

农业上市公司资本结构优化研究

兰闾, 王瑛 (1. 西南科技大学经济与管理学院, 四川绵阳621010; 2. 四川省绵阳市农业局, 四川绵阳621010)

摘要 分析了我国农业上市公司资本结构特征, 论述了融资工具缺乏、贷款部门和等级审定机构的态度、资本成本、公司成长性等因素对农业上市公司资本结构的影响, 进而提出了融资工具多样化、赢利性企业充分发挥负债的“税盾效应”、提高资本结构管理的战略意识等优化农业上市公司资本结构的建议。

关键词 农业上市公司; 资本结构; 优化

中图分类号 F830.9 文献标识码 A 文章编号 0517 - 6611(2009) 07 - 03266 - 03

Study on the Capital Structure Optimization of the Agricultural Listed Companies

LAN Hong et al (School of Economy and Management, Southwest University of Science and Technology, Mianyang, Sichuan 621010)

Abstract The characteristics of the capital structure of agricultural listed companies in China were analyzed. The effects of the lack of financing tools, the loan agency's attitude, the cost of capital, the growth of company and other factors on the capital structure of agricultural listed companies were discussed. And some suggestion for optimizing the capital structure of agricultural listed companies were put forward, such as the diversification of financing instruments, making full use of the "tax shield effect" of the liabilities of profitable enterprises, improving the strategic sense of the capital structure management and so on.

Key words Agricultural listed companies; Capital structure; Optimization

农业是国民经济的基础, 其发展关系着国计民生。农业上市公司虽然占全部上市公司的比重不大, 但它代表了我国农业最先进的生产力, 是农业产业化经营的重要组织形式。根据农业生产经营特点及农业企业经营内容的不同, 该文界定的农业上市公司是指从事商品性农业生产以及与农产品直接相关的经济组织, 它包括种植业、林业、畜牧业、渔业、农产品初级加工和流通及农业综合, 并在中国境内证券交易所挂牌交易的上市公司。

资本结构有广义和狭义之分。从广义上讲, 资本结构是企业全部资本来源的构成及其比例关系, 即企业资产负债中不同项目之间的相互关系。而狭义资本结构是企业取得的长期基金项目之间的组合及其相应关系。后者对资本结构的理解难以反映出资本结构是一个多因素、多变量、多层次集合而成的复合性体系的本质。因此, 该研究使用广义资本结构的概念。

国外对资本结构理论的研究, 主要分为传统资本结构理论阶段和现代资本结构理论阶段。现代资本结构理论的研究始于美国著名财务管理学家默顿·米勒和莫迪格莱尼, 他们于1958年发表的名为《资本成本、公司财务与投资管理》的奠基性文献, 并在此基础上形成了著名的MM理论。由于MM理论是在严格的假设条件下成立的, 后来有关企业资本结构的研究大多是放松了MM理论的假设而形成了权衡理论、代理理论、信息不对称理论和契约理论等理论。国内也有许多学者从不同角度对中国上市公司资本结构进行了研究。张维迎发现, 国有企业资本结构是高负债型的, 并认为其产生原因在于投资主体缺位。陆正飞等运用实证分析的方法对我国上市公司资本结构的影响因素进行了研究。李善民从实证的角度研究了影响上市公司资本结构的微观因素。文宏的研究表明, 上市公司的股权融资效率较低。王娟等研究了上市公司的筹资结构规模和盈利能力之间的关系。目前, 我国对农业上市公司资本结构优化问题研究得很少,

关注度明显不够, 研究内容主要局限在其融资问题上, 而从资本结构优化的角度研究农业上市公司的资本结构问题目前仍很少。

1 农业上市公司资本结构特征分析

按照资本结构理论, 由于负债的节税效应, 适度的负债对于降低企业资本成本具有财务杠杆效应, 一定比例的负债可以大大降低企业的综合资本成本, 并且从理论上讲, 以股东财富最大化为目标的上市公司在筹资战略的决策上必然追求综合资本成本最低(即实现企业价值最大化), 进而达到最优资本结构。基于以上理由, 下面以国信证券网上公布的农业上市公司(排除PT、ST农业上市公司)为研究对象, 分析其资本结构特征以及企业是否充分利用负债的节税效应。

