

doi:10.13582/j.cnki.1672-7835.2015.03.020

农业上市公司经济利润增长实证分析^①

——基于财务增长的视角

陈建¹,李明贤²

(1. 湖南财政经济学院 会计系,湖南 长沙 410205;2. 湖南农业大学 经济学院,湖南 长沙 410128)

摘要:以 Higgins 经典财务可持续发展的理念为基础,从财务增长视角采用 STATA 统计分析方法,具体分析了包括资本、收益、股权结构和治理结构等方面对农业上市公司价值(EVA)增长的影响效应,结果发现公司收益、权益资本、综合资本、最大流通股份持股和前 10 大股东持股比例对公司价值影响显著,而每股经营现金流、高管持股比例变动和董事会规模对公司价值影响未得到验证。最后,在实证分析的基础上提出相关政策管理建议。

关键词:农业上市公司;财务增长;经济利润

中图分类号:F324 **文献标志码:**A **文章编号:**1672-7835(2015)03-0116-08

An Empirical Analysis of Economic Profit Growth in Listed Agriculture Companies: From the Perspective of Finance Growth

CHEN Jian¹ & LI Ming-xian²

(1. Department of Accounting, Hunan University of Finance and Economics, Changsha 410205, China;

2. School of Economics, Hunan Agricultural University, Changsha 410128, China)

Abstract: Based on Higgins' concepts of classic finance sustainable growth, this paper, from the perspective of finance growth, adopts the STATA statistical approaches to analyze the influence of capital, profit, ownership structure and governance structure over EVA growth of listed agriculture companies. Results show that corporate earnings, equity capital, comprehensive capital, maximum circulating holdings and shareholding ratio of the top 10 stock holders have a significant influence over corporate EVA, while the influence of operational cash flow per share, variation of senior executive's shareholding ration, and board size over corporate EVA needs to be further verified. Finally, based on the empirical analysis, this paper puts forward corresponding suggestions on policy and management.

Key words: listed agriculture company; finance growth; economic profit

1 问题的提出

由于农业上市公司的特征和该类公司对带动农业其他产业和周边经济发展的特殊作用,其财务可持续发展能力一直受到广泛关注,众多学者利用 Higgins 模型从公司收入规模、资本结构和融资特点多

① 收稿日期:2014-10-21

基金项目:国家社科基金一般项目(13BJL039);湖南省教育厅基金项目(Ky-Z201120);湖南省科技厅计划项目(2014FJ3059);湖南省社科基金项目(14YBA068)

作者简介:陈建(1966-),男,湖南澧县人,博士,教授,主要从事财务与金融研究。

方面对农业上市公司的财务增长能力进行研究,得出很多有益的结论和建议。但这些研究往往局限于该类公司收入和收益的增长,没有直接衍生到深层的价值增长状况。

公司财务可持续发展的最终体现是公司的价值增长。不管是公司收益的数量,还是收益的质量,最终都可以通过公司的价值得到体现。当然由于影响公司价值增长的因素较多,同时考虑到递进研究和现实的需要和可行性,我们认为在已有针对农业上市公司财务增长研究的基础上能够综合反映影响农业上市公司内在价值可持续发展的是公司经济利润增长。此研究能够帮助我们发现影响农业类上市公司财务可持续发展的共同关键因素,为培养农业类上市公司的核心竞争力,推动农业类上市公司的健康发展,提供经验证据。

本文研究的基本框架是:第二部分结合 Higgins 经典财务可持续发展理念和公司经济利润(EVA)理论分析两者内在关联性,阐述基于财务可持续发展视角分析农业上市公司价值增长的必要性和可行性;第三部分,在前述理论分析基础上采用 STATA 统计分析软件具体从公司资本、收益、股权结构和治理结构等多个方面对影响农业上市公司价值的各个因素进行计量检验;第四个部分对计量结果进行具体分析,部分假设得到实证支持;最后,进行总结和政策建议。

