

经济林产业上市公司融资影响因素分析

丁 胜¹,李 颂¹,梁钰坤¹,赵庆建^{1*},曹福亮²,吕 柳¹

(1.南京林业大学经济管理学院,江苏 南京 210037;2.南京林业大学林学院,江苏 南京 210037)

摘要:【目的】推动经济林产业上市公司发展的必要手段就是在资本市场中获取足够的资本要素,根据可持续增长理论的内在要求,融合产业特性,研究经济林产业上市公司融资影响因素,可以为制定出符合经济林产业上市公司发展的融资策略提供必要的决策依据。【方法】根据可持续理论构建融资策略评价指标,并提出相关假设,对21家经济林产业上市公司105个面板数据的回归处理采用随机效应模型,进行融资影响因素显著性分析。【结果】随机效应模型检验结果显示,总资产对数、总资产周转率、营业利润率和净资产收益率的 t 统计量分别为5.318 1、3.197 1、2.310 8和-2.684 8,说明我国经济林产业上市公司融资水平与企业规模、运营能力、自身竞争力等因素呈正相关,与企业盈利能力呈负相关;同时显示对企业资本抵押价值、偿债能力和内部积累能力影响不显著。【结论】经济林产业上市公司融资结构以外源性融资为主,内源性融资为辅;外源性融资结构不平衡,公司偏好股权融资,债务融资较少,整体资产负债率不高;经济林产业处于高速发展阶段,实际增长率高于可持续增长率,公司融资需求较大;盈利能力对内源性融资能力有很大的影响,公司规模与现金流量管理也是提升内源性融资能力的重要因素。

关键词:融资;经济林产业;上市公司;影响因素

中图分类号:F124.5

文献标志码:A

开放科学(资源服务)标识码(OSID):

文章编号:1000-2006(2021)03-0224-09



Factors influencing the financing of listed companies in non-timber forest industry

DING Sheng¹,LI Song¹,LIANG Yukun¹,ZHAO Qingjian^{1*},CAO Fuliang²,LYU Liu¹

(1.College of Economics and Management,Nanjing Forestry University,Nanjing 210037, China;

2.College of Forestry, Nanjing Forestry University Nanjing 210037, China)

Abstract: 【Objective】The non-timber forest industry listed companies have been receiving sufficient capital from the capital market to promote its development. According to the inherent requirements of the sustainable growth theory, integrating the characteristics of the industry by analyzing the factors influencing the financing of non-timber forest industry listed companies can provide the necessary decision-making basis for formulating financing strategies for the non-timber forest industry listed companies. 【Method】We constructed evaluation indexes of financing strategies based on the hypotheses proposed. We applied a random effect model of 105 panel data of 21 non-timber forest industry listed companies in China to analyze the significance of factors influencing the financing. 【Result】The random effect model test results showed that the logarithm of the total assets, total asset turnover, operating profit margin and return on equity (ROE); t -statistics of 5.318 1, 3.197 1, 2.310 8 and -2.684 8, respectively, explained the level of the financing of the non-timber forest listed companies and were positively correlated with operation ability and competitiveness, but negatively correlated with company profitability. The effect of capital mortgage value, debt paying abilities and internal accumulation ability was not significant. 【Conclusion】We found that the financing structure of the non-timber forest industry listed companies in China was dominated by exogenous financing and supplemented by endogenous financing. The external financing structure was not balanced as companies preferred equity over debt. The overall asset-liability ratio was not

收稿日期 Received:2020-08-04 修回日期 Accepted:2020-12-26

基金项目:江苏高校哲学社会科学研究重大项目(2020SJZDA073);国家自然科学基金项目(L1724029)。

第一作者:丁胜(451751016@qq.com),教授,ORCID(0000-0002-1952-5056)。*通信作者:赵庆建(1931658313@qq.com),教授,ORCID(0000-0001-5519-3864)。

引文格式:丁胜,李颂,梁钰坤,等.经济林产业上市公司融资影响因素分析[J].南京林业大学学报(自然科学版),2021,45(3):224-232.DING S,LI S,LIANG Y K, et al. Factors influencing the financing of listed companies in non-timber forest industry[J]. Journal of Nanjing Forestry University (Natural Sciences Edition), 2021, 45(3): 224-232. DOI: 10.12302/j.issn.1000-2006.202008006.

high. The actual growth rate was higher than the sustainable growth rate during the rapid development of the industry. The company profitability had a significant impact on endogenous financing capacity, while the company size and cash flow management were also important factors.

Keywords: financing; non-timber forest industry; listed company; influencing factors

经济林产品,国外也称非木质林产品,主要包括林木果实、种子、树皮、树根、树叶和树脂等直接可利用产品及经过加工后生产出的食用油料、饮料、调料和药品等间接产品。现代经济林一般分为食用油料、工业用油、油脂类干果、淀粉类干果、香调料、饮料等,约含 60 余种产业^[1]。实现林业产业由“输血”到“造血”,以促进生态林业与民生林业协同发展,是经济林产业发展的重要功能^[2]。经济林产业的发展在支持农村发展、增加土地所有者和农村企业收入方面也具有很大的潜力^[3]。我国不同地区存在自然、社会、文化、生态等方面差异,因而经济林产业的发展务必要提升到国家战略高度,统筹规划^[4]。在全球经济增长和消费者消费习惯、生活方式的改变下,非木质林产品的消费日趋增加且发展迅速。因此促进经济林产业的现代化发展,实施产业化战略可以将现有经济林产业的资源优势、区位优势转化为更大的经济价值^[5]。

