

企业债务融资决策与产品竞争决策 的互动关系研究

曾 宏◎著



经济科学出版社

企业债务融资决策与产品 竞争决策的互动关系研究

曾 宏 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

企业债务融资决策与产品竞争决策的互动关系研究 /
曾宏著. —北京: 经济科学出版社, 2011. 9
ISBN 978 - 7 - 5141 - 1059 - 3

I. ①企… II. ①曾… III. ①制造业 - 上市公司 - 债务 - 融资决策 - 关系 - 产品竞争力 - 研究 - 中国 IV. ①F426.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 193669 号

责任编辑: 文远怀
责任校对: 杨晓莹
版式设计: 齐 杰
技术编辑: 王世伟

企业债务融资决策与产品竞争决策的互动关系研究

曾 宏 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销
社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142
总编辑部电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京三木印刷有限公司印装
787 × 1092 32 开 8.375 印张 200000 字

2011 年 9 月第 1 版 2011 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 1059 - 3 定价: 18.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

摘 要

债务融资决策与产品竞争决策是企业在资本市场和产品市场中必须作出的重要决策活动。债务融资决策不仅关系到企业的融资成本和财务风险的变化，而且债务融资过程中签订的不同债务融资契约也会对企业形成不同的约束，进而影响到企业的其他决策行为；产品竞争决策则关系到企业产品价值能否顺利实现以及企业现金能否及时回收。由于资本市场与产品市场具有内在的联系，因而企业债务融资决策与产品竞争决策之间是互动的。长期以来，企业的这两项决策活动因受决策环境不确定因素的影响很大，决策过程较为复杂。为简化研究问题，大多数研究都是将这两项决策活动分开独立进行研究。到目前为止，两项决策行为的研究在各自领域内已经取得了丰硕的成果，因而进一步的研究需要将企业债务融资决策与产品竞争决策联系起来，以助于我们认识资本市场和产品市场相互作用的规律及其发展趋势。

本书在借鉴和吸收国外相关研究成果的基础上，结合我国企业债务融资和产品市场竞争的特点，希望对债务融资决策和产品市场竞争决策之间的互动关系作出较为深入的研究。本书从四个维度：债务融资决策对产品市场竞争的影响作用、产品市场竞争对债务融资的决策、品牌影响下的债务融资与广告竞争行为的关系以及产品市场竞争与管理者激励展开分析；这四个维度中，前两个维度是研究问题的核心，而后两个维度，则是研究问题的进一步拓展。我们希望本书的研究，能够初步窥探资本市场债务融资与产品市场竞争决策之间相互影响的作用机制和传导路径。

具体而言，本书首先对企业目标、融资制度与融资行为作出了

分析。运用不完全契约理论,从控制权角度将企业目标明确为股东权益最大化,从而为企业的产品市场竞争与融资决策行为明确了决策目标。然后,建立理论模型,在单一企业框架中分析国家融资制度下的我国企业融资行为,对转型时期企业软预算约束导致贷款扩张冲动的原因给出清晰的解释。研究表明:政府的干预使得银行违背自身效用最大化的决策原则为企业提供更多数量的贷款,最后形成银行的巨额不良债权。

随后,本书进入第一个维度的分析——企业债务融资决策对产品市场竞争行为的影响作用。首先在标准债务契约下,通过对经典理论模型的介绍来阐述债务融资对产量竞争、价格竞争以及竞争中合谋行为的影响。然后设计了一个包含债务重组和转型时期软预算约束特征的最优债务融资契约,并分析该种债务契约下的债务融资对产品市场竞争行为的影响,最后结合内部资本市场,通过实证模型研究内部资本市场条件下企业债务融资决策对产品市场竞争的影响作用。发现:①标准债务契约融资在企业产品市场竞争中可以发挥特定的承诺作用。不同融资工具的采用,会影响企业竞争中的合谋行为。②非标准债务融资契约中,企业对债权人的支付为企业实现利润与债务数量的最小值,债务重整失败的概率与企业债务数量、债务重整产生的支付义务正相关,与企业持续经营价值、政府预算补贴负相关。③企业的预算约束越硬,竞争达到均衡时的产量越高,并且均高于无负债时的产量。④当竞争对手的融资受到约束时,企业的产量竞争策略取决于特定的信息结构。⑤内部资本市场条件下,企业债务水平与其产品市场竞争行为呈负向相关关系。

