

林业上市公司可持续增长实证研究

李秀珠

(福建农林大学 经济与管理学院, 福州 350002)

摘要:采用罗伯特·C·希金斯的可持续增长理论模型,运用T检验法,对我国林业上市公司可持续增长问题进行实证研究。得出结论是:我国林业上市公司实际增长率大于可持续增长率,且未实现可持续增长。为此,本文从影响林业上市公司可持续增长率的四个财务因素入手研究,详细剖析了林业上市公司可持续增长率下滑的主要原因,在此基础上,有针对性地提出了若干参考建议。

关键词:林业上市公司;可持续增长;可持续增长率;实际增长率

中图分类号:F326.23 **文献标志码:**A

林业产业是一个兼有生态、社会、经济三大效益的资源限制性产业,是一个越来越被人们重视的前景广阔的产业。但林业产业也是一个比较效益相对较低,发展严重滞后的弱质产业。林业上市公司是林业产业的佼佼者,是林业经济发展的引领者。林业上市公司实现可持续增长,对有效促进林业上市公司持续发展,推动林业经济全面健康发展具有十分重大的现实和长远意义。可持续增长是指公司在保持目前财务政策和经营效率,不消耗财务资源条件下,依靠公司内部实现的留存收益、实现“利润滚存式”的增长^[1]。目前我国林业上市公司的增长状况如何?是否实现了可持续增长?如果没有,又是由哪些主要因素造成的?又该如何实现林业上市公司的可持续增长?本文就以上问题展开分析。

1 企业可持续增长理论模型的选择

理论界关于可持续增长的模型有两大类四种模型,其中最经典的是美国著名财务学家罗伯特·C·希金斯基于会计口径的可持续增长模型。该模型建立在三个假设前提下:①公司意图以与市场条件所允许下的增长率相同的比率增长;②管理者不可能也不愿意发行新股;③公司有且打算继续维持一个目标资本结构和目标股利政策^[2]。其模型推导如下:

$$\begin{aligned} & \text{可持续增长率}(g^*) \\ &= \text{股东权益增长率} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} &= \text{股东权益变动值} / \text{期初股东权益} \\ &= P \cdot A \cdot R \cdot T \end{aligned}$$

$$\text{实际增长率}(g) = \Delta S / S_0$$

(以上各式中,P代表销售净利率,A代表总资产周转率,R代表收益留存率,T代表权益乘数, ΔS 代表本年度销售增加额, S_0 代表期初销售收入额。)

该模型直接切入可持续增长的本质,即企业的可持续增长率就是所有者权益的增长率^[2]。模型肯定了销售净利率、资产周转率、收益留存率、权益乘数决定企业的可持续增长率。希金斯认为:当公司的实际增长率大于可持续增长率时,公司资金的增长跟不上销售增长,会导致现金短缺;当公司实际增长率小于可持续增长率时,公司会有大量现金盈余,对公司增长也不利。因此,公司高层管理人员必须意识到快速增长与缓慢增长对公司可能造成的不利影响,采取积极措施抑制快速增长,或充分利用资源,避免资源浪费。目前,我国林业上市公司的增长属于哪一种情况呢?

2 样本选取、指标定义及数据来源

2.1 样本选取

本文中“林业上市公司”是指在我国沪深两市公开发行股票的吉林森工(600189)、景谷林业(600265)和永安林业(000663)。在实证分析中,笔者选择了2001—2005年作为分析期,共收集了15组有效观察值。

收稿日期:2007-02-04

作者简介:李秀珠(1971—),女,福建福州人,福建农林大学经济与管理学院,讲师,农业经济管理硕士,主要从事农业经济管理、财务管理研究。

2.2 指标选取及其内涵界定

根据希金斯可持续增长模型,考虑到现实统计

数据的可获得性,本文选取了 6 项财务指标。各项财务指标及其内涵如表 1 所示。

表 1 主要财务指标

变量		内涵
销售净利率	(P)	销售净利率=本年净利润/本年主营业务收入
总资产周转率	(A)	总资产周转率=本年主营业务收入/期末总资产
收益留存率	(R)	收益留存率=1-本年现金股利/本年净利润
权益乘数	(T)	权益乘数=期末总资产/期初股东权益
实际增长率	(g)	实际增长率=期末主营业务收入/期初主营业务收入-1
可持续增长率	(g*)	可持续增长率=销售净利率*总资产周转率*收益留存率*权益乘数

