

自由现金流理论或自由现金流“悖论”

——基于 A 股白酒行业的实证研究

郑蓉,蒲亚

(西华大学 管理学院,成都 610039)

摘要:近年进入低成长期的白酒行业,不仅其价格的大起大落及相关政策的不断出台使其处于发展变化的风口浪尖上,而且其行业内部分公司所表现出的高自由现金流、高收益与“高派现”和谐并存的局面更是令我们疑惑不解:难道自由现金流理论在中国真的被推翻了?文章通过对 2003 年到 2012 年间白酒行业派现、自由现金流及代理成本的实证研究发现:尽管自由现金流水平的高低与企业的单位派现水平无显著相关性,但由于高自由现金流企业的派现意愿普遍更强,并且高股利支付率与企业的代理成本水平有显著负相关关系。即白酒行业的表现并未推翻自由现金流理论,只是国内上市公司股利支付水平普遍偏低,又缺乏高派现的内在动力,这才是导致自由现金流“悖论”假象产生的真正原因。

关键词:自由现金流;现金股利;代理成本;白酒行业;成长性

中图分类号:TU984.12 **文献标志码:**A **文章编号:**1672-8580(2014)02-0076-08

一、问题提出

20 世纪 80 至 90 年代是中国白酒业的大发展或过度竞争阶段。进入 21 世纪后,特别是近两年当公款消费高档酒的禁令出台后,几大高端酒业结束了长达几年的量价齐涨的局面,转而整个行业内各大品牌的规模扩张速度及销售增长速度都逐渐放缓,销售利润率和市场需求都逐步趋于平稳或饱和。然而,行业内不少企业在前几年价格疯涨时积累下来的财富存量却令人不容小觑。如同为高端白酒代表的茅台酒与五粮液两家公司,虽从 2010 年以来其营业收入的增长速度在逐渐下降,但两家公司的年末资金存量却在不断向上攀升。到 2012 年末,两家公司的货币资金总额分别为 220.62 亿元与 278.65 亿元,分别占到各自当年末资产总额的 49.03%与 61.54%^①,并且这些存量资金当年在银行存储滋生的利息分别达到 4.02 亿与 7.89

基金项目:四川省教育厅人文社科重点项目(14SA0059)

作者简介:郑蓉,博士,副教授(E-mail:zhengrong_xhu@163.com)

亿!面对如此巨额的存量资金,两家企业的分配决策却很不相同:茅台酒从上市后每年都坚持分红,且其单位派现水平每年都名列前茅,2012年甚至开出了每10股派现64.19元的超额大红包。而五粮液却不仅时有年度不分配,且即使分红,其单位派现额也从未超出每股一元的。但两家企业的发展前景、定位,甚至代理成本都没有较大的差异^②。这不仅使人疑惑:是派现对自由现金流引起的代理成本的约束作用在国内无法施展?还是白酒行业自由现金流与现金股利的发放具有某种特殊的关系?为了探寻这一问题的答案,本文试以A股白酒行业为研究对象,探寻自由现金流、现金股利与企业代理成本的作用关系。

二、文献综述

自由现金流理论是Jensen于1986年首次提出的,该理论认为,当企业存在正的自由现金流量却没有净现值大于零的项目时,就应该把剩余的现金返还给投资者,否则就容易出现因现金富余而引发的公司股东与管理层之间的代理成本问题。要避免或缓解这一矛盾,最有效的方式之一便是通过高额的分红或股票回购迫使公司吐出大量冗余现金^①。此后,Easterbrook、Lang&Litzenberger、Vogt等学者从不同角度的研究都证明:当企业的成长性不高时,支付大量现金股利确实可以在降低企业自由现金流的同时减轻其代理成本^{②-④}。然而,Faccio和Klaus & Yurtogl对东亚、西欧和德国样本的研究却提醒我们:只有对存在控股股东的公司给予一定的监督约束,才能促使资金富余公司进行高额的现金股利分配^{⑤-⑥}。即分红对自由现金流与代理成本的抑制作用的发挥是有条件的,而较为成熟的资本市场及相对完善的公司治理机制正是Jensen这一理论成立的重要背景。因此,中国股市作为弱式有效市场,对该理论在国内的适用性存在争议也就是情理之中了。部分支持自由现金流的学者认为,由于低增长公司的现金股利公告具有明显为正的超额累计收益,因此国内投资者对股利所具有的约束自由现金流代理成本作用更为关^⑦。谢军^⑧通过对不同成长性样本的比较研究也得出,控股股东对现金股利的发放符合自由现金流理论,并且低现金股利不利于股东财富最大化^⑨。但持相反意见的学者则认为,我国上市公司现金股利支付不仅与企业的自由现金流量间不具有相关^⑩,甚至与企业价值之间也没有明显的相关性^⑪。或许正是国内过于集中的控股权结构、特殊的筹资顺序及市场发育水平才导致以代理理论为基础的自由现金流理论无法解释中国上市公司的股利分配^⑫。当然,还有部分学者的观点与前两者皆不同。如徐国祥和苏月中提出了“现金股利悖论”,认为国内股市特殊的股权结构使得不论是增加或减少现金股利都可能会增加总代理成本^⑬。而肖珉则认为,自由现金流假说与利益输送假说在国内市场的影响是同时存在的,只是两种假说影响力的较量因公司特征不同而表现各异^⑭。

