

# 上市乳品公司资本结构分析

王崇赫 厦门大学管理学院

**[摘要]** 乳品行业的快速发展需要大量资金的投入,而资本结构的决策将会影响该行业上市公司的资本成本和市场价值。文中以现代资本结构理论为依据,结合2003~2006年5家主营业务为乳品的上市公司财务数据,分析了我国上市乳品公司的资本结构的状况,并提出建议。

**关键词:** 资本结构;乳品行业;债务融资;股权融资

随着人们生活水平的不断提高,我国消费者的消费习惯和营养结构正在逐步改变,乳制品的消费需求在不断增大。但是,目前我国人均乳制品消费量尚处于较低水平,市场潜力巨大。全世界人均乳产品占有量为100kg/年,而我国的人均占有量不足30kg/年。因此,中国乳品市场势必在未来阶段出现高速增长。经济发展也促进我国的资本市场的壮大,为乳业公司提供了良好的融资平台。乳品行业的资本结构将影响整个行业的发展,本文主要针对乳品行业上市公司的资本结构进行探讨,并提出相应结论。

## 1. 理论综述

企业的资本结构是资产中各构成项目之间的比例关系。上市公司长期资金来源有利润留存、债务融资以及股权融资三种渠道,其中前者属于内部融资,后

两者为外部融资。内部融资是指通过企业自由资金和积累资金来进行融资;债务融资是指企业的资金来源于银行、非银行金融机构的贷款和商业信用等;股权融资是指企业通过上市、配股、增发等方式募集资金。

资本结构将会直接影响企业的经营、股东和债权人的相关利益和未来发展。融资方式的不同在于他们的资本成本和承担风险。目前,最具有代表性的理论包括权衡理论和优序融资理论。

### 1.1 权衡理论

权衡理论是以存在企业所得税和企业破产制度为前提的情况下,认为企业在追求较多负债从而寻求税盾作用时,债务的上升加大了企业的风险,可能使企业陷入财务危机,甚至导致破产,这种风险的增加必然会降低市场价值。因此,权衡理论认为,每一个企业资本结构是在税盾带来的收益和债务上带来的成本之间选择一个均衡点,即新增债务的边际税收减免利益大于其边际破产成本,提高财务杠杆会增加企业价值;相反,超过这一均衡点,税收减免利益不足以抵消破产风险,此时降低负债水平更有利。

### 1.2 优序融资理论

优序融资理论认为,当股票价格高估时,企业管理者会利用其内部信息发行新股。投资者会意识到信息不对称的问题,因此当企业宣布发行股票时,投资者会调低对现有股票和新发股票的估价,导致股票价格下降、企业市场价值降低。内源融资主要来源于企业内部自

然形成的现金流,由于内源融资不需要与投资者签订契约,也无需支付各种费用,所受限制少,因而是首选的融资方式,其次是低风险债券,其信息不对称的成本可以忽略,再次是高风险债券,最后才是股票融资。

## 2. 研究方法

### 2.1 样本选取

笔者研究的上市乳品公司共计5家,他们都以乳业为主营业务(维维集团通过一系列的收购,乳品比重不断提高,成为乳品行业有力竞争者)。

### 2.2 样本期间的选择

采用2003~2006年4年间进行比较。选取原则:一是为了使5家上市公司财务数据完整(蒙牛乳业2004年上市);二是同类研究普遍将时间设置在3~5年,尽量降低误差。

### 2.3 研究指标的设定

资本结构主要体现出企业在融资过程中内部融资、债务融资和股权融资的方式。资产负债率是衡量企业负债水平及风险程度的重要标志。本文具体运用总资产负债率、流动资产负债率、长期资产负债率和股本流动性比例等指标,与该行业平均水平和股市平均水平进行比较分析,最终探究上市乳品公司资本结构。

### 2.4 研究指标的比较范围

赵冬青(2005)研究表明,不同行业有不同的负债水平,因此在对乳品行业的研究中,主要依据食品制造业和乳制品制造业的行业情况,同时也考虑我

国上市公司和外国主要资本市场平均资产负债率来综合得出研究结论。

### 3. 研究过程

#### 3.1 上市乳品公司的资产负债率分析

一般认为,资产负债率的理论适宜水平是40%~60%,欧美发达国家的资产负债率是55%左右,日本、韩国则为75%,而我国沪市公司平均资产负债率为63%。由于沪市公司中数家金融类公司的平均负债率高达96%,并且市值巨大,为保证分析的合理性,笔者进行计算扣除金融类公司后的沪市公司平均资产负债率为49%(80%的上市乳品公司在沪市挂牌,蒙牛乳业在香港上市,为统一研究而同归于沪市的研究范围)。

