧,张茹,汤谷良.财务战略驱动企业盈利模式——美国苹果公司轻资产模式案例研究[J].会计研究,2012(11):23-32.
- [8]周泽将,邹冰清,李鼎.轻资产运营与企业价值:竞争力的角色[J].中央财经大学学报,2020(3):101-117.
- [9]廖涵平.轻资产公司财务特征与发行上市制度优化[J].证券市场导报,2015(4):1.
- [10]邵志高,吴立源.供给侧结构性改革、轻资产转型与制造业业绩波动[J].财经问题研究,2019(04):103-112.
- [11]唐璎璋,刘芬美,黄宝慧.轻资产战略与运营绩效关系之研究——以台湾企业为例[J].管理学报,2007(1):75-91.
- [12]王卫星,林凯.轻资产运营下科技型中小企业盈利模式的实证研究[J].科技管理研究,2015,35(07):185-191.
- [13]韩鹏.高新技术企业轻资产运营促进了盈利模式变革吗[J].财经问题研究,2018(6):41-47.
- [14]周泽将,李鼎.轻资产运营对企业 R&D 投入的影响研究:以中国上市公司为例[J].管理评论,2019(6):91-101.
- [15]周泽将,李鼎,王浩然.轻资产运营与企业风险承担:实证分析与影响路径[J].统计研究,2020,37(01):99-109.
- [16]王智波,李长洪.轻资产运营对企业利润率的影响——基于中国工业企业数据的实证研究[J].中国工业经济,2015(6):108-121.
- [17]吴晓霞.轻资产企业价值相关性研究:兼论做大还是做强?[J].财经问题研究,2018(12):137-143.
- [18]汤谷良,高原.企业轻资产盈利模式的财务挑战和实践路径[J].财务研究,2016(3):3-8.
- [19]蒋琰,陆正飞.公司治理与股权融资成本——单一与综合机制的治理效应研究[J].数量经

- 济技术经济研究, 2009(2):60-75.
- [20]孔伟成,薛宏.公司治理、投资者保护与权益资本成本实证研究[J].企业经济,2005(05):77-79.
- [21]张春颖,王月.经济增速对企业权益资本成本的影响研究——基于股权集中度的调节效应[J].工业技术经济,2021,40(12):35-42.
- [22]王爱国,张志,王守海.政府规制、股权结构与资本成本——兼谈我国公用事业企业的“混改”进路[J].会计研究,2019,(05):11-19.
- [23]王燕.股权结构、会计信息质量与权益资本成本相关性分析[J].财会通讯,2016,(15):12-16.
- [24]肖作平.终极所有权结构对权益资本成本的影响——来自中国上市公司的经验证据[J].管理科学学报,2016(1):72-86.
- [25]魏卉,杨兴全,吴昊旻.治理环境、终极控制人两权分离与股权融资成本[J].南方经济,2011,(12):3-15.
- [26]邹颖,汪平,张丽敏.股权激励、控股股东与股权资本成本[J].经济管理,2015,(06):98-109.
- [27]吴高波,杜延平.应计盈余管理、高管持股与权益资本成本[J].财会通讯,2021,(08):40-43.
- [28]魏卉,吴昊旻,谭伟荣.终极人控制、管理层激励与股权融资成本[J].经济与管理研究,2012,(11):37-48.
- [29]王亮亮.真实活动盈余管理与权益资本成本[J].管理科学,2013,26(05):87-99.
- [30]曹书军,刘星,杨晋渝.审计质量特征、客户规模与公司权益资本成本[J].山西财经大学学报,2012(8):117-124.
- [31]田映华,刘江帆.中国上市公司资本成本和资本结构实证分析[J].华中科技大学学报(自然科学版),2003(01):92-94.
- [32]汪炜,蒋高峰.信息披露、透明度与资本成本[J].经济研究, 2004(07):107-114.
- [33]叶康涛,陆正飞.中国上市公司股权融资成本影响因素分析[J].管理世界, 2004(05):127-131+142.
- [34]周嘉南,雷霆.股权激励影响上市公司权益资本成本了吗?[J].管理评论,2014(3):39-52.
- [35]王春峰,孙会国,房振明.资本成本与资产流动性关系的经验验证[J].现代财经(天津财经大学学报),2012,32(09):74-83.
- [36]黄娟娟,肖珉.信息披露、收益不透明度与权益资本成本[J].中国会计评论,2006(01):69-84.
- [37]叶陈刚,王孜,武剑锋,李惠.外部治理、环境信息披露与股权融资成本[J].南开管理评论, 2015,18(05):85-96.
- [38]张正勇,陈虹.社会责任信息披露与权益资本成本——财务透明度和治理环境的调节作用[J].南京财经大学学报,2017(1):60-71.
- [39]魏卉,姚迎迎,马晓柯.社会责任履行能降低企业权益资本成本吗? [J].金融与经济,202

