

# 战略扩张与融资选择

古志辉<sup>1,2</sup>

(1. 南开大学国际商学院财务管理系, 天津 300071; 2. 南开大学财务金融研究中心, 天津 300071)

**摘要:** 结合信息经济学和代理成本理论的研究结论建立了一个公司扩张战略对融资契约影响的模型. 研究结果显示公司横向一体化战略扩张所获得的剩余与债务比率正相关, 但是如果公司计划从纵向一体化中获得剩余, 减少负债水平并增加专用性投资水平是理性选择. 而且模型对公司融资契约的委托代理问题进行了分析, 认为现金流对融资契约产生重要影响. 在此基础上对模型的主要结论进行了实证检验, 检验结果与主要研究结果相吻合. 最后, 为公司战略扩张和融资决策提供了若干建议.

**关键词:** 融资选择; 公司战略; 现金流; 委托代理

**中图分类号:** F830

**文献标识码:** A

**文章编号:** 1007 - 9807(2004)01 - 0019 - 06

## 0 引言

公司战略扩张一般分为横向一体化扩张、纵向一体化扩张和混合兼并. 在信息不完全的世界中, 公司财务结构的安排与公司财务安全高度相关, 因此寻找合理的财务结构保证公司战略扩张的顺利进行就成了公司决策者必须面对的问题. 在新古典经济学文献中, 对竞争战略的分析主要集中在运用规模经济理论分析企业的横向一体化行为. 就厂商而言, 规模经济意味着平均成本的递减. 如果厂商的决策准则是利润最大化且其处于完全竞争的市场中, 那么厂商在平均成本递减时必然扩大产量, 销售数量随之上升, 由此出现产品市场上的横向一体化现象. 在契约经济学中, 学者将分析视点集中在纵向一体化方面. 格罗斯曼和哈特<sup>[1]</sup>、哈特和莫尔<sup>[2]</sup>对公司纵向一体化行为以及盈余在一体化双方的分配作了详细的分析. 但是一体化的研究主要集中在企业所有者的收益方面, 并没有对公司财务结构和相关的资本成本和代理成本进行分析.

有关融资选择与公司价值的研究成果中, 与

一般均衡逻辑一致的MM理论以资本市场无套利机会为基本假设, 其研究结论认为公司融资选择与其价值无关<sup>[3,4]</sup>, 而斯蒂格利茨的研究则表明MM理论与阿罗-德布鲁一般均衡逻辑一致<sup>[5,6]</sup>. 如果在某一行业内部企业之间竞争形式为寡占而非完全竞争, 其融资选择与公司价值的关系如何并不明确. 虽然布兰德和莱维斯对古诺模型中公司融资选择与横向一体化的关系进行了研究, 其研究结论认为公司债务融资与其横向一体化行为正相关<sup>[7]</sup>, 但是他们的研究并没有考虑公司纵向一体化与企业债务融资的关系, 如果研究结果认为公司纵向一体化与债务选择正相关, 那么债务融资事实上与公司战略扩张的形式没有必然联系. 基于这样一个逻辑本文以布兰德和莱维斯的结论为基础, 研究了债务融资契约与公司战略扩张的关系, 研究结论认为债务水平与横向一体化所获得的剩余正相关, 与纵向一体化所获剩余及关系专用性投资水平负相关. 同时, 考虑到理论模型与代理成本理论<sup>[8]</sup>、融资次序理论<sup>[9,10]</sup>和信贷市场的信贷配给问题<sup>[11]</sup>, 本文对现金流与融资选择的关系进行了初步探索, 并选择中国石油化工

收稿日期: 2003 - 03 - 01; 修订日期: 2003 - 11 - 17.

基金项目: 国家自然科学基金重点资助项目 (G020470232020).

作者简介: 古志辉 (1976 - ) , 男, 山西灵石人, 博士生.

行业进行实证研究.

### 1 模型

#### 1.1 假设条件

假设 1 产品市场和原料市场具有不确定性,因此信息是不完全的;

假设 2 企业在时期 1 选择初始负债水平为  $D$ ,且在时期 2 必须如数偿还,且利率为 0;

假设 3 一个行业中存在两个企业 1 和 2,每个企业在时期 1 选择初始产出水平  $q_i$ , 负债水平为  $D_i$ ,在时期 2 获得利润水平为  $R_i$ ,企业价值为  $V_i$ ,且偿还负债;

假设 4 存在因子  $z$ ,其分布密度函数为  $f(z)$ ,  $f(z) > 0$ ,且  $z \in [0,1]$ .  $z$ 在时期 1 不可观察和验证,在时期 2 可以免费得到其信息.

