

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741



硕士学位论文
(专业学位)

论文题目 贵人鸟多元化战略下的财务弹性研究

研究生姓名: 齐丹蓉

指导教师姓名、职称: 苏耀华 副教授 吕松 高级会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 成本与管理会计

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： 齐丹蓉 签字日期： 2023.6.2

导师签名： 苏耀华 签字日期： 2023.6.5

导师(校外)签名： 苏耀华 签字日期： 2023.6.8

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： 齐丹蓉 签字日期： 2023.6.2

导师签名： 苏耀华 签字日期： 2023.6.5

导师(校外)签名： 苏耀华 签字日期： 2023.6.8

Research on Financial Flexibility under the Diversification Strategy of Guirenniao

Candidate: Qi Danrong

Supervisor: Su Yaohua Lv Song

摘要

随着建设体育强国远景目标的提出,越来越多的人参与到体育运动中,给运动行业带来发展契机的同时,也加剧了行业的竞争压力,单一的业务经营模式已不能满足传统运动行业的发展需要,越来越多的企业通过多元化战略转型寻求新的业务增长点。而多元化战略下企业的资金储备关系到企业财务弹性水平的高低,财务弹性的强弱是保证企业顺利实施多元化战略的重要因素。

本文采取案例研究法,以运动行业第一家 A 股上市的公司贵人鸟为研究对象,重点探究其多元化战略下的财务弹性。首先,梳理多元化战略和财务弹性相关文献和理论为案例研究提供理论基础。其次,对贵人鸟多元化战略的实施历程、类型及资金来源等基本情况介绍,并具体分析其进行多元化战略的动因。再次,从现金指标、杠杆指标和外部融资成本指标三方面对贵人鸟多元化战略下的财务弹性进行分析。接着通过综合财务弹性指标体系,运用熵值法和变异系数法进行赋权,计算贵人鸟的综合财务弹性指数,更清晰地展现公司多元化战略下财务弹性的变化。最后具体分析贵人鸟财务弹性变化的原因,并提出相应的建议。

研究发现,贵人鸟实施多元化战略后的财务弹性不断恶化,其主要原因有资本结构不合理、主营业务经营不佳、新旧业务未实现协同效应、资金利用率不高以及现金流管理能力较低。因而从开拓多元化融资渠道、重视主营业务经营、发展相关多元化、提高资金利用率、完善现金管理体系几方面提出防范财务弹性恶化的建议,以期为其他正在实施多元化战略的企业提供一定的参考价值。

关键词: 多元化战略 财务弹性 协同效应 贵人鸟

Abstract

With the vision of building a strong sports country, more and more people are participating in sports, which brings development opportunities to the sports industry and also intensifies the competitive pressure of the industry. A single business operation mode can no longer meet the development needs of the traditional sports industry, and more and more enterprises seek new business growth points through diversification strategy transformation. The capital reserve of enterprises under diversification strategy is related to the level of financial elasticity of enterprises, and the strength of financial elasticity is an important factor to ensure the smooth implementation of diversification strategy.

This paper adopts a case study approach, taking Guirenniao, the first A-share listed company in the sports industry, as the research object, focusing on its financial elasticity under its diversification strategy. First, the literature and theories related to diversification strategy and financial elasticity are combed to provide a theoretical basis for the case study. Second, we introduce the basic information about the implementation history, types and funding sources of Guirenniao's diversification strategy, and specifically analyze the motivation of its diversification strategy. Again, the financial elasticity of Guirenniao under its diversification strategy is analyzed from three aspects: cash indicators, leverage indicators and external financing cost indicators. Then, through the

comprehensive financial elasticity index system, the entropy value method and the coefficient of variation method are used to assign weights and calculate the comprehensive financial elasticity index of Guirenniao, so as to show more clearly the changes of financial elasticity under the company's diversification strategy. Finally, the reasons for the changes in financial elasticity of Guirenniao are specifically analyzed and corresponding suggestions are made.

The study found that the financial flexibility of the bird after implementing diversification strategy was deteriorating, the main reasons are unreasonable capital structure, poor operation of main business, no synergy between new and old business, low capital utilization and low ability of cash flow management. Therefore, some suggestions are put forward to prevent the deterioration of financial flexibility from the following aspects: opening up diversified financing channels, paying attention to the main business operation, developing related diversification, improving the utilization rate of funds and perfecting the cash management system. In order to provide some reference value for other enterprises that are carrying out diversification strategy.

Keywords: Diversification strategy; Financial flexibility; Synergistic effect; Guirenniao

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景及意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 文献综述	3
1.2.1 多元化战略相关研究	3
1.2.2 财务弹性相关研究	6
1.2.3 企业战略与财务弹性相关研究	8
1.2.4 文献述评	9
1.3 研究内容及方法	10
1.3.1 研究内容	10
1.3.2 研究方法	11
2 相关概念和理论基础	13
2.1 相关概念	13
2.1.1 多元化战略	13
2.1.2 财务弹性	13
2.2 理论基础	14
2.2.1 范围经济理论	14
2.2.2 协同效应理论	14
2.2.3 优序融资理论	15
2.2.4 实物期权理论	15
3 贵人鸟多元化战略的案例介绍	17
3.1 公司概况	17
3.2 贵人鸟多元化战略简介	17
3.2.1 贵人鸟多元化战略的实施历程	17
3.2.2 贵人鸟多元化战略的类型	19
3.2.3 贵人鸟多元化战略的资金来源	20

3.3 贵人鸟实施多元化战略的动因	20
3.3.1 应对行业竞争，提高市场份额	20
3.3.2 改变盈利模式，降低经营风险	21
3.3.3 拓宽销售渠道，追求协同效应	21
4 贵人鸟多元化战略下的财务弹性分析	23
4.1 以现金指标衡量财务弹性	24
4.1.1 横向比较	24
4.1.2 纵向比较	26
4.2 以杠杆指标衡量财务弹性	28
4.2.1 横向比较	28
4.2.2 纵向比较	29
4.3 以外部融资成本指标衡量财务弹性	31
4.4 综合财务弹性测算	33
4.4.1 计算各项二级指标权重	34
4.4.2 计算各项一级指标权重	36
4.4.3 计算综合财务弹性	38
5 贵人鸟多元化战略下财务弹性恶化的原因及建议	39
5.1 贵人鸟财务弹性恶化的原因	39
5.1.1 资本结构不合理	39
5.1.2 主营业务经营不佳	41
5.1.3 新旧业务未实现协同效应	42
5.1.4 资金利用率不高	43
5.1.5 现金流管理能力较低	45
5.2 贵人鸟多元化战略下防范财务弹性恶化的建议	46
5.2.1 开拓多元化融资渠道，优化资本结构	46
5.2.2 重视主营业务经营，提高盈利能力	47
5.2.3 发展相关多元化，提高协同效应	47
5.2.4 提高资金利用率，保障资金需求	48
5.2.5 完善现金管理体系，保持现金流稳定	48

6 研究结论与不足	50
6.1 研究结论	50
6.2 研究不足	50
参考文献	52
致谢	57

1 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

随着经济的高速发展，外部市场环境不断更迭变化，企业为了谋求可持续发展做出了各种努力。一些企业可以利用技术创新达到产业升级的目标，但这对其所处行业以及技术能力提出了很高的要求，因此，大多数企业不能通过这种方法获得发展，纷纷开始通过实施多元化战略来扩张业务范围，希望以此来改进企业的经营方式，实现可持续发展。一些企业通过这一战略迅速发展壮大，但更多的企业盲目进入不熟悉的业务领域引起了资金链短缺等问题，而导致企业停产或破产。由此可见，财务问题对处于动态竞争环境中的企业至关重要，企业只有提前进行财务弹性的储备，才能保持持久的竞争优势，不断发展壮大。财务弹性反映了企业以较低的成本取得财务资源、处理未知事件以及把握良好投资机遇的能力，适度的财务弹性空间有利于降低企业资金短缺的风险，同时也能使企业适时把握投资机遇，实现更好的发展。然而财务弹性过高也会为企业带来负债利息的抵税效应减弱、资金利用效率不高等负面效果。因此，在我国企业纷纷进行多元化战略转型的背景下，保持适当的财务弹性至关重要。

现有文献研究了多元化战略下，企业现金持有水平、资本结构、投资能力等财务弹性来源的变化，从而可以看出多元化战略确实会对企业的财务弹性产生一定的影响，但这种影响没有形成一个定论。一方面多元化战略下资金需求大，可能会造成财务杠杆高、现金流趋于紧张，甚至导致现金流断裂，降低企业应对外部风险的能力，从而降低财务弹性；另一方面多元化战略的实施有利于企业抓住未来投资机遇，提高财务弹性。所以，随着企业多元化战略的实施，其现金结构、杠杆水平给财务弹性带来的变化以及如何保持合理的财务弹性水平使之与企业战略目标达成一致是一个值得研究的问题。

随着全民健身国家战略的提出和居民消费水平的不断提升，更多的人开始参与各种体育运动。2021年3月，全国人大发布的《第十四个五年规划和2035年

远景目标纲要》中明确提出建设体育强国的目标，有利于我国运动行业多样化和常态化发展，对我国运动行业的发展具有重要意义。同时，国内一线城市被国外品牌占领、产品日趋同质化以及原材料价格不断上升等加剧了运动服饰企业的竞争压力，单一的业务经营模式已不能满足传统服饰企业的发展需要。因此，我国多数运动企业都开始通过多元化战略转型，占领不同领域的市场，来寻求新的业务增长点。

贵人鸟是我国首个登陆 A 股的运动品牌，公司市值曾经突破 400 亿元，但是从 2018 年开始，却一直处于亏损状态，直至 2020 年，其市值更是跌落到了 14 亿元，降幅达到 96%。公司从 2015 年开始进行多元化战略转型，到 2018 年共实施了数十次多元化扩张行为，但都没有达到预期效果，最终使企业陷入财务危机。因此，贵人鸟作为体育服饰企业进行多元化战略的典型企业，分析贵人鸟多元化战略下的财务弹性水平变化以及引起变化的原因，并提出相关建议，对今后的服饰企业合理实施多元化战略，保持一定的财务弹性有较强的指导意义。

1.1.2 研究意义

理论意义：现有文献主要是从不同角度分别对多元化战略与财务弹性进行研究。首先，学者们关于多元化战略的研究主要是从分散风险、协同效应、盈利能力等角度出发，研究其对企业价值、绩效和风险的影响；其次，现有文献主要是从财务弹性的来源、影响因素以及度量方法等方面对财务弹性展开研究。从目前研究现状来看，缺乏对企业多元化战略下的财务弹性的研究。因此，本文将二者结合起来，研究多元化战略下企业财务弹性的变化，以期能为其他学者的后续研究提供新的思路。

实践意义：贵人鸟是我国首个登陆 A 股的运动品牌，从 2015 年开始实施多元化战略，公司市值曾经突破 400 亿元，但是从 2018 年开始，却一直处于亏损状态，出现严重的财务危机，因此，本文选择贵人鸟作为案例公司，研究其多元化战略下的财务弹性水平具有一定的典型性。本文通过对贵人鸟多元化战略下企业财务弹性水平及其发生变化的原因进行分析，使企业意识到储存适当的财务弹性的重要性，同时为企业提高财务弹性提出了一些建议，有助于企业在实施多元化战略的过程中通过关注财务弹性，尽早发现企业有可能面临的财务危机，合理

规划现金持有和再融资能力，保持财务弹性；同时也能够为行业内其他企业合理实施多元化战略、储存适当的财务弹性以提高企业竞争力提供借鉴。

1.2 文献综述

1.2.1 多元化战略相关研究

现有文献关于多元化战略的研究主要从以下几方面展开：多元化经营的内涵、种类，企业实施多元化战略的动因以及经济后果。

(1) 多元化的内涵和种类

多元化的定义最早源于 1957 年，Ansoff 提出企业的多元化表现为产品种类的增多，企业以主营业务持续经营为前提，将业务领域扩展到其它市场和产业的经济行为即是多元化经营。此外，他将多元化分为四种类型，包括水平多元化、垂直多元化、同心多元化以及混合多元化。Penrose（1959）将多元化经营定义为产品种类数量的增加、公司日常经营的生产领域数量以及纵向一体化程度的增长。Rumelt（1974）将多元化定位为企业进入新的业务领域以挖掘现有能力或开拓新能力的行为。王翀（1994）强调产品的差异化，认为多元化战略是企业为了达到分散风险、提高收益这一目标，在不同市场中提供不同产品或服务进行经营。康荣平等（1999）则侧重于行业的差异化，认为多元化是企业跨多个行业开展一系列经营活动的行为。Adam 等（2016）以前人的研究结果为基础，将多元化划分为四类，主要包括关联型、非关联型、专业型和主导型。由此可见，随着消费水平的迅速提高，市场细分带来行业的不断增加以及产品种类不断丰富，国内外学者们对于企业多元化战略的内涵也不断补充和丰富。

(2) 多元化的动因

学者们关于多元化动因的研究主要是从企业内部和外部两方面展开的。首先，企业内部动因方面主要有降低风险、获取个人私利、高管教育水平等方面。Aggarwal（2003）研究表明：我国上市公司进行多元化经营最主要的动机有两个，即满足个人利益、降低未知风险，并提出高管的激励行为会对公司的多元化经营产生一定的影响。姜付秀（2006）则认为我国企业实施多元化战略的目的主要是为了减弱公司管理层的利己倾向和组织风险。同时，企业的多元化程度还受到上

市时间的长短、企业规模的大小及企业股权结构等因素的影响。顾永才（2015）对我国出版业进行多元化经营的动因进行分析，认为多数出版企业都是通过多元化经营来培育新的盈利点，从而获得更高的经济效益。符树衡等（2016）研究表明企业多元化战略的选择受管理层的一些特征所影响，相对于较低学历的高管团队，如果企业管理层拥有较高的教育水平，则会更倾向于做出非相关多元化的决策。其次，企业外部动因方面，Penrose（1959）指出，企业进行多元化经营的外部原因主要是因为市场、政策等外部环境因素发生了改变，从而将公司吸引到全新的业务领域。陈信元等（2007）发现相对于非政府控制的公司，政府控制的上市公司更有可能实施多元化战略，而且随着国家对经济的介入，这一现象变得更加突出。马忠等（2010）将制度和资源两个方面的影响都纳入了考量，结果表明，政府的介入对公司多元化的程度和所拥有的资源有明显的影响，而且，因为政府直接控股的公司一般都是垄断行业或拥有更多的资源优势，所以他们更倾向于采取相应的多元化策略。林钟高（2015）的研究表明：当外部市场环境变得更加不确定时，公司的多元化水平会呈现U型发展态势。企业把握好多元化战略的程度可以提高核心竞争力，为企业的长期发展提供充足的资源保障，并在危机关头快速作出正确决策，从而使企业在未来的市场竞争中获得更大的优势。杨兴全（2018）等人则认为不受政府扶持的企业比受政府扶持的企业更可能会进行多元化经营。

（3）多元化的经济后果

目前学术界主要是从多元化带来的财务风险和绩效两方面对多元化产生的经济后果进行研究。从企业财务风险来看，主要有两种观点。第一种观点是多元化战略有助于分散企业财务风险，曹艳爱（2009）指出多元化使企业参与广泛的生产经营活动，能够促进企业不断扩大和发展，有助于分散风险和实现企业的规模经济。钟丽涓等（2014）对我国农产品生产公司进行了重点研究，并发现农产品生产公司的多元化发展能够有效地减少企业的运营风险。姚德权等（2016）的研究显示：如果企业的多元化战略在其所承受风险范围之内，那么会对企业财务风险的减少以及利润的提高产生有利影响。但也有一些学者认为，多元化战略并不会降低企业财务风险。张翼等（2005）的研究分析表明：企业多元化深入程度和其资产收益率率之间存在着显著的负向联系，即实施多元化战略越深入的企业，

