博士文丛·经管系列
Economics and Management

沈 渊 著

农业上市公司投融资机制研究

Investment and Finance Mechanism in Agricultural Listed Companies

ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社

需要全本请访问 www.ertongbook.com

农业上市公司投融资机制研究

Investment and Finance Mechanism in Agricultural Listed Companies

沈 渊 著

ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

农业上市公司投融资机制研究 / 沈渊著. —杭州：浙江大学出版社，2010.11

ISBN 978-7-308-08149-8

Ⅰ.①农… Ⅱ.①沈… Ⅲ.①农业企业—上市公司—投资—研究 ②农业企业—上市公司—融资—研究 Ⅳ.①F306

中国版本图书馆CIP数据核字(2010)第233245号

农业上市公司投融资机制研究

沈 渊 著

责任编辑 周卫群
封面设计 刘依群
出版发行 浙江大学出版社
（杭州市天目山路148号 邮政编码310007）
（网址：http://www.zjupress.com）
排 版 杭州中大图文设计有限公司
印 刷 富阳市育才印刷有限公司
开 本 710mm×960mm 1/16
印 张 11.5
字 数 210千
版 印 次 2010年11月第1版 2010年11月第1次印刷
书 号 ISBN 978-7-308-08149-8
定 价 28.00元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江大学出版社发行部邮购电话 (0571)88925591

前言

Preface

企业投资的目的是实现企业所期望的效益，最终达到企业价值最大化的目标。但是，由于我国不完善资本市场环境和委托代理问题，农业上市公司投资在某种程度上被严重扭曲，表现为投资不足、过度投资、频繁变更募集资金投向等，导致投资效率低下，制约了农业上市公司的发展。国内外学者在企业投融资相关研究方面取得了丰硕成果，但现有文献中，对企业投融资影响因素存在的多重而非单一的影响机制的研究尚显不足。本书基于我国转型时期的农业上市公司股权结构特征，以投融资相关理论作为研究分析视角，构建股权结构、融资结构、融资约束与企业投资的结构方程模型，探索一些以前未证实的理论假设，揭示农业上市公司投融资影响因素显性和隐性的复杂关系，为公司投融资互动机制研究提供新的分析视角和实证研究方法。

本书基于代理理论和投融资互动机制理论，规范研究与实证研究相结合，运用因子分析法、结构方程模型、参数检验和非参数检验等计量研究方法，分析农业上市公司投融资互动机制及其影响因素。在此基础上，构建股权结构与企业投资，融资结构、融资约束与企业投资的结构方程模型，分析农业上市公司投融资互动的理论变量测量指标，识别投融资互动影响因素之间显性和隐性复杂关系，并从影响企业投融资的股权结构治理效率、融资结构优化视角，提出政策性建议。

本书框架与具体研究内容，主要包括：

第一章，导论。首先给出了本书选题的研究背景、研究目的和意义；其次对国内外关于上市公司投融资机制研究的相关文献进行梳理和评述；第三，总结了本书的主要研究方法和研究思路；最后提出了本书的几个主要创新点。

第二章，相关概念与理论基础。作为本书研究的理论基础，本章首先对相关概念进行定义与界定；第二，通过梳理公司财务理论发展脉络和相关理论文献，以企业投融资问题研究为主线，从治理结构和公司财务两个方面勾勒出本书的企业投融资互动问题研究的理论框架。为后文的规范研究和实证分析的展开，提供了较为完整的理论依据。

第三章，农业上市公司投资特征分析。本章首先梳理国内外关于企业投资的相关文献，提出了企业投资的结构和测度方法，运用基本计量分析工具，以2000－2007年的农业上市公司为样本，主要研究我国农业上市公司的投资支出特征，包括投资支出的构成、分布状况、时间特征，大股东控制下的投资支出特征，不同规模、不同成长性的农业上市公司投资支出的分布特征；引入行业虚拟变量，分析各子行业的投资支出是否存在显著性的差异。本章的分析是对农业上市公司投资特征的初步描述，从而为本书后面的展开和深化奠定基础。