1.1 资产负债率相对较低 从表1可知, 2004、2005和2006年分别有9、8、9家农业上市公司的资产负债率低于30%; 资产负债率在50%以下的分别有21、19、19家, 分别占当年全部农业上市公司的58%、53%、53%。这说明我国农业上市公司的资产负债率低于50%不是个别现象。一般财务理论和企业财务管理的实践经验都认为, 企业的资产负债率一般在50%以上为宜, 这说明我国农业上市公司有一半以上的公司其资产负债率处于一个较低的水平。

表1 2004~2006年农业上市公司资产负债率分布

Table 1 The distribution of asset-liability ratio of agricultural listed companies from 2004 to 2006

资产负债率 Asset-liability ratio	2004年	2005年	2006年
0~30%	9	8	9
30%~50%	12	11	10
50%~80%	15	17	17
80%以上	0	0	0

注: 数据来源于中国上市公司资讯网与上海、深圳证券交易所的企业年报。下同。

Note: The data are from Chinese Listed Companies Information Internet (www.cnlist.com) and the enterprise annual of Shanghai Stock Exchange and Shenzhen Stock Exchange. The same as below.

1.2 资产负债率呈两极分化 农业上市公司的资产负债率

基金项目 四川省农村发展研究中心资助项目(07SD0109); 绵阳市科技局资助项目(07S001-2)。

作者简介 兰闾(1982-), 女, 四川雅安人, 硕士研究生, 研究方向: 农村经济。

收稿日期 2008-12-29

并不是都处于一定的较小范围的区域,而是差距很大,有的非常高,有的非常低,向两个极端发展,资产负债率呈现出严重的两极分化现象。一方面,同一年份不同的农业上市公司资产负债率相差悬殊,如2004年资产负债率最高的是新中基,为74.08%,而最低的是新五丰,只有6.46%,相差67.62个百分点;2005年资产负债率最高的是东方海洋,为66.05%,

而最低的是新五丰,只有5.83%,相差60.22个百分点;2006年资产负债率最高的是武昌鱼,为69.6%,而最低的是中水渔业,只有8.11%。另一方面,同一企业不同年份资产负债率变化较大,如獐子岛的资产负债率2004年为60.03%,2006年只有13.69%,减少了46.34个百分点。