紧接着本书的分析进入第二个维度——产品市场竞争对企业债务融资决策行为的影响研究。由于产品市场竞争行为相当复杂,难以建立理论模型加以讨论,故该部分主要采用实证分析方法,从资本结构选择和现金性融资行为两个角度展开分析。实证结果表明:①垄断竞争公司债务融资决策表现出不大顾及自身盈利能力的倾向;与此相反,完全竞争公司由于面临强大的竞争压力,比较注重

自身的盈利能力，量力举债。②我国上市公司在债务性和权益性融资方式的选择过程之中也体现出与竞争形态相适应的特点。③公司权益增资方式的选择也体现出竞争形态的特征。④我国上市公司的现金性权益融资主要来源于中小股东，几乎与股利的发放数相当，这种行为在一定程度上侵蚀了中小投资者的利益。⑤完全竞争企业现金性权益净融资是企业自由现金流的主要形成渠道，垄断竞争企业现金性债务净融资是企业自由现金流的主要形成渠道。⑥垄断竞争企业的投资现金流主要依靠债务融资，而完全竞争企业则对现金性债务融资和现金性权益融资均有所倚重；垄断竞争企业只有在现金流不充裕的情况下，其投资政策才会对企业的现金性债务融资产生影响。综合以上结论，可以看出产品市场竞争在一定程度上起到对企业债务融资决策行为的治理作用。

在完成两个基本的维度分析之后，本书寻找了两个维度继续拓展研究，一个维度是考察不同品牌效应下广告竞争行为对债务融资行为的影响。本书在理论分析的基础上，选定医药及生物制品、酒精及饮料酒制造业、纺织业、交通运输设备制造业、房地产业等广告投入相对较多的行业作为研究对象，按是否具有中国驰名商标、中华老字号、中国最有价值房地产企业等荣誉，将样本分成强品牌企业和弱品牌企业，运用单变量分析、多变量分析研究品牌效应、债务融资与企业广告竞争行为的关系。研究结果表明：①在强品牌企业组中，债务融资减弱产品市场竞争力度，债务融资在产品市场竞争中是“软承诺”作用。②在弱品牌企业组中，债务融资增强产品市场竞争力度，债务融资在产品市场竞争中是“硬承诺”作用。③研究还发现不论强品牌企业的广告竞争策略存在与否，弱品牌企业的广告投资策略均不受影响。由此看出：我国上市公司债务融资对企业广告竞争行为的影响与企业的自身品牌价值密切相关。另一个拓展出的维度是产品市场竞争对高管激励的影响及其由此产生的经济后果。本书选取我国制造业上市公司的数据，实证检验了产品市场竞争、高管激励和企业业绩三者之间的相互关系。研究结

果表明：①以行业产品替代性、市场规模及行业进入成本差异表征的产品市场竞争变量能够增强公司对管理层的激励；②产品市场竞争能促进企业的绩效；③高管薪酬与企业业绩存在正相关关系。

上述研究问题和研究结论表明，资本市场与产品市场不是孤立的，资本市场的债务融资行为与产品市场的竞争行为必定会发生相互影响，虽然目前对这种作用的认识尚不是非常的清晰，现存的研究结论或许存在谬误的可能。但是，正是这一研究问题中更多的“逐层深入、去伪存真”的研究，将逐步揭示这两种行为的联系规律。而对于我们的企业，在明确资本市场与产品市场存在互动作用的基础上，在制定决策的过程中，一定要考虑这种相互影响作用，以保证其在资本市场和产品市场上所作出决策的合理性。

Abstract

Debt financing and competitive decisions are the two important decisions which must be made by firms in capital market and product market. One hand, debt financing will change the financing risks and costs, different debt contracts will lead to different constraints that will influence firm's other decisions; on the other hand, product market competitive decisions will decide the aim of maximizing profit and the timetable withdraw of cash flow. For the internal connections laid in the capital market and the product market, there are interactive influences between debt financing and product market competitive decisions. Many past literatures separated the two decisions in their study for the two decision courses are complex. We must consider the interactive influence between the two decisions in our research to gain the interactive effects and their developing trends.