- 0,(06):29-36.
- [40]王雄元,高曦.年报风险披露与权益资本成本[J].金融研究,2018(1):174-190.
- [41]甘丽凝,陈思,胡珉,王俊秋.管理层语调与权益资本成本--基于创业板上市公司业绩说明会的经验证据[J].会计研究,2019(6):27-34.
- [42]王冰洁,刘振涛.管理层预测质量对权益资本成本的影响[J].经济问题探索,2017(11):46-58.
- [43]王旋,贾竞神.信息披露、外部监督与资本成本-基于中小企业板的实证分析[J].财会学习,2017(22):100-101
- [44]支晓强,何天芮.信息披露质量与权益资本成本[J].中国软科学,2010(12):125-131.
- [45]李慧云,刘镝.市场化进程、自愿性信息披露和权益资本成本[J].会计研究,2016,(01):71-78+96.
- [46]李超.权益资本成本估计方法的可靠性检验[J].上海金融学院学报,2011(5):78-87.
- [47]廖义刚.环境不确定性、内部控制质量与权益资本成本[J].审计与经济研究,2015(03):69-78.
- [48]曾靓,戴文涛.强制性内部控制审计对企业权益资本成本的影响——来自渐进双重差分模型的经验证据[J].财经问题研究,2021,(10):103-111.
- [49]吴益兵.内部控制审计、价值相关性与资本成本[J].经济管理,2009,31(09):64-69.
- [50]王艺霖,王爱群.内控缺陷披露、内控审计对权益资本成本的影响--来自沪市 A 股上市公司的经验证据[J].宏观经济研究,2014(02):123-130+143.
- [51]王砚.企业内部控制质量影响权益资本成本的路径分析[J].会计之友,2016(18):62-66.
- [52]肖松,赵峰.法律、投资者保护与权益资本成本[J].经济与管理研究,2010(05):19-23.
- [53]肖作平,周嘉嘉.制度环境和权益资本成本——来自中国省际数据的比较研究[J].证券市场导报,2012(8): 19-27.
- [54]洪洁,陈少华.终极股权结构、法律制度与股权资本成本[J].会计之友,2016(02):36-41.
- [55]杨智,邓炼金,方二.市场导向、战略柔性与企业绩效:环境不确定性的调节效应[J].中国软科学,2010,(09):130-139.
- [56]陈国辉,孙莉儒,孙剑.环境不确定性、高管权力与权益资本成本[J].财经问题研究,2017(6):79-85.
- [57]陈峻,王雄元,彭旋.环境不确定性、客户集中度与权益资本成本[J].会计研究,2015(11):76-82+97.
- [58]杨棉之,谢婷婷,孙晓莉.股价崩盘风险与公司资本成本——基于中国 A 股上市公司的经验证据[J].现代财经(天津财经大学学报),2015,35(12):41-51.
- [59]喻灵.股价崩盘风险与权益资本成本——来自中国上市公司的经验证据[J].会计研究,2017,(10):78-85+97.
- [60]胡松明,邓衢,江婕,郑飞虎.股价崩盘风险与企业资本成本——基于公司价值和破产风险的中介效应检验[J].金融论坛,2019,24(09):69-80.