2 相关理论分析

2.1 财务可持续发展的理念

Higgins 建立了经典财务可持续发展相关模型:

$$SGR = [(P \times A \times T) \times R] \div [1 - (P \times A \times T) \times R]$$

该模型描述企业的财务可持续发展,从企业经营效率和财务政策两个方面奠定了企业财务可持续发展的理论基石和应用价值^{[1]212}。

财务可持续发展只是“钱能生钱”这句古老格言的正式表达方式。销售的增加要求更多的各类的资产,这些必须付现购买。滚存利润和附加的新借款项成为支撑可持续发展率的资源^①,除非公司准备发售股票,否则,在不过度使用公司资源的情况下,可持续发展率将成为公司所能取得的增长率的上限。可见,财务可持续发展率实际上是向我们表达着这样一种信息,即在企业经营效率和财务政策不变,并且不发行新股情况下,依靠自身滚存利润作为增长的权益资金来源,企业能够获得的稳定的增长水平,并以此为财务规划的基础,预见企业增长中可能出现的财务问题。“滚存利润”式的增长是财务可持续发展的重要特征,从这个意义上来看,财务可持续发展并不完全等于既定资本结构条件下资产、负债和股东权益成比例变化的简单的“平衡增长”^②,联接增长前后期的纽带是滚存利润(内源资金),而发行新股则可能破坏这种“滚存性”和“稳定性”。发行新股或者通过一过性的改变经营效率和财务政策并等比例地安排负债也能实现这种“平衡增长”,但考虑到公司外部环境(如法律法规)限制,股东对控股权,投资风险及股东财富变化的考虑,公司不可能总是能够获得外部股权资金,而即使是依靠自我筹资解决股权资金(留存收益),也不得不考虑由于经营效率(以销售净利率或资产周转率为代表)或财务政策(以产权比率和留存收益为代表)变化对留存收益的影响。一旦公司在未来年度由于上述因素发生变化,不再能够获得足够资金来源,原有平衡关系即被打破,销售增长也随之下降^[2],因此这种“平衡增长”并非可持续发展。

从这一理念出发,作为公司管理层更应当关注的是其自身投资预算的水平 and 经营业绩而不是财务政策的安排,也不是增长本身,但现实中的情况却是,即使增长没有带给股东任何或者只是很少的价值,许多高级管理人员对增长却有一种偏爱^③。在股利政策上即使没有好的投资机会也尽量避免大量支付

① James. C. Van Horne 对可持续发展的这一描述应当揭示了可持续发展率的内在的特征,即依靠滚存利润按照复利原则实现的平衡增长。

② 严格地说,可持续发展作为一种平衡增长应当是在内外环境(如政策环境、市场环境、经营环境等)相对稳定条件下,以公司稳定可靠内源权益资金为动力所支撑的增长率。

③ 戈登·唐纳森证明在组织层次上确实存在一种对增长的偏爱。

股利;在资本结构上不能根据公司持续增长的潜力适时调整资本结构甚至不惜通过并购买入增长,其后果是公司增长率可能提高了,但可持续发展水平并没有得到提升,不但没有提高企业价值,反而因为自身能力的缺失造成公司价值的贬损^{[3]321}。

2.2 经济利润的价值理念

美国斯腾斯特管理咨询公司于1982年提出经济利润(EVA)概念,最初被认为是一个衡量公司业绩的重要指标,后因为该指标考虑了股权成本的扣减,比会计利润更能体现公司实际收益能力,同时也反映了公司报酬扣除权益(股权权益和债权权益)要求的最低报酬之外的剩余收益,能反映公司财富增长的情况,所以,该指标也用来衡量公司价值。其计量方法是:

$$\text{经济利润(EVA)} = (\text{ROE} - \text{WACC}) \times \text{ZB}$$

ROE - 资本投资收益率;

WACC - 加权平均资本成本;