第四章，农业上市公司投资影响因素分析。本章重点探讨了农业上市公司投资影响因素，主要分析融资结构、股权结构、资产特性、产品市场竞争、非负债税盾、税收制度等因素对农业上市公司投资的影响，以一个新的框架对我国农业上市公司投资特征提供解释，并运用因子分析方法进行实证分析。本章的研究结论为后文的规范和实证研究提供理论依据，同时从企业投资决策视角为管理当局和投资者理解股权结构在公司治理中的作用提供新的经验证据，为改进企业融资途径和优化投资行为提供有益的参考。

第五章，股权结构与农业上市公司投资。本章首先对股权分置改革前后农业上市公司大股东控股、管理股权、投资支出的差异性进行检验；其次，将大股东控制、管理股权、融资结构、代理成本因素一并纳入研究设计框架，构建投资因素之间的结构方程模型，实证考察大股东股权融资偏好实现程度、管理股权与代理成本对企业投资的影响。

第六章，融资结构、融资约束与农业上市公司投资。本章首先对我国农业上市公司的治理结构特征和融资偏好进行了解构、剖析和提炼；其次，基于融资结构与融资约束下的农业上市公司投资及其影响因素进行理论分析，结合我国农业上市公司融资偏好及其融资约束条件下对公司投资决策的影响，提出了关于企业投资影响因素之间的理论假设；然后对传统实证研究方法进行评述，指出其在测量理论变量和验证因素结构这两个方面的缺陷；最后构建了融资结构、融资约束与农业上市公司投资的结构方程模型，实证分析了融资结构、融资约束对企业投资的影响。

第七章，研究结论、政策建议与研究展望。本章总结了各章的研究结论，并

针对以上各部分的结论，从完善农业上市公司的治理结构，优化融资结构，提高农业上市公司投融资效率，加强和完善信息披露机制，提高市场监管效率视角，提出政策性建议。最后，提出了本书的研究不足和进一步研究的展望。

关于我国农业上市公司的投融资问题的系统分析与综合研究，目前尚不多见，本书通过这一方面的努力，可在一定程度上丰富和发展农业上市公司投融资理论。本书具有以下几个较为鲜明的特点：

一是系统地阐述了股权结构、融资途径、融资约束对企业投资的影响，构建了股权结构与企业投资，融资途径、融资约束与企业投资的结构方程模型，提出并验证了现金流—投资水平双向影响的理论假设，揭示影响农业上市公司投资显性和隐性的相关关系，提供了研究多重而非单一影响机制的分析范式。

二是构建并验证了股权结构、融资途径、融资约束与企业投资的理论变量测量指标，最大程度地减小了因测量指标误差而导致的研究结论的不一致，提高了研究精确程度。

总之，本书推进了企业投融资互动机制的研究，并充实了有关公司治理、融资与企业投资之间关系的理论与实证分析。由于笔者的水平所限，书中难免存在不足和缺陷，敬请读者批评指正。

ABSTRACT

The purpose of corporate investment is to achieve the prospect profitability, and finally to maximize the corporate value. However, the investment of agricultural listed companies is seriously destroyed to some extent because of faultiness of capital market environment and request proxy problems. It shows the low investment efficiency of investment shortage, over-investment, frequently alteration of collecting capital directions, constrains the development of agricultural listed companies. The relevant research on corporate investment is abundant, whilst the scholars lack of the research on multi-factor influencing investment instead of single factor. In accordance with the characteristics of corporate ownership structure of agricultural listed companies in Chinese transition period, this book builds up the Structural Equation Modeling of ownership structure, financing structure, financing constrains and investment with the help of investment and financing theories. It aims to explore the naked theoretical hypothesis, identify the explicit and implicit relations among influencing factors of investment, and offer new research paradigm and empirical approaches to study the corporate investment.

Supported by Agency Theory and Interactive Mechanism Theory between Investment and Financing, the author firstly combines Normative Analysis and Empirical Analysis, and then implements some qualitative approaches, like Factor Analysis, Structural Equation Modeling, Parametric and Nonparametric Tests. Owing to

the well prepared work, the book successfully analyses the characteristics and influencing factors of investment of agricultural listed companies. In addition, Structural Equation Modeling of ownership structure and investment, financing structure, financing constrains and investment is built to illustrate the theoretical variables of corporate investing behavior, to identify the explicit and implicit relations among influencing factors of that, and to offer policy recommendations from influencing factors of governance efficiency of ownership structure and optimization of financing structure perspectives.

