

上市公司流动性选择的影响因素分析

陈霞 干胜道(博士生导师)

(四川大学工商管理学院 成都 610049)

【摘要】 本文基于上市公司价值成长理论,从规模效应、增长机会、未来现金流量的稳定增长性、盈利能力的稳健性等非制度性角度分析各影响因素与上市公司流动性的关系,以便上市公司提高资本效率,实现良性发展。

【关键词】 上市公司 流动性 价值成长理论

现代企业理财越来越重视流动性,而要分析探究上市公司的流动性,必须先找出影响上市公司流动性的因素,选择切实有效、科学的流动性措施,有针对性地化解流动性风险,避免支付危机,谋求公司更大的效益,推进上市公司的适度稳健发展。

一、上市公司流动性选择影响因素研究的必要性

流动性是公司资产的一个专有属性,指在不影响价格的情况下资产或证券可以被买卖的程度,或者是指公司资产以一个合理的价格顺利转化为现金及现金等价物的能力,即变现能力。财务管理专家范霍恩认为,流动性体现了所投资的时间尺度(变现所需的时间)和价格尺度(变现比率的稳定性)之间的关系。

作为上市公司的血液,流动性的功能十分显著,既要能够及时保证支付到期债务,又要能够维持上市公司日常经营的流动性支出,还要能够在上市公司发生突发性财务危机时具备安保性的融资能力。

作为上市公司,为充分有准备地应对股市的沉浮突变,必

日和5月7日,中国人民银行行长周小川在出席国际清算银行中央银行行长例会和董事会时曾表达了对我国目前股市存在泡沫的担忧,这预示着货币政策当局已经开始关注并且将会对股市的发展采取相关措施。

要提高我国股市的抗风险能力,保住我国股市此轮增长的成果,就需要货币政策当局在宏观和微观层面上给予全方位引导。例如,针对我国目前股市散户过多的情况,国家应该对股民进行金融知识普及,加强他们的风险意识,通过各种媒体不断进行渗透,使中小投资者逐渐恢复理性投资。可以尝试建立股票投资保障基金,降低中小股民的投资风险,减轻他们对股票投资的不确定性以及恐慌心理,避免外资突然撤出时出现“羊群效应”,股票投资保障基金可以在很大程度上起到股市“稳定器”的作用。在日涨停板制度的基础上,可以再推出一个月度或者季度涨停板制度,防止股票市场的暴涨暴跌,避免引起过度投机现象。我国迫切需要培养大批高素质的金融决策和政策操作人才,保证金融政策运行和实施的高效。当

须加强自身流动性的科学运筹。这是上市公司运筹帷幄、决胜千里的根基所在。流动性既不能太强,也不能太弱,要根据上市公司自身的实际情况,实事求是,从实际出发。流动性过强,必将加大企业资产的运营成本,这是因为一般情况下流动性资产的盈利能力相对较低;流动性过弱,资产的变现能力不强,上市公司就会有破产的可能。

业界研究上市公司流动性的各种假设,实践中难以成为企业财务战略决策的真实依据,毕竟上市公司存在的市场环境是不完善的,“看不见的手”和“看得见的手”相互作用,给上市公司的经营发展带来了太多的不可预见性因素,上市公司要谋求稳健长远发展,就必须做到以不变应万变。

二、上市公司流动性选择的影响因素

影响上市公司流动性的因素多种多样,既有内在因素也有外在因素,既有主观原因又有客观原因,既有长远性因素也有短暂性因素,既有行业性因素也有政策性因素。本文侧重从上市公司价值成长理论框架角度进行归纳。

1. 规模扩大对上市公司流动性的影响。追求规模扩大是

然,我们还可以通过影响投资者的预期尤其是通过改变人们对人民币升值的过高预期来引导投资者理性投资。另外,货币政策当局要时刻关注股市的基本面,例如通过影响宏观经济运行态势以及通过影响上市公司基本面状况来引导投资者的投资行为。

