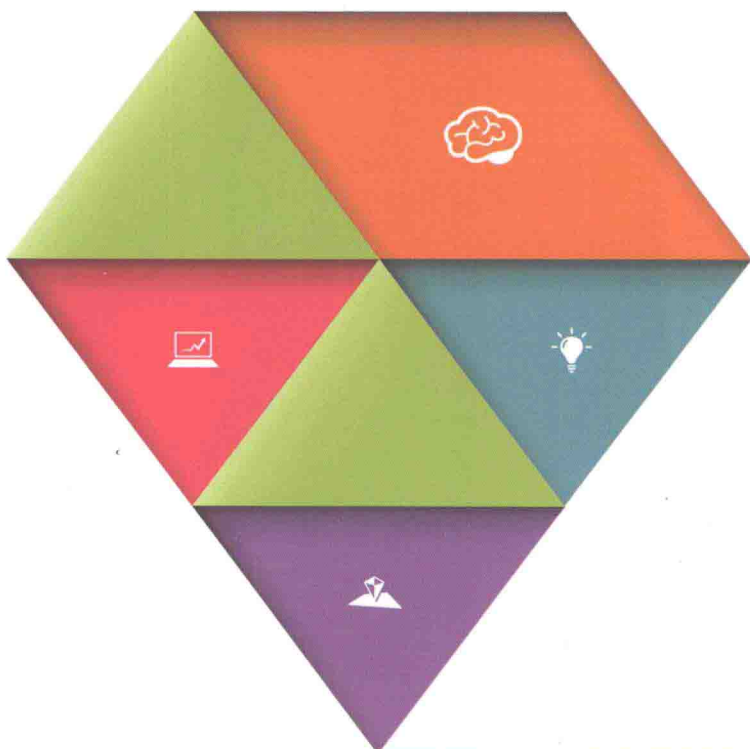


中国农业上市公司 资本结构研究

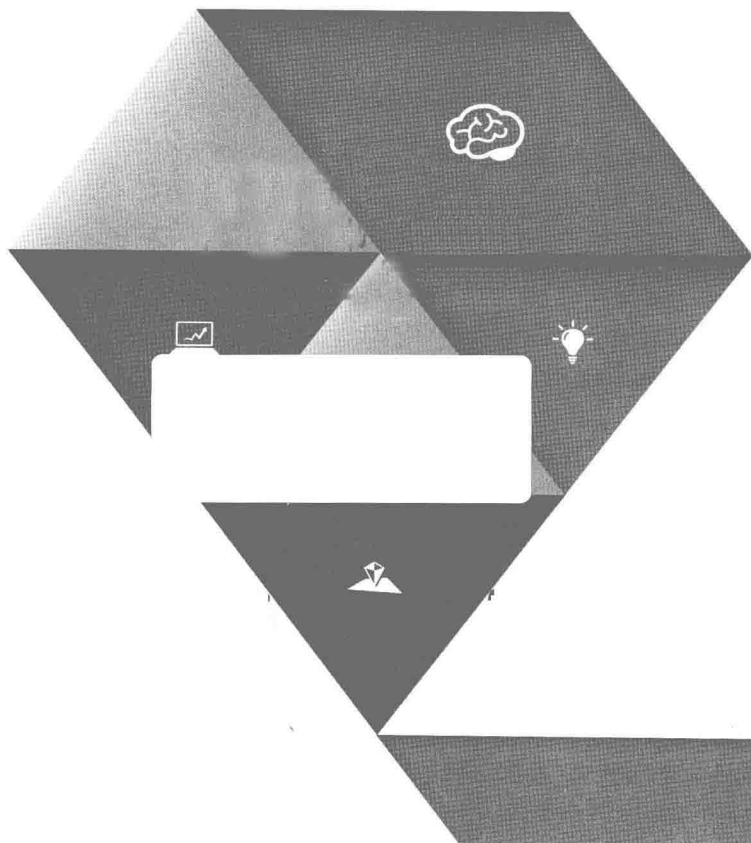
余景选 著



浙江工商大学出版社
ZHEJIANG GONGSHANG UNIVERSITY PRESS

中国农业上市公司 资本结构研究

余景选 著



浙江工商大学出版社
ZHEJIANG GONGSHANG UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