经济林产业体系较为复杂,较难确定发展的战略重点。以经济林产业上市公司作为研究对象,发挥经营绩效较高产业的影响力^[6],从而抓住生产规模和技术水平都处于产业顶尖水平的关键部门,对整体产业的提档升级具有重要的指导作用,可为关键部门的发展带来可靠的金融支持^[7],且对非木质林业上市公司的财政援助也非常重要。非木质林业上市公司面临的资金短缺意味着需要得到政府、金融机构和捐助者更多的关注^[8]。2007 年前经济林产业上市速度较快,说明我国资本市场的改革开放给经济林产业带来了产业链延伸的机遇,但在 2007 年后,经济林产业上市公司的数量并无增长^[9],当前经济林产业上市公司数量少且与其他行业上市公司规模相比存在明显差距,产业发展面临较为突出的瓶颈。

从融资增长的视角来看,推动经济林产业上市公司发展的必要手段就是在资本市场中获取足够的资本要素,本研究通过分析经济林产业上市公司融资影响因素,根据可持续增长理论的内在要求,融合产业特性^[10],为制定出符合经济林产业上市公司发展的融资策略提供必要的决策依据。

1 经济林产业上市公司的界定

1.1 公司界定

我国上市公司分类并未将经济林产业作为一个独立的产业,这就导致经济林产业上市公司的概念边界较为模糊,但依据证监会 2012 年修订的《上市公司行业分类指引》规定,上市公司可以按照业务收入的营业收入等财务数据比重进行行业分类:当某类业务的收入比重超过总收入的 50% 时,则该公司应归为对应业务的行业。当公司中没有超过 50% 营业收入的业务时,如果某一业务的营业收入和利润最高且达到公司总营业收入和利润的 30% 以上,则该公司应归为对应业务的行业。结合经济林产业的内涵,可以对经济林产业上市公司进行界定。根据上市年限对农林渔牧行业、食品行业、制造业等业务与经济林产品有关的 A 股上市公司进行筛选,剔除上市年限不足 5 年的上市公司。基于研究对象的稳定性和可持续发展的要求,确定了上市年限超过 5 年,并保持各年主要财务指标数据未出现频繁波动、处于稳定发展阶段的经济林产业上市公司 21 家,如表 1 所示。

表 1 选取的 21 家经济林产业上市公司
Table 1 Selected 21 non-timber forest industry listed companies

序号 No.	股票代码 stock code	公司简称 company	序号 No.	股票代码 stock code	公司简称 company
1	000869	张裕 A	12	000019	深粮控股
2	300175	郎源股份	13	600365	通葡股份
3	600084	中葡股份	14	002582	好想你
4	600506	香梨股份	15	601118	海南橡胶
5	600251	冠农股份	16	600500	中化国际
6	300268	佳沃股份	17	000589	贵州轮胎
7	002650	加加食品	18	600469	风神股份
8	000848	承德露露	19	600182	S 佳通
9	600962	国投中鲁	20	000599	青岛双星
10	002557	洽洽食品	21	002224	三力士
11	600543	莫高股份			

21 家样本公司经济林产品加工业务的营业收入和利润均达到总营业收入和利润的 30% 以上,并且是公司各项业务中最高的。

1.2 数据来源

以2014—2018年我国境内发行A股的经济林产业上市公司为研究对象,样本数据来自国泰安数据库企业年报,由于部分经济林产业上市公司上市时间晚于2014年,为避免误差,已剔除了财务数据不符合要求的公司,筛选后选取21家上市公司5年的财报数据。

2 融资需求及现状分析

2017年末我国经济林总面积达3 800万hm²,各类经济林产品总量为1.8亿t,总体产值超过2万亿元。中央和地方政府都加大了对经济林产业资金的倾斜力度,仅2017年全年,中央退耕还林工程投入150亿元,退还经济林50万hm²,建设经济林基地354个,财政补助7.49亿元,林业贷款中直接用于经济林产业发展的就达379亿元^[2]。

经济林产业上市公司数量少,发展刚刚起步,仍处在规模扩张阶段,整个行业融资需求较大。规模扩张行业在政策利好时都会在发展中面临较大的资金约束^[11]。经济林产业资金主要应用于:产业基地建设、扩大林木种植面积、进行良种培育;维护市场营销、物流运输渠道和精深加工技术研究;产能逐步提高后需保留一定流动资金用于存货周转和公司运营。

2.1 经济林产业上市公司融资需求

经济林产业上市公司现金流量现状见图1。从经营活动现金流量来看,经济林产业上市公司除了2017年经营活动受到经济林产品市场行情的影响,大幅度下降外,其余几年基本保持平稳,反映了公司经营发展稳定。从投资活动的现金流量来看,除了2017年为正值以外,其余年份均为负值,表明经济林产业尚处于起升阶段,行业规模报酬递增,需要大量资金投入经济林基地建设和相关产业技术研发中,且资金回报周期长、资金压力大。此

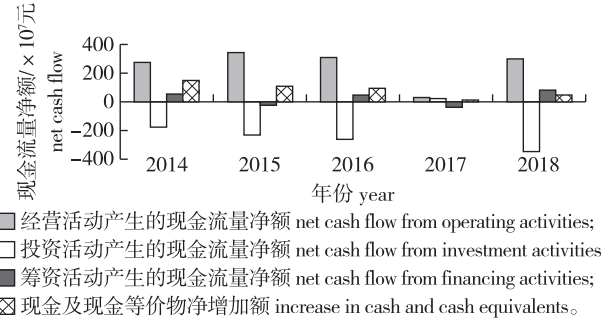


图1 2014—2018年经济林产业上市公司现金流量均值
Fig.1 The average cash flow of the non-timber forest industry listed companies from 2014 to 2018