【注】 本文由广东省普通高校人文社会科学重点研究基地金融工程研究中心资助。

主要参考文献

1. 邢毓静. 证券市场与外汇市场互动关系及宏观政策选择. 当代财经, 2001; 5
2. 袁冬梅, 刘建江. 本币升值影响股票市场的理论与实证研究. 长沙理工大学学报, 2006; 2
3. 刘贛州. 汇率波动与证券市场价格波动的相互作用机制分析. 广西财经学院学报, 2006; 1
4. 刘贛州. 人民币升值对中国证券市场的冲击及对策. 经济纵横, 2005; 6

上市公司的发展选择,但每个上市公司的规模扩大都必须经历自身特定的发展过程,期间都拥有一些必然的周期性扩大特征,需要上市公司科学选择与企业规模相适应的财务战略与对策,以捕捉增长机会,防范风险。每一个良性运行的上市公司,都要保持合理的流动性,以保证进行适度的投资及应对财务预警危机。上市公司的每个规模增长周期阶段,公司规模不同,资金占用与资金需求量比也不尽相同,从而影响上市公司对流动性的需求也不同。

一般情况下,上市公司规模越大,实力越雄厚,管理就愈加科学,各种规制更加健全,信息更加透明,政策的倾向性更加明显,企业的风险防范措施越多,社会对其认可度更强,信用相对更加可靠。上市公司规模越大,融资能力越强,融资成本越低,越不需要保持太强的流动性。而且,规模大的上市公司,更会精打细算,更愿意推行适时财务管理、成本核算管理、零库存管理等降低流动性的措施,以实现资本效率的最大化。小规模上市公司则较易受外部环境的影响,因为其外部融资能力和融资效率低,成本也相对高些,为应对各种危机,必须要维持相对较高的流动性。因此,上市公司应结合自身规模增长趋势,紧密把握规模增长与所属行业及社会的融合程度,找寻适合自身规模状况的流动性。

2. 增长机会对上市公司流动性的影响。公司价值是公司现有资产所产生现金流折现价值(VA)与未来增长机会价值(VG)之和。公司价值包含当前价值和未来潜在价值,现有价值是在未来潜在价值发展的基础上进行扩展,增长机会是企业价值创造的重要源泉,是企业发展的生命之源。缺乏增长机会,就意味着坐以待毙,未来增长机会重要程度不言而喻,上市公司的未来增长机会取决于内外各种影响因素的优化配置与有效捕捉,既有国家政策又有行业导向的影响,既有经济方面也有社会方面的原因,还有环境、能源、技术等多方面的影响。一般情况下高新技术产业更加注重创新,也更具高成长性的特征。

高风险性是高增长机会上市公司的基本特征,也是成就其博弈发展的核心因素。高风险的内涵不仅包括基础性的技术风险、纷繁复杂的市场风险、变幻莫测的环境风险,更包括系数巨大的财务风险,高风险、高投入、高成长的发展线路,促使高增长机会的上市公司在选择财务战略方面一是要把有限的资金用于基础性的技术开发等关键环节,以尽可能降低资金成本,二是在资本市场上将会采取有效措施化解财务风险,更愿意吸纳风险性投资和进行股权融资,资本结构中高比例的权益融资可以有效降低公司的高投入、高成本风险。所以,高增长机会上市公司不可能也没有必要保持高流动性。与此相反,增长机会弱的上市公司对应的风险较低,吸纳风险资本和进行股权融资的概率和幅度也不会太大,要想抓住增长机会,就有必要保持相对高一些的流动性,来保证及时满足市场交换的需要。所以,正常发展的上市公司,增长机会与流动性呈反方向变动关系,增长机会的高低有无成为影响流动性的重要因素之一。

3. 未来现金流量的稳定增长性对上市公司流动性的影

响。我国《破产法》明确规定:债务人不能清偿到期债务,债权人可以向人民法院提出对债务人进行重整或者破产清算的申请。结合企业现金流量进行解释,假如企业不能有效清偿到期债务,即便企业前景良好,或者还有账面盈利,恐怕也难以逃脱清算破产的命运,现金流量稳定增长与否受到专业人士普遍重视。现金流量作为企业在一定时期的现金进出的数量,其稳定增长性如何直接关系到企业的资金筹措、投资战略选择、商誉和盈利能力,影响着企业的价值增长。

