

# 企业财务柔性管理策略实证分析

——以双汇发展和雨润食品为例

闫本宗

(郑州升达经贸管理学院会计系, 郑州 451191)

**【摘要】** 由于不确定的和高度动态的竞争环境,财务柔性管理受到了人们越来越多的关注。在分析企业储备财务柔性的内在要求和财务柔性的概念基础上,文章以双汇发展和雨润食品为例,实证分析其财务柔性管理策略,得出以下研究结论:财务柔性管理水平越高,企业绩效就越好,企业就可以在预防危机的同时抓住发展机遇。

**【关键词】** 财务柔性; 财务管理; 实证分析; 双汇发展; 雨润食品

## 一、引言

在财务管理中,风险可以定义为“预期结果的不确定性”。预期结果的不确定性有两个相反的方面:损失和收益。财务柔性管理是企业掌控和化解风险的方法之一,也是其中最直接和有效的方法。

1. 企业储备财务柔性的内在要求。无论是经济动荡的危机时期还是经济稳定发展的平稳阶段,经营环境的不确定性都是现代经济社会的重要特征。在不确定的和高度动态的竞争环境中,企业超额利润不再源自专门化

的惯例,而是来自企业的柔性化能力,高绩效表现的企业必须具备极强的柔性化能力。柔性管理在财务上就表现为财务柔性,有学者曾经对CFO做过问卷调查,结果表明“保持公司财务柔性是公司制定财务政策时首要考虑的因素”。由于现实中资本市场的不完善和不确定性事件时有发生,企业的筹资、投资和分配等财务活动经常受到冲击,财务柔性的价值就凸显出来,企业往往需要保持一定的举债能力、现金持有量和良好的股利分配习惯来保障经营活动的正常运行和把握有利的投资机会。

獐子岛未来的主要建设者,他们有着对獐子岛不离不弃的情感和生存生活的依赖,因此獐子岛一股独大、地域股东控股的股权结构将持续稳定。

由于控制股东与公司的根本利益趋向一致,可以考虑以调整董事会结构的方式弥补内部人控制的缺陷。比如在已有4位财经背景独立董事的设计中,再多设4位科学家背景的独立董事和4位养殖专家独立董事,以增加决策中科学和技术的作用因素,平衡企业家类型的内部董事“与天豪赌”冒险激进的冲动,抑制“内部人”利益与公司利益可能发生的偏离。因为獐子岛从事的深海底播创新业务,代表着生产力水平,需要强大的基础科学以及应用技术的支持,尽管獐子岛用于这方面的研究费用也非常可观,但是“技术顾问”与独立董事的职责有着天壤之别。科学技术类的董事可能不精通企业管理,正如财经类的董事可能不精通科学技术,各位董事在对非专业的议案行使表决权时,可以弃权,也可以先评估与己职责相同的专业董事的意见后,再自行判断,进而表达独立意见,这种设计很可能比向职责不对等的“顾问”咨询得出的意见更可靠和理性。

獐子岛属渔业类公司,生产方式及生产关系基本还

是粗放型,比如不能给每个苗种打上身份码,不能给每个苗床坐标定位,不能将苗数计量精确到只和克;工作场所做不到监控全覆盖;不能实现所有流程都进ERP。由于从1998年起地区其他海岛都选择了将渔业产权承包或转让,先为集体所有制后为上市公司制的獐子岛实际处于私营生产关系的包围之中,经营效率极高的各类“私”制主体,无时无刻不虎视眈眈地盯着“公”司的交易或投机机会。在这种粗放型生产经营环境中,天然存在很大的规章疏漏、有章不循、腐败舞弊的控制风险。近十年来,很多行业的上市公司完成了精细化管理的变革,受自然条件、科学技术、经济约束、渔业文化等固有限制,獐子岛落后了。而只有实现管理精细化、海洋牧场数字化,才是治理其经营内部控制缺陷的根本。10亿元扇贝夭殇,终于加速了獐子岛进步的节奏,獐子岛已对市场做出承诺,快速拟定了专项《底播虾夷扇贝存货管理制度》,并将加强内部控制体系建设上升为长期战略。

## 主要参考文献

高明华等.公司治理学[M].北京:中国经济出版社,2009.

贺欣.内部控制有效性与财务报告可靠性研究[M].武汉:武汉大学出版社,2007.