ZB - 投入的全部资本。

可见,资本收益率、加权资本成本和资本总额决定了公司经济利润。值得注意的是:资本收益率反映的是公司全部资本(包括所有者投入的资本和债权人投入的资本)创造收益的能力,相对应的,这里的收益是包含债权人税后利息的收益,资本收益率反映了公司资本使用的效率。加权资本成本是包括债务成本和股权成本加权而成,本质上资本成本是所有投资者投入资本要求的必要或者最低报酬率,资本收益率扣除加权资本成本实际上就是所得报酬付给所有投资者最低报酬后公司剩余的报酬,这种剩余可以用来作为公司留存,提高股东财富和公司价值。从绝对数上来看,这种剩余收益或者说公司价值变化与公司资本总额大小有关。在考虑加权资本成本时资本结构和资本风险问题也是不容忽视的问题。一般来说,负债资金所占比重越高,则企业的加权平均资本成本就越低。债务资金是企业发展所需资金的必要来源。并且企业投入全部资本的充足性是企业财务可持续发展的实现基础,将为企业增长提供财务资源保障^[4]。

经济利润既度量了企业资本的规模性,同时也测算了资本的效率性。而这正符合对财务可持续发展能力的测度,企业资本的投入规模可以表明企业的发展程度和抗衡风险的能力;而资本的运作效率既体现企业资金的收益程度又强调资金的有偿使用性,突出了经济指标的效益导向性理念。基于该种理念,企业要想提高价值不仅要考虑资本投资的规模,更要强调资本的使用效率和结构。当然,首先是要有正确的资本投资预算,提高资本的使用效率。其次是在既定的资本使用效率水平下降低企业资本成本。

根据经济利润模型理念,企业融资决策的导向性可概括为:要想提高企业价值,从来源上要重视各种资本来源以提高资本投资效率;从结构上重视权益资本和负债资本的比例以降低加权平均资本成本;当资本投资收益率与加权资本成本的差额越大,其对企业价值的贡献程度就越高。

2.3 两种理念的对接与差异

不管是Higgins模型还是经济利润(EVA)模型,就其深入分析不难发现,两种模型都是强调了资本投资收益对可持续增长和增加公司价值的作用,经营效率(包括赢利水平和资产周转能力)构成Higgins模型财务可持续发展的核心,是提升企业收入财务可持续发展的经营效率因素,而提高经营效率的很大程度上意味着提高资本投资收益水平^[5],这是两种模型的第一次对接。在此基础上,Higgins模型强调了融资结构和股利政策的选择和依附作用,而EVA模型强调了资本成本和资本投资规模,实际上资本成本和资本规模中隐含了融资结构这种重要的财务政策,这是两种模型的第二次对接。因此,两种模型的理念具有高度的统一性,只不过Higgins和Van Horne模型侧重强调财务资源和收入财务增长的关系,而EVA模型强调的是财务资源与公司价值增长的联系。从融资决策的角度出发,企业提高资本投资收益率,能够获取更多的资源使用权,得到更多的内源资金,一方面增强企业的资本势力,扩大资本规模,降低负债率水平从而降低资产风险,另一方面增强企业调控资本结构的能力,能够充分利用负债的杠杆作用,提高财务可持续发展水平。因此,提高资本投资收益率看似与融资决策没有直接的关系,其

实它是影响企业融资决策的关键。

就资本来源来看,总体来讲包括两方面的设计:一是内源资本与外源资本的设计,二是股权资本和债权资本的设计。内源资本是提高财务可持续发展的源泉,根据 Higgins 模型,提高财务可持续发展水平的辅助方法就是增加收益留存,然后在保持不增加财务风险的基础上合理安排负债资金,而增加收益留存的关键又在于提高经营效率,提高资本投资效益。外源资本只有提高经营效率才能对财务可持续发展产生正能量。根据 EVA 模型提高企业价值的关键就是提高经济利润,而提高经济利润可以从两个方面考虑,一个是提高资本投资收益率,另一个就是降低加权平均资本成本,要想降低加权成本就必须考虑资本的来源问题,一般来说,内源资本的成本要比外源资本(包括发行股票和借款等)成本低,债务的成本要比股权的成本低但财务风险高^[6]。因此,财务可持续发展理念侧重于内源资金支撑财务可持续发展,而经济利润侧重于考虑资本来源对加权成本的控制,从而提高公司价值。