This book mainly covers seven chapters as follows.

Chapter 1 As introductory part, it firstly offers the research background, research objectives and research significance of the topic; secondly it reviews the literature of investment behavior of listed companies; thirdly it discusses the research methods and research clues; finally it comes up with some points of innovations.

Chapter 2 This chapter aims to illustrate all the relevant definitions and theoretical foundations. It defines the concepts at first to lay theoretical foundations for this research. Then it sorts out the theoretical development of corporate finance and related reference, in order to outline the theoretical framework of corporate investment of this research from both corporate governance structure and corporate financing aspects. And it provides a theoretical basis and guidance for the latter part of the paper.

Chapter 3 Supported by the definitions and theoretical foundations in chapter 2, this part reviews the literature of investment expenditure, which helps present the structures and estimate methods of investment expenditure within this research; then it implements basic statistical tools and samples of agricultural listed companies from 2000 to 2007, in order to study the characteristics of investment expenditure, including constitution of investment, distribution status, time features, characteristics of investment under large shareholder control, distribution characteristics of investment of different size and different growth of agricultural listed companies. Finally, it discusses the existence of significant differences of investment among subsectors by imputing industry dummy variables. This chapter offers an introduction to the characteristics of investment of agricultural listed

companies, and lays foundations for latter parts.

Chapter 4 This chapter is designed to illustrate the factors of investment of agricultural listed companies, including financing structure, ownership structure, capital characteristic, market competition, non-debt tax shields, revenue system and other factors influencing the investment behavior. It is a new framework to explain the investment behavior of Chinese agricultural listed companies, and is an empirical research using factor analysis. The conclusions of this chapter set the foundation of later normative research and empirical research, and offer experiences of understanding the roles of ownership structure within corporate governance to both authorities and investors from corporate investment decision perspective.

Chapter 5 In view of Large Shareholder Control and Financing Structure Perspectives, this chapter firstly verifies the difference of large shareholder control, shareholding management and investment before and after the shareholding separation revolution; then it constructs Structural Equation Modeling of Factors, including factors of large shareholder control, shareholding management, financing structure and agency cost, in order to study to what extent they influence the corporate investment level.

Chapter 6 This chapter firstly discusses the features of governance structure and financing preference of Chinese agricultural listed companies in details. Then, in terms of Financing Structure and Financing Constraints Perspectives, this part begins with the theoretical analysis of investment of agricultural listed companies and its influencing factors based on financing structure and financing constraints perspectives. Supported by the previous studies, it offers the hypothesis of factor structure by combination of effects of financing preference and financing constraints on corporate investment decisions. Thirdly, it reviews the traditional empirical research, and points out the limitations of measuring theoretical variables and verifying factor structure. As a result, the chapter implements Structural Equation Modeling as the empirical research approach to accurately verify the theoretical hypothesis.

Chapter 7 The concluding chapter sums up the key points in the preceding parts. As far as agricultural listed companies are concerned, it

contributes some policy suggestions, such as how to perfect mechanism of controlling power; how to optimize the capital market to upgrade efficiency of corporate investing and financing; and how to improve the information disclosure mechanism in order to call for high efficiency market governance as well. Furthermore, it discusses some limitations in this study, and offers suggestions for further studies.

There are few studies about the investment and financing issues of the agricultural listed companies in China. This book has attempted some discussions and studies to enhance and develop the agriculture investment and financing theory to a certain extent. The details are listed as follows.

1. To build Structural Equation Modeling of ownership structure and investment, financing structure, financing constrains and investment; to verify the hypothesis of two way influence effects of investment and sensitivity of cash flow; to identify the explicit and implicit relations among influencing factors of investment of agricultural listed companies; to offer the research paradigm of multi-factor influencing mechanism instead of single factor.

2. To structure and validate the theoretical variables of ownership structure, financing structure, financing constrains and investment; to reduce the errors leading to the disagreement of the conclusions, while upgrades the research accuracy.

In a word, this book has put forward the studies of interaction mechanism of enterprise investing and financing. Its theoretical studies and quantitive analyses have made up the studies of company management and the relation between financing and investing. All the weak points in this book belong to the author. We appreciate all criticism about this book.