其盈利能力更低，公司的多元化经营战略并不会减少其面临财务危机的风险。魏然（2013）的实证研究表明，由于实施多元化战略的企业会投资参与多个不同产业的经营，这需要占用大量资金，从而使得公司债务不断增多，增大企业财务风险，导致支撑公司日常运营的资金链断裂，对企业未来的可持续发展产生不利影响。孙亚琳（2017）通过研究实施了多元化战略的企业，发现绝大多数都以亏损告终。大多数公司的多元化战略对新投资领域关注过度，严重影响其主营业务发展，导致公司破产。

关于多元化对企业绩效的影响，大部分学者认为多元化会给企业绩效带来正向影响。Schoar（2002）在以生产要素提高率作为企业绩效衡量标准的基础上，对企业多元化程度与其绩效之间的关系进行了研究，结果表明：与进行单一业务经营的企业相比，多元化经营的企业具有更高的生产要素提高率，并且在一定的范围之内，随着多元化程度的提高，其生产要素提高率也会随之增加。Gomes 等（2004）指出，公司实施多元化战略能够改善公司内部资源的分配，减少公司内部的交易费用，从而促进公司业绩的改善。余鹏翼等（2005）研究表明：企业的多元化水平与其经营业绩呈正相关关系。苏冬蔚（2005）也通过实证研究得出我国上市公司的多元化溢价更为明显，多元化深入程度与企业绩效呈正相关的结论。此外，他还提出实施多元化战略的企业，其市场价值更高。张俊瑞等（2016）的研究显示：与未进行多元化的企业相比，实施多元化的企业盈利持续性更强；并且进一步研究显示：在实施多元化的企业中，进行非相关多元化的企业比进行相关多元化的企业的盈利持续性更强。李娟等（2017）分析发现产业多元化与公司业绩之间呈倒 U 型关系，即在公司多元化发展的早期，其对公司业绩起到了正向作用。张丽平等（2019）将采取多元化与专业化两种模式的公司业绩进行比较，得出结论：如果公司能够有效地实行多元化战略，那么公司业绩将会得到明显的提高。

然而，也有部分研究发现多元化和企业绩效呈负相关关系，并不会促进企业绩效提升。蒋先玲等（2013）以混合并购为视角，对企业多元化经营和绩效进行实证分析，发现以混合并购的方式进行多元化经营对企业绩效具有显著的负面影响。Abhirup（2017）以亚洲国家为研究对象，发现在较高的制度条件下，企业的多样化经营行为会对其经营业绩产生不利的作用。苏汝劫等（2019）的实证研

究结果表明不同的多元化经营方式对公司业绩的影响是不一样的,业务相关性较强的多元化经营方式与公司业绩无明显关系,而业务间无相关性的多元化经营方式与公司业绩呈显著负相关关系。孙涛等(2022)认为企业多元化经营程度和绩效之间的关系呈U型,多元化战略给企业带来的利益存在滞后性,使得公司前期的绩效水平呈下降趋势。

1.2.2 财务弹性相关研究

(1) 财务弹性的内涵

目前学术界对于财务弹性的概念并没有一个统一的界定,大多数学者从现金流调控、筹资能力、战略角度几个方面出发对财务弹性进行定义。Heath(1978)首先对财务弹性概念进行界定,他从现金调控角度着手,将财务弹性定义为企业能够及时调配现金流以满足企业需要和应对可能出现的财务危机的能力。葛家澍等(2008)认为财务弹性是当面临突发的资金需求时,公司能够控制并对现金流的数额和流入时机做出及时调整,从而适应公司的资金需要。另有一些学者从筹资能力角度定义财务弹性,在Gilson(1997)的界定中,财务弹性被认为是一种企业能够在付出较低成本的同时,以较短时间从外界获得所需要的资金的一种能力。Graham(2001)认为企业为了更好地面对未来可能遇到的机会和风险,保持可持续竞争能力,通常会将负债维持在一个较低的水平,也就是使企业拥有较高的财务弹性以增强未来的融资能力。曾爱民等(2013)指出财务弹性是一种企业在面临外部环境变化和投资机会时,能够以合理的成本调动内部财务资源并获得外部资金的能力。此外,也有部分学者从战略角度出发来界定财务弹性,赵华等(2010)指出财务弹性是一种新型的治理模式,能够在动态的、难以预料的市场竞争环境中给公司创造最大的价值。张长城(2015)提出财务弹性是一种着眼于提高企业核心竞争力以及促进企业长远发展,能够兼顾收益与风险、当前与未来的财务政策。

(2) 财务弹性的来源

国内外学者普遍认为财务弹性的来源有现金储备量、低财务杠杆和较强的权益筹资能力三种。财务弹性的一大来源是现金流的储存,现金具有较强的流动性,符合财务弹性对随时可调控所需资金的要求。Opler(1999)研究发现公司储备

较多现金的目的是为了预防宏观经济环境的不稳定性给公司造成负面影响,并且运营环境的不稳定性与现金储备量呈正相关关系,因而,当内外部环境发生变化时,企业可以在降低成本的同时抓住有利的投资机会。杨兴全等(2015)研究表明:现金存在着竞争效应,行业内竞争越激烈,公司地位越低下,这种效应就越普遍,因此,现金储备对企业就越重要。另外,大多数公司都认为,负债融资能更好地利用财务杠杆,使公司以更少的资金投入,获得更高的投资收益。然而,Graham(2001)在研究中发现许多运营良好的企业,他们的可持续发展能力较强,因此,一般不会使企业保持较高的负债,并且会一直维持这种稳健的财务政策不变。Marchica(2010)也持有相同的观点,他认为将公司的财务杠杆控制在很小的范围内,可以让公司在外部环境发生改变时有更强的借贷能力,有利于企业储存财务弹性。在这种情况下,公司可以采取减少债务融资、调整资本结构等措施来提高财务弹性水平。张信东(2015)认为如果一个公司的资金链已经断裂,不能维持公司的日常运营,那么相比于从公司内部筹集资金来解决问题,一个更好的方法便是利用公司事先预留的举债能力,扩大公司的融资渠道,保持企业正常运营。马春爱(2017)在研究财务弹性的来源时综合考虑了现金流流入能力和企业融资成本两方面的影响。最后,企业获得财务弹性的另一大重要途径是权益融资。在研究企业财务弹性时,国内学者考虑到我国资本市场的大环境较差,可能造成信号传递出现问题,因此,王志强等(2012)提出,高现金分红是公司的一种迎合战略,大多数公司通过减少现金分红,增加企业留存收益,来增加权益性财务弹性的储存。

(3) 财务弹性的影响因素

从宏观角度来看,张改清等(2016)研究表明:财务弹性较高的企业通常与银行具有良好的关联关系。付玉梅等(2019)认为当经济形势不明朗的时候,大多数公司都会积极地改变自己的运营方式,通过更加稳健的财务策略来提升自己的财务弹性,以应对可能出现的危机。孙艺宁等(2019)的实证研究结果表明社会资本具有调节企业财务弹性和杠杆的作用,且这种作用对二者的相关性是反向的。

从微观角度来看,马春爱等(2013)在对公司财务弹性的微观因素进行的过程中,发现企业生命周期对财务弹性有显著影响,从初创期到成熟期企业财务弹性呈现上升趋势,其中,成熟期的企业盈利能力较稳定,资金周转效率高,

所以，财务弹性达到最高，而到了衰退期，企业现金流减少，融资能力也逐渐下降，导致财务弹性急剧下降。郑鹏（2018）从公司治理效率的视角对财务弹性进行研究，发现最大股东持股比例的提高会使公司财务弹性降低；而管理层职权分离、公司的发展战略、治理水平等因素都与财务弹性存在显著的正相关性。何红渠等（2020）研究了公司的管理水平与企业财务弹性的关系，发现国企的管理水平比民营企业更高，更能对企业财务弹性产生正向作用。郑俊梅（2020）通过研究新潮中宝的股份回购行为，发现股份回购效果和财务弹性之间存在相互影响的关系，财务弹性越高，公司就越可能进行股份回购行为，而股份回购反过来也有利于公司长期利润的提升，从而促进公司财务弹性的提高。

（4）财务弹性的度量

已有文献主要是从财务弹性的来源出发，以现金储备量和剩余举债能力作为衡量依据，主要有单指标度量法和多指标结合法两种度量方法。Marchica（2011）的研究将剩余举债能力视为一种度量财务弹性的指标，对反映公司债务状况的各种指标进行赋权，从而对公司是否保留了未使用举债能力进行评估，以此来度量公司财务弹性的大小。这种单指标度量法只考虑了部分指标，比较片面。Arslmi（2008）认为这种财务弹性度量方法不够完善，因此，加入了反映企业破产风险的“Z值”，使其衡量更全面，并指出保持较高的财务弹性，有助于公司在不断变化的市场环境下，更好地避免破产风险。马春爱（2010）从财务弹性直接、间接两方面来源出发，并对企业融资环境进行综合考量，构建了一个综合财务弹性衡量体系，包括现金指标、杠杆指标以及衡量外部融资成本的指标三大方面，更全面地反映了企业财务弹性。

1.2.3 企业战略与财务弹性相关研究

目前关于多元化战略和财务弹性的相关文献较少，因此，本文从企业战略与财务弹性内涵及来源的关系对此部分进行梳理。易全萍（2010）以财务杠杆为切入点，考察了中国上市公司的竞争策略和资本结构之间的相互关系，发现采用差异化竞争的企业拥有较低的财务杠杆，而采用低成本战略的企业财务杠杆通常比较高。由此可以看出，差异化战略下企业的财务弹性更高。此外，企业为了扩大自身资产规模，往往会采取扩张型的财务战略。郝红丽（2011）通过研究表明：

采用扩张型财务策略的公司,通常会在保留大多数利润的情况下,进行外部融资,导致负债大量增加。因此,扩张的财务战略不利于财务弹性的提高。王福胜等(2012)通过实证研究得出多元化程度与其现金持有量存在明显的负向关系,认为多元化经营的企业通常会选择内部融资,这有利于分散风险,并且为了降低现金持有成本,企业只会保持少量现金,由此可以推出多元化程度与财务弹性呈负相关关系。章细贞(2007)、张文闻(2013)等研究了多元化战略和资本结构的关系,发现企业的多元化经营越深入,其资产负债率也会越高;并且四种多元化战略类型的负债规模呈现出由低到高的递增趋势。可见,多元化战略程度与财务弹性呈现负相关关系。此外,王志强(2021)研究发现国有企业的多元化水平会降低企业的经营活动净现金流,从而降低其偿债能力,使公司的多元化水平与财务弹性表现出负相关关系。但也有学者从投资决策、投资能力出发,认为多元化战略与财务弹性呈现正相关关系。凌昕怡(2018)认为选择合适的产业进行多元化投资,合理进行投资调整,保证新进入的业务领域与原有产品和市场能够产生协同效应,是保证多元化战略顺利实施的关键。因此,企业只要合理推进多元化战略,把握投资机会,财务弹性也会得到相应提高。

1.2.4 文献述评

通过上述对多元化战略和财务弹性的相关文献梳理可以看出,国内外学者们在多元化战略的内涵和种类、动因、经济后果,财务弹性的内涵、来源、影响因素、度量方法以及两者之间的关系等方面都有了一定的创新和发现,形成了一系列理论体系。但有关多元化战略下企业财务弹性水平及变化的研究相对较少,主要集中在多元化战略对现金流、财务杠杆、投资能力等财务弹性来源的影响,且没有形成一个定论,一些学者认为多元化会降低企业现金流量,增加财务杠杆,从而降低财务弹性;另一些学者认为多元化战略会增强企业抵御外部不确定性的能力,促使企业把握未来投资机会,从而对财务弹性产生正向影响。因此,研究多元化战略下企业财务弹性变化有利于企业及时调整战略,保持稳定的现金流,提高企业抗风险能力。本文通过对贵人鸟多元化战略实施过程及动因、企业财务弹性水平及变化的原因进行分析,研究企业多元化战略下的财务弹性水平,同时为实施多元化战略的企业保持适当的财务弹性提出一些建议,以期能丰富该领域

的研究。

1.3 研究内容及方法

1.3.1 研究内容

本文共分六个章节，主要内容如下：

第一部分：绪论。此部分首先对本文的研究背景进行介绍，明确研究意义，并通过文献梳理，归纳国内外学者在多元化战略、财务弹性以及多元化战略与财务弹性的关系三个方面已有的研究成果，并进行文献述评，总结目前文献研究的现状；最后列出了文章的主要内容、整体结构图以及应用的研究方法。

第二部分：相关概念和理论基础。在这一部分中，先对本文涉及到的相关概念进行介绍，包括多元化战略和财务弹性；其次介绍了本文涉及到的相关理论基础，包括范围经济理论、优序融资理论、协同效应理论和实物期权理论。

第三部分：贵人鸟多元化战略的案例介绍。此部分首先是对贵人鸟的基本情况进行概述；其次，详细介绍了贵人鸟多元化战略，主要包括贵人鸟公司多元化战略的实施历程及多元化战略的类型以及资金来源；最后分析了贵人鸟进行多元化战略的动因，主要有应对行业竞争、降低经营风险、获得协同效应等。

第四部分：贵人鸟多元化战略下的财务弹性分析。此部分首先是从现金指标、杠杆指标两方面进行横向和纵向对比分析，接着从外部融资成本指标方面对公司多元化战略前后的Z值进行分析，并参考学者们建立的一个综合指标体系，通过熵值法和变异系数法计算贵人鸟多元化战略下的综合财务弹性指数进行纵向分析，更加清晰地展现贵人鸟多元化战略下财务弹性的水平变化。

第五部分：贵人鸟多元化战略下财务弹性恶化的原因及建议。本部分首先具体分析贵人鸟在盲目进行多元化投资的情况下，公司财务弹性恶化的原因，主要有资本结构不合理、主营业务经营不佳、新旧业务未实现协同效应、资金利用率不高、现金流管理能力较低。接着从开拓多元化融资渠道、重视主营业务经营、发展相关多元化、提高资金利用率、完善现金管理体系几个方面为企业提高财务弹性提出针对性建议，以期为贵人鸟以及实施多元化战略的企业意识到财务弹性的重要性并及时关注财务弹性、保持适当的财务弹性提供借鉴。

