

证券市场

配股公司现金持有 与经营业绩

陈雪峰, 翁君奕

(厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005)

摘要:以 1999 年实施配股的公司为样本, 分析了上市公司配股后现金的持有状况、持有形式及配股前后公司经营业绩的变化。发现在配股当年, 公司配股所得现金多以货币资金和短期投资的形式存在, 次年投入使用, 但有 26% 的公司变更投资项目。公司在配股当年的经营业绩较前一年显著下降, 在现金投入使用的当年, 业绩较前一年无明显变化, 但在现金投入使用的下一年, 经营业绩又显著下降; 而且通过横截面研究发现在现金富余公司中现金持有量越多公司业绩则越差。表明配股公司的经理人存在滥用配股资金的行为, 符合自由现金流的代理成本假说。

关键词: 配股; 现金持有; 自由现金流

中图分类号: F830.91

文献标识码: A

文章编号: 1002-2252(2002)04-0037-05

Cash Holding and Operating Performance of Rights Issue Companies

CHEN Xue-feng, WENG Jun-yi

(School of management of Xiamen University, Xiamen 361005, China)

Abstract In this paper the listing companies' cash holding and operating performance around rights issue are analyzed taking the companies that issued rights in 1999 as the sample. We conclude that the cash of rights issue companies were money and short-term security in the year of rights issue and invested in next year but 26 percent of the sample changed their investment. The operating performance decreased sharply in the year of rights issue and kept stable in the year of investment but decreased in the next year of investment again. Above all in the cash-rich companies the performance got worse, the cash kept more. We think the management inefficiently used the cash of rights issue, which took an accord with the agency cost of free cash flow hypothesis.

Key words: Rights issue; Cash holding; Free cash flow

收稿日期: 2002-06-04

作者简介: 陈雪峰(1978-), 男, 湖北天门人, 厦门大学管理学院硕士研究生, 研究方向: 理财学。

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. <http://www.cnki.net>

1 引言

配股即配售新股,是股份有限公司发行股票的一种形式。公司按照规定向股东配给认购新股的额度,股东可以在限额内以配股价格认购,其本质是上市公司再次募集资金的行为。由于我国上市公司在某种程度上融资渠道有限,曾一度出现广为股东和监管部门关注的配股热。在1993年102家沪市上市公司中有85家配股,其中51家实施了高于10配3的配股,最高的达到每10股配30股。1998年提出配股预案的上市公司有313家,配股家数比上年大幅增加,并且在1998年年报公布后沪深两地出现了“配股排队现象”。对于上市公司配股的研究,目前大多是从宏观层面上讨论上市公司配股对股东的利弊、配股价格的规范确定以及关于上市公司围绕配股资格的盈余操纵等。对于上市公司配股后资金的持有状况以及配股对公司业绩的影响则鲜有论及。本文拟对此作初步分析,以期抛砖引玉。

2 相关的理论假说

上市公司配股直接带来的结果是公司现金持有量的增加、流动性的增强,上市公司应该按照配股说明书将这部分资金投入已承诺的项目。毫无疑问,实施配股后的上市公司短期内是现金持有量较多的公司,公司是否会以股东价值最大化为目的,有效利用这一部分现金?进一步地,上市公司配股融资之前,对于资金的用途、投资项目的前景及其效率与风险等详情均在配股说明书中说明,也就是说所有募得资金都将有经过仔细论证的既定流向和安排。是否可以照此推测,在一定时间内,公司募集的资金将大部分投入使用,公司的净资产回报率将随之上升,净利润也将高于配股前的水平?