外,筹资活动现金流量呈现正负交错、小幅度波动的情况,表明公司融资渠道不稳定,融资多以短期为主,借新还旧,资金压力大。经济林产业上市公司现金及其等价物虽然每年均为正值,但呈现下滑趋势,因资金缺口导致产业运行风险增大。由此可见,经济林产业上市公司发展面临资金瓶颈,融资需求迫切。

2.2 融资现状

2.2.1 内源性融资

内源性融资是公司自身发展产生的,主要包括留存收益和折旧^[12],其中留存收益主要由盈余公积和未分配利润组成(表2)。首先法定盈余公积数据表明经济林产业上市公司净利润保持逐年上升趋势,未分配利润和留存收益2014—2017年基本保持稳定,体现了内源性融资能力的稳定性。2018年留存收益突增,表明公司内源性融资能力提高,对资金的需求增大。

表2 2014—2018年经济林产业上市公司留存收益均值
Table 2 The average retained earnings of the non-timber forest industry listed companies from 2014 to 2018
×10⁷元

年份 year	法定盈余公积 statutory surplus reserve	未分配利润 undistributed profit	留存收益 retained earnings
2014	133.02	719.41	852.42
2015	144.80	741.45	886.25
2016	154.75	701.90	856.65
2017	162.16	728.98	891.14
2018	196.75	874.26	1 071.01

其次对于公司自身融资而言,如果公司的现金周转期短,资金使用效率高,将大幅度减少公司经营的资金压力。

经济林产业上市公司现金周期呈上下波动(图2),但是总体周期偏长,资金周转效率低,主要

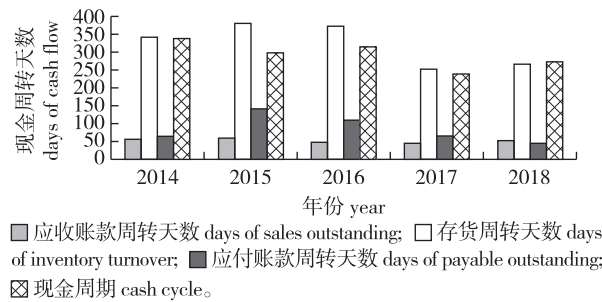


图2 2014—2018年经济林产业上市公司现金周转
Fig.2 The cash flow of the non-timber forest industry listed companies from 2014 to 2018

原因在于存货周转天数与行业平均水平相比,时间较长,说明经济林产业上市公司普遍存在存货积压,周转效率低。公司存货周转天数从 2017 年开始大幅度下降,但总体周期依然过长。应收账款周转天数保持相对稳定,公司与下游企业的资金合作程度良好。应付账款呈现先增后减的状况,表明公司在行业内的市场地位有所下滑,信用风险显现,公司占用供应商货款的可能性降低,公司资金压力加大,融资需求增加。

2.2.2 外源性融资

1) 债务融资分析。资产负债率保持在 0.35 左右(图 3),表明经济林产业上市公司财务风险小,偿债能力较强,经营比较稳健。流动比率和速动比率的指标值比较高,说明经济林企业普遍采取较为稳健的生产经营政策,但过于保守可能不利于公司快速发展,需要采取利用财务杠杆提高资产利用率^[13]。流动负债占比过高,资金链不够稳固,融资方式多以短期负债为主,财务风险较高,需要改善债务融资结构。

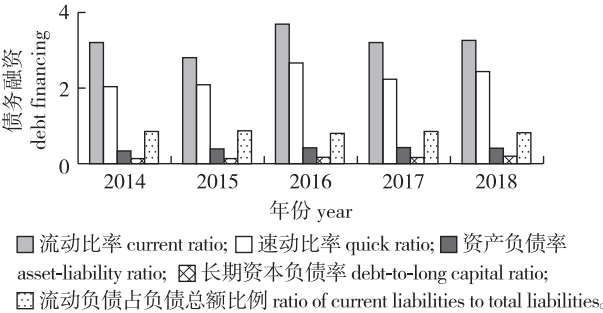


图 3 2014—2018 年经济林产业上市公司债务融资
Fig.3 Debt financing of the non-timber forest industry listed companies from 2014 to 2018

2014 到 2018 年经济林产业上市公司在国内发行或存续的债券由 5 家公司的 7 支债券构成,总额度 46 亿元,债券的发行弥补了公司短期借款不足带来的资金压力,达到了补充流动资金和改善债务结构的目的。但是发行公司数量仅占经济林上市公司的 16.67%,比率过低,经济林产业上市公司需要加强债务结构优化,合理利用融资工具。

2) 股权融资分析。股权融资是外源性融资的主要方式之一,主要渠道包括配股、增发、可转债等方式。结合留存收益数据可知每年股权融资变动额度都远超公司留存收益(表 3),股权融资是经济林产业上市公司主要融资途径,主要通过增发和转增两种方式,2013—2014 年股权融资达到最大值约为 40 亿元,融资用途多用于短期借款的本息偿

还及补充公司正常经营发展的流动资金。通过股权融资解决了经济林产业上市公司发展所需资金,降低了财务压力,但也带来了较高的融资成本和财务风险,并有可能因为控股股东变化,影响公司未来发展^[14]。