2. 财务柔性的概念。财务柔性的研究可以追溯到20世纪30年代的大危机时期,近些年作为财务领域的研究话题,受到理论界和实务界越来越多的重视。关于财务柔性的概念,国内外很多学者和研究机构(协会)从不同的角度和侧重点做出过解释。随着时间的变化和研究的深入,财务柔性的含义也不断完善,之前财务柔性强调的是对动态变化环境的反应和预防,目前在强调预防属性的同时,也加入了对有利投资机会的主动把握和利用。本文认为,财务柔性是有效化解和掌控财务风险的一种综合能力,可以从以下三个方面来理解:①不确定性是企业面临的一种常态,因而财务柔性管理是一个不断调整的过程,应主动适应环境动态变化;②预期结果有两个截然不同的方面,这要求企业不仅要懂得储备财务柔性预防损失,更要会运用财务柔性获取竞争优势;③财务柔性要发挥作用,必须优化配置财务资源,从财务资源角度看,财务柔性包括现金柔性、负债柔性和权益柔性。

国内外有关财务柔性研究的内容和方法很多,本文从分析企业储备财务柔性的内在要求和财务柔性的概念入手,以双汇发展和雨润食品为例,实证分析其财务柔性管理策略,期望在两个方面有所收获:①财务柔性理论之于个体企业是否具有价值;②给其他企业,特别是同类企业提供经验数据。

## 二、理论分析及假设提出

财务柔性包括现金柔性、负债柔性和权益柔性三个方面。在企业资产中,货币资金和现金等价物具有较好的流动性,能够有效满足企业预防性和投机性需求,通过储备现金进行财务柔性管理是企业经常采用的一种策略。通过控制企业财务杠杆的高低也可以进行财务柔性管理,财务杠杆越低,说明企业的举债能力越强,财务柔性水平就越高。企业的股利分配政策也会影响到财务柔性水平,支付股利一方面降低了柔性储备,另一方面企业也获得了股权再融资资格。企业获得财务柔性是需要花费成本的,现金柔性牺牲了企业资产收益和增加了代理成本,负债柔性降低了企业杠杆收益,但财务柔性可以降低企业交易成本,在面对不确定性冲击时具有更强的资金掌控能力,从而降低不利事件的影响,当然也有助于企业抓住更多的投资机会进而提升企业价值。支付现金能有效地降低代理成本和获得股权再融资资格,同时将会增加交易成本。实际上,对于财务柔性水平较高的企业而言,并不会因为发放现金股利而导致高成本的外部融资或者投资不足等问题,后文中,双汇发展的实证分析也验证了这一点。总之,财务柔性管理能够给企业带来价值,其最终目的也是企业价值最大化。

因此,本文提出假设(H):财务柔性管理水平越高,企业绩效就越好。

下面说明财务柔性和企业绩效(价值)的计量方法。

1. 财务柔性的计量。财务柔性相关计量公式如下:

现金柔性=企业现金比率-行业现金比率

负债柔性=Max(0,行业平均资产负债率-企业资产负债率)

权益柔性=企业股利支付率-行业股利支付率

财务柔性=现金柔性+负债柔性+权益柔性

其中:现金比率=(货币资金+交易性金融资产)/总资产;资产负债率=总负债/总资产;股利支付率=现金股利/净利润。

2. 企业绩效的计量。企业绩效包括财务绩效和管理绩效,本文中的企业绩效主要指财务绩效。财务绩效评价一般通过企业一定期间的盈利能力、资产质量、债务风险和经营增长四个方面的指标来进行,评价指标比较多。在此,本文选用净资产收益率和每股收益来衡量企业的财务绩效。其中:净资产收益率=净利润/净资产;每股收益=净利润/普通股股数。

## 三、财务柔性管理策略实证研究

食品行业与居民生活息息相关,温饱问题解决以后,食品消费总量增速将同人口总量增速趋同。随着收入的持续增长和消费水平的提高,肉制品的需求量也将出现一个由不断增加到趋于稳定的过程,企业之间的竞争不断加剧,不确定性因素越来越多。民以食为天,肉制品行业受市场影响比较大,居民健康生活离不开精加工和高质量的肉制品。肉制品企业财务柔性管理水平提高了,才有更多的资金用于产品升级,其提供的产品质量也更有保证,从而给居民健康生活锦上添花。

