

分类号 \_\_\_\_\_  
U D C \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_  
编号 10741 \_\_\_\_\_

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 基于因子分析法的哈药股份财务弹性研究

研究生姓名: 张丽萍

指导教师姓名、职称: 雒京华 教授 王家斌 正高级会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

提交日期: 2023年6月19日

## 独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名：张丽萍 签字日期：2023.6.12

导师签名：雒永华 签字日期：2023.6.15

导师(校外)签名：王宇斌 签字日期：2023.6.16

## 关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名：张丽萍 签字日期：2023.6.12

导师签名：雒永华 签字日期：2023.6.15

导师(校外)签名：王宇斌 签字日期：2023.6.16

# **Research on the Financial Elasticity of Harbin Pharmaceutical Co., Ltd. Based on Factor Analysis**

**Candidate: Zhang Liping**

**Supervisor: Luo Jinghua**

**Wang Jiabin**

## 摘 要

企业应对外部环境的变化可以从多个方面入手，但财务弹性是不容忽视的重要手段。当前环境下，医药行业面临着多种不确定性，究其原因：市场竞争激烈、政策管控严格、行业增速缓慢。所以，合理储备财务弹性是企业规避风险，准确把握最佳投资时机的必要条件。哈药股份作为国内首家上市的医药制造业企业，面对行业政策的不断变化以及新冠疫情等因素的不利影响，如何使企业获得可持续发展，就成了企业必须要首先处理的问题。因此，为了应对环境带来的不确定性，储备适当的财务弹性是企业的不二选择。

本文将理论与实际相结合，采用案例研究的方法，选取哈药股份作为研究对象，以不确定性理论、优序融资理论以及动态能力理论为理论基础，获取2016-2021年的财务数据，探究哈药股份财务弹性储备情况。首先，阅读并整理分析全国内外有关财务弹性的文献；其次，从对哈药股份财务状况的分析中，得出案例公司可能面对的风险；最后，先通过单一指标分析哈药股份财务弹性现状，再引入因子分析法剖析解读影响企业财务弹性的关键指标。结果表明研究期内哈药股份财务弹性先逐渐增大后变小，波动较大。在此基础上，针对哈药股份财务弹性中存在的问题，从改善现金持有情况、降低财务杠杆、拓宽融资渠道、调整股利分配政策等方面，提出了相应的优化对策，以期为相关部门更好地指导医药企业的良性发展，同时也为企业如何运用财务弹性来应对经营风险提供了现实指导。

**关键词：**财务弹性 因子分析法 哈药股份

## Abstract

Financial risk resistance is an indispensable choice for corporations to proactively adapt their business to the exterior environment and proactively respond to the adverse effects of environmental changes. In more years the drug business has been slowing down, policies have become stricter and market competition has intensified. It increases the increasing risks associated with an uncertain business environment. As the first listed pharmaceutical manufacturing company in China, the issue of how to achieve sustainable development in the face of changing industry policies and the adverse impact of the new epidemic has become the first issue that companies must deal with. Therefore, It is imperative to maintain appropriate budgetary resiliency to deal to the adverse effects due to the changing context.

This paper combines theory and practice, adopts a case study approach, selects HaPharma Corporation as the research object, and financial data for 2016-2021 were obtained to explore the financial inelasticity level of the corporation according to the theory of indeterminacy, optimal ordering financing theory, and the theory of dynamic ability. Firstly, the current situation of financial elasticity research at home and abroad was sorted out; secondly, the risks that the case company might face were derived by analyzing the current business situation of HaPharma; finally, the current situation of HaPharma's

financial elasticity was analyzed by a single indicator first, and then factor analysis was introduced to analyze and interpret the key indicators affecting the financial elasticity of the enterprise. The results show that the financial elasticity of Harbin Pharmaceutical Company gradually increases and then decreases during the study period, with large fluctuations. On this basis, the corresponding optimization measures are proposed in terms of improving cash holdings, reducing financial leverage, broadening financing channels, and adjusting dividend distribution policies to address the problems in financial elasticity of Harbin Pharmaceutical Company, with a view to providing better guidance to relevant departments for the sound development of pharmaceutical enterprises, and also providing realistic guidance on how enterprises can use financial elasticity to cope with business risks.

**Keywords:** Pharmaceutical manufacturing; Financial flexibility; Factor analysis

# 目 录

<b>1 绪论</b>	<b>1</b>
1.1 研究背景与研究意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 研究内容与研究方法	2
1.2.1 研究内容	2
1.2.2 研究方法	5
<b>2 文献综述与理论基础</b>	<b>6</b>
2.1 文献综述	6
2.1.1 财务弹性的概念	6
2.1.2 财务弹性的来源	7
2.1.3 财务弹性的分析角度	9
2.1.4 财务弹性的度量	10
2.1.5 文献述评	12
2.2 理论基础	13
2.2.1 不确定性理论	13
2.2.2 优序融资理论	14
2.2.3 动态能力理论	14
2.3 企业经营与财务弹性分析必要性	15
2.3.1 经营绩效与财务弹性	15
2.3.2 融资约束与财务弹性	16
2.3.3 投资行为与财务弹性	16
<b>3 哈药股份财务现状分析</b>	<b>18</b>
3.1 公司简介	18
3.2 财务现状分析	18
3.2.1 资产与负债	19
3.2.2 营业收入、成本与净利润	19

3.2.3 偿债能力与获利能力.....	21
3.3 可能面对的风险 .....	23
3.4 哈药股份财务现状的分析结果 .....	24
<b>4 哈药股份财务弹性分析 .....</b>	<b>25</b>
4.1 哈药股份财务弹性的指标分析 .....	25
4.1.1 现金持有情况分析.....	25
4.1.2 负债融资能力分析.....	26
4.1.3 权益融资能力分析.....	28
4.2 基于因子分析法的财务弹性分析 .....	29
4.2.1 因子分析法概述.....	29
4.2.2 数据来源.....	32
4.2.3 指标选取与说明.....	32
4.2.4 财务弹性的因子分析.....	33
4.3 财务弹性的分析结果 .....	38
<b>5 哈药股份财务弹性存在问题与改进建议 .....</b>	<b>40</b>
5.1 存在问题 .....	40
5.1.1 现金持有不足.....	40
5.1.2 再融资能力较弱.....	41
5.1.3 权益融资难度较大.....	42
5.2 改进建议 .....	43
5.2.1 增加现金持有 .....	43
5.2.2 降低财务杠杆 .....	44
5.2.3 拓宽融资渠道 .....	45
5.2.4 调整股利分配政策.....	45
<b>6 研究结论与展望 .....</b>	<b>47</b>
6.1 研究结论 .....	47
6.2 展望 .....	48
<b>参考文献 .....</b>	<b>49</b>

**致谢** ..... **54**

# 1 绪论

## 1.1 研究背景与研究意义

### 1.1.1 研究背景

进入 21 世纪，伴随着经济全球一体化程度的深化，企业所面对的商业环境愈来愈错综复杂，市场竞争也愈演愈烈，各类风险和不确定因素越来越多，而投资机遇也是转瞬即逝。在这样复杂的环境中，企业未来的发展受到了一定程度的限制。特别是在 2008 年的国际金融风暴中，许多国家的经济都遭受了严重的打击，很多公司都受到了很大影响。一些学者认为，在这次的经济危机中，很多公司因为缺少资金灵活性而逐渐退出了市场。然而，也不排除有些企业因为其财务弹性足够而成功渡过了危机，他们还抓住危机所带来的机会，收购破产企业，增加市场份额，提高市场地位。在当前的经济大背景下，各种机遇层出不穷，新兴行业的崛起给企业带来了许多的投资机会，但是很多企业在面对更好的投资机会时，因为缺乏足够的资金，他们只能放弃，从而失去了获利的可能性。通过对这个问题的反思，我们意识到：拥有一个良好的财务弹性，可以让公司在面临各种不确定的商业环境时，可以对非预料的发展和负面的影响做出灵活反应。

制药行业事关国家和人民的生计。改革开放后，老百姓生活条件提高的同时，老龄化问题也不容忽视。因此，我国对医疗卫生健康的需要也在持续增长，与此同时，医药产业也引起了社会各界和国家的高度重视，其在国民经济中所占有的地位也变得日益突出。因此，对制药公司而言，如何增强其应对不确定性的能力和把握好投资机遇是非常关键的。而保持财务弹性有利于调整资本结构、在一定程度上减小风险，提高应对突发事件并抓住投资机会的能力。

哈药股份是一家以生产化工、中药、生物制剂、保健品、制药等为主全产业链覆盖的大型传统制药公司，并且是一家颇具影响力的企业，具有一定代表性和研究意义，但目前少有文献对其财务弹性进行研究。在医改政策和新冠疫情的背景下，分析哈药股份财务弹性情况，可以为该企业的财务弹性提出建议，提高应对风险和把握投资机会的能力。

## 1.1.2 研究意义

财务弹性的观点很早就提出了，但一直不被重视。直到金融危机爆发后，国内外越来越多的学者把研究视角集中到这一新兴课题上。目前看来，财务弹性仍是财务管理领域的新内容，还需要人们进行更多的拓展和更深层次的研究。本文的研究意义有以下两个方面：

### （1）理论意义

国内学者对于财务弹性的研究相较于国外而言起步较晚。并且目前大多数研究仅将财务弹性当作一个纽带，分析它与其他经济活动的相关性，如财务弹性与融资、投资、企业价值等方面的实证研究，但系统研究财务弹性本身的则较少。更少有针对性地去研究一个企业的财务弹性。而本文以单个企业为出发点，分析其在面临种种外部环境不确定下的财务弹性，希望能够对财务弹性的研究提供一些新思路。

### （2）现实意义

首先，财务弹性本身对于企业来说具有不可忽视的作用，如风险防范、提高企业价值以及协调企业投融资。相对于国外成熟的金融体系，我国目前仍处在一个不完善的资本市场中，在这种错综复杂的金融环境中，需要公司具有很高的柔性化能力，以应付各种突发情况。所以，本文的研究可以帮助公司合理储备财务弹性和更好地配置资源。其次，本文总结和运用以往学者们对财务弹性的测定方法，运用因子分析法来综合评价哈药股份财务弹性，能够在一定程度上帮助医药行业的其他公司，借鉴相关方法可以计算自身的财务弹性水平，便于公司发现自己是否在财务弹性方面存在储备不足或过剩的问题。

## 1.2 研究内容与研究方法

### 1.2.1 研究内容

本文总共有六个章节，具体内容分布如下所示：

第一章为绪论。本章节主要对论文的写作背景、理论意义和现实意义、文章主要内容以及所使用的研究方法相关情况进行介绍。

第二章是文献综述与理论基础。先通过梳理国内外学者有关财务弹性的相关研究，包括财务弹性的来源、概念、评价角度以及评价方法；其次，介绍财务弹性相关

理论，主要包括不确定性理论、优序融资理论和动态能力理论；最后，从企业经营的角度分析研究财务弹性的必要性。

第三章为哈药股份财务现状分析。包括哈药股份基本情况以及财务现状的分析介绍。

第四章为因子分析法的应用。首先从现金持有、负债融资能力以及权益融资能力三个方面进行单指标分析对哈药股份财务弹性状况进行整体把握；其次建立财务弹性指标体系，运用因子分析法对案例公司的财务弹性进行综合评价；最后，对评价结果进行总结分析。

第五章为哈药股份财务弹性存在问题及改进建议。从第三、四章的具体分析中，发现哈药股份财务弹性存在问题，并提出相关的优化建议。

第六章为研究结论与展望。得出主要的研究结论，并指出今后关于财务弹性进一步的探讨的方向。

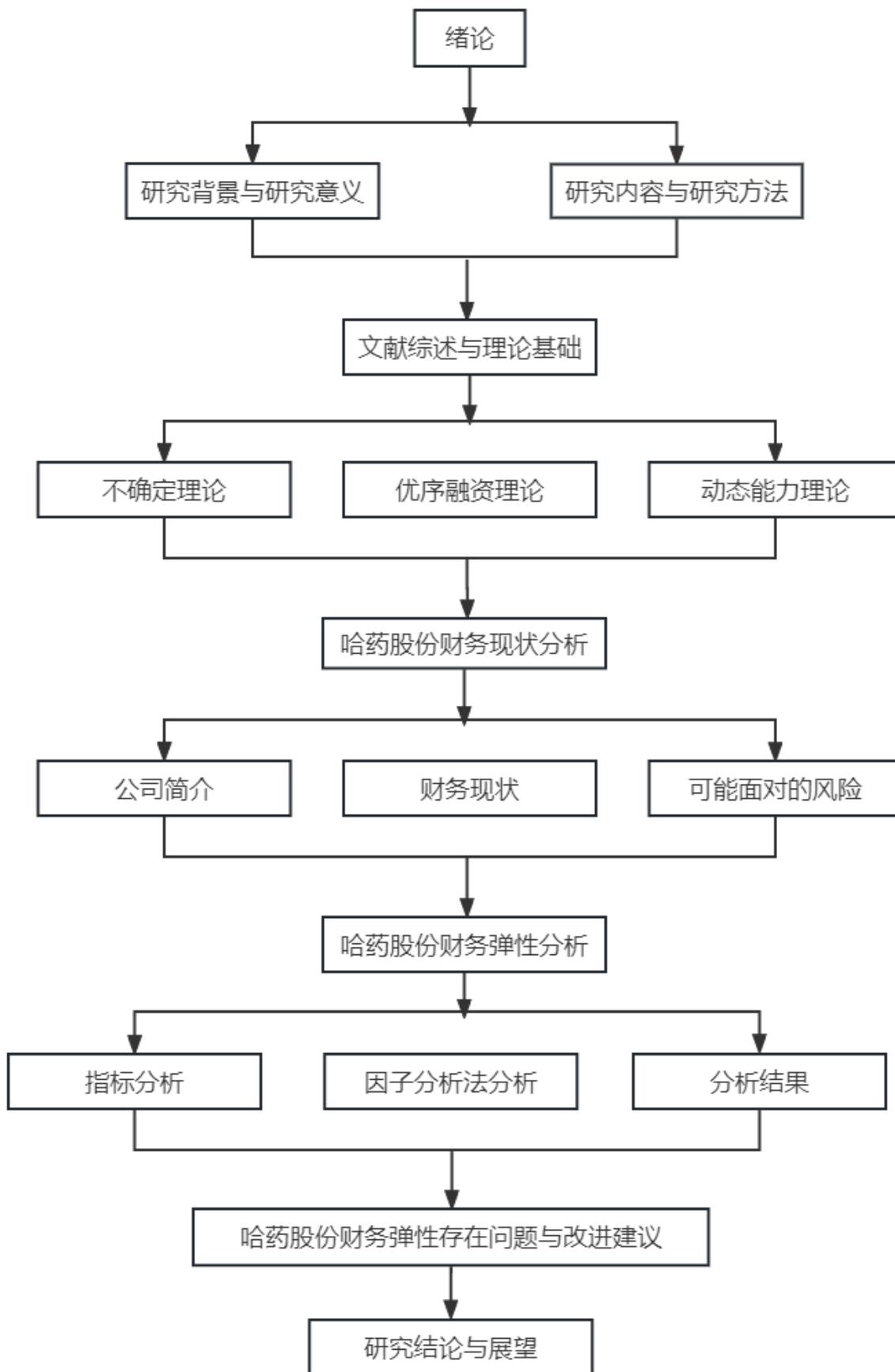


图 1.1 论文框架图

## 1.2.2 研究方法

本文的研究方法主要为案例研究法。本文选取哈药股份为案例公司，运用因子分析法对其财务弹性进行综合评价，找到影响财务弹性的关键性因素，并提出针对性意见。在进行个案分析前，本文首先收集并梳理了与国内外有关的文献，对财务弹性的研究状况有比较完整的认识，为后续的研究提供理论支撑和方法参考。

