



暨南大学管理学院“十五”“211工程”建设项目“企业管理理论与应用”研究成果系列丛书——博士文库系列

JINAN DAXUE GUANLI XUEYUAN SHIWU 211 GONGCHENG JIANSHE XUEYUAN
QITI GUANLI LILUN YU YINGYONG YANJIU CHENGGUO XILIE CONGSHU BOSHI WENKU XILIE

姚琼 / 著

农业上市公司资本结构 研究



经济科学出版社

农业上市公司资本 结构研究

姚 琼 / 著

经济科学出版社

责任编辑：纪晓津 闫建平

责任校对：徐领弟

技术编辑：董永亭

农业上市公司资本结构研究

姚 琼 / 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

天字星印刷厂印刷

永明装订厂装订

880×1230 32 开 7.25 印张 170000 字

2005 年 1 月第一版 2005 年 1 月第一次印刷

ISBN 7-5058-4599-3/F·3871 定价：15.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

总 序

暨南大学管理学院“十五”“211工程”建设项目“企业管理理论与应用”是暨南大学“十五”“211工程”重点建设项目之一，其研究内容主要包括国际化经营与战略管理、生产运作与物流管理、人力资源管理 with 组织行为、公司理财与会计规范等4个方面，预计在国际化经营和价值链管理方面形成一批有国际影响和实用价值的学术成果。此次出版的系列丛书是我院科研人员近年来在国际化经营与价值链管理方面取得的研究成果的汇总，分为《博士文库》和《价值链研究》两个系列。

当今世界经济面临着经济全球化和新经济浪潮两大挑战，这对各国和各地区的经济发展将产生极其深远的影响。在这一背景下，供给与需求在时间、空间上的关系将面临重大变革，并成为未来市场竞争的焦点，直接关系到未来企业的价值链定位以及价值链结构。在这种情况下，企业管理的理念、模式和手段都将发生重大变革。作为市场主体的企业，只有站在全球化的背景下，充分运用信息技术等手段科学地实行价值链管理，才能适应新形势的要求。我们的研究正是在这种新形势下展开的。《价值链研究系列》涵盖了价值链管理下企业品牌、

农业上市公司资本结构研究

ERP应用以及审计功能等多方面的研究,对有关概念和方法进行了有益的探索并提出了独到的见解;《博士文库系列》是我院年轻教师在上述各领域完成的博士论文的基础上修改而成,在理论方面具有一定的先进性。我们希望通过此次出版工作,一方面能够和国内外有关同行和专家分享我们在国际化经营和价值链管理方面的研究成果,另一方面能够得到各位专家提出的批评和建议,使我们能不断提高科研工作质量和科研成果水平,为国家的发展和经济的繁荣做出更大的贡献。

本丛书的编写和出版得到了暨南大学“211工程”建设领导小组和管理学院有关领导的大力支持,管理学院的有关专家对本次出版工作也提出了许多宝贵的意见,经济科学出版社的纪晓津副主任和第十一编辑中心的其他工作人员为本丛书的出版做了大量工作,在此向他们表示衷心的感谢。

**暨南大学管理学院“十五”“211工程”建设项目
“企业管理理论与应用”研究成果系列丛书编委会**

2004年8月

前 言

资本结构又称财务杠杆。在中国，计划经济条件下，企业的资本结构显得并不重要。因为企业从不同渠道获取资金的决定权并不主要在企业本身，而且企业从银行、财政等得到的资金对企业均只是一种软性的约束。但是随着我国现代企业制度的逐步建立、证券市场的不断完善和银行商业化的不断深入，企业正日益成为其自身融资方式与途径的决策者。同时，不同融资方式及其获取的资金之间的差异日益显露。因而资本结构的重要性逐渐被人们所认知。一般来讲，资本结构在企业财务管理中扮演着十分重要的角色。它不仅影响企业的融资成本和市场价值，而且影响企业的治理结构，即资本结构的财务杠杆效应和治理效应。财务杠杆效应表现为：

由于负债带来的节税利益，企业利用它增加所有者的预期收益；同时过度的负债又增加了企业的破产风险，所以精明的经理通过确定和运用合理的负债—权益比例能使企业的融资成本降到最低，从而使企业的市场价值最大化。资本结构的治理效应表现为债务和股权对企业有不同的控制、监督和激励作用，产生不同的债务代理成本和股权代理成本，所以合理的资本结构可以降低债务、股权总的代理成本，提高企业治理结构

