

政策支持对农业上市公司资本结构的影响

邹彩芬(博士) 谢琼

(武汉科技学院 武汉 430020 华中农业大学经济管理学院 武汉 430070)

【摘要】 本文运用非平衡面板数据分析政策支持对农业上市公司资本结构的影响,研究发现:农业上市公司中国有股所占比例的多寡以及税收优惠政策对其资本结构几乎没有影响。

【关键词】 政策支持 资本结构 农业上市公司

由于农业上市公司被设计为通过证券市场融通农业发展所需资金,以带动农产品市场、解决农产品销路、帮助部分农民就业、提高农民收入、传播新技术从而提高农民的整体素质、参与并提供农村部分公共物品建设的企业,因此拥有进入证券市场的优先权,并且我国财政部、国家税务总局、计委、发改委、对外贸易经济合作部、国家经济贸易委员会、中国人民银行、农业部、中国证券监督管理委员会还专门联合发文提出从财政、税收、金融等方面对其给予政策扶持。由于农业上市公司的借贷资金来源主要是国有商业银行,而国有商业银行贷出资金的政策导向性使得研究政策支持对农业上市公司资本结构的影响具有较强的现实意义。

们并不能因此就将该变量从模型中剔除,因为正是该变量的存在才保证了我们所研究的主要变量回归系数的无偏性。这可能是因为国有控股公司的高管人员薪酬制度改革落后于其他企业,同时国有企业能提供较好的福利待遇,即使国有控股公司高管人员的薪酬较低,仍然能够留住有能力的管理者。

(4) 高管人员的人均年度薪金报酬的对数与公司高管人员持股比例之间虽然也呈现正相关关系,但剔除异常样本后,未通过显著性检验,说明高管人员持股比例对薪酬的影响并不十分稳定,容易受异常样本的影响,需要控制某些因素之后才能得以体现。

(5) 高管人员的人均年度薪金报酬的对数与股权集中度之间呈现微弱的正相关关系,与假设5正好相反,同样也未通过显著性检验。说明目前在我国股权集中程度并不影响企业高管人员的薪金报酬。

(6) 高管人员的人均年度薪金报酬的对数与IOS呈现微弱的正相关关系,未通过显著性检验,P值高达12.4%,当剔除了异常样本后,P值降低到6.9%。这说明目前在我国制造业上市公司中,有较多投资机会、收益率稳定且财务风险较低的公司,高管人员的薪酬水平并不一定较高。上市公司在制定管理层薪酬制度时,并未考虑企业的成长性和外部环境。

四、结论

实证研究结果表明,我国管理层与股东之间的“报酬-绩

一、文献回顾及假设的提出

1. 国有股比例与资本结构。不少研究表明,国有产权带来的预算软约束是国有股影响公司资本结构的根本所在。辛清泉、林斌(2006)认为,当上市公司中国有股权比例上升到一定程度时,公司经理对来自政府和商业银行的预算软约束预期开始增强,同时国有商业银行也会形成对政府救助国有上市公司的预期,从而强化银行贷款的预算软约束,容易致使公司经理在超越自身实力的情况下依然不惜举债进行过度投资。顾乃康和杨涛(2004)则证实,不仅在预算软约束条件下,国有股比例较高的公司倾向于使用较高的负债,甚至在预算硬约束下,当国有股比例较高时,公司会增加负债来降低国有

效”契约已经基本形成,但激励机制尚不健全;IOS与高管人员薪酬之间呈现微弱的正相关关系,说明具有良好发展潜力的公司已经开始注意到要给予管理层较高的薪金报酬。尽管已经有上市公司对高管人员持股和股票期权激励方式进行了尝试,但尚未达到预期目标。在所有样本公司中,最高的高管人员持股比例仅为0.186%,远远达不到股权激励的要求。

现阶段,企业高管人员薪酬激励机制是影响我国国有企业深化改革的重要因素。在设计薪酬激励机制时,应着重考虑IOS指标所涉及的市场业绩的稳定性、资本性支出、财务杠杆等因素,推行管理层股票期权政策。

