经济下行周期时企业财务政策的选择*

——基于宝钢与武钢的比较

北京工商大学国有资产管理协同创新中心　　张文海　　王峰娟

【摘　要】钢铁行业属于周期性行业，受经济下滑影响颇大。我国钢铁行业2011年进入“寒冬”，2012年经历最为严峻的一年，钢铁企业普遍微利甚至亏损。在2011—2012年下行周期时，作为我国两家特大型钢铁企业，宝钢与武钢的财务政策有很大的差异。通过对宝钢与武钢财务政策的案例研究，发现宝钢明显地表现为顺周期财务政策，武钢明显地表现为逆周期财务政策。文章通过案例分析，对企业顺周期与逆周期财务政策特点进行了比较分析。

【关键词】经济周期；　财务政策；　顺周期；　逆周期

中图分类号：F275　　文献标识码：A　　文章编号：1004-5937(2014)22-0047-05

一、引言

钢铁行业属于周期性行业，受经济波动影响较大。我国2008年刺激经济的“四万亿”投向市场，使钢铁行业受金融危机影响往后推迟了约三年，期间反而刺激了投资导致钢铁产能严重过剩。2011年开始，在有效需求不足的情况下，我国钢铁行业步入寒冬，钢铁企业普遍微利甚至亏损。2012年更是我国钢铁行业最为严峻的一年，据工信部统计，2012年钢铁行业销售利润率仅为0.04%。

在经济下行周期时，企业经营状况整体不佳，但也呈现出不同的特点，企业财务政策的选择也不会千篇一律。2012年武钢“养猪”计划和宝钢“股票回购”吸引了众人的眼球，并引起了广泛的讨论。宝钢和武钢作为我国两家特大型钢铁企业，在经济下行周期时财务政策的选择有很大的差异。宝钢明显地表现为“顺周期”财务政策，而武钢则明显地表现为“逆周期”财务政策。本文通过比较经济下行周期时企业顺周期和逆周期财务政策的选择，有助于宏观经济周期与微观企业财务政策互动与结合的研究；同时，分析比较这两家企业不同财务政策的选择，将对经济下行周期时我国企业财务政策的选择有一定的参考意义。

二、经济周期与企业财务政策理论

经济周期指经济运行中周期性且不定期出现的经济扩张与经济紧缩交替更迭、循环往复的一种现象。企业财务资源的配置和利用是通过财务政策的选择和安排来实现的。财务政策的目标是配合企业总体战略和经营政策，调整财务行为，提高财务管理效率，以实现企业价值最大化。财务政策的表现形式是一套自主灵活的财务策略，具有较强的选择性。

(一) 相关文献回顾

经济周期是影响企业财务政策选择的重要考虑因素，具体表现为对企业资本结构、股利分配、营运资本和投资政策的影响。

1.经济周期与资本结构

Korajczyk and Levy (2003) 是研究宏观经济因素如何影响公司资本结构的第一篇文献，他们运用经济学的直觉和推理，分别建立起权衡理论和最优融资顺序理论框架下宏观经济周期与市场信用风险影响公司融资选择的假设。Levy and Hennessy (2007) 建立起一个关于公司投融资的可计算一般均衡模型 (CGE)，发现宏观经济与资本结构之间的关系取决于公司的财务状况。宏观经济上行时，如果公司的资金充足，其财务杠杆将下降；但如果公司的资金紧缺，那么其财务杠杆将上升。Bhamra et al. (2008) 发现，宏观经济因素的时变性导致公司资本结构具有很强的路径依赖性，而且财务杠杆与宏观信用风险密切相关。苏冬蔚和曾海舰 (2009) 从三方面分析宏观经济因素影响公司资本结构的内在机制：经济周期影响公司的现金流和经营风险；信贷风险和信贷配给直接影响公司的借贷行为；股市表现可能影响公司的融资决策。

* 本文是国家社科基金项目(11BGL022、12BGL031)、教育部新世纪优秀人才支持计划项目(NCET-11-0890)、教育部人文社科项目(11YJA630186)、北京教委人文社科面上项目(SM201010011008)和国有资产管理协同创新中心项目的阶段性研究成果。

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

2.经济周期与股利分配

经济周期影响股利分配的文献较少且主要集中在现金股利政策。Jensen (1976) 研究发现,公司的成长机会与现金股利的支付水平呈现负的相关关系。针对这一特征,Fama and French (2001) 提出了股利政策的生命周期解释。宋福铁和屈文洲 (2010) 通过实证分析得出,我国上市公司是否支付现金股利的行为符合企业生命周期理论,且盈利性好、成长性低、规模较大的公司支付现金股利的概率较大。

