


120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell

Meet face-to-face with top investment experts

Acquire a global market perspective

Discover profitable investment insights...



WORLD MONEY 1 SHOW

Discover profitable investment insights...

WORLD MONEY 1 SHOW



时代金融 Times Finance

用户登录

作者投稿

稿件察看

首页 上半月刊 下半月刊 综合信息

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell

Meet face-to-face with top investment experts

Acquire a global market perspective

Discover profitable investment insights...



WORLD MONEY 1 SHOW

Discover profitable investment insights...

WORLD MONEY 1 SHOW

时代金融 -> 下半月刊 -> 正文

热门文章

【2006年1月】产品市场竞争强度影响上市公司

【字体: 大 中 小】

- 热门文章
- 2006年4月中国外汇储备现状分析与建
  - 2006年1月如何加强会计人员职业道德
  - 2008年7月运用多元线性回归模型分析
  - 2006年1月中国衍生金融工具发展现状
  - 2006年1月国有商业银行加快国际

作者: [伍晶晶 陈颖] 来源: [本站] 浏览: [ 101 ] 评论: [ 0 ]

一、前言

自从Modigliani和Miller (1958) 提出无税收和完全市场中公司资本结构与公司价值无关的理论后, 学者们纷纷放开MM理论极其严格的理论假定, 建立了一系列更符合现实的理论和模型。MM理论后, 学术界主要沿着两条途径对融资结构问题展开研究: 一是研究税收差异对融资结构的影响(即: 税收平衡理论); 二是探讨破产成本与融资结构的关系(即: 财务困境成本理论), 这两个学派最后合并为权衡理论。七十年代后期, 由于信息不对称理论和博弈论的引入, 融资结构的研究翻开新的一页, 形成了代理成本模型、非对称信息(包括优序融资理论、信号模型)和控制权理论, 这一阶段的研究成果极其丰硕, 使融资理论发展到了一个相当高的学术水平。但是无论是权衡理论还是后来的以信息不对称和博弈论为基础的代理理论, 这些理论模型对融资结构的研究都是在“单一企业”框架内进行, 没有考虑外部产品市场和资本市场对融资结构的影响。随着西方产业经济理论的发展, 越来越多的研究表明: 企业的融资结构决策是企业基于产品市场竞争环境、公司战略以及资本市场环境等各因素所进行的综合选择, 融资结构作为企业的一项决策行为, 不仅受到内部治理机制的影响, 还受到企业外部环境的影响, 在众多的外部环境中, 市场竞争状况是非常重要的一项因素, 企业参与市场竞争的问题是典型的产业组织问题, 因此, 对融资结构问题的研究开始拓展到产业框架内。1986年, Brander和Lewis在《美国经济评论》上发表文章《寡占与融资结构: 有限责任效应》分析了企业融资结构对其在产品市场行为的影响, 首次将融资结构纳入产业框架内进行研究。正如Harris与Raviv在1991年发表的著名综述文章中预言的那样: “我们认为将资本结构与产品和投入联系起来的模型是最有前途的。”自从Brander和Lewis的开创性文章发表后, 将融资结构理论与产业组织理论相结合的研究得到蓬勃发展。

在现实经济中, 除了完全垄断企业, 任何企业都不可避免地受到行业内其他竞争企业的影响, 市场的竞争强度不同, 将会影响到企业的财务状况, 进而传递到生产和融资决策中去, 因此, 产品市场竞争与企业融资决策之间有着内在必然的联系。从现金流量的角度来看, 公司持久获得现金流的能力主要来自于其生产经营活动产生的现金流, 而产品市场的竞争状况又决定了生产经营活动的现金流, 因此, 公司在进行融资决策时需要考虑其所处的行业竞争状况在内。

二、实证分析

产品市场竞争会对公司融资结构的选择产生影响。从国内外实证研究情况来看, 对于产品市场竞争强度与公司融资结构选择的相互关系研究还较少。Chevalier (1995) 的实证研究对于在不完全竞争市场上相互竞争的企业间竞争行为, 考察了债务是否会提高企业在产品市场上的竞争力, 但是没有研究企业所面临的竞争强度是否会影响到企业的融资结构选择。从国内的研究情况来看, 对融资结构与产品市场相互关系的实证研究还比较少, 绝大部分集中于研究中国上市公司资本结构的主要影响因素, 如洪锡熙、沈艺峰 (2000) 认为企业的规模和盈利能力对资本结构的选择具有显著的影响, 而公司权益、成长性、行业因素对资本结构的影响不显著, 其他研究还涉及到资本结构与企业绩效关系的研究, 如李义超 (2001) 有关资本结构与股利分配之间关系的研究; 吕长江、王克敏 (2002) 通过建立资本结构、股利分配以及管理股权比例之间关系的联立方程模型研究指出, 管理股权比例是影响公司资本结构决策和股利分配政策的重要因素; 处于成长阶段、资产规模逐渐扩大的绩优公司善于发挥财务杠杆效应, 降低代理成本, 并且, 资产负债率与公司绩效正相关。对于产品市场竞争强度与公司融资结构选择的实证研究较著名的是刘志彪、姜付秀、卢二坡于2003年发表在《经济研究》上的论文《资本结构与产品市场竞争强度》。本文亦对中国上市公司的融资结构与行业的竞争强度之间的关系进行了实证分析。