【注】 本文系国家社会科学基金项目(项目编号:07BJY034)阶段性成果。

主要参考文献

1. 张俊瑞,赵进文,张建.高级管理层激励与上市公司经营绩效相关性的实证分析.会计研究,2003;9
2. 韩志丽,杨淑娥,史浩江.投资机会集IOS与公司内部治理机制效应研究.财经论坛,2006;5
3. 杨蕙馨,王胡峰.国有企业高层管理人员激励与企业绩效实证研究.南开经济研究,2006;4
4. Ferdinand A. Gul. Government share ownership, investment opportunity set and corporate policy choices in China. Pacific-Basin Finance Journal, 1999;7

股的权益代理成本。总之,无论是哪种情况,国有股比例与负债比率均显著正相关。

胡国柳(2005)同时考虑了上述两种情况,一方面认为在我国经济市场化进程还尚未完全摆脱政企不分影响的背景下,上市公司股权结构中的国有股权比例越高,其资本结构中的负债比率可能越大。因为作为国有股股东的政府除了经济目标之外,还有社会政治目标。为了分享控制权收益和扩张地方经济,政府往往会直接或间接地驱使经理人员想方设法寻找高收益项目,增加投资,并设法向银行借贷来实施这些项目。另一方面,公司资本结构中的债务比例可能与国有股之间存在负的相关关系。这是由于国有资本实际控制权与剩余索取权的不匹配,导致他们缺乏足够的积极性去有效地控制和监管公司经理层,从而使经理层利用政府在产权上的缺位,形成事实上的内部人控制,从而导致我国上市公司特有的股权融资偏好。因此,在其他条件相同的情况下,我国上市公司国有股比例与企业资本结构中的债务水平之间的相关关系是不明确的。

笔者认为,无论国家持股比例高低,由于农业上市公司经营目的的双重性与带动农户、农村、农业发展的特殊目的,以及国家明文规定对其全方位的政策、税收与信贷支持,国家持股比例的多少并不影响农业上市公司银行贷款的获得,因此提出假设一:国家持股比例的多少对农业上市公司的资本结构无显著性影响。

2. 税收与资本结构。早期净收益理论认为,由于负债的税盾效应可以降低加权平均资本成本,提升企业的总价值从而提升企业的市场价值,因此企业应最大限度地利用债务资本,不断降低企业的资本成本以提升企业价值,当企业的资产负债率达到100%时,就是最佳的资本结构。MM理论采用“无套利理论”的均衡分析方法,发现在不考虑公司所得税和个人所得税的情况下,由于负债带来的低成本利益将被随之增加的权益资本成本所抵消,企业资本成本和企业价值不受资本结构的影响。随后引入公司税后的MM模型表明,由于负债所产生的利息税盾效应会提升企业价值,因此公司的负债率越高越好,当负债达到100%时企业的价值最大。然而,个人所得税的引入却表明,个人所得税的存在会在某种程度上抵消债务利息的税盾效应,但是在正常的税率情况下,负债的税盾效应不会因此而完全消失。权衡学派则认为,由于企业风险随债务的增加而上升,因而制约了公司对税盾效应的无限追求,公司最佳资本结构是权衡负债的税盾效应、财务困境的概率大小及代理成本后的结果。

但是,由于我国上市公司所得税税负普遍较低,边际所得税税率平均值为14.99%,上市公司适用的所得税税率平均值为17.43%,这在一定程度上降低了上市公司利用债务的积极性,而农业上市公司在税收减免上比其他上市公司更甚。因此,我国农业上市公司的情况更符合不考虑公司所得税和个人所得税的MM理论。基于此,笔者提出假设二:农业上市公司的实际税率与资本结构基本上不相关。

3. 财政补贴、信贷支持与资本结构。胡竹枝、李明月(2002)

认为,我国国有企业高负债的资本结构以及对国有银行的刚性依赖很大程度上并非是市场规律的产物,而与作为所有者的政府、作为最大债权人的国有银行的预算软约束密切相关。预算软约束使得企业在使用资金时因缺乏约束而偏向于大量借债,并且资金的使用效率极为低下。由预算软约束直接衍生的企业财务软约束进一步加剧了企业的负债融资偏好,两者共同影响着国有企业特有资本结构的形成。

