

谈零借款上市公司富余现金管理

莫志艳 章晓虎

(长城证券有限责任公司 深圳 518034 中兴通讯股份有限公司 深圳 518057)

【摘要】 本文根据沪深两市2005年度没有银行借款的上市公司财务报告数据,分析这些上市公司共同的财务特征,发现富余现金管理存在低效益情况。通过现金持有理论分析,对比国外企业与样本公司的现金持有动机,进而探讨了企业应如何处置富余现金以及如何提高富余现金的使用效益。

【关键词】 上市公司 零借款 富余现金

合理、有效地使用资金使企业获利,是对财务管理的基本要求之一,通过财务管理实现公司股东价值最大化,是财务管理的终极目标。以往对财务管理中筹资、投资和股利分配等方面的研究不少,但是国内对富余货币资金管理的专门研究还不多,本文仅从沪深两市2005年度没有银行借款的上市公司财务报告数据出发,分析该类上市公司共同的财务特征,发现富余现金管理存在低效益情况。

一、样本选取标准

根据已经公告的沪深两市上市公司年度报告统计,2005年年末和2004年年末没有银行借款的上市公司(银行类上市公司除外)分别有96家和79家,其中连续两年末均没有银行借款的上市公司共有53家。由于本文的目的是分析上市公司富余货币资金的管理情况,假设只有在盈利状况良好的情况下,才能有货币资金富余,故选取2005年度每股收益在0.25元以上并且扣除非经常性损益后净资产收益率在7%以上的公司作为样本,剔除2005年度中间有新借借款但当期已经偿还完毕的公司,入选样本共计19个。基本情况见表1。

统计发现,样本公司货币资产在其流动资产、资产总额中所占比例高。19家样本公司中货币资金占流动资产的比例高于50%的有12家;货币资金占资产总额的比例高于30%的有12家,均占样本量的63%。

为了考察2005年年末货币资金是否属于偶然性的增加,对该等公司2004年第4季度至2006年第一季度期间定期报告中披露的货币资金进行统计,除中技贸易外,其余18家公司该6个季度末货币资金余额的算术平均值与2005年度末的货币资金的差异率在正负20%以内,其中10%以内的有11家,占样本数的58%。说明大多数样本公司各季度

末现金余额均很充裕且均衡。按2005年度银行活期存款利率0.72%、7天通知存款利率1.62%倒推样本公司当年度日均存款余额,即按全年利息收入倒推企业银行存款规模,14家公司各季度末货币资金平均余额均介于按两种利率计算出的日均存款余额之间。这同样说明样本公司各季度末现金余额充裕并非偶然现象,且均以普通存款并伴以部分定期存款的形式存在银行。

另外,根据样本公司2005年度的现金流量表数据,计算出其经营活动产生的月均现金流出额,在不考虑当月现金流入情况下将季末货币资金平均余额与月均现金流出额比较,结果显示季末货币资金平均余额是月均现金流出额进行的1.2倍(中技贸易)到59.2倍(歌华有线),84%的样本