假设 5 收益函数  $R_i = R_i(q_i, q_j, z)$  且  $dR_i/dq_i > 0$   $d^2 R_i/dq_i^2 < 0$ .

假设 6 企业为了实现其产出水平  $q_i$ ,选择其投资水平为  $I$ ,考虑到随机因子的作用其投资的净收益为  $I$  的函数  $z_g(I)$ ,且  $g'(I) > 0$   $g''(I) < 0$ .

假设 7 在时期 1 企业拥有现金为  $X$ ,面临两种情况,存在现金剩余  $X > I$  和现金不足  $X < I$ ,如果企业在时期 1 有现金剩余在时期 2 将以红利的形式发送给股东,在时期 2 其现金流为  $z_g(I) + X - I$ ,如果现金不足将以发行新股的方式补充现金,在时期 2 现金流为  $z_g(I)$ .

#### 1.2 博弈均衡基础上的企业战略与财务合同

先来考虑两个公司无负债时的情形,其公司价值为

$$V_i = \int_0^1 R_i(q_i, q_j, z) f(z) dz \tag{1}$$

如果给定  $q_j$ ,那么

$$\frac{dV_i}{dq_i} = \int_0^1 \frac{dR_i}{dq_i} f(z) dz \tag{2}$$

公司  $j$  的情况与上述两式相似,根据德布鲁<sup>[12]</sup> 对企业生产函数与利润函数的描述和纳什关于非合作对策和讨价还价的研究结论<sup>[13,14]</sup> 可以得到纳什均衡  $(q_i^*, q_j^*)$ .

当公司  $i$  选择了负债水平为  $D_i$  的情形时,假

定  $\frac{dR_i}{dz} > 0$ ,因此存在一个  $\hat{z}$  使

$$R_i(q_i, q_j, \hat{z}) = D_i \tag{3}$$

那么股东在公司持续经营条件下的财富为

$$E_i = \int_{\hat{z}}^1 [R_i(q_i, q_j, z) - D] f(z) dz \tag{4}$$

求解最优产出水平有

$$\frac{dE_i}{dq_i} = \int_{\hat{z}}^1 \frac{d}{dq_i} [R_i(q_i, q_j, z) - D] f(z) dz = 0 \tag{5}$$

考虑上式的全微分形式

$$\frac{\partial^2 E_i}{\partial q_i^2} + \frac{\partial^2 E_i}{\partial q_i \partial D_i} = 0 \Rightarrow \frac{dq_i}{dD_i} = - \frac{\partial^2 E_i / \partial q_i^2}{\partial^2 E_i / \partial q_i \partial D_i} \tag{6}$$

且

$$\frac{\partial^2 E_i}{\partial q_i \partial D_i} = - R_i f(\hat{z}) \frac{d\hat{z}}{dD_i} \tag{7}$$

由极值存在条件可以推知  $\frac{\partial^2 E_i}{\partial q_i^2} < 0$ ,且  $\frac{d\hat{z}}{dD_i} > 0$

由此可以得到  $\frac{dq_i}{dD_i} > 0$ .

命题 1 在不完全竞争的市场或存在垄断力量的市场中,公司债务水平与产出水平正相关.

下面再来分析纵向的供货关系,假设该行业为下游行业供应原料,企业  $i$  每供应一单位产品,下游企业将有一单位产出.且随机变量  $z$  一样对企业  $i$  起作用.如果上游企业知道自己的成本为  $C(q)$ ,且能看到下游企业的产品销售价格为  $P(q)$ ,那么其潜在收益函数为

$$R = \int_{\hat{z}}^1 [P(q, z) - C(q, z)] f(z) dz \tag{8}$$

为了分析方便,定义  $R = R(q, z)$ .

