

上市公司营运资金管理策略实证分析^X

刘运国;黄瑞庆;周长青

(中山大学管理学院会计学系 广州 510075;厦门大学会计学系,厦门大学计统系 厦门 361005)

摘要: 营运资金管理是现代理财的重要内容之一,而营运资金管理策略的适当运用是企业成功管理企业营运资金的关键。本文通过对沪市上市公司年报数据的实证分析认为:目前中国上市公司营运资金管理策略大部分属于中庸型,流动资产比例和流动负债比例呈现出同向变动。企业的收益能力与营运资金的管理策略有很大关系,其中最能体现策略成效的收益指标是总资产主营业务利润率。总体上讲,我国企业缺乏冒险和创新精神,在流动资金存量管理上趋于保守。企业理财者缺乏营运资金管理的艺术、策略和勇气。

关键词: 营运资金;管理策略;上市公司

文章编号: 1003- 6636(2001)03- 0006- 05 **中图分类号:** F275. 1 **文献标识码:** A

一、引言

近几年来,运用实证会计研究方法进行会计研究在我国已有了一定的进展,但主要集中在研究会计和资本市场的行为,即集中于讨论会计信息对资本市场的作用,尤其是对市场股价和股市收益的影响。而对企业内部理财行为方面,除资本结构已有一定研究外,其他方面还不多见。本文拟以企业理财的重要内容之一)) 营运资金管理策略为题,在这方面作一尝试。

二、营运资金管理策略理论

营运资金的概念,从质上看是企业流动资产和流动负债的总称,是对企业短期性财务活动的统称。从量上看,营运资金又常被称为营运资金净额或净营运资金,即企业流动资产减去流动负债的差额。这是用来表示企业流动性和偿债保障程度的一个重要指标。它与长期资产投资、长期资本筹资和股利分配共同构成了企业财务活动的总体。

不同的资产结构和资金来源结构具有不同的风险和收益。从资产方面看,流动资产占全部资产的比重大小与企业的盈利能力和财务风险的高低成反向变动关系,即一个企业总资产构成中流动资产的比例愈大,则企业的盈利能力愈小,其风险也愈小;反之,流动资产占全部资产比例愈小,则企业的盈利能力愈大,其风险也愈大。由于流动资产只是为企业的再生产活动提供必要的条件,其本身不具有太大的营利性,而且比固定资产更易于变现,因而潜亏的可能性(风险性)小于固定资产。从资金来源方面看,长期资金的实际成本一般高于短期资金的实际成本。就风险而言,一个公司的债务到期日越短,其不能偿付本金与利息的财务风险就越大;反之,就越小。一般来说,短期负债风险大,但能提高企业盈利能力;长期资金风险小,但可能降低企业的盈利能力。企业流动负债水平的变动对盈利能力与风险选择的影响,可用流动负债与全部资产的比率来表示。这一比率可以反映在企业的全部资产中流动负债融资的百分比。假定企业的总资产保持不变,如果流动负债与总资产比率提高,由于利息的抵税作用及其相对于长期资金而言的较低资金成本,将使企业的盈利能力提高,同时它也会缩短企业的债务到期结构和减少企业的净营运资本(在流动资产的增长速度小于流动负债的情况下),从而导致无力偿债的财务风险加大;反之如是。由于营运资金管理是企业日常理财活

X 收稿日期:2001- 01- 13

作者简介: 刘运国(1966~),男,湖北武汉人。中山大学管理学院会计学系讲师,厦门大学管理学院会计学现代管理会计方向在职博士研究生。研究方向为现代管理会计、财务管理、成本会计及税务筹划等。黄瑞庆(1972~),男,江西人。厦门大学统计系博士研究生。研究方向为经济统计、金融、证券、企业理财等。周长青(1971~),男,福建泉州人。厦门大学管理学院会计学系现代会计方向博士研究生、中国注册会计师、会计师,研究方向为现代财务管理和会计。

动的重要组成部分,因此良好的营运资金管理就必须在流动资产和流动负债的不同收益和风险特性之间进行选择,对流动资产、流动负债的结构及其二者之间的关系进行科学的安排,从而形成优化的营运资金管理策略。