Based on the relevant literatures, this book studies deeply the interactive effects between the product-market competition and debt financing decision under the special background in China. Our analyses are focused on 4 dimensions, the first dimension is the influence on product market competitive decisions of debt financing, on the contrary, the second dimension is influence on debt financing of product market competitive decisions, the third dimension is advertising competition decided by band effects and debt financing, the fourth dimension is how the product market competitive decision to influence the managerial incentive. Among the 4 dimensions, the first two dimensions are the core in our re-

search , and the later two dimensions are the further expanding research from the core. We hope to find the mutual mechanism between the debt financing and product market competitive decisions.

Firstly, this book analyzes the aims of the firms, financial system and financial behaviors. With the incomplete contract theory, we clarify the aim of maximizing shareholder's value. Under Chinese financial system, we analyze the financial behavior in one single firm by theoretical model. We clearly find the causes that lead to bank's loan expansion. It is the intervening of government that makes the bank violate the principle of maximizing its own utility and provides more credit loan. As a result, a large amount of low quality credit assets come into being.

Then, this book illustrates the influences on product-market competition of firm's debt financing. Because different debt covenant has different influence on the product-market competition, this book describes how the debt financing influences the competitor in product, price competition and the behavior of collusion by introducing the classical theoretical models. Then, this book builds a non-standard debt contract, which includes the soft budget constraint and the possibility of debt renegotiations, and analyzes the influence of debt financing on the product-market competition under this debt contract. At last, this book make a further research on this topic under the internal capital market. The study of this part illustrates: firstly, due to the limited liability, the standard debt contract plays an important role of strategy commitment in the product-market competition. It can, in some situations, make the competitive strategy more aggressive, but in other situations, it induces the predatory pricing of their counterparts. And financial instruments affect the collusions in competition. Secondly, in the non-standard debt contract, the payoff to the creditor is the minimizing value between the profit and the debt amount, Thirdly, in the non-standard debt contract, the harder the

budget constraints, the higher the product in competition-equilibrium, and even higher than that with no debt. Fourthly, when the financing of the counterpart is constrained, the firm's competitive strategy depends on the specific information structure. Fifthly, the proportion of debt is negative to the firm's competitive strategy.

Next, this book laid emphasis on the influence of product-market competition on the capital decision behavior. Because it's hard to find suitable variable to measure the degree of competition in product market, the empirical study is employed in this discussion. This book makes the empirical study from two points of view: capital structure decision and financing in cash forms. The following are the relevant empirical results. The first, the capital structure decision of firms in the monopoly competition industry tends to disregard the ability of making earnings. On the contrary, the firms in complete competition industry pay much attention to its ability of making earnings because of the dramatic competition. The second, the debt or equity choice of firm is to meet the product market competition. The third, when the firm issue stock again, the adjusted capital structure must be match to the product market. The fourth, majority of financing in cash forms of listed companies is from middle or small shareholders, and the amount is equal to the cash dividend approximately. This action is harm to the benefits of middle and small shareholders. The fifth, equity financing in cash forms is the major channel of free cash in perfect competitive firms, on the contrary, in monopoly firms, free cash is mainly from debt financing. The sixth, the investment of monopoly firms is depend on debt financing, however, in perfect competitive firms, the investment is depend on debt and equity financing. From the previous analysis we can see that to a certain degree the product-market competition has some governing effects on capital structure.