- [61]王鹏程,高楠.社会责任信息、市场关注度与资本成本——基于民营上市公司的实证研究[J].技术经济与管理研究,2017(10):67-71.
- [62]代昀昊.机构投资者、所有权性质与权益资本成本[J].金融研究,2018(9):143-159.
- [63]魏卉,刘亚梦.审计质量何以影响权益资本成本?——基于审计的监督、信息鉴证及保险价值[J].中国注册会计师,2020,(10):45-51+3.
- [64]徐玉德,刘杨晖,刘剑民.审计报告改革对权益资本成本的影响研究[J].审计与经济研究,2021,36(06):26-36.
- [65]朱丹,李琰.审计质量、媒体报道与企业权益资本成本——来自中国上市公司经验证据[J].产业经济研究,2017,(06):65-74+126.
- [66]魏卉,李平.社会资本与企业权益资本成本——经济体制转型下社会资本工具效用的异质性[J].工业技术经济,2020,39(11):129-137.
- [67]孙黎,朱武祥.轻资产运营:以价值为驱动的资本战略[M].北京:中国社会科学出版社,2003.
- [68]薛文艳.轻资产类公司的运营模式与财务管理[J].山西财税,2012(3):36-38.
- [69]计丹丹.美国苹果公司轻资产运营模式下的资金管理[J].合作经济与科技,2014(7):32-33.
- [70]吕民乐.浅析轻资产运营的软肋[J].现代企业,2004(07):18-19.
- [71]茆薇.轻资产运营模式撬动企业价值最大化——基于腾讯公司的财务案例研究[J].新会计,2013(11):26-29.
- [72]韩鹏.高新技术企业轻资产运营促进了盈利模式变革吗[J].财经问题研究,2018(6):41-47.
- [73]游婷.轻资产上市公司资本运营对财务绩效影响研究[J].财经界(学术版),2016(20):185.
- [74]张新民,祝继高.经营资产结构影响高商誉企业的市场价值吗——基于A股上市公司的实证研究[J].南开管理评论,2019,22(02):114-127.
- [75]谢莉娟,王诗杼.国有企业应该转向轻资产运营吗——工业和流通业的比较实证分析[J].财贸经济,2018,39(02):118-135.
- [76]倪红霞,许拯声.资产结构与企业经营业绩内在关系[J].技术经济与管理研究,2003(06):59.
- [77]孟丽丽.从系统论角度看资产结构优化[J].计划与市场探索,2003(10):15.
- [78]穆林娟.基于潜在需求的价值链资源整合研究:以牡丹集团为例[J].会计之友,2017(7):2-7.
- [79]彭韶兵.财务风险机理与控制分析[M].上海:立信会计出版社,2005.
- [80]王吉万.危机时代的“轻资产”之道[J].中国中小企业,2008(09):19.
- [81]王翊,彭博.海澜之家“轻资产”经营模式下的财务风险解析[J].财务与会计(理财版),2012(11):31-32.