第六部分：研究结论与不足。基于以上相关理论和案例分析进行总结，得出多元化战略对财务弹性影响的结论并说明本文存在的不足之处。

本文的研究框架如图 1.1 所示：

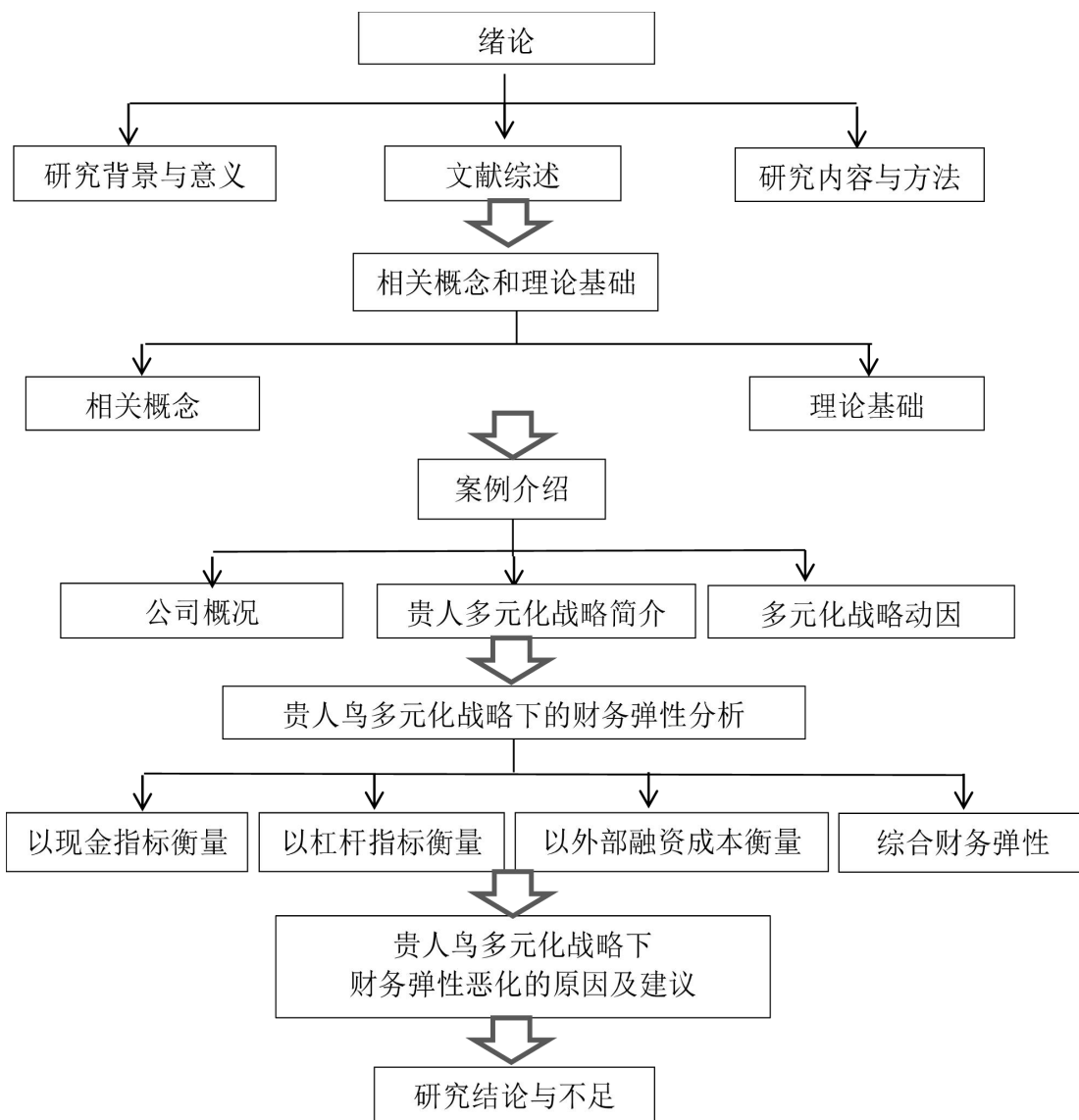


图 1.1 研究框架

1.3.2 研究方法

文章主要从理论结合实际出发，针对多元化战略下贵人鸟的财务弹性变化及变化的原因进行具体分析，采用的研究方法包括：

(1) 文献研究法, 主要从学校图书馆、中国知网、国家哲学社会科学文献中心以及其他专业书籍中查找资料, 系统梳理已有文献, 理清研究脉络、思路和方法。

(2) 案例分析法, 通过贵人鸟的财务报告和网上收集的其他数据、新闻对贵人鸟的财务弹性进行具体分析, 通过横向和纵向对比分析贵人鸟的相对财务弹性水平, 并参考学者们建立的一个综合指标体系, 使用熵值法和变异系数法来计算企业综合财务弹性指数进行纵向分析, 研究贵人鸟多元化战略下财务弹性水平及变化趋势, 进而分析多元化战略下企业财务弹性变化的原因, 并提出针对性的建议, 最后得出相关结论。

2 相关概念和理论基础

本章主要介绍文中涉及到的多元化战略和财务弹性的相关定义以及后续案例分析中用到的相关理论基础，为案例研究提供理论支撑。

2.1 相关概念

2.1.1 多元化战略

从上述关于多元化战略的文献梳理可知，多元化一词最早是由 Ansoff 提出的，他对多元化经营的界定是指企业除了经营主营业务外，还将业务扩展到其他市场。后续学者在此定义的基础上进行补充，强调了企业的多元化战略还要注重产品差异、行业差异等不同方面。

本文在多元化战略内涵的基础上，将多元化战略定义为由于现有业务已不能满足企业发展需求，为了谋求新的利益增长点，企业通过市场分析，向全新领域延伸自己的经营业务，以达到扩展经营业务、实现协同效应、提高市场占有率的目的而采取的战略。也就是说，实施多元化战略的企业，其经营范围不仅仅只限于某种单一产业，还兼顾了其他产业。

2.1.2 财务弹性

从上述关于财务弹性的文献梳理可知，学者们普遍认为财务弹性是企业有所需要时，及时对企业现金流做出统筹调整以及以低成本进行外部融资的能力，能够反映企业对内外部环境的适应程度。

本文在财务弹性内涵的基础上，将财务弹性定义为企业在面对经营环境变化和外部市场变化时，能够通过内部调整或者外部筹集获取可支配资源的能力。也就是企业进行财务储备的能力，尽管在目前阶段，暂时放弃其所能带来的利益，但是这种财务储备能够对未来可能出现的不确定因素作出及时反应并有效应对，避免不必要的损失。

2.2 理论基础

2.2.1 范围经济理论

美国学者 Teece 等在 1975 年首次提出范围经济理论，认为企业在扩大其业务范围的同时，其所提供的产品和服务种类也会随之增加，从而减少企业的单个生产成本，从而产生范围经济。也就是在生产运营中，如果产量达到了一定程度，那么同时生产多种产品比分别生产单个产品的生产成本更低，利润越大。同时，多样化的产品也满足了客户个性化需求，实现差异化竞争。此外，公司可利用之前市场中建立的良好信誉和口碑，使多元化的产品更容易赢得消费者的认可，从而降低新产品进入市场的成本。因此，企业在实施多元化战略的过程中，如果形成范围经济将会给企业带来低成本、差异化等优势，有利于产品的市场营销和企业的长远发展。

然而，范围经济也有其局限性，如果一个企业的产品种类过多，也可能导致范围不经济的现象，即企业同时生产的多种产品中，有至少一种产品生产成本比单独生产这种产品的成本高。范围经济和范围不经济是相对的，二者都存在于企业的多元化战略过程中。范围不经济会造成企业不具有成本优势，从而失去市场竞争力，使得在同等价格条件下，实行多元化战略的企业获利较低，经营风险较大。

2.2.2 协同效应理论

美国学者 Ansoff 于 1965 年第一次对协同效应进行定义，即各个企业形成一个整体促进价值提高，从而形成“ $1+1>2$ ”的作用，使企业内外部交流协作更顺畅，做到优势互补和资源共享，有效提高公司总体绩效。协同效应可以把企业的不同业务进行联系，了解其各个环节存在的优势和劣势，对生产资源进行高效分配，最大程度发挥剩余资源作用，减少企业运营成本，达到边际报酬递增效应，提升企业整体价值，是多元化发展经营及效果衡量的理论指导。Weston 在此基础上提出协同效应主要有经营协同、管理协同和财务协同三方面。

企业在现有的运营方式无法产生更大收益时，往往会采取多元化战略，以开

拓新的商业领域，寻找协同效应，共享企业内部商业资源，达到降低成本，分散市场风险的目的，从而实现规模效应，提高自身绩效。因此，企业实施多元化战略的动因是使各业务之间形成协同效应。本文的案例企业贵人鸟实施多元化战略的动因之一就是寻求协同效应，提高企业核心竞争力。

2.2.3 优序融资理论

优序融资理论是由 Myers 等最先建立起来的，可作为财务弹性研究的理论基础之一。该理论基于信息不对称，对融资成本进行考量，认为企业融资最有效的方式为日常经营活动产生的盈余资金，其次是从企业外部获得的资金，并且由于债务融资具有调整资本结构、抵税等作用，所以多数企业会首先选择此种外部融资方式。因此，企业选择融资方式时，通常会优先考虑内源融资，然后再考虑外源融资，且会先选择债权融资方式，再选择股权融资方式。综上所述，优序融资理论认为企业会首先保证其内部拥有充分的资金流和偿债能力，以便在企业需要时可以以较低成本快速融资，抓住投资机会。内源融资、债权融资和股权融资就体现了财务弹性的现金弹性、负债弹性、权益弹性。

财务弹性较高的企业一般都会进行资金储备以方便投资，此外，还会通过债务融资发挥杠杆作用来提供资金支持，所以在优序融资理论下，保持一定的财务弹性可以使企业快速以低成本解决资金需求，满足企业投资需要。

2.2.4 实物期权理论

期权是授予持有者在某一确定时间或在该时间前以某一确定价格买卖资产的权利。实物期权指的是在某一特定时刻，以事先商定好的价格，延迟、扩展、收缩或放弃一个投资项目的权利。实物期权是对金融期权理论的拓展，该理论是由 Myers 首先提出的，认为实物期权是一种在做长期投资决策时，企业可以在不确定的情况下，对自己的行为做出相应调整的权力，是一种可以用来应对某些不确定性较高的实物资产的投资决策工具。当前，该理论已被普遍应用到企业投资领域，企业可以根据自身情况选择对某一投资项目行权或者放弃，这体现了企业的实物期权。最常见的实物期权主要有看涨期权、看跌期权以及时机选择期权。

财务弹性实际上就是一种实物期权，它使得企业在投资拥有时机选择权，提

高企业应对不确定风险的能力，提高企业竞争力。拥有一定财务弹性的企业能够在面对不确定风险时更好地把握投资机会，有充足的自由选择行权或放弃的财务能力，这意味着财务弹性是企业的一种选择权，实物期权理论则说明了企业拥有适当的财务弹性更能够把握有利投资项目，提高企业投资效率，从而提升公司价值。因此，实物期权理论为企业财务弹性的研究提供了理论支撑。

3 贵人鸟多元化战略的案例介绍

3.1 公司概况

贵人鸟的全称是贵人鸟股份有限公司，于 1987 年成立，总部位于中国晋江，是一家集研发、生产、销售为一体的综合型集团，主营产品为运动鞋服及其配套产品。公司创始人林天福早在 2002 年就创建了“贵人鸟”商标，并逐渐建立起分销体系，不断完善企业经营模式，正式形成“贵人鸟”这一自主品牌。贵人鸟于 2014 年 1 月 24 日在上海证券交易所上市，并迅速调整了公司的中长期发展战略方向，试图从单一运动业务转向泛体育产业经营，充分利用全民运动的大趋势，以体育服装的生产经营为核心，打造“运动快乐”的品牌理念，始终坚持产品的自主研发与设计，最终使得公司销售网络布局广泛，零售终端范围较大，产品质量更优，加上其差异化的市场定位、大规模的营销活动，吸引了众多消费者，很快成长为我国运动行业的龙头企业。

从 2015 年开始，贵人鸟为了实现泛体育产业布局的目标，开始不断进行资本运作，投资多个不同的业务领域，探索多元化战略的发展道路。随着多元化战略不断深入，公司的净利润却呈现下降趋势，甚至出现资金链断裂危机，从 2018 年开始陷入亏损。最终在 2020 年 5 月 6 日，公司股票被实施退市风险预警。

3.2 贵人鸟多元化战略简介

3.2.1 贵人鸟多元化战略的实施历程

贵人鸟作为第一家 A 股上市的运动服饰企业，早在 2014 年上市时就已经达到了约 19.20 亿元的营业收入。但随着国内外许多运动服饰企业竞争不断加剧，我国运动行业整体发展状况并不好，多数行业内企业都存在库存量大、收入下降等问题。作为行业中的一份子，贵人鸟也受到了行业整体环境的影响，营业收入较之前有所下降，自 2018 年开始更是直线降低，严重影响公司的未来发展。因此，贵人鸟为了解决这一难题，寻求全新的发展突破口，采取了多元化战略，将经营业务从体育服饰领域拓展至其他体育产业。

自 2014 年上市以来，贵人鸟便开始布局多元化体育产业，从 2015 年开始，贵人鸟进入多元化战略实施的重要时期，公司通过大量并购的方式进行多元化扩张，围绕体育产业展开密集投资。贵人鸟多元化战略的实施历程如表 3.1 所示：

表 3.1 2015 年—2018 年贵人鸟多元化战略的历程

年份	多元化扩张事件
2015 年 2 月	贵人鸟投资控股虎扑体育，开始布局体育产业。
2015 年 4 月	贵人鸟与虎扑共同成立“慧动域投资中心”，次年成立“竞动域投资中心”，借助这些动域资本投资不同业务。
2015 年 7 月	贵人鸟对西班牙足球经济公司进行投资，尝试踏入体育经纪业务板块，包括球员服务和俱乐部服务。
2015 年 11 月	贵人鸟涉足校园体育产业，与中国各高校以及虎扑体育等展开合作，建立康湃思体育，主要在全国范围内举办校园赛事。接着，贵人鸟又投入八百多万元与《中国学校体育》杂志社等合作成立康湃思咨询，主要涉及体育项目经营、经济信息、企业管理咨询等业务。
2016 年 4 月	贵人鸟进军保险业，携手厦门融一网络科技有限公司，合资入股享安保险的体育保险业务，包括体育保险、寿险、财产险等业务。
2016 年 6 月	贵人鸟出资收购杰之行，持有其 50% 的股份，涉足体育用品线下渠道授权代理业务。
2016 年 7 月	贵人鸟出资 1 亿对星友科技有限公司增资，成为其第一大股东，从而涉足移动游戏和网页游戏业务领域。同年 8 月，贵人鸟出资收购名鞋库，最终持有其 51% 的股份，涉足体育用品线上销售平台。
2016 年 12 月	贵人鸟设立安康保险，其业务主要涵盖健康、人寿、意外伤害保险等。
2017 年 1 月	在韩国成立贵人鸟的孙公司 ALL-ROUND SPORTS，充分利用其子公司在国外的推广营销作用及其研发设计理念。
2017 年 5 月	贵人鸟继续出资收购名鞋库的剩余股份，实现对名鞋库的全部控股。
2018 年 2 月	贵人鸟出资 2000 万元成立 PRINCE 品牌运作公司。
2018 年 5 月	贵人鸟出资 2000 万元成立 ANDI 品牌运作公司。

