

# 我国企业财务政策的现状及其国际比较

■ 汪平 邹颖

从历史上看,有关企业财务政策的研究主要是运用调查研究的方法。学者们通过E-mail、问卷、访谈等形式对企业财务人员尤其是首席财务官(CFO)进行调查。根据实务界人士的回答,对企业的财务政策进行整理、分类和研究,得出系统的结论。著名的“优序融资政策”(Myers和Majluf, 1984)、“稳定股利政策”(Lintner, 1956)等均是如此形成的。在没有规范的、成文的财务政策的情况下,人们只能通过对企业理财行为的了解来判断企业财务政策的特征。很明显,对企业理财行为进行分析并将其上升到惯例、规则的层面,是可以为企业财务政策的制定提供借鉴的。笔者拟结合中外学者对企业财务政策的研究成果,以国际比较的方式,对我国企业的财务政策现状进行初步分析,以期为我国企业制

定与优化财务政策提供一些启示。

## 一、资本成本估算的现状与比较

资本成本对于公司财务政策具有锚定效应,因此科学地估算资本成本是制定与优化财务政策的前提和基础。尤其是股权资本成本的估算,更是能够在一定程度上体现董事会和管理层的战略意愿,对公司财务政策具有重大影响。

在美国,大型公司通常都有较为稳定的资本成本估算值,这个数值不仅对企业内部的微观理财行为具有重要的作用,而且在企业外部的宏观经济分析中也发挥着不可或缺的作用(Lau, 2000; Rao和Stevens, 2007)。

调查数据显示,截至20世纪80年代,英美企业界估算股权资本成本

的主要方法是戈登模型(或称股利增长模型)(Brigham, 1975; Gitman和Mercurio, 1982)。而20世纪50年代到60年代,以资产定价理论与模型为核心的现代金融学获得了革命性的发展,人们对资本资产定价模型(CAPM)认可度不断提高。因此,自20世纪90年代以来,CAPM逐渐成为资本成本估算的主流方法(Petry和Sprow, 1993; Graham和Harvey, 2001; Brounen, Jong和Koekijk, 2004)。

一般情况下,企业运用各种方法来估算资本成本,然后管理者还要对该资本成本水平施加一定的影响或调整。Baker, Singleton和Veit(2011)汇总众多学者的调研后发现,现实中企业管理当局通常会每年或者不定期地对企业资本成本进行调整。

有异、材料与指定的不同、机器或设备处于非正常状态等。一般来说,生产部门管理者负责直接人工的有效使用。然而如果因机器经常出现故障导致劳动力的使用效率不高,则由维修部门负责。

4. 通过行为分析以降低发生差异的概率。

对得到的差异应进行分析并归属责任,以降低以后发生差异的机会。无论是有利差异还是不利差异,均要究其原因。如果不利差异的产生是人为因素造成的,应该追究相关主管人员的责任,令其限期改正。如果是因为企业内部制度

不合理,预算估计不够客观,应该尽快对成本控制等制度进行改进。如果公司采用信息实时系统,实际成本数据可随时搜集,标准成本也可以随时更新,那么差异同时也会降低。同时,还可将差异分析的观念应用到非财务面的数据,进一步降低成本。■

[本文是内蒙古大学创新团队《可持续发展视角下的公司财务理论与实务研究》(批准号D20113A)的研究成果]

(作者单位:内蒙古大学经济管理学院)

责任编辑 周愈博

## 参考文献:

1. Schiff M. Lewin A. Y. 1970. The impact of people on budgets. The Accounting Review, 45(1)
2. Onsi M. 1973. Factor analysis of behavioral variables affecting budgetary slack. The Accounting Review, 48(3)
3. 张朝宓, 卓毅, 董伟, 葛燕. 2004. 预算松弛行为的实验研究. 管理科学学报, 3

根据目前的研究,我国企业界并没有定期地对其资本成本水平进行估算,且对于各种资本成本的估算技术更没有分辨的需求和能力。根据李悦等人(2007)的调查研究,我国公司最常采用的股权资本估算方法是“普通股股票的历史平均收益率”(平均权重2.63,重要性63.77%)和“参考银行的贷款利率”(平均权重2.72,重要性61.54%),而公司财务理论中所推荐的并被世界各国广泛采用的标准方法——CAPM和股利贴现模型则显得不太重要,其重要性分别只有39.69%和36.72%。因此,在一个相当长的时期内,要求我国企业科学而合理地估算资本成本水平并充分发挥资本成本对财务政策的锚定效应将是一件艰苦但又必需的工作。