- [82]陈丽萍,王冠.轻资产运营模式下企业风险防范策略研究[J].商业经济,2013(19):58-59.
- [83]林峰.休闲农业项目如何开展“轻资产”运营[J].中国房地产,2016(5):64-66.
- [84]刘爽,王军辉,刘玉锁.轻资产企业价值评估的探讨[J].会计之友,2014(20):48-52.
- [85]孙莹,张仙,宋秋华.轻资产运营、股权性质与资本效率——以我国制造业上市公司为例的实证研究[J].商业研究,2020(12):99-109.
- [86]魏卉,姚迎迎.技术创新与企业权益资本成本:提升抑或降低[J].现代财经(天津财经大学学报),2019(10):3-19.
- [87]戚聿东,孙昌玲,王化成.企业核心竞争力能够降低权益资本成本吗——基于文本分析的经验证据[J].会计研究,2021(08):94-106.
- [88]吕民乐.轻资产运营利弊分析[J].安徽科技,2004(12):31-33.
- [89]王化成,张修平,侯粲然,李昕宇.企业战略差异与权益资本成本——基于经营风险和信息不对称的中介效应研究[J].中国软科学,2017(09):99-113.
- [90]毛心怡,宾慕容.轻资产发展模式风险及其管控[J].合作经济与科技,2019(13):110-111.
- [91]干文彬.轻资产模式下企业财务风险解析[J].绿色财会,2020(4):22-24.
- [92]郭飞扬,姚永红,马桂芬.企业轻资产营运模式及其特征分析[J].全国流通经济,2021(01):81-83.
- [93]程小可,沈昊旻,高升好.贸易摩擦与权益资本成本[J].会计研究,2021(02):61-71.
- [94]张会丽,吴有红.超额现金持有水平与产品市场竞争优势——来自中国上市公司的经验证据[J].金融研究,2012(02):183-195.
- [95]熊凌云,蒋尧明,连立帅,杨李娟.控股股东杠杆增持与企业现金持有[J].中国工业经济,2020(08):137-155.
- [96]王苑琢,王竹泉,孙莹,孙建强,杜媛.中国上市公司资本效率与财务风险调查:2016[J].会计研究,2017(12):66-72.
- [97]温忠麟,叶宝娟.中介效应分析:方法和模型发展[J].心理科学进展,2014(05):731-745.
- [98]杨亭亭,黎智滔,李仲飞.上市公司技术创新能力与股票收益——来自中国资本市场的证据[J].当代财经,2017(8):56-68.
- [99]史金艳,杨健亨,李延喜等.牵一发而动全身:供应网络位置、经营风险与公司绩效[J].中国工业经济,2019(09):136-154.
- [100]张敬伟,王迎军.双重视角下的竞争优势:内涵、代表性研究与基本分析单位[J].管理评论,2012,24(02):163~170.
- [101]栗新,王铁男,郝凡浩.投资者对 R&D 投入的反应:企业财务状况的信号作用[J].中国软科学,2016(12):121~131.
- [102]唐文秀,周兵,徐辉.产品市场竞争、研发投入与财务绩效——基于产权异质性的比较视角[J].华东经济管理,2018(07):110-119.
- [103]魏卉,郑伟.产品市场竞争、管理层薪酬激励与权益资本成本[J].会计之友,2018(13):60-66.

- [104]宋增基,李春红,卢溢洪.董事会治理、产品市场竞争与公司绩效:理论分析与实证研究[J].管理评论,2009(09):120-128.
- [105]姜付秀,黄磊,张敏.产品市场竞争、公司治理与代理成本[J].世界经济,2009(10):46-59.
- [106]李丹蒙,万华林.股权激励契约特征与企业创新[J].经济管理,2017,39(10):156-172.
- [107]周泽将,高亭亭,张世国.营商环境与轻资产运营——基于股权激励和产权性质的情境性分析[J].上海财经大学学报,2020,22(06):52-64.
- [108]朱德胜,周晓珮.股权制衡、高管持股与企业创新效率[J].南开管理评论,2016,19(03):136-144.
- [109]Botosan C.A, Plumlee M.A reexamination of disclosure level and the expected cost of equity[J].Journal of Accounting Research, 2002(40):21-40.
- [110]Hung-Ching Wen, Jen-Hung Huang, Yih-Lin Cheng.What Japanese semiconductor enterprises can learn from the asset-light business model for sustainable competitive advantage[J].Asian Business & Management, 2012, 11(5):615-649.
- [111]Bhandari L C. Debt/equity ratio and expected common stock returns: empirical evidence[J]. The Journal of Finance, 1988, 43(2):507-528.
- [112]Bhattacharya U, Daouk H, Welker M. The World Price of Earnings Opacity[J]. The Accounting Review, 2003, 78(3):641-678.
- [113]Chen K C W, Chen Z, Wei K C J. Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital[J]. Journal of Corporate Finance, 2009, 15(3):273-289.
- [114]Li K, Yue H, Zhao L. Ownership, institutions, and capital structure.evidence from china[J]. Journal of Comparative Economics, 2009, 37(3):471 -490.
- [115]Surdu G.The Internationalization Process and the Asset-Light Approach[J].Romanian Economic and Business Review, 2011, 6(1):184-188.
- [116]Fen-May Liou, Ying-Chan Tang, Chih-Pin Huang.Asset-Light Business Model:A Theoretical Framework for Sustained Competitive Advantage[R].2008.
- [117]Huff A.Asset-light TTS users an agent model to flourish in a tough Economy[J]. Commercial carrier Journal, 2010, (5):16-18.
- [118]Modigliani.M.H.Miller.The Cost of Capital.Corporation Finance and the Theory of Investment[J].American Economic Review, 1958, (03):261-297
- [119]Iansiti M, Levien R.Strategy as ecology[J].Harvard Business Review, 2004(3):68-81.
- [120]Richard Hall.The Strategic Analysis of Intangible Resources[J].Strategic Management Journal, 1992, 13(2):135-144.
- [121]Pfeffer J, Salancik G.R.The External Control of Organizations:A Resource Dependence Perspective[M].California:Stanford University Press, 2003.
- [122]Sohn J., Tang C.H., Jang S.Does the Asset-light and Fee-oriented Strategy Create