可见,对于自由现金流理论的相关研究在国内至今仍无定论。而笔者在查阅相关文献的实证设计时却发现,除谢军外的大部分学者对该理论的检验都没有控制行业因素,只是通过对成长性指标的控制或分类来加以研究。而笔者认为,同一行业内的企业,除了成长周期基本相似外,其行业的竞争环境、公司的治理结构、盈利模式、及财务管理策略也都有不少相似之处。特别是当国内不少行业仍存在显性及隐性的进入壁垒的情况下尤为如此。即行业对自由现金流等相关理论的研究的影响是非单一的。因此,分行业的研究可能会提供一些很有意义的的数据及结论。

特别是当白酒行业总体进入低成长或成熟期后,由于其行业内部其各个上市公司的自由现金流水平及其派现政策存在较大的差异,这将为自由现金流理论的检验提供一个很好的契机。

三、研究设计

(一)研究假设

根据自由现金流理论,现金股利对自由现金流及代理成本的抑制作用的发挥必须通过经过两个环节方能实现:第一,通过高额的派现显著地降低企业的自由现金流水平;第二,由于企业高管可运用的闲置资金显著的降低,从而使企业的随意性支出^③明显下降、代理成本显著降低^[5]。然而,在国内的经营与管理环境下,这两个环节的任何环节可能都难以实现。首先,国内上市公司普遍不愿意派现,即使派现也往往是象征性地派现居多。这就造成部分上市公司有高自由现金流却不一定高派现,从而导致派现对自由现金流代理成本的促动作用不明显的表象。其次,自由现金流理论成立的条件是在相对成熟的市场环境与公司治理机制下,负债与并购能发挥其应有的威慑作用。而国内上市公司的负债程度总体偏低,即使某一期上市公司确实因高派现而增加对外负债,但增加负债后多半也难以构成相应的破产威胁。一方面可能在于上市公司增加负债后仍留有不少负债的能力或空间,另一方面国内特殊的融资分配环境及半强制分红规定,使得高派现后的上市公司在拥有好的投资项目时,完全有条件通过配股增发等股权再融资手段来补充相应的资金缺口。最后,即使我们假定某上市公司因决策的失误而导致经营陷入严重困境而面临接管或并购。如果该公司是国有上市公司,那么国有股绝对控股的事实使得并购接管的局面难以形成;如果该公司是民营上市公司,壳资源的炒作使得经营失败的卖壳方不一定真的会承担损失。最终将导致高派现对上市公司代理成本的约束作用难以发挥。鉴于此,本文提出以下假设:

H1:上市公司自由现金流水平的高低与其派现水平高低无显著相关性;

H2:上市公司高派现不能显著降低其代理成本。

(二)样本及数据来源

本文以在 A 股上市的白酒业上市公司为研究对象,以 2003-2012 年为样本数据的观测期间。共选取 13 家公司 130 个年度样本观察值作为研究的总体样本。其中,白酒行业的划分以证监会 2000 年颁布的《上市公司行业分类指引》为标准。样本数据主要来自国泰安 CSMAR 数据库,部分补充资料来自 Wind 资讯数据库。

(三)变量及模型

本文在主要参照杨熠和沈艺峰^[7]及谢军^[8]的研究设计的基础上,建立检验模型如下:

$$Y = \alpha_0 + \alpha_1 Explain + \sum_{i=2}^6 \alpha_i Control + \varepsilon \quad \dots\dots\dots(1)$$