(一) 竞争强度指标的选取

目前, 学术界认为还没有一个合理的指标可以用来准确反映市场的竞争强度, 现今产业组织理论文献里, 最常用的用来反映市场竞争强度的指标是产业的市场集中度、赫芬达尔指数、集中度价格弹性等, 由于集中度反映的是市场上占最大地位的几个企业市场占有率的累积, 是一种绝对集中度的指标, 存在着只考虑前几家企业的信息而未能全面考虑市场的缺陷, 因此本文选择赫芬达尔指数和行业平均主营业务利润率作为衡量市场竞争强度的指标。

1. 赫芬达尔指数

赫芬达尔指数是赫芬达尔 (O. C. Herfindahl) 提出的一种测量产业集中度的综合指标。如果产业中共有n个企业,  $X_i$  为第i位企业的规模, T为产业总规模, 赫芬达尔指数H1就可由如下公式表示:

行业产量\ (资产) 的比重)

赫芬达尔指数是产业市场集中度度量指标中较好的一个, 其优点表现在: 能准确反映企业或产业的市场集中度, 因为它考虑了企业的总数和企业规模两个因素的影响; 能及时反映市场集中与竞争程度的变化。由于H1指数是用相对规模(占有率)的平方之和测定集中状态, 所以H1值对市场占有率较大的企业的占有率变化反应特别灵敏, 而对市场占有率很小的企业的占有率变化反映相对较小。因此赫芬达尔指数能够合理地反映产业的集中程度, 可以大体反映产业的竞争状况, 当产业可容纳的企业数目一定时, H1指数越小, 一个产业内相同规模的企业就越多, 产业内企业之间的竞争越激烈, 市场竞争强度就越大。

2. 行业平均主营业务利润率

主营业务利润率反映了企业的经营效率, 当企业所处的市场竞争激烈时, 企业的经营效率将偏低, 企业的经营效率降低也就将相应带来企业的主营业务利润率偏低。因此从行业来看, 不考虑成本因素的情况下, 行业平均主营业务利润率越低表明该行业的竞争程度越高。我们对上述三个衡量产品市场竞争强度指标用Eviews5.0软件进行相关关系分析, 可得出三者之间的相关性较小, 因此可以在建模时将两个指标同时纳入而不需要考虑潜在的多重共线性问题。

(二) 数据样本选择

本文选择沪市A股上市公司1998-2004年七年的年度财务报表进行研究。为了保证结果的准确性和客观性, 所有上市公司行业归属按中国证监会2001年4月发布的《上市公司行业分类指引》进行分类, 并按如下原则进行样本筛选: 剔除金融及跨行业经营属于综合类行业的公司; 为了避免异常值的影响, 从原始样本中剔除了在1998年到2004年被ST和PT的公司; 以及某一年负债比率大于100%和负债比率数据不全的公司; 为保持样本公司行业的恒定, 剔除了在1998-2004年间变更主营业务的公司; 为保持截面单元数据与时间序列数据的一致性, 样本中没有包括1998年以后新上市的公司。根据上述四个样本筛选原则, 最后确定11个行业, 共504家公司, 其中: 农林牧渔业13家, 采掘业4家, 制造业299家, 建筑业7家, 电力煤气及水的生产和供应业27家, 交通运输仓储业25家, 信息技术业31家, 批发零售贸易业48家, 房地产业23家, 社会服务业19家, 传播与文化业8家, 504家公司七年年期的年报数据, 总计为3528个样本。由于制造业占上市公司的50%以上, 因此将制造业拿出来单独进行实证分析, 按照制造业的次分类原则, 可分为8个次类, 其中: 食品饮料类24家, 纺织服装皮毛类24家(木材家具类由于上市公司数目较少, 没有包括在样本中), 造纸印刷类11家, 石油化学塑料塑胶类59家, 电子类18家, 金属非金属类45家, 机械设备仪表类83家, 医药生物制品类35家。研究所用的数据来源于“中国资讯网”网站 (www.infobark.com.cn), “证券之星”网站 (www.stoc.kstar.com), “巨潮资讯”网站 (www.cninfo.com.cn); 各上市公司的行业归属参照“上海证券交易所网站” (www.sse.com.cn) 公布的股票地区/行业划分表。

(三) 研究方法 (Panel Data模型)

研究采用面板数据模型 (Panel Data模型) 进行回归分析。面板数据是时序与截面混合数据, 是对不同时刻的截面个体作连续观测所得到的多维时间序列数据, 能够同时反映研究对象在时间和截面单元两个方向上的变化规律及不同时间、不同单元的特性, 并且能够减少多重共线性带来的影响。面板数据既包括截面数据又包括了时间序列数据, 截面数据能更好地反映个体之间的差异, 但难以刻画单个个体的动态变化, 时间序列数据则正好与此相反, 面板数据结合两者的优点, 同时弥补各自的不足, 起到了取长补短的作用; 此外面板数据增加了观测点的数量, 有利于提高计量估计的有效性, 因此, 我们选用面板数据模型进行实证分析。