- Value?[J].International Journal of Hospitality Management, 2013, 32:270-277.
- [123]Jensen M.Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeover[J].American Economic Review, 1986, 76:323-329.
- [124]Easton., P. D.PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital[J].Accounting Review, 2004, 79:73-95.
- [125]OHLSON J., JUETTNER N B.Expected EPS and EPS growth as determinants of value[J].Review of Accounting Studies, 2005, 10:349-365.
- [126]BARON R M, KENNY D A.The moderator mediator variable distinction in social psychological research:conceptual, strategic, and statistical considerations[J].Journal of Personality&Social Psychology, 1986, 51(6):1173-1182.
- [127]Cho D S.A Dynamic Approach to International Competitiveness:The Case of Korea[J].Journal of Far Eastern Business, 1994(1):289-301.
- [128]Gu L.Product Market Competition, R&D Investment, and Stock Returns[J].Journal of Financial Economics, 2016, 119(2):441-455.

致谢

提笔至此，行文将止，思绪万千，白驹过隙三年一去难返，夏蝉耳语昨日时光不可留。从一个怀揣理想的追梦少年，一路跌跌撞撞走到现在，些许遗憾，些许不舍。凌晨一点，外面淅沥的雨，桌上凉透的茶，此时仿佛一切都在烘托毕业的感伤，似是太不舍，不由得鼻头一酸，仅用寥寥几笔，写下这篇文章最温柔的部分。

饮水思其源，成学念吾师。感谢我的导师魏卉老师，导师科研教业繁重，仍和蔼可亲、诲人不倦。在毕业论文撰写期间，自始至终得到了导师的精心指导和帮助，从选题、研究到成稿其中无不凝聚着导师的心血和汗水。三年研读时光，幸遇良师教导，得以传经释疑，涓涓师恩，铭记于心。

独学而无友，则孤陋而寡闻。感谢 1315 的姐妹李瑾、牛慧君和赵梦，早上起来我们会聊聊昨晚做的梦，晚上回到宿舍一起聊每天的见闻，穿搭、护肤、化妆也囊括其中，也会聊聊论文上的困惑，当然也少不了互相做姐妹们的情感导师，有时也会熬夜聊心事。心思细腻善解人意但老是焦虑还爱盲目自卑的小瑾，自律严谨呆萌可爱但经常和自己老师出现沟通障碍还平地摔跤的小牛，美丽大方心态超好但爱熬夜还马马虎虎的小梦，感谢姐妹们对晚上爱熬夜早上起不来的我如此包容。还有师门可爱的师姐师弟们，帮助我解决论文撰写上的难题并且帮助我处理学校相关事宜，让我在学校有了依靠，感念相伴，岁月来日再聚首。