表 3 2014—2018 年经济林产业上市公司股权融资
Table 3 Equity financing of the non-timber forest industry listed companies from 2014 to 2018
×10⁷元

年份 year	送股 send shares	增发 SEO	转增 turn add	其他变动 other changes	变动总额 total change
2014	669.01	2 417.55	1 818.32	-996.73	3 908.15
2015	752.83	1.16	4 322.56	-711.97	4 364.59
2016	1 239.99	442.45	456.36	147.23	2 286.02
2017	136.91	0.75	926.15	-34.89	1 028.92
2018	0.00	3 802.92	0.00	-23.03	3 779.90

2.2.3 整体融资水平

随着经济林产业上市公司规模不断扩大,内源性融资能力稳中有升,偿债能力不断增强,虽然债券发行数量较少但是债务融资结构比较稳定,主要以短期借款和应付账款、应付票据及预收账款等与生产经营有关的负债为主。在股权融资中主要通过增发和配股方式融资。随着资产总额不断提高,公司留存收益基本保持平稳,留存收益占资产总额的比重呈现“U”形,但总体变动幅度不大,与负债、所有者权益相比,比重仍然较低,经济林产业上市公司内源性融资能力不强,在融资中仅起到补充的作用。从外源性融资看,公司负债和所有者权益不断上升,反映近年来经济林产业上市公司对于融资需求量不断加大,融资主要途径还是通过债务融资和股权融资的方式。除了 2017 年以外,所有者权益总额均高于负债总额,反映了经济林企业主要融资渠道为股权融资。整体来看经济林产业上市公司融资结构保持稳定且小幅度优化的状态^[15]。

2.3 融资特点

1) 融资需求增大,以外源性融资为主,内源性融资为辅。经济林产业属于资本密集型,发展前期投资较大,需要建立产业基地和营销渠道,对产品进行技术研发及人员培训等,使得公司面临着较大的资金压力,从而使得融资呈现了以外为主、以内为辅、股债并取的特点。在经济林产业上市公司快速发展的情况下,稳定的内源性融资降低了公司财务成本,保证了股东权益。

2) 资金回报周期长,短期负债比重大。经济

林产业上市公司的流动负债占比保持在80%左右(图3),长期负债较少,虽然从成本角度来看,公司融资总成本得到了很好的控制,但是对公司流动资金产生了较大的压力。短期负债占比大容易导致公司出现资金链紧张,一旦到期无法偿债,可能导致公司信用危机而影响融资能力。由于经济林基地和营销渠道建设及研发周期长,导致经济林产业需要大量资金且回收成本周期长^[16]。这就需要公司对融资结构做出合理的安排,短期负债比重过大,就需要对债务融资结构优化,尽可能增大长期负债比率,缓解短期资金压力。

3) 股权融资偏好增发和转增的方式。经济林产业上市公司股权融资主要方式为增发和转增(表3)。增发和转增成本较低,审批程序与公开发行相对宽松一些,并且增发和转增的对象较多,分散了股权,巩固了公司控股股东的地位,给公司长期发展带来了一定的资源和资金优势。

3 融资影响因素定性分析及研究假设

3.1 经济林产业上市公司外源性融资影响因素

1) 公司规模。公司规模与融资能力呈正相关关系。规模越大的公司越偏向于内源性融资和银行贷款。内源性融资不改变公司股权结构,不影响控股股东权益,融资成本也是所有融资方式中比较低的。银行贷款可以一次性获得大量资金,帮助公司缓解短期的资金压力。而对于规模稍小的公司更多地偏向股权融资。这是由于规模大的公司能够提供更高的融资担保和优异的公司信用,更容易获得金融机构的大额度贷款,而规模小的公司由于自身规模限制,银行给予的贷款额度较低,无法一次性满足公司发展需求。因此可以提出第1个假设:公司规模与融资水平呈正相关。

2) 运营能力。公司的运营能力表现在存货周转率、总资产周转率及应收账款周转率等指标上。指标数值越高,说明公司资金利用率越高,可以减少公司资金需求量,等同于变现的内源性融资。指标数值越高反映出公司盈利能力越好,公司融资结构更优。银行等金融机构更青睐于指标数值较好的公司。因此可以提出第2个假设:公司运营能力与融资水平呈正相关。

3) 公司自身竞争力。公司自身的竞争能力越高,品牌价值就会越大,越有可能吸引更多的消费者,提高公司资金使用效率^[17]。公司竞争力指标采用营业利润率来衡量。在公司获取融资的过程中,较高的营业利润率表现出更好的信用状况和竞

争能力,更容易获得金融机构的贷款。因此提出第3个假设:公司市场竞争力与融资水平呈正相关。

4) 资本抵押价值。公司在选择融资方式时首选的一般都是内源性融资,但是内源性融资往往不能满足公司生产经营的资金需求,必须寻求债务性融资。公司拥有比较良好的资本可以作为借贷抵押来降低金融机构风险,获取金融机构的信任^[18]。资本抵押价值越大,公司获得债务性融资的可能性越高。因此提出第4个假设:公司资产担保价值与融资能力呈正相关。