效率。

但是，中国的上市公司普遍存在资本结构不合理的现象。上市公司很少利用合理的资本结构来减少融资成本、增加企业市场价值，更谈不上发挥资本结构的治理效应。为了挖掘资本结构的影响因素和寻找改进的途径，本书采用实证研究方法，对中国农业上市公司这个特定行业进行了研究。

第一章阐述了农业上市公司的基本特征及其与宏观环境的辩证关系，包括农业上市公司的发展速度、地域分布和行业分布等，以及农业上市公司与中国农业、证券市场和 WTO 的辩证关系，为本书的理论分析和实证研究提供了背景。从第二章开始，对资本结构的影响因素进行分析。首先以莫迪利亚尼和米勒模型、权衡理论、激励理论、不对称信息理论为理论依据，提出了可能影响农业上市公司资本结构的微观因素和宏观环境因素，前者包括非债务节税因素、盈利性、资产实质性、成长性、规模、经营风险等，后者包括税收制度、股权结构、金融体系等。然后，为了检验上述因素的影响，确定了实证研究的样本、变量指标和研究方法：选择变量指标时，采用多指标度量法，尽可能从不同角度全面反映变量；实证研究主要采用逐步回归分析、聚类分析和相关分析方法。

通过描述性统计分析，本书得到了农业上市公司资金来源：农业上市公司的外部资金主要通过股票市场获得，其次通过金融机构和商业信用获得短期负债，而通过债券市场获得的资金十分有限。实证研究结果表明，微观因素中的经营风险、资产实质性和企业规模是影响农业上市公司资本结构最主要的因素，其次是企业成长性、盈利性，而由固定资产折旧带来的非债务节税对农业上市公司资本结构没有影响。在宏观环境因

素中，税收制度、股权结构、股票市场和经济增长对农业上市公司资本结构有显著影响，而银行体系、债券市场、利率和通货膨胀对农业上市公司资本结构的影响不显著。

在实证结果的基础上，根据前人的理论研究和实证结果进一步分析原因，比较与其他国家或我国其他上市公司的异同，从中找到了西方资本结构理论的证据以及我国农业上市公司资本结构的特性。其中西方资本结构理论的证据有：一般看来，只要所得税减免能够降低企业的边际税率或实际税率，理性的经理都会降低企业的负债水平，该结果证实了税收对资本结构的影响；无形资产比例和企业规模与负债水平的负、正相关表明债权人（尤其是银行）对农业上市公司贷款时都考虑到了破产风险；自由现金流量、股权集中度、管理人员持股以及固定资产比例和规模成长性对负债水平的影响，分别证实了债务融资代理问题和股权融资代理问题的存在；盈利性及盈利成长性在不对称信息下传递着农业上市公司的信息。农业上市公司的融资特性包括三点：其一，对税收枯竭的企业，尽管税收减免的节税利益可以抵消负债的节税利益从而使负债水平降低，但在企业难以通过发行股票或利用内部资源满足其持续经营或扩大生产的要求情况下，企业必须借助负债融资，尤其是短期借款。其二，我国农业上市公司，尤其是经营风险大的企业，虽然理论上企业有较大的破产风险，但是实际上，企业经理愿意冒破产风险提高负债比来维持企业的经营，或者说在我国上市公司缺乏真正破产机制的情况下，企业经理没有考虑破产风险，而只考虑了企业的持续经营。其三，在股权结构的研究中，本书发现股权集中度也是一个传递农业上市公司内部信息的信号。

农业上市公司资本结构研究

根据实证研究结论，本书得到了四点具有一定普遍意义的启示：第一，正确对待政府对农业上市公司的支持，尤其是税收优惠政策。政府对农业上市公司提供税收优惠政策时应该区别对待，企业在不享受税收优惠政策后应该充分利用负债的财务杠杆效应增加企业的价值。第二，建立上市公司的破产机制。建立新的破产法时，确定申请破产的标准，防止企业借破产逃债；注意控制破产程序的成本；不能因为上市公司壳资源价值而对上市公司的破产进行行政干预。第三，完善证券市场。对股票市场，严格会计制度、优化监管政策；在企业债券市场方面，解决企业债券的上市审批与发行审批脱节问题；对投资者，要注重对企业内在价值的判断及对企业的中长期投资。第四，调整股权结构，重视资本结构的治理效应。即在企业经营业绩较好的时候减少国家股比例，增加管理股权比例，重视负债融资对经理的激励和约束作用。