资料来源：贵人鸟年度财务报表及巨潮资讯网

贵人鸟在进行密集多元化扩张之后，获得的效果却并不乐观，从 2015 年—2017 年，随着公司的发展，贵人鸟的营收有所上升，2017 年已经达到了 32.52 亿元的最高点，但实际上公司的利润却在走下坡路。贵人鸟从开始实施多元化战略之后，只有 2015 年的净利润出现较小增长，此后便呈现持续下滑的趋势，到 2018 年甚至陷入亏损状态。这一现实状况使贵人鸟逐步认识到，走多元化经营之路非但无法达到企业内部各业务之间的整合，创造新的效益，反而对公司的主营业务构成了严重的威胁。于是，公司于 2018 年开始出售手中的股份，包括康湃思、虎扑体育以及杰之行等，以使公司的存量资产得到有效利用，改善企业的资产结构，提高企业的总体经营效益。然而，贵人鸟的财务状况并没有因为这些举措得到改善，再加上公司一直以来进行的并购和投资，这些都需要庞大的资金来支撑，而且贵人鸟的投资项目大多都是在初期投资或者是早期的筹备阶段，所以，公司并没有在短时间内得到很好的收益，反而影响了企业的主营业务，造成了连续亏损，最终在 2020 年面临退市危机。

3.2.2 贵人鸟多元化战略的类型

根据多元化战略类型的划分，通过企业具体投资的新业务领域与原有业务之间的联系来判断企业所采取的多元化战略类型。若企业新进入的业务领域和之前主营业务的研发、生产、管理等有实质性关联，则属于相关多元化，反之，则为非相关多元化。贵人鸟从 2015 年起以并购和新设两种形式持续扩张，除子公司外，还成立了动域资本，对其他业务进行投资。总的来说，贵人鸟的业务范围涵盖了体育文化产业、体育经纪、校园体育、体育咨询、网络开发运营、招商代理、体育用品零售、保险业务、体育游戏、休闲健身、网络科技以及电子竞技传媒等。其中，杰之行是一家同时经营多个体育品牌的线下零售企业，而名鞋库则主营线上零售，它们在贵人鸟的多元化战略过程中，给公司带来了较大的收益，与公司主营的体育鞋服业务有着密切的联系。除此之外，招商代理、体育经纪是少数几个能给贵人鸟带来收益的项目，而体育文化、咨询、保险等业务，在市场定位、资源投入以及技术能力等方面，与公司目前主要从事的产品生产销售并没有实质性的关联。贵人鸟的一系列投资项目，表面上看起来是跟体育运动有关，但从技术能力、管理层面、消费市场等方面来看与其主营业务并不相同。由此可见，贵

人鸟采取的多元化战略类型本质上属于非相关多元化战略。

3.2.3 贵人鸟多元化战略的资金来源

公司通过多元化扩张进行大规模投资时通常需要大量资金，而企业在融资时，如果仅仅依靠自身所存的内部资金通常难以满足需求，还需要进行适当的外部融资来满足资金需求。贵人鸟于 2014 年顺利上市，此举在很大程度上拓宽了公司的融资渠道，而从实际来看，公司主要采取发行债券的方式来筹集所需资金。

如表 3.2 所示，在 2015—2018 年期间，贵人鸟的筹资方式以短期和超短期的债券融资为主，除 2016 年发布的一次定期债务融资工具外，其余债券融资的时间均小于等于 1 年，可见，贵人鸟在实施多元化战略期间面临着债券陆续到期的情况，无形中加剧了公司的短期偿债压力。

表 3.2 贵人鸟 2015—2018 年债券融资情况

年份	债券类型	发行规模(亿元)	发行次数(次)	发行期限(年)
2015	一般短期融资券	4	1	1
	一般短期融资券	2	2	1
2016	超短期融资券	3	2	<1
	定向债务融资工具	5	1	3
2017	超短期融资券	2	1	<1
	超短期融资券	3	5	<1
2018	超短期融资券	3	1	<1

资料来源：贵人鸟年度财务报表

3.3 贵人鸟实施多元化战略的动因

3.3.1 应对行业竞争，提高市场份额

2008 年北京奥运会后，掀起了全民运动的热潮，运动鞋服行业得以快速发展。很多世界著名的运动品牌，比如 Adidas、Nike，它们拥有雄厚的资本，设计理念也始终处于行业的前沿，再加上品牌宣传营销的大量投入，使得它们迅速

占据我国一二线大城市的运动市场优势地位；安踏、李宁等国内著名体育品牌也在不断改进自己的产品设计，扩大企业营销网络覆盖面，并通过并购国外著名运动品牌提升企业影响力，在三四线城市中占有了很大的份额，从而加剧了市场的竞争。并且，伴随着三四线消费水平的提升，更多在一二线城市已具有优势地位的体育品牌开始进军三四线城市，且市场份额迅速增加，使得主打三四线城市市场定位的贵人鸟面临着更加激烈的竞争，市场占有率逐渐降低。此外，劳动密集型的产业性质决定了运动服饰行业对技术和资本的要求较低，行业进入门槛低，加剧了整个行业的竞争压力。因此，贵人鸟希望采取多元化战略应对竞争激烈的市场环境，扩大企业规模及市场占有率，努力将企业收益最大化。

3.3.2 改变盈利模式，降低经营风险

据贵人鸟的财务报表显示，公司的主营业务收入几乎达到了公司年度总销售收入的99%，而且其主要营收来源为“贵人鸟”这一品牌。虽然公司一直在努力提高“贵人鸟”的市场影响力，但过于依赖一个品牌，会使公司的经营面临较大风险，一旦这个单一品牌的市场地位下降，将会严重影响整个公司的经营、财务业绩。再加上企业从2017年之后主营业务收入大幅下降，经营状况开始呈现下降态势。因此，为了改善企业单一的盈利模式，减少单一品牌可能带来的经营风险，贵人鸟希望采取多元化战略来实现经营风险的分散。

3.3.3 拓宽销售渠道，追求协同效应

在我国运动行业，早期的主要销售方式为经销商模式，各大经销商在市场中拥有丰富的销售渠道和资源优势，企业可以充分利用这些优势，快速扩大营销网络，从而提高市场占有率。在2015年之前，贵人鸟一直都是以生产体育相关用品为主，并通过经销商来销售。贵人鸟每年都会签署一份经销合同，通过批发销售的方式出售给经销商，接着由经销商销售给零售商，而消费者直接从零售商处购买。贵人鸟则对经销商提供各种形式的帮助，以拓宽其销售渠道，但不直接介入零售商的销售环节。一旦经销商达不到销售目标或停止与贵人鸟进行合作，将会给企业带来巨大损失。

此外，随着互联网经济以及电子商务的迅猛发展，线上销售方式迅速崛起，

品牌官网、电商平台、直播卖货等线上销售方式逐渐被消费者们青睐，网络销售渠道的需求将会大幅上升，企业急需拓宽销售渠道。从贵人鸟 2016 年收购名鞋库 51% 的股权，打开产品线上销售渠道，到 2017 年百分百持有名鞋库股权，可以看出，公司希望通过多元化战略来拓宽销售渠道，将业务延伸到线上销售，从而实现从生产到营销一系列环节的协同，紧跟市场销售方式的转变以规避风险。

4 贵人鸟多元化战略下的财务弹性分析

从上文学者们对财务弹性度量方法的文献梳理中可以看出,早期学者们利用各单个指标衡量财务弹性,这显然不够全面,而我国学者马春爱将各单个指标进行了全面考量,将现金指标、杠杆指标和外部融资成本三个指标进一步整合,建立了精细的财务弹性衡量体系。因此,为了保证衡量贵人鸟财务弹性的指标的全面性与综合性,本文借鉴我国学者马春爱(2010)构建的财务弹性综合衡量体系,从现金指标、杠杆指标两方面进行横向和纵向对比分析,并从外部融资成本指标方面对公司多元化战略前后的 Z 值进行分析。此外,在对现金和杠杆指标进行横向分析时,本文选取了安踏体育、李宁、特步国际三家企业进行对比分析。这三家运动企业作为早期国内运动品牌的佼佼者,发展势头持续向好,其经营成果具有一定的代表性。财务弹性衡量指标体系如表 4.1 所示:

表 4.1 财务弹性衡量指标体系

一级指标	二级指标	计算公式	关系
现金指标	现金持有量	(现金+现金等价物)/总资产	正向
	现金产出能力	净利润/总资产	正向
	现金余量	(现金及现金等价物-一年内到期的非流动负债)/总资产	正向
杠杆指标	短期债务比重	流动负债/总负债	逆向
	强约束性债务比重	(短期借款+应交税费)/总负债	逆向
	未使用举债能力	1-资产负债率	正向
外部融资成本指标	Z 值	$Z_1=1.2X_1+1.4X_2+3.3X_3+0.6X_4+0.99X_5$ $Z_2=0.717X_1+0.847X_2+3.107X_3+0.42X_4+0.998X_5$	正向

由于现金指标中的现金持有量和现金余量两个指标以及杠杆指标中的短期债务比重和强约束性债务比重两个指标重合度很高,因此,本文在对现金指标和杠杆指标进行同行业横向对比时,分别选取现金持有量和现金产出能力两个指标以及短期债务比重和未使用举债能力两个指标进行分析。而在进行贵人鸟的纵向对比中,再加上现金余量和强约束性债务比重两个指标进行具体分析,最后通过熵

值法和变异系数法对各级指标赋权,计算贵人鸟的综合财务弹性指数,全面分析其财务弹性水平。此外,为了排除突发公共卫生事件带来的系统风险影响,更准确地反映多元化战略下企业的财务弹性水平,本文选取的分析数据截止到2019年。由前文可知,2015年是贵人鸟频繁进行多元化投资的开始,本文以2015年为节点,分析其前后4年的数据,来反映多元化战略前后的企业财务弹性水平。

4.1 以现金指标衡量财务弹性

4.1.1 横向比较

现金持有量反映企业日常所需资金,该指标越大表示财务弹性越好。本文将贵人鸟的现金持有量与同行业其他企业进行比较,来更好地反映贵人鸟的现金情况。具体数据如表4.2所示:

表 4.2 2015—2019 年贵人鸟现金持有量的同行业企业对比

公司/年份	2015	2016	2017	2018	2019
贵人鸟	20.18%	14.30%	9.93%	0.76%	0.66%
安踏体育	41.32%	40.99%	36.53%	38.09%	19.95%
李宁	26.29%	28.82%	29.15%	37.04%	42.58%
特步国际	44.45%	34.83%	42.89%	34.74%	24.10%

资料来源:根据贵人鸟年度财务报表整理计算所得

由表4.2可知,在其余运动企业的现金持有量都呈下降态势的情况下,李宁的现金持有量却持续增加,拥有高现金储备,这使得主打“单品牌、多品类”的差异化营销模式的李宁,有足够的资本进行投融资,用于产品研发创新,从而形成一个良性循环,促进企业可持续发展。而从整体上看,虽然同行业的其他公司现金持有量也有所下降,但还保持在20%以上,总体的现金储量可以为企业的投融资等业务活动提供一定支持,反观贵人鸟2015年—2019年的现金持有量明显偏低,甚至从2018年开始趋近于0,现金流状况非常差。从贵人鸟的财务报表来看,是由于大额的难以收回的应收账款以及多元化战略下频繁进行的高额投资

收效甚微，多数以失败转让收场，使得现金无法回流，公司的现金流储备已经下降到极低程度，而长期保持较低的现金持有量对企业来说有一定的风险，很难维持企业的日常经营以及投资需要，抵御不确定性风险。总体来说，相对于同行业其他企业，贵人鸟的财务弹性较低，存在较大的现金压力。

现金流能够体现企业的经营活动结果，而从企业的长远发展角度来看，企业现金流是由利润所决定的。由于现金产出能力反映了企业的总资产收益率，所以公司的经营能力越稳定，现金产出能力越大，财务弹性就越好。贵人鸟与同行业企业的现金产出能力如表 4.3 所示：

表 4.3 2015—2019 年贵人鸟现金产出能力的同行业企业对比

公司/年份	2015	2016	2017	2018	2019
贵人鸟	7.35%	5.12%	2.42%	-11.25%	-25.48%
安踏体育	17.09%	17.85%	18.55%	18.89%	16.29%
李宁	0.22%	9.41%	7.31%	8.91%	14.09%
特步国际	7.79%	6.48%	4.77%	7.24%	6.76%

资料来源：根据贵人鸟年度财务报表整理计算所得

如表 4.3 所示，李宁的现金产出能力呈现出大幅度上升的趋势，尤其是 2016 年实现较大跨度的上升，得益于互联网的迅速发展，公司开始大力拓宽电商渠道，降低运营成本的同时销量也获得持续高速增长，再加上公司致力于零售运营平台建设，使得其终端零售点的盈利能力不断增强，最终表现为现金产出能力的大幅提升。此外，安踏、特步的现金产出能力表现出相对稳定的状态，说明企业能够保持目前的盈利能力水平，运动行业的现金产出能力整体上处于相对稳定的状态。而与同行业相比，贵人鸟 2015 年—2019 年的现金产出能力总体上低于其他公司，2018 年一度跌倒了负值，并且 2019 年继续呈下降趋势，现金流状况恶化的速度比较快。而贵人鸟之所以会出现现金产出能力大幅降低，更多的是因为企业盲目的多元化战略引起的。虽然运动市场的竞争过大，市场份额不断被瓜分，使得企业的未来发展受限，企业选择多元化战略来扩展业务是合理的，但未经市场调研就盲目投资与企业当前业务非相关的一系列领域，会造成公司资金难以回流。这

给企业带来的严重后果是显而易见的，公司并没有抓住投资机会为其创造价值。此外，这些多元化的投资也未带给企业预期收益，反而使得公司的资金分配不合理，企业自主品牌“贵人鸟”的产品研发创新和营销推广缺乏资金支持，未能创造相应的利润，降低了公司现金储备，导致公司抵御未知风险的能力大大降低，财务弹性处于较低水平。

4.1.2 纵向比较

在分析企业财务数据的好坏时，除了要与行业内企业做对比，还要看企业本身的该指标变化趋势，以便能更好地了解企业的财务状况。此外，由于有效弹性的形成是企业在进行必要支付后还剩余的现金调配能力，因此，在对现金指标进行分析时，在上述两个指标的基础上，还要考虑企业偿还即将到期的债务后剩余的现金情况，来满足企业在有紧急需求时能够不受约束地对现金流进行调配，因此，本文在现金指标的纵向对比分析中，加入了现金余量这一指标。贵人鸟在2015年进行多元化战略前后的现金指标数据如表4.4所示：

表 4.4 贵人鸟 2011—2019 年的现金指标情况

年份	现金持有量	现金产出能力	现金余量
2011	13.79%	24.91%	13.79%
2012	23.77%	23.66%	23.77%
2013	18.69%	15.99%	18.69%
2014	17.00%	8.97%	17.00%
2015	20.18%	7.35%	20.18%
2016	14.30%	5.12%	14.30%
2017	9.93%	2.42%	3.80%
2018	0.76%	-11.25%	-27.46%
2019	0.66%	-25.48%	-32.98%