## 2 文献综述与理论基础

### 2.1 文献综述

这一部分将对与财务弹性有关的研究从以下四个角度进行整理：分别是财务弹性的概念、来源、评价角度、评价方法，总结现有的研究成果，为之后的研究奠定基础。

#### 2.1.1 财务弹性的概念

财务弹性的概念最早来源于 1984 年 Myers 和 Majluf 提出的财务松弛理论。在此基础上，从财务松弛的角度出发，提出了财务弹性这一新的概念。虽然对财务弹性已经进行了很长的研究，但到目前为止，财务弹性的定义还没有形成一致的结论。

早中期的国外学者对于财务弹性概念的研究大多从其预防属性出发，后期才考虑了其利用特性。Heath（1978）认为财务弹性是一种公司以最快的速度解决现金入不敷支问题的能力。美国会计准则委员会在 1984 年，在 Heath 定义的基础上，对财务弹性的概念给出了定义，即“企业可以通过有效的财务措施，来调整现金流的数量，从而对各种突发情况做出反应，并把握住机遇的能力。”这一概念将财务弹性界定为公司应对不确定因素的一种能力。在这一基础上，之后许多学者从融资方式的视角来界定财务弹性。例如，Gilson 和 Warner（1997）等人将财务弹性定义为公司以最低成本获得经营所需资金的能力。Graham、Harvey（2001）等人认为财务弹性是公司未来扩大业务范围和兼并，而准备的债务融资能力，或将利息支出最小化，以预防经济萎靡。在他们眼中，财务弹性指的是公司能以合理价格为其未来投资获得所需要的资金的能力。

然而，目前关于企业财务弹性的界定主要侧重于防范特性，而忽视了企业在不确定环境下如何更好地利用机遇的利用特性。因此，在后来的国外研究中，对财务弹性的利用特性进行了考虑。De Angelo（2007）等人研究发现具有较高的财务弹性的企业在面对预想不到的利润下滑以及面临投资机遇的时候，因为加资本市场比其他公司容易，因而更有可能获得所需的资金。根据 Byoun（2008）的观点，财务弹性指的是公司能够及时地调集各项财务资源，从而防范或利用将来的不确定因素，从而使公司的价值最大化的一项能力。所有的这些界定都摒弃了“财务弹性是对动态的环境不确定性

的消极响应”的观念，而是既突出了对将来的负面冲击进行预先防范属性，又突出了积极地把握潜在的良好的投资机会的属性。

国内关于财务弹性的关注和研究都晚于国外，谢盛纹（1998）给出的概念较早，即公司的财务弹性是公司在面对突然发生的事件而引起的现金需要时，能够采取相应的行动，并做出相应应对的能力，该概念说明了财务弹性具有反映特性。姜英冰（2002）对认为使用可随意支配的资金和随时通过举债获取的资金，来应对有可能发生的或难以预料的突发事件的能力，就是财务弹性的主要含义，也可以说是企业能够对内外部环境的变化可以调整的余地。葛家澍、占美松（2008）等人对财务弹性的界定，更接近于国外的最新界定，他们提出，财务弹性是一种能够在短时间内，通过对资金流动进行调整，从而有效地控制资金流动的金额大小和流出流入时间，该定义从现金流的视角，突出强调了“防范”和“利用”两个方面的特性。曾爱民（2011）提出，财务弹性即一个公司以合理的成本可以迅速获得可以自由支配的资金，来解决突发事件，最大程度的缓冲对企业的冲击，最终实现企业目标的能力，本质上属于一种防范和利用能力。通过上述综述，本文利用国内曾爱民对于财务弹性的定义进行后续研究。

## 2.1.2 财务弹性的来源

财务弹性的来源的探讨是发挥其现实意义的前提，若不知其源，那么研究也无从下手，更不要说应用了。在财务弹性来源的有关研究中，De Angelo 等人(2007)认为，企业的最佳财务策略应当是：维持比较低的财务杠杆水平，维持良好的股利分红水平，并维持合理的现金结余。也就是说，要从现金持有、负债融资能力和权益融资能力这三个方面来分析财务弹性的高低。

### (1) 基于现金持有的财务弹性

国外学者通过大量研究发现，通过储备现金可以获得财务弹性。Opler 等（1999）指出，公司拥有现金，不但可以节省融资费用，而且还能为公司的投资活动及其它经营活动带来收益。Ferreira 和 Vilela(2004)的研究结果显示，公司拥有现金在不确定事件发生时能够迅速做出应对措施，并且公司的财务状况不会立即陷入危机，也不会立即进入破产程序。使得公司即使在存在融资约束的时候，也可以保持现金流的持续性。

国内学者研究发现公司现金持有量与产品市场竞争程度、公司价值以及环境不确定性程度正相关，间接体现了财务弹性的预防属性和利用属性。杨兴全、孙杰（2007）分别对产业特点、产品市场竞争力等因素对公司现金持股价值的影响进行了实证分析，结果表明，当市场中产品竞争较激烈时，公司将会储备更多的现金以防范风险，此时，产品的竞争性和特殊性程度都与公司的现金持股价值呈显著的正向关系。何靖（2011）以民营上市公司为例进行了经验分析，结果显示，在受到流动性冲击的情况下，提高现金持有率对公司有积极影响，并且随着信用配给程度的提高，该影响会更加明显。万良勇与饶静（2013）分别从宏观、行业与企业三个层次测度了公司所处的环境的不确定性的水平，结果表明，随着公司所处的不确定性水平提高，公司的现金持有量也随之提高，而采取稳健的高现金持有量策略，则有利于缓解公司在金融危机中所受到的不利影响。对现金持有的研究文献进行了回顾，我们可以看到，财务弹性可以来源于合理的现金储备的结论毋庸置疑。

## （2）基于负债融资的财务弹性

财务弹性的产生源于对企业资本结构问题的讨论。从资本结构的角度来看，公司的债务比率过高会使公司失去财务灵活性，从而使公司面临着财务危机。

国外学者研究发现企业的负债比率对财务弹性有着重要的影响。Gamba 和 Triantis（2008）的研究表明，公司的财务弹性取决于该公司的资本结构、流动性和投资策略，为了保持公司的财务弹性，应该当期内控制公司的负债水平，以防止公司的利润减少，尤其是在公司的并购融资中。Byoun（2008）的研究显示，公司在获得正向利润时，会通过偿债来减少负债水平，其主要目标是保留借贷能力，储备财务弹性，为在将来获得更多的投资与发展机会做好准备。Marchica 和 Mura（2010）研究发现，公司可以通过将负债率维持在较低的水平，来储备更高的财务弹性。而且，这样的储备还会产生经济效益，与负债率较高的公司相比，低负债率公司的业绩表现更好。

国内学者与国外学者得出的研究结果类似。基于国外已有的研究成果，张铭芸（2014）深入探讨了获得财务弹性的途径，发现公司的负债水平对于公司的财务杠杆平衡具有非常重要的影响。根据张信东（2015）的调查，如果一个公司的资金链已经断裂，很难再经营下去，那么相对于从公司内部筹集资金来解决问题来说，一个更好的办法就是，利用公司预先保留的举债能力，扩大公司的融资渠道，来保证公司的日常运营支出。通过上述分析，我们可以看到，国内外学者均认为财务弹性可以来源于未利用负债融资能力的大小，且两者是正相关的关系。

### (3) 基于权益融资的财务弹性

权益融资弹性是指公司从自身的盈余留存中获得资金的能力，包括公司的股利分配政策。目前普遍认为，获取权益融资弹性的方法有两种：一是通过增发、配股等方式进行股权筹资；另一种方法是节省股利开支，以保留盈余的方式累积股本资金

国外学者 Oded (2008) 建立了一个分析模型，对公司在股利分配中对现金红利和股份回购的选择进行了探讨，结果显示，通过支付现金红利，降低代理成本的同时也降低了企业可支配现金量，进而降低了公司的财务弹性。其次，与支付现金股利相比，股份回购股利的可供选择的余地更大，它可以使管理者在没有足够的资金或者是在有必要的情况下，可以取消回购，提高企业的财务弹性。

国内学者研究发现由于我国资本市场的特殊性，企业很难通过增发、配股等方式储备权益融资弹性，因此，减少股利支付，使更多的权益资金留存在企业内部，这是当前企业储备权益融资弹性的主要方法。曾爱民 (2011) 指出，在目前的情况下，我国对于股权融资的监管非常严格，即便公司拥有了股权融资的能力，但它并不意味着公司就拥有了股权融资的弹性，所以很难用高股利分配的方法来获得股权融资弹性。

王志强与张玮婷 (2012) 基于“半强制性”现金股利发放的背景，将“财务弹性”与“股利迎合”理论相结合，对我国当前上市公司现金股利政策进行分析，提出在中国特定的制度环境下，企业的派息政策并非是一种传递信息的手段，更像是一种“迎合”管理的手段。同时，在我国上市公司中，不同的分红方式会对公司的财务弹性产生不同程度的影响。因为股票股利能实现公司的派息目标，且不会降低公司的现金流量，所以，发放股票股利，既能获得股权财务弹性，又能获得现金弹性。

通过从以上几个方面对财务弹性的来源进行了概括和总结，在实际的情况下，特别是在我国的转型经济阶段，在这个阶段，资本市场不能发挥出最大的作用，因此，公司更多的是用维持较高的现金持有、较低的负债水平和合理的股利支付政策来获得财务弹性。

## 2.1.3 财务弹性的分析角度

迄今为止，关于财务弹性测量的研究只能在零零散散的相关文献中看到，通过对现有相关文献进行梳理和分类，可以看出，对财务弹性的分析角度可以划分成两大类型，一种是着重于从定量的角度来测量，也就是，企业获得或调用了财务资源的数量

(曾爱民, 2011); 另外一种类型是, 伴随着基础理论的发展, 可以从财政弹性价值角度来测量, 也就是可以用计算边际财政弹性价值的大小来对公司的财务弹性情况进行判断。

#### (1) 财务弹性资源数量角度的测度

企业的财务弹性来自于三个方面: 持有现金、负债和股权融资 (DeAngelo and DeAngelo, 2007; 葛家澍、占美松, 2008)。在此基础上, 将公司的财务弹性可以划分为现金弹性、负债弹性和权益弹性。然而, 因为股权融资对投资者的条件要求很高, 而且很费时, 所以大多数研究会忽略权益弹性。这三个弹性来源的性质各不相同, 因此, 一个公司的总体财务弹性并不一定等于现金、负债和权益弹性的加和。纵观有研究文献, 可以发现, 同时考虑三种弹性的研究较少, 大多数仅仅对现金弹性或者负债弹性进行了研究, 也有的选取多指标用一些统计技术方法进行全面客观评价。

#### (2) 财务弹性价值角度的测度

在非完美的资本市场条件下, 财务弹性的实用价值毋庸置疑。其价值为因储备财务弹性为公司创造的价值增值。Gamba 和 Triantis (2008) 认为, 公司的外部融资成本、保留现金的机会成本以及资本可逆性对公司的财务弹性价值都具有重要的影响。为此, Clark (2010) 提出采用边际财务弹性价值来评价财务弹性水平。Clark 认为这符合 Gamba and Triantis 提出的关于影响财务弹性价值的几大因素, 当边际财务弹性的价值越大时, 公司就会加大财务弹性的准备, 相反, 公司就会降低财务弹性储备。

伴随着财务弹性储备量的增大, 随之而来的是成本的增加。根据边界效益递减原则, 在边际财务弹性价值与其边际成本增加程度相等的时候, 此时的财务弹性水平最佳。外国研究者 Darabi、Mohamadi 等人 (2013) 和国内研究人员王志强、张玮婷 (2012) 在其研究中均从该角度测评财务弹性。

### 2.1.4 财务弹性的度量

从上述介绍中可以发现财务弹性对企业稳定发展具有重要意义。鉴于此, 对财务弹性适当而准确的测度也是开展财务弹性研究的基础和先决条件。归纳国内外学术研究者对于财务弹性的度量方法, 有以下三种: 单指标评价法、双指标评价法和多指标综合评价法。

#### (1) 单指标评价法

单指标评价法顾名思义只用一个影响财务弹性的指标来判断财务弹性的大小。纵观现有文献，大多数研究者使用现金留存量、财务杠杆相关指标，如 Faulkender and Wang (2006) 等就研究表明，现金持有量指标可以很好的反映财务弹性的高低，而 Byoun (2008) 等则认为财务杠杆类指标对财务弹性的影响更大。

单指标评价法又可以分为目标值判断法和百分位判断法。目标值判断法的操作过程为：首先，用学术界认可度高的统计计量方法，算出选择的单指标的目标值；然后用指标实际值与计算的目标值相对比；根据指标与财务弹性的相互影响关系得出结论，即若两者存在正相关关系，当指标的实际值比计算的目标值超出越多时，弹性越大，反之则反。例如，Marchica and Mura (2010) 用目标值判断法，选择资本结构指标，来判定企业是否储备了财务弹性。Inoa 等 (2004) 也用该方法来判断企业是否具有财务弹性。

第二，百分位判定法。由于目标值会因为计算模型的不同而不同，使得判断结果受到影响。所以，为了解决这一不足，学者提出了百分位判定法。操作方法与目标值判断法类似：首先，算出如中位数、30%位数等百分位数；然后用指标实际值与该计算出的百分位数相对比，根据指标与财务弹性的相互影响关系得出结论，即若两者存在正相关关系，则实际值比百分位数越高，弹性越大，反之则反。Minton and Wruck (2001) 选择长期负债率这一指标，把指标实际值连续五年低于该行业全部上市公司百分之 20 的公司，划入高财务弹性组。国内研究者顾乃康等 (2011) 用目标位判定法，选择现金持有量指标，来判断财务弹性水平的高低。赵蒲和孙爱英 (2004) 也采用百分位法界定负债融资弹性的高低。

## (2) 双指标评价法

获得金财务弹性的途径有很多，如果只使用一个指标来判断，则主观性太大也太片面，从而造成对一个公司是不是一个具有很高的财务弹性公司的错误判定。例如，一家公司的资产负债率已经持续数年在目标值以下，那么就将其判入高财务弹性水平组，但也有一定的可能是，该公司因外部融资受限，无法获得债务融资，事实上公司并没有剩余的未利用融资机会，这就与现实产生了差异。在这一理论的指导下，提出了一种新的综合评估方法。外国学者 Arsla, Florackis and Ozkan (2008) 主要的研究方法是将资产负债比率与现金持有率相结合作为衡量公司的财务弹性的一个重要的指标。如果一个公司既拥有高的现金持有率又拥有低的财务杠杆率，那么这个公司就是一个具有高财务弹性的公司，反之则反。国内的研究人员，曾爱民等 (2013) 也使

用了两种类型的指标组合的方式，来判断公司的财务弹性水平的高低。

### （3）多指标综合评价法

因为经济形势的不断变化，企业所处环境愈来愈错综复杂，单指标判断法和双指标结合评价法因为其自身存在的不足，没有较为全面的考虑到影响财务弹性的各个因素，仅仅用一个或者两个指标来度量，其实误差是很大的。于是，利用统计学的手段，进行了多个指数的综合测度研究随之出现。多指标综合法是全方位考虑影响财务弹性的因素并量化，通过客观的统计手段，给指标客观赋权，而后就算加权综合分数，分数的高低就可以体现出这一时期弹性的大小。外国研究者 Arsla、Florackis 和 Ozkan（2008）就在其研究中用到了这种方法，来分析财务弹性。Bancel 与 Mittoo（2004）选择大量相关影响指标，使用与 Z 分数差不多的体系，来测评财务弹性。

国内研究员韩鹏（2010）和马春爱（2010）等人都用了多个方面指标建立的财务弹性指数，其区别在于，前一种使用了主成份分析的方法，后一种方法使用了 AHP、变异系数法等方法。马春爱（2013）也是使用多指标综合评价法计算财务弹性，他把财务弹性划分为：单个公司财务弹性与整个相似市场综合弹性。

