

产业集中度与企业债务期限结构的关系研究

杨瑾淑 何香凝

(台州职业技术学院 浙江台州 318000 中国农业大学经济管理学院 北京 100083)

【摘要】 本文对产业集中度与企业债务期限结构的关系进行了研究,研究发现产业集中度与公司的债务期限结构为正U形关系。其主要原因是随着产业集中度的提高,公司会使用更少的短期债务,但随着产业集中度的进一步提高,公司的代理成本会显著上升,公司会倾向于使用更多的短期债务。本研究对于理解现实中各行业之间债务期限结构之间的差异具有一定的启示作用。

【关键词】 产业集中度 债务期限结构 代理成本

一、引言

债务期限结构是资本结构的重要特征,当企业决定进行债务融资时,必须对债务期限结构做出调整。众所周知,短期债务和长期债务各有优劣,短期债务虽然能够有效缓解企业的代理成本,但是如果债务到期时公司不能续借或者将债务延期,企业就会陷入财务困境;长期债务由于到期时间较长,一般不会让企业产生很大的财务压力。许多学者从不同的角度对企业的债务期限结构进行了研究,目前对这方面的研究均从企业的财务数据入手,探讨企业的代理成本、流动性风险、逆向选择风险以及税收收益(Guedes 和 Opler,1996;Stohs 和 Mauer,1996;Barclay 和 Smith,1995)以及经理人持股及其他相关的内部治理结构对债务期限结构的影响(Datta,2005;肖作平,2008),但是很少有学者从行业竞争的角度对公司的债务期限结构进行分析。

本文从产业集中度引致的掠夺行为和代理成本两个方面来论述行业竞争对债务期限结构的影响。首先,从企业的外部环境来看,随着我国社会主义市场经济的不断发展,企业之间的竞争也越来越激烈,特别是在我国转型经济条件下,由于法律制度不健全、行业竞争不规范,使得许多企业可能面临着竞争对手的恶意竞争,激烈的竞争促使企业在进行融资决策时必须充分考虑行业的竞争环境,从而降低竞争对手的掠夺行为使企业陷入财务困境的可能性。其次,从企业的内部治理来看,由于我国上市公司的治理结构普遍不完善,企业运营的代理成本远远高于欧美发达国家,特别是在产业集中度较高的国有垄断行业内,由于所有者缺位和激励机制不健全,这些企业在运营的过程中产生更高的代理成本,并且随着产业集中度的提高代理成本也不断上升。基于以上分析,本文重点研究产业集中度和公司的债务期限结构之间的关系。

二、产业集中度对债务期限结构影响的理论分析

产业集中度主要从两个方面影响债务期限结构:第一,产业集中度引致的竞争对手的掠夺威胁,即随着产业集中度的变化,企业采取何种债务期限结构来降低掠夺成本;第二,产

业集中度引致的行业内公司运行的代理成本,即如何根据产业集中度的变化来对债务期限结构进行决策,从而降低企业的代理成本。

1. 产业集中度与掠夺成本。一般认为企业的负债情况会影响企业的投资选择,由于股东对公司仅负有限责任,因此负债的公司会比那些没有负债的公司在产品市场上更富有侵略性,从而会对行业的竞争均衡产生影响。但是这种情况只有在完美的金融市场中才存在。事实上,由于金融市场存在着摩擦,公司在融资时会受到外部市场环境的约束,高负债的公司在经营中可能面临更大的财务风险,更容易遭受竞争对手的掠夺攻击,因而高负债的公司会采用更加温和的竞争策略。当竞争对手意图通过价格战来蚕食企业的现有市场时,高财务杠杆的公司由于后续投资能力的限制,很难对竞争对手的掠夺行为做出积极应对,可能会导致企业销售市场的萎缩、利润的降低,进而引起上游供应商、主要客户和债权人“雪上加霜”的行为,进一步陷入企业的财务困境,严重时可能导致企业退出市场。也就是说,高财务杠杆的企业在市场竞争中会更加脆弱和易受到攻击。集中度高的行业更容易发生上述的掠夺行为,因为如果能够通过掠夺行为将竞争对手挤出市场,那么企业就可以通过独占市场来获得高额的垄断利润,所以在产业集中度高的行业中,企业的债务水平应该较低,该结论也在欧美市场中得到了实证研究的支持,同样国内的许多研究也验证了上述结论。