## 二、投资政策的现状与比较

资本投资项目绩效水平的评价原则与方法与投资政策中的核心内容之一,在某种程度上直接关系到企业财务管理的质量。在美国企业界,20世纪60年代,贴现现金流(DCF)技术尚未得到广泛认可与使用,回收期法与会计收益率法是资本投资决策的主流评价方法(Istvan, 1961; Pflomn, 1963)。进入70年代以后,内含报酬率法和净现值法逐渐受到企业界的关注(Gitman和Forrester, 1977; Gitman和Maxwell, 1987)。按照Graham和Harvey(2001)的调研,内含报酬率法(重要性75.7%)和净现值法(重要性74.09%)成为美国大公司最主要的资本预算技术,而小公司依然倾向于方法简单且易于操作的回收期法。在对英国、德国、加拿大等西方国家公司的调研中,亦得出类似的研究结论(Brounen, Jong和Koedijk, 2004; Baker, Dutta和Saadi, 2011)。

在我国,很多企业至今依然按照传统的思路与方式进行资本投资项目的决策,“产品市场销售预期”(平均权重3.36,重要性87.33%)和“产品市场竞争

态势”(平均权重3.17,重要性84.52%)成为进行投资决策时最重要的考虑因素,而“内部收益率”(平均权重2.78,重要性71.43%)和“净现值”(平均权重2.70,重要性63.09%)则显得不那么重要;而在使用DCF技术时,我国企业对于选取项目的贴现率方面缺乏清晰的认识,调查对象认为“银行贷款利率或以此为参考”(平均权重2.95,重要性76.28%)和“该项目所涉及行业的贴现率或以此为参考”(平均权重2.72,重要性66.90%)是贴现率选择的最重要依据(李悦等人,2007)。

## 三、融资政策的现状与比较

自Modigliani和Miller(1958)开拓性的研究以后,众多学者在资本结构无关论的基础上逐渐放松了理论假设,提出了众多资本结构理论。调研发现,企业的融资实践只是部分地遵循了这些资本结构理论,例如,Scott和Johnson(1982)、Kamath(1997)、Graham和Harvey(2001)等研究发现一些支持静态权衡理论(Baxter, 1967; Kraus和Litzenberger, 1973; DeAngelo和Masulis, 1980)的证据,但Kamath(1997)以及Graham和Harvey(2001)等的研究又同时支持优序融资理论。实践表明,目前的资本结构理论不能充分地解释企业资本结构决策的实务操作,相反,那些不被学术界普遍认同的经验法则却成为企业界确定资本结构的指导原则(Baker, Singleton和Veit, 2011)。

从企业的融资顺序上看,目前主要发达国家的公司融资首选的是公司的内部资金,主要的形式是税后利润的留存;其次是发行新的债券;最后是发行新的股票。这种融资顺序符合优序融资理论。依靠内部融资来满足企业新增融资需求,已经成为管理优秀的西方国家的公司在财务管理方面的一个突出特征。事实上,这种“先内后外”的融资顺序规则已经有了悠久的历史,早在19世纪晚

期和20世纪初期,法国企业中的工业投资至少有2/3来自于内部融资。在美国,企业投资总额中的大约50%~80%来自于内部融资,在个别年份里,这一比重甚至可以达到90%以上。从理财学的角度看,以内部融资为主要融资渠道的企业可以更好地稳固其财务状况,有效控制财务风险,增加经营活动和理财行为的灵活性。同时,以内部融资为公司融资的首选渠道,与公司股东、管理层试图长久地控制公司有着紧密的关系。

由于金融环境与经济发展阶段存在重大差异,我国企业界的融资行为表现出明显的国家特征,最为典型的是:主要依赖外部融资而非内部融资;上市公司则主要依赖发行股票融资;流动负债是企业负债的主体,而公司债与长期银行贷款等长期负债的使用受到诸多限制。从调研数据上看,中国上市公司52.47%的调查对象认为股权融资成本低于债务融资成本;在融资方式选择上,增发新股(平均权重2.62,重要性64.52%)是仅次于短期借款(平均权重3.06,重要性75.52%)的第二重要的融资来源;上市公司在股权融资决策中首先考虑的是尽量利用股权融资资格,而不是投资项目、资本结构是否合理等(李悦等人,2007)。这些错误的融资观念与政策直接诱导了企业的非理性融资行为。

