

基于产业化视角的 我国农业上市公司募集资金 投向变更问题研究



JIYU CHANYEHUA SHIJIAO DE
WOGUO NONGYE SHANGSHI GONGSI
MOJI ZIJIN TOUXIANG BIANGENG WENTI YANJIU

幸素园 著



西南交通大学出版社
<http://press.swjtu.edu.cn>



基于产业化视角的我国农业上市公司募集资金投向变更问题研究

幸素园 著



西南交通大学出版社

· 成 都 ·

图书在版编目 (C I P) 数据

基于产业化视角的我国农业上市公司募集资金投向变更问题研究 / 幸素园著. —成都: 西南交通大学出版社, 2013.7

ISBN 978-7-5643-2395-0

I. ①基… II. ①幸… III. ①农业企业—上市公司—融资—研究—中国 IV. ①F324.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 139337 号

基于产业化视角的我国农业上市公司
募集资金投向变更问题研究

幸素园 著

责任编辑	张宝华
特邀编辑	顾 飞
封面设计	何东林设计工作室
出版发行	西南交通大学出版社 (成都市金牛区交大路 146 号)
发行部电话	028-87600564 87600533
邮政编码	610031
网 址	http://press.swjtu.edu.cn
印 刷	成都蓉军广告印务有限责任公司
成品尺寸	148 mm × 210 mm
印 张	8.25
字 数	253 千字
版 次	2013 年 7 月第 1 版
印 次	2013 年 7 月第 1 次
书 号	ISBN 978-7-5643-2395-0
定 价	28.00 元

图书如有印装质量问题 本社负责退换
版权所有 盗版必究 举报电话: 028-87600562

前 言

现代农业的发展需要以农业上市公司为首的农业企业，以其先进的生产力和优良的组织管理能力，带动农户进行农业生产，建设和完善农业产业链，不断推动农业走上产业化、规模化、集约化、资本化和现代化的道路。换言之，作为龙头企业的农业上市公司背负着我国农业产业结构调整升级的希望。但是长期以来，农业上市公司的“背农”现象一直存在，尤其近年来，进行非农领域投资的农业上市公司数量更是呈现出逐年递增的趋势。这说明，我国农业上市公司的非农扩张现象日益严重，部分农业上市公司淡出甚至完全退出了农业领域的生产和经营，这显然和国家扶持农业上市公司以带动我国农业的产业化发展的初衷是相背离的。因此，我国农业上市公司“背农投资”现象的客观存在凸显了其募集资金投向变更问题，只有通过对其现象、后果和引致动因做了较为全面深入的研究，并根据实证研究结论提出了相应的对策建议。

本研究遵循的逻辑主线为：首先通过描述性统计分析对我国农业上市公司的募集资金投向进行归纳分类，讨论了我国农业上市公司的收入构成和利润结构，指出我国农业上市公司偏离主业进行经营即“背农投资”现象存在普遍性。其次，通过数据包络分析和回归分析对我国农业上市公司的募集资金投向变更行为进行实证研究，计算不同研究样本分组的效率值，并确定农业上市公司变更资金投向及程度对公司效率是否存在影响，同时将募集资金的隐性变更纳入实证研究的范畴，讨论资金闲置对公司效率的影响。在此基

基础上,通过 logistic 回归分析对募集资金投向变更的引致因素进行实证研究,将农业上市公司的自然风险、市场风险等外部因素以及公司规模、股本结构等内生变量同时纳入决策影响体系进行讨论。根据实证研究的结果,进一步考虑公司治理结构对资金投向选择的影响,并在实证研究的基础上,进一步将行为金融学的短视损失厌恶概念引入决策层的决策行为中,从理论上探讨在不完善的公司治理结构下,管理层的有限理性对农业上市公司的背农投资决策行为是否存在显著影响。最后,根据实证研究的结果,在对我国农业上市公司募集资金投向变更行为的后果和引致因素进行实证研究的基础上,对现象的治理提出有针对性的政策建议,并结合农业上市公司的募集资金投向对实现农业产业化结构调整的意义以及农业上市公司产业组织形式的内生矛盾,为农业上市公司的战略选择提出可供参考的建议,并就构建农业纵向产业链、促进我国农业产业化发展的具体模式和实现路径进行讨论。