3.经济周期与营运资本

经济周期影响营运资本的文献主要集中在现金管理方面。Opler et al. (1999) 研究发现,在经济上行时期,公司现金持有量一般较少;而当经济步入衰退期,公司为应对外部宏观冲击的不利影响,会增加现金持有量。Baum et al. (2004) 分析了宏观经济不确定性对企业现金持有预防性动机的影响。江龙和刘笑松 (2011) 实证表明,相对于经济繁荣时期,公司在经济衰退时期具有更高的现金持有水平,并且民营公司的现金持有量显著高于国有公司。应惟伟 (2008) 通过实证分析发现,我国经济不景气的 1998—2001 年阶段,企业为了保持一定水平的固定资产投资,大幅度减少营运资本,即通过调整营运资本水平来使固定资产投资平滑化。

4.经济周期与投资政策

Myers and Majluf (1984) 首先从理论上提出了投资支出与企业的自由现金流量具有相关性的预期,随后,Fazzari,Hubbard and petersen (1988) 通过经验数据验证了企业投资行为与企业自由现金流之间具有相关关系。应惟伟 (2008) 按经济周期不同阶段进行分组,初步分析了不同宏观经济环境对企业投资决策的影响。郭建强和王冬梅 (2008) 指出,企业投资的实现需要两个维度的宏观环境:一个是宏观的投资机会环境,另一个是宏观融资环境。陈艳 (2012) 通过实证分析得出,企业投资机会和新增投资支出与经济危机具有显著负相关关系。

(二) 顺周期与逆周期财务政策

宏观经济运行过程中会交替出现扩张与收缩、繁荣与萧条、高涨与衰退现象,表现为有一定规律的经济周期。随着全球化的发展,企业与外界大环境联动性加强,企业财务政策已从被动走向主动。企业财务政策的无作为,通常不能实现财务管理的目标。因此,可将置身于经济周期中的企业财务政策选择分为两大类:顺周期与逆周期财务政策。

将金融领域或国家财政政策的顺周期思想引入企业层面的财务政策,即为顺周期财务政策。经济的周期性波动要求企业顺应经济周期的过程和阶段,通过制定和选择具有弹性的财务政策,来抵御大起大落的企业震荡,以减少它对财务活动所造成的影响,特别是减少经济周期的波动对财务活动的抑制的负效应。赵德武 (2001) 认为在经济衰退阶段,应停止扩张,出售多余的厂房设备,削减存货,减少雇员,保持市场份额,压缩管理费用,放弃次要的财务利益。赵子华 (2007) 认为在萧条期市场需求减少,可能给上市公司造成大量产品库存,企业现金流不畅,并且难以找到新的可行性投资项目,促使企业采取紧缩的财务政策。

陆正华和陈娟娟等 (2011) 将逆周期政策的思想引入财务管理,与财务策略结合在一起,形成了逆周期财务策略。在低谷时期,由于产品价格大幅下降,导致行业内公司普遍陷入财务困境,现金流短缺,资产被贱卖,产生了并购套利机会。低价收购的资产在行业高峰期将释放出巨大的盈利能力和潜在的市场价值,并在长期来看将降低生产成本。他们以万通地产为例分析了逆经济周期下房地产公司财务策略。陆正华、钟婉怡等 (2011) 以银座股份为例分析了逆经济周期下的财务扩张策略。汤谷良和赵玉涛 (2009) 以紫金矿业高调抄底和中石油启动巨额融资为例,分析反周期投资战略的理性动机集中在"低成本"扩张。

三、宝钢与武钢的案例分析:顺周期与逆周期财务政策

在钢铁行业 2011 年步入寒冬,经历最为严峻的 2012 年,宝钢明显地表现为顺周期财务政策,而武钢则明显地表现为逆周期财务政策。图 1 是 2011—2012 年下行周期中,宝钢与武钢具体财务政策框架的比较,可发现具体财务政策之间也具有联动性。

(一) 资本结构比较

1.宝钢股份回购

2012 年 8 月 28 日公告显示,8 月 27 日宝钢召开了公司第五届董事会第二次会议,为维护广大股东利益,增强投资者信心,维护公司股价,考虑公司的财务状况,公司拟以不超过每股 5 元的价格回购公司股票,回购总金额最高不超过人民币 50 亿元。截至 2013 年 5 月 2 日,宝钢股份回购占公司原总股本的比例约为 4.6%,支付总金额约为 38.5 亿元 (含佣金)。