经过上述分析，可以发现虽然多指标分析能够比较好的评价企业的财务弹性，但是多指标评价法面临着指标高度相关问题。因此本文采用因子分析法实施降维处理，试图解决指标高度相关问题。

## 2.1.5 文献述评

通过梳理财务弹性相关文献，从之前学者的研究中收获颇丰，可以发现国内外学者的研究重点可以归纳为以下几点：

（1）对财务弹性概念的研究：外国比我国更早的注意到财务弹性的存在与其重要性，研究也更早，但是目前并没有达成一致的结论。对于财务弹性的定义显示出明显的时期性，在研究早中期的学者主要关注财务弹性风险防范的属性，因此，这一时期的定义大多体现了财务弹性的预防属性。到了后期学者才关注到财务弹性的利用属性，即财务弹性的储备可以帮助企业抓住机遇。本文使用的是我国学者曾爱民的观点，财务弹性即一个公司以合理的成本可以迅速获得可以自由支配的资金，来解决突发事件，最大程度的降低突发事件对公司带来的负面影响，最后实现企业价值最大化的能力，本质上属于一种防范和利用能力。

(2) 对财务弹性来源的研究：在财务弹性来源方面的研究国内外学者均认为财务弹性可以来源于现金持有、负债融资能力、权益融资能力这三方面。研究发现，一般现金持有量高、负债融资能力和权益融资能力强的公司财务弹性也较高。

(3) 对财务弹性分析角度的研究：对财务弹性的分析角度主要有两个维度，一个是数量视角，也就是一个公司迅速从市场上取得或者调动相关资源的数量；一个是价值视角，也就是通过计算边际财务弹性价值大小来体现企业财务弹性的高低。

(4) 对财务弹性度量方法的研究：对学者的文献进行梳理，可以发现学者在初期使用单一指标对财务弹性进行度量，随着研究的深入，学者们开始构建综合评价指标体系对财务弹性进行较全面的评价，比如采用因子分析法、主成分分析法、层次分析法与变异系数等模型。通过分析发现多指标综合评价法能够比较好的评价企业的财务弹性，但是多指标评价法存在着指标高度相关问题。因此，本文运用因子分析法，来试图解决指标高度相关问题。

通过上述分析可以发现，对财务弹性的研究仍属于会计学科中的一个新课题，还有许多问题需要探讨。目前对于财务弹性的研究都是以财务弹性为枢纽，来探究企业投资水平、企业价值、融资等，通过构建综合评价体系的单个案例公司财务弹性的研究较少。因此本文拟采用因子分析法的方式来评价哈药股份财务弹性情况并对其提出建议，同行业的其他企业也可以采用类似的方法来测算自身财务弹性水平。

## 2.2 理论基础

### 2.2.1 不确定性理论

上世纪 20 年代初，Knight 最先将不确定性应用到了经济学的研究中，他认为不确定性是企业产生的一个原因。伴随着社会的不断发展和进步，企业所处的生产经营环境也越发复杂，即不确定性风险愈来愈大。在这种情况下，企业想要发展和生存下去，就必须居安思危，保有一定的财务实力去面对和把握可能随时到来的风险和机会。

不确定性理论说明了企业要储备适当财务弹性的理由，解释了财务弹性存在的前提条件。企业的发展受到来自各个方面因素的影响，例如财务战略的选择、行业政策以及竞争对手等等。犹如硬币的两面、天平的两端、任何事物都具有两面性，不确定性也是如此，在给企业带来不利冲击的同时也给企业带来了投资机遇。对企业来说，

怎样可以在应对不确定性带来不利影响的同时利用机会很关键。

### 2.2.2 优序融资理论

优序融资理论产生于信息不对称。由于信息不对称情况的存在，外部投资者为了弥补所承担的较大的风险就会要求更高的投资回报。优序融资理论认为，从企业内部融资很大程度上可以降低信息不对称。而大量通过外部融资筹措资金时，需要支付更多的资金使用成本。国内学者曾爱民（2011）认为企业在分配财务资源的时候，会在储备财务弹性与投资之间进行权衡。在资源匮乏的情况下，如果选择储备财务弹性。那么对外投资的资金就会相应减少，就会使得投资对现金流的敏感度降低。每个公司由于自身情况的不同，所以可供选择的融资途径也不尽相同，国外研究者将财务弹性引入优序融资理论的研究中，来补充资本结构理论，从一个企业的资本结构中就可以看出来企业所采取的融资方式。在考虑了各种融资方式的风险之后，优序融资理论认为企业通常先会选择内部融资、其次债务融资、最后发现新股本。一般来说，企业在投资时首先会使用内部资金，而受融资条件约束的企业会通过储备合理财务弹性来满足预防风险和投资的需求。由于融资约束的存在，企业并不是在需要资金时能从外部融资渠道取得资金，所以，内部融资渠道成为企业的关键融资渠道，而储备一定财务弹性可以使得企业不用担心内部资金耗尽的风险。

从以上对优序融资理论的总结中，我们可以得到一种成本最优的融资方式顺序，第一位的是内源融资，第二位的是负债融资，第三位是股权融资，而在前面两种方式都不能完全解决公司当前的资金需要时，股权融资方式才会被采用，这就是优序融资理论的基本思想。

### 2.2.3 动态能力理论

动态能力理论是指企业可以快速捕捉到市场上的商业机会，并迅速调整资源配置和战略，以此获得竞争优势。1997年，Teece, Pisano 和 Shuen 提出了企业动态能力，它是一种企业通过重组来构建和建立整合合并的能力，使企业能够与不断变化的环境相适应，从而达到自身发展的目的。2012年王磊、王欣等人认为，企业的组织与系统是企业发展的一种技能，是企业一种动态能力，一种技术型的看家本领，并且能够保证企业的发展。动态能力理论认为公司的动态能力，主要体现在公司调整、重置、整

合资源能力、组织技能的能力，使其能够紧跟环境的不断变化。通过内部的资源优化配置可以得到提高，但是，企业的动态能力并不能从企业的交易行为中得到。王嘉与王欣认为，这个理论指的是，为了能在越发激烈的市场中占有一席之地，企业的财务能力需要与环境的变化相结合，逐步提升。这种适应性体现在公司始终重视外部和内部环境的变化，不断调整公司战略和规划整合好资源，推动财务能力最大化，保证公司发展的可持续性。这种财务动态能力对公司来说是一项很关键的能力，它是通过不断的学习和积累而形成的，它能够为公司带来很大的竞争优势，具有明显的专用性、知识特征，竞争对手无法复制，也无法从外界购买。如果一家企业具有动态能力，就具有创造价值的能力，那么对于企业的发展来说，这是有利的。

## 2.3 企业经营与财务弹性分析必要性

在国内外的研究中，对于财务弹性的研究通常与公司经营的各个领域相联系，企业的财务弹性高低会直接影响一个公司的融资约束、经营绩效、投资行为等。对于企业来说，合适的财务弹性水平将会提高经营绩效、缓解融资约束并增强投资能力，因此可以看出，财务弹性储备的高低以及它的管理对企业很重要。

### 2.3.1 经营绩效与财务弹性

国外学者 Singh 和 Hodder (2015)对跨国公司的财务弹性与运营业绩之间的关系展开探讨，实证研究表明，具有一定资金灵活性的企业，更有可能获得协同效应，且与其他企业相比，具有较大的资本回报率和净资产收益率。Shigeo (2016)通过对日本一千五百五十五个公司的调查，深度剖析了日本公司在经济危机的冲击下的经营绩效和 market 价值，研究表明，具有更高的财务灵活性的公司更容易从经济危机中复苏。与此同时，与其他公司相比，那些具有更高的资金灵活性的公司的长远表现要好上将近 3.4 个百分点。

国内学者王满等 (2015) 基于 2009-2013 年沪深两市市场的数据，探讨财务弹性与公司价值之间的相互关系，发现环境不确定性能够调节弹性和价值之间的相互关系。实证结果表明，财务弹性对公司的价值有明显的正面效应，同时，公司所处的外部环境的不确定性也会对财务弹性和公司的价值产生正向的调节效果。即不确定因素能够明显地增加企业财务弹性与企业价值的关联度。在此基础上，通过对我国两种性质不

同的公司的财务弹性，国有企业因为性质的特殊性，具有天然的政治优势，所以其财务弹性储备一般低于非国有企业。当外部环境变得更加不确定时，非国有公司的财务灵活性将更加有利于公司的价值的提高。

### 2.3.2 融资约束与财务弹性

Joaquim et al. (2016) 通过对 1987-2014 年美国上市公司数据进行分析，采用动态检验的方法，考察财务弹性和融资限制之间的关系。研究表明，在上市公司中，维持适当的财务弹性，可以有效地减轻上市公司的融资约束，保证公司的正常运作的资金供给。何青与李皓鹏 (2013) 采用二阶段比较静态分析方法，研究公司现金储备水平、融资约束以及投资机会选择三者的影响机理。研究发现，公司的现金储备与公司的融资约束呈明显的负向相关，公司维持适度财务弹性是为了降低融资约束对企业的负面影响。仇冬芳等人 (2017) 采用 4113 家上市公司的年度观察数据，实证研究了不确定性、现金持有量和融资约束三者的相互影响关系。研究表明，持有足够的资金是能够成为抵御不确定性风险，缓解融资约束的一种有效方法。

### 2.3.3 投资行为与财务弹性

Duchin (2010) 将 2008 年的国际金融危机作为一个外生的冲击变量，来探讨了财务弹性和公司的投资行为之间的联系。结果表明，在金融风暴之后，银行普遍提高了信用贷款门槛，资本市场信贷收紧。在这样的情况中，美国所有的企业的总投资开销相对比金融风暴发生之前显著降低。然而，与财务弹性较弱的公司对比可知，具有高财务弹性的公司其投资支出相对不会受到太大的冲击。Campello (2010) 通过问卷调查和针对性的访问，与来自欧洲，亚洲和其他国家的 1050 名金融主管进行了全面的交流，获得了现金弹性，负债弹性，和投资方向等多个方面的资料。研究发现，高成长性公司在面对良好的市场机遇时，往往能保持合理的财务弹性。曾爱民与魏志华 (2013) 以“优序融资”和“柔性组织”理论为研究基础，建立了融资约束、财务弹性和“投资-现金流敏感度”关系的研究模型。之后，用 1998-2007 年十年的 A 股上市公司数据，进行了实证分析。发现，融资约束会对公司投资-资金流量灵敏度和公司的财务弹性的关系产生影响。公司所受的融资限制较大时，财务弹性越高会使得投资-资金流量灵敏度降低；反之则反。因此，维持适当的财务弹性能够减轻公司的融资限制，

使得公司可以更好地把握发展机遇，从而提高公司的经营绩效。深刻分析公司的财务弹性，可以帮助公司制定最优的财务策略和更好的经营策略。

目前，国内外学者普遍认为，维持一定程度的财务弹性能够减轻公司的融资约束，提高公司的投资效率，提高公司的经营绩效和市值。而在目前国家经济深化改革、企业转型升级的大环境中，公司所面对的经营环境变得更为错综复杂，环境的不确定性也随之增加。所以，研究如何才能够让公司保持合理的财务弹性对于公司的发展有着非常重要的意义。专家和学者一致认为，在现代公司运营中，维持适度的财务弹性是必不可少的。与此同时，财务弹性管理也应该被融入到公司的管理体系和财务管理体系之中，它已经成为了公司运营过程中一项需要具备的重要能力。

### 3 哈药股份财务现状分析

#### 3.1 公司简介

哈尔滨市国资委于1988年将原哈尔滨市药政局所属31个国营制药公司并入哈尔滨市，合并为哈药集团，成为黑龙江省第一大制药公司。哈药股份是哈药集团旗下的主要子公司之一，一九九三年六月作为“医药行业第一股”在上海证券交易所首次挂牌交易。

哈药股份在公司股票发行之后，把握好机遇，借助行业发展的东风，迅速发展，成为集制药、研发、物流配送以及零售业于一身的大型制药企业。通过几年来的发展，企业已经形成了一个完整的产业体系，包括从化工原料药到制剂，中药，生物制剂，保健品和医药贸易。在中国医药市场上，抗感染、心脑血管、消化系统和抗癌等最具有应用潜力和发展潜力的领域，都已经建立了较为完备的产品结构，企业的主打产品包括青霉素、头孢菌素类、补钙补锌类产品等类以及中草药粉产品等，在其各个细分市场上的份额均处于产业的前端。

哈药股份旗下有哈药总厂到哈药六厂的七个分公司，哈药三精和哈药生物等在内的8个全资子公司，人民同泰和哈药销售等在内的4个控股公司，在这个基础上，哈药股份还建立了一所医药研究所，专门从事抗生素、现代中药和生物制药的研发和生产，在我国的药品生产和销售方面都有着很强的竞争力。

#### 3.2 财务现状分析

本节主要通过对哈药股份2016-2021年六年间与财务弹性相关的总资产、总负债、营业收入、净利润等这些财务数据的介绍来初步了解哈药股份在近六年来面对外界环境变化时的财务表现。对哈药股份资产负债表的分析能够在整体上把握企业特定日期财务状况，对利润表的分析能够发现企业在一定会计期间的经营成果，从企业偿债能力和获利能力能够了解企业未来发展的态势。

### 3.2.1 资产与负债

现通过哈药股份近六年的资产负债情况了解公司规模。根据公司近六年财务报告，整理哈药股份 2016-2021 年总资产和总负债的数据如表所示：

表 3.1 哈药股份 2016-2021 年总资产与总负债 万元

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
总资产	1505274.5	1369933.3	1190090.2	1250253.1	1184753.4	1284243.9
总负债	675464.1	621774.5	561998.0	621774.5	785896.4	842195.4

资料来源：哈药股份 2016-2021 年年报

哈药股份自 1993 年上市以来，到 2016 年已经经过了 23 年的发展。从表 3.1 中可以看出，2016 年由于医改政策的逐渐落实，对企业的发展产生了一定影响，2016 年至 2021 年总资产波动下降，到 2021 年降幅达 14.68%。与此同时，近六年来公司重视药品研发，为拉动销售促销宣传费用支出不断增加，网络平台服务费用增加，以及不断扩展业务，贷款融资增加，使得企业的负债规模不断增大。总负债总体呈现波动上升趋势，到 2021 年涨幅达 24.68%。在一定程度上负债的增加说明企业规模的扩大，但是过度举债会造成企业再次融资困难。

### 3.2.2 营业收入、成本与净利润

哈药股份主要业务包括：抗生素，现代中成药，生物制药，以及一些非处方药和保健品，其营业收入主要来源于化学制剂，批发以及零售，约占收入总额的 89%，主要产品有抗癌药，感冒药，脑血管药，消化系统药，抗肿瘤药，营养补充药等等。

表 3.2 哈药股份 2016-2021 年营业收入、营业成本与净利润 万元

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
营业收入:						
医药工业业务收入	510163	399469	373545	345526	276775	346354
医药商业业务收入	898238	798400	702253	831549	797331	927741
营业收入总计	1412688	1201753	1081361	1182456	1078845	1280201
营业成本:						
医药工业业务成本	227245	181858	169374	177304	134257	14288
医药商业业务成本	810206	707734	614878	720423	708611	831799
营业成本总计	1037452	889592	784253	897727	842869	974680
净利润	84379	46436	40363	12186	-104525	40984