本书在借鉴和总结了已有的研究成果基础上,试图完成以下创新:首先是研究体系的完善。从产业组织形式自身的缺陷阐释背农现象产生的内在机理,进而从现象入手全面研究了背农的后果和资金投向变更的影响因素,继而提出有针对性的治理建议。其次是研究视角的创新。将行为金融理论中经理人的有限理性和短视损失厌恶引入我国农业上市公司投资决策影响的分析中,更为深刻地揭示投资决策中决策者心理因素的作用,属于研究视角和切入点的创新。再次是治理对策中提出的制度创新。即在提高农业上市公司绩效,治理其背农投资行为的对策建议上,将农业产业链的市场特征引入模型,并提出了“公司+公司”的产业组织形式。最后,在农业上市公司的绩效评价体系中增加以农业项目的投资周期或者农产品的

生长周期作为判断公司和经理人绩效的会计期间的财务报告体系，以治理决策者的短视和与之对应的变更资金投向行为。

本书的写作从选题到完成经历了三年的时间，其间，作者的博士生导师彭珏教授对本书提出了相当有价值的参考建议，另有众多的专家学者以及各位同门也提出了批评和改进意见，在此向诸位致以深深的谢意。

当然，由于作者的有限，本书的写作中还有很多疏漏之处，敬请各位专家批评指正为感！

幸素园

2013 年 1 月

图表索引

一、表格部分

表 3.1	2000—2005 年我国主要农产品单位劳动力产量增长情况	52
表 3.2	2000—2005 年我国工业劳动力生产率增长情况	53
表 3.3	1992—2005 我国工业生产率的统计数据	58
表 3.4	我国农业和工业的全要素生产率及增长趋势的对照	58
表 3.5	2010 我国粮油加工企业的规模和生产能力分布	69
表 3.6	农业上市公司退市情况统计表	76
表 4.1	我国农业上市公司 2007—2010 年 主营业务收入占营业收入的比例统计	98
表 4.2	我国农业上市公司募资变更行为与其他上市公司的比较	101
表 4.3	我国农业上市公司募集资金去向变更统计表	105
表 4.4	我国农业上市公司变更募集资金使用的主要投资项目选择	107
表 4.5	我国农业上市公司募集资金闲置情况描述性统计结果	109
表 5.1	2007—2009 年存在募资投向变更的农业上市公司效率值	122
表 5.2	2007—2009 年未进行募资投向变更的农业上市公司效率值	124
表 5.3	模型解释变量的相关性分析	128
表 5.4	2007 年 DEA 效率的 Tobit 回归结果	129
表 5.5	2008 年 DEA 效率的 Tobit 回归结果	130
表 5.6	2009 年 DEA 效率的 Tobit 回归结果	130
表 5.7	2007—2009 面板数据的 Tobit 回归结果	131
表 5.8	变量界定及计算方法	136
表 5.9	模型变量的描述性统计结果	137
表 5.10	变量相关性分析结果	137
表 5.11.1	募资变更与公司价值的 t 检验结果	138
表 5.11.2	募资变更与公司盈利能力的 t 检验结果	140
表 5.11.3	募资变更与公司成长能力的 t 检验结果	140