资料来源：根据贵人鸟年度财务报表整理计算所得

图 4.1 能够更清楚地看到贵人鸟 2011 年—2019 年贵人鸟进行多元化战略前后的现金指标的变化趋势。

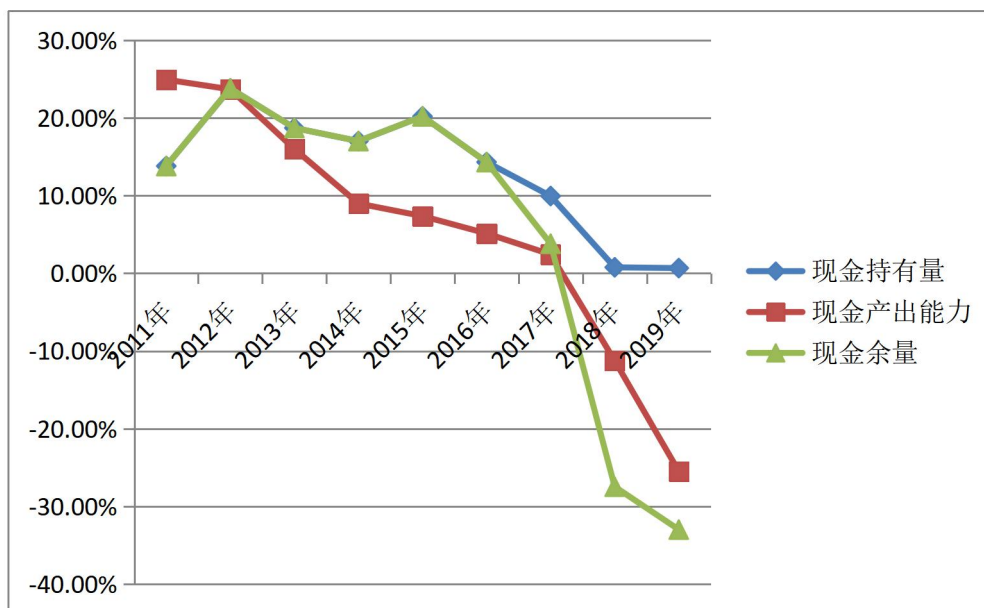


图 4.1 2011-2019 年贵人鸟的现金指标情况

从图 4.1 可以看出，贵人鸟 2011 年-2019 年间，贵人鸟反映现金储备能力的三项指标整体呈下降趋势，并且下降幅度越来越大，但以公司进行多元化战略的 2015 年为分界点来看，2011 年—2014 年的现金指标明显高于实施多元化战略以后的现金指标，且各项现金指标在 2012 年达到了峰值。图中所示现金产出能力即总资产利润率，在 2018 年一度跌倒了负值，并且 2019 年继续呈下降趋势。由此可见，贵人鸟实施的多元化战略并没有给企业带来实际效益，企业的整体经营状况也没有得到改善。另外，由于贵人鸟自 2018 年以来一年内到期的非流动负债大幅增加，公司短期内偿还负债的压力较大，导致公司的现金余量也跌到负值，现金储备能力持续下滑，且下降的幅度越来越高，公司财务弹性处于较低水平，并且仍在不断下降。

通过对贵人鸟各个现金指标进行横向比较和纵向比较，可以发现，贵人鸟的现金持有量、现金产出能力以及现金余量都呈现出较差的水平，在贵人鸟的多元化战略实施过程中，公司的储备资金被用于一系列扩张行为的同时其投资业务又不能及时回款，最终使贵人鸟的现金流越来越少，各现金指标均表现为下滑趋势，导致了贵人鸟财务弹性水平的降低。

4.2 以杠杆指标衡量财务弹性

4.2.1 横向比较

短期负债比重是企业的短期债务在负债总额中所占的比例,可以反映出企业在未来一年的偿债压力,企业还债所需资金的调配会对财务弹性产生影响,该指标越大,财务弹性越低。贵人鸟与同行业的短期债务比重如表 4.5 所示:

表 4.5 2015—2019 年贵人鸟短期债务比重的同行业企业对比

公司/年份	2015	2016	2017	2018	2019
贵人鸟	66.39%	64.45%	70.50%	98.91%	99.71%
安踏体育	96.61%	96.08%	95.42%	96.10%	61.58%
李宁	70.89%	96.08%	94.66%	95.50%	86.98%
特步国际	91.49%	96.13%	69.04%	84.75%	68.46%

资料来源:根据贵人鸟年度财务报表整理计算所得

从表 4.5 可以看到,贵人鸟同行业企业的短期债务比重整体偏高。通过与同行业公司横向对比可以发现,贵人鸟在 2015 年-2017 年多元化战略的初期,短期债务比重处于相对较低的状态。此时,公司的主营业务还未因为投资新业务而缺少资金支持,加上公司投资的杰之行、名鞋库等拓宽了线上和线下销售渠道,创造了一定的经济收益,短期内的偿还债务压力相对较小,对现金流的负担比同行业其他公司较低。但从整体趋势上来看,贵人鸟的短期债务比重自 2015 年以来持续增加,在 2019 年几乎到达百分之百,公司的短期偿债压力是远超其他公司的。这是由于 2018 年公司多元化战略投资的多个业务无法实现业绩承诺,均以失败告终,使得公司 2018 年的短期债务比重剧增,一跃成为表 4.5 可比公司中的第一位。此外,由前文第三章的 2.3 小节可知,债券陆续到期在无形中也增加了公司的短期债务。因此,贵人鸟短期内巨大的偿债压力对企业造成的资金压力较大,从而使得公司的财务弹性水平大幅度降低,容易出现资金链断裂,难以维持生产经营的情况,使企业面临破产风险。

未使用举债能力能够反映公司的经营稳定性与筹资能力,该指标越大,企业

的财务弹性越大。贵人鸟与同行业的未使用举债能力如表 4.6 所示：

表 4.6 2015—2019 年贵人鸟未使用举债能力的同行业企业对比

公司/年份	2015	2016	2017	2018	2019
贵人鸟	49.40%	39.38%	34.64%	32.19%	11.04%
安踏体育	70.50%	69.58%	75.29%	67.78%	51.10%
李宁	49.45%	58.95%	69.30%	66.68%	56.78%
特步国际	60.04%	61.45%	59.65%	57.95%	56.48%

资料来源：根据贵人鸟年度财务报表整理计算所得

如表 4.6 所示，贵人鸟的未使用举债能力从 2015 年的 49.40% 一路降低，在 2019 年降至 11.04%，说明公司自多元化扩张以来的资产负债率持续大幅上升，而同一时期运动服饰行业的未使用举债能力，虽有多波动，但均保持在相对稳定的区间，始终在 50% 以上，对比而言，贵人鸟的未使用举债能力显著低于同行业其他公司。贵人鸟多元化战略期间频繁筹资以支持新业务的投资，债务上升的同时投资效果不仅没有达到预期目标，反而由于将主要精力和资源放在了新领域，忽略了“贵人鸟”自主品牌业务的日常经营，引起了主营业务收入的下滑，加速了资产负债率的上升，使得财务杠杆较高，这进一步降低了企业的举债能力，使企业的财务弹性水平一路下滑。

4.2.2 纵向比较

不同类型的债务对企业的约束性有所不同，比如商业信用类债务一般没有额外的费用，并且其偿还有商讨的空间，而信贷类债务则有明确的还款期限和利息，对企业有较强的约束性，对企业资金的安排也影响更大。因此，强约束性债务更能体现企业的偿债能力，本节在纵向对比分析中，加入了强约束性债务比重这一指标。贵人鸟在 2015 年进行多元化战略前后的杠杆指标数据如表 4.7 所示：

表 4.7 贵人鸟 2011—2019 年的杠杆指标情况

年份	短期债务比重	强约束性债务比重	未使用举债能力
2011 年	100.00%	50.70%	47.76%
2012 年	100.00%	44.69%	50.69%
2013 年	100.00%	43.91%	47.84%
2014 年	58.38%	20.41%	53.16%
2015 年	66.39%	16.05%	49.40%
2016 年	64.45%	13.88%	39.38%
2017 年	70.50%	13.86%	34.64%
2018 年	98.91%	20.20%	32.19%
2019 年	99.71%	22.09%	11.04%

资料来源：根据贵人鸟年度财务报表整理计算所得

图 4.2 能够更清楚地看到贵人鸟 2011 年—2019 年贵人鸟进行多元化战略前后的杠杆指标的变化趋势。

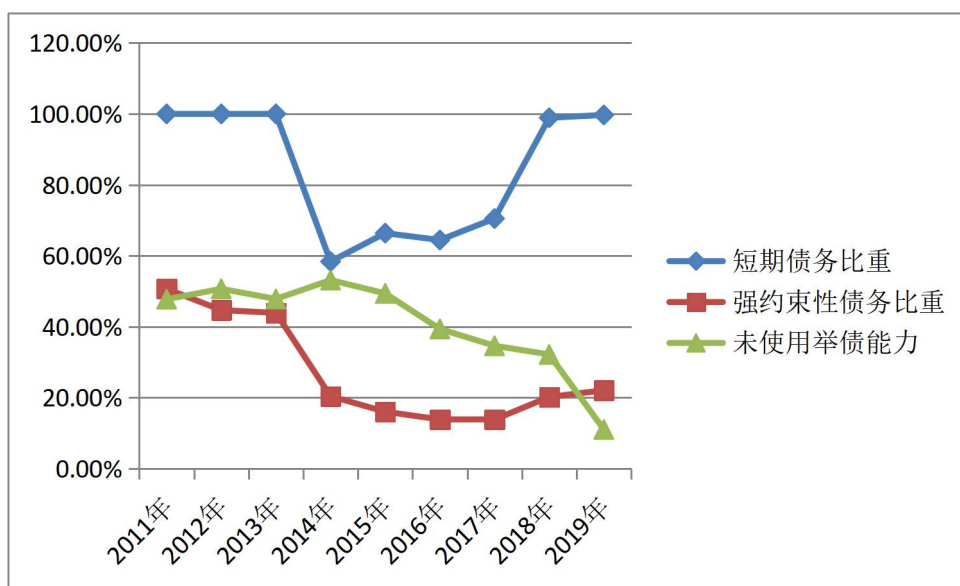


图 4.2 2011—2019 年贵人鸟的杠杆指标情况

如图 4.2 所示，以 2015 年为分界点，多元化战略前贵人鸟的债务结构主要是短期负债，并且没有非流动负债，但公司在 2014 年上市以后，短期债务比重急速下降，说明公司财务弹性水平有了极大上升空间。而贵人鸟从 2015 年开始大规模扩张，整体短期债务比重大幅度上升，其中信贷债务等强约束性的债务占比较高，并且也保持持续上升的状态，说明多元化战略期间公司的财务弹性不断

下降,这主要是由于贵人鸟的银行贷款及债券债务的增加和总负债减少所致。此外,贵人鸟2011年—2014年的未使用举债能力整体呈现波动上升的趋势,说明公司资金较为充足,筹集资金的成本低,财务弹性储存水平高。而2015年之后贵人鸟未使用的举债能力持续降低,表明公司资产负债率一路上升,公司未来的偿债压力随着盲目多元化扩张行为不断增大。短期债务比重和强约束性债务比重的增加以及未使用举债能力的减少很大程度上降低了贵人鸟的财务弹性,增加了企业的财务风险。

通过对贵人鸟杠杆指标的横向比较以及纵向比较,可以发现,贵人鸟的杠杆指标表现不佳,2015年—2018年大规模进行的非相关多元化投资业务过多,但投资收益却不容乐观,加上其对主营业务的忽视,导致公司债务累累。杠杆指标作为本文财务弹性衡量体系的重要组成部分,反映出贵人鸟多元化战略期间财务弹性的降低。

4.3 以外部融资成本指标衡量财务弹性

Z值是企业的破产风险指标,能够反映企业的安全程度,从而衡量企业的外部融资成本,是一种企业从外部资本市场获得所需资金的能力。Z值和企业的安程度成正比,Z值大,则安全程度高,外部的融资约束小,融资成本就越低,企业财务弹性就会越大。Z值分析法是Altman(1968)提出的,对于上市公司而言1.8和2.7为分界值。如果一家公司的Z值超过2.7,则表明该公司的经营环境较稳定,财务状况良好;当Z值位于1.8至2.7之间时,则表明该公司经营状况不太稳定,必须重视公司财务情况的变化。而Z值小于1.8,则表明该公司经营状况已不容乐观,甚至面临破产的风险。对于非上市公司而言,1.1和2.6为分界值,当公司的Z值大于2.6时,说明该公司财务状况稳定,而低于1.1时则面临破产风险。

由于贵人鸟是2015年开始进行大规模的多元化扩张,而公司是在2014年才在A股上市,因此本文针对贵人鸟上市前和上市后采用两种不同的计算方法对外部融资成本模型中的 X_i 数值进行计算,具体计算公式如表4.8所示:

$$Z_1=1.2X_1+1.4X_2+3.3X_3+0.6X_4+0.99X_5$$

$$Z_2=0.717X_1+0.847X_2+3.107X_3+0.42X_4+0.998X_5$$

其中： Z_1 适用于 2014 年上市以后， Z_2 适用于 2014 年上市之前。

表 4.8 Z 值计算公式表

Z 值指标	计算公式
X_1	$X_1 = \text{营运资本} / \text{资产总额}$
X_2	$X_2 = \text{留存收益} / \text{资产总额}$
X_3	$X_3 = \text{息税前利润} / \text{资产总额}$
X_4	$X_4 = \text{期末股东权益市值} (Z_1);$ $X_4 = \text{所有者权益} / \text{负债总额} (Z_2)$
X_5	$X_5 = \text{销售收入} / \text{资产总额}$

表 4.9 贵人鸟 2011—2019 年的 Z 值表

项目/年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
X_1	0.15	0.25	0.24	0.55	0.35	0.24	0.07	-0.15	-0.38
X_2	0.18	0.28	0.27	0.19	0.19	0.12	0.10	-0.01	-0.27
X_3	0.25	0.26	0.22	0.11	0.11	0.07	0.06	-0.08	-0.22
X_4	0.91	1.03	0.92	5.22	9.30	4.04	2.24	1.13	1.08
X_5	1.38	1.12	0.87	0.46	0.41	0.29	0.43	0.59	0.40
Z 值	2.80	2.77	2.34	4.88	7.03	3.40	2.19	0.80	-0.52

资料来源：根据贵人鸟年度财务报表及巨潮资讯网整理计算所得

如表 4.9 所示，贵人鸟的 Z 值在 2015 年之前处于稳中有升的状态，并且刚开始进行多元化扩张时有过短暂上升，说明公司在实施多元化战略的初期还保持一个合理的投资，对现有经营业绩有所提升，但随着贵人鸟多元化战略的不断深入，公司的 Z 值一直处于下降的趋势，甚至小于 1.8，财务风险逐渐变高，外部融资成本不断增加，使得财务弹性不断降低。其中， X_1 数值是由营运资本/期末总资产得出来的，2015 年之后贵人鸟该数值一路降低反映了企业为了保证多元化战略的顺利进行，不断融资导致负债大量增加，从而使得企业的融资成本不断增加。另外，2016 年贵人鸟 X_5 最小，从第三章的贵人鸟多元化战略的实施历程可以看出，2016 年贵人鸟的多元化扩张行为频繁，相应的投入资金也越多，但

并没有达到企业的预期收益。根据贵人鸟的财务报表显示，公司 2016 年的营业收入基本与前一年持平，表明贵人鸟进行多元化扩张降低了公司的资产利用率，也就是说，公司已经投入的大量资金没有得到很好的回报，多元化投资项目占据了很大的流动资产，企业的回款能力大幅减弱。因此，贵人鸟的财务弹性储存直线下降。

总的来说，贵人鸟的 Z 值反映出公司在 2016 年之前还处于稳定的经营环境，但 Z 值持续下跌，并于 2019 年转负，反映了贵人鸟外部融资成本的不断增加，再融资能力下降，公司财务状况恶化，企业的财务弹性逐步降低，在面临不利的市场环境时，企业的财务状况不能有效地发挥出抵御风险的功能。