2.3 数据来源

本文所用的三家林业上市公司 2001—2005 年的主要数据来源于中国证券监督管理委员会的统计信息 ([http:// www. csrc. gov. cn](http://www.csrc.gov.cn)). ;分配现金股利的数据来源于证券之星网站 ([http:// www. stockstar. com](http://www.stockstar.com).)。

3 林业上市公司可持续增长实证分析

3.1 历年增长状况

3 家林业上市公司 2001—2005 年的可持续增长率和实际增长率及其平均值、方差如表 2 所示。

表 2 林业上市公司平均可持续增长率和实际增长率

	2001	2002	2003	2004	2005	均值	方差
可持续增长率	0.065	0.034	0.013	0.009	0.007	0.025 6	0.001
实际增长率	0.465	0.454	-0.090	0.328 0	0.045 0	0.240 4	0.060

从表 2 可以看出,2001—2005 年,林业上市公司的实际增长率大于可持续增长率。2001 年、2002 年的实际增长率基本持平,2003 年较 2002 年实际增长率有较大幅度的下降,2004 年又开始回升,2005 年较 2004 年又有所下降;而可持续增长率 2001—2005 年呈逐年下降趋势。从方差分析看,林业上市公司实际增长率的波动远远大于可持续增长率。根据希金斯可持续增长模型,说明公司目前处于超速增长状态,公司资金增长跟不上销售增长,可能出现现金短缺。

3.2 是否实现可持续发展的假设检验

3.2.1 研究方法

采用配对样本的 T 检验 (Paired-sample T Test) 方法。配对样本的 T 检验用于检验两个相关样本是否来自具有相同平均数的总体,它可以检验两个方差间的差值的平均数是否为零^[3],即检验两组测量值的平均水平有无显著差异。在这里,用来检验可持续增长率和实际增长率的差是否为零。

3.2.2 检验结果

运用 SPSS11.0 统计软件,通过配对样本的 T 检验,得到以下结果。

表 3 配对样本的 T 检验

	均值	标准差	95%置信区间		T 检验值	自由度	显著性概率
			下限	上限			
检验结果	-0.235 6	0.257 5	-0.555	0.084 1	-2.046	4	0.043

从表 3 看出,T 检验的双尾显著性概率为 0.043,小于 0.05,说明差值具有显著差异,即可持续增长率和实际增长率的差不等于零,说明林业上市公司未实现可持续发展。

4 林业上市公司可持续增长率逐年下滑的原因剖析

从以上分析可以看出,林业上市公司的实际增

长率大于可持续增长率,且可持续增长率呈逐年下滑趋势,公司没有实现可持续发展。下面依据希金斯可持续增长模型,对可持续增长率的四个驱动因素——销售净利率、总资产周转率、权益乘数、收益留存率进行层层分解,探寻影响林业上市公司 2001—2005 年可持续增长率逐年下滑的财务原因。

林业上市公司 2001—2005 年的销售净利率、总资产周转率、权益乘数、收益留存率平均值如表 4 所

示。2001—2005 年销售净利率逐年下滑；总资产周转率除 2003 年较 2002 年有所下降外，2001—2002 年，2003—2005 年都呈上升趋势；收益留存率呈逐年下滑趋势；权益乘数则逐年上升。表 2 和表 4 结果表明：总资产周转率、权益乘数的上升并没有抑制住销售净利率和收益留存率下滑所导致的可持续增长率下滑的趋势。