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

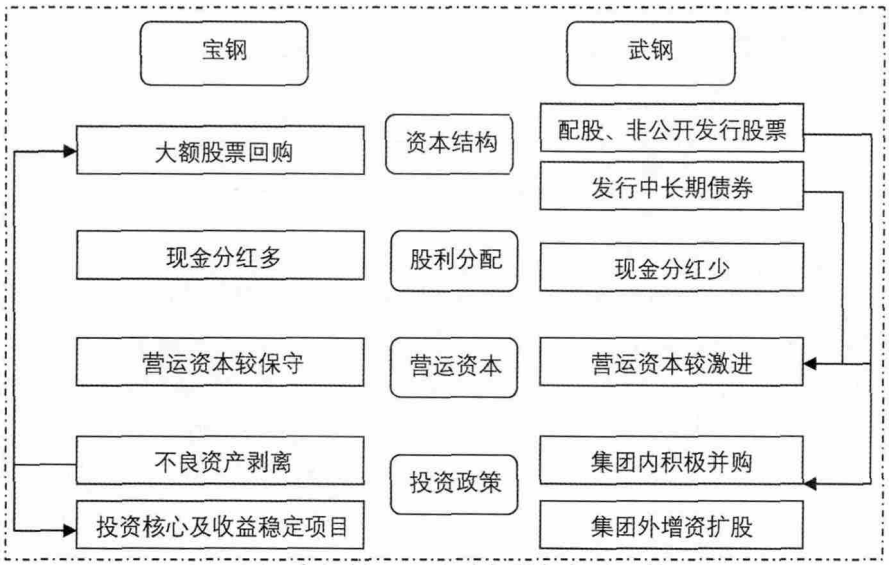


图 1　宝钢与武钢具体财务政策框架的比较

2.武钢配股、非公开发行股票及发债筹资

武钢以 2011 年 3 月 25 日收市后股本总数为基数，按照每 10 股配 3 股的比例配售 A 股，发行募集资金总额超过 83 亿元（含发行费用）。2012 年 3 月，武钢发行面值 72 亿元、期限为 3 年的公司债券（"11 武钢债"），发行募集的资金，拟用于偿还公司债务（2012 年 3 月到期的 07 武钢债 75 亿元）、优化公司债务结构和补充流动资金。2012 年 11 月 23 日召开的董事会审议通过非公开发行股票方案，向包括公司控股股东武汉钢铁（集团）公司在内的不超过十名特定对象，非公开发行 A 股股票不超过 42 亿股，募集资金总额不超过 150 亿元。

由表 1 可看出，武钢的资产负债率整体高出宝钢许多，其主要通过负债融资，财务风险明显高于宝钢，表现得更为激进。经济下行周期的 2011—2012 年，宝钢的资产负债率进一步下降，而武钢的资产负债率有所上升。比较两个企业的长期资本负债率，发现在经济下行周期的 2011—2012 年，两者都大幅下降，说明宝钢和武钢都采取了大量短期负债进行融资。进一步分析两者的长短期负债比，较少采用长期负债融资的倾向更加明显，这主要是因为作为国企融资约束很小。

表 1　宝钢与武钢资本结构比较

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
资产负债率				
宝钢	0.4968	0.4847	0.5090	0.4526
武钢	0.6270	0.6294	0.6130	0.6277
行业平均	0.6394	0.6376	0.6440	0.6603
长期资本负债率				
宝钢	0.2240	0.2208	0.1421	0.1120
武钢	0.2830	0.2364	0.0531	0.1796
长短期负债比				
宝钢	0.4129	0.4311	0.1901	0.1799
武钢	0.3069	0.2230	0.0367	0.1621

注：武钢 2011 年长期资本负债率和长短期负债比很低，主要是因为 75 亿元"11 武钢债"2012 年将到期，所以 2011 年转入一年内到期的非流动负债。

（二）股利分配政策比较（表 2）

由表 2 可看出，宝钢一直保持着较高的股利支付水平，在经济下行周期的 2011—2012 年，依然有很高的现金分红，2012 年还进行了股份回购。武钢的股利支付水平，远低于宝钢，在经济下行周期的 2011—2012 年，现金分红更是大幅下降。