Higgins 模型一个重要的缺陷是在涉及经营收益时忽视了股权成本,把股权资本看成是“免费的午餐”,这样可能出现高增长下损害股东利益的现象,也就是销售增长了而股东财富却并不增长,甚至下降的现象。同时按照 Higgins 模型,支撑财务可持续发展的是会计利润,而会计利润除了没有考虑股东要求的报酬外也没有考虑现金流量,可能出现帐面利润大,理论的可可持续发展水平高,而实际上却没有足够的现金投资和改善经营效率,也没有足够的现金去维持一个稳定的资本结构;EVA 模型强调的是经济利润,强调的是在满足股东最低要求基础上对公司价值增长的贡献,因为是从公司价值角度考虑问题,按照该模型策划资本结构时必定既考虑资本来源本身的结构问题,同时要考虑到营业现金流的问题。

综上理论分析,财务可持续发展理论与公司价值理论有着密切的多方关系,但又有着本质的差异,从财务可持续发展的视角分析农业上市公司价值的影响因素,从而找出影响公司核心竞争力而非单纯的财务可持续发展率有着重要的意义。

3 计量检验

3.1 关键变量的设计

在计算经济利润(EVA)时必须先考虑两问题:一是用 EVA 反映农业上市公司的整体价值,我们需要得到的是全部资本(包括股权资本和债权人资本)创造收益的能力^[7],这也是财务和会计配比原则的要求。因此,我们需要得到的是包括股权收益和债权人收益的全部收益,一般用息前税后收益代表。

息前税后收益的计量原理并不困难,计量方法是:

$$\text{息前税后收益} = \text{息税前收益} \times (1 - \text{所得税率})$$

其中:息税前收益 = 营业收入 - 所有成本费用(不含利息)

然后我们就可以得到全部资本的收益率,即用息前税后收益除以全部资本,实际上反映的是单位资本创造的收益^[8]。

另外一个要考虑的问题是为了真实且易于反映公司价值,在测度公司息前税后收益时可以借鉴参考财务报表相关数据,并做一定的数据调整,最后得到需要的数据。

这些调整主要关注下列几个方面:

(1)实际形成的对公司价值增长有长远效应的资产调整。比如,新产品研究开发支出在开发阶段发生的支出按照会计准则计入当期费用,但这种支出实际上对公司长期发展产生有益影响,就应该在有益期间内分期计入费用,调整每期息前税后收益。

(2)递延义务从时间价值考虑对公司价值增长有益,应该将这部分递延义务的增加值加计到公司息前税后收益,当然递延资产对公司不利,应做相反处理。

(3)会计稳健原则预估的或有负债对应的费用实际并没发生,相关资产也并没减少,因此,为反映公司真实收益,应当将或有负债变化额调整本期息前税后收益。(与此应该做同样处理的还有准备金)

(4)息前税后收益中的利息是税后利息,按照国家政策,除非是公司投资国债发生的利息免税,其

他利息也是要缴纳所得税。税后利息 = 利息费用 \times (1 - 所得税率)。

全部资本包括股权资本和债权人投入的资本,其基本计量方式是:全部资本 = 股权资本 + 债务资本。

需要说明的是:(1)股权资本包括少数股东权益资本。(2)债务资本主要指长期债务,而不应该考虑营运中债务,比如应付账款等,对于短期借款来说也不是支撑公司价值的主要因素^[9],因此不考虑。(3)从理论上讲全部资本的调整仍然应该考虑如研究支出实际增长公司资本、预估或者负债、准备金虚减资本等问题,但作为农业上市公司,上述调整数量少,相对公司价值评价影响不大,所以,本文采用基本计量方式计算农业上市公司全部资本。