目 录
Contents

01 导论 /001

1.1 研究背景 /001
1.2 研究目的和意义 /003
1.2.1 研究目的 /003
1.2.2 研究意义 /003
1.3 国内外研究综述 /004
1.3.1 国外研究动态 /004
1.3.2 国内研究动态 /007
1.3.3 国内外研究动态评述 /008
1.4 研究思路与研究方法 /009
1.4.1 研究思路 /009
1.4.2 研究方法 /011
1.5 可能的创新之处 /013

02 相关概念与理论基础 /014

2.1 相关术语的定义 /014
2.1.1 农业上市公司 /014
2.1.2 投资与企业投资 /015
2.1.3 投资支出水平 /016
2.1.4 股权结构 /017
2.1.5 融资结构 /018

2.2 理论基础 /019
2.2.1 投融资互动机制理论 /019
2.2.2 代理理论 /019
2.2.3 优序融资假设 /020
03 农业上市公司投资特征分析 /024
3.1 问题的提出 /024
3.2 农业上市公司概况 /024
3.2.1 农业上市公司基本情况 /024
3.2.2 农业上市公司子行业分析 /025
3.3 农业上市公司的基本特征 /033
3.3.1 农业上市公司的规模偏小 /033
3.3.2 农业上市公司经营呈多元化 /034
3.3.3 农业上市公司的整体效益欠佳 /034
3.3.4 农业上市公司经营效率不高 /035
3.4 农业上市公司投资水平现状分析 /035
3.5 投资水平的结构和测度方法 /036
3.6 实证分析 /037
3.6.1 样本选择与数据来源 /037
3.6.2 描述性统计分析 /039
3.7 行业特征、大股东控制、企业规模、成长性与企业投资 /043
3.7.1 行业特征与企业投资 /043
3.7.2 大股东控制与企业投资 /046
3.7.3 公司规模与企业投资 /048
3.7.4 成长性与企业投资 /051
04 农业上市公司投资影响因素分析 /057
4.1 问题的提出 /057
4.2 理论分析 /058
4.2.1 影响企业投资的微观因素 /058
4.2.2 影响企业投资的宏观因素 /061
4.3 实证分析 /062

4.3.1　变量设计 /062
4.3.2　研究方法：因子分析法 /064
4.3.3　样本数据来源 /068
4.4　实证分析结果 /069
4.4.1　描述性统计分析 /069
4.4.2　因子分析结果 /071
05 股权结构与农业上市公司投资 /075
5.1　问题的提出 /075
5.2　农业上市公司股权特征与治理现状 /076
5.2.1　农业上市公司股权特征 /076
5.2.2　农业上市公司股权结构治理效应 /080
5.3　理论分析与研究假设 /082
5.3.1　股权集中度与企业投资 /082
5.3.2　管理层持股与企业投资 /083
5.3.3　代理成本与融资结构 /084
5.3.4　融资结构与企业投资 /084
5.4　实证分析 /087
5.4.1　变量定义 /087
5.4.2　研究方法：结构方程模型 /087
5.4.3　数据来源与样本选择 /091
5.5　实证分析结果 /092
5.5.1　描述性统计分析与 T 检验 /092
5.5.2　结构方程模型的实证分析 /097
5.6　实证研究结论 /111
06 融资结构、融资约束与农业上市公司投资 /114
6.1　问题的提出 /114
6.2　农业上市公司融资方式 /115
6.2.1　农业上市公司融资结构 /115
6.2.2　农业上市公司融资方式特征 /115
6.3　理论分析与研究假设 /118

6.3.1 企业投资的融资约束 /118
6.3.2 自由现金流的代理成本 /119
6.4 实证分析 /121
6.4.1 变量定义 /121
6.4.2 研究方法:结构方程模型 /122
6.4.3 数据来源与样本选取 /123
6.5 实证分析结果 /124
6.5.1 描述性统计分析 /124
6.5.2 结构方程模型的实证分析 /127
6.6 实证研究结论 /136
07 研究结论、政策建议与研究展望 /139
7.1 研究结论 /139
7.2 政策建议 /141
7.2.1 完善农业上市公司的治理结构 /141
7.2.2 优化融资结构,提高农业上市公司投融资效率 /142
7.2.3 加强和完善信息披露机制,提高市场监管效率 /143
7.3 研究中存在的不足 /144
7.4 进一步研究的展望 /144
参考文献 /146
附 录 /155
后 记 /166