表 2　宝钢与武钢现金分红比较　　单位：元 /10 股

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
宝钢	2	3	3	2.45
武钢	1	1	0.5	0.1

注：根据《上海证券交易所上市公司现金分红指引》，上市公司当年实施股票回购所支付的现金视同现金红利，由于宝钢 2012 年进行了股票回购，表中宝钢 2012 年现金分红预案通过换算求得。（1 916 525 868.00+2 278 400 000.00）/17 122 048 088=0.245（元 / 股）。

（三）营运资本政策比较

由表 3 可看出，宝钢和武钢的流动比率都小于 1，且低于行业平均水平，武钢更是低于 0.5，可见两者都倾向于长期资本筹资来满足部分流动资产，武钢表现得更为激进。在 2011—2012 年下行周期中，两者的流动比率都有所提高（武钢 2012 年配股募集

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

表 3　宝钢与武钢营运资本指标比较

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
流动比率				
宝钢	0.7447	0.9411	0.8017	0.8438
武钢	0.3367	0.4322	0.4321	0.4887
行业平均	0.9770	0.9740	0.9910	0.9080
流动资产 / 收入比				
宝钢	0.3551	0.3407	0.3561	0.3630
武钢	0.2205	0.2245	0.2430	0.2846
现金 / 资产比				
宝钢	0.0276	0.0426	0.0622	0.0412
武钢	0.0421	0.0295	0.0185	0.0163

资金净额与资产收购价格合计数的差额用于补充本公司流动资金，从而提升了流动比率）。比较两者的流动资产 / 收入比，宝钢明显高于武钢，说明宝钢流动资产投资的相对规模大于武钢。在 2011—2012 年下行周期中，两者的流动资产 / 收入比都有所提升，武钢上升得更快，两者的差距缩小，说明武钢的流动资产投资增长幅度加快。比较两者的现金 / 资产比，宝钢也明显高于武钢，说明宝钢的现金持有水平更高。在 2011—2012 下行周期中，武钢的现金持有水平进一步下降，与宝钢的差距也进一步拉大。

（四）投资政策比较

1.宝钢剥离不良资产，投资核心业务及具有稳定预期收益项目

宝钢向其控股股东（宝钢集团）及其全资子公司上海宝钢不锈钢公司和宝钢特钢公司售出不锈钢和特钢业务，以专注于最具竞争力的碳钢业务，巩固并强化碳钢板材在国内市场的主导地位，提升了公司 2012 年业绩表现（在不考虑相关税费的情况下，本次资产出售获得的收益 95.8 亿元）。宝钢已将现阶段经营现金流亏损较大的罗泾区域暂停生产，以避免其经营亏损进一步扩大。鉴于 COREX 炼铁工艺在上海地区不具备竞争力的实际情况，公司拟向宝钢集团整体转让 COREX 资产。本次整体转让 COREX 资产，公司将一次性获得现金 2 731 126 672.18 元。

为进一步巩固和强化宝钢在优质碳钢扁平材领域的领先地位，建设湛江钢铁基地项目。经初步预测，现有方案先期建设的工程项目静态投资约 400 亿元，预计收益接近宝钢股份上海总部的水平，内部收益率约为 9%。为巩固宝钢在国家重大项目中的地位，进一步加强上下游战略合作关系，拓展管线钢市场，宝钢计划参股“西三线”管道项目（中石油集团计划建设西气东输三线工程）。根据本项目股权合资可行性研究报告，“西三线”管线项目总投资预计 1 160 亿元，合资公司税后财务收益率为 8%。

2.武钢积极投资并购，延伸公司产业链

武钢 2011 年配股所募集的资金将向武钢集团收购部分主业相关资产：武钢集团持有的 77.60%鄂钢公司股权 ;武钢集团持有的粉末冶金 100%股权；武钢集团与冶金渣利用相关的经营性资产和负债 ;武钢集团科研类实物资产。2012 年通过非公开发行股票募集资金收购武钢集团矿业资源板块中下属武钢矿业 100%股权、武钢国际资源 100%股权、武钢巴西 90%股权及武钢国贸下属武钢（澳洲）100%股权。为进一步加强对上游煤炭资源的影响力，保障本公司煤炭资源采购渠道。2012 年武钢以自有资金 6 亿元向中国平煤神马集团进行增资扩股，武钢控股子公司鄂钢与中国平煤神马集团共同投资组建新公司，双方各占股权比例为 50%。合资公司成立后与鄂钢签订资产收购协议，收购焦化剩余实物资产和在建工程。通过积极投资并购，武钢进一步提高了一体化程度。

