

农业上市公司募集资金投向变更实证研究

邹彩芬 许家林(博士生导师)

(华中农业大学经济管理学院 武汉 430074 中南财经政法大学会计学院 武汉 430070)

【摘要】 本文运用事件研究法对农业上市公司募集资金投向变更的市场反应进行实证分析。研究发现,农业上市公司募集资金投向变更公告事件窗口内的累积平均非正常收益在统计上是显著的,表明资本市场对农业上市公司募集资金投向变更持正面反应;农业上市公司募集资金投向变更短期内对企业经营绩效存在正显著性影响。

【关键词】 募集资金投向变更 农业上市公司 市场反应 绩效影响

募集资金是上市公司在首次公开发行(IPO)或再融资过程中募集的用于承诺项目投资的资金,但是上市公司将募集资金用于非承诺项目的现象较普遍。本文对农业上市公司募集资金及其投向变更现象进行分析,运用事件研究法与多元线性回归对农业上市公司募集资金投向变更的市场反应与绩效影响进行分析,研究发现,股票市场的拉力与公司短期经营绩效的压力使得公司募集资金投向变更频繁。

一、农业上市公司募集资金投向变更分析

1. 农业上市公司募集资金投向变更情况。本文所称农业上市公司是指与农业的产前、产中、产后相连的在资本市场上融资的公众交易公司,但不包括为农业生产提供农机、化肥的生产厂商以及利用农业生产原料进行深加工的酒类生产厂商。按此定义,则自1992至2005年以来,先后有78家农业上市公司在市场交易,其中仅36家进行了再融资(配股及增发),另外42家未获得再融资资格。再融资又以配股融资形式居多,增发仅占再融资募集资金的三成左右,说明农业上市公司融资渠道较窄,再融资能力较差。78家农业上市公司中,仅9家未发生投向变更,其余69家都不同程度存在着募集资金投向变更行为。

而这69家公司中,由于4家未获其具体资料,5家早已淡出农业,3家已退市,5家农业上市公司是由其他行业转变而来的,现或退市或暂停上市,因此选取52家样本公司,同时有若干农业上市公司存在不止一次变更募集资金投向的行为,在这种情况下,将其按变更募集投向行为次数分为88个样本。

52家样本公司中,IPO与再融资募集资金投向变更比例相差无几,再融资又以增发募集资金投向变更居多,与主板上增发变更的频率和程度是最低的现象相反。

88个样本中,单次变更募集最高比重达91.25%,最少的为2.01%,单次变更募集比重在60%~92%之间的占6.74%,40%~60%之间的占11.24%,20%~40%之间的占39.33%,20%以下的占42.7%。

除了频繁将募集资金用于非承诺项目外,农业上市公司的募集资金闲置问题也较严重,有26.14%的样本公司将募集

资金闲置两年以上才进行投向变更投资,占募集资金投向变更的26.3%,占总募集资金的8%,其中尤以未获再融资资格的公司居多。不仅如此,将募集资金存放银行或充抵流动资金者则更多。

2. 农业上市公司募集资金投向变更原因。上市公司频繁变更募集资金投向似乎是我国股市特有的现象,国外的文献及市场监管制度方面对此都鲜有提及。沈洪琳(2001)认为上市公司存在过度包装其招股说明书以获取IPO或再融资资格的行为;张为国、翟春燕(2005)认为在此包装过程中母公司或其他相关利益集团做出了直接贡献甚至是牺牲,作为回报,上市公司募集到资金后就有义务帮助母公司或其他相关利益集团;刘勤等(2002)则认为上市公司的募集资金投向变更既有客观不可控因素引起的善意变更,也有证券市场机制约束不力、股权融资成本低廉、融资环境宽松、公司治理机制不完善等带来的恶意变更。

但是,理论界对于投资者对上市公司募集资金投向变更持何种态度缺乏足够的实证分析,而对上市公司变更募集资金投向对其绩效的影响也出现正向、负向以及无显著影响等三种分析结果。由于农业上市公司变更募集资金投向现象异常普遍,近88.46%的公司存在不同程度的变更行为,且农业上市公司是我国股市较为特殊的一个板块,要求其经济效益与社会效益并重,作为我国农业产业化重点龙头企业,农业上市公司在上市方面享受到一定优先权,在财税补贴与信贷上也享受到种种优惠,但由于经营的压力,农业上市公司经常背离其经营目标,为此受到诸多责难。因此研究农业上市公司募集资金投向变更的市场反应能更为明显地预测投资者对于上市公司募集资金投向变更所持的态度。