对上述问题,理论界存在两种截然不同的观点。Myers持肯定态度^[4],提出由于在外部投资者与公司经理人之间存在信息不对称,公司(尤其小公司)外部融资的成本很高,如果公司拥有较好的投资机会,但因受到财务上的限制而不得不放弃,这将产生严重的投资不足(Underinvestment)问题。为了避免这种隐性成本,公司将内部融资作为未来投资项目的首选,因而会储存大量现金以备使用。这种行为符合财务限制(Financial constraint)理论,是股东价值最大化的安排。Jensen & Meckling和Jensen是持否定观点的代表,^{[1][2]}他们提出自由现金流(Free-cash-flow)假说,认为在所有权和经营权高度分离的现代企业制度下,在拥有大量自由现金流的公司,经理人和股东之间的代理冲突非常严重。经理人为满足自身利益,偏好于储备高于股东价值最大化所需要的现金。一方面拥有较多的现金,经理人可以免受外部资本市场的约束;另一方面,经理人会有一部分现金用于扩大自己的控制范围,达到建立商业

帝国的目的。由于股东分散性极大,用脚投票或搭便车的现象普遍存在。这一部分资金相对于其他资金来源(如债权人)缺乏有效的监督,经理人在使用上具有较大的灵活性,容易将自由现金流投向净现值为负的项目,进而降低公司价值,损害股东利益,这也是自由现金流的代理成本。

20世纪90年代以来,国外不少学者使用发达国家的上市公司数据对上述假说进行了经验性验证。例如,Blanchard等得出:现金富余公司的经理人趋向于无效率地使用公司的现金;再如,Opler等和Harfors通过分析数据发现,较高的现金持有量对公司的经营业绩有正的影响^[3,6];Mikkelsen也得出了相似的结论。^[5]他们按行业和规模为持续持有大量现金的公司找到相匹配的公司,并比较它们的经营业绩,发现大量现金持有并不会使公司业绩变差。此外他们认为大量的现金持有并不代表经理人和股东之间会有严重的利益冲突。

本文接下来就具体验证目前中国上市公司配股后现金持有行为符合哪一种理论假说。

3 数据选取与分析结果

这里所指的现金为广义上的现金(公司流动性较强且持有风险较小的资产),包括公司的库存现金、银行存款、短期投资和应收票据。货币资金指公司的库存现金和银行存款。为了比较不同规模间公司现金持有量的大小,本文采用单位非现金资产所占有的现金衡量公司的现金持有量(现金/(总资产-现金)),分别用ROE和净利润衡量公司的经营业绩。

1999年度证监会公布了上市公司配股资格认定的新规则,为确保所有样本都处于同一配股政策下,并追踪配股后公司的现金持有状况和经营业绩,故将1999年度实施配股的上市公司作为本文的研究对象。1999年实际配股的上市公司有122家(深市60家,沪市62家)。因金融行业的经营业务涉及货币资金和有价证券,而货币资金和有价证券为本文定义现金的一部分,故将此类公司剔除。公用事业上市公司由于具有非盈利性和受政府监管较多等特殊特点也从样本中剔除。另考虑到有些公司数据的残缺,本文获得1999年配股公司122家公司中115家的数据,即1998年年报、1999年年报、2000年年报、2001年年报(数据来源于中国证券报)。1998年的数据反映公司配股前的现金持有状况与公司业绩,1999年和2000年、2001年的数据则用以追踪上市公司配股资金的使用情况、配股后公司的现金持有状况及公司的经营业绩。

以现金与非现金资产的比例衡量配股公司的现金持有量,表1的描述性统计展示了1999年实施配股的115家公司分别在1998年、1999年、2000年三

年现金持有量的状况。直观的印象是1999年较1998年大幅增加,现金持有量的平均值从0.39上升到0.49,即现金与非现金资产的比例上升10%,其中1999年现金持有量最大的公司达到6.48,即1元价值的非现金资产需要6元多的现金予以支撑,部分配股公司储存现金的强烈偏好由此可见一斑。从1999年配股公司现金持有量的标准偏差、样本方差可看出:公司现金持有量可谓两极分化,最小值较1998年无变化,说明部分公司已将募集资金投入使用,并不是所有公司通过配股囤积现金。表2列出了1998年、1999年两年配股公司现金持有量假设检验的结果,1999年现金持有量显著高于1998年。考虑到一些项目建设期较长的特点,本文也追踪了配股公司2000年年底的现金持有量,发现2000年配股公司的现金持有量较1999年显著下降,单尾检验在10%的水平显著(见表3),表明配股公司所募集资金大部分是在2000年投入使用的。