资料来源：哈药股份 2016-2021 年年报

从表 3.2 中可以看到，自 2016 年以来，除 2019 年较 2018 年上升 9.53% 外，哈药股份营业收入几乎是连年下降。其中增长的主要原因是商业业务销售额大幅增加，而工业业务收入依然低于 2018 年。2020 年受突发新冠疫情和市场环境波动的影响，工业业务的核心产品销售量下降，商业业务门店经营时间缩短以及一些疾病治疗药品限售或禁售，企业的处方药销售和非处方药的销售均受到不同程度的影响，在多重不利因素的影响下，2020 年营业收入比上年降低 8.76%，净利润更是降为负。企业对因此而造成的不良后果进行了主动回应，在做好疫情防控的前提下，企业有条不紊地进行所有的生产运营工作，贯彻实施企业的发展策略和已制定的工作规划，尽量减少因这次疫情而造成的不良影响。2021 年营业收入回升到近六年来的最高值。

2017 年，在医药行业中，许多重大的政策都将在这一年中得到落实，同时，医药行业改革也将在这一年中得到进一步的深化。在二零一七版医保目录公布，医保控费力度加强等原因的作用下，企业一些商品的销售和定价比同时期有所下降。另外，由于环保法规的严格，导致了一些药品生产原材料的获取受到阻碍，使得有关产品的产量下降，而成本增加。实现工业业务收入 39.95 亿，商业业务收入 79.84 亿，总收入 120.18 亿，净利润 4.07 亿较上年分别下降 21.7%、11.11%、14.93%、48.36%。在行业政策的持续影响下，公司净利润呈现持续下滑的趋势，2020 年加上突发疫情的影响，净利润降为负值，直到 2021 年才由负转正。企业正在面对着严重的营业收入下降、盈利能力指标降低等问题，与此相伴随的是，企业可能陷入资金短缺的财务危机，对企业的生存发展造成了严重的影响。

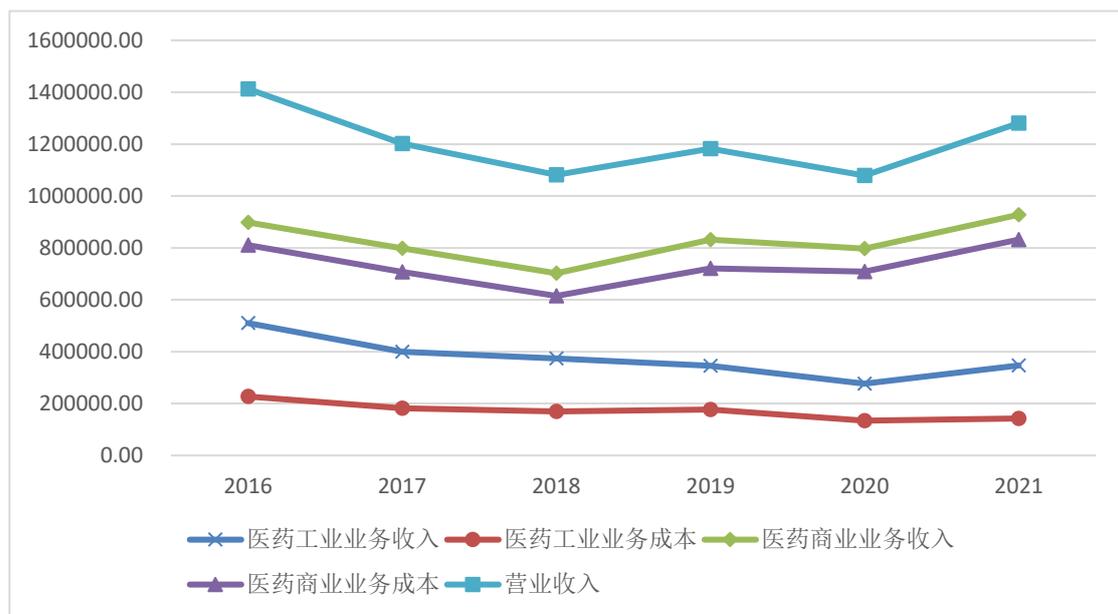


图3.1 哈药股份2016-2021营业收入变动情况

### 3.2.3 偿债能力与获利能力

#### (1) 偿债能力

企业的偿债能力有短期和长期之分，其划分依据为偿还期是否超过一年。其大小直接影响企业的再融资能力以及企业信誉。其分析是通过流动比率、速动比率、资产负债率等偿债能力指标的分析，直观的反映出企业的盈利状况、偿债状况与经营状况。通过对流动比率的观察，发现其与短期偿债能力正相关。根据哈药股份 2016-2021 年的财务数据，整理偿债能力指标数据如下表所示：

表 3.3 哈药股份 2016-2021 年偿债能力指标

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
流动比率 (%)	1.66	1.61	1.41	1.20	1.07	1.11
速动比率 (%)	1.37	1.30	1.08	0.87	0.81	0.85
资产负债率 (%)	44.87	45.39	47.22	52.47	66.33	65.58

资料来源：哈药股份 2016-2021 年年报

观察表 3.3 中哈药股份偿债能力相关数据，流动比率能够反映短期偿债能力的大小，流动比率的经验值一般维持在 2 左右为最佳，而哈药股份近六年流动比率平均值是 1.344，比经验值 2 低，体现出哈药股份短期偿债能力较弱。速动比率可以反映出流动资产变现之后偿还短期债务能力的大小。维持在 1 左右最佳，从表中可以看出 2016-

2018 年哈药股份速动比率大于 1，2019 年-2021 年速动比率维持在 0.8 左右。总的来看，哈药股份短期偿债能力较弱。

哈药股份资产负债率近六年来逐年上升，2021 年达到 65.58%，对行业数据的分析可得，资产负债率的行业平均水平在 30%-40%之间，可以看出公司的资产负债率维持在相对较高的水平，并不在适宜的水平范围内，说明公司长期偿债能力较弱。如此高的资产负债率受环境影响很大，当公司面临危机时会出现资金链断裂、融资困难等一系列问题。总的来说，短期偿债能力和长期偿债能力情况并不尽人意。

## (2) 获利能力

盈利能力作为衡量企业获利情况的重要财务指标能够直观的体系那企业的运营水平与资本增值情况，对于企业的长远发展具有重要作用。企业的最终目的就是实现企业价值最大化，而影响企业价值的因素中，盈利能力是最重要的因素。净资产收益率可以体现自有资产的获利能力。在实际操作中，大多数上市公司一般使用每股收益、每股净资产等指标评价企业获利能力。整理哈药股份 2016-2021 年的盈利能力指标如表所示：

表 3.4 哈药股份 2016-2021 年获利能力指标

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
净资产收益率 (%)	10.58	5.6	5.33	0.94	-24.12	10.13
每股收益 (元)	0.32	0.16	0.14	0.02	-0.43	0.15
每股净资产 (元)	3.09	2.7648	2.3047	2.1765	1.388	1.5277

资料来源：哈药股份 2016-2021 年年报

从表 3.4 中可以看出，企业的净资产收益率从 2016 年的 10.58 连续下降至 2020 年的-24.12，波动幅度极大，说明公司在当年的投资回报率比较低，没有充分利用闲置资源，企业自有资产的获利能力逐年下降。到 2021 年企业净资产收益率转负为正，公司积极调整战略，汲取经验，充分利用各项闲置资源，扩大生产规模，实现净资产收益率的提升。总体来说其净资产的获利能力逐年下降。

每股收益体现的经济含义是每一股可以创造税后利润的大小，数值越大说明企业有较强的盈利能力，资产的增值越快。从表 3.4 中每股收益的变化情况可以看出，研究期内每股收益价格在 2020 年降幅较大，降为负值。

每股净资产体现的经济含义是每一股拥有的资产现值的大小，数值越大，股东所

有的每股净资产价值越多。哈药股份近六年，每股净资产逐年下降，2021 年降幅达 50.56%，平均值为 2.2 元。股票价格的稳定能够使得企业面临资金需求时通过发行股票迅速筹集资金，在一定程度上反映出企业应对风险比较灵活。从动态角度来看，哈药股份每股净资产基本维持在 2 元/股左右，比较稳定，但是每股股票代表的财富值较低。单从每股净资产值来讲哈药股份在创造利润和防范外来因素影响的能力较弱。

### 3.3 可能面对的风险

#### （1）行业政策风险

国家政策对制药企业有着很强的约束作用，随着医改和供给侧结构性改革的深入，多个行业的政策都深刻地影响到了医药公司的未来发展，这让哈药股份面临着产业政策的改变带来的危险。

在《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》中，明确提出“要推动健康中国”建设，要继续保持基础医疗服务的“公益性”性质，要进一步完善我国的医药卫生制度，要进一步强化对公共医院的监管与考核，要鼓励民间办医，发扬中医药传统，以及推动药品和耗材的统一采购和使用制度等建议。在长期的有利条件下，当前的政策对于制药产业的作用仍然处在一个适应的和调节的时期，特别是在药物的集中带量采购的范围越来越广，并且在医疗保险的支付模式改革的不断推进下，制药产业的流通模式和经营模式等将面临着进一步的调整。会有更多的变化。

#### （2）研发风险

由于制药行业的科技含量高、附加值高等特点，所以，对新产品的研发具有投入高、风险高、研发周期长且成功率比较低等特点，从决定了研发方向到立项、到研制、到试验报批，最后到投入生产，都存在着周期长、环节多的问题，可能会造成药物上市后的销量没有达到期望，或者是药物的研发没有成功的风险。

#### （3）原材料采购风险

在受到了宏观经济通货膨胀压力的冲击之下，再加上环保、能源、运输、产能、汇率、疫情反复和气候等诸多的原因，尤其是在全球能源的价格出现大幅度的上升的情况下，导致了有色金属和石化行业的生产费用上升，从而使得企业的采购成本不断上升。企业将会面对原材料涨价，甚至一些原材料会出现供给不足的风险。

#### （4）疫情风险

2022 年，世界范围内的疫情仍是很严重的，人们还是处于新冠肺炎疫情大流行的威胁下。目前，尽管国家采取了有效的预防和控制手段，但仍然有部分区域发生新一轮的可能。由于当前的国际疫情防控情况仍然不明确，公司的生产和经营仍然面临着很多的不确定因素。

#### （5）财务状况恶化风险

目前不管是国内还是国外疫情防控形势依然不容乐观，在医药行业大背景和疫情影响下，企业营业收入、净利润连年下降，生产经营不确定性大，企业正面临严峻的资金周转问题。

### 3.4 哈药股份财务现状的分析结果

本章选取哈药股份 2016-2021 年的营业收入、成本、净利润等指标，分析了公司近六年的经营状况。研究了哈药股份的偿债能力与获利能力，客观分析了在医药行业大环境的影响下哈药股份的财务表现。分析结果表明，哈药股份近六年期间总资产、营业收入逐年降低，2020 年突然爆发的疫情，导致利润大幅下降，降幅超过 220%。公司在盈利情况的剧烈波动说明在面对突发危机时没有体现出柔性行为。2021 年，公司管理层采取了一系列措施来改善公司盈利状况，但是整体的财务状况仍然较差。通过上述分析可以看出，在当前不确定的环境中对哈药股份进行财务弹性分析十分的有必要。

## 4 哈药股份财务弹性分析

### 4.1 哈药股份财务弹性的指标分析

医药行业具有投入高、高产出、高风险和高科技密集等特点，从研发、制造、销售等所有的过程中，都要有庞大的资本来支撑，所以，资金链的安全性是确保企业能够正常运行的关键。医药上市公司是制药产业中具有代表性的企业，与其他企业相比，它们的运营管理和资源的集成能力将会更强大，因此也会对维持财务弹性给予更多的关注。综上，本节从财务弹性来源方面简要分析哈药股份 2016-2021 年财务弹性现状。

#### 4.1.1 现金持有情况分析

足够的现金可以有助于公司迅速地对内部和外部环境的改变做出反应，因为交易性金融资产的变现能力也很强，所以，本文选择用交易性金融资产与货币资金的和除以总资产的比来分析企业现金持有情况。现金持有量如图所示：

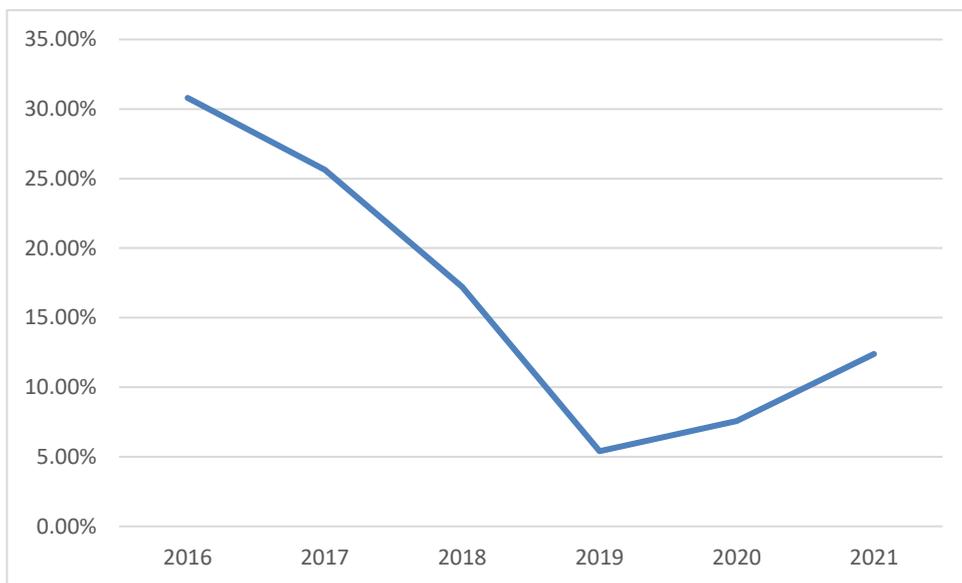


图4.1 哈药股份2016-2021年现金持有量资产比

一般而言企业都会根据自身规模和经营情况持有、储备现金以满足日常需要。从上图中可以看到，2016 年-2019 年这四年哈药股份现金持有量资产比逐年下降，在 2019 年仅为 5%，2019 年-2021 年现金持有量资产比逐渐升高，但并未达到 2016 年的水平，总的来说，这六年中哈药股份现金持有量资产比在 5%-30%之间波动，波动幅度比较大。公司内部留存的现金越多则机会成本也越高且资金使用效率也随之降低，所以

公司通常不会留存过多的现金。

然而，在对短期内的必要支出进行了剔除后，留存在企业的可灵活支配的资金才可以产生更强大的财务弹性，遇到突发事件时，才有更大的选择余地。因此，考察现金余量的情况，对分析财务弹性很关键。

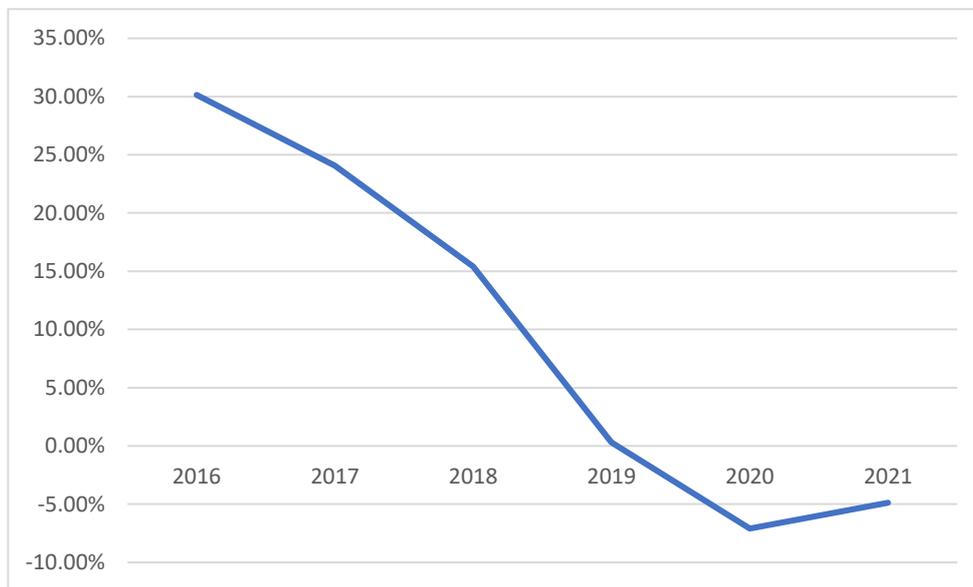


图4.2 哈药股份2016-2021年现金余量资产比

从哈药股份偿付了短期债务之后的现金存量和偿付前的现金持有量的对比中，可以知道哈药股份偿还短期负债之后的现金余量显著降低。2016-2020年五年之间现金余量资产比直线下降，甚至在2020年、2021年为负值。从现金余量分析发现哈药股份偿还短期负债后的现金余量不足，公司应对突发情况的能力较弱。综上可得企业现金持有不足。