表1 样本公司货币资金基本情况

代码	股票简称	05年年末余额	每股货币资金	05年年末总资产	占总资产比例	资产负债率	货币资金收益率	经营活动现金流量	
								总额	折每股
600519	贵州茅台	3 892.0	8.2	8 057.6	48.3%	36.8%	0.8%	1 693.7	3.6
600583	海油工程	636.7	1.6	3 484.2	18.3%	32.6%	1%	601.8	1.5
002025	航天电器	290.2	3.0	524.2	55.4%	22.4%	1.3%	91.9	1.0
600227	赤天化	624.8	3.7	1 540.3	40.6%	33%	1%	339.4	2.0
600410	华胜天成	335.7	2.5	1 332.4	25.2%	49.1%	1.4%	111.9	0.8
000869	张裕	1 161.1	2.9	2 347.7	49.5%	21.2%	1.9%	325.5	0.8
000541	佛山照明	928.1	2.6	2 563.7	36.2%	10.1%	1.1%	267.6	0.8
600588	用友软件	666.3	3.9	1 492.5	44.6%	19.1%	1.1%	207.5	1.2
600270	外运发展	2 443.9	2.7	4 726.0	51.7%	42.5%	1.1%	1 102.4	1.2
600037	歌华有线	2 250.2	3.8	4 024.4	55.9%	37.8%	1.5%	532.4	0.9
000987	广州友谊	663.6	2.8	1 195.9	55.5%	37.3%	1%	209.3	0.9
002026	山东威达	212.5	2.4	582.1	36.5%	25.6%	2.2%	15.8	0.2
600563	法拉电子	219.9	1.0	798.5	27.5%	7.9%	1.5%	122.9	0.6
600056	中技贸易	466.8	2.2	1 673.9	27.9%	59.2%	1%	-43.9	-0.2
600897	厦门空港	313.2	1.2	1 331.3	23.5%	13.4%	1.2%	161.2	0.6
600575	芜湖港	191.8	1.6	534.3	35.9%	9.7%	0.7%	70.6	0.6
600602	金马股份	453.3	3.0	562.5	80.6%	46.7%	0.8%	138.9	0.9
600858	五粮液	1 971.1	0.7	9 614.1	20.5%	23.5%	1.3%	1 252.7	0.5
600423	东阿阿胶	290.5	0.7	1 251.7	23.2%	18.7%	1.4%	67.4	0.2

公司的该项比值超过3。值得一提的是,歌华有线2004年5月12日在上海证券交易所发行了12.5亿元的可转换公司债券,较之2004年第4季度至2006年第1季度季末货币资金平均余额21.9亿元,可转换公司债券的发行是否必须值得探讨。

二、样本公司财务状况的共同特征

通过对作为样本的19家上市公司2004、2005年的有关财务数据分析发现,该类上市公司存在一些显著的共同财务特征:

1. 流动比率较高,资产负债率较低。19家公司流动比率均大于1,其中大于2的有15家,占样本总量的80%。资产负债率低于20%的有6家,占32%;低于30%的有10家,占53%。其中最低的为法拉电子,资产负债率仅为7.9%;资产负债率高于50%的,只有中技贸易一家,为59.2%。显然,大部分样本公司的短期偿债能力都极佳,但是资产结构偏保守。

2. 货币资金在流动资产、资产总额中所占比例较高。相关内容前文已有叙述,这里不再重复。

3. 每股经营活动现金流量净额较高。19家公司,除中技贸易每股经营活动现金净流量为-0.2元外,其余18家公司该指标均为正数。样本公司平均每股经营活动现金流量平均额为1元,并且0.4元以上的公司有16家,占样本量的84.2%。

4. 净资产收益率、总资产收益率较高,但货币资金收益率很低。从公告数据来看,样本公司扣除非经常性损益后的净资产收益率均在7%以上,其中10%以上的有12家,占63.2%。总资产收益率(总资产收益率=净利润÷资产总额×100%)介于4%~22%之间,其中中技贸易最低,为4.3%,航天电器最高,为21.8%。样本公司货币资金收益率(公司货币资金收益率=利息收入÷货币资金余额×100%)介于0.6%~2.2%之间,远远低于净资产收益率与总资产收益率。

5. 虽然样本公司货币资金充裕,但持有短期投资的公司少,短期投资收益占净利润的比重小。数据统计分析结果显示,2005年年末持有短期投资的公司共5家,占样本量的26.3%;2005年度取得短期投资收益的共有7家,占样本量的36.8%。期末公司所持有短期投资占资产总额的比重介于0.2%~14.1%,短期投资占流动资产的比例介于0.4%~21.5%,用友软件的该比值最高,其次是华胜天成。短期投资收益占净利润的比例介于-1.0%~29.0%,其中最低值为-1.04%(用友软件),最高值为29.0%(中技贸易)。