中国农业上市公司资本结构研究 / 余景选著. — 杭州 : 浙江工商大学出版社, 2015.10

ISBN 978-7-5178-1310-1

I. ①中… II. ①余… III. ①农业企业—上市公司—资本结构—研究—中国 IV. ①F324

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 221510 号

中国农业上市公司资本结构研究

余景选 著

责任编辑 王黎明

封面设计 包建辉

责任印制 包建辉

出版发行 浙江工商大学出版社

(杭州市教工路 198 号 邮政编码 310012)

(E-mail: zjgsupress@163.com)

(网址: <http://www.zjgsupress.com>)

电话: 0571-88904980, 88831806(传真)

排版 杭州朝曦图文设计有限公司

印刷 浙江云广印业股份有限公司

开本 710mm×1000mm 1/16

印张 11

字数 181 千

版印次 2015 年 10 月第 1 版 2015 年 10 月第 1 次印刷

书号 ISBN 978-7-5178-1310-1

定价 30.00 元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江工商大学出版社营销部邮购电话 0571-88904970

PREFACE

Agriculture has the fundamental status in China. Agricultural industrialization is the important way boosting agriculture modernization. The agricultural listed companies are the lead of agriculture modernization. View based on the agricultural listed companies, a problem have to face is the worse performance and governance power. The improvement of performance and governance level can not divorce from capital structure. It has important meaning for improving the performance and governance level of agricultural listed companies to discuss the determination factor of capital structure, to analysis the relation between capital structure and performance or corporate governance, and to discuss the countermeasures for the capital structure optimization of agricultural listed companies.

The theory bases of this book are the agency costs theory and the pecking order theory. This book combines the normative method with positive method. It analyzes the current status of capital structure of agricultural listed companies by descriptive statistics method. It tests the difference between agricultural listed companies and other industries' listed companies by the method of Kruskal-Wallis and Tamhane's T2. It finds the influence factors of capital structure by cross-tabulation method. It analyzes the affect of performance to capital structure by panel data model and discusses the effect of capital structure to performance by regression method. It examines the relationship between capital structure and corporate governance by method of logic. It discusses the corrected apply of financial risk warning model which has ensure function to optimize capital structure by the method of statistics classifying.

The main conclusions are as follows:

The debt-asset ratio of agricultural listed companies rises steadily for

a long time. It is lower than the other industries whether the listed quantities or the raised money of agricultural listed companies. The current liability to asset ratio of agricultural listed companies is more than the non-current liability to asset ratio and it determines that the financing risk of agricultural listed companies is more than the average of all listed companies. It is found that the non-current liability to asset ratio of agricultural listed companies stay in the middle of twelve industries', while the current liability to asset ratio at the bottom. The test result shows that the notable difference in capital structure exists widely in different industries. The frame of financing can not prove that the listed agricultural companies have the preference of stock issue. Loan financing is the mostly main mode of financing.

The influence of yield, scale, growth, non-liability tax shield and asset secured value are tested by cross-tabulation method. The main factor influence the capital structure of agricultural listed companies is the scale of assets.

The effect of empirical analysis shows that there is no proof of the relation of long-term liability asset ratio to the rate of return on common stockholders' equity in the current period, and to the rate which has a time lag of one period or two periods. Liability asset ratio has a negative correlation to the rate of return on common stockholders' equity as well as the current liability asset ratio. Regression method is used to analyze the influence of capital structure to corporate performance. It shows that the rate of return on common stockholders' equity has significantly negative correlation to the liability asset ratio in some years if use the linear model. It is discovered that there is significantly quadratic correlation between liability asset ratio and the rate of return on common stockholders' equity in some years when the quadratic model is used. So the optimal capital structure can be found according as extremum theorem in these years. If the step-wise model is used, the analysis effect reveals that the explanatory variables of the rate of return on common stockholders' equity are incompletely

same in every year while the current liability asset ratio is imported the most frequently.

The tradable share proportion of agricultural listed companies has increased quickly after reform of non-tradable shares. The share proportion of the largest shareholder as a whole is falling but the equity ownership concentration still keeps high. The status that one share dominates exclusively makes the interest conflict of stockholders deeper. There are faults in the executive ownership incentives of agricultural listed companies. The intentions of directorate and supervisory board to supervise handlers are not realized goodly. The debt ownership capital of agricultural listed companies has not brought the function of inspiriment and bankruptcy restriction into play. The high proportion of current liability to total liability means that loaner governance is absent.

The object of capital structure optimization of agricultural listed companies is shareholder wealth maximization. It is necessary to strengthen the financing consciousness, improve the corporate performance, keep the risk away, get into debt within measure, and optimize the corporate governance structure to optimize the capital structure of agricultural listed companies.