二、农业上市公司募集资金投向变更的市场反应

本文采用事件研究法分析市场对农业上市公司募集资金投向变更公告的反应。

1. 研究设计。

(1)确定事件发生的日期。本文以样本公司在《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》等证监会指定报纸上刊发

的公告中的募集资金投向变更公告日期为事件发生日,若董事会决议公告与股东大会决议公告或临时股东大会决议公告同时刊载有募集资金投向变更公告的,则以董事会决议公告为准,因为董事会决议早于股东大会决议,且董事会认可的募集资金投向变更决议基本上都会得到股东大会批准。

(2)确定事件窗口。由于董事会决议和股东大会决议较公开披露的信息早,加之我国股市的弱有效性,因此本文将事件窗口设为事件日的前20天及后9天。

(3)确定估计期。估计期是指事件尚未发生的那段时期。本文采用通行的惯例选择事件发生之前那段时间作为估计期,即将估计期设为事件发生时期的第100天开始到事件发生之前的第21天结束。

(4)样本选取。本文以农业上市公司为研究对象。为了全面分析农业上市公司募集资金投向变更的市场效应,样本选取以自1992年以来陆续上市的78家农业上市公司为基础,其中既有以农业题材上市随后又背离农业的农业上市公司,有原经营其他业务后来由其大股东利用资产置换形式转为经营农业的公司,也有因经营业绩较差业已退市的公司。为了避免发生传染,本文将那些在估计期或事件窗口中还发生了其他重要事件的公司予以剔除。本文总计获得了52家农业上市公司的88个样本。

(5)计算非正常收益率。样本实际收益率(R)的计算公式为:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{i(t-1)}}{P_{i(t-1)}}$$

其中, P_{it} 为股票 i 在 t 日的收盘价。

采用市场模型来估测事件窗口内未受到事件影响时的正常收益率,本文以上证综指和深证成指代替,即:

$$R_{mt} = \frac{\text{Index}_t - \text{Index}_{(t-1)}}{\text{Index}_{(t-1)}}$$

其中, Index_t 是上证综指或深证成指在 t 日的收盘指数。

$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$, $t \in [-100, -21]$, 对模型运用OLS, 得出 $\hat{\alpha}_i$ 与 $\hat{\beta}_i$, 计算事件窗口内非正常收益率(AR), $AR_{it} = R_{it} - R_{mt} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt}$, $t \in [-20, 9]$ 。

计算每个公司事件窗口中每天的标准化非正常收益率SAR, $SAR_{jt} = AR_{jt} / SAR_{jt}$ 。

其中: SAR_{jt} 代表公司 j 在 t 时期的SAR; AR_{jt} 代表公司 j 在 t 时期的AR; SAR_{jt} 代表 t 时期公司 j 的AR的标准差。且:

$$SAR_{jt} = \frac{\sum_{t=-100}^{-21} (AR_{jt}(\text{est, period}) - \overline{AR}_{jt}(\text{est, period}))^2}{D_j - 2} \times \left[1 + \frac{1}{D_j} + \frac{(R_{mt}(\text{event, window}) - \overline{R}_{mt}(\text{est, window}))^2}{\sum_{t=-100}^{-21} (R_{mt}(\text{est, period}) - \overline{R}_{mt}(\text{est, window}))^2} \right]$$

其中: $AR_{jt}(\text{est, period})$ 为估计期中 t 时期公司 j 的AR; $\overline{AR}_{jt}(\text{est, period})$ 为估计期中公司 j 的AR的平均值; D_j 为在估计期的观测值中公司 j 的交易日数目; $R_{mt}(\text{event, window})$ 为在事件窗口中 t 时期的市场(上证综指或深证成指)收益率;

$R_{mt}(\text{est, period})$ 为在估计期中 t 时期的市场(上证综指或深证成指)收益率; $\overline{R}_{mt}(\text{est, window})$ 为在估计期中市场(上证综指或深证成指)收益率的平均值。整个样本中所有 N 种股票在 t 时期的平均异常收益率(AAR)为:

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}, t \in [-20, 9]$$

整个样本 N 种股票在截止到 t 时期的累计平均异常收益率(CAAR)为:

$$CAAR_t = \sum_{\tau=-20}^t AAR_{\tau}, t \in [-20, 9]$$

2. 研究结果讨论。通过研究发现, 累计平均异常收益率CAAR的 p 值在第-19、-14、-11、-10、+1、+2天都小于0.05, 说明在5%的统计水平上是显著的, 并且其影响是正向的, 也就是说, 市场对农业上市公司募集资金投向变更行为的评价是正面的。由于某些公司的募集资金投向变更公告是以董事会决议的形式予以公告的, 为避免其他信息的干扰, 本文将其分离, 现仅分析只含募集资金投向变更公告事件日对市场的影响, 这样总计有41个样本公司研究得出与上述同样的结论。该结论与通常的直觉相反。一般认为上市公司募集资金投向变更违反了其招股说明书上的承诺, 构成了信用危机, 影响投资者信心, 据此理解, 募集资金投向变更的效应若存在显著性影响也应为负, 但本文的实证检验结果却明显为正, 说明市场对农业上市公司的募集资金投向变更行为持正面评价, 对此可能的解释是对募集资金缺乏有效的监管措施使得投资者更为担心募集资金的闲置, 因此市场对积极的募集资金投向变更持正面评价。

三、农业上市公司募集资金投向变更的绩效影响

上市公司募集资金投向变更对经营业绩, 一般有负影响、正影响以及无显著影响三种。本文仍以农业上市公司为例分析募集资金投向变更的绩效影响。

剔除因虚构利润而遭证监会公开处罚的农业上市公司以及一些属2006年变更无法获得其具体资料的样本, 这样最后所得的样本量为45家公司的62个样本。

由于募集资金投向变更用于在建工程时存在一个建设投产周期, 因此分析变更资金的绩效影响时应当考虑其滞后效应。以总资产的对数为控制变量以剔除资产规模对公司经营绩效的影响, 以主营业务利润率与净资产收益率为被解释变量进行回归, 具体结果见表1。从表1可看出, 募集资金投向变更对当期的主营业务与当期的净资产收益率都无影响, 但是对滞后一期、滞后两期的主营业务利润率在10%的水平上有显著性影响, 而且其影响为正, 对滞后一期、滞后两期的净资产收益率却无影响。

积极变更对短期经营业绩的快速提升会产生明显效果, 这可能与农业上市公司一般都是将募集资金变更投向具有较高利润增长点的当前热门行业有关。但是募集资金投向变更比重对净资产收益率却无显著性影响, 这可能与变更中需要注入更多的资金、农业上市公司再融资能力差等有关。因此募集资金投向变更对长期绩效的影响仍有待观察。

表1 农业上市公司募集资金投向变更比重对其业绩的影响

解释变量 被解释变量	截距	募集资金 变更比重	总资产对数	调整后 R ²	D-W 值
当期主营业务利润率	-0.571 551 (-1.220 054)	0.056 551 (1.003 247)	0.037 291 * (1.684 903)	0.020 088	1.558 322
滞后一期主营业务利润率	-0.799 428 ** (-2.033 983)	0.081 626 * (1.680 438)	0.046 707 ** (2.527 537)	0.101 110	1.948 754
滞后两期主营业务利润率	-4.560 830 ** (-3.569 217)	0.333 583 * (1.881 623)	0.217 404 *** (3.629 901)	0.229 743	1.959 418
当期净资产收益率	-0.429 797 (-0.930 948)	0.089 844 (1.653 353)	0.021 697 (0.994 305)	0.020 853	1.879 425
滞后一期净资产收益率	-0.804 553 *** (-2.585 043)	0.048 695 (1.265 988)	0.040 571 ** (2.772 507)	0.106 387	1.335 967
滞后两期净资产收益率	-1.065 302 * (-1.951 676)	0.074 748 (1.089 026)	0.050 853 * (2.002 435)	0.053 374	1.787 931

注：*表示在10%的水平上显著；**表示在5%的水平上显著；***表示在1%的水平上显著。检验证明不存在自相关性。

四、农业上市公司募集资金投向变更的非农化扩张影响

1. 农业上市公司募集资金投向变更的非农化扩张现象。本文对52家农业上市公司募集资金投向变更的非农化经营及其绩效影响进行分析。本文所指非农化经营是指从事与农业完全无关且不具有带动农户性质的业务。农业上市公司非农化经营的主要行业是房地产,其次是生物药业,最后是路桥、电子、热电等行业。但是,52家农业上市公司中,募集资金非农化投资的金额仅占总体募集资金的4.85%,这说明农业上市公司募集资金基本上还是投资于涉农领域。不可否认,有一些上市公司借助于农业题材上市,享受政府给予的种种政策税收及信贷优惠,而又背离农业,但这不足以对整个农业板块予以否定,尤其是在整个主板市场利用募集资金投资于非主营业务业已成风的情况下。