4.4 综合财务弹性测算

为了更直观地展现出贵人鸟实施多元化战略前后的财务弹性，本文对上述财务弹性衡量指标体系进行赋权，计算贵人鸟的综合财务弹性。

贵人鸟 2011 年—2019 年多元化战略前后的财务弹性二级指标如表 4.10 和表 4.11 所示：

表 4.10 贵人鸟 2011—2014 年多元化战略前的财务弹性二级指标

项目/年份	2011	2012	2013	2014
现金持有量	13.79%	23.77%	18.69%	17.00%
现金产出能力	24.91%	23.66%	15.99%	8.97%
现金余量	13.79%	23.77%	18.69%	17.00%
短期债务比重	100%	100%	100%	58.38%
强约束性债务比重	50.70%	44.69%	43.91%	20.41%
未使用举债能力	47.76%	50.69%	47.84%	53.16%

资料来源：根据贵人鸟年度财务报表整理计算所得

表 4.11 贵人鸟 2015—2019 年多元化战略后的财务弹性二级指标

项目/年份	2015	2016	2017	2018	2019
现金持有量	20.18%	14.30%	9.93%	0.76%	0.66%
现金产出能力	7.35%	5.12%	2.42%	-11.25%	-25.48%
现金余量	20.18%	14.30%	3.80%	-27.46%	-32.98%
短期债务比重	66.39%	64.45%	70.50%	98.91%	99.71%
强约束性债务比重	16.05%	13.88%	13.86%	20.20%	22.09%
未使用举债能力	49.40%	39.38%	34.64%	32.19%	11.04%

资料来源：根据贵人鸟年度财务报表整理计算所得

4.4.1 计算各项二级指标权重

变异系数法是一种根据每一项指标中所蕴含的信息，经过计算获得每项指标的权重，是一种客观赋权法。因此，本文选取此方法对贵人鸟财务弹性的二级指标权重进行确定。在该方法中，越难以实现的指标，其取值差异越大，即差异系数越大，分配到的权重也更高。

(1) 原始数据标准化处理

从前文的财务弹性衡量指标体系可以看出，其二级指标既有正向指标，也有逆向指标，为了保证各项指标可以进行加权，本文首先运用极值法对原始数据进行标准化处理，包括数据同趋化处理和无量纲化处理。

正向指标标准化处理的公式为：

$$x_i' = (x_i - \min) / (\max - \min)$$

逆向指标标准化处理的公式为：

$$x_i' = (\max - x_i) / (\max - \min)$$

经标准化处理后各指标数据见表 4.12：

表 4.12 贵人鸟 2011—2019 年各项二级指标标准化处理数据

项目/年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
现金持有量	0.568	1.000	0.780	0.707	0.845	0.590	0.401	0.004	0.000
现金产出能力	1.000	0.975	0.823	0.684	0.652	0.607	0.554	0.282	0.000
现金余量	0.824	1.000	0.910	0.881	0.937	0.833	0.648	0.097	0.000
短期债务比重	0.000	0.000	0.000	1.000	0.808	0.854	0.709	0.026	0.007
强约束性债务比重	0.000	0.163	0.184	0.822	0.941	0.999	1.000	0.828	0.777
未使用举债能力	0.872	0.941	0.874	1.000	0.911	0.673	0.560	0.502	0.000

(2) 各项二级指标变异系数

计算公式：

$$V_i = \sigma_i / \bar{x}_i \quad (i=1, 2, 3 \dots n)$$

其中： V_i 为第 i 项指标的变异系数， σ_i 是第 i 项指标的标准差， \bar{x}_i 是第 i 项指标的平均数。各项二级指标的变异系数如表 4.13 所示：

表 4.13 贵人鸟各项二级指标变异系数

项目	σ_i	\bar{x}_i	$V_i = \sigma_i / \bar{x}_i$
现金持有量	0.332	0.544	0.610
现金产出能力	0.302	0.620	0.487
现金余量	0.351	0.681	0.515
短期债务比重	0.421	0.378	1.114
强约束性债务比重	0.377	0.635	0.594
未使用举债能力	0.298	0.704	0.423

(3) 各二级指标权重

计算公式：

$$W_j = V_i / \sum_{i=1}^n V_i$$

各项二级指标的变异系数如表 4.14 和表 4.15 所示：

表 4.14 贵人鸟现金指标的二级指标权重

项目	现金持有量	现金产出能力	现金余量	合计
权重 W_j	37.84%	30.21%	31.95%	100%

表 4.15 贵人鸟杠杆指标的二级指标权重

项目	短期债务比重	强约束债务比重	未使用举债能力	合计
权重 W_j	52.28%	27.87%	19.85%	100%

4.4.2 计算各项一级指标权重

熵可以用来衡量不确定性，当不确定性降低时，熵值就会降低。某一指标的熵值越低，表示该指标所能提供的信息量就越多，赋予的权重也就越高，所以，使用熵值法确定权重的方法是一种客观赋权法，本文采用熵值法对贵人鸟财务弹性的二级指标权重进行确定。

(1) 各项一级指标标准化数据

为了确保后续计算熵值公式中的对数函数有意义，此处对标准化数据做平移 0.01 处理。贵人鸟一级指标数据进行标准化处理后的数据如表 4.16 所示：

表 4.16 贵人鸟 2011—2019 年一级指标标准化处理数据

项目/年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
现金指标	0.790	1.002	0.845	0.766	0.826	0.683	0.536	0.128	0.010
杠杆指标	0.183	0.242	0.235	0.960	0.876	0.868	0.771	0.354	0.230
外部融资成本	0.450	0.446	0.389	0.725	1.010	0.529	0.369	0.185	0.010

(2) 各项一级指标所占比重

第 j 项指标下第 i 个年份指标值占指标总值的比重 P_{ij} 的计算公式为：

$$P_{ij} = x_{ij} / \sum_{i=1}^n x_{ij}$$

各项一级指标的比重如表 4.17 所示：

表 4.17 贵人鸟 2011—2019 年各项一级指标所占比重

项目/年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
现金指标	0.141	0.179	0.151	0.137	0.148	0.122	0.096	0.023	0.002
杠杆指标	0.039	0.051	0.050	0.203	0.186	0.184	0.163	0.075	0.049
外部融资成本	0.109	0.108	0.095	0.176	0.246	0.129	0.090	0.045	0.002

(3) 各项一级指标熵值

计算公式:

$$E_j = - (1/\ln n) * \sum_{i=1}^n P_{ij} \ln P_{ij}$$

表 4.18 贵人鸟各项一级指标熵值

项目	现金指标	杠杆指标	外部融资成本
熵值 E_j	0.913	0.916	0.905

(4) 各项一级指标差异系数

计算公式:

$$Z_j = 1 - E_j$$

表 4.19 贵人鸟各项一级指标差异系数

项目	现金指标	杠杆指标	外部融资成本
差异系数 Z_j	0.087	0.084	0.095

(5) 各项一级指标权重

计算公式:

$$D_j = Z_j / \sum_{j=1}^m Z_j$$

表 4.20 贵人鸟各项一级指标权重

项目	现金指标	杠杆指标	外部融资成本	合计
权重 D_j	32.71%	31.58%	35.71%	100%

4.4.3 计算综合财务弹性

表 4.21 贵人鸟 2011—2019 年综合财务弹性指数

项目/年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
现金指标	0.046	0.328	0.276	0.251	0.270	0.223	0.175	0.042	0.003
杠杆指标	0.058	0.076	0.074	0.303	0.277	0.274	0.243	0.112	0.073
外部融资成本	0.161	0.159	0.139	0.259	0.361	0.189	0.132	0.066	0.004
财务弹性	0.265	0.563	0.489	0.813	0.908	0.686	0.550	0.220	0.080

从表 4.21 可以看出, 贵人鸟在 2015 年进行多元化战略之前的财务弹性处于稳中有升的状态, 到 2015 年达到峰值后, 公司的综合财务弹性水平呈现急速下降的趋势, 甚至从 2018 年开始低于往年水平, 开始趋近于 0。结合前文分析可知, 贵人鸟在实施多元化战略的过程中大量投资不同业务不但没有达到企业预期的效果, 反而由于公司的多元化扩张行为过于频繁, 资金使用量变得更高, 资金的大量短缺造成了财务弹性的降低, 增加了企业财务风险。

5 贵人鸟多元化战略下财务弹性恶化的原因及建议

5.1 贵人鸟财务弹性恶化的原因

从第四章对贵人鸟财务弹性的分析结果可以看到,公司自实施多元化战略以来,并没有带来更好的收益,反而造成财务弹性的不断降低,本章对可能引起这种变化的原因进行分析,发现企业财务弹性降低主要是由于多元化战略带来的各种变化,包括资本结构不够合理造成企业资不抵债;企业对新业务投资过度,造成主营业务收入下降;公司实施的非相关多元化战略使新旧业务不能协同发展;企业的资金利用率和现金管理能力较低。具体的原因分析如下:

5.1.1 资本结构不合理

多元化战略的顺利实施需要大量资金,这对企业融资方式的选择提出了更高要求。企业的筹资方式根据来源可分为内源筹资和外源筹资两种,其中,内源筹资来源于公司自己的留存收益,外源融资则是企业从外部资本市场筹资的方式,主要有股权融资、债务融资等多种形式。公司的资本结构合理有利于其可持续发展,在公司采用债权融资的外部融资方法时,能够为公司提供税盾效应,并充分发挥财务杠杆的作用,但债务融资也需要适度,并不一定是越高越好。因为企业的债务融资越多,其偿债风险也会随之增大,从而引起债权人和投资者对企业提出相应的补偿要求。一方面,企业偿债风险增加,不能按时还本付息会引起债权人对企业提出风险补偿的要求,增加企业利息费用;另一方面,企业偿债风险增加,也会使投资者提出更高的投资回报率,从而增加企业的外部融资成本,这些都不利于企业保持良好的财务弹性。因此,企业保持合理的资本结构十分重要。

产权比率指标根据企业的融资来源衡量债权融资和股权融资的相对关系,反映了企业负债总额与所有者权益的比率,可以用来判断企业资本结构的合理性。该指标越高,表明企业的债权融资越高,债权人的权益保障程度越低,企业偿还长期债务的能力越低。贵人鸟与同行业企业的产权比率及变动趋势如图 5.1 所示:

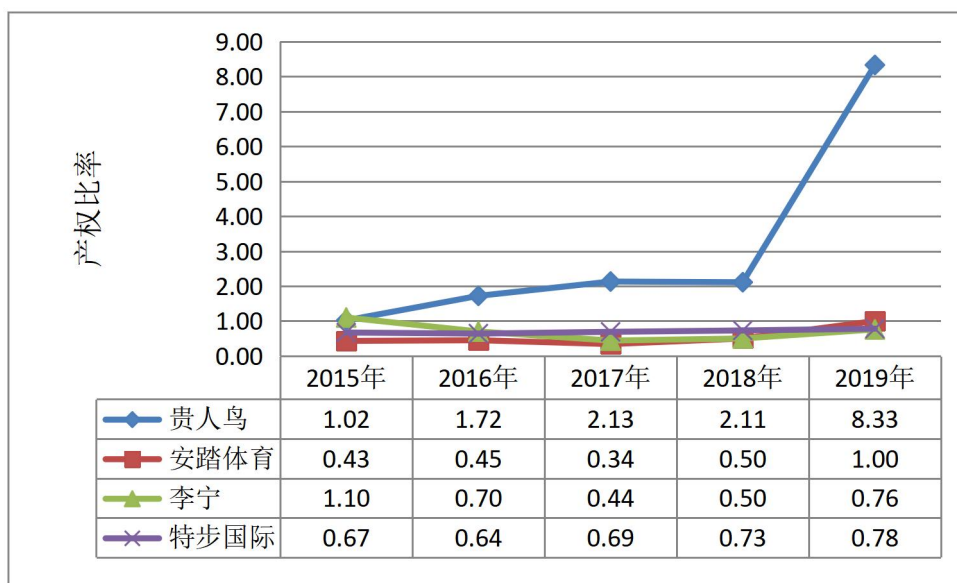


图 5.1 贵人鸟与同行业企业的产权比率比较及变动趋势图

从图 5.1 中可以清晰地看到同行业其他企业近些年的产权比率基本维持在 1 以下。其中，特步的产权比率近些年来一直保持稳定的状态。安踏的产权比率除了 2019 年以外，一直维持在 0.5 以下，而 2019 年安踏对其海外子公司加大了投资，导致产权比率增幅较大，但也维持在 1，处于合理的资本结构区间。李宁在 2015 年由于经营状况欠佳，导致当年的债务较高，而公司经过及时调整，使得产权比率逐渐降低。相比之下，贵人鸟的产权比率则一直在 1 以上，且保持不断上升的趋势，在 2019 年甚至猛增到 8.33，远远超出同行业其他企业。因此可以看出，贵人鸟的资本结构不够合理，债权融资过高，导致企业的自有资金不能偿还过高的债务。

在现金流动性本身就低于同行业平均水平的前提下，只有通过股权融资或债权融资等外部融资来筹集资金，才能保障贵人鸟的多元化战略的实施。贵人鸟多元化战略期间，大多数资金需求是通过债权融资获得，其资本结构不合理主要体现在债券融资的期限短。由上文的表 3.2 可知，自 2015 年起，贵人鸟先后发行债券共计 13 次，且基本上都是期限不超过一年的短期债券融资，陆续的到期还本付息加剧了公司在多元化战略期间的偿债压力。此外，公司在 2016 年发行的期限为 3 年的定向债务融资工具，在 2019 年面临还本付息的情况，根据相关会计准则规定，必须在 2018 年划分为一年内到期的非流动负债，以使企业合理调配偿债资金，这无疑加剧了企业的偿债压力。因此，贵人鸟多元化战略期间背负

着较大的还债压力，高杠杆使得公司资金链随时面临断裂的风险，导致现金流紧张，公司缺乏一定的财务弹性，导致贵人鸟在 2019 年面临资不抵债的情况，不能按时还债而陷入严重的财务危机。

贵人鸟将大量资金投入到了多元化战略中，却并未获得理想的收益，反而由于债务大规模陆续到期，公司盈利能力下降，开始通过降价出售以及出售资产等方式来降低损失、偿还债务，最终公司的资金严重短缺，财务弹性断崖式下降。

5.1.2 主营业务经营不佳

贵人鸟起初的经营重心一直为运动鞋服的研发生产，并且在运动市场中保持一定的竞争优势。而在 2015 年—2018 年期间，贵人鸟进行了大量的融资行为，并将这些资金都投入到了新的投资项目中，以扩大业务范围，而忽视了企业的主要营收来源“贵人鸟”自主品牌的经营发展。贵人鸟在进行多元化战略的早期，就已经制定了一个全新的发展策略，其中就包括了从批发模式到零售模式的转型，但根据贵人鸟财务报告的显示，在公司多元化发展期间，自主品牌的零售终端数越来越少，从 2015 年的 4465 家骤降到 2019 年的 2358 家，下降了一大半，而这都是因为利润产出不高，有的甚至已经呈现亏损状态，从这一点可以看出，在 2015—2019 年贵人鸟多元化战略期间，其自主品牌的盈利能力较差。而贵人鸟零售终端店铺减少也引起了其自主品牌销量的逐渐萎缩。据贵人鸟的年报显示，贵人鸟自主品牌的销售数量从 2015 年的 2554 万件降到了 2019 年的 1250 万件，短短 5 年降低了一半左右，经营状况不容乐观。为了改善这一状况，2018 年贵人鸟收购了多个经销及零售商店铺，由公司直接经营这些零售终端。然而，由于贵人鸟的盲目多元化投资占用大量资金，造成资金缺乏，加上公司的管理能力不足等问题，使得收购回来的零售店铺的改造费用、营销费用以及组织员工培训费用等不能维持，严重阻碍了贵人鸟自主品牌的进一步发展。最终，贵人鸟又重新与新的经销商合作，对业务销售又延续之前的批发模式，并没有取得新的进展。