面板数据模型可分为“变系数”型、“变截距”型和“混合回归”型。我们根据面板数据模型类型选择的判断原则, 通过在Eviews5.0软件中直接求得三个模型的残差平方和, 再利用F统计量的公式得到本文的实证分析应采用“变截距”型进行分析, 同时由于本文的研究以样本自身效应为条件进行推论, 最终关心的是公司融资结构的状况, 因此使用确定效应的变截距模型进行实证分析。

(四) 实证分析过程和结果

我们以资产负债率作为被解释变量, 以H1、行业平均主营业务利润率、净资产收益率和主营业务收入的自然对数作为解释变量, 选用面板数据模型的确定效应变截距模型进行实证分析, 其模型具体表述如下:

Debtit=ait+β1H1it+β2HYLRit+β3ROEit+β4LNRLit+εit

其中: Debt-资产负债率; H1-赫芬达尔指数; HYLR-行业平均主营业务利润率; ROE-净资产收益率; LNRL-主营业务收入的自然对数

我们采用广义最小二乘法 (GLS) 对上述模型进行估计。我们首先对除制造业外的十个行业门类进行回归

估计, 再对制造业的九个次类进行回归估计, 我们利用Eviews5.0进行数据分析, 其结果表现如下:  
表1: 对除制造业的十个行业的上市公司面板数据进行pooled gls回归估计的结果

表2: 对制造业九个次类的上市公司面板数据进行pooled gls回归估计的结果

从上述两个结果分析表看出, 各变量F检验的相伴概率均小乎0.05的置信水平, 说明变量间呈高度线性, 回归方程显著; 两个实证结果的调整后样本决定系数均达0.5以上, 说明模型拟合效果基本达标, 模型通过检验。

从表3和表4看出, 净资产收益率 (ROE) 的系数为负, 净资产收益率衡量的是公司的盈利能力, 说明盈利能力与公司的债务水平呈负相关关系, 与主流的公司资本结构与盈利能力呈负相关的结论一致; 主营业务收入的自然对数 (LNRL) 的系数为正, 主营业务收入衡量的是公司的规模, 说明公司规模与公司的债务水平呈正相关关系, 与主流的公司资本结构与公司规模呈正关系的结论一致。分析了盈利能力和公司规模这两个对公司债务水平影响程度最大的因素, 我们就两个反映产品市场竞争强度的指标进行分析。赫芬达尔指数 (HI) 的系数为负, 从前述对赫芬达尔指数的论述我们知道, 赫芬达尔指数越小说明竞争强度越大, 因此, 公司的债务水平与赫芬达尔指数衡量的产品市场竞争强度呈正相关关系; 行业平均主营业务利润率 (HYLR) 的系数为负, 若某一行业的主营业务利润率较低说明该行业竞争强度较高, 因此公司的债务水平与行业平均主营业务利润率衡量的产品市场竞争强度呈正相关关系。

实证检验了上市公司所面临的产品市场竞争强度对其融资结构的影响方向及影响程度。通过分析我们发现, 上市公司所面临的产品市场竞争强度与其债务水平呈正向相关关系, 即: 产品市场的竞争越激烈, 上市公司的债务水平也就越高。

三、结论

实证分析表明, 中国上市公司所面临的产品市场竞争强度的确会影响到上市公司融资结构的选择, 并且上市公司所面临的产品市场竞争强度与其负债水平正相关, 产品市场的竞争越激烈, 上市公司的负债水平就越高。

公司的融资结构与产品市场竞争强度的正相关关系说明债务使公司在竞争中更具攻击性, 企业当期的负债越多, 使得企业在下一个经营阶段必须获得更多的利润来保证其偿债能力, 可以看出企业债务的运用具有一种明显的事前策略效应, 因此当公司处于竞争较激烈的行业中时, 会选择更多的债务融资来向市场传递其高质量的信号。产品市场竞争强度与融资结构之间的关系对于企业制订正确的经营战略有重要启示, 企业融资结构的选择必须考虑其所处行业的竞争状况, 这样企业才能在激烈的竞争中取得竞争优势。

(作者单位: 湖南大学金融学院)

【 评论 】 【 推荐 】

评一评

• 暂无评论

✎ 笔名:

💬 评论:

发表评论 重写评论

[评论将在5分钟内被审核, 请耐心等待]

【注】 发表评论必需遵守以下条例:

- 尊重网上道德, 遵守中华人民共和国的各项有关法律法规
- 承担一切因您的行为而直接或间接导致的民事或刑事法律责任
- 本站管理人员有权保留或删除其管辖留言中的任意内容
- 本站有权在网站内转载或引用您的评论
- 参与本评论即表明您已经阅读并接受上述条款

Copyright ©2007-2008 时代金融 [XML](#) [RSS 2.0](#)



EliteArticle System Version 3.00 Beta2

当前风格: 经典风格

云南省昆明市正义路69号金融大厦