在有效资本市场条件下债权价值为

$$B(D) = \int_{\hat{z}}^1 D f(z) dz = D(1 - F(\hat{z})) \tag{9}$$

如果  $(1 - F(\hat{z}))$  代表企业  $i$  的谈判能力或占有纵向一体化收益的能力,  $F(\hat{z})$  代表下游企业获得收益的能力,由此可以得到企业  $i$  的期望价值

$$Y(D) = E(D) + B(D) = \int_{\hat{z}}^1 R f(z) dz + D(1 - F(\hat{z})) \tag{10}$$

上式的一阶最大化条件为

$$\frac{dY}{dD} = - (1 - F(\hat{z})) R(\hat{z}) \frac{d\hat{z}}{dD} f(\hat{z}) + (1 - F(\hat{z})) - D f(\hat{z}) \frac{d\hat{z}}{dD} \tag{11}$$

且  $\frac{d\lambda}{dD} = \frac{1}{R(\lambda)}$  ,那么

$$\frac{d\lambda}{dD} = \frac{1}{D} (1 - F(\lambda)) \quad (12)$$

由此得到  $\frac{d\lambda}{dD} = \frac{D}{R(\lambda)(1 - F(\lambda))}$  .

**命题 2** 公司债务水平与其获得纵向一体化剩余的能力负相关.

再进一步分析关系的专用性投资水平,如果企业  $i$  为了获得稳定的剩余或保持良好的合作关系,就必须为某些资产进行专用性投资,且其初始投资水平为  $K$ . 那么投资收益函数为  $R = R(K, z)$ , 考虑负债条件下的情形,公司价值为

$$Y(D) = E(D) + B(D) - K \quad (13)$$

其一阶条件为

$$(1 - \lambda) \int_{\lambda}^1 \frac{\partial R}{\partial K} f(z) dz = 1 \quad (14)$$

令  $K = K(D)$ , 即使在债务水平下公司可以最大化其价值,那么

$$\frac{dK}{dD} = \frac{(1 - \lambda) \frac{\partial R}{\partial K} \frac{\partial \lambda}{\partial D} f(z)}{\frac{\partial^2 Y}{\partial K^2}} \quad (15)$$

且  $\frac{d\lambda}{dD} > 0$ ,  $\frac{\partial^2 Y}{\partial K^2} < 0$ , 那么有  $\frac{dK}{dD} < 0$  .

**命题 3** 公司债务水平与其关系的专用性投资负相关.

由上述的三个命题及其对三个命题的分析可以看出,公司在债务水平从产业组织角度来分析是由横向一体化的收益和纵向一体化收益共同决定的. 公司在产品市场上的横向扩张主要是以成本优势来获得竞争优势,而负债较低的资本成本无疑间接降低了产品的生产成本,而命题 1 就是从理论角度说明了这样一个问题. 对于公司或企业来说纵向一体化一样有利可图,从商业合作的角度讲应该有一定的持续性,但借债无疑会增加破产的概率. 同时,为了保持一定的流动性,企业在债务条件下必然降低专用性投资,以免被套牢. 而命题 2 和命题 3 无疑从理论角度对这一问题进行了有力阐述.

由上述分析可以对债务水平作一个有效的说明,即当负债增加引起的横向一体化的边际收益与由此引起的纵向一体化的边际成本相等时,企业的负债水平将达到最优. 而债务的作用在于可

以使面临财富约束的股东或企业业主找到一种成本较低的融资工具来获取收益.

### 1.3 委托代理与融资选择

如果将公司的战略决策和公司融资选择结合起来考虑,就必须分析在不确定条件下公司资本的融资途径和融资渠道. 下面将结合上述假设对融资契约的委托代理问题简要进行分析.

对于现金充裕的公司 1 而言,存在一个  $z_1$  使  $z_1 g(I) + X - I = D$ . 那么公司 1 的股权价值为

$$E_1(I) = \int_{z_1}^1 (zg(I) + X - I) f(z) dz \quad (16)$$

因此其最大化一阶条件为

$$\frac{dE_1}{dI} = \int_{z_1}^1 (zg(I) - 1) f(z) dz = 0 \quad (17)$$

由此可知

$$g(I) = \left[ \left( \int_{z_1}^1 zf(z) dz \right) / (1 - F(z_1)) \right]^{-1} \quad (18)$$