## 四、股利政策的现状与比较

确定合理的股利支付率与股利支付额是企业股利政策的核心内容。总结西方企业界制定股利政策的历史经验,股利政策的稳定性是其必须具备的重要特征之一,Allen和Michaely(2003)指出,“政策”一词表明股利发放不是随机任意的,而是随着时间延续具有一定的一贯性。很多公司竟然在数十年的时间内,每股股利支付额保持不变。这种股利政策的稳定性吸引了很多忠诚的股东。美国企业界在股利政策的制定方面,最忌讳和尽量回避的行为就是毫无规则、毫



无预兆地调高或者调低股利支付额,这会为股票投资者留下一个极为不好的印象,以为公司的发展不稳定,前景堪忧。股利的稳定是如此的重要,以至于在美国大约89.2%的公司管理者认为,即使是解雇雇员,公司也应当维持股利的稳定,英国的这一比例则为89.3%。

已有的研究将股利支付率作为分析股利政策的重点。Lintner(1956)、Miller和Rock(1985)以及John和Lang(1991)等学者根据不同的理论,设定特定的影响因素,提供出不同的最优股利支付率(或目标股利支付率)模型,然而学术界对这些模型的检验结果却莫衷一是。企业理财实践表明,股利支付率的确定具有极强的行业特征。比如,城市公用类公司的股利支付率一般较高,甚至会超过80%;而高科技企业的股利支付率一般较低,甚至为0。这种明显的行业特征必然会影响到企业股利政策的制定。

我国当代股票市场开始运作于20世纪90年代初,历史较短,市场监管力度不够,加之我国上市公司缺乏科学的理财观念,往往视股票融资为没有资本成本或者资本成本极低的融资方式,董事会、管理高层对于相对于股东的代理责任没有明确的感知。在这种情况下,我国上市公司在股利政策问题上始终存在着如下症结:①没有明确的股利政策。没有明确的股利政策比确定实际股利支付率的高低问题要严重得多。②股

利支付率偏低。即使有的公司出于规避国家监管而向股东支付股利,股利支付率也偏低,远远不能满足股东对报酬率的要求。按照财务理论,股利是股东财富得以增加的一种重要方式,其数额的确定在某种程度上应当与股东的要求报酬率水平相协调。③股利的支付方式混杂,现金股利并非主流的股利支付方式。

## 五、营运资本政策的现状与比较

在以美国为代表的发达国家的企业理财实务中,大多数企业都有明确的营运资本政策,而且公司规模越大,实施营运资本政策的可能性就越大。根据有关资料,美国2000年非金融类公司的流动资产占全部资产的比重为33.4%,其中现金及其等价物为6.8%,应收账款为15.5%,存货为7.2%,其他流动资产为4.0%,应收账款所占的比重最高。

对比而言,我国很多企业没有明确的营运资本政策。流动资产占用过多、流动负债过多是目前营运资本投资行为、融资行为方面存在的主要问题。据统计,2000~2004年,我国普通机械制造业上市公司流动资产占企业总资产的比重较高,每年均在60%以上,并且呈现逐年上升的趋势。这在某种程度上说明我国企业的流动资产占用比重较高,过多的流动资金占用会造成一定程度的浪费,会影响企业未来现金流的创造能力,进而影

响企业的价值创造能力。而同一时期,流动负债占总资产的比重亦呈现了明显的上升趋势,资产负债率每年均超过40%,相对较高,但与非上市公司相比,又相对较低。这与我国上市公司明显的股权融资偏好和短期负债偏好是吻合的。

从现有研究来看,学者们对于财务政策制定的制约因素多有涉猎,并取得了一定的成果,比如通过调查研究,验证了融资政策制定中资本成本的重要作用。但受研究方法的局限,对于财务决策的分析尚流于表面,难以深入了解财务政策制定的内在性质,对于不同财务政策的辨析也难以上升到理论层面。因此,今后还应加强财务政策的研究,进一步推动我国企业财务理论与实践的发展。■

[本文是教育部人文社科规划基金资助项目(10YJA630146)和国家社科基金资助项目(11BGL026)的阶段性成果]

(作者单位:首都经济贸易大学会计学院)

责任编辑 周愈博

### 参考文献:

1. Myers, S. C., Majluf, N. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2)
2. John Lintner. 1956. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2)
3. Ramesh K S Rao, Eric C Stevens. 2007. A Theory of the Firm's Cost of Capital: How Debt Affects the Firm's Risk, Value, Tax Rate and the Government's Tax Claim. *World Scientific Publishing Company*
4. Brigham, Eugene F. 1975. Hurdle Rate for Screening Capital Expenditure Proposals. *Financial Management*, 4(3)