企业营运资金管理的综合策略可以概括为三种:第一种是流动资产在总资产中所占比例低而流动负债在总资产中所占比例高的激进型策略,该策略具有偿债风险大和获利能力高的特征;第二种是高流动资产比例与高流动负债比例相配合而低流动资产比例和低流动负债比例相配合的中庸型策略。在该种策略下,企业的资金来源和资金占用在时间和数量上达到一定程度的配合,故风险与获利能力居中;第三种策略是高流动资产比例与低流动负债比例相配合的稳健型策略。在这种策略下,流动资产和长期资金占总资产比例较高,固定资产和流动负债占总资产比例较低,因此相对于前两种策略而言,其风险与盈利能力最低。

本文运用沪市上市公司的1997年报数据,对上述营运资金管理策略理论进行实证。我们首先选取了两个关于资产结构和资金来源结构的比例,并根据这两个比例对样本进行聚类分析,然后对聚类后所分的组再进行盈利能力指标的方差分析,从而发现资产结构对盈利能力的影响确实是存在的。本文在实证的同时还揭示了我国目前上市公司营运资金管理的现状。

三、模型的假定与指标、样本的选择

本文模型基于以下基本假定:

1. 以流动资产比例(流动资产/总资产)反映资金结构,以流动负债比例(流动负债/总资产)反映资金来源结构,两者互不相关;
2. 用净资产收益率、净资产主营业务利润率、总资产收益率、总资产主营业务利润率来反映企业的盈利能力;
3. 不考虑行业因素对流动资产比例和流动负债比例的影响;
4. 假定利率是固定不变的;
5. 各上市公司的年报数据是真实可靠的。

本文以1998年4月31日的上证30指数中的30只样本股作为上市公司样本。其主要依据是:这30只样本股是上交所依照行业属性,流动市值规模,交易的活跃程度,公司财务状况及地区属性等原则选取的,具有广泛的代表性。对各样本选取的指标计算公式如下:

¹ 流动资产比例= 平均流动资产/平均总资产= (96期末流动资产+ 97期末流动资产)/(96期末总资产+ 97期末总资产)

^o 流动负债比例= 平均流动负债/平均总资产= (96期末流动负债+ 97期末流动负债)/(96期末总资产+ 97期末总资产)

» 净资产收益率= 税后净利/平均净资产 @100%= 97 税后净利/ [(96期末净资产+ 97期末净资产)/ 2] @100%

^¼ 净资产主营业务利润率= 97 主营业务利润/平均净资产= 97 主营业务利润/ [(96期末净资产+ 97期末净资产)/ 2] @100%

^½ 总资产收益率= 税后净利/平均总资产 @100%= 97 税后净利/ [(96期末总资产+ 97期末总资产)/ 2] @100%

^¾ 总资产主营业务利润率= 主营业务利润/平均总资产 @100%= 97 主营业务利润/ [(96期末总资产+ 97期末总资产)/ 2] @100%

其中会计数据取自上市公司1997年和1996年年报数据。在上述指标中,资产类指标均为1997年平均,因为盈利指标是1997年的期间数据,两者在时间上相匹配。我们选取了四个反映盈利能力的指标,因为它们各自具有不同的内容。净资产收益率和净资产主营业务利润率是站在股东立场上评价企业的收益能力,反映所有者最终的获利水平。总资产收益率和总资产主营业务利润率能反映企业总资产利用的综合效果,有利于评价企业管理资金的能力和效益。盈利指标分别选取了税后净利和主营业务利润,这主要是考虑到目前我国某些上市公司利润总额中非主营业务利润比重过大的现实,如申能股份(600642)1997年主营业务利润为-3629171万元,而其税后净利却高达91886197万元。确切地说,在衡量公司的盈利能力时,应当排除:¹ 证券买卖等非正常项目,^o 已经或将要停止的项目,» 重大事故或法律更改等特别项目,^¼ 会计准则和财务制度变更带来的累积影响等因素。根据股份有限公司会计制度的规定,上市公司损益表的/主营业务