再来分析现金不足的情形,在时期 2 现金不足的公司 2 存在一个  $z_2$  使  $z_2 g(I) = D$ , 所以其股权价值为

$$E_2 = \int_{z_2}^1 (zg(I) - D) f(z) dz + X - I \quad (19)$$

最大化股东价值的一阶条件为

$$\frac{dE_2}{dI} = \int_{z_2}^1 zg(I) f(z) dz - 1 = 0 \quad (20)$$

则有

$$g(I) = \frac{1}{\int_{z_2}^1 zf(z) dz} \quad (21)$$

为了能比较现金不足和现金充裕的情形,引入最优投资水平  $I_f$ , 这个最优投资水平可以最大化公司在时期 2 的价值. 对于公司 1 而言,公司价值为

$$V = \int_0^{z_1} (zg(I) + X - I) f(z) dz + \int_{z_1}^1 D f(z) dz + \int_{z_1}^1 (zg(z) - D + X - I) f(z) dz \quad (22)$$

对于公司 2 而言,其价值为

$$V = \int_0^{z_2} (zg(I) + X - I) dz + \int_{z_2}^1 D f(z) dz + \int_{z_2}^1 (zg(I) - D) zf(z) dz + X - I \quad (23)$$

那么公司价值的一般性表达为

$$V = \int_0^1 z g(I) f(z) dz + X - I = \hat{z} g(I) + X - I$$

$$\hat{z} = \int_0^1 z f(z) dz \quad (24)$$

其最优投资水平为

$$g(I) = \frac{1}{\hat{z}} \quad (25)$$

可以确定的是

$$\int_{z_2}^1 z dF(z) < \hat{z} < \frac{\int_{z_1}^1 z dF(z)}{1 - F(z_1)} \quad (26)$$

由此可以推知

$$g(I_1) < g(I_f) < g(I_2) \quad (27)$$

那么有

$$I_1 > I_f > I_2 \quad (28)$$

从直观的角度来分析,负债条件下公司现金充裕时由于面临的财富约束较小,因此股东总喜欢将资金全部投资出去,而债权人只获得固定的利息收益,如果投资成功的话全部剩余收益将归股东所有,而投资失败的话股东或者还钱或者借助有限责任一走了之。在上述模型中,事实上就是债权人的潜在损失。当企业现金不足时,从法律角度讲已经面临一定的破产风险,一旦投资发生,股东更愿意拿债权人的钱去投资,因此债权人存在潜在损失。而且,从会计学的角度讲债务和股权在资产负债表的右栏有所反映,而一旦投资发生其投资信息只能在资产负债表的左栏反映,而作为股权和债权本身对于公司投资而言是相互替代的,因此债权人也很难断定其支出在什么项目或资产上了。由于存在着信息的不对称问题,债权人很难就投资项目发表充足的意见,因此债权人只能通过企业提供的有关会计信息决定是否投资。这样,对于现金充裕的企业而言,其债权人必然愿意贷给比较充裕的资金;而对于现金不足的企业,债权人必然不愿意贷出资金,而公司不

得不转向通过出售股权来融资。

## 2 实证分析

结合上述理论推导得到的结论本文选择寡头垄断的行业进行了实证分析。在选择行业的时候一方面考虑某些企业在国内市场处于寡头垄断地位,同时还考虑到我国已经加入 WTO,因此所选择的行业在国际市场上也应具有寡头垄断的特征。在数据选择方面,本文严格按照公开披露的信息进行实证分析,由此能够保证检验的可重复性和真实性。

根据上述原则,本文选择我国石油化工行业的三个在境内外上市的企业:中国石化集团(A股、H股和ADR)、中国石油天然气股份有限公司(H股和ADR)与中国海洋石油有限公司(A股和N股)2001年度的财务报告披露的数据进行实证分析<sup>[15-17]</sup>。在分析数据选择时考虑到本文所定义的负债为在企业经营当期发生的与当期业务有关的负债,因此在财务报告中选择企业的流动负债(减去在经营期间到期的长期负债)作为模型中负债的检验项目。而产品产量的选择依据本文模型的定义,应该是在市场销售出去的产品数量,但是这个数据在公司财务报告中均没有显著的体现,而均衡的结果是寡头厂商面临相同的价格,因此本文选择财务报告中的销售收入替代。在专用性投资数据选择方面所选择的数据是当期发生的无形资产的变化、当期发生的营业与销售费用和勘探费用;主要考虑石油化工行业在无形资产和经营与销售、勘探方面有很强的专业性,因此这些数据可以代表当期与企业纵向一体化相关的专用性投资。由于上述公司披露的投资收益和利润没有对专用资产的投资收益予以披露,因此难以对该项目进行实证分析,但考虑到在模型中专用性投资与纵向一体化的收益之间存在正相关,因此研究结论可以得到间接的检验。前述有关数据如下表 1 所示。