After the first two core dimension's research, we expand our research in two dimensions. One is the influences on advertising competition of debt financing in different brand. In our research, a theoretical model is built to illustrate the effects on advertising investment of debt financing; then, an empirical study is employed to explore the effects. The results show: In a strong product brand group, debt financing have the soft commitment effects on the product market competition; on the contrary, in a weak product brand group, the effects become hard commitment. But in a same industry, weak product brand firm's advertising investment isn't affected by the strong product brand firm's advertising investment. Therefore, the influences on advertising investment of debt financing will be affected by firm's product brand. The other dimension is the effects of product market competition to managerial incentive and firm's performance. We make a empirical research to test the relationship among product market competition, managerial incentive and firm's performance. We find: product substitution in a same industry, market size and the entering cost of a industry can improve the managerial incentive, and the managerial incentive has positive relative ships with firm's performance. In our research, the effects on managerial incentive of product market competition's are proved.

Indeed, capital market isn't isolated from product market, the debt financing have the interactive effects to the product market competitive decisions. Although this interactive effects isn't very clear now. Obviously, not all the remaining research results are correct. The further researches in this field are necessary to disclose the interactive mechanism. In the firm's decision making process, we must consider this interactive effects in order to make suitable debt financing and product market competition.

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究问题的提出	1
第二节 分析角度和理论框架	3
第三节 分析方法和体系结构	7
第二章 文献综述	13
第一节 债务融资决策与产品竞争决策的相互影响： 理论研究综述	15
第二节 债务融资决策与产品竞争决策的相互影响： 实证研究综述	24
第三节 本章小结	27
第三章 企业目标、融资制度与融资行为	29
第一节 现代企业的目标	29
第二节 现代公司相关主体的利益冲突分析	34
第三节 融资制度与我国企业融资行为分析	40
第四节 本章小结	49

第四章 债务融资对产品市场竞争行为的影响研究

第一节	债务融资发挥作用的前提：公司有限 责任制度	51
第二节	债务融资对产品市场竞争的影响作用： 经典模型	56
第三节	债务融资契约对产品市场竞争行为的 影响研究	75
第四节	债务融资行为对产品市场竞争的影响研究 ——基于内部资本市场的分析	91
第五节	本章小结	113

第五章 产品市场竞争对企业债务融资决策的影响分析

第一节	不同竞争形态下我国公司债务融资选择的 实证分析	114
第二节	不同竞争形态下公司现金性融资行为的 实证研究	127
第三节	本章小结	147

第六章 债务融资决策与产品竞争决策的互动联系：模型与讨论

第一节	引言	149
第二节	模型的构建和讨论	150
第三节	转型时期产品市场竞争对企业债务融资的 要求分析	155
第四节	本章小结	160

第七章 品牌效应、债务融资与广告竞争	161
第一节 理论分析.....	162
第二节 实证分析.....	167
第三节 本章小结.....	191
 第八章 产品市场竞争、高管激励和企业业绩.....	193
第一节 制度背景分析.....	194
第二节 理论分析.....	196
第三节 实证检验.....	203
第四节 本章小结.....	220
 第九章 研究总结	221
第一节 研究结论及启示.....	221
第二节 本书的贡献和局限.....	224
第三节 未来研究方向.....	226
 参考文献.....	228
后 记.....	251

第一章

绪 论

第一节 研究问题的提出

债务融资决策与产品竞争决策是企业在资本市场和产品市场中必须作出的重要决策活动。债务融资决策不仅关系到企业的融资成本和财务风险的变化，而且债务融资过程中签订的不同债务融资契约也会对企业形成不同的约束，进而影响到企业的其他决策行为；产品竞争决策则关系到企业产品价值能否顺利实现以及企业现金能否及时回收。由于资本市场与产品市场具有内在的联系，因而企业债务融资决策与产品竞争决策之间是互动的。长期以来，企业的这两项决策活动因受决策环境不确定因素的影响很大，决策过程较为复杂。为简化研究问题，大多数研究都是将这两项决策活动分开独立进行研究。到目前为止，两项决策行为的研究在各自领域内已经取得了丰硕的成果，因而进一步的研究需要将企业债务融资决策与产品竞争决策联系起来，以助于我们认识资本市场和产品市场相互作用的规律及其发展趋势。