表1 1999年配股公司现金持有量的描述性统计

| 统计量 | 1998年 | 1999年 | 2000年 |
|------------|----------|----------|----------|
| 平均 | 0.389264 | 0.492306 | 0.40236 |
| 中值 | 0.337286 | 0.395701 | 0.337059 |
| 样本方差 | 0.065155 | 0.388458 | 0.061225 |
| 峰值 | 7.229618 | 76.09959 | 0.811403 |
| 最小值 | 0.044472 | 0.049332 | 0.012182 |
| 最大值 | 1.689785 | 6.484012 | 1.244423 |
| 求和 | 44.76533 | 56.61522 | 46.27138 |
| 计数 | 115 | 115 | 115 |
| 置信度(95.0%) | 0.047153 | 0.115135 | 0.045709 |

表2 1998年和1999年现金持有量分析

| | 1998年现金持有量 | 1999年现金持有量 |
|------------|------------|------------|
| 平均 | 0.3893 | 0.4923 |
| 方差 | 0.0652 | 0.3884 |
| 观测值 | 115 | 115 |
| 假设平均差 | 0 | |
| t Stat | -1.7416 | |
| P(T<=t) 单尾 | 0.0421 | |

表3 1999年和2000年现金持有量分析

| | 2000年现金持有量 | 1999年现金持有量 |
|------------|------------|------------|
| 平均 | 0.40234 | 0.4923 |
| 方差 | 0.06123 | 0.3885 |
| 观测值 | 115 | 115 |
| 假设平均差 | 0 | |
| t Stat | -1.5642 | |
| P(T<=t) 单尾 | 0.0603 | |

那么这些现金在1999年以怎样的形式存在呢?通过分析样本公司1998年到1999年货币资金的变化,发现货币资金增加1倍以上的公司占53%,其中中兴通讯(000063)的货币资金增加了约1785倍,从1998年的28.2642万元上升到51452.02万元。短期投资增幅达1千万以上的公司占21%,短期投资增加的公司占75%,增幅最大的公司振华科技(000733)的短期投资增加1亿元,也就是说相当一部分公司在配股募得资金后,并没有马上投入使用,而是以现金和短期投资的形式存在。这一点与配股公司招股说明书不符,既然是已经规划好的项目和现金投向,为什么在募得资金后并不付诸实施,而在2000年才将现金用出?尤其值得注意的是,115家样本中2000年有30家公司发布变更投资的公告,占到总配股公司的26%之多。市场行情、经济环境再如何变化,短短一年内也不至于有如此多公司推翻上年的决策,且变更投资公告只是简单介绍新项目的大概,并无严密的可行性论证。可见,上市公司对于配股资金的具体使用存在较大的随意性和盲目性,其配股说明书只是欺骗股东的一纸空文,资金到手目的达到。

配股后公司经营业绩又会如何变化呢?本文对115家样本公司配股前后的ROE和净利润进行分析比较得出:1999年公司的ROE平均为13.2%,1998年下降到8.57%,且1999年显著低于1998年,在1%的水平下显著(见表4)。由上述分析结果,配股公司在1999年配股资金大多未投入使用,公司净资产增加、ROE下降不代表公司经营业绩下降。为避免单一指标衡量公司经营业绩存在偏差,本文也以公司的净利润这一绝对数指标衡量公司的经营业绩,发现1999年配股公司的平均净利润较1998年显著下降,其中115家样本中有72家下降,占样本总数的62.6%。由此可推断公司配股当年的经营业绩较上一年的确显著下降。上市公司募集得到的资金在2000年投入使用,如果是净现值为正的项

表4 1998年和1999年ROE均值分析

| | 1998年ROE | 1999年ROE |
|-----------|-------------|----------|
| 平均 | 0.13231 | 0.08570 |
| 方差 | 0.00223 | 0.0016 |
| 观测值 | 115 | 115 |
| 假设平均差 | 0 | |
| df | 114 | |
| t Stat | 9.715060051 | |
| P(T<=t)单尾 | 2.51422E-16 | |

表5 1999年和2000年ROE均值分析

| | 2000年ROE | 1999年ROE |
|-----------|-------------|----------|
| 平均 | 0.07932 | 0.08570 |
| 方差 | 0.00531 | 0.0016 |
| 观测值 | 115 | 115 |
| 假设平均差 | 0 | |
| df | 114 | |
| t Stat | -1.13707122 | |
| P(T<=t)单尾 | 0.12914057 | |