表 4 2001—2005 年销售净利率、总资产周转率、权益乘数、收益留存率

年份	销售净利率	总资产周转率	收益留存率	权益乘数
2001	0.111 6	0.353 3	0.826 7	2.020 0
2002	0.079 0	0.483 3	0.800 0	2.026 7
2003	0.076 9	0.383 3	0.669 0	2.226 7
2004	0.036 9	0.440 0	0.636 7	2.363 3
2005	0.032 1	0.496 7	0.603 3	2.376 7

4.1 销售净利率下滑的原因

销售净利率是由主营业务收入和净利润决定

表 5 2001—2005 年主营业务收入、净利润、主营业务成本期间费用同比增长率

项目	2002	2003	2004	2005
主营业务收入同比增长率	0.291 5	-0.054 6	0.319 1	0.043 5
净利润同比增长率	-0.076 1	-0.063 5	-0.171 0	-0.170 7
主营业务成本同比增长率	0.090 9	0.155 6	0.385 1	0.057 3
营业费用同比增长率	0.359 9	0.240 3	0.326 3	0.063 8
管理费用同比增长率	-0.017 9	0.158 2	0.308 5	0.131 1
财务费用同比增长率	0.386 6	-0.074 3	0.118 5	-0.031 5

表 6 2001—2005 年历年盈利构成状况

年份	营业利润 /利润 总额(%)	投资收益 /利润 总额(%)	补贴收入 /利润 总额(%)	营业外收支 净额/利润 总额(%)
2001	47.03	33.48	27.40	1.25
2002	43.99	26.45	28.87	0.69
2003	49.02	10.10	42.43	-1.57
2004	73.64	-96.08	127.40	-4.95
2005	65.51	-72.77	99.96	7.32

4.2 总资产周转率上升的原因

资产周转率用来衡量公司运用资产赚取收入的能力，反映企业的经营效率。总资产周转率可细分成流动资产周转率和固定资产周转率，其中流动资产周转率主要包括应收账款周转率和存货周转率。从表 7 可以看出，2001—2005 年，林业上市公司应收账款周转率呈逐年上升趋势；存货周转率除 2003 年下降外，其他年份也呈上升趋势，但上升幅度很小；固定资产周转率除 2002 年较 2001 年有所上升

的。而净利润又受主营业务成本和期间费用等因素的影响。从表 5 可以看出，主营业务成本、营业费用、管理费用、财务费用的同比增长率大于主营业务收入同比增长率，大幅侵蚀了利润，使净利润的同比增长每年下滑，直接导致销售净利润的下滑。

从盈利构成的状况看，营业利润占利润总额的比重相对较低，林业上市公司对补贴收入和投资收益的依赖比较大。进一步分析得知，三家林业上市公司在这五年内都进行了“非林”扩张，主要投资于地产、证券、服务等行业。如，景谷林业投资于房地产业，2002 年源于房地产项目的收益在净利润中比重达 57.52%^[4]。但是，从表 6 看，林业上市公司的投资收益是逐年下降的，在 2004 年和 2005 年出现严重亏损，投资损失直接影响了林业上市公司的利润水平和盈利能力。而林业上市公司利润构成中对补贴收入的依赖较大，呈逐年上升，甚至通过补贴来弥补利润的赤字。

外，其他年份都下降。这说明，林业上市公司应收账款的运营效率在逐步改善，存货的运营效率基本没有太大变化，而固定资产的运营效率不高。可见，总资产周转率上升的主要原因是应收账款周转率和存货周转率的上升。

表 7 2001—2005 年应收账款周转率、存货周转率、固定资产周转率

年份	应收账款 周转率	存货周转率	固定资产 周转率
2001	8.00	2.23	1.20
2002	10.47	2.32	1.79
2003	11.13	2.27	1.24
2004	14.61	2.33	1.22
2005	17.36	2.48	1.18

4.3 权益乘数变化的原因

2001—2005 年，林业上市公司的权益乘数呈上升趋势，表明林业上市公司的资产负债率在逐年攀升，公司利用负债解决了超速发展所带来的资金缺

口。但是,林业上市公司的销售净利率在逐年下降,运用负债产生了一定的财务杠杆负作用,财务风险在加大。从表 8 看,林业上市公司的债务结构不太合理,流动负债所占比重大,表明企业面临的短期偿债压力和财务风险在加剧,应引起高度重视。