6. 分红派息能力较强。数据统计分析结果显示,2004年、2005年两个年度连续分红派息的公司共计16家,占样本数的84.2%,其中连续两年同时

分派股票股利和现金股利的公司共6家,占样本数的31.6%。连续两年都未分红派息的公司仅金马股份一家,另外中技贸易、五粮液2005年度有派息,2004年度无分配。按公式“股利支付率=每股派现金额÷每股收益×100%”计算,2005、2004年度各样本公司股利支付率差异较大,剔除当年度没有进行现金分配的样本,2005年度股利支付率最高的公司是中技贸易,达172.4%;最低的公司是贵州茅台,为12.7%;2004年度股利支付率最高的公司是厦门空港,达175.4%;最低的公司是海油工程,为9.0%。

三、样本公司在富余现金管理中存在的问题

1. 忽视对富余货币资金的管理运用,从而导致货币资金收益率低下。从表2可以看出,2005年度样本公司货币资金收益率最高的为山东威达,为2.2%,该收益率接近一年期银行定期存款利率2.25%,其他公司除张裕外均低于1.7%(3个月定期存款利率)。样本公司中,年度审计报告中披露期末货币资金中有定期存款的只有4家,期末持有债券、股票或者基金等短期易变现投资的公司只有5家,这表明79%的样本公司将大量货币资金存在银行收取微薄的活期利息。其中,山东威达2005年度的审计报告显示,其2005年年末货币资金余额中定期存款为2亿元,2004年年末为2.5亿元,分别占期末货币资金余额的93.8%和94.2%。显然该公司货币资产收益率高的主要原因是充分利用了定期存款工具。

在使用股票、债券或者基金等短期投资工具的公司中,其投资收益总体上所占净利润比例较小,既说明样本公司在短期投资方面能力较弱,也说明目前国内的投资渠道有限。另一方面,委托理财市场的不规范和缺乏监管又使得企业不敢委托专业机构进行理财,种种因素导致企业不能充分利用闲置资金投资。

2. 部分公司现金股利支付率较低,且现金股利支付比例波动较大。如表2所示,样本公司中连续两年现金股利支付率高于50%的公司有7家,

表2 样本公司2004、2005年度每股收益及分红情况

代码	股票简称	2004年度			2005年度		
		每股收益	分红情况	现金分红比例	每股收益	分红情况	现金分红比例
600519	贵州茅台	2.09	10转2派5	12.7%	2.37	10转10派3	12.7%
600583	海油工程	1.11	10送1转1派5	9.0%	1.48	10送7转3派2	13.5%
002025	航天电器	0.52	10转2派1	19.3%	1.19	10送5派2	16.8%
600227	赤天化	0.62	10派2	32.2%	1.03	10派2	19.4%
600410	华胜天成	0.87	10转3派5	57.2%	0.83	10转5派5	60.2%
000869	张裕	0.50	10派5	99.4%	0.77	10转3派7	90.9%
000541	佛山照明	0.65	10派4.8	73.9%	0.61	10派4.9	80.3%
600588	用友软件	0.48	10转2派3.2	66.7%	0.57	10转3派3.2	115.8%
600270	外运发展	0.48	10送1派2	41.5%	0.51	10派1	19.6%
600037	歌华有线	0.58	10派1.5	25.9%	0.46	10派3	65.2%
000987	广州友谊	0.22	10派1.2	54.6%	0.40	10派1.7	42.5%
002026	山东威达	0.35	10派1	28.9%	0.39	10转5派1	25.5%
600563	法拉电子	0.52	10转5派4	76.9%	0.38	10派2.5	65.8%
600056	中技贸易	0.03	不分配	0.0%	0.35	10派6	172.4%
600897	厦门空港	0.29	10派5	175.4%	0.34	10派3	87.2%
600575	芜湖港	0.36	10派4	111.1%	0.34	10派2	58.8%
000602	金马股份	0.37	不分配	0.0%	0.38	10派2.5	65.8%
000858	五粮液	0.31	不分配	0.0%	0.29	10派1	34.3%
000423	东阿阿胶	0.30	10派2	65.5%	0.27	10派2	74.1%