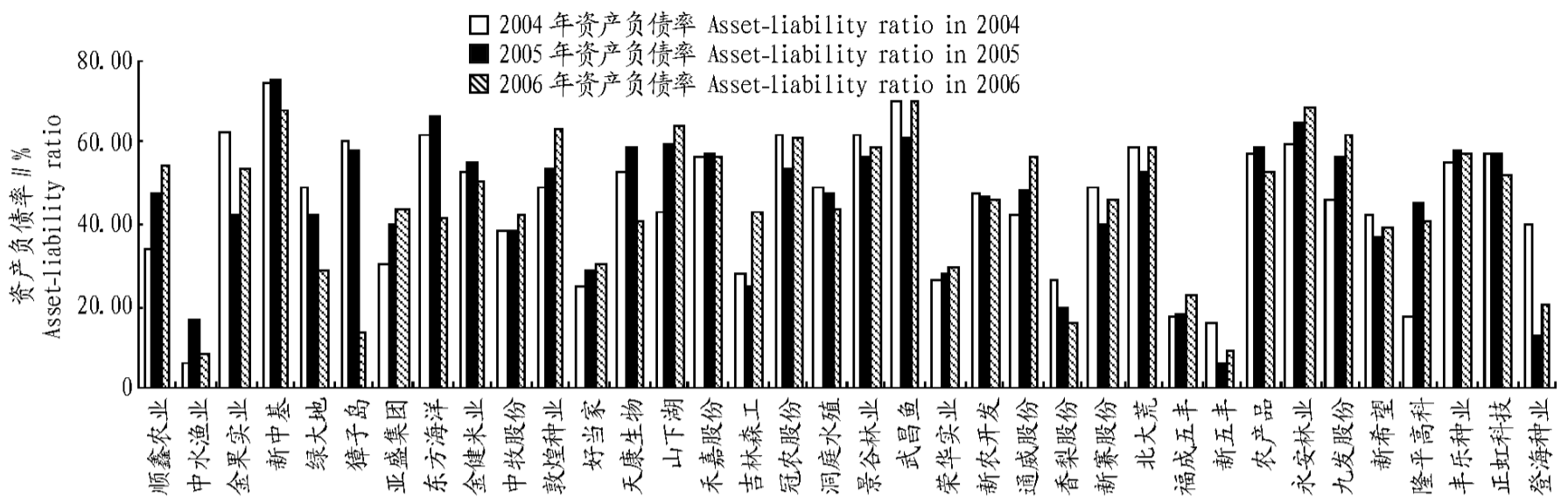


图1 农业上市公司资产负债率分布

Fig.1 The distribution of the asset-liability ratio of agricultural listed compies

1.3 负债结构不合理,流动负债偏高,长期负债偏低 由表2可知,我国农业上市公司负债的内部结构不合理,长期负债比率偏低,而流动负债水平偏高。2003与2004年,我国农业上市公司长期负债比率平均值分别为5.59%与5.04%,而同期全国A股上市公司的长期负债比率分别为24.80%和25.31%,与全国水平相比,我国农业上市公司的长期负债比率处于相对较低的水平。从2006年我国农业上市公司的负债结构来看,公司2006年平均总负债比率为44.69%,流动负债比率为39.69%,长期负债比率只有5.00%;流动负债和长期负债占总负债的百分比分别为87.00%和13.00%。一般而言,流动负债占总负债的一半是较为合理的,若比率偏高,会导致上市公司在金融市场环境发生变化时,如利率上调、银根紧缩时,资金周转出现困难的可能性增加,从而增加上市公司的信用风险和流动性风险,是公司经营的潜在威胁。

表2 2003~2006年农业上市公司负债的内部结构

Table 2 The internal structure of the liabilities of the agricultural listed comparies from2003 to 2006 %

年度 Year	长期负债占全部负债的比重 Proportion of long-term liability in the whole liability	长期负债占全部资产的比重 Proportion of long-term liability in the whole asset
2003	11.52	5.59
2004	9.74	5.04
2005	11.36	5.62
2006	11.15	5.57

2 我国农业上市公司资本结构的影响因素

2.1 融资工具 企业的融资活动就是企业资本结构的形成过程,因而企业融资方面面临的各种因素直接影响了企业的资本结构,企业只有在融资能够保障的情况下,才有可能考虑企业资本结构的搭配问题,融资问题应该是影响企业资本结构的首要因素。

农业上市公司在进行资本结构决策时,除了依据本身财务状况制定,还必须考虑外部融资工具。如果资本市场上具

有多样化的融资工具,那么公司可通过多种融资方式来优化资本结构;如果资本市场的发育不完善,融资工具缺乏,那么公司的融资渠道就会受到阻碍,从而导致融资行为的结构性缺陷。目前,我国农业上市融资的主要工具是发行股票和数量不多的企业债券以及极少量的可转换债券等传统型融资工具,而像利率互换、期权等能降低融资成本和风险的新型融资工具还处于研究和探索期。少量的融资工具,限制了农业上市公司的多渠道、多元化融资能力,这也是我国农业上市公司债务结构不合理的一个原因。