总的来说，贵人鸟在多元化战略实施过程中，将企业经营重心放在投资扩张的新领域，回报期过长，短期内不能获得预期的收益，同时忽略了贵人鸟这个核心品牌的发展，直到自主品牌发展出现危机才开始补救。虽然贵人鸟的直营店铺毛利润相当可观，但因为资金的问题，贵人鸟也没有足够的财力来支持自主品牌

的“新零售”模式，最终继续选择和经销商合作，采用批发模式进行销售。贵人鸟多元化战略期间的自主品牌业务收入及毛利润情况如图 5.2 所示：

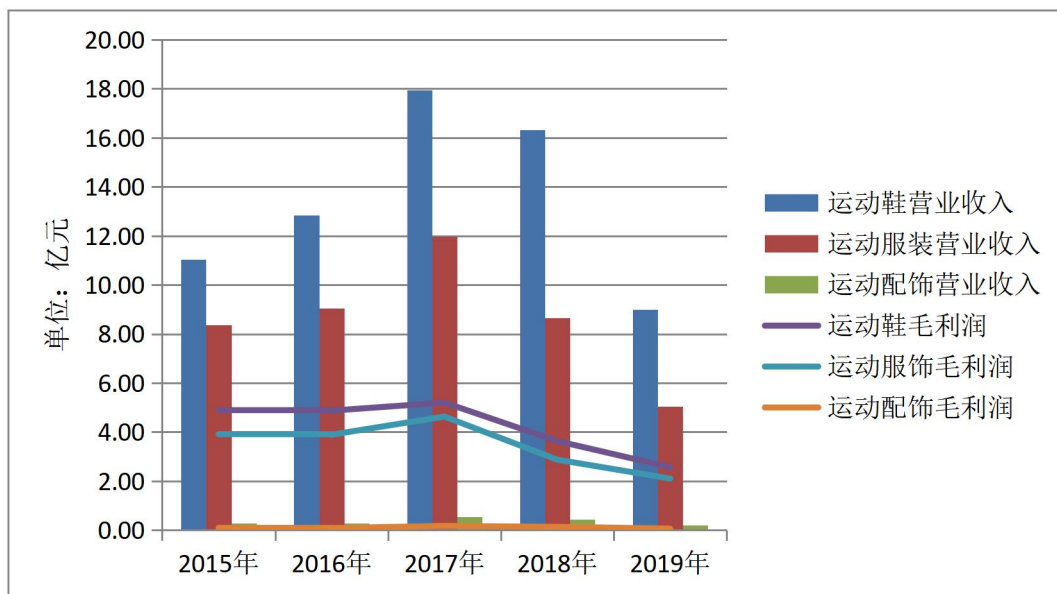


图 5.2 贵人鸟公司 2015—2019 年自主品牌业务收入及毛利润变化情况

从图 5.2 可以看出贵人鸟在实施多元化战略的初期，各个主营业务收入呈现上升趋势，但随着多元化战略的深入，其主营业务收入开始大幅下降。另外，近年来公司的毛利润也呈现持续下降的趋势。由此可见，作为贵人鸟核心产品的运动鞋服不能给公司带来合理的利润回报，公司自主品牌的产品盈利能力难以提升，品牌经营情况不佳，发展困难。因此，核心业务的经营状况不善使整个企业的财务状况处于紧张形势，加剧资金紧张，获取财务资源的成本上升，不利于企业财务弹性的提高。

5.1.3 新旧业务未实现协同效应

根据第三章的贵人鸟多元化战略介绍可知，贵人鸟一系列的多元化投资行为过于频繁，且属于非相关多元化类型，公司短期内的一系列投资活动涉及多个领域，而这些不同领域的投资项目往往需要投入大量的资金成本，并且投资回报率低，回报周期长，各业务之间无明显关联，多元化扩张的新产业不能与原有业务进行有效整合，未能达成协同效应，也不能形成范围经济，新投资领域最后拉低企业的整体绩效，造成了投资失败。

此外，贵人鸟的多元化投资所涉及的领域在市场定位、资源投入以及技术能力等方面，与公司目前主要从事的产品生产销售并没有实质性的关联，缺乏相关的运营经验，多元化投资的进程过快加重了贵人鸟的经营负担，也给企业的运营带来不好的影响。同时也可以看出贵人鸟对投资后的资源缺乏有效整合，业务管理控制能力较弱。根据贵人鸟的财务报表数据，公司 2015 年—2018 年的销售费用增加了近 5 亿元，管理费用也从 2015 年的 1.5 亿元增加到 2018 年的 2 亿元，可知，贵人鸟并没有对新投资领域的盈利模式进行深入研究和调研，便盲目地引进了新品牌，这造成了公司的行政性、营销性等方面的支出，使得公司的收入与成本不相适应，并且后续也未对这些新业务及时进行资源的有效整合，使得业务发展处于停滞状态。此外，为了拓宽销售渠道而收购的杰之行、名鞋库，并没有在运营和管理方面形成有效的配合，缺少专门的管理人才，导致贵人鸟的管理成本上升，从而加剧企业财务的紧张情况，对财务弹性产生不利影响。

5.1.4 资金利用率不高

营运资金是企业用来维持日常经营活动的资金，影响企业资金运用的效率，能够用来衡量企业的财务风险和经营效率。而总资产周转率这一指标可以用来衡量资产的投资规模与企业销售能力之间的配比情况，反映企业的营运能力，贵人鸟与同行业企业的总资产周转率如图 5.3 所示：

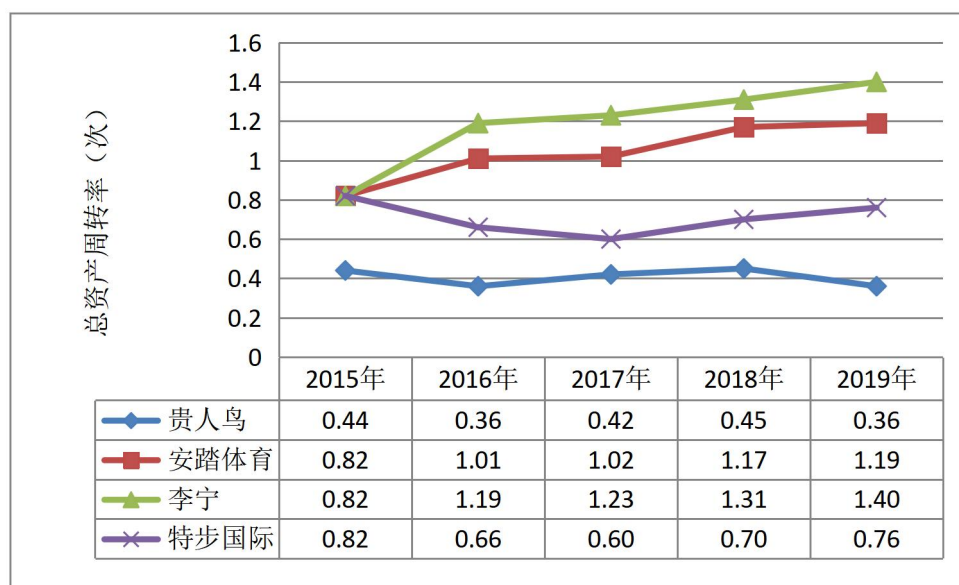


图 5.3 贵人鸟及同行业企业总资产周转率

从 2015 年起，贵人鸟就开始进行了一系列的投资并购，虽然公司的总资产在不断地攀升，但是销售收入增长跟不上资产规模的增长幅度，导致多元化战略转型过程中贵人鸟的总资产周转速度很难上升。从图 5.3 中可以看出，李宁、安踏、特步三家企业的总资产周转率相对稳定，仅出现轻微的变动，而贵人鸟与之相比，总资产周转率明显偏低，在整个运动行业中较为落后，且公司的总资产周转率波动也比较大，整体呈现下降趋势，这表明贵人鸟在实施扩张战略过程中，公司的总资产周转速度比较慢，资金利用率也比较低，具有一定的运营风险，其管理水平还需要进一步提升，此外，资金使用效率低下也说明了公司销售能力下降，资金回流速度慢，这些都会引起贵人鸟的财务弹性的降低。贵人鸟的营运资金状况如表 5.1 所示：

表 5.1 贵人鸟 2015—2019 年营运资金情况 单位：亿元

项目/年份	2015	2016	2017	2018	2019
平均流动资产	33.67	41.29	45.35	32.81	21.56
平均流动负债	13.81	23.55	32.91	33.41	33.03
平均营运资金	19.86	17.74	12.44	-0.6	-11.47
营业收入	19.69	22.79	32.52	28.12	15.81
营运资金周转率（次）	0.99	1.28	2.61	-46.87	-1.38

资料来源：根据东方财富网整理计算所得

如表 5.1 所示，贵人鸟的平均流动资产呈现不断下降的趋势，而平均流动负债却便显出大幅上升的趋势，整体上表现为流动资产向低于流动负债的方向发展，导致了平均营运资金的持续减少，公司运营风险较高，最终使得企业面临筹资周转困难的问题。一般来说，正常经营的企业会将营运资金保持在一个稳定的水平，并随着企业规模的规模逐渐增加，而贵人鸟大规模发展多元化业务，扩大企业规模的同时，营运资金却不断减少，甚至在 2018 年，为了偿还大量到期的负债，降到负值，这说明贵人鸟盲目激进的多元化战略给公司带来巨大的财务压力，流动资金严重不足，使得其资金周转出现困难，资金得不到回笼，不能维持公司日常经营的同时，也无法满足投资发展的资金需求，从而说明企业无法及时调配现

金流以满足企业需要，不能保持足够的财务弹性，面临财务危机。

5.1.5 现金流管理能力较低

在公司的日常运营过程中，对现金进行有效的管理，能够减少公司的现金流动风险。当公司进行多元化战略的扩张时，需要提前做好投资规划，并按照此投资计划制定相应的现金预算。贵人鸟不加调研地大规模投资新项目，却没有对现金流进行有效评估，由于其投资回报期长，现金的流入和流出出现严重的不匹配，如果公司不及时采取有效的措施来解决资金问题，将会使公司的财务状况变得更加紧张。贵人鸟近年来的现金流量情况如表 5.2 所示：

表 5.2 贵人鸟 2015—2019 年现金流量净额 单位：亿元

年份/项目	经营活动	投资活动	筹资活动	现金及现金等价物
2015 年	5.99	-5.57	2.15	2.59
2016 年	2.36	-13.71	12.38	1.57
2017 年	6.33	-9.92	-2.87	-6.39
2018 年	5.60	7.79	-17.96	-4.56
2019 年	-5.36	0.53	4.70	-0.13

资料来源：贵人鸟年度财务报表

从表 5.2 可以看出，除了 2019 年，贵人鸟之前年份的经营活动产生的现金流都为正，且维持了一个比较平稳的水平，然而，从 2015 年起，贵人鸟进行了大量的非相关多元化的投资扩张，加上，企业进入一个新业务领域的投资回收期一般较长，这种行为造成了投资活动产生的现金流为负，且经营活动的现金流入，投资活动的现金流出更高，不利于企业的平稳运营。贵人鸟为了改善盲目进行投资带来的公司储备现金流失，企业于 2018 年开始对公司投资持有的股份大量转让，由此，公司投资活动带来的现金流量净额逐渐转正，但此前贵人鸟的债务高累，还需要大量进行筹资偿还负债，最终的现金及现金等价物仍为净流出。由此可见，贵人鸟高速多元化扩张并没有为企业带来良好的经济效益，为减少损

失，仍需继续投入资金。综上所述，贵人鸟对于自身的现金流状况没有很好的统筹计划，营运资金不足以维持企业经验发展。

在企业的财务风险管理中，现金流量控制是非常重要的一个环节。但贵人鸟的资金却跟不上它的多元化扩张速度，以至于在扩张期间，一直面临着严重的资金短缺问题，现金流被新业务长期占用。大量进行投资并购，而被投资方的业绩未能达标，投资难以回款使贵人鸟的现金流出现断裂，更无法保证公司多元化战略的进一步实施，最终，公司的财务弹性长期处于较低水平。因此可以看出，贵人鸟在多元化经营期间，没有制定出一套完善的现金预算管理计划，也没有形成与之相适应的现金流管理体系。

5.2 贵人鸟多元化战略下防范财务弹性恶化的建议

5.2.1 开拓多元化融资渠道，优化资本结构

优序融资理论认为企业融资应先考虑内部盈余资金，其次是从企业外部获得的资金，但由于内部资金有限，加上债权融资具有调整资本结构、抵税等作用，而且成本相对于股权融资较低，也不会对股份造成稀释，所以多数企业会首先选择债权融资的外部融资方式。贵人鸟采取的融资方式主要是债权融资，自2015年开始进行多次大额的债券融资，并且短期债务的金额和占比很高，受到期还本付息的限制，不利于企业进行资金储备，造成企业财务弹性的降低。因此，合理进行融资方式的选择和搭配对企业资本结构的优化和完善起到十分重要的作用。

首先，要注重企业的负债构成，适当减少短期债务融资，对企业的长短期债务进行适当搭配，防止大量的短期债务的偿还给企业带来资金链断裂的风险。其次，企业应注重债务融资的期限和投资回报期相适应，对于投资回报期较长的项目，可以通过长期借款来融资，而投资回报期相对较短的项目，应适当搭配长短期融资方式，给企业留下足够的资金调配空间。此外，贵人鸟不应过于依赖于债权融资，而应当采取多元化的融资方式，将股权融资和债权融资合理搭配，并根据企业实际需要和还款期限确定各融资方式的金额，搭配多个筹资组合，优化资本结构。

5.2.2 重视主营业务经营，提高盈利能力

企业实施多元化战略的最终目的是保障企业的可持续发展，贵人鸟公司的主营业务是运动鞋服销售，而公司在实施多元化战略的过程中主要是将募集的资金全部投向新领域，忽视了主业的日常经营，导致主营业务利润不断下滑，内部资金缺乏，直接影响到企业现金流的稳定性，企业财务弹性储备严重不足。因此，企业的多元化战略必须将主营业务的发展放在首位，对公司的资源进行合理分配，在确保主营业务资源需求的同时，再将剩余资源投入到新投资的业务领域，以规避由于过度关注新业务而侵占主营业务所需资源的风险。

首先，公司应降低对线下销售的依赖程度，注重开拓主营业务的网络销售渠道，打开线上消费市场，实现公司的主业品牌向新零售模式转型，扩大自主品牌销量，增加盈利。其次，贵人鸟应积极关注消费市场的发展动态，加大对运动鞋服产品的研发投入，有针对性地设计产品，实行差异化的发展战略，满足消费者的不同需求，提高主营业务收入。最后，企业还应该加强对贵人鸟自主品牌的营销宣传投入，树立良好的品牌形象，充分发挥品牌效应，增强客户粘性，促进贵人鸟自主品牌的精细化发展。