3.2 经济林产业上市公司内源性融资影响因素

1) 盈利能力。优序融资理论中指出,当公司选择融资方式时首选内源性融资,内源性融资主要依靠公司自身经营发展。留存收益是公司内源性融资最主要的方式,公司盈利能力越强,生产经营所产生的净利润就会越高,留存收益也越高,从而获得更多的内源性融资^[19]。这时,公司会倾向于优先提高内源性融资结构比例来解决短期发展所需资金。相比较而言,外源性融资成本较高,环节复杂,股权融资有可能影响控股股东权益,在融资顺序中会被靠后放置^[20]。因此提出第5个假设:公司盈利能力与融资水平呈负相关。

2) 偿债能力即抗风险能力。公司偿债能力通常采用流动比率和速动比率,反映了公司资金利用率和抗风险能力大小。偿债能力与融资需求负相关,这是因为公司拥有较好的偿债能力时,表现为公司资金利用率达到较高水平,可以产生更多的现金流量满足公司日常经营所需资金,将减少向外部融资的可能。因此提出第6个假设:公司偿债能力与融资水平呈负相关。

3) 内部积累能力。由于外部融资需要经过复杂的审核环节,具有较高的融资成本,因此当公司有能力通过自身内部累积资金,公司倾向于优先通过内源性融资获取资金。一个内部积累资金能力较强的公司,通过留存资金就可以满足日常经营,将大幅度减少对外融资可能。因此可以提出第7个假设:公司内部积累能力与融资水平呈负相关。

4) 成长能力。公司成长能力主要表现在公司高速发展时良好的市场前景和潜能。成长能力较好的公司,往往想要研发新产品和新技术,获取更高的市场份额,导致这些公司面临更多的资金需求^[21]。因此可以提出第8个假设:公司成长能力与融资水平呈正相关。

综合以上分析,构建经济林产业上市公司融资水平评价指标,如表4所示。

表 4 经济林产业上市公司融资水平评价指标

Table 4 Evaluation indexes of the financing level of the non-timber forest industry listed companies

指标 indicators	变量 variable	计算公式 calculation formulas
公司规模 company size	总资产对数 X_1	$\ln(\text{总资产})$
运营能力 operation ability	存货周转率 X_2	销售成本/平均存货余额
	总资产周转率 X_3	营业收入净额/平均资产总额
公司自身竞争力 company competitiveness	营业利润率 X_4	营业利润/营业收入
资本抵押价值 capital mortgage value	抵押资产价值 X_5	(固定资产+存货)/总资产
盈利能力 profitability	净资产收益率 X_6	净利润/平均所有者权益
偿债能力 debt paying ability	速动比率 X_7	(流动资产-存货)/流动负债
内部积累能力 internal accumulation capacity	未分配利润占资产总额比例 X_8	未分配利润/总资产
	营业利润增长率 X_9	(本年营业利润-上年营业利润)/上年营业利润
成长能力 growth ability	营业收入增长率 X_{10}	(本年期末主营业务收入-上年期末主营业务收入)/上年期末主营业务收入

总资产为绝对量且数值较大,故采用了对数计算,主要原因是取对数后变成相对量,且对数函数单调递增,可以减小数据波动,不会改变数据间原有的逻辑关系。

3.3 模型构建

对样本数据进行 Hausman 检验, P 值为 0.064 9,大于 0.05。因此相较于固定效应模型,随机效应模型更加适合样本数据。所以对 21 家经济林产业上市公司 105 个面板数据的回归处理采用随机效应模型,可以减小可能的回归偏差,更加合

理地设定模型参数,获得更多的动态信息。根据经济林产业上市公司的特征,建立随机效应模型:

$$Y=\alpha+\sum_{k=1}^i\beta_kx_k+u。$$

式中: Y 为资产负债率, α 为常数项, β 为回归系数, u 为随机误差, $i=1,2,\dots,10$ 。

3.4 经济林产业上市公司融资影响因素实证分析

1)描述性统计分析。各指标描述性统计结果见表 5。

表 5 影响因素描述统计分析

Table 5 Descriptive statistical analyses of influencing factors

变量 variable	面板数 number of panels	最小值 min.	最大值 max.	平均值 mean	标准差 SD	偏度 PD	峰度 kurtosis
Y	105	0.054	0.740	0.355	0.184	0.230	-0.785
X_1	105	19.290	24.744	21.861	1.162	0.055	0.192
X_2	105	0.089	10.041	3.248	2.448	0.887	-0.109
X_3	105	0.020	1.738	0.615	0.359	0.725	0.524
X_4	105	-14.386	0.344	-0.086	1.417	-10.084	102.736
X_5	105	0.123	0.733	0.430	0.144	-0.145	-0.744
X_6	105	-0.390	0.378	0.051	0.094	-0.468	5.646
X_7	105	0.365	21.241	2.274	3.347	3.964	17.922
X_8	105	-1.265	0.611	0.045	0.304	-1.577	4.513
X_9	105	-25.131	11.575	-0.083	3.672	-3.048	22.880
X_{10}	105	-0.911	82.699	1.159	8.669	8.644	78.523

由表 5 可见,经济林产业上市公司资产负债率(Y)均值为 35.5%,公司债务融资能力较弱,多依靠自身经营产生资金形成内源性融资和股权融资。经济林上市公司需要调整自身融资结构,加大外部融资尤其是债务融资比例,以达到提高公司财务杠

杆的效用。公司速动比率标准偏差较大,说明行业内整体偿债水平波动比较大,资产变现能力参差不齐,从峰度和偏度进一步可以看出整个行业呈现右偏,说明公司间发展不平衡。公司盈利能力表现比较稳定,分布较为平缓,整体均值保持在 5%左右,