本书的出版得到暨南大学管理学院“十五”“211工程”建设计划出版资助基金和学院科研部门的大力支持，在此深表感谢！

导 言

20 世纪 90 年代以来,随着中国证券市场的发展,国民经济各行业纷纷以不同方式进入证券市场,为自身的改革与发展寻找动力和支持。农业作为国民经济的基础自然也不例外。尽管进入证券市场的途径很多,但是,我国债券、基金等证券品种尚未充分发育,除了政府利用国债支持农业外,农业进入证券市场主要是组建上市公司发行股票。在证券市场的众多功能中,筹集资金、优化资本结构对农业上市公司而言无疑是十分有意的。因为企业的资本结构不仅影响企业的融资成本 and 市场价值^①,而且影响企业的治理结构,甚至对资本市场的运行和总体经济的增长产生影响。在宏观层面上,资本结构反映了企业资本与社会资源的配置状况。在微观层面上,资本结构具有财务杠杆效应和治理效应。财务杠杆效应表现为负债是一把双刃剑,它既使所有者的预期收益增加,也使他们的风险增加,也就是说企业增加负债可以增加所有者收益,同时也增加了企

^① 市场价值 (market value),通常有两种解释:一是指企业上市股票的某日收盘价与该企业发行在外的普通股的股份数量之积,它表明了社会公众对该企业未来价值的判断;另一种理解为企业所筹集资金总和的市场面值。(李勇,1999)

业的破产风险。精明的经理通过确定和运用合理的负债-权益比例能使企业的融资成本降到最低,从而使企业的净收益最大化。当存在破产风险时,合理的负债-权益比例能使企业股票价值最大化。资本结构的治理效应表现为债务和股权对企业有不同的控制权和监督、激励作用,产生不同的债务代理成本和股权代理成本,因此合理的资本结构就是要降低债务、股权总的代理成本。由上可知合理的资本结构能够增加企业的价值并且提高治理结构效率。

正因如此,学者们对企业资本结构问题进行了大量理论和实证研究。但是,现有文献多是对不同行业企业的综合研究,以同一行业的企业为研究对象的研究几乎没有。事实上,不同行业的资本结构有所差异,甚至同一行业中的资本结构也有较大差异。为了剔除行业因素的影响,本书以同一行业的企业——中国农业上市公司为研究对象。

此外,以农业上市公司为研究对象,也是从其存在的问题出发。目前,我国农业上市公司的负债率偏低或股权融资偏高,资本结构并不合理。可通过两个方面比较体现:一是国别比较,另一是行业比较。

比较中国、泰国和美国的农业上市公司在不同年份的平均资产负债率,可以发现中国农业上市公司资本结构的显著特点是负债水平低。从中国的数字看,近几年来中国农业上市公司的负债水平总体上呈下降的趋势,由1995年的56.58%下降为40.26%,下降了10个百分点。由于资料有限,我们只能得到泰国和美国农业上市公司的部分数据,无法对其动态变化趋势进行分析,但是从上市公司融资的渠道看,公司外部融资的主要方式有股票、债券和贷款。泰国与中国比较相似。泰国

的债券市场并未得到充分的发育，直到 1992 年公司才被允许发行债券，泰国的负债主要来源于金融机构尤其是银行。因此将两国 1996 年的数据进行比较，从而得出大致的规律。1996 年中国农业上市公司的负债率为 51.39%，泰国的负债率为 60.54%，因此中国农业上市公司的负债率明显低于泰国，低几个百分点。与美国相比，中国农业上市公司 5 年内的最高负债率为 56.58%，比美国农业上市公司 1989~1998 年 10 年的平均负债率 58.70% 还低。此外美国证券市场发展比较成熟，并且农业上市公司的存在年限较长，加上在外部融资中企业普遍倾向于债务融资，因此农业上市公司的负债水平可基本保持稳定或略有上升。因此可以认为，中国农业上市公司的负债率低于美国。

下面我们从行业间的比较来看农业上市公司负债率。从总体上看，1999 年中国上市公司的平均资产负债率为 44.33%，农业上市公司为 38.39%，低于平均水平，仅比能源电力、纺织服装和酿酒食品行业的上市公司资产负债率高。因而中国农业上市公司的负债率偏低。

我们将国别与行业结合起来比较，也会发现中国农业上市公司负债水平偏低的特点。从泰国所选行业的资产负债率看出，农业上市公司的负债率比较高，仅比建材建筑、电子产品及计算机和地产行业的负债率低。另外将中国和美国进行比较，美国所选定的四个行业（农业、银行、计算机软件及服务及石油）中，农业的负债率处于中等水平，但是在我国四个类似的行业（农业、金融、家电及电子信息和石油）中，农业的负债率处于最低水平。