表 1 石油行业寡头垄断企业的相关数据(单位:10<sup>6</sup>元人民币)

	负债类项目		销售收入类项目		无形资产类项目		营业与销售费用 + 勘探费用	
	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000
中石化	118 065	120 143	304 347	322 932	3 977	1 049	16 075	14 466
中石油	88 748	92 448	238 893	241 992	3 963	2 586	28 181	25 329
中海油	1 689	6 292	17 561	18 819	—	—	1 654	1 008

注:表中中石化是指中国石化集团,中石油是指中国石油天然气股份有限公司,中海油是指中国海洋石油有限公司。

根据表1所列的数据可以对本文的理论进行初步的实证分析与检验,计算结果如表2所示:

表2 检验项目的变化情况(单位:10<sup>6</sup>元人民币)

	负债变化	销售收入变化	无形资产变化	营业与销售费用和勘探费用的变化
中石化	- 2 078	- 18 585	2 928	1 609
中石油	- 3 700	- 3 099	1 377	2 852
中海油	- 4 603	- 1 258		646

注 在上表中检验项目的变化的计算方法是2001年度的检验项目对应数值减去2000年度的检验项目对应数值后得到的结果。

由表2可知寡头垄断企业在2000年末—2001年末发生的与期间业务相关的负债类项目均有所减少,而与之相应的是企业的销售收入也出现了程度不同的下降,这个结果与本文所得到的命题1负债与在市场上销售的产品数量正相关基本吻合。而由表2还可以得到当期负债的变化与所考察企业无形资产的变化、营业与销售费用和勘探费用的变化负相关,由此可以验证本文的命题3。当然,通过上述分析可以对研究的结果进行初步的检验,而符合置信度的检验需要对数据进行统计分析,但是考虑到上述企业上市的时间较短,不能获得持续的公开数据,因此统计分析难以进行。而米切尔<sup>[18]</sup>对美国公司资本结构影响因素的统计结果表明,纵向结合的公司较混合经营的公司负债水平更低,他认为原因在于纵向结合的公司要求的资产回报率(ROA)比较高,统计结果也说明负债比率与资产回报率负相关,他的研究结果也可以印证本文的主要结论。同时隆等人<sup>[19]</sup>的统计结果则表明企业内部现金流对其外部融资渠道和融资方式产生了重要的影响,这个结果与本文的研究结论逻辑一致。

### 3 分析的扩展及其应用

如果将公司战略看作是公司在不确定性的市场中为股东创造盈利的理性选择或合理的行动,那么行动的基本可选战略有两种:(1)以低成本为决策的准则,增加负债水平,实行横向一体化扩张战略;(2)以专用性投资为基础,减少负债水平,实行纵向一体化扩张战略。第一种战略使公司在不完全竞争或寡头垄断的市场中获得超额的利润,与之相应的是资本资产负债表中负债比率增加,随之而来的是破产

风险的增加;而第二种战略使公司在纵向一体化的利润竞争中获得超额的利润,但是资产负债表中股本比率过大导致资本成本过高,而专用性投资的增加也可能导致公司有被套牢的风险。

再结合融资契约中的委托代理问题分析公司的战略扩张,如果公司选择第一种扩张战略,根据上述分析结果,债权人要求公司有足够的预期现金流来保证债务的如期偿还,否则公司很难借贷到足够的资金;而股东如果没有足够的预期现金流,则倾向于通过增发股票来融资,股权比重的增加又可能导致专用性投资水平的增加和纵向一体化剩余的增加。

由此可以推出公司理性战略选择的若干财务决策准则:(1)如果公司现金流充裕,可以通过债权融资获得额外的资金,那么企业横向一体化扩张是一个理性的战略选择;(2)如果公司现金流充裕,但是难以通过债权融资获得资金,那么公司将资本用作有关生产专用性投资,从纵向一体化的扩张中获得受益;(3)如果公司现金流短缺,在可以通过股权融资的条件下增加关系性投资水平或直接纵向兼并收购,提高纵向一体化水平;(4)如果公司现金流短缺,难以获得外部的股权或者债权的融资,则需要调整内部资产结构,分析横向一体化扩张和纵向一体化扩张的收益水平,选择优势战略。

