财务弹性影响因素的宏微观分析

马春爱(博士)　安慧慧

(中国石油大学工商管理学院　北京　102249)

【摘要】本文对财务弹性的影响因素从宏观和微观两个层面进行了分析。结果发现,宏观层面中,货币政策对财务弹性有一定的影响,财政政策对企业的财务弹性影响较小;而在微观层面,不同行业企业的财务弹性差异较大,企业的生命周期显著影响其财务弹性。

【关键词】财务弹性　宏观因素　微观因素

一、问题的提出

财务弹性是指企业低成本满足未来现金需求的能力。而哪些因素影响着企业财务弹性的高低,是众多学者关注的问题。Byoun(2008)提出基于企业不同发展阶段的财务弹性假设,他认为代表财务弹性的财务杠杆与企业特征之间呈现倒U形关系,小企业留存收益和营运现金流量低,财务杠杆也偏低。中等成长性企业有着中等的信用水平和营运现金流,财务杠杆较高。大型成熟企业具有较高的留存收益和营运现金流,财务杠杆处于一般水平。Billett和Garfinkel(2004)以及Gamba和Triantis(2005)的研究则表明,资本市场状况和发行债券成本是影响财务弹性的关键因素。

已有研究的局限性体现在两个方面:一是对财务弹性的计量较为粗糙,主要以资产负债率作为计量标准;二是对财务弹性的影响因素分析以单个因素分析为主,不够全面和系统。有鉴于此,本文的研究思路是:首先提出一个更全面、精细的财务弹性计量指标体系,然后从宏微观两个层面分析财务弹性的影响因素。

二、财务弹性计量

本文通过财务弹性指数计量财务弹性,财务弹性指数有两个层面:第一个层面是公司财务弹性指数(FFI),该指数反映具体公司的财务弹性水平;第二个层面是综合财务弹性指数(CFFI),该指数反映某类公司或市场整体财务弹性水平。

1. 公司财务弹性指数的计算。公司财务弹性指数计算包括两个步骤:首先,构建财务弹性测度指标体系。财务弹性高低取决于企业低成本现金流的流入能力。根据学者对中国公司的已有研究,可以将影响我国企业低成本现金流入能力的因素归纳为:现金流基本来源、现金流潜在来源和融资成本。以此为基础,本文对财务弹性测度指标体系进行设计(详见下表)。

其次,确定不同层次指标权重。本文对于一级指标采用层次分析法,对于二级指标层采用变异系数法。

财务弹性测度指标体系

目标	来源	一级指标	二级指标	计算公式	指标性质	弹性类型
财务弹性	现金流基本来源	现金储量	现金持有量	(现金+交易性金融资产)/平均总资产	正	资产配置性弹性
	现金流潜在来源	再融资能力	积累性权益融资能力	经营活动现金净流量增量/平均总资产	正	积累性弹性
			未使用举债能力	1-资产负债率	正	资本结构配置性弹性
			投入性权益融资能力	根据最近3个会计年度加权平均ROE,分别赋值1、0.6、0.3和0	正	投入性弹性
	融资成本	融资环境	安全程度	Z分值	正	约束性弹性

在一级指标权重的确定过程中,构造的判断矩阵为:

$$A=\begin{bmatrix} 1 & 1 & 5 \\ 1 & 1 & 7 \\ 1/5 & 1/7 & 1 \end{bmatrix}$$

计算得出:$W_j=(0.435\,3, 0.486\,9, 0.077\,8)^T$,最大的特征根$\lambda max=3.01$,判断矩阵的一致性指标$CI=(\lambda max-3)/(3-1)=0.006<0.10$,说明判断矩阵具有较好的一致性。

2. 综合财务弹性指数计算。由于资本市场上的公司数量很多,要考察某类公司的综合财务弹性水平,需要在对单个公司财务弹性指数的基础上,建立一个面向所有公司的综合评价模型。本文提出的综合财务弹性指数计算公式为:

$$CFFI=\sum_{i=1}^{n} FFI_i W_i$$

其中:FFI_i为i个公司财务弹性指数;W_i为第i公司的资产份额权重,$W_i=A_i/\sum_{i=1}^{n} A_i$;$A_i$为第i公司的平均总资产。

三、财务弹性不同层面的影响因素分析

本研究选取在2007年以来在上海证券交易所和深圳证券交易所上市的公司作为研究对象,剔除以下样本:①金融保

险类上市公司;② ST类上市公司;③ 数据缺失的上市公司。获得有效样本数为1200家,数据期间为2007~2011年(2007后我国上市公司开始实施新会计准则)。数据来自CCER数据库。

1. 宏观因素。宏观层面,本文主要分析货币政策和财政政策对财务弹性的影响。

(1)财政政策。财政政策是国家干涉和调整经济的基础手法之一,形成影响企业财务弹性的另一重要宏观因素。考虑到数据的可测度性,本文利用指标"企业收到的税收返还/营业收入"反映上市公司受财政政策的影响程度。选取2011年的财务数据,根据收到的税收返还情况将1 200家上市企业分为428家没有税收返还的企业,386家税收返还不显著企业和386家税返显著企业,分别取其中位数进行比较,结果见图1。由图1可以发现,税收返还比例越大,企业的财务弹性越高,但税收返还的大幅提高并不能使企业财务弹性有显著提升,财政政策对企业的财务弹性有影响但很较弱。