处于较低水平,说明公司内源性融资能力相对较弱,公司依赖外部资金输血。

从成长能力指标可见公司营业收入快速增加,处于快速发展阶段。但是营业利润率均值为负,说明在快速发展的过程中牺牲了公司利润,以亏本的方式换取市场的发展。公司资产抵押均值为43%,处于中等偏下,说明经济林产业上市公司规模相对较小,可用于抵押的资产较少,这一数值与其他行业大型上市公司数值相差较大,进一步说明经济林产业上市公司债务融资规模较小。而从公司内部累积能力看,未分配利润在资产总额中占比均值仅4.5%,处于非常低的水平,主要原因在于大多数经济林产业上市公司将大量的利润分配给了股东导致公司留存收益减少,影响了公司内源性融资能力。

2)回归分析。随机效应模型回归与检验结果见表6,回归方程的拟合优度为0.587 1,修正后拟合优度为0.543 1,拟合效果可以接受。 F 统计量为13.362 7,临界值为2.97,而且 F 统计量的 P 值为0,说明模型是显著的,回归方程拟合效果较好。

表6 随机效应模型回归与检验结果

Table 6 Regression and test results of the random effects model

变量 variable	系数 coefficient	标准误 SE	t 统计量 t -statistic	P
C	-2.021 4	0.452 4	-4.467 7	0
X_1	0.109 9	0.020 7	5.318 1	0
X_2	-0.009 1	0.007 8	-1.168 9	0.245 4
X_3	0.120 9	0.037 8	3.197 1	0.001 9
X_4	0.014 2	0.006 1	2.310 8	0.023 1
X_5	-0.082 1	0.080 9	-0.014 6	0.312 9
X_6	-0.452 1	0.168 4	-2.684 8	0.008 6
X_7	-0.005 9	0.003 8	-1.576 3	0.118 3
X_8	0.022 4	0.062 6	0.358 6	0.720 7
X_9	0.001 1	0.002 2	0.426 6	0.670 6
X_{10}	0.101 6	0.000 8	1.951 4	0.054 1

注: C 为常数项 C means constant term。

3.5 实证结果分析

1)公司规模与融资水平呈正相关。由表6可知,规模与融资水平呈现正相关,且相关性显著,与原假设一致。说明公司规模是影响经济林产业上市公司融资的重要因素,经济林产业上市公司平均规模远远小于林业上市公司,5年来总资产增长幅度也较低,导致银行等金融机构不愿意向经济林产业上市公司提供更多的信贷,对其债务性融资能力产生了极大的制约。

2)公司运营能力与融资水平呈正相关。由表6可知,公司存货周转率的指标系数为负值,与融资水平呈负相关性,但指标系数绝对值偏小,影响有限。而在总资产周转率上相关指标系数为正值且数值较大,从 P 值上来看影响显著,说明运营能力与融资水平呈正相关,符合原假设。公司运营能力越强代表公司资产利用效率越高,偿债能力提高带来债务性融资增加,公司融资水平也相应提高。

3)公司自身竞争力与融资水平呈正相关。在回归模型中用营业利润率来表示公司自身竞争力,由回归检验结果可见经济林产业上市公司营业利润率影响比较显著,指标系数为正值,验证了公司自身竞争力与融资水平呈正相关的假设。经济林行业中公司竞争力越强,越有可能抢占更多的市场,获得更多的收入和利润,从而增强内源性融资,也提高了金融机构对公司偿债能力的信心,增加更多的信贷额度。

4)资本抵押价值与融资水平影响不显著。由表6可知,抵押资产价值相关指标系数为负值,结果不显著。由于我国目前林权抵押制度不够完善,经济林产业上市公司所拥有的存货与固定资产难以获得准确的价值衡量,导致经济林产业上市公司很少采取抵押资产获得信贷,对公司融资水平影响不大。

5)盈利能力与融资水平呈负相关。从实证检验的结果看,净资产收益率指标系数为负值且绝对值最大,影响非常显著。可见经济林产业上市公司盈利能力是影响其融资水平的最重要因素。从净资产收益率构成角度,净资产收益率等于净利润与平均所有者权益之比,在公司股东投入资本有限时,净资产收益率越高,公司净利润越大,产生更多的留存收益即公司倾向于使用内源性融资策略解决公司资金需求,减少了对外源性资金需求,导致公司融资水平下降。

6)偿债能力对融资水平影响不显著。基于实证结果,偿债能力指标系数为负值,偿债能力与公司融资水平呈现较弱的负相关,影响不显著,与原假设相悖。经济林产业上市公司整体流动资产短期变现能力较弱,公司偿债能力的增强不会使得银行因此而提高信贷额度,从而导致对公司融资水平影响不显著。

7)内部积累能力对融资水平影响不显著。公司融资首先选择的方式为内源性融资,较强的内部积累能力可以提高内源性融资结构,减小公司资金需求。从回归结果看,内部积累能力相关指标系数

为正值且绝对值较大,但是从 P 值检验看,影响却不显著,与原假设相悖。可能由于 2014—2018 年,经济林产业上市公司未分配利润均值分别为 71 941、74 145、70 190 和 72 898 万元,数值保持平稳状态,加之所选年限较短,导致内部累积指标对融资水平影响波动较小,结果不显著。