解决了农业上市公司的息前税后收益和全部资本问题,我们就可以得到全部资本的收益率,即用息前税后收益除以全部资本,实际上反映的是单位资本创造的收益。

同样是考虑公司价值评价,这里与上述全部资本对应,综合资本是股权资本和长期债务资本的加权平均数。

对于长期债务资本来说,本文采用的数据遵循以下规则:(1)采用税后债务资本来计量。(2)农业上市公司长期债务主要是银行贷款^[10],这里以长期银行贷款利率作为长期债务资本。(3)我国绝大多数农业上市公司的所得税率是25%。

对于股权成本来说,本文采用数据遵循以下规则:(1)基本计量方法采用资本资产定价模型(CAPM)确定:普通股资本成本 = 无风险收益 + 市场组合的风险溢价。(2)无风险利率确定:按照我国长期国债的平均利率确定。(3) β 系数确定:反映的是个别投资(或者个股)收益率相对于整个市场平均收益率的倍数,农业上市公司 β 系数可以通过巨灵证券系统获得。(4)风险溢价确定:是资本市场平均收益率扣除无风险收益率的差额。考虑我国资本市场的透明度和运作尚不健全,并参照美国资本市场情况(美国风险溢价是将60年左右时间段的标准普尔指数的年均收益率扣除长期国债的年均收益率而得,大致在6%),本文将风险溢价定为4%。若保持前后标准一致,对比较和分析经济增加值没有影响。

利用上述数据就可以计算农业上市公司综合成本,并计量到公司经济利润和经济价值增长率。

3.2 样本选择及数据来源

本文选择了2011年46家农业上市公司作为分析样本,并根据实证分析模型的要求,剔除了数据不全、变动不正常的12家公司,最终选择34家公司。数据涉及从2000年-2011年相关数据,数据来源于巨灵财经数据库系统,数据库中缺失或者怀疑有错误的数据通过上海证券交易所和深圳证券交易所提供的上市公司公告和上市公司财务报表中计算补足。

3.3 相关假设和回归模型

EVA即企业经济增加值。理论上分析,影响企业经济增加值的因素很多。概括起来,资产、收益状况,均是影响企业EVA的因素。

假设1:会计收益的影响。EVA是企业会计收益经调整而成。给定其他条件。企业的会计收益越大,企业经调整而成的EVA的数字也就越大。因此有EVA与企业的会计收益(净利润)正相关。

假设2:权益资本是企业的净资本,企业净资本的创利能力,是企业举债的基础,也是企业得以运用财务杠杆的前提条件。企业净资本的创利能力越强,企业的EVA数值也将较高。

假设3:经济收益必须考虑企业资本成本,这其中包括股权成本。股权成本联合其他债务成本,构成企业综合资金成本。成本是收益的减项。据此,我们可以提出假设:企业的综合资金成本越高,企业的EVA也就越低。

假设4:经济收益必须是考虑企业收益质量的收益。因此,企业每股产生的经营现金流越大,意味着企业收益质量越高,企业价值也将较高,EVA与企业每股经营现金流正相关。

假设5:我们已经知道。国家作为所有者是缺位的。因而代理成本高昂。可以预期:最大流通股持股比例(国家)拥有股份比例越多,企业代理成本越高,企业的EVA越低。

假设 6:经济增加值与高管持股比例关系

股票期权、高管持股是一系列降低代理成本的安排^{[11]74}。可以推测:企业高管持股比例与企业 EVA 正相关。

假设 7:董事会规模越大,决策效率越低,企业经营绩效越差。据此有:

企业 EVA 与董事会规模负相关。

假设 8:独立董事是降低企业代理成本的一种制度安排,目的在于增强企业决策的科学性^[12]。因此,独立董事比例越高,企业生产经营绩效越好,每股 EVA 的值越大。