农业上市公司由于承担某种政策性负担而产生了政策性亏损,从而可以将投资、经营失败的责任推卸到政府一方,政府对此亏损负有责任,只好给予补贴。但是由于激励不相容,企业会将所有亏损,包括经营性亏损和政策性亏损都归因于政策性原因,在信息不对称的情况下,政府分不清楚这两种亏损的差别,只能都给予补贴,于是产生了预算软约束现象。

由于农业上市公司在解决“三农”问题时被赋予了过高的期望值,而随着“三农”问题的严峻,农业上市公司的社会目标日益刚性化,有时甚至会成为主要目标,强烈左右着其经营目标,这势必导致农业上市公司经营绩效的恶化,使得农业上市公司有着更强烈的动机寻求政策性补贴。同时,政府为解决“三农”问题,不得不为农业上市公司的亏损买单,由此造成了一定程度的恶性循环,即政府给予的补贴越多,农业上市公司对其预算软约束的预期越强烈。这样笔者提出假设三:农业上市公司是否享受政府财政补贴与其资本结构不相关。

另外,由于银行贷款利率经常低于通货膨胀率,实际利率是负值,国有企业作为银行贷款的主要接受者,负债不仅没有加重企业的成本负担,反而通过负债的负利率得到了大量来自金融领域的隐性补贴。负债的低成本使用甚至负成本使用使国有企业对银行贷款趋之若鹜,更使贷款中的寻租行为频频发生,利率没有起到应有的约束作用。又由于较低的贷款利率直接意味着较低的贷款成本,因此农业上市公司享受的信贷支持应与其资本结构正相关。这样笔者提出假设四:农业上市公司享受的信贷支持与其短期负债率及资产负债率正相关,与其长期资产负债率不相关。

二、研究设计

1. 研究方法、取样及数据来源。本文采用非均衡面板数据分析政策支持对农业上市公司资本结构的影响。由于ST、PT公司不同于普通上市公司,其财务指标经常出现异常,因此本文将剔除ST、PT上市公司,同时剔除金融服务类上市公司;另一方面,除中鲁B、大江股份以外,农业上市公司基本上都是A股上市公司,为了使样本具备可比性,本文将主板A股上市公司与农业上市公司进行对比分析,评价农业上市公司获得的政策支持力度。这样,最后所得的样本包括1 166家A股上市公司与53家农业上市公司,总计1 219家A股上市公司的1998~2005年8个会计年度的样本。本文采用的数据除市场价值来源于CCER数据库外,其他都来源于Wind数据库。

2. 变量设计。本文以国有股比例、实际税率、是否享有财政补贴以及实际贷款税率4个变量作为自变量,以总负债占总资产的比率、流动负债占总资产的比率、长期负债占总资产的比率作为因变量分析政府政策支持对农业上市公司资本结构

的影响。

(1)被解释变量。本文的被解释变量为农业上市公司的资本结构,资本结构指标中最常用的是资产负债率,但是资产负债率无法度量企业最近是否存在违约风险;同时,总负债中含有主要用于交易目的而非融资目的的应付账款、应付工资之类的子项目,这可能夸大了企业的财务杠杆比重;另外,农业上市公司普遍存在短期展期问题以及代理权、控制权转移问题,因此本文从总负债占总资产百分比(LEVE)、流动负债占总资产百分比(SLEVE)、长期负债占总资产百分比(LLEVE)三个维度对其进行综合考察。