其中张裕的现金股利支付率连续两年高于90%。不过,2005年度现金股利支付率低于40%的共8家,占样本数的42.1%;连续两年股利支付率低于30%的公司有4家,该4家公司中有3家公司为样本公司中2005年度每股收益最高的前3名,该4家公司同时都采取了高送股的分红政策。虽然样本公司的对于股东的分红明显优于上市公司整体水平,但是与发达国家上市公司的股利支付率相比,仍有较大差距。以美国、德国、日本为例,美国绝大多数公司实行的是高支付率的稳定股利政策,股利支付率一般在50%左右,1992~1996年纽约证券交易所上市公司的股利支付率分别为76%、56.9%、46.6%、52.1%、50.1%;德国大多数公司实行稳定的股利政策,1992~1996年股利支付率分别为54.8%、50.1%、48.7%、41.2%、40.3%;日本大多数公司一直执行低支付率的稳定股利政策,1992~1996年日本东京证券交易所上市公司的股利支付率分别为40.8%、32.4%、34.1%、32.4%、35%。再看那些保持了百年盈利历史的蓝筹公司,如可口可乐、通用电气、通用磨坊、宝洁、高露洁等公司,其1990~2001年的股利支付率大多稳定在40%以上。经济发达国家的上市公司倾向于以现金股利方式回馈股东,而每股盈利高于0.50元的样本公司均采用了发放股票股利。

四、国内上市公司大量持有现金的动机

国内上市公司大量持有现金的动机无法完全用西方理论进行解释。国外学者认为在不发达的金融市场上,企业倾向于保留现金;财务受限(不能自由筹资)的企业倾向于保留现金。我国的金融市场还不发达,上市公司一般是我国境内较好的企业,也是银行的优质客户,并有便利的再融资条件,按西方理论,这些公司应该会少保留现金,但样本企业并没有显示出这个特点。

另外,西方学者认为,企业会因为宏观经济不确定或行业前景不确定等信息不对称的情况而倾向于保留现金,会因为未来现金流不确定或为将来的投资机会准备而保留现金。我国的上市公司在上市时获得了大量资金,以及获得比同业未上市公司更高的曝光率和知名度,在行业内处于强势。同时上市公司由于有银行的支持和再融资优势,并不需要担心未来现金流不稳定和由于缺乏资金丧失将来的投资机会。

不过管理层控制的代理人成本理论和股东权益保护理论在一定程度上可以解释样本上市公司大量持有现金的动机。研究发现,股东权益保护得好的国家,公司保持较低的现金持有水平,而往往将多余的现金以股利的形式支付给股东。而管理层不论持股过少还是过多,都倾向于保持较大的现金持有量。我国上市公司一股独大的现象非常普遍,同时投资人的权益保护机制很不完善。公司持有大量现金成为管理层不重视分红和积累现金以规避公众股东监督的印证。样本公司中的赤天化和歌华有线就是明显吝于向股东分红的例子。另一方面,这两年又出现上市公司管理层为取得管理层收购(MBO)所需资金或尽快收回其原始投资而过度分红的问题,样本公司中的张裕和用友软件就存在这种情况。在2001年5月上市时用友软件的原始股东投入7 500万元,占75%的股份;用友的流通股投入88 751万元,占25%的股份。用友的实际控制个人

控制用友软件55%的股份,初始投资5 500万元,2001年上市以来已获得分红1.8亿元以上。

五、富余现金折射出的问题

1. 资金闲置的利弊分析。上市公司存在大量富余现金闲置时,在财务上对企业并没有很多负面影响。在这种情况下,公司的偿债能力较强,财务指标稳健,财务上抵御风险的能力较强,从而给投资者以安全的印象。同时,在我国拥有富余资金的公司因为能够提供长期稳定的存款也是银行强烈争取的优质客户。

大量的闲置资金对公司也有一些不利影响。从财务的角度看,大量资产闲置会影响股东的利益。账面上长期存在巨额资金甚至会被投资者怀疑其会计报表的准确性和企业实际的经营情况。国家会计学院的飞草等人(2005)发现金花股份(600080 SH)、达尔曼(600788 SH)和ST哈慈(600752 SH)等多家存在巨额银行存款同时又深陷财务危机的公司,质疑其可能在银行存款上造假。在现实中,也存在拥有大量现金的企业被要求做社会捐献和兼并亏损破产企业的情况。