由表 4 可看出，宝钢长期股权投资 / 总资产比显著高于武钢，说明宝钢的股权投资更为活跃。在 2011—2012 年下行周期中，两者都增加了股权投资，但具体分析宝钢长期股权投资大幅增加的原因（宝钢 2012 年公司完成股权投资项目 106.5 亿元，较上年增加 84.9 亿元，增幅 393%，主要为宝钢参股中石油“西三线”项目首期出资 48.0 亿元，以及支付湛江钢铁股权收购款 49.8 亿元），发现主要是宝钢剥离不良资产后，投资公司核心业务和具有稳定收益的项目。分析固定资产及在建工程 / 总资产比，可以发现武钢明显高于宝钢，且在 2011—2012 年下行周期中，武钢固定资产占比下降幅度很小，宝钢下降的幅度较大，说明宝钢的固定资产投资支出显著减少。分析无形资产及开发

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

表 4　宝钢与武钢投资指标比较

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
长期股权投资 / 总资产				
宝钢	0.2092	0.2051	0.1947	0.4254
武钢	0.0477	0.0402	0.0389	0.0489
(固定资产 + 在建工程) / 总资产				
宝钢	0.6424	0.5901	0.5697	0.4171
武钢	0.7876	0.7162	0.6980	0.6730
(无形资产 + 开发支出) / 总资产				
宝钢	0.0390	0.0377	0.0352	0.0287
武钢	0.0006	0.0045	0.0043	0.0097

表 5　顺周期与逆周期财务政策总结

	宝钢顺周期财务政策	武钢逆周期财务政策
资本结构	资产负债率低且进一步下降； 进行大额股票回购	资产负债率高且进一步上升； 发债、配股及非公开发行股票
股利分配	现金分红多	现金分红少
营运资本	流动比率接近行业平均水平； 流动资产投资相对规模增长较慢； 现金持有水平较高	流动比率远低于行业平均水平； 流动资产投资相对规模增长较快； 现金持有水平低且进一步下降
投资政策	不良资产剥离； 投资核心业务及稳定收益项目	集团内积极资产并购； 集团外增资扩股

支出 / 总资产比，可以发现，宝钢的无形资产研发支出显著高于武钢，说明宝钢更为重视研发的价值创造。在 2011—2012 年下行周期中，宝钢的无形资产占比在下降，而武钢迅速上升，说明武钢 2012 年逆市增加了研发支出。

四、结语

在 2011—2012 年经济下行周期时，宝钢明显表现为顺周期财务政策，武钢明显表现为逆周期财务政策，表 5 总结了两者的特点。在宏观经济形势大致相同的情况下，两者的财务政策如此大的差异，是多种动因综合作用下的结果，比如，公司总体战略、经营策略、控股股东、管理层风险偏好等。笔者认为两种财务政策没有绝对的优劣，评价应该基于公司的战略以及公司的经营、财务状况，只有符合公司战略、依据公司经营、财务状况作出的财务政策才是适合的。

宝钢与武钢作为我国特大型钢铁企业，在经济下行周期时采取的财务政策具有很大的差异。如果进一步分析其动因，可能是受公司总体战略、控股股东、管理层风险偏好等影响，但本文没有深究其原因。另外，考虑到财务政策结果的效益，可能需要更长的周期才能显现，本文没有衡量两种财务政策的效果。●

【主要参考文献】

[1] Korajczyk R A, Levy A. Capital structure choice:macroeconomic conditions and financial constraints [J]. Journal of Financial Economics, 2003, 68 (1): 75-109.

[2] Fama E F, French K R. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? [J]. Journal of Financial economics, 2001, 60(1): 3-43.

[3] Opler T, Pinkowitz L, Stulz R, et al. The determinants and implications of corporate cash holdings [J]. Journal of Financial Economics, 1999, 52 (1): 3-46.

[4] 苏冬蔚，曾海舰.宏观经济因素与公司资本结构变动[J].经济研究，2009(12)：52-65.

[5] 宋福铁，屈文洲.基于企业生命周期理论的现金股利分配实证研究 [J]. 中国工业经济，2010(2)：140-149.

[6] 江龙，刘笑松.经济周期波动与上市公司现金持有行为研究[J].会计研究，2011(9)：40-46.

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net