初见乍惊欢，久处仍怦然。感谢张磊先生的出现，我能想到最浪漫的事，就是把你写进我的论文致谢里。异地三年多以来，有过昏暗亦有明朗，我们分享快乐和喜悦，亦分担困惑与难过，你处处包容着我的小脾气。在我最昏暗的研三期间，在我论文屡屡受挫、得知母亲抱恙而几近崩溃的时候包容我、安慰我、开解我，即便下班再累也驱车几个小时带我出去散心，时常的小惊喜也从未断过，从没有在我面前抱怨过一次工作的不如意，感谢你在我一次次焦虑不安时开导我鼓励我。愿我如星君如月，夜夜流光相皎洁，希望我们保持热爱，奔赴下一场山海。

父母之爱子，则为之计深远。感谢我的父亲蒋次义与母亲李秀华这二十多年给予我的支持与鼓励。这篇文章是我父母走了很远的路，吃了很多的苦，流了很多的汗才让我有机会呈现在大家面前。我妈说：你尽管读，砸锅卖铁都让你上学。后来为了让我上学，我爸去扛树赚钱，家里最穷的时候只能卖粮食换钱，即便是这样父母也没有在生活上亏待过我，他们说女儿要富养。高中因为学业压力大，母亲丢下田地到城里陪读，为了补贴家用找了洗碗的工作，父亲去工地上工作常年回不了家。后来上了大学，父母每次打电话也是问生活费够不够啊，但是他们自己每个月也就几百块生活。父母是我心里唯一

的亏欠，谢谢你们把最好的都给了我，唯有不断努力，成为你们的骄傲。还有我的大姐和二姐，也给予了我很多支持与鼓励，太多太多感谢道不尽，愿你们平安康乐，岁月无恙。

当一切结束的时候，我们习惯将之冠为过去，但于我而言，正是这段不可遗忘的过去，使得我一点点蜕变和成长。有太多的话还没说，有太多的事还没做，但还是到了该说再见的时候了。

只言片语，落笔至此，思绪繁绕，一程山水一年华，独愿此去经年，一生坦荡，一生纯善。

作者简介

蒋春红，女性，生于 1996 年 6 月，籍贯四川。2019 年毕业于石河子大学经济与管理学院财务管理专业，获管理学学士学位。同年 9 月，保送至本校继续攻读财务管理专业硕士学位，主要研究方向为公司治理与财务管理。

在学期间发表的文章

1. 魏卉,蒋春红.轻资产运营何以影响权益资本成本: 提升或降低? [J].新疆农垦经济. (已录用)

石河子大学硕士研究生学位论文


导师评阅表

研究生姓名	蒋春红	学制	3 年制
专业	工商管理	研究方向	公司治理与财务管理

学术评语:

随着竞争环境日益复杂,重资产经营难以为继,愈来愈多的企业纷纷减重,选择轻资产运营。轻资产运营模式下,企业为高附加值环节分配资金,以便在各个环节有效地配置资源。本文从权益资本成本的视角考察轻资产运营的经济后果,检验轻资产运营这一新模式能否得到广泛认可,从而对权益资本成本产生积极影响。本文以2010—2018年我国A股非金融上市公司为研究样本,探究企业轻资产运营会产生怎样的资本成本效应,并具体检验了其影响路径,在此基础上,进一步考察行业性质差异、产品市场竞争和管理层股权激励对二者关系的调节作用。不仅推动了权益资本成本影响因素相关研究的进一步深入,同时充实了轻资产运营经济后果的相关文献研究。同时为上市公司实施战略转型、降低权益资本成本提供了决策依据,也对于降低投资者投资风险,提高决策质量具有一定的参考价值。该研究颇具理论意义和现实价值。

论文格式规范,概念认知清晰,文献梳理全面,理论分析比较深入透彻,实证分析严谨,数据推理详实,研究结论可靠,行文流畅,达到了硕士学术论文水平要求。

指导教师签字: 
2022年6月2日