目 录

第一章 导论	001
1.1 研究背景	003
1.2 研究目的和意义	004
1.3 国内外研究动态	005
1.4 研究思路与研究方法	014
1.5 可能的创新与不足	015
第二章 相关概念、理论基础及研究范围	019
2.1 相关概念	021
2.2 理论基础	023
2.3 研究范围	028
第三章 农业上市公司资本结构现状	031
3.1 农业上市公司资本结构的制度背景及其环境变迁	033
3.2 农业上市公司资本结构变动趋势分析	034
3.3 各行业上市公司资本结构比较	038
3.4 农业上市公司融资行为分析	048
第四章 农业上市公司资本结构的影响因素	057
4.1 资本结构与各影响因素的度量	059
4.2 样本选择、数据来源和研究方法	060
4.3 各因素对资本结构的影响分析	062
第五章 农业上市公司资本结构与绩效	067
5.1 农业上市公司资本结构与绩效关系的初步判断	069

5.2	农业上市公司绩效对资本结构的影响实证分析	070
5.3	农业上市公司资本结构对绩效的影响实证分析	075
第六章 农业上市公司资本结构与公司治理		083
6.1	资本结构对公司治理的影响	086
6.2	农业上市公司资本结构与治理结构状况分析	093
第七章 农业上市公司资本结构优化		III
7.1	农业上市公司资本结构优化的目标	II3
7.2	农业上市公司资本结构优化的措施	II5
参考文献		I40
附 录		I47
后 记		I64

导论

1

第一章

1.1 研究背景

资金对所有企业而言都是非常重要的资源。企业筹集的资金按来源属性不同可以划分成权益资金和债务资金两大类。权益资金是企业通过吸收直接投资、发行股票和留存收益等方式筹集的资金,在企业存续期内由企业自主支配不用偿还。一般而言,权益资金财务风险小,资金成本较高。债务资金是企业通过银行借款、发行债券等方式筹集的资金,债务到期需要支付利息、偿还本金。一般来说,债务资金承担较大的财务风险,资金成本则相对较低。

资本结构(capital structure)的一般内涵是指债务资金和权益资金的比例,通过融资决策确定权益与负债的最佳组合比率,使公司的资本成本降到最低,并实现公司价值最大化,为资本结构理论所探讨的目标,也是金融学术研究中最扑朔迷离的理论之一。资本结构理论是微观金融理论和企业理论的一个重要组成部分,是微观金融理论和企业理论的一个主题和热点问题。

上市公司资本结构实证研究在近几十年来经久不衰,然而这些研究主要开展于以美国为代表的西方发达国家,且实证研究的结果并没有获得一致的结论。而对于发展中国家,由于市场环境和制度因素的影响,资本结构具有典型的特殊性,研究结论呈现较大的分歧。从整体来看,对发展中国家资本结构的实证研究还是比较少的,而对于发展中国家的农业上市公司资本结构的研究就更少了。

已有的经验研究表明,不同国家的企业资本结构在较大范围内存在显著差异,相同国家不同行业的资本结构也在一定程度上存在差异,甚至有时相同国家相同行业内不同企业的资本结构也会有明显的差异。资本结构理论在中国农业上市公司这一特殊的集群中尚缺乏实证检验,资本结构并没有在农业上市公司融资实践中作为主要的依据。中国农业上市公司是否存在异常啄序融资现象?是否存在过度股权融资和财务保守行为?究竟什么因素影响中国农业上市公司资本结构选择?农业上市公司的经营绩效是否影响资本结构?资本结构又是否影响其经营绩效?农业上市公司的资本结构决策如何影响其公司治理的效率?这些问题,都有待进一步的理论分析

和实证检验。面对西方资本结构理论的基本制度假设与中国实践相矛盾的情况,迫切需要结合中国的实际情况和农业上市公司的实际情况,为其独特的资本结构提供解释,为其资本结构优化提供具有指导性与操作性的方法与对策,进而为完善其治理结构、提高其经营绩效奠定基础。

1.2 研究目的和意义

1.2.1 研究目的

对我国农业上市公司资本结构的研究,要在把握资本结构理论脉络的基础上,结合我国农业上市公司的实际情况开展实证分析,总结出具有一般规律性的东西,用于农业上市公司实践活动的指导。主要的研究目的包括:

(1)揭示农业上市公司资本结构的变动趋势及其与其他行业之间的差异,分析农业上市公司融资行为的特征,找出其融资行为存在的缺陷。

(2)实证分析决定我国农业上市公司资本结构的公司层次的因素,利用列联表行列独立性卡方检验的方法对盈利、规模、成长性、非债务税盾以及资产担保价值等因素进行实证检验,找出影响农业上市公司资本结构的主要因素。

(3)分析我国农业上市公司资本结构与公司绩效之间的关系,一方面考虑公司绩效与资本结构变动之间可能的滞后关系,检验公司绩效对资本结构的影响;另一方面考查资本结构对公司绩效的反作用。分析农业上市公司资本结构与公司治理之间的关系,从股权资本和债权资本治理效应的角度,找出存在的缺陷,并提出股权治理与债权治理的优化措施。

(4)寻求农业上市公司资本结构的优化途径。在明确农业上市公司资本结构的现状、主要影响因素及其与公司绩效和公司治理之间关系的基础上,提出有针对性的农业上市公司资本结构优化措施。

1.2.2 研究意义

揭示农业上市公司资本结构变动趋势可以使农业上市公司看清自身主要的财务现状以及将来可能面临的困境,以尽快采取优化资本结构等措施进行应对。通过对农业上市公司融资行为特征及缺陷的分析,可以帮助农

业上市公司选择合理的融资方式和融资渠道,充分、合理地利用各种资金来源,满足公司的融资需求。

资本结构与公司绩效之间具有双重互动关系,搞清楚两者的关系,有利于农业上市公司提高业绩,改变目前普遍存在的绩效偏低的现状。站在资本结构的角度,找出农业上市公司股权治理与债权治理的缺陷,有利于提高农业上市公司的治理水平,协调农业上市公司股东、经营者及债权人之间的利益冲突,维持公司高效、和谐地运转。

通过提高绩效、改善公司治理等措施优化农业上市公司的资本结构,首要的条件是能够根据资本结构的决定因素来调整控制资本结构,那么对资本结构影响因素的研究就具有基础性的意义。

另外,选择农业上市公司资本结构作为研究的主题,将已有的一些资本结构理论与中国农业上市公司的实际情况相结合进行检验,是资本结构理论在农业问题上具体深入的运用。反过来,在农业上市公司这一特定领域得出的研究结论亦能形成对资本结构理论的有益补充。

1.3 国内外研究动态

1.3.1 国外研究动态

按 David Durand(1952)的总结,早期对资本结构的研究形成净收益理论、净经营收益理论和传统理论。净收益理论认为,公司采用负债融资总是有利的,负债比例越高,公司的价值越大。净经营收益理论认为不存在最优资本结构,不管债务资本的比例如何变化,公司的价值是保持不变的。传统理论认为,公司价值随着债务资本比例的增加先上升再下降,形成一个倒 U 形曲线,公司价值达到最高点时的债务资本比例就是最优的资本结构。

Franco Modigliani 和 Merton H. Miller(1958)提出今天所谓的“MM 定理”,其中定理 1 认为在满足一系列假设的条件下,公司的市场价值独立于其资本结构。Merton H. Miller(1977)进一步把所得税引入分析中,提出一个均衡模型,认为在考虑公司所得税和个人所得税时,持有负债公司实际资产的股东获取的因公司负债杠杆作用产生的收益,由公司所得税率、适用于普通股收入的个人所得税率和适用于债券收入的个人所得税率三者相

互作用而决定。从总量上看,整个债券市场存在着一个最优企业债务——股票比,企业在增发债券直到这个最优均衡点的过程中,企业的市场价值逐步增大,但在均衡点上,不论企业是债务融资还是权益融资,都不能使税收上的利益增加,因为此时一个层面上获得的税收好处刚好被另外一个层面上增加的税收劣处所抵消。

20 世纪 60 年代后期,财务学界对 MM 定理在考虑税收制度和破产成本的存在条件下是否成立进行了探讨,由此产生破产成本主义和税差学派两个流派。

破产成本主义主要研究破产成本与资本结构之间的关系。Nevins D. Baxter(1967)认为,由于企业破产时要发生相应成本,所以过度负债导致破产风险增大势必导致企业价值下降。Joseph E. Stiglitz(1969)认为,在存在破产可能性的条件下,企业债务筹资的利率将随负债比例的提高而提高,他和 David P. Baron(1974)一样都认为在满足特定条件下,在存在破产成本时 MM 定理仍然可以成立。Jerold B. Warner(1977)对破产成本进行分类,将破产成本分为直接成本和间接成本,通过对进入破产程序的企业的破产成本进行计算,得出结论认为直接破产成本占企业市场价值的比例明显偏小,在资本结构决策中可以忽略不计。Michelle J. White(1983)将破产成本分为事后破产成本和事前破产成本,经验统计的结果提示,如果只考虑申请破产后的交易成本也就是只看事后破产成本的话,破产成本是比较低的,但是包含事前破产成本在内的总破产成本则要比能够看到的事后破产成本高得多。