8)公司成长能力与融资水平呈正相关。在回归模型中,构成公司成长能力的指标即营业利润增长率和营业收入增长率指标系数均为正值,对融资水平呈现正相关性。但营业利润增长率影响不显著,营业收入仅在 10% 水平下显著。可以认为公司成长能力与融资水平呈正相关。公司成长能力越强,公司扩张的可能性越大,资金需求也会不断增加,从而产生更多的债务融资。而且,公司成长能力强,反映了公司未来发展潜力较好,容易受到金融机构的青睐,获得更多信贷额度。

综上,对经济林产业上市公司融资水平影响较强的因素是公司规模、运营能力和盈利能力。公司规模越大,可以给予相关债权方以更多借贷信心,而且规模越大越能够提供足够的债务覆盖和担保力度,降低坏账风险。我国经济林产业正处于高速发展的阶段,各项利好政策频出,急需资金扩大公司经营。由于当前经济林产业整体规模偏小,所以影响了产业债务性融资能力,继而更多采用内源性融资和股权融资方式。公司运营能力体现在资产的利用率上,运营能力越强,公司获得利润和扩大公司规模的能力越强,越可能获得金融机构的青睐,得到超额的债务融资。盈利能力是决定经济林产业上市公司融资的关键因素,盈利能力大小决定了公司获得资金的能力。盈利能力越大,公司越可能通过自身内源性融资满足公司日常经营所需,减少外源性融资可能。这与优序融资理论相吻合,公司在内部存有足够资金情况下,会降低对外源性融资需求,呈现较强的负相关性。

4 结 论

1)经济林产业上市公司融资结构以外源性融资为主,内源性融资为辅。内源性融资占比较外源性融资低得多,内源性融资通过公司自身的留存收益和折旧等方式,资金来源于公司自身,没有融资成本和偿债压力,避免了财务风险。经济林产业上市公司留存收益率基本稳定在 55%,内源性融资能力较弱亟待加强。

2)外源性融资结构不平衡,公司偏好股权融资,债务融资较少,整体资产负债率不高。经济林

产业上市公司偏好股权融资模式,长期以来利用股权融资获取巨额资金。股权融资一般采用增发和转增的方式获取资金,可以提高企业权益性资本,提高企业价值和知名度。股权融资成本较低,且资金没有使用期限和偿债压力,从长期来看,对于巨额资金需求可以通过股权融资来获取,但是要注意企业内部管理,适度使用股权融资。由于短期流动负债占负债总额比率超过 80%,比例较高,说明经济林产业上市公司面临着巨大的偿债压力。

3)经济林产业处于高速发展阶段,实际增长率高于可持续增长率,公司融资需求较大。实证分析表明,经济林产业上市公司融资水平与公司规模、运营能力和自身竞争力等因素呈正相关,与公司盈利能力呈负相关;对公司资本抵押价值、偿债能力和内部积累能力影响不显著;对公司融资水平影响较大的因素为公司规模、运营能力和盈利能力,其中盈利能力的影响最为显著。盈利能力对内源性融资能力有很大的影响。当前经济林产业企业规模较小,经济效益较差,净资产收益率和总资产净利润率分别在 3.5% 和 3.0% 上下波动,盈利能力较差。提高企业盈利能力就可以产生更多净利润,快速提高内源性融资能力。

4)公司规模与现金流量管理也是影响内源性融资能力的重要因素。内源性融资是一种极优的融资模式,受外界影响较小,经济林产业上市公司在制定长期融资策略时依然要把内源性融资作为首选。实证研究表明,公司规模与融资水平呈正相关性,即公司规模越大,竞争力越强,可以获得更多的营业收入和利润,使得内源性融资能力继续得到提高。现金流量相当于内源性资金流入,加强现金流量管理,减少因财务管理漏洞导致的资金流失,可以变相提高内源性融资能力。经济林产业上市公司现金及现金等价物逐年减少,反映了现金管理的压力增大,而投资活动造成的巨额资金流出,除了大部分用于基础设施建设,还存在投资损失。

参考文献 (reference):

[1] 何方. 中国现代经济林产业体系建设布局研究 I——木本食用油料篇[J]. 中南林业科技大学学报, 2011, 31(3): 1-7. HE F. Study of overall arrangement for construction of China's industrial system of non-wood forest crops I: woody edible oil[J]. Journal of Central South University of Forestry & Technology, 2011, 31(3): 1-7. DOI:10.14067/j. cnki.1673-923x.2011.03.006.

[2] 杜辉. 我国经济产业林发展存在的问题及解决对策[J]. 农家参谋, 2019 (6): 113. DU H. Problems existing and countermeasures in the development of China's economic industry forest [J]. The Farmers Consultant, 2019(6): 113.