一般情况下,上市公司的现金流量的稳定增长性越好,上市公司创造经营现金流量的能力就越强,财务质量就越优,抗风险能力、应变突发性事件的能力、债务支付能力就越强,自身信用就越有保证。在这种情况下,公司所需要的流动资金就不需要过多,流动性就低。假如上市公司现金流量的稳定增长性差,现金流量每况愈下,或者现金流量异变性过于失控,现金总是难以为继,则公司创造经营现金流量的能力就越低,这就预示着上市公司可支配的现金流量变少,即便上市公司账面利润较为可观,也只能是雾里看花,财务状况趋于恶化已成不争事实,及时有效应对外界变化的能力就会降低,在这种情况下,社会对公司的认可度就会大大降低。由于未来现金流量的稳定增长性的原因,致使企业破产清算的例子不胜枚举,发达国家的统计资料表明,大约80%的破产公司从会计上看属于获利公司,导致它们倒闭的不是由于账面亏损,而是因为现金不足。所以,这时为降低上市公司财务风险,防患于未然,需要的流动资金就越多,流动性要求就越高。

4. 盈利能力的稳健性对上市公司流动性的影响。上市公司是否具有稳定的盈利能力是其能否长足发展的原动力,体现了上市公司获取利润、价值创造的能力,是企业再造发展的推进器。稳健的盈利能力是会计盈余与营业活动现金流量的有机统一,稳健的盈利能力能够给上市公司拓展更加广阔的发展空间,注入新的能量,对资本运作保驾护航。上市公司的盈利能力越稳健,未来盈利就越有保障,就有更强的市场风险抗击能力和应变能力。在较短时间内,盈利能力可能与流动性的强弱不产生紧密的相关性,但是站在上市公司价值长远增长层面,上市公司若能够保持合理的流动性,将有助于自身盈利能力的稳步提高。流动性太强则难免产生“流动性过剩”,增大资本运营成本,降低盈利能力,流动性弱则会削弱自身对外部环境的应对能力,上市公司的“独立自主性”将受到冲击,对上市公司价值长远增长危害极大,稳健的盈利能力也就无从谈起。反过来讲,上市公司具备稳健的盈利能力,这不仅会直接影响企业的投资、收益分配,而且会对上市公司的信用评级、商誉价值、社会效益、行业地位、品牌效应等产生积极的促进作用,同时也将使得上市公司的外部资金获取能力逐步提升,这样一来,上市公司管理层会趋向于采取低流动性战略;反之,假如上市公司缺乏稳健的盈利能力或者盈利能力趋于降低,高流动性将成为不得已的选择。

5. 流动资金管理效率对上市公司流动性的影响。用有限的流动资金创造最大的效用是上市公司加强流动资金管理的最终目标,流动资金管理对上市公司经营而言至关重要。流动

资金管理是对流动资产和流动负债各层面的管理,上市公司流动资金管理水平的高低体现在一定时间内的资金周转效率,资金周转时间越短,效率越高,就越能够以有限的资金占有创造更大的经济价值。所以,管好、用好流动资金,抓好流动资金及时回笼,建立一套科学合理的流动资金预测、决策、管理、监督、激励、评价、预警、惩罚机制,将流动资金按照生产经营、货币结算、计划储备等安排好结构和比例,做好流动资金的调度,提高流动资金管理效率,一直是企业财务管理的重要内容。

流动资金管理效率高低将直接影响上市公司流动性,流动资金管理效率高,能够避免经营管理中出现资金的减损、浪费和低效问题,可促进资金的有效使用,将流动资金的潜能发挥到最大化,最大程度减少流动资金的占用,这样上市公司就不必要保持过多的补漏应急性资金,在一定程度上可以降低上市公司流动性。假如上市公司内部流动资金管理混乱、浪费或低效现象严重,上市公司就不得不保留过多的应急性准备金,保持较高的流动性。