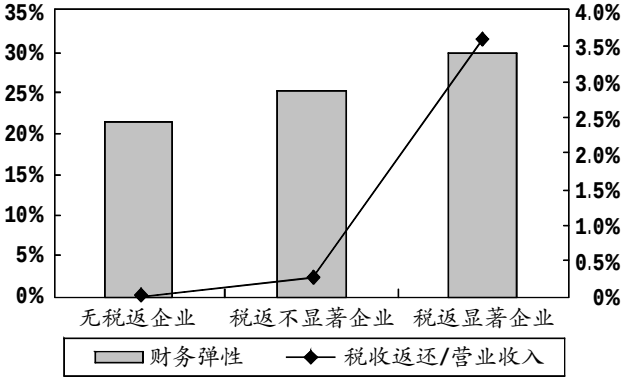

图 1 财政政策对企业财务弹性的影响

(2)货币政策。货币政策是中央银行为了实现特定的经济目标而采用的控制和调节货币供应量的措施方针总称。货币政策宽松,企业的融资活动成本就低。考虑到可操作性,本文利用M2反映货币政策的宽松度。分别对2007~2011年的M2计算年度平均值,对1 200家上市公司分年度计算综合财务弹性CFFI,然后进行比较分析,结果见图2。

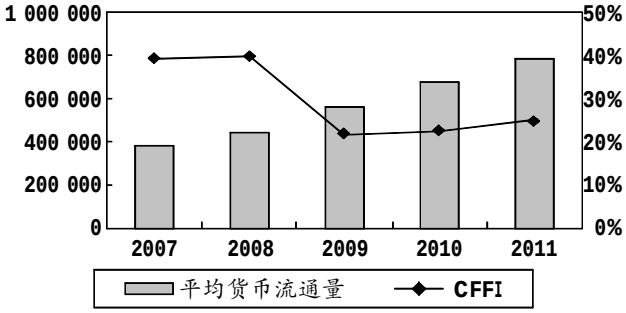

图 2 货币政策对企业财务弹性的影响

由图2看出虽然2008年至2009年货币供应量在增加,但由于金融危机爆发,上市公司的财务弹性还是急剧下降,这是因为货币政策只会影响财务弹性来源中的部分因素,但巨大的危机冲击使得企业获利能力明显下降,财务弹性随着企业整体财务状况的恶化而骤降。然而,我们可以看到剔除2008年至2009年这段异常时期,其他期间财务弹性随着货币供应量的增加而提高,尤其2009年至2011年,随着经济回暖,上市公司的财务弹性也在逐渐改善。

2. 微观因素。微观层面,主要分析行业因素、生命周期对财务弹性的影响。

(1)行业因素。本文对1 200家上市企业的分类采用中国证券监督管理委员会发布的上市公司行业分类指引(CSRC行业分类)标准,分别用不同字母代码表示各个行业:A 农、林、牧、渔业;B 采掘业;C 制造业;D 电力、煤气及水的生产和供应业;E 建筑业;F 交通运输、仓储业;G 信息技术业;H 批发和零售贸易;I 金融、保险业(本研究中剔除该行业);J 房地产业;K 社会服务业;L 传播与文化产业;M 综合类。应用综合财务弹性指数分别计算出12个行业2007~2011年的综合财务弹性,具体见图3。

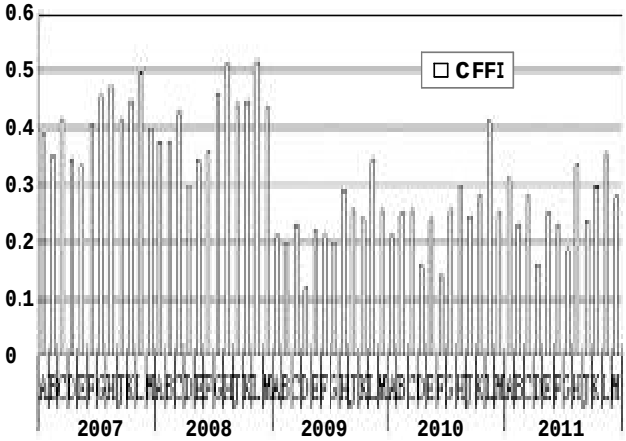

图 3 不同行业的企业财务弹性

由图3发现由于2008年末爆发的金融危机,各个行业财务状况受到很大影响,财务弹性均下跌明显,且回暖速度较慢;不同行业的财务弹性存在差异,其中财务弹性较高的行业包括:信息技术业(G)、批发和零售贸易(H)和传播与文化产业(L),这类企业风险较高,需要较高的财务弹性保证其财务状况的安全性;财务弹性较低的行业是电力、煤气及水的生产和供应业(D),这类企业多为垄断企业,风险低,盈利能力稳定,不需要高财务弹性。