从上面的分析得出我国农业上市公司负债率水平偏低。但

此时我们还不能断定这种偏低的负债水平是否合理，因为行业和国别的差异都可能会使我国农业上市公司的负债水平与其他行业和其他国家的负债水平不同。这里我们仅从负债的财务杠杆效应就可判断我国农业上市公司资本结构的合理性。前面已经提到过负债的双面效应，多负债可能使企业股东获得更高的利润，但由于经营风险的存在和企业破产的威胁，多负债也可能使企业股东权益减少甚至引起企业破产。因此，当根据经营利润率和借款利率来确定负债时，当企业经营对路，经营利润率大于借款利率时，企业应该适度多借入资金，就可以提高权益资本收益，这就是资本结构产生的正效应；当企业处于经营萧条期，普遍出现经营利润率小于借款利率时，此时企业容易产生亏损而侵蚀股东权益，此情况下企业应当尽快缩小负债，否则就会出现财务危机，这就是资本结构产生的负效应；当经营利润率等于借款利率时，表面上没有什么危害，但借入的资金无增值，因此企业如果不尽快扭转这个局面，资本结构也会产生负效应。张兆国等（2001）用总资产息税前利润率和商业银行年贷款利率比较发现，1999年31家农业上市公司平均总资产息税前利润率为8.72%，远大于商业银行年贷款利率5.85%，这表明我国农业上市公司还没有充分发挥负债的财务杠杆效应，因此这种偏低的负债水平并不合理。

基于以上情况，我们不禁要问：为什么我国农业上市公司的资本结构不合理、负债水平偏低？哪些因素影响农业上市公司资本结构？如何才能调整农业上市公司的资本结构使其趋于合理？为了回答这些问题，本书在下列两个方面试图做出探索，希望有所创新。

一是根据前人有关资本结构的理论和实证研究，以新兴经

济体国家的一个具体行业为对象，在实证研究上综合分析微观因素和宏观环境的影响，为资本结构的理论研究和实证研究提供了新证据。研究集中于权衡理论、资本结构优序理论和自由现金流量理论中关心的几个关键问题，如税收问题、破产风险、代理问题和信息不对称问题等，其实证结果在中国农业上市公司中找到了新的证据，并且进一步证实了中国农业上市公司的融资特性。

二是根据我国农业上市公司的具体情况，对度量变量的方法做出了新的探索。如笔者根据我国农业上市公司的盈利特点，选择现金流量度量盈利性，这样更能真实地反映盈利质量；基于我国农业上市公司享受诸多税收优惠政策的情况，将税收减免作为非债务节税的重要项目。并且赋予不同变量指标相应的含义，包括用总资产变化率和托宾值分别反映企业规模的成长性和盈利的成长性、用经营活动现金流量和现金流量近似估计分别反映企业的经营业绩和整体业绩、用固定资产折旧和所得税减免分别反映微观因素和宏观制度中的税收因素等。

本书的内容基本上以从微观到宏观、从实践——理论——实证的顺序安排，利用我国农业上市公司的数据，重点从实证角度分析了微观因素和宏观环境对资本结构的影响。其中第一章集中阐述了我国农业上市公司的基本特征及其与宏观环境的辩证关系，第二章提出了不同因素对资本结构影响的理论基础，第三章阐述了实证研究中将采用的变量指标、样本和研究方法，第四章和第五章围绕微观因素和宏观环境的实证结果进行研究，第六章根据实证结果解释农业上市公司的资本结构现状并提出相应对策。

全书的具体结构安排如下：

第一章是农业上市公司的概述,阐述了农业上市公司的基本特征及其与宏观环境的辩证关系。在对农业上市公司进行界定后,分析了农业上市公司的基本特征,包括发展速度、地域分布和行业分布等。然后分析了农业上市公司与中国农业、证券市场和 WTO 的辩证关系。例如不仅农业上市公司在中国农业的资金支持、资源配置、农业产业化等方面起到积极的作用,而且农业的发展状况也是农业上市公司发展的基础。本章概括了我国农业上市公司的发展现状,为全书的理论分析和实证研究提供了背景。