6. 化解流动性风险的能力对上市公司流动性的影响。上市公司流动性风险可分为两大类:一是上市公司能否在自身资产不损失前提下进行迅速变现的风险;二是上市公司能否以相对低的成本及时从外界获取必要资金的风险。简单来说就是上市公司能否迅速低成本变现和及时有效融资,如果上市公司的流动性出现两难选择,流动性风险就接踵而至,出现不能如期履约清偿等问题。目前,较多上市公司成立有专业的风险管理预警部门,制定了许多相应的防范措施,铺设各种融资渠道,以提升上市公司流动性的安全系数。总之,化解流动性风险的能力强,特别是能拥有较强的低成本融资能力,上市公司就可以有效降低自身的流动性;相反,上市公司化解流动性风险的能力弱,转移流动性风险的路径不多,只能走“奋发图强,自力更生”的道路,就要求保持高流动性。

7. 资金结构对上市公司流动性的影响。上市公司的资金结构主要包括资本结构、资产配置、融资结构等几个方面。资本结构显示上市公司资金总额中权益资本和负债的构成比例;资产配置是指上市公司总资产中流动性资产与非流动性资产的配置组成方式;融资结构是指上市公司从不同渠道取得的资金之间的有机构成及比重关系。由于负债具有财务杠杆效应,决定了资本所创造的现金流量的归属走向。资本结构中负债比重过大,一旦息税前利润率小于负债利率时,就会产生财务杠杆负效应,上市公司需要承担相应的风险成本和违约责任,就有出现财务危机的可能性。所以,上市公司资本结构的治理要把握两个原则:一是在盈利能力低时尽量削减负债,规避负债成本风险;二是在盈利能力强时提高负债比例,发挥财务杠杆正效应。资本结构的权益资本与负债的博弈,对上市公司的流动性必然产生直接影响,负债多且盈利能力低

时,有必要提高流动性,以保持上市公司的平稳发展;在盈利能力强且负债少时,权益资本比例高,应适度降低流动性。在资本结构稳定的前提下,上市公司运作资金的有效措施,就是用流动性资产盘活非流动性资产,使流动性资产的灵便性发挥最大的效用,争取以较低的流动性、较少的流动资金创造更大的投资收益。在融资结构方面,上市公司的融资类型不外乎股权融资和债权融资两种。股权融资是借助股市完成的,具有长期性、单向性、无压力性等特征,如果上市公司融资侧重股权融资,那么财务稳定性就强,不需要过高的流动性来防范财务风险。债权融资是上市公司借助举债方式筹措资金,需要按期还本付息,与股权融资相比具有时间短、双向性等特性,如果上市公司的融资中举债比重过大,则容易受外债可变因素的影响,需要维持相对较高的流动性。

8. 管理层能力和大股东偏好对上市公司流动性的影响。上市公司管理层作为公司的管理者,其管理能力的强弱对上市公司流动性大小有直接影响。管理层管理能力强,通过制定整套明确的管理制度,促进上市公司现代企业制度的建立,能够将上市公司有限的资金资源投放到回报率高、成长性强的产业项目,建立起科学合理的产业模式,上市公司收益能力就可以平稳增长,现金流量也会趋于丰盈,实现良性运行和发展,这样上市公司就不需要保持大量的应急资金,流动性需求就小。如果上市公司管理层管理能力弱,其流动性需求将适得其反,就必须保持较高的流动性。

另外,我国的上市公司在较大程度上受控于大股东,中小股东的意志很难实现;上市公司大股东的偏好,成为影响增发派送的关键因素。如果大股东把上市公司作为自己利益集团的提款机,就会倾向于增发派送配股,而不愿意进行现金红利派送,这样必然影响上市公司的流动性,造成流动性增加和资本效率降低。

【注】本文系国家自然科学基金“基于自由现金流量的我国上市公司业绩变化研究”(项目编号:70672013)部分研究成果。

主要参考文献

1. Myers. Determinants of corporate borrowing. Journal of Financial Economics, 1977; 5
2. 詹姆斯·范霍恩著.宋逢明等译.财务管理与政策教程.北京:华夏出版社,2000
3. 汤谷良,杜菲.试论企业增长、盈利、风险三维平衡战略管理.会计研究,2004; 11
4. 吴超鹏,吴世农.基于价值创造和公司治理的财务状态分析与预测模型研究.经济研究,2005; 11
5. 全林等.不同公司规模下现金流量对投资决策影响的实证研究.上海交通大学学报,2004; 3
6. 陈志斌,韩飞畴.基于价值创造的现金流管理.会计研究,2002; 12