上述的研究均假定企业资本结构中的负债是同质的,不存在长期债务与短期债务的区别。按照掠夺效应分析,资本结构相同的两家公司,短期负债比重较高的企业更容易遭到竞争对手的掠夺攻击,因为过多的短期债务让公司随时面临还本付息的压力,如果短期债务到期时不能延期或者借入新的债务,就会增加企业的破产风险。这种掠夺行为一般发生在产业集中度较高的行业中,所以在产业集中度高的行业中应该使用更少的短期债务以降低其受到竞争对手攻击的可能性。

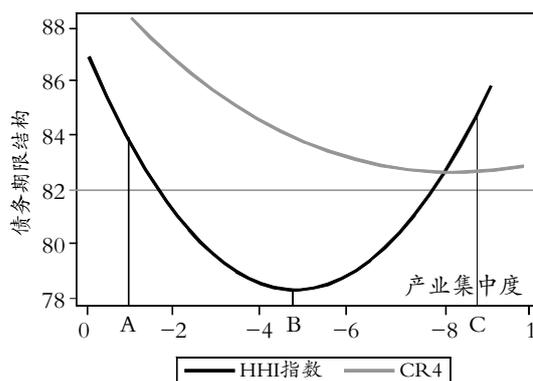
2. 产业集中度与代理成本。随着产业集中度的上升,行

业内企业的代理成本会随之增长。当企业所处的行业集中度较低即竞争非常激烈时,企业的经理人迫于竞争的压力会削弱自己操纵现金流的动机,从而有效降低企业的代理成本。也就是说,在一定意义上,激烈的市场竞争与债务对经理人的约束是可以相互替代的。尹志宏等(2010)的研究也表明,产品市场竞争可以对公司治理机制产生互补或者替代的作用。Erhemjamts等(2010)认为产业集中度高的行业中,企业的代理成本往往也较高,企业选择低负债从而最小化竞争对手的掠夺威胁时,往往也最大化了企业的代理成本。也就是说,两家资本结构相同的公司如果分别处在产业集中度差异较大的两个行业中,其代理成本是存在显著差异的,处于产业集中度高的行业内的公司其代理成本更高。在我国转型经济体制下,这种代理成本会表现得更为明显。因为产业集中度高的行业一般均为国有垄断行业,由于我国国有上市公司的所有者缺位,以及对代理人的软约束和激励不足,使得我国国有企业的代理成本要远远高于欧美国家的上市公司。相关研究表明,我国国有上市公司的代理成本占企业利润率的60%~70%,而且随着产业集中度的提高,这种代理成本还会随之增加。与长期债务相比,短期债务可以有效降低企业代理成本,债务对企业的过度投资有较强的约束作用。与长期债务相比,短期债务对企业代理成本的制衡作用更强,所以产业集中度较高时,应该使用更多的短期债务以降低企业运营的代理成本。

从上面的分析中可以看出,如果仅仅考虑掠夺效应,随着产业集中度的提高企业应该使用更少的短期债务,但是从代理成本上来看却恰好相反。所以合理的债务期限结构取决于掠夺成本和代理成本的高低。Erhemjamts等(2010)认为在产业集中度较低时,代理成本占主导地位,产业集中度与短期负债比例正相关;在产业集中度较高时,掠夺成本占主导地位,产业集中度与短期负债比例负相关,即产业集中度与公司的短期负债比例为倒U形关系。上述结论是建立在以下两个基本假设之上的:第一,掠夺行为发生在市场集中度较高的时候;第二,产业集中度较高时,掠夺成本要高于代理成本。上述两个假设在西方自由成熟的市场经济条件下是成立的,但是我国由于中央或者地方政府对上市公司的干预,使得我国上市公司的竞争环境与欧美国家存在很大的差异,产业集中度很高的行业内的公司几乎均为国有垄断公司,政府对这些公司的干预更加频繁甚至直接为公司划分主要经营区域,从而约束了这些企业之间的竞争行为。在这些行业内,掠夺行为几乎不可能发生,公司反而更有可能相互勾结,形成寡头垄断,获得垄断利润。当产业集中度很高时,集中度的进一步提高会显著增加企业运营的代理成本,而掠夺成本几乎不会增加,反而有可能下降,此时公司应该使用更多的短期债务来降低其代理成本。