## 4 研究结论

本文以公司资本结构与投资项目相关为前提,对资本结构与公司战略扩张的关系进行深入分析,并考虑包含委托代理问题的融资契约,得到如下结论:

(1)公司的债务水平与公司扩张战略紧密相关;债务水平与横向一体化所获得的剩余正相关,与纵向一体化所获剩余及关系专用性投资水平负相关。

(2)公司融资选择与公司现金流紧密相关,现金流的结构和多寡对公司的融资渠道有重要影响,并由此对公司战略产生约束。

(3)在给定公司资本结构和现金流水平的条件下,公司可以做出理性的战略扩张决策。

需要说明的是本文在理论推理的过程中采用的是比较静态的分析方法,由此难以对均衡的路径和形成机制进行深入分析,这也是作者在今后的科学研究中需要进一步做的工作。

## 参 考 文 献:

- [1] Gossman S, Hart O. The cost and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration[J]. Journal of Political Economy, 1986, 94: 691—719.
- [2] Hart O, Moore J. Property rights and the nature of the firm[J]. Journal of Political Economy, 1990, 98: 1119—1158.
- [3] Modigliani F, Miller M H. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment[J]. American Economic Review, 1958, 48: 261—297.
- [4] Modigliani F, Miller M H. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction[J]. American Economic Review, 1963, 53: 433—443.
- [5] Stiglitz E. A re-examination of the Modigliani-Miller Theorem[J]. American Economic Reviews, 1969, 58: 784—793.
- [6] Stiglitz E. On the irrelevance of corporate financial policy[J]. American Economic Reviews, 1974, 63: 851—866.
- [7] Brander J A, Lewis T R. Oligopoly and financial structure, the limited liability effect[J]. American Economic Review, 1986, 76: 956—970.
- [8] Jensen M, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3: 305—360.
- [9] Myers S. Determinants of corporate borrowing[J]. Journal of Financial Economics, 1977, 5: 147—175.
- [10] Myers S, Majluf. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investor do not have[J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13: 187—221.
- [11] Stiglitz J E, Weiss A. Credit rationing in markets with imperfect information[J]. American Economic Review, 1981, 71, 3: 393—410.
- [12] Debreu. Theory of Value: An Axiomatic Analysis of Economic Equilibrium[M]. New York: Wiley, 1959: 37—49.
- [13] Nash J. The bargaining problem[J]. Econometrica, 1950, 18: 155—162.
- [14] Nash J. Non-cooperative game[J]. Annals of Mathematics, 1951, 54: 286—295.
- [15] 中国石化集团. 中国石化集团 2001 年度财务会计报告[R]. 2002. 1—6.
- [16] 中国石油天然气股份有限公司. 中国石油天然气股份有限公司 2001 年度财务会计报告[R]. 北京: 2002. 54—60.
- [17] 中国海洋石油有限公司. 中国海洋石油有限公司 2001 年度财务会计报告[R]. 北京: 2002. 41—46.
- [18] Michael S. Capital structure and the corporation's product market environment[A]. Edited by Benjamin M F. Corporate Capital Structure in the United States[C]. Chicago: The University of Chicago Press, 1985. 353—382.
- [19] Long M, Malitz I B. Investment pattern and finance leverage[A]. In: Benjamin M Feds. Corporate Capital Structure in the United States[M]. Chicago: The University of Chicago Press, 1985. 325—352.

## Strategic expansion and choice of financing

*GU Zhi-hui*

1. Department of Corporate Finance, International Business School, Nankai University, Tianjin 300071, China;
2. The Center of Finance Research at Nankai University, Tianjin 300071, China

**Abstract:** A model is constructed to analysis the corporate strategic expansion which influences financial contract in which the agent cost and moral hazard were included. The conclusion is that the earnings of lateral integration is positive relative to the ratio of debt; but if the shareholder want to get more earnings from vertical integration, they must decrease the ratio of debt and increase the level of relationship-specific investment. Secondly, we discussed the principle-agent and moral hazard of financial contract, in which disclose that cash flow is important for corporate financing. The empirical evidences in this paper coincide with the above theoretical conclusion. At last, we give some advice about strategic expansion and financing decision.

**Key words:** financial choice; corporate strategy; cash flow; principle-agent