### (一)样本的选取

双汇发展和雨润食品是两家比较重要的肉制品企业,均为上市公司,有较充分的数据用于分析,因此,本文选取双汇发展和雨润食品为研究样本。下文以双汇发展、雨润食品及整个食品行业2009~2013年的财务数据为研究对象,对它们的财务柔性管理策略进行分析。

### (二)样本数据来源

本文所有用于分析的源数据均来源于Wind资讯,双汇发展和雨润食品财务数据来源于Wind资讯个股的“深度资料”,食品行业的分类采用的是Wind资讯“行业中心”中的食品行业。为了使行业数据更可靠,在计算行业现金股利支付率时,扣除了当年利润为负的企业。

### (三)分析方法

主要是借助Excel工具,采用统计分析方法,计算现金比率、资产负债率和股利支付率,在年报资料中寻找相关数据,从而进行企业财务柔性管理策略分析,进而来检验财务柔性管理水平与企业绩效的关系。

### (四)实证数据与分析

由于本文实证数据主要用于企业与行业之间及企业之间的比较,所以柔性指标并没有计算出具体数值,这并

不影响实证分析,而且这样更有助于理解和分析。

1. 现金柔性分析。2009~2013年,现金柔性分析的数据表如表1所示,其中平均值为五年的算术平均值。从表1中可以看到:①双汇发展现金比率平均值为**28.90%**,远大于行业平均值**18.78%**,而雨润食品平均值为**18.04%**,略低于行业平均值;②行业现金比率和企业现金比率在**2010年**都是五年中最高的,**2011年**次之;③双汇发展连续五年的现金比率高于行业水平和雨润食品,雨润食品现金比率在**2013年**和**2012年**低于行业平均值。这说明,连续五年中双汇发展的现金储备水平比较高,现金柔性比较大;而雨润食品最近两年现金储备水平较低,如**2013年**的现金比率仅为**9.20%**,远低于行业平均水平,现金柔性降低。

表1 现金比率数据表

项目	2013年	2012年	2011年	2010年	2009年	平均值
食品行业 现金比率(%)	16.87	19.56	20.03	20.74	16.69	18.78
双汇发展 现金比率(%)	19.48	24.41	32.06	35.34	33.24	28.90
雨润食品 现金比率(%)	9.20	10.98	20.25	30.08	19.70	18.04

2. 负债柔性分析。负债柔性分析数据可以参看表2的资产负债率数据表,从中可以得出:①从五年平均值看,双汇发展比雨润食品资产负债率稍低,它们都远低于行业平均值;②从五年趋势看,行业值比较稳定,双汇发展最近两年资产负债率比较低(**2013年**仅为**24.02%**),而雨润食品**2010年**资产负债率比较低,其他年份比较稳定;③连续五年中,双汇发展和雨润食品资产负债率均低于行业水平。这说明,双汇发展和雨润食品负债柔性比较接近(最近两年双汇发展柔性更大),均比行业平均水平要大。

表2 资产负债率数据表

项目	2013年	2012年	2011年	2010年	2009年	平均值
食品行业 资产负债率(%)	48.92	51.43	50.91	50.18	52.99	50.89
双汇发展 资产负债率(%)	24.02	24.80	44.69	35.78	35.39	32.94
雨润食品 资产负债率(%)	40.57	39.38	36.53	28.87	35.06	34.08

3. 权益柔性分析。权益柔性分析数据见表3的现金股利支付率数据表,从表中可以看出:①从五年平均值看,双汇发展远高于行业现金股利支付率均值,而雨润食品又远低于行业水平。②从趋势上看,现金股利支付率行业水平逐年递增;双汇发展在**2011年**现金股利支付率比较低,仅为**24.98%**,但在**2013年**现金股利支付率高达**82.70%**;雨润食品由于**2012年**亏损,导致在**2012年**和**2013年**没有支付现金股利。这说明,双汇发展具有较好的权益柔性,而雨润食品权益柔性较差,这也许与双汇发展是A股而雨

润食品是港股有关,且雨润食品在**2012年**发生了亏损。在我国A股市场,证监会要求股权再融资企业最近三年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的**30%**。