现选取在中国内地沪市和香港证券交易所挂牌上市的5家乳品公司2003~2006年的资产负债表作为样本。研究发现,5家乳品上市公司4年平均资产负债率(4年平均值的平均数)为45.12%,样本公司资产负债率水平低于沪市公司平均资产负债率水平将近5%(表1)。

3.1.1 上市乳品公司的资产负债率低于沪市平均水平。其中光明乳业和三元乳业表现尤为突出,负债水平基本都在40%以下。5家上市公司4年算数平均资产负债率最低的\*ST三元只有35.59%,最高是蒙牛乳业的55.61%。

3.1.2 上市乳品公司的资产负债率,在2003~2006年4年间都低于食品制造业和乳制品制造业10%(表2)。数据表明,乳品上市公司对于负债来说属于规避风险状态。

3.1.3 上市乳品公司规模越大,其资产负债率也越高。其中,伊利股份和蒙牛乳业的总资产2006年分别达到83.69亿元和77.63亿元,他们的资产负债率均超过50%,而三元的总资产2006年只有11.47亿元,该公司的资产负债率为

28.56%,蒙牛乳业与\*ST三元负债率相差25%。

3.2 上市乳品公司的流动资产资产负债率分析

3.2.1 流动负债率极高,并体现出持续

负债率低,流动负债比例大,公司规模与负债水平成负相关关系,融资顺序与现在资本结构理论的优序融资模型相悖。造成我国乳品行业资本结构现状的原因,主要有制度和非制度两方面。

表1 5家乳业上市公司2003~2006年资产负债率

股票名称	2003	2004	2005	2006	算数平均(%)
伊利股份(600887)	0.4495	0.5146	0.5235	0.6315	52.98
蒙牛乳业(2319HK)	0.6316	0.5154	0.5454	0.5321	55.61
光明乳业(600597)	0.4109	0.3731	0.3884	0.4082	39.52
*ST三元(600429)	0.3920	0.3827	0.3633	0.2856	35.59
维维股份(600300)	0.3201	0.5623	0.4217	0.3723	41.91
平均值(%)	44.08	46.96	44.85	44.59	45.12

数据来源:公司年度报告

增长的趋势(表3)。从2003年的82.98%到2005年的91.01%,2006年略有下降为90.30%;相反,长期负债率逐年减少。

3.2.2 上市乳品公司短期负债的比重极高,并在出现资金紧缺的时候首选短期负债融资,从而快速有效的增加营运资金,有充裕的现金流。

3.2.3 上市乳品公司长期负债以长期银行借款为主,其它长期负债比例很低,长

#### 4.1 制度方面

4.1.1 我国股票市场不规范。从上市乳品公司的年度财务报表中发现,公司没有放弃增发配股的机会。而上市公司上市融资之后很长时间内不发送任何形式的股利,而是用送股、配股代替。这意味着公司可以进行再融资的同时不用现金流出。这样就拥有较高的财务灵活性,保证公司面对环境的能力。对于公司来说,向银行借贷要考

表2 五家乳品上市公司与食品制造业和乳制品制造业资产负债率对比 单位:%

	2003	2004	2005	2006
食品制造业	59.25	56.32	57.35	55.91
乳制品制造业	57.85	57.19	59.85	61.52
5家上市公司	44.08	46.96	44.85	44.59

数据来源:中国食品工业网

期的银行贷款成为乳品企业获得长期债务资金的主要渠道。

### 4. 启示

目前,上市乳品公司表现为资产负

虑利息成本和承担风险的能力;而通过证券市场筹资成本则会比较低。所以上市公司充分利用证券市场的融资功能,更倾向于在证券市场上募资,债务融资虽然可以通过财务杠杆大幅增

表3 5家乳业上市公司2003~2006年流动负债率

股票名称	2003	2004	2005	2006
伊利股份(600887)	0.8749	0.9760	0.9421	0.9527
蒙牛乳业(2319HK)	0.6948	0.7934	0.7516	0.7449
光明乳业(600597)	0.8755	0.8867	0.9124	0.8945
*ST三元(600429)	0.7384	0.8252	0.9538	0.9314
维维股份(600300)	0.9653	0.9891	0.9904	0.9917
平均比	82.98%	89.41%	91.01%	90.30%