另一方面,富余现金的大量存在,可能会滋生管理层腐败或者资金被控股股东或者关键管理人员挪用。格力电器(000651 SZ)曾经就因管理人员利用职务之便,收受银行存款回扣而处分了相关管理人员。而还有一种情况下的资金被挪用,通常是公司与存款银行协商操作的间接挪用,即上市公司保证在某一银行的存款达到约定金额,其控股股东或者关键管理人员控制的其他公司在该银行进行贷款或者进行票据融资,由于资金富余,只要贷款企业不出现还贷危机,银行为了其自身利益可能会对企业内部审计人员或者外部审计师隐瞒事实。

2. 企业如何运用闲置资金。分析样本公司后可以得知,这类有大量富余现金的企业有非常良好的经营现金流,并且现金流入大于支出的现金需求,即在正常的经营中,现金余额会不断增长。企业可以将部分闲置资金用于慈善事业,或者直接用于市场营销和广告活动,塑造企业的品牌形象;也可以寻找新的投资机会。但是对新项目的投资存在不可避免的风险,比如可行性分析的错误、对市场的错误估计、对于陌生行业的盲目投资以及需要巨额资金投入的项目以至于耗尽企业拥有的现金资源等。对于最后一种情况,京东方(000725 SZ)就是典型的例子。

那么,当公司无法通过自身创造出充分的利润增长时,什么样的决策对投资人最有利呢?

C. 希金斯认为,导致现金剩余的根本原因是利润增长不充足,或者说可持续增长超过实际增长。以 g^* 表示可是持续增长率,假设公司不发行新股,则 $g^* = PRAT^*$ 。其中,P是利润率;R是企业留存收益比率($R = 1 - \text{股利支付率}$);A是资产周转率; T^* 是资产与权益比,等于资产除以期初股东权益。可以看出,当一个公司实际增长率低于其可持续增长率增长时,降低利润率P或者降低资产周转率A都是不可取的,其可以做到的是:①降低企业的留存收益比率R,提高股利支付率,把资金还给股东;②降低资产与权益比,由于期初股东权益一定,

则能调整的只有资产总额。公司可以通过回购股票或者收购那些处于快速增长阶段的公司,来减少其闲置的货币资金。

以美国资本市场的几个明星公司如微软、戴尔、EMC和GOOGLE为例:微软垄断了PC操作系统;戴尔是PC行业的全球销量冠军;EMC致力于磁介质存储,9·11事件后获得高速发展;GOOGLE以先进的搜索技术力图重构IT行业。虽然这四家公司都有巨额现金而且没有任何银行借款,但是除微软外,其他三家公司没有任何一家在上市后发放过红利。微软是从2003年起即上市17年后,第一次发放红利。但是微软宣布发放红利的消息引发了股价下跌,因为它传达给资本市场的信息是它预计不能再保持以前的增长速度,或者说它不认为有更好的投资机会使股东获得以前一样的高回报,那么,把现金归还股东,让股东为自己的现金寻求更高的收益率是恰当的做法。2005年7月20日微软宣布了在未来4年中向股东返还750亿美元的计划,形式包括增加红利分配、回购股票和每股一次性支付3美元的特殊红利。即便如此,微软每年仍有120亿美元的现金流入,上述计划不会影响微软的正常经营。GOOGLE和戴尔在年报中明确声明在可预见的未来期间没有红利支付计划。EMC也指出公司会为将来的发展保留现金,不过公司会回购股票。

当然,进行新投资可能存在许多不确定的风险因素,一旦决策失败非但不能实现最终增长,反而可能损失现金,发生投资失败或购买亏损。微软、戴尔、EMC和GOOGLE也把相当多的资金用于短期投资,其持有现金比例为1:1左右。

虽然美国的金融市场发达,投资渠道丰富,各公司也仍然非常注意短期投资的风险,微软大部分短期投资集中于政府债券、蓝筹企业债券和房屋按揭证券。即便如此,还是取得相当高的投资回报率。相比之下,我国上市公司无论在充分利用闲置货币资金为股东创造财富方面,还是风险控制主面,与发达国家上市公司相比,差距都相当大。