表 5.12	变量选择和说明	142
表 5.13	解释变量的相关关系分析结果	143
表 5.14	模型变量的描述性统计结果	144
表 5.15	资金闲置对公司绩效的影响回归结果	144
表 5.16	宏观经济运行影响下变更资金投向对公司绩效的 影响回归结果分析	146
表 6.1	模型所选自变量及其计算表	155
表 6.2	被解释变量和控制变量的界定	158
表 6.3	模型自变量的相关性分析	159
表 6.4	农业上市公司变更募集资金投向 决策引致因素的 logit 回归结果	160
表 6.5	我国农业上市公司第一大股东持股比例描述性统计结果	166
表 6.6	农业上市公司股权结构分析	167
表 6.7	公司治理结构变量及计算公式表	168
表 6.8	变量的相关性分析	168
表 6.9	公司治理结构对募资变更的回归结果	169
表 6.10	宏观经济变量与其他模型变量之间的相关性分析	171
表 6.11	logistic 回归结果	172
表 8.1	2000—2010 年我国农业上市公司现金再投资数据描述性统计	214
表 8.2	重庆“公司+公司”产业化经营模式的试点及成效一览表	222

二、插图部分

图 1.1	论文的研究思路与研究框架	11
图 3.1	我国农业的劳动生产率增长趋势	52
图 3.2	我国 1979—2010 土地生产率的变化趋势	54
图 3.3	农业上市公司补贴收入总额变化情况（1996—2008）	83
图 4.1	2008 年农业上市公司营业利润占利润总额的比例	96
图 4.2	2009 年农业上市公司营业利润占利润总额的比例	97
图 4.3	2010 年我国农业上市公司营业利润占利润总额的比例	97
图 4.4	我国农业上市公司募集资金投向分布情况	102

图 4.5	我国农业上市公司变更募资投向的用途	103
图 5.1	上市公司生产前沿面图	116
图 5.2	以营业成本为投入变量计算的效率均值	125
图 5.3	以主营业务成本为投入变量的效率均值	125
图 5.4	变更组不同投入变量计算的效率均值比较	126
图 5.5	未变更组不同投入变量计算的效率均值比较	126
图 6.1	价值函数	178
图 6.2	修正后的价值函数	180
图 7.1	农业产业化体系	186
图 7.2	多元化与风险分散动机	191
图 7.3	农业企业的纵向产业链	205

目 录

第 1 章 总 论	1
1.1 研究问题的提出	1
1.2 研究背景及研究意义	3
1.3 研究目的与研究思路	9
1.4 研究内容与研究方法	12
1.5 可能的创新之处	14
第 2 章 公司募集资金投向选择问题的理论借鉴与文献回顾	15
2.1 企业投资决策理论的研究及评述	16
2.2 上市公司募集资金使用的相关研究及评述	37
2.3 我国上市公司背农现象的相关研究综述与评价	40
2.4 募集资金使用相关实证研究方法的综述及评价	42
2.5 本章小结	45
第 3 章 我国农业上市公司募集资金投向选择的理论分析	46
3.1 我国农业产业的效率特征与风险特征	47
3.2 我国农业的产业化发展路径与农业龙头企业的产生	63
3.3 我国农业上市公司的生成逻辑、运行环境与政策扶持	73
3.4 我国农业上市公司的内生矛盾与背农投资产生 的理论根源	86
3.5 本章小结	91
第 4 章 募资变更与资金闲置：我国农业上市公司 的背农现象研究	93
4.1 我国农业上市公司背农现象的界定与阐释	93
4.2 我国农业上市公司的募集资金投向变更的行为特征	103
4.3 本章小结	111