#### 4.1.2 负债融资能力分析

因为要更快、更低价格的获得资金，债务融资要比权益融资更快、更便宜，所以在进行外部融资时，债务融资是公司的首要选择。通过对公司的资本结构进行分析，既能知道公司目前所拥有的资金来源的分布状况，又能知道公司的融资成本与筹资风险。研究表明，评判一个公司资本结构是否合理的关键指标是资产负债率。国家统计局统计发现，2016-2021年国内医药制造业资产负债率水平在34%-44%之间波动。除2018年高达44.82%外，其余年间医药企业的资产负债率都呈下降趋势。

医药上市公司是医药行业中表现较优异的公司，与未上市的公司相比，它拥有更多的融资来源，在获得资金方面要更轻松一些，所以它的资产负债率应该还是比较合理

的。但从下图中可以看到，2012-2020年这九年哈药股份资产负债率直线上升，仅仅在2021年略微下降总体处于高位，始终高于行业资产负债率。一般来说，资产负债比率在40%到60%的时候，是一个比较健康的状况，即50%的比率是在一个风险比较可以接受的程度。从整个行业 and 哈药股份的资产负债率情况来看，医药行业的资产负债率控制在50%之内，属于可控制的范围内。但是2020-2021年间哈药股份资产负债率超过了60%，风险超标。因为没有使用的债务筹措能力是公司获得财务弹性的一个主要方式，当公司的资产负债率过高时，说明该公司利用债务筹措资金的能力越低，财务弹性也越低。在遇到好的投资项目和在遭遇突发状况时，未使用负债融资能力越低，公司越不可能通过举债获得资金支持，将不能确保以更高的效率和更低的资本成本获取所需资金。

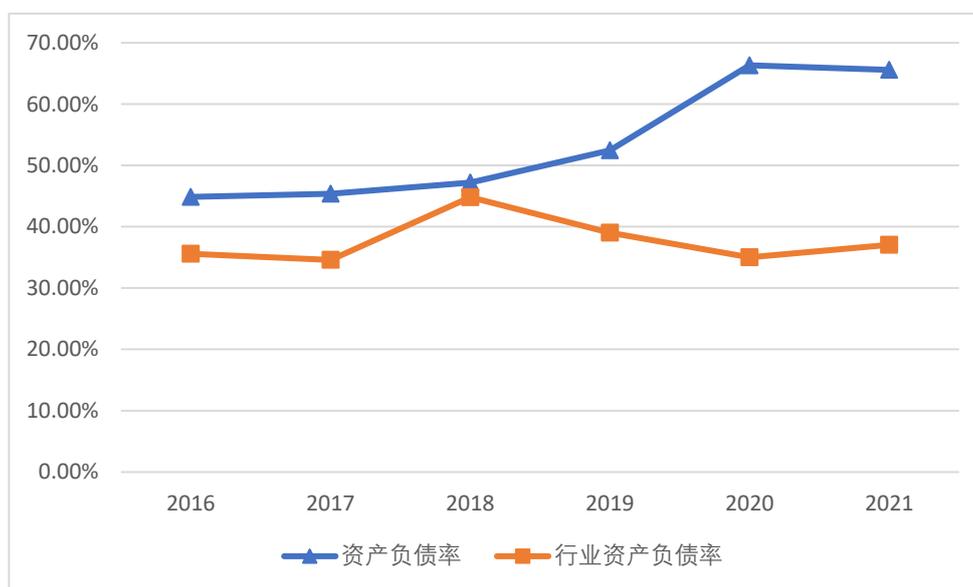


图4.3 哈药股份2016-2021年资产负债率与行业资产负债率

从资产负债率的大小就可以推断出越高公司大致的资本结构情况，但是，在实际运作中，也存在着一些自发的债务，如：应付账款、应付员工薪酬等。这些自发的债务，到期是不仅需要还本付息，还有可能损坏公司信用。所以，仅用资产负债率来分析哈药股份举债情况并不全面，还需进一步分析资产有息负债情况，2016-2021年哈药股份资产有息负债率的情况如图所示：

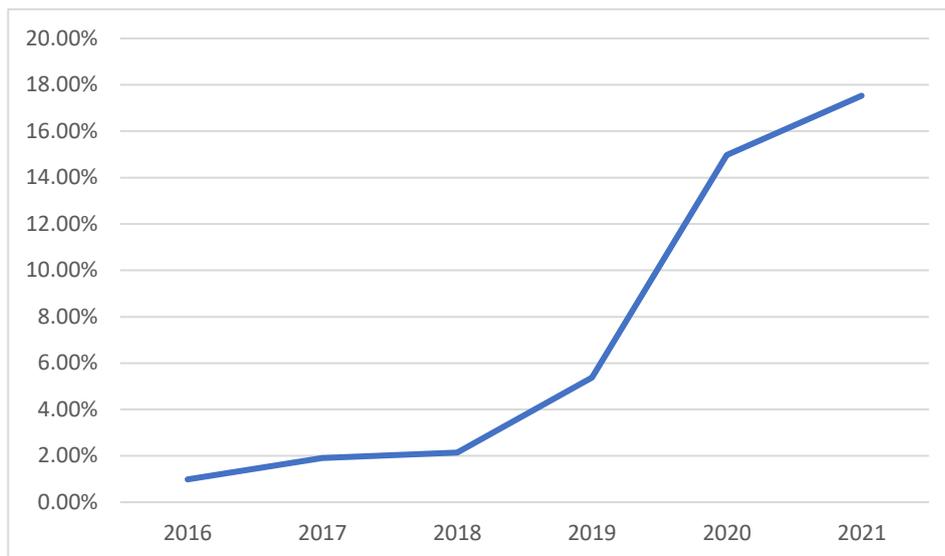


图4.4 哈药股份2016-2021年资产有息负债率

由图 4.4 可知，2016-2021 年 6 年间哈药股份资产有息负债率的均值为 7.15%，从趋势上看，2016-2021 年资产有息负债率逐年上升。资产有息负债比率是指一个公司的债务，在扣除一些自发产生的不需要付息的债务之后，仍然需要偿还的债务。一个企业的有息负债如果较高的话，那么企业继续想要通过有息负债获取资金，则企业偿还债务的压力进一步加大。从资产有息负债率分析来看，虽然哈药股份的资产有息负债率虽然逐年上升的但目前仍然维持在低于 20% 的水平内，若将公司的有息债务的压力与风险都考虑在内，公司通过有息债务的方法从一家银行或中介得到融资的可能性还是比较大的。

### 4.1.3 权益融资能力分析

尽管与债务融资相比，股权融资具有更高的成本、更慢的融资速度和更苛刻的条件，但若遇到有良好发展前景的大型项目时和在长期发展计划中，股权融资的作用也是不容忽视的。股权融资的能力体现了投资人对公司的将来发展的信心以及吸引投资人进行投资的能力，在特定的条件下，它也可以构成某种输入性能力。目前，上市公司股权融资的方式包括公开增发、非公开发行以及配股等。在股权融资能力的问题上，重点看的是一家公司对投资人的吸引力，因为公开配股和增发的发行条件比较严格，在符合了普通增发的条件之后，还需要符合一些特殊的规定，在盈利情况的要求中，有一项是，上市公司在过去三个会计年度的加权平均净资产收益率超过 6%，因此，从公开增发对上市公司盈利能力的特殊要求分析哈药股份股权融资能力。

表 4.1 哈药股份 2016-2021 年净资产收益率

年份	净资产收益率(加权)(%)	近三年加权平均净资产收益率 (%)
2016	10.58	6.93
2017	5.6	7.79
2018	5.33	7.17
2019	0.94	3.95
2020	-24.12	-5.95
2021	10.13	-4.35

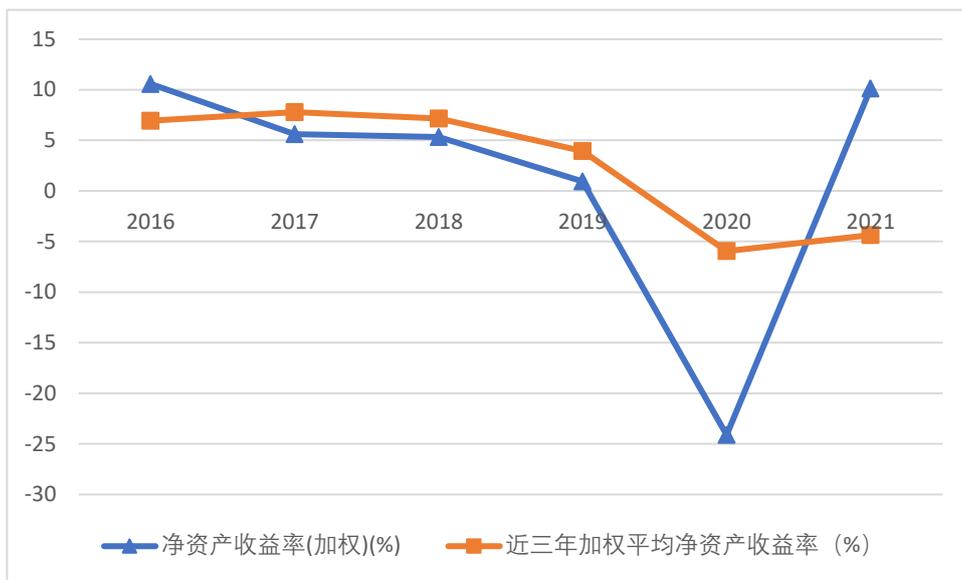


图4.5 哈药股份2016-2021年净资产收益率

要想获得权益融资，除了满足三年连续盈利的条件外，还要符合加权平均净资产收益率大于 6%的条件。从表中可知，哈药股份仅在 2016-2018 年这三年间加权平均净资产收益率大于 6%，2020-2021 年这两年的近三年加权平均净资产收益率为负值。总的来说，2016-2021 年这六年哈药股份净资产收益率波动幅度较大，说明企业自有资金的创利能力不稳定，给股东带来的财富少，说明权益融资难度大。

## 4.2 基于因子分析法的财务弹性分析

### 4.2.1 因子分析法概述

#### (1) 因子分析法的概念

当前，多指标评价法被理论界普遍认可，具体实现途径：因子分析法、AHP、变异系数法等。具体如下表：

表 4.2 研究方法优缺点对比表

评价方法	优点	缺点
模糊综合评估法	是一种定量结合定性的分析方法。一是可以用层次的客体剖析来展现评估指标和影响因素的模糊性；同时，也可以用客观的评估方法定性评估，使评估的结论更加符合现实情况。当有大量的信息时，可以增强评价的可靠性。	由于主观因素多，处理过程繁琐，不能排除很多有关的信息。若技术水平有限，则评测的结果的准确性不高。
层次分析法	流程简单，评估过程被简化。能够分析出企业各个方面人物，股东、管理层等对公司的贡献。	赋权主观性高，在评价盈利能力上，不具有全面性和精确性。
灰色关联理论分析法	不需要提前处理大量的原始数据，也对样本量无要求，又可以定性分析与定量分析相结合，而且操作部复杂。	结论受指标变动影响大；数据对时间序列要求长。
熵权法	权重确定客观，科学，可避免主观臆断对评估结果的客观影响。同时，熵权法确定权重在指标较多时非常简单，节省人力成本。	需要大量指标，统计过程复杂。样本需求量大否则会影响其评价结果。
因子分析法	它具有简化多元变量关系和问题的优点。使用公因子原始数据进行评估，通过降维方式对各个影响因素进行测算分析，使评估数据具有可视性。	对特殊情况考虑不足，易出现信息遗漏，使得结果可能出现误差。
数据包络分析法	信息不用无量纲化处理，有利于处理复杂数据，选取多个影响因素作为评价标准，确保评估结果的真实可靠。	对数据的要求较高，且难以得出信息，只作相当性的对比，评价单元权重也不客观。

资料来源：相关文献阅读整理

通过表中的对比我们可以发现，因子分析的方法是利用对变量内部相互关联的依赖性进行分析的，把很多个因素或指标之间的联系用较少的数个因子来表示。也就是把相互关联的、较为紧密的数个变量归为一类，同一类别的变量就变成了一个因子，用较少的数个因子来体现初始变量大部分的信息。

尽管分类后的因子数目少于初始变量，但初始变量包含的信息都被保留下来，从而实现了对初始变量的降维。因子分析法并不是对初始变量的取舍，而是在原始变量的基础上，不受主观因素影响，对原始变量重构，从中抽取关键影响因素。再通过正交旋转，提升公因子的解释性。结合个案研究特点，选择因子分析法构建财务弹性的指标评价体系，得出财务弹性大小。

## （2）因子分析法的原理

因子分析的核心是在原始变量的基础上，不受主观因素影响，对若干原始变量重组，提取公因子。然后选择一种旋转方法旋转，把公因子方差贡献率和累积总方差

贡献率的比值做为权重，并将其与各因子得分进行加权计算，最终得出综合得分函数。假设共有 M 个初始变量，分别是 X1, X2, X3……XM，提取出 N 个因子且(N<M)，分别是 F1, F2, F3……FN，那么因子分析法的数学模型矩阵为  $X = A F + \epsilon$ ，即：

$$\begin{cases} X_1 = a_{11}F_1 + a_{12}F_2 + \dots + a_{1N}F_N + \epsilon_1 \\ X_2 = a_{21}F_1 + a_{22}F_2 + \dots + a_{2N}F_N + \epsilon_2 \\ \dots\dots\dots \\ X_m = a_{m1}F_1 + a_{m2}F_2 + \dots + a_{mN}F_N + \epsilon_N \end{cases}$$

在模型中 A 表示因子载荷矩阵，F 表示公因子， $a_{mN}$  为因子载荷，意为第 m 个原始变量在第 N 个公因子上的负荷。 $\epsilon$  是特殊因子，它表示除公因子之外的其它影响因素。