表6 2000年和2001年ROE均值分析

| | 2000年ROE | 2001年ROE |
|-----------|-----------|----------|
| 平均 | 0.07932 | 0.053261 |
| 方差 | 0.00531 | 0.014829 |
| 观测值 | 115 | 115 |
| 假设平均差 | 0 | |
| t Stat | 2.232834 | |
| P(T<=t)单尾 | 0.0139177 | |

目,公司在2000年的ROE应该高于1999才对。实际比较得出,公司在2000年的ROE平均为7.93%,并不显著高于1999年(见表5),可以简单推测在资金投入使用的当年并未产生经济效益,但在资金投入使用后的次年——2001年公司的ROE平均为5.14%,较2000年有显著下降,且在5%的水平下

显著(见表6)。用净利润作为衡量经营业绩的指标时得出与使用ROE时相同的结论,在此不再赘述。关于公司配股前后的ROE变化的趋势可以从图1得到较直观的认识。

上述结果是从时间序列的观点纵向考虑配股公司现金持有量对公司经营业绩的影响,那么在同一年度、不同公司之间是否存在同样的影响呢?为进一步证实我们的结论,本文也通过横截面研究分析了2000年样本公司现金持有量对经营业绩的影响。在模型中以ROE作为衡量公司经营业绩的变量,并考虑剔除1999年经营业绩对2000年的影响,模型如下:

$$r_i = a + bc_i + dr_i' + \varepsilon_i$$

其中, r_i 为配股公司2000年的ROE; c_i 为配股公司2000年的现金持有量; r_i' 为配股公司1999年的ROE。

对115家样本求现金持有量的平均值,并按是否高于这一平均值将样本分为两组——现金富余公司和现金短缺公司,回归结果如下表7。

表7 2000年ROE与现金持有量回归结果

| | 变量 | Coefficients | t Stat | P-value |
|--------|------------|--------------|----------|----------|
| 现金富余公司 | Intercept | 0.109674 | 0.193066 | 0.847509 |
| | 1999年ROE | 1.912965 | 1.079428 | 0.284386 |
| | 2000年现金持有量 | -1.02942 | -2.13416 | 0.036607 |
| 现金短缺公司 | Intercept | 0.019395 | 0.146215 | 0.88442 |
| | 1999年ROE | 0.125939 | 0.6469 | 0.521057 |
| | 2000年现金持有量 | -0.00815 | -0.0102 | 0.991906 |

从上表回归结果可看出:在现金富余公司中,2000年现金持有量的系数为负,且在5%的水平下显著,而在现金短缺公司中则不显著,说明存在自由现金流的公司,现金持有量越多,公司经营业绩会越差,更进一步证实了Jensen的自由现金流假说,现金富余公司的经理人与股东存在严重的代理冲突,经理人会滥用这部分现金满足自身利益,损害股东价值。而不是Myers和Majluf所认为的持有大量现金是股东价值最大化安排。