第 5 章 募资投向变更行为对我国农业上市公司绩效的影响研究	112
5.1 我国农业上市公司募集资金变更对公司效率的影响研究	113
5.2 农业上市公司募资投向变更对公司绩效影响的递进研究	132
5.3 本章小结	147
第 6 章 农业上市公司募集资金投向变更行为的动因研究	149
6.1 我国农业上市公司募集资金投向选择的引致因素分析	150
6.2 基于新古典财务理论的农业上市公司投资决策影响因素分析	153
6.3 农业上市公司募集资金投向变更的进一步解释——基于委托代理理论的分析	162
6.4 宏观经济环境对农业上市公司资金投向变更决策的影响	171
6.5 基于管理层短视损失厌恶的募资变更动因的理论阐释	173
6.6 本章小结	181
第 7 章 基于产业化视角的我国农业上市公司投资战略选择与背农投资现象的治理	184
7.1 我国农业产业化发展路径的优化与农业上市公司的战略选择	185
7.2 农业上市公司的多元化经营与纵向一体化的战略选择	189
7.3 农业上市公司的募集资金投向选择与农业产业链的构建	201
7.4 促使农业上市公司进行产业化投资、构建农业产业链的制度改进	206
7.5 本章小结	211
第 8 章 案例研究：“公司+公司”模式的实践对农业上市公司产业化发展的启示	213
8.1 我国农业发展产业链投资的现实困难及产业化模式演进	213

8.2 案例研究：“公司+公司”模式的创新、实践成效 与经验总结	219
8.3 我国农业上市公司“公司+公司”过渡模式的制度 设计和配套政策建议	230
8.4 本章小结	234
第 9 章 结论与研究展望	235
9.1 本文的主要研究结论	235
9.2 政策建议及制度创新	239
9.3 研究的不足和后续展望	241
参考文献	242

第 1 章

总 论

1.1 研究问题的提出

农业是立国之本，也是现代经济社会不可或缺的经济部门。现代农业的发展需要以农业上市公司为首的农业企业，代表先进的技术和先进的生产力，组织农户和农业生产，建设和完善农业产业链，推动农业走上产业化、规模化、集约化、资本化和现代化道路。因此，作为龙头企业的农业上市公司背负着我国农业产业结构调整升级的希望。但纵观证券市场农业板块的发展历程，从 1992 年起陆续有 50 余家上市公司开始在证券市场挂牌交易，而这些肩负着“对农业结构调整及农业产业化有所推动和促进”重任的农业上市公司，在资本市场的成长历程却显得并不顺利，农业上市公司“黑幕”陆续爆出，如较早的琼民源在其财务报告中虚增利润和资本公积从而操纵其股票价格，因此导致退市；另一家公司银广夏也同样因为财务造假和虚报业绩受到处罚，从“绩优股”沦为“垃圾股”。而其他的农业上市公司，虽然尚未查出有类似的财务舞弊行为，但也有不少公司相继进入 ST、PT 行列，面临严重的财务失败风险和生存危机。经过对我国农业上市公司的表现和扶持其上市的初衷进行审视和反思，提醒我们必须正视，由于农业板块上市公司所处行业的特殊性，投资农业项目与企业追逐利润最大化的目标有显著的时间性差异。而作为上市公司决策层的高管，其投资决策时的“短视损失厌恶”行为和“有限理性”更是对农业项目投入显得更为谨慎，因

此，长期以来，农业上市公司的“背农”现象一直存在，尤其是近年来，进行非农领域投资的农业上市公司数量呈现出逐年递增的趋势。这说明上市公司的非农扩张现象日益严重，甚至有部分农业上市公司淡出甚至退出了农业经营领域，这让人不得不怀疑农业上市公司在其上市之初，即是为了取得“壳资源”以谋求证券市场的融资资格而从事农业，一旦获准上市，即选择背离农业进行经营。