(2)解释变量。本文的解释变量包括:①国家持股比重(NSHARE_{it})。包括国家股和国有法人股,为期末国有股占公司总股本比例。②实际税率(ETR)。采用王日方(1999)的方法进行核算,即:ETR=平均所得税费用/平均税前利润总额。同时,仍采用王日方的方法将计算的实际税率大于33%的视为33%,将小于0的视为0%。③贷款平均利率(ECR)。为上市公司财务费用除以长期借款和短期借款之和,包括短期借款、应付票据、长期借款。由于本文的53个样本公司仅在2000年发行过债券,另外由于上市公司大多采用低股利政策,本文在此忽略应付债券及股利的情况。此处的财务费用数据来源于公司现金流量表附注中的“财务费用”。④政府是否给予直接财政补贴(DSUB)。采用虚拟变量,若在某个样本年度给予了直接财政补贴,则为1;若没有给予直接财政补贴,则为0。即DSUB(j)=1,若j有补贴;DSUB(j)=0,若j无补贴。由于直接补贴的非连续性,54家农业上市公司中,有的未享受到直接财政补贴,有的在我们观测的8个年度每年都享受到了直接财政补贴,另外有的会计年度有补贴收入,有的则没有。因此,我们采用虚拟变量来度量补贴收入。

(3)控制变量。本文的控制变量包括:①公司规模(SCA)。从融资成本看,发行新股时小公司比大公司的权益融资成本高,长期负债的成本更高,因此小公司比大公司负债比率高且更倾向于短期负债。从信息不对称角度来分析,规模越大则信息不对称程度越低,或者说大公司比小公司向公众披露的信息更多,从而股东权益价值在市场上能有较为准确的定价。从破产的角度看,企业规模的扩大会引起单位资产的经营风险和拖欠成本的减少,或者说大企业更能实施多元化经营从而降低破产的可能性,因此大企业应该有较高的负债率。沈根祥和朱平芳(1999)也证实企业的规模与负债呈正相关。②盈利能力(ROE)。优序融资理论表明,由于信息不对称造成的逆选择,高利润企业更偏好内源融资。由于破产风险的存在,企业盈利性越差则表明破产可能性越大;盈利性越强,则负债能力越强,并且资金供给者更愿意将资金贷给盈利的企业,因此盈利性与负债正相关。但是阎达五、耿建新等(2001)对沪市143家上市公司1999~2001年配股融资行为的实证分析结果表明,我国上市公司盈利时,一般会优先选择股权融资,因此可以认为公司的盈利性与负债负相关。③成长性(Q)。Rajan和Zingales(1995)分析成长性的影响时发现,成长性与负债水平显著负相关,产生这种负相关的根源在于成长性强的企业

倾向于发行大量股票。随后,一些学者也实证检验了这种负相关性的存在。但是张则斌、朱少醒等(2000)对我国上市公司的实证研究则表明,成长性与负债水平存在正相关关系,原因在于成长性强的企业通常不愿过多地发行新股,以免分散老股东的控制权和稀释每股的收益,而且投资者也认为成长性强的企业的债务更有保障,也更愿意投资给成长性强的企业。

以上分析都表明了公司规模、成长性及盈利能力三个变量是资本结构的主要影响因素,因此本文将这三个变量作为模型的控制变量。公司规模以企业总资产的对数lnasset表示;成长性以Tobin's Q表示,Tobin's Q定义为企业的市场价值除以重置成本;盈利能力指标用净资产收益率ROE表示。从而建立如下模型:

$$LEVE_{it}/SLEVE_{it}/LLEVE_{it}=\alpha_1+\beta_1(NSHARE)_{it}+\beta_2(ETR)_{it}+\beta_3[ETR(-1)]_{it}+\beta_4(DSUB)_{it}+\beta_5[DSUB(-1)]_{it}+\beta_6(ECR)_{it}+\beta_7(SCA)_{it}+\beta_8Q_{it}+\beta_9(ROE)_{it}+\varepsilon_{it}$$

三、假说检验与结果讨论

1.描述性统计分析。通过将53家农业上市公司与剔除ST、PT公司及金融服务业公司后得到的1166家A股上市公司进行对比分析发现,农业上市公司比A股上市公司的资产负债率稍低,农业上市公司的流动负债比率比除2001年度以外的其他A股上市公司均高,但在样本的8个年度中,其长期负债比率却比A股上市公司低(见表1),并且其较高的负债率主要来源于银行借款。这可能与农业上市公司流动性资金不足有关,也可能与其短期经营困境、大量依赖银行借款进行短期融资有关。