假设 9:企业股份越分散,企业在资本市场上遭遇收购和恶意收购的可能性越大,从而影响企业的正常生产经营。因此,企业前 10 名大股东持有公司股份越多,收购成本越高,企业生产经营能够正常进行,且前由于各大股东有能力、也有机会对企业进行监管,从而降低代理成本,因此有:前 10 名大股东的持股的正相关。回归方程模型: $EVA = a + \lambda_1(jlr) + \lambda_2(zbsyl) + \lambda_3(zccb) + \lambda_4(mgjxjl) + \lambda_5(zdltgchbl) + \lambda_6(ggcgblbd) + \lambda_7(dshgm) + \lambda_8(dldsbl) + \lambda_9(sgd)$ 。

3.4 计量结果

EVA model of panel data empirical results

变量	变量意义	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
jlr	净利润	0.437*** (8.48)	0.529*** (8.86)	0.529*** (8.80)	0.534*** (8.85)	0.531*** (8.85)
zbsyl	资本收益率	0.278*** (7.88)	0.271*** (7.29)	0.270*** (7.22)	0.278*** (7.28)	0.277*** (7.28)
zccb	资本成本	-1.99 (-0.18)	-0.598* (-1.70)	-0.64* (-1.69)	-0.62* (-1.69)	-0.66* (-1.69)
mgjxjl	每股经营 现金流	0.0671 (1.60)	0.0791 (1.18)	0.0822 (1.19)	0.0906 (1.31)	0.0986 (1.31)
zdltgchbl	最大流通 股东比例	0.671*** (3.73)	0.711*** (3.32)	0.718*** (3.29)	0.778*** (3.44)	0.788*** (3.44)
ggcgblbd	高管持股 比例变动		-81.21 (-0.23)	-80.68 (-0.22)	-85.77 (-0.19)	-87.87 (-0.19)
dshgm	董事会规模			6.713 (0.23)	6.878 (0.17)	6.887 (0.17)
dldsbl	独立董事比例				-0.742 (-1.0)	-0.778 (-1.0)
sgd	十大股东					0.0069* (1.76)
C	常数项	1.32* (1.70)	3.94* (1.69)	3.27	4.91* (1.71)	3.38* (1.70)
R ²		0.7020	0.7161	0.7315	0.7356	0.7358

本文使用 2000 ~ 2011 年中国 34 家农业上市公司的面板数据,其数据结构具有典型的“大 N 小 T”的特征,适合用 STATA 软件进行计量分析。此外,在计量分析前有必要选择适宜的面板数据模型, Hausman 检验显示, Wald 统计量大于可接受临界值,随机效应原假设成立的概率 P = 0.000 0,拒绝随机效应原假设,方程宜采用固定效应计量模型。

4 计量结果分析

方程(1) ~ 方程(5)中,随着解释变量的添加,主要变量的参数估计值未发生明显变化,表明模型的设定与参数估计结果较为稳健。下面以方程(5)的参数估计结果对各变量做具体的分析。

显然,对此前在EVA模型中提出的九项假设,其中的部分假设得到了实证检验的支持。

企业的会计收益(净利润)对EVA即企业经济增加值的影响最为稳健、最为显著。从理论上讲,企业的会计收益越大,企业经调整而成的EVA的数字也就越大。因此有EVA与企业的会计收益(净利润)正相关。实证结果表明,企业的会计收益每增加1个单位,企业经济增加值将扩大0.5个单位左右。

权益资本对EVA即企业经济增加值的影响也十分的稳健和显著。一般来说,企业净资本的创利能力,是企业举债的基础,也是企业得以运用财务杠杆的前提条件^{[13]88}。企业净资本的创利能力越强,企业的EVA数值也将较高。实证结果为此假设提供了支持。权益资本每增加1个单位,企业经济增加值将扩大0.28个单位左右。