Y 代表因变量。对假设 H1 的假设分为两个步骤,首先用 Logist 回归考查样本自由现金流水平的高低与上市公司是否派现是否具有相关性,此时 Y 为派现意愿 DUMC;若相关再考察自由现金流水平的高低与其派现水平的高低是否具有相关性,此时 Y 为每股现金股利 CD 或股利支付率 CDR。在检验假设 H2 时,Y 为代理成本变量 Agency。由于高自由现金流所导致的

高代理成本有很大部分会体现于管理者为了满足自身的享乐需要而增加的物质或非物质的在职消费支出,而这些支出大多会在企业的管理费用中列支,因此本文以代理成本在企业主营业务收入中所占的比重来表征企业的代理成本水平。Explain 代表相关解释变量为 FCF 与 HCDR。Control 代表控制变量,主要为对股利分配或代理成本有重要影响的因素:每股收益 EPS、企业负债水平 DEBT、公司规模 SIZE、企业成长性 Grwoth、控股权 L-share 及年度虚拟变量 Year。各变量的具体定义如下表。

表 1 变量定义表

变量名称	涵义
被解释变量	DUM 派现分配与否,为二元变量。分配现金股利时取 1,不分配时取 0。 Dum=Ln[P/(1-P)], P _i 为企业派现分配的可能性,1≥P _i ≥0。
解释变量	CD 每股现金股利,包含样本以各种分配方式分派的每股现金股利之和 Agency 代理成本, Agency=管理费用/营业收入 FCF 每股自由现金流,FCF=股权自由现金流/总股数
控制变量	HCDR 虚拟变量高派现与否。当样本股利支付率高于行业平均股利率时取 1,反之取 0。 L-Share 第一大股东持股比例,采用 CSMAR 数据库股权集中指标 1%。 EPS 普通股每股收益 DEBT 资产负债率=总负债/总资产 Growth 营业收入增长率=(本年营业收入-上年营业收入)/上年营业收入 Size 资产规模,以总资产的自然对数表示 Year 年度虚拟变量

四、实证结果及分析

(一)描述统计

1. 样本总体特征描述统计

表 2 样本主要指标描述统计

指标	CD	Agency	FCF	Growth	EPS
平均值	0.35	0.13	0.45	0.35	0.88
标准误差	0.07	0.02	0.11	0.06	0.16
中位数	0.14	0.09	0.21	0.21	0.30
最小值	0.00	0.02	-8.46	-0.68	-0.93
最大值	6.42	2.26	5.19	4.68	12.82

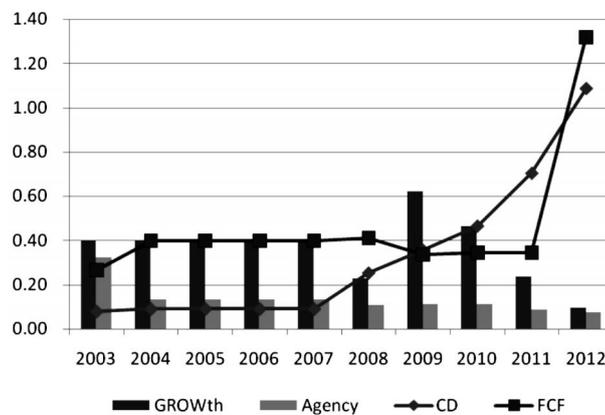


图 1 主要指标分年度趋势分析图

单从样本总体描述统计的结果看,白酒行业上市公司每股单位派现值低于每股自由现金

流似乎不能说明什么问题。因为出于维持企业适度财务弹性的需要,留有部分自由现金流不予分配也是合理的。但图 1 中分年度指标的趋势总体与表 2 结果相似,只是从 2009 年起,当白酒行业的成长性水平显著下降时,该行业上市公司的单位派现水平开始超过每股自由现金流水平。这从总体上讲是符合自由现金流理论的,因为当企业的成长性下降时,提高企业的整体派现水平,减少自由现金流是降低企业代理成本的一个有效手段。2012 年的每股自由现金流水平虽然反超其单位派现水平,但该年股利支付率的统计水平较上年是略有上升的,即总体上认为近 10 年内,该行业的分配趋势并未明显有违背自由现金流理论。