税差学派主要研究税收差异对资本结构的影响。税收差异是指因为税收类型的不同以及在个人所得税累进税制下因为适用税收等级不同而导致的税负差异。其代表人物 Donald E. Farrar 和 Lee L. Selwyn(1967)认为,在不存在个人所得税和企业所得税时,个人负债和企业负债可以完全相互替代,投资者个人收益不受企业债务水平的影响。在考虑企业所得税、个人所得税和资本利得税三个因素的情况下,投资者个人收益的高低取决于它们共同作用的结果,企业负债和个人负债会达到一个均衡点。

对税收利益和破产成本的综合考虑形成了权衡理论。Robichek 和 Myers(1966)提出了早期权衡理论观点:由于税收的存在,负债能为股东增加公司的价值。但同时负债也可能发生“破产成本”,会部分或全部抵消负

债带来的节税利益,导致公司价值的减少。当负债带来的边际税收利益现值刚好等于负债带来不利的边际成本现值时,此时的负债水平为最优负债水平。Harry Deangelo 和 Ronald W. Masulis(1980)从边际价值的角度论证了企业存在最优资本结构,使权衡理论得到新的发展。他们认为非债务税收利益的存在导致财务杠杆决策与企业价值之间存在必然的联系,只有在企业负债带来的边际价值等于零时,财务杠杆的决策才是无关轻重的。他们论证了在考虑破产成本时,市场均衡状态下每个公司都有一个唯一的内部最优资本结构,这一资本结构刚好能使公司和股东个人在债务上预期的边际净税收利益现值等于预期的边际破产成本现值。Kim 等人(1984)考虑财务困境成本构建公司的价值模型,利用微分原理论证财务困境成本、非债务税收利益和债券收益边际个人所得税率的提高会导致公司最优负债水平的下降,而股票收益个人所得税率的提高将会导致最优负债水平的提高。

20 世纪 70 年代后期,不对称信息理论融入资本结构理论,这种新的理论观点从信号、动机等内在逻辑层面解释资本结构问题,而不仅仅局限于对税收利益和破产成本等外在影响因素的权衡上。Hayne E. Leland 和 David H. Pyle(1977)认为,不对称信息存在于各种市场,资金市场中的借款方比提供借款的另一方更清楚抵押品的质量,更了解借款方自身的管理水平和败德行为的可能性。他们指出,在投资报酬率既定的条件下,公司的负债水平本身就是一种反映风险程度的信号。他们还指出,在信息不对称的条件下,经理人所持有的股权比例能够充分揭示一个投资项目的好坏,如果经理人持有的比例越高,则发出的信号是项目的投资价值越大。Stephen A. Ross(1977)认为,在经理人占有内部信息的不对称信息条件下,经理人激励计划和财务结构的选择将向市场传递信号,提高财务杠杆显示了管理者对企业未来的业绩有着良好的预期,能向市场传递出使企业价值得到提高的信号。Stewart C. Myers(1984)认为,投资者之所以关心公司的资本结构,是因为公司在公布资本结构的信息时,股价会随之发生变化,即产生所谓的“信息效应”。Myers 和 Majluf(1984)提出了优序融资理论中融资的一般层次:公司更喜欢内部融资,如果需要外部融资的话,公司将首先选择发行债券,然后才选择发行股票。在这种融资选择顺序下,如果公司盈利能力增强,可以使留存利润增加并被优先选择形成公司融资来源,从而导致公司负债比例下降,即公司盈利能力和资本结构负相关。Titman 和 Wessels

(1988)对美国的制造业上市公司资本结构进行研究,也得出了相似的盈利能力与资本结构负相关的结论。

代理理论的代表人物 Jensen 和 Meckling(1976)继承了科斯的企业理论,认为企业的本质是一种契约关系,代理关系也属于契约关系,因为委托者和代理者之间代理关系的存在导致了代理成本的产生。Jensen 和 Meckling运用代理成本的概念对最优资本结构做出判断:在内部权益(这里指经理所持股权)既定的条件下,企业的外部权益资金(指企业外部人员所持股权)占总外部资金来源(指企业外部人员所持股权和债权)的最优比例,应是能使总代理成本最小的那一比例。