第二章从微观因素和宏观环境方面,对前人研究资本结构影响因素的文献作了详尽的回顾,同时结合我国农业上市公司或上市公司实际情况,构建了全书的理论框架。根据前人研究,提出了可能影响农业上市公司资本结构的微观因素和宏观环境因素,前者包括非债务节税因素、盈利性、资产实质性、成长性、规模、经营风险等,后者包括税收制度、股权结构、金融体系等。并且分别从税收、破产风险、代理问题等方面阐述了各因素对企业资本结构的影响。

第三章阐述了实证研究中采用的变量指标、样本和研究方法。在选择变量指标时,采用多指标度量法,尽可能从不同角度全面反映变量,避免指标选择给实证结果带来的偏差。对资本结构采用账面资本结构和市值资本结构;盈利性用经营活动现金流量和现金流量近似估计度量,分别反映企业经营业绩和整体业绩(经营业绩);成长性用总资产变化率和托宾值度量,分别反映规模的成长性和盈利的成长性。在实证研究方法上本书主要有逐步回归分析、聚类分析和相关系数分析。在对研究样本确定后,阐述了样本的资金来源及资本结构变化。结果得

到样本的外部资金主要通过股票市场获得，其次通过金融机构和商业信用获得短期负债，而通过债券市场获得的资金十分有限；账面资本结构的变化主要是由负债变化引起的，其次是股票变化，最后是利润变化，而市值资本结构的变化由股票和负债变化引起的，利润变化的影响较小。

第四章实证分析微观因素对农业上市公司资本结构的影响。首先将微观因素的影响进行了简单的横向比较——农业上市公司和信息行业上市公司。通过相关分析得到，农业上市公司负债水平低于信息行业上市公司负债水平的原因可能在于资产实质性（无形资产和固定资产）和成长性对资本结构的影响差异。其次运用逐步回归法详细分析了微观因素的影响，并用聚类法和相关系数分析从破产风险、代理问题、信息不对称等角度解释了原因：从破产风险解释资产实质性的无形资产和企业规模对农业上市公司资本结构的影响；从债务融资代理问题解释了固定资产比例和规模成长性的影响；从不对称信息（或者信号传递）解释盈利性的影响；从股权融资偏好解释经营风险和规模成长性的影响。此外在盈利性的基础上进一步分析自由现金流量问题，结果得到股东没有利用负债融资约束经理的过度投资行为，缓解股权融资代理问题。

第五章实证分析了税收制度、股权结构、金融体系、经济增长等宏观环境对农业上市公司资本结构的影响。我国农业上市公司享受多项税收优惠政策，所得税减免对其资本结构有一定影响，但是这种影响对实际税率不同的企业有所差异。在股权结构分析中，主要从股权集中度和管理股权两方面着手。在农业上市公司，股权高度集中于国家手中，管理层持股比例低。在这样的背景下，股权集中度越高，负债水平越低，但是

对股权集中度较低的企业，情况略有不同；管理股权比例越高，负债水平也越高。至于产生这种关系的原因在本章中做了具体分析。在金融体系分析中，主要从银行体系、股票市场和债券市场三方面展开。结果得到虽然我国银行体系在国民经济中占有最重要的地位，但是只有股票市场尤其是股票市场的活跃性对农业上市公司的资本结构产生显著影响。最后还分析了通货膨胀、经济增长和利率的影响。

第六章根据前面的实证分析得出结论，并从中获得一些启示。总结前文的实证结果，比较与其他国家或我国其他上市公司的异同，从中找到西方资本结构理论的证据以及我国农业上市公司资本结构的特性。税收、破产风险、代理问题和不对称信息通过不同的特征影响着农业上市公司的资本结构，这是本书为西方资本结构理论提供的新证据。税收枯竭效应、企业持续经营问题、股权集中度的信号传递功能、股权融资偏好和企业盈利质量则成为农业上市公司资本结构的特性（主要是区别于其他国家的特性）。最后从农业上市公司资本结构的特性和共性找到其融资过程中暴露出的问题，并从政府的扶持政策、破产机制等方面提出了相应的建议。

全书的研究主要采用实证分析的方法，同时也在许多方面也采用了理论分析的方法。作者在研究的过程中，力图用科学的方法去分析问题。在对各因素的影响进行解释时，除了用定性的方法外，在资料、数据允许的情况下尽可能采用定量的方法给予准确的回答，并且将实证结果与其他行业和国外情况进行比较。严格遵循实证研究的步骤展开分析，即构建理论框架——确立研究方法——得出并分析实证结果——结论。

尽管作出了一定的努力，本书研究仍存在许多不足与缺