2. 样本分类 T 检验

表 3 独立样本 T 检验

对比项目	高派现组与低派现组		
	t	Sig.	Mean Diff.
DEBT	-1.340	0.183	-0.029
CD	2.028	0.049	0.436
Agency	-2.637	0.010	-0.086
Growth	-2.842	0.006	-0.003
EPS	2.073	0.041	0.560
FCF	1.216	0.227	0.383

为了检验派现水平对样本自由现金流及代理成本的影响,表 3 将样本按其派现水平是否高于行业整体平均派现水平分为了两组,分别检验其主要指标的均值差异显著性。结果表明,高派现组的成长性水平显著低于低派现组,相应地,其代理成本显著低于后者,这符合自由现金流理论的相关结论。但高派现组的收益水平显著高于低派现组,表明白酒行业成长性低的上市公司其派现水平及盈利能力都相对更高。不过,高派现组的自由现金流水平却仍高于低派现组,其差异虽不具有统计显著性,但却似乎与自由现金流理论不相符合。这既可能是因自由现金流与派现水平之间缺乏明显的相关性导致,也可能是白酒业上市公司的整体派现水平不高而致,其最终原因尚需进一步验证。不同派现水平组负债水平差异不显著的事实表明,希望借助负债的外部力量来约束基代理成本的期许是不现实的。

(二) 模型回归结果及分析

模型 1 Logist 回归检验的结果表明,样本自由现金流水平的高低与其是否派现的决策有显著相关性,样本的自由现金流水平越高,其派现的意愿相对越高。模型 2 则进一步考查派现水平与自由现金流水平的关系。结果表明,只有在低成长组样本的回归中,上市公司的自由现金流水平才与其单位派现水平具有显著的正相关性,而在高成长组及全样本的回归中,这一相关性都没有明显的表现。并且,在模型 2 的三组样本检验中,成长性对上市公司的派现水平都没有直接的显著的影响,对派现影响最显著的因素仍是企业的盈利水平。这证明自由现金流水平高的样本虽比低自由现金流的样本更愿意派现,但并不一定愿意高派现。只有在相对最缺乏投资项目的企业里,过于冗余的现金流才会被用于增加现金股利。为了突出检验高派现而不只是派现对代理成本的影响,模型 3 以是否高股利支付作为解释变量,结果三组样本的分类检验结果都表明,高支付与否指标都对企业的代理成本有显著的抑制作用。这表明国内

上市公司的派现与代理成本间的关系并非不能用自由现金流理论加以解释,而是只有在低成长和高派现的前提下该理论才能得到充分的体现。茅台酒虽然单位派现额较高,但由于它的存量自由现金流和年利润都极高,因此它实际与五粮液一样同属于低股利支付的企业,它们两者表面上悬殊的单位派现差异才未对经营发展及管理成本形成任何实质性的差异。即假设 H1 和 H2 是不成立的,白酒行业的分配行为并不支持自由现金流悖论。

表 4 回归结果表

	模型 1 因变量: DUM	模型 2 因变量: CD		模型 3 因变量: Agency			
	全样本	全样本	高成长组	低成长组	全样本	高成长组	低成长组
Constant	1.667 (1.360)	2.742** (2.239)	9.960** (4.663)	-0.274 (-0.281)	1.282*** (2.782)	3.952** (2.56)	0.494 (1.604)
FCF	6.705*** (2.423)	0.024 (0.881)	0.114 (1.249)	0.040** (2.064)			
HCDR					-0.116*** (-2.83)	-0.379** (-2.224)	-0.075*** (-2.962)
Growth	-1.20 (-1.117)	0.003 (0.03)	0.045 (0.359)	0.060 (0.583)	-0.051* (-1.717)	-0.113 (-1.689)	-0.039 (-1.62)
DEBT	-4.144 (-1.767)	-0.047 (-0.123)	0.756 (0.86)	0.066 (0.214)	0.230 (1.198)	0.114 (0.176)	0.352* (1.701)
L-share	-1.588 (-0.883)	-0.318* (-2.001)	-1.540** (-2.151)	-0.395* (-1.944)	-0.029 (-0.206)	0.756 (1.042)	0.018 (0.219)
SIZE	-0.189 (-0.306)	-0.121** (-2.259)	-0.446** (-4.314)	0.026 (0.617)	-0.053*** (-2.694)	-0.185** (-2.411)	-0.022*** (2.97)
EPS	7.131*** (-3.066)	0.473*** (16.296)	0.590** (11.145)	0.290** (7.113)			
YEAR	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Adj.R ²		0.905	0.975	0.802	0.209	0.196	0.246
Cox & Snell R ²	0.235						