从前文的数据分析来看,样本公司现金富余可能还有另一个原因,即个别公司采取了不恰当的权益筹资。资金筹集到账后,根本没有合适、可行的投资项目,或者公司以本身资金的积累就可以解决项目投入,从而导致现金富余严重,如歌华有线、山东威达。我国的上市公司普遍存在符合融资条件就去筹资而不顾其自身是否有实际需要情况,说明我国上市公司的公司治理和为股东创造财富的理念还没有建立起来,资本市场的发展还不成熟。

六、运用富余现金的可行途径

1. 提高现金分红比率。历史数据表明,在成熟的资本市场,如美国、德国和日本,上市公司的现金股利支付率在多在40%左右。在公司没有寻找到合适的投资机会以提高整体资产收益率的情况下,把资金还给股东,由他们去运用这些资金获取更高的回报是个合理的做法,也体现出良好的公司治理文化。稳定地提高现金股利支付水平,是增加上市公司的市值的一个途径。依据常用的股票估值高顿红利增长模型:股票价值=预期的未来股息/(投资人的要求收益率-股息分段的增长率),稳定提高的现金红利,有助于市场赋予企业一个合理

的价格水平。沃尔玛公司长期保持每年现金红利的增长,塑造了稳定可信的公司形象,也维持了公司股价对同行业公司的溢价。

2. 进行较安全的短期投资。我国内地市场的投资品种和方式近几年来增长迅速。比如货币基金和债券基金,年收益率都高于单纯的定期存款且具有良好的流动性。目前其他比较稳妥的短期投资方式还有认购新股、QDII、优质企业债券和国债等。上市企业雅戈尔(600177 SH)2007年2月15日公告其已用自有资金3亿元认购南方稳健成长基金就是一个实例。在目前国内个人投资者资金少,投资渠道有限的情况下,上市公司集中运用富余货币资金提高收益率的行为对投资人也是有利的。

3. 运用信托方法出借富余货币资金。借款的收益率更高、风险更大,并且受到许多约束条件的限制。在目前中小企业融资渠道不畅的情况下,寻找有潜力的企业提供资金支持,获得贷款利率的回报不失为一种稳妥的投资方法。

4. 运用富余货币资金收购企业或进行股权投资。在目前中小板企业的上市公告和已上市公司定向增发公告中,出现了一些同业公司的参股或认购。这种投资具有风险投资或者战略投资的性质。现实中存在企业投资银行、券商等金融企业的情况,由于股权投资情况良好,投资企业获得了良好的回报和资本市场对这些公司持有优质企业股权给出的价格溢价。

七、结论

没有银行借款持有大量富余现金的上市公司毕竟占很小比例,而且也不一定长期保持这种状态。只有塑造为所有股东创造财富而不是为大股东服务的企业文化,企业才可能科学地制定发展战略、准确地预测现金流量、谨慎合理地运用资金资源。

通过研究上述19家样本公司2006年年末的借款、现金富余情况和收益状况,除华胜天成2006年年末存有少量短期银行借款外,其余18家公司依然没有借款,19家公司中有7家公司在2006年年末不同程度地持有基金或股票作为短期投资,占样本公司总额的36.84%,较2005年度没有明显提高,不过主营业务突出、每股收益最好的前5家公司如贵州茅台等并没有进行任何短期投资。进行短期投资的公司取得了不同程度的收益,其中短期投资收益占当年度净利润比重最高的中技贸易高达38.9%,并且部分公司的浮动盈利也不错。如何有效利用富余现金为全体股东创造最大收益同时做好风险控制,是一个复杂且颇具争议的问题,在此,笔者谨以此文抛砖引玉,希望可以引发管理者、投资者以及相关研究人员对上市公司富余现金管理的关注。

主要参考文献

1. 路易斯·格罗斯曼,玛丽安·M.詹宁斯著.方海萍等译.百年盈利.北京:电子工业出版社,2003
2. 罗伯特·C.希金斯著.沈艺峰等译.财务管理分析.北京:北京大学出版社,2000
2. 胡国柳,王化成.上市公司现金持有影响因素的实证研究.东南大学学报(哲学社会科学版),2007;2