利润0在/其他业务利润0,/投资收益0,/营业外收入0,/营业外支出0之前,并且抵扣了/管理费用0和/财务费用0等项目,所以上市公司的主营业务利润指标更为真实地反映了其经营能力和业绩。但是从另一方面看,在我们前述各种不同的营运资金管理策略中,由于流动负债比例不同,从而作为财务费用的负债利息有很大差异。主营业务利润已抵扣财务费用,它又是税前利润,因此未考虑到所得税对实际收入的重大影响。因此,我们认为保留用税后净利计算收益也是必要的。

另外,由于本文是针对不同企业之间进行分析,因而所有指标均选用比率指标,以尽量减少企业规模不同的影响。

四、模型的建立与实证结果

我们的模型分为两部分:聚类分析和方差分析。

(一) 聚类分析

聚类分析的基本步骤是:

1. 以流动资产比例和流动负债比例为变量建立一个二维空间,把30个样本点看作二维空间的30个点,建立原始数据矩阵:

$$X = \begin{bmatrix} X_{11} & X_{12} & X_{13} & X_{1,29} & X_{1,30} \\ X_{21} & X_{22} & X_{23} & X_{2,29} & X_{2,30} \end{bmatrix} \quad (1)$$

21 将原始数据标准化,构成标准化数据矩阵

$$X_{ij} = \frac{X_{ij} - \bar{X}_i}{S_i} \quad i = 1, 2 \quad j = 1, 2, \dots, 30 \quad (2)$$

其中 $\bar{X}_i = \frac{1}{30} \sum_{j=1}^{30} X_{ij}$

$$S_i = \sqrt{\frac{1}{29} \sum_{j=1}^{30} (X_{ji} - \bar{X}_i)^2} \quad i = 1, 2$$

31 计算距离系数矩阵

$$d_{jk} = \sqrt{\frac{1}{2} \sum_{l=1}^2 (X_{lj} - X_{lk})^2} \quad (3)$$

由所有的 $d_{jk}(j, k = 1, 2, \dots, 30)$ 可排列成实对称矩阵

$$D = \begin{bmatrix} d_{11} & d_{12} & \dots & d_{1,30} \\ d_{21} & d_{22} & \dots & d_{2,30} \\ \dots & \dots & \dots & \dots \\ d_{30,1} & d_{30,2} & \dots & d_{30,30} \end{bmatrix} \quad (4)$$

41 选出最小的 d_{jk} , 把第 j 点和第 k 点合并为其重心的一个点,权重为 2。

51 重复步骤 3 和 4, 即对合并后的 29 个点再重新计算距离系数矩阵, 选出最小的一项, 按加权平均合并为其重心的一个点, 直至最终所有的点合并为一个点, 且落在所有点的重心上。

61 将每一步骤用图表示, 可得如下聚类谱系图(图 1)。

71 根据谱系图, 我们去掉三个奇异点, 代码为 9, 27 和 15。然后把 27 个点分为三类, 并计算有关指标如下表所示。

表 1 各组比例指标的平均值

指 标	第一组平均值%	第二组平均值%	第三组平均值%	总平均值%
流动资产比例	701.23	301.52	491.44	501.70
流动负债比例	471.00	171.07	311.79	321.48

第一组的股票有 8 只: 青岛海尔, 四川长虹, 春兰股份, 中国嘉陵, 兰生股份, 陆家嘴, 珠江实业, 吉发股份;

第二组的股票有 7 只: 福建豪盛, 湖北兴化, 第一百货, 梅雁股份, 国脉通信, 申能股份, 原水股份;

第三组的股票有 12 只: 青岛啤酒, 上海石化, 华北制药, 仪征化纤, 伊利股份, 新疆众和, 杭州解百, 王府井, 大众出租, 爱建股份, 东方集团, 上柴股份。