从实践来看，这一问题的研究对处于经济转型时期的我国，也是十分必要的。这是因为，在我国经济转轨进程中，企业改革一直处于举足轻重的地位。企业改革的目的，不仅要使原来的企业从形式上转化为现代公司，更为重要的是要使原企业完成从结

构、机制、过程、制度等方面的实质性改变，塑造在供给和生产者行为方面与市场经济相适应的微观基础，创建在组织生产和交易活动中效率上更具优势的现代企业制度；不仅要使企业变成能对市场信号（主要是价格）作出恰当反应的利益实体，而且要使企业变成能对市场机制（主要是价格机制）进行必要补充和维护的经济组织；最终使企业步入自我约束、自我发展的良性轨道。企业制度的改革，必然涉及到融资制度的变迁，并进而影响企业的债务融资决策。但是，由于传统投融资体制的影响，我国企业的负债率居高不下，财务费用因利息支出而不断攀升，沉重的资金包袱导致企业之间相互拖欠日益严重，社会信用关系遭到严重破坏，整个社会的交易成本上升。企业间恶性循环的债务链，又使得经营差的企业拖垮经营好的企业，造成一损俱损的恶性局面。目前，我国已初步建立起一套比较适合现阶段国情的市场经济运行体系，政府通过制定反不正当竞争法和价格法等法律，在排除垄断、促进和保护市场竞争方面取得了一定进展，计划经济体制下形成的垄断行业逐步放开。我国企业的生存空间将会有缩小的趋势。在严酷的竞争面前，适者生存，这就决定了我国企业必须在竞争中谋求生存和发展。而目前，作为微观主体的企业（特别是国有企业）独立作出正确财务决策的能力还不够强，企业长期处于低效率运行状态，各项矛盾日益突出。反观现在的企业环境，由于其发育还不成熟，尚存在一定程度的无序和混乱，并且，部分产业内还存在恶性竞争现象，产品市场的这种特点必然要求我国企业的资本结构决策与之相适应。因此，研究企业债务融资决策与产品市场竞争的互动作用关系，所取得的研究成果不仅有助于指导我国企业进行规范化、科学化的财务决策，而且还可以为我国正在进行的经济体制改革提供相应的政策建议，具有较为深刻的现实意义。

第二节 分析角度和理论框架

企业决策问题从本质上体现为企业为实现自身目标过程中内部相关利益主体交互作用的一种行为。为了保证这种行为的合理化,需要在企业制度设计层面做好相应的机制设计工作。因而,债务融资决策问题首先要以公司治理结构为背景,分析企业目标和融资制度约束下的企业相关主体的利益冲突行为。由于决策问题的实质是企业内部相关利益主体的相互作用,因此,从公司治理结构的角度展开分析,可以使融资问题的研究深入到决策行为的产生机制层面,有助于寻找到企业债务融资决策中最本质的东西。

同时,企业债务融资决策过程又是一个复杂的决策过程。不同时期、不同环境下影响企业债务融资决策的因素是不相同的,正因为如此,国内众多研究企业债务融资决策问题的学者所得到的研究结论之间存在着较大的差异^①。仅仅从公司治理结构的角度进行债务融资问题的分析是不够的,还必须考虑外部环境的因素,因为公司会受到市场和法律等外部环境的影响。在众多外部环境因素中,产品市场竞争对企业债务融资决策具有重要的影响。一般而言,产品市场竞争的程度不同,将会影响公司未来可实现的现金流,不但会进一步影响公司内部留存收益等内源融资的来源,而且还对当期债务融资的数量形成了约束。

显然,由于我国与西方国家的产权制度不同,我国股份公司与国外股份公司在财务决策上存在一定程度的差异,从而也决定了我国股份公司在融资决策上有着自己的特殊性,国外的现有研究成果未必适用于我国股份公司的实践。正是基于这样的理论和实践背景,本书的分析将以转型经济体制为背景,相应的理论分析框架如

① 相关研究可参见刘星(2001)、沈艺峰(2000)、忻文(1997)。