表1 农业上市公司与全部A股上市公司负债率比较

年 度		2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998
资产负债率	农业上市公司	47.63	47.36	46.60	45.39	43.70	45.17	43.66	42.57
	A股上市公司	49.75	47.68	46.92	46.03	45.28	44.82	45.18	45.17
流动负债比率	农业上市公司	42.87	41.56	40.62	38.94	37.30	40.37	37.39	36.79
	A股上市公司	42.23	40.14	39.41	38.63	37.81	37.90	37.81	37.36
长期负债比率	农业上市公司	4.75	5.79	5.96	6.40	6.39	4.77	6.23	5.78
	A股上市公司	7.40	7.33	7.34	7.14	7.10	6.76	6.89	7.44

从农业上市公司与A股上市公司平均税率、贷款利率与享受补贴收入的公司比例可以看出,农业上市公司与其他A股上市公司相比,在税收、财政及信贷方面享受到了更为全面、深入而持久的政策支持(见表2)。

表2 农业上市公司与全部A股上市公司平均实际税率比较

年 度		2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	平均
实际税率	农业上市公司	10.86	12.21	13.99	13.77	13.25	14.55	14.44	12.56	13.21
	A股上市公司	18.26	18.99	18.37	16.94	15.74	16.22	16.18	15.98	17.09
实际贷款利率	农业上市公司	5.15	4.62	4.69	5.02	3.98	3.75	4.90	7.08	4.90
	A股上市公司	6.66	4.47	5.32	5.26	7.44	5.55	7.83	6.29	6.10
享受补贴比例	农业上市公司	74.07	66.67	66.67	57.41	53.70	48.15	61.11	50.00	59.72
	A股上市公司	61.32	58.49	56.78	50.34	46.48	40.99	45.03	36.96	49.55

表3

	C	NSHARE	ETR	ETC(-1)	DSUB	DSUB(-1)	ECR	SCA	Q	ROE	R2	DW
LEVE	-3.706 9***	0.020 3	-0.054 0	-0.015 6	-0.008 9	0.005 2	-0.388 0**	0.463 4**	-0.028 7**	-0.000 4***	0.815 4	1.374 1
	-10.910 9	0.407 1	-0.789 1	-0.212 9	-0.604 0	1.800 3*	-3.016 4	12.826 6	-2.600 7	-3.332 4		
SLEVE	-3.582 9***	0.024 1	-0.012 6	0.007 5	-0.016 0	0.005 6*	-0.292 4**	0.441 7**	-0.022 2*	-0.000 5**	0.787 0	1.372 7
	-10.214 6	0.468 7	-0.178 2	0.099 3	-1.057 1	1.876 6	-2.201 5	11.842 3*	-1.947 8	-4.175 4*		
LLEVE	-0.135 2	-0.004 0	-0.041 9	-0.023 9	0.007 1	-0.000 4	-0.097 8	0.022 9	-0.006 2	0.000 1	0.542 9	1.922 3
	-0.644 9	-0.129 2	-0.993 1	-0.527 4	0.783 5	-0.250 2	-1.231 7	1.026 1	-0.908 0	1.594 3		

注:括号中的数字为t统计值,*、**、***分别表示估计值在10%、5%和1%的可信水平上显著。

2. 回归分析与讨论。由于农业上市公司是先后陆续上市,在有些样本年度无法取得其具体的财务报表数据,因此本文采用的是非平衡面板数据。利用F统计量得到 $F = [(SSEr - SSEu)/(N-1)]/[SSEu/(NT-N-K)]$, 得到 $F_{CS} = 19.656 68$, $F_{SCS} = 16.060 24$, $F_{LCS} = 7.18$, 均大于 $F_{0.05(48,203)} = 1.36$ 。由此可以认为,建立个体固定效应模型更为合理。进行OLS回归得到的结论见表3。

(1)上市公司持有国有股比例的高低(NSHARE)对农业上市公司的总资产负债率(LEVE)、总资产的短期负债率(SLEVE)有一定程度的正相关性,与总资产的长期负债率(LLEVE)有负相关性,但其影响是不显著的。这一点与假设一基本相符。林毅夫、李志赞(2004)也认为,预算软约束同企业的公有制性质无关,在同样承担政策性负担的条件下,私有企业比国有企业更容易产生预算软约束,并且要求政府提供更多的补贴。由于农业上市公司承担着经济目标与社会目标的双重经营目标,加上管理层对政策的预算软约束预期,因此无论是否存在国有股,公司的融资决策不受其影响。