2.2 贷款部门和等级审定机构的态度 虽然农业上市公司总是希望通过负债筹资来获取财务杠杆收益,但贷款人与信用等级评定机构的态度是不容忽视的,它在公司负债筹资中往往起着决定性作用。大多数情况下,农业上市公司要和贷款部门、等级审定机构共同协商确定资本结构,并对他们的意见给予充分重视。但如果公司经理对未来信心很足,坚持要使用超出本行业一般标准的债务水平,而贷款部门不愿提供超额贷款,除非把利息提高。因此,农业上市公司资本结构中负债比重的高低,应当以不影响企业的信用等级为限度^[1]。

2.3 资本成本 资本成本是指企业取得和使用资本时所付出的代价,主要包括发行债券、股票的费用、向非银行金融机构借款的手续费用等。

农业上市公司的资本可以从各种渠道,如银行信贷资金、民间资金、企业资金等来源取得,其筹资的方式也多种多样,如吸收直接投资、发行股票、银行借款等。但不管选择何种渠道,采用哪种方式,主要考虑的因素还是资本成本。通过不同渠道和方式所筹措的资本,将会形成不同的资本结构,由此产生不同的财务风险和资本成本。所以,资本成本也就成了农业上市公司确定最佳资本结构的主要因素之一。随着筹资数量的增加,资本成本将随之变化。当筹资数量增加到增资的成本大于增资的收入时,农业上市公司便不能再追加资本。因此,资本成本是优化农业上市公司资本结构的

一个重要因素,是农业上市公司筹资决策的重要依据。

2.4 公司成长性 农业上市公司的成长性好意味着其面临的投资机会多,对资产的需求也会很旺盛。由于负债融资的成本低于股权融资,从这个意义上讲,成长性好的农业上市公司其负债融资的比例相对会高一些。但根据代理理论,由于农业上市公司由股东控制,使其具有侵占公司债权人利益的次优投资倾向。对于成长中的农业上市公司来说,在选择未来的投资时会有更大的灵活性,其债务代理成本会更高。为减少这种代理成本,债权人会更谨慎地对待成长性好的企业的举债,因而成长性与负债水平负相关^[2]。

2.5 所得税 根据2008年新的《中华人民共和国所得税法》规定,一般企业所得税的税率为25%,但农业上市公司实际税负水平远远低于这个数目。造成这种情况的原因是由于农业上市公司所处的行业、地区不同,再加上不同农业上市公司以前年度的盈亏状况也存在着不同,所以它们所面临的税收优惠、减税、免税也就不会相同,这样使得不同农业上市公司的实际税负存在着差异。这也就影响到各农业上市公司的负债减税能力的一致性,对企业的融资结构造成影响。具体来说,实际税负高的农业上市公司可能更偏好于负债融资,而对实际税负低的农业上市公司,股权融资显得更为有利^[1]。

3 优化农业上市公司资本结构的建议

资本结构优化就是在企业的全部资本中如何确定权益资本和债务资本的比例,以及其内部结构的优化,使企业的加权平均资本成本最低。对于任何具体的企业而言,合理的资本结构不可能是一个稳定的“点”,通过分析可以找到一个具体条件下的资本结构合理“区间”,使企业资本结构处于最佳状态,从而实现“企业价值最大化”。

3.1 不断丰富融资工具,实现融资工具多样化 如果融资工具缺乏,那么公司的融资就会遭遇阻滞,从而导致融资行为的结构缺陷。目前,我国农业上市公司融资的主要工具是发行股票和申请贷款,以及数量较少的企业债券,还有很少的可转换债券等传统型融资工具。这说明资本市场上适合于农业上市公司的融资工具很缺乏。所以,我国农业上市公司应尝试着引进国外有效的融资工具,尤其是中长期的融资工具,使我国适合于农业上市公司的融资工具多样化,以满足不同投资和融资的需要。如可以向政府部门争取政策支持,通过金融机构向全社会发行“农业建设债券”;通过信托投资公司吸收投资或借款,以及与保险公司合作建立农村