(2)企业生命周期。企业生命周期是指企业从刚开始的大量投入期到成长期,然后成熟直至衰退的全过程,企业不同时期的财务弹性不同,本文对企业生命周期的划分采取如下方式:根据自由现金流增长率、总资产增长率、营业利润率和税后利润增长率,对其分别赋值10%(现金流对企业生命周期的反应程度相对较弱)、30%、30%及30%,得出一个能反映企业发展情况的综合比率,根据综合比率的高低将1 200家上市公司划分为四个时期,每个时期各300家上市公司。不同生命周期下公司的财务弹性分布情况见图4。

真实盈余管理影响因素研究述评

张东旭　江新峰

（安徽财经大学会计学院　安徽蚌埠　233030）

【摘要】本文通过对真实盈余管理影响因素的国内外文献的梳理，将真实盈余管理影响因素按照制度层面、企业层面以及个人层面进行分类。研究发现，目前真实盈余管理研究广度与应计盈余管理相比依然存在较大差距，现有研究在变量控制以及研究设计中存在一定的瑕疵，这是未来研究应改进的地方。

【关键词】盈余管理　管理者　监管

由于普遍存在的制度诱因、薪酬契约、债务契约和政治成本问题，上市公司具有强烈的盈余管理动机，通过应计盈余管理和真实盈余管理进行盈余操控。但是随着资本市场监管的加强、公司治理的完善以及投资者的“用脚投票”，这都大大加大了管理层的应计盈余管理的成本，转而采用更为隐蔽的真实盈余管理手段。现有的实证研究文献也证实了企业确实存在大量的真实盈余管理行为，且其对企业的长期业绩产生着十分重要的影响。

一、真实盈余管理影响因素的文献综述

影响真实盈余管理的因素主要有以下几个方面：

1. 制度因素。

（1）监管制度对于企业真实盈余管理活动的影响。不同国家都针对上市公司制定了严格的监管制度，以防止上市公司的利润操控行为。虽然这些严格的管制行为大大提高了上市公司的信息透明度，减少了投资者与管理者之间的信息不对称程度，保证了投资者的利益，但是这也在一定程度上催生了管理者的盈余管理行为。管理者通过调节利润以使其达到监管者的最低要求，满足其自身的公开发行上市、股权再融资以及保牌等利益诉求。李增福等（2011）以1996～2004年的A股上市公司为研究样本，研究发现上市公司为实现股权再融资而

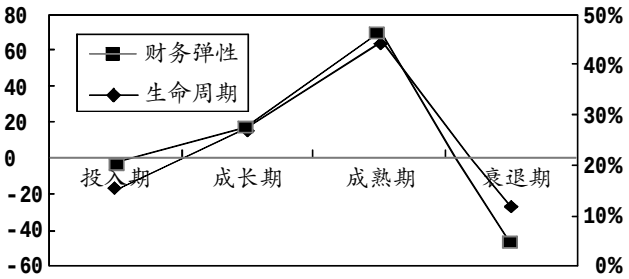

图 4　生命周期对企业财务弹性的影响

由图4可以看出，企业财务弹性和生命周期具有显著的相关性。在投入期，企业没有股利支付和资信评级，盈利能力差，经营现金流低，财务弹性低；企业进入成长阶段后开始从运营中获得正的现金流量，自由现金流的增长和实际盈利能力提高为企业提供了比投入阶段高的财务弹性；成熟期的企业盈利水平稳定，现金流转顺畅，再融资成本低，财务弹性达到一个最高点；企业进入衰退阶段后，财务状况趋于恶化，这就使得企业盈利能力下降，应收账款和坏账损失增加，自由现金流减少，企业筹资能力下降，财务弹性急剧下降。

四、结论与不足

综合上述分析可得出以下结论：宏观政策对企业的财务弹性影响相对较小，其中，货币政策对财务弹性有一定影响，而财政政策对其影响较小；微观因素对企业的财务弹性影响显著，各个行业的财务弹性差异明显，企业的财务弹性随着企业生命周期有显著变动。

由于国内外对于构造财务弹性指标体系的相关文献很少，本文对财务弹性的计量是一个探索性研究，该思路的合理性和有效性有待实践检验。在选取影响因素方面，本文只是分析了宏观和微观层面的几项关键因素，且分析方法主要是统计比较，不够全面和精准，有待以后在研究中进一步拓展和深入。

【注】本文系国家自然科学基金“财务弹性影响公司价值的路径研究”（项目编号：71202118）的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. 马春爱.企业财务弹性指数的构建及实证分析.系统工程，2010；10

2. 葛家澍，占美松.企业财务报告分析必须着重关注的几个财务信息——流动性、财务适应性、预期现金净流入、盈利能力和市场风险.会计研究，2008；5

3. 王旭.企业生命周期与债权人治理的阻尼效应.中南财经政法大学学报，2013；1