注:表格中第一行为回归系数,第二行括号内数字除 Logist 回归为 Z 统计值,其余均为 t 统计值。*表示在 10% 的统计水平上显著,**表示在 5% 的统计水平上显著,***表示在 1% 的统计水平上显著。

(三)稳健性检验

为保证研究结论的可靠性,本文又将分别以企业自由现金流、股利支付率代替模型 1 中的股权自由现金流及每股现金股利进行回归,回归结果虽不如表 4 显著,但总体结果相似。又以超额管理费开支(即管理费用增长率与主营业务收入增长率的差额)作为代理成本的表征变量再次进行检验。其结果也与表 4 基本一致,这表明表 4 的实证结果具有统计上的可靠性。

五、研究结论及启示

(一)研究结论及成因分析

研究表明,尽管自由现金流水平的高低与企业的单位派现水平无显著相关性,但自由现金流却与企业的派现意愿之间存在显著正相关性,并且高股利支付率与企业的代理成本水平有显著负相关关系。鉴于此,从中国 A 股象征性派现的总体偏好背景下分析,本文认为白酒行业的业绩及分配表现仍支持自由现金流理论,即高派现对自由现金流引起的代理成本是具有显著影响的。行业内之所以出现低成长、“高派现”与高自由现金流现象并存的矛盾假象,主要源于三方面:其一,在国外成熟资本市场中,低成长高自由现金流必然侵蚀公司的价值,引起并购和接管,从而产生了派现的动力。而国内市场总体缺乏这种外部动力。尽管白酒行业整体处于成熟或低成长阶段,但高自由现金流对公司价值的侵蚀却没有遭遇外来的压力,因此,行

业内甚至出现了部分长期一毛不拔的企业,如 600199 金种子酒、000799 湘酒鬼及 000995 皇台酒业在观察期内分别连续 7 年、9 年和 10 年未分配任何股利。其二,对于白酒业这一整体处于低成长或成熟期的行业,行业内前期高速增长所积累的自由现金流整体水平相对较高,只有高额派现才能显著地起到降低公司代理成本的作用,仅仅有派现是不够的。然而国内上市公司的总体股利支付水平总体偏低,白酒行业也不例外。尽管茅台酒公司上市后连续 10 年坚持派现,且其单位派现额在整个 A 股市场总是名列前茅,但其单位派现水平相对于其年每股收益及经营现金流入而言,仍然是捉襟见肘。其三,低成长高收益的分布特征造成了高自由现金流依然繁荣的假象。国内特殊的制度环境使得公司内部治理上的问题及缺陷并不会在短期内明显暴露出来。茅台酒、五粮液及泸州老窖都是白酒行业的龙头企业,三者行业的领先,既有其产品特质的因素,也有公司资本实力及市场占有率的因素。但在整个观测期内,除泸州老窖外,前两者的营业收入总体是呈下滑的态势,其成长性水平总体低于行业平均水平,但其高市场占有率、高利润率及低派现对存量资金的不断累积造成了高自由现金流企业反而更加繁荣的假象。

(二)研究启示与建议

根据上述研究结果,为了促进股市良性融资分配秩序的建立、改善上市公司的治理结构,笔者对上市公司的内部治理及股市的外部监管提出以下建议:

第一,建立起分行业的半强制分红监管标准。由于不同行业所处的生命周期有所不同,因此,现行的一刀切的半强制分红标准必定会造成资金需求“早的早、涝的涝”的两极不均的局面。对于低成长行业,如白酒行业,应制定相应更高的分红监管标准,而对于高成长行业,其半强制分红要求则可以适当地降低,以免徒增公司的融资成本。

第二,建议加强对企业的自由现金流水平及经济增加值(EVA)的披露和监管。国内市场内短期内难以建立起对高自由现金流引起的代理成本问题的外部压力。而如茅台酒、五粮液这类将百亿资金闲置于银行睡大觉的做法是对股东财富和公司价值的严重侵蚀,甚至可能导致公司的经济增加值指标为负。因此,通过建立自由现金流及经济增加值的强制披露能更好地引导企业及投资者做出正确的经营及投资决策。