- [3] LUDVIG A, TAHVANAINEN V, DICKSON A, et al. The practice of entrepreneurship in the non-wood forest products sector; support for innovation on private forest land[J]. *For Policy Eco*, 2016, 66: 31-37. DOI: 10.1016/j.forpol.2016.02.007.
- [4] YAN S Q. The walnut industry development strategies based on the perspective of precise poverty alleviation in Danfeng County[J]. *A A Soci*, 2017, 7 (12): 391 - 403. DOI: 10. 4236/aasoci. 2017.712026.
- [5] 邢彩萍, 吴春荣. 甘肃省经济林持续发展的经济学分析[J]. *绿色科技*, 2014(2): 252-255. XING C P, WU C R. Economic analysis of economic forest sustainable development in Gansu Province[J]. *J Green Sci Technol*, 2014(2): 252-255.
- [6] 谢海涛, 严昕桦. 林业类上市公司经营绩效评价研究——基于因子分析方法[J]. *中国林业经济*, 2019(6): 118-121. XIE H T, YAN Y H. Research on the performance evaluation of forestry listed companies: based on factor analysis method [J]. *China Forestry Economics*, 2019(6): 118-121. DOI: 10.13691/j.cnki. cn23-1539/f.2019.06.034.
- [7] KURTTILA M, PUKKALA T, MIINA J. Synergies and trade-offs in the production of NWFPs predicted in boreal forests[J]. *Forests*, 2018, 9(7): 417. DOI: 10.3390/f9070417.
- [8] TIEGUHONG J C, GROUWELS S, NDOYE O, et al. Financial status of small and medium scale enterprises based on non-wood forest products (NWFP) in central Africa[J]. *Forest Policy & Economics*, 2012, 20: 112-119. DOI: 10.1016/j.forpol.2012.01.009.
- [9] 杨文杰, 许向阳. 中国林业碳汇股票指数编制与投资价值研究[J]. *林业经济问题*, 2018(5): 59-65. YANG W J, XU X Y. Research on compilation and investment value of forestry carbon sink stock index in China[J]. *Issues For Econ*, 2018, 38(5): 59-65. DOI: 10. 16832 /j. cnki. 1005-9709. 2018. 05. 009.
- [10] 贾小玫, 段雯瑾, 夏冷. 权衡理论和优序融资理论模型与实证[J]. *统计与决策*, 2017(11): 175-178. JIA X M, DUAN W J, XIA L. Trade-off theory and pecking order financing model and demonstration[J]. *Statistics & Decision*, 2017(11): 175-178. DOI: 10.13546/j.cnki.tjyjc.2017.11.044.
- [11] 赵巍, 廖吉林. 基于 SEM 的江苏传统制造业绿色转型动力机制实证研究[J]. *物流科技*, 2020, 43(3): 115-118, 132. ZHAO W, LIAO J L. Research on the driving mechanism of green transformation of traditional manufacturing industry in Jiangsu Province based on SEM[J]. *Logist Sci-Tech*, 2020, 43(3): 115-118, 132. DOI: 10.13714/j.cnki.1002-3100.2020.03.028.
- [12] 邱强, 李心武. 电子商务企业财务管理创新研究[J]. *电子商务*, 2020(9): 47-48. QIU Q, LI X W. E-business enterprise financial management innovation research[J]. *E-Business Journal*, 2020(9): 47-48. DOI: 10.14011/j.cnki.dzsw.2020.09.021.
- [13] 陈晓, 单鑫. 债务融资是否会增加上市企业的融资成本?[J]. *经济研究*, 1999(9): 39-46. CHEN X, SHAN X. Will debt financing increase the financing cost of listed companies? [J]. *Economic Research*, 1999(9): 39-46.
- [14] 沙宇蕾, 邱强. 制造企业基于成本中心核算对企业管理的研究[J]. *生产力研究*, 2020(5): 123-125, 130. SHA Y L, QIU Q. Research on enterprise management based on cost center accounting in manufacturing enterprise [J]. *Productivity Research*, 2020 (5): 123 - 125, 130. DOI: 10. 19374/j. cnki. 14 - 1145/f. 2020. 05. 030.
- [15] JIANG Y, WANG X. American society of civil engineers 2014 international conference on construction and real estate Management-Kunming, China [R]. ICCREM 2014-Research on China Real Estate Private Equity Fund Financing, 2014: 1226-1233.
- [16] QIU Q, CHEN J. Natural resource endowment, institutional quality and China's regional economic growth [J]. *Resources Policy JUN*, 2020 (66): 101644. DOI: 10. 1016/j. resourpol. 2020.101644.
- [17] BELCHER B, ACHDIAWAN R, DEWI S. Forest-based livelihoods strategies conditioned by market remoteness and forest proximity in Jharkhand, India [J]. *World Development*, 2015(66): 269-279. DOI: 10.1016/j.worlddev.2014.08.023.
- [18] ZHAO Q, WEN Z, CHEN S, et al. Quantifying land use/land cover and landscape pattern changes and impacts on ecosystem services[J]. *International Journal of Environmental Research and Public Health*, 2020, 17 (1): 126. DOI: 10. 3390/ijerph17010126.
- [19] 陈思元, 顾意刚. 物流上市公司盈利能力研究[J]. *物流工程与管理*, 2020, 42(9): 157-160. CHEN S Y, GU Y G. Research on profitability of listed logistics companies [J]. *Logistics Engineering and Management*, 2020, 42(9): 157-160. DOI: 10. 3969 /j. issn. 1674-4993. 2020. 09. 050.
- [20] 周春应, 张红燕. 政府补助对林业上市公司绩效的影响——基于股权结构的中介效应[J]. *林业经济*, 2019, 41(10): 53-61. ZHOU C Y, ZHANG H Y. The influence of government subsidy on the performance of forestry listed companies: based on the mediating effect of ownership structure [J]. *For Econ*, 2019, 41(10): 53-61. DOI: 10.13843/j.cnki.lyjj.2019.10.008.
- [21] 吴凌云, 许向阳. 碳交易市场背景下中国造纸企业碳管理战略研究[J]. *林业经济*, 2018, 40(4): 46-52. WU L Y, XU X Y. Research on carbon management strategy of chinese papermaking enterprises under the background of carbon trading market [J]. *For Econ*, 2018, 40 (4): 46 - 52. DOI: 10. 13843/j. cnki. lyjj. 2018. 04. 007.

(责任编辑 李燕文)