企业资本作为收益的减项,企业的综合资金成本越高,企业的EVA也就越低^[14]。实证结果表明,企业资本每增加1个单位,企业经济增加值则趋于下降0.6个单位左右。

然而,与假设恰好相反,实证结果表明,最大流通股份zdltgchl的参数估计值为正,且显著,这就意味着,最大流通股比例每增加一个单位,企业经济增长值趋于扩张0.7~0.8个单位。

企业前10名大股东持有公司股份的参数估计结果符合预期,这就证实,企业前10名大股东持有公司股份越多,收购成本越高,企业生产经营能够正常进行,且降低代理成本,不过,参数估计值仅为0.0069,即影响力度比较有限。

其他解释变量,如每股经营现金流、高管持股比例变动、董事会规模对企业经济增加值的影响并不显著,前文提出的部分假设并未得到验证,这或许是由于所选取的衡量与测度指标本身并不全面与合理,也或许是由于这些影响因素在现阶段并未发挥足够的作用。

5 结论与启示

经济利润的增长是财务增长的一种形式,但与经典Higgins财务可持续发展的理念和测算的侧重点不同。Higgins财务可持续发展模型测算经营效率和财务政策对财务可持续发展的影响,评估外源资金对公司实际增长的推动^[15]。而经济利润模型强调的是对公司价值增长的测算,涉及到公司投资预算、资本收益能力和资本成本以及股权结构和治理结构等多个方面对农业上市公司价值影响,这种从财务增长角度对农业上市公司经济利润变化的探讨和研究具有更重要的意义。

实证结果表明:对农业上市公司经济利润影响最大的是最大流通股比例,其后分别是综合资本成本、会计收益、权益资本创利能力、十大股东持股比例;但每股经营现金流量、高管持股比例变动、董事会规模对公司经济利润变化影响不显著。可能的解释是:最大流通股比例越大,集权管理度越高且管理效率更高,进而引起经济利润增长;十大股东持股比例变化引起收购成本提高且较低代理成本,使经济利润有所增长;综合资本成本提高会引起收益降低,从而经济利润降低;会计收益与经济利润的正向关系可能是农业上市公司权益成本和其他调整项目较少,从而导致会计收益收到的调整干扰较小,会计收益越大调整后的经济利润越大;权益资本收益能力增强经济利润提高的原因有三:一是在我国农业上市公司分红力度很小,权益成本低。二是权益创利能力高使公司能充分利用杠杆效益提高收益。三是能够降低公司风险。这些因素都会给企业带来更多的经济利润^{[16]135}。

启示涵义包括以下几个方面:

首先,在考虑农业上市公司增长问题时,不要为一时的高增长而忽视可持续发展,没有核心资源支撑的增长往往是“崩溃的增长”,是一种负价值的损害相关利益者利益的增长,只有靠公司正常经营活动“滚存累积”资本支撑的增长才是可持续发展,经济利润的增长才可能从根本上提高公司价值。当然不是说不通过外部获得资本来支撑实际增长,关键是外部融资(包括国家政策资本、发行股票和借贷融资等)能否投资好的项目提高公司资本收益能力,提高公司价值。

其次,应综合考虑经营效率和财务政策对公司价值的影响,从衡量公司价值的指标——经济利润来看,经营效率(主要包括主营业务净利率和资产周转率)的提高有利于提高公司息税前税后利润^[17],在资本成本不变情况下就能提高公司财务可持续增长率和经济利润,也就能提高股东财富,可能引起股价上

扬,公司市场价值上扬。

第三,要考虑财务政策和资本风险对公司价值的影响。尽管这两个因素本身并不是影响公司价值的关键因素,但财务政策的安排会放大和辐射影响公司价值的相关因素。比如,农业上市公司长期采取的低股利政策(短期低股利政策可能暂时改善可持续增长率)势必挫折股东信心,看起来降低了公司股权成本,但传递公司收益增值乏力的信息,影响公司的再融资能力,使公司失去好的投资机会,也降低公司合理配置资源的能力^[18]。同时,低股利政策也可能影响到公司的股价变化和 Company 市场评价,从而影响公司价值;再比如资本结构的安排处理考虑与杠杆效应的关联,同时要考虑其对资本风险的影响。若安排不当会使公司融资成本、融资风险、收益能力等都受到影响,最后影响公司经济利润和市场价值增长^[19]⁶⁷。