第三,优化企业资本结构,加快对股权融资、破产及并购的立法及监管。白酒行业的整体负债水平不高,如五粮液 2012 年的长期负债合计不及其货币资金总额的 2.15%。这样的资本结构显然不利于股东价值最大化。因此应在迫使其吐出高额自由现金流的同时,加快内部资本结构的优化,并通过外部融资、破产、并购机制的完善促使公司的内部治理与股市的外部监管能有效的结合在一起。

注释:

①引言中相关数据均来自 CSMAR 数据库。

②以管理费用占收入的比例作为衡量代理成本的依据,五粮液的年均代理成本还略低于茅台酒,但两者的差异不具有统计显著性。

③随意性支出是指与公司未来增长无关的支出,该支出的下降对企业正常经营和发展没有任何影响。这类支出通常会导致企业价值减少,是自由现金流量代理成本的表现形式之一。

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] Easterbrook, F.H. Two Agency –Cost Explanations of Dividends [J]. American Economic Review, 1984, (74): 650–659.
- [3] Lang, Larry and Robert Litzenberger. Dividend announcements: cash flow signaling vs. free cash flow hypotheses [J]. Journal of Financial Economics, 1989, (24): 181–192.
- [4] Vogt, S. C. The Cash Flow/Investment Relationship: Evidence from US Manufacturing Firms [J]. Financial Management, 1994, (23): 3–20.
- [5] Fscio, Mara, Larry Lang, and Leslie Young. Dividends and Expropriation [J]. American Economic Review, 2000, (91): 54–78.
- [6] Klaus Gugler and Burcin Yurtoglu. Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany [J]. European Economic Review, 2003, (47): 731–758.
- [7] 杨熠, 沈艺峰. 现金股利: 传递盈利信号还是起监督治理作用 [J]. 中国会计评论, 2004, (1): 61–76.
- [8] 谢军. 股利政策、第一大股东和公司成长性: 自由现金流理论还是掏空理论 [J]. 会计研究, 2006, (4): 51–57.
- [9] 许辉, 祝立宏. 低现金股利政策、股东财富与控股股东决策 [J]. 商业经济与管理, 2010, (6): 71–79.
- [10] Lee C W J, Xiao X. Cash dividends and large shareholder expropriation in China [C]. EFMA 2003 Helinski Meetings, 2002.
- [11] 何涛, 陈晓. 现金股利能否提高企业的市场价值 1997–1999 年上市公司会计年度报告期 [J]. 金融研究, 2002, (8): 26–38.
- [12] 原红旗. 中国上市公司股利政策分析 [M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2004: 66–75.
- [13] 徐国祥, 苏月中. 中国股市现金股利悖论研究 [J]. 财经研究, 2005, (6): 132–144.
- [14] 肖珉. 自由现金流量、利益输送与现金股利 [J]. 经济科学, 2005, (2): 67–76.
- [15] 符蓉. 自由现金流量、随意性支出与企业业绩变化研究 [D]. 四川大学, 2007: 38–55.

责任编辑: 梁 雁

Free Cash Flow Theory or Free Cash Flow Paradox

——An empirical study based on liquor industry in A-share market

ZHENG Rong, PU Ya

(Management School, Xihua University, Chengdu 610039, China)

Abstract: Application and interpretation of the theory of free cash flow must fit to some corresponding prerequisite, while both the external environment in Chinese stock market and corporate governance structure of domestic listed company do not fully meet these conditions. In recent years, some companies with high-yield and high free cash flow in the low-growth liquor industry have caused the public attention. Is the free cash flow theory ineffective in explaining the behavior of domestic enterprises? Based on the empirical study of the liquor industry's cash dividends, free cash flow and agency costs from 2003 to 2012, it can be concluded that there has not any significant correlation between the unit cash payment level and free cash flow. But the businesses with a high free cash flow generally has a relative stronger desire to pay cash dividend, and the high dividend payout ratio shows a significant negative correlation with the level of corporate agency costs. That proved that the free cash flow theory cannot be overthrown. It is just the low level of dividend payment in domestic share market and lacking inherent power of high cash dividend payment that cause the free cash flow “paradox” illusion.

Key words: free cash flow; cash dividends; agency costs; liquor industry; growth