上述分析表明,产业集中度的提高会增加竞争对手的掠夺行为。但是随着产业集中度的进一步提高,由于政府的干预,竞争对手的掠夺威胁会下降,企业运营的代理成本会显著上升。因此可以认为:产业集中度与债务期限结构(短期负债比例)之间为正U形关系,即产业集中度较低时,产业集中度

与债务期限结构负相关;产业集中度较高时,产业集中度与债务期限结构正相关。具体如下图所示:



产业集中度与债务期限结构的关系

(1) A点之前,产业集中度很低,但是上市公司的短期债务比例很高,长期债务比例较低,可能的原因是当行业竞争非常激烈时,该行业中的公司一般处于成长期。处于成长期的企业更加依赖公司经理人的努力和天赋,所以为了控制企业的代理成本,应该使用更多的短期债务。另外当行业竞争非常激烈时,公司的利润很难得到保障。与短期债务相比,长期债务被错误定价的概率更高,所以银行在贷款时为了保障贷款的安全回收,不愿意向这些公司提供长期贷款,特别是在我国银行整体“惜贷”的情况下,这种情况表现得更为明显。

(2) A点至B点,随着产业集中度的提高,公司的短期负债比例下降。根据市场经济的普遍规律,规模经济能够更加有效地降低成本,从而提高公司的盈利水平,所以如果政府不对市场进行干预,必然会产生行业垄断。A点至B点正是行业内公司走向规模经济的过程,在这个过程中具有领先地位的公司往往通过兼并行业内其他公司,或者通过掠夺行为将竞争对手挤出市场以扩大企业的经营规模。我们认为在这个阶段才是掠夺行为最可能发生的时候。在市场竞争很激烈时,任何一个公司都缺少将竞争对手挤出市场的实力,而在产业集中度很高的时候(B点至C点),政府对上市公司的过度干预,降低了掠夺行为发生的可能性。随着产业集中度的提高,公司可能会面临竞争对手的掠夺威胁,而且在这个阶段,该产业内的公司一般已经累积了一定的市场声誉,可以从银行获得一定的长期贷款,此时为了降低公司的运营风险,公司会使用更多的长期债务。

(3)从B点至C点,随着产业集中度的提高,短期债务比例上升。我国正处于转型经济时期,政府和市场在资源配置中具有同等重要的地位,集中度很高的行业往往是关系国计民生的支柱性产业,政府一般会对产业内的公司进行直接干预,从而人为地削弱了产业内公司的竞争。在这些产业内企业之间发生掠夺行为的可能性很小,反而更有可能相互勾结,形成寡头垄断,获得垄断利润。另外,从一般意义上来说,短期债务的风险要高于长期债务,但是该假设的前提条件是短期债务到期时企业不能续借或者延期。如果企业能够按期偿还债务,那么与长期债务相比,短期债务可以释放企业质量良好的信

论逆向选择下的小额信贷风险控制机制

聂强 张颖慧

(中国社会科学院农村发展研究所 北京 100732 西安石油大学经济管理学院 西安 710065)

【摘要】 本文首先对小额信贷解决信贷风险中的逆向选择问题进行了文献综述,并讨论了孟加拉背景下的横向选择机制以及发展中国家一般性的横向选择机制,明晰了连带责任合同作用的条件以及相应绩效。本文认为,重视小额信贷机构内部治理机制的影响,考虑商业化可持续经营的目标,探究非乡村银行模式下的机制,是理论研究必须解决的问题。