2. 农业上市公司非农化扩张对其绩效的影响。本部分仅研究募集资金非农化投资比例大于20%的6家上市公司在变更前后的盈利情况(见表2)。

表2 6家募集资金非农化经营上市公司的ROA、ROE

		2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997
G 先锋	ROA	2.17	1.83	2.05	2.61	2.87	5.86	11.62		
	ROE	9.93	9.02	10.27	9.53	5.35	6.02	22.65	25.19	36.68
武昌鱼	ROA	0.17	-2.32	0.04	2.19	5.49	11.39	19.74		
	ROE	0.57	-8.71	0.14	4.92	6.56	9.37	28.57	29.37	13.89
ST 酒花	ROE	0.50	-20.27	-76.22	2.55	5.38	10.46	6.44	5.81	9.33
	ROA				8.09	13.89	18.92	12.96	10.54	17.14
* ST 天香	ROE	-25.01	-2.40	0.90	1.73	0.78	3.74	4.04		
	ROE	-248.80	-8.26	2.83	5.09	2.06	8.22	6.71	20.22	17.01
新中基	ROE	1.65	2.45	4.93	2.85	1.75	3.34	4.95		
	ROE	7.73	9.61	16.08	8.80	4.93	6.66	14.96	14.02	21.44
创兴	ROA	-2.20	1.26	-1.07	2.70	3.12	4.95	6.23	20.93	
	ROE	-6.11	3.54	-3.05	6.02	6.10	10.06	9.88	31.94	30.62
莲花味精	ROA	0.22	0.10	-3.14	0.43	3.92	6.11	7.86	6.80	
	ROE	0.50	0.24	-7.50	0.93	7.04	11.87	13.22	10.56	32.60

从表中可以看出,除创兴是在2000年将其配股所募资金的34.72%变更为房地产投资外,其他6家都是在2001年宣告大规模从事非农化经营

的。从对7家农业上市公司的ROA和ROE分析可知,除G先锋和新中基有明显的上升趋势外,武昌鱼、ST酒花、*ST天香、创兴、莲花味精都存在恶化趋势;G先锋和新中基的ROE在大规模非农化经营之前存在显著的下降趋势,随后逐步上升,其后又有小幅下降。

企业求生存,资本求利润,农业需扶持,农业上市公司承担着经济效益与社会效益双重经营目标,孰重孰轻市场具有最终发言权。非农化扩张已非个别现象,我们应反思现有机制是否合理,是否既有利于农业上市公司的发展,又有余力带动农业、农村的发展与农民收入的提高。

五、结论

虽然农业上市公司以农业题材取得了上市优先权,同时获得了一系列税收及信贷优惠,但是随着经济的发展,单一经营的风险与农业的弱质性逐渐显现,政府财税补贴仅在短期内抬升了企业账面业绩,给利益相关者以盈利的假象,纵容了利益相关者的不努力行为。资本的趋利是其永恒特性,资本的趋利性在被赋予了自由选择权之后更加务实,农业上市公司经营中所暴露出来的一系列问题,实际上是农业这一弱势产业遭遇的困境在资本市场的反映。股票市场的拉力与公司短期经营的压力使得农业上市公司逐渐背离其传统产业。

企业要生存,投资者期待回报,投资跟着利润走本也无可厚非,但是农民需扶持,农业需借助资本市场获得发展,农业上市公司作为联结农业与资本市场的桥梁,其投资受到很大程度的约束,而农业的弱质性使其业绩恶化从而难以在资本市场立足。我国股市的ST、PT以及再融资机制对于上市公司维持其短期盈利能力提出了严格要求,管理层的急功近利、追求短期经营能力已成为大势所趋。

我国上市公司募集资金投向变更相当普遍,农业上市公司也概莫能外。市场有效监管的缺位以及大股东的强势与中小股东的不作为给这种随意性提供了便利。尽管存在借农业题材上市而后背离农业之实,但不能因为少数公司的败德行为否定整个农业板块在我国农业发展中所做出的贡献。我们不应一味指责农业上市公司“不务正业”,如何建立健全市场监管约束机制、规范募集资金的使用管理、充分利用证券市场融通资金及带动农业发展才是当前应重点关注的问题。

主要参考文献

1. 郑轶楠. 中小板公司募集资金使用隐忧. 经济观察报, 2005-6-20
2. 朱武祥. 上市公司募集资金投向决策分析. 证券市场导报, 2002; 4