因子分析法流程如下所示：

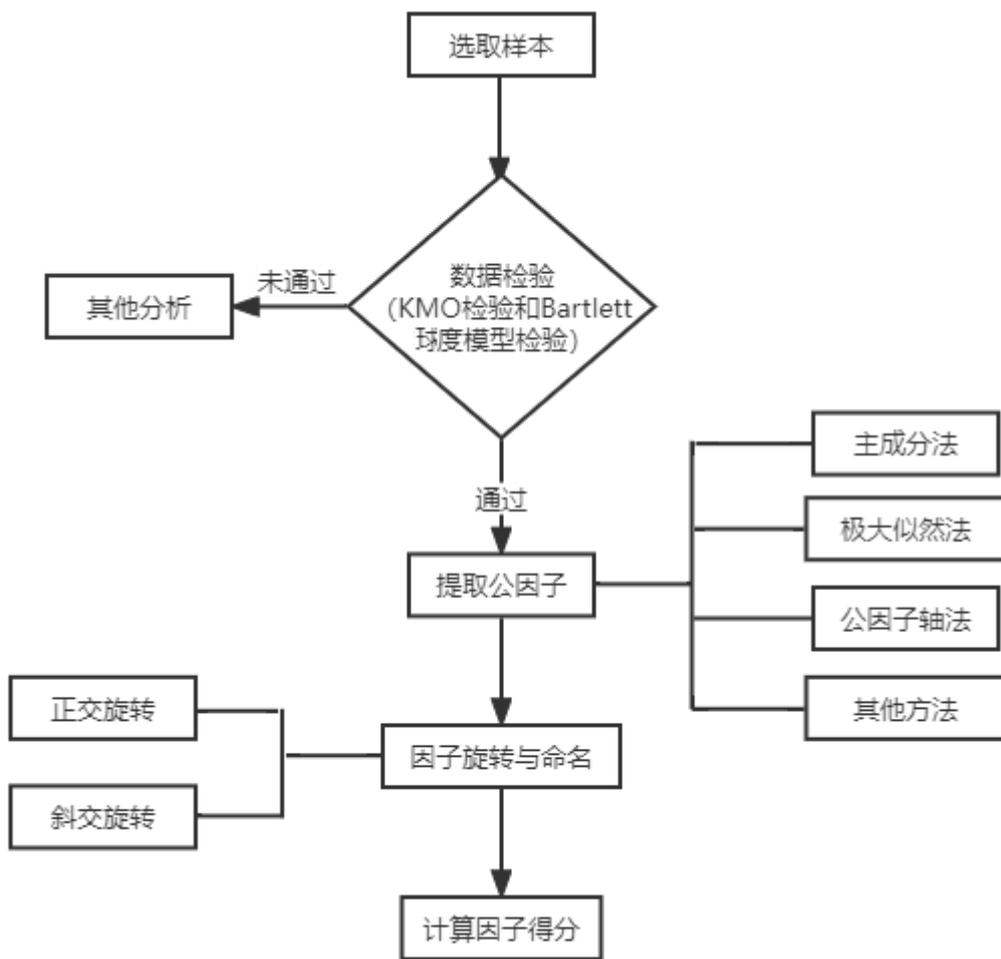


图4.6 因子分析法流程图

## 4.2.2 数据来源

研究数据的来源有国泰安数据库、年报和统计年鉴，对搜集到的资料利用 EXCEL 进行分析、汇总，得出所需的指标的初始值，建立财务弹性评价指标体系，最后用统计软件 SPSS26.0 对其进行分析。

## 4.2.3 指标选取与说明

综上所述，在研究方法方面，本文选择了因子分析法。同时，以利益相关者视角为基础，从债权人角度来看，它更多地关心企业能否按时偿还债务；从股东角度来看，他们最关心的始终都是怎样才能赚更多的钱。而管理者则比较关心企业如何才能合理分配和利用各项资源，避免资源浪费。

为了使选取的指标更适合医药行业，本文将按照全面性、代表性、适用性和实效性原则，在参考马春爱等学者指标选取的基础上，同时兼顾可操作性和哈药股份的实际状况，共选取九个财务指标，构建哈药股份财务弹性指标体系。具体说明如下：

现金持有方面：现金持有量资产比主要分析现金持有量状况，现金流量是一个公司的血液，不仅生产经营离不开资金的支持，而且还可以应对突发情况，所以，它的高低可以评价公司在面对紧急事件和维持正常生产经营能力的大小。仅仅看一个企业现金的持有量并不足以反映该公司真实的可支配现金的多少，还应该考虑偿还了短期债务后的现金余量资产比情况。除此之外，现金是企业通过生产经营取得的成果，所以，选取全部资产现金回收率来考察投入资产的现金回收情况。

融资能力方面：第一，选取（1-资产负债率）来考量企业可利用债务融资能力的大小；第二，用有息负债占资产的比例越高，也就是说明偿债压力越大，与此同时，财务弹性越小。第三，公司中强约束负债采用短期强约束债务资产比衡量，其占比越高，短期偿债压力越大。短期内约束较大的负债有：应付利息、短期借款、应交税费和一年内到期的非流动负债，该指标值的大小与财务弹性的高低是负相关关系。最后，在公司的负债组成中，短期负债属于一年之内要偿付的负债，这种负债会带来公司的还款压力更加迫切和直接，公司必须对还款的资金进行合理的分配，所以选择流动负债与总负债的比例来判断财务弹性的大小，该指标与财务弹性成负相关。

其他方面：本文还选择了一些能够影响企业财务弹性的指标，如：营运资本资产、

留存收益比率等。留存收益是公司在生产经营活动中获得的净利润中，没有将其分配给所有者而留在公司的利润，它包含了盈余公积和未分配利润两部分，同时也反映出了企业利用总资产获得利润的盈余能力。所谓的营运资本即流动资产与流动负债之差。所以，选取留存收益资产比和营运资本资产比作为其他影响财务弹性的指标，且该指标与财务弹性成正比。

综上，财务弹性的指标体系见表 4.3

表 4.3 财务弹性指标体系

类别	指标名称	计算公式	与财务弹性的关系	正向化处理
现金指标	现金持有量资产比 $X_1$	(货币资金+交易性金融资产)/总资产	正	
	现金余量资产比 $X_2$	(货币资金+交易性金融资产-短期借款-一年内到期的非流动负债)/总资产	正	
	全部资产现金回收率 $X_3$	经营活动现金净流量/平均资产总额	正	
融资指标	未使用举债能力 $X_4$	1-资产负债率	正	
	短期强约束债务资产比 $X_5$	(短期借款+应付利息+应交税费+一年内到期的非流动负债)/总资产	负	1-短期强约束债务资产比
	短期债务比 $X_6$	流动负债/总负债	负	1-短期借款/总资产
	资产有息负债率 $X_7$	有息负债/总资产	负	1-资产有息负债率
其他指标	留存收益资产比 $X_8$	(盈余公积+未分配利润)/总资产	正	
	营运资本资产比 $X_9$	(流动资产-流动负债)/总资产	正	

本文认为，以上指标界定清楚，能够很好地反映和解释哈药股份的财务弹性。同时，该方法的计算公式清晰，能够对具体的指标进行量化计算，减少了人的主观因素的影响，能够很好的反映哈药股份的实际财务弹性情况。

#### 4.2.4 财务弹性的因子分析

##### (1) 指标数据相关性检验

在使用因子分析法之前，需要对所选择的原始数据进行 KMO 和 Bartlett 检验，根据检验结果来确定财务弹性指标各原始变量之间的相关性，从而决定能否进行因子分

析。从图中可以看出，检验结果是  $KMO=0.686>0.5$ ,  $Sig=0.000<0.05$ ，这表明所选择的数据适用于做因子分析。

**KMO 和巴特利特检验**

KMO取样适切性量数		.686
巴特利特球形度检验	近似卡方	175.608
	自由度	36
	显著性	.000

**图4.7 KMO和巴特利特检验**

如下图4.8中的数据显示的是提取的公因子对变量的方差贡献率，如提取的公因子对现金余量资产比的方差贡献率为96.1%、对未使用举债能力的方差贡献率为98.2%等。

**公因子方差**

	初始	提取
现金持有量资产比	1.000	.945
现金余量资产比	1.000	.961
全部资产现金回收率	1.000	.775
未使用举债能力	1.000	.982
短期强约束债务资产比	1.000	.959
短期债务比	1.000	.857
资产有息负债率	1.000	.965
留存收益资产比	1.000	.922
营运资本资产比	1.000	.878

提取方法：主成分分析法

**图 4.8 变量共同度**

(2) 提取因子

本文哈药股份选取 2012-2021 年共计 10 年的数据，构建财务弹性指数计算财务弹性的综合得分。下表 4.4 为主成分分析结果，从图中可以看到，特性值超过 1 的为前两个因子，表明这两个公因子并没有损失太多的原始信息，因此，因子分析是有效的。

从分析结果可以得到提取的因子对全部变量的累计方差贡献，一般，累计方差贡献值超过 60%，就可以认为提取的因子可以很好的解释变量，如果累计方差贡献值超过 80%，则表明因素对变量的解释能力是很好。表 4.4 显示，哈药股份累积方差贡献率为 91.592%大于 60%，表明所抽取的头两个因子对原始信息的解释率达到 91.592%。由于因

子荷载矩阵并不是唯一的，因此，在这里，我们将使用最大方差法来对其进行旋转。经过旋转后，累计方差贡献率没有发生变化，但提取的公因子方差贡献率却有了变化，而且，在各个因素之间的方差贡献率差异缩小了，体现出了公因子的意义。

表 4.4 总方差解释

成分	初始特征值			提取载荷平方和			旋转载荷平方和		
	总计	方差%	累积 %	总计	方差%	累积 %	总计	方差%	累积 %
1	7.189	79.874	79.874	7.189	79.874	79.874	5.369	59.653	59.653
2	1.055	11.717	91.592	1.055	11.717	91.592	2.874	31.938	91.592
3	.416	4.617	96.209						
4	.220	2.447	98.656						
5	.098	1.090	99.746						
6	.015	.170	99.915						
7	.007	.081	99.996						
8	.000	.004	100.000						
9	7.221E-7	8.023E-6	100.000						

提取方法：主成分分析法

(3) 因子命名

因子命名就是对提取出的公因子按照所包含的变量的类型命名。成分矩阵经过旋转后更能够指导因子命名，如 4.9 图所示：

旋转后的成分矩阵 a

	成分	
	1	2
资产有息负债率	.941	.282
短期强约束债务资产比	.939	.279
未使用举债能力	.930	.342
留存收益资产比	.916	.288
营运资本资产比	.831	.432
短期债务比	.789	.483
现金持有量资产比	.154	.960
现金余量资产比	.593	.780
全部资产现金回收率	.455	.754

提取方法：主成分分析法

旋转方法：凯撒正态化最大方差法

a. 旋转在 3 次迭代后已收敛

图4.9 因子载荷矩阵

从图 4.9 可以看到，各个变量对公因子的贡献情况，以下是各变量因子表达式：

$$\text{资产有息负债率} = 0.941 \times F1 + 0.282 \times F2$$

$$\text{短期强约束债务资产比} = 0.939 \times F1 + 0.279 \times F2$$

$$\text{未使用举债能力} = 0.930 \times F1 + 0.342 \times F2$$

$$\text{留存收益资产比} = 0.916 \times F1 + 0.288 \times F2$$

$$\text{营运资本资产比} = 0.831 \times F1 + 0.432 \times F2$$

$$\text{短期债务比} = 0.798 \times F1 + 0.483 \times F2$$

$$\text{现金持有量资产比} = 0.154 \times F1 + 0.960 \times F_2$$

$$\text{现金余量资产比} = 0.593 \times F1 + 0.780 \times F2$$

$$\text{全部资产现金回收率} = 0.455 \times F1 + 0.754 \times F2$$

由图 4.9 可以看出，短期强约束债务资产比、未使用举债能力、资产有息负债率、短期债务比、留存收益资产比和营运资本资产比对提取出的公因子 F1 的贡献较大，它体现公司未使用的债务融资能力，命名为融资能力因子。F2 对现金余量资产比、全部资产现金回收率以及现金持有量资产比贡献最大，反映现金流存量情况，因此命名为现金流量因子。

#### (4) 计算因子得分

根据旋转后的因子成分得分系数矩阵，可以算出提取出的各个公因子的分数，最后以旋转后的各个公因子的方差贡献率占累积的总方差贡献率的比例为权重，然后对各个因子的得分加权，得到财务弹性的综合评分，也就是获得了财务弹性指数。下面的图表显示了经过旋转的成分得分系数矩阵。

成分得分系数矩阵

	成分	
	1	2
现金持有量资产比	-.297	.623
现金余量资产比	-.063	.333
全部资产现金回收率	-.106	.365
未使用举债能力	.226	-.102
短期强约束债务资产比	.253	-.150
短期债务比	.121	.051
资产有息负债率	.253	-.149
留存收益资产比	.241	-.134
营运资本资产比	.156	-.002

提取方法：主成分分析法

旋转方法：凯撒正态化最大方差法

图 4.10 成分得分系数矩阵图

根据图 4.10 可以得到主因子得分计算公式如下：

$$F1 = -0.297 \times X_1 - 0.063 \times X_2 - 0.106 \times X_3 + 0.226 \times X_4 + 0.253 \times X_5 + 0.121 \times X_6 + 0.253 \times X_7 + 0.241 \times X_8 + 0.156 \times X_9$$

$$F2 = 0.623 \times X_1 + 0.333 \times X_2 + 0.365 \times X_3 - 0.102 \times X_4 - 0.150 \times X_5 + 0.051 \times X_6 - 0.149 \times X_7 - 0.134 \times X_8 - 0.002 \times X_9$$

将所选取得 2012-2021 年哈药股份的 9 个指标的原始数值代入上式，计算出 F<sub>1</sub> 和 F<sub>2</sub> 的值，如表 4.5 所示：

表 4.5 哈药股份 2012-2021 年公因子得分

年份	F1	F2
2012	0.700399991	-0.256313566
2013	0.706319782	-0.284121589
2014	0.690275459	-0.229245181
2015	0.674805489	-0.216180372
2016	0.623465809	-0.029245458
2017	0.64596986	-0.138999301
2018	0.64660512	-0.195679119
2019	0.654918942	-0.333564067
2020	0.550378385	-0.306394676
2021	0.524837161	-0.246009956

### (5) 计算财务弹性指数

在此基础上，通过主成分分析的特征值和贡献率，得到由 F1 和 F2 两个公因子组成的一个线性综合财务弹性指标 F。其中，权重是取各个主成分相应的特征值与所抽取的主成分特征值的和的比重，从表 4.4 中可得 F1 和 F2 的权重分别为 59.653% 和 31.938%，两个公因子累计贡献率为 91.592%，可得财务弹性  $F = (59.653\% * F1 + 31.938\% * F2) / 91.592\%$ 。由此公式可以计算得 2012-2021 年哈药股份财务弹性指数 F 的值，如表 4.6 所示。

表 4.6 哈药股份 2012-2021 年财务弹性 F

年份	F
2012	0.366787689
2013	0.360946575
2014	0.369632385
2015	0.36411262
2016	0.395859513
2017	0.372245179
2018	0.352894745
2019	0.310229174
2020	0.251616829
2021	0.256038139

## 4.3 财务弹性的分析结果

通过从现金持有情况、负债融资情况以及权益融资情况的单指标分析，加上运用因子分析法的综合指标分析，可以得出以下结论：

表 4.5 哈药股份 2012-2021 年公因子得分

年份	F1	F2
2012	0.700399991	-0.256313566
2013	0.706319782	-0.284121589
2014	0.690275459	-0.229245181
2015	0.674805489	-0.216180372
2016	0.623465809	-0.029245458
2017	0.64596986	-0.138999301
2018	0.64660512	-0.195679119
2019	0.654918942	-0.333564067
2020	0.550378385	-0.306394676
2021	0.524837161	-0.246009956

从表 4.5 能够看出,企业的公因子 F1 融资能力因子得分,一直都是大于 0,但逐年递减的,由于因子 F1 对资产有息负债率、未使用举债能力、短期债务比、留存收益资产比、短期强约束债务资产比以及营运资本资产比贡献最大,说明哈药股份的融资能力相对来说是比较稳定的,但是得分逐年下降,融资难度不断上升,筹资风险的增大。

公因子 F2 现金流量因子得分一直小于 0 且在-0.02 和-0.33 之间波动,其中在 2019 年得分最低为-0.33,2016 年得分最高为-0.02。由于现金余量资产比、现金持有量资产比和全部资产现金回收率对因子 F2 对影响最大,主要反映经营活动产生的现金流量的情况,获利因子得分一直为负值,说明哈药股份的获利能力不稳定,企业的获利能力有待提高。

为了更好的了解企业的综合得分情况,对哈药股份 2012-2021 年财务弹性综合得分变化趋势做了折线图,如图 4.11 所示:

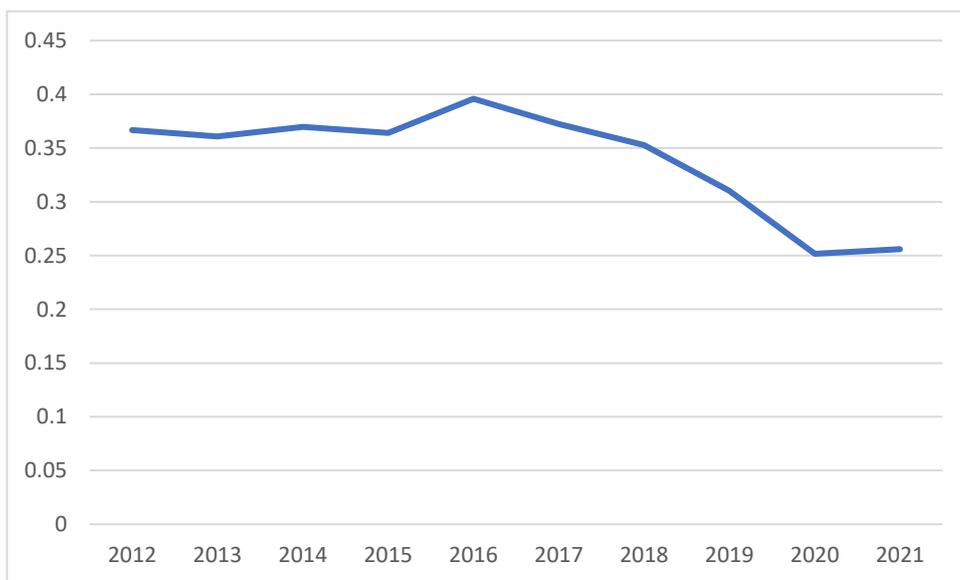


图 4.11 哈药股份 2012-2021 年财务弹性 F

从折线图中可以清晰的看到,2012 年至 2016 年哈药股份财务弹性处于略微波动上升的状态,到 2016 年达到最高点,2016 年至 2020 年呈现明显的下降趋势,到 2020 年下降到最低点,2021 年有所回升。总的来说 2012-2021 年哈药股份财务弹性在 0.25-0.39 之间波动,波动幅度较大。可见哈药股份目前的财务弹性水平存在较大问题。企业的发展情况不容乐观,存在较大的潜在财务风险。

## 5 哈药股份财务弹性存在问题与改进建议

### 5.1 存在问题

经多次计算，证明了该分析结果的正确性和有效性。可以通过分析抽取出来的公因子的得分情况对哈药股份的现金流量和融资能力进行评价。在此基础上，通过分析各指标的综合得分情况，来评价分析哈药股份财务弹性储备的好坏。因为因子名称的确定，并非完全依赖于因子的名字所表示的指标，而是由相关负荷所确定。因此，因子名称所表示的指标对该因子的影响是非常重要的，所以，通过分析提取的公因子，可以发现哈药股份财务弹性存在的一些问题。

#### 5.1.1 现金持有不足

现金因子在现金余量资产比、全部资产现金回收率和现金持有量资产比上，表现出了比较大的意义。该因子可以对高达到 31.938% 的样本量进行解释，作为能体现出财务弹性的第一个因素，因此对其进行了详尽的分析，从中可以发现影响哈药股份现金流性的关键指标有哪些。

表 5.1 哈药股份 2016-2021 年公因子 F2 反映具体指标数据

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
现金持有量资产比	0.308	0.256	0.172	0.054	0.076	0.124
现金余量资产比	0.301	0.241	0.154	0.003	-0.071	-0.049
全部资产现金回收率	0.185	0.011	0.058	-0.023	-0.061	-0.013
F2	-0.029	-0.139	-0.196	-0.334	-0.306	-0.246

公司在面对无法预料到的突发事件和行业环境变幻的时候，现金流就是一个公司的底气，所以公司出于对防范风险和投机的考虑会持有一些现金和流动性较强的资产。然而，从 2016-2021 年对哈药股份反映现金持有的指标以及公因子 F2 的得分来看，哈药股份存在现金持有不足的问题。主要表现在，在剔除了用于偿还短期债务的资金后，现金余量资产比持续下降，甚至在 2020 年和 2021 年企业的现金余量占总资产的比例出现了负值。这在一定程度上可以说明，哈药股份目前的现金持有量都不足以偿还即将

到期的短期债务，更不要说留存应对突发事件的资金了。另一方面，全部资产现金回收率指标也是连年下降，在2019-2021年均为零以下，说明企业资产产生现金的能力较弱，企业经营管理水平较低。现金持有量较低，使得公司没有更大的余地应对突发情况。在这些因素的综合影响下，公因子 F2 的得分越来越低。

### 5.1.2 再融资能力较弱

在分析了现金持有量问题后，还要从财务弹性第二个主要来源—融资能力角度分析。融资因子  $F_1$  在资产有息负债率、短期强约束债务资产比、未使用举债能力、短期债务比等指标上具有较大的反映意义，因子解释的样本量高达 59.653%，对财务弹性而言需要进行详细地分析，对最终结果有很大影响。

表 5.2 哈药股份 2016-2021 年公因子 F1 反映具体指标数据

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
资产负债率	0.551	0.546	0.528	0.475	0.337	0.344
短期强约束债务资产比	0.021	0.023	0.026	0.063	0.155	0.184
短期债务比	0.899	0.908	0.906	0.925	0.930	0.933
资产有息负债率	0.010	0.019	0.021	0.054	0.150	0.175
留存收益资产比	0.320	0.288	0.254	0.251	0.173	0.189
营运资本资产比	0.265	0.250	0.177	0.099	0.042	0.068
F1	0.623	0.646	0.647	0.655	0.550	0.525

从 2016-2021 年对哈药股份反映融资能力的指标以及公因子 F1 的得分来看，哈药股份存在融资能力较弱的问题。融资能力较弱主要体现在：第一，从表中可以看到，未使用融资能力逐年下降，说明企业在遇到资金困难时，想要获取债务融资难度越来越大；第二，因为有息负债是公司主动借款的一个较好的反映，所以当公司在到期时无力偿还债务时，公司很有可能会出现财务危机。如果再加上公司的有息负债的压力和风险，从公司的资产有息负债率上看，哈药股份的资产有息负债率不断升高，这意味着公司通过贷款等有息融资的手段，从银行或者其他金融机构中获取资金的可能性将在不断降低。第三，也要考虑短期内对公司有很强约束的债务，越是短期内有很强的约束，公司在短期内的偿还压力就会越大，包括短期借款，应付利息，应付税费，一年内到期的非流动性债务。从指表数据上可以看出，哈药股份的短期强约束债务资产比在逐年上升，这表明公司在短期中需要偿还的负债比例在上升，公司的偿债压力

在持续上升；第四，短期负债指的是一年之内就要支付的负债，这种负债会给公司带来更大的还款压力，公司需要对还款作出相应的安排，与其他融资指标的变动趋势一致，短期债务比也是逐年升高，说明企业目前对外需要偿还的短期负债数额较大，偿债压力大。综合上述四个指标来看，企业由于目前举债数额较大，因此再融资能力较差，未使用融资能力储备较低。

其次，公因子 F1 得分反映的其他两个指标还有留存收益资产比和营运资本资产比。留存收益资产比越大说明企业投入扩展经营的资金越少而留存企业的盈余越多。营运资本一般指营运资金。营运资本资产比越大说明企业在经营中可供运用、周转的流动资金越多。从指标的原始数据可以看出，哈药股份 2016-2021 年留存收益资产比总体呈下降趋势，说明企业近六年逐年加大对生产经营资金的投入量。但是营运资本资产比却是无法抑制的直线下降，说明减少留存收益而增加的生产经营的资金并不足以维持企业的生产经营。企业生产经营困难陷入资金短缺的困境。

### 5.1.3 权益融资难度较大

从企业的经营状况分析中，可以发现企业营业收入、净利润连年下降，盈利状况较差。要想获得权益融资，在符合了普通增发的条件之后，还需要符合一些特殊的规定，即除了满足三年盈利的条件外，还要加权平均净资产收益率超过 6%。从表中可知，哈药股份仅在 2016-2018 年这三年间近三年加权平均净资产收益率超过 6%，2020-2021 年这两年的近三年加权平均净资产收益率为负值。总的来说，2016-2021 年这六年哈药股份净资产收益率波动幅度较大，说明企业自有资金的创利能力不稳定，给股东带来的财富少，说明权益融资难度大。

表 4.1 哈药股份 2016-2021 年净资产收益率

年份	净资产收益率(加权)(%)	近三年加权平均净资产收益率(%)
2016	10.58	6.93
2017	5.6	7.79
2018	5.33	7.17
2019	0.94	3.95
2020	-24.12	-5.95
2021	10.13	-4.35

## 5.2 改进建议

在不断变化的市场环境下，为了提高市场竞争力，提高公司的经营绩效和市值，企业必须要维持必要的财务弹性。针对哈药股份从在的上述问题，可以通过以下方式来实现财务弹性管理，为公司建立一个“缓冲带”，来抵御不确定的风险。

### 5.2.1 增加现金持有

一定数额的现金不仅能满足公司的正常经营支出需求，而且能对公司应对突发事件进行有效的保障，也可以用于公司进行非常规的投资。从这一点可以看出，企业的现金储备在企业的发展中扮演着举足轻重的角色。因为我国的资本市场还不够健全，所以对外部融资有很大的限制，所以企业就必须用内源融资的方式来保留一些现金，提高现金持有水平。在企业面对意外的危机的时候，企业可以使用现金储备来补充营运资金，从而保持企业的正常经营，达到可持续发展的目的。在此基础上，本文提出了一种新的解决思路：在我国上市公司面临普遍风险的情况下，公司可以利用充足的资金储备进行跨国收购。在产业重组的时候，充足的资金可以帮助公司把握投资机遇。相反，如果现金持有水平比较低，那么企业的生产经营就会很容易受到负面影响。

在 2016 年医改政策实施之前，哈药股份储备了一些财务弹性，这为企业应对医改政策提供了极大的支持。之后为了维持企业在行业中的竞争力，不断的投资研发新产品和新冠疫情的冲击下，消耗了前期储备的现金，现金储备不足对企业发展产生了不利影响。根据哈药股份实际情况，公司可以通过如下 4 个途径增加现金储备：

第一，加快应收账款回收速度，减少应收账款对资金的占用，提高公司的现金累积量；第二，在不损害公司声誉的情况下，充分利用商业信用，尽量延缓公司应付账款的支付，延缓公司现金外流的速度。第三，关注资金进出的时序匹配，减少企业的往来资金结余；第四、提高公司的经营水平，提高资本的利用效率。

现金持有量太大，则意味着资源的闲置与浪费和机会成本的增加，所以公司要把现金持有量控制在合理区间。另外，储备多少现金，应该根据企业自身情况和企业内外部环境的变化适时调整，而不是一经确定就一成不变。当外部环境明朗、可预见性比较高时，此时保持低的现金持有量对企业来说是有利的，可以将更多的资金投入产品研发，来夯实市场地位，提高产品竞争力；相反企业应该储备较多现金。就哈药股

份目前所处环境和企业自身财务状况来看，企业应该适当提高现金储备量。

## 5.2.2 降低财务杠杆

虽然举债在一定程度上可以起到节税作用，减少了公司的资金成本，但是债务的增加的同时提高了公司的财务风险。随着中国经济体制的逐步完善，“去杠杆”对于公司的可持续发展来说是必要的。公司应该降低财务杠杆，将部分的债务融资能力保留下来，这样才能够对公司今后的投资和发展有利，从而增加公司的未用举债能力储备量。具体而言，公司可以通过以下三种方式来降低财务杠杆：

### （1）严格控制债务规模

哈药股份的资产负债率始终高于行业平均水平，是由于哈药股份一直比较注重药品的研发，在研发上需要大量的资金支持。高的负债水平，使得企业不得不承担巨大的到期还本付息的压力。所以，公司应该将债务风险预警机制构建好，对数额较大的借贷，或者资产负债率超过一定水平后的借贷，加大审核力度，负债水平过高对公司的正常运营情况造成不利的影响。此外，公司还要完善外部担保的批准流程，防止或有债务的产生。

### （2）优化企业债务结构

首先，促使公司进行负债的清理与整合。减少无用的债务，加速资本的流动，降低企业的资产负债率。其次，要在政策许可的条件下，发挥多方面的作用，综合利用资产盘活、公债发行、银行贷款等方式，优化债务结构。最后，减轻公司的融资压力。加速公司信用债券产品的创新，增加其种类，促进公司在控制风险的基础上，通过债券市场来增加直接融资的比例，并对公司的债务结构进行优化。因此，必须强化资本的集中化管理和资本的内部流通，才能有效地提升资本的利用效率。要充分运用政府扶持的担保机构等手段，来提升公司的资信水平，减少公司的融资成本。

### （3）债转股

2016-2021年，哈药股份债务不断攀升，债务集中偿还的风险较大。在此基础上，结合当前的负债状况和资本市场情况，进行“债转股”的探索。利用债转股，可以减轻公司的财务压力，还可以进一步降低公司的财务杠杆率，为公司在未来的投资过程中，积累一些债务融资的能力。

### 5.2.3 拓宽融资渠道

哈药股份后期对外大幅举债，使得前期储备的未使用融资空间使用过多，发展的后劲不足。急需扩大资金来源渠道，来满足日常经营过程的资金需要，从而在更大程度上提高再融资能力。根据哈药股份具体情况，提出了以下两个方面的建议：

#### （1）增加对商业票据的利用

在哈药股份的流动负债之中，2020-2021年短期借款占比高于应付票据占比。这对哈药股份的市场适应性产生了很大的影响。首先，银行提供的信用额度可以给企业提供相当数量的资金；其次，商业票据的使用可以帮助公司在市场剧烈波动的情况下，做出正确的投资决策。哈药股份应当更多地利用商业票据来帮助公司应付不稳定的资本要求，提高公司的财务弹性。

#### （2）使用债券融资

与发行公债相比，哈药股份更愿意从银行贷款融资。公司在上市后进行融资的时候，但从来没有发行过债券。与银行贷款相比，债券融资具有更加长远和稳定的优点。而且，公司债券的发行对象很广，有很大的市场容量，所以融资的金额也比较大。企业在取得长期借款的时候，银行等金融机构通常会有许多额外的限制条件，如，限制发放现金股利、对外投资，出售资产等。这些限制会对公司随后的融资造成负面的影响，从而降低公司财务弹性。然而，长期债券的发行对公司的资本规模和风险控制要求不高，这对公司的保持财务弹性有利。综上，结合哈药股份具体情况，债券融资方式不失为一种好的融资渠道。

### 5.2.4 调整股利分配政策

从表 5.1 中可以看出，2015-2021 年哈药股份共进行了四次股利分配，其中三次是分配现金股利，2015 年派发现金股利 19.17 亿元，2016 和 2017 年分别派发 12.7 亿元。2018 年-2021 年企业经营盈利能力减弱，未进行股利的发放。因此，可以看出，哈药股份的股利分配政策以现金股利为主，非现金股利为辅。

表 5.1 哈药股份股利分配情况

分红年度	分红方案	现金股利数额（亿元）
2015 中期	10 派 10 元（含税）	19.17
2015	10 转增 3 股	——
2016	10 派 5 元（含税）	12.7
2017	10 派 5 元（含税）	12.7
2018	未分配	——
2019	未分配	——
2020	未分配	——
2021	未分配	——

资料来源：东方财富网

针对目前哈药股份实际经营情况和未来发展的不确定性而言，建议采取非现金股利的分配政策，如，股票回购或发放股票股利。尽管给股东发放现金红利可以降低代理费用，但公司现有的资金储量不够，按照哈药股份目前情况来看，无需担心代理费用过高。此外，使用非现金股利不仅可以提高企业的资金储备，而且相对于使用现金股利来说，它具有更大的财务弹性，在完成股利分配的同时，还可以促进股价的上涨。另外，非现金股利也可以有多种方式，比如剩余股利政策、固定比例的股利政策、固定股利政策等等，这些方式都可以帮助公司获得财务弹性。在当前的情况下，采用低股利策略是一种较为合理的做法。