5.2.3 发展相关多元化，提高协同效应

对于企业而言，非相关的多元化业务经营风险较高，且对主营业务积累的资源不能有效利用。贵人鸟的非相关多元化战略不但未达到布局体育产业的目标，还因为新投资业务与原有业务的资源不能有机结合而增加了企业管理费用、经营成本等，未能产生协同效应，阻碍了企业整体的经营发展，压缩了财务弹性空间。因此，企业在实施多元化发展的战略过程中，要围绕主业经营，进行相关业务的范围扩展，努力实现新旧业务的协同发展。

首先，企业应该预先对多元化战略做一个相对完整的规划，具体内容应包含企业打算投资的新领域、投资金额及来源、新旧业务之间的资金分配、新业务领域预计的投资期、预估收益、投资回报率以及新旧业务如何发挥协同效应，从而达到利润最大化等。其次，在进行多元化战略的过程中，企业应该综合考虑公司现有的管理能力、经营业务、技术水平等因素，掌握多元化经营的程度，而不能

不经考察盲目进行大规模投资。此外，贵人鸟还应针对性地培训新业务的运营管理团队，丰富新业务领域的运营经验。对于投资扩张的新业务，应在事前进行充分的调查，然后选择与公司的发展战略相一致的业务领域进行投资，这样才可以有效扩大公司的业务范围，实现协同发展。

5.2.4 提高资金利用率，保障资金需求

企业的日常运营要靠充足的资金支持，由前文可知，贵人鸟多元化战略期间的融资成本较高，投资业务未能实现预期收益，且资金周转率较低，影响企业的资金回流。因此，公司在注意投资规模及类型的同时，可以通过加强应收账款、存货等流动资产的资金管理来提高资金周转率，降低营运风险，为多元化战略的实施提供资金支持。这就需要企业保证应收账款的有效回收率以及存货周转率，建立相关制度，实现企业对资金的有效管理。一方面，公司应制定一套合理的收款、赊销和坏账处理等方案，来加强对应收账款的管理，减少应收账款对资金的占用，为公司的资金储备带来一定的弹性空间。另一方面，公司应采用适当的营销手段，吸引消费者，稳固并扩大市场份额，时刻关注公司的销售情况，并将预先制定的销售计划和实际销售情况进行综合分析，更新公司的生产经营方案，从而提升公司的库存周转率，加快资金周转，促进资金回流。

此外，企业还应和供应商建立长期合作关系，有效吸引用户以及供应商的资金，增加企业流动资金，保障企业资金需求，给予企业财务一定的弹性空间。

5.2.5 完善现金管理体系，保持现金流稳定

贵人鸟的多元化战略过于注重投资规模，没有制定与其多元化战略相适应的现金预算管理制度，也没有注重对现金流动的各个环节的管理。最终，贵人鸟没有及时发现企业财务状况已不容乐观，投资领域的资金不能及时收回，所以只能依赖于企业的经营活动产生的现金流量，或是发行更多的新债券来偿还巨大的债务，长此以往对公司经营情况产生严重影响。所以，必须将公司的多元化发展战略和现金流管理有机地结合起来，增强企业现金流储备，提高企业现金流的调配能力，最终提高企业财务弹性，促进企业可持续发展。

企业应以战略为前提，适时地转变现有的经营观念，建立起一套以提高企业

盈利、营运、发展等能力为基础的总体规划，并制定相应的现金预算管理系统，以避免企业盲目进行多元化扩张。除此之外，还要统筹建立适应公司的投融资方案，合理安排投融资的时间、规模等，构建完备的现金管理体系，特别要对企业的流动资产加强监管，保证公司现金流的稳定性。这些都将帮助企业获得充裕的现金流，为公司的多元化战略提供可持续的现金流量，保持企业财务弹性。

6 研究结论与不足

6.1 研究结论

为了研究多元化战略下企业的财务弹性水平变化,本文在对有关多元化战略和财务弹性的文献梳理总结的基础上,对贵人鸟实施多元化战略的案例进行整理分析,说明了贵人鸟是如何在多元化扩张失败情况下导致财务弹性缺失,以及企业如何在进行多元化战略转型的过程中进行财务弹性储备,以保障企业财务状况的稳定。

贵人鸟在多元化战略转型前的财务弹性水平相对较高,这时企业经营状况良好,资金需求量不大。随着竞争不断加剧,贵人鸟开始投资不同的领域,大量投资的进程过快,导致资金需求量剧增;另外,由于公司投资的领域与原有业务关联性并不大,导致投资效益低下,经营状况变差,企业开始出现大量的现金缺口,财务弹性水平开始不断下降。本文对贵人鸟财务弹性恶化的现象进行进一步的分析,发现其财务弹性恶化主要的原因主要有资本结构不够合理造成企业资不抵债;企业对新业务投资过度,造成主营业务收入下降;公司实施的非相关多元化战略使新旧业务不能协同发展;企业的资金利用率和现金管理能力较低。

企业在面临外部激烈的行业竞争时,要采用长远的眼光来进行决策,适度进行多元化扩张来提高企业竞争力,在此过程中,应该从多元化融资渠道的开拓、重视主营业务经营、发展相关多元化、提高资金利用率、完善现金流管理等方面来保持良好的财务弹性水平,降低企业有可能面临的财务风险。

6.2 研究不足

本文采用案例研究方法,虽然可以结合案例企业的多元化战略及其自身的财务状况对案例企业的财务弹性进行详细分析,但是单案例研究得出的结论不具有普适性,存在一定的局限性。首先,单案例研究下多元化战略与财务弹性的关系不能像实证研究那样清晰地展现,也就是说,案例公司财务弹性的变化可能不止受多元化战略这一种要素引起的,后续的研究可选择不同行业及不同经营状况的企业进行多案例研究或实证研究对多元化战略与企业财务弹性的关系进一步研

究。其次，本文选取的案例公司贵人鸟是多元化战略失败背景，属于反面案例，在此基础上研究多元化战略下企业财务弹性的变化不够全面，无法体现正面案例，即实施多元化战略成功的企业，其财务弹性水平的变化，在今后的研究中可以选择正面案例进行研究，并对两者的不同进行比较分析，得出更准确的结论。最后，因为笔者个人的分析能力有限，本文关于多元化战略引起企业财务弹性发生变化的原因分析以及提出的建议可能比较片面，希望以后能够获取更多案例企业的资料，充实研究内容，为更多企业提供参考。

参考文献

- [1] Abhirup Chakrabarti, Kulwant Singh and Ishtiaq Mahmood. Diversification and Performance: Evidence From East Asian Firms [J]. Strategic Management Journal, 2017(7): 101-120.
- [2] Adam Mohamed Rahim, Mansur Masih. Portfolio diversification benefits of Islamic investors with their major trading partners: Evidence from Malaysia based on MGARCH-DCC and wavelet approaches[J]. Economic Modelling, 2016, 54.
- [3] Aggarwal R K, Samwick A A. Why Do Managers Diversify Their Firms? Agency Reconsidered[J]. Journal of Finance, 2003, 58(1):71-118.
- [4] Ansoff H. I. Strategies for diversification[J]. Harvard Business Review, 1957, 33(5).
- [5] Arslan A, Florackis C, Ozkan A. How and why do firms establish financial flexibility[J]. Review of Quantitative Finance and Accounting, 2008, 12(2): 123-211.
- [6] Marchica M T, Mura R. Financial flexibility, investment ability, and firm value: evidence from firms with spare debt capacity[J]. Financial management, 2010, 39(4): 1339-1365.
- [7] Gilson S C, Warner J B. Junk Bonds, Bank Debt, and Financial Flexibility[J]. Social Science Electronic, 1997(07): 8-19.
- [8] Gomes J, Livdan D. Optimal Diversification: Reconciling Theory and Evidence [J]. Journal of Finance, 2004, 59(2).
- [9] Graham J. R. & Harvey C. R. The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field [J]. Journal of Financial Economics, 2001(60): 187-243.
- [10] Heath L C. Financial Reporting and the Evaluation of Solvency[J]. Accounting Research Monograph, New York: American Institute of Certified Public Accountants, 1978 (03): 1-153.
- [11] Marchica M T, Mura R. Financial Flexibility, Investment Ability, and Firm Value:

- Evidence from Firms with Spare Debt Capacity[J]. *Financial Management*, 2010, 39(04): 1339-1365.
- [12] Opler T, Pinkowitz L, Stulz R, et al. The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings[J]. *Journal of Financial Economics*, 1999, 52(01): 3-46.
- [13] Penrose E. T. The theory of the growth of the firm, 1959[J]. *Managerial & Decision Economics*, 1995, 2(3): 192-193.
- [14] Rumelt R P. Strategy, structure and economic performance [M]. Boston: Harvard University press, 1974. (23): 158-159.
- [15] Schoar A. Effects of Corporate Diversification on Productivity[J]. *Journal of Finance*, 2002, 57(6): 2379-2403.
- [16] 曹艳爱. 企业多元化与专业化战略选择的思考——基于企业资源能力理论的分析[J]. *改革与战略*, 2009, 25(06): 46-49.
- [17] 曾爱民, 傅元略, 梁丽珍. 为什么企业偏好保守资本结构?——一个支持财务柔性理论的经验证据[J]. *商业经济与管理*, 2013(06): 48-59.
- [18] 陈信元, 黄俊. 政府干预、多元化经营与公司业绩[J]. *管理世界*, 2007(01): 92-97.
- [19] 符树衡, 雷辉. 高管团队特征与非相关多元化战略的匹配关系研究[J]. *财会通讯*, 2016(33): 78-81.
- [20] 付玉梅, 张丽平, 李文聪. 宏观经济不确定性、多元化与财务柔性[J]. *财经论丛*, 2019(01): 61-70.
- [21] 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(5): 3-9.
- [22] 顾永才. 出版企业多元化经营的动因、条件与路径研究[J]. *科技与出版*, 2015(03): 27-30.
- [23] 郝红丽. 企业财务战略视角下的现金流量分析[J]. *财会研究*, 2011(08): 40-42+56.
- [24] 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.

- [25]贾良定,张君君,钱海燕,崔荣军,陈永霞.企业多元化的动机、时机和产业选择——西方理论和中国企业认识的异同研究[J].管理世界,2005(08):94-104+172.
- [26]姜付秀.我国上市公司多元化经营的决定因素研究[J].管理世界,2006(05):128-135.
- [27]蒋先玲,秦智鹏,李朝阳.我国上市公司的多元化战略和经营绩效分析——基于混合并购的实证研究[J].国际贸易问题,2013(01):158-167.
- [28]康荣平,柯银斌.企业多元化经营[M].北京:经济科学出版社,1999:321.
- [29]李娟,马慧敏.集团公司国际化、行业多元化与企业绩效关系研究[J].财会通讯,2017(24):21-25.
- [30]林钟高,郑军,卜继栓.环境不确定性、多元化经营与资本成本[J].会计研究,2015(02):36-43+93.
- [31]凌昕怡.多元化投资对企业价值实现程度的分析——以五粮液集团为例[J].财会通讯,2018(10):3-6+129.
- [32]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.
- [33]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(10):61-66.
- [34]马春爱.上市公司财务弹性来源研究[J].财会通讯,2017(17):66-68.
- [35]马忠,刘宇.企业多元化经营受政府干预、企业资源的影响[J].中国软科学,2010(01):116-127.
- [36]苏汝劫,常宇豪.经济新常态下多元化与企业绩效——基于动态能力的视角[J].宏观经济研究,2019(07):136-147.
- [37]孙涛,栾翔茹.多元化战略对企业集团发展的“双刃剑”效应[J].现代经济探讨,2022(10):85-95.
- [38]孙亚琳.中国企业多元化战略的创新型研究[J].财会学习,2017(04):174-175.
- [39]孙艺宁,彭颖.社会资本、财务弹性储备水平与企业资本结构[J].财会通讯,2019(33):107-111.

- [40]王翀. 跨国公司多元化发展战略研究[J]. 世界经济研究, 1994(05):44-47.
- [41]王福胜, 宋海旭. 终极控制人、多元化战略与现金持有水平[J]. 管理世界, 2012(07):124-136+169.
- [42]王志强, 任振超. 多元化经营对企业偿债能力的影响[J]. 统计与决策, 2021, 37(22):181-184.
- [43]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.
- [44]魏然. 多元化经营对企业财务风险影响实证分析[J]. 财会通讯, 2013(05):114-115.
- [45]杨兴全, 尹兴强, 孟庆玺. 谁更趋多元化经营:产业政策扶持企业抑或非扶持企业?[J]. 经济研究, 2018, 53(09):133-150.
- [46]姚德权, 邓阳. 出版类上市公司多元经营绩效的实证分析[J]. 现代传播(中国传媒大学学报), 2016, 38(01):114-119.
- [47]余鹏翼, 李善民, 张晓斌. 上市公司股权结构、多元化经营与公司绩效问题研究[J]. 管理科学, 2005(01):79-83.
- [48]张改清, 祁怀锦. 银企关联、财务弹性与企业并购——来自中国上市公司经验证据的分析[J]. 商业研究, 2016(07):81-88.
- [49]张俊瑞, 孟祥展, 白雪莲. 多元化经营与盈余持续性的关系研究[J]. 西安交通大学学报(社会科学版), 2016, 36(06):25-33.
- [50]张丽平, 付玉梅. 多元化经营是否降低企业绩效?——基于特变电工及天威保变的案例研究[J]. 会计之友, 2019(06):132-136.
- [51]张文闻. 多元化战略对资本结构的影响——基于上市公司的实证研究[J]. 财会通讯, 2013(03):62-64.
- [52]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.
- [53]张翼, 刘巍, 龚六堂. 中国上市公司多元化与公司业绩的实证研究[J]. 金融研究, 2005(09):122-136.
- [54]张长城. 经济发展新常态、财务柔性与企业财务柔性管理[J]. 宏观经济研究, 2015(09):80-87.

- [55]章细贞. 公司多元化战略与资本结构关系的实证研究[J]. 宁夏大学学报(人文社会科学版), 2007(05):130-135+140.
- [56]赵华, 张鼎祖. 企业财务柔性的本原属性研究[J]. 会计研究, 2010(06):62-69+96.
- [57]郑俊梅. 财务弹性视角下上市公司股票回购效果分析——以新湖中宝为例[J]. 财会通讯, 2020(10):97-100.
- [58]郑鹏. 内部治理机制与财务柔性持有行为研究[J]. 会计之友, 2018(09):23-28.
- [59]钟丽涓. 我国农业上市公司多元化战略绩效实证研究[J]. 财会通讯, 2014(30):25-28.

致谢

致谢，是终点，也是起点。大家常说，中国人是含蓄的，我亦如此，故而借此机会，对一路走来遇到的良师益友表达感谢。

盛行千里，不忘师恩。感谢我的导师苏耀华老师，感谢您三年来对我的帮助和指导。在您的带领下，师门轻松愉快的氛围十分难能可贵。您对学术的严谨和生活的热爱时刻感染着我，相信无论我走到哪里，永远都不会忘记这段求学生涯。祝愿老师平安顺遂，桃李芬芳。

父母之恩，云何可报。感谢我的家人，感谢你们默默的守护和支持。无论身处何方，家是永远的避风港。从小到大，太多没有宣之于口的爱意，使我得以快乐成长。祝愿你们长乐永康。

愿岁并谢，与长友兮。感谢我的朋友们，感谢你们一直以来的陪伴。能和你们分享快乐和焦虑，让我感受到的生活是轻松的、充实的。希望未来的路我们能一直一起走下去，一起分享生活的点点滴滴；也祝愿大家都能前程似锦，万事胜意。

道阻且长，行则将至。感谢不断前行的自己。