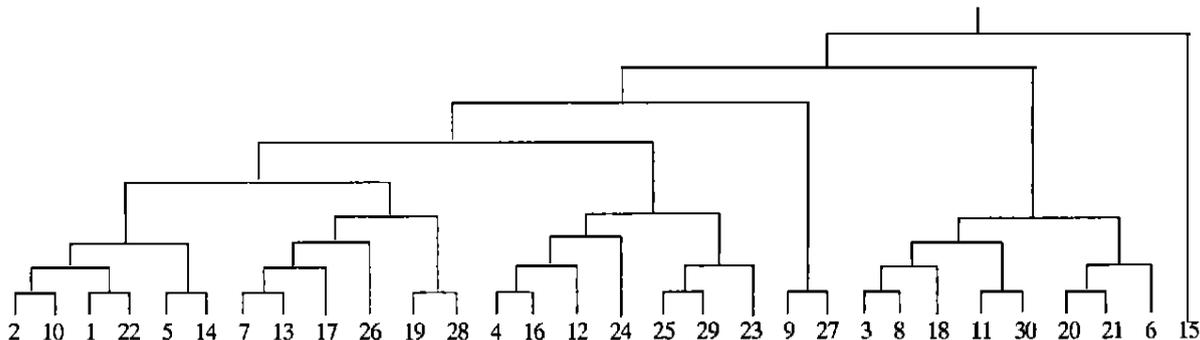


图 1 聚类谱系图

(二) 方差分析

方差分析的基本步骤是:

11 选定收益指标, 计算按聚类分组后各组收益指标的均值 \bar{x}_i 和总体均值 \bar{x} ;

21 计算组间平方和 S_B 及组内平方和 S_W 。

$$S_B = \sum_{i=1}^k \sum_{j=1}^{n_i} (\bar{x}_i - \bar{X})^2 \quad (5)$$

$$S_W = \sum_{i=1}^k \sum_{j=1}^{n_i} (\bar{x}_{ij} - \bar{x}_i)^2 \quad (6)$$

31 计算均方 $\overline{S_B} = S_B / (k - 1)$ 和 $\overline{S_W} = S_W / (N - k)$ 及

$$F = \frac{\overline{S_B}}{\overline{S_W}} \quad (7)$$

41 把其余三个收益指标按步骤 1 至 3 重复计算, 实证结果如下表所示。

表 2 各组收益指标的平均值

收 益 指 标	组 别		
	1	2	3
净资产收益率	161.10	171.29	91.38
净资产主营利润率	141.65	181.18	71.51
总资产收益率	91.96	131.59	61.89
总资产主营利润率	91.33	141.36	51.43

表 3 组间收益指标差异的 F 值

收 益 指 标	组间收益指标的 F 值		
	(1,2)	(1,3)	(2,3)
净资产收益率	21.65	11.84*	101.89
净资产主营利润率	11.33*	31.55	101.82
总资产收益率	71.74	01.37*	141.96
总资产主营利润率	41.35	41.13	131.04

注: 在显著性水平为 0.1 时, 有三个 F 值不能通过统计检验, 在表中以* 标注。

(三) 结果分析

11 从表 1 可知, 通过聚类分析分组, 第一组流动资产与流动负债比例均最高, 第二组均最低, 第三组则处于中间且接近总体平均值。根据前述营运资金管理的三种策略: 激进型策略, 流动资产比例低而流动负债比例高, 两比例相比即为流动比率低, 这类企业净营运资金最少, 短期偿债压力大, 财务风险大; 保守型策略流动资产比例大而流动负债比例低, 亦即流动比率高; 而中庸型策略则流动资产比例和流动负债比例均处于

中等, 流动比率适中。通过选取有代表性的上证 30 指数股票为样本, 我们得出的实证结果表明, 目前上市公司的流动资产比例与流动负债比例呈现出同向变动的规律, 这使各组的流动比率大体相当。第一、二、三组的流动比率分别为 115, 118 和 116, 全部样本的平均流动比率为 116。适中的流动比率说明我国上市公司的营运资金管理实际上趋于一种中庸型策略。