公司经营环境的不确定是财务弹性管理的一个主要背景，如今，公司的经营正面对着越来越激烈的环境变化，应该把财务弹性管理融入到企业的管理体系和财务运营体系之中，把保持适当的财务弹性水平作为一个经营目的来运营公司，这样才可以继续保持自己的竞争优势，提高公司的可持续发展能力。

## 6 研究结论与展望

### 6.1 研究结论

本文以有关理论和国内外的研究现状为基础，对其内容及主要来源等展开了深入的探讨，结果表明：企业的财务弹性主要来自于现金流存量、未使用负债融资能力、权益融资能力三个方面。以不确定性理论、优序融资理论和动态能力理论为理论基础，解释了财务弹性存在的原因和意义，梳理了财务弹性对企业经营的必要性。其次，以哈药股份为研究对象，对哈药股份财务弹性的现状进行分析，并利用因子分析法构建财务弹性评价指标体系，准确计量财务弹性的高低，发现哈药股份财务弹性存在的问题以及提出改进建议。研究结论如下：

(1) 对哈药股份财务弹性的分析具有必要性。通过财务状况的分析发现，哈药股份财务状况较差，而且受行业政策以及外部环境波动影响大，所以分析其财务弹性具有必要性。

(2) 在研究期内哈药股份财务弹性先增大后减小。根据因子分析法构建的财务弹性评价指标体系计算结果可知，2012-2016年是财务弹性的上升阶段，这段时间储备了一定的财务弹性，2016年之后财务弹性开始连年下降，在波诡云谲的市场中，哈药股份应对风险、抓住最佳投资时间的能力较弱。

(3) 从具体指标来看，对哈药股份财务弹性影响较大的指标有：现金余量资产比现金持有量资产比、资产负债率。从公因子角度来看，现金流量因子最重要。鉴于这个原因，企业首先应该从增加现金留存量方面入手优化。

(4) 哈药股份财务弹性的储备建议。经过分析，发现哈药股份存在现金持有不足以及外部融资困难的问题。分别从提高现金持有量、降低企业负债水平和优化企业负债结构三个方面对哈药股份储备财务弹性提出建议，同时为同行业企业给予启示。

在医药业不断革新的情况下，合理保持财务弹性对企业立足市场很关键。因而，本文对哈药股份的财务弹性深入的探讨，对同行业企业具有一定的借鉴作用。所以，公司应该尽力改变思维，多注意企业目前的财务弹性水平，对财

务资源进行科学的分配，要对与之有关的各项工作进行不断的提高和改善，要在接纳外界的改变的过程中，积极地去适应和去回应这些改变，从而获得更大的竞争优势，让公司获得更多的发展机会。

## 6.2 展望

本文对哈药股份的财务弹性的现状及财务弹性进行了深入的分析，尽管本文有着一些局限性和缺陷，但是对于对财务弹性进行了深入研究，在一定程度上拓展了已有的研究领域，充实了这方面的研究成果。在对国内外有关文献进行了分析与梳理后，本文对财务弹性的研究提出了如下展望：

（1）因为难以对非财务因素进行定量，所以在计算财务弹性的时候，主要考虑了财务因素的影响。然而，非财务因素对财务弹性的作用仍然无法被忽视，在某种程度上存在片面性。所以，在之后的研究中，应当思考怎样才能对非财务因素进行一个比较理性的定量，从而进一步地对其进行改进和完善财务弹性评价指标体系。

（2）企业维持财务弹性需要付出一些代价，其中包括增加的机会成本和丧失税收庇护效应等。要想维持财务弹性，就要兼顾到成本与效益，所以对于这一问题的研究还需要学术界进一步的探讨。

## 参考文献

- [1] Arslan O, Florackis C, Ozkan A. Financial flexibility, corporate investment and performance: evidence from financial crises[J]. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2014, 42(2): 211-250.
- [2] Arslan, Chrisostomos Florackis and Aydin Ozkan: How and Why Do Firms Establish Financial Flexibility, [J]. 2008.
- [3] Bancel F, Mittoo U R. The determinants of capital structure choice: a survey of European firms[J]. *Financial Management*, 2004, 33(4): 103-132.
- [4] Brian Clark: The Impact of Financial Flexibility on Capital Structure Decisions: Some Empirical Evidence, [J]. *Management Science Letters*, 2019.
- [5] Byoun S. How and when do firms adjust their capital structures toward targets? [J]. *Journal of Finance*, 2008, 63(6): 3069-3096.
- [6] Campello M, Graham J R, Harvey C R. The Real Effects of Financial Constraints: Evidence from a Financial Crisis [J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 97( 3) : 470-487.
- [7] De Angelo H, De Angelo L. Capital structure, payout policy and financial flexibility [J]. 2007-10-10.
- [8] Duchin R, Ozbas O, Sensoy B A. Costly External Finance, Corporate Investment, and the Subprime Mortgage Credit Crisis [J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 97(3): 418-435.
- [9] Faulkender, Michael, and Rong Wang: Corporate Financial Policy and the Value of Cash, *Journal of Finance*, 2006(61).
- [10] Ferreira M A, Vilela A S. Why do firms hold cash? Evidence from Emu countries [J]. *European Financial Management*, 2004, 10(2): 295-319.
- [11] Gamba A, Triantis A. The value of financial flexibility [J]. *Journal of Finance* Forthcoming, 2008, 63(5): 2263-2296.
- [12] Gilson S C, Warner J B. Junk bonds, bank debt and financial flexibility [J]. 1997-10-20.
- [13] Graham J R, Harvey C R. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field [J]. *Journal of Financial Economics*, 2001, 60(2-3): 187-198.
- [14] Heath L C. Financial reporting and the evaluation of solvency [J]. *New York: 9 American Institute of Certified Public Accountants*, 1978, 1-153.

- [15] Iona A, Leonida L, Ozkan A. Determinants of financial conservatism: evidence from low leverage and cash-rich UK firms[J]. University of York Discussion Papers in Economics, 2004, 24(1): 1699-1785.
- [16] Joaquim F, Jose D C, Ana P G. Low-leverage policy dynamics: an empirical analysis[J]. Review of Accounting and Finance, 2016, 15(4): 114-127.
- [17] Marchica, Mura R. Financial flexibility, investment ability and firm value: evidence from firms with spare debt capacity[J]. Financial Management, 2010, 39(4): 1139-1365.
- [18] Minton B A, Wruck K H. Financial Conservatism: Evidence on Capital Structure from Low Leverage Firms[J]. SSRN Electronic Journal, 2001.
- [19] Oded J. Payout policy, flexibility and agency costs of free cash flow[J]. Journal of Corporate Finances, 2008, 52(2): 201-232.
- [20] Opler T, Pinkowitz L, Stulza R, et al. The determinants and implications of corporate cash holdings[J]. Journal of Financial Economics, 1999, 52(1): 3-46.
- [21] Ryya Darabi, Salah Mohamadi, Ahmad G Hasemi and Shanaz Forozan: The Relationship between Financial Flexibility and Capital Structure Decisions, Research Journal of Applied Sciences, Engineering and Technology, 2013, 5(14).
- [22] Shigeo T. Preserving and Exercising Financial Flexibility in the Global Financial Crisis Period: The Japanese Example[J]. Journal of Corporate Accounting & Finance, 2016, 27(4): 34-56.
- [23] Singh K, Hodder J E. Multinational Capital Structure and Financial Flexibility[J]. Journal of International Money and Finance, 2015, 19(6): 853-884.
- [24] 曹红霞. 董事长特征、投资行为与公司财务弹性[J]. 财会月刊, 2017(29): 29-36.
- [25] 曾爱民, 曾慧宇. 财务柔性与企业价值—基于资本市场与产品市场路径的研究[J]. 财会学习, 2019(14): 24-25.
- [26] 曾爱民, 魏志华. 融资约束、财务柔性与企业投资—现金流敏感性—理论分析及来自中国上市公司的经验证据[J]. 财经研究, 2013, 39(11): 48-58.
- [27] 曾爱民, 张纯, 魏志华. 金融危机冲击、财务弹性储备与企业投资行为[J]. 管理世界, 2013, (4): 107-120.
- [28] 曾爱民. 财务弹性与公司投融资行为研究[J]. 北京: 中国财政经济出版社, 2011, 15-18.

- [29] 仇冬芳, 马彩霞, 耿成轩. 环境不确定性、融资约束与现金持有价值—来自 A 股上市公司的经验数据[J]. 软科学, 2017, 31(3):49-53.
- [30] 崔也光, 由晓玮. 财务柔性政策选择与研发投入—基于企业技术水平的调节效应[J]. 首都经济贸易大学学报, 2019, 21(05):92-102.
- [31] 董理, 茅宁. 公司成熟度、剩余负债能力与现金股利政策—基于财务弹性视角的实证研究[J]. 财经研究, 2013, 39(11):59-68.
- [32] 付玉梅, 张丽平, 李文聪. 宏观经济不确定性、多元化与财务弹性[J]. 财经论丛, 2019(01).
- [33] 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[J]. 会计研究, 2008(05):3-9+95.
- [34] 顾乃康, 万小勇. 现金持有水平、投资者保护与关联交易[J]. 广东金融学院学报, 2011, 26(02):118-128.
- [35] 顾研, 周强龙. 宏观经济不确定性、融资环境预期与企业杠杆[J]. 金融评论, 2018, 10(01):11-27.
- [36] 韩鹏. 基于财务弹性指数的最佳现金持有量测度[J]. 财会月刊, 2010(15):57-58.
- [37] 何红渠, 梁言彦. 管理层能力与财务弹性—基于市场化进程与产权性质的调节作用[J]. 财会通讯, 2020(09):65-71.
- [38] 何靖. 信贷配给、流动性冲击和民营企业现金持有[J]. 南方经济, 2011(09):57-72.
- [39] 何青, 李皓鹏. 融资约束、现金持有量与企业投资时机选择[J]. 南开经济研究, 2013, (3):67-82.
- [40] 江少波, 施仲波, 于敏, 唐韶. 企业高管特征对财务弹性的影响[J]. 会计之友, 2019(16).
- [41] 姜英冰. 财务灵活性—资本结构安排的新角度[J]. 财会通讯, 2002(02):12-14.
- [42] 刘孟晖, 王晴云. 浅析万丰奥威异常高股利与财务弹性[J]. 财会月刊, 2017(19).
- [43] 刘孟晖, 许芳芳. 投资扩张行为与财务弹性分析—基于万科 A 的案例[J]. 财会通讯, 2016(26):91-93.
- [44] 刘名旭, 李来儿. 战略差异、财务柔性 with 经营业绩波动[J]. 山西财经大学学报, 2019, 41(12):80-92.
- [45] 卢意. OPM 战略、财务弹性与风险控制—基于苏宁云商、国美电器的案例分析[J]. 财会学习, 2018(01):229-230.

- [46] 马春爱, 安慧慧. 财务弹性影响因素的宏微观分析[J]. 财会月刊, 2013(16):104-106.
- [47] 马春爱, 易彩. 管理者过度自信对财务弹性的影响研究[J]. 会计研究, 2017(07):75-81+97.
- [48] 马春爱. 企业财务弹性指数的构建及实证分析[J]. 系统工程, 2010, 28(10):61-66.
- [49] 潘开灵, 徐晨曦, 白露珍. 高管薪酬激励、财务柔性与企业绩效—来自石油化工上市公司的数据[J]. 财会通讯, 2019(15):47-50.
- [50] 任莉莉, 张瑞君. 供应商集中度、财务柔性与企业研发投入[J]. 研究与发展管理, 2019, 31(02):67-77.
- [51] 宋广蕊, 马春爱. 市场化程度、财务弹性与公司增长的关系研究[J]. 中国注册会计师, 2017(07):75-79.
- [52] 万良勇, 饶静. 不确定性、金融危机冲击与现金持有价值—基于中国上市公司的实证研究[J]. 经济与管理研究, 2013(05):63-71.
- [53] 王满, 许诺, 于浩洋. 环境不确定性、财务柔性与企业价值[J]. 财经问题研究, 2015, (6):130-137.
- [54] 王志强, 张玮婷. 上市公司财务灵活性、再融资期权与股利迎合策略研究[J]. 管理世界, 2012(07):151-163.
- [55] 吴晓芬. 产权性质、CFO 背景特征与财务弹性—基于管理防御视角[J]. 财经理论研究, 2019(03):105-112.
- [56] 谢冰. 财务柔性对企业价值的影响研究—基于企业成长性的调节效应[J]. 价格理论与实践, 2018(12):167-170.
- [57] 谢盛纹. 浅谈财务弹性分析[J]. 财会月刊, 1998(07):18-19.
- [58] 徐炜, 肖智. 财务柔性储备对高新技术企业财务危机的非线性影响[J]. 管理现代化, 2018, 38(02):56-58.
- [59] 杨柳, 潘镇. 财务柔性与企业绩效的动态关系—基于融资约束与代理成本的调节效应分析[J]. 经济与管理研究, 2019, 40(04):125-144.
- [60] 杨兴全, 孙杰. 企业现金持有量影响因素的实证研究—来自我国上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2007(06):47-54.
- [61] 张改清, 祁怀锦. 宏观政策调整下企业社会资本与财务弹性储备决策[J]. 当代财经, 2017(01):123-132.
- [62] 张铭芸. 财务弹性对上市公司业绩的影响[J]. 中国商贸, 2014(08):49-50+53.

- [63] 张信东, 陈艺萍. 企业生命周期、财务弹性供给与资本结构决策[J]. 山西大学学报(哲学社会科学版), 2015, 38(04):131-139.
- [64] 赵蒲, 孙爱英. 财务保守行为:基于中国上市公司的实证研究[J]. 管理世界, 2004(11):109-118.

## 致谢

此去经年，应是良辰好景虚设。三年的研究生生活即将告一段落。文墨搁笔，思绪万千，三年一瞬，终将离别。从2020的初秋开始，到2023的仲夏结束，三年的时间就像烟花一样，在我的眼中，每一个画面与细节，都是回忆。感谢我的学校，见证了我的青春，也见证了我的成长。在这三年里，或遗憾，或喜悦，或满足，更多的还是感谢。感谢在这期间遇见的每一个人，相逢即是缘，愿大家生活美满，前程似锦。

春晖寸草，山高海深。首先感谢我的父母，二十多年以来一直都尊重、支持我的选择，并给予我耐心温柔的照顾，希望未来我也可以成为为你们遮风挡雨。祝我的家人福寿安康，平安顺遂。

山高水远终有尽头，为我师之恩日月长。非常感激我的导师雒京华教授，她能从繁忙的课堂上抽出空来批阅并校订我的文章。在我的写作中，从最初的选题、答辩，到最终的完成初稿，雒老师都给予了我详细的指导和提出了宝贵的建议，所以我的论文才能够顺利完成。您那一丝不苟的学风和深厚的学识让我获益良多，感谢敬业负责的良好师，让我更加坚定对专业的热爱。

山水一程，三生有幸。感谢我的舍友和同师门的同学，从陌生到熟悉，相互包容，相互信任，正是有你们，让我的研究生生活更加丰富多彩，不留遗憾，只道谢，不道别，早晚复相逢。感谢你们给予我的鼓励和帮助，祝你们前程万里、未来顺风顺水。

以梦为马，不负韶华。最后，感谢自己的努力与坚持，感谢自己的勇气与选择。行文至此，感慨万千。正式告别我的学生时代，感谢所有经历，感恩所有遇见。落笔为终，论文停留致谢，人生还得书写。