对于新增投资项目财务评估方面,在符合社会效益的前提下一定要考虑新增项目的潜在的收益能力,一方面可以切实有效地利用投资者投入的资本,发挥资本效益^[20],另一方面也能将经济利润增长率提高到一个新的水平。

第四,对股权结构和治理结构对经济利润影响分析,需要进一步结合我国资本市场和政策环境特殊情况展开。从目前情况看,农业上市公司高管持股比例变动和董事会规模对经济利润影响有限,值得政府采取跟踪检测方法观察和研究人力资本和治理结构运作的过程和有效性,找出其失效的原因。每股现金流量的无效性也值得深思,其现实的作用主要是降低流动性风险,对公司投资收益或者经营效率的影响十分有限。

参考文献:

- [1] Robert C, Higgins. Analysis for Financial Management (6thed) [M]. The McGraw - Hill Education (Asia) companies, Inc, 2001.
- [2] James C, Van Horne. Sustainable Growth Modeling[J]. Journal of Corporate Finance, 1988(1):19 - 25.
- [3] Richard A, Brealey, Stewart C. Myers . Principles of Corporate Finance (6thed) [M]. The McGraw - Hill Companies, Inc, 2000.
- [4] Peter C, Eisemann. Another Look at Sustainable Growth[J]. The Journal of Commercial Bank Lending, 1984(10):47 - 51.
- [5] Higgins, Robert C. Sustainable Growth under Inflation[J]. Financial Management , 1981(10):36 - 40.
- [6] 王鹏,周黎安. 控股股东的控制权、所有权与公司绩效:基于中国上市公司的证据[J]. 金融研究, 2006(2):88 - 98.
- [7] 陈守明,冉毅,陶兴慧. R&D 强度与企业价值——股权性质和两职合一的调节作用[J]. 科学研究, 2012(3):441 - 448.
- [8] 陈敏. 对息前税后营业利润计算的思考[J]. 财会月刊, 2008(16):14.
- [9] 周芳,张维. 中国股票市场流动性风险溢价研究[J]. 金融研究, 2011(5):194 - 205.
- [10] 彭熠,邵桂荣. 管理者报酬激励与农业上市公司经营绩效[J]. 农村经济. 2009(9):60 - 63.
- [11] 凌定胜. 独立董事特质对公司绩效的有效性研究[D]. 上海:东华大学, 2008.
- [12] 曾庆生,万华林. 上市降低了国有企业的股权代理成本吗? [J]. 财经研究, 2013(2):37 - 46.
- [13] 张焕勇. 企业家能力与企业成长关系研究[D]. 上海:复旦大学, 2007.
- [14] 陈德萍,陈永圣. 股权集中度、股权制衡度与公司绩效关系研究——2007 ~ 2009 年中小企业板块的实证检验[J]. 会计研究, 2011(1):38 - 43.
- [15] 杜美艳. 浅谈在公司治理中如何实现利益平衡[J]. 山西焦煤科技, 2009(S1):97 - 98.
- [16] 包世泽. 考虑委托代理冲突的公司治理与盈余管理研究[D]. 大连:大连理工大学, 2008.
- [17] 韩正民. 经济利润 EVA 在企业价值定量评估中的应用[J]. 中国商贸, 2011(5):251 - 252.
- [18] 徐国柱. 基于价值经营的企业绩效财务测评[J]. 贵州财经学院学报, 2004(6):32 - 35.
- [19] 吴虹雁. 农业上市公司价值评估与价值创造研究[D]. 南京:南京农业大学, 2008.
- [20] 程翠凤. 新企业准则下 EVA 绩效评价指标计算分析[J]. 财会通讯(学术版), 2007(12):43 - 45.