表3 现金股利支付率数据表

项目	2013年	2012年	2011年	2010年	2009年	平均值
食品行业 股利支付率(%)	56.57	48.89	30.94	28.26	29.54	38.84
双汇发展 股利支付率(%)	82.70	51.48	24.98	26.14	66.54	50.37
雨润食品 股利支付率(%)	-	-	22.45	25.81	28.04	25.43

4. 企业绩效分析。净资产收益率和每股收益数据资料见表4,表中数据为加权平均净资产收益率和基本每股收益。从表中可以看出:①净资产收益率,双汇发展五年平均值为**28.48%**,远高于行业平均值**11.27%**和雨润食品的**11.66%**,雨润食品略高于行业平均值;②每股收益,双汇发展五年平均值为**1.80**,远高于行业平均值**0.28**和雨润食品的**0.67**,雨润食品比行业平均值高出许多;③净资产收益率和每股收益,从连续五年数据看,双汇发展都远高于行业水平和雨润食品,雨润食品**2009~2011年**情况还比较好,而**2012~2013年**有些差(**2012年**亏损)。这说明,双汇发展企业绩效比较好,远高于行业平均水平和雨润食品;雨润食品受**2012年**亏损影响,近两年指标比较差,从五年平均值看,企业绩效略好于行业平均。

表4 净资产收益率和每股收益数据表

项目	2013年	2012年	2011年	2010年	2009年	平均值	
食品行业	净资产 收益率(%)	10.69	9.98	11.94	12.60	11.13	11.27
	每股收益(元)	0.31	0.28	0.32	0.30	0.21	0.28
双汇发展	净资产 收益率(%)	30.44	27.93	14.86	34.23	34.96	28.48
	每股收益(元)	1.75	2.62	1.21	1.91	1.50	1.80
雨润食品	净资产 收益率(%)	0.28	-3.38	11.78	23.92	25.70	11.66
	每股收益(元)	0.02	-0.33	0.99	1.56	1.09	0.67

### (五)实证结果总体分析

企业的柔性管理策略,从稳定发展时期储备财务柔性到不确定性事件发生释放财务柔性,是一个综合的管理过程,良好的财务柔性管理策略才能发挥柔性财务的价值。以上文统计结果为主要数据,结合企业年度报告资料和当时的市场环境,对实证结果的总体分析如下:

1. 统计结果整体分析。从企业绩效看,表4显示,无论是**2009~2013年**逐年数据还是五年平均数据,双汇发展绩效明显好于行业平均水平和雨润食品。因为**2012年**企业亏损和**2013年**企业微利,导致雨润食品近两年企业绩

效很差,而其五年平均数据略好于行业平均水平。

根据上文分析数据,用五年平均值计算绘制如表5所示的财务柔性数据表。从财务柔性看,双汇发展财务柔性为**39.60**、雨润食品为**2.66**,双汇发展财务柔性储备明显好于雨润食品,二者柔性水平均好于行业平均水平。有些专家认为,因为我国股权再融资受到证监会的严格管制,因而分析时很少考虑权益柔性。即便如此,扣除权益柔性后,双汇发展财务柔性为**28.07**,雨润食品为**16.07**,双汇发展明显好于雨润食品,且它们均好于行业平均水平。

表5 财务柔性数据表

项目	现金柔性	负债柔性	权益柔性	财务柔性
双汇发展	<b>10.12</b>	<b>17.95</b>	<b>11.53</b>	<b>39.60</b>
雨润食品	<b>-0.74</b>	<b>16.81</b>	<b>-13.41</b>	<b>2.66</b>

从实证结果看,数据资料很好地验证了“财务柔性管理水平越高,企业绩效就越好”这一假设。同时本文认为,随着证券市场的不断完善,股权再融资虽然监管严格,但只要提前筹划好,企业融资时间和金额还是可控的。因而,权益柔性应作为财务柔性分析的一个重要方面。权益柔性好,则说明企业收放自如的财务柔性管理水平。以双汇发展为例,现金股利的支付水平明显高于行业平均,在释放了现金储备的同时,财务柔性(包括现金柔性)也保持了较高的水平。双汇发展出色的财务柔性管理水平,赢得了卖猪肉“最会赚钱”的美誉,也让投资者获得了实实在在的好处。