数据来源：公司年度报告

加企业的效益，但是同时也增加了财务风险和破产风险。债务融资的主要成本是到期必须还本付息，而股权融资的主要成本则是目前的股息支付和投资者预期的未来股息增长，更具软约束和低成本。因此，笔者认为股权融资的偏好成为了我国上市乳品公司资产负债率偏低的主要原因之一。

4.1.2 我国的债券市场发展过于滞后。目

和维维股份3家的非流通股都超过60%，分别为66%、74%和60%。这势必造成各种利益相关者不同的目标函数，导致融资偏好的不同，最终影响资本结构。因此，应该继续增加流通股的比重，加强股东对公司的监督管理力度，提高公司治理水平，形成同股同权、产权明晰，结构合理的公司治理结构。

4.2非制度方面

表4 伊利、蒙牛、光明总资产及其所占乳品行业上市公司比率

年度	2003	2004	2005	2006
资产总额(亿元)	98.19	131.78	152.03	200.09
所占资产比率(%)	70.87	71.91	78.41	84.04

前，我国证券市场日益庞大，相比而言，债券市场长期以来发展滞后，发行企业债券的公司相对较少。债务融资不仅仅是资本成本上的优势，而且也体现出股东利益最大化的企业经济目标。与债务还本付息的成本相比，股权融资会稀释股权，会缺乏像债权人一样的监督和约束，容易出现资金运用的随意性，形成“内部人控制”，导致配置浪费；也会放弃运用财务杠杆效应和负债的利息抵税效应。

4.1.3 我国上市公司的公司制度不健全。我国股票市场总股本中未流动部分股改之后，在上市乳品公司表现出“一股独大”的问题，其中\*ST三元、光明乳业

4.2.1 宏观经济。上市乳品公司债务结构以流动负债为主，长期负债较低，而长期项目投资在很大程度上依赖股权融资。但是，较高的流动负债水平将使上市公司在金融市场环境发生变化，如利率上调、银根紧缩时，资金周转将出现困难，从而增加上市公司的信用和流动性风险。4.2.2 行业竞争激烈。上市乳品公司资产负债率不仅低于沪市平均资产负债率，而且低于食品制造业和乳品行业的资产负债率。虽然乳品行业正处于高速发展阶段，消费者需求不断扩大，但是国际乳品企业纷纷进入我国乳品市场，国内乳品行业呈现出多元化竞争，市场竞争的激烈程度加剧，导致乳品行业的原料

成本上升，营业费用不断上涨，乳制品主流产品，如液态奶、冰淇淋利润率降低，行业平均利润率日益微薄，对企业的发展构成了巨大的压力，形成了机遇与挑战并存的市场特征。在这种情况下，反映出上市公司管理层更愿意对经营持保守和谨慎态度。

4.2.3 产品特征和产品安全。其一，随着消费者对乳品的质量、功能、口味方面的要求不断提高，各类乳品更新换代的速度明显加快，产品生命周期会不断缩短。其二，目前，乳品安全是一个关注度很高的话题，乳制品的质量与人体健康密切相关。因此，乳品上市公司要承受这些风险，管理层更愿意保持较高的财务灵活性，这对上市公司的生存和发展尤为重要。

4.2.4 乳品行业集中程度明显提高。行业内骨干企业的市场份额逐年提高，在行业中的领导作用越来越突出，发展速度远高于行业平均水平，规模经济效益更加明显。伊利、蒙牛和光明乳业三大巨头基本的资产比率占据该行业上市公司的84%（表4），三元股份和维维股份负债水平2005年、2006年随总资产比例下降呈下降的趋势，进一步说明规模与负债水平成负相关关系。规模越大的公司破产概率和经营风险越低，负债担保能力和资信能力较佳，从而可获得和使用更多的负债作为资金来源，这正是规模小、市场份额低的公司担心的问题。

## 5. 结论

笔者认为，上市乳品公司应该根据自身情况，在中国资本市场制度、法律体系等不断完善的基础上，资本市场不断改善的情况下，适当增加负债规模，降低流动负债，充分抓住乳品行业快速发展的机遇，运用资本结构权衡理论的原理和方法，寻求企业价值最大化的方法。■