(2)实际税率(ETR)与农业上市公司的总资产负债率(LEVE)、总资产的短期负债率(SLEVE)以及总资产的长期负债率(LLEVE)都有一定程度的负相关性,但其影响也不显著。并且,实际税率对滞后一期的资本结构也不发生显著性影响。这一点与假设二相符。国外经典文献表明,由于存在税盾效应,税收与资本结构正相关,但在我国,由于上市公司尤其是农业上市公司普遍存在税收优惠,1998~2005年8个年度中其实际平均税率仅为13.21%,比其他A股上市公司平均税率低3.78%,远远低于33%的名义所得税税率。股息的实际税负为15.85%(13.21%+13.21%×20%),而利息的实际税负为20%,公司举债越多,对公司越不利,因此在税收优惠越多的公司,资本结构应是越低的。另外,由于公司的破产压力小,尤其是上市公司,因其背后是“富裕一方农民,建设一个小城镇”的重任,因此企业借款越多越好,但是如果同时考虑公司税和个人所得税的影响,因为利息不需承担公司税,从这个角度看,企业举债会增加债权人或股东实际承担的税负。因此,实际税率对农业上市公司资本结构的影响是不明确的。

(3)农业上市公司是否享有财政补贴(DSUB)与滞后一期的总资产负债率以及短期资产负债率在10%的显著性水平上正相关,但是与当期的总资产负债率及短期资产负债率负相关,尽管此相关性是不显著的。可能是前一期补贴越多,则农业上市公司对预算软约束的预期越强,即预期公司发生财务困

境时政府采取解困措施或银行提供短期贷款的可能性越大。

(4)实际贷款利率(ECT)与农业上市公司资本结构之间存在显著性影响。这说明对农业上市公司的贷款优惠措施客观上鼓励了农业上市公司的借贷行为。实际贷款利率,农业上市公司存在借贷惯性。这也与农业上市公司短期贷款一再展期,利率优惠有关。

(5)本文同时发现上市公司规模(SCA)、盈利能力(ROE)以及成长性(Q)与资本结构显著相关。即公司规模越大,则负债比率越高;公司盈利能力及成长性越强,资本结构中的负债水平反而越低。

四、结论

由于农业上市公司承担着经济目标与带动农业、农村发展及农民收入提高的社会目标这双重目标,并且农业部等八大部委联合发文提出对其从财政、税收、金融等方面给予政策支持,因此国有股占农业上市公司总股本的比重对农业上市公司资本结构没有显著性影响。

由于农业上市公司普遍存在较丰厚的税收优惠,1998~2005年8个年度实际平均税率仅为13.21%,比其他A股上市公司平均税率低3.78%,相对于20%的利息税负,其股息的实际税负仅为15.85%,债务融资并不能带来税收收益。因此,实际税率尽管对农业上市公司的资本结构存在一定程度的负面影响,但其影响是不显著的。

补贴对滞后一期的资本结构存在显著性正影响,可能是前一期补贴的存在使企业管理层对预算软约束存在过高的预期,即预期公司在发生财务困境时政府会提供相应的财政补贴、税收减免或金融支持。

农业上市公司流动资产负债率普遍偏高,与其实际贷款利率过低有直接关系,也与农业上市公司短期经营状况不佳尤其是短期偿债能力较差有关。

主要参考文献

1. 沈晓明.论农业产业化政策的市场性目标与公益性目标的冲突——兼析农业上市公司的竞争力减弱现象.农业经济问题,2002;5
2. 辛清泉,林斌.债务杠杆与企业投资:双重预算软约束视角.财经研究,2006;7
3. 顾乃康,杨涛.股权结构对资本结构影响的实证研究.中山大学学报(社会科学版),2004;1
4. 谢军.资本结构与股权结构:公司融资的制度决定.商业经济与管理,2006;1