按照中国证券监督管理委员会（简称证监会）公布的《上市公司行业分类指引》，将上市公司分为如下几个板块：A 农、林、牧、渔业；B 采掘业；C 制造业；D 电力、煤气水的生产和供应业；E 建筑业；F 交通运输、仓储业；G 信息技术业；H 批发和零售贸易；I 金融、保险业；J 房地产业；K 社会服务业；L 传播与文化产业；M 综类。而对农、林、牧、渔业板块进行进一步细分则有：农业（包括种植业与其他农业），林业畜牧业（包括牲畜饲养放牧业、家禽饲养业和其他畜牧业），渔业（包括海洋渔业、淡水渔业），农、林、牧、渔服务业（包括农业服务业、林业服务业、畜牧兽医服务业、渔业服务业、其他农、林、牧、渔服务业）^①。按照该种分类方法，根据统计资料显示，截止到 2010 年 2 月，从事农、林、牧、渔等“大农业”板块的农业上市公司共 58 家，分别在深圳和上海证券交易所挂牌交易。而这些农业上市公司中有超过 2/3 的公司选择以首发（IPO）或者通过配股和增发等再融资行为所募集到的资金投资于非农产业^[1]，其资金的主要流向包括房地产、证券、生物制药、教育、风险投资、通讯等行业，较为典型的有九发股份、永安林业，主要从事的非农领域投资的生物制药行业；新希望、罗牛山涉足金融证券行业；新中基从事创业投资；中牧股份、亚华种业则将大部分筹集到的资金投向了房地产行业。而另外一些规模偏小、经济实力明显不足的农业上市公司则选择了直接退出农业领域的经营。以渔业为例，早前从事渔业的我国农业上市公司多达 12 家，但近几年来，由于养殖、捕捞成本大幅增加导致利润率降低，又受到出口的影响，

① 中国证券监督管理委员会公布《上市公司行业分类指引》。

企业主营业务收入也呈递减趋势。由于盈利能力下降使这些公司纷纷陷入经营困境，先后有 4 家公司遭遇到退市和转型的风险，截至目前，我国以渔业为主营业务的农业上市公司只剩下 8 家。

值得指出的是，农业上市公司由于所处行业的特殊性，加之部分公司财务管理不健全，未能建立专门账户对投资过程进行管理和监控，而农业投资和生产项目往往受农业政策导向和自然气候条件变化的影响较大，同时农业投资项目较之于其他项目而言往往面临更长的建设周期。因此，鉴于资金投入的监管缺位，使得在整个项目的建设过程中，往往存在上市公司未严格按项目使用计划书的时间要求逐项投入，不可避免地出现募集资金闲置现象。另外，还存在农业上市公司主动选择的资金闲置现象，即将筹集到的资金部分或者全部闲置不用，分别用于补充流动资金，或者存放在银行甚而去向不明，其所导致的投资效果仍然等同于“非农投资”。如果算上此类隐性的募集资金变更行为，农业上市公司中的“非农投资”现象更为惊人。

由此可见，农业上市公司在实现成功上市以后，在实际的生产经营和募集资金使用中往往通过变更投资方向，偏离农业产业进行多元化投资，这明显与扶持农业上市公司进入证券市场，以农业龙头企业的身份带动农业产业结构调整升级的初衷相悖，对构建农业产业化发展模式提出了挑战。如何规范和引导农业上市公司的投资行为，保证募集资金投入农业项目，就必须从“背农投资”的动因入手，分析投资决策的影响因素，而后提出有针对性的政策建议，这正是本研究的起点。