表 8 2001—2005 年债务构成状况

年份	负债总额 (万元)	流动负债 比重	长期负债 比重
2001	41 299.7	0.703 6	0.296 4
2002	35 881.8	0.711 5	0.288 5
2003	48 208.5	0.795 5	0.204 5
2004	56 735.7	0.746 9	0.253 1
2005	60 852.7	0.625 2	0.374 8

4.4 收益留存变动的原因

从表 4 看,林业上市公司保持较高的收益留存率,但公司的收益留存率有所下降,主要原因是现金股利分配的额度在加大,这在一定程度上加剧企业高速扩张所带来的财务资源短缺问题。

5 结论与建议

5.1 结论

通过以上分析得到以下结论:第一,林业上市公司的实际增长率大于可持续增长率,林业上市公司的销售增长与自有财务资源不匹配,公司资金的增长跟不上销售的增长,公司面临现金支付困难;第二,资产周转率和权益乘数的上升没有抑制住林业上市公司可持续增长率逐年下降的趋势,主要原因是林业上市公司的销售净利率和收益留存率逐年下降;第三,资产负债率持续上升,在一定程度上弥补了公司快速增长的资金来源,保持了林业上市公司较高的实际增长率。但公司的负债结构严重不合理,流动负债比率较高,公司面临短期偿债压力和较大的财务危机;第四,公司的主营业务利润不理想,在很大程度上公司的利润依赖于补贴收入和投资收益。

5.2 建议

根据可持续增长模型,任何公司都可以通过提高公司内部管理效率,改变内部资本结构,调整公司分配政策,增发、配股等方法或手段获得每股收益的增长。因此,任何公司都不应放弃公司可持续发展的努力。但是,这些方法或手段的实施必然会受到实际情况或外部条件的制约。因此,公司不能脱离实际情况与外部条件来实现公司的可持续发展。为此,本文着重从公司内部管理角度,为促进林业上市

公司可持续增长提出以下几点建议:

5.2.1 强化产品质量和成本管理,提高公司经济效益

林业上市公司应该在调整产品品种结构的同时强化产品质量和成本管理,以提高公司的经济效益。具体抓好两个方面:一是提高公司的技术水平。通过提高技术水平获得低成本和增加林产品的经济增加值,同时,注重林产品的技术质量监督,确保其市场占有率。二是加强企业内部管理。内部管理重点应放在成本管理、市场管理和创新方面。林业上市公司应积极通过提高技术水平和加强内部管理,尽可能地降低主营业务成本和期间费用,提高销售净利率,缓解公司快速增长所带来的资金紧张的压力,为公司持续增长提供自有资金支持。

5.2.2 加强资产管理,提高盈利能力

林业上市公司可持续增长率下降的原因之一是收益留存率逐年下降,主要是因为林业上市公司的现金股利支付水平在上升。因此,林业上市公司可适当降低现金股利支付,增加公司增长所需要的自有资金。但这不应该是公司经常采取的政策,公司最终应依靠提高盈利来解决公司的发展问题。而且,林业上市公司存货周转率和固定资产周转率呈下降趋势,因此,要提高存货和固定资产的周转速度,提高资产的运营效率,减少资金占用,从而提高企业的盈利能力,增强从企业内部为销售增长提供资金的能力。

5.2.3 处理好专业化与多元化的关系

林业上市公司在发展过程中应处理好专业化和多元化的关系,充分认识专业化是多元化的基础。从前面分析可知,林业上市公司有多元化投资的现象,但投资收益在下降,甚至出现了亏损。因此,林业上市公司应选择自己具有核心竞争力的产业创建品牌,注重资源整合,规范经营,结合自身资源优势和科技水平,加强专业化程度,实现产品的深加工和产业升级,提高产品质量和科技含量,增加林产品经济附加值。而且,林业上市公司不同于小企业,不可以盲目实行多元化,一定要稳中求胜,在严格规范化模式下发展。林业上市公司只有处理好专业化和多元化的关系,在专业化的基础上,适当走多元化的道路,才可以促进林业上市公司主业发展,又分散经营风险,提高企业经营业绩,增加企业内部积累,为实现林业上市公司可持续增长提供条件。