会员制集体保险业务,通过向农户收取投保金,再向保险公司办理具有“转贷”性质的借款手续实现融资;直接向农村发行不同面额、不同利率和不同约期承诺的“选择性债券”。

3.2 赢利性农业上市公司应充分发挥负债融资的“税盾效应” 随着我国加入WTO,企业的税收优惠正逐步丧失,这将使得负债融资的“税盾效应”的优势逐步彰显出来。农业上市公司在盈利能力方面两级分化,对于盈利性企业而言,还是有债权融资的空间。而我国上市公司财务杠杆效应发挥得不好,在盈利水平较高的情况下,忽视了通过借贷资金来提高资本的获利能力,从而丧失了可能获得的财务杠杆利益。而在盈利水平较低的情况下,却不顾使用负债资本的风险而保持较高的负债水平,从而造成了财务杠杆损失。故而对于盈利能力强的农业上市公司,应充分利用负债的“税盾效应”来增加公司的现金流量,为股东创造更多财富。

3.3 不断提高资本结构管理的战略意识 资本结构管理是指企业根据其所处的行业竞争、经济、法律、政治以及文化等各种环境变动引致的各种不同类型资本成本变化而动态调整资本结构以期接近最优的过程。我国农业上市公司缺乏主动地加强资本结构管理的意识,只是被动地协调企业的资金,农业上市公司应加强资本结构管理的战略意识,从宏观到微观综合地考虑影响企业资本结构的因素。我国农业上市公司应建立企业的学习机制,系统研究公司资本结构。通过学习,农业上市公司可以根据自身特点和宏观环境,用专业化思维预先考虑适合公司发展的融资策略,并具备随时应对客观环境变化的能力。

3.4 发展多层次资本市场 优化农业上市公司资本结构,除了企业具有内涵动力外,还要有相应的市场环境,否则,企业只能面对有限的几种融资手段,没有选择余地必然会导致企业的融资偏好。更为重要的是,资本市场的发展,为对农业上市公司进行有效控制、解决委托代理问题创造了条件。西方信息不对称下的资本结构理论从多方面讨论了企业的代理成本和控制权问题,其中都是以有效的资本市场为前提的^[3]。

参考文献

- [1] 刘浩莉. 农业上市公司资本结构影响因素实证研究[D]. 黑龙江: 东北农业大学, 2006.
- [2] 唐楚生. 农业上市公司资本结构优化研究[D]. 武汉: 华中农业大学, 2005.
- [3] 赵吉. 新资本结构理论与我国企业资本结构优化[J]. 合作经济与科技, 2007(5): 58-59.

(上接第3121页)

4 结论与讨论

城市地价区段划分是一个复杂的系统工程,是城市基准地价或城市区片地价的细化,也是布设城市动态监测点的关键技术环节之一。基于GIS技术划分城市地价区段能在较大空间范围内通过判断样点地价插值结果和地价等值线的变化趋势,为客观、准确地划分好城市地价区段提供了新的技术手段,解决了手工方法无法解决的一些技术难题。诚然,在应用GIS技术划分地价区段时,也必须根据研究对象范围、地形地貌条件、城市土地质量分布状况、样点数量及分

布等确定合理的评价参数,如评价单元面积、分类级别数量、等值线密度等。如果评价参数选择不符合区域特点和技术要求,城市地价区段划分结果将难以反映研究区实际的地价分布状况。

参考文献

- [1] 孙才新, 刘理峰, 雷绍兰. 地理信息系统在电力中的应用[M]. 北京: 科学出版社, 2003: 102-105.
- [2] 吴信才. 地理信息系统原理与方法[M]. 北京: 电子工业出版社, 2002: 1-4.
- [3] 邬伦, 刘瑜, 张晶. 地理信息系统——原理、方法和应用[M]. 北京: 科学出版社, 2000.