4 结论和建议

本文通过研究我国1999年配股的上市公司现金持有量的变化以及配股前后公司经营业绩的变化得出以下两点结论。

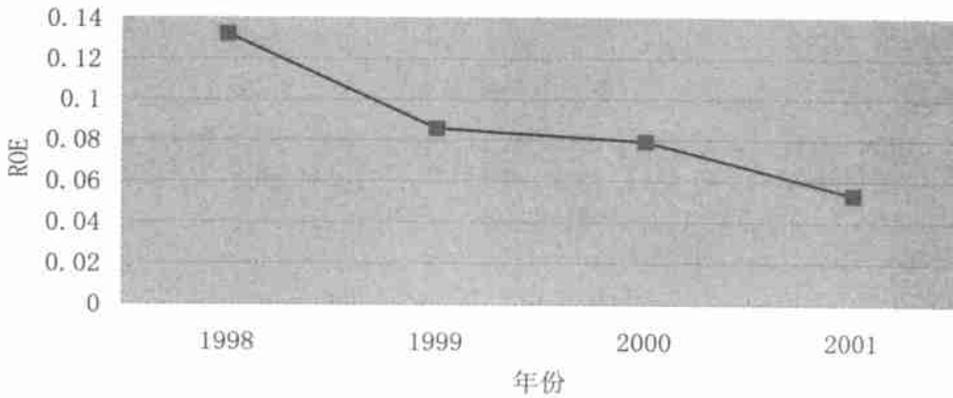


图1 1999年配股公司ROE变化趋势

(1)大部分配股公司所募集得到的现金在当年并未投入使用,现金多以货币资金和短期投资的形式存在^{[1][2]}。大部分配股公司在次年将现金投入使用,现金持有量恢复到配股前的水平。但向股东发布变更投资公告的公司占有配股公司的26%之多,这些现象表明上市公司的现金持有行为与配股说明书的承诺明显不一致。在现金的投向上如此多公司发布变更公告,显示这些公司现金使用的随意性。不排除其中一部分上市公司在配股前并未对募集资金的具体使用认真决策,“圈钱”才是惟一的目的。也有一些公司迫于股东和监管当局的压力才将现金盲目投资。

(2)配股之后占总样本62.6%的公司经营业绩下降,且总样本的平均经营业绩显著低于配股前一年^[3]。尤其在实施配股的当年——1999年,公司现金持有量最多,ROE和净利润下降幅度最大。配股公司在2000年将现金投入使用后,2001年公司ROE又发生显著下降。以净利润衡量公司业绩也得出相同的结论。通过横截面研究也发现,在2000年现金富余公司中,现金持有量越多,公司经营业绩越差。说明配股资金并没有被上市公司经理人有效利用^[4],这一点与Jensen的自由现金流假说一致。

因此为规范上市公司配股募集资金的有效利用,本文提出以下三条建议:

(1)建立综合指标体系确认上市公司的配股资格。如在用ROE评估的基础上,增加每股经营性现金流、净利润等指标。我们知道作为上市公司的监管部门——中国证监会已三次修改上市公司配股需要具备条件,由此可见其良苦用心,但单一指标的衡量未免在资格认定上造成“一刀切”,为上市公司利润操纵提供可趁之机。设立一个客观公正的业绩评价指标体系至少在某种程度上增大了上市公司利润操纵的难度,也有利于更好地识别出绩优公司。

(2)为上市公司配股募集资金设立专门账户由董事会予以监管,按照配股说明书严格控制资金流

向。因市场环境和其他因素变化需要变更投资项目的,必须及时、详实向股东披露,在项目投产后这部分资金的使用效率也必须定期公布^[5]。

(3)减持上市公司中国有股的数量。我国大部分上市公司或直接或间接属于国有控股公司,上市公司实施配股时,国有股拿不出对应的现金,一般会放弃配股权,而且这样根本不会影响其控股地位。因此上市公司所募集资金大多来源于中小股东,这些股东人数众多,股份数额小,无法对上市公司配股资金的使用形成有效监督,这也为控股股东和经理人相互勾结践踏小股东利益提供了机会。因此,如果国有股权分散,削弱其在上市公司中的绝对控股地位,这样同时存在的多个大股东会互相牵制、监督,并影响公司经理人的决策,促使经理人无法滥用这部分现金,降低股权集中引起的代理成本^[6]。

参考文献:

- [1] Jensen, M. C., and Meckling, W. H. . Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J] . Journal of Financial Economics, 1976, (3): 305—360.
- [2] Jensen, M. c. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers[J] . American Economic Review, 1986, (76): 323—329.
- [3] Haford, J. . Coporate cash reserves and acquisition [M] . Unpublished working paper, University of Oregon, 1998.
- [4] Myers, S. C. . Deteminants of corporate borrowing[J] . Journal of Financial Economics, 1977, (5): 147—175.
- [5] Mikkelson, Tim. . Coporate cash holding——An empirical investigation of UK companies[M] . Unpublished working paper, 1999.
- [6] Opler, Pnkowitz, L. , The determinants and implications of corporate cash holdings[J] . Journal of financial Economics, 1999, (52): 47—78.