【关键词】 小额信贷 机制设计 理论综述

一、导论

穆罕默德·尤努斯曾经说过:“抱怨穷人没有担保品而不能发放贷款,就像抱怨人没有翅膀而不能飞上天一样。”凭借飞机,莱特兄弟成功地使人类翱翔长空。在尤努斯引导下的乡村银行(The Grameen Bank)已探索出一套有效的贷款技术,成功地解决了发展中国家农村信贷市场失灵的难题。小额信贷专门针对穷人发放贷款,贷款利率远低于高利贷利率,并实现了极高的还款率。

20世纪八九十年代以来,小额信贷在亚非拉各洲推广,体现出在农村信贷市场上顽强的生命力以及较强的适应性。发达国家甚至也采用了小额信贷的贷款技术。

号,产业集中度高的行业内的公司几乎不会存在债务不能延期或者续借的情况。因为这些公司具有较高程度的政治关系,这种关系可以极大地缓解公司的融资约束。也就是说,产业集中度很高时,企业并不会面临竞争对手的掠夺威胁,但其代理成本会显著上升。特别是我国国有上市公司的所有者缺位,以及对代理人的软约束和激励不足,使得我国国有企业的代理成本比较高。而且随着产业集中度的提高,这种代理成本还会随之增加,所以在这个阶段(B点至C点),代理成本已经成为行业内公司融资时考虑的主要因素。与长期债务相比,短期债务对我国上市公司的代理成本(表现为过度投资)约束更大,所以银行更倾向于为这些公司提供短期信贷。

三、结论

本文研究了产业集中度对我国上市公司债务期限结构的影响。研究表明,产业集中度与债务期限结构为正U形关系,即在产业集中度较低时,短期债务比例与产业集中度负相关,产业集中度较高时,短期债务比例与产业集中度正相关。产生上述结果的原因是在产业集中度较低时,行业内领先的企业会通过不断蚕食其他企业的市场份额来获得规模效益,所以行业内的公司为了削弱掠夺行为所造成的威胁,会减少短期债务的使用量;在产业集中度很高的行业,由于政府的干预,行业内公司的融资约束很低,产生掠夺行为的可能性很

逆向选择问题是金融机构面临的第一个信贷风险难题。在不发达的信贷市场中,贷款审核环节面临的一个突出问题是,贷款人难以准确把握潜在贷款项目的风险状况。较之于非农业项目,农业经营项目面临的风险更为复杂。自然的、社会的、经济的因素,都会导致项目失败。掌握这些信息以及项目评价方法,对于信贷机构而言,需要付出很高的成本。同时,由于交通相对落后、贷款户居住分散等原因,对于项目实施动态追踪管理的成本也极为高昂。借款小额化,借款户数量众多,使得规模经济效应难以发挥。由于上述客观因素的制约,贷款人缺乏掌握项目信贷风险的能力,甚至缺乏相应的动机。

然而,项目信贷风险的识别与判定是信贷环节最为重要

小,反而更有可能相互勾结,形成寡头垄断分享垄断利润。由于垄断行业的企业绝大部分为国有企业,产业集中度的提高会显著增加这些企业的代理成本。也就是说,在产业集中度很高的时候,垄断行业内企业所产生的代理成本要高于竞争对手掠夺所产生的成本,所以债权人使用更多的短期负债来控制该行业内的公司代理成本。

【注】 本文为2010年度国家自然科学基金“比较优势、公司治理与集团内部资本市场——大股东和上市公司的双重视角”(课题编号:71002057)的研究成果之一。

主要参考文献

1. 黄乾富,沈红波.债务来源、债务期限结构与现金流的过度投资——基于中国制造业上市公司的实证证据.金融研究,2009;9
2. 苏冬蔚,曾海舰.宏观经济因素与公司资本结构变动.经济研究,2009;12
3. 孙铮.市场化程度、政府干预与企业债务期限结构——来自我国上市公司的经验证据.经济研究,2005;5
4. 肖作平,廖理.公司治理影响债务期限水平吗——来自中国上市公司的经验证据.管理世界,2008;11
5. 徐龙炳,李科.政治关系如何影响公司价值:融资约束与行业竞争的证据.财经研究,2010;10