2. 企业财务柔性管理策略分析。通过前文的理论分析我们知道,财务柔性是为了适应财务环境和处理系统不确定性而设置的,是化解危机、应对风险的策略之一。下面以2011年“瘦肉精”事件为不确定事件,来分析一下双汇发展和雨润食品财务柔性管理策略。

(1)“瘦肉精”事件及影响。2011年3月15日,央视新闻频道“3.15”特别节目曝光双汇收购瘦肉精猪肉,随后河北、山东等地陆续出现“瘦肉精”事件。到2011年9月,雨润食品部分公司产品也被检查出含有瘦肉精残留。“瘦肉精”事件作为2011年重大社会事件之一,发生后国家质检总局开始进行全国性的调查。“瘦肉精”事件引起了社会的广泛关注,双汇和雨润肉制品都面临消费者质疑,市场销量急速下滑,品牌遭受到前所未有的信誉危机。“祸兮福之所倚”,“瘦肉精”危机事件也必将引起肉制品行业的一次洗牌,如果以该事件为契机,加强内部控制、提升精细化管理水平,在危机中脱颖而出,不但能化险为夷,而且可借此打响品牌,对企业来说则是一个难得的发展机遇。

(2)企业财务柔性管理。截至目前,“瘦肉精”事件已经被人们淡忘了,双汇发展和雨润食品双双渡过了危机,发展良好,没有像“三鹿奶粉”一样一蹶不振。其中原因是多方面的,但与其财务柔性都好于行业水平不无关系。通

过前文的实证数据我们知道,双汇发展的财务柔性明显好于雨润食品,“瘦肉精”事件对两家企业的冲击结果也不太一样。

在“瘦肉精”事件发生的2011年,双汇发展为了预防事件的持续发展对现金的需求,现金柔性变化不大,现金比从2010年的**35.34%**下降为**32.06%**,释放了少量现金柔性,但现金的绝对持有量是增加的;资产负债率(**44.69%**)明显高于其他年份,比如短期借款从2010年的**0**元增加到**7**个多亿,长期借款也增加了将近**4 000**万元,股利支付率(**24.98%**)也是五年中最低的,这说明为了筹集渡过危机所需资金,负债柔性和权益柔性在2011年释放了很多。所以,企业才有资金支付当年“高昂”的销售费用。为了恢复市场销售,企业加大广告宣传和促销力度,且商超费用增加,企业销售费用比2010年增加了**19 074.56**万元。财务柔性的释放,为企业进行停产整顿、加强监督和控制、提高企业管理水平和降低经营风险提供了资金保障。在经营好转的2012年,现金用于了加强内部控制和投资;企业资产负债率为**24.80%**,明显下降;股利支付率为**51.48%**,明显增加。这说明,企业又开始储备财务柔性了。双汇发展出色的财务柔性管理水平,给企业发展储备了充足的资金,在企业从行业“龙头”迈向“巨头”过程中,财务柔性管理功不可没。

在“瘦肉精”事件和成本不断攀升双重压力下,雨润食品受到了重创,2011年微利,2012年亏损,2013年微利,虽然也采取了与双汇发展相同的措施,但情况远不如双汇发展。究其原因有多方面的,但财务柔性管理水平的差别不容忽视。随着事件影响的弱化及企业品牌力的恢复,雨润经历了两年的低迷期后,2014年已经恢复了正常。

#### 四、研究结论

财务柔性管理源于不确定性和高度动态的竞争环境,是应对风险和抓住机遇的一种能力。财务柔性一般分为现金柔性、负债柔性和权益柔性,其通过不断地调整和优化配置财务资源,在预防损失的同时抓住机遇,为企业获取竞争优势。本文行文之初有两个期望:财务柔性理论之于个体企业是否具有价值;给其他企业,特别是同类企业提供经验数据。此时,这两个期望都得到了实现。实证结果验证了“财务柔性管理水平越高,企业绩效就越好”,双汇发展优秀的财务柔性管理水平很值得其他企业的学习和借鉴。同时,财务柔性水平高的企业在面对危机时,通过适当释放财务柔性,加之出色的管理,可以变“危险”为“机遇”,从而变“被动”为“主动”,在同类企业中脱颖而出。

#### 主要参考文献

赵华,张鼎祖.企业财务柔性的本原属性研究[J].会计研究,2010(6).

刘明旭,向显湖.不确定环境下的财务柔性理论及其本质[J].改革与战略,2014(4).