5.2.4 加快森林资源培育步伐,促进林业可持续发展

(下转第 53 页)



断,这样就会带有很大的主观性。为克服这些局限性,可在分析过程中,尽可能的采纳多方意见,尤其是对时滞及影响值的判断上,宜综合尽可能多的专业人员的意见并取平均值,以使个体的主观影响降到最低。

总之,网状思维模式的建立,可为企业制定经营战略提供一种量化和具有可操作性的方法。

参考文献

- [1]PROBST B,GERMEZ P. Vernetztes Denken-Ganzheitliches

Fuehren in der Praxis[M]. 2 Auflage. Wiesbaden,1991.

- [2]BAUM H G,COENENBERG A G,GUENTHER T. Strategisches Controlling[M]. 3 Auflage. Schaeffer-Poesche Verlag Stuttgart,2004.

- [3]TOEPFER A. Betriebswirtschaftslehre -Anwendungs-und prozessorientierte Grundlagen[M]. Springer-Verlag, Berlin, Heidelberg,2005.

Study on Enterprise Operation Network Strategy

XU Gang, SHI Ming-ying, HOU Ji-hong, LING Bin

(Hefei University, Hefei 230022, China)

Abstract: With the development of market economy, growing importance is attached to adaptation of a scientific and standard enterprise operation strategy. This paper, on the basis of an analysis of the different problems enterprises experienced in development, presents a network thinking model to tackle the problems of interrelated nature, aiming at turning the designing process of operation strategy into a more quantifiable and reliable process.

Key words: network thinking model; influencing factor; operating strategy

(上接第 40 页)

高质量的森林是林业企业取得良好的经济效益的前提和保证,只有兼顾生态效益和经济效益,林业才能获得持久的更大的效益。林业上市公司应该把加快森林资源培育工作提到公司可持续发展的高度来抓,对现有的森林资源加强抚育措施,实行分类经营,加大定向培育力度,形成集约化、规模化经营;对新造林地则大力引种速生丰产短周期的树种,并加强与林业科研机构的技术合作,着力培育适合地区生产的林木,进行森林更新改造,优化资源结构,为公司可持续发展提供有利的保证。同时,公司还要

加强资源保护工作,如成立林业经济警察中队,保护公司林业资源,使资源的数量和质量保持稳定。

参考文献

- [1]陈建. 企业可持续增长模型及其在融资决策、财务规划中的应用[J]. 南华大学学报:社会科学版,2004(2):31.
- [2]汤谷良,游尤. 可持续稳定地增长模型比较分析与案例验证[J]. 会计研究,2005(8):52.
- [3]林杰斌,陈湘,刘明德. SPSS11 统计分析实务设计宝典[M]. 北京:中国铁道出版社,2002.
- [4]盛均全,张彩虹. 林业上市公司的财务分析——以景谷林业为例[J]. 林业经济问题,2005(25):184.

Empirical Research on Sustainable Growth of Forestry Listed Companies

LI Xiu-zhu

(Economics and Management College of Fujian Agriculture and Forestry University, Fuzhou 350002, China)

Abstract: This article uses Robert C Higgins's sustainable growth model and the T inspection method to analyze the sustainable growth problem of the forestry listed companies in our country. The conclusion is that the actual growth rates of forestry listed companies are higher than the sustainable growth rate of them. And these companies were not in the position of sustainable development. Therefore, this article analyzes the main reasons that decrease the sustainable growth rate from four financial factors, which influence the sustainable growth ratio. On such basis, we put forward some reference proposals.

Key words: the forestry listed companies; sustainable growth; sustainable growth rate; actual growth rate