图目录

图 1 1　本书研究思路 /10
图 5-1　全模型 $M_{3(5)}$ /97
图 5-2　验证性因子模型 $M_{CFA0(5)}$ /99
图 5 3　验证性因子模型(股权分置改革前)$M_{CFA1(5)}$ /100
图 5 4　验证性因子模型(股权分置改革后)$M_{CFA2(5)}$ /100
图 5-5　验证性因子模型修正(股权分置改革前)$M_{CFA3(5)}$ /100
图 5 6　验证性因子模型(股权分置改革前)$M_{CFA4(5)}$ /101
图 5-7　验证性因子模型(股权分置改革后)$M_{CFA5(5)}$ /101
图 5-8　验证性因子模型(股权分置改革前)$M_{CFA6(5)}$ /102
图 5 9　验证性因子模型(股权分置改革后)$M_{CFA7(5)}$ /102
图 5 10　验证性因子模型(股权分置改革前)$M_{CFA8(5)}$ /103
图 5-11　验证性因子模型(股权分置改革后)$M_{CFA9(5)}$ /104
图 5-12　全模型(股权分置改革前)$M_{1(5)}$ /105
图 5 13　全模型(股权分置改革后)$M_{2(5)}$ /105
图 5-14　路径模型 $MP_{1(5)}$ /106
图 5 15　全模型(股权分置改革前)$M_{3(5)}$ /107
图 5 16　全模型(股权分置改革后)$M_{4(5)}$ /107
图 5-17　全模型(股权分置改革前)$M_{5(5)}$ /109
图 5-18　全模型(股权分置改革后)$M_{6(5)}$ /110
图 6 1　全模型 $M_{3(6)}$ /127
图 6-2　验证性因子模型 $M_{CFA0(6)}$ /128
图 6 3　验证性因子模型 $M_{CFA1(6)}$ /130
图 6 4　验证性因子模型 $M_{CFA2(6)}$ /130
图 6-5　验证性因子模型 $M_{CFA3(6)}$ /131

图 6 6　验证性因子模型 $M_{(CFA(6)}$ /132
图 6 7　全模型 $M_{1(6)}$ /133
图 6 8　路径模型 MP /133
图 6 9　全模型 $M_{2(6)}$ /134
图 6 10　全模型 $M_{3(6)}$ /135

表目录

表 3 1　2007 年沪深市农业上市公司的基本情况 /26
表 3 2　2007 年全国上市公司与农业上市公司规模比较 /34
表 3-3　2007 年全国上市公司与农业上市公司主要指标比较 /35
表 3 4　总投资分行业的扩张情况描述统计(1998－2006) /36
表 3 5　相关变量的定义和计算方法 /37
表 3-6　农业上市公司投资水平描述性统计分析(2000－2007) /40
表 3 7　混合样本子行业投资水平结构的均值、标准差和行业虚拟变量系数 /44
表 3 8　农业上市公司子行业投资水平单因素方差分析表(One way ANOVA) /45
表 3 9　农业上市公司子行业投资水平的 Kruskal Wallis H 检验 /45
表 3-10　大股东持股的投资水平 /47
表 3-11　不同公司规模的投资水平(2000－2007) /49
表 3 12　低成长性农业上市公司的投资水平(2000－2007) /52
表 3-13　高成长性农业上市公司的投资水平(2000－2007) /54
表 4 1　相关变量的定义和计算方法 /65
表 4 2　农业上市公司投资影响因素的描述性统计分析 /70
表 4-3　总方差分析表(Total Variance Explained) /72
表 4 4　旋转后的因子(主成分)载荷矩阵(Rotated Component Matrix(a) /73
表 5 1　沪深农业上市公司前五大股东持股比例加权平均值 /77
表 5-2　沪深农业上市公司前五大股东持股比例算术平均值 /77
表 5 3　2004 年沪深农业上市公司大股东持股比例加权平均值 /78
表 5-4　2007 年沪深农业上市公司大股东持股比例加权平均值 /79