21 由表 2 及表 3 可知, 在流动比率都适中的前提下, 收益指标在各组出现分化。第一组即流动资产比例和流动负债比例都高的这一组, 其收益指标均值居中; 而第二组即流动资产比例和流动负债比例都低的这一组, 其收益指标均值最高; 第三组, 流动资产比例和流动负债比例均适中, 其收益指标均值最低。收益指标在各组的分化, 即组间收益指标均值的差异大部分都通过了方差分析所进行的统计检验。

31 由表 2 可知, 第二组流动负债比例较低, 为了保证资金来源, 企业会适当提高长期负债比例。但由于总体上来说长期负债相对于总负债比较小, 我们经过测算, 所有样本的长期负债总和与总负债总和比例为 1717%, 而像四川长虹(600839)和春兰股份(600854)的比例仅为 0122% 和 0136%。因此, 第二组的总负债比例较低, 利息负担最轻, 总资产收益率和总资产主营业务利润率均比第一、三组高得多。从净资产的收益能力来看, 第一组由于负债比例大, 财务杠杆效应明显, 净资产收益率和净资产主营业务利润率与第二组差别很小, 而第一、二组与第三组之间差异显著。

41 根据表 3 检验的结果, 所选的四个收益指标中, 净资产收益率、净资产主营业务利润率和总资产收益率都各有一个不能通过组间收益指标差异的统计检验, 只有总资产主营业务利润率全部通过。据此, 我们可以在一定程度上认为, 在综合考虑利息和税收两个相互影响的因素之后, 最能体现营运资金管理策略(即流动资产比例和流动负债比例)的收益指标是总资产主营业务利润率。

五、结论、启示和局限

第一、目前中国上市公司营运资金管理策略大部分属于中庸型, 流动资产比例和流动负债比例呈现出同向变动。企业的收益能力与营运资金的管理策略有很大关系, 其中最能体现策略成效的收益指标是总资产主营业务利润率。

第二、从我们的分析可知, 即使是处于第一组的青岛海尔、四川长虹和春兰股份等历来为公众认为管理比较好的公司, 其流动资产比例都普遍偏高, 平均值为 7012%。而美国近年制造业的流动资产比例约为 30%, 日本约为 50%, 德国约为 60%。相应的资本利润率分别约为 5%, 2% 和 2%。流动资产比例高致使技术改造、固定资产更新上缺乏投资, 从而影响企业的获利能力和成长性。这是企业营运资金管理策略上的问题, 即企业怎样在不同时期保持合理的流动资产和固定资产比例, 短期筹资和长期筹资的比例。总体上讲, 我国企业缺乏冒险和创新精神, 在流动资金存量管理上趋于保守。企业理财者缺乏营运资金管理艺术、策略和勇气。

第三、本文研究存在的局限主要表现在: 1、本文数据来自上海股市, 未包含深圳股市数据, 这会使本文结论带有一定局限性。2、忽略行业的差异。上证 30 指标股由不同行业组成, 其中工业 15 只, 商业 4 只, 公用事业 4 只, 地产 2 只以及综合类 5 只, 不同行业公司的资产负债结构及其盈利水平会有差异, 从而影响本文结果的可靠性。3、忽略了利率变动对营运资金管理策略的影响。从 1996 年起, 国家开始大幅度降低利率, 这将对本文结论产生一定干扰。

参考文献

1. 余绪纛. 企业理财学[M]. 辽宁人民出版社, 1995.
2. Watts, R, and J, Zimmerman, 1986, Positive Accounting Theory, Prentice- Hall, Inc.
3. R. C. Moyer, 1984, Contemporary Financial Management, West Publishing Company.
4. James C. Van Home, 1989, Fundamentals of Financial Management, Canadian 6th Edition, Prentice- Hall Canada Inc.
5. 孟凡利, 李学春. 公司营运资金管理[M]. 上海财经大学出版社, 1997.
6. 陆正飞. 上市公司资本结构主要影响因素之实证研究[J]. 会计研究, 1998. 8.
7. 王化成. 企业财务学[M]. 中国人民大学出版社, 1994.
8. 日本国际比较统计[Z]. 1993. 1995.

责任编辑 李勇林