一些学者主张通过财务契约来解决代理问题,控制股东和债权人之间的冲突以提高企业的价值。Smith Jr. C. W. 和 Warner J. B. (1979)研究了财务契约中的限制性条款如何制定并用于协调股东和债权人之间的矛盾。Rent M. Stulz 和 Herb Johnson(1985)分析得出设有优先条款的担保债务能提高企业的价值,有担保债务可以减少债权人的监督成本。Robert A. Haugen 和 Lemma W. Senbet(1981)认为,可以通过可转换债券或股票期权等财务契约设计来解决经理人过高消费的代理问题,股东不愿承担风险所导致的代理问题也可以通过发行可转换债券予以解决,由于信息不对称导致剩余损失的代理问题则可以通过发行可赎回债券予以解决。

公司控制权驱动学派主要研究因为股东和经理人之间的利益冲突而引发的代理问题,并据以分析控制权争夺对资本结构的影响。Rene M. Stulz (1988)认为,管理者对投票权的控制比例是上市公司所有权结构的一个重要影响因素,他分析了管理者对投票权的控制是如何影响企业的价值和财务政策的选择的,他分析得出的一个重要结论是资本结构的改变可以影响管理者的投票权控制比例进而影响企业的价值。Larry Y. Dann 和 Harry Deangelo(1988)认为改变资本结构主要是遵循管理人员的意志而不是股东的意志,并得出结论认为企业的控股权市场会影响包括资本结构在内的财务政策的决定。Milton Harris 和 Artur Raviv(1990)假设管理者在任何情况下都不愿意放弃企业控制权,也不会情愿提供可能导致自己控制权丧失的有关信息。投资者利用负债监督管理者并得到所需要的信息,最优的负债数量取决于信息价值、约束管理者的机会与引起调查成本可能性之间的权衡。Aghion 和 Bolton(1992)分析了债务契约和破产机制、股权契约和经

营权之间的相关性,并认为这些关系的基础是剩余控制权的分配。Israel (1992)研究了预期控制权争夺所影响的资本结构问题,结论认为更有效的经理人利用更少的负债,有较强的控制权竞争对手的公司会选择发行更多的负债。Dewatripont 和 Tirole(1994)讨论了控制权与货币收益之间的关系,分析了将控制权分配给多样化的外部投资者的作用,认为在企业经营状况好时控制权应由企业家拥有,而在经营状况恶化时控制权应转移至债权人。Hart 和 Moore(1998)认为,货币收益权不可观察和证实,最好的融资工具应具有与债务相似的剩余控制权,即承诺给予投资者固定的报酬,一旦违背承诺,则控制权转移给投资者,投资者可以对企业进行清算。Dyck 和 Zingales(2001)研究了控制权收益的影响因素,结论认为控制权收益与控股股东的持股比例正相关,而与行业竞争程度、法律对投资者的保护程度负相关。La Porta 等(2002)分析了控制权收益与法律对投资者保护程度之间的关系,得出了与 Dyck 和 Zingales 相似的结论。

1.3.2 国内研究动态

国内对公司资本结构的经验研究比较丰富,其中有大量的文献对资本结构的影响因素展开探讨。陆正飞和辛宇(1998)采用多元线性回归分析方法对机械和运输设备业上市公司的资本结构影响因素进行分析,发现获利能力与资本结构负相关,而公司规模、资产担保价值和成长性与资本结构的关系不显著。李善民和苏贇(1999)采用逐步回归法分析上市公司资本结构的影响因素,发现总资产与负债比率之间存在显著的正相关关系。洪锡熙和沈艺峰(2000)使用列联表行列独立性卡方检验的方法研究制造业上市公司资本结构的影响因素,检验结果表明,上市公司的规模和盈利能力与公司负债率正相关,而股东权益和成长性与资本结构没有什么显著的关系。吕长江和韩慧博(2001)使用逐步回归法分析工业类上市公司资本结构的主要因素,得出的结论表明公司规模和成长性与负债率正相关,而获利能力、流动比率和固定资产比例与负债率负相关。肖作平和吴世农(2002)使用多元回归分析法对深市上市公司资本结构影响因素进行分析,发现国有股股本、资产担保价值、企业规模以及财务困境成本与企业债务水平呈正相关关系,而经理人员占董事会人数的比例、成长性、产生内部资源能力以及非债务税盾与企业债务水平呈负相关关系。童勇(2004)对资本结构动态调