1.2 研究背景及研究意义

1.2.1 研究的背景

自从三农问题被提上议事日程开始，我国政府从 2004 年起就陆续提出了关于三农问题的目标和实施的具体措施。首先是政

府分别于 2004—2006 年相继提出农民增收、农业增长和农村建设的三大目标，并陆续制定了实现上述三个目标的具体措施，主要是通过发展现代农业和加强农业基础设施建设以达到农民收入增加、农村经济可持续增长以及完善农村建设的目的。就具体实施战略和步骤而言，2006 年，我国政府为发展现代农业提出了农业产业化经营的思路，即“要着力培育一批竞争力强、带动力强的龙头企业和企业集群示范基地，推广龙头企业、合作组织与农户有机结合的组织形式，让农民从产业化经营中得到更多的实惠”^①。2007 年进一步通过政策引导和强化明确了对农业产业化龙头企业的扶持决心，规定“通过贴息补助、投资参股和税收优惠等政策，支持农产品加工业发展。中央和省级财政要专门安排扶持农产品加工的补助资金，支持龙头企业开展技术引进和技术改造。完善农产品加工业增值税政策，减轻农产品加工企业税负”^②。从具体实施情况来看，由于农业龙头企业确实能够在生产流通领域充当组织者和管理者的作用，能引导农民提高生产技术、增加产量并从一定程度上规避市场风险，在发展现代农业的过程中逐渐成为举足轻重的重要角色。因此，为将国家扶持龙头企业的成果继续延续和外化扩大，2008 年开始，国家开始进一步鼓励农业龙头企业的集群共同发展，将“继续实施农业产业化提升行动，培育壮大一批成长性好、带动力强的龙头企业，支持龙头企业跨区域经营，促进优势产业集群发展”^③。

从上述政府的相关惠农政策制定来看，国家对农业发展和农业龙头企业的扶持举措是逐步推进的，从最初仅仅要求各级政府的财政收入应当逐步增加农业产业化的资金投入，到设立专门的农业综合开发资金、支持农业的产业化发展，再到具体规定中央和地方要支持农业龙头企业开展技术研发、节能减排和基地建设，同时设立

① 中发[2006]1 号《中共中央国务院关于推进社会主义新农村建设的若干意见》（2005 年 12 月 31 日）。

② 中发[2007]1 号《中共中央国务院关于推进社会主义新农村建设的若干意见》

③ 中发[2008]1 号《中共中央国务院关于切实加强农业基础建设进一步促进农业发展农民增收的若干意见》（2007 年 12 月 31 日）。

农业产业化的专项资金，整个进程中，政府对农业和产业化龙头企业的政策扶持力度显然是在不断提高的。同时，针对龙头企业所面临的农业投资项目所需投资数额较大、投资回收期长等特点，为了解决农业产业化的资金瓶颈约束，国家也将农业企业融资难的问题提上了议事日程，通过各种渠道如农村合作社、政策性贷款等帮助农业企业获得其发展所需资金。我国的农业产业化发展道路正是在这样的政策环境和背景下开始走上正轨，逐渐从政府的培育到引导扶持再过渡到产业结构调整和提升。同时，从这些政策措施出台的连贯性和具体实施情况可以看出，我国对三农问题的重视及国家强农惠农政策的持续性。

在农业发展的实践中，经历 30 多年的改革开放以后，我国农业已然进入到新的发展阶段，传统农业开始向现代农业转型，增长方式也将由传统的粗放型转向集约型，而农业的产业化发展将是我国农业实现转型的必由之路。与传统农业的生产组织方式比较，现代农业的发展要求企业对科技和资金投入足够重视，以资本和技术密集型的生产逐步替代劳动密集型的传统生产模式。但是，由于农业的弱质性和资本逐利性的固有矛盾，尽管国家制定了诸多补贴和融资扶持政策，试图解决农业企业的资金瓶颈约束问题，但是农业发展的资金缺口是巨大的。这也是制约我国走农业产业化道路，发展现代农业的重要障碍。而我国资本市场的发展为农业龙头企业的融资平台提供了新的选择，因此，充分利用资本市场配置资金，弥补农业投入的缺口，将对加速我国农业的产业化发展进程起到至关重要的作用。作为对资源进行优化配置的媒介，资本市场兼具筹资、资本定价及引导资金流向的功能。身为农业龙头企业的农业上市公司，是先进生产力的代表，也是链接农户和公司以及整个农业产业的关键节点，更是能为农业产业化发展起到“示范效应”的有效组织形式。其公开发行股票所筹集的资金如何使用对于农业上市公司自身以及农业产业化发展的各个环节都意义深远：从微观层面看，它决定了农业上市公司自身的绩效和利益相关主体的利益；就中观而言，它对农业产业结构调整、区域经济的优化升级有显著影响；